

# マレーシアにおける企業情報開示と株式市場の反応<sup>1</sup>

## ～イベントスタディを用いた証券市場分析～

一橋大学経済学研究科

修士課程 2 年

渡部隆正

2009 年 1 月

---

<sup>1</sup>本稿は、一橋大学政策大学院における専門職業人養成プログラムの一つである公共経済プログラムにおけるコンサルティング・プロジェクトの最終報告書として、受入機関である国際協力銀行開発金融部様に提出したものです。本稿の内容は全て筆者の個人的見解であり、受入機関様の見解を示すものではありません。文責は全て筆者に帰します。また国際協力銀行開発金融部西沢様、劉様、杉山様には分析を進める上で非常に有用なコメントやアドバイスを頂きました。心より感謝致します。

## 要約

1997年に発生したアジア通貨危機以降東アジア諸国は直接金融市場の整備を進めている。間接金融市場では銀行は自ら生産する私的な情報に基づいて投・融資を行うが、直接金融市場では参加する投資家は市場に出される公的な情報に基づいて投資を行う。そのため企業は市場に対して正確な企業情報を決められた時期に提出する必要がある。同時にそれらの情報は投資家間で格差があるべきではない。

先進国では株式市場を対象としたイベントスタディの方法を用いて、ある種の情報が投資判断に影響を与えるのか、与えたとしたらその影響はいつ表れるのか、という研究が多くなされてきた。しかし新興市場国とりわけ今後直接金融市場の発展が見込まれる ASEAN 諸国ではデータの制約上これらの研究の蓄積は非常に少ない。

本研究では近年直接金融市場の整備を推進している ASEAN 諸国の中から比較的企業情報の整備されているマレーシアを選び、企業情報開示の質、時期が投資に与える影響を分析するために「粉飾決算」及び「情報開示の遅延」という情報に対して投資家がどのように反応するのかを分析している。

本研究の成果は以下の2つである。第一に、マレーシアにおいて「粉飾決算」という情報は投資家にとってネガティブな情報であることが確認されたが、一部の投資家は事前にその情報を知っている可能性があることである。第二に、「企業情報開示の遅延」という情報もまた投資家にとってネガティブな情報であるが、事前にその情報を入手している投資家がいる可能性があるということである。

本研究の成果から以下の3つの政策提言ができる。第一に企業情報開示の質、および時期は投資家の投資判断に有意に影響を与えるものであり、政策担当者は株主の利益を損なわないためにも企業情報開示の規制を緩めてはならない。第二に情報優位の投資家と情報劣位の投資家との差を埋めるために情報インフラを発展させると共に、事前に情報を入手して悪用をした投資家に対する処罰を強化する必要がある。第三に直接的な政策とは異なるがこれらの研究を ASEAN 諸国においても蓄積することで企業側にも企業情報開示の違反の“デメリット”を認識させ、適切な情報開示を促すことである。

## 目次

第1節	はじめに	3
第2節	マレーシアの直接金融市場と企業犯罪	6
2.1	マレーシアの直接金融市場の概況	6
2.2	マレーシア国内の企業犯罪	8
第3節	粉飾決算と企業の株価	10
3.1	マレーシア証券委員会の起訴案件	10
3.2	推計	13
3.3	推計結果	23
3.4	まとめ	27
第4節	情報の提出遅延と株価	28
4.1	証券取引所による叱責	28
4.2	推計	38
4.3	推計結果	41
4.4	まとめ	44
第5節	おわりに	45
	参考文献	47
Appendix	証券取引所から各企業への叱責	50

## 図目次

図1	マレーシア株式市場の上場企業数の年次推移	6
図2	マレーシア株式市場の指数と取引高の月次推移	6
図3	マレーシアにおける社債発行残高の年次推移	7
図4	粉飾決算企業の異常収益率の平均の推移	25
図5	粉飾決算企業の平均累積異常収益率の推移	26
図6	Welli Multi社の異常収益率の推移	26
図7	各変数のヒストグラム	33
図8	提出遅延企業の異常収益率の平均の推移	42
図9	提出遅延企業の平均累積異常収益率の推移	43

## 表目次

表 1	マレーシア証券委員会による刑事起訴件数の推移と内容 .....	10
表 2	刑事起訴をされた企業とその理由 .....	11
表 3	粉飾決算企業と該当する報告書 .....	11
表 4	粉飾決算企業の業種、上場区分、起訴日、上場廃止日 .....	12
表 5	粉飾企業の AR、CAAR、SCAAR、J 統計量 .....	24
表 6	証券取引所による企業への叱責数の推移 .....	28
表 7	違反の内訳 .....	29
表 8	各報告書の遅延件数 .....	29
表 9	上場企業と叱責企業の業種比較 .....	30
表 10	上場企業、叱責企業、提出遅延企業の記述統計量 .....	31
表 11	上場企業、叱責企業、提出遅延企業の平均値の比較 .....	32
表 12	各変数の分布のグループ間比較 .....	33
表 13	叱責年度と翌年度の各変数の比較 .....	36
表 14	提出遅延企業の AR、CAAR、SCAAR、J 統計量 .....	42

## 第1節 はじめに

1990年代後半に発生したアジア通貨危機以降東アジア諸国、特にASEAN+3の枠組みで域内の金融協力が進められている。アジア通貨危機以前に行われていた銀行偏重の資金調達によるリスクの集中化を省みて様々な資金調達の枠組みが提唱されており、特にアジア域内に存在する潤沢な貯蓄を域内の企業行動に結びつける目的で「アジア社債市場構想」が掲げられ、各国、またはクロスボーダーで様々な取組が行われている。<sup>2</sup>

一連の資金調達構造の変化によって情報生産構造の見直しが求められるようになった。以前のような銀行偏重の資金調達構造は銀行の情報生産の優位性の下で企業の良好のパフォーマンスを生み出したが、同時にそこに通貨危機の問題を求めリスク分散を図る以上、銀行に求められていた情報生産を今後は銀行以外の債権者、投資家も行う必要がある。

本研究のモチベーションはこの情報生産の担い手のシフトにある。企業情報を内部化して融資を行う銀行とは違い、直接金融市場では市場に対して公開された情報を基に投資家が投資を行うので当然のことながら提示される企業情報に不備があっては投資判断に対して影響を及ぼしてしまう。これを防ぐために情報生産機関や投資家が公開された情報に対してその公平性を注視する必要がある。<sup>3</sup>同時に情報開示を適切に行わなかった企業には“罰”が必要だろう。先進国、とりわけ米国を対象とした分析では不正な情報開示を行った企業が受ける罰として「法的な処罰」とは別に「市場からの罰」があることが実証されている。しかしながら新興市場国、特に今後直接金融市場が一層発展すると思われるASEAN諸国においてこのような「市場からの罰」の研究の蓄積は現状不十分である。

本論文ではASEAN+3の枠組みに加盟し社債市場構想を推し進めている国の中で、比較的企業情報が整備されていること、各種の報道情報にアクセスしやすいこと等からマレーシアを対象国と設定し、粉飾決算、有価証券報告書の提出遅延を行った企業が市場からどのように罰せられているかを分析している。

---

<sup>2</sup> アジア社債構想についてはアジア開発銀行(Asia Development Bank)の提供する Asia Bonds Online が詳しい。

<sup>3</sup> 例えばマレーシアの格付機関であるRAM(Rating Agency of Malaysia)は企業が生産する情報について例えば競争環境や経営姿勢といった金融以外の情報も格付の対象とすること、同機関に対して適切な情報を提供できない企業に対して保守的な評価をせざるを得ないということを明確に述べている。

## 第2節 マレーシアの直接金融市場と企業犯罪

本節では次節に先立ちマレーシアの直接金融市場の概況とマレーシア企業の不正について、各種データや文献を手短にまとめる。第1項ではマレーシアの直接金融市場の概況を株式市場及び社債市場の参加状況や文献を基に簡便にまとめる。第2項ではマレーシア国内における企業犯罪に関する文献を3本、報告書を1本紹介する。いずれの項も本論文で主となる分析ではないが、本論文の考察の一助となるだろう。

### 2.1 マレーシアの直接金融市場の概況

マレーシアは1970年代には株式上場企業数が250社に到達し1980年代から民間の債券市場を導入するなど、他のASEAN諸国と比べて順調に自国の直接金融市場の整備を推進している。以下の図はマレーシア株式市場の上場企業数、及び株価指数(KLSE INDEX)と取引高を表したものである。

図1 マレーシア株式市場の上場企業数の年次推移

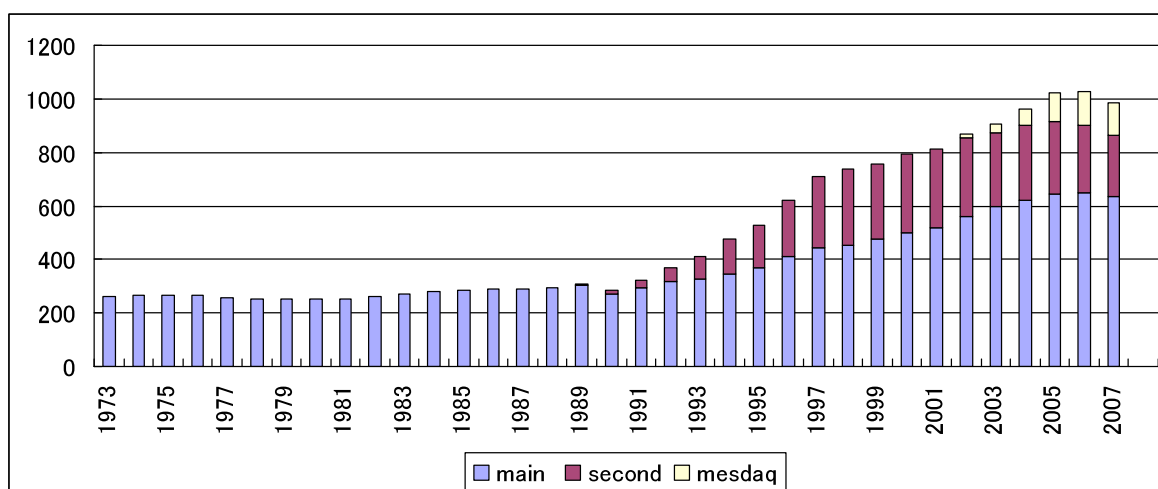
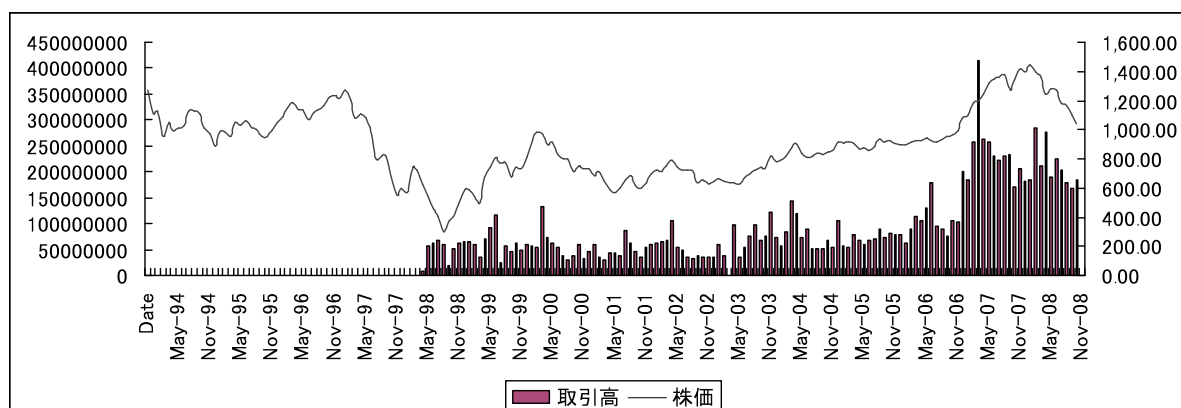


図2 マレーシア株式市場の指数と取引高の月次推移

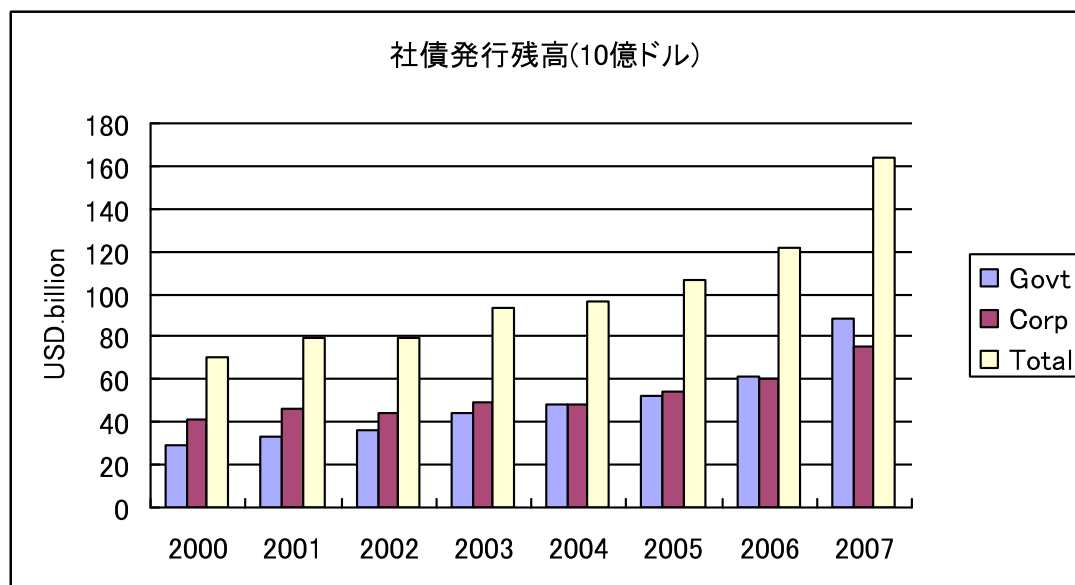


*Bursa Malaysia Statistics* より

1989年にマレーシア証券取引所は一部(main)以外に二部(second)を設けた。これをきっかけに上場企業数は2000年までに2倍以上に増えた。また1999年に創設された新興市場Mesdaqは2001年まで上場企業は無かったものの、02年以降上場企業数が一貫して

増えている。05年には全体の上場企業数が1000社を超えたが07年に少し減らし上場企業数は同年末で987社となっている。一方株価は通貨危機で大きなダメージを被ったものの07年には危機以前の水準まで回復している。取引高は98年から05年まで大きな変化は見られないものの、06年以降急激に増加しており、投資家の拡大が予想される。また社債の発行残高も増加している。図3はマレーシアにおける社債の発行残高の年次推移である。

図3 マレーシアにおける社債発行残高の年次推移



Asia Bonds Online より

株式市場及び社債市場の流動性は増したが、企業の所有構造が劇的に変化したわけではない。所有構造に関する公式統計は近年出されていないが研究者が様々な情報資源を使い分析を行っている。マレーシアの上場企業347社を対象に企業の年次報告書を用いて所有構造と企業業績の関係を分析しているHaniffa and Hudaib (2006)によればマレーシアの上場企業の筆頭株主の平均持ち株比率は31%と極めて高い。同じくマレーシア上場企業150社をサンプルとし、所有構造と企業業績の関係を分析しているKit and Monica(2007)では最終的な企業の所有者をClaessens et al(2000)と同様の手法を用いて突き止めている。彼らの研究によれば最終的な所有者が個人に帰属する企業ではその個人一人の所有比率の平均は38.45%であり、最終的な所有者が国に属する国営企業では国家の所有比率の平均は55.23%にも上る。Zhuang et al(2001)でもやはり1998年時点で筆頭株主の持ち株比率の平均は30.3%と試算されており、やはりマレーシア企業の特徴として所有構造の集中化が挙げられるだろう。

企業の所有構造が集中化すると少数株主の権利が危ぶまれる。マレーシアでは市場の流動性確保の観点から少数株主の保護が近年高まりを見せておりガバナンスを強化するためのMICG (Malaysia Institute of Corporate Governance:1993年設立) や特に少数株主を保護するためのMSWG (Minority Shareholder Watch Dogs:2000年設立) といった機関が政府・証券委員会主導の下で活動を進めている。2007年には証券取引所主導の下でMIRA

(Malaysia Investment Relations Association) という機関が創設された。MIRA は積極的な IR 活動を企業の担当者に行わせるトレーニング機関であり 08 年 6 月時点では 199 の企業がコーポレートメンバーとして名前を連ねている。これらの機関は少数株主の権利保護の観点からもより一層の情報開示を企業に求めている。

