

# カバナンスの欠如と株価への影響

——日産・三菱自動車の事例——

大 塚 建 司

(受付 2019年 5月 27日)

## 1. は し が き

企業の株価の推移はその会社の売り上げや不祥事だけでなく、グローバルな視点で言えば国内・海外の経済状況、そして経済にかかわる政治の動きまでもが大きく関与する。最近では、トランプ米大統領による中国への貿易関税の問題は、その影響が中国国内の経済だけにとどまらず、中国国内で展開もしくはターゲットにしている多くの日本企業にとっても、大きな関心事であることは言うまでもない。

経営財務論の分野では企業の目標を売り上げまたは純利益の最大化と定義せずに、株価の最大化と定義している。それは企業経営にかかわる様々な要因が企業の株価に大きく影響するからである。さらに、現在の時価会計の下では株価の総額は資本金であるから、決算時に資本金総額が前年度を大きく下回することは、Going Concern を前提とする企業経営にとって、決して好ましいことではない。なぜならば、資本金の減少は資産価値の減少を意味するわけであるから、企業が設備投資に必要な新規の借入りを計画している場合に、金融機関の審査が以前よりも厳しいものになる可能性があるからである。

一般に、韓国や中国などの企業が生産する製品の質が向上するにつれて、日本のモノづくりの力が失われつつあると言われているのは周知の事実である。例えばテレビやスマホそしてパソコンに見られる普及製品は、かつては日本の製造業の得意芸であったが、高価格かつ高品質というセットが、グローバル化の厳しい国際競争の中で、もはや消費者には受け入れ

がたいものに変化した。

他方で自動車産業も同様に厳しい競争にさらされているが、早くから海外に工場を進出させたことにより、国際的な競争力を維持し続けているように感じられる。その理由は経済のその時点での状況に応じて研究開発費の増減はあったにしても、日本国内の自動車会社が新製品の開発を継続して行い、国際競争力を維持しているからに他ならない。消費者にいい製品を供給すれば、会社の売上高が増えるのが普通であるが、近年の自動車会社が引き起こした製造工程での不適切な検査は、例え完成品レベルにおいて実用上は影響がないものであったとしても、売り上げや株価に少なからず影響を及ぼしてきた。

本稿では株価に影響する要因の中で自動車産業に焦点をあてて、ガバナンスの欠如によって生じた企業内部での不祥事が、どのように株価に影響したのかについて論じる。第 2 節では 2000 年にリコール隠しが問題となった三菱自動車を取り上げ、売り上げと株価の影響について論じる。第 3 節では 2004 年にふたたび起きた三菱のリコール隠しと株価の関係について論じる。第 4 節では 2016 年に発覚した三菱の燃費データ不正と株価との関係を、第 5 節では 2018 年秋に起きたカルロス・ゴーン元社長の逮捕が、どのように株価に影響したかについて議論する。

## 2. 2000年の三菱自動車リコール隠しと株価

はしがきでも述べたように、近年の日本のモノ作りはグローバル社会での市場性という面で、衰退化の一途をたどりつつあるように感じる。特に自動車産業は日本の技術水準の優秀さを世界に示す指標のひとつであると考える。

三菱という名前は高等学校の日本史や大学の経営学のテキストでも、しばしばその名前が登場するが、三菱は明治時代に入って岩崎弥太郎が設立した由緒ある会社である。三菱自動車は 1970 年に三菱重工から独立した会社であり、2017 年度決算時における資本金およびその他のデータは第 1 表

## 大塚：カバナンスの欠如と株価への影響

に示されている通りである。なお、現在のグローバル化を考慮して、財務データには連結決算を用いた。

一般に、大きな船は嵐に遭遇しても難破しにくいと言われるが、総資産の大きな会社ほど経済状況の変化や社内の不祥事にたいして、倒産のリスクはより小さいものであると思われる。では倒産のリスクをどのような尺度で判断するかであるが、経営財務論の分野では株価の変化がそのひとつの重要な指標であると言われている。なぜならば、売上高の推移、商品のマーケットシェア、財務データ、社内の不祥事など、投資家は入手可能なあらゆる情報を基に将来の株価が上がるかと予想すれば、その企業の株価を購入し、下がると予想すれば売却する。もちろん、グローバル社会の中では他国の政治家の発言や経済情勢によっても企業の株価は大きく変動するのであるが、ある企業の株価の変動を日経平均株価と比較することによって、その変動が企業独自のものであるか、市場全体の影響によるものであるかが、容易に明らかとなるであろう。もちろん、数値的にはベータ値を時系列で比較するという方法もあるが、本稿の目的は不祥事が生じたときに株価に変化があるかどうか主に主眼があるので、統計学的手法はとらないことにした。

今回の論文で取り上げるのは自動車会社の不祥事隠しが、株価にどのような影響を与えたかである。自動車会社の不祥事は近年多発しており、直近では2018年9月に発覚したSUBARUの燃費データ改ざんや、2019年4月に発覚したスズキ自動車の燃費・排ガスのデータ改ざんがある。このような頻発する改ざんやリコール隠しが自動車会社において特にめずらしいことではなくなっていることに、ガバナンスも含めた大きな問題があるように思える。

第1表に示されるように、2018年度末において判断する限りにおいては三菱自動車の総資産額が他の会社に比べて著しく低く、また決算時の株価もわずか3桁台でしかないため、不祥事の発生は株価に大きく影響することが予想される。これに対してトヨタ自動車の場合には資産規模は第2位

