

論 文

役員持株比率が企業不祥事を抑止させる効果に関する研究*

三好 祐輔**

都築 治彦

＜要旨＞

本稿の目的は、経営者の持株比率が経営トップの不法行為の発生に大きく影響を与えるのか、そして現経営陣に対しストック・オプションを付与することが不法行為回避のためには、大きな有効性を持ち得ないのか、さらに、取締役会に自社株を保有させることが、経営トップの不法行為に対するモニタリングが機能しうるのかどうかに関して議論することにある。

しかし、これまでの企業業績と役員持株比率の関係の実証研究は、経営トップが不法行為をとることに関して、株価の回復や経営者の持株比率との関連で論じられたことはなく、さらに、持株比率とストック・オプション導入が経営者行動に与える違いを明確にできていなかった。

本稿では、ストック・オプションならびに役員持株比率が不法行為をする経営者のインセンティブとの関係、すなわち、不法行為を抑止する株主構成と経営者の私的便益が及ぼす、経営者による不法行為への誘引のトレード・オフ問題について分析を行った。具体的には、過去に不祥事経験のある企業を対象とし、経営者の持株比率やストック・オプションの付与が、経営トップの不法行為の発生に大きく影響を与えるかどうか、高い持株を有する取締役会が経営トップの不法行為を抑制できるのかについて実証分析を行った。

実証分析の結果より、大株主は、経営トップによる企業業績を最大化するための不法行為については容認しており、経営トップの不法行為を抑えるインセンティブが低い（**不法行為繰り返し仮説**）。また、経営者の持株比率が高いほど不法行為は抑えられるが、ストック・オプションの付与は、不法行為を抑制するかどうかは不明で、逆に助長させる可能性があることが分かった。

JEL Classification Number : K12, G32, G38,

Key Words : 不法行為、役員持株比率、ストック・オプション

*本稿は課題番号(20730249) 文部科学省 科学研究費補助金による研究助成を受けた研究成果です。本稿の作成にあたり、2名の本誌レフェリーの各先生及び、法の経済分析のワークショップ参加者の皆様から貴重な助言を頂きました。ここに記して感謝致します。なお本稿における誤りはすべて筆者が責任を負うところであります。

** (連絡先住所) 〒840-8502 佐賀市 本庄1 佐賀大学 経済学部
(E-mail) miyoshiy@cc.saga-u.ac.jp
tsuzukih@cc.saga-u.ac.jp

Effect of Executives' Shareholding Ratio on Corporate Scandal Prevention

By Yusuke MIYOSHI and Haruhiko TSUZUKI

Abstract

This study was conducted to ascertain whether the shareholding ratio of corporate managers has a significant effect on illegal acts committed by the management, whether granting stock options to the current management can be substantially effective in preventing misconduct, and whether having the board of directors hold the company's shares can serve a monitoring function for management wrongdoing.

Past empirical studies of the relation between corporate performance and executives' shareholding ratios, however, has failed to address illegal acts committed by management in relation to stock price recovery and the management's shareholding ratio. They have also been unable to explain differences in managers' behavior according to their shareholding ratio and the adoption of stock options.

This study has therefore analyzed the relation of stock options and executives' shareholding ratios with the incentives of executives to engage in illicit activities, i.e., the issue of a trade-off between the shareholder composition that prevents illegal acts and inducement to management misdeeds for the personal benefit of the managers. More specifically, the study conducted an empirical analysis of companies that have experienced scandals in the past to ascertain whether the managers' shareholding ratios and availability of stock options significantly affected the misconduct of the management and whether boards of directors having a high shareholding ratio were able to control the torts of their corporate managers.

The results of these analyses suggest that large shareholders accept the misconduct of their corporate managers if it enhances corporate performance. Their incentives to prevent such management behavior are therefore low (the *hypothesis of repeated illegal acts*). Results also show that, although the higher the shareholding ratio of managers becomes, the more illegal acts can be controlled, it remains unclear whether granting stock options would prevent unlawful activities: it might encourage such behavior.

JEL Classification Number: K12, G32, G38,

Key Words: illegal acts, executives' shareholding ratios, stock options

1. はじめに

日本や欧米の有力企業で不祥事が近年多発している。特に、当該企業と経営者の間に関係特殊的な環境が形成されている場合、不祥事発覚後に生じる企業の評判の失墜により受ける企業業績の損失は無視できない。経営者がその私的便益のみを重視し、企業業績を最大化する経営を行っていない場合、不祥事の発生によって企業業績が損なわれ、株価の下落が深刻化する可能性がある。そのような場合、不利益を蒙った株主は経営者を監視下に置き、時には経営者を解任する可能性がある。

そうした最中、経営者を規律付けの面で、株主によるモニタリング機能、取締役会に対する経営報酬契約を使ったガバナンス機能は現実的にあまり効果がないのではないか、実際には十分な企業統治機能を果たしていないのではないかという議論が、欧米においても盛んに論じられている。企業全体の効率的な運営がされるため、利害関係者の間の権限、経営者責任、報酬をどう配分するのかに関する議論は避けて通ることはできない。

株主のモニタリング機能に関する先行研究において、モニタリングからの利益を回収するには、最初に十分な株式保有比率をもつ必要があることを言及している。たとえば、Morck and Nakamura (1999)、Weinstein and Yafeh (1998) は、メインバンク関係を持つ企業のほうが、持たない企業に比べ株価は低迷しており、さらに利益率も成長率も低いことを指摘している。この点から見ると、メインバンクの経営者に対するモニタリング機能が有効に機能していない可能性がある。特に、最近まで存在していた巨額の不良債権の存在、取得原価評価から時価評価への会計制度の変更は、企業と金融機関の株式持合関係を弱める傾向にある。そのため、株主分散所有型の株式所有構造がさらに進んでおり、外部からの、特に金融機関のモニタリング効果を期待することが困難である現状では、株主の望むような企業業績を最大にするような経営方針を経営者が取らない恐れがある。

また、経営陣を監督する役目を果たすべき取締役会は、その構成メンバーの大半は他の企業の取締役を兼ねる社外取締役であるのにも関わらず、違法な取引をチェックし、これまで不祥事を未然に防ぐことができなかった¹。たとえば、2004年の西武鉄道は有価証券報告書の虚偽記載により、東京証券取引所から上場廃止の処分を受けたが、上場廃止に至るまでに他にも親会社であるコクドがインサイダー取引を行なうなど、企業スキャンダルが相次いで起こっている。筆頭株主であるコクドは、経営者と濃密な利害関係を築き、当該企業の業務内容に関する情報を経営陣と共有できる立場にあることを勘案すると、大株主は不祥事に加担する可能性は高いといえよう。

一方、どのような企業が不祥事を起こしやすいのかを研究した Alexander and Cohen (1999) は、経営者の株式所有割合が低い企業ほど不祥事が発生しやすいという実証結果を

¹ 経営からの独立性が高いと言われてきた社外取締役を早期に導入してきたアメリカの取締役会ですら、経営者の不祥事を止めることはできていない。取締役会のガバナンス機能について検証した Agrawal and Knoeber (1996) は、企業のパフォーマンスと取締役会内部の社外取締役の高さには正の相関が見られないことを指摘している。

報告している。また、Shleifer and Vishny (1989) は、CEO (chief executive officer) の任期の長期化に伴い、在職地位の安定性が高まるため、CEO に権力が集中する。その結果、周囲からの牽制が効かなくなり、在職期間の長期化に伴ってエントレンチメント・コストが増加する、すなわち、私的便益を追求することが指摘されている。しかし、不祥事による引責辞任を経営トップがした場合、株主総会で承認されなければ、退職金が支払われないことがある。特に経営者の在職期間が長くなればそれだけ役員退職慰労金が大きくなるため、その退職金を失いたくないと考える経営者は不法行為を慎むインセンティブを持つ。ただし、不祥事を起こした企業であっても暫く時間が経てば、不祥事以前の水準まで株価が回復する場合、経営トップに不法行為への誘引があるという問題が新たに生じる。

たとえば、経営者の努力や能力と無関係な要因で株価が高くなる場合、株主利益の最大化を目指さずとも、経営者の手に高額報酬が渡るため、経営者の経営視野が経営トップの私的便益に向かうような経営方針をとる可能性が発生する。さらに、不祥事が発覚したことで経営トップの交替を強要すれば、これまで蓄積してきた関係特殊的な投資の損失が発生する。それを恐れ、株主側も経営陣の責任追及をせず、できるだけ穏便な形で事件の解決を模索する可能性がある。

これまでのコーポレート・ガバナンスの研究は、経営者がきちんと契約内容を実行して株主利益を追求しているかどうかを株主が十分監督することが不可能であるという想定の下、契約の不完備性について議論することが多かった。特に、株主利益のために経営者を規律付けるため、株主の利益を犠牲にして経営者が機会主義的に自己の利益を追求するモラル・ハザードが生じる可能性、すなわちエージェンシー問題が発生することに焦点をあててきた。

しかし、情報の非対称性が原因となるエージェンシー問題、すなわち、契約不履行や企業業績最大化をすることなく、私的便益を最大化する行動を経営者が取るという問題を改めて論じるつもりはない。むしろ、不祥事を起こしても株価が回復しているため、大株主は経営者の行動を容認している節があることに着目した分析を行っている。たとえば、小佐野・堀 (2006) は、法令遵守違反など、一部の種類の不祥事については事件が発覚しても、暫く時間が経てば不祥事以前の水準まで株価が回復する傾向にあることを指摘している。この点を踏まえれば、企業が不祥事を繰り返すというのが、経営者がとる合理的な行動である。株価が大暴落しない限り、大株主は経営者の責任追及をすることに関心を持つことはない、むしろ、企業業績をあげるためには経営トップの不法行為を容認しているかもしれないというのが自然である。

本稿ではそれをさらに進め、株価が回復しない可能性があるのにも関わらず、不祥事は繰り返されるという結論を導くことに意義があると考え。後述するが、ストック・オプションの導入が、不祥事の再発に大きく関与している可能性があることについてモデル分析を行っているのが特徴である²。

² ただし、不祥事直後に上場廃止予定の企業は、経営者や株主は投資家が自社の将来の企業価値をどの程

本稿の目的は、経営者の持株比率が経営トップの不法行為の発生に大きく影響を与えること、そして現経営陣に対しストック・オプションを付与することが不法行為回避のためには、大きな有効性を持ち得ないこと、さらに、取締役会の中で、経営トップの不法行為に対するモニタリングが機能しうのかどうかに関して議論することにある。

