

企業の不祥事対応と株価パフォーマンス

塩野 泰正・宋 知浩・滝本 萌子・富山 虎琉

(宮川ゼミ 3 回生)

1. はじめに

本稿は、近年多発している企業不祥事に関して、各企業の対応の早さが株価に与える影響を検証することを目的とする。そもそも、企業不祥事は企業価値に影響を与えると考えられている。北見(2005)は、「企業不祥事は、いわばステークホルダーに対する背信行為であり、発覚とその後の対応の失敗は一瞬にして企業価値を破壊することになる」と述べている。

また、企業は不祥事に対して素早く対応することが求められている。日本取引所グループの上場企業における不祥事対応のプリンシプルの策定(2016)によると、「上場会社はパブリックカンパニーとしての自覚を持ち、自社に関わる不祥事、又は、疑いを察知した場合は速やかにその事実関係や原因を徹底して解明し、その結果に基づいて確かな再発防止策を図る必要がある」としている。このように、企業不祥事は、企業価値に大きな影響があると考えられており、不祥事発覚後に素早く対応することが重要視されている。

企業は不祥事が起こると、一般的に適時開示資料によって不祥事発覚を報告し、調査委員会を設置したのち、委員会の調査報告書の公表により事案の事実関係をステークホルダーに開示する。調査委員会には、社内調査委員会、内部調査委員会、特別委員会等さまざまな名称のものが存在する。我々は発覚した事件の重大性、委員構成の専門性と中立性の観点から、第三者委員会を設置した事例のみを研究対象とした。本研究では、イベントスタディを用いて、企業による不祥事発覚後の対応の早さが企業価値に及ぼす影響を検証した。

本章の構成は以下の通りである。第2章では本研究に関わる先行研究と依拠する理論とともに、第三者委員会の定義づけを行う。第3章では本研究における仮説を設定する。第4章では仮説の検証方法、第5章では検証結果を示す。最後に第6章で本研究についてまとめる。

2. 先行研究と依拠する理論

2.1 企業不祥事に関する先行研究

本節では、企業不祥事に関する先行研究を取り上げる。まず、不祥事を構成する要素として、樋口(2012)では、「法令又は、社会倫理(規範、常識)に違反すること」あるいは「社会から批判を受けること」と述べられている。本研究では、原則的にこれに則ったものを不祥事として扱う。

次に、企業不祥事と株価パフォーマンスについての実証分析を行った先行研究について取り上げる。Karpoff and Lott(1993)¹では、不祥事を起こした132社の米国企業をサンプリングし、異常収益率を推計し、実証研究を行った。その結果、不正の疑惑や実際の発表による企業の株価の下落の要因は法的罰則によるものよりも、評判罰によるところが大きいと述べている。つまり、企業信用の失墜が株価のパフォーマンスに大きな影響を与えている。

日本の研究論文では、小佐野・堀(2006)が挙げられる。この研究では、企業不祥事を性質ごとに5種類に分けてイベントスタディを行っている。そして、企業不祥事が株価に有意に負の影響を与えることはなく、不祥事を起こした企業の株を保持することが株主へ損害を与える可能性は低いこと、また、法令遵守に反する不祥事に関しては、新聞報道がなされる以前に情報が漏洩して株価に負の影響を及ぼしており、新聞報道後もその影響が続いているということが述べられている。

以上の先行研究より、企業不祥事が株価パフォーマンスに与える影響の要因は、不祥事自体というよりは、むしろ不祥事発覚で生じる諸問題(収益の減少の見込み、企業にとって好ましくない情報の開示等)にあると言える。しかし、これらの先行研究は不祥事発覚からの企業の信頼回復に向けた行動については特に考慮されていない。そこで本研究では、企業の信頼回復のための行動に注目し、不祥事発覚からの企業の対応に焦点を置くものとする。

2.2 不祥事発覚後の企業の対応

不祥事が起こった時、一般的に企業がどのように対応するのかについて述べる。今泉・加藤・北(2023)²は、不祥事発覚後の企業の初動対応について以下のように述べている。第一に、企業は不正・不祥事の疑いを持った場合、ただちに事実関係の調査に着手し、事実

¹ Karpoff, J.M. and Lott, J.R. (1993), "The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud", *Journal of Law & Economics*, vol.36, 1993, pp. 752-802 を筆者により翻訳し要約。

² 山内洋嗣・山田徹(2023)『類型別 不正・不祥事への初動対応』, 中央経済社, pp. 1-23 を筆者により要約。該当ページは今泉・加藤・北が執筆を担当。

