

平成 29 年 6 月 6 日現在

機関番号：34504

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2016

課題番号：26380415

研究課題名(和文) ニュースと株式市場反応：投資家タイプ別の比較研究

研究課題名(英文) News and the stock market reactions: a comparative study of investor types

研究代表者

阿萬 弘行 (AMAN, Hiroyuki)

関西学院大学・商学部・教授

研究者番号：70346906

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,600,000円

研究成果の概要(和文)：投資家タイプごとに、ニュース情報に対する反応がどのように相違するかを明らかにするために、多種多様な情報ソースへの投資行動の反応を分析した。主な成果として、テレビ報道や企業広告による幅広い投資家層への情報量増加は、取引高を活性化することが示された。これは、投資家の注意力仮説と一致する。得られた結果は、決算などのハードなタイプの企業情報だけでなく、より一般向けのソフトな情報もまた、個人投資家の意思決定に影響を及ぼすという意味で、新たな知見である。

研究成果の概要(英文)：This program examined stock market responses to various types of information flows to clarify differences of investment behaviors across investor types. Primarily we found that information flows via television broadcasting and corporate advertisements is significantly associated with more trading, consistent with the investor attention effect. This suggests that, in addition to hard corporate information as earnings, soft information targeting a broad scope of audience affects decision makings of investors.

研究分野：ファイナンス

キーワード：投資家行動 情報伝達 株価形成 マスメディア

1. 研究開始当初の背景

投資家が接する情報源は、投資家属性や環境に応じて多様である。それらは、金融機関、機関投資家やアナリストが活用する企業情報から個人投資家にとって身近な経済記事など幅広い。近年の学会動向として、経済専門情報源(WSJ, FT, ロイターニュースなど)を中心としたマスメディア媒体でのニュース素材を活用した実証研究は、ファイナンス分野をリードする国際ジャーナルに刊行されるものが増加している。しかしながら、広範な個人投資家層や潜在的な投資家層をターゲットとして拡張された情報媒体については未だに研究が限られているのが現状である。たとえば、テレビ報道については、Busse and Green (2002, JFE)は、数少ない先行研究であり、米国の特定番組にデータを限定する形でTV情報の株式取引への効果を提示している。投資家タイプごとの研究については、個人ごとの証券口座情報が利用可能な米国において先行している。しかし、日本の証券市場においては現状でそのような特殊な個人情報にアクセスすることは極めて困難である。そこで本研究では、個人が接する機会の多いニュース源や個人中心の投信市場データを最大限活用することで、情報への投資家・市場反応を分析する。

2. 研究の目的

本研究では、ニュース情報や広義の企業情報(広告等含む)に対する、株価・リスク・流動性などの市場反応が、投資家タイプによってどのように相違しているか実証的に解明する。この目的達成のために、純粋な企業情報(決算・資本異動など)だけでなく、ニュース種別を、一般大衆をターゲットとしたものへと広範囲に拡張する(TV・広告・雑誌記事など)。これによって、企業情報分析に優位にある機関投資家や一般向けニュースに反応する個人投資家など、異なる投資家タイプ間の比較分析が可能となる。これは、異なる投資家は異なる情報源に接することが多いという点を前提としている。社会的な成果として、異質な投資家層が混在するときの、効果的な情報提供体制の構築指針を提供することができる。とくに、個人投資家の育成について政策的議論が活発である現在、個人の企業情報への反応パターンの研究成果は、長期投資促進など健全な市場育成のために有益なエビデンスを提供できる。

理論的には、情報保有・処理に優位性をもつ機関投資家などの情報投資家や個人投資家などのノイズトレーダー(非情報投資家)が混在する状況が、特定の市場反応パターンを生じさせるモデルは多くのファイナンス理論の枠組みで提示されている。具体的には、投資家の行動バイアスが、株価の過剰反応を作

り出すことや、ノイズトレーダーの行動が、裁定取引の制約のもとでリスク要因となることが指摘されている。本研究では、実際の市場において、多様な種類のニュース流入に対して、異なる投資家層それぞれの異質な投資行動を分析する。これによって、市場反応パターンの特徴がどのような投資家タイプの行動から引き起こされているかという問題について、新たな学術的貢献を期待できる。

