

# レピュテーションが企業価値に与える影響

弘前大学人文社会科学部 企業戦略コース

18H2104 高橋紗也佳

## はじめに

レピュテーション (Reputation) とは、一般的に「評判」と訳される言葉であり、特に、多様なステークホルダーから見た企業の評判は、コーポレート・レピュテーション (Corporate Reputation) と言われている。本研究では、レピュテーションの中でも特に企業の評判を表す、コーポレート・レピュテーションに焦点を当てて進めていく。

近年、コーポレート・レピュテーション(以下、CR と略記)は、企業価値を高める非常に重要な無形資産であるとして、広く認識されている。CR が高まれば、財務業績や企業価値が高まり、逆にその低下は、企業の築いてきた信頼を失墜させ、財務業績や企業価値を低下させる要因となり得る。このように CR を低下させる要因として大きいのが、企業の不祥事である。本論文では、数ある企業不祥事の中でも特に、個人情報の流出に焦点を当て、CR の低下が企業価値に与える影響について分析を行う。

本論文の構成は以下の通りである。第 1 章では、CR について具体的な説明を行う。第 2 章では、CR を低下させる不祥事に触れ、その中でも特に企業の個人情報流出事故に着目し、企業の情報流出事故の傾向を述べる。第 3 章では、CR と情報流出事故を分析した先行研究を取り上げ、第 4 章では、実際に日本企業の情報流出事故による CR の低下が市場に与える影響を分析していく。最後に、第 5 章で全体をまとめ、現在の日本で CR が及ぼす影響について私見を交えながら論文を終わりにする。

## 第1章 コーポレート・レピュテーションの概要

個人であっても、企業であっても、世間から評価を受け、それがレピュテーション(評判)となっていく。中でも企業のレピュテーションは、コーポレート・レピュテーション(以下、CR と略記)と言われている。CR に統一された定義はないが、櫻井(2005)によると CR は、「経営者および従業員による過去の行為の結果、現在および将来の予測情報をもとに、企業を取り巻くさまざまなステークホルダーから導かれる持続可能な競争優位」としている<sup>1</sup>。また、Hannington(2004) [伊藤他邦訳]は、CR を、「ある企業についての認識を形成するために、その企業についてステークホルダーが問いかけた質問に対する反応」とであると定義づけた<sup>2</sup>。Fombrun and van Riel(2004) [花堂監修邦訳]では、CR はその企業が多様なステークホルダーからどう見られているのかを反映することを意味するとともに、メディアおよび社会の双方と企業がどのようなコミュニケーションをとっているのかに関係している、と述べている<sup>3</sup>。それぞれの解釈から、CR とは、多様なステークホルダーからの評価や信頼度合を表すということができる。

---

<sup>1</sup> 櫻井(2005) 1 頁

<sup>2</sup> Hannington(2004) [伊藤他邦訳] 52 頁

<sup>3</sup> Fombrun and van Riel(2004) [花堂監修邦訳] 7 頁

そのため、ステークホルダーの評価や信頼度合によっては、CRは向上することもあれば、低下することもある。例えば、企業の日頃の活動が評価されることによって向上した企業に対するプラスの評判を正のCR、経営者などによる不正行為などによって低下した企業に対するマイナスの評判を負のCRとすると、それぞれ企業にどのような影響があるのか。

正のCRには、企業の株価や企業価値を高める効果があると考えられる。正のCRは一般的に、従業員の生産性を刺激し、それによって企業の効率性と有効性を高めることができ、企業の成長力が高まると同時に企業の信頼も蓄積していく<sup>4</sup>。そうして得られた企業に対する各層のステークホルダーの支援が製品価格・投入コストの低下などの形で表れ、それが製品価格の競争力を高めることとなり、利益の向上が見込まれ、株式に対する需要が高まり、最終的には時価総額の上昇につながるとされている<sup>5</sup>。このように、CRの向上は企業価値の向上につながる。また、正のCRは、新規事業での勝ち残り、既存顧客の維持、新規従業員の誘引、好ましいメディアカバレッジの獲得、競争相手に対しての参入障壁といった機能があると見る見解もある<sup>6</sup>。

反対に、負のCRは、株価や企業価値の悪化をもたらす可能性がある。どんなに高いブランドを誇っていたとしても、経営者もしくは従業員が反社会的な行為を行えば、過大な負のCRによって企業が最終的に倒産に至ってしまうことも少なくない<sup>7</sup>。したがって、負のCRは企業価値の毀損を招く可能性がある。

