
研究論文

保険会社の不祥事と市場の反応

白須洋子* 吉田靖‡

2008年8月16日投稿

2009年2月6日受理

概要

本稿では、2000年以降の上場保険会社に関する金融不祥事及び行政処分について、これらが個別保険会社の株価にどのような影響を与えたかどうか、金融不祥事に対して株式市場による規律が働いているかどうかを、イベントスタディーの手法を用いて検証した。

その結果、不祥事や行政処分に対して株式市場はマイナスの反応をするとは限らないこと、特に不祥事の実を自らアナウンスした場合、市場はアナウンスした行動それ自体に対してプラスの評価をする可能性があること、営業上の不祥事であっても事案によりその影響が異なることが判った。しかし、今回の分析対象では上場保険会社に対する金融不祥事等について、市場規律が有効に働いていたかどうかを明瞭に判断することは困難であった。

キーワード: 金融不祥事, イベントスタディー, 市場規律

1 はじめに

経済の再生と活性化のためには、効率的な資本市場と健全な金融システムを構築することが不可欠である。金融システムの構築にあたっては、市場競争をベースに市場関係者が、自由にプレイできる透明性の高い金融市場の形成が必要であると同時に、万が一の場合にも金融システム全体や顧客への影響を最小限に抑える規制も必要である。この金融規制における行政関与の方法は近年変化してきており、市場による規律付けを重視し、従来型の事前規制からルールに基づく事後的チェックへと変わり、金融行政においては、事後的な金融機関検査及び行政処分が中心となっている。よって、この仕組みが機能するために最も重要なことは、まず、金融機関が適時に適切なアナウンスを行い資本市場が情報を正しく評価することである。

とりわけ近年、金融機関の不祥事及びそれに伴う行政処分の報道が紙面を賑わせている。社会通念上、企業の不祥事発生は市場に対して典型的なバッド・ニュースであり、単純には企業価値にネガティブな影響を与えずである。では、実際にはどうであろうか。一般企業を対象としたファイナンス分野での実証研究として、バッド・ニュースに対する市場の反応については古くから多くの例が報告されている。しかし、その対象は、例えば減配、減益、銀行の破綻、大規模災害の影響等、ある特定の領域のネガティブ情報に絞ったものが多く、金融機関で発生した不祥事全般を対象とした研究例は少ない。

* 青山学院大学経済学部 〒150-8366 東京都渋谷区渋谷 4-4-25 email:shirasu@cc.aoyama.ac.jp

‡ 千葉商科大学会計大学院会計ファイナンス研究科 〒272-8512 千葉県市川市国府台 1-3-1 email:bluesky@cuc.ac.jp

ここで、最初に対象分野を金融機関の特定領域に絞った先行研究を紹介する。まず、米国の研究例を見ると、銀行を対象とした実証研究が多い。これらの研究の多くは、例えば貸出に関する信用情報は外部から直接観測することが困難であるという情報の非対称性と、金融機関の業務そのものは類似性が高いこと、そして規制当局の行動の影響という、一般企業に関する実証分析とは異なる視点を持っている。そのなかでも例えば、Aharony and Swary(1983)は、3銀行の破綻を分析対象とし、不正事件という個別の銀行特有の原因によって破綻した場合は関連性の薄い他行の株式のリターンに有意な影響を与えていないことを実証し、資本市場は個別の金融機関の要因と金融システム全般の要因とを区別していることを示している。また、Karafiath and Glascock(1989)は、ペンスクエア銀行の閉鎖処理という監督当局の政策が他の55の金融機関に与えた影響を4つのグループにより区分して分析し、資本市場は、ペンスクエア銀行との関連性を合理的に評価していたとの結論を導いている。また、一般に損失発生に関するアナウンスはネガティブな情報として、資本市場では受け止められるが、金融機関の不良債権に関する償却情報は、経営者による裁量的な会計報告の結果で、むしろ損失の償却に耐えられる体力があることを示すシグナルとしてポジティブに捉えられるとする Beaver et al.(1990)などの一連の研究もある。さらに、銀行業以外にも、Lamb(1995)は災害が損害保険業の株価に与える影響を実証分析している。

次に、対象を金融不祥事及び監督行政による処分とした例を紹介しよう。Deyoung. et al.(1998)は、米国銀行の劣後債の спреッドは、金融検査の結果により行政当局が入手した情報により影響され、行政当局が発信したバッド・ニュースに対して有意にプラスに反応し、約60~270日前の比較的長期のニュースを徐々に織り込んでいることを検証した。Berger et al.(2000)は米国の金融監督による情報生産は米国市場に対してどのような影響を与えるか、株価等に影響を与えるかどうかの検証を試みている。

一方、日本の先行研究例を見ると、大日方(1998)、音川(1998)が不良債権償却情報によるものを実証分析しており、有価証券の時価情報に関しては吉田他(2002)、阪神大震災の影響に関しては吉田(2003)などがある。

また、不祥事一般に関する実証分析としては、米国ではDavidson et al.(1994)が企業犯罪に対するマイナスの市場の反応を計測しているほか、日本では小佐野・堀(2006)、小林他(2006)が実証分析を行っている。小佐野・堀(2006)は、企業の不祥事は法令遵守に違反した場合に限り、新聞報道の数日前に情報が漏れ負の影響がありその影響は新聞報道後も続くが、それ以外の不祥事では有意でないことを示した。小林他(2006)は、製品に関する不祥事の情報の影響は他の不祥事と比較して大きなマイナスの影響があることを示す一方で、金融業については、分析期間中では背任・横領が占める割合が多く、この不祥事発生が株価に与える影響は少なくとも短期的には大きくないことを示している。

最後に先行研究のうち、対象をバッド・ニュースに絞ったものではなく、金融行政・立法の影響という観点からの研究も行われている。例えば、保険業界に関しYamori and Kobayashi(2004)は、日米保険協議を題材に、日本の自動車保険規制緩和効果を実証分析し、規制緩和後に保険会社の株式収益率がマイナスになったことを検証している。また、Spiegel and Yamori(2003)は、「早期健全化法」と「金融再生法」の国会での成立に対して市場はどのように反応したかを検証し、地方銀行の株価に対してはプラスの影響を与えたものの、都市銀行等に対してはマイナスの影響を与えたと分析している。

以上のような研究事例はあるものの、わが国の金融機関に対する行政処分が株価形成に与える影響を実証している分析は非常に少ないと思われる。このような背景により、本稿の目的は、分析対象を金融機関で発生した金融不祥事やそれに伴う行政処分とし、それに対する資本市場の反応を調べることにする。その中でも特に、社会的な影響が比較的に大きかったと思われる、2000年以降の上場損害保険会社及び生命保険会社に関する

る金融不祥事及び行政処分のアナウンスを対象とする。

ところで当然のことながら、金融不祥事はあってはならないことであり、本稿の分析対象とする保険会社における不祥事の発生は、保険商品の需要の減少を招き、社内の調査・対応コストの発生や、行政処分による営業停止等によっても損失が発生するため、バッド・ニュースと考えられる。しかし、保険会社における不祥事は、その規模やタイプを考えると、保険会社の存続自体に影響を与える程の大きさではないかもしれないし、また、行政処分の目的は、保険業法にあるように「当該保険会社の業務の健全かつ適切な運営を確保し、保険契約者等の保護を図るため」であって、企業価値の毀損を目的としたものではない。したがって、不祥事発生後の対応によっては、将来的には企業組織や業務効率の改善による収益の向上や、コンプライアンスおよび倫理意識の向上によるリスクの減少を通じて資本コストが低下するというプラスの要因がマイナス要因を上回る可能性もある。また、後述のように規制当局による発表に先行して、金融機関の自らによるアナウンスが行われるケースに対しては、金融機関の姿勢がプラスに評価されることも考えられる。このため、金融不祥事イベントの影響がプラスであるかマイナスであるかは必ずしも先験的に決めることはできない。この点は、市場による企業情報への反応の一般論として、Barry and Brown (1985)やDiamond and Verrecchia (1991)にも論じられている。

以上のような、観点から、本稿では、イベントスタディーの手法を用いて、上場損害保険会社及び生命保険会社に関する金融不祥事及び行政処分のアナウンスをイベントとし個別保険会社の株価¹に、どのように影響を与えたかを検証する²。もし、株式市場が不祥事に対してマイナスの評価をするのであれば、企業価値向上の観点からも経営者は不祥事の発生を防ぐことが求められているということが示され³、市場による規律が働いていることになる。

以下、第2節では金融不祥事及び行政処分（上場損害保険会社及び生命保険会社）の実態、第3節では上場保険会社の課題を示し、第4節及び第5節では分析手法や検証方法を解説し、第6節及び第7節では検証に用いたデータ及び実証分析の結果、第8節では生命保険会社の分析結果、第9節でまとめを行う。

2 保険会社の金融不祥事及び行政処分

保険会社のうち、市場データである株式情報を持つ上場損害保険会社及び上場生命保険会社の金融不祥事報道・行政処分について調べた。対象は、金融庁が発足した2000年以降～2006年6月までに行政処分が公表されたものとする。

まず、損害保険会社（上場会社）に対する主な行政処分は、表1のとおりである。概観すると、2000年・2001年は一部の営業所・支店における契約内容や募集を契機とする業務一部停止の処分が目につき、同様に、2002年～2004年も募集業務を中心とした業務改善命令が主流である。しかし、2005年以降は、契機となる事

¹ 株価は企業の将来キャッシュフローに基づいて決定されるため、将来の企業業績や成長性の予測、その源となる従業員のやる気からガバナンスの状況まで様々な情報が反映されているはずである。つまり、不祥事を発生させた企業（金融機関）の株式は、たとえどのように立派な商品や設備を持つ企業であっても、投資家による予測の変更により高い評価をうけられなくなると考えられる。また、株式市場は経済状況の変化に対して、いち早く反応することが可能である。

² 金融市場に与える影響は、株式市場の他に、よりリスク感応的である劣後債について分析することも有効であると思われる。Dewatripont and Tirole(1994)は、株主と債権者とはその役割が異なることを論じ株主のみではなく債権者の役割も主張している。また、Deyoung et al.(1998)は、米国において銀行検査を行って得た金融当局の情報（CAMEL）は数ヶ月のうちに劣後債のプレミアムに反映されていることを分析した。本来であれば、本稿において劣後債に対して実証分析を行うことが望ましいが、日本の保険会社が発行した市場取引のある劣後債は4銘柄のみ（第一生命2銘柄、富国生命1銘柄、太陽生命1銘柄(2007年5月10日現在。Bloombergによる)）であったため、今回は分析を見送った。

³ 日本の保険会社は上場企業が少ないためデータ数に制約がある。また、企業価値はさまざまな要因により変動しており、さらに投資家により情報の受け止め方には差異があることも考えられるが、本分析はイベントスタディーの手法を用いて、イベント日前後の株式市場における短期的な影響を統計的に検証することを試みるものであり、その他の要因は捨象している。