関係の把握と事案の広がりや対外的影響を見立て、それに応じて以降の対応方針や調査体制を決定することが求められる。不祥事対応チームは、原則法務・コンプライアンス部門を中心として構成される。しかし場合によっては、事案の内容が高度に専門的・技術的であったり、社会的影響力が大きかったりする場合には、危機管理に精通した外部専門家を不祥事対応チームに加えることを検討する必要がある。

第二に、不正・不祥事の基本的な事実関係を把握したうえで、本格的な調査体制を構築する。今泉・加藤・北(2023)は、調査体制を、「既存部署による調査(非委員会設置)」型、「社内委員会」型、「外部調査委員会」型、「第三者委員会」型の4種類に分けている。これらは法令等で定められた決まった呼称ではない。「既存部署による調査(非委員会設置)」型は、名の通り既存の部門・部署によって行う社内調査であり、不祥事の規模、対外影響、調査に係るコストはかなり小さい。「社内委員会」型は、既存部署による調査では対応できない事案に関して、社内の役職員で構成される調査委員会を特別に設置したものである。外部専門家を起用しないため、他の委員会よりも調査の規模やコストは小さく済むが、独立性や専門性の観点に関しては限界がある。「外部調査委員会」型は、社内の役職員による調査だけではなく、弁護士や公認会計士、該当する分野の学者・有識者等外部の専門家を交えた委員会である。社内調査委員会よりも扱う不祥事の規模が大きく、コストもかかるが、調査主体は企業本体である。「第三者委員会」型は、外部の弁護士等を中心とした高い独立性と中立性を有するものである。他の委員会よりも規模が大きい事案を扱い、設置コストも膨大なものとなる。

第三に、企業は調査委員会からの調査報告書を開示する。「第三者委員会」型では原則として開示が必要である。しかし、「既存部署による調査(非委員会設置)」型は通常不要とされており、「社内委員会」型、「外部調査委員会」型については事案によるとされている。

以上のように、調査体制それぞれに特徴があり、不祥事の内容に伴って適切な調査体制を整えることが企業には求められている。本研究では、不祥事の中で、その後の対応において第三者委員会を設置したケースを研究対象とする。

2.3 本研究における第三者委員会の定義

第三者委員会を詳細に定義づけており、多くの企業が委員会の設置に際して依拠する資料として、日本弁護士連合会が発表した、企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン(2010)が挙げられる。これによると、「第三者委員会とは、企業や組織(以下、「企業等」という)において、犯罪行為、法令違反、社会的非難を招くような不正・不適切な行為等

(以下、「不祥事」という)が発生した場合及び発生が疑われる場合において、企業等から独立した委員のみをもって構成され、徹底した調査を実施した上で、専門家としての知見と経験に基づいて原因を分析し、必要に応じて具体的な再発防止策等を提言するタイプの委員会である。第三者委員会は、すべてのステークホルダーのために調査を実施し、その結果をステークホルダーに公表することで、最終的には企業等の信頼と持続可能性を回復することを目的とする。第三者委員会の委員数は3名以上を原則とし、事案の性質により委員である弁護士は、各不祥事内容に関する有識者と協力して、多様な視点で調査を行う。」とされている。

ここから、第三者委員会は弁護士や公認会計士、大学教授といった各種専門家、有識者等によって構成されており、外部の視点を含めた中立性と専門性についての信頼が寄せられている。そして、調査報告書の公開が必要であること、ステークホルダーへの説明が求められている点が他の委員会との決定的な違いである。従って、我々は社内調査委員会などの企業内部の関係者を中心に構成される委員会ではなく、ステークホルダーに対し、不祥事発覚から調査結果報告までのプロセスと事件の事実関係が適時開示情報によって明らかにすることができる第三者委員会を設置したケースをサンプル対象とした。

しかし、第三者委員会の設置は法令で定められておらず、企業が自主的に行うものである。そのため、企業により第三者委員会という名称ではなく、サンプル内では、特別調査委員会等という名称で同様の委員会を設置する企業もある。

本研究において我々は、上記のガイドラインを参考に、第三者委員会とは「企業外部の人間のみで構成された委員会」と定義づける。特別委員会のように第三者委員会と明記されていないものも、この定義に該当する委員会は、以下一様に第三者委員会と表記する。