## 2. 2 マレーシア国内の企業犯罪

少数株主を保護するために政府や証券取引所が先導し様々な機関が設立され活動している一方で、マレーシア国内では企業の不正が株主の権利を侵害するものとして問題視されている。Lee (2008) は企業の不正に対する会計士の役割を調査するためにマレーシア国内の銀行員、経営者、投資家、会計士 92 人に対して様々なアンケートを行っている。この中で『マレーシア国内のビジネスにおいて不正は大きな関心事である』という質問に対して 63%の回答者が同意、もしくは強く同意と回答している。(ちなみに不賛成、もしくは強く不賛成と答えた回答者が 22.8%であった。) さらに『不正の発覚は投資家に対してネガティブな影響を与えるか』という質問においては同意、もしくは強く同意という回答は 68.4%になった。Lee (2008) はこの結果と 2007 年に粉飾決算が発覚した Transmile BHD と Megan Media BHD のその後の株価低迷の 2つを根拠にしてマレーシアの投資家は不正を行った企業に対して強くネガティブな印象を持つ、とまとめている。市場の透明性を高め流動性を確保するためにはこれらの不正を働いた企業は市場から退場しなければならないだろう。またマレーシア警察が毎年発行する機関紙に掲載されている Supt (2005) ではホワイトカラーの犯罪の分析が行われている。高い地位にいる人間の犯罪が増えてきた背景と、その防止について紙幅が裂かれており、企業の犯罪について記述されている箇所は多くないが、その中で後述する KPMG の各年の調査を元に企業の不正が増えているという報告がなされている。また、企業犯罪や商業犯罪の増加を受けて、商業犯罪を調査する CCID(Commercial Crime Investigation Department)を 2005 年 1 月より拡大し、企業犯罪の根絶のための活動をより一層進めるとしている。また企業犯罪を引き起こす理由を分析した論文に Voon et al (2008a) がある。彼らが 25 の質問項目を準備しマレーシア国内の投資家に対してアンケートを行ったところ、最も問題視されたのは「現預金の不適切な管理」であり、以下「従業員の管理不足」、「内部監査の失敗」が続く。また 25 の質問を「分別の欠如」、「従業員の能力欠如」、「監査の失敗」、「現預金及び証券等の管理の不徹底」、「政府規制の失敗」に分けて再集計したところ、やはり一番問題視されていたのは現預金及び証券等の管理の不徹底であった。彼らは論文の最後で、企業犯罪を減らすためには経営者や従業員が企業に属する現預金を不適切に使うことの出来ないような管理体制、ガバナンス構築が必要だとまとめている。

一方マレーシアの企業犯罪をまとめた報告書として KPMG マレーシアの発行する Fraud Survey がある。KPMG(2004)<sup>4</sup>ではマレーシア国内の 130 の上場企業に対して企業犯罪や

---

<sup>4</sup> KPMG マレーシアはマレーシア国内で 1590 名のスタッフを抱えるマレーシア最大の会計事務所の一つである



不正行為に関するアンケートを行った結果をまとめている。この報告に依れば「過去 2 年間で不正行為を行ったか」という質問に YES と答えたのは調査対象企業の 83%にも昇る。2002 年の調査では YES と答えた企業は 50%であったので 33%増加したことになる。(この点に関しては Supt(2005)、Voon et al(2008a)でも注目されている。)また、62%の企業が不正行為はマレーシアのビジネス環境にとって重要な問題である、と回答している。不正行為が将来増加すると思うか、という質問に対しては増加するが 44%で最も多く、次いで変わらない(29%)、わからない (18%)、減少する (9%) という順番になった。

本節の第 1 項ではマレーシアにおいて少数株主保護のため様々な施策が行われていることを説明した。その一方で本節の第 2 項で説明したとおり企業の不正は投資家の投資判断に対してネガティブな影響を与えるとされているにもかかわらず、その件数は年々増加しており、今後も増加が予想されている。今後株式市場、債券市場を中心とした直接金融市場をより発展させるためには市場全体の透明性を維持する必要があるが、本節で述べたとおりマレーシアにおいては企業の不正行為が後を絶たず、市場参加者は今後も企業の不正が増えるだろうと予想している。

### 第3節 粉飾決算と企業の株価

この節では企業の粉飾決算に対する株式市場の反応をイベントスタディという手法を用いて分析を行う。第1項ではまず粉飾決算を行った企業を特定するために Securities Commission of Malaysia（以下マレーシア証券委員会）の年次報告書、及びホームページにまとめられた刑事起訴案件について報告する。第2項ではイベントスタディの手法を用いた推計を行う。まず関連する先行研究をまとめ、次に推計の手法を詳細に説明する。その後仮説を設定し、推計を行う。第3項では推計結果の報告を行い、第4項にてこの節をまとめる。

#### 3.1 マレーシア証券委員会の起訴案件

マレーシア証券委員会は毎年年次報告書をマレーシア国内、国外の利害関係者に対して提出している。この報告書内では第一章に必ず企業の不正な取引や粉飾決算などの企業事件がまとめられているが、これはマレーシア証券委員会が『厳格で公平な資本市場を作ることとは資本形成の発展のための重要なプロセスである（2007年のアニュアルレポート第一章より）』ということを明確に意識しており、投資家に対して如何なる情報もきちんと提示するという態度のあらわれであろう。<sup>5</sup>特に2007年度の報告においては Transmile Bhd と Megan Media Holding Bhd の粉飾決算を取り上げ、『企業によって開示された情報は投資家が投資判断を下すために必要な情報であり、全ての投資家にとって有用性が信頼できるものでなければならない』といった表現を報告書に盛り込んでいる。<sup>6</sup>

マレーシア証券委員会の2003年から2007年までの4年間のアニュアルレポートの報告のうち特に刑事起訴<sup>7</sup>された案件、件数を年度別にまとめたのが以下の表である。

表1 マレーシア証券委員会による刑事起訴件数の推移と内容

	2004	2005	2006	2007	2008(6月まで)	合計
起訴件数	10	9	2	10	2	33
人数	10	13	2	15	3	43
企業	3	5	1	5	1	15
粉飾決算	1	1	0	4	1	7

*Malaysia Security Commission Annual report* より筆者作成

<sup>5</sup> 2000年からの年次報告書はマレーシア国内外問わず誰でもダウンロードすることが可能である。( [www.sc.com.my](http://www.sc.com.my) )。

<sup>6</sup> Annual Report(2007)1-4 False Financial Reporting より。原文は「All investors should be able to rely on the truth of information disclosed in corporate proposals and financial documents which they need to make informed decisions about their investments」

<sup>7</sup> 証券取引委員会は、投資家が不利益を被った場合その損失が回復できると判断された場合は当該企業に対して民事訴訟を、例えば粉飾決算のように損失が回避しづらいと判断された場合は刑事訴訟を行うと、2007年度のアニュアルレポートにおいて明記している。

表 2 刑事起訴をされた企業とその理由

刑事起訴をされた企業	刑事起訴をされた理由	人数
2008 個人	証券業の無免許	1
Welli Multi Corporation Berhad (WMCB)	粉飾決算	2
2007 Megan Media Holdings Berhad	粉飾決算	2
Transmile Group Berhad (TGB)	粉飾決算	5
Nasioncom	粉飾決算	3
GP Ocean Food Bhd	銀行に報告する財務諸表、取引先の報告を粉飾	4
Polymate Holdings Bhd	粉飾決算	1
2006 Granasia Corporation Bhd	銀行に報告する財務諸表、取引先の報告を粉飾	1
個人	先物取引に関する不正	1
2005 Aiwana Management Assets Sdn Bhd (Aiwana)	証券保有の報告を怠ったため	1
個人	市場操作	3
個人	不正取引	1
個人	証券業の無免許	1
Unique Mega Marketing Sdn Bhd	先物取引に関する不正	1
Avenue Securities Sdn Bhd	市場操作	2
Pancarana Ikrab Bhd (PIB)	不正取引	2
Pasaraya Hiong Kong Sdn Bhd (PHK)	粉飾決算	2
2004 Omega Holdings Bhd's	粉飾決算	2
Cold Storage (Malaysia)	不正取引	2
Kiara Emas Asia Industries Bhd	不正取引	4
個人	不正取引	2
	合計人数	43

Malaysia Security Commission Annual report より筆者作成

表 1 と表 2 は 2004 年から 2008 年 6 月までの間にマレーシア証券委員会が刑事訴訟を起こした案件を証券委員会の Annual report 及びホームページよりまとめたものである。

2004 年から 2008 年 6 月までの間に刑事起訴された件数は 31 件、人数は 40 名、そのうち直接企業関わったものが 14 件である。

本論文では不正に情報開示を行った企業に対する市場からの反応に注目するため、これらの刑事訴訟案件のうち特に粉飾決算に焦点を当てて分析を行う。企業に関わり起訴された案件 14 件のうち 7 件が粉飾決算に関わる案件であった。粉飾決算の罪で起訴された企業は以下の 7 社である。8このうち 2004 年に起訴された Pasaraya Hiong Kong Sdn Bhd (PHK)社は未上場企業のため会社情報が取得できなかった。

表 3 粉飾決算企業と該当する報告書

企業名	粉飾された報告
Welli Multi Corporation Berhad	2005年度のアニュアルレポートと2006年度の3四半期報告
Megan Media Holdings Berhad	2006年度の財務諸表と同年度の3四半期分の報告を粉飾
Transmile Group Berhad (TGB)	2006年度12月期の四半期報告
Nasioncom	2005年度のアニュアルレポート
Polymate Holdings Bhd	2003年度のアニュアルレポート
Pasaraya Hiong Kong Sdn Bhd (PHK)	2003年度の財務諸表
Omega Holdings Bhd's	2003年度の財務諸表

Malaysia Security Commission Annual report より筆者作成

8 マレーシアでは会社法(Malaysia Company Act)によって財務諸表(貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書)連結財務諸表、グループ間取引等を会計年度の終了日より半年以内に報告しなければならない。また上場企業については Bursa Malaysia Listing Requirement によって四半期報告書の提出が求められる。

表 4 粉飾決算企業の業種、上場区分、起訴日、上場廃止日

企業名	年度	SIC	業種
WELLI MULTI	2008	2033	缶詰製造業
TRANSMILE GROUP	2007	4789	運輸サービス業
NASIONCOM	2007	4899	通信サービス業
MEGAN MEDIA	2007	3577	PC周辺機器製造業
POLYMATE	2007	3089	プラスチック製品製造業
Omega Holdings	2004	6159	事業者向け金融機関

企業名	上場区分	起訴日	上場廃止日
WELLI MULTI	MESDAQ	2008/4/15	(2008/6/16)
TRANSMILE GROUP	KLSE 1部	2007/7/1	Listed
NASIONCOM	MESDAQ	2007/5/28	2008/3/17
MEGAN MEDIA	KLSE 1部	2007/12/10	2008/4/23
POLYMATE	KLSE 1部	2007/2/7	2006/10/19
Omega Holdings	KLSE 1部	2006/6/27	2006/6/27

※Welli Multi Corporataion は 2008 年 11 月現在取引を中止している。

筆者作成

表 4 では粉飾決算を行った企業の業種、上場区分、起訴日、上場廃止日がまとめられている。2007 年度は粉飾決算で刑事起訴をされた企業が例年よりも多い。また起業数だけでなく規模も大きく、特に Transmil Group 社と Megan Media 社の粉飾決算の額はそれぞれ 180 億リングgit、3 億リングgitといずれも甚大なため、2007 年度の証券取引所の年次報告書では両企業の調査を特に慎重に行うという説明がなされている。

尚、上記企業のうち、現在も株式市場に上場して銘柄が取引されているのは Transmile Group のみである。Welli Multi 社は取引を中止されており、他の 4 社は全て上場廃止処分となっている。次項ではこれらの企業をサンプル企業として粉飾決算に対する市場の反応を分析する。

### 3. 2 推計

前項の証券委員会の年次報告書よりマレーシア株式市場において粉飾決算を行った企業を特定できた。本項では前項で特定した企業を対象とし、粉飾決算が市場に与える反応をイベントスタディという手法を用いて分析する。本項ではまず本研究に先立つ研究を紹介し、次いで推計の手法を詳細に説明する。

#### 先行研究

本研究が参考にした先行研究は「投資家が企業の不祥事（ないしは粉飾決算）に対してどのように反応するのか」という投資家側に立った研究である。しかしながらより一層の理解を深めるために経営者の側に立った研究、すなわち「なぜ経営者は情報開示を不正に行うのか」というテーマで扱われている論文も参考にしている。

#### なぜ経営者は情報開示を不正に行うのか

Jensen and Meckling(1976)では経営者が情報優位にあり経営者自身の効用を最大化させる場合、企業価値の最大化を狙う投資家にとって不適切な投資でも実行されてしまうことがある事が説明されている。このエージェンシー理論を基に Healy and Palepu(2001)では情報開示が行われる必要条件として①情報の非対称性があること、②経営者と投資家の間に利害の不一致が発生していること、の2つを挙げている。根本的な問題の1つである情報の非対称性は経営者が保有している情報を投資家に対して公表することで緩和することが出来る。また、例えば投資家は経営者に対して経営者の効用最大化が企業価値増大に繋がる様にストックオプションを付与し、投資家と経営者の効用関数を近づける事で緩和することが出来る。

更にエージェンシーコストを緩和する外的な要因として Fama(1980)では経営者の労働市場が挙げられている。このモデルでは経営者は経営者の労働市場の中で自らの生産性を株主に対して提供し、対価として報酬を受け取る。経営者は自らが将来に渡って得られる報酬を最大化するように行動するため、経営者自身の生産性を下げるような行動はとらない。このモデルの中では経営者の労働市場が現在の経営者の行動に対して規律付けの役割を果たしている。

以上のように投資家と経営者の衝突を緩和するために、経営者は投資家に対して企業情報の開示を行い、投資家は経営者にストックオプションを与える。更に外的な要因として経営者の労働市場の規律付けの効果がある。

それではなぜ経営者は情報開示を不正に行うのだろうか。その理由の一つとしてストックオプション制度があげられる。Johnson et al(2008)ではストックオプションが不正な情報開示の原因になっているという仮説を立てアメリカ証券取引委員会に「十分に粉飾決算を行ったという証拠が確認された」87のケースを対象に分析を行っている。この研究ではストックオプションから得られる効用を最大化させるときに経営者が企業価値の最大化を狙い、企業情報を適切に開示しなくなるインセンティブが高まるという仮説が説明されている。企業の特徴やガバナンス、CEOの特性などをコントロール変数とし、説明変数にCEOのストックオプション、非説明変数に粉飾決算の有無を用いてロジスティック回帰分析を

行った結果、付帯条件が無いストックオプションの発行が有意に粉飾決算発生の可能性に影響を与えていることが報告されている。<sup>9</sup>

もう1つの理由として先に説明した Fama(1980)が指摘する経営者の労働市場での規律が逆の効果を産んでいる可能性がある。Gilson(1998)では経営状況が悪化している企業はそうでない企業に比べて会長、CEO、取締役を変える確率が3倍高い、ということをもとに1979年から1984年のデータを用いて示し、経営者の労働市場仮説を指示している。また Mason and Kenneth (1997)では情報開示の不備が経営者の労働市場での価値に影響を与えているという仮説を実証するため米国証券委員会より情報開示の違反を行った企業の理事の数と、コントロールグループの取締役の理事の数の推移を比較した結果、違反企業の理事の数が統計的に有意に減っていることが報告されている。これらの研究から得られた結果を逆に考えれば経営状況を粉飾し投資家を欺きとおすことが出来れば経営者は労働市場の中での自身の価値を高め、より多くの報酬や役職を得ることで自らの効用を最大化することが出来る。これもまた不適切な情報開示を行うひとつの理由になると考えられるだろう。

このようにエージェンシー問題の緩和を目的としたストックオプションや外生的にエージェンシー問題を緩和する役割を持つと考えられている経営者の労働市場が意図せずして経営者が不正に情報開示を行うインセンティブを高めてしまっていることが考えられる。

#### 投資家は企業の不祥事に対してどのように反応するのか。

では投資家は企業の不祥事に対してどのように反応するだろうか？企業の不祥事と株式市場に焦点を当てて分析をおこなっている研究として Karpoff and Lott(1993)がある。彼らの研究では1981年から1987年にかけて Wall Street Journal で不祥事を報じられた企業について分析を行っている。投資家は将来に渡る企業価値を合理的に計算し投資の判断をしている、と仮定すれば不祥事が明るみに出た際に投資家に与えられるネガティブな情報として①市場からの信用の失墜<sup>10</sup>のほかに②経営者の資質、能力に対する情報、③不法行為に対する罰金等の法的な処罰、④不祥事によって予想していた将来収益が得られなくなってしまうという情報の4つの情報があるという仮説を立て、その中でも株価収益率に与える影響として法的な処罰よりもそれ以外の効果の方が大きいことを実証している。Karpoff et al(2006)ではこの論文を基により詳細な研究が行われている。この研究では1978年から2002年までの間に決算報告書の不備で米国証券委員会によって何らかの措置をうけた585の企業を対象にしてイベントスタディが行われており、企業が違反を犯したことが明るみに出た後から、企業への処罰が全て終わるまでをイベント期間としている。同期間で企業に

---

<sup>9</sup>一方でストックオプションと粉飾決算との間に有意な関係が見られなかった研究もある。Ericson et al(2006)では1996年から2003年までに米国証券委員会によって粉飾決算を行ったと公表された50企業とコントロール企業との間に株価に対するストックオプション報酬の感度(株価が1%上がった時のストックオプション報酬の変化率)に統計的に有意な差は見られないと報告している。

<sup>10</sup> Reputational penalty

課された罰金は一企業あたり平均で 2350 万ドルであったのに対して、累積の異常収益率は -50%以上(一企業あたり平均で 3 億 8000 万ドル)であることが報告されており、企業の決算報告の不備は法的な制裁というよりも市場から受ける制裁、つまり市場からの信用の失墜の方が遥かに大きいことを示している。

また日本企業の不祥事について分析が行われているものもある。堀・小佐野(2006)では日本の上場企業の不祥事 51 件を①製造物責任、②法令遵守、③特許問題、④生産拠点の損壊、⑤環境汚染に関する事件の 5 つに分けて分析を行っている。この結果法令遵守のグループは株価を有意に下げたものの、他の不祥事は株価を有意に下げていることが報告されている。

