

内部統制と株価についての実証研究

CIA フォーラム No.20 研究会
内部統制と株価についての研究会
2006 年度研究

座長	中川	哲央
メンバー	阿部	茂
	米本	薫
	北川	尚史
	北岡	信夫
	梅山	裕子
	大庭	勝彦

表題：内部統制と株価についての実証研究

1. 当NO.20 研究会の目的.....	4
2. 目的とする成果物.....	4
3. SRI投信.....	4
4. 内部統制の考え方.....	6
1) COSO内部統制の統合的枠組み.....	6
2) 会社法.....	6
3) 金融商品取引法.....	7
4) リスク管理・内部統制に関する研究会.....	7
5) 東京証券取引所.....	7
6) 企業行動の開示・評価に関する研究会.....	7
7) 金融庁企業会計審議会内部統制部会.....	7
5. 不祥事例研究.....	8
1) 不祥事例.....	8
. サービス業界の事例.....	8
. 機械業界の事例.....	8
. 電力業界の事例：.....	8
. 石油業界の事例：(同上).....	9
. 電気・通信業界の事例.....	9
. 化学業界の事例.....	9
. 建設業界の事例.....	10
. 商社業界の事例.....	10
. 鉄鋼業界の事例.....	10
. 自動車業界の事例.....	10
. 金融業界の事例.....	10
. 食品業界の事例.....	11
2) 不祥事の原因・背景.....	11
3) 再発防止策.....	11

6. 株価の推移比較	12
1) 比較の基準：	12
2) 指数化：	12
3) 株価推移.....	13
サービス業界の事例.....	13
. 機械業界：	13
. 電力業界：	13
石油業界：	13
. 電気・通信業界：	14
. 化学業界：	14
. 建設業界：	14
. 商社業界：	14
. 鉄鋼業界：	14
. 自動車業界：	14
金融業界：	14
食品業界：	15
7. 株価に対する評価.....	15
1) 評価の基準	15
2) 評価結果.....	15
8. コーポレートガバナンス体制.....	17
9. Good company投信とBad company投信	18
10. 結論.....	19

1. 当 NO.20 研究会の目的

上場会社の不祥事が多発している中、会社法施行により上場企業には内部統制システムの整備（構築・運用）が求められており、2006年5月1日以降の最初の取締役会で内部統制方針について取締役会決議を行うことが義務付けられた。

株式市場では2006年1月のライブドアショックを始め、5月にはカネボウの粉飾決算に関する金融庁による中央青山監査法人に対する業務停止命令、また6月には村上ファンドへの捜索、また12月には日興コーディアル証券の不正経理問題等々、株式市場に大きな影響を与える不祥事がたびたび繰り返されており、内部統制のあり方に起因すると思われるケースが見られた。

また、不祥事を起こした企業に対する市場の評価は当然のこととして低下し、不祥事発覚直後の株価は多くの場合下落している。そこで、当研究会では、不祥事を起こした企業の事例とともに、その企業の内部統制と、短期的および中長期的な株価の推移に焦点を当て、上場企業の内部統制が株価に与える影響について、研究を行った。

2. 目的とする成果物

- 1) 社会的責任投資（SRI）が注目を浴びていると言われていることから、過去不祥事を起こした企業の内部統制と、株価の推移について調査、分析し、不祥事を起こした企業（Bad company）と比較対象とした不祥事を起こしていない会社（Good company）とを比較し、Bad company と Good company とを夫々ファンドとして組成したと仮定し、その運用成績を求める。
- 2) 不祥事の原因究明と再発防止に対する Bad company 夫々の対応策の調査と併せ、不祥事を再び起こさない、との企業の姿勢を確認する。
- 3) Bad company と Good company それぞれの内部統制を比較検討し、不祥事前後の内部統制の仕組みの変化を分析する。

3. SRI 投信

当研究会テーマの切り口として、「環境や消費者に優しく、企業の社会的責任（CSR）にも積極的な会社に投資することで、結果的に良い運用成績も期待できる。そんな社会的責任投資（SRI）という考え方を取り入れた投資信託が人気を集めている」（2006年7月8日 日本経済新聞より）に注目した。

SRI 投信が組成され、良い運用成績を残しているのであれば、それらに組み込まれた企業には内部統制がしっかりと確立され、きちんと機能しているのではないかと、この仮定で内部統制と株価について考えてみることにした。具体的には、「内部統制がしっかりしていれば、企業価値が上がり株価も上がる。反対に、内部統制がしっかりしていない企業、特にそのために不祥事を起こした企業は、株価の面で全体のトレンドと比較し劣っている」を仮説として取り上げた。

この仮説を検証するに当たり、SRI 投信の組成の仕方、運用実績および全体のトレンドとの対比はどのようになっているか等について、具体的に検証してみることにした。

1) ファンド組成 (SRI 投信組成の考え方)

