

研究指導 大橋 良生 講師

企業不祥事後の社長交代の効果の検証

酒井 拓未

1. はじめに

企業不祥事とは、企業が経済活動を行うのに際して利益追求などのために違法な行為を行うことや、製品を製造・使用するうえで発生してしまった事故などのことを総称したものである。

不祥事を起こした企業の知名度が大きいほど社会への影響は大きく、不祥事による損失ばかりではなく社会の信頼を一気に失い、上場企業ともなれば株価の暴落、上場廃止、および倒産と企業の存続危機に直面することになる。

企業では、不祥事が発生しないようコンプライアンスの見直しなどの事前の防止策を行うが、不祥事が発生してしまっている。図表 1 は 2008 年度から 2012 年度までのコンプライアンス違反倒産企業数の推移である。コンプライアンスとは法令順守の意味で、食品偽装などを犯すとコンプライアンスに違反したことになる。

図表 1 をみると、2009 年にはコンプライアンス違反倒産企業は少なくなったが、そこから年々増加傾向にあるとわかる。これは 2008 年頃の不況が原因で不祥事を犯した企業が、数年後に明るみになったと推察できる。

このことからまだ発覚していない企業不祥事が存在し、これからもリーマンショックのような不況は生じうるため、今後も企業不祥事はなくなるということが予測される。そのため、不祥事の事前防止対策を行うのも重要だが、不祥事発覚後の対応もまた企業存続には重要である。

また企業不祥事後、内部調査をする前に自社の責任を否定したり、組織ぐるみの隠ぺい工作が発覚し解散に追い込まれた事例など、発生した不祥事そのものよりも、不祥事後の対応の不手際が企業に対するダメージを拡大させた事例は少なくない。そのため、企業は不祥事を犯した場合、損失を最小限に食い止めるためにも企業不祥事後の対応は重要であるといえる。

企業の経営者は、会社の健全性と成長性を実現する効率的な企業統治のシステムを構築する社会的責任があり、この社会的責任に応答する企業統治を一般的にコーポレート・ガバナンスという。具体的には、企業の運

営に関して、どのような機構や基準を設定して様々なステークホルダーの期待に応えようとしているのか、経営が適切に行われているかをチェックする仕組みのことを指している。

株主、経営陣、および従業員により、コーポレート・ガバナンスが徹底されると、企業活動の理念や目的を逸脱した社長(経営者)の独裁的経営は許容されなくなり、社長(経営者)が違法行為を犯そうとするリスクは低くなる。

しかし近年、コーポレート・ガバナンスが徹底されていなかったことを一因として、企業不祥事が増加している。不祥事を犯した企業では、コーポレート・ガバナンスを徹底できず不祥事を招いたことを理由として、社長を辞任させ、コーポレート・ガバナンスの徹底や業績の回復を期待し、不祥事後の対応策として、社長交代を行うことがある。社長交代は対応策として実施されるケースもあればそうではないケースもある。

例えば、食品偽装表示の不祥事を起こした阪急阪神ホテルズは社長の引責辞任により社長交代を行っているが、同様の食品偽装表示の不祥事を起こした三越伊勢丹などでは社長交代は行われなかった。このことから社長交代はその企業各々で判断が分かれる対応策である。そのため、社長交代が企業不祥事後の業績に関わってくると考えられる。そこで本稿では、企業不祥事後の社長交代に関して期待された効果が実現しているのかを検証する。

2. 先行研究

本章で取りあげる先行研究において、経営者は社長と同義で使用されていたため、本稿では経営者と社長を区別せずに進めていくこととする。

企業不祥事後の対応策に関する先行研究である、伊藤(2013)では、食品・製品事故が生じた後に企業が取るべき対応として、事実関係の確認・調査、上司や適切な部署への報告、公表・商品回収等を含む具体的対応策の積極的な検討と実行をするべきと指摘している。

また、田中(2008)では、経営トップがコンプライアンスを誠実に実践すると社内外へ宣言し自ら率先垂範する姿勢を示す、経営理念・経営哲学を役員・社員で共有する、具体的な企業行動基準・行動規範・行動指針などを作成し、社内に周知徹底するべきと指摘している。

さらに、青木(2010)では、経営者が辞任あるいは逮捕されたとしても不祥事は解決しないことがあると報告している。原因の解明と不祥事防止策があいまいでは、いつまでもたっても社会からの信頼は得られないためである。そのため、不祥事を起こしてしまった企業の経営者は辞任せずに、対応策について倫理的価値判断に基づいて意思決定を行う必要があると指摘している。

