

『証券経済学会年報』第 50 号別冊
第 84 回秋季全国大会
学会報告論文

機関投資家の株式所有構造，保有期間と情報取得のルート
—中国の上場企業に関する実証研究—

Institutional Ownership, Investors' Horizons and Information Channel
—An Evidence from China's Capital Market

機関投資家の株式所有構造，保有期間と情報取得のルート

— 中国の上場企業に関する実証研究 —

汪 志 平

札幌大学経営・会計学系

1. はじめに

「市場化を堅持し，情報開示を中心とする」ことが，中国資本市場改革のメインテーマである。監督当局は充分かつタイムリーな情報開示を通じて情報の非対称性を減らし，その結果，各種の情報が株価に十分に反映され，最適な資源配置を実現されることを期待している。ところが，現実はこの程度遠く，投資者のタイプおよび情報の環境は，情報の効率に影響している。

既存の主流文献における共通認識としては，個人投資家に比較して，機関投資家が投資規模のみならず，情報収集および分析能力などの面においても絶大な優位性を持っているので，機関投資家は洗練された投資家（sophisticated investors）と消息通の投資家（informed investors）であり，情報開示が良好な企業に対して選好を持ち，割安株に投資をするバリュー型投資を行っている（Bartov, Radhakrishnan and Krinsky[2000]；高敬忠・周曉蘇[2011]）。これらの認識は過去10数年間にわたって，中国の資本市場管理部門が様々な政策を打ち出し，機関投資家を迅速に育成しようとしてきた理由でもある。

既存の文献によると，機関投資家は銘柄選定の際に，企業の情報媒体と情報開示の品質を重視する。すなわち，情報開示と情報媒体（アナリスト・レポート等）はともに，企業と機関投資家との間の情報非対称性を減らす有効なメカニズムである（Barth and McNichols[2001]；徐欣・唐清泉[2010]；唐松蓮・胡奕明[2011]；楊海燕・韋徳[2012]）。しかし，既存の研究は主に情報非対称性を減らすメカニズムに集中してきた。たとえば，企業の情報開示の品質と情報媒体は機関投資家の銘柄選定行動に影響するか否か，また如何に影響するのか，ということに関心を持ってきた（Lundholm[1988]；Diamond and Verrecchia[1991]；Kim and Verrecchia[1994]；陳小林・王玉涛・陳運森[2008]；張敏・馮虹茜・張雯[2011]；黄文徳・榮莉[2013]；陳小林・孔東民[2011]）。

しかし，企業の情報開示と情報媒体の機関投資家の銘柄選定への影響には，補完効果と代替効果が存在するのか，そして，補完と代替の効果は機関投資家のタイプによって異なるのかに関してはほとんど研究が見られなかった。

そこで，本稿は2003～2012年の中国A株上場企業をサンプルとし，異なるタイプの機関投資家が銘柄選定の際に情報取得の経路が異なるのかについて実証研究した。推計結果は，次の点を示している。

①ノンファンドに比較して，ファンドが銘柄選定の際に，企業の情報開示の品質向上は情報媒体に対する関心を低下させ，情報開示と情報媒体との間に代替性が存在する。

②短期型ファンドに比較して，長期型ファンドが銘柄選定の際に，企業の情報開示の品質向上は監査品質に対する関心を低下させ，情報開示と監査品質との間に代替性が存在する。

本研究の貢献は以下の2点である。第1に，機関投資家の銘柄選定に対する情報環境の影響を体系的に研究した。既存の文献は情報開示の品質と情報媒体の影響を孤立に取り上げ，両者の間の相互作用が機関投資家銘柄選定への影響を見逃してきた。第2に，情報環境の研究に当たって，機関投資家のタイプを細分した。株式の保有構造に基づいて，機関投資家をファンドとノンファンドに分け，また保有期間に基づいて，長期型ファンドと短期型ファンドに区分したため，機関投資家の異質性の研究を深めた。