外資系投資顧問会社 MRL 社でディレクターをされている O さんからファンドマネージャーとしての日々の業務に関して話を聞く機会を得た。同氏によると、日々の業務においては「内部統制」について、特に意識はしていないが、「内部統制」がそれなりにしっかりしていることが投資判断の条件であるとのことであった。「内部統制」がしっかりしていない企業に対しては、「株価が下がる」、「Negative」と評価しており、ましてや、刑事責任を問われ、また上場廃止により市場流動性がなくなることは最悪の事態であると認識している。従って「Negative List」銘柄であるとのことであった。投資信託運用約 7 兆円に対し SRI ファンド規模は 2500 億円 (約 3%) に過ぎず、わが国の SRI ファンドでは年金等機関投資家の意識が積極的ではない。SRI ファンドは現在約 20 本程度ある。通常は、外部委託による調査を経てスクリーニングの後、投資ユニバースを作り、そのユニバースの中から銘柄を決定していくが、SRI ファンドは他のファンドと差別化を図るひとつのテーマでもあり、ユニバースとしての SRI 投資は、今や、普通の考え方といえる。ファンドとして、組み込むにあたり、「持続的な成長性」が選択の最優先の要素である。500 億円規模のものが 2 から 3 本あるが、どのファンドも上位 10 社は有名企業が多く極めて似ており、いずれも必ずトヨタを組み込んでいる。

2) 上記の O 氏との面談結果を踏まえて、当研究会では「内部統制」の株価への影響を見るには、不祥事を起こした企業と起こしていない企業の株価を比較することが必要との結論に至り、双方の株価分析を中心に検討することとした。

3) 日本の SRI ファンドの資産残高は、2002 年度の約 700 億円から 2006 年度約 2,500 億円～3000 億円といわれており、この 5 年で約 4 倍になった。SRI を支える動機は、元来、資産運用を通じて、社会貢献に関わることであったが、昨今の企業不祥事続発を受けて、内部統制の体制が整った企業であれば、不祥事が起こってもきちんと情報開示され、的確な対応策によりその損害を最小化でき、価格の下落・急落を防ぐことが出来る、との理由もあろう。2006 年 3 月末現在の SRI ファンドの詳細は下表のとおりである。

主なSRIファンド

(単位 億円)

ファンド名	運用会社	特徴	純資産(2006/3)	調査担当
ダイワ・エコ・ファンド	大和証券投資信託委託	環境	533	日本総合研究所
日興エコファンド	日興アセットマネジメント	環境	491	グッドバンカー
住信 SRI・ジャパン・オープン	住信アセットマネジメント	法律・環境・社会・経済	484	日本総合研究所

損保ジャパン・グリーン・オープン	損保ジャパン・アセットマネジメント	環境	179	損保ジャパン・リスクマネジメント
ダイワ SRI ファンド	大和証券投資信託委託	環境・社会貢献・経営体制	165	インテグレックス
AIG-SAIKYO 日本株式 CSR ファンド	AIG 投信投資顧問	環境・社会貢献・経営体制・CG	117	IRRC
その他 20 本			498	
合計 26 本			2,467	

4. 内部統制の考え方

内部統制については各国の議会、政府、或いは関連法令によってその目的とするところにより、いろいろな定義、考え方をしている。主な例としては下記が挙げられる。

1) COSO 内部統制の統合的枠組み

1992 年に米国のトレッドウェイ委員会組織委員会（Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission : COSO）が内部統制上の問題への取り組みとして「内部統制の統合的枠組み」(Internal Control-Integrated Framework)を公表している。2004 年にリスク評価の要素をもう一步踏み込んでリスクアプローチの考え方を導入し、Enterprise Risk Management (ERM) の枠組みを公表した。更には米国企業改革法 (SOX 法) に対応して、2006 年財務報告に係る 20 の内部統制原則を取り纏めた。

COSO のフレームワークでは、内部統制は業務の効率性、財務報告、法令の遵守の 3 つの目的を実現するための統制環境、リスクの評価、統制活動、情報と伝達、監視活動の 5 つの要素から構成されるプロセスであると定義づけている。米国の SOX 法ではこのフレームワークにもとづいて財務報告に係る内部統制評価を義務付けた。

2) 会社法

日本では商法等関連法令の体系を統合再編し、株式会社を中心とする会社の全活動を律する「会社法」として 2005 年 5 月施行した。その中には度重なる商法の改定と大和銀行事件・神戸製鋼事件で裁判所判例が先行した内部統制の基本的な考え方を組み入れ、取締役会の最優先責任としている。その具体的内容を会社法 362 条と会社法施行規則 100 条で 10 項目を規定した。

「取締役の職務の執行が法令及び定款に適合することを確保するための体制その他株式会社の業務の適正を確保するために必要なものとして法務省令で定める体制の整備（「内部統制基本方針」という）」を決定することが義務付けられた。会社法では特定のフレームワーク等は示されていないが、「内部統制」を財務報告に係る範囲のみならず非常に広く捉えている。

3) 金融商品取引法

証券取引法をベースに 2006 年 6 月から始まった部分的改定を積み重ねつつ、米国企業改革法（SOX 法）の考え方を取り入れ、COSO の内部統制の内、財務諸表の正確性・信頼に焦点を当てた、独自のフレームワークを採用している。

内部統制の目的として COSO の 3 つの目的に加えて「資産の保全」を含め、構成要素としては COSO の 5 要素のほかに「IT への対応」を切り出して加え、財務報告に係る内部統制の評価を義務付けた。しかし、J-SOX ではあくまで財務報告に係る内部統制として範囲を限定して捉えているのが特徴である。