また、負のCRがあるために、レピュテーションリスクが存在する。レピュテーションリスクとは、CRの低下に起因して経営にダメージを与えるCRのリスクのことである。白石(2018)は、レピュテーションリスクの要因には、不祥事発生によるものと、噂やデマによるものがあるとしている<sup>8</sup>。つまり不祥事の発生、発生後の対応によっては、レピュテーションは傷付く危険性があり、これとは全く別に根拠のない噂や事実と反するデマの流布によってもレピュテーションは悪化する可能性がある<sup>9</sup>。後者はいわゆる風評被害と言われる。

## 第2章 コーポレート・レピュテーションを低下させる企業不祥事について

CRが低下することは、企業にとって大きなダメージとなる。CRが低下する要因として大きいのが、レピュテーションリスクの1つとして数えられた、企業の不祥事である。企業の不祥事といっても様々あるが、企業やその経営者の意図的な不正は、メディアでも特に大きく報じられる。CRは築くのが難しい反面、そういった不正が起こった際には、企業がそれまで築いてきた信頼を一瞬にして壊してしまう可能性もある。

このように不祥事によってCRは低下するが、単に不祥事といっても、不正な会計処理や、製品の不具合などといった、多岐に渡る不祥事が存在する。青木(2019)は、企業の様々な不

---

<sup>4</sup> Fombrun and van Riel(2004) [花堂監修邦訳] 34頁

<sup>5</sup> 同上 35頁

<sup>6</sup> Hannington(2004) [伊藤他邦訳] 40頁

<sup>7</sup> 櫻井(2005) 27頁

<sup>8</sup> 白石(2018) 66頁

<sup>9</sup> 同上 66頁

祥事を「意図的不祥事」と「事故的不祥事」に分類している<sup>10</sup>。意図的不祥事は、企業が意図的に行ったと判断される不正行為とし、中でも粉飾決算、法令違反、隠蔽・偽装の3種類に分けている。反して事故的不祥事は、気をつけていても一定の確率で発生してしまうような不祥事とし、製品不具合、オペレーション不具合、モラルハザードの3種類に分けている。この中で、情報流出は事故的不祥事にあたり、さらに事故的不祥事の中でもオペレーション不具合に属する。

本論文では、青木(2016)が定義する事故的不祥事の中でも、オペレーション不具合に含まれる、情報流出に着目し、情報流出によって低下したCRが企業価値に与える影響に関して研究していく。数多ある不祥事の中でも特に情報流出を扱う理由としては、情報流出が企業にとってもステークホルダーにとっても非常に身近で誰しにも起こり得る問題だと考えられるためである。東京商工リサーチ(2020)の調査によると、2020年に上場企業とその子会社で個人情報の流出・紛失事故件数は100件を超えとなり、流出した個人情報は2,500万人分以上にのぼる<sup>11</sup>。1年間で日本の人口の約5分の1相当の情報が流出してしまったことになる。この調査からも分かるように、情報通信技術の進歩により生活が便利になる一方で、企業やステークホルダーは常に情報流出のリスクにさらされており、情報流出は非常に身近な問題である。

### 第3章 コーポレート・レピュテーションに関係する先行研究の概観

#### 1. コーポレート・レピュテーションが企業価値に与える影響を分析した先行研究

##### ① Fombrun and van Riel(2004)の研究

Fombrun and van Riel(2004)は、複数企業のレピュテーションを一貫して測定するために「レピュテーション指数(RQ)」を用い、分析を行った。「レピュテーション指数(RQ)」とは、Fombrun and van Rielらが開発した標準ツールを利用して算出した、レピュテーションの総合スコアである。各国でもっとも注目度の高い企業を特定し、それらのレピュテーションを測定することを試みたRQプロジェクトを実施した。このRQプロジェクトの一環として測定した特定の企業をとりあげ、その財務業績を同業他社との対比で検討した。これにより、起業の評判の良さがその企業の利益、流動性、キャッシュフロー、成長率を含む営業業績に密接に関連していることが明らかになった。

##### ② 伊藤、関谷、櫻井(2014)の研究

伊藤、関谷、櫻井(2014)は、CRが財務業績にいかなる影響を及ぼすか、そしてそのメカニズムについて検証した。東証第一部上場企業の経理部長を主な対象としたアンケート調査をもとに、因子分析を行い、その中で得られた因子に基づいて共分散構造分析を行った。結果として、CRの向上(毀損)が財務業績の向上(低下)に統計的に有意な結果は得られなかった。しかし、CRの企業価値を構成する価値は、組織価値、社会価値、顧客価値、経済価値であり、組織価値が社会価値に影響を及ぼし、社会価値が顧客価値に影響を及ぼし、顧客価値が経済価値に影響を及ぼしていたことが検証され、CRが企業価値を創造するメカニズム