表1：主要損害保険会社の行政処分

| No | 日付 (公表日) | 金融機関等名 | 処分の種類 | 処分の内容:業務停止 § 133 | 停止部門・支店 | 業務停止日数 | 処分の内容:業務改善命令 § 132-1 | 主たる契機 | 分類 |
|----|-------------|-----------|------------------------|--|---|--------------------------|--|---|-----|
| 1 | 2000/6/28 | 千代田火災 | 業務一部停止、業務改善命令 | 東京中央営業本部における損害保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2000/7/10～7/16まで。 | 東京中央営業本部 | 7 | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②契約内容の点検・確認体制の強化 | 法令(保険料の割引)違反 | 募集 |
| 2 | 2001/3/13 | 日本火災 | 業務一部停止、業務改善命令 | 高松支店の損害保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2001/3/21～3/22まで。 | 高松支店 | 2 | ①代理店管理体制の整備・充実。②法令遵守体制の整備・充実 | 法令(無登録募集禁止)違反、違反期間 S60年～H12 | 募集 |
| 3 | | 同和火災 | | 四国支店の損害保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2001/3/21～3/22まで。 | 四国支店 | 1 | | | |
| 4 | | 富士火災 | | 四国支店の損害保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2001/3/21～3/22まで。 | 四国支店 | 1 | | | |
| 5 | | 大成火災 | | 四国支店の損害保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2001/3/21～3/22まで。 | 四国支店 | 1 | | | |
| 6 | | 2002/4/25 | | 日動火災海上 | 業務一部停止、業務改善命令 | ①自動車保険業務の更なる業務内容の整理 | | | |
| 7 | 2002/8/1 | 日動火災海上 | 【再度の行政処分】 | 変更1の業務停止。2002/5/8～6/7 | | | 法令遵守体制の整備・充実 | H14.2.25付け業務停止命令違反 | 募集 |
| 8 | 2002/8/2 | 損害保険ジャパン | 業務改善命令 | | | | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②保険募集管理確立のための社内態勢の抜本的見直し | 金融庁検査の結果によるもの。不適正契約の是正処置の放置 | 募集 |
| 9 | 2003/5/29 | あいおい損害 | 業務改善命令 | | | | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②保険募集業務を法令遵守の観点から再点検。③募集管理態勢の見直し | 金融庁検査の結果によるもの。特別利益の提供等 | 募集 |
| 10 | 2003/11/6 | 日本興亜損害 | 業務停止命令 | 生命保険業務(代理・代行)の保険契約締結、保険募集業務の停止。2003/11/17～11/28まで。 | 生命保険業務 | 12 | | 代理店による不適正募集の看過 | 募集 |
| 11 | 2004/8/20 | 日動火災海上 | 業務改善命令 | | | | ①保険募集業務を法令遵守の観点から再点検し、募集管理態勢の見直し。②法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。③全職員に対する内部統制の強化。④不詳事件に係る役員の管理責任の明確化 | 契約社員の威迫募集による逮捕、特別利益の提供等 | 募集 |
| 12 | 2005/11/25 | 東京海上日動火災 | 業務改善命令 | | | | ①経営管理(ガバナンス)態勢の改善・強化。②顧客に対する説明態勢の見直し・整備。③商品開発態勢の見直し・整備。④支払管理態勢の検証・見直し。⑤業務改善書の提出。1/13まで。⑥業務改善進捗状況を6ヶ月毎に報告 | 付随的な保険金の支払漏れ | 不払い |
| 13 | | 三井住友海上火災 | | | | | | | |
| 14 | | 損害保険ジャパン | | | | | | | |
| 15 | | 日本興亜損害 | | | | | | | |
| 16 | | あいおい損害 | | | | | | | |
| 17 | | ニッセイ同和損害 | | | | | | | |
| 18 | | 富士火災海上 | | | | | | | |
| 19 | 日新火災海上 | | | | | | | | |
| 20 | 2006/5/25 | 損害保険ジャパン | 【再度の行政処分】業務一部停止、業務改善命令 | ①保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2004/6/12～6/25まで。②山口支店の①の業務停止。6/12～7/11まで。③生命保険業務(代理・代行)の保険契約締結、保険募集業務の停止。6/12～7/11まで。④新規商品認可、外国子会社の認同等の業務停止。5/26～8/25 | ①全業務 ②山口支店業務 ③生命保険業務 ④新商品・外国子会社等認可 | ①14 ②30 ③30 ④90 | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②海外拠点の管理・監督機能強化。③その他。④業務改善書の提出。7/21まで。⑤業務改善進捗状況を1ヶ月毎に報告 | 金融庁検査の結果によるもの。漏れ、付随的な保険金の更なる支払漏れ、登録する生命保険の募集行為における法令違反等、前回(H14.8.2)の業務改善計画の実施不備 | 不払い |
| 21 | 2006/6/21 | 三井住友海上火災 | 業務一部停止、業務改善命令 | ①保険契約の締結、保険募集、保証証券業務の停止。2004/6/12～6/25まで。②第三分野の保険契約締結、保険募集業務の停止。7/10～業務改善が確認されるまで。③新規商品認可の業務停止。2006/6/22～2007/6/21。④外国子会社の認可等の業務停止。6/22～9/21 | ①全業務 ②第三分野業務 ③商品認可 ④外国子会社等認可 | ①14 ②30 ③30 ④90 | ①ガバナンスの強化・改善。②保険金支払管理態勢の改善・強化。③契約者保護・契約者利便の改善・強化。④法令遵守。⑤業務改善書の提出。7/21まで。⑥業務改善進捗状況を1ヶ月毎に報告。計画提出後1年以降は3ヶ月毎に報告。 | 金融庁検査の結果によるもの。不適切な商品に係る保険金の多数の不払漏れ等、前回の業務改善計画の実施不備 | 不払い |

(注) § は保険業法の該当「条文」であることを示す
(出典) 金融庁のHPを基により、筆者が作成

表3：生命保険会社の行政処分

| No | 日付 (公表日) | 金融機関等名 | 処分の種類 | 処分の内容、業務停止\$ 133 | 停止部門、支店 | 業務停止 日数 | 処分の内容、業務改善命令 § 132-1 | 主たる契機 | 分類 |
|----|-------------|----------------------------|------------------------------------|--|---|------------|--|---|-----|
| 1 | 2000/2/14 | 第百生命 | 業務改善命令 | | | | ①正確なディスクロージャー、②③についての責任の明確化、③内部管理体制の強化、法令遵守等 | 金融庁検査の結果によるもの。 虚偽のソルベンシーマージン比率の | 財務 |
| -- | 2000/6/28 | 三井生命 | 業務改善命令 | | | | ①法令遵守に係る教育・指導強化。②契約書類の点検・確認体制の整備 | 代理店業務の法令遵守や業務遂行体制の不備 | 募集 |
| 2 | 2000/8/11 | 第一生命 | 業務改善命令 | | | | ①法令遵守に係る教育・指導強化。②研修教材・募集資料の点検・管理業務体制の整備 | 金融庁検査の結果によるもの。 転換契約について契約者に誤解を招く募集 | 募集 |
| 3 | 2000/12/8 | INGひまわり生命 | 業務一部停止、 業務改善命令 | 首都圏支社における生命 保険契約及び募集の業務 の停止 | 首都圏支店 | 7 | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②不祥事事件に対する社内体制の確立 | 募集手数料違反、医的データの改ざん等 | 募集 |
| 4 | 2001/7/6 | アクサ生命、アクサ グループライフ生命 | 業務一部停止、 業務改善命令 | 団体定期保険の締結及び 募集の業務停止 | 団体定期保険業務 | 7 | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②団体定期保険の契約内容の点検・確認体制の整備 | 団体定期保険について、加入できないはずの被保険者を加入させていた | 募集 |
| 5 | 2001/11/1 | 日本生命 | 業務改善命令 | | | | ①法令遵守に係る教育・指導強化、法令遵守体制の整備・充実。②保険契約の重要事項に対する資料の再発防止策 | 契約者の判断に影響を及ぼす重大なる資料を作成 | 募集 |
| 6 | 2002/9/25 | アクサ生命、アクサ グループライフ生命 | 業務改善命令 | | | | ①法令遵守に係る組織内の改善、教育・指導強化。②契約更新について内容の点検・確認体制の改善、③加入率の改善あるいは代替商品への転換を図る | 金融庁検査の結果によるもの。 団体定期保険について特別利益の提供 | 募集 |
| 7 | 2003/5/13 | 日本生命保険 | 業務改善命令 | | | | ①保険募集管理態勢の充実・強化、②法令遵守態勢の整備・充実 | がん保険について、不適切な表示の 保険募集資料を使用した保険募集 | 募集 |
| 8 | 2003/11/6 | 日本興亜生命保険、 PCA生命 | 業務一部停止、 業務改善命令 | 保険契約の締結及び募集 | 生命保険業務 | 12 | | 代理店(中古車販売業者)による不適 正募集の看過 | 募集 |
| 9 | 2003/12/2 | 明治生命 | 業務改善命令 | | | | ①契約者への適切な対応、②業務処理体制及び内部管理体制の充実・強化 | 金融庁検査の結果によるもの。 配当金の過少払い | 財務 |
| 10 | 2005/2/25 | 明治安田生命 | 業務一部停止、 業務改善命令 | 団体年金保 険を除く保険契約の締結 及び募集 | 団体保険業務及び 団体年金保険以外の 業務 | 14 | ①保険金支払管理態勢の確立と役職員の責任の明確化、②保険募集管理態勢の確立と関係者の厳正な処分、③告知義務違反に詐欺を適用する場合の説明態勢の整理、告知義務違反が判明した時の対応方針の明確化、④保険契約者の保護に關する重要な決定においては、経営陣が関与する態勢確立、⑤法令遵守体制の構築等 | 不適切な保険金等不払い及び保険募 集 | 不払い |
| 11 | 2005/6/10 | 三井生命 | 業務改善命令 | | | | ①契約内容の点検・確認体制の改善と役職員の責任の明確化、②管理に係る施策の決定及びフォローアップを経営陣が関与する態勢の確立、③団体保険について適正な募集管理が確保できる体制整備、④法令遵守体制の構築等 | 金融庁検査の結果によるもの。 団体保険等における員外契約 | 不払い |
| 12 | 2005/10/28 | 明治安田生命、明治 安田生命保険代理 社 | 【再度の行政処 分】業務一部停 止、業務改善命 令 | ①保険契約の締結及び募 集、②業務改善計画の実 施状況により経営体制改 善されるまで、認可の申 請及び届け出 | ①生命保険業務全 般、②付随する業 務の認可及び業方 項の届け出 | 14 | ①ガバナンスの改善・強化、②契約者保護、③代理店に対する管理・監督の強化、④役職員の責任の明確化、⑤21日後の業務改善計画の提出と体制・責任分担の明確化、⑥状況の報告(当初6ヶ月は毎月、それ以降は3ヶ月毎) | 金融庁検査の結果によるもの。 ①不適切な保険金等不払い及び保険 募集、業務改善命令への対応遅延 等、②特別利益の提供 | 不払い |

(出典)金融庁のHPを基に、筆者が作成

項が大きく異なり、契約に関する業務ではなく、付随的な保険金の支払い漏れを契機とする大量の業務改善命令や業務一部停止、また、再度に亘る行政処分がなされた。行政処分の対象となる業務分野も募集から保険金支払いへと大きく変わった。

また、行政処分の公表内容がより具体的になり、処分期間が長期化したものが目立つ。これは、不良債権問題が解決しつつあるとの認識の下で、より前向きで実効性のある検査・監督が行われたためのものと推測される⁴。

さらに、新聞報道と金融庁発表によるアナウンス日に注目すると（表2参照）、2004年までは、多くの事例で新聞報道よりも金融庁発表が早く、発表内容も発生の事実と処分の内容が同時にアナウンスされている。しかし、2005年以降は、保険会社自らによるアナウンス（及びその新聞報道等）の方が金融庁発表よりも早い。不祥事の発生を自らアナウンスした時点では、発生の事実のみが報道され、後日、改めて行政処分の内容が行政当局から公表されている。これは、当時のコンプライアンス（法令遵守）の流れの一つとして、迅速な情報の公開が促進されたことによるものと思われる。つまり、2005年を境に行政処分前の自らによるアナウンスという手続きが発生し、図1のとおり不祥事発生から行政処分までの流れが大きく変わっていた。

表2 上場損害保険会社のイベント

| グループ名 | 発表の種類 | イベント日 | 行政処分発表日* | 表1の番号 | 対象保険会社 | 不祥事案件 |
|--------|---------|-----------|----------------------|--------|--|-------|
| グループ1 | A 金融庁発表 | 2000/6/29 | --- | 1 | 千代田火災(8758) | 募集 |
| グループ2 | A 金融庁発表 | 2001/3/14 | --- | 2~5 | 日本火災(日本興亜8754), 同和火災(ニッセイ同和8759), 富士火災(8763), 大成火災(8765) | 募集 |
| グループ3 | A 新聞報道 | 2002/4/25 | 2002/4/25 | 6 | 日動火災海上(東京海上日動8751) | 募集 |
| グループ4 | A 新聞報道 | 2002/7/31 | 2002/8/1 | 7 | 日動火災海上(東京海上日動8751) | 募集 |
| グループ5 | A 金融庁発表 | 2002/8/5 | --- | 8 | 損害保険ジャパン(8755) | 募集 |
| グループ6 | A 金融庁発表 | 2003/5/30 | --- | 9 | あいおい損害(8761) | 募集 |
| グループ7 | A 金融庁発表 | 2003/11/7 | --- | 10 | 日本興亜損害(8754) | 募集 |
| グループ8 | A 金融庁発表 | 2004/8/23 | --- | 11 | 日動火災海上(東京海上日動8751) | 募集 |
| グループ9 | B 新聞報道 | 2005/2/14 | | 18 | 富士火災海上(8763) | |
| グループ10 | B 新聞報道 | 2005/8/4 | | | 東京海上日動火災(8751), 損害保険ジャパン(8755) | |
| グループ11 | B 新聞報道 | 2005/8/15 | 2005/11/25 | 12~17 | 東京海上日動火災(8751), 三井住友海上(8752), 損害保険ジャパン(8755), 日本興亜損害(8754), あいおい損害(8761), ニッセイ同和損害(8759) | 不払い |
| グループ12 | B 新聞報道 | 2005/9/29 | | 19 | 日新火災海上(8757) | |
| グループ13 | B 新聞報道 | 2006/5/24 | 2006/5/25, 2006/6/21 | 20, 21 | 損害保険ジャパン(8755), 三井住友海上火災(8752) | 不払い |