金融商品取引法は 2007 年 12 月までに名称変更し成立し、2008 年 4 月以降 2009 年 3 月期から適用となる。

4) リスク管理・内部統制に関する研究会

2003 年 6 月に発表された「リスク新時代の内部統制～リスクマネジメントと一体となって機能する内部統制の指針～」によれば、

内部統制とは、企業がその業務を適正かつ効率的に遂行するために、社内に構築され、運用される体制及びプロセスである。

5) 東京証券取引所

「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出を求めており、報告書記載要領に考え方が書かれている。

6) 企業行動の開示・評価に関する研究会

「コーポレートガバナンス及びリスク管理・内部統制に関する開示・評価の枠組について - 構築及び開示のための指針 -」(経済産業省企業行動の開示・評価に関する研究会) 2005 年 7 月 13 日の公表では、それぞれの組織体、研究会等での内部統制についての定義をまとめている。

7) 金融庁企業会計審議会内部統制部会

2005 年 7 月 13 日に「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準（公開草案）」が公表され、2005 年 12 月 8 日の「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準案」公開、2006 年 11 月 20 日の「内部統制実施基準案」のパブリックコメント募集、同 11 月 21 日の「内部統制実施基準」公開草案公表を経て、2007 年 2 月 15 日に企業会計審議会総会にて「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」が承認され、金融担当大臣に答申された。金融商品取引法の内部統制の考え方に「財務報告に係る内部統制の評価および監査の基準」の考え方が反映されている。

上記のとおり内部統制についての定義や捉え方には各法令、フレームワーク等によって幅があるが、上記 7) 「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」は従来の COSO の考え方に、内部統制の目

的として「資産の保全」、構成要素に「IT への対応」をそれぞれ加え、日本の実状、IT 環境の進歩を取り入れていることから、当研究会においては、本基準の「内部統制の基本的枠組み」をベースに考えることとする。

「財務報告に係わる内部統制の評価及び監査の基準」

「内部統制の基本的枠組み」

内部統制は、基本的に、企業等の 4 つの目的（業務の有効性および効率性、財務報告の信頼性、事業活動に係わる法令等の遵守、資産の保全）の達成のために企業内のすべての者によって遂行されるプロセスであり、6 つの基本的要素（統制環境、リスクの評価と対応、統制活動、情報と伝達、モニタリング（監視活動）、IT（情報技術）への対応）から構成される。

5. 不祥事例研究

東証第一部上場企業の中で、ここ 3～4 年以内で、内部統制のあり方に起因すると思われる不祥事を主な業界より代表的な例を数例抽出し、下記のとおり分析を試みた。不祥事例研究の結果の詳細は添付 - 1 のとおりである。

1) 不祥事例

・ サービス業界の事例

- i) 2005 年 4 月 13 日総合警備保障で、顧客 282 人分の個人情報が入ったパソコンを紛失。
- ii) 2005 年 5 月 20 日オリエンタルランドは、右翼団体幹部の親族が経営に関わる会社に清掃業務を 20 年間に亘って委託し、総額 21 億円以上を支払っていたことを公表した。
- iii) 2005 年 5 月 25 日下請け会社からのリポートがあったとして関東信越国税庁がサミー社長を所得税法違反容疑で告発した。
- iv) 2005 年 12 月 10 日京都宇治市の学習塾「京進」で、塾アルバイト講師が女兒を刺殺する事件が起きた。

・ 機械業界の事例

- i) 2006 年 1 月 23 日ヤマハ発動機が産業用ヘリコプターを中国に不正輸出しようとした疑いで家宅捜査を行なった。

・ 電力業界の事例：

- i) 2004 年 8 月 9 日関西電力美浜原子力発電所において水蒸気噴出事故発生し、4 名死亡、7 名負傷
- ii) 2004 年 7 月 19 日、中部電力太田宏次会長と個人的につき合いのある古美術店から 99～02 年の間、古美術品約 5.8 億円を購入、同会長も約 1.9 億円分の古美術品を一時受け取っていた。現職の副社長が太田会長を告発し、社内調査が実

施された。

- iii) 2004年9月24日東京電力 福島第一原子力発電所5号機で、4年前検査報告をねつ造し不具合を隠していたことを発表。
- iv) 2006年10月31日中国電力 岡山県新庄村の水力発電用ダムで堤体の高さの変化を示す数値の92~97年分が改ざんされていたと発表。
- v) 2007年3月15日、北陸電力志賀原子力発電所において99年の定期検査中に臨界事故が発生したが、発電所長の判断で国への報告を行っていなかったことを発表。
- vi) 2007年3月23日、東京電力福島第一原子力発電所において1978年の定期検査中に臨界事故が起きていた可能性が高いが、発電所長の判断で事故を隠蔽し国への報告を行っていなかった(報告義務があるかは調査中)と発表。

・ 石油業界の事例：(同上)