第 1 表 2018年度大手自動車会社の財務データ

	トヨタ	ホンダ	日産	マツダ	三菱
売上高 (百万円)	30,225,681	15,888,617	115,742	3,474,024	25,146
総資産 (百万円)	50,308,249	20,419,122	189,523	2,524,552	20,103
株価 (2018年 3月 30日終値)	6,825	3,660	1,104	1,407	761

(各社有価証券報告書より作成)

のホンダと比較しても 2 倍以上大きいことから、経営体質が非常に強固であると思われる。以下では第 1 表に示された三菱自動車について、詳細な検証を行う。

まず資産規模で最下位の三菱の不祥事は計 3 回であり、いずれもリコール隠しという形で発覚した。1 回目の不祥事は 2000 年 6 月 6 日に運輸省(当時)が把握したもので、会社からの自主的な届け出という形ではなく、匿名の社員の内部告発という形で発覚している。これを受けて、同年 11 月 1 日に同社社長が引責辞任することになった。

企業経営におけるガバナンスを企業統治と定義するならば、それはコンプライアンスつまり法令遵守のもとで企業経営を円滑に遂行することである。このケースの場合、三菱という会社の中でガバナンスが機能していなかったのは明らかであり、もしガバナンスがうまく機能していたならば、社内の相応の部署にこの社員が事前に相談することができたであろう。換言すれば、社内で訴えると自分の雇用に影響を及ぼす可能性があると感じたために、この社員は匿名で運輸省に告発したのであるから、三菱の社内では自由に意見が言えず、したがって末端の意見を上に伝えることができなかったという、まさしく組織上の問題であり、これはコンプライアンスとガバナンスの欠如以外の、何物でもない。

この 1 回目のリコール隠しでは、1977 年から 23 年間にわたって乗用車 45 万 9,000 台、大型・中型トラック 5 万 5,000 台など、10 車種以上に関係する計 69 万台の不具合を運輸省に隠していた。これだけの数の不具合であるな

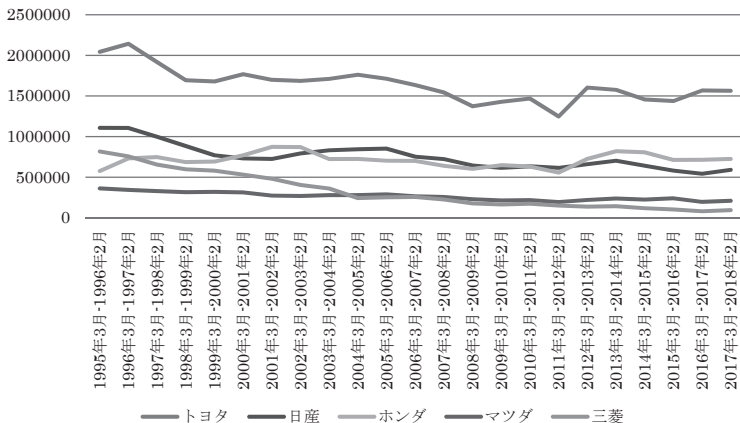
大塚：カバナンスの欠如と株価への影響

らば当然、取締役員一同も知っていたはずであるから、すでにメディアで報じられたように、会社ぐるみの組織的な不正であると言わざるを得ない。

第1図は1999年度からの決算時における各社の販売台数を示しており、1995年度には三菱自動車はトヨタ、日産に次ぐ業界第3位の位置を占めていた。この後、三菱は販売台数の落ち込みが顕著ではあったが、それでもマツダとは大きな開きがあった。しかしこれ以降も販売台数の回復の兆しはなく、2004年度の決算期では5社の中で最下位に転落したことがこの図から読み取れる。

当時の販売台数を実数でいえば、1999年度（576,459台）、2000年度（518,998台）、2001年度（467,974台）、2002年度（396,659台）、2003年度（358,254台）となっている。これを販売台数の差で表すと、1999年度から2000年度までの差が△57,461台、2000年度から2001年度までが△51,024台、2001年度から2002年度までが△71,315台、2002年から2003年度までが△38,405台である。

上述したように、リコール隠しは2000年6月に発覚したのであるから、少なくとも2000年度前半はある程度の販売台数が確保できたはずであり、

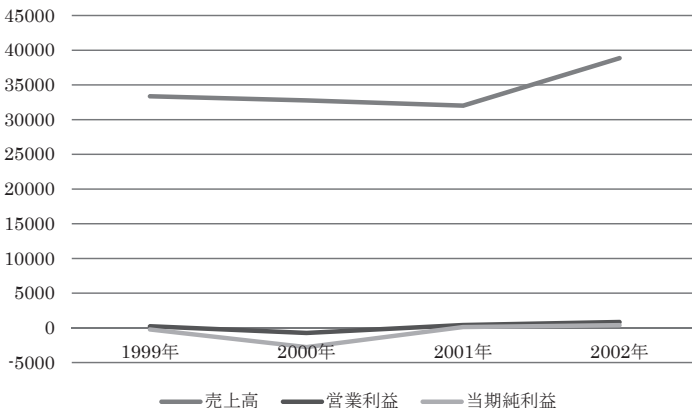


第1図 年度ごとの各社の販売台数

(日本自動車工業会データベースより作成)

