

研究指導 大橋 良生 准教授

# 企業不祥事による同業他社の株価変動

大和田 仁

## 1. 本稿の目的

### 1.1 企業不祥事の概要

企業不祥事とは、企業が経済活動を行う際の違法行為や、対策の不備などにより発生する事件や事柄のことである。具体的には、利益供与や談合、偽装表示などの不法行為、顧客情報流出や品質不良などの対策不備などである。

不祥事が起きる原因の一つは、利益追求を背景とした企業倫理の低下である。バブル経済崩壊後、日本経済の景気低迷の影響で、企業収益は減少し、経営者は利益獲得を優先し、企業を守るためならいかなることも実行する風潮が生まれたことで、不祥事が起きている。

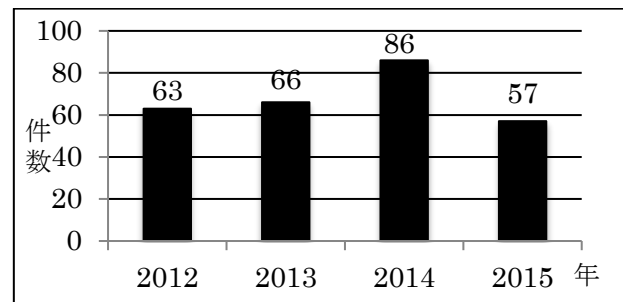
不祥事を起こした企業は、報道や自社による発表などから、不祥事の原因や影響などが社会に明らかとなり、ステークホルダー(利害関係者)の信頼を失うこととなる。ステークホルダーの信頼失墜は、不買運動を引き起こし、収益低下をもたらす。また収益低下の見通しは株価水準の下落を引き起こす。上場企業であれば株価の暴落や上場廃止など、企業の存続危機に陥ることもある。上場廃止の事例として、2004年2月、西武鉄道による総会屋への利益供与があげられる。利益供与が問題となった半年後に、有価証券報告書の虚偽記載が明らかとなった。長期にわたり、自社株式を過小評価したことに対し、東京証券取引所は西武鉄道を上場廃止とした。

### 1.2 企業不祥事の推移

図表1は2012年から2015年の間で起きた上場企業による企業不祥事の件数を示している。毎年50件を超えて不祥事が発生しており、後を絶たない。不祥事を

起こした企業で新たな不祥事が発生したり、業界の慣例として、浸透していた不祥事が発覚した事例もあった。

図表1 企業不祥事の件数(上場企業)



(出典)フジサンケイ危機管理研究室より作成

### 1.3 本稿の目的

企業に対する投資家の信頼を測定する尺度の1つとして、株価情報がある。不祥事が起き、それが将来の収益や利益にマイナスに影響すると予想される場合、株価は下落する。ただし、不祥事後の対応策が、適切であると投資家が判断すれば、株価は元の水準に戻ると予想される。一方で、説明責任が果たされていない、あるいは、対応策が不十分であるのなら、株価下落は緩やかにはならず、投資家離れを引き起こすことになる。すなわち、不祥事により生じた株価の下落に対して、その後の株価動向を検証することで、投資家の対応策に対する評価を確認できるのである。株価の低迷が続くのであれば、投資家はその企業の投資から離れ、同業他社などに投資先を変更することが予想される。

そこで、本稿では不祥事の報道が、当該不祥事企業の同業他社の株価に対して、影響を与えているのかを分析する。もし、報道された不祥事の内容が、当該企業固有のものではなく、業界の慣例として根付いている

ものであれば、同業他社の株価もまた下落すると予想される。対照的に、不祥事の内容が、当該企業固有のもので、顧客離れや減収、ひいては減益につながるのであれば、増収が見込まれる同業他社の株価は上昇すると予想される。

以上の予想に対し、本稿では、不祥事報道が、同業他社の株価に対し、平均的にどのような影響を与えているのかを検証することとする。

## 2. 先行研究

### 2.1 企業不祥事に関する先行研究

青淵(2005)は、企業不祥事によって株主価値に変化をもたらした3社の検討を行っている。その結果、不祥事に加担した役員や逮捕や追加的な不祥事の発覚、事件の発覚を起因とする業績への影響、ステークホルダーに対して十分な説明責任を果たさない企業側の態度が報道されると株価は下落する傾向にあることを示した。一方、トップの引責辞任や再発防止策の発表後は株価が上昇する傾向にあり、市場はこれらのニュースを、企業価値を回復させる情報と受け止めていることを指摘した。また、不祥事に対する迅速的な対応も市場は企業価値を回復させる活動であると評価している。