しかし、経営トップが不法行為をとることにに関して、株価の回復や経営者の持株比率との関連でこれまで論じられたことはなく、さらに、持株比率とストック・オプション導入が経営者行動に与える違いを明確にできていなかった。本稿では、持株比率の高い者を経営者や取締役として選ぶか、あるいは現経営陣にストック・オプションを付与するかと区別することにより、経営者の持株比率が不法行為を抑止するのに役立つものかどうか分析することに成功している。具体的には、持株比率の高い者を経営陣に選任した場合は不法行為に対し歯止めがかかるが、予め定められた価格（権利行使価格）で売却が可能なダウンサイド・リスクのないストック・オプションを付与しただけでは、歯止めがかかるかどうか不明で、むしろ不法行為を助長させる可能性があるという違いを明らかにすることができた。

企業の統治構造から企業価値を説明しようとするこれまでの研究は、コーポレート・ガバナンスの観点から経営者の保有株式に注目したものが多く、Jensen and Meckling (1976)、Lichtenberg and Pushner (1994)、Morck, Shleifer and Vishny (1988)、Cho (1998) は経営者の保有株式が多くなるほど経営者と株主の利害の一致が強まり企業価値にプラスの影響をもたらす点を強調している。また、Hermalin and Weisbach (1998) は、取締役会メンバーの持株数とモニタリングするインセンティブとの関連について分析し、社長の能力を取締役会が高く評価する企業ほど、モニタリング活動を実施しないことを明らかにしている。社長の影響力と取締役会の構成の関係について、Boone, Field, Karpoff and Raheja (2007) は、社長が非常に影響力を及ぼす企業では、取締役会に占める社外取締役の数は低く抑えられており、社外取締役の持株比率が高い企業ほど、社長の影響力を制限するように働くことを明らかにしている。

しかし、上記の企業業績と役員持株比率の関係の実証研究は、いずれの分析でも経営者の行動が企業のさまざまな行動や戦略に影響を与え、その影響を通じて企業のパフォーマンスが変化する点が考慮されていない。本稿では、これまで分析されてこなかったストック・オプションならびに役員持株比率と不法行為をする経営トップのインセンティブの関係、すなわち、不法行為を抑止する株主構成と経営者の私的便益が及ぼす、経営トップによる不法行為への誘引のトレード・オフ問題について分析する。具体的には、過去に不祥事経験のある企業を対象とし、不法行為を引き起こす経営者のインセンティブが、役員持株比率、ストック・オプションや経営者の在職期間と大きく関わっているかどうかを把握するため、モデルにより導かれた以下の命題を検証する。

度評価しているのか、不祥事の報道が流れた後に企業価値がどの程度毀損されたのか、市場参加者の評価に関心を持つことはないため、本稿の想定している設定に沿わない可能性がある。

2. 理論モデルの紹介

モデル1（オーナーと経営者のモデル）

ここでは、オーナー（大株主）と経営者の2者によるモデルとして、企業が不祥事を引き起こすモデルを考察する。オーナーと経営者は2人とも危険中立的な効用関数を持つとする。オーナーは経営者の行動を持株比率などによってコントロールしようとする。企業の株価は、2つの内生変数に依存すると仮定する。合法的活動（ $m > 0$ ）と不法行為（ $n > 0$ ）である。なお、ここでは、行為主体者は不法行為を承知の上で行っている（e.x. 利益供与や粉飾決算など）。この期の企業業績を $G(m+n)$ とする。ここでは、 $G(m+n)$ は m および n の増加関数であり、次を仮定する。即ち、 $G_m = G_n = G' > 0$ 、 $G_{mm} = G_{nn} = G'' < 0$ とする³。

オーナーは株価の上昇にのみ関心がある。経営者が、たとえ不法行為を行ったとしても、それにより企業業績が上昇するならば、その経営方針を容認する。オーナーは経営者の活動についてその持株比率とストック・オプション比率によって影響力を及ぼすと考え、オーナーは経営者の委任の際、その株式、そしてストック・オプションを与え、持株比率とストック・オプション比率を変化させることで、経営者の合法的活動や不法行為に影響力を及ぼすものとする。

オーナーは経営者の持株比率とストック・オプション比率を決める⁴こととし、持株比率を α ($0 \leq \alpha \leq 1$)、ストック・オプション比率を γ とする⁵。また、不法行為 n によって得られる経営者の利益すなわち私的純便益（以下、私的便益とする）を $E(n)$ とする。これは、不法行為により不当に得た経営者の利益を表し、さらに、不法行為の発覚によって受ける罰則による不効用を考慮したものとする⁶。 $E(n)$ について、次の仮定をおく。 $E_n > 0$ 、 $E_{nn} < 0$ 。つまり、私的便益は増加凹関数である。次に、経営者が活動を行なう上での費用を $C(m, n)$ とする。そして、次の仮定をおく。 $C_n, C_m > 0$ 、 $C_{nn}, C_{mm}, C_{mn} > 0$ であり、費用関数は増加凸関数であるとする。ここで、 E_n は C_n, C_m に比して大であるとする。つまり、限界私的便益は限界費用を上回るものとする。

³ 現実の問題としては、オーナーは経営者の行動を完全には把握できず、企業業績を完全に予見することは困難であり、ノイズを含んだ値として考える必要がある。その際には、そのノイズを正規分布する確率変数 ε として、 $G(m+n) + \varepsilon$ のような定式化が必要である。また、ここでは、ストックとしてではなく、フローの企業業績として $G(m+n)$ を想定している。

⁴ オーナーが経営者の持株比率を決めるとは、あらかじめそのような持株比率であるような経営者を選任することでもできる。

⁵ γ は α のように正または0であるとは限らない。報酬の一部をストック・オプションにて払う、という契約では、負と解釈することができる。

⁶ 不法行為を行うことによって、経営者は会社への罰金支払いや賞与カットなどを負う可能性がある。ここでは、このようなペナルティによる不効用を考慮に入れて、経営者の私的純便益を $E(n)$ としている。 $E(n)$ は不法行為を行うことで、不効用を上回る便益を得ると考えられる。罰則による不効用を考慮に入れて、 $E_{nn} < 0$ と仮定している。

不祥事が発生した場合、小佐野・堀 (2006) などの先行研究によって、不祥事を起こした多くの企業 (およそ 8 割) の株価がその後回復することが明らかとなっている。しかし、2 割程度の確率で回復不可能なダメージを負う。この先行研究を考慮して、不祥事の発生により、株価が回復しない確率を $P(n)$ 、そしてその場合の企業業績の毀損を τ とする。ここで、 τ は十分に大きい値とする。また、 $P(n)$ について、線形であり、 $P_n > 0$ を仮定する。つまり、不法行為 n の増加により、株価が回復しない確率が一定の割合で上昇すると仮定する。企業業績の毀損が発生した場合、我々のモデルでは、流通市場による株価の評価という形で、オーナーを含む株主は制裁を受けると考える。経営者は持株の価格の毀損という形で損失を受ける。一方、ストック・オプションとは、経営者に対して、予め定められた価格 (権利行使価格) にて会社の株式を取得することのできる権利を付与するものである。そして、譲渡制限株式である。株価が毀損した場合においては、権利行使価格によって売却が可能であり、損失を避けることができる。このダウンスайд・リスクが存在しない点が持株を増やした時との最も異なる点である。

ここでは、単純のために権利行使価格は 0 であるとし、経営者はストック・オプションを与えられたら、すぐにその権利を行使することとする。経営者は、合法的活動や不法行為を行って、自らの効用最大化を行うが、不法行為によって企業業績が回復不可能なダメージを負った場合、ストック・オプションにて取得した株は権利行使価格によりオーナーに譲渡するものとする。ここで、経営者がストック・オプションにて取得した株の価値は、権利行使価格より下落することがないと考えることができ、損失を蒙ることがないという点で、ダウンスайд・リスクが存在しないといえる。

また、オーナーから経営者に支払われる役員報酬を ω とする。 ω は企業業績によらぬ定数であるとする。このような役員報酬 ω には、退職金なども含まれるものとする⁷。

経営者の期待効用を U とすると、下の式で表される⁸。

$$(1)式: U = \alpha \{ G(m+n) - \tau P(n) \} + \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m,n) + \omega$$

なお、ここでは、不法行為 n によって、持株については $\alpha \tau P(n)$ の毀損が予想されるが、ストック・オプションの付与により取得した株については、不法行為 n による毀損 τ を免れる (事後に権利行使価格で売却可能である) ことに注意が必要である。

オーナーの期待利得を V とすると、下の式で表される。

$$(2)式: V = (1 - \alpha) \{ G(m+n) - \tau P(n) \} - \gamma (1 - P(n)) G(m+n) - \omega$$

⁷ このモデルでは、情報の非対称性がオーナーと経営者にはない。そのため、モラルハザードが生じないため、役員報酬をもらって楽をするという行動を経営者はとらない。なお、役員報酬 ω については、ここでは単純のため定数としているが、実際には大きい不祥事が発生すれば、当然ながら株主総会等で経営者は報酬の一部返上などの責任を取る必要がある。これは、 ω が減少することに他ならず、経営者の参加制約条件 $U \geq \lambda_0$ に影響を与えることになる。つまり、参加制約を厳しいものにし、経営者の辞任につながるようになる。

⁸ ここでのモデル構成は、フローで考察可能なものとなっている。つまり、 $G(m+n)$ は当期利益の前期に対する増加分を表すと解釈可能である。そのため、ストック・オプションの権利行使価格は 0 であるとする。つまり、経営者として活動する前に比べて株価が下落したとしても、企業業績の毀損の影響を受けない。

オーナーは経営者の期待効用関数を知っており、経営者が自らの期待効用を最大化する m, n を取ることを分かっている。よって、経営者の留保効用を λ_a とすると、経営者の参加制約条件は $U \geq \lambda_a$ であるから、 $\alpha \{G(m+n) - \tau P(n)\} + \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m, n) + \omega = \lambda_a$ に注意すると(2)式は以下のように書き換えられる。

$$(2)' \text{式} : V = G(m+n) - \tau P(n) - C(m, n) + E(n) - \lambda_a$$

以上により、ここでは、オーナーと、オーナーから雇用契約を提示される経営者がいるという状況を考え、モデルを使って定式化することにする。

- (a) 自然が企業業績の回復不可能な不祥事を発生させるかどうかを決める。その確率は $P(n)$ ($P_n > 0$) で表される。
- (b) オーナーが経営者に雇用契約（経営者へ譲渡する持株比率 α 、およびストック・オプション比率 γ ）を打診し、(c)へ進む。経営者に経営を委託しない場合は(e)へ進む。
- (c) 経営者はオーナーから雇用契約の提示を受けて、引き受けるかどうかを決める。経営者が契約を受け入れる場合には、持株の譲渡を受け、ストック・オプションの権利を行使して、(d)へ進む。経営者が引き受けないなら、経営者は λ_a を得て、(e)へ進む⁹。
- (d) 経営者は最適な m, n の水準を決定して経営を行い、(1)式に基づいて持株によるキャピタルゲイン、ストック・オプションによる利益、そして役員報酬を得る。