この影響は2000年度後半から2001年度にかけて大きく出ることが予想されるが、実際には2001年度から2002年度にかけての販売台数の落ち込みが非常に顕著なことがわかる。この理由は2001年4月に東京地方検察庁が当時の副社長を含む幹部を道路運送車両法違反（虚偽報告）容疑で書類送検し、翌月に東京簡易裁判所が彼らに罰金20万円を、三菱にも同40万円の略式命令を行ったため、企業イメージが大きくダウンしたことによる販売台数の減少であると思われる。

第2図は1999年度から2002年度までの三菱の売上高、営業利益、当期純利益を示している。この期間で売上高は2001年度に至る32,007億円まで減少し続けており、その後の1年間は急激に上昇している。他方で当期純利益については1999年度に△233億円の赤字、リコール隠しがあった2000年度に△2,781億円の赤字、2001年度は113億円の黒字に回復しており、2002年度は374億円の黒字となっている。すなわち、当期純利益においてリコール隠しの影響は単年度だけにとどまっていることがわかる。第1図に示されるように販売台数は減少し続けていたのであるから、社内での諸費用削減などの効果がこの期間の当期純利益の回復に貢献したものである。

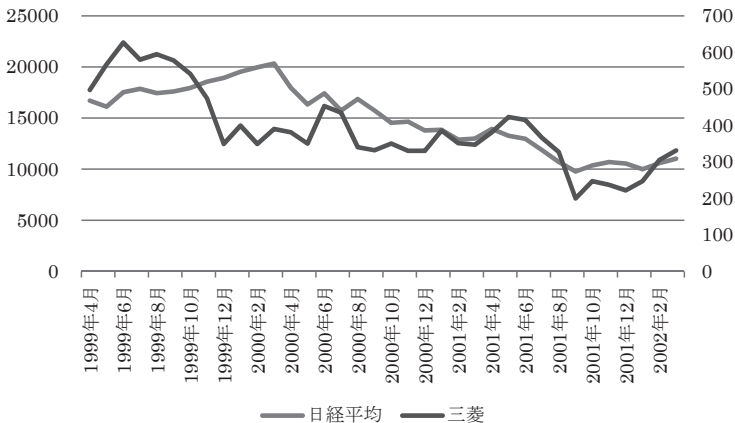


第2図 年度ごとの三菱自動車の連結財務データ（単位億円）  
（有価証券報告書より作成）

第3図は1999年4月から2002年3月までの日経平均株価（下線）と三菱自動車（上線）の月間の株価の推移を示すものである。日経平均株価の目盛りは左側に、三菱は右側に示しており、この期間の経済の動きとしては内閣府 [1, 2, 3, 4] によれば、ゼロ金利政策による金融緩和（1999年）、倒産と失業率の増加（2000年）、ITバブル崩壊と米景気後退による不況（2001年）、IT需要と米経済の回復（2002年）などが挙げられ、2002年に至るまでは経済は不調であった。

三菱の $\beta$ 値での議論は別として、第3図で見る限りにおいて三菱の株価も日経平均株価に同調してほぼ全体的に下降傾向にあるが、2001年7月からの三菱の株価の急激な落ち込みに関しては、いずれも経済全体の動きと関連性がないように見えるので、これらの落ち込みは三菱の経営状況に起因するものであると捉えることができる。

第3図に示される期間において、三菱の株価はすでに1999年9月から急激下がり始めている。この理由は不採算部門であったトラック・バス部門を分社化するために、スウェーデンのボルボ社と資本提携することを決めたことによるものと思われる。この決定の公表は同年10月8日に行われた



第3図 三菱自動車工業の株価の推移1999年4月～2002年3月  
(Yahoo ファイナンスより作成)

が、同社の経営体質の弱体化が株価に大きく影響したことは明らかである。この時期の終値で言えば、同年12月20日の329円が最安値となっている。

リコール隠しについては、2000年6月30日に終値453円であった同社の株価は、2001年9月28日には、わずか終値200円にまで落ち込んでおり、下落率は半値以下の56%である。株価が1年3か月ほどの間に半値以下まで下落するという事態は投資家にとって大変大きな損失であると言わざるを得ない。換言すれば、時価総額で評価した株主持分が半分以下になったということであるから、企業価値という観点から見ても、同社の社会的な責任が当時は非常に大きかったということになる。

さらにこの期間を詳細に見てみると、2001年7月6日以前は株価が400円台で推移していたが、翌日以降は300円台に落ち込んでいる。上述したように、運輸省に匿名での訴えがあったのは2000年6月6日であり、同省が監査を実施したのが7月6日であった。この日以降、多くのメディアでこの問題が取り上げられたことが、同社のこのような株価急落の原因になったものと思われる。

同社の株価の下落傾向は2002年12月25日の終値203円を境に、2002年6月3日の終値402円まで続くが、それ以降は再び2002年11月18日の終値221円に至るまで、45%の下落率で急速に落ち込んでいる。この理由は2002年1月10日に三菱製大型トレーラーの左前輪が脱落し、歩道を歩いていた母親と2歳の幼児が死亡した事件がきっかけでリコール隠しの疑惑が持ち上がり、同年6月に国土交通省リコール対策室が三菱自動車トラック・バス開発本部に特別監査を行ったためである。

### 3. 2004年の三菱自動車リコール隠しと株価

2003年1月に三菱自動車工業は三菱ふそうトラック・バスを子会社として切り離したが、2004年3月になってこの子会社が2002年の母子の事故をきっかけに発覚したハブの製造者責任を認めることになった。2002年の時点で三菱はこの件についてリコールを検討していたが、社内での議論の末、