- i) 2006年4月16日コスモ石油千葉製油所で午前5時40分ごろ、爆発火災。
- ii) 2006年8月4日、コスモ石油は千葉製油所(千葉県市原市)で1995年に水素発生装置で起きたガス漏れ事故を隠ぺいしていたと発表した。上記i)の事故報告書の中でこの事故を報告せず、またデータ偽造も判明
- iii) 2006年8月31日、98年から2005年にかけて、同社製油所で水素ガスなどの漏洩や装置の腐食を起こしていたが、高圧ガス保安法に基づく自治体への報告義務を怠り、無断で設備を修理していた。うち2件は応急処置のみで正式な修理をしていなかった。

・ 電気・通信業界の事例

- i) 2004年1月、ヤフーBB会員の個人情報450万件が漏洩
- ii) 2005年11月、松下電器産業のリコール対象機種 of 石油温風器による一酸化炭素中毒事故
- iii) 2006年8月14日にソニーがデルに提供しているPC用リチウム電池が発火の恐れがあるとしてデルが自主回収を発表した直後、問い合わせが殺到した。デルに続き、アップル、富士通などその他メーカーも自主回収を発表した。10月にはソニー自身が全面回収を発表した。
- iv) 2005年12月7日カシオ計算機の元資金部次長が17億円を私的に流用し、業務上横領で逮捕された。同社は「その後、社内のコンプライアンスの充実に力を努めてきた。」というコメントを発表。

・ 化学業界の事例

- i) 2005年11月4日石原産業土壌埋め戻し材「フェロシルト」不正製造、来週にも強制捜査のニュースがあり、11月8日に三重県警により、本社と四日市工場が自宅捜索された。また、「フェロシルト」をリサイクル品に認定した廃棄物処理法(委託基準違反)の疑いで、11月9日に三重県庁が捜索された。被害は4

県で発生しており同社は回収費用 197 億円、さらに追加で 125 億円を引き当て。

・ 建設業界の事例

- i) 2004 年 3 月 2 日公正取引委員会は新潟市発注の公共工事入札をめくり談合疑惑で清水建設新潟支店を立ち入り調査した。
- ii) 2006 年 1 月 31 日防衛施設庁官製談合事件で東京地検特捜部は鹿島本社、大成建設本社ほかを家宅搜索した。
- iii) 2006 年 10 月 4 日大阪地検特捜部は、和歌山県発注トンネル工事をめぐる談合事件で大林組本店を家宅搜索、同年 10 月 19 日大阪国税局の調査で、大林組が 2 年間で 11 億円の申告漏れがあること発覚した。

・ 商社業界の事例

- i) 2004 年 11 月 22 日、三井物産は東京都他 1 都 3 県のディーゼル車排気ガス規制のための条例に基づく「粒子状物質減少装置」として、東京都への指定承認申請に際し、虚偽データが作成・申請され、基準に達していない製品が販売されていたことが判明したと発表。

・ 鉄鋼業界の事例

- i) 2006 年 6 月 2 日加古川市での調査で神戸製鋼所加古川製鐵所の煤塵、煤煙の防止策が不十分であり、今後の指導内容を検討中だと発表。これをうけて神戸製鋼所は、6 月 22 日加古川、神戸の両製作所で、基準値の最大 20%超の窒素酸化物や硫黄酸化物を排出したほか、計測データの改ざんや設備事故の未報告があったと発表・謝罪した。
- ii) 2005 年 2 月 2 日 JFE スチール東日本製鉄所千葉地区で基準を超える高アルカリ水や猛毒のシアンを含む工業排水を流出していたと発表。また、工場内の水質測定データの改ざんも明らかになった。千葉海上保安部は水質汚濁防止法違反の疑いで捜査。数土文夫社長は謝罪したが、現場の独断だったと会社の関与を否定した。

・ 自動車業界の事例

- i) 2004 年 6 月 2 日三菱自動車「パジェロ」など 17 車種 17 万台についてリコールを回避するため 26 件の部品欠陥を隠ぺいしていたことを発表。
- ii) 2003 年 12 月 3 日トヨタ自動車 張富士夫社長以下経営陣は、整備士試験問題の漏えい事件で 3 日午前 11 時から国土交通省で記者会見し、謝罪した。

・ 金融業界の事例

- i) 2006 年 2 月 8 日みずほ銀行(新宿西口支店)行員が顧客情報 1200 件を詐欺グループに横流しで逮捕された。
- ii) 2006 年 4 月 27 日金融庁は優越的地位を利用して融資先に金融商品の購入を強要したとして、三井住友銀行に対し、金利スワップなど一部のデリバティブの新規販売を 6 カ月停止させるなどの一部業務停止と業務改善を命じた。

- iii) 2003年12月2日ジャーナリスト宅盗聴事件で、警視庁は武富士会長・武井保雄容疑者を電気通信事業法違反容疑で逮捕した。
- iv) 2006年12月8日、日興コーディアルは実質子会社の日興プリンシパル・インベストメント（NPI）を連結対象に含めず、利益を180億円水増ししていたとして証券取引等監視委員会より有価証券虚偽記載による課徴金納付命令が出された。その結果を受けて、東証は同社を管理ポストに移した。

・ 食品業界の事例

- i) 2000年6月加工乳集団食中毒（過去最大の13,420人食中毒）
- ii) 2002年1月牛肉偽装（補助金詐欺）
- iii) 2002年8月牛肉偽装（安い輸入肉を国産肉として高く買い取らせる補助金詐欺）1.3トンを検査前に焼却して隠蔽
- iv) 2006年12月消費期限切れの牛乳を使用してシュークリームを製造出荷、食品衛生法の定める基準を越える細菌数のシュークリームを出荷、を公表