本研究のように粉飾決算と株価の関係を研究している論文もある。Davidson, Worrell, Lee(1994)では 1965 年から 1990 年までの 26 年間の米国上場企業の不祥事 535 件を①賄賂、②脱税、③著作権侵害、④財務諸表の虚偽報告、⑤政府との癒着、⑥リベート、⑦詐欺、⑧価格操作、⑨証券法違反、⑩過剰請求の 10 項目に分けて、初めて報道された日、及び告訴された日をイベント日としてイベントと当該企業の株価収益率の関係を研究している。その結果、535 のケース全体では不祥事が株価収益率に対してネガティブな影響を与えているという結果は有意に見られなかったものの、賄賂、脱税、著作権侵害、財務諸表の虚偽報告、政府との癒着の 5 つのイベントではイベント前に有意に株価収益率が下がっていることを指摘している。また、粉飾決算と株価の関係についてのみ焦点を当てて行われた研究として Cox and Weirich(2002)が挙げられる。この研究では 1992 年から 1999 年の間に Wall Street Journal で取り上げられた粉飾決算に関する事件を分析対象としてイベントスタディを行っている。結果として①粉飾決算は株価に対してネガティブな影響を与えているということ②特に Wall Street Journal で報道された日とその一日前に収益率に有意な下落が観察されたこと、③イベント日の 2 日後に市場が行き過ぎた下落の修正を行うため収益率が一度上がることが報告されている。この結果から投資家に対する教育も重要ではあるが、それ以上に財務報告書の監査、規制の役割を決して緩めるべきではないとの政策提言を導き出している。

最後に本論文と同様にマレーシア企業を対象にイベントスタディを用いた分析を行っている論文を紹介しよう。マレーシアの上場企業を対象にして企業の不正行為と市場の反応を研究している論文として Voon et al (2008b)がある。この論文では 1999 年から 2005 年までにマレーシア国内で起こった企業の不正のうち、マレーシア証券委員会によって起訴をされており、尚且つ現在も上場している企業をサンプル企業としている。上記の方法によって 7 企業、8 つのケースがサンプルとして選ばれている。次に証券委員会が起訴をした月をイベント月とし、1 年前( $t=-12$ )から 6 ヶ月後( $t=6$ )までの 17 期間における異常収益率を観察している。この結果  $t=-2$  時点(イベント月の 2 ヶ月前)から負の異常収益率が特に増え続けていること、 $t=1$  時点(イベント月の 1 ヶ月後)での累積の異常収益率が有意に負の値を示していることが報告されており、マレーシアの株式市場は起訴が起こる前に有意にネガティブな反応を示している、と結論付けている。

しかしながらマレーシアの株式市場を対象とした Voon et al (2008) では月次の株式データを用いているためイベントに対しての直接的な影響が限定されていること、イベント月を証券委員会が起訴をした月に設定しているためその前の報道が株価に与える影響を考慮に入れていない点など、論文の推計方法について、頑健性という観点からは少なからず疑問が残る。

以上のように先進国では企業の不祥事や粉飾決算と市場の反応について様々な研究が行われている。一方でマレーシアについて行われている研究は非常に少なく、その推計方法も先進国で行われている研究方法とかなりかけ離れた方法であるため推計の妥当性には疑問が残る。本稿では第一に日次の株式データを用いること、第二に先進国で用いられている方法と同様にイベント日を現地の新聞社のデータベースから取得すること、を行い出来る限り先進国で用いられている方法と近い方法でマレーシア企業の粉飾決算に対する市場の反応を分析する。

## 推計手法

本研究では粉飾決算が市場に対してどのような影響を与えるのかを直接的に観察するために推計方法として先行研究で用いられているイベントスタディという方法を用いた。イベントスタディは以下の7つの手順で行われる。<sup>11</sup>

- ①イベント日の設定
- ②対象企業の選択と株価の取得
- ③モデルの選択と推計期間の決定
- ④超過収益率の計算
- ⑤超過収益率の集計化
- ⑥検定統計量の導出
- ⑦仮説の設定

以下各項目について説明しよう。

### ①イベント日の設定

イベント日の設定はマレーシアの新聞社である New Strait Time 社の記事データベースを使用した。証券委員会のアニュアルレポート及び HP より粉飾決算の疑いがあった企業を検索し、粉飾決算の疑いが初めて報道された日を 0 と設定している。また、本研究では多くの先行研究と同様にイベント日の 100 日前からイベント日の 20 日後までの 141 日間を推計の期間としている。

### ②対象企業の選択と株価の取得

本研究では 2004 年から 2008 年 6 月までに粉飾決算の罪で証券取引所より刑事起訴をされた企業を分析対象企業とする。本節第 1 項で説明したとおり、同期間に粉飾決算の罪で

---

<sup>11</sup>本研究ではイベントスタディの推計の方法は Campbell(1997)を参照にしている。



証券取引所より刑事起訴された企業は合計で 7 社である。このうち十分な流動性がある株式に分析を絞るため①提出の遅延が報告される 100 日前から 21 日後までの株式データが取得できない企業、②141 日のうち半分以上の日で取引されていない企業、をサンプルから除外した。7 社のうち Pasaraya Hiong Kong Sdn 社は企業情報が取得できず Omega Holding 社及び Polymate Holding 社は推計に十分な株価情報が取得できなかった。そのため上記 3 社を除いた 4 社での推計を行う。使用する株式データはイベント日の 100 日前から 20 日後までの各企業の株式及び市場ポートフォリオの株式データである。本研究では市場ポートフォリオとして Voon et al (2008b) にならい、KLSE INDEX を使用した。また推計対象企業のうち Weli Multi 社はイベント日の 10 営業日前に証券取引所から株価の動きが以上である事を理由に質問を受けている。<sup>12</sup>実際に Weli 社の株価はイベント日の 10 営業日前に大幅に落ち込んでいるため Weli Multi 社を含んだ 4 社での推計と除外した 3 社での推計の両方を行った。

### ③モデルの選択と推計期間の決定

本研究では先行研究で広く用いられていることからマーケットモデルを用いた。<sup>13</sup>各企業の  $t$  時点における個別の株価収益率を  $R_{it}$ 、市場ポートフォリオ (KLSE INDEX) の株価収益率を  $R_{mt}$  とする。

企業  $i$  の株価収益率は市場ポートフォリオによって説明でき、線形のトレンドによって形成されていると仮定する。また誤差項の期待値は 0、分散は  $\sigma^2_{ei}$  とする。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \cdot \cdot \cdot (1)$$

$$E[\varepsilon_{it}] = 0$$

$$Var[\varepsilon_{it}] = \sigma^2_{ei}$$

$R_{it}$ :  $t$  期における企業  $i$  の証券に投資した際のリターン。

$R_{mt}$ : マーケットポートフォリオに投資した際のリターン (今回のケースでは KLSE INDEX を使用)。

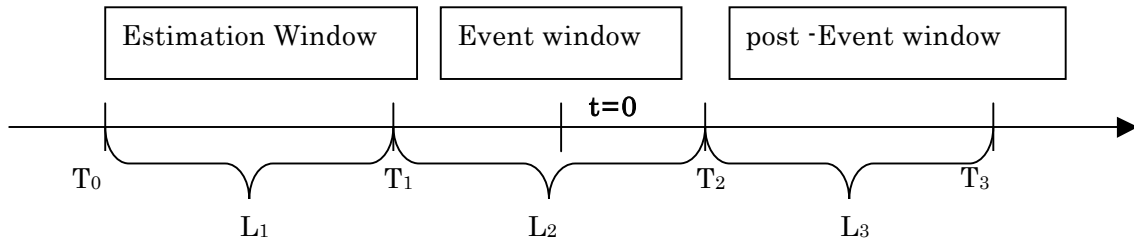
次に推計の期間を決定する。Campbell (1997) では推計の期間を 3 つの期間に分け① Estimation Window, ② Event Window, ③ post-Event Window としている。本研究ではイベントの直接的な影響を分析するため Campbell (1997) の推計期間のうち①と②を採用している。それぞれの期間は①がイベントの 100 日前から 21 日前まで、②が 20 日前から 20

<sup>12</sup> 2007 年 6 月 14 日に証券取引所から同社へ UMA(Unusual Market Activity)についての質問が行われているがこれに対して welli 社の大株主や取締役は異常な株価の動きの理由について「分からない」と回答している。

<sup>13</sup> 予測収益率を計算するその他のモデルには CAPM や CMR (Constant Mean Return) モデルがあるが Campbell (1997) ではマーケットモデル以外のモデルを使うことの利点は特になくとしている。そのため本稿においてもマーケットモデルを採用している。

日後まで、10 日前から 10 日後まで、5 日前から 5 日後まで、1 日前から 1 日後までの 4 種類である。以下に Campbell (1997) の期間設定と本稿の期間設定をまとめる。

### Campbell(1997)の Time line

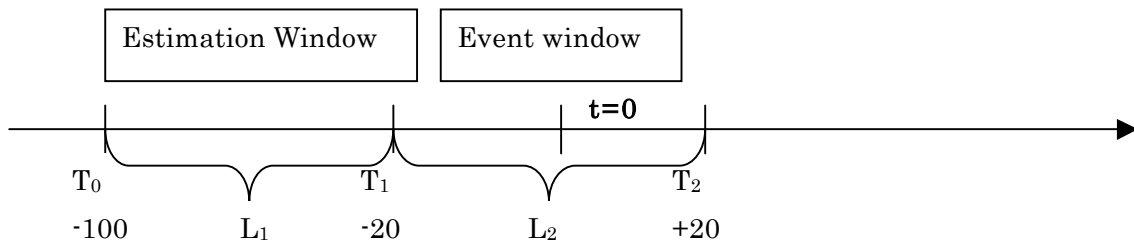


$T_0 \sim T_1$ : Estimation Window : この期間を以下  $L_1$  とする。

$T_1 \sim T_2$ : Event Window : この期間を以下  $L_2$  とする。

$T_2 \sim T_3$ : Post-event Window : この期間を以下  $L_3$  とする。

### 本研究で使用した Time line



$L_2$  の期間は 4 種類設定されている。

### ④ 超過収益率 (Abnormal Return) の計算

#### $T_0 \sim T_1$ : Estimation Window

Estimation Window のデータを用いたマーケットモデルの推定式は

$$R_i = X \beta_i + \varepsilon_i \dots (2)$$

となる。

$R_i$ :  $L_1 \times 1$  の列ベクトルで  $[R_{iT_0} \dots R_{iT_{L_1-1}}]$  である。本研究では  $L_1$  は 80 に設定されている。

$X_i$ :  $L_1 \times 2$  の行列で  $[i, R_m]$  である。列ベクトルごとに分解すると第一列のベクトルは

$L_1 \times 1$  の単位ベクトル、第 2 列のベクトルは  $[R_{mT0} \cdots R_{mT1-1}]$  である。

$\theta_i$ :  $2 \times 1$  のパラメーターのベクトルで  $[\alpha_i, \beta_i]$  である。

$\varepsilon_i$ :  $L_1 \times 1$  で誤差項のベクトルである。

(2) 式を OLS で推定するとパラメーターや誤差項は以下のように記述できる。

$$\hat{\theta}_i = (X_i' X_i)^{-1} X_i' R_i$$

$$\text{Var}(\hat{\theta}_i) = \hat{\sigma}_{ei}^2 (X_i' X_i)^{-1}$$

$$\varepsilon_i = R_i - X_i \hat{\theta}_i$$

$$\hat{\sigma}_{ei}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \hat{\varepsilon}_i' \hat{\varepsilon}_i$$

Estimation Window 内でのマーケットモデルに基づいて求められたパラメーターから、Event window 内での収益率を予想することが出来る。この予想収益率と実際に観測された収益率の差が超過収益率である。超過収益率を  $\hat{\varepsilon}_i^*$  と表すと

$$\hat{\varepsilon}_i^* = R_i^* - X_i^* \hat{\theta}_i \quad \dots (3)$$

となる。ここで  $R_i^*$  は個別の証券に関して実際に観測された収益率であり、 $X_i^*$  はマーケットポートフォリオに関して実際に観測された収益率である。

この超過収益率  $\hat{\varepsilon}_i^*$  の条件付期待値と分散共分散行列を計算すると

$$\begin{aligned} E[\hat{\varepsilon}_i^* | X_i^*] &= E[R_i^* - X_i^* \hat{\theta}_i | X_i^*] \\ &= E[(R_i^* - X_i^* \theta_i) - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) | X_i^*] \\ &= 0 \\ V_i &= E[\hat{\varepsilon}_i^* \hat{\varepsilon}_i^{*'} | X_i^*] \\ &= E\left[ \left[ \varepsilon_i^* - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) \right] \left[ \varepsilon_i^* - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) \right]' \middle| X_i^* \right] \\ &= E\left[ \varepsilon_i^* \varepsilon_i^{*'} - \varepsilon_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)' X_i^{*'} - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) \varepsilon_i^{*'} + X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) (\hat{\theta}_i - \theta_i)' X_i^{*'} \middle| X_i^* \right] \\ &= I \sigma_{ei}^2 + X_i^* (X_i' X_i)^{-1} X_i^{*'} \sigma_{ei}^2 \end{aligned}$$

となる。

上記の式より超過収益率  $\hat{\varepsilon}_i^*$  の期待値はゼロである。

また分散共分散行列は 2 つの項に分かれる。Estimation Window である L1 が長くなればなるほど、第 2 項はゼロに近づく。従ってイベントが event window の期間の収益率に影響を与えないとするという帰無仮説の元で  $\hat{\varepsilon}_i^*$  は以下のような正規分布に従う。

$$\hat{\varepsilon}_i^* \sim N(\mathbf{0}, \mathbf{V}_i) \quad \dots (4)$$

(4) 式は単一の超過収益率である。次にこれを集計化する方法を考える。

### ⑤ 超過収益率(Abnormal Return)の集計

集計化は 2 つの手順を経て行われる。1 つは各企業ごとの時系列の集計化である。もう 1 つは集計された企業ごとの超過収益率を企業間で集計する作業である。

ある企業  $i$  の超過収益率  $\hat{\varepsilon}_i^*$  を全て足し合わせたものを累積超過収益率(Cumulative abnormal return)と呼び、以下では  $CAR_i$  と表す。

企業  $i$  の Event Window での CAR、すなわち  $CAR_i(T_1, T_2)$  は以下のように表される。

$$CAR_i(T_1, T_2) = i' \hat{\varepsilon}_i^* \quad \dots (5)$$

また分散は

$$Var[CAR_i(T_1, T_2)] = \sigma_i^2(T_1, T_2) = i' \mathbf{V}_i i \quad \dots (6)$$

となる。

先ほどの (4) 式より、帰無仮説の下で  $CAR_i(T_1, T_2)$  は以下の正規分布に従う。

$$CAR_i(T_1, T_2) \sim N(0, \sigma_i^2(T_1, T_2))$$

$CAR_i(T_1, T_2)$  は(6)式の分散を用いて標準化できる。標準化された  $CAR_i(T_1, T_2)$  を標準化累積超過収益率(Standardized Cumulative Abnormal Return)と呼び、 $SCAR_i(T_1, T_2)$  と表すと

$$SCAR_i(T_1, T_2) = \frac{CAR_i(T_1, T_2)}{\sigma_i(T_1, T_2)} \quad \dots (7)$$

となり、SCAR は標準正規分布に従う。

以上の作業が企業ごとの個別の異常リターンの集計化である。

各企業について求められた累積超過収益率 (CAR) の平均値を平均累積超過収益率 (Cumulative Average Abnormal Return: 以下 CAAR) とする。CAAR、及び CAAR の分散は以下のように定義される。

$$CAAR(T1, T2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(T1, T2) \quad \dots (8)$$

$$Var[CAAR(T1, T2)] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(T1, T2) = \bar{\sigma}^2(T1, T2) \quad \dots (9)$$

CAR と同様に (7) 式で求められた SCAR の平均値を求める。SCAR の平均値を平均累積標準化異常収益率とし、SCAAR(Standardized Cumulative Average Abnormal Return) と表せば、

$$SCAAR(T1, T2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_i(T1, T2)$$

#### ⑥ 検定統計量の導出

SCAAR は帰無仮説の下では平均 0、分散が  $\frac{L_1 - 2}{N(L_1 - 4)}$  の正規分布に従う。

SCAAR を標準化すると

$$J = \left( \frac{N(L_1 - 4)}{L_1 - 2} \right)^{1/2} SCAAR(T1, T2) \sim N(0, 1)$$

( $L_1$  は Estimation Window の長さである。本研究では -100 ~ -21 までを Estimation Window としているので  $L_1$  は 80 となる。)

この統計量は平均 0、分散 1 の標準正規分布に従う。本論文では上記の J 統計量を用いて以下の検定を行う。

帰無仮説  $H_0$  : J 統計量は正規分布に従う。

対立仮説  $H_1$  : not  $H_0$

#### ⑦ 仮説の設定

最後に本研究では J 統計量の値より以下の仮説を設定する。

**仮説 1** マレーシア株式市場において粉飾決算の情報は投資家の投資判断に対して影響を与える。

J 統計量が帰無仮説を有意に棄却すれば、対立仮説が支持され、従って設定された仮説 1 も支持される。すなわち J 統計量が有意な値であれば、粉飾決算を行ったという情報は市場より「株価を形成するために有意な新しい情報」と認識されていると考えられ、逆に J 統計量が有意な値にならないければ粉飾決算という情報は市場に対して株価を形成するための有意な情報とは考えられていないと推測できるだろう。

**仮説 2** マレーシア株式市場において情報優位の投資家が存在する。

株式市場が正常に機能していれば、市場に情報が公表された時点で異常収益率が観察されるだろう。しかし一部の情報優位の投資家が存在するならば、負の異常収益率はイベント日より前に観察されるだろう。この時株式市場は正常に機能しているとはいえない。

本研究で J 統計量が有意に出る時期より情報優位の存在を推測する。J 統計量がイベント日の前に有意な値を示せば、仮説 2 は支持され、情報優位の投資家の存在が示唆される。