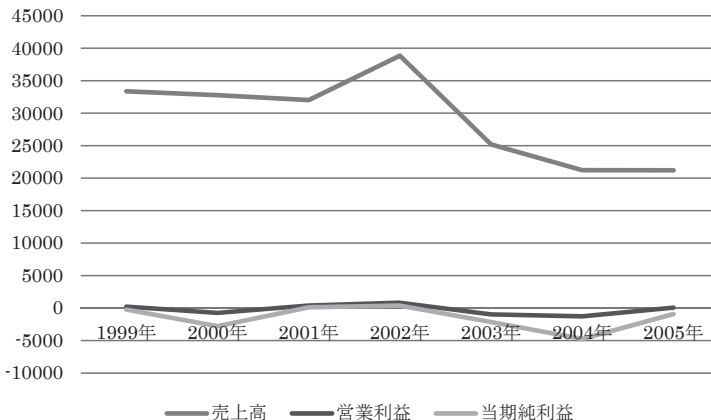


### 大塚：カバナンスの欠如と株価への影響

これに該当しないという結論に至っていたため、今回の件も組織ぐるみの2回目のリコール隠しとて、社会で大きく報道されてしまった。

先の第1図で三菱の販売台数を検証してみると、2003年度(358,254台)、2004年度(226,713台)、2005年度(256,227台)となっており、2003年度から2004年度までの差が△131,541台、2004年度から2005年度までが29,514台である。上述したように、2003年1月に三菱ふそうトラック・バスが子会社化したので、2004年度の決算では同子会社の販売台数は含まれていない。これを考慮しても、三菱の2004年度における販売台数の落ち込みは非常に顕著であり、ガバナンスの欠如が同社の株価に与えた影響が大きいことを示している。

第4図は1999年度から2005年度までの三菱自動車の売上高、営業利益、当期純利益を示している。この期間で売上高は2002年度の38,849億円をピークに、2003年度は25,194億円、2004年度は2,126億円、2005年度は21,201億円と、急激に落ち込んでいる。また、当期純利益では2002年度に374億円の黒字、2003年度に△2,154億円、2004年に△4,748億円、2005年度に△922億円となっており、第1回目のリコール隠しがあった2000年度の純



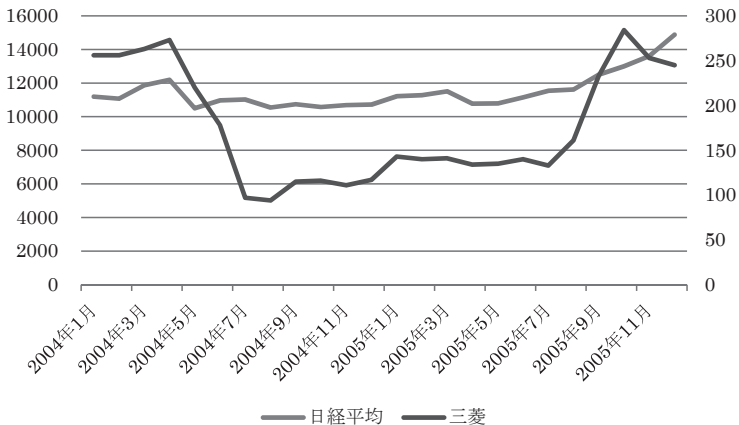
第4図 年度ごとの三菱自動車の連結財務データ (単位億円)  
(有価証券報告書より作成)

損失2,781億円と比較しても、リコール隠しを認めた2004年度の方が非常に大きな損失を出していることがわかる。

第 5 図は2004年から2005年までの日経平均株価（上線）と三菱自動車（下線）の月間の株価の推移を示すものである。この期間の主な経済の動きとしては内閣府 [6, 7] によれば、企業業績の向上と消費需要の増加（2004年）、アジア諸国への輸出増加（2005年）が挙げられ、経済は2005年にかけてゆるやかな回復基調にあった。

第 1 図と同様に、経平均株価の目盛りは左側に、三菱は右側に示しており、第 1 図よりもさらに日経平均と三菱の株価の 2 つの動きに、ほとんど関連性は見られないことがわかる。したがって、この期間の三菱の株価の下落についても、経済全体の動きと連動しているのではなく、この会社の経営状況に起因するものであることが明らかである。

この第 5 図に示される期間において、2004年 4 月 30日に終値273円であった同社の株価は、2004年 8 月 16日から19日までの 4 日間、連続して終値77円に暴落している。この場合の下落率は72%であり、一株当たりの株価が紙くず同然になったという表現に等しいほど、驚くべき下落率である。こ



第 5 図 三菱自動車の株価の推移2004年～2005年  
(Yahoo ファイナンスより作成)

#### 大塚：ガバナンスの欠如と株価への影響

の急激な下落の原因は上述した母子の死傷事故に関して、5月6日に前会長を含む元幹部・部長7人が逮捕されたこと、そして6月10日に元同社社長ほか6人も逮捕されたことに起因している。すなわち、会社の経営にこれまで直接的に携わってきた執行役員が多くが逮捕されたのであるから、これは同社のガバナンスが完全に崩壊していたことを示す、何よりの証拠である。