2) 不祥事の原因・背景

上記の主だった業界における不祥事例について、その原因・背景を不祥事発生後の報道、各社のホームページを中心に調査を行った。

夫々の不祥事には個別の原因・背景が特定されているが、概ね下記に集約される。

- 企業風土上の問題、
- 内部統制の不備、
- 各種管理体制・コンプライアンス体制の不備、
- 業績至上主義、
- 教育の不徹底、
- 個人的な犯罪。

不祥事を起こした企業夫々が挙げている原因・背景の詳細は添付 - 1 の通りである。

3) 再発防止策

再発防止策についても不祥事のその後の報道、各社のホームページを中心に調査を行った。

再発防止策は個別の不祥事の原因・背景により技術的なものもあるが、経営を改善すると
の観点から各種体制、制度の新設・改善に重点を置いた再発防止策をたてる例と共に、類似
の不祥事発生を防ぐために再発防止策の水平展開、全社を対象とした再発防止策をたてて
いる例が多く見られる。再発防止策の例としては下記が挙げられるが、詳細は添付 - 1 を参
照願いたい。なお、具体的な再発防止策の公表がなく、対応をとっていないと思われるケ
ースもある。

- 取締役会の経営監視機能の強化、
- 監査役機能の強化、

- コンプライアンス委員会、倫理委員会等の設置、
- 倫理基準、行動基準等の制定・徹底、
- 内部統制の構築、
- ディスクロージャー体制を含む各種体制・制度の整備、
- 経営の透明性向上、
- 緊急法令点検、
- 各種管理体制強化、
- 各種教育の徹底、
- 通報制度導入、
- CSR 強化、
- 各種情報へのアクセス制限、
- 設備更新、安全対策強化、
- 品質・環境部門強化、
- 内部監査強化。

なお、上記各社の再発防止策は本報告書の後段で触れる各社の公表されているコーポレートガバナンス体制とも関連すべきものであり、再発防止策が有効に機能しているか否かは別途検証の必要があろう。

6. 株価の推移比較

当研究会では「内部統制がしっかりしていれば、企業価値が上がり株価も上がる。反対に、内部統制がしっかりしていない企業、特にそのために不祥事を起こした企業は、株価の面で全体のトレンドと比較し劣っている」との仮説を立証するために、株価の推移を下記の手法をとり比較・分析した。

1) 比較の基準：

- i) 短期的な株価への影響を比較・分析するために、不祥事発生日、或いは公表日・報道日を基準日として、前後各 5 日ずつ、合計 11 日間のそれぞれの日の終値を採取。
- ii) 中・長期的な株価への影響を比較・分析するために、不祥事発生日、或いは公表日・報道日を基準日として、不祥事発生前は 3 ヶ月前と 6 ヶ月前、発生後は毎月 12 ヶ月間、合計 15 ヶ月のそれぞれの月末終値を採取。
- iii) 11 日間株価、15 ヶ月株価共に、不祥事を起こした企業 (Bad company) の株価と、同業他社でその間に不祥事を起こしていない企業 (Good company) (一部例外あり) の株価を採取。

2) 指数化：

- i) 11 日間株価については、基準日を 100 として、それぞれの日の終値につい

- て基準日に対する指数を求めた。
- ii) 15 ヶ月株価は、基準月を 100 として、それぞれの月末の終値について基準月に対する指数を求めた。
 - iii) 11 日間株価指数、15 ヶ月株価指数共に、Bad company と、同業他社の Good company の双方についてそれぞれ株価指数を求めた。
 - iv) また、11 日間株価については、日毎に、15 ヶ月株価については各月毎に Good company の指数に対する Bad company の指数の割合 (Bad company 指数) を求めた。
 - v) 業界毎に上記の各指数の全体的な傾向を見るために、各指数の平均を求めた。

3) 株価推移

上述の指数化した株価指数をもとに、各業界の不祥事の株価に与える影響の傾向を見るために、上記 v) に述べた方法により業界毎の傾向を分析した。その結果の概要は下記のとおりである。銘柄毎を含め詳細は添付 - 2、添付 - 3 を参照。

サービス業界の事例

- i) 短期的には不祥事の影響はほとんど見られない。
- ii) 不祥事後下降し、2 ヶ月後より Bad company 指数は 80%前後で推移している。

機械業界：

- i) 機械業界としては不正輸出事例 1 件のみであったが、その発表直後に 3%ダウンが見られた。
- ii) 輸出好調のタイミングもあり、株価は長期的な上昇に転じているが、Bad company 指数は 80%前後で推移している。

電力業界：

- i) 短期的な不祥事の影響は 2%程度と見られる。
- ii) 不祥事後 4 ヶ月間は Bad company の株価指数が Good company の株価指数を最高 3%程度上回っていたが、5 ヶ月目以降は Bad company の株価指数が下落し、最大 3%下落となり 12 ヶ月後でも Bad company 指数は 100 を回復しない。