### 3. 3 推計結果

次頁の表 5 では粉飾企業の異常収益率(AR: Abnormal Return)の平均、累積平均異常収益率(CAAR: Cumulative Average Abnormal Return)、累積標準平均異常収益率(SCAAR: Standardized Cumulative Average Abnormal Return)、及び J 統計量がまとめられている。表から分かるように Welli Multi 社を除いた 3 社での推計ではいずれの期間の SCAAR を見てもイベント日以降に有意に負の値となっていることが観察できる。このことから仮説 1 は支持され、粉飾決算が投資家にとってネガティブな影響を与えていると言える。これは米国企業を対称に行われた Cox and Weirich(2002)の研究と同じである。J 統計量の値からはマレーシアの投資家も先進国を対象とした研究で見られたように粉飾決算に対してネガティブな反応を示していることがわかる。また、図 1 で示したとおりイベント日において負の AR が極端に大きくなっており、イベント日以前に SCAAR が有意に負になることは無く、仮説 2 は支持されない。Welli multi 社を除いた 3 社に限って言えば市場参加者は事前には粉飾決算の疑いを見抜けず、予め情報を知っていて株式の売買を行っている参加者もいなかったと考えられる。

CAAR 及び SCAAR はイベント日以降一貫して負のままである。これは一度粉飾決算が明らかになると株価収益率は元の水準には戻り辛いということを示している。この理由として粉飾決算によって引き起こされる追加的なイベントの存在が考えられる。例えば Transmile Group 社は粉飾決算に関する報道があった 3 営業日後に格付機関から長期的な同社債券の長期見通しを Negative Outlook (弱含み) に変更されており、18 営業日後にはアナリストによって株式の格下げが行われている。これらの企業以外の情報生産者の市場への追加的な情報公開が異常収益率の下落に影響を与えていると考えられる。一方異常収益率の平均は 3 日後に一度正の値になっており、この結果もまた Cox and Weirich(2002)の研究と同じである。

一方 Welli Multi 社を加えて 4 社の推計においても SCAAR の J 統計量は有意に負の値になり、イベント日以降正の値に戻ることは無い。4 社を対象にした推計においても仮説 1 は支持される。しかし 3 社のみの推計とは違い、4 社の推計では J 統計量はイベント日の 10 日前から有意に負の値を示し、仮説 2 も支持される。また CAAR を計算する期間を 5 日前から 5 日後までにすると J 統計量が有意に負の値を示すのは 1 日前である。図 2 は Welli Multi 社のみの異常収益率を表したものである。イベント日の 9 営業日前に異常収益率が大幅に下落しており、その後一度 0 に近づいた後もう一度大幅に下落している。これは情報がある特定の投資家にそれ以外の投資家よりもかなり早い段階で事前に知れ渡っている可能性を示唆している。先に述べたとおり、証券取引所は事前に同社の異常な株価の下落に対して質問状を送付しているが同社の取締役、大株主はこの異常な下落の理由については「わからない」と回答している。

表 5 粉飾企業の AR、CAAR、SCAAR、J 統計量

3社					4社				
Event day	AR(average)3社	CAAR3社	SCAAR	J統計量	Event day	AR(average)4社	CAAR4社	SCAAR	J統計量
-20	0.021	0.021	0.546	0.934	-20	0.004	0.004	0.244	0.417
-19	-0.007	0.014	0.203	0.348	-19	-0.010	-0.006	-0.084	-0.144
-18	-0.011	0.003	-0.267	-0.457	-18	0.003	-0.002	-0.262	-0.447
-17	0.005	0.007	0.196	0.335	-17	-0.006	-0.009	-0.058	-0.099
-16	-0.006	0.001	-0.053	-0.091	-16	-0.007	-0.016	-0.279	-0.477
-15	-0.006	-0.005	-0.296	-0.507	-15	-0.024	-0.040	-0.745	-1.275
-14	0.024	0.019	0.949	1.622	-14	0.017	-0.022	0.181	0.310
-13	-0.015	0.004	0.443	0.758	-13	-0.003	-0.025	-0.074	-0.126
-12	-0.003	0.001	0.395	0.676	-12	-0.003	-0.028	-0.123	-0.211
-11	0.002	0.003	0.457	0.782	-11	-0.006	-0.035	-0.194	-0.332
-10	-0.020	-0.017	-0.193	-0.330	-10	-0.036	-0.070	-0.982	-1.679 **
-9	-0.010	-0.028	-0.631	-1.079	-9	-0.080	-0.151	-2.368	-4.048 ***
-8	0.007	-0.021	-0.177	-0.302	-8	0.034	-0.116	-1.601	-2.736 ***
-7	0.014	-0.007	0.259	0.443	-7	-0.009	-0.126	-1.563	-2.672 ***
-6	-0.004	-0.012	0.063	0.107	-6	-0.006	-0.132	-1.750	-2.992 ***
-5	0.004	-0.008	0.306	0.523	-5	0.001	-0.130	-1.586	-2.711 ***
-4	0.064	0.056	0.951	1.625	-4	0.032	-0.098	-1.326	-2.267 ***
-3	-0.033	0.022	-0.353	-0.604	-3	-0.047	-0.145	-2.627	-4.491 ***
-2	0.029	0.051	0.273	0.467	-2	0.024	-0.121	-2.120	-3.625 ***
-1	-0.033	0.018	-0.361	-0.617	-1	-0.040	-0.160	-2.814	-4.811 ***
0	-0.135	-0.117	-6.787	-11.604 ***	0	-0.165	-0.325	-8.554	-14.624 ***
1	-0.069	-0.186	-10.259	-17.540 ***	1	-0.034	-0.359	-10.901	-18.637 ***
2	-0.059	-0.245	-13.587	-23.230 ***	2	-0.057	-0.416	-13.582	-23.221 ***
3	0.024	-0.221	-13.359	-22.840 ***	3	0.018	-0.398	-13.409	-22.925 ***
4	0.017	-0.204	-11.781	-20.142 ***	4	0.002	-0.396	-12.385	-21.175 ***
5	-0.042	-0.247	-12.978	-22.188 ***	5	-0.039	-0.435	-13.385	-22.884 ***
6	-0.042	-0.288	-13.841	-23.664 ***	6	0.102	-0.333	-12.093	-20.676 ***
7	-0.003	-0.291	-13.573	-23.205 ***	7	0.007	-0.326	-11.757	-20.101 ***
8	0.024	-0.267	-12.248	-20.941 ***	8	0.024	-0.302	-10.677	-18.254 ***
9	-0.021	-0.288	-12.001	-20.518 ***	9	-0.022	-0.325	-10.583	-18.094 ***
10	0.002	-0.286	-12.677	-21.674 ***	10	-0.011	-0.336	-11.275	-19.276 ***
11	-0.040	-0.326	-15.294	-26.149 ***	11	-0.028	-0.364	-13.214	-22.592 ***
12	0.015	-0.310	-14.856	-25.399 ***	12	0.014	-0.350	-12.856	-21.979 ***
13	-0.043	-0.353	-16.366	-27.981 ***	13	-0.045	-0.395	-14.174	-24.234 ***
14	-0.015	-0.368	-16.897	-28.889 ***	14	-0.030	-0.424	-14.840	-25.372 ***
15	-0.007	-0.375	-17.148	-29.319 ***	15	-0.013	-0.437	-15.138	-25.882 ***
16	-0.011	-0.386	-17.693	-30.250 ***	16	-0.003	-0.440	-15.467	-26.444 ***
17	-0.006	-0.391	-17.867	-30.547 ***	17	-0.013	-0.453	-15.727	-26.888 ***
18	-0.079	-0.470	-24.518	-41.919 ***	18	-0.070	-0.523	-20.880	-35.698 ***
19	0.038	-0.432	-21.701	-37.103 ***	19	0.036	-0.487	-18.652	-31.889 ***
20	-0.008	-0.440	-22.380	-38.263 ***	20	-0.014	-0.501	-19.279	-32.962 ***

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量	Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-10	-0.020	-0.020	-0.650	-1.112	-10	-0.036	-0.036	-0.788	-1.347
-9	-0.010	-0.031	-1.088	-1.860	-9	-0.080	-0.116	-2.174	-3.716 ***
-8	0.007	-0.024	-0.634	-1.084	-8	0.034	-0.082	-1.406	-2.404 ***
-7	0.014	-0.010	-0.198	-0.339	-7	-0.009	-0.091	-1.368	-2.339 ***
-6	-0.004	-0.014	-0.394	-0.674	-6	-0.006	-0.097	-1.556	-2.660 ***
-5	0.004	-0.011	-0.151	-0.258	-5	0.001	-0.096	-1.391	-2.379 ***
-4	0.064	0.053	0.494	0.844	-4	0.032	-0.063	-1.132	-1.935 ***
-3	-0.033	0.020	-0.810	-1.385	-3	-0.047	-0.110	-2.433	-4.159 ***
-2	0.029	0.049	-0.184	-0.314	-2	0.024	-0.086	-1.926	-3.293 ***
-1	-0.033	0.016	-0.818	-1.399	-1	-0.040	-0.126	-2.620	-4.479 ***
0	-0.135	-0.120	-7.244	-12.386 ***	0	-0.165	-0.290	-8.359	-14.292 ***
1	-0.069	-0.189	-10.716	-18.321 ***	1	-0.034	-0.325	-10.707	-18.305 ***
2	-0.059	-0.248	-14.044	-24.011 ***	2	-0.057	-0.381	-13.388	-22.889 ***
3	0.024	-0.224	-13.816	-23.621 ***	3	0.018	-0.364	-13.214	-22.593 ***
4	0.017	-0.207	-12.238	-20.924 ***	4	0.002	-0.362	-12.191	-20.843 ***
5	-0.042	-0.249	-13.435	-22.969 ***	5	-0.039	-0.401	-13.191	-22.552 ***
6	-0.042	-0.291	-14.298	-24.445 ***	6	0.102	-0.299	-11.899	-20.344 ***
7	-0.003	-0.294	-14.030	-23.987 ***	7	0.007	-0.292	-11.563	-19.769 ***
8	0.024	-0.270	-12.705	-21.722 ***	8	0.024	-0.268	-10.482	-17.922 ***
9	-0.021	-0.291	-12.458	-21.299 ***	9	-0.022	-0.290	-10.389	-17.762 ***
10	0.002	-0.289	-13.134	-22.456 ***	10	-0.011	-0.301	-11.080	-18.944 ***

\*\*、\*\*\*はそれぞれ 5%、1%で有意



3社				
Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-5	0.004	0.004	0.243	0.416
-4	0.064	0.067	0.888	1.518
-3	-0.033	0.034	-0.416	-0.711
-2	0.029	0.063	0.211	0.360
-1	-0.033	0.030	-0.424	-0.725
0	-0.135	-0.105	-6.850	-11.712 ***
1	-0.069	-0.175	-10.322	-17.647 ***
2	-0.059	-0.233	-13.650	-23.337 ***
3	0.024	-0.210	-13.422	-22.947 ***
4	0.017	-0.193	-11.844	-20.250 ***
5	-0.042	-0.235	-13.040	-22.295 ***

4社				
Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-5	0.001	0.001	0.164	0.281
-4	0.032	0.034	0.424	0.725
-3	-0.047	-0.013	-0.877	-1.499
-2	0.024	0.011	-0.371	-0.633
-1	-0.040	-0.029	-1.064	-1.819 **
0	-0.165	-0.193	-6.804	-11.632 ***
1	-0.034	-0.228	-9.151	-15.645 ***
2	-0.057	-0.284	-11.832	-20.229 ***
3	0.018	-0.267	-11.659	-19.933 ***
4	0.002	-0.265	-10.635	-18.183 ***
5	-0.039	-0.303	-11.635	-19.892 ***

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-1	-0.033	-0.033	-0.634	-1.085
0	-0.135	-0.168	-7.061	-12.072 ***
1	-0.069	-0.238	-10.532	-18.007 ***

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-1	-0.040	-0.040	-0.693	-1.185
0	-0.165	-0.204	-6.433	-10.999 ***
1	-0.034	-0.239	-8.780	-15.012 ***

\*\*,\*\*\*はそれぞれ5%,1%で有意

図 4 粉飾決算企業の異常収益率の平均の推移

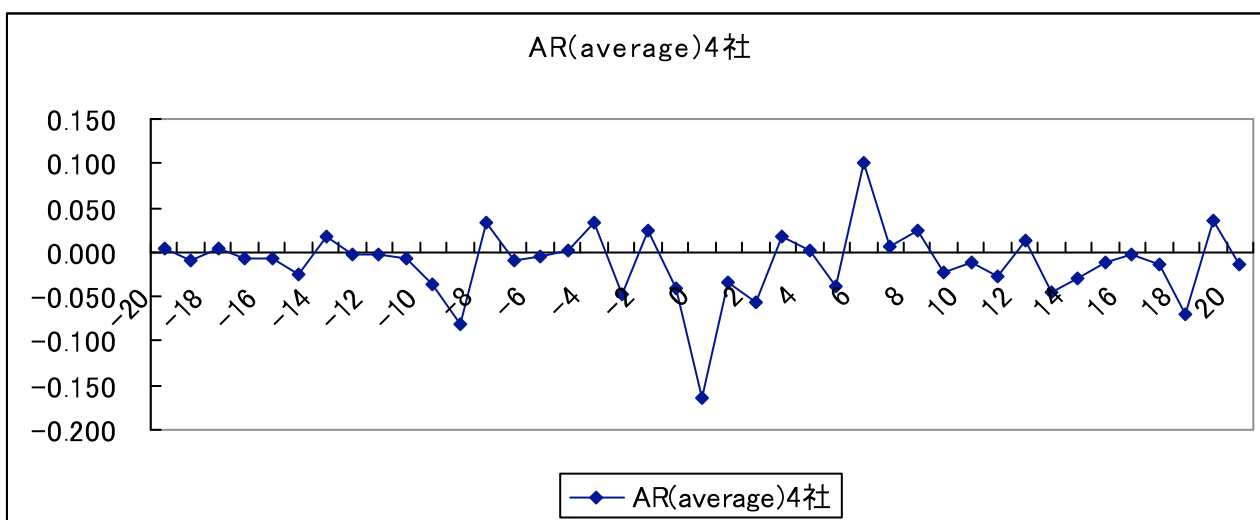
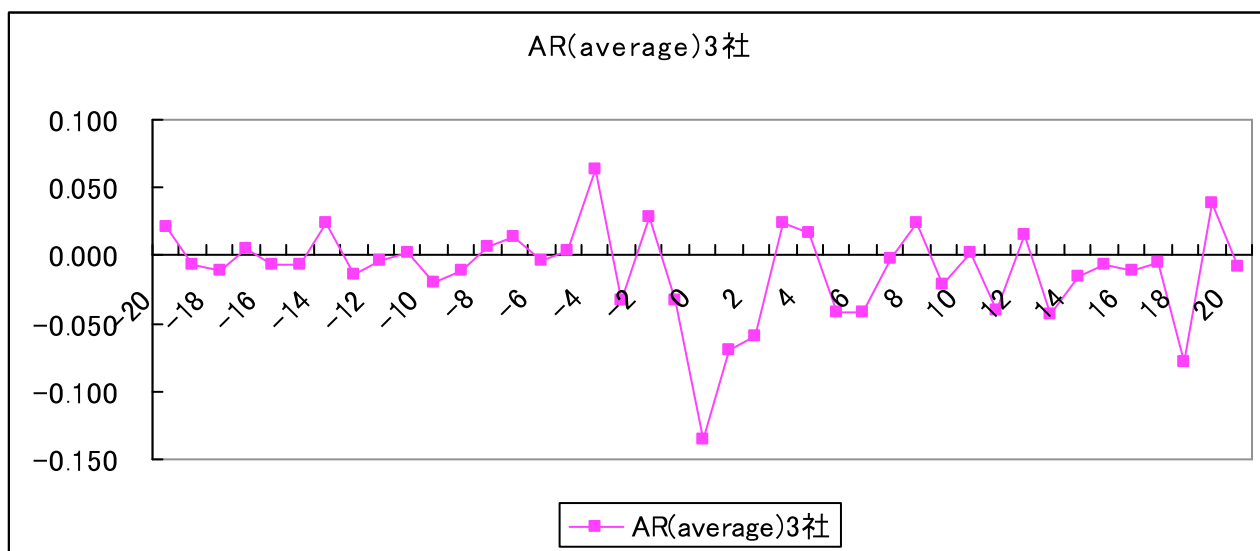