企業経営の観点からすれば、企業イメージの大きな低下は、過去の日本企業の例に見られるように、すぐに売上高の減少を招いて倒産に結びつく大きな要因となる可能性がある。同年度の連結総資産15,893億円にたいする連結株主資本3,248億円の割合が20%程度であったことから当時、同社は倒産してもおかしくない状況であったと思われる。ちなみに、2017年度の有価証券報告書を見ると、連結総資産16,553億円にたいして、連結株主資本は8,514億円であり、その割合は51.4%と、かなり改善している。

#### 4. 2016年の三菱自動車燃費データ不正と株価

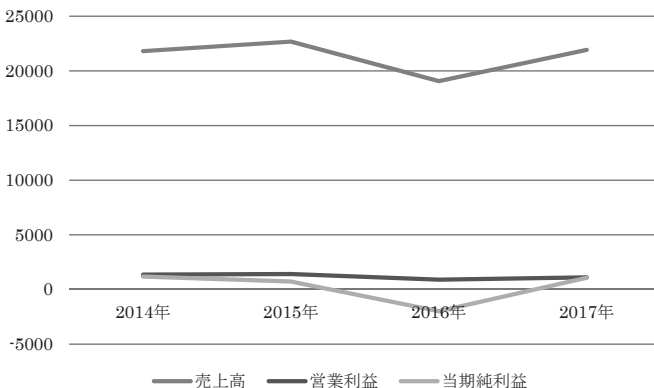
2016年4月20日に国交省で行われた記者会見で、三菱自動車の社長は同社が生産している軽自動車のekワゴン、ekスペース、デイズ、デイズルークススの4車種で燃費データの改ざん（不正）があったことを認めた。改ざんとは、燃費データを実際の測定値よりもよく見せかけるために、意図的に書き換えたという意味であるが、この不正は三菱の提携企業である日産が2015年に自社の自動車開発の参考にするために、三菱自動車の燃費を測定したことで発覚したものである。

今回の原因は担当部署の役職者が指示したということであったが、前回の2004年の不正から12年が経過しているとはいうものの、3度目におよぶ同社の不正発覚は、ガバナンスとコンプライアンスの欠如が著しいことを現している。会社をひとつの組織として見た場合、上場企業としての自覚のなさは、何よりも社員教育の在り方そのものに問題があるように思われる。外部から講師を呼んでコンプライアンスについての一般的な話を聞か

せてすませるというのではなく、各部署に所属する社員の意識を根本から改革することが必要であろう。すなわち、会社の売り上げを伸ばすために行った不正が、結局は会社の信頼を失墜させ、売り上げを減少させることを、社員ひとりひとりに自覚させることが課題である。

先の第 1 図で三菱の販売台数を検証してみると、2015年度 (101,924 台)、2016年度 (79,779台)、2017年度 (97,556台) となっており、2015年度から2016年度までの差が△22,145台、2016年度から2017年度までが17,777台である。2000年の第 1 回目の不正による販売台数の落ち込みはその後も継続していたのであるが、2004年度と2016年度の不正については、それぞれ当該年度だけの販売台数の落ち込みだけで終わっている。

第 6 図は2014年度から2017年度までの三菱の売上高、営業利益、当期純利益を示している。この期間での売上高は2015年度の22,678億円をピークとして、2016年度は19,066億円、2017年度は21,924億円となっており、売り上げについても2016年度だけの落ち込みとなっている。同様に、当期純利益についても2015年度は725億円、2016年度は△1,985億円、2017年度が1,076億円となっており、2016年度だけその影響が出ていることが明らかである。

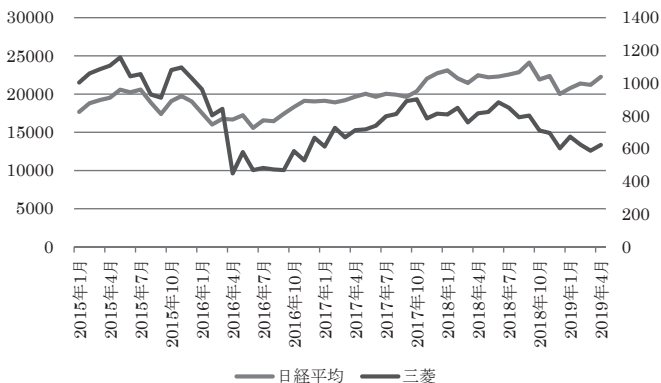


第 6 図 年度ごとの三菱自動車の連結財務データ (単位億円)  
(有価証券報告書より作成)

第7図は2015年1月から2019年4月までの日経平均株価（上線）と三菱自動車（下線）の月間の株価の推移を示すものである。この期間の経済の動きについて内閣府 [10, 11, 12, 13] によれば、2016年4月に熊本地震による影響があったものの、低金利に基づく住宅投資と公共投資および個人消費が支えとなり、概ね回復基調にあったことが公表されている。

第7図の株価の推移に戻ると、日経平均株価については該当期間のピークであった2015年11月が19,747円であり、2016年9月は17,425円であったことから、△2,322円の落ち込みとなっている。ここで2015年10月の日経平均を100とすると、2016年9月は88に下がったに過ぎない。他方で三菱の場合には2015年11月が1,096円であり、2016年9月が469円であったから、△627円下落しており、2015年11月の株価を100とすると、2016年10月は43となり、株式市場の動きを表す日経平均よりも同社の下落率が非常に大きいことが明らかである。

ただし、株価の下落は翌月の10月から徐々に回復していることから、2016年の燃費データ不正に関する株式市場の反応は2015年12月から2016年9月までの、10か月間に限られていることがわかる。決算は単年度で行われるので、先の第6図では2016年度に業績が悪化したとしか読み取れな