石油業界：

- i) 短期的には不祥事の影響はほとんど見られない。
- ii) 株価の推移は不祥事以外の事由での変動が大きい模様で、値動き、指数とも大幅に変動している。但し、Bad company の株価指数は不祥事発生後、12 ヶ月間一度も 100 を上回らず、また Bad company 指数は 3 ヶ月後に若干の回復はあるものの、下落が続き 11 ヶ月後の下落は約 30%となった。

電気・通信業界：

- i) 短期的には小刻みな下落しているものの影響は微少である。
- ii) 不祥事発覚後、下がり傾向ではあるが株価の絶対値には大きな下落は見られない。しかし、Bad company 指数は低迷が見られた。

化学業界：

- i) 不祥事のニュースに反応して、株価下落が見られた。
- ii) 一時的に持ち直したが、多額の回収費用の経営への影響もあり、長期的にも低迷している。

建設業界：

- i) 談合報道に慣れてしまったのか、株価への影響は極めて軽微である。
- ii) 個々の比較では、影響はあまり見られないが、業界全体は長期的に低落傾向、業界全体の談合体質が業界株価に影響している。

商社業界：

- i) 事件発覚後、短期的に株価下落したが、まもなく回復した。
- ii) 事件後の対応に対する評価もあったが、資源高をはじめとする好業績に支えられ、株価に対しては、長期的には軽微な影響であった。

鉄鋼業界：

- i) 不祥事発生日を境に株価指数は下落したものの、Good company の株価指数の下落が、理由は不明であるが、顕著であったため、Bad company 指数は不祥事発生後 3 日目より回復。
- ii) 不祥事発生以前は比較対象会社を上回っていた株価指数は、不祥事発生後 4 ヶ月後まで明らかにその影響が現れていると思われるが、5 ヶ月目より株価上昇に転じた。但し、Good company の株価指数の上昇が顕著なため、Bad company 指数は 8 ヶ月後には 25%以上下回っていた。

自動車業界：

- i) 不祥事発生までは Good company の株価指数と略同じであった Bad company の株価指数は不祥事発生後明らかに低下し、Bad company 指数の回復は見られない。
- ii) 中長期的には、Good company の株価指数の動きも大きいですが、Bad company の各課指数は不祥事発生後 3 ヶ月間は一時的に 20%を越える下落となり、Bad company 指数もそれに伴って下落。不祥事の影響が明確に現れているものと思われる。4 ヶ月後からは徐々に回復するも、株価指数、Bad company 指数共に不祥事発生時を上回ることにはなかった。

金融業界：

- i) Good company の株価指数は比較的安定しているが、Bad company の株価指数は発生日を境に下落し、2 日後には約 10%の下落となった。明らかに影

響が現れていると思われる。

- ii) 不祥事発生後 11 ヶ月に亘り、比較的安定している Good company の株価指数を大幅に上回っており、まったく別の要因により株価が推移しているものと思われる。

食品業界：

- i) 消費者の口に直接入る食品は即刻売行きに大打撃が起こる。小売場から排除される等の結果、株価は敏感に反応する。特に記憶が薄れない期間に 2 回目を起こした場合は、影響が顕著で業績に与える打撃は致命的になる恐れがある。
- ii) 消費者の口に直接入る食品は消費者の反応は厳しく、改善努力を重ねても元に戻るのに少なくとも半年以上はかかっている。

7. 株価に対する評価

1) 評価の基準

上記に記載した株価の推移には、当然のことながら内部統制に係る要因以外のマーケット要素が含まれているため、個別の株価の推移と共に、不祥事についてのマーケットに与える影響、並びに不祥事とは無関係と思われる要素（打ち消し要素）について下記項目に関する評価を行なった。

- i) 株価変動インパクト判定
 - 業績
 - ブランドイメージ
 - 違法性
 - 行政命令処分
 - 組織的か個人か
 - 事故か意図的か
 - 一時的か永年継続か
 - 初犯か再犯か
- ii) 打ち消し要素
 - 業界全体の業績強弱
 - 新材料の公表の有無
 - 長期保有型株式か
- iii) 総合評価 （ i) の合計マイナス ii) の合計)

2) 評価結果

上記評価結果は、下記のとおりである。詳細は添付 - 1 を参照。

総合評価の点数が高い（株価変動インパクトが高い）上位の銘柄は比較的中長期（15 ヶ

月株価)で「株価指数」、若しくは「Bad company 指数」が 80 ポイントを割り込む場合(指数 80 ポイント以下を含む銘柄の各指数を黄色で表示)が多い。但し、上位の銘柄でも 11 日間株価、15 ヶ月株価夫々の「株価指数」、「Bad company」指数でほとんど影響が出ていない銘柄もあり、上述以外の関連性は余り見出せない。

