

企業不祥事による株主価値の変化

Verification of change of the shareholder's value by the company scandal

青淵 正幸*

I はじめに

2004年11月16日、東京証券取引所は第一部上場の西武鉄道の株式を同年12月17日付で廃止すると発表した。

西武鉄道は、筆頭株主のコクドやプリンスホテルが保有する同社株式の比率を長期にわたって有価証券報告書に過少表示しており、10月13日に関東財務局へ訂正を届け出た。西武鉄道が2004年6月に提出した有価証券報告書にはグループ10社の持株比率は63.68%と記載されていたが、実際には88.57%であった。東京証券取引所はこれが上場廃止基準に該当する可能性があるとして、直ちに西武鉄道株を監理ポストへ移した。またグループ企業で東証第二部上場の伊豆箱根鉄道も12月26日付で上場廃止となることが決定した。

西武鉄道の株価は年初に1,482円の始値でスタートし、概ね1,200円～1,300円で推移していた。有価証券報告書の不実記載が表面化した10月13日の株価終値は1,081円であったが、翌14日には881円へと急落し、その後は坂道を転げ落ちるように下がっていった。東証が上場廃止を発表した11月16日には、株価は268円まで下落した。

一般に企業価値は資金提供者の価値と解されており、負債価値と株主価値に大別できる。負債価値は負債簿価と大差がない。また、株価が株式の本源的価値を示しているならば、株主価値は株式時価総額に近似すると考えられる。西武鉄道の発行済み株式数は4億3,330万株であるから、6,421億5,000万円であった年初の株主価値は、およそ11カ月後に1,161億2,400万円にまで減少したことになる。

企業不祥事はステークホルダーに対する背信行為であり、発覚によって企業価値、特に株主価値は一瞬のうちに破壊される。西武鉄道のように上場廃止となる場合には株価の回復が見込めないが、不祥事を起こした企業はその行為に対する説明責任を果たし、対応策を公表

*AOBUCHI, Masayuki [情報システム学科]

することで失われた価値の回復を目指すことになる。したがって、企業によって発信される情報内容がGood Newsとして好意的に受け取られるのであるならば、それは株価に反映されるはずである。

毎年のように発覚する企業不祥事といってもその内容は千差万別である。本稿は近年における企業不祥事をレビューしたのち、不祥事の中でも特に違法性が高いと思われる利益供与事件に焦点を当て、不祥事企業における事件発覚後の対応と株価の推移を観察し、市場はどのような情報内容に反応するかについて論じるものである¹⁾。

II 企業不祥事の分類

企業不祥事は、毎年のように発覚しており、後を絶つことがない。2000年の雪印乳業による集団食中毒事件、三菱自動車のリコール隠し事件など、消費者を軽視した許し難い事件の発覚は記憶に新しいところである。また、山陽新幹線（JR西日本）の運転士が岡山県内を走行中に約9分間、31kmにわたって居眠りをしていたことが発覚した事件もまた、記憶に新しい。睡眠時無呼吸症候群（SAS）であった当該運転士の病気を察知することができず、結果としてその列車に乗りしていた多くの乗客あるいは今後乗車を予定していた乗客を不安に陥れたこの出来事も一種の企業不祥事と捉えることができる。雪印乳業の集団食中毒事件や三菱自動車のリコール隠しと新幹線運転士居眠り事件が同じ企業不祥事であるということに違和感を覚えるかもしれない。しかし、新幹線運転士居眠り事件もまた不祥事であることには変わりがない。なぜならば、この事件の直後にJR西日本の株価は下落し、株主価値が破壊されたことは間違いのないからである。

企業不祥事は、不法行為と対策不備に分類できるであろう。不法行為は法を犯し、会社の財産を危うくしながらも自己の利益を追求する経営者の行為であり、総会屋への利益供与、背任、談合などがこれに当たる。一方、対策不備は企業の日常的な管理の怠慢から生じるものであり、先の新幹線居眠り事件のほか、品質不良など管理不徹底が主な原因である。また、日本ハムなど子会社が引き起こした不祥事は、子会社の判断で行われたものか親会社の指示

1) 本稿は日本経営分析学会第20回秋季大会（2004年9月18日、立教大学にて開催）において、北見幸一氏（電通パブリックリレーションズ）と筆者が共同で行った統一論題報告「社会的責任と企業価値」の内容をリライトしたものである。北見氏もまた自身の視点をもとに報告内容をリライトした論文「社会的責任と企業価値」を投稿しており、『年報経営分析研究』第21号（日本経営分析学会発行、2005年3月刊行）に掲載される予定である。したがって、本稿の内容や図表の一部は北見氏の論文と重複している。