青木(2011)は、経営者が企業不祥事への対処に向け、倫理的価値判断に基づいて意思決定を行う必要性を指摘している。不祥事への対処として肝心なのは迅速性、判断、処置の3つであるとしている。社会が何を求めているのかや利害関係者が何を期待しているのかなどを把握し、企業と社会の整合性を調和することが重要であると報告している。

### 2.2 同業他社に関する先行研究

自社がとる経営戦略が、同業他社に与える影響を検証している研究として、永田(2014)がある。

永田(2014)は、近年、日本企業がM&Aを活発化させていることを背景として、M&Aに伴う市場集中度の変化が、競合他社の開発戦略にどのような影響を及ぼして

いるのかを実証的に分析した。その中で競合他社の選定は研究開発費に着目して分析が行われていた。分析の結果、M&Aの市場集中化の効果が大きいほど、競合他社に技術開発と市場開発の両方を伴う生存領域の伸張を促す傾向があると示している。

以上のように、先行研究は、不祥事及びその対応策が株価に影響すること、及び、自社の経営活動が同業他社の活動に影響することを示している。そこで本稿では、不祥事を自社の経営活動の一つを捉え、その影響を同業他社の株価を用いて検証することとする。この点が、先行研究に対する新規性である。

## 3. 分析方法と結果

### 3.1 サンプル

フジサンケイ危機管理研究室が取りまとめている不祥事のうち、分析対象とする企業は、2012年から2015年の4年間に企業不祥事を起こした上場企業と同規模の売上高の同業他社である。月次分析を行うため、2016年の企業不祥事はサンプル抽出対象から除外している。

サンプルを抽出する際に、まず企業不祥事を起こした上場企業を抽出する。企業不祥事を起こした企業は、フジサンケイ危機管理研究室の最近の企業事件・不祥事リストから上場企業を抽出した。

次に、抽出した上場企業と同規模の売上高の同業他社をそれぞれ1社抽出する。同規模の売上高の判定には、不祥事の前年度の財務諸表を用いることとする。前年度の財務諸表を用いるのは、不祥事による売上高への影響を除くためである。同業他社は、Yahoo!ファイナンスの業種別銘柄に基づいて、業種を確認し、不祥事企業と同規模の売上高を持つ企業とした。同規模の売上高については、不祥事企業の売上高を1として、0.5～1.5の範囲にある売上高とした。売上高に近い企業の特定には、業界動向サーチの売上高ランキングを参考にしている。

以上の条件を満たす最終的なサンプル数は183社であった。なお、金融業は経常収益を売上高と同等と考え、サンプルに加えている。

### 3.2 分析方法

本稿では、企業不祥事の報道からの同業他社の株価変動を検証するために、短期的に分析する日次分析と、長期的に分析する月次分析を行う。不祥事の報道による株価変動を短期間で分析するのに加え、企業不祥事の影響が長期的に及ぶ可能性を考慮して、長期的な分析も行う。なお、株価変動には、一般経済事情と個別企業情報が含まれているため、一般経済情報の影響を除くために市場リターン控除法を用いる。

日次分析では、企業不祥事が報道された日を  $day=0$  として、前後計 21 日間( $-10 \leq day \leq 10$ )の株価(調整後終値)を用いて個別リターンを計算する。次に同日の TOPIX を用いて市場リターンを計算し、各企業の個別リターンから差し引くことで個別企業情報(不祥事情報)に対応する株価変動部分(異常リターン: Abnormal Return, 以下 AR)を算出する。さらに AR を累積することで、累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return, 以下 CAR)を算出する。これによって、不祥事がアナウンスされた期間で、同業他社の株式銘柄が市場平均を上回る、または下回る AR を累積的に獲得することになったのかを表すことができる。

月次分析も日次分析と同様に、報道された月を  $month=0$  として、前 1 ヶ月、後 12~36 ヶ月(1年から3年)( $-1 \leq month \leq 12 \sim 36$ )の株価を用いて、AR と CAR を算出する。2017年1月時点で株価の収集を行っているため、2012年、2013年の不祥事については37ヶ月間の株価を利用し、2014年の不祥事については25ヶ月間、2015年の不祥事については13ヶ月間の株価を利用している。

次に、算出した AR と CAR を対象に t 検定を行う。検定の結果、有意な値が確認されれば、不祥事が同業他社の株価に影響していることを示唆していることになる。

また、有意な負の値であれば、不祥事が、同業他社にもマイナスの影響を与えており、不祥事が業界の慣例であると投資家が受け止めている可能性を示唆する。対照的に、有意な正の値であれば、不祥事が、同業他社にプラスの影響を与えており、不祥事による同業他社の増収や増益が期待されると、投資家が受け止めている可能性を示唆する。