経営の結果、 $P(n)$ の確率で企業業績の回復不可能な不祥事が発生する（ $1 - P(n)$ の確率で株価は回復）。回復不可能な不祥事が発生した場合、企業業績は τ の毀損を受ける。

- (e) オーナーは経営者に経営を委託せず、留保効用は λ_p となる¹⁰。

このモデルでは、オーナーは自身の利得が大きくなれば良いと考え、自身の利得に負の影響を与えない限り、経営者が不法行為を取るのを止めさせようとは考えていない。ただし、不祥事によって株価が回復不可能となれば不利益をこうむる。

以下で、このモデルにおける経営者とオーナーの最適行動を考える。段階(d)から話を進めてゆく。経営者の利得 U は

$$(1) \text{式} : U = \alpha \{G(m+n) - \tau P(n)\} + \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m, n) + \omega$$

で表される。

U を最大化するような経営者の 1 階条件(first order condition)は、

$$(3) \text{式} : U_m = \alpha G' + \gamma (1 - P(n)) G' - C_m = 0$$

$$(4) \text{式} : U_n = \alpha \{G' - \tau P_n\} + \gamma (1 - P(n)) G' - \gamma P_n G(m+n) + E_n - C_n = 0$$

となる。

また、2 階条件(second order condition)は、

$$U_{mm} = (\alpha + \gamma (1 - P(n))) G'' - C_{mm} < 0$$

$$U_{nn} = \alpha G'' + \gamma (1 - P(n)) G'' - 2\gamma P_n G' - C_{nn} + E_{nn} < 0$$

⁹ 別の企業で働く時に得られる収入（代替的報酬）が λ_a である。

¹⁰ λ_p は相当大きい。また経営者 A の代替は数多くいることを仮定する。なぜなら、代替する数が少なければ、経営者 A が多く報酬を要求することがあるので、それを排除するため。

$$U_{nn} = \alpha G'' + \gamma(1 - P(n))G'' - \gamma P_n G' - C_{nn}$$

$$\begin{aligned} U_{mm}U_{nn} - U_{nn}^2 &= \{(\alpha + \gamma(1 - P(n)))G'' - C_{mm}\} \{(\alpha + \gamma(1 - P(n)))G'' - 2\gamma P_n G' - C_{nn} + E_{nn}\} \\ &\quad - \{(\alpha + \gamma(1 - P(n)))G'' - \gamma P_n G' - C_{nn}\}^2 \\ &= -C_{nn}^2 + C_{mm}C_{nn} - C_{mm}E_{nn} + 2\gamma C_{mm}P_n G' - 2\gamma C_{mm}P_n G' - \gamma^2 P_n^2 G'^2 \\ &\quad - \alpha C_{mm}G'' - \gamma C_{mm}G'' + \gamma P(n)C_{mm}G'' + 2\alpha C_{mm}G'' + 2\gamma C_{mm}G'' - 2\gamma P(n)C_{nn}G' - \alpha C_{nn}G'' - \gamma C_{nn}G'' \\ &\quad + \gamma P(n)C_{nn}G' + \alpha E_{nn}G'' + \gamma E_{nn}G'' - \gamma P(n)E_{nn}G'' > 0 \end{aligned}$$

となる¹¹。これより、

(5)式：

$$m_\alpha = \frac{-C_{nn}G + C_{nn}G - E_{nn}G + \gamma P_n G^2 + \tau(C_{mm}P_n - \alpha P_n G' - \gamma P_n G' + \gamma P_n^2 G + \gamma P(n)P_n G')}{-C_{nn}^2 + C_{mm}C_{nn} - C_{mm}E_{nn} + 2\gamma C_{mm}P_n G - 2\gamma C_{mm}P_n G - \gamma^2 P_n^2 G^2 - \alpha C_{mm}G' - \gamma C_{mm}G' + \gamma P(n)C_{mm}G' + 2\alpha C_{nn}G' + 2\gamma C_{nn}G' - 2\gamma P(n)C_{nn}G' - \alpha C_{nn}G' - \gamma C_{nn}G' + \gamma P(n)C_{nn}G + \alpha E_{nn}G' + \gamma E_{nn}G' - \gamma P(n)E_{nn}G'}$$

(6)式：

$$n_\alpha = \frac{C_{mm}G - C_{nn}G - \gamma P_n G^2 + \tau(-C_{mm}P_n + \alpha P_n G' + \gamma P_n G' - \gamma P(n)P_n G')}{-C_{nn}^2 + C_{mm}C_{nn} - C_{mm}E_{nn} + 2\gamma C_{mm}P_n G - 2\gamma C_{mm}P_n G - \gamma^2 P_n^2 G^2 - \alpha C_{mm}G' - \gamma C_{mm}G' + \gamma P(n)C_{mm}G' + 2\alpha C_{nn}G' + 2\gamma C_{nn}G' - 2\gamma P(n)C_{nn}G' - \alpha C_{nn}G' - \gamma C_{nn}G' + \gamma P(n)C_{nn}G + \alpha E_{nn}G' + \gamma E_{nn}G' - \gamma P(n)E_{nn}G'}$$

となる。また、

(7)式：

$$m_\gamma = \frac{(1 - P(n))C_{nn}G + (1 - P(n))C_{nn}G - (1 - P(n))E_{nn}G + \gamma P(n)G^2 + G(m + n)(C_{mm}P_n + \gamma P_n^2 G - \alpha P_n G' - \gamma(1 - P(n))P_n G')}{-C_{nn}^2 + C_{mm}C_{nn} - C_{mm}E_{nn} + 2\gamma C_{mm}P_n G - 2\gamma C_{mm}P_n G - \gamma^2 P_n^2 G^2 - \alpha C_{mm}G' - \gamma C_{mm}G' + \gamma P(n)C_{mm}G' + 2\alpha C_{nn}G' + 2\gamma C_{nn}G' - 2\gamma P(n)C_{nn}G' - \alpha C_{nn}G' - \gamma C_{nn}G' + \gamma P(n)C_{nn}G + \alpha E_{nn}G' + \gamma E_{nn}G' - \gamma P(n)E_{nn}G'}$$

(8)式：

$$n_\gamma = \frac{G(m + n)(-C_{mm}P_n + \alpha P_n G' + \gamma(1 - P(n))P_n G') + ((1 - P(n))C_{mm} - (1 - P(n))C_{nn})G + \gamma(1 - P(n))P_n G^2}{-C_{nn}^2 + C_{mm}C_{nn} - C_{mm}E_{nn} + 2\gamma C_{mm}P_n G - 2\gamma C_{mm}P_n G - \gamma^2 P_n^2 G^2 - \alpha C_{mm}G' - \gamma C_{mm}G' + \gamma P(n)C_{mm}G' + 2\alpha C_{nn}G' + 2\gamma C_{nn}G' - 2\gamma P(n)C_{nn}G' - \alpha C_{nn}G' - \gamma C_{nn}G' + \gamma P(n)C_{nn}G + \alpha E_{nn}G' + \gamma E_{nn}G' - \gamma P(n)E_{nn}G'}$$

となる。これより、 τ が十分に大であれば、 $m_\alpha > 0$ 、 $n_\alpha < 0$ であることが分かる。

つまり、経営者の持株比率を増やすほど、合法的活動 m を増加させ、不法行為 n を減らすことになる。次に、 m_γ と n_γ については、正か負かは定まらない¹²。特に n_γ が正の場合

¹¹これらの3つの second order condition は、 τ が大であることを前提とすれば、必ず成立する。したがって、経営者の最適な行動 m 、 n は内点解として定まる。

¹² m_γ は $G(m+n)$ や G^2 が十分に大であるならば、正となる。一方、 n_γ については、 $G(m+n)$ や G^2 の大小により正負の符号は全く異なることとなる。

には、経営者に付与するストック・オプション比率を増やすことにより、不法行為を増加させることとなる。経営者の持株比率を増やすことは、明らかに合法的な経営へ向かわせ、不法行為を減少させることになる一方で、ストック・オプション比率を増やすことは、場合によっては経営者を不法行為へ向かわせる可能性がある。

なお、(5)、(6)式は、経営者の持株比率が経営者の合法的活動、そして不法行為に大きく影響を与えることを示す。ここでは、経営者は自らの私的便益 $E(n)$ のみを追求して経営を行なうわけではない、通常の意味でのモラル・ハザードは発生しないことを意味している。

次に、段階(c)の経営者の参加制約について考えてみる。経営者が雇用契約を引き受けた時、経営者の利得 U が λ_a を上回ることが条件である ($U \geq \lambda_a$)。

次に、段階(2)のオーナーが経営者へ譲渡する持株比率 α 、およびストック・オプション比率 γ を決める時の最適契約は、オーナーの参加制約条件である、 $V = G(m+n) - \tau P(n) - C(m,n) + E(n) - \lambda_a \geq \lambda_p$ を満足した上で、段階(c)の経営者の参加条件である $U \geq \lambda_a$ と誘因両立制約 (incentive compatibility constraint) 条件を満たし、オーナーの期待利得を最大化する α 、および γ である。なお、最大化の前に、経営者の効用最大化の1階条件

$$(3)式: U_m = \alpha G' + \gamma(1 - P(n))G' - C_m = 0$$

$$(4)式: U_n = \alpha \{G' - \tau P_n\} + \gamma(1 - P(n))G' - \gamma P_n G(m+n) + E_n - C_n = 0$$

を考慮すると、

$$\alpha = \frac{(1 - P(n))(C_m - C_n + E_n)G' - C_m P_n G(m+n)}{(((1 - P(n))\tau - G(m+n))P_n G')}$$

$$\gamma = \frac{(C_n - C_m - E_n)G' + \tau P_n C_m}{(((1 - P(n))\tau - G(m+n))P_n G')}$$

である。

オーナーの期待効用最大化を行なうと、

$$V = G(m+n) - \tau P(n) - C(m,n) + E(n) - \lambda_a$$

から、1階条件は、次のようになる。

$$(9)式: V_\alpha = V_m m_\alpha + V_n n_\alpha = 0$$

$$(10)式: V_\gamma = V_m m_\gamma + V_n n_\gamma = 0$$

ここで、

$$(11)式: V_m = G' - C_m$$

$$(12)式: V_n = G' - \tau P_n - C_n + E_n$$

ここで、 m_α 、 n_α 、 m_γ 、 n_γ は、それぞれ(5)、(6)、(7)、(8)式によって表される。よって、

$$(13)式: (G' - C_m)m_\alpha + \{G' - \tau P_n - C_n + E_n\}n_\alpha = 0$$

$$(14)式: (G' - C_m)m_\gamma + \{G' - \tau P_n - C_n + E_n\}n_\gamma = 0$$

を満足する α^* 、 γ^* が最適な持株比率とストック・オプション比率となる。

以上のモデルより、以下のことが言える。

- (A-1) 経営者の持株比率が大になるほど、経営者は不法行為を減らし、回復不可能な企業業績の毀損が発生する可能性は小さくなる。逆に、持株比率が小になるほど、経営者は不法行為を増やし、企業業績の毀損が発生する可能性が高まる。
- (A-2) 経営者の持株比率が大になるほど、経営者は合法的活動に努力をする。逆に、持株比率が小になるほど、経営者は合法活動を減らす。
- (A-3) 経営者のストック・オプション比率を増やすからといって、企業業績の毀損が発生する可能性のある不法行為を抑え、合法的活動を増やすとは限らない。