3. 本研究における仮説の設定

ここで、企業の不祥事対応に伴う株価パフォーマンスに関して、議論を整理する。企業は不祥事を起こすことで、株主からの信用を失うとともに株主価値が毀損され、株価の低下につながると多くの先行研究で述べられている。その信用回復のための事後対応の一つとして、調査委員会の設置が挙げられる。特に第三者委員会は、他の委員会よりも中立性と専門性を有しており、かつ調査報告を原則提出しなければならない。つまり、第三者委員会は不祥事への対応として、ステークホルダーへの情報開示による信用回復のために、重要な役割を担っている。ただし、第三者委員会は法令等で定められているものではなく、不祥事を起こした際に自主的に設置するものであり、設置するかどうかは任意である。そのため、企業ごとに差が見られる。

そこで本研究では、仮説を「不祥事発覚からの対応が早いほど、株価の相対的パフォーマンスが良い」と設定する。本研究における企業の不祥事への対応の早さは、「不祥事発覚日から第三者委員会設置日までの日数」と定義する。また、不祥事の発覚に関する適時開示資料が公表された日を不祥事発覚日とし、第三者委員会を設置した内容の適時開示資料が公表された日を第三者委員会設置日とする。

4. 仮説の検証方法

4.1.1 データの収集方法

我々は、eol(企業情報データベース)より 2018 年 1 月 1 日から 2022 年 12 月 31 日の期間中に発生した不祥事を特定した。

第 1 に適時開示資料の題名に、「第三者委員会、特別委員会、調査委員会」のいずれかを含む適時開示資料を収集した。その結果該当件数は 719 件であった。第 2 に、社内委員会等の企業内部の人員を中心に構成された委員会を除き、我々が設定した第三者委員会の定義に該当する調査委員会を設置した不祥事を抽出した。その該当件数は 177 件であった。

第 3 に、適時開示資料の開示日を基に、不祥事発覚日、第三者委員会設置日、調査結果報告日の日付が特定できる不祥事を抽出した。その該当件数は 168 件であった。最後に不祥事発覚日、調査委員会設置日、調査結果報告日がそれぞれ独立している不祥事、また対象期間中の株価がすべて記録されているケースを抽出した。これは我々の定義する、不祥事への対応の早さを見るためである。

これより、研究対象は 75 件に絞られた。ここで、同一企業で不祥事が対象期間中に複数発生した場合は、別サンプルとして使用している。

4.1.2 サンプルのグループ分け

次に我々は、前述したサンプル 75 件を、不祥事発覚日から第三者委員会設置日までの日数の短い順に並べた。そして上位 30 件を対応が早いグループ、下位 30 件を対応が遅いグループとした。この二つのグループをサンプル全体と比較することで、対応の早さが株価に及ぼす影響を検証する。

4.1.3 サンプル内での不祥事の種類

先行研究でも取り上げているように、不祥事の株価への影響を見るために不祥事の種類の影響が考えられる。そこで、本研究において、前節で決定したサンプルに関しても不祥事の種類ごとに分類を行った。渡辺(2020)をもとに、企業不祥事を「意図的不祥事」と

「事故的不祥事」に二分した。更に前者を「不正会計」、「会社資産の不正利用」、「品質不正」、「その他法令違反」に細分化し、計 5 種類に不祥事を分類した。我々は、サンプル全体の分類の比率と、対応が早いグループと対応が遅いグループのそれぞれのサンプルにおける不祥事の種類の比率に大きな偏りがないことを確認した。

4.2 イベントスタディの方法

本研究では、第三者委員会の対応力の差異を Brown and Warner(1985)により提唱された標準的なイベントスタディの方法を用いて分析した。検証に使用した株価と TOPIX 指数は、日経 NEEDS-Financial QUEST より入手した。

本研究においては、不祥事発覚による委員会設置が株価に与える影響の観測のため、資本資産価格モデル(以下、CAPM とする)に基づく個々の企業のリスクに応じた正常収益率を超えた異常収益率(Abnormal Returns)の累積である累積異常収益率(Cumulative Abnormal Returns)を観測する事で、イベントが企業の株価に影響を与えている度合いを測定した。

イベントスタディにおいては、CAPM に基づいた正常収益率を観測する為の期間である推定ウィンドウと、イベントによる株価の影響が波及していると予想される、つまり、異常リターンが観測されうる期間であるイベントウィンドウという 2つの期間が設けられる。本研究においては、各々の企業不祥事に係る不祥事発覚日をイベント日(t=0)として、t=-110 から t=-11 を推定ウィンドウ、t=-10 から t=100 までをイベントウィンドウと設定した。これらの t は営業日のみをカウントしたものである。