### 3.3 分析結果

紙幅の関係上、CAR の分析結果のみを、図表 2 と図表 3 に示している。

日次分析の結果では、日次の AR 及び CAR に統計的に有意な値は確認されなかった。このことは、不祥事報道が、同業他社の株価に影響しているとは言えず、投資家が投資先をすぐに変更しているとはいえないことを示唆している。

月次分析の結果、図表 3 が示しているように、全ての累積期間で、有意なプラスの値であった。このことは、不祥事の影響や対応策が明らかとなる期間において、同業他社の株価が上昇していることを示しており、増収増益が期待される同業他社に投資先を変更している可能性を示唆している。

図表 2 同業他社の日次 CAR 分析結果(N=183)

累積期間	CAR	t 値
CAR[-1,+1]	-0.001	0.493
CAR[-2,+2]	-0.001	0.602
CAR[-5,+5]	-0.003	1.001
CAR[-10,+10]	-0.006	1.220

図表 3 同業他社の月次 CAR 分析結果

累積期間	N	CAR	t 値
CAR[-1,+12]	183	0.069	3.267**
CAR[-1,+24]	141	0.123	4.003**
CAR[-1,+36]	82	0.111	2.429*

t 値に付されている\*\*、\*はそれぞれ 1%水準、5%水準で有意であることを示している。

## 4. 結論と課題

### 4.1 結論

本稿の目的は、不祥事が、同業他社の株価に影響しているのか否かを検証することであった。

AR と CAR を用いた日次分析の結果、有意な株価変動は確認されなかった。このことは短期的には企業不祥事の報道が同業他社の株価変動を引き起こしていない可能性を示唆している。

また、月次分析は、一部の AR に有意な正の値が確認され、CAR でも、有意な正の値が確認された。このことは、不祥事を原因とした同業他社の株価上昇が起きていることを示唆している。

以上の分析結果から、不祥事の報道により、投資家はすぐに不祥事企業から同業他社などへ投資先を変更してはいないようだが、不祥事の影響や対応策が明らかになるにつれ、投資先の継続か、変更を判断していると考えられる。

以上のことから、同業他社に正の株価変動がみられたことで、不祥事の対応策が必ずしも十分であるとはいえないと考えられ、不祥事企業の経営者は、対応策を考える際、対応策の効果はステークホルダーの立場によって異なるため、ステークホルダーの立場に合わせた適切な対応策を提示することが重要であると考えられる。

### 4.2 今後の研究課題

最後に本稿の今後の課題を2つ提示する。

第一に、同業他社の選定方法である。本稿では、サンプル抽出の際に、売上高を用いたが、別の指標を用いる必要がある。抽出の精度を高めるために、資本金や従業員数を用いることで、不祥事の影響を受ける同業他社の抽出が可能となるであろう。また、複数社を選定することも、不祥事の影響の測定には不可欠であろう。

第二に、事業関連性の高い企業に対する影響の検証である。本稿では同業他社に着目して検証を行った

が、関連性の高い企業の検証は行わなかった。関連性の高い企業の検証をする例として、タカタのエアバッグリコール問題がある。この問題によりタカタだけでなく、トヨタ自動車や日産自動車などに影響が拡大した。このようなケースの企業不祥事を抽出し、同業他社の検証結果と同様の影響があるのかを検証することで、投資家が投資先をどのように考えているかを分析できると考える。以上が本研究の課題であり、これらの考察や検証をすることで、不祥事の影響を、より包括的に把握できるようになり、不祥事の防止、及び対応策の重要性を経営者に示すことになると期待される。

### 主要参考文献・URL

1. 青木崇 (2011) 「企業不祥事の事後的対応をめぐる経営者の意思決定 -倫理的価値判断と経営力-」『研究紀要』54・55, pp.9-28。
2. 青淵正幸 (2005) 「企業不祥事による株主価値の変化」『新潟国際情報大学情報文化学部紀要』8, pp.77-87。
3. 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A と株価』東洋経済新報社
4. 榎本正博・石川博行 (2007) 「会計操作に対する株価反応」 須田一幸・山本達司・乙政正太 (2007) 『会計操作 その実態と識別法、株価への影響』ダイヤモンド社
5. 北中英明 (2009) 『プレステップ経営学』弘文堂
6. 業界動向サーチ <http://gyokai-search.com/>
7. D.ロウントリー著 加納悟訳 (2001) 『新・涙なしの統計学』新世社
8. 永田晃也 (2014) 「M&A に伴う市場集中度の変化が競合他社の研究開発戦略に及ぼす影響」『経済学研究』81(4), pp.389-395。
9. フジサンケイ危機管理研究室  
<http://www.fcg-r.co.jp/research/incident/>
10. Yahoo!ファイナンス <http://finance.yahoo.co.jp/>