3. 研究の方法

本研究では、広範なニュースや企業情報源、複数の市場反応指標、投資家タイプ別の投資行動を関連させるという特性上、それぞれに対応した複数のデータ収集とその統合というデータ集約的な分析プロセスを要する。具体的には、第一に、最も中心的なデータとなるニュースソースについて、従来の経済ニュース配信に加えて、テレビ報道、広告情報にまで拡張する。対応する市場反応のデータとしては、日次レベルの取引高、株価、流動性等の指標を用いる。より精緻な研究のためには、過去の共同研究を発展する形で高頻度取引データを用いる。基本的には、日次の詳細な情報量指標を説明変数、市場指標を被説明変数として、日次企業パネル形式の分析を行う。また、個人投資家向け市場として形成されている投資信託市場でのファンド購入・売却データを活用することにより、機関投資家とは異なる個人の投資行動パターンの分析を行う。投信への資金流入・流出を、過去の株価・リスク、その他投資家にとって利用可能な情報によって説明するモデルの分析を行う。成果として、論文の形式は、主に情報媒体別にテーマを絞る。つまり、株式市場を対象として、一般的なディスクロージャー情報、テレビ報道、企業広告ごとの論文を作成する。また、投信市場対象の論文も別途作成する。

4. 研究成果

研究期間において、多様な企業情報源への投資家行動の反応を解明するため、主要な研究成果として、以下五つの研究を進展させた。

(1) 企業ディスクロージャーとマスメディア報道が株価変動に及ぼす効果について共同研究を進展させた。一般的に、新規の情報流入は、株価のボラティリティを高めることが過去の多くの先行研究において示されている。当研究では、日次の株価変動を実現ボラティリティで計測するとともに、それを企業固有部分と市場連動部分に分解する。情報タイプとして、マスメディア報道については、新たな情報による不確実性拡大効果が期待される。一方で、報道内容が、ニュースの不確実性を縮小する効果も予想される。データ分析には、東証一部上場企業の日次パネルデ

ータを用いた。結果を総合すると、ディスクロージャー情報は、ボラティリティを増加させるため、新規情報の不確実性拡大効果と一致する。マスメディア情報は、変動を減少させる効果をもち、不確実性の解消効果を支持する。企業固有ボラティリティについては、ディスクロージャーとマスメディア双方ともに、企業固有情報の株価反映に寄与することが示されている。これらの分析から、ニュースが不確実性の発生要因になるとともに、マスメディアがリスクを低減させる働きをすることが示唆された。マスメディアの社会的役割を市場の情報伝達機能の観点から見出ししている。論文は、現在専門誌へ投稿し、データの拡張、仮説の精緻化などの改訂中である。

(2) 個人投資家が影響を受けやすいと予想されるテレビ報道が、取引高・価格変化・流動性に及ぼす効果について共同研究を進めた。マスメディアの中でも、テレビは最大の市場シェアを保有している(広告支出)。また、新聞、雑誌等と比較すると、より広範囲の視聴者層を対象としており、情報伝達効果は高いことが想定される。しかしながら、ファイナンス分野へのテレビ報道の効果は、データ利用の制約もあって、これまで非常に限られてきた。当研究では、Mデータ社提供の比較的広範囲の番組データを用いて、日本の上場企業への効果を分析した。特に、理論的な観点からは、投資家の注意力(investor attention)の制約下において、テレビ報道が取引高を高めるかどうかの検証を行った。基礎的な結果では、取引高と価格変化の分析から、投資家注意を喚起する効果と整合的な傾向が観察された。また、株式流動性については、テレビ報道の増加は、ビッドアスクスプレッドを増幅させており、新規のニュースが情報非対称性を増加させる傾向が観測された。専門投資家とは異なる個人タイプの投資家層は、経済専門のハードな情報源だけでなく、よりソフトな情報源からも、投資判断の上で有意な影響を受けるという発見は、今後ソフト情報へ注目した分析を促進する重要性を示唆するものである。

(3) 企業広告が、株式市場での取引高の増加に寄与するかどうかに関する共同研究を進展させた。一般的に、企業広告は、決算発表など通常のニュースと比べると、情報の新規性に乏しく、取引の判断材料となる根拠にはならない。しかしながら、投資家による企業情報や企業名の認知力制約の観点から見れば、広告出稿が株式取引の要因となりうる。当研究では、日次レベルのテレビ広告と出来高をマッチさせることで、広告効果の評価を行った。先行研究では、もっぱら年間の広告支出を変数とするケースが多く、日次レベルの高頻度データを用いることは、正確な投資家の広告への反応を測定することに適して

いる。分析結果によると、単純な広告量の増加は、取引高への効果を持たないが、平常レベルと比較して異常に高い広告量は、取引増加と相関している。また、広告の経過年数や累積放送頻度から見て、マーケティング分野で指摘されている摩耗効果(wear-out)も観察された。成果は、本来投資家向けではない企業情報が、副次的効果として、投資家に対して外部効果を及ぼすことを示したことで、市場育成や流動性促進への議論に資することができる。論文は、日本ファイナンス学会、Australasian Finance and Banking Conference において報告した。