これらより、命題 1 が導かれる。

命題 1：大株主は、経営トップによる企業業績を最大化するための不法行為については容認しており、経営トップの不法行為を抑えるインセンティブが低い（**不法行為繰り返し仮説**）。また、経営者の持株比率が高いほど不法行為は抑えられる。しかし、ストック・オプションの付与によるものでは、不法行為の抑制につながるとはいえず、逆に不法行為を助長することがある。

モデル 2（経営者と取締役のモデル）

モデル 1 では、企業不祥事の発生に関して、オーナーと経営者の 2 者によるエージェント問題として考察した。オーナーは持株比率とストック・オプション比率を用いて経営者の合法的活動、および不法行為をコントロールする。しかし、その際、企業不祥事の発生の可能性についてはオーナーも承知の上である。いわば、オーナーの管理のもとで経営者は不法行為を行っている。ここでは、オーナーの利益という観点からではあるが、経営者の不法行為について歯止めがなされている。しかし、経営者の持株比率を増減させて、その活動をコントロールするのは現実的でないこともある（たとえば、経営者の持株比率を低下させるために株を取り上げる、ということとはできない）。そこで、オーナーと経営者というエージェント問題でなく、取締役会の中で、経営者のモニタリングが行なわれている、という観点から考察してみる。企業の経営は経営者 1 人の独断ではなく、取締役会での意思決定によって行なわれることも多い。その際に、多くの持株を有する取締役は、企業業績の毀損をもたらす可能性のある不法行為について歯止めをかけようとすることが考えられる。つまり、取締役が経営者をモニタリングするというモデルである。

ここでは、経営者 A と取締役 B の 2 者によるモデルを考える。モデル 1 と同様に、経営者 A と取締役 B はいずれも危険中立的であるとする。経営者 A の持株比率を α ($0 \leq \alpha \leq 1$)、ストック・オプション比率を $\alpha \gamma$ とし、取締役 B の持株比率を β ($0 \leq \beta \leq 1$)、ストック・オプション比率を $\beta \gamma$ とする。経営者 A、取締役 B ともに、ストック・オプションの権利を付与されるとすぐにその権利を行使するとし、権利行使価格を 0 とする。モデル 1 と同じように、私的便益 $E(n)$ 、費用 $C(m, n)$ 、の関数の性質は同一とし、企業業績の毀損

する確率 $P(n)$ 、企業業績の毀損 τ 、役員報酬 ω も同一であるとする。そして、経営者 A と取締役 B の効用関数は、持株比率とストック・オプション比率を除いて同様であるとする。つまり、経営者 A の効用関数を U_A 、取締役 B の効用関数を U_B とすると、

$$(15)式: U_A = \alpha \{ G(m+n) - \tau P(n) \} + \alpha \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m, n) + \omega$$

$$(16)式: U_B = \beta \{ G(m+n) - \tau P(n) \} + \beta \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m, n) + \omega$$

とする。

次に、経営者 A と取締役 B のそれぞれの役割であるが、まず、合法的活動 m や不法行為 n を決定するのは経営者 A である。取締役 B は不法行為 n についてのみ拒否権を行使することができ、経営者の決定した不法行為 n の水準を覆し、より低いものを提示できる、とする。以上のような想定のもとで、ゲームを構成してみる。

(a') 自然が企業業績の回復不可能な不祥事を発生させるかどうかを決める。その確率は $P(n)$ ($P_n > 0$) で表される。

(b') 経営者 A が合法的活動 m と不法行為 n を取締役会に提示する。

(c') 取締役 B は経営者 A が提示した不法行為 n の水準について拒否権を行使するか、しないかを決める。拒否権を行使しない場合、(d') に進む。

拒否権を行使する場合、経営者 A の決定した n の水準より低い (n') を提示して (e') に進む。

(d') 経営者 A は自らの提示した m 、 n の水準を決定して経営を行なう。

(e') 経営者 A は自らの提示した m 、そして取締役 B の提示した n' によって経営を行なう。

まず、(c') の取締役 B の行動を考察する。(b') で経営者 A は ($\hat{m}, \hat{n}$) を提示したとする。経営者 A が決定した $\hat{m}$ に関しては、取締役 B は容認するしかない。よって、 $\hat{n}$ について考察する。取締役 B の効用関数は、

$$U_B = \beta \{ G(m+n) - \tau P(n) \} + \beta \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m, n) + \omega$$

であるから、 n について偏微分すると、

$$U_{Bn} = \beta \{ (1 + \gamma (1 - P(n))) G' - \gamma P_n G(m+n) - \tau P_n \} + E_n - C_n \text{ となる。}$$

$\beta \{ (1 + \gamma (1 - P(\hat{n}))) G'(\hat{m} + \hat{n}) \} - \gamma P_n G(\hat{m} + \hat{n}) - \tau P_n(\hat{n}) \} + E_n(\hat{n}) - C_n(\hat{m}, \hat{n})$ について、この値が正または 0 ならば、取締役 B は拒否権を行使しない。 $\hat{n}$ の水準より引き下げるにより効用が減少するからである。一方、負ならば行使して $\hat{n}$ の水準より引き下げる。そして、その場合には、 $\beta \{ (1 + \gamma (1 - P(n'))) G'(\hat{m} + n') - \gamma P_n G(\hat{m} + n') - \tau P_n(n') \} + E_n(n') - C_n(\hat{m}, n') = 0$ となる $n' < \hat{n}$ を提示する。

次に、(b') の経営者 A の行動を考察する。経営者 A の効用関数は、

$$U_A = \alpha \{ G(m+n) - \tau P(n) \} + \alpha \gamma (1 - P(n)) G(m+n) + E(n) - C(m, n) + \omega$$

であるから、そのまま効用最大化を行なえば、1 階条件から、

$$(17)式: U_{Am} = \alpha (1 + \gamma (1 - P(n))) G'(\hat{m} + \hat{n}) - C_m(\hat{m}, \hat{n}) = 0$$

$$(18)式: U_{An} = \alpha \{ (1 + \gamma (1 - P(n))) G'(\hat{m} + \hat{n}) - \gamma P_n G(m+n) - \tau P_n(\hat{n}) \} + E_n(\hat{n}) - C_n(\hat{m}, \hat{n}) = 0$$

となる。

このような $(\hat{m}, \hat{n})$ を提示すれば、取締役 B の効用について、 $E_n(\hat{n}) > C_n(\hat{m}, \hat{n})$ という仮定、そして、 $\alpha \{(1 + \gamma(1 - P(n)))G'(\hat{m} + \hat{n}) - \gamma P_n G(\hat{m} + \hat{n}) - \tau P_n(\hat{n})\} + E_n(\hat{n}) - C_n(\hat{m}, \hat{n}) = 0$ により、 $\beta \{(1 + \gamma(1 - P(n)))G'(\hat{m} + \hat{n}) - \gamma P_n G(\hat{m} + \hat{n}) - \tau P_n(\hat{n})\} + E_n(\hat{n}) - C_n(\hat{m}, \hat{n}) > 0$ であることと、 $\alpha > \beta$ であることは同値である。つまり、 $\alpha > \beta$ ならば、 $U_{Bn}(\hat{m}, \hat{n}) > 0$ であり、取締役 B は拒否権を行使しない。また、このような $(\hat{m}, \hat{n})$ に対して、 $U_{Bn}(\hat{m}, \hat{n}) > 0$ となるのは、 $\alpha > \beta$ の場合に限られる。以上より、 $\alpha > \beta$ の場合に限り、経営者 A はこの $(\hat{m}, \hat{n})$ を提示するのが最適である。

また、明らかに、 $\alpha = \beta$ の場合も取締役 B は拒否権を行使しないので、経営者 A はこの $(\hat{m}, \hat{n})$ を提示するのが最適である。

次に、 $\beta > \alpha$ の場合について、経営者 A が(17)式および(18)式を満たす $(\hat{m}', \hat{n}')$ を提示すれば、取締役 B が拒否権を行使する。拒否権を行使されないために、経営者 A は、

$$(17)' \text{式: } \alpha(1 + \gamma(1 - P(n'))G'(\hat{m}' + n') - C_m(\hat{m}', n') = 0$$

$$(18)' \text{式: } \beta \{(1 + \gamma(1 - P(n'))G'(\hat{m}' + n') - \gamma P_n G(\hat{m}' + n') - \tau P_n(n')\} + E_n(n') - C_n(\hat{m}', n') = 0$$

となる $(\hat{m}', \hat{n}')$ 、ただし $n' < \hat{n}$ 、を提示しなければならない。この $\hat{m}'$ については、 $n' < \hat{n}$ より、(17)'式左辺が n の減少関数であることを考慮すれば、 $\hat{m}' > \hat{m}$ となっている。

つまり、取締役 B の持株比率が経営者 A より高く、拒否権を使う場合、 $\hat{m}' > \hat{m}$ かつ、 $n' < \hat{n}$ となり、経営者 A の独自の判断による $(\hat{m}, \hat{n})$ より、合法的活動を増やし $(\hat{m}')$ 、不法行為を減らす (n') ことがわかる。

以上より、取締役会内に持株比率の高い者がいる場合には、経営者の不法行為を抑制する効果が期待される。一方、取締役会に経営者の持株比率を上回る者がいなければ、経営者の不法行為を抑えられない。

以上をまとめると、

(A-4) 取締役 B の持株比率が経営者 A のそれを上回らないならば、経営者 A は自らの判断により m, n を決定する。経営者の不法行為を抑制することはできない。

(A-5) 取締役 B の持株比率が経営者 A のそれを上回るならば、経営者 A は不法行為を抑制する。また、経営者 A はさらに多くの合法的活動をする。

これらより、命題 2 が導かれる。

命題 2：取締役の持株比率の高い企業では、取締役会には経営トップを有効にモニタリングするインセンティブが働くので、不法行為をとるのを抑止する。さらに、合法的活動に努力する。