以下，本稿は次のように構成される。第2節では既存の理論分析を概観し，研究仮説を提出する。第3節では研究設計を説明する。第4節は実証分析を行う。第5節は敏感性を検討する。最後は結論である。

2 理論分析と研究仮説

機関投資家とは広義的に，自己資金または分散した公衆から集めてきた資金をもって，専門的に有価証券の投

資活動を行う法人機関である。

過去 10 数年間に於いて、「機関投資家を超高速に発展させる（超常規発展機構投資者）」戦略の下で、中国の資本市場における機関投資家は迅速に成長してきた。資産運用の規制緩和につれて、証券会社、証券投資ファンド、保険会社、社会保障基金、QFII 等は相次いで証券市場に参入し、機関投資家の主体となっている。

万徳（WIND）データベースからは、以下のようなマクロレベルにおける中国の機関投資家の特徴と実態を示す。第 1 に、流通株に占める機関投資家の保有比率は 2003 年の 10.96% から、2011 年の 43.98% まで上昇し、平均持株比率は 30.50% に達している。第 2 に、法人の株式保有の増加により、全ての機関投資家の持分に占めるファンドの比率は次第に低下し、平均 36.75% となっている。第 3 に、ノンファンドの機関投資家の持分は主に法人保有株である。

以上の実態から、機関投資家の持株構造と株式保有期間に基づいて機関投資家を分類した上で、異なるタイプの機関投資家が銘柄選定の意思決定をする際に、情報取得経路の違いを研究することができる。

2.1 情報開示の品質、情報媒体と機関投資家の株式保有構造

情報経済学によれば、資本市場に情報の非対称性が存在すれば、情報優位の一方が自分の持っている情報を他人に伝達するメカニズムを模索しようとする圧力が生ずる。このメカニズムとしては、企業の情報開示でもよいし、情報媒体でもよい。

企業の情報開示によって提供されるのは公共情報（public information）であり、その取得はゼロ・コストに近い。他方、情報媒体（例えば、監査法人、アナリスト等）は一定の私的情報（private information）を提供するが、その取得にはコストがかかる。

企業の情報開示と情報媒体との関係に関して、現在 2 つの見方がある。1 つは、二者の間に代替関係が存在する。すなわち、企業の情報開示の品質が高くなれば、情報媒体の役割は小さくなる（Lee, Mucklow and Ready[1994]; Barron, Byard and Kim[2002]）。もう 1 つは、二者の間に補完関係が存在する。すなわち、企業の情報開示の品質が高くなれば、投資家の情報媒体利用は減少しないばかりか、一部の投資家が私的情報を捜索するモチベーションを刺激するようになる（Bushee[2001]; 陳関亭・蘭凌[2004]; 潘紅波・夏新平・余明桂[2008]）。

次に、株式の保有構造により、機関投資家をファンド

（基金）とノンファンド（非基金）に区分できる。制度の規定上、ファンドは典型的な信託契約関係であり、委託—代理の問題が存在する。特にオープンエンド型のファンドは市場化の運営モデルを採用し、ファンドの純価値を毎日公表し、四半期毎に運用業績のランキングを行っているため、ファンドの投資家は業績の変化に大きな関心を持ち、ファンド・マネジャーの報酬もそれに左右される。それゆえ、情報開示の品質が高い企業に対して、ファンド・マネジャーは「デモ効果」と「群集行動」により、情報媒体など他の情報取得を減少する。

他方、法人持株を主体となすノンファンドは、主に自己資金で投資しているため、より長期的な視点から、銘柄を選択できる。また、株式保有の目的は短期収益あるいは流通市場での売買差益に限らず、多くの場合には、企業の長期戦略に基づいた行為である。言い換えれば、投資収益率に加えて、何らかの私的便益（private benefit）を動機に投資し、対象企業の成長力および長期的な価値上昇の潜在力を重視しているため、情報開示の品質をそれほど重視しないはずであろう。