(4) 投資信託の購入・売却データを用いて、個人投資家の投資行動に関する共同研究を進めた。具体的には、日本の追加型株式投資信託市場での資金フローを用いて、主に個人投資家の投資決定がどのような要因に影響されているかについて実証分析を行った。特に、投資行動を購入と売却の二つに分離して、それぞれに対する決定要因を分析した。実証結果から、一般的に購入・売却行動は、異なるメカニズムで決定される傾向が確認された。過去リターンの上昇は購入行動を促進しており、直近業績が将来予想の情報シグナルと認識されているという仮説と一致する。他方で、過去リターンと売却行動の関係は、利益確保傾向・ファンド乗り換え効果と一致する結果となっている。また、極めて高い過去リターンに対する購入反応度は特に大きく、投資家の注意力仮説と整合的となっている。成果は、今後の投信市場の健全な育成・発展に向けて参考材料を提供するものである。論文は、証券経済学会において共同研究者が報告し、現在内容の改訂を継続中である。

(5) 2015年度後半の西オーストラリア大学での在外研究を活用し、同大学フィリップ・ブラウン氏と英国ランカスター大学ウェンディ・ピーケス氏との国際共同研究を進展させた。日本のコーポレートガバナンス構造が、企業情報ディスクロージャーや株価のタイムリーな反応速度へ与える効果について研究した。この研究は、個人投資家というよりもむしろ、外国人投資家や機関投資家の行動、アナリストの反応など、専門投資家の投資行動の分析をカバーしている。サンプル期間を延長し、より長期および近年のデータセットへと拡張した。今後、適切な株価形成のための企業の情報提供体制構築への指針となりうる材料を提供することを目指す。

<引用文献>

Busse, Jeffrey A., and T. Clifton Green, 2002, Market efficiency in real time, *Journal of Financial Economics* 65, 415-437.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 3 件)

Aman, H., "Takeover premiums and controlling shareholders: evidence from Japanese firms", *International Review of Business*, No.7, 2017, 1-26, 査読無し

H. Miyazaki and H. Aman, "Effects of Regional Bank Merger on Small Business Borrowing: Evidence from Japan", *International Journal of Economics and Finance* 7(11), 2015, 62-75, 査読あり, DOI:<http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v7n11p62>

阿萬弘行「公開情報・マスメディア報道が株式市場へ及ぼす効果についての考察」『商学論究』(関西学院大学商学研究会) 第 62 巻第 1 号, 2014, 61-79, 査読なし

[学会発表](計 5 件)

Aman, H., Kasuga, N., Moriyasu, H., "Corporate Advertisements and the Investor Attention Effect: Evidence from the Television Commercials", 日本ファイナンス学会, 2016 年 5 月 21 日~22 日, 横浜国立大学(神奈川県・横浜市)

Aman, H., Kasuga, N., Moriyasu, H., "Corporate Advertisements and the Investor Attention Effect: Evidence from the Television Commercials", *25th Australasian Finance and Banking Conference 2015*, 2015 年 12 月 16 日~18 日, Sydney, Australia

H. Aman and H. Moriyasu, "Disclosure Information, Press Coverage, and Their Influence on Market Liquidity: Evidence From Japan", *Asian-Pacific Conference on International Accounting issues*, 2015 年 11 月 1 日~4 日, Gold Coast, Australia,

阿萬弘行「情報公開と株価」, 日本応用経済学会, 2014 年 11 月 15 日~16 日, 中央大学(東京都・八王子市)

H. Aman and H. Moriyasu, "Disclosure Information, Press Coverage, and Their Influence on Market Liquidity: Evidence from Japan", *Asian Finance Association*, 2014 年 6 月 24 日~27 日, Bali, Indonesia.

[図書](計 2 件)

阿萬弘行「企業情報の伝達プロセスと株式市場」『トピックス応用経済学』日本応用経済学会監修、内田交謹ほか編, 275, 232-248, 勁草書房, 2015 年 6 月

春日教測・阿萬弘行・森保洋「メディア情報と利用者行動」, 日本民間放送連盟・研究所編『スマート化する放送』三省堂, 第 6 章, 2014 年 9 月, 253, 130-151

[産業財産権]

出願状況(計 0 件)

名称:
発明者:
権利者:
種類:
番号:
出願年月日:
国内外の別:

取得状況(計 0 件)

名称:
発明者:
権利者:
種類:
番号:
取得年月日:
国内外の別:

[その他]
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

阿萬 弘行 (AMAN, Hiroyuki)
関西学院大学・商学部・教授
研究者番号: 7 0 3 4 6 9 0 6

(2) 研究分担者

()

研究者番号:

(3) 連携研究者

()

研究者番号:

(4) 研究協力者

()