そして、それぞれのウィンドウで求められる収益率について $R_{i,t}$ と置き、はじめに、個々の企業について、推定ウィンドウにおける正常収益率を次のような CAPM に基づいた市場モデルによって推定した。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + \epsilon_{i,t}$$

異常収益率 AR_t 、平均異常収益率 AAR_t については、以下の式で定義できる。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{M,t})$$

$$AAR_t = \sum_{i=1}^n \frac{AR_{i,t}}{n}$$

n: サンプル数

そして、 t_1 から t_2 までの銘柄 i の累積異常収益率 $CAR_i(t_1, t_2)$ を以下のように計算した。

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t_1}^{t_2} AAR_t$$

累積異常収益率に関しては以下の式が標準正規分布に従うことにより検定を行う。

$$\frac{AAR_t}{\sigma_t} \approx N(0,1)$$

このとき

$$\sigma_t = \left(\frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^n \sigma_i^2 \right)^{\frac{1}{2}}$$

$$\sigma_i^2 = \frac{1}{L-2} \sum_{t=-110}^{t=-11} (R_{i,t} - \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{M,t})^2$$

である。また累積異常収益率 $CAR(t_1, t_2)$ については以下の式が標準正規分布に従うことにより検定を行った。

$$\frac{n(L-4)}{L-2} \left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SCAR(T_1, T_2) \right) \approx N(0,1)$$

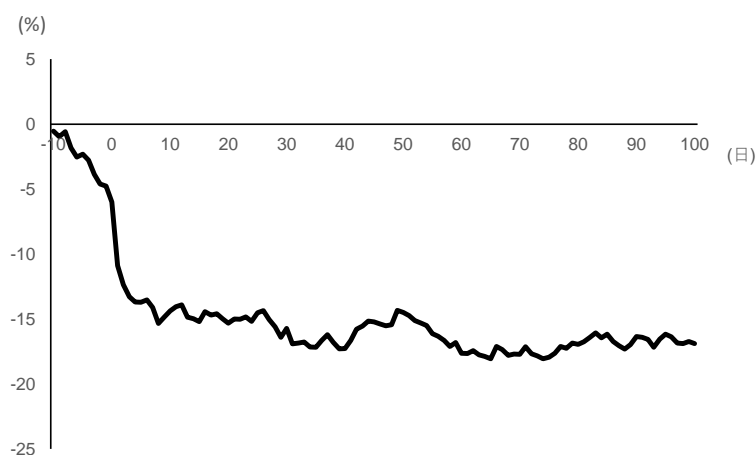
ここで

$$SCAR(T_1, T_2) = \frac{CAR(T_1, T_2)}{\sigma_t}$$

5. 検証結果とその解釈

表1は全サンプルの-10日から任意の取引日T日でのCARの推移であり、表3は全サンプルの検定統計量である。表3より、CAR(-10, +1)は1%有意でマイナスの反応を示している。その後は、同様にマイナスの反応を示しているものの、統計的には有意ではなかった。全75件のサンプル内の不祥事を起こした企業は株価の回復が見られないことが分かった。