さらに、企業の情報開示の品質が向上すれば、投資家と企業の間の情報非対称性が減少する。同時に、公的情報の増加に伴い、企業全体の私的情報が減少し、機関投資家の個人投資家に対する情報優位性も小さくなる。その結果、ファンドが情報分析による超額収益を獲得する可能性が小さくなり、ファンドが銘柄選定の際に情報媒体に対する関心度が下がる。そのゆえに、ここで仮説 1 を提出する。

仮説 1：ノンファンドに比べ、ファンドの銘柄選択において、企業の情報開示と情報媒体の間に代替性が存在する。すなわち、情報開示の品質が高ければ、ファンドの情報媒体に対する関心度が低下する。

2.2 情報開示の品質、情報媒体と機関投資家の株式保有期間

中国の証券投資ファンドは、その投資スタイルに大きな違いが指摘されている。中国の証券行政機関である証監会は、投資対象の構成比率の違いに基づいて、ファンドを株式型、債券型、貨幣型、混合型の 4 つに分けている。しかし、中国の研究者は、一部のファンドが業績ランキングの圧力に屈して、投資スタイルの変化を見出している。また、既存の研究によると、短期型と準指数型の機関投資家は、情報開示の品質の高い企業の株式保有を増加するが、専念型機関投資家は情報開示の品質水準およびその変化に対して共に敏感ではない（Bushee[2000]）。

主な原因としては、短期型機関投資家は、相対的に高い売買回転率と投資分散度を持ち、短期的な投資を行い、投資の目的は主として短期の売買差益を獲得することである。短期型機関投資家は長期的な資本プレミアムおよび株式配当に対してほとんど関心を持っていないため、企業の情報開示の品質を重視する。短期型ファンドは私的情報を求める動機が弱く、銘柄選択は主に各企業の公開情報に基づいて行われる。

その理由としては、第1に、短期型ファンドの利益追求傾向が強く、特定の経路を通じて私的情報を取得するための時間・精力と機会は極めて少ない。第2に、短期型ファンドは私的情報を獲得することは、コスト・ベネフィットの原則に合わないため、私的情報は短期型ファンドにとって最適な情報経路ではなからう。

これに対して、長期型機関投資家は相対的に高い株式保有比率と低い回転率を持ち、投資ポートフォリオ企業の私的情報を取得しやすいし、それを取得する動機もあるので、企業の情報開示品質の重要性は長期型機関投資家にとって低下してしまう。企業の情報開示の品質が上がれば、長期型ファンドが銘柄選定の際に情報媒体への注目度が顕著に低下していくであろう。以上の議論に基づいて、次の仮説2を提出する。

仮説2: 短期型ファンドに比べて、長期型ファンドが銘柄選択の際に、企業の情報開示と情報媒体の間に代替性が存在する。すなわち、情報開示の品質が高い企業であれば、長期型ファンドが銘柄選択の際に情報媒体に対する注目度が低くなる。

3 研究の設計

3.1 データ・ソースとサンプルの選択

本研究は2003～2012年に上海・深圳両市場のA株上場企業をサンプルとするが、金融業、非正常な取引状態（PT/ST）にある企業、財務データが不完全な企業、機関投資家の株式保有がない企業を除いた。その結果、合計12589のサンプル数を得た。さらに、winsorize方法を使って、連続変数の最大と最小の1%に対して処理を行った。ファンド保有のサンプルは10523個、ノンファンド保有のサンプル数は12589個となる。そしてファンド保有のサンプルの中に、短期型ファンド保有のサンプルは6438個、長期型ファンド保有のサンプルは9058個となっている。

機関投資家の四半期毎の株式保有データはWINDデータベースからとっている。安定性測定の際に使った「情

報開示評価」のデータは、深圳取引所のウェブサイトのデータを利用した。統計ソフトはStata12.0を使った。

3.2 変数の定義

本研究に使った主な変数は表1にまとめられており、以下のように定義する。

機関投資家の銘柄選択の状況。株式保有の構造により、機関投資家をファンドとノンファンドに分け、それぞれをFUNDとIFUNDでそれぞれの年度末の株式保有比率を表す。また、機関投資家の株式保有の四半期データを使い、ある上場企業の株式保有期間が1年を超えた否かにより、ファンドを長期型ファンドと短期型ファンドに分け、LFUNDとSFUNDでそれぞれの年度末の株式保有比率を表す。