---

<sup>10</sup> 青木(2016) 70頁

<sup>11</sup> 東京商工リサーチ HP「上場企業の個人情報漏えい・紛失事故」調査(2020年)

が明らかになった。

## 2. 企業の情報流出事故が企業価値に与える影響を分析した先行研究

### ① 河路(2006)の研究

河路(2006)は、個人情報漏洩事件直後の株式市場における企業価値の減少を被害予測として測定することを試みた。1997年から2004年に起きた上場企業による漏洩事件を対象に、イベント・スタディの方法を用いて分析を行ったところ、有意な負の異常収益率が観察された。また、漏洩規模でみると、小規模な事件では有意な異常収益率がみられなかったのに対して、大規模な事件では有意な異常収益率が観察された。

### ② 田中(2013)の研究

田中(2013)は、企業が起こした情報セキュリティ事故の公表が株価に与える影響を検証した。検証結果として、情報セキュリティ事故を起こした企業の株価は、その直後に有意に下落していたことから、日本企業が情報セキュリティ事故を起こした場合、企業価値にネガティブな影響を与えることが分かった。また、IT企業、非IT企業ともに事故の公表直後に株価が有意に下落し、IT企業の方が非IT企業よりも有意に株価に与える影響が大きいことが示された。

## 第4章 コーポレート・レピュテーションの低下が企業価値に与える影響の実証分析

第4章では、日本企業の個人情報流出事故に関する報道情報に基づいて、イベント・スタディによる分析を行う。イベント・スタディとは、経済上のイベントが企業価値にどのような影響を与えるかを検証する統計的手法である。イベントが実際に起こった場合において実現した事後的リターンから、イベントが起きなかった場合に達成されていたと期待される正常リターン(Normal Return)を差し引いて異常リターン(Abnormal Return、以下AR)を求め、観測されたARを一定期間集計して、異常累積リターン(Cumulative AR、以下CAR)を求めていく。

今回はCampbell, Lo, and MacKinlay(1997)のイベント・スタディの手法をもとに、分析を進めていく。本研究におけるイベントは、2010年4月から2020年3月までの期間における個人情報流出事故の新聞報道であり、イベント日はその新聞報道があった日とする。対象期間の東証1部または2部上場企業の情報流出事故の記事は101件となり、その中で、株価データに欠損があった事例、同企業でイベント・ウィンドウが重なっている事例、株式分割によって異常値が観測された事例を除き、最終的なイベント数は91件となった。イベント・ウィンドウは、イベント日 $t$ の前後10営業日である21日間とし、イベント・ウィンドウに先行する120営業日間を推定ウィンドウに設定した。本研究のイベント・スタディはマーケット・モデルによって行い、AR及びCARは以下の式で算出される。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad CAR_{it} = CAR_t(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

分析対象となった91件のARを単純平均し、その推移を図表4-1に示した。さらに、ARを新聞報道日10日前から10日後まで累積させたCAR(-10, 10)の推移を図表4-2に示した。

図表 4-1 平均 AR の推移



図表 4-2 CAR(-10,+10)の推移



図表 4-1 より、イベント日となる新聞報道日の 1 日前から 3 日後までの間、継続的に市場はネガティブに反応し続けることが明らかとなった。特に、新聞報道日の 1 日後に最もネガティブな反応を示した。また、図表 4-2 より、CAR は新聞報道日の 1 日前から一貫して下落しており、CR 報道が市場に与える影響は大きなマイナスであることが分かる。

次に、この結果が統計的に有意な反応であるかを検証するため、t 検定及び z 検定を行った。その結果が以下の図表 4-3、4-4 である。

図表 4-3 平均 AR の検定

Day	平均AR	t値	判定	z値	判定
-10	-0.0006	-0.3757		-1.0686	
-9	-0.0018	-1.047		-1.0171	
-8	-0.0021	-1.0675		-0.2176	
-7	-0.0002	-0.1381		-0.7242	
-6	0.0026	1.5467	*	-1.3496	*
-5	-0.0014	-0.8519		-1.4248	*
-4	0	0.0076		-0.1068	
-3	0.0022	1.4804	*	-1.2032	
-2	0.0011	0.8076		-0.5461	
-1	-0.0022	-1.3452	*	-1.9235	**
0	-0.0033	-2.1196	**	-1.9947	**
1	-0.0066	-2.5429	***	-2.0185	**
2	-0.0049	-0.8369		-0.0356	
3	-0.0014	-0.9444		-1.6741	**
4	0.0008	0.288		-0.7599	
5	-0.0009	-0.4318		-0.091	
6	0.0002	0.1316		-0.2889	
7	-0.0003	-1.4998	*	-0.7876	
8	-0.0006	-0.4256		-0.1741	
9	-0.0004	-0.2451		-0.7757	
10	0	-0.0411		-0.2968	

