

株式所有構造の変化と経営諸指標に関する実証的研究

西山 俊一（立命館大学・院生）

この 20 年余り、日本の証券市場では、金融機関や事業法人の存在感が減少する一方、外国人の存在感が上昇しており、さらに、減少傾向にあった個人の存在感が近年上昇傾向にある、といった現象が見てとれる。

本研究は、株式所有構造の変化が経営諸指標にどのような影響をもたらしているのか、といった、因果関係を主な分析目的とし、まずは帰納法によるファクト・ファインディングを目指し、その後に帰納法的な仮説検定という、2 段階で分析を行っていく。

そこで、まずプレイヤーの動向を表す代理変数として、金融機関や外国人といった株式所有比率に着目し、また、先行研究でパフォーマンスを表す代理変数としてしばしば用いられる、ROA や株式投資収益率といった経営諸指標をとりあげ、各々の指標間の関係を実証的に分析していく。その際、それら諸指標の実数データとあわせ、差分（階差）データも分析対象とする事により、以下を目指す。すなわち、実数データは先行研究でも比較的多く用いられているが、さらに、差分データを用いる事により、各変数間の因果関係を複数の視点で確認する事が可能となり、また、技術的にも「見せかけの相関」問題を考慮する事となる。特に、「見せかけの相関」に関しては、80 年代以降、計量経済学の世界で時系列分析を行う際、「単位根検定」の問題が注目を集めてきたが、近年は、Levin-Lin (LL) 検定に代表されるように、パネルデータ分析においても関心を集めている。つまり、一般的に、単位根を持つ変数どうしの推計では、「見せかけの相関」が発生している可能性があるが、その代表的な対処法が階差をとる、すなわち、差分データを用いる事とされる。

なお、一般に想定される投資家の視点で経営諸指標を見た場合、最終的には証券投資に対する収益率が注目されるが、それは投資意思決定の事後の話であり、事前には不確定である。よって、事前に確認できる経営諸指標により、事後の投資収益率を予測する事となるが、時代や株式所有主体により、各指標間の関係に相違があるのか、関心がもたれる。

分析手法としては、相関係数の有意性検定や回帰分析を用いるが、近年、人文・社会科学の応用分野で注目を集めている、共分散構造分析も併せて検討したい。

最後に、時代とともに、現実の株式所有構造が変化し、また、学術分野や経営指標において注目を集める分野・対象が変化する。一般的に株式所有主体間には、意思決定の際、情報や情報処理コスト等に関する非対称性が存在する。例えば、他主体と比較し、一般的に情報劣位に存在すると思われる個人投資家の動向を時系列に分析する事は、仮に、今後「間接金融から直接金融へ」という風潮が強くなった場合、有意義な事であろうと考える。