ちなみに、ここで1年を基準とした根拠は、Cella et al (2010)が機関投資家の持株機関が1年を超えるかによって、長期型と短期型機関投資家を分けていたこと；もう1つは中国のファンドに関する情報開示制度において、ファンドは半年報と年報でのみ全ての証券保有明細を公表することにある。同時に、私たちは実証研究の際に、1年、2年そして3年の保有期間を基準にして、長期ファンドと短期ファンドを分けても、得た結論に変化がなかった。

情報開示の品質。企業の情報開示の品質を測るには、一般的に2つの方法がある。1つは自分で測定指標を構築することであり、もう1つは権威のある部門による企業の情報開示の評価を直接に採用することである。本研究は修正したJonesモデルによって推定された利益操縦の逆数AEMをもって情報開示の品質を測る。AEMの値が大きいくほど、当該企業の利益操縦の度合いが小さく、情報開示の品質が高い。

ちなみに、上場企業の利益操縦（Earnings Management）の度合いを計測する修正Jonesモデルは、まず操縦不可能な部分を算出し、この部分を差し引けば、操縦可能な値を得る。この値は利益操縦の程度を表す。計算モデルは以下の通りである（Jones[1991]；袁知柱等[2014]）。

まず、式(1)を使って、年度と業種ごとにクロスセクション・データを用いて最小二乗回帰法(OLS regression)で α_1 、 α_2 、 α_3 の推計値 $\hat{\alpha}_1$ 、 $\hat{\alpha}_2$ 、 $\hat{\alpha}_3$ を得る。

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} \Delta REV_{i,t} + \alpha_3 \frac{1}{A_{i,t-1}} PPE_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

ここで、 $TA_{i,t}$ は企業iの第t期の営業利益、 $\Delta REV_{i,t}$ は

第 t 期と $(t-1)$ 期の主営業収入の変化額、 $PPE_{i,t}$ は第 i 期末の固定資産簿価、 $A_{i,t-1}$ は企業 i の第 $(t-1)$ 期末の総資産である。次には、推計値 $\hat{\alpha}_1$ 、 $\hat{\alpha}_2$ 、 $\hat{\alpha}_3$ を式 (2) に代入して、総資産調整後の正常利益推計値 $NDA_{i,t}$ を得る。

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{\hat{\alpha}_1}{A_{i,t-1}} + \frac{\hat{\alpha}_2}{A_{i,t-1}} \Delta REV_{i,t} + \frac{\hat{\alpha}_3}{A_{i,t-1}} PPE_{i,t} \quad (2)$$

そして、企業 i の第 t 期の操縦利益 $EM_{i,t}$ は次のように計算される。

$$EM_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3)$$

EM は会計利益の操縦度合いを表す。その値が小さいほど、利益操縦の度合いが低い。逆に EM の値が大きいほど、その逆数である $AEM=1/EM$ の値が小さくなり、利益操縦の度合いが高く、開示情報の品質が低いことを意味する。

情報媒体の品質。会計事務所の規模 (BIG) で測る。規模の大きい事務所は実力が強く、監査失敗の機会コストも大きいため、その監査の品質がより高いと考える。コントロール変数。海外の研究によると、企業の規模、株式の所有構造、利益性、安定性と成長性はすべて機関投資

家の株式保有に影響を与える。そこで、本研究モデルには、以下のようなコントロール変数を導入した。

①企業の規模 (LNTA)。企業の規模が大きいほど、利益性と安定性が高く、機関投資家が選好する。予想符号は正である。

②資産負債比率 (LEV)。一般的に、負債比率が高ければ、企業のリスクが高くなるので、機関投資家の持株は減少する。

③総資産収益率 (ROA)。この指標は企業の営利能力を表す。高ければ高いほど、機関投資家が惹きつけられる。

④営業収入成長率 (GROW)。成長性が高ければ、機関投資家の保有意向が強くなる。

⑤筆頭株主の持株比率 (TOP)。この比率が高い企業のほとんどは国有企業であり、その政治関連優位性は企業に保護のメカニズムをもたらし、機関投資家を惹きつける要素となる。