*発表の種類が金融庁発表の場合、行政処分日はその前営業日

⁴ 金融庁は白書（「金融庁の1年」（17事務年度版））の「金融庁の1年について」で以下のように記している。「平成17事務年度（17年7月～18年6月）においては、不良債権問題が正常化する中で、金融機関が積極的にリスクをとっていけるような「正常な金融」の復活に向けて、金融・資本市場の構造改革と活性化を一層図る」。

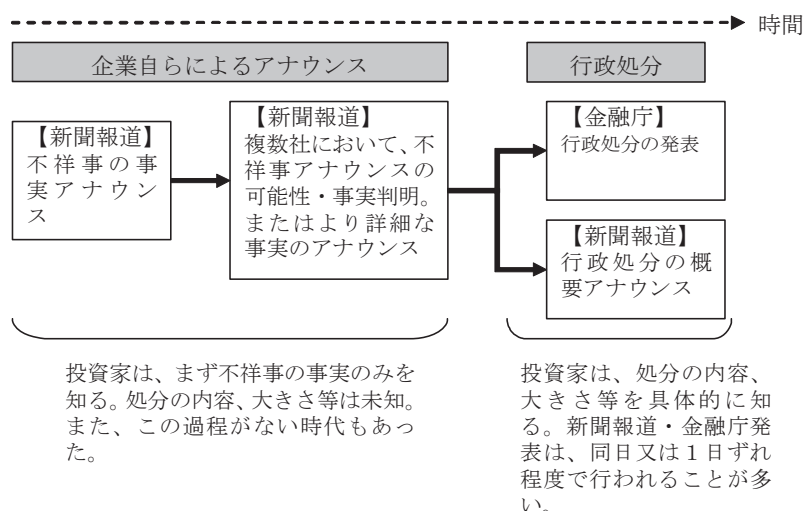


図1 金融不祥事のアナウンス及び処分公表の流れ

次に、生命保険会社に対する主な行政処分は、表3のとおりである。概観すると、2000年～2003年は、一部の営業所・支店における業務一部停止の処分や募集業務に関連する改善命令が多い。2005年以降は、明治安田生命に対する不適切な保険金支払い及び募集に関して比較的重い行政処分が、複数回に亘りなされた。

新聞報道回数に注目すると（表9参照）、損害保険会社の場合は1～数回に対して、生命保険会社に対する行政処分では1～35回であり、報道回数が非常に多いことが特徴である。生命保険会社の中でも、大手会社の処分に対する報道回数が多く、特に、2005年の明治安田生命の2回の処分については、長期に亘りほぼ連日報道されていた。損害保険会社の場合と異なるもう一つの点は、行政処分の原因が、事実の判明・自らによるアナウンス等によるものではなく金融庁検査の結果によるものが非常に多いことである。

3 検証する課題の設定

本稿では、2000年以降の上場保険会社（主として損害保険会社）の不祥事等について、株式市場がどのように反応したかを検証する。そのために以下の3つの課題を設定する。

- 課題1：不祥事の実事実をアナウンスしたとき市場はどのように評価したか。株価はどのように反応したか。
 課題2：不祥事の対象となった事案の違いや行政処分の内容が判明したとき、株価はどのように反応したか。
 課題3：不祥事によって株価に影響が出る保険会社はどのような特徴の会社か。

4 分析の方法

4.1 イベントスタディーの方法

課題1および課題2に関しては、イベントスタディーの方法を用いて検証する。

まず、伝統的なイベントスタディーの方法により、不祥事の発生および行政処分が市場からどのように評価されているかを検証する。本稿では市場モデルとして、(1)式のとおり Fama and French(1993)（以下「FFモデル」とする）による3ファクター・モデルを用いる。白須他(2007)によると、保険会社の株式収益率の分

析にあたり FF モデルを用いることは、日本の損害保険会社の特徴を表す有効な方法の一つであると言える。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + s_i SMB_t + h_i HML_t + u_{it} \quad (1)$$

$$E[u_{it}] = 0 \quad Var[u_{it}] = \sigma_{u_i}^2$$

ここで、 R_{it} は第 i 企業の第 t 期の株式リターン、 R_{mt} は第 t 期の市場ポートフォリオのリターン、 R_{ft} は第 t 期のリスクフリーレート、 SMB_t は第 t 期における小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオのリターンの差、 HML_t は第 t 期におけるバリュー株ポートフォリオとグロース株ポートフォリオのリターンの差、 u_{it} は第 i 企業の第 t 期の攪乱項、 α_i 、 β_i 、 s_i 、及び h_i はパラメータである。

異常リターンは、(1)式のモデルにより推計されたパラメータを用いて、(2)式により求める。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i (R_{mt} - R_{ft}) + \hat{s}_i SMB_t + \hat{h}_i HML_t) \quad (2)$$

ここで、 AR_{it} は t 時点における企業 i の異常リターンである。さらに、Patell(1976)の方法による標準化異常リターン (SAR) を(3)式により求める。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_{u_i}} \quad (3)$$

SAR_{it} を時間軸方向に累積したものを標準化累積異常リターンといい $SCAR_{it}$ であらわす。ただし、イベント日の前日の値を0とする。

以上のように算出した $SCAR_{it}$ に関して、その反応の符号を統計的に検定する。特に、本稿の分析の場合、特定の分布を仮定しないノンパラメトリック手法によるメディアン（中央値）の検定である符号検定を用いることとする。

次に、本稿での分析対象のような場合に適していると考えられる SUR とダミー変数による検証を行う。これは以下のような理由による。すなわち、銀行あるいは保険業のような金融機関は、個々の企業間の営業内容の類似性が他の業種よりも高く、かつ投資家や利用者が入手できる情報は、当該企業の発表か、監督当局の発表による部分が多く情報の非対称性が高い。このため、ある企業に関する事象は他社にも発生する可能性が高く、また、ある企業に対する行政処分であっても業界全体への影響が大きいと、業界各社にとって同時にイベントが発生しているという特徴を持っている。このような場合、独立した個別の株式リターンモデルに OLS を適用して推計した異常リターンによる伝統的なイベントスタディーによる分析よりも、Binder(1985)のように、企業間の誤差項の共分散も考慮し、対象とする全ての保険会社の推計式を同時方程式体系で推計する SUR(Seemingly Unrelated Regression)モデルを用いる方が適している⁶。

⁵ この他、例えば、Karafiath and Glascock(1989)のように、業界内をグループに分けてポートフォリオを作成する場合、ポートフォリオ内にプラスの効果がある企業とマイナスの効果がある企業が混在する場合、この影響が相殺されてしまう可能性がある。

⁶ Lamdin(2001)は、実証分析を行うにあたり、銀行規制等の規制変化は徐々にそのニュースが市場に知らされるため、伝統的なイベントスタディーの手法を用いることは好ましくなく、むしろ、イベントのダミー変数を利用した回帰モデルを用いるべきと主張している。

したがって、本稿は SUR モデルを用いて (3) 式のモデルを推定することにより、イベントがリターンに与える影響をダミー変数の係数として計測する。また、市場モデルは FF モデルを用いる。なお、本稿ではワnfactorモデルについても同様に分析を行った⁷。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + \sum_{e=1}^N \gamma_{ie}D_{et} + u_{it} \quad (4)$$

ここで、 D_{et} は第 e イベントのイベント期間中は 1 でその他の期間は 0 のダミー変数、 γ_{ie} はパラメータである。 γ_{ie} の値はイベントによる影響を表し、その有意性を統計的に検定する。

4.2 ダミー係数の推計値に対する重み付き回帰分析

課題 3 の検証については、以下の方法で行う。すなわち、SUR によるイベントダミーの係数の推計値 ((4) 式の γ_{ie} の推計値) は、各保険会社が金融不祥事又は行政処分に反応したその程度を表している。よって、この推計値を被説明変数とし保険会社の特徴を示す変数として対数変換した企業規模及び自己資本比率で回帰分析を行えば、どのような特徴の保険会社の株式が金融不祥事等に反応しているかを調べることができるであろう。その際、推計値の有意性を考慮する必要がある。そこで、推計値の 1-P 値をウェイトとする重み付き最小二乗法により推計を行う。

4.3 CUSUM テスト及び CUSUMSQ テスト

不祥事に関するイベントの特徴のひとつは、株式分割や業績あるいは配当の増減情報と異なり、小林他(2006)が指摘しているように、最初のイベントが発生してから、付随的あるいは連続的に報道が行われ、場合によっては不祥事そのものの規模が拡大していくことが有り得る点である。わが国の金融不祥事事件のうち、特に生命保険会社の保険金不払いに対する事件については、発覚後、連日に亘る五月雨的な新聞報道が特徴的である。このような場合、イベントスタディーの重要な要素であるイベント日の特定が困難になる。本稿ではこの点を補うために、イベントの発生が FF モデルからの一時的な乖離を発生させると考え、構造変化時点が不明な場合の検定として用いられる Brown et al. (1975)による CUSUM テスト及び CUSUMSQ テストを(4)式のダミー変数部分を除いて定式化したものに適用して、イベント日近辺での構造変化が起きていないか検証することとする(これらのテストの詳細は附論 1)。

5 データ

本稿で用いた主なデータは、株価データ、市場データ、財務データ、金融庁の行政処分に関する発表及び新聞報道に関するデータである。

表 4 上場保険会社数

| 分析対象年 | 該当損害保険会社数 | 該当生命保険会社数 |
|-----------------|-----------|-----------|
| ～2000.04 | 14 | 0 |
| ～2001.03 | 12 | 0 |
| ～2001.09 | 11 | 0 |
| ～2001.11 | 10 | 0 |
| ～2002.03 | 9 | 0 |
| ～2002.06 | 8 | 0 |
| ～2003.03 | 8 | 1 |
| 2003.04～2004.03 | 8 | 2 |
| 2004.04～ | 8 | 1 |

⁷ 市場モデルをワnfactorモデルとした SUR 推計分析結果は省略しているが、同様の結果が得られている。

保険会社のうち、株式上場している保険会社全社を対象とした⁸。分析対象保険会社は表4のとおりである。

各保険会社の株価は東洋経済新報社の各年の「株価CD-ROM」のデータを利用した。当該CD-ROMに収録されていない直近1年間のデータについては、「Yahoo!ファイナンス」⁹のデータを利用した。分析対象となった保険会社の日次株価データは、株式分割及び併合による権利調整を行い、配当調整は行っていないものを利用した。また、東京海上日動火災保険会社の株価と2003年3月に設立したミレアホールディングとの株価は、一本化して長期の時系列データとした。一本化にあたり、構造変化が起こっていないことをChow検定により確認した。その際、株価が利用できない2002年3月26日～2002年3月29日の期間があったが、この期間の株価については実際に株価が存在しないので、欠落値として処理した。

リスクフリーレートは翌日物コールレートとし、企業規模要因であるSMB（小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオのリターンの差）のファクター及び時価・簿価要因であるHML（バリュー株ポートフォリオとグロース株ポートフォリオのリターンの差）のファクターは、(株)大和総研の大和日本株インデックス（東証1部対象のDSI-2）を用いて算出した。金融業インデックスは、日経QUICKが提供している銀行業、保険業、証券業等の業種別株価指数を、推計期間始期の直近の月末時点における業種別時価総額（東証統計月報の銀行業、保険業、証券・金融先物取引業の各々時価総額）により加重平均して求めた。

各保険会社の資産、発行済株式数等の財務データは、日経金融財務データCD-ROMを用いた。

また、本稿でイベントの対象とした不祥事または行政処分は、発表日ベースであり、実際にアナウンスされた日である。新聞報道のアナウンス日については、日経新聞社の記事データベースである日本経済新聞社の「日経全文記事データベース（各年）」を利用し、3で掲げた事例について公表日等の情報を取得した。行政処分に対する金融庁公表のアナウンス日については、金融庁のホームページ¹⁰から公表日等の情報を取得した。

新聞記事のイベントアナウンス日の検索にあたっては、具体的な保険会社の名称がアナウンスされた時のみをイベントとして扱い、具体的な保険会社の名称を挙げず単に業界全体の動向を発表した時はイベントとして扱わないこととした。さらに、具体的な保険会社の名称の特定にあたっては、特に、新聞報道では様々な略称が使われるため、名称や略称による用語検索ではなく、日経全文記事データベースの「株式コード検索」により、対象となる保険会社を探した。

