

研究指導 大橋 良生 准教授

不祥事対応としての社外取締役増員の株価効果

上遠野祐希

1. 本稿の目的

1.1 企業不祥事の現状

企業不祥事とは、企業が経済活動を行う際の違法行為や、製品を製造するうえで発生した事故などの総称である。

図表1は、企業不祥事の中でもコンプライアンス違反が生じ、倒産するまでに至った企業の推移である。コンプライアンス違反とは、意図的な法令違反や社会規範・倫理に反する行為などのことである。近年では、200件を上回っており、今後も一定数の企業がコンプライアンス違反により倒産することが推測される。また、このようなコンプライアンス違反を背景としてガバナンス体制が問われ、各社ホームページにコーポレート・ガバナンスの詳細を記載する企業も多い。コーポレート・ガバナンスとは企業統治とも訳され、企業経営の仕組みや、業務執行のコントロール、モニタリングなどの体制を指している。このガバナンスの強化は、法令順守をもとに、倫理的価値判断に基づいた意思決定につながることを期待される。

1.2 企業不祥事対応の現状

企業は、将来にわたって継続して事業を行うことを前提に活動を行っている。不祥事を起こした企業も例外ではなく、不祥事の再発防止や倒産を防ぐために様々な手段を講じる。不祥事を起こした後の対応には、被害を被った人を含む利害関係者に影響するため、適切かつ迅速な行動が求められる。企業不祥事の報道がなされるたびに、企業の意識改革が問われている。

青木(2005)は、不祥事発生を一次クライシスとし、不祥事対応後の被害拡大を二次クライシスとしている。企業にダメージを与えるのは二次クライシスであるとし、2005年までの企業不祥事対応の特徴として、その場しのぎの記者会見や、隠蔽工作が行われていたことを指摘している。

上記のような不祥事の多発や不適切な対応を背景として、2016年に日本取引所自主規制法人は「上場企業における不祥事対応のプリンシプル」の策定を公表した。これには、①不祥事の根本的な原因の解明、②第三者委員会を設置する場合における独立性、中立性、専門性の確保、③実効性の高い再発防止策の策定と迅速な実行、④迅速かつ確かな情報開示の4つから成る原則が記されている。また、社会的にみると、会社法制の現代化を図り、2006年

に会社法、2007年に金融商品取引法が施行された。なお、現在もこれらの法律の改正が進められている。

1.3 社外取締役の役割と問題の所在

不祥事再発防止策の一つとして、社外取締役の導入や増員が提案されている(青木2010)。社外取締役とは、当該会社又はその子会社の業務に携わらず、過去10年当該会社又はその子会社の業務に携わっていない取締役のことであり、企業と利害関係がないために、独立性をもってその会社の監視機能を高めることができると期待されている。日本では2002年に社外取締役制度が導入され、2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コードでは、2名以上の社外取締役の設置を上場企業に推奨している。ただし、日本では社外取締役導入は義務化されておらず、社外取締役比率は企業により差異がある。

青木(2010)は、企業不祥事の発生は社外取締役のウェイトを高める契機となる、と報告している。不祥事の発生後、企業は再発防止策の一環として取締役のモニタリング機能の強化を進めることが急務であり、特に粉飾決算などの不正会計が発覚すると社外取締役のプレゼンスは高まると指摘している。社外取締役を導入・増員し監視機能を高めることは、故意に行われる不祥事の有効な対策と期待される。

マスコミの追及をはじめとして、SNSの普及に伴い、不祥事を起こした企業への非難の声は、目に見える形で大きく広がる。不祥事に関する情報の普及や被害の状況の把握に伴い、不祥事に対する社会的関心が年々厳しさを増しているのが現状である。不祥事を起こした企業は、説明責任を果たし再発防止策を発信することで企業価値の回復に努めることが求められる。そのため、再発防止策として、具体的かつ明瞭な社外取締役の増員が、二次クライシスを最小限に留めると期待される。

そこで本稿では、不祥事を起こした後に社外取締役を導入・増員した企業に対して、一義的な利害関係者である株主はどのような評価をするのかについて、株価反応を用いた分析を行うこととする。

2. 先行研究

2.1 不祥事企業の経営者意思決定に関する研究

青木(2005)は、経営者の倫理的価値判断に沿った意思決定の重要性と経営力の課題について論究している。「不祥事を起こした企業が真っ先に行うべきことは利害関係者からの信頼を元通りにすることで