【表1】全75サンプルのCARの推移



【表2】全体75件のAAR推移と検定統計量

日次 t	AAR	t値	日次 t	AAR	t値	日次 t	AAR	t値	日次 t	AAR	t値	日次 t	AAR	t値
-10	-0.00549	-1.09442	12	0.00127	0.25408	34	-0.00387	-0.77239	56	-0.00191	-0.38134	78	-0.00152	-0.30333
-9	-0.00423	-0.84399	13	-0.00933	-1.86095 *	35	-0.00015	-0.02896	57	-0.00329	-0.65628	79	0.00418	0.83346
-8	0.00395	0.78890	14	-0.00123	-0.24471	36	0.00516	1.02858	58	-0.00462	-0.92142	80	-0.00114	-0.22674
-7	-0.01258	-2.51074 **	15	-0.00232	-0.46317	37	0.00443	0.88350	59	0.00292	0.58238	81	0.00206	0.41156
-6	-0.00711	-1.41768	16	0.00777	1.55078	38	-0.00588	-1.17399	60	-0.00827	-1.65006	82	0.00332	0.66260
-5	0.00239	0.47596	17	-0.00274	-0.54678	39	-0.00501	-0.99888	61	-0.00017	-0.03344	83	0.00360	0.71914
-4	-0.00462	-0.92254	18	0.00103	0.20456	40	0.00028	0.05514	62	0.00226	0.45005	84	-0.00395	-0.78727
-3	-0.01098	-2.19059 **	19	-0.00370	-0.73725	41	0.00626	1.24987	63	-0.00322	-0.64258	85	0.00278	0.55555
-2	-0.00749	-1.49347	20	-0.00352	-0.70134	42	0.00865	1.72598 *	64	-0.00127	-0.25358	86	-0.00553	-1.10330
-1	-0.00160	-0.31863	21	0.00317	0.63280	43	0.00247	0.49358	65	-0.00176	-0.35174	87	-0.00328	-0.65480
0	-0.01234	-2.46152 **	22	-0.00024	-0.04837	44	0.00373	0.74334	66	0.00958	1.91194 *	88	-0.00248	-0.49550
1	-0.04881	-9.73753 ***	23	0.00200	0.39908	45	-0.00054	-0.10709	67	-0.00261	-0.52106	89	0.00336	0.67053
2	-0.01470	-2.93345 ***	24	-0.00347	-0.69305	46	-0.00167	-0.33292	68	-0.00437	-0.87194	90	0.00619	1.23517
3	-0.00935	-1.86549 *	25	0.00653	1.30220	47	-0.00149	-0.29789	69	0.00105	0.20958	91	-0.00064	-0.12740
4	-0.00402	-0.80262	26	0.00161	0.32079	48	0.00095	0.18926	70	-0.00014	-0.02738	92	-0.00164	-0.32815
5	-0.00020	-0.03915	27	-0.00673	-1.34241	49	0.01107	2.20882 **	71	0.00576	1.14840	93	-0.00604	-1.20462
6	0.00195	0.38951	28	-0.00559	-1.11574	50	-0.00170	-0.33889	72	-0.00545	-1.08818	94	0.00632	1.26003
7	-0.00588	-1.17241	29	-0.00808	-1.61263	51	-0.00243	-0.48392	73	-0.00155	-0.30859	95	0.00388	0.77510
8	-0.01227	-2.44752 **	30	0.00683	1.36221	52	-0.00378	-0.75469	74	-0.00225	-0.44925	96	-0.00213	-0.42589
9	0.00474	0.94469	31	-0.01186	-2.36717 **	53	-0.00187	-0.37274	75	0.00115	0.22959	97	-0.00468	-0.93377
10	0.00483	0.96397	32	0.00061	0.12208	54	-0.00186	-0.37099	76	0.00299	0.59641	98	-0.00055	-0.11033
11	0.00331	0.66097	33	0.00078	0.15528	55	-0.00636	-1.26840	77	0.00535	1.06704	99	0.00162	0.32419
									100	-0.00162	-0.32361			