最後に、 τ は十分大なる定数としてきたが、 τ の変化による m 、 n の変化を見てみると、

$$m_{\tau} = \frac{-\alpha^2 P_n G'' - \alpha \gamma P_n (1 - P(n)) G'' + \alpha \gamma P_n^2 G' + \alpha P_n C_{mn}}{-C_{mn}^2 + C_{mn} C_{nn} - C_{nn} E_{nn} + 2\gamma C_{mn} P_n G' - 2\gamma C_{nn} P_n G' - \gamma^2 P_n^2 G^2 - \alpha C_{mn} G' - \gamma C_{nn} G' + \gamma P(n) C_{mn} G' + 2\alpha C_{mn} G' + 2\gamma C_{nn} G' - 2\gamma P(n) C_{mn} G' - \alpha C_{nn} G' - \gamma C_{nn} G' + \gamma P(n) C_{nn} G' + \alpha E_{nn} G' + \gamma E_{nn} G' - \gamma P(n) E_{nn} G'}$$

$$n_{\tau} = \frac{\alpha^2 P_n G'' + \alpha \gamma (1 - P(n)) P_n G' - \alpha P_n C_{mn}}{-C_{mn}^2 + C_{mn} C_{nn} - C_{nn} E_{nn} + 2\gamma C_{mn} P_n G' - 2\gamma C_{nn} P_n G' - \gamma^2 P_n^2 G^2 - \alpha C_{mn} G' - \gamma C_{nn} G' + \gamma P(n) C_{mn} G' + 2\alpha C_{mn} G' + 2\gamma C_{nn} G' - 2\gamma P(n) C_{mn} G' - \alpha C_{nn} G' - \gamma C_{nn} G' + \gamma P(n) C_{nn} G' + \alpha E_{nn} G' + \gamma E_{nn} G' - \gamma P(n) E_{nn} G'}$$

であるから、 n_{τ} は負、 m_{τ} は正である。つまり、不祥事による企業業績の毀損の程度が大きいほど不法行為を行なわないことが分かる。

このことを踏まえて、表 1-1 を見ると、不祥事発覚時の超過株価収益率(τ)と累積不祥事の件数(n)に着目すると、平均値を見る限り、一度だけ不祥事をした企業の株価下落率(τ)に比べ、過去に複数回不祥事を行なっている企業の株価下落率はそれほど大きくなく、超過株価収益率と累積不祥事の件数は、負の相関が見られる。株価の下落率が大きいと想定される場合、経営者としては大きいリスクを抱えることになり、不法行為を抑えるような慎重な経営を行なわざるを得ない。したがって、不祥事が発覚した時の株価下落率が多い場合、経営者は不法行為を抑えるインセンティブを持つことが伺える。以上の点から、モデルのまとめ(A-1)から(A-5)及びそれに基づいた命題が実際のデータからも正当化されている可能性が高いと言える。

表 1-1 不祥事発覚時の超過株価収益率(株価下落率(τ))%

	標本数	平均値	標準偏差	最小値	最大値	$\mu - \sigma$	$\mu + \sigma$
不祥事 1 回の場合	205	-2.213	5.291	-31.30	20.09	-7.504	3.078
不祥事 2 回の場合	55	-1.405	3.082	-15.62	5.76	-4.487	1.677
不祥事 3 回以上の場合	37	-0.739	2.299	-6.43	3.19	-3.038	1.561

3. サンプルと分析方法

サンプルの抽出

ここでは、企業あるいはその社員が不祥事を起こしたケースをサンプルとし、1990 年度から 2005 年度までの企業の財務データおよび株価を用いて分析を行なう¹³。その際、新聞報道が行われた日時より以前の直近の財務データを用い、次のプロセスで不祥事企業を抽出した。

¹³ 株価が回復するのに最大要した日数は 1109 日であるため、本稿では 2008 年 12 月までの株価を利用し、2005 年 12 月 30 日から最低でも 3 年遡ることになる。

表 1-2

	①：特許・特許侵害	②：侵害製品の瑕疵・リコール請求 etc	③：株主代表訴訟・利益相反問題 etc	④：独占禁止法・談合 etc	⑤：水増し請求・労基法違反 etc	⑥：工場・事業所の火災
1990	0	1	0	0	0	1
1991	1	4	1	0	0	1
1992	2	2	4	0	2	0
1993	0	1	2	2	0	0
1994	0	1	2	2	0	1
1995	0	3	3	0	0	3
1996	0	0	0	2	0	0
1997	0	1	5	0	1	0
1998	1	1	6	0	0	1
1999	0	0	3	1	3	0
2000	1	2	1	0	0	1
2001	3	7	2	0	1	2
2002	4	5	3	6	2	1
2003	5	5	6	7	1	3
2004	3	19	1	4	9	7
2005	2	17	2	2	5	5
2006	0	8	0	25	1	3
合計	22	77	41	51	25	29

	⑦：虚偽報告・偽装表示・詐欺	⑧：環境問題	⑨：その他	合計
1990	0	1	0	3
1991	0	0	1	8
1992	1	0	0	11
1993	0	0	0	5
1994	0	0	1	7
1995	0	0	0	9
1996	1	0	0	3
1997	1	0	1	9
1998	0	0	1	10
1999	0	4	1	12
2000	0	1	0	6
2001	1	1	0	17
2002	1	4	1	27
2003	7	0	0	34
2004	5	1	0	49
2005	4	2	0	39
2006	2	9	0	48
合計	23	23	6	297

具体的には、日経テレコン 21 の新聞記事を検索することで、東京証券取引所に上場しており、株主に関するデータを得ることができる企業の中から、企業不祥事に該当するサンプルを抽出した（370 社）¹⁴。その際、不祥事を起こした時期に上場していない企業は除外している¹⁵。また、財務データの整合性を維持するため、本稿の独立変数として採用している株主構成を表す十大株主持株比率、役員持株比率が入手できない銀行、証券会社、

¹⁴ たとえば、2003 年の社団法人日本監査役協会の「企業不祥事防止と監査役の役割」は、企業不祥事を以下の 5 つの類型で分類している。(1)経営トップの関与するケース、(2)特定分野・特殊分野（聖域を含む）で起きるケース、(3)企業文化、風土に根ざすケース、(4)個人犯罪、(5)世の中で適法・社会的にも許されるとして行為をしたところが、その後不祥事化するケースである。本稿では、組織型不祥事を扱っているモデルとの整合性を考え、従業員が個人の利益のために法を犯した(4)のケースについては、分析の対象から外した。

¹⁵ たとえば、2002 年 11 月 21 日に不祥事（株主代表訴訟）報道が流れた三越は、2003 年 9 月 1 日から株式を公開しているため、分析の対象から外している。

保険会社は研究の対象から除くことにした。その結果、約 300 社を不祥事企業として抽出した。表 1-2 は不祥事の件数を事件の種類ごとに年次ごとに表したものである。

また、株価データについては東洋経済新報社の「株価 CD-ROM」を、財務データとして東洋経済新報社の「財務 CD-ROM」を用いた。なお、財務データについては、単独ベースの値を用いている。また、一部データの補足あるいは確認のため eol 社の DB Tower Service を用いている。以下、不祥事の発生に関連する変数をまとめ、大株主と経営者の株式保有の影響、債権者と取締役会構造の影響、企業業績の影響に分け、本稿における説明変数の特徴とその位置付けを試みる。

もっとも、不祥事企業だけを標本として扱うことについて、推計における問題点の一つに、標本選択のバイアスが生じる可能性がある。そこで、このバイアスを回避するため、本稿では、対象企業に含まれる個別サンプルの全ての変数、属性に近い対照企業を選ぶという方法によってマッチングを行なう。これは、不祥事を起こした企業群（サンプル企業）とマッチングする不祥事を起こしていない企業群（比較対象企業）を選択する際、不祥事を起こした企業と同じ産業分類に属し、規模や業績が同じくらいの不祥事を起こしていない企業を選定するものである。具体的には、業種は日経 NEEDS に記載された 36 業種分類を用いたが、同業種の企業が存在しない場合、Krishnaswami and Subramaniam (1999) を参考に、製造業、サービス業で大別し、総資産額が最も近い企業をサンプル企業と同数の企業を抽出した。そして、これらの企業と実際に不祥事を起こした企業との変数の差異をみるため、Rosenbaum and Rubin (1985) の平均値の差の検定を実施した。

表 2-2(c)は、サンプル企業及び比較対象企業（297 社）の各変数の値を示している。各変数の平均値について、サンプル企業及び比較対象企業間で差があるのか否かについて比較した場合、サンプル企業は、研究開発費、社内役員持株比率(%)が低く、ストック・オプションダミーと社外取締役の比率(%)が高い傾向にあり、統計的にも有意に差があることが分かる。この結果より、理論モデルで説明しているように、不祥事を抑制するためには、社内取締役の持株比率を高める政策を取ることが有効であることが予想される。また、不祥事を起こした回数が一度の企業（205 社）と不祥事を起こしていない企業とを比較した場合、各変数について平均値の差の検定を行った結果、研究開発費、社外取締役比率以外の項目は、ほとんど有意な差が得られなかった。このことから、不祥事を一度しか行っていない企業は、不祥事を起こしていない企業と属性が似ており、不祥事を行なった企業のみを対象とした実証分析を行なっても、バイアスの問題がそれほど大きくないことが予想される。そこで以下では、不祥事を起こした企業に標本を限定し考察を進めてゆく。

表 2-1 と表 2-2 は、本稿で扱った不祥事企業に関する記述統計量を表している。特に、表 2-2 は不祥事を起こした回数を基準に、(a)不祥事を起こした回数が一度の企業、(b)過去に複数回不祥事を起こしている企業を比較し、平均値の差の検定をした結果を記載し、その結果を交え、各変数の特徴について以下述べてゆく。