図 5 粉飾決算企業の平均累積異常収益率の推移

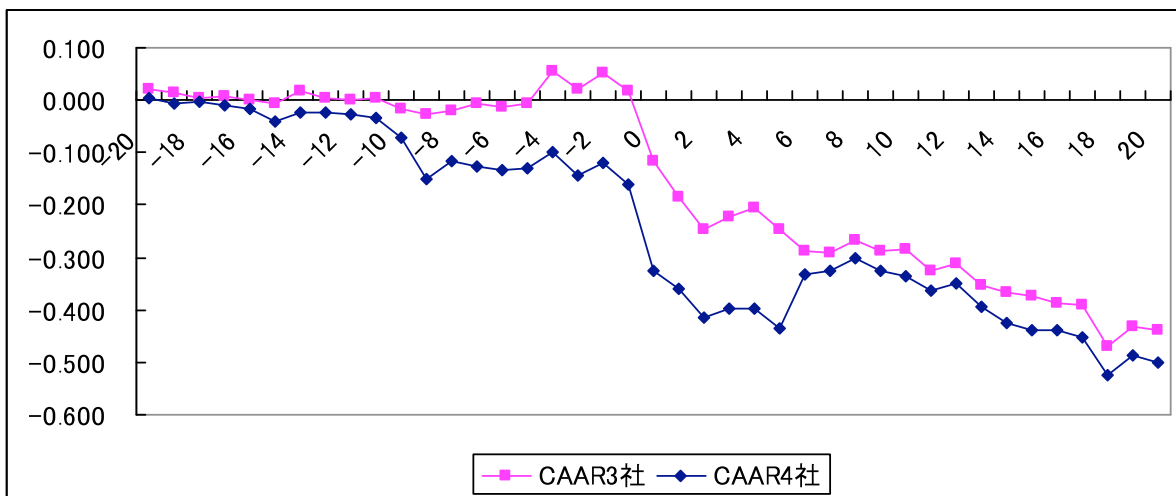
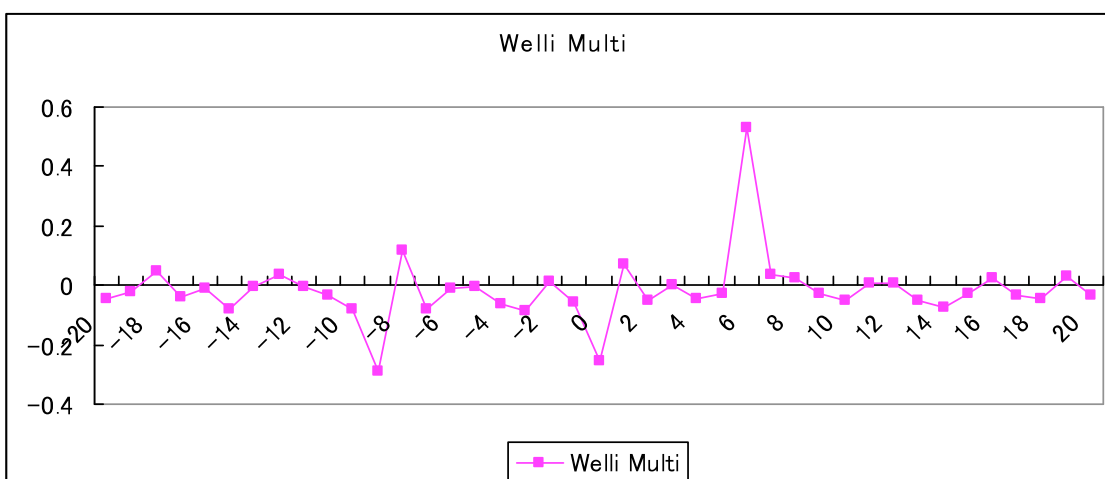


図 6 Welli Multi 社の異常収益率の推移



### 3.4 まとめ

マレーシア株式市場において粉飾決算を行った企業は市場からどのような反応を受けるのかを調べるのがこの節の目的であった。過去粉飾決算を行い、証券委員会より刑事起訴をされた企業に対してイベントスタディを行った結果以下の3つのことが分かった。

第一に粉飾決算企業は市場から有意にネガティブな反応をされているという事実である。この事実は米国の株式市場を分析した Cox and Weirich (2002) やマレーシア上場企業の不祥事について月次の株価データを用いて分析した Voon et al(2008b)と同様の結果である。

第二に一度株価収益率が下がるとすぐには元の水準には戻らず、下がり続ける傾向にあるということである。これは粉飾決算という情報が市場に認知され、株価に織り込まれる前に粉飾決算という事実から発生するネガティブな情報が追加的に市場に出回っているからだと推測される。

第三にある企業においては粉飾決算が発覚する前に異常収益率が下がり、その後イベント日にもう一度下がることが観察された。この結果より粉飾決算に関する情報が市場に出る前に情報を手に入れている投資家との存在が示唆される。この結果もまた Cox and Weirich (2002) の研究と同様である。

しかしながら本節の推計において留意する点があるのも事実である。第一に本節ではマレーシア証券委員会より粉飾決算の罪で刑事起訴をされた企業を分析対象としているためサンプル数は他の先行研究と比べて少ない。本研究と対象国が同一の研究に Voon et al(2008b)があるがこの研究でも対象企業は8件と同様に少ないことから、マレーシアを対象とした研究では粉飾決算という事例に関わった企業情報が不完全であるため、サンプル数が少なくなってしまうという問題が挙げられる。今後企業情報や証券委員会の提供する情報が蓄積されることでより詳細な分析が可能になるだろう。第二に、サンプル内の粉飾決算の規模が明らかに違うことである。本節の研究では全て一様に粉飾決算という事例で扱っているが、その規模は事例によって大きく異なる。粉飾決算の規模は株価収益率の変動にも影響を与えることが予想されることから、粉飾決算の規模を考慮に入れた推計を行うのが望ましい。これもサンプル数の増加によって可能になるだろう。

粉飾決算を行った企業は1社を除いて上場廃止か長期間の取引中止の処分を受けており、その累積異常収益率も有意に下がり続ける。このことから粉飾決算を行った企業は証券委員会、株式市場の双方から強く罰せられていることが分かった。近年直接金融市場の更なる発展のために情報開示の充実が望まれているが、同時に偽の情報を市場に開示したときには企業は強く罰せられる。先進国では株価の下落はストックオプションの価値下落、経営者の交代、もしくは企業買収、銀行からの借入の減少といった事態を引き起こすが、マレーシアにおいてもこのようなことは十分予想されるだろう。

## 第4節 情報の提出遅延と株価

前節では粉飾決算を行った企業に対してイベントスタディが行われ、その結果粉飾決算を行った企業は異常収益率が負に有意になり、累積の異常収益率は常に負のままであることが示された。

マレーシア証券委員会では主にマレーシア会社法とマレーシア証券法に抵触した企業が公表されるのに対して、Bursa Malaysia（以下マレーシア証券取引所）では Listing Requirement（以下上場基準）に抵触した企業を対象として投資家に公表している。この節ではマレーシア証券取引所による叱責、その中でも特に多い財務諸表の提出遅延と株式市場の反応を分析する。前節と同様、第1項でまず証券取引所から叱責を受けた企業を特定するためにマレーシア証券取引所のHPに掲載された企業叱責に関するプレスリリースをまとめる。また本節で扱う企業群、すなわち証券取引所より叱責を受けている企業は前節の粉飾決算企業よりも数が多いため、企業群の特徴を観察するために記述統計より簡便な分析を行う。次に第2項で関連する先行研究をまとめ、仮説を設定した後に前節と同様の推計を行う。第3節で結果を説明し、第4節のまとめの項でこの節の要旨をまとめる。

### 4.1 証券取引所による叱責

マレーシア証券取引所は過去に上場基準に抵触した企業に対して行った叱責のうち、2004年から現在までの発表を自社のHP内のプレスリリースで全て公表している。公表はほぼ定式化されており①企業名、②叱責内容の要約、③違反した上場規準及びその説明、④違反と判断された理由、⑤処分内容と処分の進め方、⑥以前の叱責（複数回叱責を受けている企業のみ）の6つである。本研究ではこれらのプレスリリースを全て取得し、企業名や叱責年度、違反した上場規準、処分内容を調べている。<sup>14</sup>

表6はBursa Malaysiaの企業に対する叱責の年度別件数を表したものである。

表6 証券取引所による企業への叱責数の推移

Bursa Malaysiaによる企業への叱責(08年は6月まで)						
	2004	2005	2006	2007	2008	合計
件数	32	51	49	38	8	178
会社数	25	37	34	31	5	132

Bursa Malaysia HPより筆者作成

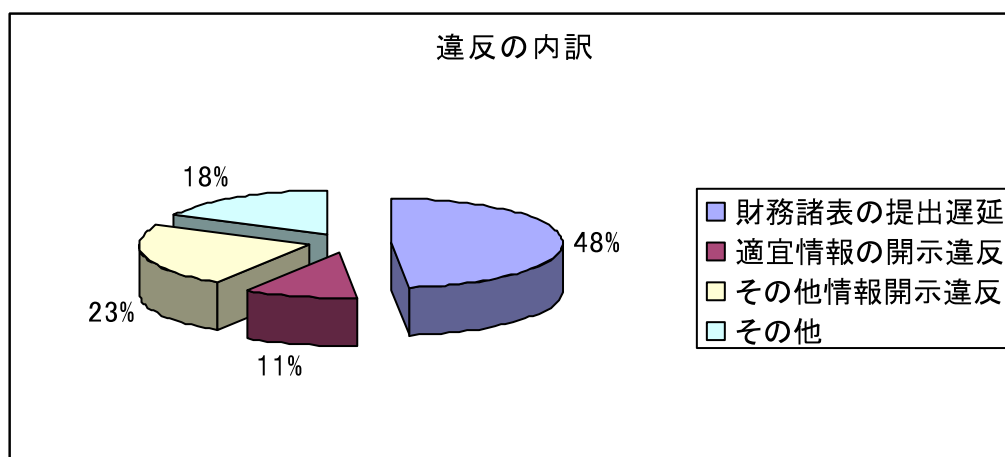
遡って閲覧することが可能な2004年から2008年6月までで企業への叱責が発表されたのは178件であった。また、同一の企業が複数回叱責を受けていることもあるため企業数は述べ132社である。更に年度を跨いで複数の叱責を受けている企業もあるため、全期間を通すと叱責を経験した企業数は94社になる。また違反は一回の叱責で複数のケースに抵触することもある。違反内容を財務諸表の提出遅延、適宜情報の開示違反、その他情報の開

<sup>14</sup> 証券取引所HPのプレスリリース([http://www.klse.com.my/website/bm/media\\_centre](http://www.klse.com.my/website/bm/media_centre))より取得可能である。

し違反、その他の4つに分けて年度別推移を示したのが表7である。

表7 違反の内訳

違反内容	2004	2005	2006	2007	2008	合計
財務諸表の提出遅延	17	41	36	38	6	138
適宜情報の開示違反	6	9	5	11	0	31
その他情報開示違反	22	12	21	7	4	66
その他	5	2	17	26	1	51
合計	50	64	79	82	11	286



286 ケースのうち、財務諸表の提出遅延で証券取引所より叱責を受けたケースは全体の半数近い138 ケースである。Bursa Malaysia の上場基準では財務報告書、アニュアルレポート、四半期報告書の3種類の財務報告書の提示を義務付けている。上場基準9.22では上場企業は四半期報告書を期末より2ヶ月以内に提出することが義務付けられており、上場基準9.23(a)ではアニュアルレポートを会計年度末より半年以内に、9.23(b)ではAAA(Annual audited accounts:年次財務報告書)を会計年度末より4ヶ月以内に提出することが義務付けられている。<sup>15</sup>

以下の表は各報告書の遅延の件数である。

表8 各報告書の遅延件数

報告書	2004	2005	2006	2007	2008	合計
四半期報告書	8	14	9	16	2	49
アニュアルレポート	3	11	5	9	2	30
AAA	6	16	22	13	2	59
合計	17	41	36	38	6	138

上場基準の違反の48%を占める財務諸表の提出遅延について Bursa Malaysia は2006年

<sup>15</sup> 提出が遅れると一日当たり罰金が発生する。罰金の額は1日遅れるごとにRM750からRM1500とケースによって幅があった。これに関して Bursa Malaysia に問い合わせたところ、罰金は案件の重要性を考慮して決められる、との返答を頂いた。

12月に上場企業に対して「経営者に対してより強い姿勢で望む」という訓示を各企業に知らせ、処罰の方法を変更している。<sup>16</sup>2006年12月以前は企業の叱責に対して“該当企業”へ罰金を科していた。しかし会社、ひいては株主に対する処罰は不相当だとして、2007年1月以降は財務報告の遅延に対する罰金は企業の取締役や該当者本人に科している。

### 叱責を受けた企業の記述統計

Bursa Malaysia によって叱責を受けた企業について業種、企業規模（総資産、時価総額、従業員数）、収益性（株主資本収益率、総資産収益率）をマレーシア上場企業と比較することで叱責を受ける企業の特徴を明らかにしたい。

表 9 上場企業と叱責企業の業種比較

	企業数			
	上場企業	叱責企業		
～999	52	10	1次産業	
1000～1999	79	13	131	23
2000～2999	194	15	2次産業	
3000～3999	269	19	463	34
4000～4999	71	6		
5000～5999	60	7		
6000～6999	138	14		
7000～7999	84	5		
8000～8999	36	3	3次産業	
9000～	4	0	393	35
サンプル数	987	92		

	企業数(%)			
	上場企業	叱責企業		
～999	5%	11%	1次産業	
1000～1999	8%	14%	13%	25%
2000～2999	20%	16%	2次産業	
3000～3999	27%	21%	47%	37%
4000～4999	7%	7%		
5000～5999	6%	8%		
6000～6999	14%	15%		
7000～7999	9%	5%		
8000～8999	4%	3%	3次産業	
9000～	0%	0%	40%	38%

表は Bursa Malaysia より叱責を受けた企業と 2007年時点でのマレーシア上場企業を業種によって分類したものである。マレーシア株式市場に上場しているグループを「上場企業」、証券取引所より叱責を受けた企業を「叱責企業」としている。なお業種は USSIC コードを使って分類している。また USSIC コード 1000 番台までを 1次産業、2000 番台と 3000 番

<sup>16</sup> 2006年12月20日に「BURSA MALAYSIA TAKES STRICTER ENFORCEMENT ACTION AGAINST DIRECTORS FOR DELAY IN FINANCIAL REPORTING OBLIGATIONS」という見出しで取引上HPの Press release において発表されている。

台に該当する企業を2次産業、その他の企業を3次産業として小計を計算している。1次産業に属する企業は上場企業全体では13%に留まるのに対し、叱責企業全体では25%であった。2次産業の割合は叱責を受ける企業の方が少なく、3次産業の割合はほぼ同じである。全体として1次産業がやや多いものの上場企業と叱責企業で明らかな差は見られない。

次に企業規模と収益性について比較を試みよう。企業規模を表す代理変数として①従業員数、②総資産、③時価総額を用いた。また収益性を表す代理変数として④ROE(株主資本収益率尚)、⑤ROA(総資産収益率)を用いた。尚上場企業全体との比較を可能にするため叱責を受けた企業の各々の決算年度を調べ、叱責がどの会計年度に行われたのかを特定し、その前年度に提出された財務データより叱責企業の各変数を特定している。<sup>17</sup>また、叱責企業のうち財務諸表の提出遅延によって叱責された企業を「提出遅延企業」として新たに定義している。

表 10 上場企業、叱責企業、提出遅延企業の記述統計量

	2003年			2004年		
	上場企業	叱責企業	提出遅延企業	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
従業員数	1,371	387	188	1,345	1,083	445
サンプル数(n)	711	16	6	812	28	16
(t値)		(1.27)	(0.93)		(0.44)	(1.15)
総資産	1,723,040	304,394	229,206	1,689,381	545,351	449,048
サンプル数(n)	790	17	6	879	28	16
(t値)		(0.67)	(0.41)		(0.63)	(0.52)
時価総額	621,914	94,640	108,449	665,185	128,461	82,353
サンプル数(n)	735	13	4	781	24	13
(t値)		(0.81)	(0.44)		(0.95)	(0.76)
ROE	7.07	-58.38	-84.73	5.90	-72.01	-10.89
サンプル数(n)	766	13	5	866	17	7
(t値)		(4.77)***	(4.17)***		(6.06)***	(0.98)
ROA	4.14	-6.72	-13.91	3.68	-19.74	-23.98
サンプル数(n)	781	17	6	878	22	10
(t値)		(2.23)***	(2.37)***		(2.61)***	(2.79)***

	2005年			2006年		
	上場企業	叱責企業	提出遅延企業	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
従業員数	1,301	458	439	1,532	135	199
サンプル数(n)	857	28	18	307	4	2
(t値)		(1.47)	(1.20)		(0.79)	(0.53)
総資産	1,815,324	582,605	445,692	2,154,516	488,094	559,979
サンプル数(n)	929	32	21	947	22	12
(t値)		(0.67)	(0.60)		(0.61)	(0.43)
時価総額	612,740	145,741	86,041	732,964	110,547	115,312
サンプル数(n)	858	29	19	885	17	10
(t値)		(0.92)	(0.83)		(0.84)	(0.64)
ROE	4.56	-64.78	-104.90	4.68	-49.28	-58.92
サンプル数(n)	916	24	14	930	16	9
(t値)		(10.18)***	(9.75)***		(7.24)***	(6.54)***
ROA	3.37	-30.65	-45.65	2.57	-43.47	-41.20
サンプル数(n)	927	30	20	947	22	13
(t値)		(8.56)***	(10.25)***		(9.95)***	(7.71)***

t値は叱責企業・提出遅延企業と上場企業との平均値の差の検定を行い計算されている。\*\*,\*\*\*はそれぞれ5%,1%で有意

従業員数は2003年から2007年の間、1.2倍から10倍と年度によって開きはあるものの、一貫して上場企業全体の方が大きいことが分かる。また総資産、時価総額もやはり一貫し

<sup>17</sup> 例えば会計年度2004年に叱責を受けた企業の場合は叱責を受ける前の2003年の報告を基にしている。

て上場企業全体の方が大きくその差は3倍から7倍の間に収まっている。企業規模の代理変数である従業員数、総資産、時価総額は2003年から2006年までの全ての期間で叱責企業、提出遅延企業のほうが小さいが平均値の差の検定を行ったところ統計的に有意な結果は出なかった。

収益性を表す変数ROE、ROAに関しても企業規模と同様に叱責企業のほうが低いことが観察される。また平均値の差の検定を行ったところ、2004年度の提出遅延企業を除いて企業規模とは違い統計的に有意な差があることがわかった。サンプリングバイアスが生じていることも考えられるが<sup>18</sup>この有意な差は注目に値するだろう。叱責を受ける企業、またその中でも提出遅延によって叱責を受ける企業は上場企業全体と比べて収益性が低い企業が多い。