***、**、*、はそれぞれ1%、5%、10%で統計上有意であることを示している。

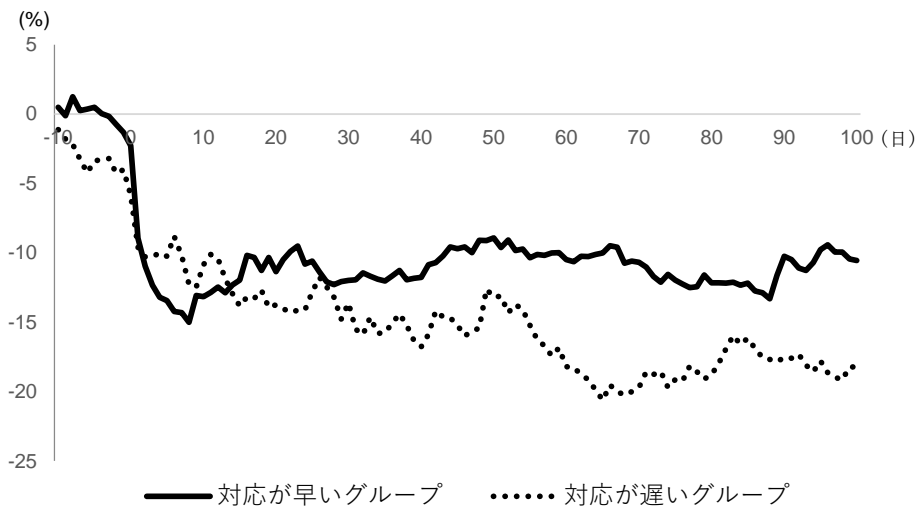
【表 3】 全 75 件の CAR 推移と検定統計量

日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値
-10	-0.00549	-1.09442	12	-0.13921	-5.79123 ***	34	-0.17157	-5.10270 ***	56	-0.16321	-3.97815 ***	78	-0.17265	-3.65127 ***
-9	-0.00972	-1.37067	13	-0.14854	-6.04916 ***	35	-0.17171	-5.05120 ***	57	-0.16650	-4.02838 ***	79	-0.16847	-3.54308 ***
-8	-0.00576	-0.66367	14	-0.14976	-5.97588 ***	36	-0.16656	-4.84714 ***	58	-0.17112	-4.11001 ***	80	-0.16961	-3.54732 ***
-7	-0.01835	-1.83013 *	15	-0.15208	-5.95067 ***	37	-0.16213	-4.66886 ***	59	-0.16820	-4.01093 ***	81	-0.16755	-3.48508 ***
-6	-0.02545	-2.27092 **	16	-0.14431	-5.54099 ***	38	-0.16801	-4.78869 ***	60	-0.17647	-4.17841 ***	82	-0.16423	-3.39759 ***
-5	-0.02307	-1.87878 *	17	-0.14705	-5.54447 ***	39	-0.17302	-4.88182 ***	61	-0.17664	-4.15324 ***	83	-0.16062	-3.30529 ***
-4	-0.02769	-2.08810 **	18	-0.14603	-5.41005 ***	40	-0.17274	-4.82600 ***	62	-0.17438	-4.07202 ***	84	-0.16457	-3.36862 ***
-3	-0.03867	-2.72773 ***	19	-0.14972	-5.45373 ***	41	-0.16648	-4.60605 ***	63	-0.17760	-4.11911 ***	85	-0.16178	-3.29433 ***
-2	-0.04616	-3.06955 ***	20	-0.15324	-5.49100 ***	42	-0.15783	-4.32531 ***	64	-0.17887	-4.12084 ***	86	-0.16731	-3.38933 ***
-1	-0.04775	-3.01279 ***	21	-0.15007	-5.29266 ***	43	-0.15536	-4.21790 ***	65	-0.18064	-4.13398 ***	87	-0.17060	-3.43814 ***
0	-0.06009	-3.61476 ***	22	-0.15031	-5.22027 ***	44	-0.15163	-4.07915 ***	66	-0.17105	-3.88917 ***	88	-0.17308	-3.47053 ***
1	-0.10890	-6.27185 ***	23	-0.14831	-5.07449 ***	45	-0.15217	-4.05687 ***	67	-0.17367	-3.92316 ***	89	-0.16972	-3.38608 ***
2	-0.12360	-6.83939 ***	24	-0.15178	-5.11862 ***	46	-0.15383	-4.06523 ***	68	-0.17804	-3.99635 ***	90	-0.16353	-3.24637 ***
3	-0.13295	-7.08918 ***	25	-0.14525	-4.82999 ***	47	-0.15533	-4.06914 ***	69	-0.17699	-3.94786 ***	91	-0.16417	-3.24303 ***
4	-0.13697	-7.05603 ***	26	-0.14365	-4.71154 ***	48	-0.15438	-4.00987 ***	70	-0.17712	-3.92646 ***	92	-0.16581	-3.25959 ***
5	-0.13717	-6.84176 ***	27	-0.15038	-4.86690 ***	49	-0.14331	-3.69116 ***	71	-0.17137	-3.77562 ***	93	-0.17185	-3.36200 ***
6	-0.13522	-6.54301 ***	28	-0.15597	-4.98276 ***	50	-0.14501	-3.70417 ***	72	-0.17682	-3.87225 ***	94	-0.16553	-3.22299 ***
7	-0.14109	-6.63501 ***	29	-0.16405	-5.17506 ***	51	-0.14743	-3.73563 ***	73	-0.17837	-3.88280 ***	95	-0.16165	-3.13246 ***
8	-0.15336	-7.01954 ***	30	-0.15722	-4.89882 ***	52	-0.15121	-3.80095 ***	74	-0.18062	-3.90862 ***	96	-0.16378	-3.15896 ***
9	-0.14863	-6.63056 ***	31	-0.16909	-5.20541 ***	53	-0.15308	-3.81773 ***	75	-0.17947	-3.86108 ***	97	-0.16846	-3.23416 ***
10	-0.14380	-6.26041 ***	32	-0.16848	-5.12591 ***	54	-0.15494	-3.83427 ***	76	-0.17648	-3.77488 ***	98	-0.16902	-3.22985 ***
11	-0.14048	-5.97555 ***	33	-0.16770	-5.04392 ***	55	-0.16130	-3.96124 ***	77	-0.17113	-3.63962 ***	99	-0.16739	-3.18423 ***
												100	-0.16901	-3.20057 ***