表 2-1

	標本数	平均値	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	標準偏差	最小値	最大値	$\mu - \sigma$	$\mu + \sigma$
不祥事累積数	297	1.562	1.409	1.948	1.146	1.569	1.440	1.552	1.826	1.174	1.000	1.105	1	8	0.458	2.667
役員賞与(百万円)	297	73.202	72.773	125.870	51.902	45.137	63.640	53.759	52.304	52.739	75.333	112.568	0	648	-39.366	185.770
役員報酬(百万円)	297	292.990	332.955	235.857	349.049	367.177	210.600	273.621	235.783	287.478	543.333	293.491	0	1747	-0.501	586.481
赤字ダミー	297	0.081	0.136	0.065	0.098	0.118	0.040	0.103	0.087	0.000	0.000	0.273	0	1	-0.192	0.354
研究開発費	297	0.010	0.012	0.018	0.011	0.004	0.008	0.003	0.009	0.005	0.013	0.016	0	0.177	-0.006	0.026
株価下落率(%)	297	-1.879	-0.631	-0.827	-4.632	-1.610	-1.590	-1.035	-3.373	-0.745	-7.346	4.685	-31.3	20.088	-6.565	2.806
(その内株価が回復しない場合)	50	-3.768	-2.527	-3.435	-7.609	-2.529	-0.033	-3.327	-6.899	-0.923	0.000	5.048	-28.908	-0.033	-8.815	1.280
(その内株価が回復する場合)	219	-3.216	-2.733	-2.002	-5.853	-2.195	-2.328	-2.406	-5.902	-2.009	-9.149	4.488	-31.3	-0.003	-7.705	1.272
社長在職期間	297	5.667	6.591	7.117	3.805	4.647	6.120	4.448	4.522	6.652	9.667	5.954	1	42	-0.287	11.620
社長の年齢	297	61.835	63.818	61.377	61.854	62.529	59.440	61.552	61.043	61.652	69.500	7.422	36	89	54.413	69.257
社外取締役の比率(%)	297	17.496	13.778	21.042	11.194	17.057	22.103	15.342	22.364	17.202	6.070	13.839	0	66.667	3.657	31.334
負債比率(%)	297	295.637	207.888	160.709	427.610	344.610	284.322	349.667	497.410	229.897	295.397	511.779	0	4955.6	-216.142	807.415
十大株主持株比率(%)	297	41.764	42.344	42.811	42.899	37.021	46.588	43.349	41.698	39.837	38.644	14.129	13.820	98.8	27.635	55.893
社内役員持株比率(%)	297	1.827	0.822	1.339	3.582	1.593	4.468	1.884	0.352	0.612	0.807	6.000	0	51.23	-4.172	7.827
社外役員持株比率(%)	297	0.001	0.005	0.000	0.000	0.000	0.008	0.000	0.003	0.001	0.000	0.014	0	0.204	-0.012	0.015
金融機関持株比率(%)	297	36.267	40.838	35.692	34.872	38.849	31.953	34.983	33.097	39.258	39.344	15.361	0.344	66.990	20.907	51.628
設立年数	297	60.212	66.545	59.039	57.366	68.961	47.200	54.586	53.696	73.391	53.000	21.974	3	125	38.238	82.187
フリー・キャッシュフロー比率	297	0.015	0.020	0.008	0.020	-0.011	0.020	0.019	0.103	0.013	-0.098	0.209	-0.756	3.215	-0.194	0.224
ストック・オプションダミー	297	0.259	0.409	0.364	0.146	0.098	0.400	0.345	0.174	0.217	0.000	0.439	0	1	-0.180	0.698
従業員の平均年齢	295	39.332	38.473	38.988	38.344	41.514	37.720	39.482	39.239	40.304	37.667	3.327	27.1	48.2	36.005	42.659

(注) 不祥事の種別を以下のように分類して、平均値を表示。

- | | |
|---------------------|--------------------|
| ① 特許・特許侵害 | ② 製品の瑕疵・リコール請求 etc |
| ③ 株主代表訴訟・利益相反問題 etc | ④ 独占禁止法・談合 etc |
| ⑤ 水増し請求・労基法違反 etc | ⑥ 工場・事業所の火災 |
| ⑦ 虚偽報告・偽装表示・詐欺 | ⑧ 環境問題 |
| ⑨ その他 | |

表 2-2

	標本数	平均値	標準偏差	最小値	最大値	標本数	平均値	標準偏差	最小値	最大値	T 値
	(a) 不祥事の累積数=1					(b) 不祥事の累積数≥2					
役員賞与(百万円)	205	57.088	82.546	0	552	92	109.109	155.092	0	648	-3.764
役員報酬(百万円)	205	301.473	285.550	0	1747	92	274.087	311.238	0	1409	0.743
赤字ダミー	205	0.073	0.261	0	1	92	0.098	0.299	0	1	-0.719
研究開発費	205	0.010	0.017	0	0.177	92	0.011	0.013	0	0.058	-0.599
株価下落率(%)	205	-2.213	5.291	-31.3	20.088	92	-1.137	2.799	-15.617	5.764	-1.837
社長在職期間	205	5.834	6.697	1	42	92	5.293	3.816	1	22	0.723
社長の年齢	205	61.693	8.140	36	89	92	62.152	5.525	40	78	-0.493
社外取締役の比率(%)	205	16.039	13.655	0	66.667	92	20.740	13.766	2.941	66.667	-2.736
負債比率(%)	205	286.354	462.482	0	3690.88	92	316.321	609.783	25.85	4955.6	-0.466
十大株主持株比率(%)	205	42.441	13.904	14.7091	88.570	92	40.255	14.583	13.820	98.8	1.234
社内役員持株比率(%)	205	2.253	6.751	0	51.23	92	0.878	3.686	0	31.6466	1.833
社外役員持株比率(%)	205	0.002	0.017	0	0.204	92	0.000	0.001	0	0.006	0.977
金融機関持株比率(%)	205	35.742	15.716	0.34375	66.990	92	37.439	14.552	1.1	61.976	-0.880
設立年数	205	58.805	22.343	3	125	92	63.348	20.910	14	117	-1.652
フリー・キャッシュフロー比率	205	0.021	0.243	-0.7556	3.215	92	0.001	0.093	-0.470	0.190	0.786
ストック・オプションダミー	205	0.180	0.386	0	1	92	0.435	0.498	0	1	-4.784
従業員の平均年齢	203	39.011	3.686	27.1	48.2	92	40.039	2.205	34.8	48.2	-2.481

	標本数	平均値	標準偏差	最小値	最大値	t 値(不祥事企業全体と比較)	t 値(不祥事一回(a)と比較)
	(c) 不祥事をしていない企業						
役員賞与(百万円)	297	60.084	77.025	0	350	1.657	0.411
役員報酬(百万円)	297	316.549	310.524	0	2115	0.950	0.561
赤字ダミー	297	0.081	0.273	0	1	0.000	0.316
研究開発費	297	0.017	0.030	0	0.212	3.641 ***	3.579 ***
社長在職期間	297	5.640	6.308	2	48	-0.054	-0.327
社長の年齢	297	61.498	5.936	39	78	-0.611	-0.292
社外取締役の比率(%)	297	14.440	10.933	0	60	-2.986 ***	-1.396
負債比率(%)	297	270.057	306.480	0.190	3581.850	-0.739	-0.442
十大株主持株比率(%)	297	42.654	13.232	3.847	91.725	0.792	0.171
社内役員持株比率(%)	297	2.790	7.228	0	66.119	1.766 *	0.850
社外役員持株比率(%)	297	0.019	0.102	0	1.089	2.866 ***	2.751 ***
金融機関持株比率(%)	297	36.569	13.865	2.265	67.238	0.252	0.608
設立年数	297	59.226	19.336	1	110	-0.581	0.219
フリー・キャッシュフロー比率	297	0.027	0.062	-0.217	0.358	0.918	0.300
ストック・オプションダミー	297	0.182	0.386	0	1	-2.282 ***	0.038
従業員の平均年齢	297	38.959	3.251	28.7	46.5	-1.377	-0.161

まず、大株主の株式保有構造と債権者構造に着目すると、金融機関持株比率〔金融機関持株数÷発行済株式総数〕、十大株主持株比率〔十大株主持株数÷発行済株式総数〕はほとんど差がないことがわかる¹⁶。たとえば、(a)の平均値はそれぞれ 35.74%、42.44%に対し、(b)の平均値は 37.44%、40.25%となっている。負債比率〔負債総額÷総資産〕についても、両者の間には統計的に有意な差を得ることができなかった。

一方、取締役会の構造に着目すると、取締役会に占める社外取締役の比率〔社外取締役人数÷取締役会総人数〕は、(a)の 16%と比べ(b)は 20.7%と大きく、不祥事を複数回起こしている企業ほど、取締役会に占める社内取締役の割合が少ない傾向にある。過去に不祥事を数多く起こしている企業ほど、社外取締役により経営トップの不正をチェックする機能が期待されているはずが、不祥事が起こらないようにモニタリングする機能が働いていない。社外取締役は企業内部の情報に疎く、また社外取締役の任命権が経営トップにあるため、経営トップに諫言することは難しいことから、取締役会に社内取締役の数が少なくなるほど、経営トップは不法行為をとるインセンティブを十分に持つことが伺える。

また、経営者株式保有に着目すると、社内役員持株比率〔(役員持株数－社外役員持株数)÷発行済株式総数〕について平均値の検定をした結果、(a)の 2.25%と比べ(b)は 0.88%と非常に小さく、両者には統計的に有意な差がみられる。特に注目すべきは、ストック・オプションダミー〔ストック・オプション制度を導入している企業の場合は 1、そうでなければ 0〕は、(a)の 0.18 と比べ(b)は 0.50 と非常に大きく、両者には統計的に有意な差がみられることである。ストック・オプションなどの業績連動型報酬を導入している企業ほど、不祥事を過去に何度も行っており、株価下落による企業業績の損失を経営者自身が負わなくて済むため、不法行為を慎まない行動をとるといった特徴が現れている可能性がある。

さらに、社長在職期間および社長の年齢の平均値は(a)はそれぞれ 5.83 年、61.69 才、(b)は 5.29 年、62.15 才である。Shleifer and Vishny (1989) が指摘したのと違う結果、つまり、社長在職期間が長期になることから派生するエントレンチメント・コストが原因で不祥事が起こっていないことを示唆する。フリー・キャッシュフロー比率〔(税引き前当期純利益＋減価償却費)÷総資産〕、設立年度についても両者には統計的に有意な差がみられていない。

次に、企業業績に着目すると、不祥事の報道が流れた直後、株価下落率については(a)は-2.21%、(b)は-1.14%と共に 0 から乖離した大きい値が得られており、不祥事を起こした企業に対する世間の反応は厳しく、社会的信用失墜というペナルティが大きく科せられていることを伺わせる¹⁷。また、両者には統計的に有意な差が見られ、一度不祥事を起こして以降、暫くは不祥事を起こしていない企業は、株価の下落幅が大きいことが原因となり、経営者に再度不法行為をするインセンティブを抑止させる効果を十分に持たせている。

¹⁶ 90 年代は名義と実際持っている人は一致している可能性が高いが、2000 年以降は信託とかトラストという形で、複数の人が共同で保有しているため、名義と実際保有している人が異なるケースがある。そのため、大株主の中で信託とかトラストについては除くことにした。

¹⁷ Karpoff and Lott(1993)は、将来における不法行為からの収益が減少することを株価が織り込んでいることによって下落することを指摘しており、超過収益率の多くの部分は企業の信用の失墜効果によって説明されると述べている。

一方、役員賞与については平均値の検定をした結果、賞与が大きい企業ほど不祥事を複数回起こしている相関関係が見られるが、定期給与に相当する役員報酬は、平均値だけを見る限り、不祥事の数とはマイナスの関係が見られない。これは、社外取締役はトップ経営者により選任されているため、不祥事を加味した役員報酬の支払いを行っておらず、給与委員会として期待されている役割を社外取締役が果たしていないことを示唆する。