ある。」とし、「社会は何を求めているのか、や利害関係者は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。」と述べている。また、「経営者が先導に立って、コンプライアンスを基礎にした企業倫理の確立と実践をしていく必要がある。」と結論付けている。すなわち、経営者には、様々なステークホルダーに対して信頼される行動が必要であると認識し、また、自身の思想が企業の在り方に影響することの自覚が求められているのである。これらを踏まえ、不祥事の対処として何より必要なのは経営者の危機管理能力とその倫理価値判断による意思決定であると強調している。

2.2 不祥事対応と株価の関連性

青淵(2005)は、利益供与事件に焦点を当て、不祥事後に企業の発信する情報が株価の下落をもたらすBad Newsと株価上昇をもたらすGood Newsのいずれに該当するかを調査している。不祥事の対応が、収益力の低下を抑制すると期待されれば、投資家は、株価にそれを織り込むと期待されるのに対し、そうでない場合は、株価は持続的に低下する収益性を反映すると予想される。これを踏まえ、企業が発信する情報と株主価値の代理変数である株価の変化を観察することで、その情報内容が株主価値に与える影響を分析している。

分析の結果、株価下落のBad Newsとしては、不祥事に加担した役員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であることを示している。一方で、株価上昇のGood Newsとしてトップの引責辞任、再発防止策の発表が挙げられ、そのまま事件発覚後の対応までの日数は各企業で大きく異なり、対応も様々であることが報告されている。不祥事対応の迅速さもGood Newsの一因となっていることを示している。このように、企業の発信する情報が、利害関係者にとって良い情報であったのか、悪い情報であったのかは株価と大きく関わりを持つため、適切な対応が求められることが示唆されているといえよう。

2.3 不祥事と社外取締役導入の関連性

青木(2015)は、企業不祥事と不祥事発覚後の社外取締役の導入による監視機能強化の関係がどれほど確実なものか検証している。実証分析の結果として、事故的な不祥事が発生した場合、社外取締役比率は高まらない一方、意図的な不祥事の中でも特に粉飾決算が発覚すると社外取締役の比率は高まるとの知見を示している。また、粉飾決算により会計専門家の社外取締役が増員されるわけではないとの結果から、企業の意図が不明確であることを指摘している。

以上の先行研究成果をまとめると、青木(2005)で

は企業不祥事が起きた場合の対処として、速やかに利害関係者の信頼を取り戻すことが重要であること、企業倫理の重要性と、経営者の意思決定がいかに企業の存続に影響するかが指摘されている。また、青淵(2005)では、企業不祥事後の対応として、有効な再発防止策のアナウンスは株価上昇の要因となるとの知見が得られた。最後に、青木(2015)の分析結果によれば、不祥事後に社外取締役のプレゼンスを高める取締役会改革は、改革のシグナルとして受け止められていることが示唆された。

これらの先行研究を踏まえて本稿では、企業不祥事後の再発防止策の中でも、企業外部に向けて明示される、社外取締役の増員を研究対象として取り上げる。この対応が、不祥事企業の信頼回復に寄与しているのかを、株主の評価を反映する株価反応を分析することで、検証することとする。この点が、先行研究に対する本稿の特徴である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

分析対象とする企業不祥事は、社外取締役制度が施行された2002年以降に生じた不祥事とする。不祥事データは、斎藤(2007)と結城(2018)から抽出する。また、不祥事後に社外取締役を導入したか否かについての確認には有価証券報告書を用いることとし、有価証券報告書はEDINETから収集した。なお、分析日までに上場を廃止した企業や、5年前以前の企業不祥事に関しては、各社ホームページに記載されている有価証券報告書を用いた。株価データの収集には、『Yahooファイナンス』と、『日本経済新聞』を使用した。なお、データが揃わないサンプルは分析対象から除いた。最終的に、分析対象のサンプル数は45件となった。

3.2 株価反応の測定方法

分析には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(榎本・石川2007)。はじめに、株価の終値を用いて各社の個別リターンを計算する。次に、市場全体の株価指標として、企業ごとに同日のTOPIXを用いて市場リターンを計算し、各社の個別リターンから差し引く。これにより、各企業の個別情報に対応する株価変動部分である異常リターン(Abnormal Return : AR)を算出することができる。そして、この異常リターンを累積し、累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return : CAR)を算出する。CARを用いるのは、当該個別情報が株価に織り込まれる期間を考慮するためである。

3.3 企業不祥事に対する株価反応

はじめに、企業不祥事の長期的な影響を見るために月次分析を行った。月次分析を用いる理由は、企業にダメージを与えるとされる二次クライシスの影響

を検証するためである。この分析では、企業不祥事日を含む月をmonth=0として、1か月前から11か月後(-1 \leq month \leq +11)の13か月を分析期間とした。