\*\*\*1%水準 \*\*5%水準 \*10%水準で有意

図表 4-4 CAR の検定結果

変数	n	平均	t値	判定	z値	判定
CAR(-10,0)	91	-0.0058	-0.826		-1.0765	
CAR(-5,0)	91	-0.0036	-0.8396		-1.5237	*
CAR(-4,0)	91	-0.0021	-0.5774		-1.0409	
CAR(-3,0)	91	-0.0021	-0.6833		-0.6411	
CAR(-2,0)	91	-0.0044	-1.5877	*	-1.6464	**
CAR(-1,0)	91	-0.0056	-2.3576	**	-2.533	***
CAR(-1,1)	91	-0.0122	-3.1236	***	-3.0594	***
CAR(0,1)	91	-0.0099	-3.1761	***	-2.7349	***
CAR(0,2)	91	-0.0148	-2.2612	**	-2.4816	***
CAR(0,3)	91	-0.0163	-2.3633	**	-3.2692	***
CAR(0,4)	91	-0.0154	-1.8141	**	-2.8615	***
CAR(0,5)	91	-0.0163	-1.9515	**	-3.0317	***
CAR(0,10)	91	-0.0203	-2.149	**	-2.1491	**
CAR(1,5)	91	-0.013	-1.626	*	-2.4934	***
CAR(1,10)	91	-0.017	-1.857	**	-1.6504	**
CAR(-2,2)	91	-0.016	-2.3021	**	-2.2995	**

\*\*\*1%水準 \*\*5%水準 \*10%水準で有意

AR に関しては、図表 4-3 より、市場は新聞報道日 1 日前と新聞報道日当日には 5%水準で有意にネガティブな反応を示し始め、新聞報道日 1 日後には 1%水準で最も強く有意にネガティブな反応を示した。このことから、企業の情報流出事故の新聞報道によって市場評価にマイナスの影響が与えられたことが分かるが、AR の反応は短期的である。

CAR に関しては、図表 4-4 にある通り、新聞報道日の 2 日前から連続して反応が確認でき、新聞報道日の 1 日前から新聞報道日の 5 日後までの間にある CAR が 1%水準で、最も強い反応を示していることが分かった。また、CAR は新聞報道日 2 日前から新聞報道日 10 日後まで継続して有意にネガティブな反応を示すことが明らかとなった。

以上の分析から、AR、CAR ともに新聞報道日と新聞報道日 1 日後により強く有意にネガティブな反応を示していることが分かる。CAR の分析からは新聞報道日 2 日前から 10 日後までネガティブな反応が持続していることが明らかとなった。先行研究である、田中(2013)の、企業の情報セキュリティ事故の新聞報道日における資本市場の反応の研究と同様に、イベント日後に有意にネガティブな反応を示したことから、情報流出事故が資本市場からネガティブな反応を示すことが確認された。このことから、情報流出事故による CR の低下は企業価値を毀損することが示された。

また、追加分析として、全サンプルを流出件数別で分類して検証した。流出件数が多い順に、流出件数上位 45 件のイベントと、下位 46 件のイベントの 2 つに分類し、その AR および CAR を算出した。分析から、流出件数上位のグループと流出件数下位のグループのどちらも新聞報道によって市場評価にマイナスの影響が与えられるものの、流出件数上位のグループの方がその影響が大きいことが分かった。特に、新聞報道日と新聞報道日 1 日後においては、AR、CAR ともに、流出件数上位のグループがより強く有意にネガティブな反応を示した。

## 第5章 結論および今後の課題

本論文では、CRが企業価値に与える影響を検証した。CRを低下させる要因となる不祥事として、特に企業の情報流出事故を取り上げ、企業の情報流出事故が企業価値に与える影響を、イベント・スタディの手法を用いて検証した。分析の結果、企業の情報流出事故報道によって、資本市場においてネガティブな反応が見られた。特に新聞報道日前日、当日、1日後において反応が大きいことが確認された。また、追加分析によって、情報流出件数が多いグループの方が少ないグループよりも、新聞報道日と新聞報道日1日後の反応がより大きいことが明らかとなった。今回の検証から、企業の情報流出事故は資本市場において負の影響を及ぼすことが明らかとなり、情報流出事故におけるCRの低下によって、企業価値が毀損されることが示された。本研究は、第3章で取り上げた情報流出事故が企業価値に与える影響に関する先行研究よりも、より最新の事例を用いてイベント・スタディ分析を実施しているため、最近の傾向を捉える上で有用である。