他方、筆頭株主の保有比率が高すぎると、大株主と中小株主との間の衝突が生ずるリスクも増大するので、機関投資家はそのような企業を避ける傾向がある。それゆえ、予測符号は定かでない。

表 1 主要変数の定義および説明

類別	変数の記号	変数の名称	変数の計算
従属変数	<i>FUND</i>	ファンドの持株	ファンドの年末保有株数と会社の発行済み株式総数の比率
	<i>IFUND</i>	ノンファンドの持株	ノンファンドの年末保有株数と会社の発行済み株式総数の比率
	<i>LFUND</i>	長期型ファンドの持株	ある企業の株式を 1 年以上保有するファンドの持株比率の合計
	<i>SFUND</i>	短期型ファンドの持株	ある企業の株式を 1 年未満保有するファンドの持株比率の合計
独立変数	<i>AEM</i>	情報開示の品質	修正 Jones モデルで計算して得た利益操縦度合いの逆数
	<i>BIG</i>	情報媒体の品質	ダミー変数、四大会計事務所は 1, その他は 0
コントロール変数	<i>LNTA</i>	企業の規模	総資産額の対数
	<i>LEV</i>	資産負債比率	報告期の総負債と総資産の比率
	<i>ROA</i>	総資産収益率	報告期の純利益と総資産の比率
	<i>GROW</i>	営業収入の成長率	報告期と前年の営業収入の差額が前年営業収入の比率
	<i>TOP</i>	筆頭株主の持株比率	筆頭株主の持株数と流通株総数の比率
	<i>YEAR</i>	年度ダミー変数	2003~2012 年, 9 個のダミー変数
	<i>IND</i>	業種ダミー変数	証監会の業種分類 (金融業を除く), 19 個のダミー変数

3.3 モデルの構築

仮説 1 と仮説 2 を検証するため、以下のモデルを構築する。

$$IV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AEM_{i,t} + \beta_2 BIG_{i,t} + \beta_3 AEM_{i,t} * BIG_{i,t} + \beta_4 LNTA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 GROW_{i,t} + \beta_8 TOP_{i,t} + YEAR + IND + \varepsilon$$

仮説 1 を検証する際に、 $IV_{i,t}$ は $FUND_{i,t}$ と $IFUND_{i,t}$ を表す。仮説 1 が成立すれば、従属変数がそれぞれ $FUND_{i,t}$ と $IFUND_{i,t}$ の回帰において、交互作用項 (交差項: interaction term) である $AEM * BIG$ の有意性は差異を呈するはずである。

また、仮説 2 を検証する際に、 IV_{it} は $LFUND_{it}$ と $SFUND_{it}$ を表す。仮説 2 が成立すれば、交互作用項である $AEM*BIG$ の有意性は差異を呈するはずである。

4 実証研究の結果

4.1 記述統計

主要変数の記述統計の結果は表 2 に示されている。 $FUND$ の平均値 10.08% は $IFUND$ の平均値 18.39% より小さい。考えられる理由は 2 つある。1 つは、中国のファンドはリスク分散のため、多様性の高い投資ポートフォリオを組み込む傾向がある；もう 1 つは、ノンファンドの中に、法人持株が大きなウェートを占めている。

次に、 $LFUND$ の比率が $SFUND$ の比率より高い。 $LFUND$ の株式保有比率の平均値は $SFUND$ の約 2 倍になっており、すなわち、中国のファンドが保有している株式のうち、3 分の 2 の株式保有期間は 1 年以上である。