第7図 三菱自動車の株価の推移2015年～2019年  
(Yahoo ファイナンスより作成)

かったが、株価の動きに注視することにより、市場の反応を月単位でより詳細に知ることが可能になる。

第 2 表は2014年度からの三菱自動車の資本金と三大株主の推移を表したものである。これによると、2016年度の資本金は1,657億円であり、2017年度が2,844億円に増えている。すなわち、2016年度から2017年度にかけて1,187億円もの増資が行われていることが読み取れる。この増資は2016年10月に506,620,577の普通株式を発行したことによるものであり、さらに、2016年度の株主状況を見ると、筆頭株主が以前の三菱重工から日産自動車に置き換えられている。この理由は2016年5月にカルロス・ゴーン元社長の指揮のもとで、日産自動車と三菱自動車が戦略的アライアンス（資本提携）に関する覚書をしたことによるもので、その書面には三菱の発行済株式数の34%を2,370億円で取得する内容が書かれていた。

第 2 表 2014年から2017年度までの資本金と大株主の推移

年度	資本金 (百万円)	発行済株式数	上位 3 社大株主	所有株式数 (%)
2014	165,701	983,661,919	三菱重工 三菱商事 MHI オートモーティブ・ キャピタル合同会社 MMC 株式運用匿名組合 2	12.63 10.06 3.92
2015	165,701	983,661,919	三菱重工 三菱商事 MHI オートモーティブ・ キャピタル合同会社 MMC 株式運用匿名組合 2	12.63 10.06 3.92
2016	284,382	1,490,282,496	日産自動車 三菱商事 三菱重工	33.99 9.23 8.34
2017	284,382	1,490,282,496	日産自動車 MAI 三菱商事	34.00 10.75 9.24

(有価証券報告書より作成)

(注) MAI (Media Asset Investment Co.,Ltd.) は不動産投資・ファンド事業会社

## 大塚：カバナンスの欠如と株価への影響

過去の日本企業の例に見られるように、経営危機はすぐに売上高の減少を招いて倒産に結びつく大きな要因となる可能性があるが、三菱自動車の立場からこの増資を財務的な視点で見ると、同社が経営危機にたいしてより強い体質に改善したことを示している。ちなみに、2015年度の（連結）総資産14,337億円にたいする（連結）株主資本7,393億円の割合は51.5%であったが、2016年度の決算では（連結）総資産14,337億円にたいして（連結）株主資本7,654億円の割合が53.4%と増えている。特に、資本剰余金の勘定科目で（連結）貸借対照表を見ると、2015年度が853億円であったのにたいして、2016年度には2,039億円となっており、1,186億円もの剰余資金が発生したことから、今後の経営危機に非常に強く対処できる経営体質に変化したことがわかる。

## 5. 日産自動車のガバナンスの欠如と株価

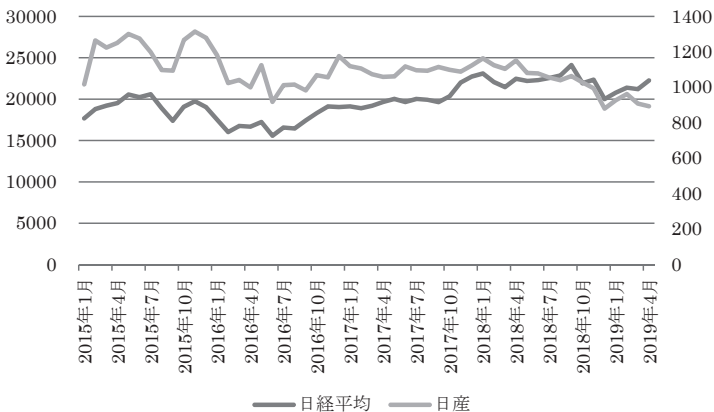
前述したように、日産自動車は2016年に三菱自動車と資本提携したわけであるが、これまでリコール隠しや燃費データの不正などの、大きな法令違反をしたことはない。また、2018年秋に始まったカルロス・ゴーン元社長の有価証券報告書の虚偽記載についても、司法の判断が出ていない段階で、実際に巨額な役員報酬が先送りの形で支払われたのかどうか、ここで真偽を議論する必要もないと考える。しかしながら、元社長によるコスト・カット戦略の元で、グループ全体で2万人もの大量リストラや、販売車種が大幅に削減されたほか、下請け企業の切り捨てなどが強硬に行われたことは事実である。日産はかつてトヨタと市場シェアを争っていた歴史があるが、先の第1表を見る限りでは売上高も資産規模も、現在では第4位に転落していることがわかる。

かつて倒産が危惧されていた日産は1999年3月にルノーと資本提携しており、2017年度の有価証券報告書によれば、筆頭株主であるルノーの持ち株比率は43.7%である。第2位の会社の持ち株比率がわずか3.4%でしかないことから、資本提携以来、ルノーが日産の経営に大きくかかわってきた

ことが明らかである。他方で、日産が獲得した営業利益から配当金の支払いという形で毎年、筆頭株主のルノーに多額の資金供与が行われ、日産の経営体質が非常にぜい弱なものに変わったことも見過ごすべきではない。

本来ならば日産がルノーと業務提携せざるを得なかった2006年からその経緯を含めて別の稿で詳しく議論すべきであるが、本論文の紙面の都合があるので、以下では2015年からのガバナンスと株価との推移に着目することにする。