で行ったものなのかの判断がつかないため、本稿では親会社の管理ミスとして対策不備に含めることとした。

図表1は、近年発覚した企業不祥事をまとめたものである。表からは不祥事の内容が多岐にわたることや、同一企業による不祥事も多いことがわかるだろう。

図表1 企業不祥事の分類

	不祥事の内容	主な企業
不法行為	総会屋への利益供与	味の素、神戸製鋼所、クボタ、日本信販、西武鉄道
	経営者の背任行為	ダスキン、因幡電機
	談合、カルテル	京王帝都電鉄、クボタ
	偽装表示	雪印食品、日本ハム、西友
	その他不法行為	武富士、三菱自工、名鉄バス、USJ
対策不備	顧客情報流出	ソフトバンク、ファミリーマート
	品質不良	三洋電機、雪印乳業、ダスキン
	事故	森ビル、出光興産、ブリヂストン、住友金属鉱山
	工事ミス	JR東日本、戸田建設
	子会社の不祥事	日本ハム、味の素、松下電器
	その他の対策不備	JR西日本、FSAS

そこで本稿では、GRI (Global Reporting Initiative) が示す企業の経済的活動、社会的活動、環境活動の3つの活動のうち、1つまたは複数の活動から生じた過ちが原因で企業を取り巻くすべてのステークホルダーに影響を及ぼすものを企業不祥事と定義する²⁾。不祥事が発覚すると、企業は当然にして社会からその存在意義を問われることとなり、企業価値、特に株主価値は破壊される。よって企業は失われた価値を回復するため、不祥事を引き起こした背景や経緯、今後の対応策などについて説明責任を負うことになる。

²⁾ GRIの使命は、全世界で適用可能な持続可能性報告のガイドラインを作成し、普及させることにある。2000年6月にガイドラインが発行され、2002年8月に改訂が行われている。

Ⅲ 企業不祥事と株主価値の仮説

不祥事を起こした企業は、事件の背景や以後の予防策などを社会に対して発信する責任を負っている。その内容如何によって、投資家は市場を通じて当該企業へ資本参加するか否かの意思決定を行う。したがって、不祥事を引き起こした企業が発する情報によって株価が上昇したのであれば株主価値が回復したと考えられ、その情報は*Good News*であるに違いない。

不祥事によって株主価値を損ねた企業であっても、決して技術力や生産力が大きく低下したわけではない。企業のイメージダウンや不買運動による収益性の低下が問題となる。投資家は企業の将来キャッシュフローを予測して投資意思決定を行うことからすると、株価回復の鍵となる情報には健全化の方向性が含まれていることが第一条件となる。すなわち、役員の大げんげな処分や綱紀粛正の意見表明、さらには再発防止策の策定など、企業イメージを回復させるような情報が好意的に受け取られると思われる。一方で、一度不祥事が発覚すると、その調査を行っている過程で別の不祥事に行き着くこともあり得る。総会屋への利益供与事件はある特定年度についての現金受け渡しを問題としているが、利益供与は数年あるいは何十年にもわたって継続的に行われていることが多く、単年度の不祥事から複数年の不祥事に発展することが多い。また、クボタは利益供与の方法が所得隠しにもつながり、不祥事は連鎖的に広がった。このように、追加的な不祥事の発覚は、当該企業に更なるダメージを与える*Bad News*になるとと思われる。

上述のごとく、不祥事といってもその内容は千差万別である。例えば、近年、ダスキンでは「経営者の特別背任」と「無認可添加物の入っていた肉まんの販売」の2つの不祥事が発覚した。前者は商法でもその行為を厳しく罰する不法行為である。後者も不法行為であることには変わらないが、故意に無認可添加物を混入させたのではなく輸入の時点で十分な確認を行わなかった管理ミスである。この2つはいずれも「ダスキンの不祥事」として分類されるだろうが、事件に対する社会の評価が異なることはいうまでもなく、同列に扱うことは困難である。

しかし、総会屋への利益供与事件は違法性が高く、かつ問題の所在が総会屋との癒着という点で一致している。また、業種には無関連で発生するものであること、ほぼ毎年のように発覚することにも着目に値する。そこで本稿では、神戸製鋼所（1999年11月）、クボタ（2000年6月）、日本信販（2002年11月）の3社における利益供与事件を分析の対象とし、不祥事発覚