そして、 BIG の平均値が小さいことは、中国の上場企業において、国際的に著名な四大会計事務所を利用する企業が少なくを示している。高品質の監査に対するニーズが低いことに関して、2 つの視点から解釈できる。1 つは、中国の上場企業は政府から多くの規制を受けて、関係する財務指標を達成するために、低い品質の監査を利用する傾向がある（潘紅波・夏新平・余明桂[2008]）。

もう 1 つは、中国の上場企業において、株式所有の集中度が高く、支配株主と経営者との間に情報の非対称性

が小さいので、監査の品質に対する要求が低い。

AEM の平均値がゼロに近いことは、中国の上場企業は全体として、利益を高く操縦する傾向があり、情報開示の品質が高くないことを表す。その他のコントロール変数の平均値として、 LEV が 45.74%、 ROA が 4.53%、 $GROW$ が 15.71% となっている。

4.2 相関性の分析

表 3 は主要変数間の Pearson 相関分析の結果である。ここでは $FUND$ 、 $IFUND$ 、 $LFUND$ 、 $SFUND$ と AEM および BIG の相関性に差異があることに注目したい。

第 1 に、 $FUND$ と AEM は有意に負の相関であり、そして $IFUND$ と AEM は有意に正の相関となっている。他方、 $LFUND$ と AEM は正の相関であるが有意でない。 $SFUND$ と AEM は有意に負の相関である。これらの結果は、機関投資家の持株構造と期間が、企業の公開情報の解釈に影響を与えることを示している。

第 2 に、 $FUND$ 、 $IFUND$ 、 $LFUND$ はいずれも BIG の間に有意に正の相関を示しているが、 $SFUND$ だけが BIG との間に有意に負の相関を示し、短期型ファンドは四大会計事務所以外の会計事務所によって監査される会社の株式を保有する傾向が強いことを表している。

BIG と AEM の間に有意に正の相関を示し、四大会計事務所の監査対象企業が高品質の情報開示を行っていることを示唆する。

表 2 主要変数の描写的統計数値

変数	標本数	平均値	中間値	最大値	最小値	分散
<i>FUND</i>	10523	10.08	3.44	60.97	0	14.09
<i>IFUND</i>	12589	18.39	9.38	76.37	0	20.56
<i>LFUND</i>	9094	6.95	1.94	52.21	0	10.8
<i>SFUND</i>	6468	3.14	1.57	19.51	0	3.97
<i>AEM</i>	13235	0.001	-0.001	0.21	-0.26	0.08
<i>BIG</i>	13235	0.06	0	1	0	0.23
<i>LNTA</i>	13235	21.52	21.37	25.18	18.99	1.15
<i>LEV</i>	13235	45.74	47.28	87.84	4.74	20.29
<i>ROA</i>	13235	4.53	4.05	26.94	-17.35	6.05
<i>GROW</i>	13235	15.71	14.54	86.01	-53.3	25.63
<i>TOP</i>	13235	37.83	35.98	75.62	9.09	15.69

表3 主要変数間の Pearson 相関分析の結果

	<i>FUND</i>	<i>IFUND</i>	<i>LFUND</i>	<i>SFUND</i>	<i>AEM</i>	<i>BIG</i>	<i>LNTA</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>GROW</i>
<i>IFUND</i>	-0.08***	1								
<i>LFUND</i>	0.92***	-0.07***	1							
<i>SFUND</i>	0.50***	-0.29***	0.24***	1						
<i>AEM</i>	-0.20*	0.07***	0.02	-0.07***	1					
<i>BIG</i>	0.10***	0.10***	0.11***	-0.04***	0.04***	1				
<i>LNTA</i>	0.18***	0.30***	0.19***	-0.15***	-0.00	0.38***	1			
<i>LEV</i>	-0.06***	0.14***	-0.02	-0.10***	0.06***	0.06***	0.37***	1		
<i>ROA</i>	0.42***	0.05***	0.39***	0.16***	-0.06***	0.05***	0.04***	-0.42***	1	
<i>GROW</i>	0.22***	-0.05***	0.19***	0.11***	-0.08***	0.01	0.08***	0	0.32***	1
<i>TOP1</i>	0.013	0.08***	0.02**	-0.00	-0.01	0.11***	0.20***	0.02*	0.1***	0.07***