総合評価結果と、株価の推移との関連についてはまだ検討の余地があるため、本件についても次年度において引き続き検討課題としていきたい。

銘柄	i)株価変動インパクト判定	ii)打ち消し要素	総合評価 i) - ii)	上位 20 社順位	11 日間株価 の最小値 (不祥事発生後)		15 ヶ月株価 の最小値 (不祥事発生後)	
					株価 指数	Bad comp any 指数	株価 指数	Bad comp any 指数
サービス業								
総合警備保障	8	7	1		95	99	91	79
オリエンタルランド	16	1	15		100	99	99	58
セガサミー	16	4	12		100	100	100	83
京進	22	0	22	15	94	89	48	52
機械								
ヤマハ発動機	26	4	22	15	100	97	89	76
電力								
関西電力	20	13	7		97	97	97	96
中部電力	12	10	2		100	99	99	98
東京電力	24	10	14		96	96	100	96
中国電力	26	10	16		100	99	100	97
北陸電力	34	11	23	13	94	93	-	-
東京電力(2)	32	11	21	19	93	99	-	-
石油								
コスモ石油	16	0	16		101	100	74	77
コスモ石油(2)	28	0	28	9	98	99	94	89
コスモ石油(3)	36	0	36	2	97	99	94	89
電気・通信								

ヤフーBB	18	10	8		100	94	88	47
松下電器産業	16	11	5		97	94	93	71
カシオ計算機	14	7	7		100	100	96	59
ソニー	16	7	9		98	96	94	83
化学								
石原産業	30	3	27	10	85	86	71	69
建設								
大林組	34	3	31	3	98	97	95	95
鹿島	34	3	31	3	94	97	63	94
大成建設	34	3	31	3	93	96	58	89
清水建設	34	3	31	3	98	97	77	89
商業								
三井物産	26	0	26	11	94	95	100	88
鉄鋼								
神戸製鋼所	30	8	22	15	84	94	97	69
JFE スチール	28	8	20	20	100	99	85	77
自動車								
三菱自動車	40	11	29	7	91	89	53	54
トヨタ自動車	12	8	4		100	98	96	100
金融								
みずほFG	16	8	8		97	98	89	100
三井住友銀行	30	8	22	15	98	99	86	100
武富士	22	8	14		83	83	100	90
日興コーディアル証券	34	11	23	13	81	81	84	73
食品								
雪印乳業	38	0	38	1	83	82	66	72
雪印乳業(2)	38	0	38	1	78	78	87	73
日本ハム	28	3	25	12	74	73	100	88
不二家	32	3	29	7	91	89	100	100

8. コーポレートガバナンス体制

Good company、Bad company それぞれのコーポレートガバナンス体制について調査を行った。東証への「コーポレートガバナンスに関する報告書」を参照し、各社の状況を調査した結果は添付 - 4 のとおりである。

他方、不祥事発生後大半の企業では再発防止策を発表しているが、それは取りも直さず、不祥事発生前は再発防止策に含まれている仕組みがなかった、或いは仕組みはあっても機能していなかった、ということと思われる。

東証の「コーポレートガバナンスに関する報告書」報告制度は今年度が本制度の開始直後であったこともあり、どの企業もほぼ横並びの報告書となっているように見受けられ、不祥事に係る再発防止策が「コーポレートガバナンスに関する報告書」にどのように反映されたかを含め、不祥事発生後、コーポレートガバナンス体制がどのように変化したかについて、次年度に更に詳細をしらべていきたい。

また、取締役会で決議した「内部統制基本方針」を次年度の株主総会で報告することが会社法で規定されているため、来年度には各社の内部統制基本方針が明らかになると思われることから、同方針の詳細も併せて調査していきたい。

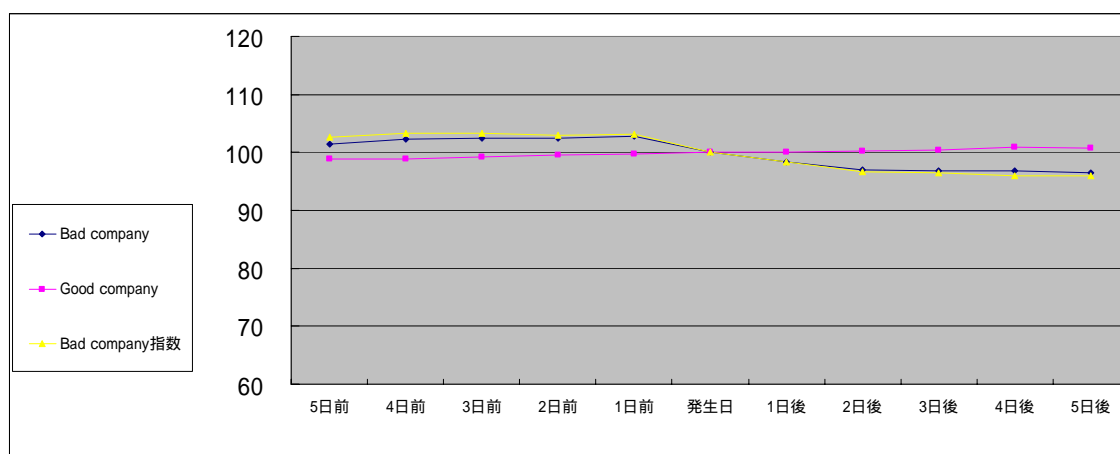
9. Good company 投信と Bad company 投信

Good company で組成された Good company 投信と Bad company で組成された Bad company 投信のそれぞれの運用成績のシミュレーションを行った。