後に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、情報内容が株主価値に与える影響を検証する。

IV 企業の不祥事対応情報と株価

1. 神戸製鋼所

神戸製鋼所の不祥事が発覚したのは1999年11月9日である。同社は1997年6月に行われた株主総会を円滑に進めるため、総務担当者が総会屋へ3,000万円を提供していた。また、その後の調査で現金の供与は十数年前から行われていたことも明らかになった。この事件の影響で、同社は兵庫県や香川県など複数の自治体から約2カ月間の指名停止を受けた。

事件発覚前日の株価終値は82円であったが、発覚当日の終値は77円に下落した。その後株価はしばらく70円台後半で推移する中、関係者が在宅起訴され、罰金30万円の略式命令が下されて事件は終結した。しかし、事件の終結にもかかわらずその後株価は下落し続け、およそ1カ月にわたって60円台後半から70円台前半で推移した。ちょうどこの頃、個人株主が株主代表訴訟の提訴を検討しているとのコメントが新聞紙上にて紹介されていた。神戸製鋼所の敗訴は同社のキャッシュアウトフローにつながる。株価の下落は、それを嫌った投資家の行動がもたらした結果なのではないかと推察される。

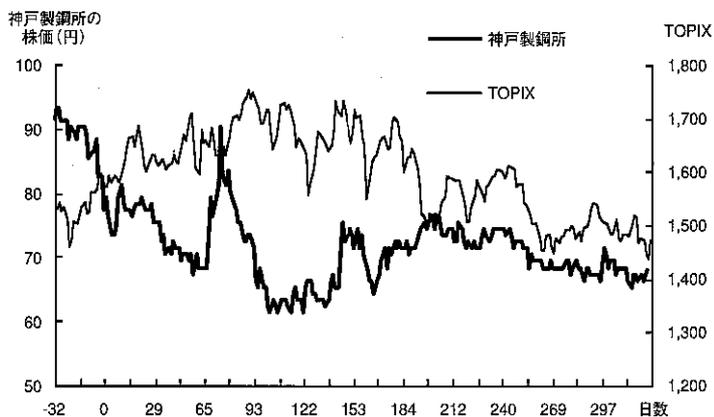
図表2は神戸製鋼所の株価と同時期のTOPIXの変化を示したものである。このグラフからわかるように、同社のカーブはTOPIXのものとは明らかに異なっており、事件の影響を大きく受けていることが伺える。

なお、特筆すべきことは、2000年の1月中旬から2月の始めにかけて一時的に株価が上昇したことであろう。この時期に不祥事に関して目立った*Good News*は発信されておらず、マーケットも上昇のトレンドを示しているわけでもない。強いて言うならば同社ラグビー部が社会人ラグビーの試合で順調に勝ち進んでおり、ご祝儀相場であった可能性もある³⁾。その後再び株価は下落した。

同社の株価とTOPIXの推移から、事件の発覚より約200日経過した5月下旬頃、不祥事の影響は消え去ったのではないかと推察される。

³⁾ 例えば、2004年に行われたアテネオリンピック女子マラソン日本代表の野口みずき選手が所属する(株)グローバリーの株価は、同選手の優勝後数日の間、一時的に上昇した。

図表2 神戸製鋼所の株価の推移



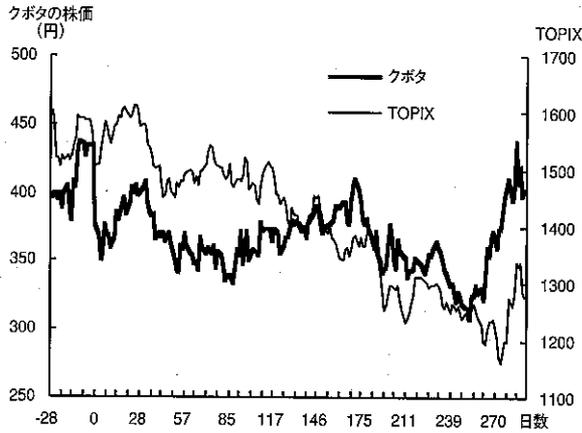
2. クボタ

クボタの利益供与事件は2000年6月15日に発覚した。同社は総会屋が実質的に経営する大阪市の広告会社に対し、豊中市内のビル屋上に設置した広告塔の賃貸料の名目で毎年1,500～1,800万円の支払いを行っていた。この賃貸料は周辺にある同種の広告塔と比較してかなり高額であり、実質的には総会屋への利益供与と認定された。事件発覚までに支払われた総額は約2億5,000万円に上るとみられている。

