

企業情報が市場流動性に与える効果に関する実証分析

阿萬弘行氏（関西学院大学）・森保洋氏（長崎大学）

株価の効率的な形成において、取引コストの低減は重要であり、一般的に、市場流動性はその大きな部分を占めると認識されている。本稿では、市場流動性に対して、ビッド・アスクスプレッドを代表的な指標として用いている。スプレッドがどのような要因によって拡大・縮小するかは、過去に多くの先行研究によって理論分析がなされており、その中核的なモデルは主に、情報非対称性に起因する逆選択リスクを提示している。そこでは、流動性を需要する投資家には、企業の本源的価値についてよく知っている情報トレーダー、知識に乏しい非情報トレーダーが存在する。両者の識別が困難であるとき、流動性供給側のトレーダーは逆選択リスクを補うために、均衡価格とは乖離したビッドとアスク価格でオーダーし、そのギャップがスプレッドに反映される。

この情報構造を考慮すると、株式市場への新たな情報流入は、二つの相反する潜在的な効果を流動性に対して持つと予想される。第一に、「情報非対称緩和仮説」のもとでは、追加的な情報が情報劣位にあるトレーダーの知識水準を高め、情報格差を解消し、ひいては、流動性向上に貢献する (Glosten and Milgrom, 1985)。第二に、「情報非対称性増幅仮説」のもとでは、追加的な情報の本源的価値への効果について不確実性が高い場合、情報がむしろ情報トレーダーの優位性を高めることで、情報格差の拡大および流動性の減少につながる (Kim and Verrechia, 1994)。海外の先行研究では、利益情報公表の市場流動性への効果を分析したものが数多くなされている (Krinsky and Lee, 1996)。

本稿では、企業情報に焦点を当て、株式市場への情報流入が流動性に与える影響について、ディスクロージャー情報とマスメディア報道を用いて検証する。決算などの開示による利益情報は、多くの投資家にとって最も重要な情報源であることは広く認知されている。他方で、現実の情報伝達経路では、直接的に投資家が決算情報を得るだけでなく、新聞報道などのマスメディアを通じた経路もまた存在する。マスメディア報道は、情報普及の範囲を拡大する点だけでなく、ディスクロージャー情報への追加的な分析あるいは調査報道を通じて、独自の情報伝達機能をもつかもかもしれない。本稿では、相異なる情報経路をカバーした分析によって、両者の情報非対称性ひいては市場流動性への効果の相違点・相乗効果について明らかにしていく。

具体的には、東証一部上場企業サンプルの日次データによるパネルデータ分析を行う。市場流動性には、日々のスプレッドの平均値、および、補完的に、デプス指標を用いる。ディスクロージャー情報には、東証 TDnet を通じた開示情報を用いる。マスメディア報道には、日本経済新聞の記事数量を用いる。情報トレーダーを機関投資家、非情報トレーダーを個人投資家と想定し、情報対称性効果を明示的に取り扱うために、企業群を、個人投資家の影響度が高いグループと低いグループに分割した分析も行う。