この違いはもしかしたら叱責企業、提出遅延企業共にサンプルが少ないことが起因しているかもしれない。そこで各年度を総計して変数ごとに分布を表したのが以下の表11、12及びヒストグラムである。なおヒストグラムを描写するにあたって従業員数、総資産、時価総額はすべて対数表示している。

表 11 上場企業、叱責企業、提出遅延企業の平均値の比較

	上場企業 平均値	叱責企業 平均値	t-value	提出遅延企業 平均値	t-value
従業員数	1,359	656	(1.96)**	394	(2.01)**
サンプル数	2687		76	42	
総資産	1,857,810	506,367	(1.27)	447,987	(0.99)
サンプル数	3538		99	55	
時価総額	660,025	125,532	(1.78)**	93,310	(1.40)*
サンプル数	3259		83	46	
ROE	5.48	-61.80	(12.72)***	-71.40	(10.84)***
サンプル数	3478		70	35	
ROA	3.40	-26.64	(11.56)***	-35.81	(11.49)***
サンプル数	3533		91	49	

\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ10%, 5%, 1%で有意

<sup>18</sup>叱責企業の中には投資家に対してデフォルトの情報を開示しなかった (Bursa Malaysia 上場基準 9.04(l)、尚 5 年間で 10 件) ケースや、倒産の処理を適切に開示しなかった (同 9.19(19)、5 年間で 14 件) ケースが含まれる。また上場基準違反のケースの半分近くを占める財務報告書についても遅れる理由の一つとして企業の業績悪化が考えられる。以上のことから叱責というイベントが起こるためには業績の悪化という原因があるとも考えられ、サンプリングバイアスが生じている可能性は否定できない。

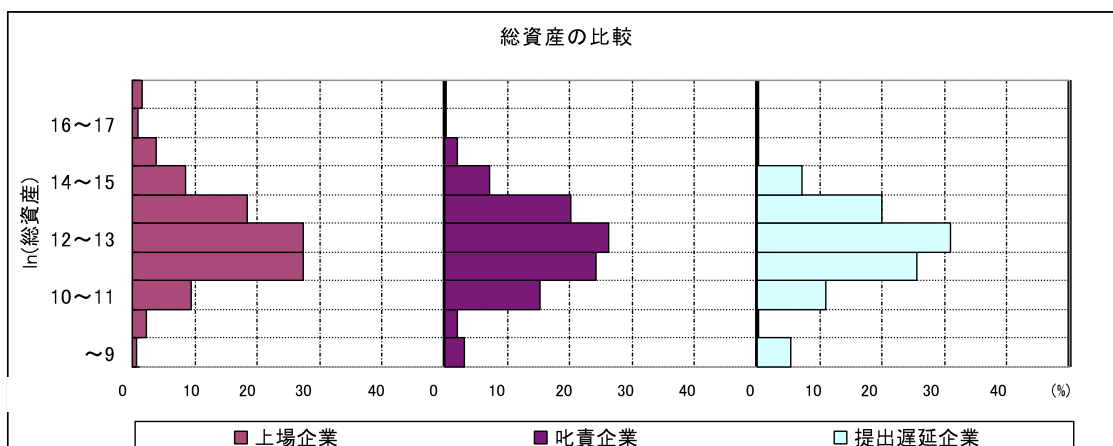
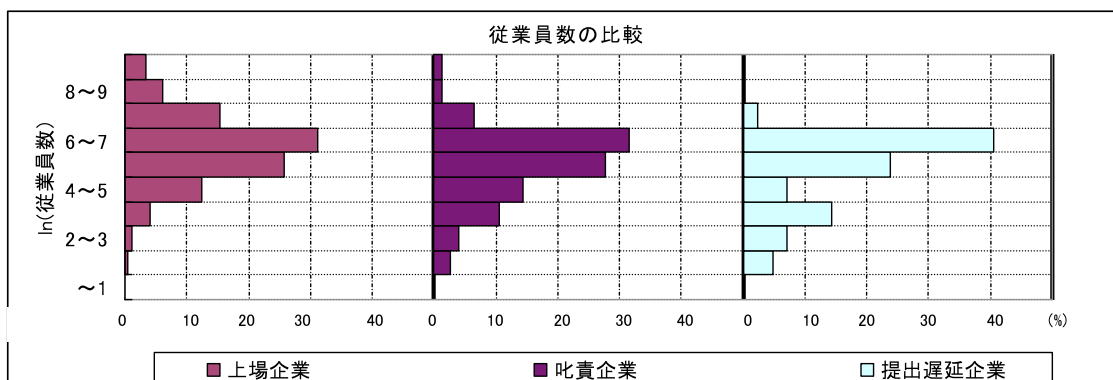


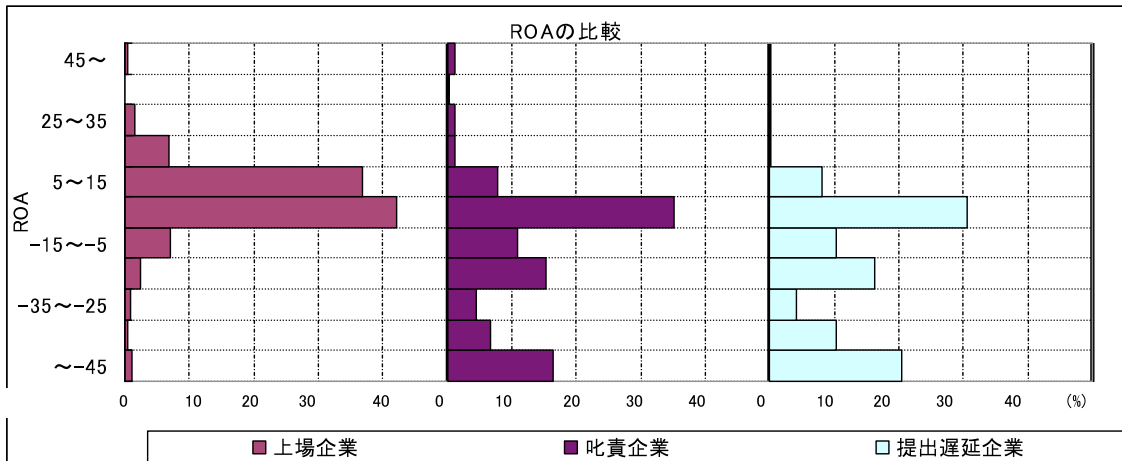
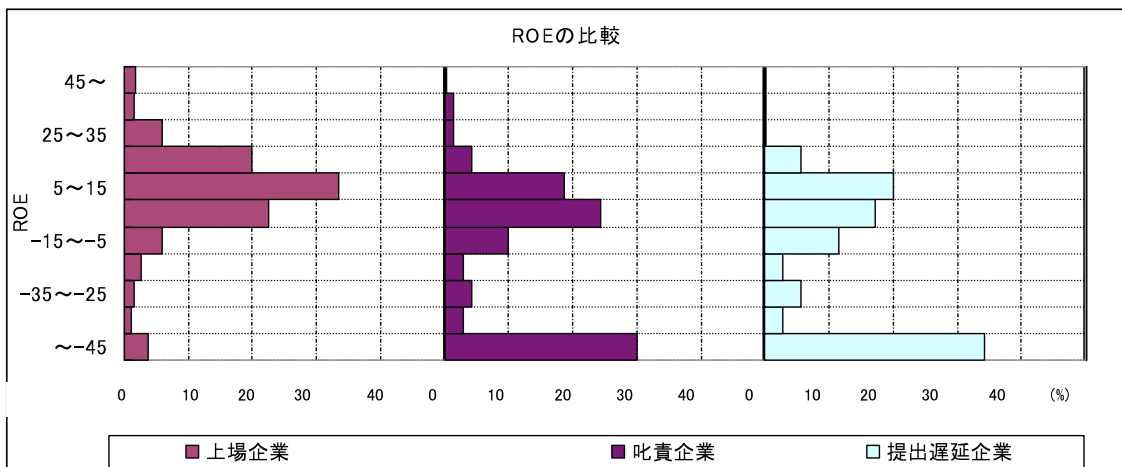
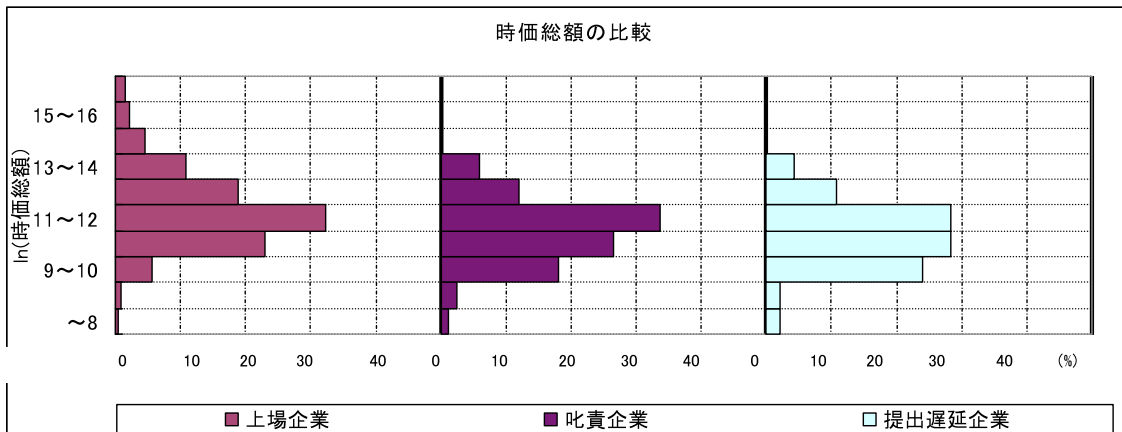
表 12 各変数の分布のグループ間比較

従業員数	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
平均	1,359	656	394
最大値	34,771	15,982	1,750
最小値	2	6	6
サンプル数	2,687	76	42
25%点	218	84	51
中央値	472	311	348
75%点	1,082	538	535
時価総額	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
平均	660,025	125,532	93,310
最大値	40,626,713	1,153,318	765,841
最小値	445	1,491	1,491
サンプル数	3,259	83	46
25%点	52,079	22,741	21,800
中央値	107,996	62,345	36,150
75%点	285,586	115,804	87,344
ROA	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
平均	3.40	-26.64	-35.81
最大値	374.85	172.52	8.50
最小値	-820.31	-465.27	-465.27
サンプル数	3533	91	49
25%点	0.63	-29.11	-43.37
中央値	4.34	-6.69	-15.93
75%点	9.28	1.31	-0.75

総資産	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
平均	1,857,810	506,367	447,987
最大値	224,283,906	4,869,091	3,234,858
最小値	563	1,172	1,172
サンプル数	3,538	99	55
25%点	102,128	88,383	96,168
中央値	229,191	197,837	208,886
75%点	642,831	616,097	508,668
ROE	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
平均	5.48	-61.80	-71.40
最大値	928.62	40.90	24.75
最小値	-852.50	-661.02	-658.85
サンプル数	3,478	70	35
25%点	1.62	-68.85	-105.44
中央値	8.47	-6.15	-12.32
75%点	16.39	5.02	4.57

図 7 各変数のヒストグラム





### 企業規模

表 11 から観察されるように上場企業全体と比較して叱責企業、提出遅延企業共に従業員数と時価総額の平均値が有意に低い。また表 12 の分位点を見ても 25%点、中央値、75%いずれにおいても差が表れている。しかし総資産の平均値は有意な結果は出なかった。また各分位点も上場企業全体に比べて低いものの、時価総額と比較するとその差は小さい。

ヒストグラムを観察すると従業員数の対数、時価総額の対数は上場企業全体と比べて叱

責企業、提出遅延企業共に分布が下によっているのに対して、総資産は分布に大きな差は表れていない。上場企業と比較して時価総額は有意に差があるにも関わらず総資産は有意な差は見られないことから、叱責企業、提出遅延企業ともに叱責を受ける前から市場からの評価が低いことが予想される。

### 収益性

収益性は上場企業グループと叱責企業、提出遅延企業グループとの間で大きな差が見られる。表 11 から観察されるように他の変数と比較してどちらも t 値は大きく、強く差が表れている。また、表 10 から分かるとおり、上場企業全体では ROE、ROA 共に各年度プラスであるのに対して、叱責企業、提出遅延企業は各年度ともマイナスである。

グループ間の差は分布においても表れている。ROE は上場企業全体では最も頻度が高い範囲は 5~15 の間であるのに対して、叱責企業、提出遅延企業共に最頻値はいずれも -45 以下となっている。ROA は各グループとも最頻値は -5~+5 の範囲であるが、叱責企業、提出遅延企業共に分布は下によっている。以上のことから叱責を受けた企業、また報告書の提出遅延で叱責を受けた企業共に上場企業全体と比べてやはり著しく収益性が低い企業が多いことが特徴として挙げられるだろう。

最後に叱責前と叱責後で変数がどのように変化したかを表 13 より確認しよう。先ほどと同じように叱責を起こした年を会計年度に変換しその年を該当年度とする。その上で、その前年度末に出された財務報告書と街灯年度末に出された財務報告書より変数の比較をまとめたのが以下の表 13 である。叱責前後の比較をより適切に行うために前年度末のみ、もしくは該当年度末のみしかデータのとれなかった変数を全て削除し両方のデータが取れる企業のみを扱っている。そのためサンプル数は先ほどの表よりは少ない。企業規模を表す変数（従業員数、総資産、時価総額）は変化率を、収益性を表す変数は（ROE、ROA）は差分をとっている。

表 13 の最初の 3 段は各企業グループの前年度比の変化率が示されている。また次の 2 段は上場企業グループの変化率とその他の 2 つのグループの変化率の差が示されており、負の値は括弧で囲まれている。また全期間を総計した変化率を最後に加えた。

表 13 叱責年度と翌年度の各変数の比較

		03~04	04~05	05~06	06~07
叱責企業	従業員数	0.09	-0.15	0.15	0.26
	総資産	0.11	-0.16	0.09	-0.02
	時価総額	0.16	-0.42	0.54	0.02
	ROE	-11.68	-8.17	5.64	26.28
	ROA	-8.95	-4.82	-4.97	-28.07
提出遅延企業	従業員数	-0.12	-0.08	-0.25	0.26
	総資産	-0.04	-0.01	-0.02	-0.01
	時価総額	-0.32	-0.33	0.64	0.21
	ROE	17.32	-16.74	10.29	39.84
	ROA	16.40	6.02	-9.65	14.59
上場企業	従業員数	-0.02	-0.03	0.18	0.36
	総資産	-0.02	0.07	0.19	0.00
	時価総額	0.07	-0.08	0.20	0.32
	ROE	-1.16	-1.35	0.12	2.25
	ROA	-0.46	-0.31	-0.80	-1.11

		03~04	04~05	05~06	06~07
叱責企業-上場企業	従業員数	0.11	(0.12)	(0.03)	(0.11)
	総資産	0.13	(0.23)	(0.10)	(0.02)
	時価総額	0.09	(0.34)	0.34	(0.30)
	ROE	(10.51)	(6.82)	5.52	24.03
	ROA	(8.48)	(4.51)	(4.18)	(26.96)
提出遅延企業-上場企業	従業員数	(0.02)	(0.08)	(0.21)	(0.01)
	総資産	(0.10)	(0.05)	(0.43)	(0.11)
	時価総額	(0.39)	(0.26)	0.44	(0.11)
	ROE	18.48	(15.40)	10.17	37.59
	ROA	16.86	6.33	(8.85)	15.70

全期間の変化率の平均	従業員数	総資産	時価総額	ROE	ROA
叱責企業	(0.11)	(0.03)	0.07	7.25	(8.67)
提出遅延企業	(0.09)	(0.01)	0.14	(0.48)	(0.09)

サンプル数

	03~04			04~05		
	上場企業	叱責企業	提出遅延企業	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
従業員数	711	12	4	812	26	17
総資産	790	13	5	879	26	17
時価総額	735	11	4	781	22	13
ROE	766	8	3	866	15	7
ROA	781	8	3	878	20	12

	05~06			06~07		
	上場企業	叱責企業	提出遅延企業	上場企業	叱責企業	提出遅延企業
従業員数	857	8	4	307	1	1
総資産	929	27	17	947	16	11
時価総額	858	23	14	885	13	9
ROE	916	20	12	930	12	8
ROA	927	25	16	947	16	10

従業員数の変化率、及び総資産の変化率は03年~04年の期間を除いて叱責企業、提出遅

延企業ともに上場企業全体よりも低い。また全期間を総計して平均をとってもやはり叱責企業、提出遅延企業いずれのグループも従業員数、総資産を減らす傾向にある。一方で時価総額は 03～04 年の叱責企業、05～06 年の叱責企業、提出遅延企業において上場企業全体に比べて変化率が大きい。また全期間のデータを総計して平均すると叱責企業は 7%、提出遅延企業は 14%程度時価総額を増加させている。このことから総資産、従業員数は減らす傾向にあるものの、時価総額はそれほど変化していないことがわかる。

収益性を表す変数(ROE、ROA)は叱責企業、提出遅延企業共に一貫した結果は得られなかった。

以上の結果をまとめると以下のことがわかる。第一に叱責企業・提出遅延企業共に叱責を受ける前年に収益性が低いことである。第二に叱責企業・提出遅延企業共に上場企業全体と比べて従業員数が少なく総資産と時価総額の値も低い。また総資産の差異よりも時価総額の差異の方が大きいことから、叱責企業・提出遅延企業共に既に市場からの評価が低い傾向にある。第三に叱責を受けた翌年に時価総額、ROE、ROA といった変数はそれほど変化しないが総資産と従業員数は減らす傾向にある。

