



日本株式市場の効率性検証－日経225銘柄入れ替え及び株式上場変更についてのイベントスタディー

岡田, 克彦

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2006-03-25

(Date of Publication)

2008-04-22

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲3644

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1003644>

※ 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。



【 53 】

氏 名・(本 籍)	岡田 克彦	(兵庫県)
博士の専攻分野の名称	博士(経営学)	
学 位 記 番 号	博い第149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18年3月25日	

【 学位論文題目 】

日本株式市場の効率性検証－日経225銘柄入れ替え及び
株式上場変更についてのイベントスタディー

審 査 委 員

主 査	教 授	榊原	茂樹
	助教授	砂川	伸幸
	教 授	藤原	賢哉

論文内容の要旨

本論文は、日経 225 平均株価指数の構成銘柄の入れ替えと上場市場の変更というイベントニュースに対する株価反応の態様とその理由について、同種の調査が行われている米国の研究との比較分析を行った全 3 章からなる独創的な論文である。

第 1 章「株価の需要曲線はフラットか—日経 225 銘柄入れ替え時の株価動向からの考察—」は、企業のファンダメンタルズに関する情報内容を持たないと著者が考える日経 225 平均株価の構成銘柄の入れ替えというニュースに対する株価反応を分析し、次のような事実発見とその解釈を述べている。なお、超過収益率は T O P I X をベンチマークとする市場モデルを用いて計算される。

- (1) 銘柄入れ替えのニュースに対して投資家は、短期的には、指数への新たな採用銘柄にはプラスの、除外される銘柄にはマイナスの反応を示し、しかも、ニュースの影響は発表日に完全に株価に吸収されていなかった。
- (2) より長期間にわたる影響の有無を見るために、発表日の前後 30 日と前後 60 日の超過リターンを観察すると、どちらの期間をとっても、採用銘柄については 1% 水準で有意なプラスの超過リターンが、除外銘柄についてはゼロと有意に異なる超過リターンが観察されるという、非対称性が見られた。
- (3) 上の (1) と (2) で述べた超過リターンの発現象を株式の需要曲線の形状という視点から分析すると、採用銘柄は下降需要曲線を主張する不完全代替仮説と、除外銘柄は短期的下降需要曲線を主張する価格圧力仮説と、整合的である。
- (4) 超過リターンの発生は、銘柄入れ替え実施日までの指数裁定業者の採用銘柄の買いと除外銘柄の売りという需要ショックで説明でき、しかも、その需要ショックの価格へのインパクトを和らげる同等の代替証券が存在しない場合(裁定リスクが大きいほど)、超過リターンの程度は大きくなる。
- (5) 銘柄入れ替えに伴う企業の「認知度」の変化でもって上の (2) で指摘した株価反応の非対称性を説明出来るかどうかを検証するために、「影のコスト」を計量化し、超過リターンとの関係を調査したが、採用銘柄と除外銘柄のそれぞれの「影のコスト」の銘柄入れ替えに伴う変化額は、超過リターンの動きの非対称性を説明するものではなかった。

第 2 章「上場変更と株価の長期パフォーマンス」は、東京証券取引所(マザーズを除く)と店頭市場で 1989 年から 2002 年までに実施された全 691 社の上場市場変更をサンプルとして、上場市場変更後の超過リターンを長期間にわたって分析し、次のようなわが国の特徴を明らかにしている。

- (1) リファレンス・ポートフォリオのリターンとの差額として計算される超過リターンをブートストラップ法でその有意性を検定すると、統計的に有意なプラスの超過リ

ターンが長期的に観察されており、米国で発見された Post-Listing Negative Drift とは逆の現象が観察された。なお、東証 33 業種別に同様の検証作業を行なったが、特定業種の突出したプラスの超過リターンが多くの業種の Post-Listing Negative Drift を覆い隠している可能性を発見できなかった。

- (2) 1999 年 8 月の上場審査基準の緩和以前と以後に調査サンプルを分割して (1) と同様の調査を行うと、上場要件緩和以前では有意な大きいプラスの超過リターンが得られていたが、緩和以後では統計的にゼロと有意に異なるがマイナスの超過リターンが観察された。
- (3) さらに、超過リターンを計算するときのベンチマークを、業種、規模、簿価時価比率、規制緩和によって撤廃された審査基準の一株当たり利益、の 4 つの要因において同等のコントロールファームとしたときにも、ほぼ同じような結果が得られた。