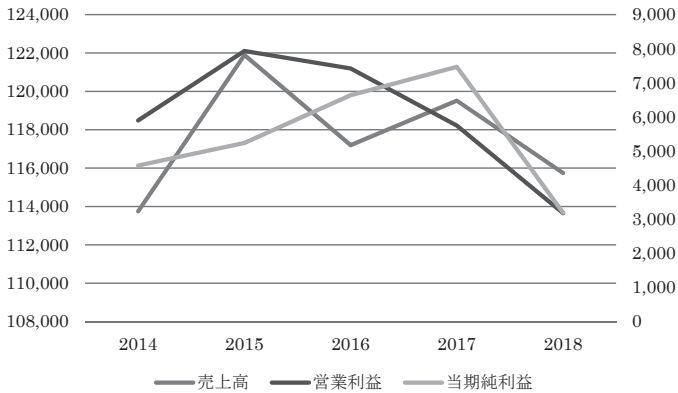
第 8 図は日経平均株価（下線）と日産の株価（上線）を対比させたものである。両社のグラフの傾向はほぼ似通っているが、2018年度に入って日産の株価の急激な落ち込みが顕著になっている。カルロス・ゴーン元社長の社内での極秘操作は2018年度当初から開始されたということであるが、報道の形で表に現れたのは2018年11月であった。株価の動きを月単位で見ると、2018年10月が1,027.5円であり、この月より以前も千円台で推移している。しかし同年11月には994.3円、12月には880.3円、2019年1月から3月まで900円台に回復しており、カルロス・ゴーン逮捕でガバナンスの崩壊が明らかとなった日産の株価への影響は、三菱の場合と比較してわずか2



第 8 図 日産自動車の株価の推移2015年～2019年  
(Yahoo ファイナンスより作成)



大塚：カバナンスの欠如と株価への影響



第9図 日産自動車の主要財務指標（億円）

（有価証券報告書より作成）

か月のことであるから、驚くほど軽微であったことがわかる。この原因はカルロス・ゴーンを逮捕するきっかけが内部調査に基づくものであり、そのような意味でガバナンスが完全に崩壊したとは、市場は受け止めなかった可能性がある。

第9図は日産自動車の主要財務指標をグラフにしたものであるが、売上高と営業利益については2016年度から急激に落ち込んでおり、当期純利益については2018年度に急速に悪化していることがわかる。株価については2017年度は1,100円台で推移していたが、2018年度に入って千円台に落ち込んでいる。さらに同社の株主総会が行われた5月14日以降では株が700円台前半で取引されており、このことから近年の日産の株価の落ち込みの原因は業績の落ち込みによるものであることが明らかであり、カルロス・ゴーンという一個人による影響は軽微なものであったと結論づけることができる。もちろん、業績の落ち込みはカルロス・ゴーン元社長によるワンマンな経営体質に起因するものであるかもしれないが、これに関しても今後の司法の判断で明らかにされるものと思われる。

## 6. む す び

本稿はコーポレート・ガバナンスと株価との関係を、三菱自動車と日産自動車の事例を元に論じた。

第 2 節では 2000 年 6 月に発覚した三菱自動車のリコール隠しと株価との関係について述べた。この年のリコール隠しは内部告発という形で表面化したものであるが、同社の販売台数を見ると 1996 年度に第 3 位であったにもかかわらず、現在では最下位にまで転落しており、資産規模で見ても三菱は大手 5 社の中で最下位である。このリコール隠しの影響は売上高については単年度の落ち込みで終わっているが、株価については 1 年 3 か月もの長い間、落ち込みが続いた。投資家の観点から見れば、三菱にガバナンスが欠如しており、コンプライアンスも遵守していないということになる。

第 3 節では 2004 年 3 月に発覚した三菱のリコール隠しと株価との関係について議論した。このリコール隠しは 2002 年の母子の事故をきっかけに発覚したものであるが、社内での議論で該当車種のリコールをしないとすでに決定していたため、社会的に大きな問題となった。売上高については 3 年間にわたり大きく落ち込んでおり、2 度目のリコールということで、顧客が非常に厳しい目で同社を評価していたことがわかる。株価についても 1 年 3 か月ほど低迷状態が続いており、特に 2004 年 8 月中旬には 70 円台にまで落ち込むなど、投資家が三菱自動車のガバナンスの欠如にたいして厳しい態度を示していたことがわかる。

第 4 節では 2016 年に起きた三菱の燃費データ不正と株価について議論した。この不正は業務提携している日産が前年に軽自動車の燃費データを測定したことから発覚したものである。原因は担当部署の役職者が指示したものであったが、前回の不正から 12 年が経過してからの新たな不正発覚は、同社のガバナンスとコンプライアンスの欠如が著しいことを示している。売上高の落ち込みは前 2 回のときよりも金額的にそれほど大きなものではなく、株価についても 10 か月間の落ち込みという形で収束している。この

## 大塚：ガバナンスの欠如と株価への影響

理由は2016年に三菱が日産と資本提携したことにより、資本剰余金に大きなゆとりができ、経営基盤がよりしっかりしたことによるものであると思われる。

第5節では日産自動車のガバナンスの欠如と株価について述べた。日産は三菱のようにリコール隠しや燃費データの不正をこれまでしたわけではないが、2018年秋にカルロス・ゴーン元社長が有価証券報告書の虚偽記載の容疑で逮捕されたことにより、日産のガバナンスに不信の目が向けられる契機となった。この逮捕は株価についてはわずか2か月だけ影響があったにすぎない。しかし、主要財務指標が2016年度から悪化していることから、近年の日産の株価の低迷は、同社の業績悪化によるところが大きいものと思われる。