## 4. 2 推計

Bursa Malaysia は過去 5 年間で 286 件のケースで企業を叱責している。本研究ではこれらの内からその半数近くを占める財務報告書の提出遅延と株価の関係について分析を行う。分析対象企業を絞ったのは以下の 2 点の理由からである。1 点目に影響度の大きさである。行われた叱責 286 件は全て違反した上場規準を基に 34 のケースに分類することが出来る。そのうち財務報告書の提出遅延の 3 つのケースが実に 138 件を占めている。また先述の通り 2006 年以降証券取引所は提出遅延に対してより厳しい態度で臨むということを表明している。以上の 2 つの事実から提出の遅延が叱責の中でより注目すべき違反として見なされていると考えることができるだろう。2 点目に分類の複雑性である。提出遅延以外はその理由がケースごとに特殊で、かつ他のケースと重複していることが非常に多い。そのため第 3 節で紹介した Davidson, Worrell, Lee(1994)のように簡単に分類することが出来ない。以上 2 点の理由から本稿では研究対象を提出の遅延のみに絞ることにした。

財務報告書の遅延は一般的に投資家にとってどのような情報を与えるのか。本研究のように財務報告書の提出締切日を基準としてイベントスタディを行っている先行研究は筆者の知る限り存在しない。そこで財務報告書の提出日をイベント日としてイベントスタディを行っている先行研究を紹介しよう。

Chambers and Penman(1984)ではニューヨーク証券取引所に上場する企業からランダムに 100 社を抽出し、1970 年から 76 年の間の財務報告書について報告までの日数とその後の異常収益率についてイベントスタディを行い、報告の早い企業のほうが報告の遅い企業よりも有意に高い異常収益率を得ているとの結果を得ている。<sup>19</sup>Kross and Schroeder(1984)も同様の結果を示している。彼らの論文では投資家にとって良い情報は市場に対して早く出し、投資家にとって悪い情報は遅く出すという企業の習性を仮説立て、この特徴をコントロールすると報告の日数の差は株価に対して有意な影響を与えてはならないことを示した上で、報告が遅れている企業は企業業績悪化など株価に対してネガティブな影響を与えるだろう情報を持っており、それが投資家に知られることで株価が低下するのではないかと結論付けている。

---

<sup>19</sup> 同様の研究は米国以外の国においても行われている。Haw et al(2000)では 1994 年から 1997 年までの中国上場企業において「企業業績が向上した」企業ほど早く年次報告書を提出する傾向にあることを示している。

## 推計手法

本節では企業の財務報告書の提出遅延が市場に対してどのような影響を与えるのかを直接的に観察するために推計方法として前節と同様イベントスタディという方法を用いた。前節で提示したようにイベントスタディは以下の7つの手順で行われる。

- ① イベント日の設定
- ② 対象企業の選択と株価の取得
- ③ モデルの選択と推計期間の決定
- ④ 超過収益率の計算
- ⑤ 超過収益率の集計化
- ⑥ 検定統計量の導出
- ⑦ 仮説の設定

このうち③、④、⑤、⑥は前節での説明と重複するので割愛する。手順①、②、⑦を以下説明しよう。

### ① イベント日の設定

イベント日は投資家に企業情報開示の遅延の情報が広く認知される日を設定する必要がある。本稿では証券取引所の発表をイベント日の設定に利用した。マレーシア証券取引所では上場基準 16.11 において「財務報告書の提出遅延の際に事前に証券取引所に報告すること」を求めている。財務報告書の提出遅延が見込まれる企業が上場基準 16.11 を遵守し財務報告書の提出締切日以前に証券取引所に報告した場合、取引所は HP 内で企業からの報告を投資家に説明する。一方上場基準 16.11 に違反し、提出締切日まで報告書を提出しない場合、証券取引所は締切日に投資家に対して企業の財務報告書提出遅延を報告する。本稿ではいずれのケースも平等に扱うため、証券取引所が HP 内で初めて投資家に対して報告を行った日をイベント日として設定した。

### ② 対象企業の選択と株価の取得

先に説明したように提出の遅延は 138 のケースがあった。前節の研究と同様にこのうち十分な流動性がある株式に分析を絞るため①提出の遅延が報告される 100 日前から 21 日後までの株式データが取得できない企業、②141 日のうち半分以上の日で取引されていない企業、をサンプルから除外した。その結果サンプル数は 30 ケース (28 企業) になった。

### ⑦ 仮説の設定

前節と同様に J 統計量を導出した後に、J 統計量の値、その値が有意になる時期を分析する。本節では以下の仮説を設定する。

**仮説 1** マレーシア株式市場において財務報告書の提出遅延の情報は投資家の投資判断に対して影響を与える。

J 統計量が帰無仮説を有意に棄却すれば、対立仮説が支持され、従って設定された仮説 1 も支持される。すなわち J 統計量が有意な値であれば、財務報告書の提出遅延という情報

は市場より「株価を形成するために有意な新しい情報」と認識されていると考えられ、逆に  $J$  統計量が有意な値にならないければ提出遅延という情報は市場に対して株価を形成するための有意な情報とは考えられていないと推測できるだろう。

#### **仮説 2 マレーシア株式市場において情報優位の投資家が存在する。**

株式市場が正常に機能していれば、市場に情報が公表された時点で異常収益率が観察されるだろう。しかし Stiglitz and Weiss (1988) が示すような一部の情報優位の投資家が存在するならば、負の異常収益率はイベント日よりも前に観察されるだろう。この時株式市場は正常に機能しているとはいえない。本研究で  $J$  統計量が有意に出る時期より情報優位の投資家の存在を推測する。 $J$  統計量がイベント日の前に有意な値を示せば、仮説 2 は支持され、情報優位の投資家の存在が示唆される。



#### 4. 3 推計結果

次頁の表 14 では提出遅延の異常収益率(AR: Abnormal Return)の平均、累積平均異常収益率(CAAR: Cumulative Average Abnormal Return)、累積標準平均異常収益率(SCAAR: Standardized Cumulative Average Abnormal Return)、及び J 統計量がまとめられている。

注目すべき点は以下の 3 点である。第一にマレーシアの株式市場は提出の遅延に対して有意にネガティブな反応を示していることである。これは仮説 1 を支持する結果となった。特にイベント日前後において負の異常収益率が観察される。これは第 1 節の粉飾決算を行った企業を対象とした結果と同じである。しかしながら第 1 節の結果とは違い、異常収益率が最も負に大きくなるのは市場に情報が伝わる 5 営業日前である。

第二に提出の遅延が公表される以前に CSAAR が明らかに有意に下がっていることである。-20~+20 までの期間及び-10~+10 までの期間において 8 営業日前から CSAAR は有意な水準で低下をしている。これもまた第 1 節の 4 社での推計の結果と同様であり、この結果からも情報優位の投資家と情報劣位の投資家の存在が示唆される。先行研究で説明した Kross and Schroeder(1984)の指摘する「良い情報は先に出し、悪い情報は後に出す」という仮説に従えば財務報告書の提出遅延は叱責対象になって罰金が発生するだけでなく、投資家にとって不利な情報の存在が疑われる。そのため提出の遅延の情報を突き止めた投資家が保有している株式を手放すため、株価は下落するのかもしれない。また不利な情報の中身(例えば著しい業績の悪化)を他の投資家に先んじて入手している投資家の存在も考えられる。

第三に前節の結果と比べると、異常収益率は一貫して下がり続けることはないということである。負の異常収益率が特に大きく観察されるのは 5 日前、イベント前後、5 日後、15 日後であるが、それ以外の期間においては粉飾決算企業と違い正と負の異常収益率を記録している。これは粉飾決算を行った企業は追加的な報道によって大きく株価を下げるのに対して、財務報告書の提出遅延を行った企業に対する追加的な情報は少ないからだと考えることが出来る。<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup>例えば財務報告書の提出遅延に関する追加的な情報として、当該報告書が出された際に明らかになる企業情報が挙げられる。本研究では表 14 の結果とは別に当該財務報告書が出された時点で該当する企業をサンプルから外して推計を行ったが、その結果は表 14 の結果と大きく変わるものではなかった。

表 14 提出遅延企業の AR、CAAR、SCAAR、J 統計量

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-20	0.010	0.010	0.300	1.625 **
-19	-0.005	0.005	0.147	0.795
-18	0.003	0.008	0.171	0.923
-17	-0.008	0.000	-0.018	-0.095
-16	-0.003	-0.003	0.064	0.346
-15	0.013	0.010	0.238	1.286
-14	0.003	0.012	0.127	0.688
-13	-0.004	0.009	0.162	0.875
-12	0.000	0.008	0.030	0.164
-11	-0.007	0.001	0.080	0.433
-10	-0.006	-0.005	-0.063	-0.343
-9	-0.005	-0.010	-0.109	-0.590
-8	-0.011	-0.021	-0.316	-1.706 **
-7	-0.014	-0.034	-0.425	-2.297 ***
-6	0.005	-0.030	-0.533	-2.884 ***
-5	-0.028	-0.058	-1.102	-5.957 ***
-4	-0.013	-0.071	-1.067	-5.770 ***
-3	0.029	-0.042	-0.736	-3.980 ***
-2	0.009	-0.033	-0.504	-2.723 ***
-1	-0.012	-0.045	-0.802	-4.335 ***
0	-0.012	-0.056	-1.019	-5.507 ***
1	-0.014	-0.070	-1.173	-6.341 ***
2	-0.006	-0.076	-1.260	-6.813 ***
3	-0.004	-0.080	-1.338	-7.236 ***
4	-0.016	-0.096	-1.594	-8.620 ***
5	0.018	-0.078	-1.460	-7.894 ***
6	0.007	-0.071	-1.262	-6.823 ***
7	-0.008	-0.080	-1.526	-8.252 ***
8	0.008	-0.071	-1.391	-7.522 ***
9	0.003	-0.068	-1.310	-7.084 ***
10	-0.013	-0.081	-1.502	-8.121 ***
11	0.013	-0.069	-1.389	-7.512 ***
12	-0.001	-0.070	-1.249	-6.754 ***
13	0.003	-0.066	-1.238	-6.691 ***
14	-0.009	-0.075	-1.481	-8.007 ***
15	-0.026	-0.101	-2.101	-11.360 ***
16	0.008	-0.093	-2.124	-11.483 ***
17	0.001	-0.092	-2.166	-11.709 ***
18	-0.003	-0.095	-2.311	-12.497 ***
19	0.002	-0.093	-2.325	-12.569 ***
20	0.006	-0.087	-2.183	-11.805 ***

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-10	-0.006	-0.006	-0.143	-0.776
-9	-0.005	-0.011	-0.189	-1.023
-8	-0.011	-0.022	-0.396	-2.139 ***
-7	-0.014	-0.035	-0.505	-2.730 ***
-6	0.005	-0.031	-0.613	-3.316 ***
-5	-0.028	-0.059	-1.182	-6.390 ***
-4	-0.013	-0.072	-1.147	-6.203 ***
-3	0.029	-0.043	-0.816	-4.413 ***
-2	0.009	-0.034	-0.584	-3.156 ***
-1	-0.012	-0.046	-0.882	-4.767 ***
0	-0.012	-0.058	-1.099	-5.940 ***
1	-0.014	-0.072	-1.253	-6.774 ***
2	-0.006	-0.077	-1.340	-7.245 ***
3	-0.004	-0.081	-1.418	-7.669 ***
4	-0.016	-0.097	-1.674	-9.053 ***
5	0.018	-0.079	-1.540	-8.327 ***
6	0.007	-0.072	-1.342	-7.256 ***
7	-0.008	-0.081	-1.606	-8.685 ***
8	0.008	-0.072	-1.471	-7.955 ***
9	0.003	-0.069	-1.390	-7.517 ***
10	-0.013	-0.082	-1.582	-8.554 ***

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-5	-0.028	-0.028	-0.568	-3.073 ***
-4	-0.013	-0.041	-0.534	-2.886 ***
-3	0.029	-0.012	-0.203	-1.096
-2	0.009	-0.003	0.030	0.161
-1	-0.012	-0.015	-0.268	-1.451 *
0	-0.012	-0.027	-0.485	-2.623 ***
1	-0.014	-0.041	-0.640	-3.458 ***
2	-0.006	-0.047	-0.727	-3.929 ***
3	-0.004	-0.050	-0.805	-4.352 ***
4	-0.016	-0.066	-1.061	-5.737 ***
5	0.018	-0.048	-0.927	-5.010 ***

Event day	AR(average)	CAAR	SCAAR	J統計量
-1	-0.012	-0.012	-0.298	-1.612 *
0	-0.012	-0.024	-0.515	-2.784 ***
1	-0.014	-0.038	-0.669	-3.618 ***

\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ 10%, 5%, 1%で有意

図 8 提出遅延企業の異常収益率の平均の推移

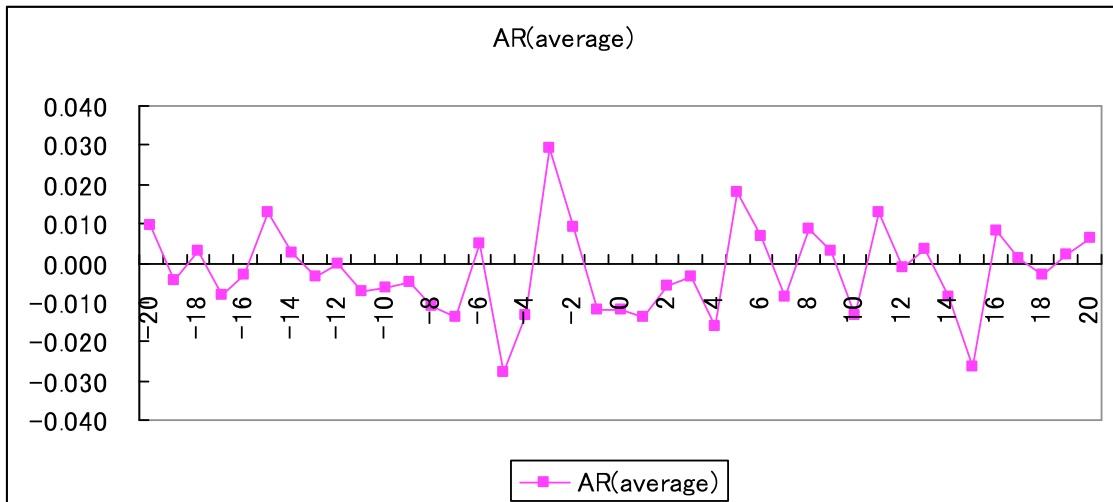
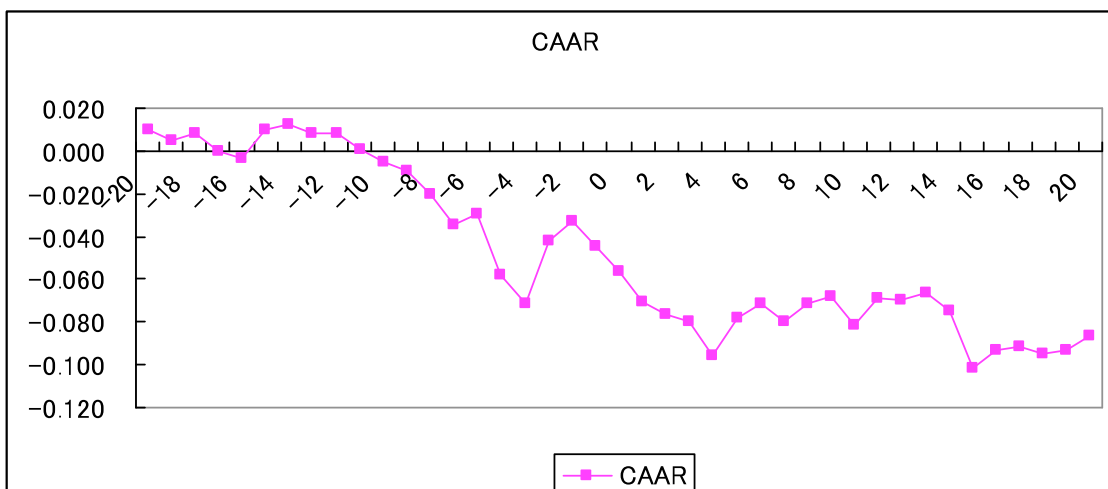


図 9 提出遅延企業の平均累積異常収益率の推移



#### 4. 4 まとめ

本節では証券取引所から叱責を受けた企業を対象とし、上場企業との簡単な比較分析を行った後、提出の遅延が株価にどのような影響を与えるかをイベントスタディを用いて分析した。得られた結果は以下の通りである。

第一に証券取引所から叱責を受ける企業は上場企業全体と比べて特に収益性が低く、企業規模も小さい企業が多い。企業規模の代理変数として従業員数、総資産、時価総額を用いたがその中でも特に時価総額が低い企業が多かった。このことから収益性が低く、そのため市場からの評価も低い企業が上場基準を守らずに取引所より叱責を受けているという現状が予想される。また叱責を受けた企業は企業規模を縮小する傾向にある。

第二にイベントスタディによって財務報告書の提出遅延という事実が投資家の投資判断に対してネガティブな影響を与えていることが明らかになった。本研究と目的、手法が完全に一致する先行研究は先述の通り筆者が知る限りは存在しない。しかしながら本節の結果を見る限り **Kross and Schroeder(1984)**が想定する「企業は良い情報を先に出し、悪い情報は後に出す」といった仮説が投資家の投資判断に影響を与えている可能性は高い。また、提出遅延に科される罰金（一日当たり **RM750~RM1500**）が企業価値を損ねると予想され、株価収益率の低下を招くのもかもしれない。いずれにおいても近年情報開示への関心が強まっているマレーシアにおいて、開示される内容だけでなく開示される時期にも投資家は関心を寄せていることがわかった。