青木(2010)の指摘に基づけば、社長交代は不祥事による業績悪化からの回復に結びつきにくいことになる。すなわち、社長交代が余儀なくされた場合、原因解明と不祥事防止策があいまいでは、社会の信頼は得られず、ひいては業績回復には直結しないと考えられる。青木(2010)を含めた上記の企業不祥事後の対応策に関する先行研究では、対策についての定性的な考察が行われているが、対策の効果を調べる定量的な分析は行われていない。

一方で、社長交代に関する先行研究として、中内・飯尾(2008)では、前任の社長が解雇され(会長として残留しない)、新社長が内部出身者である場合に、交代後のパフォーマンスが高めることが確認され、外部出身者の場合はパフォーマンスが下がると報告している。

清水(2009)によると、Denis/Denis(1995)では、業績の悪化と不祥事による強制解任のあったアメリカの企業で、解任後は業績が大幅に改善した報告している。

これら社長交代に関する先行研究では、主として社長の交代に注目した分析が行われており、不祥事を原因とした社長交代の効果に焦点をあてた分析はなされていない。

以上のことから本稿では、日本の上場企業を対象として、不祥事が起こってから対応策として社長交代を行った企業(社長交代企業)と、社長交代を行っていない企業(社長継続企業)では業績にどのような差が生じるのかを検証する。

3. 分析の枠組み

3.1 サンプル

分析対象とする企業不祥事は、上場企業の企業不祥事全てとし、分析期間は、データ取得の関係上、2000年以降である。ここでいう企業不祥事とは、新聞やインターネットなどのメディアで報道されたものである¹。

株価分析では、社長交代企業は、企業不祥事後の会見で社長が辞任を表明し、対応策報道日から前後15日間の中で不祥事が発生している上場企業をサンプルとした。社長継続企業は、企業不祥事後の会見で社長が辞任を表明せず社長職についたままで、対応策報道日から前後15日間の中で不祥事が発生している上場企業をサンプルとした。朝日新聞、日本経済新聞、およびYAHOOファイナンスから、分析に必要なデータを収集した結果、最終的なサンプルは社長交代企業が25社、社長継続企業が49社の計74社となった。

収益性分析では、社長交代企業は、企業不祥事後の会見で社長が辞任を表明し、企業不祥事がアナウンスされてから2年後までのデータが取れる上場企業をサンプルとした。社長継続企業は、企業不祥事後の会見で社長が辞任を表明せず社長職についたままで、企業不祥事がアナウンスされてから2年後までのデータが取れる上場企業をサンプルとした。上記の新聞、および『会社四季報』(東洋経済新報社)から分析に必要なデータを収集した結果、最終的なサンプルは社長交代企業が16社、社長継続企業が31社の計47社となった。

なお両方の分析において、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から除いている。

3.2 分析方法

社長交代は不祥事による業績悪化からの回復に結びつきにくいことを定量的に分析するためには、社長交代企業と社長継続企業の業績を比較する必要がある。そこで、本稿では、社長交代の効果を、株価と財務諸表を用いた分析により検証する。

第一に、株価分析について説明する。株価変動には

¹主なものとして、金融商品取引法違反、粉飾決算、製

造物責任法違反等がある。

一般経済情報と個別企業情報が含まれており、一般経済情報の影響を除くため市場リターン控除法を用いる。

社長交代企業では、不祥事後に社長が辞任を表明し後任の社長が決まった日を day=0 として、それがアナウンスされた前後 15 日 ($-15 \leq \text{day} \leq +15$) の株価(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(社長交代の情報)に対応する株価変動部分(異常リターン)を算出する。

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、社長継続企業(企業不祥事後に対応策を発表した日を day=0 とする)の異常リターンを計算し、社長交代企業の異常リターンとの比較(t 検定)を行う。

第二に、財務諸表を用いた分析として収益性分析について説明する。収益性分析では、自己資本利益率(ROE)と総資産利益率(ROA)の 2 つの指標を用いる。ROE は、自己資本に対してどれだけ当期純利益が生み出されているかを示す指標で、この指標が高いほど株主資本を効率的に利用しているということが分かる。ROA は、総資産がどれだけ効率的に使われているかを示す指標で、高いほど収益力が高いことになる。

企業不祥事がアナウンスされた会計期間を t=0 として、アナウンスされる前年(t=-1)とアナウンス 2 年後までの(t=0~t=+2)の値を用いて t 検定を行う。分析手順として、t=-1 から t=+2 までの収益性を計算し、t=0 から t=+2 の各値を t=-1 で差し引いた変化の値を算出する。そして、社長交代企業と社長継続企業のそれぞれについて、変化の値の比較を行う。