(注) ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

表4 企業の情報開示の品質、情報媒体とファンドおよびノンファンドの株式保有

	Panel A : <i>FUND</i>			Panel B : <i>IFUND</i>		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>BIG</i>	0.01 (1.24)		0.01 (1.41)	0.03*** (4.17)		0.03*** (3.26)
<i>AEM</i>		0.01 (1.09)	0.01 (0.95)		0.06*** (8.66)	0.06*** (8.69)
<i>BIG*AEM</i>			-0.01 (-1.51)			0.02*** (2.84)
<i>LNTA</i>	0.22*** (18.82)	0.23*** (20.89)	0.22*** (18.82)	0.10*** (10.16)	0.11*** (12.68)	0.10*** (10.41)
<i>ROA</i>	0.40*** (35.93)	0.40*** (35.93)	0.40*** (35.97)	0.02** (2.14)	0.02** (2.22)	0.02** (2.20)
<i>LEV</i>	0.00 (0.02)	-0.00 (-0.18)	-0.00 (-0.01)	0.19*** (20.23)	0.19*** (19.50)	0.19*** (19.77)
<i>GROW</i>	0.10*** (10.56)	0.10*** (10.59)	0.10*** (10.55)	-0.05*** (-6.20)	-0.05*** (-5.72)	-0.04*** (-5.56)
<i>TOP</i>	-0.05*** (-5.53)	-0.05*** (-5.52)	-0.05*** (-5.50)	0.10*** (13.40)	0.10*** (13.48)	0.10*** (13.44)
<i>N</i>	10523	10523	10523	12589	12589	12589
<i>Adj-R²</i>	0.28	0.28	0.28	0.37	0.37	0.37
<i>F</i>	119.48	119.46	112.95	218.07	220.76	209.45

(注) () 内はt値。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

4.3 回帰分析の結果

(1) 企業の情報開示の品質、情報媒体と機関投資家の保有構造

表4のPanel AとPanel Bは、それぞれ企業の情報開示の品質、情報媒体とファンドおよびノンファンドの株式保有比率についての回帰分析の結果である。

まず、Panel Aの回帰の(1)と(2)において、企業の特徴・年度・業種をコントロールした後、FUNDとAEMおよびBIGの相関は顕著ではない。この結果は、中国のファンドが銘柄選択の際に、情報開示の品質を重視していないことを意味する。

回帰(3)は交差項BIG*AEMを加えたので、企業の情報開示の品質と情報媒体が、ファンドの銘柄選択への交互作用に対する検証となる。交差項BIG*AEMは負の相関であるが、有意性が低い。この結果は、情報媒体の品質が高ければ(=四大事務所による監査)、ファンドが銘柄選択の際に、情報開示の品質に対する重視度はある程度低下することになる。すなわち、両者の間にある程度の

代替性が存在する。

次に、Panel Bの回帰(1)と(2)において、IFUNDとAEMおよびBIGは有意に正の相関であり、この結果は、ノンファンドが銘柄選定の際に、企業の情報開示の品質と情報媒体を重視することを示す。

回帰(3)はBIG*AEMを加えたので、企業の情報開示の品質と情報媒体の品質が、ノンファンドの銘柄選択への交互作用を検証する。交差項BIG*AEMは有意に正の相関であり、情報媒体の品質が高ければ(=四大事務所による監査)、ノンファンドが銘柄選択の際に、情報開示の品質をいっそう重視するようになる。すなわち、両者の間に強い補完効果が存在する。

(2) 企業の情報開示の品質、情報媒体と機関投資家の株式保有期間

表5のPanel AおよびPanel Bは、それぞれ企業の情報開示の品質、情報媒体と長期型ファンドおよび短期型ファンドの株式保有比率の回帰分析の結果を示している。