***、**、*、はそれぞれ 1%、5%、10% で統計上有意であることを示している。

表 4 は対応が早いグループと対応が遅いグループの-10 日から任意の取引日 T 日での CAR の推移であり、表 6, 8 は対応が早いグループと対応が遅いグループそれぞれの CAR の検定統計量である。表 6 より、対応が早いグループは CAR(-10, +8) と CAR(-10, +9) においてそれぞれ 1% 有意であり、株価の回復に関して有意であると考えられる。また、t=16~t=20 の株価の回復は、表 6 より 1% 有意となっており、不祥事への対応が早い方が株価の回復が早いといえる。表 4 より、対応が遅いグループの企業の方が、対応が遅いグループの企業よりも株価の回復が早く、相対的にパフォーマンスが良いことが観測された。

【表 4】 対応が早いグループと対応が遅いグループの CAR の推移



【表 8】 対応が遅いグループの CAR 推移と検定統計量

日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値	日次 t	CAR	t値
-10	-0.01134	-1.29469	12	-0.10433	-2.48421 **	34	-0.15818	-2.69279 **	56	-0.16252	-2.26738 **	78	-0.18579	-2.24894 **
-9	-0.01805	-1.45725	13	-0.11847	-2.76162 **	35	-0.15739	-2.65006 **	57	-0.16713	-2.31446 **	79	-0.19095	-2.29848 **
-8	-0.02188	-1.44228	14	-0.12945	-2.95642 ***	36	-0.15077	-2.51144 **	58	-0.17414	-2.39392 **	80	-0.18787	-2.24901 **
-7	-0.03249	-1.85534 *	15	-0.13831	-3.09744 ***	37	-0.14408	-2.37474 **	59	-0.16854	-2.30033 **	81	-0.17970	-2.13944 **
-6	-0.04221	-2.15582 **	16	-0.13181	-2.89685 ***	38	-0.15234	-2.48513 **	60	-0.18195	-2.46582 **	82	-0.16925	-2.00419 *
-5	-0.03383	-1.57694	17	-0.13301	-2.87043 ***	39	-0.16337	-2.63829 **	61	-0.18268	-2.45853 **	83	-0.15966	-1.89047 *
-4	-0.03265	-1.40905	18	-0.12714	-2.69604 **	40	-0.16758	-2.67965 **	62	-0.18758	-2.50707 **	84	-0.16587	-1.94333 *
-3	-0.03201	-1.29236	19	-0.13936	-2.90551 ***	41	-0.15874	-2.51373 **	63	-0.19146	-2.54154 **	85	-0.16165	-1.88405 *
-2	-0.04283	-1.63024	20	-0.13742	-2.81855 ***	42	-0.14187	-2.22541 **	64	-0.19878	-2.62110 **	86	-0.16873	-1.95635 *
-1	-0.04013	-1.44921	21	-0.14027	-2.83170 ***	43	-0.14614	-2.27094 **	65	-0.20603	-2.69879 **	87	-0.17559	-2.02554 *
0	-0.05844	-2.01225 *	22	-0.14282	-2.83913 ***	44	-0.14692	-2.26231 **	66	-0.19528	-2.54126 **	88	-0.17673	-2.02836 *
1	-0.09596	-3.16320 ***	23	-0.14139	-2.76911 ***	45	-0.15222	-2.32292 **	67	-0.19995	-2.58531 **	89	-0.17851	-2.03854 *
2	-0.10283	-3.25668 ***	24	-0.14113	-2.72415 **	46	-0.15983	-2.41756 **	68	-0.20247	-2.60131 **	90	-0.17519	-1.99067 *
3	-0.10263	-3.13224 ***	25	-0.12810	-2.43812 **	47	-0.15659	-2.34802 **	69	-0.20005	-2.55414 **	91	-0.17593	-1.98927 *
4	-0.10009	-2.95120 ***	26	-0.11768	-2.20929 **	48	-0.15421	-2.29269 **	70	-0.19709	-2.50068 **	92	-0.17317	-1.94853 *
5	-0.10249	-2.92602 ***	27	-0.12466	-2.30936 **	49	-0.12609	-1.85882 *	71	-0.18576	-2.34256 **	93	-0.18090	-2.02572 *
6	-0.08809	-2.43965 **	28	-0.13215	-2.41645 **	50	-0.13197	-1.92950 *	72	-0.18759	-2.35138 **	94	-0.18577	-2.07028 **
7	-0.10238	-2.75559 **	29	-0.14778	-2.66830 **	51	-0.13110	-1.90127 *	73	-0.18547	-2.31092 **	95	-0.17795	-1.97380 *
8	-0.12273	-3.21523 ***	30	-0.13620	-2.42904 **	52	-0.14318	-2.06001 **	74	-0.19709	-2.44119 **	96	-0.18634	-2.05716 **
9	-0.12464	-3.18272 ***	31	-0.15503	-2.73172 **	53	-0.13731	-1.96000 *	75	-0.19143	-2.35725 **	97	-0.18963	-2.08370 **
10	-0.10855	-2.70510 **	32	-0.15902	-2.76922 ***	54	-0.14093	-1.99609 *	76	-0.19235	-2.35490 **	98	-0.19152	-2.09484 **
11	-0.10123	-2.46450 **	33	-0.14640	-2.52031 **	55	-0.15224	-2.13994 **	77	-0.18161	-2.21075 **	99	-0.18230	-1.97590 **
												100	-0.18230	-1.97590 **