第三に前節と同様イベントスタディによって情報優位の投資家と情報劣位の投資家の存在が確認された。証券取引所の発表がある 5 日前に株価が有意に下がるという事実は投資家間の情報格差を示唆している。情報優位にある投資家は証券取引所の報告に先立ち提出遅延の情報を得ていることが予想される。

しかしながら本節の結果において留意すべき点があることも事実である。第一に本節では多くの先行研究と違いイベント日を財務報告書の提出締切日に設定したがこれは不適切であるかもしれない。なぜなら企業ごとにある程度決められた提出日が存在するかもしれないからである。本研究では企業は決められた期間内であれば財務報告書の提出日にはなんら情報が無い、と仮定しているが企業ごとにある程度決まった提出日が存在することも予想される。本研究では不適切な情報開示に対する市場の罰を分析するために分析対象を叱責を受けた企業のみ絞ったが、開示の時期と株価収益率の関係を分析するならば先行研究に習い、イベント日を変更する必要がある。第二に本節の研究ではなぜ開示が遅れるのか、ということを含象している。これは 128 のケース、又は実際に推計をした 30 のケースを平等に扱うためであるが、一方で情報開示の遅延を改善するためにはインタビューや現地調査を含めて情報開示の遅延の理由をより詳細に分析する必要があるだろう。上記の 2 点は今後の研究課題としたい。

## 第5節 おわりに

本研究では近年の東アジア地域における情報生産構造の変化を出発点として、情報開示について主に株価との関係性に注目し、粉飾決算と財務報告書の提出遅延についてイベントスタディを用いて研究を行った。

本研究によれば第一にマレーシアの株式市場は粉飾決算に対して有意にネガティブな反応を示しており、異常収益率が最も負に大きいのは粉飾決算に関する報道があった日である。またある企業においては粉飾決算が報道される以前に累積異常収益率が負に大きくなっており、このことから情報優位の投資家と情報劣位の投資家の存在が示唆される。更に一度粉飾決算が市場に明るみに出た企業はその後累積の異常収益率が下がり続けることが観察された。これらの事実と粉飾決算を行った企業が1社を除き市場から退場させられているという事実から、マレーシアにおいて粉飾決算を行った企業が受ける“罰”は大きいと考えられる。

また第二に株式市場は報告書の提出遅延に対しても有意にネガティブな反応を示している。さらに異常収益率が最も大きくなるのは市場に情報が伝わる5営業日前であり、このことから情報優位の投資家と情報劣位の投資家の存在が示唆される。また証券取引所から叱責を受ける企業の特徴として従業員数と時価総額が小さく、収益性が市場全体に比べてかなり低い事も分かった。

しかしながら各節のまとめにも記したように本研究には課題も多い。第一に絶対的なサンプル数の少なさである。第3節ではサンプル数は4社、第4節では30ケース(28社)と先行研究に比べてサンプル数は少ない。第二に案件の規模を考慮していないことである。一口に粉飾決算といってもその規模は個別の案件によって異なる。また財務報告書の提出遅延に限ってもその理由、発生背景は様々である。この点は経営者に対するインタビューなどを通して一つ一つのケースを詳細に分析する必要があるだろう。第三に本研究はあくまで情報が「投資家」に与える「短期的」な影響のみを分析しているものであることある。イベントスタディという手法を用いた研究ではある情報が投資家にあたえる短期的な影響のみしか観察ができない。企業の不正の帰結についてより詳細な分析を行うためには、長期間のデータを使うことや株主以外の利害関係者の行動(例えば銀行借入の額や取引先の行動等)を考慮に入れる必要があるだろう。

上記のような留意事項はあるが、近年マレーシアにおいて社債市場を中心とした直接金融市場の発展のための取り組みが行われている中で本研究が与える示唆は大きいだろう。

1 点目に社債市場の整備を推し進めるためには情報優位の投資家と情報劣位の投資家の格差の是正が必要である。株式市場においては情報優位の投資家と情報劣位の投資家の存在の可能性が確認された。社債市場においてもこの格差の可能性は予想されるだろう。社債市場の流動性を高めるためには幅広い投資家を集めることが必要であり、投資家の増加は同時に投資家間の情報格差の拡大を引き起こすかもしれない。この情報格差を埋めるために企業の自発的な情報開示や政府の情報開示規制強化、もしくは格付機関が投資家に対して情報公開を進める必要がある。それだけではなく同時に情報優位にある投資家はその

情報を悪用した場合には厳しい対応が求められる。

2点目に情報開示の企業間の開示の格差の是正である。本研究が示したように情報開示が適切に行われていないため証券取引所から叱責を受けた企業は比較的規模が小さく、収益性が企業の平均に比べて低い。第2節でも紹介したとおり、マレーシアではMIRA(Malaysia Investor Relations Association)という企業情報開示に対して各企業の財務担当者をトレーニングする機関が2007年に創設された。この機関では2008年6月現在で199の企業がコーポレートメンバーとして登録している。しかし、これらの加盟企業は規模も大きく収益性が高い企業が多い。規模が小さく、収益性が低い企業に対して投資家との情報格差を埋める方法や新たな投資家を見つけるための施策をトレーニングすることもまた必要だろう。

3点目に研究の蓄積である。社債市場を含めた直接金融市場の発展のためには債権者と経営者の情報格差、情報優位にある投資家と情報劣位にある投資家の情報格差を少なくする必要がある。情報格差を少なくするためには一般投資家に向けた情報開示の取り組みが企業側にも求められるが、企業にとって一般投資家に対して情報を開示することのメリット・デメリットは測定し難い。本研究では情報開示が不正に行われた際に企業の株価が下がることを実証した。先進国では株価の下落が経営者の交替やストックオプションの価値の下落、企業買収や銀行の借入減少などを引き起こす。マレーシアのような新興市場国においても株価の下落が経営者にとって重要な懸念事項であるならば、本研究は経営者の不正な情報開示を減らす一助となるだろう。情報開示や企業の不祥事と株価の反応はデータの制約からほとんどが先進国を対象にした研究に留まる。本研究のように企業の不正に対してどのような罰が下されるのかを実証した研究がASEANにおいても蓄積されれば、同地域で不正な情報開示が行われる機会が減り、投資家と経営者の情報の非対称性の軽減にも繋がるだろう。

## 参考文献

Anne E. Chambers and Stephen H. Penman(1984) "Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, No.1, pp21-47

Erickson, M., Hanlon, M., and Maydew, E.(2006) "Is there a link between executive compensation and accounting fraud?" *Journal of Accounting Research*, Vol.44, pp113-143

Eugene F. Fama. (1980)"Agency Problems and the Theory of the Firm,"*The Journal of Political Economy*vol.88, No.2, pp288-307

In-Mu Haw, Daqing Qi and Woody Wu.(2000) "Timeliness of Annual Report Releases and Market Reaction to Earnings Announcements in an Emerging Capital Market: The Case of China," *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol.11, No.2, pp108-131

JY Campbell, AW Lo and AC MacKinly.(1997) *THE ECONOMETRICS OF FINANCIAL MARKETS (Chapter 4)* pp149~180 Cambridge Univ Press.

Karpoff J., Lee D. S. and Martin G. (2006) "The Cost to Firms of Cooking the Books," unpublished working paper University of Washington.

KPMG Kuala Lumpur, Malaysia. (2002) *KPMG Fraud Survey 2002 report*, KPMG Kuala Lumpur Malaysia.

KPMG Kuala Lumpur Malaysia. (2004) *KPMG Fraud Survey 2004 report*, KPMG Kuala Lumpur Malaysia.

Lee, T.H. Ali, A.Md.Gloeck and Juergen Dieter. (2008) "A study of auditors' responsibility for fraud detection in Malaysia", *Southern African Journal of Accountability and Auditing Research*, vol.8, pp27-34

M. KARPOFF and JOHN R. LOTT, JR (1993) "THE REPUTATIONAL PENALTY FIRMS BEAR FROM COMMITTING CRIMINAL FRAUD", *Journal of Law and Economics* vol.36, pp757-802

Mason Gerety and Kenneth Lehn. (1997) "The Causes and Consequences of Accounting Fraud", *MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS* Vol.18, Issue 7-8, pp587-599

- MC JENSEN and WH MECKLING. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure", *Journal of financial economics* Vol.3, No.4 pp305-360
- Paul M. Healy and Krishna G. Palepu. (2001) "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics* Vol.3, pp405-440
- R.M. Haniffa & T. E. Cooke (2002) "Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations", *A Journal of Accounting and Finance and Business Studies*, Vol.38, Issue 3, pp317 - 349.
- R.M. Haniffa and M. Hudaib. (2006) "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies", *Journal of Business Finance & Accounting* Vol.33, Issue 7-8, pp1034 - 1062
- RAK Cox, TR Weirich. (2002) "The stock market reaction to fraudulent financial reporting", *Managerial Auditing Journal*, vol.17, pp374-382
- Shane A. Johnson, HARLEY E. RYAN, JR. and YISONG S. TIAN. (2008) "Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter", *forthcoming at the Review of Finance*.
- Stuart C. Gilson. (1998) "Management Turnover And Financial Distress", In Edward I. Altman. *Bankruptcy & Distressed Restructurings: Analytical Issues and Investment Opportunities*, Chap13, Beard Books Inc. pp313-337
- H. Sudo. (2005) "EFFORTS TO IMPROVE TRANSPARENCY OF CORPORATE INFORMATION : Comparison between Thailand and Malaysia", *Bulletin of Seinan Jo Gakuin University* Vol.8, pp133-148
- Supt Lim Hong Shuan (2005) "WHITE-COLLAR CRIME IN MALAYSIA", *Journal of The Royal Malaysia Police Senior Officers' College*, Number 4.
- Sze-Ling Voon, Chin-Hong Pua and Harry Entebang. (2008a) "Factors stimulating corporate crime : A CASE STUDY IN KUCHING MALAYSIA", *University Library of Munich, MPRA Paper*, number 10643.
- Sze-Ling Voon, Chin-Hong Pua and Harry Entebang. (2008b) "CORPORATE CRIME



ANNOUNCEMENT EFFECTS ON STOCK PERFORMANCE: AN EMPIRICAL STUDY IN MALAYSIA,"

*Journal of Economic Cooperation among Islamic Countries* Vol.29, No. 2, pp15-28

W. Kross and D. Schroeder. (1984) "An empirical investigation of the effect of quarterly earnings announcement timing on stock returns", *Journal of Accounting Research*, vol22, pp153-176

WN Davidson, DL Worrell and CI Lee. (1994) "Stock market reactions to announced corporate illegalities", *Journal of Business Ethics*, 1994 vol.1, pp979-987.

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 RCFF リサーチ・ペーパー』 05-006

須田一幸、乙政正太 (2007) 『会計操作その実態と識別法、株価への影響』 ダイヤモンド社

首藤恵 (2001) 「マレーシアの金融危機と民間再建市場—制度構築の視点から—」 『証券経済研究』 第 29 号 61-77

## Appendix 証券取引所から各企業への叱責の例

BY DATE BY SUBJECT

By Subject

Public Enforcement on Company or Adviser [◀ Back](#)

30 Jan 2007

### PUBLIC REPRIMAND AND FINE - SBBS CONSORTIUM BERHAD

#### Breach of paragraph 9.22(1) of the Listing Requirements of Bursa Malaysia Securities Berhad ("Bursa Securities LR")

1. Bursa Malaysia Securities Berhad ("Bursa Securities") hereby publicly reprimands and imposes a fine of RM124,000 on SBBS for Breach of paragraph 9.22(1) of the Bursa Securities LR for failing to furnish its second quarterly report for the financial period ended 30 June 2006 ("QR 30 June 2006") on or before 31 August 2006 to Bursa Securities for public release.
2. Paragraph 9.22(1) of Bursa Securities LR states that a listed issuer must give Bursa Securities for public release, an interim financial report that is prepared on a quarterly basis, as soon as the figures have been approved by the board of directors of the listed issuer, and in any event not later than 2 months after the end of each quarter of a financial year.
3. As at to-date, the Company has not issued the QR 30 June 2006 to Bursa Securities for public release.
4. The public reprimand and fine are imposed pursuant to paragraph 16.17 of the Bursa Securities LR after taking into consideration various relevant factors including the fact that the Company had previously breached the Bursa Securities LR.
5. Bursa Securities further directs the Company to furnish the QR 30 June 2006 to Bursa Securities for public release within one (1) month from the date hereof.
6. Bursa Securities views the above contravention seriously and hereby cautions the Company on its responsibility to maintain appropriate standards of corporate responsibility and accountability in order to achieve greater disclosure and transparency to its shareholders and the investing public.
7. Whilst Bursa Securities has not made a finding that any of the directors of the Company caused or permitted the aforesaid breaches of paragraph 9.22(1) of the Bursa Securities LR by the Company, Bursa Securities nevertheless wishes to highlight that it is the responsibility of directors of listed companies to maintain appropriate standards of responsibility and accountability within the company and amongst its officers and employees including, amongst others, an awareness of the importance of compliance with the Bursa Securities LR.

The directors of SBBS at the material time are as follows :-

- i. Kain Ann @ Chua Kien Lam, S.M.K
- ii. Chua Mui Hoon
- iii. Loo Sin Soo
- iv. Mustafa bin Abdul Hamid
- v. Ong Hui Shien
- vi. Sufian bin Mohd Amin

#### 8. Previous Public Reprimands

- i. On 22 July 2005, SBBS, was publicly reprimanded by Bursa Securities for breach of paragraph 9.16(1)(a) of the Bursa Securities LR for reporting an unaudited net loss after taxation of RM378,843 ("Unaudited Results") for the FYE 31 December 2004 in the fourth quarter report for the financial period ended 31 December 2004 as compared to an audited net loss after taxation of RM23,950,078 ("Audited Results") in the annual audited accounts for the FYE 31 December 2004. The net loss after taxation reported in the Audited Results showed an increase of RM23,571,235 (or a deviation of 6221.9%) compared to the Unaudited Results.
- ii. On 31 July 2006, SBBS was publicly reprimanded and fined of RM25,000 by Bursa Securities for breaches of paragraphs 9.03(1) and 9.04(l) of the Bursa Securities LR and paragraph 2.1(d) of Practice Note No. 1/2001 ("PN1") for failure to make immediate announcements of the default in payments on banking facilities granted by the following banks:-
  - a. RHB Bank Berhad ("RHB")  
The date of default was on 1 June 2002. However, SBBS only made the announcement on 29 June 2005, after a delay of 37 months.
  - b. Bumiputra-Commerce Bank Berhad ("BCB")  
The date of default was on 20 December 2002. However, SBBS only made the announcement on 29 June 2005, after a delay of 30 1/3 months.
- iii. On 31 July 2006, SBBS was publicly reprimanded by Bursa Securities for breaches of paragraphs 9.03(1) and 9.04(f) of the Bursa Securities LR in respect of its failure to make immediate announcements on the following litigations:-
  - a. The Writ of Summons and Statement of Claim dated 17 March 2003 by Alliance Bank Malaysia Berhad ("ABMB"). However, SBBS only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 33 3/4 months. The judgement dated 10 September 2003 was also announced on 23 December 2005, after a delay of 27 1/3 months.
  - b. The Writ of Summons and Statement of Claim dated 30 June 2004 by RHB. However, SBBS only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 18 1/3 months. The summary judgement dated 29 July 2005 was also announced on 11 January 2006, after a delay of 5 1/3 months.
  - c. The Writ of Summons and Statement of Claim dated 9 December 2002 by Southern Bank Berhad ("SBB"). However, SBBS only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 37 months. The judgement dated 18 September 2003 was also announced on 29 June 2005, after a delay of 21 1/3 months.
  - d. The Writ of Summons and Statement of Claim dated 24 September 2004 by Bank Islam Malaysia Berhad. However, SBBS only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 15 1/2 months. The judgement dated 26 May 2005 was also announced on 23 December 2005, after a delay of 7 months.
  - e. The Writ of Summons and Statement of Claim dated 11 August 2003 by BCB. However, SBBS only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 29 months.
  - f. The Writ of Summons and Statement of Claim dated 24 March 2004 by AmBank Berhad. However, SBBS only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 21 1/2 months.
- iv. On 31 July 2006, SBBS was publicly reprimanded by Bursa Securities for breach of paragraph 9.19(19) of the Bursa Securities LR for failure to make immediate announcements in respect of the following winding-up petitions served on the Company:-
  - a. a winding-up petition dated 12 April 2005 was served on the Company by ABMB on 17 May 2005. However, the Company only made the announcement on 29 June 2005, after a delay of 30 market days; and
  - b. a winding-up petition dated 28 July 2005 was served on the Company by SBB on 22 December 2005. However, the Company only made the announcement on 11 January 2006, after a delay of 12 market days.
- v. On 31 July 2006, SBBS was publicly reprimanded and fined of RM80,000 for breach of paragraph 9.23(b) of the Bursa Securities LR. SBBS has failed to furnish to Bursa Securities for public release its annual audited accounts for the FYE 31 December 2005 ("AAA 2005") on or before 30 April 2006.
- vi. On 30 August 2006, SBBS was publicly reprimanded and fined of RM80,000 for breach of paragraph 9.23(a) of the Bursa Securities LR. SBBS has failed to furnish to Bursa Securities for public release its annual report for the FYE 31 December 2005 ("AR 2005") on or before 30 June 2006.
- vii. On 30 August 2006, SBBS was publicly reprimanded and fined of RM81,250 for breach of paragraph 9.22(1) of the Bursa Securities LR. SBBS has failed to furnish to Bursa Securities for public release its first quarterly report for the financial period ended 31 March 2006 ("QR 31 March 2006") on or before 31 May 2006.