青木(2010)の指摘に基づき、株価分析と収益性分析の両分析で、「社長交代を行っても、原因の解明と不祥事防止策があいまいであることが多いため、社長継続企業と比べて、業績は変わらない」という仮説を検証する。

4. 分析結果と含意

図表 2 は累積異常リターンの推移であり、図表 3 はアナウンス日周辺の異常リターンを示している。図表 2 より、

-3 から+3 の 7 日間で社長継続企業の株価が大幅に下がっている一方、社長交代企業の株価は下落幅が小さいことがわかる。また、図表 3 より、day=0 の時点で両者に有意な差を確認することができた。これは、社長交代企業の株価が社長継続企業の株価よりも高い値であったことを示している。

図表 4 は ROE の分析を行った結果である。社長交代企業では、t=+1 と t=+2 で有意な差が確認された。また社長継続企業では、t=0 で有意な差が確認された。しかし両者を比較した時、有意な差は確認できなかった。ROA についても ROE と同じような結果が見られ、全体的に有意性が確認されなかった。

以上の分析では、株価分析ではプラス値で有意な差が確認されたが、収益性分析からは有意な差はみられなかった。このことから、青木(2010)に基づく仮説は、株価分析においては支持されないが、収益性分析においては支持されることが明らかになった。

5. まとめと今後の課題

本稿では、社長交代を行っても社長継続企業と比べて、業績は変わらないという仮説を検証するために、株価の異常リターンと収益性の指標を用いて、それぞれ t 検定を行った。

その結果、企業不祥事後に社長交代を行うことは株価の評価にはプラスの効果があるが、財務諸表上にはその評価が実現されてはいないことが示された。すなわち、青木(2010)に基づく仮説は、株価分析においては支持されなかったものの、収益性分析では支持された。

このことから、社長交代は企業不祥事後の対応策として業績を回復させる効果を有しているとはいえない結果となった。つまり、収益性分析で有意性が確認されなかったことから、不祥事を犯した企業は、特に消費者を意識した対応策を行う必要があることを示唆するものである。消費者を意識した対応策とは、例えば、商品回収等の対応策の迅速な実行や、消費者へ商品の情報提供などを行い、安全性を自身で確認してもらうなどの消費者重視の経営を実行することである。これにより、業績は回復してくはずであると考えられる。

本稿における課題は以下の 3 点である。

第 1 に、サンプルとして取り扱う企業不祥事が金融商品取引法違反、製造物責任法違反、不祥事の規模の大小などの種類別に分けられていない点である。これを行うと、企業不祥事の種類ごとに社長交代を実施すべきか否かわかるようになる。しかし現時点でのサンプル数が少なく、この検証を行うにはサンプル数の蓄積を待つ必要がある。

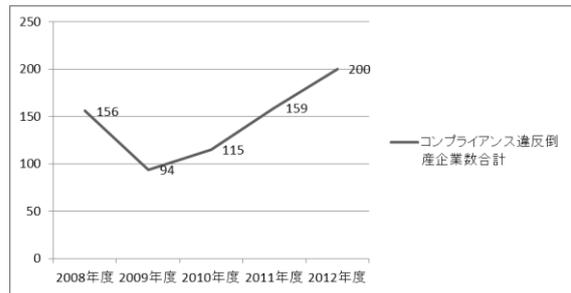
第 2 に、社長交代以外の対応策についてである。本稿の分析により、社長交代に業績に対してあまり効果がないということが明らかになったため、他の対応策について分析を行う必要がある。

第 3 に、分析期間についてである。本稿では、収益性分析はサンプル数の関係から企業不祥事後以降 2 年目までの財務諸表を用いて行った。しかし、より長期的に効果を検証したい場合、2 年目以降の財務諸表も用いて分析を行う必要がある。これもサンプル数の蓄積を待つ、再度分析する必要がある。

