

研究指導 大橋 良生 講師

# 不祥事企業の業績の変化

渡部 好美

## 1. はじめに

企業不祥事とは、企業にとって不名誉で好ましくない事件・事柄のことである。具体的に、顧客情報流出、不正に会計を操作することで収支を偽装した決算報告の不正会計、能力不足や経歴詐称、会社の業績不振を無視して契約解除、内定取り消しをする不当解雇、偽りの賞味期限や材料を使用した偽装事件がある。企業で不祥事が発生し明るみに出ると、企業が法律や内規などの基本的なルールに従うコンプライアンス体制が論じられる。

企業不祥事の例として、2002年雪印食品、日本ハムなどの食品偽造事件、2004年三菱地所土壤汚染隠蔽事件、2005年カネボウ粉飾決算、2006年ライブドア証券取引法違反事件、2007年不二家消費期限切れ原料使用事件、2008年丸大食品有害物質混入、2009年味の素インサイダー取引、2010年DeNA独占禁止法違反、2011年はオリンパスM&A悪用がある。

企業が不祥事を犯すようになった原因は、第1に平成18年5月に会社法が施行され公認会計士または税理士が会計参与として計算書類への関与が可能になったことである。法律の施行以降も会社法の理念に反して、企業の不祥事が頻繁に発生している。第2に、1990年代のバブル崩壊からの長期不況によって、企業が厳しいコスト削減に直面していることがあげられる。コスト削減により、十分な予算をかけることができず、安全対策がおろそかにならざるをえなかったといえよう。

企業不祥事をなくすために企業のCSRの実現を求める動きが強まっている。企業は社会に対して様々な貢献を通して、社会的責任を果たしてきた。具体的には製品やサービスの提供、雇用の創出、納税があげられる。また、企業などの組織内部において組織が健全かつ有効・効率的に運営されるよう各業務で所定の基準や手続きを定めに基づいて管理・監視・保証を行うコーポレートガバナンスを重視し、企業が社会や個人のために行う活動の方針を明示する実務が取られるようになってきている。

こうしたコーポレートガバナンスを具体化する組織構造として委員会設置会社と監査役設置会社の2制度がある。東証上場会社の中で委員会設置会社を選択している会社は全体の2.2%にすぎず、ほとんどの会社は監査役設置会社である。両形態とも経営者を監視する機関(監査役会と監査委員会)が設置されているにも関わらず、経営者による不祥事が起きるのは、経営者のCSRへの意識が低いからであると考えられる。

企業不祥事発生後の経営者の対応は図表1の通りである。不祥事は内部告発により発覚することが多いが、内部告発は、企業内部の従業員や取引業者などから外部へ情報を提供することである。続いて行われる記者会見は不祥事後の対応として、社長や副社長、専務が謝罪会見をすることが多い。社会問題は会社ぐるみの犯罪や事実を知りながらの隠蔽工作の小事が大事となり、不祥事の早期解決を引き延ばすばかりか、社会からの信頼を一瞬にして失ってしまう行為である。トップの辞任、事件化、業績悪化は具体的には、営業停止、不買運動、業績悪化、経営悪化、経営危機、警察の摘発、社長の辞任、逮捕、起訴、会社・グループの解散がある。企業の存続に関わる問題である。不祥事をした企業は損害賠償訴訟などによる法的責任や信用失墜により売上低下などの社会的責任を負わなければならない。

その結果、不祥事が発覚すると業績は悪化するといわれているが、実際にどのように業績に影響しているかは、事後的に検証する必要がある。そこで、本研究では不祥事が発覚した前の業績の変化はどのようなものか明らかにしていく。

## 2. 不祥事の企業業績に対する影響に関する先行研究

本章では、不祥事に関する先行研究をみていくこととする。池原ほか(2007)は、企業の財務パフォーマンスに対するCSR活動の内容による影響度の違いを分析している。分析は、収益性、成長性、安

全性、財務総合、EVAspread を指標としている。その結果、収益性以外の4つの指標では、有意な差はみられなかった。ただし、収益性の指標では、CSR活動の内容に関わらずほとんど影響を受けない結果を報告している。これは非常に興味深い結果であり、コストがかかるCSR活動がであっても収益性に影響を与えないのは、CSR活動が長期的に正の影響を与える特性をもっているからであるとの見解が示されている。

青淵(2005)は、不祥事企業による株主価値の変化を引き起こした3社の情報内容を分析した。その結果、不祥事に加担した役員の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がある。これら情報は不祥事によって破壊された企業価値がさらに破壊されるような企業情報である。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るため、このようなニュースは好材料と捉え、企業価値を回復へと導く情報である。なお、不祥事に関与した役員の処遇や起訴から初公判、判決に至るまでのニュースに対しては、市場は無関心であることが報告されている。