それ以外の、企業の業績を表す2期連続赤字ダミー〔当期純利益が少なくとも2期連続マイナスであれば1、そうでなければ0〕、研究開発費〔(広告宣伝費+R&D)÷売上高〕などについては、両者の間には統計的に有意な差を得ることができなかった。以上の基本統計量から、不祥事を繰り返す企業は、業績が芳しくない体質という理由ゆえ、経営者は不法行為を何度も繰り返すわけではない。経営者が不法行為を取るかどうかの問題は、株式所有構造及び経営者がどれだけ私的便益を手にするに依存していることがわかる。

また、不祥事の事件の種類ごとに各変数の特徴について記載している表2-1をみると、平均値からの乖離を調べた結果、その他に分類された株価下落率(超過株価収益率)、社長の年齢以外の変数はすべて標準偏差内に収まっており、事件の種類を詳細に分類して吟味する必要性はない。さらに、株価が回復したか否かで不祥事発覚時の株価下落率を比較したところ、株価下落率がマイナスに大きく出ている企業ほど、株価回復具合が遅れているとみることができる。図1-1は企業が不祥事を起こした回数を表したものである。ここで明らかなことは、約3分の1の企業は発覚後も不祥事を起こしていることである。分布をみると、企業の不祥事累積数の平均値は1.56で、不祥事企業を起こしたことのある多くの企業は、「仏の顔も3度まで」という諺を守っているものの、不祥事が表面化した後に二度と不法行為をしていないわけではない。将来また不祥事を起こす可能性が高いとみなされると考えている企業にとって、不法行為だとわかっているにもかかわらず企業業績をあげたいのかを診断する上で格好の材料になっていることは特筆すべきことである。

図1-1 不祥事を起こした回数の累積値

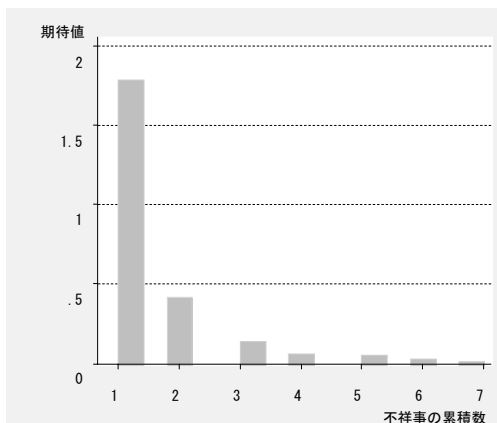
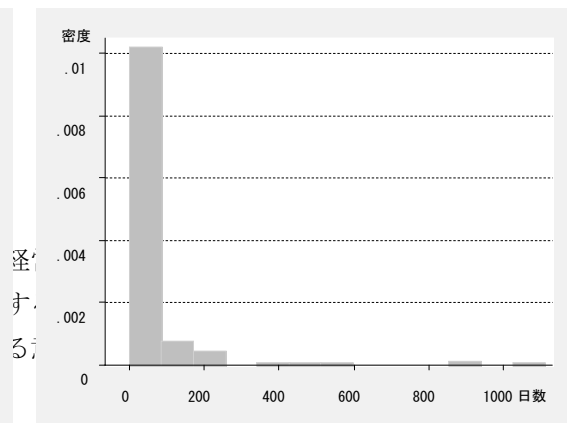


図1-2 不祥事以前の水準に戻るまでの回復日数



4. 分析方法

ここでは、上述の命題検証を行なうため、1990年度から2005年度までに不祥事の報道が流れた企業を標本として分析を行なう。先ほどの、不祥事を起こした回数の累積値を表した図1-1をみると、標本の頻度は1周辺に集中し、右に裾を引いたような形状が見られる。そこで、カウントデータモデルとして適用する場合に代表的なポアソン回帰モデル及び負の2項分布モデルを用いる¹⁸。これは、理論モデルの中で紹介した n に相当する。これを説明するため、企業のパフォーマンスに影響を与えるであろうと考えられる前節で考察した独立変数で説明を試みる。その際、独立変数は従属変数が決算時点の直前であれば、決算時と同年の数値を用いるが、決算が行われた後に不祥事の報道が流れたものについては、翌年の決算時の数値を用いている。

「不祥事を起こした回数の累積値」を従属変数とし、企業の業績を表す2期連続赤字ダミー、役員賞与、役員報酬、社長在職期間、十大持株比率、社内役員持株比率などを独立変数とする分析を行なう。以下はポアソン回帰モデルによる回帰分析の結果を示している¹⁹。表3-1の(a)式は株主構成の持株比率、負債比率、社長の年齢、企業の業績、取締役会に占める社外取締役の比率、ストック・オプションダミーが説明変数であるのに対し、(b)式と(c)式と(d)式は、さらに役員賞与、役員報酬、社長の在職期間、研究開発費、不祥事報道時点における株価下落率、企業設立後の年数、従業員の平均年齢、フリー・キャッシュフロー比率等を説明変数に加味した分析を行っている。この分析では、最尤法による推定を行っていることから、その推定量の有意性の検定にはWald統計量を用いた。

推定結果をみると、ほとんどの分析において、社内取締役の持株比率が不祥事を起こした回数に与える影響は、大株主など他の株式所有構造を表す変数と異なっている。たとえば、(b)式についてみてゆくと、社内役員持株比率の係数は負で有意であり、社内取締役の持株比率の大きい企業ほど不法行為発生確率は低いことが推定結果からいえる。これは、不祥事の有無を被説明変数としてロジットモデルで推定した Alexander and Cohen (1999) の結果を裏付ける結果である。表3-2の限界効果で評価すると、社内役員持株比率に関しては-0.027（社内取締役の持株比率1%の上昇によって不法行為発生確率が約3%減少すること）になり、持株比率が多い企業は、不法行為を抑止する効果があることがわかる。一方、社外役員持株比率は、係数は負の値が出ているが、統計的に有意な値は得られていない。

ただし、社外取締役が経営トップと結託しないように、善良な管理者としての注意を引

¹⁸ 時間内に起こった回数を数え上げることでその発生頻度を調べ、分布関数を特定化し、それに基づいて回帰分析することをカウントデータ分析と呼んでいる。とりわけ、ポアソン分布が当てはまるような事象はポアソン分布で表すことが多い。

¹⁹ ポアソン回帰モデルと2項分布モデルの間の選択（分散過大テスト（over dispersion test））に関して表3-1に記載しているように尤度比検定の結果、 $\alpha=0$ が棄却されず、ポアソン回帰モデルが採択されたため、紙面上ポアソン回帰モデルの結果のみ記載している。

き出すためには、自社株の保有をさせるといった報酬体系を提示し、社外取締役の持株比率が高まれば、経営トップの違法行為への差し止めが有効に機能するのかもしれない。このようにポアソン回帰モデルの推定結果から、取締役会の持株比率は不祥事の累積件数に対しマイナスの影響を及ぼしている。

表 3-1

(被)累積不祥事件数	(a)			(b)			(c)			(d)		
	Coef.	Std.Err.	P> z	Coef.	Std.Err.	P> z	Coef.	Std.Err.	P> z	Coef.	Std.Err.	P> z
役員賞与(百万円)				0.001	0.000	0.001	0.001	0.000	0.000			
役員報酬(百万円)				0.000	0.000	0.666	0.000	0.000	0.611			
赤字ダミー	0.003	0.174	0.984	0.039	0.177	0.825	0.044	0.176	0.801	-0.034	0.180	0.849
研究開発費				0.477	2.947	0.872	0.321	2.905	0.912	0.836	2.928	0.775
株価下落率(%)				0.001	0.011	0.9	0.003	0.011	0.780			
社長在職期間							-0.004	0.009	0.624			
社長の年齢	0.008	0.007	0.265	0.005	0.007	0.534				0.008	0.007	0.264
社外取締役の比率(%)	0.010	0.004	0.008	0.012	0.004	0.001	0.012	0.004	0.002	0.010	0.004	0.007
負債比率(%)	0.000	0.000	0.495	0.000	0.000	0.217	0.000	0.000	0.218	0.000	0.000	0.537
十大株主持株比率(%)	0.001	0.004	0.886	0.000	0.004	0.902	0.001	0.004	0.896	0.000	0.004	0.956
社内役員持株比率(%)	-0.020	0.010	0.050	-0.018	0.011	0.088	-0.018	0.010	0.087	-0.018	0.011	0.095
社外役員持株比率(%)				-3.268	4.315	0.449	-3.321	4.311	0.441			
金融機関持株比率(%)	0.003	0.004	0.391	0.001	0.004	0.75	0.002	0.004	0.706	0.004	0.004	0.296
設立後の年数				0.000	0.003	0.973	0.000	0.003	0.960	-0.001	0.003	0.824
フリー・キャッシュフロー比率										-0.353	0.313	0.259
ストック・オプションダミー	0.472	0.106	0.000	0.359	0.116	0.002	0.347	0.113	0.002	0.466	0.108	0.000
従業員の平均年齢										0.005	0.018	0.762
定数項	-0.504	0.528	0.340	-0.376	0.578	0.515	-0.082	0.349	0.814	-0.718	0.867	0.408
標本数	297			297			297			295		
F 値	40.11			51.52			51.38			41.7		
修正済決定係数	0.048			0.061			0.061			0.050		
LRtest of $\alpha=0$	chibar2(01)=0.00			chibar2(01)=0.00			chibar2(01)=0.00			chibar2(01)=0.00		
	Prob>=chibar2=1.000			Prob>=chibar2=1.000			Prob>=chibar2=1.000			Prob>=chibar2=1.000		
対数尤度	-400.32			-394.618			-394.689			-397.29		

(注) 年次ダミー、産業ダミーの結果は省略

表 3-2

(被)累積不祥事件数	(a)			(b)			(c)			(d)		
	dy/dx	Std.Err.	P> z	dy/dx	Std.Err.	P> z	dy/dx	Std.Err.	P> z	dy/dx	Std.Err.	P> z
役員賞与(百万円)				0.002	0.001	0.000	0.002	0.001	0.001			
役員報酬(百万円)				0.000	0.000	0.611	0.000	0.000	0.666			
赤字ダミー	0.005	0.261	0.984	0.067	0.272	0.804	0.059	0.271	0.828	-0.051	0.262	0.846
研究開発費				0.477	4.317	0.912	0.708	4.377	0.872	1.254	4.393	0.775
株価下落率(%)				0.005	0.016	0.780	0.002	0.017	0.900			
社長在職期間				-0.007	0.013	0.624						
社長の年齢	0.012	0.011	0.264				0.007	0.011	0.534	0.012	0.011	0.263
社外取締役の比率(%)	0.015	0.006	0.008	0.018	0.006	0.001	0.018	0.006	0.001	0.016	0.006	0.007
負債比率(%)	0.000	0.000	0.495	0.000	0.000	0.217	0.000	0.000	0.217	0.000	0.000	0.537
十大株主持株比率(%)	0.001	0.006	0.886	0.001	0.006	0.896	0.001	0.006	0.902	0.000	0.006	0.956
社内役員持株比率(%)	-0.030	0.015	0.049	-0.027	0.015	0.086	-0.027	0.016	0.087	-0.028	0.016	0.093
社外役員持株比率(%)				-4.934	6.400	0.441	-4.855	6.405	0.448			
金融機関持株比率(%)	0.005	0.006	0.391	0.002	0.006	0.706	0.002	0.006	0.750	0.006	0.006	0.296
設立後の年数				0.000	0.004	0.960	0.000	0.004	0.973	-0.001	0.004	0.824
フリー・キャッシュフロー比率										-0.529	0.468	0.258
ストック・オプションダミー	0.801	0.200	0.000	0.564	0.200	0.005	0.584	0.205	0.004	0.788	0.204	0.000
従業員の平均年齢										0.008	0.026	0.762