図表2は、分析期間における各企業のCARの推移を表している。不祥事1か月前から3か月後にかけて大幅に下落し、以降持続的にマイナス水準で推移している。また、図表3は累積期間におけるCARの値を表している。累積期間として、不祥事前月から1か月後、3か月後、6か月後の3つの期間を抽出し、それぞれで算出した結果が統計的に有意であるか、t検定を用いて行った。その結果、すべての期間において平均値はマイナスを示し、1%水準で有意であった。このことは、企業不祥事に対して株価が大きく下落し、不祥事後4か月目から若干の上昇はみられるものの、不祥事前の株価水準には至っていないことを示唆している。

3.4 社外取締役増員に対する株価反応

次に、社外取締役増員に対する株価反応の検証のため、不祥事企業を、社外取締役を増員した増員企業とそうではない非増員企業に分類し、日次分析と月次分析を行った。日次分析は、社外取締役を増員することに関して株主がどう評価するかを分析し、月次分析は、増員後社外取締役が期待させる機能が実現しているのかを検証することを目的としている。

日次分析の期間は、企業不祥事直後の株主総会日をday=0とした21日間(-10 \leq day \leq +10)である。図表4は、累積期間として、企業不祥事直後の株主総会前後10日、5日、2日、1日の4つの期間でのCARの平均値を示している。増員企業では、プラスのCARが確認された。ただし、これらを非増員企業のCARと比較した結果、t値が示すように、両者に有意な差は確認されなかった。

月次分析の期間は、企業不祥事直後の株主総会日をmonth=0とした、1か月前から11か月後(-1 \leq month \leq +11)を分析期間とした。図表5は、累積期間として、不祥事前月から1か月後、3か月後、6か月後の3つの期間でのCARの平均値を示している。増員企業では、プラスのCARが確認された。ただし、これらを非増員企業のCARと比較した結果、t値が示すように、両者に有意な差は確認されなかった。

以上のように、日次分析と月次分析の両者で、増員企業に対してプラスの株価反応がみられたものの、非増員企業との比較では、有意な差ではなかった。これらのことは、社外取締役の増員や社外取締役による監視機能の有効性に対して株主が必ずしもプラスの評価をしている訳ではないことを示唆している。

4. 結論と今後の課題

4.1 結論

本稿の目的は、不祥事後に社外取締役を増員することが、その企業の信頼回復に寄与しているかを

検証することであった。分析の結果は以下のとおりである。第一に、企業不祥事に対する株価反応の検証では、不祥事によって株価は下落し、また、統計的に、どの累積期間でも有意であることが確認された。このことは、企業不祥事は長期的に株価に影響することを示唆している。

第二に、不祥事対応として社外取締役の増員に焦点を合わせ、社外取締役増員企業と非増員企業の比較を行った。増員企業にプラスのCARが確認されたものの、非増員企業との差は確認できなかった。つまり、社外取締役の増員の公表やその有効性に対して、株主が必ずしもプラスの評価をしている訳ではないことが示唆された。

企業不祥事が起こると、株価は大幅に下落し、二次クライシスを防ぐための迅速な対応が求められる。その対応の一つとして社外取締役の増員があり、これは株価を上昇させる要因となりえる対応といえる。ただし、本稿の分析結果に基づくと、企業の信頼回復に用いられる不祥事対応として社外取締役の増員だけではなく、企業不祥事の内容に適した対応が求められるといえる。企業不祥事が発生した場合、不祥事の内容に適した再発防止策を迅速に投資家に提示し、株価回復を目指すべきであるといえよう。

4.2 課題

本研究における今後の課題について提示する。第一に、サンプルについてである。本研究では、斎藤(2007)と結城(2018)からサンプルを収集し、株価データの関係上、上場会社以外はサンプルから除外した。しかし、書籍に載るような影響の大きい不祥事もあれば、影響が小規模の不祥事もある。様々な不祥事があり、適切な対応も異なる。また、企業自体の知名度や不祥事の内容によっても話題性は異なる。そのため、「意図的不祥事」「事故的な不祥事」といったような、不祥事の内容ごとの抽出など、不祥事規模なども考慮した分析を行うことで、多角的な検討につながるであろう。

第二に、企業不祥事と株主総会までの期間にばらつきがあることを本稿では考慮していなかった点である。青淵(2005)は、Good Newsとして、再発防止策の発表のほかにトップの引責辞任、不祥事に対する迅速な対応を挙げていた。企業不祥事後、トップの引責辞任のほかに株主総会を待たずに取締役が辞任するとのアナウンスも多く、今回の分析で用いた異常リターンが、社外取締役の増員だけではなく取締役会の改革に反応していた可能性がある。適時的な情報ツールとして、新聞やニュースといったマスメディアにも注目すべきである。