株価は事件の発覚を受けて前日の435円から377円まで急落した。クボタは前年にカルテルが発覚して信用を失っており、相次ぐ不祥事に対し市場は敏感に反応したようである。事件発覚より11日を経過した6月26日には、株価は359円まで下落した。

問題となった広告塔の撤去が始まった6月28日頃から株価は徐々に回復の兆しを見せ始めた。図表3はクボタの株価の推移を表したグラフである。不祥事発覚後しばらくはTOPIXと異なる値動きを示していたが、事件発覚から約130日経過した10月以降株価は概ねTOPIXに似たトレンドを描いており、10月上旬には不祥事の影響が消え去ったようである。なおこの時期にクボタは再発防止策を発表しており、それによって市場も一応の区切りがついたと考えたのだろう。それでも株主価値の回復まで約4か月が必要であったことが推察される。

図表3 クボタの株価の推移

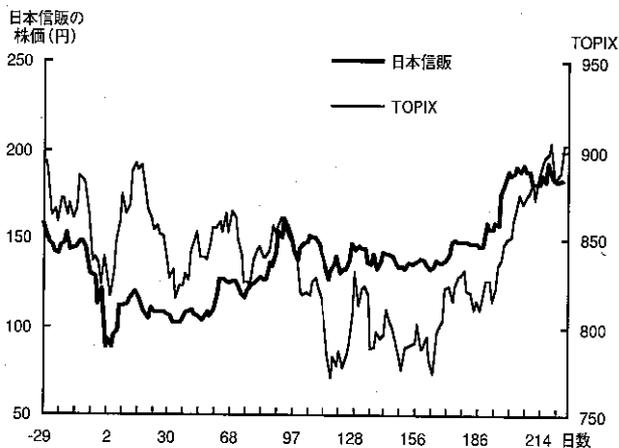


3. 日本信販

信販大手の日本信販による利益供与は2002年11月16日に発覚した。なお、新聞紙上にて報道されたのは翌17日である。

同社役員らは株主総会の円滑な進行の協力に対する見返りとして、約15年にわたり顧問料の名目で総会屋へ現金を提供していた。社長が「反社会的勢力との関係の根絶」を訴えていたにもかかわらず、それとは裏腹に総務部を中心とした総会屋との癒着はバブル景気の頃から続いていたのである。

図表4 日本信販の株価の推移



事件発覚が土曜日であったため、不祥事に対する市場の反応は2日後の11月18日に明らかとなった。不祥事の発覚から市場での取引が開始されるまでの間に多くの情報がもたらされたためか、株価終値は前営業日の119円から28%も下がり、86円で終了した。

しかし、不祥事発覚後の対処が迅速であったことやマーケット全体が上昇傾向にあったためか、株価は即座に上昇に転じた。TOPIXのトレンドと若干の相違があるものの、約1カ月後には株価が落ち着いたともいえる。図表4は日本信販の株価の推移を示している。

4. 不祥事発覚後の対応

不祥事を起こした企業は、その経緯や今後の対策を説明する責任を負う。そこで、上述の3社における共通の情報を内容別に分類し、不祥事が発覚した日を0として企業の情報が開示されるまでにどのくらいの期間を要したかを調査した。図表5はその日数を示したものである。なお、情報ソースは、日本経済新聞社発行の日経4紙（日本経済新聞朝夕刊、日経流通新聞、日経産業新聞、日経金融新聞）とし、記事が掲載された日を情報開示日としている。

図表5 事件発覚後の対応までの日数

	①	②	③	④
	謝	引	③	④
		責	調査委員会	再
		辞	の設置	発
	罪	任		防
				止
				策
				の
				発
				表
神戸製鋼所	0	9	2	217
クボタ	0	—	29	109
日本信販	1	5	3	38

①謝罪

不祥事が発覚した企業が第一に行う行為が謝罪である。多くの場合、発覚した日にテレビやラジオのトップニュースで報道され、当日の夕刊紙または翌日の朝刊紙の第1面を飾ることになる。神戸製鋼所とクボタによる謝罪記事は当日の夕刊紙にて報道された。なお、日本信販の不祥事発覚が記事となったのは翌朝であった。謝罪を行うまでの日数について、企業間に差はない。

② トップの引責辞任

トップの引責辞任には、企業間で差が見られた。最も早く辞任を表明したのは日本信販で、事件発覚後から5日後であった。神戸製鋼所も発覚後9日で表明している。辞任までに数日を要しているのは、トップ辞任後の体制基盤を固める必要があったからであろう。なお、クボタの引責辞任に関する情報は見当たらなかったが、何らかの形でトップは責任をとっているはずである。さらなる精査を行わなければならない。