また、社外取締役の比率に着目すると、不祥事を複数回起こしている企業ほど、取締役会に占める社内取締役の割合が少ない傾向にあることがわかる。つまり、不祥事を数多く起こしている企業ほど、社外取締役により経営トップの不正をチェックする機能が期待されているにも関わらず、不祥事が起こらないようにモニタリングする機能が働いていない

ことを示唆する。このことから、現状では株式を保有していない社外取締役にはモニタリング機能を求めても困難であること、そして、特株比率の多い社内取締役には経営トップが不法行為を抑止するようにモニタリングするインセンティブを十分に持っていることがいえる。したがって、命題2は成立している可能性が十分に高いといえる。

一方、ストック・オプションの係数はすべてのモデルにおいて、プラスで統計的に有意な値が得られている。このことは、ストック・オプションが取締役に付与されることは、企業の業績を高めるようなインセンティブを与えるため、経営トップが不法行為を積極的に行っている可能性がある。また、役員賞与についても、同様にプラスで統計的に有意な値が得られている。十大株主持株比率、金融機関特株比率はともに不祥事の回数に対しプラスの値が得られているが、統計的に有意な結果は得られていない。

さらに、エージェンシー問題という観点から、「オーナーは、不祥事をして欲しくないのにも関わらず、経営トップが不法行為をしている」と従来の先行研究のように説明するならば、不祥事を多く行っている企業の経営者は、社長在職期間が短くなっているはずである。しかし、社長在職期間は、社長の年齢と同様に統計的に有意な値は得られておらず、不祥事の回数とは関係が見られない。このことは、経営者トップの長期政権が維持されている企業ほど、企業に内在するトップへの牽制機能が低下するのにも関わらず不法行為を慎んでいる。つまり、経営者トップが役員退職慰労金を失いたくないと考え、私的便益を追求するあまり不法行為を必要以上に行なっておらず、エントレンチメント・コストが相殺された可能性がある²⁰。

以上より、経営者の行動が不法行為であるかどうかに関心があるのではなく、企業が業績をあげ、株価が大幅に下落しない限り、経営トップが不法行為に手を染めることを大株主は黙認している可能性がある。したがって、命題1が成立している可能性が十分に高い。

こうした解釈を裏付けるものとして、たとえば、2003年の日本ハムの表示偽装などからも明らかなように、不祥事発覚後に生じる評判の失墜などにより企業の受ける損失を会社ぐるみでの隠蔽工作をした経緯があった。したがって、大株主は内部者に近い存在であるため、経営者が合法的活動か不法行為のどちらで利益を上げているのかについて知っているものと捉えるほうが妥当であろう。その意味で、不祥事が起こるかかどうかという問題を、株主と経営者の間のエージェンシー問題で捉えるべきではないのかもしれない。企業の業績を表す2期連続赤字ダミー、企業の存続年数を示す設立後の年数、従業員の平均年齢についてはプラス、マイナス、プラスの符号が得られているが、統計的には有意な値は得られていない。

以上のことから、取締役会の構成員の中に特株比率の高い株主を選任する方針を採れば、経営トップの不法行為を抑止することができるかもしれない。ただし、経営者に対する報酬として企業の業績に連動するストック・オプションを付与した場合、企業業績を上げる

²⁰ 不祥事が起こってから経営者になる場合、不祥事が起こっていない企業の社長になるよりも期待利得がそもそも低い。したがって、経営者になるための参加制約も厳しくなるため、たとえ経営者としての立場を追われることがあっても、その職位にしがみつくとインセンティブを持ち合わせていないのかもしれない。

経営方針を採らせることに成功するかもしれないが、経営トップは不法行為を抑止するインセンティブを持たない。したがって、経営者と株主間の情報の非対称性が原因となって生じるエージェンシー問題を解消しようと、経営トップに不法行為をさせないような業績連動型の報酬体系を提示しても、経営者が不法行為をとることを減らすことは難しい。

もっとも、上記の結果が導かれる所以は、経営トップが不法行為を取るのを未然に防ごうとしない、あるいは不法行為を見て見ぬ振りをする理由は、モデルで説明している通り、不祥事が発覚することで一時的に株価が下落するが、株価が漸次回復することにある。本稿が対象とした不祥事の報道が流れた企業 297 社の株価が回復するか否かで分類した場合、その内訳は(a)株価が下がって、報道以前の水準に戻らない企業は 50 社、(b)株価は下落するが、暫く経てから、報道以前の水準に戻る企業は 219 社、(c)株価は下がっていない、むしろ上昇した企業は 28 社となっている。つまり、8 割弱の企業の株価は時間の経過と共に、あるいは業績の回復で株価は回復する傾向にあり、回復しない企業は 2 割弱に過ぎない。そして、回復するのに要する期間は、そのほとんどが 100 日以内に属し（図 1-2 を参照）、人の噂も 75 日という諺のいうように、「株価は暫くすれば回復する」傾向にあることが伺える。

このように、不祥事をしたことが報道された企業の場合、3 ヶ月以内に回復する可能性が十分高い。そのため、経営者が不法行為をしてそれがたとえ発覚したところで、大株主にとって長期的にはそれほど影響はないため、ペナルティを過小評価している可能性がある。もっとも、株価を回復させているのは時間が解決してくれたのか、それとも本人の努力の賜物なのか、それはわからない²¹。

5. まとめと課題

本稿では、過去に不祥事をしたことのある企業を対象に、株主が経営者をどのように規律しているか、役員持株比率が、不法行為を繰り返す経営トップのインセンティブ問題をうまく解決できているかについて、モデル分析及び実証分析を行った。具体的には、不法行為を引き起こす経営者のインセンティブが、役員持株比率、ストック・オプションの付与そして経営者の在職期間と大きく関わっているかどうかを把握するため、モデルにより導かれた命題を検証した。

分析結果より、企業が不祥事を起こすかどうかは、業績の良し悪しとは関係なく、取締役会の持株比率に求めることができる。取締役会の持株比率を高めることにより、経営トップの不法行為を減らすように監視することが期待できる。しかし、過去に不祥事をした

²¹ 小佐野・堀 (2006) は、製造物責任、特許侵害は、株価回復が遅い傾向を示唆しているが、株価が回復していない事件株も対象とした本稿では、むしろ株主代表訴訟や利益相反問題、独占禁止法違反、談合について、株価回復が遅い傾向にある。そのため、不祥事の種類の回復具合を論じることには注意が必要である。

ことのある企業は、株価下落幅が小さい傾向にあるため、経営トップは不法行為をとるインセンティブを十分持ち、企業の不祥事を減らすことを難しくしている。

また、取締役会の構成員に自社株を保有させる、あるいは持株比率の高い身内者を取締役会の構成員に任命するなど、取締役会に経営トップを有効にモニタリングするインセンティブが働くような工夫がないと、経営トップが不法行為を慎むことは困難であるといえる。なお、現経営陣にストック・オプションを付与して、持株比率を高めようとする狙いは不法行為の抑制にはつながらない。

さらに、不祥事の累積数と経営者の在職期間には相関が見られないことから、経営者の在職期間が長い企業ほど、経営トップの私的便益を獲得するために不祥事を起こしているようにはみえない。つまり、株主と経営者との利益相反が発生しているわけではない。たとえ不祥事を起こしても、ほとんどの企業の場合、暫く時間が経てば不祥事以前の水準まで株価が回復する傾向にあるため、大株主、金融機関も経営トップが不法行為に手を染めることをそれほど問題視していない可能性がある。さらに、メインバンク関係が弱まる傾向にある最近の状況で、外部の株主が経営者を直接モニターするのは事実上困難であるため、不祥事を減少させることにならないので、現実的ではないのかもしれない。

また、株式を上場している企業に限らず、株式市場での評判を気にしない非上場企業についても上記の議論を正当化することはできる。たとえば、非上場企業の場合、株価下落による評価価値の損失を考慮しなくて済むので、経営者は不法行為を行なうインセンティブを上場企業以上に持っている。そのため、取締役会に株式の保有を認めることで、経営トップを有効にモニタリングするインセンティブを持たせることが必要である。

参考文献

- 小佐野広、堀敬一（2006）「企業の不祥事と株価パフォーマンス」、立命館大学ファイナンス研究センター、Research Paper No. 05006、
- 社団法人日本監査役協会（2003）「企業不祥事防止と監査役の役割」ケース・スタディ委員会
- 胥鵬（1998）「株主、取締役および監査役の誘因（インセンティブ）」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之（編）『会社法の経済学』東京大学出版会、pp.63-85
- Agrawal,A. and Knoeber.C., (1996) “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*31, pp.377-397
- Agrawal,A. and Knoeber.C., (2001) “Do Some Outside Directors Play a Political Role?”, *Journal of Law and Economics* 44, 179-198.
- Alexander,C.R.,and Cohen,M.A., (1999) “Why do corporations become criminals?”, *Journal of Corporate Finance* 5, pp.1-34

- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., Raheja, C. G., (2007) “The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics* 85, pp.66-101
- Cho, M-H. (1998) “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 7, pp.103-121.
- Hermalin, B. and M. Weisbach (1998) “Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO”, *American Economic Review* 88: pp.96-118.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling (1976) “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3: pp.305-360.
- Lichtenberg, F. R., and G. M. Pushner (1994) “Ownership Structure and Corporate Performance in Japan”, *Japan and the World Economy*, 6, pp.305-360.
- Morck, R. and M. Nakamura (1999) “Banks and Corporate Control in Japan”, *Journal of Finance* 54: pp.319-339.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny (1989) “Management entrenchment: the case of manager-specific investments”, *Journal of Financial Economics* 25(1), pp.123-139.
- Weinstein, D. E. and Yafeh, Y. (1998) “On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan”, *Journal of Finance*, 53(2), April, pp. 635-72.