⁸ 保険会社名と株式コードは次のとおり。

| | |
|------|---------------------|
| 8751 | 東京海上日動(200410前は東京) |
| 8752 | 三井住友(200110前は三井) |
| 8753 | 住友 |
| 8754 | 日本興亜(200104前は日本) |
| 8755 | 損保ジャパン(200207前は安田) |
| 8756 | 日産 |
| 8757 | 日新 |
| 8758 | 千代田 |
| 8759 | ニッセイ同和(200104前は同和) |
| 8760 | 日動 |
| 8761 | あいおい(200104前は大東京) |
| 8762 | 興亜 |
| 8763 | 富士 |
| 8765 | 大成 |
| 8766 | ミレア(200204以降) |
| 8795 | T&D(200404以降) |
| 8798 | 太陽生命(200304～200403) |
| 8799 | 大同生命(200204～200403) |

⁹ <http://table.yahoo.co.jp/t>。2006年1月～12月、1年間の株価データを当該ウェブから入手した。

¹⁰ 金融庁のホームページで公開されている「行政処分事例集」及び「報道関係資料」（平成12年1月以降の日々の各サイト）

6 イベントの特定と分析方法の適用

6.1 上場損害保険会社のイベント

イベント日の特定は、金融不祥事や行政処分に関する保険会社の情報が日本経済新聞社から報道された日、または、金融庁が行政処分を発表した日のうち早い日とした。

なお、新聞報道に関しては、新聞が朝刊だった場合はその当日を、夕刊や休日の報道だった場合は休み明け直後の営業日をイベント日とし、金融庁の発表に関しては、通常、市場がクローズされた後に行われるため、発表の翌日をイベント日とした。

イベントサンプルをイベントが同日や翌日のものは、1つのグループとしてまとめ、表2のとおり全体で13個のイベントとした。

6.2 課題1の検証方法

損害保険会社が不祥事を新聞等でアナウンスしたケースを対象とする。特に、2005年以降のグループ9以降は、アナウンスの時点では投資家が知っている情報は不祥事があった事実のみであり、行政処分に関する情報は未知である。よって、投資家は、企業が不祥事をアナウンスした行動とその内容に対して評価を行い、その後により得る行政処分に関しては予想を行うことになる。この影響を検証するため、各不祥事等の最初のアナウンス（新聞報道又は金融庁公表）をイベントとし、伝統的なイベントスタディーによる推計を行う。また、第4節(1)で述べたとおり、より適切な推計方法と考えられるSUR推計も併せて行う。SUR推計にあたっては、推計された(4)式に対して、イベントダミー係数が有意かどうかの検証を行う。なお、不祥事等のイベントのアナウンスにおいて、特に配慮すべき個別理由や業界特殊要因があればそれらを考慮する。さらに、2回目のアナウンスが株価に影響を与えたかどうかを検証する。

6.3 課題2の検証方法

不祥事等に対する行政処分の内容が判別した時点での影響を分析する。

不祥事等のイベントの事案は、概ね募集に関する事案と保険金不払いの事案とに分けられる。募集については2004年以前のグループ1～8（以下「グループA」とする）、不払いについては2005年以降のグループ9以降（以下「グループB」とする）が対象である。

行政処分の内容の発表についても、グループAは不祥事の実事のアナウンスとほぼ同日に新聞等で報道されたが、グループBは事実の自らのアナウンス後相当程度の時間経過後となっている。よって、グループAは当初の新聞発表及び行政処分公表日（ほぼ同日）時点のイベントをダミーによる検証を行い、グループBは、当初の新聞発表ではなく、具体的な処分の内容がアナウンスされた時点のイベントダミーによる検証を行う。

要するに、イベント事案が募集でありかつ不祥事の実事と行政処分の内容を同時に知り得たケース（グループA）では、(1)式に対して、ひとつのイベントダミー係数（ $N=1$ ）が有意かどうかの検証をSUR推計により行う。一方、イベント事案が不払いであり、不祥事があった事実のみをアナウンスした当初の新聞報道の時点と具体的な処分の内容がアナウンスされた時点とが離れているケース（グループB）では、(1)式の複数のイベントダミーを用いて検証を行う。すなわち、不祥事が初めてアナウンスされた時点（当初の新聞発表時点）のイベントダミー変数の他、行政処分の内容が判明した時点のイベントダミー変数を作成し追加する。

6.4 課題3の検証方法

不祥事等のイベント最初のアナウンスや行政処分公表によって、株価に影響が出る保険会社は、どのような特徴の会社かを検証する。そのために、第4節(2)のとおり、ダミー変数の推計値を、企業規模(資産の対数値)¹¹及び自己資本比率((発行済株式数×株価)/資産)¹²により回帰分析する。

7 実証分析の結果

7.1 課題1の検証結果

7.1.1 伝統的なイベントスタディー

伝統的なイベントスタディーについて、推計期間は各イベントの110日前から11日前までの100日間とし、異常リターンは、10日前から20日後まで算出する。収益率が算出できない日は欠落値のまま扱った。

なお、業界特殊要因を考慮するため、各イベントが発生した時期の経済環境を確認すると、グループ9(イベント日2005/2/14)の時期に、保険・銀行を含む金融業界再編のニュースが伝えられている。2005/2/15の日本経済新聞朝刊によると、“金融株物色広がる、業態超えた再編の思惑——保険・信託など値上がり”との報道があった。よってこの業界特殊要因を考慮するため、イベント9については、市場ポートフォリオのリターン R_{mt} をTOPIXではなく筆者らが作成した金融業インデックスのものとした。

また、グループ5(イベント日2002/8/5)の時期に、株価大暴落のニュースが伝えられている(2002/8/6の日本経済新聞)。このニュースは、日本の市場全体に影響を与えたものであり、業種固有の特殊要因ではないので特に配慮する必要はないと判断し、市場ポートフォリオをTOPIXとした一般的なFFモデルにより推計した。

推計されたSCARのイベント毎の推移は図2のとおりである。図2のグラフによると、グループ5、9及び13はイベント日から5日後程度までSCARがプラスになっており、逆に、グループ6及び12はマイナスになっている。一方、その他のグループでは、保険会社によって符号はまちまちである。イベント後5日以降は、プラス又はマイナスに、それぞれ発散しているように見える。

これらの全グループについて、SCARに対する統計的検定を行った。本稿ではプラスの影響およびマイナスの影響の両方が考えられるので、帰無仮説 H_0 : SCARのメディアン=0、対立仮説 H_1 : SCARのメディアン $\neq 0$ として検定を行った。その結果は、表5-1に示すとおりで、有意水準5%のもとでは、グループ6と12でマイナスで有意になるほかは、プラスで有意になるものが多い。また、有意になる日のパターンも一定しておらず、不祥事の内容、公表のタイミングによってもプラス・マイナスや有意かどうかはまちまちである。よって、伝統的なイベントスタディーの手法では、課題1について規則性を見いだすような解釈をすることは困難であると思われる。

¹¹ 米国企業を分析したBelkoui(2001)の実証結果を参考に、企業規模とトーピンのQを用いて不祥事等に対するレピュテーションの影響を調べたが、後者については有効な結果が得られなかったため、前者のみを説明変数として用いた。

¹² 保険会社の不祥事が企業価値に与える影響は、健全性が高い企業は低いと考えられるため、自己資本比率を説明変数として用いた。

図2 損保イベントに対する標準化累積異常リターン (SCAR) の推移
 (注) 折れ線グラフは、各保険会社の SCAR を示す。縦軸の単位は%。

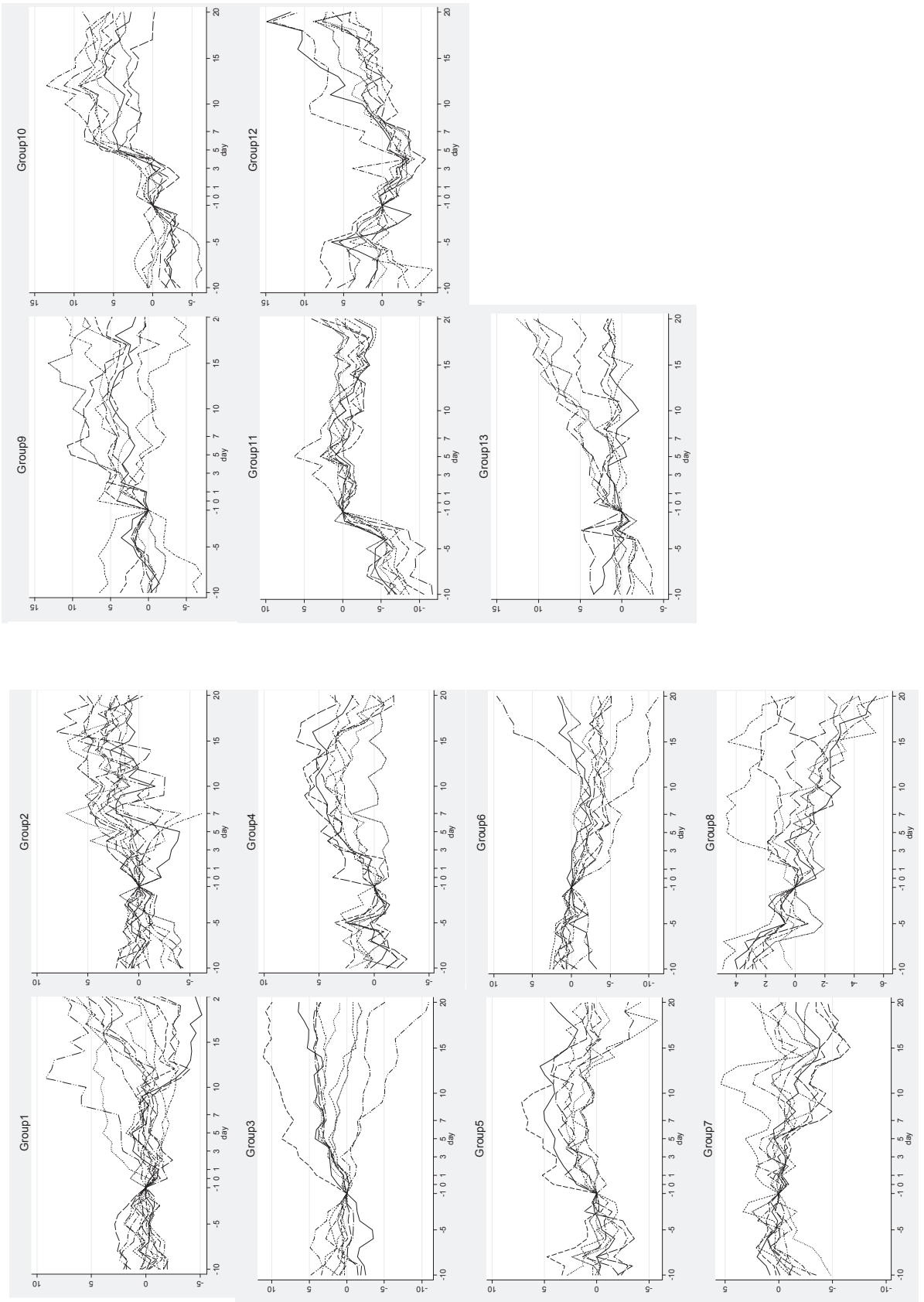


表5-1 上場損保会社対象の新聞報道に対するSCAR（メディアン）とその検定結果

| グループ | グループ1 | グループ2 | グループ3 | グループ4 | グループ5 | グループ6 | グループ7 |
|---------|-----------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| 分類 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 |
| イベント日 | 2000/6/29 | 2001/3/14 | 2002/4/25 | 2002/7/31 | 2002/8/5 | 2003/5/30 | 2003/11/7 |
| 公表 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 |
| イベント後日数 | 0日 | 0.388 (0.7905) | 0.0192 (1.0000) | -0.1511 (1.0000) | 0.8600 (0.0391)** | -0.4935 (0.0215)** | -0.2281 (0.7539) |
| | 1日 | -0.6036 (0.0574)* | 0.3159 (0.1796) | 0.2535 (0.7539) | 0.5691 (0.5078) | 0.8555 (0.1797) | -1.0930 (0.0020)*** |
| | 2日 | -0.7531 (0.4240) | 0.4325 (0.4240) | 1.3581 (0.1094) | 0.9556 (0.1797) | 1.7599 (0.0039)*** | -1.2060 (0.0020)*** |
| | 3日 | -0.1583 (0.7905) | 0.6628 (0.1796) | 1.9500 (0.0215)** | 2.0583 (0.0391)** | 1.7730 (0.0391)** | -1.8658 (0.0020)*** |
| | 4日 | 0.3021 (0.7905) | 0.8459 (0.4240) | 2.2053 (0.1094) | 2.7846 (0.0391)** | 2.6513 (0.0039)*** | -1.9327 (0.0020)*** |
| | 5日 | 0.4699 (0.4240) | 0.4536 (0.1796) | 3.1074 (0.1094) | 2.9968 (0.0391)** | 2.3855 (0.0039)*** | -2.2054 (0.0020)*** |

| グループ | グループ8 | グループ9 | グループ10 | グループ11 | グループ12 | グループ13 |
|---------|-----------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| 分類 | 募集 | 不払い | 不払い | 不払い | 不払い | 不払い |
| イベント日 | 2004/8/23 | 2005/2/14 | 2005/8/4 | 2005/8/15 | 2005/9/29 | 2006/5/24 |
| 公表 | ほぼ同時 | 新聞先行 | 新聞先行 | 新聞先行 | 新聞先行 | 新聞先行 |
| イベント後日数 | 0日 | 1.4556 (0.0039)*** | 0.5675 (0.5078) | 0.0474 (1.0000) | -0.5392 (1.0000) | 1.6038 (0.0039)*** |
| | 1日 | -0.3749 (0.1797) | 3.3347 (0.0039)*** | -0.5135 (1.0000) | -0.8637 (0.0391)** | 1.4771 (0.0039)*** |
| | 2日 | 0.0848 (1.0000) | 3.3696 (0.0039)*** | 0.3322 (0.5078) | -0.3430 (0.1797) | -2.1728 (0.0039)*** |
| | 3日 | -0.0885 (1.0000) | 3.6870 (0.0039)*** | 0.0297 (0.5078) | -0.4293 (0.5078) | -2.1505 (0.0391)** |
| | 4日 | 0.7181 (0.1797) | 4.0631 (0.0039)*** | 0.5420 (0.1797) | -0.3603 (0.5078) | -3.4513 (0.0039)*** |
| | 5日 | 0.2422 (1.0000) | 4.7105 (0.0039)*** | 4.4453 (0.0039)*** | 1.6603 (0.0391)** | -2.0470 (0.0391)** |

