

外国人投資家の社会規範が日本の株式市場に与える影響

永田成吾

(関西学院大学大学院)

要旨

本稿の目的は、外国人投資家の社会規範が日本の株式市場に与える影響を明らかにすることである。アルコール・ギャンブル・たばこに関係する企業の株式（罪ある株）の外国人投資家持株比率並びに株式リターンを分析することによって、外国人投資家の罪ある株を敬遠する投資行動が、日本の株式市場に影響を与えているかを検証している。

社会規範が株式市場に与える影響を検証した代表的な先行研究として、Hong and Kacperczyk (2009) は、社会規範が米国の株式市場に与える影響を検証しており、検証結果として、アルコール・ギャンブル・たばこに関係する企業の株式（罪ある株）ほど機関投資家持株比率が低いことを発見し、社会規範に従う機関投資家は、罪ある株への投資を敬遠していることを示唆している。また、Merton (1987) によれば、投資対象から除外される株式ほど期待リターンが理論的に高まるため、機関投資家に敬遠されている罪ある株ほど期待リターンが高く、実現リターンも高いと予想し、仮説と整合的に罪ある株ほど株式リターンが高いことを発見している。

Hong and Kacperczyk (2009) や、Durand et al. (2013)、Fauver and McDonald IV (2014) などの先行研究は、各国の社会規範がその国の罪ある株に影響を与えているかを検証している。過去 30 年間に於いて、日本の株式市場における外国人投資家持株比率は大幅に上昇している。またその構成比率は、欧米の機関投資家が中心であると考えられる。このことから、各国の社会規範がその国の罪ある株に影響を及ぼすだけでなく、先行研究で示されている、欧米の機関投資家を中心とする外国人投資家の従う罪ある株を敬遠する社会規範が (Hong and Kacperczyk, 2009; Fauver and McDonald IV, 2014)、日本の株式市場に影響を与えている可能性が考えられる。

被説明変数を外国人投資家持株比率、説明変数を罪ある株で 1 となるダミー変数とした回帰分析を行った結果、罪ある株ほど外国人投資家持株比率が低いことが明らかになった。このことは、社会規範に従う外国人投資家は、日本の株式市場において罪ある株を敬遠していることを示唆している。

被説明変数を株式リターン、説明変数を罪ある株で 1 となるダミー変数とした回帰分析を行った結果、罪ある株のリターンは他の企業と有意な差がないことが明らかになった。このことは、外国人投資家が罪ある株を敬遠することによる株式リターンへの影響は限定的であることを示唆している。追加検証として、被説明変数を株式リターン、説明変数を罪ある株で 1 となるダミー変数と、外国人投資家が日本の上場企業の時価総額の内、ネット（純額）で買い付けた、もしくは売り付けた比率の交差項とした回帰分析を行った結果、交差項の係数の推定値はマイナスで統計的に有意であった。このことは、罪ある株は社会規範に従う外国人投資家の投資対象となりにくいため、外国人投資家の買い（売り）が増加する際に、他の企業と比べて買われず（売られず）、株価が上昇（下落）しにくいことを示唆している。