今後の課題としては、今回はマーケット・モデルを使用した、マルチファクター・モデル等を利用してイベント・スタディ分析を行うことで、より整合度の高い結果を得られることが期待される。そして、すべての情報流出事故が企業価値に与える影響は一律でないと考えられるため、業種別、流出原因別といった様々な分類で分析を行うことも必要である。また、今回は企業の情報流出事故を、CRを低下させる事象として取り上げたが、企業の不祥事には情報流出以外にも多くの種類が存在する。そのため、より様々な不祥事の分析を行うことによって、CRの低下が企業価値に及ぼす影響を検証していくことも今後の課題である。

## 参考文献

- Campbell, J.Y., Lo, A.W. and MacKinlay, A.C.(1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. 【邦訳】祝迫得夫,大橋和彦,中村信弘他訳(2003)『ファイナンスのための計量分析』共立出版
- Fombrun, C.J. and Cees B.M. van Riel(2004), *Fame & Fortune : How Successful Companies Build Winning Reputations*, FT Press.  
【監修邦訳】花堂靖仁(2005)『コーポレート・レピュテーション』東洋経済新報社
- Terry Hannington (2004), *How to Measure and Manage Your Corporate Reputation*, Routledge.  
【監修邦訳】櫻井通晴,伊藤和憲,大柳康司(2005)『コーポレート・レピュテーション 測定と管理』ダイヤモンド社
- 青木英孝(2016)「コーポレート・ガバナンスと 企業不祥事の実証分析」『経営学論集』第86号、66-77頁
- 櫻井通晴(2005)『コーポレート・レピュテーション』中央経済社
- 櫻井通晴(2011)『コーポレート・レピュテーションの測定と管理』同文館出版
- 伊藤和憲、関谷浩行、櫻井通晴(2014)「コーポレート・レピュテーションと企業価値・財務業績への影響 -世界から賞賛される企業になることを祈念して-」『会計学研究』40巻、1-31頁
- 廣松毅(2011)「情報セキュリティ事故が企業価値に与える影響の分析-イベント・スタディ法を用いたリスク評価の試み-」『情報セキュリティ総合科学』第3号、91-

106 頁

- ・田中勝行(2013)「企業の情報セキュリティ事故による株価への影響に関する実証研究」『国際マネジメント研究』第2巻、40-55頁
- ・白石弘幸「レピュテーションリスクと体験型マーケティング」『金沢大学経済論集』第39巻、1号、57-94頁

#### 参考 URL

- ・東京商工リサーチ HP「上場企業の個人情報漏えい・紛失事故」調査（2020年）  
[https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20210115\\_01.html](https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20210115_01.html)  
(2021年12月18日閲覧)
- ・日本経済新聞電子版「ソニー個人情報 7700 万人流出の恐れ ハッカー攻撃か」  
2011年4月27日掲載（2021年12月18日閲覧）  
[https://www.nikkei.com/article/DGXNASGM27021\\_X20C11A4MM0000/](https://www.nikkei.com/article/DGXNASGM27021_X20C11A4MM0000/)
- ・日本経済新聞電子版「サイバー攻撃、企業標的に ソニー情報流出問題」  
2011年5月2日掲載（2021年12月18日閲覧）  
[https://www.nikkei.com/article/DGXNASDD280DN\\_Y1A420C1X11000/?unlock=1](https://www.nikkei.com/article/DGXNASDD280DN_Y1A420C1X11000/?unlock=1)
- ・日本経済新聞電子版「ベネッセ HD、顧客漏洩件数「実態の件数は約 2895 万件と推計」」  
2014年9月10日掲載（2021年12月18日閲覧）  
[https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL10H79\\_Q4A910C1000000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL10H79_Q4A910C1000000/)
- ・日本経済新聞電子版「ベネッセ HD、上場以来初の赤字 15 年 3 月期」  
2015年5月1日掲載（2021年12月18日閲覧）  
[https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL01HHY\\_R00C15A5000000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL01HHY_R00C15A5000000/)
- ・日本経済新聞電子版「三菱 UFJ、560 万人分の取引記録紛失 誤廃棄か」  
2012年11月13日掲載（2021年12月18日閲覧）  
[https://www.nikkei.com/article/DGXNASDG1302P\\_T11C12A1CC1000/](https://www.nikkei.com/article/DGXNASDG1302P_T11C12A1CC1000/)