1. 帰無仮説 H_0 : median of SCAR=0

2. *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準、括弧内はP値

7.1.2 SUR 推計によるイベントスタディー

推計にあたって、米国の分析 (Lamdin(2001), Deyoung et al.(1998)) を考慮し、イベント期間はイベント発生日前後の5日間、推定期間はイベント発生日の前後の計50日間とした¹³。

なお、伝統的イベントスタディーと同様に業界特殊要因を考慮するため、イベント9については、市場ポートフォリオのリターンを金融業インデックスとした推計も併せて行った。表5-3では、市場ポートフォリオのリターンを TOPIX とした場合と金融インデックスにした場合とを比較している。前者では4社の保険会社がプラスで有意となっていたが、後者では不祥事の自らによるアナウンスを行った当事者の保険会社(富士火災、コード8763)のみがプラスで有意となっている。よって、市場ポートフォリオを TOPIX とした前者の結果は、明らかに業界全体の特殊要因による影響を受けているものと思われるので、イベント9については後者の金融業インデックスによる推計結果を採用する。

また、(イベント日 2002/8/5) については、伝統的イベントスタディーと同様に業種固有の特殊要因ではないので特に配慮する必要はないと判断し、市場ポートフォリオは通常の TOPIX とした。

まず、表5-2の推計結果¹⁴の全体を見ると、マイナスに有意¹⁵な会社があるグループもあるが、一部のグループではプラスに有意な結果が出た。

¹³ この他に推計は次の2とおりについても行っている。イベント期間を発生日と翌日の2日間とし、推計期間をi: イベント期間を発生日と翌日の2日間とし、推計期間はイベント発生日の前後100営業日、ii: イベント期間を発生日と翌日の2日間とし、推計期間はイベント発生日の前後50営業日。これら3つの推計の結果はほぼ同様であった。

¹⁴ 本文ではダミー係数の結果のみを報告した。全係数の結果については、例えば、グループ1では次のとおりである。市場モデル (FFモデル) による3つの変数は統計的に有意な結果が出ている会社が多い。なお、グループ2以降の結果は省略。

| グループ | コード | 8751 | 8752 | 8753 | 8754 | 8755 | 8756 | 8757 | 8758 | 8759 | 8760 | 8761 | 8762 | 8763 | 8765 |
|---------|-----|---------------------|---------------------|-------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 切片 | | -0.086 (0.699) | -0.061 (0.807) | 0.076 (0.745) | 0.278 (0.254) | 0.107 (0.632) | 0.129 (0.548) | -0.118 (0.437) | 0.122 (0.588) | -0.162 (0.454) | 0.083 (0.651) | 0.022 (0.926) | 0.284 (0.194) | -0.124 (0.584) | -0.126 (0.454) |
| 市場要因 | | 0.347 (0.106) | 0.482 (0.045)** | 0.277 (0.219) | 1.011 (0.000)*** | 1.052 (0.000)*** | 0.975 (0.000)*** | 0.668 (0.000)*** | 1.022 (0.000)*** | 1.359 (0.000)*** | 0.710 (0.000)*** | 0.676 (0.003)*** | 1.095 (0.000)*** | 0.997 (0.000)*** | 0.659 (0.000)*** |
| 規模要因 | | -0.011 (0.969) | -0.305 (0.349) | -0.162 (0.595) | -0.333 (0.297) | -0.917 (0.002)*** | -0.418 (0.137) | -0.320 (0.108) | -0.641 (0.022)** | -0.640 (0.024)** | -0.488 (0.041)** | -0.893 (0.004)*** | -0.607 (0.034)** | -0.665 (0.024)** | -0.401 (0.069)* |
| 時価額要因 | | 1.012 (0.001)*** | 0.956 (0.003)*** | 0.437 (0.152) | 1.414 (0.000)*** | 1.028 (0.000)*** | 1.014 (0.000)*** | 0.685 (0.001)*** | 0.685 (0.014)** | 0.880 (0.002)*** | 0.697 (0.004)*** | 0.559 (0.068)* | 0.559 (0.000)*** | 1.061 (0.003)*** | 0.807 (0.000)*** |
| イベントダミー | | 0.365 (0.726) | -0.212 (0.856) | -0.209 (0.848) | -0.425 (0.710) | -2.488 (0.017)** | -0.927 (0.358) | 0.350 (0.623) | -1.110 (0.268) | -0.402 (0.693) | -0.103 (0.905) | -0.235 (0.830) | -0.673 (0.512) | -0.529 (0.618) | 0.260 (0.742) |

1. 下限分値

2. *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準

¹⁵ 有意水準は、10%、5%、1%について検定を行った。

表5-2 上場損保会社対象の新聞報道や行政処分発表に対するSUR推計結果（イベント期間ダミー変数の係数）

| グループ | グループ1 | グループ2 | グループ3 | グループ4 | グループ5 | グループ6 | グループ7 | グループ8 | グループ9 | グループ10 | グループ11 | グループ12 | グループ13 |
|-------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
| 分類 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 募集 | 不払い | 不払い | 不払い | 不払い | 不払い |
| イベント日 | 2000/6/29 | 2001/3/14 | 2002/4/25 | 2002/7/31 | 2002/8/5 | 2003/5/30 | 2003/11/7 | 2004/8/23 | 2005/2/14 | 2005/8/4 | 2005/8/15 | 2005/9/29 | 2006/5/24 |
| 公表 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | 新聞先行 | 新聞先行 | 新聞先行 | 新聞先行 | 新聞先行 |
| 8751 | 0.365 (0.726) | -0.735 (0.397) | 1.531 (0.073)* | 0.768 (0.354) | 1.049 (0.213) | -0.319 (0.722) | -0.515 (0.695) | -0.584 (0.381) | 0.901 (0.147) | 0.424 (0.591) | 0.708 (0.403) | -0.229 (0.792) | 0.381 (0.630) |
| 8752 | -0.212 (0.856) | -0.229 (0.742) | 1.154 (0.057)* | 1.188 (0.058)* | 1.472 (0.020)** | 0.021 (0.974) | 0.003 (0.998) | 0.317 (0.578) | 1.240 (0.044)** | 0.615 (0.407) | 0.671 (0.395) | -1.724 (0.032)** | 2.272 (0.012)** |
| 8753 | -0.209 (0.848) | 0.069 (0.921) | | | | | | | | | | | |
| 8754 | -0.425 (0.710) | 0.206 (0.775) | -0.242 (0.722) | 0.348 (0.614) | 1.651 (0.016)** | 0.091 (0.888) | 0.309 (0.746) | -0.436 (0.548) | 0.384 (0.489) | 0.085 (0.878) | 1.027 (0.077)* | -0.677 (0.310) | 0.711 (0.464) |
| 8755 | -2.488 (0.017)** | 0.518 (0.626) | 0.525 (0.516) | 1.054 (0.135) | 1.589 (0.023)** | -1.174 (0.124) | 0.432 (0.621) | 0.163 (0.757) | 0.656 (0.152) | 0.241 (0.744) | 1.349 (0.070)* | -1.366 (0.107) | 1.338 (0.128) |
| 8756 | -0.927 (0.358) | 0.618 (0.548) | 0.638 (0.497) | | | | | | | | | | |
| 8757 | 0.350 (0.623) | -0.216 (0.797) | -0.965 (0.251) | 0.764 (0.411) | -0.207 (0.826) | -0.197 (0.803) | 0.432 (0.571) | -0.266 (0.475) | 0.674 (0.097)* | 0.118 (0.826) | 0.163 (0.783) | -0.408 (0.566) | 0.634 (0.664) |
| 8758 | -1.110 (0.268) | 0.496 (0.627) | | | | | | | | | | | |
| 8759 | -0.402 (0.693) | -0.375 (0.739) | 0.597 (0.528) | 0.497 (0.474) | -0.044 (0.949) | -0.251 (0.801) | 1.108 (0.226) | -0.153 (0.760) | 0.553 (0.236) | -0.136 (0.873) | 0.902 (0.301) | -0.559 (0.577) | 1.868 (0.035)** |
| 8760 | -0.103 (0.905) | -0.541 (0.456) | | | | | | | | | | | |
| 8761 | -0.235 (0.830) | 0.552 (0.625) | -0.420 (0.615) | 0.343 (0.653) | 0.533 (0.485) | -0.108 (0.891) | 0.994 (0.396) | -0.066 (0.926) | 1.011 (0.073)* | 0.598 (0.434) | 1.284 (0.124) | -1.204 (0.155) | 1.760 (0.057)* |
| 8762 | -0.673 (0.512) | -0.275 (0.672) | | | | | | | | | | | |
| 8763 | -0.529 (0.618) | -0.096 (0.893) | -0.078 (0.933) | 1.020 (0.184) | 0.474 (0.542) | -0.235 (0.650) | 0.568 (0.553) | 0.495 (0.641) | 2.145 (0.002)** | -0.246 (0.815) | 1.394 (0.198) | -0.032 (0.977) | 0.443 (0.700) |
| 8765 | 0.260 (0.742) | 0.597 (0.635) | | | | | | | | | | | |
| 8795 | | | | | | | | 0.129 (0.900) | 0.691 (0.286) | 1.047 (0.241) | 0.271 (0.760) | -2.235 (0.025)** | 1.592 (0.165) |
| 8796 | | | | | | | | | | | | | |
| 8799 | | | 0.399 (0.576) | 0.048 (0.966) | 0.077 (0.947) | -1.891 (0.054)* | -0.992 (0.429) | | | | | | |

1. 下段はP値
 2. *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準
 3. 網掛けは不祥事当事者会社

表5-3 業界特殊要因を考慮したSUR推計結果（イベント期間ダミー変数の係数）

| 市場リターン: TOPIX(再掲) グループ9 | | | | 市場リターン: 金融業インデックス グループ9 | | | |
|----------------------------|-------|---------|-----|----------------------------|--------|---------|----|
| コード | 係数 | P値 | | コード | 係数 | P値 | |
| 8751 | 0.901 | (0.147) | | 8751 | 0.342 | (0.524) | |
| 8752 | 1.240 | (0.044) | ** | 8752 | 0.681 | (0.217) | |
| 8754 | 0.384 | (0.489) | | 8754 | -0.128 | (0.798) | |
| 8755 | 0.656 | (0.152) | | 8755 | 0.065 | (0.873) | |
| 8757 | 0.674 | (0.097) | * | 8757 | 0.398 | (0.333) | |
| 8759 | 0.553 | (0.236) | | 8759 | 0.041 | (0.926) | |
| 8761 | 1.011 | (0.073) | * | 8761 | 0.477 | (0.366) | |
| 8763 | 2.145 | (0.002) | *** | 8763 | 1.575 | (0.012) | ** |
| 8795 | 0.691 | (0.286) | | 8795 | 0.368 | (0.563) | |

1, *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準

2, 網掛けは不祥事当事者会社

さらに、損害保険会社が不祥事を自らアナウンスしたかどうかという観点で見てみよう。自らアナウンスしたケースは、表5-2のうち、2005年以降のグループ9から13（グループB）であるため、グループAとBの結果を比較する。ただし、グループ9については、既述のとおり業界特殊要因を考慮するため表5-3の結果を採用する。