***、**、*、はそれぞれ 1%、5%、10%で統計上有意であることを示している。

6. おわりに

本研究は、「不祥事発覚からの対応が早いほど、株価の相対的パフォーマンスが良い」という仮説を立て、検証を行ったものである。検証にあたって、不祥事の対応の早さを「不祥事発覚日から第三者委員会設置日までの日数」と定義し、不祥事発覚からの株価の推移を観測するために、イベントスタディを用いた。この検証を通して、不祥事への対応が早い方が株価の相対的パフォーマンスが良いことが分かった。本研究の意義は、企業が信頼回復の為に即時に対応することに株価の下落を抑制する効果があることが示されたことである。これは、企業の速やかな対応により企業の将来の不確実性が小さくなり、資本コストの上昇が抑えられたことが株価に反映されたものと考察する。

最後に本研究の限界について述べる。第一に、不祥事の対応の早さが明確であるサンプルが少なかった点である。不祥事発覚日と委員会設置日が同じであるケースが多く、対象となるサンプルが限られてしまった。第二に、イベントスタディの対象期間が長く、不祥事以外の要因も含まれている点である。不祥事発覚日から第三者委員会設置日までの日数はサンプル内で最大 205 日間あり、他のイベント(決算発表など)が株価に影響を与えている可能性を排除できないと考えられる。

参考文献

- J. Y. Campbell, A. W. Lo, A. C. Mackinlay, The Econometrics of Financial Markets Princeton University Press, 1997
- Stephen J. Brown, Jerold B. Warner, (1985), “USING DAILY STOCK RETURNS—The Case of Event Studies” Journal of Financial Economics 14 , pp.3-31
- The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud, Jonathan M. Karpoff and John R. Lott, 1993 [https://www.jstor.org/stable/pdf/725807.pdf?casa_token=SnxDN5eI8IcAAA:AA:XLcNGQoPrKl30tAdUyJczQ7lvXAJq-_b_ACNo3W3ZHboXPTpk0bs7AyBNYKI1XcyudrafKTnEjvaRrT7sAvh_0EpMNJFuABUIG_j9TP69AgqW-0f_KF1]
- 日本取引所自主規制法人(2016) 『「上場企業における不祥事対応のプリンシプルの策定」について』 [<https://www.jpx.co.jp/regulation/listing/principle/nlsgeu000001ienc-att/fusyojiprinciple.pdf>]
- 日本弁護士連合会(2010) 『企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン』
- 北見幸一(2005) 「社会的責任と企業価値」
- 北見幸一(2010) 『企業社会関係資本と市場評価-不祥事企業分析アプローチ-』学文社
- 小佐野 広・堀 敬一(2006) 「企業の不祥事と株価パフォーマンス」
- 樋口晴彦(2012) 『組織不祥事研究：組織不祥事を引き起こす潜在的原因の解明』白桃書房
- 山内洋嗣・山田徹(2023) 『不正・不祥事への初動対応』中央経済社
- 渡辺樹一(2020) 『企業不祥事から学ぶ企業変革・組織開発への施策：第1回企業不祥事の種類と件数の推移』BUSINESS LAWYERS [<https://www.businesslawyers.jp/articles/794>]
(2023年12月1日最終閲覧)