第 3 章「上場変更企業における Manager's Opportunism の検証—利益調整(Earnings Management)の視点—」は、日本で米国とは逆の Post-Listing Positive Drift が発見された現象を、上場変更を企図した経営者の機会主義的な利益調整行動で説明できるかどうかを分析している。著者は、営業キャッシュフロー・修正(売上債権控除)ジョーンズモデルを使って計算した裁量的会計発生高によって上場変更前後の経営者行動を観察し、第 2 章で発見した Post-Listing Positive Drift との結びつきについて、次のような発見を行っている。

- (1) すべての上場変更企業サンプルについて、上場変更 3 年前から変更後 3 年の 7 年間のすべての年度について裁量的会計発生高はプラスであることから、また、コントロールファームのそれとの比較から、Post-Listing Positive Drift は、経営者が上場変更前だけでなく上場変更後も利益増加型の会計処理方針を採用していたことで説明できる可能性がある。ただし、この説明は、裁量的会計発生高の異常値を取り除くと、説得力が弱まる。
- (2) 上場基準緩和前と後にサンプル期間を分けると、基準緩和前に特に顕著に観察された Post-Listing Positive Drift は、上場変更企業の 7 年間のすべてにおけるプラスの裁量的会計発生高(6 年において有意)で、他方、基準緩和後の上場変更実施後に観察されるゼロの超過リターンは、実施後の裁量的会計発生高がゼロであることで説明できそうであることが、コントロールファームの裁量的会計発生高との比較で言える。
- (3) 上場変更の前年度の裁量的会計発生高を基準に上場変更企業を 5 つのグループに分類して、その後 4 年間の裁量的会計発生高の動きを追跡すると、上場前年度に利益増加型の利益調整行動を行った企業は、上場変更後も利益増加型の会計処理方針を採用し続ける傾向にあった。

論文の審査結果の要旨

本論文は、企業のファンダメンタルズに影響しないと考えるイベントニュースに関して著者が発見した超過リターンの発生に関して、その原因まで説明しようとする独創的な研究であり、以下に述べる貢献が指摘できる。

第1に、1991年9月から2004年12月までの52回の183銘柄に関する日経225平均株価指数の銘柄入れ替えのうち、倒産、合併、ベータ推定に必要なヒストリカル・データの入手不可能性などの理由によって除外された残りの、32イベント、157銘柄を分析対象として、指数銘柄入れ替えに対する株価の反応を調査した、わが国では初めての包括的な研究であり、採用銘柄と除外銘柄との間で、超過リターンの発生に非対称性が見られることを発見した功績はきわめて大きい。

第2に、株式市場の変更のニュースは、それが企業のファンダメンタルズの変化に関する情報を含んでいない限り、効率的市場では株価に影響を及ぼさない。米国の先行研究によれば、市場変更のアナウンスメントとともに一旦株価が上昇するが、変更実施日以降は、3年もの長期にわたりマイナスの超過リターンが観察されていた。この現象は Post Listing Puzzle と呼ばれている。著者は、わが国の証券市場では米国で発見された現象とは逆に、超過リターンに Post-Listing Positive Drift が生じていることを、わが国で始めて発見している。

マイクロソフトやインテルといった巨大企業がいまだに NASDAQ に留まっている米国と比べて、日本の店頭市場、東証2部市場、東証1部市場の間にはヒエラルキー構造があるといわれている。したがって、日本の企業経営者のほうがより上位の市場への上場替えの強いインセンティブを持ち、企業業績が一番良いタイミングを見計らって何とか上場変更を果たそうとする機会主義的行動を取りがちだと推測される。しかし日本では、そのような機会主義的行動を取った結果として生起すると予想される Post-Listing Negative Drift は生じていなかったことを発見した貢献は、特筆すべきである。

第3に、わが国の市場変更による超過リターンに見られる Post-Listing Positive Drift 現象を説明する一つの手懸りとして、裁量的会計発生高という概念に着目し、Post-Listing Positive Drift は経営者の利益増加型の利益調整行動で説明できる可能性があることを実証的に示したことは、決定的証拠とはいえないものの、示唆に富む貢献である。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が博士（経営学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成18年3月7日

審査委員 主査 教授 榊原茂樹
教授 藤原賢哉
助教授 砂川伸幸