すると、グループBでは、グループ9、11及び13でプラスに有意となっている。特に、不祥事の当事者である、グループ9の富士火災(8763)、グループ11の日本興亜火災(8754)、グループ13の三井住友海上(8752)がプラスで有意な結果となっている。このことはグループAのグループ3及び5にも当てはまるが、全体としてはグループBでの傾向が比較的強く見られる。つまり、市場は、不祥事の当事者及びその他の一部の同業会社に対し、不祥事情報を自らアナウンスした行動そのことを評価したと解釈できる。

次に、当初の新聞報道・金融庁発表のみではなく、当初の新聞報道から2週間以上経過した2回目の新聞報道をイベントとした検証を行った。このケースは、グループ11及び13が対象となったが、表6のとおり、当事者を含めあまり反応していない。

最後に、伝統的なイベントスタディーとSUR推計によるイベントスタディーによる結果を比較すると、前者はイベントごと・日によってまちまちの結果が出ているのに対し、後者は自らアナウンスを行った一部のグループでプラスに有意に出ており、マイナスに有意なケースもあるが、プラスのものが比較的には勝っている。このように異なる結果となっているが、前述のとおりSUR推計の方が検証方法としてより適していると考えられるので、SURの結果を採用することとする。

表6 上場損保会社対象の2回目新聞報道に対するSUR推計結果（イベント期間ダミー変数の係数）

| グループ11 | | | グループ13 | | |
|--------|--------|----------|--------|--------|---------|
| コード | 係数 | P値 | コード | 係数 | P値 |
| 8751 | -1.461 | (0.090)* | 8751 | 0.285 | (0.578) |
| 8752 | -1.287 | (0.098)* | 8752 | -0.268 | (0.663) |
| 8754 | -0.206 | (0.779) | 8754 | 0.171 | (0.785) |
| 8755 | -1.076 | (0.210) | 8755 | 0.250 | (0.669) |
| 8757 | -0.565 | (0.459) | 8757 | -0.062 | (0.943) |
| 8759 | 0.701 | (0.514) | 8759 | 0.002 | (0.997) |
| 8761 | -0.886 | (0.285) | 8761 | 0.579 | (0.381) |
| 8763 | -0.590 | (0.594) | 8763 | 0.024 | (0.973) |
| 8795 | 0.166 | (0.875) | 8795 | 0.384 | (0.593) |

1, *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準

2, 網掛けは不祥事当事者会社

7.2 課題2の検証結果

課題2では、当初の新聞報道から2週間以上経過後の行政処分の内容を明らかにした発表¹⁶の検証を行った。

グループA（イベント事案が募集であり、不祥事の実と行政処分の内容を同時に知ったケース）については、表5-2のとおり、募集の案件の不祥事に対して一部の損害保険会社でプラスに反応している。これは、市場が、募集案件に係る不祥事がアナウンスされ行政処分の内容が判明したことに対し、マイナス要因よりも将来のリーガルリスクを事前に防げた等のプラス要因が比較的には多いと解釈したことによるものと思われる。

なお、不祥事の当事者が有意になっているケースは、有意水準10%でもグループ3の日動火災（東京海上日動(8751)）、グループ5の損保ジャパン(8755)の2件のみである。市場は不祥事当事者のみあるいは個別の会社を評価している訳ではなく業界全体を見ているようである。なお、有意になっている損害保険会社数は少ないことから、行政処分による影響は限定的であると考えざるを得ない。

つまり、この結果は次のように考えられる。不祥事の発生そのものは好ましいことではないが、グループAの不祥事は、一部の支店等による募集時における不祥事という保険会社の存続自体に影響を与える程の大きさではないと思料される。また、そもそも行政処分の目的は、保険業法にあるように企業価値の毀損を目的としたものではない。以上の2つのことから、グループAの不祥事は、不祥事当事者会社に対するマイナス要因ではなく、将来的に業界全体のガバナンスや業務効率の改善の警鐘を鳴らすという意味でプラスの要因として働いたと考えられる。

表7 上場損保会社対象の複数ダミーによるSUR推計結果（イベント期間ダミー変数の係数）

| グループ ダミー | グループ9 | | グループ11 | | グループ12 | | グループ13 | | |
|-------------|----------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|---------------------|--------------------|-------------------|
| | 新聞発表 | 処分金融 庁公表 | 新聞発表 | 処分:新 聞発表 | 新聞発表 | 処分金融 庁公表 | 新聞発表 1 | 処分新聞 発表 | 処分金融 庁公表 |
| 日時 | 2005/2/14 | 2005/11/28 | 2005/8/4 | 2005/8/15 | 2005/9/29 | 2005/11/28 | 2006/5/24 | 2006/5/26 | 2006/6/22 |
| 8751 | 0.790 (0.486) | -1.525 (0.181) | 0.311 (0.798) | 0.356 (0.764) | -1.116 (0.406) | -1.027 (0.442) | 0.422 (0.589) | 0.820 (0.298) | 1.131 (0.157) |
| 8752 | 3.863 (0.000) *** | -1.905 (0.066) * | 0.022 (0.985) | -1.026 (0.358) | 0.265 (0.835) | -1.891 (0.134) | 2.259 (0.012) ** | -0.228 (0.802) | -0.377 (0.681) |
| 8754 | 2.347 (0.020) ** | -1.176 (0.244) | 0.985 (0.247) | -0.424 (0.610) | -0.162 (0.876) | -1.055 (0.308) | 0.695 (0.473) | -0.819 (0.402) | -0.050 (0.959) |
| 8755 | 1.564 (0.120) | -0.680 (0.500) | 0.018 (0.987) | -0.884 (0.424) | 0.129 (0.923) | -0.647 (0.627) | 1.365 (0.115) | 1.453 (0.097) * | 0.075 (0.933) |
| 8757 | 0.133 (0.864) | -2.151 (0.006) *** | -0.571 (0.488) | -0.632 (0.433) | -0.634 (0.556) | -2.584 (0.016) ** | 0.660 (0.651) | 0.404 (0.784) | 0.841 (0.573) |
| 8759 | 1.973 (0.053) * | 0.190 (0.852) | 0.704 (0.589) | 0.375 (0.768) | -0.649 (0.678) | 0.164 (0.916) | 1.861 (0.035) ** | 0.258 (0.772) | -0.491 (0.587) |
| 8761 | 2.393 (0.030) ** | -2.158 (0.051) * | -0.418 (0.723) | -0.316 (0.784) | -1.389 (0.288) | -2.200 (0.091) * | 1.744 (0.058) * | 0.401 (0.666) | -1.025 (0.275) |
| 8763 | 3.203 (0.018) ** | -2.046 (0.132) | 0.348 (0.829) | -0.224 (0.887) | 0.433 (0.802) | -1.724 (0.315) | 0.383 (0.735) | -1.123 (0.326) | -1.734 (0.134) |
| 8795 | 1.946 (0.202) | 1.005 (0.511) | -0.575 (0.676) | -1.458 (0.278) | -0.510 (0.747) | 1.658 (0.292) | 1.559 (0.172) | -0.344 (0.765) | -1.168 (0.316) |

1. 下段はP値
2. *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準
3. 網掛けは不祥事当事者会社

グループB（イベント事案が保険金不払いであり、不祥事の実の自らのアナウンス後に行政処分の内容を知り得たケース）については、新聞報道と金融庁発表とが2日程度しか空いていないケースがあったため、2つのイベント日が重ならないよう、イベント期間をイベント発生日と翌日の2日間とし、推計期間は課題1と同様にイベント発生日の前後50日間とした。また、その対象を、当初の新聞報道で少なくとも1社以上の損

¹⁶ 金融庁発表が、2回目の新聞報道直後となっているケースもある。

害保険会社が有意に反応したグループとした。保険金不払い案件の不祥事に対する行政処分の内容が判明した時点で、その行政処分判明のイベントダミー係数について検証する。その結果、表7のとおり、不祥事の当事者の有無に拘わらず、多くの損害保険会社でマイナスに反応している。これは、市場が、行政処分の内容が判明した時点で、今後の保険金支払い増による収益への圧迫を考慮し、マイナスに反応したものと解釈できる。

ただし、グループBについて、グループAと同様に、不祥事の当事者が必ず有意にマイナスとなっているわけではなく、有意にマイナスになっている損害保険会社数が少ないことから、行政処分による影響は限定的であると考えられる。

なお、表7のグループ13の2006年5月24日行政処分判明イベントダミーの係数について、不祥事当事者会社である損保ジャパン(8755)の推計値がプラスになっている。これは、同日に平成18年3月期決算について当期純利益30%増との発表があったこと、同日に役員ストックオプション付与の報道があったこと、翌25日に代表取締役異動の報道があったことなど、不祥事以外のアナウンスが複合して影響しているためと思われる。よって、表7のグループ13の損保ジャパン(8755)に対する、2006年5月24日行政処分判明イベントについては、分析不可能と判断せざるを得ない。

7.3 課題3の検証結果

課題1及び課題2の実証結果から、不祥事の当事者の株価が必ずしも有意に反応しているわけではない。また、グループによっては、損害保険会社のみならず生命保険会社においても有意に反応していることさえあることが判る。

そこで、グループA及びグループBについて、それぞれ損害保険会社・生命保険会社にわけ回帰分析を行った。

なお、財務データである資産及び発行済株式数はイベント日直前期末の決算データを、株価はイベント日前日のデータを用いた。

表8 イベントダミー係数の重み付き回帰分析の結果

その結果は表8のとおりである。損害保険会社については一定のサンプル数が得られたが、生命保険会社については分析に必要なサンプル数が得られなかった。損害保険会社の分析結果によると、2004年以前に不祥事に関する新聞報道があったケース（これは、イベント事案が募集であり、不祥事の実態と行政処分の内容を同時に知ったケースと等しく、グループAにあたる）では、企業規模の対数値に対してプラスで有意な結果となっている。しかし、その決定係数は0.063と余りにも小さく、また、F値も5%水準では有意ではない。

| 損害保険会社 | 最初のアナウンス | | | 行政処分のアナウンス |
|----------------|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| | 全期間 | 2004年以前 | 2005年以後 | 2005年以後 |
| グループ | G1~G13 | G1~G8 | G9~G13 | G9~G13 |
| n: サンプル数 | 117 | 77 | 40 | 32 |
| 切片 | -1.416 (0.464) | -4.526 (0.045)** | 2.422 (0.488) | -3.143 (0.295) |
| log(資産) | 0.137 (0.315) | 0.338 (0.032)** | -0.075 (0.763) | 0.136 (0.526) |
| (発行済株式数×株価)/資産 | -0.001 (0.569) | -0.001 (0.483) | -0.003 (0.315) | 0.001 (0.733) |
| 決定係数 | 0.009 | 0.063 | 0.050 | 0.033 |
| F検定のP値 | 0.601 | 0.089* | 0.385 | 0.610 |

| 生命保険会社 | 最初のアナウンス | | | 行政処分のアナウンス |
|----------------|--------------------|---------|---------|------------|
| | 全期間 | 2004年以前 | 2005年以後 | 2005年以後 |
| グループ | G1~G12 | G1~G9 | G10~G13 | |
| n: サンプル数 | 11 | 7 | 4 | 3 |
| 切片 | -17.391 (0.679) | --- | --- | --- |
| log(資産) | 0.989 (0.717) | --- | --- | --- |
| (発行済株式数×株価)/資産 | 0.008 (0.726) | --- | --- | --- |
| 決定係数 | 0.221 | --- | --- | --- |
| F検定のP値 | 0.368 | --- | --- | --- |

1. 下段はP値
2. *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準
3. 2004年以前とは、イベント日が2004年以前の意味。2005年以後とはイベント日が2005年以後の意味

よって、本稿の分析の範囲では不祥事事件については、その株価が反応している保険会社について明確な企業の特徴を発見することはできなかった。保険会社各社に対する評価というより、むしろ業界全体として評価された可能性も高い。

8 生命保険会社に対する実証分析

8.1 生命保険会社のイベント及び検証方法

相互会社形態が多く、株式の上場企業が少ない生命保険会社のイベントについても、業界全体の影響の観点から分析した。生命保険のイベントは、イベント日毎に区分し全体で 13 個のイベントとした。ただし、損害保険イベントのグループ 1 と同日のイベントは、イベントサンプルから除外したため、最終的には表 9 のとおり 12 個のイベントを対象とした。