日本的経営の特徴は、終身雇用、年功序列、企業内組合の、いわゆる三種の神器であるとかつて言われていたが、90年代に入ってから長い経済不況とグローバル化による国際社会での厳しい競争により、正規雇用の減少、早期退職制度、能力主義などへと変化していった。このような中で企業におけるリーダー・シップと意思決定の速さの重要性が増し、カルロス・ゴーンのような経営者が登場することになったように思う。日本自動車工業会の会長である豊田章男や経団連会長の中西宏明が終身雇用の維持が困難であると伝えているが、企業経営の研究に携わる者としては、ガバナンスの中で雇用の安定と企業の成長の両立をめざすような方法を見つけることが喫緊の責務であると考ええる。

## 参 考 文 献

- [1] 伊藤克容, 伊藤和憲, 櫻井通晴, (2011年1月), 「三菱自動車のリコール回避の問題と再生への道程」, 産業経理, Vol. 70-4, pp. 4-14
- [2] 伊藤邦雄, (2016年1月), 「日本のガバナンス・資本市場改善の進捗と今後の課題」, 資本市場, No. 365, pp. 14-21
- [3] 加賀谷哲之, (2015年8月), 「コーポレートガバナンス改革を企業価値創造に結び付ける取り組み」, 資本市場, No. 360, pp. 16-21

- [4] 佐々木昭三, (2016年12月), 「自動車メーカーの社会的責任: 三菱自動車の燃費不正問題」, 経済, No. 255, pp. 56-65
- [5] 静 正樹, (2012年 3 月), 「コーポレート・ガバナンスをめぐる最近の動向」, 資本市場, No. 319, pp. 4-9
- [6] 関 孝哉, (2001年10月), 「広がりをもせるコーポレートガバナンス (上)」, 資本市場, No. 194, pp. 20-26
- [7] 関 孝哉, (2001年11月), 「広がりをもせるコーポレートガバナンス (下)」, 資本市場, No. 195, pp. 52-58
- [8] 竹内弘幸, 竹内 徹, 菅原英一, (2009年 3 月), 「マスコミ対応の視点から見た三菱自動車のクレーム隠し事件」, RM 情報誌 TODAY (リスクマネジメント協会), pp. 166-170
- [9] 田中良三, (2005年 7 月), 「コンプライアンス経営と内部通報制度」, 産業経理, Vol. 65-2, pp. 4-14
- [10] 鶴岡詳晃, (2005年 1 月), 「三菱自動車の再建について」, 千葉経済論叢, 第31巻, pp. 1-15
- [11] 西藤 輝, (2006年), 「日本企業の経営とガバナンスに見る二極化現象」, 日本経営倫理学会誌, 第13号, pp. 159-188
- [12] 平井岳哉, (2001年12月), 「グループ外企業によるメンバー企業の救済: 三菱グループにおける三菱石油, 三菱自動車の事例」, 千葉経済論叢, 第25号, pp. 1-26
- [13] 村澤竜一, (2019年 2 月), 「日本のコーポレートガバナンスと機関投資家——意識調査に基づくエンゲージメントの考察」, 明治大学商学研究論集, 第50巻, pp. 87-105
- [14] 宮本光晴, (2008年 4 月), 「日本のコーポレート・ガバナンスと信頼性」, 資本市場, No. 272, pp. 4-18
- [15] 柳川範之, (2015年 9 月), 「コーポレートガバナンス: 根底にある考え方から今後の課題を展望」, 資本市場, No. 361, pp. 4-13
- [16] 渡邊 恒, (2000年12月), 「コーポレート・ガバナンスを考える」, 資本市場, No. 184, pp. 30-36

## そ の 他

- [1] 内閣府, (1999年12月), 「平成11年経済の回顧と課題」——経済新生への道程——
- [2] 内閣府, (2000年12月), 「日本経済の現況 (2000)——自律的回復への正念場を迎える日本経済——」
- [3] 内閣府, (2001年12月), 「平成13年度年次経済財政報告——改革なくして成長

大塚：カバナンスの欠如と株価への影響

なし——」

- [4] 内閣府, (2002年11月), 「平成14年度年次経済財政報告——改革なくして成長なしⅡ——」
- [5] 内閣府, (2003年10月), 「平成15年度年次経済財政報告——改革なくして成長なしⅢ——」
- [6] 内閣府, (2004年12月), 「日本経済2004——持続的成長の可能性とリスク——」
- [7] 内閣府, (2005年12月), 「日本経済2005-2006——デフレ脱却へむけての現状と課題——」
- [8] 内閣府, (2006年12月), 「日本経済2006-2007——景気回復の今後の持続性についての課題——」
- [9] 内閣府, (2007年12月), 「日本経済2007-2008——景気回復6年目の試練——」
- [10] 内閣府, (2016年12月), 「日本経済2015-2016——日本経済の潜在力の発揮に向けて——」
- [11] 内閣府, (2017年1月), 「日本経済2016-2017——好循環の拡大に向けた展望——」
- [12] 内閣府, (2018年1月), 「日本経済2017-2018——成長力強化にむけた課題と展望——」
- [13] 内閣府, (2019年1月), 「日本経済2018-2019——景気回復の持続性と今後の課題——」