第三に、社外取締役の有効性の検証である。今回の研究では、企業不祥事後に社外取締役を導入した企業群と、導入しなかった企業群を用いて比較を行った。この他に、不祥事に起因する社外取締役増

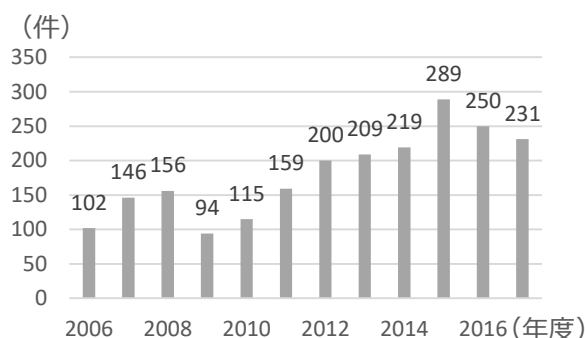
員と、そうではない社外取締役増員との比較が必要である。これにより、社外取締役の増員の効果を明確にできると考えられる。また、社外取締役の専門性(会計士、弁護士等)も検討する必要がある。

以上の点は、財務諸表分析に基づく検証と合わせて、今後の課題である。

引用文献

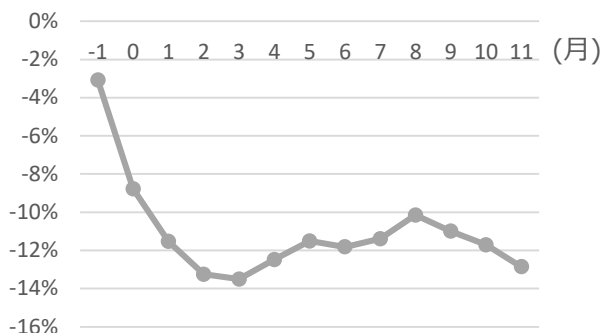
- [1] 青木崇(2005)「企業不祥事の事後的対応をめぐる経営者の意思決定」『高松大学研究紀要』第54・55号,pp.9-28.
- [2] 青木英孝(2015)「コーポレート・ガバナンスと企業不祥事の実証分析」『経営学論集』第86号,pp.67-77.
- [3] 青淵正幸(2005)「企業不祥事による株主価値の変化」『新潟国際大学情報大学情報文化学部紀要』第8号,pp.77-87.
- [4] 榎本正博・石川博行(2007)「会計操作に対する株主価値反応」須田一幸・山本達司・乙政正太編著『会計操作—その実態と識別法、株主への影響』ダイヤモンド社,第7章 pp.174-196.
- [5] 斎藤憲(2007)『企業不祥事辞典-ケーススタディ150-』日外アソシエーツ
- [6] 帝国データバンク(2015)「2015年度コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」
<http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p160402.html>
- [7] 帝国データバンク(2017)「2017年度コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」
<http://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p180405.html>
- [8] 結城智里(2018)『企業不祥事辞典II-ケーススタディ2007~2017』日外アソシエーツ
- [9] EDINET <http://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>
- [10] JPX 日本取引所グループ(2016)「上場企業における不祥事対応のプリンシプル」
<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/principle/index.html>
- [11] Yahoo!ファイナンス <https://finance.yahoo.co.jp/>

図表1 コンプライアンス違反倒産企業の推移



(出所) 帝国データバンクより作成

図表2 企業不祥事に対するCARの推移(N=45)



図表3 不祥事に対する累積異常リターンの結果(N=45)

累積期間	CAR	t値
[-1,+1]	-0.115	3.960**
[-1,+3]	-0.135	4.452**
[-1,+6]	-0.118	3.597**

t値に付されている**は1%水準で有意であることを示している。

図表4社外取締役増員比較のCARの分析結果(日次)

累積期間	増員企業 (N=20)	非増員企業 (N=25)	t値
[-10,+10]	0.738	1.274	0.572
[-5,+5]	0.319	0.934	0.796
[-2,+2]	0.009	-0.029	0.877
[-1,+1]	0.005	0.008	0.245

図表5 社外取締役増員比較のCARの分析結果(月次)

累積期間	増員企業 (N=20)	非増員企業 (N=25)	t値
[-1,+1]	0.017	0.025	0.156
[-1,+3]	0.043	-0.014	0.828
[-1,+6]	0.030	0.032	0.023