表 9 生命保険会社のイベント

| グループ名 | 発表の種類 | イベント日 | 行政処分発表日* | 対象保険会社 | 新聞報道 | 不祥事案件 |
|--------|-------|------------|------------|---------------------|--|-------|
| グループ1 | 金融庁発表 | 2000/2/15 | --- | 第百生命 | 2000/2/15 | 財務 |
| -- | 金融庁発表 | 2000/6/29 | --- | 三井生命 | 2000/6/29 | 募集 |
| グループ2 | 金融庁発表 | 2000/8/14 | --- | 第一生命 | 2000/8/12 | 募集 |
| グループ3 | 金融庁発表 | 2000/12/11 | --- | INGひまわり生命 | 2000/12/9 | 募集 |
| グループ4 | 金融庁発表 | 2001/7/9 | --- | アクサ生命, アクサグループライフ生命 | 2001/7/7 | 募集 |
| グループ5 | 新聞報道 | 2001/11/1 | 2001/11/1 | 日本生命 | 2001/11/1, 11/2, 11/5, 11/6, 11/9, 11/21 | 募集 |
| グループ6 | 金融庁発表 | 2002/9/26 | --- | アクサ生命, アクサグループライフ生命 | 2002/9/26 | 募集 |
| グループ7 | 新聞報道 | 2003/5/12 | | 日本生命保険 | 2003/5/10, 5/14 | 募集 |
| グループ8 | 新聞報道 | 2003/9/8 | 2003/11/6 | 日本興亜生命保険, PCA生命 | 2003/9/6, 11/7 | 募集 |
| グループ9 | 新聞報道 | 2003/12/2 | 2003/12/2 | 明治生命 | 2003/12/2, 12/3 | 財務 |
| グループ10 | 新聞報道 | 2005/2/18 | 2005/2/25 | 明治安田生命 | 2005/2/18, 2/19, 2/21, 2/22, 2/25, 2/26, 2/28, 3/4, 3/12, 3/17, 3/18, 10/12 | 不払い |
| グループ11 | 金融庁発表 | 2005/6/13 | --- | 三井生命 | 2005/6/11, 6/25 | 不払い |
| グループ12 | 新聞報道 | 2005/10/21 | 2005/10/28 | 明治安田生命, 明治安田生命保険代理社 | 2005/10/21, 10/22, 10/24, 10/25, 10/26, 10/27, 10/28, 10/29, 10/31, 11/1, 11/2, 11/4, 11/5, 11/6, 11/7, 11/17, 11/18, 11/19, 11/21, 11/29, 12/1, 12/4, 12/8, 12/10, 12/13, 12/16, 12/17, 12/31 | 不払い |

*発表の種類が金融庁発表の場合、行政処分日はその前営業日

まず、損害保険の場合と同様、グループ毎に SUR 推計を行った。推計は次の 3 通りである。損保と同様、イベント期間を発生日と翌日の 2 日間とし、推計期間を①：イベント発生日の前後 100 営業日、②：イベント発生日の前後 50 営業日とした。次に、③：イベント期間を発生日の前 2 日・当日・翌 2 日の 5 日間とし、推計期間をイベント発生日の 50 営業日とした。

また、追加的に、逐次推計による構造変化の検定（第4節(3)）を行った。これは、明治安田生命保険に関する複数回におよぶ不祥事について、当初イベント発生後、長期に亘りほぼ連日のように度重なる新聞報道があったためである。度重なる新聞報道のうち、いつの報道が株価の影響を与えたかを検証するため、グループ10¹⁷及び12について、逐次推計による構造変化の検定（CUSUMテストとCUSUMSQテスト）を行った¹⁸。検定期間はイベント発生日の前後50日間とした。

8.2 生命保険会社の実証分析結果

SUR推計の結果、生命保険会社の反応を見ると（表10参照）、有意な結果が出たのは、グループ6の2002年のアクサ生命に対する業務改善命令、グループ10及び12の2005年の明治安田生命に対する行政命令のみである。このように有意な結果が非常に少ないが、上場生命保険会社が1～2社しかないため、生命保険会社の不祥事イベントについては確定的な結論を出すことは困難である。

また、構造変化を見るテストの結果は図3のとおりである。図3-1のCUSUMテスト及びCUSUMSQテストは、生保グループ10のイベント日と損保グループ9イベント日が接近（4日違い）していたため、早期な損保イベント9の2005年2月14日イベントの前後50日を分析の対象とした。CUSUMSQテストのグラフを見ると、イベント日である2月14日の前に有意水準5%のラインを超えており、構造変化が検出されている。その後2月14日と、3月の中旬頃に大きなジャンプがあったがラインを超えてはいない。既述のとおり、2005/2/14は、保険・銀行を含む金融業界再編のニュースが伝えられている。また、日別には、3月10日、11日¹⁹及び年度末の3営業日²⁰に大きなジャンプがあるが、3月中旬頃には運用や経理業務に関する新聞報道²¹が目につき、3月下旬は決算期末でもある。つまり、新聞等による不祥事の自らによるアナウンスが、業界全体のバッドまたはグッドニュースと同日に行われてしまうと、不祥事のみの影響を正しく判別することは難しい。また、株価そのものも、業績発表や各社の運用や経理業務に関するニュースの影響を強く受けやすく、不祥事イベントを特定することは非常に難しい場合もある。

また、図3-2は生保グループ12のイベント日を基準したテスト結果である。生保会社関連のニュースでは、グループ12の2005年の明治安田生命の行政処分に対する金融庁報道の直後に、大きな残差の乖離（ジャンプ）があり、市場が反応していることが判る。ただし、この乖離は、当初の新聞報道ではなく1週間後の金融庁報道に対する反応であり、5%の有意水準では有意でないため、その解釈にあたっては注意が必要である。

¹⁷ 生保グループ10のイベント日は損保グループ9のイベント日に近いので、CUSUMテスト及びCUSUMSQテストの分析期間が重なる。よって、ここでは図1のT&Dホールディング(8795)の結果を流用する。それによると2005年2月の業界再編等のニュースによる影響を大きく受けているものと推測される。

¹⁸ これらの検定は、(1)式のうち市場モデルの変数についてOLSを行った。

¹⁹ 両日で、比較的大きなジャンプが見られた損保会社は、東京海上日動(8751)、三井住友(8752)、損保ジャパン(8755)、ニッセイ同和(8759)

²⁰ 比較的大きなジャンプが見られたのは、日新火災(8757)、ニッセイ同和(8759)、あいおい(8761)、富士(8763)

²¹ 例えば、日本経済新聞によると、3/5東京海上日動が販路拡大のために新光と包括業務提携、3/6日本興亜損保がヘッジファンド運用強化、3/9みずほ日本興亜損保など100億円規模のファンドに出資、3/11三井住友FGが生損保に増資の引受要請、3/15ミレア等大手6社が1300億円の自社株取得

表 10 生命保険会社対象の新聞報道や行政処分発表に対する SUR 推計結果 (イベント期間ダミー変数の係数)
イベント期間 5 日, 推計期間 イベント前後 50 営業日

| コード | グループ1 | | グループ2 | | グループ3 | | グループ4 | | グループ5 | | グループ6 | | グループ7 | | グループ8 | | グループ9 | | グループ10 | | グループ11 | | グループ12 | | | |
|-------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------|------|--------|------|--------|------|--------|------|------|--|
| | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 財務 | 募集 | 不払い | 不払い | | |
| イベント日 | 2000/2/15 | 2000/8/14 | 2000/12/11 | 2001/7/9 | 2001/11/1 | 2002/9/26 | 2003/5/12 | 2003/9/8 | 2003/12/2 | 2005/2/18 | 2005/6/13 | 2005/10/21 | | | | | | | | | | | | | | |
| 公表 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | ほぼ同時 | |
| 8751 | -0.331 (0.770) | -0.746 (0.401) | -0.965 (0.230) | 0.545 (0.434) | 0.220 (0.811) | -0.160 (0.817) | 1.166 (0.169) | 1.166 (0.599) | -0.742 (0.613) | 0.279 (0.641) | 0.640 (0.599) | 0.279 (0.699) | 0.640 (0.747) | 0.279 (0.699) | -0.327 (0.530) | 1.407 (0.096)* | | | | | | | | | | |
| 8752 | -1.383 (0.263) | 0.067 (0.946) | -0.397 (0.653) | 0.297 (0.592) | -0.068 (0.936) | -0.234 (0.717) | 0.292 (0.688) | 0.343 (0.699) | -0.276 (0.747) | -0.242 (0.699) | -0.654 (0.300) | 1.071 (0.182) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8753 | -3.913 (0.001)** | 0.241 (0.780) | -0.301 (0.652) | 0.279 (0.604) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8754 | -1.727 (0.138) | 1.091 (0.265) | 0.526 (0.358) | 0.465 (0.547) | 1.123 (0.158) | 0.898 (0.273) | 1.001 (0.153) | 0.735 (0.339) | -1.150 (0.208) | -0.527 (0.319) | -0.489 (0.301) | 0.651 (0.328) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8755 | 0.673 (0.555) | -0.024 (0.975) | 0.850 (0.364) | 0.451 (0.621) | 1.664 (0.086)* | 0.100 (0.887) | -0.044 (0.954) | -0.567 (0.560) | -0.402 (0.649) | 0.568 (0.203) | -0.704 (0.259) | 0.904 (0.287) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8756 | -1.538 (0.199) | 0.168 (0.814) | 0.527 (0.540) | 0.746 (0.432) | 2.642 (0.189) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8757 | -0.146 (0.894) | -0.171 (0.821) | 0.452 (0.555) | 0.921 (0.087)* | -1.027 (0.250) | -0.265 (0.792) | -0.658 (0.353) | -0.195 (0.822) | -1.280 (0.100)* | 1.358 (0.001)** | -0.805 (0.086)* | -0.020 (0.977) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8758 | 0.363 (0.800) | 0.394 (0.721) | 0.045 (0.959) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8759 | -0.519 (0.695) | -0.051 (0.952) | -0.807 (0.397) | 0.998 (0.315) | 1.371 (0.172) | 0.610 (0.372) | -0.417 (0.672) | -0.177 (0.851) | 0.411 (0.648) | -0.649 (0.162) | -0.316 (0.530) | 0.458 (0.649) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8760 | -1.033 (0.401) | -0.036 (0.966) | 0.844 (0.264) | 0.396 (0.5404) | 0.691 (0.4464) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8761 | -2.560 (0.106) | -1.070 (0.314) | 0.163 (0.862) | 1.218 (0.194) | 0.654 (0.691) | 0.175 (0.815) | -0.528 (0.483) | 0.507 (0.880) | 0.042 (0.969) | 0.096 (0.866) | 0.661 (0.309) | -0.233 (0.789) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8762 | -1.467 (0.174) | 0.493 (0.590) | 0.706 (0.262) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8763 | -1.513 (0.271) | -1.001 (0.407) | -0.315 (0.677) | 0.753 (0.335) | -0.552 (0.686) | -0.187 (0.803) | -0.043 (0.935) | -0.687 (0.452) | 0.906 (0.299) | -0.314 (0.655) | -0.129 (0.847) | 0.795 (0.480) | | | | | | | | | | | | | | |
| 8765 | -1.934 (0.057) | -0.073 (0.932) | 0.391 (0.791) | -0.001 (1.000) | 1.553 (0.129) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8795 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8796 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 8799 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

1, 下段はP値

2, *10%有意水準、**5%有意水準、***1%有意水準

8795

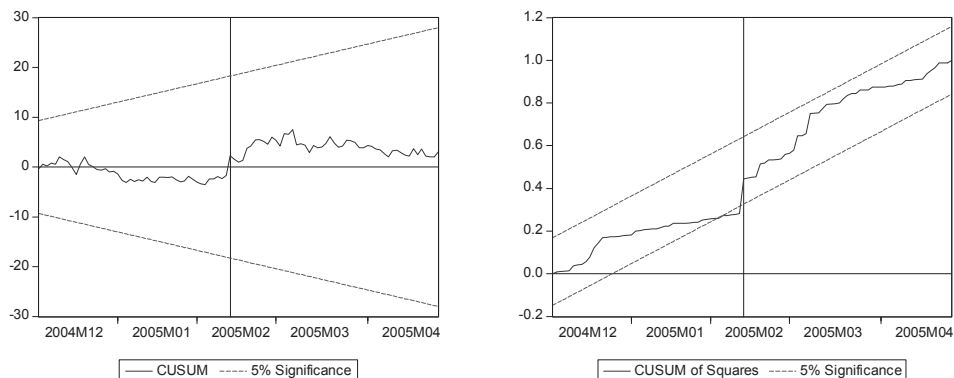


図3-1 生命保険会社イベント10（損害保険会社イベント9で代用）に対する CUSUM テスト及び CUSUMSQ テストの結果（各図の中心線はイベント日である 2005 年 2 月 14 日（損保グループ9））