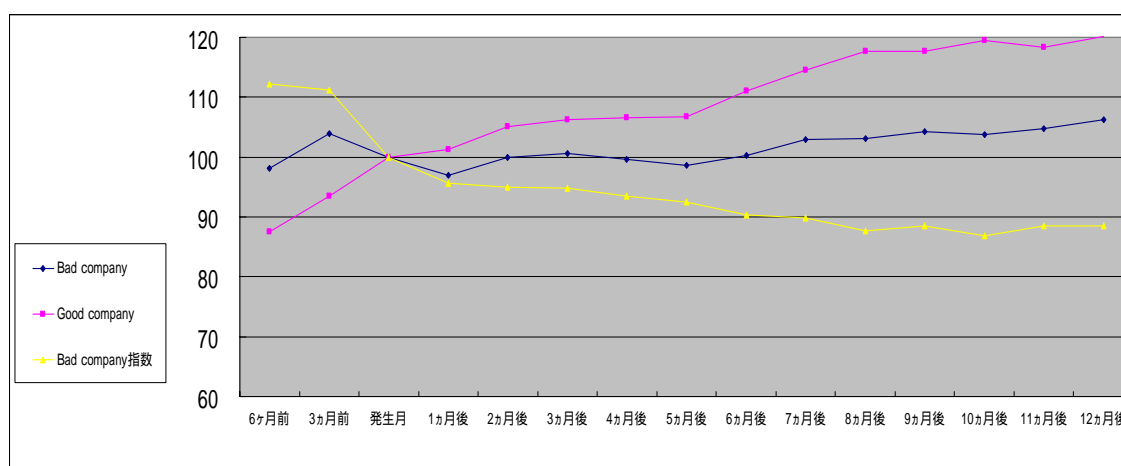
不祥事発生が同一時期ではないことから、時系列の要素を排除してシミュレーションを行う必要があったため、シミュレーション方法としては、抽出した銘柄夫々について「6. 株価の推移比較」の際に用いた各銘柄の株価指数をもとに、すべての銘柄の 11 日間株価と、15 ヶ月株価の株価指数の平均を 11 日間株価では日毎に、15 ヶ月株価では月毎に求めた。

その結果のグラフは下記のとおりである。

11 日間株価指数推移（総合）



15 ヶ月株価指数推移（総合）



11 日間株価では、Good company の株価指数が略 100 であるにも拘らず、Bad company の株価指数は発生日までは Good company を上回っていたものが発生日を境に株価指数、Bad company 指数とも明らかに下落し、株価指数では 3 ポイント、発生日前からの比較では 6 ポイント、Bad company 指数では発生日より 4 ポイント、発生日前からの比較では 7 ポイント下落している。

15 ヶ月株価では、発生 1 ヶ月後に Bad company 株価指数は 3 ポイント下落したものの、その後は略上昇基調にあるが、Bad company 指数は発生後より略一本調子で下落し、最大で 13 ポイント下落した。

この結果、短期でも、中長期でも明らかに不祥事の影響が出ていると思われる。

詳細は添付 - 5、添付 - 6 を参照願いたい。

10. 結論

- 1) 目的とした成果物の内、「Bad company と Good company とを夫々ファンドとして組成したと仮定し、その運用成績を求める」ことについては、短期でも、中長期でも共に不祥事の影響が明確に出ており、Good company 投信の運用成績は明らかに Bad company 投信を上回っているという結論を得ることが出来た。
- 2) 当研究会の仮説である「内部統制がしっかりしていれば、企業価値が上がり株価も上がる。反対に、内部統制がしっかりしていない企業、特にそのために不祥事を起こした企業は、株価の面で全体のトレンドと比較し劣っている」について、「不祥事を起こした企業は、株価の面で全体のトレンドと比較し劣っている」という部分は正しいということが立証できたといえよう。
- 3) 但し、「内部統制がしっかりしていれば、企業価値が上がり株価も上がる」か、どうかについては、「内部統制がしっかりしている」ことを立証することは、現時点で入手可能な東証への「コーポレートガバナンスに関する報告書」のみでは不十分であり、引き続き次年度のテーマとして検証していきたい。

- 4) なお、不祥事を起こした各社は再発防止策を策定、公表しているケースが多いが、その中には内部統制、コーポレートガバナンスを含め、企業の経営を変えていこうとの意思から、社内体制・制度の刷新を図ろうとしているとの意図が汲み取れる。したがって、再発防止策が有効に機能しているか否か、就中、目的とする成果物の3番目の「不祥事前後の内部統制の仕組みの変化を分析する」ことについても上記3)と併せ、更に検証の必要があり、次年度のテーマとしていきたい。
- 5) また、株価の推移はファンダメンタルズ以外にもテクニカルなマーケット要素、並びにその他の要因が大きく影響することから、内部統制に限っての分析はなかなか難しいが、「7. 株価に対する評価」の中で「株価変動インパクト判定」、「打ち消し要素」および「総合評価」についての十分な評価・検討が未了であり、分析手法も含め更に検討をする必要があろう。
- 6) 本研究の取り纏めの最中にも、損害保険会社、生命保険会社の保険金未払いが略すべての保険会社で発生していたことが判明、企業トップの辞任にもつながっている。企業の不祥事が株式市場に与える影響は大きいため、内部統制の株価に与える影響について更に検証を行い、企業価値向上のために内部統制が必要であることを立証していく所存である。

以上