③ 調査委員会の設置

神戸製鋼所と日本信販は事件発覚から3日以内に調査委員会を設置している。クボタは設置までに約1カ月を要しており、他社に比べて遅さが際だっている。

④ 再発防止策の発表

再発防止策を早々に打ち出したのは日本信販であり、事件発覚後38日で方針を発表している。クボタの109日、神戸製鋼所の217日に比べ発表までの期間が極端に短い。日本信販の株価は事件発覚後急落し、顧客へのお詫び行脚の日々が続いたことが、のちの新聞にて紹介されている。信販最大手である日本信販の顧客の多くは小売店や一般消費者であり、同業を営む他社がひしめいていることから、早期にイメージダウンを阻止することこそが株主価値の破壊を最小限に食い止める方法であったのかもしれない。一方、神戸製鋼所やクボタのクライアントは企業や事業体であることが多く、再発防止策を発表するまでの時間的な早さではなく内容の充実を目指したのではないかと推察される。

V 小括

1. Bad NewsとGood News

本研究で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を*Bad News*、企業価値を回復へと導く情報を*Good News*と定義し、1999年から2002年の間に利益供与事件を引き起こした3社の情報内容を検討した。

検討の結果、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にあった。これら情報は企業価値をさらに破壊する*Bad News*であると思われる。

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り、これらのニュースを市場では好材料と捉えているようである。これらのニュースは、不祥事発覚によって企業内の風通しが良くなることを期待する投資家の投資行動を後押しするきっかけになっているのかもしれない。また、市場は不祥事に対する迅速な対応も *Good News* と受け止めている。非を認め、更生を誓う企業の姿勢を評価したものであろう。

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、市場は無関心のようなのである。

2. 今後の課題

本研究では、不祥事を起こした企業が発する情報内容と株主価値の代理変数である株価との間に、ある程度の関連性が認められた。しかし、利益供与という同質の不祥事企業を分析の対象としたことで、新たな疑問や問題点が明らかになった。

第1には、不祥事と株主価値の関係を考察する際の資料の選択である。本研究では不祥事の内容に着目して分析対象企業を選択した。だが、企業の置かれた環境は様々であり、同じ土俵の上での分析であったかについては疑問が残る。不祥事の内容ではなく同業種間での比較・分析を行ってみる必要がある。

第2に、不祥事企業のメディアへの露出度も考慮に入れるべきであろう。不祥事企業に関する情報がいかようなものであったとしても、新聞やテレビなどメディアへの露出頻度が多いほど企業への関心度は高まる。不祥事発覚後の日本信販の株価下落率が他社に比べて大きかったのは、事件発覚から市場取引開始までの時間が長かったことに起因することが推察されることから、メディアの報道回数や報道期間、あるいは情報提供量と株価の関係を計量的に測定する価値はあろう。

最後に、本研究で得られた結果には、主観が随所に盛り込まれている。イベント・スタディ分析など統計的手法に基づいた分析の追試を行う必要を感じている。

以上の3点を今後の課題とし、不祥事企業の発する情報内容と株主価値の関連について更なる研究を重ねていきたいと考えている。

主要参考文献

- ・青木茂男『要説経営分析』森山書店，2001年。
- ・足達英一郎・金井司『CSR経営とSRI』金融財政事情研究会，2004年。
- ・岡本光正「ステークホルダー別CSR分析の視点」『企業会計』第56巻第9号，中央経済社，2004年9月，42-49頁。
- ・小口俊朗「機関投資家から見たCSRへの評価」『企業会計』第56巻第9号，中央経済社，2004年9月，50-56頁。
- ・亀川雅人編『ビジネスクリエーターと企業価値』創成社，2004年。
- ・北尾吉孝『価値創造の経営』東洋経済新報社，1997年。
- ・斎藤 楨『企業評価の新しいモノサシ—社会責任からみた格付基準』生産性出版，2000年。
- ・斎藤敏行「コミュニケーションとしてのディスクロージャー」『年報経営ディスクロージャー研究』第2号，2003年4月，10-19頁。
- ・高 巖・辻 義信・Scott T. Davis・瀬尾隆史・久保田政一共著『企業の社会的責任』日本規格協会，2003年。
- ・水尾順一・田中宏司共著『CSRマネジメント—ステークホルダーとの共生と企業の社会的責任』生産性出版，2004年。
- ・森本三男『企業社会責任の経営学的研究』白桃書房，1994年。