8795

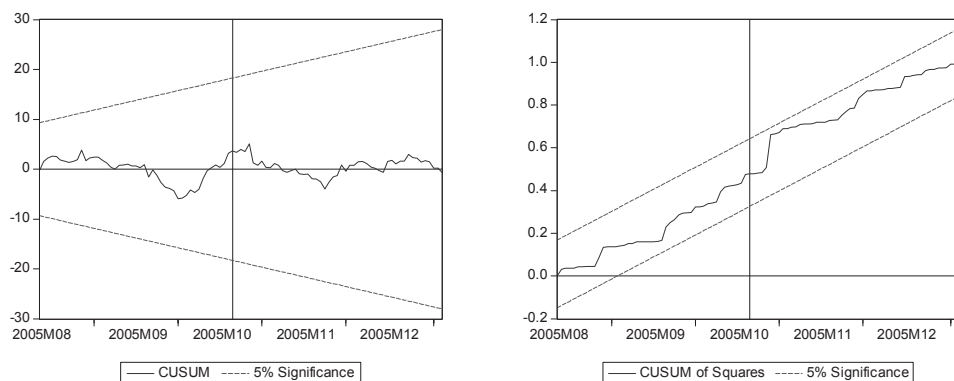


図3-2 生命保険会社イベント12に対する CUSUM テスト及び CUSUMSQ テストの結果（各図の中心線はイベント日である 2005 年 10 月 21 日（生保グループ12））

9 結論

本稿では、2000 年以降の上場保険会社に対する金融不祥事及び行政処分について、これらをイベントとし、個別保険会社の株価に有意な影響を与えたかどうか、金融不祥事に対して市場規律が有効に働いているかどうかを検証した。その結果、

- (1) 不祥事の実を自らアナウンスした場合、市場はアナウンスした行動それ自体に対してプラスの反応をする傾向にあること、
- (2) 営業上の不祥事であっても事案（募集事案又は保険金の不払い事案）によりその影響が異なること、
- (3) 不祥事事件について、市場の反応の大きさに保険会社の規模と安全性が影響しているかど

うかに関しては、明確な関係は検出されないこと、

- (4) 不祥事に対する株式市場の反応は、マイナス要因とプラス要因が複合するため²²、有意にマイナスにならない場合もあり、株式市場による規律が働いているかどうかは、明瞭ではないこと、

が判った。しかし、いずれの結果も不祥事の当事者会社が有意な結果を示していないことや、有意な結果が得られた会社が少ないことから、金融不祥事に係る行政処分の影響を明確に結論づけることは難しい。

Dewatripont and Tirole(1994)は、銀行をモニターする規制の役割を、公的機関に限らず銀行と投資家との間で論じている。銀行がモラルハザードに陥ることなく効率的な経営が行うためには、投資家からの威嚇が効果的であるとしている。しかし、これらの実証結果からは、2000年以降の上場保険会社に対する金融不祥事及び行政処分について、投資家からの市場規律が有効に働いていたかどうかは判断し難い。

以上、本稿の実証結果からは、株式市場による市場規律の影響を明確には確認できなかったが、ファイナンスにおける企業活動の目的は企業価値の最大化である。例えば、伊藤(2004,2007)は、不祥事等により社外ステークホルダーの信頼を失墜させるような事象が発生し、企業価値の毀損となるリスクをレピュテーション・リスクとし、法令順守違反等の不祥事を起こしたことにより企業価値が毀損されている事業会社の例を示し、企業価値を高めるためにレピュテーションを持続的に高めることが必要としている。これと同様に 保険会社等の金融機関においても、商品への疑念や不祥事事件等、またその後の対応の遅れなどにより企業価値が毀損することがないように、ステークホルダーからのレピュテーションを真摯に受け止め、企業価値を高めていく経営努力を続けていくことが重要である。さらに、投資家からの市場規律が有効に働いていたかどうかを明瞭に判断することは難しいケースにおいては、市場規律のみならず監督者としての行政機関の役割も重要であると思われる。

本稿の今後の課題としては、保険会社と銀行とは資本関係や企業系列で関係が深いため、保険会社のみではなく大手銀行をも含めた金融業界全体で分析する必要がある。さらに、本来、銀行業も保険業も同様な金融業であり、ニュースが市場に与える影響は同様であるものと思われるので、銀行業と保険会社とを比較して分析することにより、その類似性・差異を把握することも有用であろう。

(附論 1)

CUSUM テスト及び CUSUMSQ テストの方法は以下のとおりである。

t 期の被説明変数を y_t 、 k 個の要素からなる説明変数ベクトルを \mathbf{x}_t 、 k 個の要素からなる回帰係数ベクトルを β_t 、攪乱項を u_t とし、次のモデルを考える。

²² 不祥事の自らによるアナウンスは、業界のグッドニュースや各社の業績発表と同日に行われることが多く、不祥事イベントのみの影響を特定しにくいという要因もある。

$$\begin{aligned}
y_t &= \mathbf{x}'_t \boldsymbol{\beta}_t + u_t, & t = 1, \dots, T \\
u_t &\sim N(0, \sigma_t^2) \\
E(u_t, u_{t'}) &= 0, t \neq t'
\end{aligned}$$

ここで帰無仮説として、回帰分析のパラメータが各期で一定とする。すなわち次式のとおりである。

$$\begin{aligned}
H_0 : \boldsymbol{\beta}_1 = \boldsymbol{\beta}_2 = \dots = \boldsymbol{\beta}_T = \boldsymbol{\beta}, & \quad t = 1, \dots, T \\
\sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots = \sigma_T^2 = \sigma^2
\end{aligned}$$

第1期から第 $t-1$ 期までのデータに通常の回帰分析 (OLS) を適用して求めた回帰係数ベクトルを \mathbf{b}_{t-1} とすると、帰無仮説 H_0 の下で、次の w_t は独立で、 $N(0, \sigma^2)$ に従う。

$$\begin{aligned}
w_t &= \frac{y_t - \mathbf{x}'_t \mathbf{b}_{t-1}}{\sqrt{1 + \mathbf{x}'_t (\mathbf{X}'_{t-1} \mathbf{X}_{t-1})^{-1} \mathbf{x}_t}}, & t = k+1, \dots, T \\
\mathbf{X}'_{t-1} &= (\mathbf{x}_1, \mathbf{x}_2, \dots, \mathbf{x}_{t-1})
\end{aligned}$$

また、第 t 期までを推定期間とする残差平方和は次式により逐次的に算出できる。

$$S_t = S_{t-1} + w_t^2, \quad t = k+1, \dots, T$$

CUSUM テストは次の W_t が臨界値を越えた時点で構造変化が起きている可能性があるとするものである。

$$\begin{aligned}
W_t &= \frac{1}{\hat{\sigma}} \sum_{j=k+1}^t w_j, & t = k+1, \dots, T \\
\hat{\sigma}^2 &= \frac{S_T}{T-k}
\end{aligned}$$

CUSUMSQ テストは次の s_t が臨界値を越えた時点で構造変化が起きている可能性があるとするものである。

$$s_t = \frac{\sum_{j=k+1}^t w_j^2}{\sum_{j=k+1}^T w_j^2} = \frac{S_t}{S_T}, \quad t = k+1, \dots, T$$

謝辞

本稿の執筆にあたっては、慶應義塾大学吉野直行氏及び早稲田大学森平爽一郎氏から、2007年度日本ファイナンス学会（慶應義塾大学）において信州大学広瀬純夫氏及び2007年度日本保険年金・リスク学会（早稲田大学）において京都産業大学宮下洋氏から、また、本誌の匿名の複数のレフェリーから有益なコメントをいただいた。これらの方々に記して感謝の意を表したい。

参考文献

- [1]伊藤邦雄(2004), レピュテーションを高めるコーポレートブランド経営, リスクマネジメントビジネス, 第19巻9号, 4-7.
- [2]伊藤邦雄(2007), 『企業価値評価』, 日本経済新聞社.
- [3]大日方隆(1998), 不良債権の償却情報の意味—“Earnings Response Coefficients”の検証を通じて— Discussion Paper No. 98-J-32, 日本銀行金融研究所.
- [4]小佐野広, 堀敬一(2006), 企業の不祥事と株価パフォーマンス, Research Paper No. 05006, 立命館大学ファイナンス研究センター.
- [5]音川和久(1998), 不良債権の会計情報と株価形成, 會計, 第154巻 第2号, 41-53.
- [6]金融庁 金融庁の1年(17事務年度版).
- [7]小林孝範, 吉田靖, 森平爽一郎(2006), 企業の不祥事と株式市場の評価, 日本ファイナンス学会第14回大会予稿集.
- [8]白須洋子, 小守林克哉, 森平爽一郎(2007), 日本の損害保険会社及び事業ライン別の資本ベータ推計について, FSA リサーチ・レビュー2006, 75-103.
- [9]東京証券取引所 東証統計月報.
- [10]吉田靖(2003), 阪神大震災における銀行株の伝染効果, 現代ディスクロージャー研究, No. 4, 43-51.
- [11]吉田靖, 加藤千雄, 國村道雄(2002), 邦銀の有価証券評価損益情報と株価, 現代ディスクロージャー研究, No. 3, 25-37.
- [12]Aharony, J. and I. Swary (1983), Contagion Effects of Bank Failures: Evidence from Capital Markets, *The Journal of Business*, Vol. 56, No. 3, 305-322.
- [13]Barry, C. and S. Brown(1985), Differential Information and Security Market Equilibrium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 407-422.
- [14]Beaver, W., Eger, C., Ryan, S. and M. Wolfson(1990), Financial Reporting, Supplemental Disclosures, and Bank Share Price, *Journal of Accounting Research*, 27, No. 2, Autumn, 157-178.
- [15]Belkaoui, A.R (2001), *The Role of Corporate Reputation for Multinational Firms* -

Accounting, Organizational and Market Considerations, Quorum Books.

- [16] Berger, A. N., S. M. Daivies, and M. J. Flannery (2000), Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who Knows What When?, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32(3), 641-667.
- [17] Binder, J. J. (1985), Measuring the Effects of Regulation with Stock Price Data, *Rand Journal of Economics*, 16(2), 167-183.
- [18] Brown, P. L., J. Durbin, and J. M. Evans (1975), Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationships over Time, *Journal of the Royal Statistical Society, Ser B* 37, 149-192.
- [19] Davidson III, W. N., D. L. Worrell, and C. I. Lee (1994), Stock Market Reactions to Announced Corporate Illegality, *Journal of Business Ethics*, 13(12), 979-987.
- [20] DeYoung, R., M. J. Flannery, W. W. Land, and S. M. Sorescu (1998), The Informational Advantage of Specialized Monitors: The Case of Bank Examiners, *FRB Chicago Working Paper*.
- [21] Dewatripont, M. and J. Tirole (1994) *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge, MA.
- [22] Diamond, D. and R. Verrecchia (1991), Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *The Journal of Finance* 46, 1325-1359.
- [23] Fama E. F and E. R French (1993), Common Risk Factors in the Returns on Stock and Bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- [24] Karafiath, I. and J. Glascock (1989), Intra-Industry Effects of a Regulatory Shift: Capital Market Evidence from Penn Square, *The Financial Review*, February, 24, No. 1, 123-134.
- [25] Lamb, R. P. (1995), An Exposure-Based Analysis of Property-Liability Insurer Stock Values Around Hurricane Andrew, *The Journal of Risk and Insurance*, 62(1), 111-123.
- [26] Lamdin, J. M. (2001), Implementing and Interpreting Event Studies of Regulatory Changes, *Journal of Economics and Business*, 53, 171-183.
- [27] Patell, J. M. (1976), Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests, *Journal of Accounting Research* 14(2), 246-274.
- [28] Spiegel, M. M and N. Yamori (2003), The Impact of Japan's Financial Stabilization Laws on Bank Equity Values. *Journal of Japan and International Economics*, 17, 263-282.
- [29] Yamori, N and T. Kobayashi (2004), Does Regulation Benefit Incumbent Firm? An Investigation of Japanese Insurance Market Deregulation, *Journal of Insurance Regulation*, 23, 35-48.

Stock market reactions to illegalities of Japanese insurance companies

Yoko Shirasu

Department of Economics, Aoyama Gakuin University
4-4-25 Shibuya Shibuya-Ku, Tokyo, 150-8366
E- mail : shirasu@cc.aoyama.ac.jp

Yasushi Yoshida

Graduate School of Accounting & Finance, Chiba University of Commerce
1-3-1 Konodai, Ichikawa-City, Chiba, 272-8512

Abstract

In this article, we compile estimates of Japanese stock market reaction to financial illegalities and administrative actions for Japanese publicly-traded insurance companies. And we examine the existence of financial market discipline.

As the result of econometric analysis, we find that first, there is no certainty that Japanese stock market shows negative reaction for financial illegalities and administrative actions. Second, stock market shows positive reaction for self-announced bad information. Third, there are different market reactions between insurance sales operations and payment of insurance claim operations.

We conclude that it is difficult that the market discipline work well for financial illegalities.