

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 19 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2015

課題番号：24530369

研究課題名(和文) 企業統治のボラティリティへの影響：株主特性から見たアジア域内の比較研究

研究課題名(英文) The Effect of Corporate Governance on Stock Price Volatility

研究代表者

蟻川 靖浩 (Yasuhiro, Arikawa)

早稲田大学・商学大学院・准教授

研究者番号：90308156

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：企業の情報開示度、株式所有構造および株価の情報効率性の関係について分析した。まず、企業の情報開示レベルと株価の情報効率性の間に一定の相関があることが確認された。次に、外国人投資家の株式保有の程度が株価の情報効率性に影響を与えるかという問題を検討した。そして、外国人投資家の持株比率が高いほど、企業の情報開示が株価の情報効率性に与える程度が大きいことが明らかとなった。以上の結果は、外国人投資家の株式保有比率が高いほど、情報開示度の上昇を通じて株価の情報効率性も高まることを示唆する。

研究成果の概要(英文)：This study investigates the relationship between the firm level disclosure, ownership structure and stock price informativeness. First, we find that stock price informativeness, as measured by firm-specific stock return variation, increases with the quality of a firms' disclosure level. The better firm disclosure leads to the higher price informativeness.

We also argue about the role of foreign investors as the informed trader on the relationship between stock price and stock price informativeness. We find that the effect of information disclosure on the stock price informativeness is larger when foreign shareholders have more share. The results indicate that the significant levels of ownership by foreign shareholders as the informed trader should be associated with greater monitoring and increased access to firm-specific information, possibly facilitating information transfers.

研究分野：企業の経済学、コーポレートガバナンス、コーポレートファイナンス

キーワード：コーポレートガバナンス

1. 研究開始当初の背景

(1) コーポレートガバナンスの問題を議論する上で最も重要な要因の一つは、株式所有構造である。機関投資家や大株主などの株式所有比率と株価の関係については、日本やアメリカを含め世界各国のデータを用いて研究が行われている。しかし、どのような経路を通じて株式所有構造が株価に影響を与えるのかは、必ずしも明らかになっていない。例えば、多くの実証研究では、各企業の株主構成に占める機関投資家比率や外国人投資家の比率は、経営者に対する株主からの規律付けの程度を表すと仮定されることが多い。また株主の規律付けには「Exit」と「Voice」の2つがあるが、そのような規律付けがどのような経路を通じて株価に反映されるのか、といった点については明確になっていない。

(2) 1990年代末から、日本企業の株式所有構造において、外国人投資家の持ち株比率が上昇した。1999年における東証一部上場企業の外国人持ち株比率の平均は6%である。そして2005年になると、この値は12%と倍の値まで上昇する。このように2000年代に入ってから観察される、外国人投資家による株式所有比率の上昇がどのような影響を株価に与えたのか、という論点は興味深い問題である。

2. 研究の目的

(1) 本研究は、株式所有構造が株価に対してどのような影響を与えるのか、という点を分析の対象とする。とりわけ分析の焦点となるのは、企業の株式所有構造が、企業の情報開示の程度と株価の情報効率性の関係にどう影響するのか、という点である。ここで株価の情報効率性と呼ぶのは、各企業の株価ボラ

ティリティに対する企業固有の要因で生ずる株価ボラティリティ部分の割合を意味する。これは、各企業の株価がどの程度企業固有の情報を反映しているか、あるいは逆に市場全体の情報によって動いているのか、を示す指標として知られている。つまり、各企業の株価が市場全体の情報にもとづいて変化している程度が高いほど、この値は小さくなる。逆に、各企業が企業固有の情報を市場に対して積極的に開示する程度が高まれば、株式市場はこうした企業固有の情報を反映させる程度が高まり、結果として株価の情報効率性は上昇する可能性が高い。

(2) 企業の情報開示度の程度を決定する要因として、株式所有構造、とりわけここでは外国人投資家の株式保有に注目する。外国人投資家は、モニタリング活動などを通じてより多くの情報を保有する投資家、すなわちインフォームド・トレーダーとしてここでは想定している。したがって、インフォームド・トレーダーとしての外国人投資家による株式の売買や、そうした投資家の要求による情報開示の程度の上昇を通じて、株価に投資家の持つ情報が織り込まれていくかどうかは本研究の重要なポイントである。

3. 研究の方法

(1) 株価の情報効率性を測る指標については、以下の手順に従って作成した。まず、株価の個別ボラティリティを計算する。これは、各企業の株価のリターンを、市場ポートフォリオのリターンで回帰した残差として定義される。次に、株価の個別ボラティリティを求めるための推計で得られた決定係数を用いて、各企業の株価の情報効率性を計算する。具体

的には、決定係数 R^2 とした場合に、 $\log(R^2/1-R^2)$ として計算される指標を、各企業の株価の情報効率性と定義した。この値が大きいほど、株価の情報効率性は低いと考えられる。