これらの先行研究から、不祥事を行っていない企業のCSR活動は収益性に影響をもたらさないと報告されている。しかし、不祥事が企業業績に与える影響が明確にされていない。そこで本研究では不祥事が企業に与える影響を企業業績に焦点を合わせ、2007年から2009年に不祥事が発覚した企業業績の変化について検証を行う。

### 3. 本稿の取り組み

#### 3.1 サンプル

分析対象企業は2007年から2009年の3年間に不祥事が発覚した上場企業である。

サンプルの抽出にあたりBEI研究所の企業不祥事一覧から上場企業を抽出した。不祥事企業の連結決算の財務データ、株価が可能なもののみを選び出した。最終的なサンプルは、不祥事企業23件である。また、不祥事企業と比較するために、コントロール企業を選択した。コントロール企業は、不祥事企業と規模や業績が同じ企業23社を選び出した。金融業は財務諸表の構成要素が他の業種と異なっているためサ

ンプルを除いている。

#### 3.2 分析方法

本稿では財務分析として、不祥事発覚時の株価変動、収益性に焦点を合わせROEとROAに関する分析を行う。

第1に、株価変動に関する分析である。株価変動には、一般経済情報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。

具体的には、企業不祥事された日をday=0として、不祥事がアナウンスされた15日前後(-15day-15)の株価を用いて、不祥事がアナウンスされた前後15日の株価(終値)を用いてリターンを計算した次に、同日のTOPIXを用いて市場リターンを計算し、各企業の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)を算出した。さらに、個別企業情報に対応する株価変動部分を明らかにするために、コントロール企業の異常リターンを計算し、不祥事企業の異常リターンとの比較(t検定)を行った。コントロール企業と比べ、不祥事企業に有意な株価変動が確認されれば、投資家は不祥事情報に対して、何らかの反応を示していることを意味している。

第2に、収益性の指標として効率的に利益を出しているかを表した総資本利益率(ROA)、自己資本利益率(ROE)を分析する。これらの値が高いほど、利益を生み出せていることを示している。不祥事が収益性にどのような影響をもたらしているかを測定するために、企業不祥事がアナウンスされた1年前の会計期間をt=-1として、アナウンスされた年(t=0)からアナウンス3年後(t=+3)の財務諸表を用いて、比較分析(t検定)を行った。

分析手順として、不祥事のアナウンスされる1年前、不祥事のアナウンスがされた年から3年後までの収益性を計算し、不祥事のアナウンスされる1年前の値からアナウンス後3年までの各値を差し引いた変化の値を算出する。不祥事企業とコントロール企業について、算出した変化の値に対しt検定(両側)を行う。不祥事が収益性に影響しているのであれば、両者の値に統計的に有意な差が見られるはずである。(統計処理:エクセル統計)

## 4. 分析結果と含意

### 4.1 株価変動分析

図表 2 は、株価変動のグラフである。このグラフから、不祥事企業、コントロール企業と共に、不祥事がアナウンスされた日に株価が下落し、次の日に株価が上昇していることが分かる。不祥事がアナウンス( $t=0$ )で不祥事企業とコントロール企業が同じように下落していることに対する説明の一つは、投資家が同業他社であるコントロール企業も不祥事企業と同様に、不祥事を犯している可能性を反映して株価を評価しているからであると考えられる。なお、紙幅の都合上示していないが、株価効果に関してアナウンス日を中心として累積した値に関して行った  $t$  検定の結果の多くは有意ではない結果となり、不祥事企業とコントロール企業とで株価変動に差があるとは言えない結果となった。

### 4.2 収益性分析

図表 3 は、ROA の平均値を表した表である。ROA は、不祥事企業が不祥事を公表される前年と比べた場合に、不祥事のアナウンスされた年( $t=0$ )と 1 年後( $t=+1$ )および公表後 4 年間の平均値とに有意な差がみられた。また、不祥事企業の ROA の平均に有意性がみられた。ただし、コントロール企業と比較した場合、両者に統計的に有意な差は確認されなかった。そのため、不祥事企業について、不祥事後に見られたマイナスの影響は、不祥事によるものであるとは言えない結果となった。

ROE も ROA と同じような結果が見られ、全体的に有意性が見られなかった。実施年に不祥事企業の ROA、ROE が高いのは、不正会計などが影響していると考えられる。また ROA、ROE の平均が + (プラス)であったが、有意性がなかったため、不祥事のほかの要因であることが考えられる。