主要参考文献等

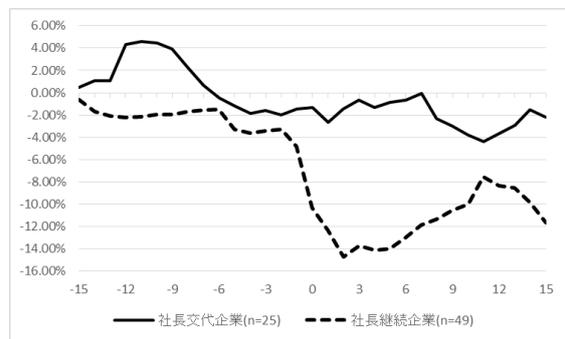
- [1] 青木崇(2010)「企業不祥事の事後的対応をめぐる経営者の意思決定—倫理的価値判断と経営力—」『研究紀要』第 54・55 号, pp.9-28.
- [2] 伊藤茂孝(2013)「食品事故に対する企業の対応策」『環境管理』2013 年 4 月号 Vol.49 No.4, pp.55-61.
- [3] 清水一(2009)「経営者の交代と企業経営: 経営者の若返り効果を中心として」『研究紀要』第 52・53 号, pp.71-78.
- [4] 社団法人日本監査役協会ケーススタディ委員会(2009)『企業不祥事の防止と監査役』.
- [5] 田中宏司(2008)「企業不祥事とコンプライアンスの本質」『研究紀要』第 14 号, pp.7-16
- [6] Denis, D. and Denis, D(1995)「Performance changes following top management dismissals」『Journal of Finance』50, pp.1029-1057.
- [7] 中内基博・飯尾隼人(2008)「日本の製造業における社長交代とパフォーマンスの関係性—社長交代パターンと TMT 構成の観点から—」『経営力創成研究』Vol.4, No.1, 2008, pp.21-36.

図表 1 年度別コンプライアンス違反倒産企業数の推移



(出所) (株) 帝国データバンク

図表 2 累積異常リターンの推移



図表 3 分析期間における異常リターン

| day | 社長交代企業 | 社長継続企業 | t値 | day | 社長交代企業 | 社長継続企業 | t値 |
|-----|--------|--------|---------|-----------|--------|---------|---------|
| -15 | 0.46% | -0.64% | 1.203 | +3 | 0.55% | 0.95% | -0.086 |
| -14 | 0.76% | -1.02% | 1.366 | +4 | -0.73% | -0.35% | -0.280 |
| -13 | -0.09% | -0.42% | 0.622 | +5 | 0.32% | 0.08% | 0.359 |
| -12 | 2.46% | -0.11% | 2.659** | +6 | 0.03% | 1.04% | -0.613 |
| -11 | 0.84% | 0.02% | 0.194 | +7 | 0.41% | 1.11% | -0.325 |
| -10 | -0.38% | 0.20% | -0.217 | +8 | -2.12% | 0.57% | -1.652 |
| -9 | -0.55% | 0.03% | -0.455 | +9 | -0.47% | 0.77% | -1.023 |
| -8 | -2.21% | 0.27% | -1.280 | +10 | -0.73% | 0.52% | -0.971 |
| -7 | -1.65% | 0.11% | -1.131 | +11 | -0.43% | 2.47% | -2.313* |
| -6 | -0.91% | 0.09% | -1.171 | +12 | 1.01% | -0.82% | 1.491 |
| -5 | -0.83% | -1.80% | 1.025 | +13 | 0.96% | -0.20% | 0.706 |
| -4 | -1.00% | -0.36% | -0.333 | +14 | 1.36% | -1.29% | 1.800 |
| -3 | 0.41% | 0.21% | 0.024 | +15 | -0.11% | -1.80% | 0.869 |
| -2 | -0.35% | 0.15% | -0.301 | [-15,+15] | -1.60% | -11.65% | 0.942 |
| -1 | 0.69% | -1.52% | 1.232 | [-10,+10] | -8.92% | -7.82% | -0.110 |
| 0 | 0.18% | -5.48% | 2.709** | [-5,+5] | -0.24% | -12.53% | 1.807 |
| +1 | -1.11% | -2.00% | 0.264 | [-2,+2] | 1.04% | -11.26% | 2.257 |
| +2 | 1.63% | -2.39% | 1.370 | | | | |

図表 4 ROE の分析結果

| | 社長交代企業 | | 社長継続企業 | | ①-② (t値) |
|------|---------|--------------------|---------|-------------------|------------------|
| | ROE | ① t = -1との差 (t値) | ROE | ② t = -1との差 (t値) | |
| t=-1 | 5.38% | - | 2.62% | - | - |
| t=0 | -10.10% | -15.48% (-2.126) | -16.61% | -19.23% (-2.057)* | 3.75% (0.267) |
| t=+1 | -24.97% | -30.35% (-3.150)** | -6.62% | -9.24% (-0.863) | -21.11% (-1.280) |
| t=+2 | -21.65% | -27.03% (-2.295)* | -4.87% | -7.49% (-1.036) | -19.54% (-1.488) |
| AVE | -18.91% | -24.29% (-1.229) | -9.37% | -11.99% (-0.246) | -12.30% (-1.467) |

AVE は t=0, t=+1, t=+2 を平均した値である。nはその年に示されるサンプル数を示している。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示している。