(2) 株価の情報効率性に影響を与える主要な変数として、企業の情報開示度を用いる。本研究では情報開示度を示す指標として、アナリスト間の利益予想の散らばりの程度(標準偏差)を用いる。今、企業が市場に多くの情報を開示するほど、一株当たり利益(EPS)についてのアナリスト間での予想の差が縮小していくと仮定する。したがって、アナリスト間の利益予想の標準偏差が小さいほど、企業の情報開示度が高くなる。

(3) アナリストの利益予想の標準偏差が、企業の情報開示度を示す代理変数として適切かどうかを確認しておく必要がある。そこで企業の情報開示度を示す他の変数と、アナリストの利益予想の標準偏差の関係を、回帰分析を用いて確認する。すなわち、利益予想の標準偏差から作成した企業の情報開示度が、他の情報開示度を示す変数と相関しているかを確認する。具体的に他の情報開示度として用いるのはまず、企業が決算発表を行うまでの日数である。この数値が小さいほど、情報開示度は高いと考えられる。次に、アナリストが評価した企業の情報開示度のスコアを用いる。利益予想の標準偏差が高い企業ほど、このスコアが低いかどうかを、回帰分析を用いて確認する。

(4) 株式所有構造の影響を見るために、外国人投資家の持ち株比率を用いる。外国人投資家が相対的に投資先企業に関する情報を獲

得するインセンティブの高い投資家であるとするなら、その株式保有比率が高いほど、企業固有の情報が市場に多く供給されることを通じて株価の情報効率性も高まることが予想される。

(5) 先行研究に従い、株価の情報効率性に影響を与える他の要因として、ROE、時価総額の対数値、時価簿価比率、上場からの年数、負債比率(有利子負債/総資産)、配当を行っていれば1を与え、それ以外の場合にはゼロを与える変数(配当ダミー)などを用いる。

(6) 株価の情報効率性と情報開示、および株式所有構造の関係を明らかにするために、回帰分析を用いる。被説明変数は株価の情報効率性、説明変数として、情報開示度および(5)で述べた各種変数を用いる。さらに、株価の情報効率性と情報開示度の関係が、外国人投資家の株式保有量の大きさに応じて異なるのか、という点を明らかにする目的で、情報開示度と外国人投資家持ち株比率の交差項を変数として導入する。

(7) サンプルとして1999年から2005年の東証1部上場企業のうち、3月期末決算の企業を用いる。

4. 研究成果

(1) R^2 を計算すると、先行研究(Ferreira and Laux 2007)で示されるアメリカ企業と比較して平均値もメディアンも低い値が観察された。すなわち、他の研究でも示される通り、アメリカ企業と比較すると日本企業の株価の連動性は相対的に高く、このことは、日本

の株式市場では企業固有の情報が反映される程度がアメリカ市場に比べて低いことが分かる。

(2) 企業の決算発表までの日数が短いほど、アナリストの利益予想の標準偏差が小さいことが分かった。企業の決算発表までの日数が短いことは情報開示の点では好ましいことから、アナリストの利益予想の標準偏差は、企業の情報開示度を示す指標として用いることができる。次に、アナリストの利益予想の標準偏差が高い企業ほど、情報開示度のスコアが低いことも明らかとなった。つまり、アナリストの利益予想の標準偏差は、アナリストが評価した情報開示度スコア同様に、企業の情報開示度を示すと考えられる。

(3) 回帰分析を用いた結果としては、アナリストの利益予想の標準偏差が大きいほど、株価の情報効率性が低いことが明らかとなった。アナリストの利益予想の標準偏差が大きいことは、企業の情報開示の程度が低いことを意味するため、企業の情報開示を高めることは、各企業の株価の情報効率性を高めることにつながると考えることができる。

(4) 外国人投資家の持ち株比率が高いほど、企業の情報開示が株価の情報効率性に与える影響の程度は大きいことが明らかとなった。外国人投資家の持ち株比率が高い企業ほど、収集される情報量が増加するのであれば、こうした情報をより多く保有する株主が当該株式を取引することで株価に反映される情報量が増える可能性を示唆している。

(5) これらの結果は、株式所有構造が企業

の情報開示を通じて株価の情報効率性に影響を与えている可能性を示唆するものである。一方で、本当に外国人投資家は情報をより多く持っている投資家なのか、という点については本研究では明らかにできていない。この点について明確な答えを得るために、今後も継続的に研究を行なう必要があると考える。

<引用文献>

Ferreira, M. A., and P. A. Laux (2007), Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow, *Journal of Finance*, 62, 951-89.

5. 主な発表論文等

[学会発表] (計1件)

Yasuhiro Arikawa and Yosuke Mitsusada, Ownership Structure, Information Discount and Stock Price Informativeness: Evidence from Japan. Asian Finance Association Annual Meeting, 2014年, Indonesia

6. 研究組織

(1) 研究代表者

蟻川靖浩 (ARIKAWA, Yasuhiro)
早稲田大学・商学大学院・准教授
研究者番号 : 90308156

(2) 研究分担者

光定洋介 (MITSUSADA, Yosuke)
産業能率大学・経営学部・教授
研究者番号 : 40460258