## 5. まとめと今後の課題

本研究では、不祥事が与える企業業績への影響を明らかにすることを目的とし、収益性、株価の変化を  $t$  検定、リターンを用いて検証を行った。

その結果、株価変動は有意な差がなく、不祥事がアナウンスされた日は株価が下落し、1 日後は上昇する。不祥事前後で収益性の変化を比較した場合は一部を除き、有意なマイナスとなり、コントロール企業と比較すると有意な差は見受けられなかつ

た。これらの結果を受け、経営者がトップの引責辞任や再発防止策といった対策を公表したことにより、投資家や消費者が好意を持ったためであると考えられる。不祥事企業を減らすためには、CSR 活動を会社全体に広め、CSR 活動の意識を高めるとい

う結論に至った。今後の課題として 2 つあげられる。第 1 に短期間だけの分析でなく、長期的な分析を行うことである。本研究では 2007 年から 2009 年のもので、2008 年世界的な経済問題となったリーマンショックが起きていた時期と重なっている。本来の営業活動が出なかった可能性も考えられるため、短期間だけの分析でなく、より長期的な分析を行うことも必要である。

第 2 に、収益性だけでなく、他の財務諸表を用いることである。本研究の結果として、収益性の有意性が見られなかったため、成長性、安全性、生産性には影響を及ぼすのかを分析する必要があると考える。

以上 2 つが今後の課題である。

## 引用文献等

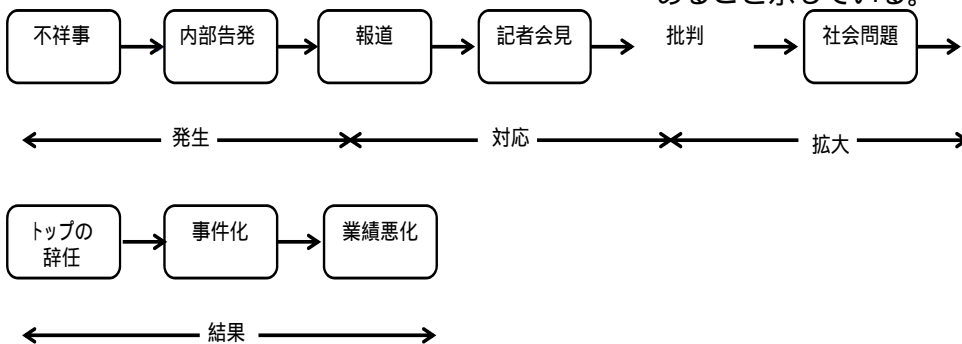
- 2009年主な企業不祥事(1月から3月)  
<http://www.beinstitute.org/news/pdf/nenkannews2009.01-03.pdf>
- 2009年主な企業不祥事(4月から6月)  
<http://www.beinstitute.org/jissen/pdf/jisn-ta-nenkannews2009.04-06.pdf>
- 2009年主な企業不祥事(7月から12月)  
<http://www.beinstitute.org/jissen/pdf/jisn-ta-nenkannews2009.07-12.pdf>
- 2008年上半期主な企業不祥事関係ニュース  
<http://www.beinstitute.org/news/pdf/nenkannews2008.kamiki.pdf>
- 2008年下半期主な企業不祥事関係ニュース  
<http://www.beinstitute.org/jissen/pdf/jisn-ta-nenkannews2008.shimoki.pdf>
- 2007年主な企業不祥事一覧  
<http://www.beinstitute.org/news/pdf/nenkannews2007.pdf>
- 池原大樹 鈴村梓 長瀧祐希 二宮裕介 林田直樹 (2007)「CSR 活動は企業の財務パフォーマンスを高めるか～経済的付加価値を用いた経済分析～」
- 青淵(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』新潟国際大学

図表3 ROA

	不祥事企業		コントロール企業		- (t値)
	ROA	t = - 1 との差 (t値)	ROA	t = - 1 との差 (t値)	
t = - 1	3.02		4.58		
t = 0	1.89	- 1.14 (2.74)*	1.55	- 3.06 (2.53)*	1.92 (1.50)
t = 1	0.37	- 2.65 ( 3.54 ) **	2.31	- 2.25 (2.20)*	- 0.4 (0.31)
t = 2	2.21	- 0.81 (2.03)	3.89	- 0.53 (0.36)	- 0.28 (0.19)
t = 3	2.78	- 0.25 (0.63)	4.32	- 0.64 (0.64)	0.39 (0.37)
AVE	2.05	- 0.97 ( 3.40 ) **	3.33	- 1.35 (1.95)	0.38 (0.51)

図表1 企業不祥事発生後の流れ (青木,2010)



t値の\*\*、\*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。

図表2 株価変動

