



株価レーティングの実証研究

小川, 長

(Degree)

博士 (経済学)

(Date of Degree)

2005-03-25

(Date of Publication)

2015-07-03

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲3319

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1003319>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



【 29 】

氏 名・(本 籍) 小川 長 (岡山県)

博士の専攻分野の名称 博士(経済学)

学 位 記 番 号 博い第87号

学位授与の 要 件 学位規則第5条第1項該当

学位授与の 日 付 平成17年3月25日

【 学位論文題目 】

株価レーティングの実証研究

審 査 委 員

主 査 教 授 地主 敏樹
教 授 羽森 茂之
教 授 藤田 誠一

論文内容の要旨

本論文は、日本における株価レーティングのパフォーマンスについて、その草創期から定着期にかけてのデータを用いて、実証的に分析したものである。論文は2部8章から構成されており、その内容は以下のとおりである。

第1部は、株価レーティングについて、その制度を説明し、そのパフォーマンスの基礎的なデータ分析を行い、さらに米国を中心とする先行研究のサーベイを行っている。

第1章「株価レーティングについて」は、株価レーティング制度の目的と、その仕組みを説明している。

第2章「株価レーティングの的中率」では、株価レーティングのパフォーマンスを、定義通りの基準(6ヶ月以内のベンチマークに比して、格付1=+10%以上になることがある、格付2=±10%以内に留まる、格付3=-10%以下になることがある)を満たしているか、6ヵ月後段階での株価のレベルが基準(ベンチマークに比して、10%以上、±10%以内、-10%以下)を満たしているか、及び、評価期間中の50%の期間において基準(ベンチマークに比して、10%以上、±10%以内、-10%以下)を満たしているか、という3通りの検討を行っている。その結果に基づいて、「ベンチマークに比して±10%」という通常の基準の設定に疑問を呈している。

第3章「先行研究サーベイ」では、株価レーティングについて数多くの研究がなされてきた米国のものを中心に、先行研究を吟味している。現在の諸研究の源流ともいべき戦前の研究から始めて、その後の諸研究を中心とした3つのデータソース別に分類している。初期の研究ではレーティングの有用性が確認されることが多く、効率市場仮説に矛盾する結果とも解釈されがちだったが、検証が精緻になるにつれて結果が変わってきたことが、重要な流れとして確認されている。最近のものではレーティング発表直前直後のみに株価の変動が確認されるようになっており、その後にリバーサルが生じているかどうかの一つの焦点となっている。また、格付のレベルそのものよりも、その変更に関連する情報があるという結果も多く報告されて、研究上のもう一つの焦点となっている。

第4章では、基礎的なデータ分析と先行研究のサーベイに基づいて、レーティングの定義と関連した的中率ではなく、レーティングと株価の超過収益率との連関を統計的に検証するアプローチを日本の株価レーティングに適応すべきであると、第2部の研究方向を示している。

第2部では、日本の株価レーティングについて、草創期と定着期とに期間を分けて、統計的な検証を行っている。第5章「草創期における株価レーティングの実証分析」では、大手4社のレーティングが出揃った「草創期(1996年3月~1997年6月)」をサンプル期間として、レーティングと株価超過収益率との関係を調べている。そして、この時期については、先行研究とは異なり、格付の水準そのものに6ヶ月間という長期にわたる予測力があったという結果を導いている。レーティングを行ったアナリストの所属する証券会社

別にも同じ事実を報告している。また、格付の変更は短期的には株価に反映されるものの、6ヶ月間の間にその有意性は消滅することを示している。

第6章「定着期における株価レーティングの実証分析」では、定着期(2000年1月~7月)の結果のデータを追加し、かつ、超過収益率の計算にリスクを考慮する変更を行って、レーティングと株価との関連を評価している。その結果として、第5章で得られた結果「格付水準に長期的な予測力がある」が、定着期には消滅していることが判った。草創期の結果は、リスク調整の仕方によってはやや弱くなるが、追認されることも報告されている。なお、格付の変更は短期的に株価の変動を伴うことも明らかにされた。この結果の解釈として、定着期に入ると草創期に比べてレーティング情報が投資家の行動に素早く取り入れられるようになったのではないかと、示唆している。

第7章「格付変更の影響に関する研究」では、格付変更と株価収益率との相関について、より詳細に調べている。方法としては、前の2章では格付変更のあった銘柄を変更がなかった銘柄と比較していたが、ここでは格付変更前後の株価超過収益率の変動を調べるという通常のイベントスタディーの手法を採用している。格付の変更幅別の分析や、イベント・ウィンドー内の重複格付への対応など、緻密な分析が行われた。格付の引上げ・引下げ共に、公表日の前後3日間に(対応して正負の)有意な超過収益率が発生しており、変更幅が大きい方が超過収益率の幅(絶対値)も大きくなっていることが、報告されている。

第8章「結び」では、5章から7章にかけての実証結果のまとめを行い、今後に向けた研究課題を提示している。

論文審査の結果の要旨

本論文は、株価レーティングという現実の金融市場において広く利用されているが、日本においてはアカデミックな検討・分析が少ない制度を取り上げて、丹念な分析を行っている。いくつもの新たな知見を呈示しており、このテーマに関しては、必ずリファアされる貢献となるであろうと考えられる。

本論文の貢献は次の諸点にまとめられる。

第1に、日本における株価レーティングの草創期と定着期を通して、格付の変更が短期的に有意な超過収益率をもたらしたことを、様々な手法を用いて厳密に示したことが、大きな貢献であろう。先行研究に比べて、結果の頑健性が高く評価されるべきであろう。

第2に、株価レーティングの草創期においては、格付の水準そのものが長期的な予測力をもっていたことを発見したことも、貴重なファクト・ファインディングである。アナリストの所属する証券会社別に見ても、リスク調整を行っても、基本的な結果は変化しなかったため、やはり頑健な実証結果であると言える。

第3に、株価レーティングの定着期においては、格付の水準そのものの予測力は有意性を失い、格付の変更のみが短期的に有意な超過収益率を伴うことを明確に示したことも、重要な貢献である。

本論文にいつそう望まれるのは、以下の点である。

第1に、草創期と定着期とで、実証結果が異なるようになった原因について、示唆はさ

れているが、究明は行われていない。特に草創期の結果は、効率市場仮説に対立する結果でもあって興味深いので、その原因をより深く探ることが望ましい。

第 2 に、単にレーティングと株価収益率との相関を調べるだけでなく、レーティングを行っているアナリストの行動や、レーティングに反応する投資家の行動を、検討してみることも望まれる。

第 3 に、レーティングの分布と株価収益率の分布とを、株価レーティングの基準から離れて、比較することが望まれる。上の第 2 のポイントとも関連するが、株価収益率の分布の中で、格付 1 が上位何%に対応しており格付 3 が下位何%に対応しているかそして格付 2 が中位のどれぐらいの幅に対応しているのかを、調べてみるのが有用であろう。

ただしこれらの点は、いずれも今後の研究に待つべきものであって、本論文の意義を損ねるものではない。以上を総合して、下記の審査委員は一致して、本論文の提出者が博士（経済学）の学位を授与される資格があるものと判断する。

平成 17 年 3 月 8 日

審査委員

主査 教授 地主 敏樹

副査 教授 羽森 茂之

副査 教授 藤田 誠一