表5 情報開示の品質、情報媒体と長期型および短期型ファンドの銘柄選定

	Panel A : <i>LFUND</i>			Panel B : <i>SFUND</i>		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
<i>BIG</i>	0.01 (1.36)		0.01 (1.42)	-0.01 (-0.67)		-0.01 (-0.59)
<i>AEM</i>		0.04*** (4.12)	0.04*** (4.01)		-0.05*** (-4.28)	-0.05*** (-4.25)
<i>BIG*AEM</i>			-0.02* (-1.71)			0.01 (0.77)
<i>LNTA</i>	0.23*** (17.89)	0.23*** (19.96)	0.23*** (17.92)	-0.07*** (-4.12)	-0.07*** (-4.74)	-0.07*** (-4.13)
<i>ROA</i>	0.37*** (31.96)	0.38*** (32.02)	0.38*** (32.07)	0.12*** (7.49)	0.12*** (7.55)	0.12*** (7.52)
<i>LEV</i>	0.02* (1.77)	0.02 (1.48)	0.02 (1.64)	-0.04** (-2.47)	-0.04** (-2.18)	-0.04** (-2.23)
<i>GROW</i>	0.08*** (7.49)	0.08*** (7.69)	0.08*** (7.64)	0.09*** (6.44)	0.08*** (6.06)	0.08*** (6.08)
<i>TOP</i>	-0.05*** (-5.12)	-0.05*** (-5.09)	-0.05*** (-5.06)	0.01 (0.99)	0.01 (0.95)	0.01 (0.94)
<i>N</i>	9094	9094	9094	6468	6468	6468
<i>Adj-R²</i>	0.29	0.29	0.29	0.13	0.13	0.13
<i>F</i>	110.99	111.62	105.56	29.39	29.99	28.34

(注) () 内はt値。***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

Panel A の回帰 (1) と (2) において、企業の特徴・年度・業種をコントロールした後、LFUND と AEM および BIG は有意に正の相関となっている。ただし、BIG との正の相関の有意性があまり高くない。つまり、中国の長期型ファンドが銘柄選択する際に、利益開示情報の品質を非常に重視するのみならず、監査情報の品質もある程度注目する。

回帰 (3) において、BIG*AEM を加えたので、企業の情報開示の品質と情報媒体 (監査情報) が長期型ファンドの銘柄選択への交互作用に対して検証を行う。LFUND と BIG*AEM は有意に負の相関となっているので、長期型ファンドが銘柄選択に当たって、情報媒体の品質が高ければ (= 四大事務所による監査)、情報開示の品質に対する関心度が低下する。すなわち、二者の間に代替性が存在する。

Panel B の回帰 (1) と (2) において、企業の特徴・年度・業種をコントロールした後、SFUND と AEM は有意に負の相関となるが、BIG との負の相関は有意でない。つまり、中国の短期型ファンドが銘柄選択するに当たって、情報開示の品質の低い (= 利益操縦度合いの高い) 銘柄を選好するが、監査情報の品質に関心がない。

回帰 (3) において、BIG*AEM を加えたので、企業の情報開示の品質と情報媒体が短期型ファンドの銘柄選択への交互作用に対して検証を行う。SFUND と BIG*AEM の正の相関は有意ではないので、監査情報の品質を向上しても、短期型ファンドが銘柄選択に当たって、情報開示の品質に対する重視度はほとんど変わらないであろう。

以上の実証結果を総合すれば、注目すべきは次の 2 点である。まず、仮説 1 が成立する。すなわち、ノンファンドに比べて、ファンドが銘柄選択する際に、企業の情報開示の品質向上は、ある程度情報媒体への重視度を下げたため、二者の間に代替性が存在する。

次に、仮説 2 も成立する。すなわち、長期型ファンドが銘柄選択するに当たって、情報媒体の品質が向上すれば、情報開示の品質への重視度が低下し、二者の間に代替性が存在する。他方、短期型ファンドが銘柄選択する際に、情報媒体の品質に関心がなく、利益操縦度合いの高い企業を選好する。

5 敏感性テスト

研究結論の信頼性を検証するために、私たちは以下の

敏感性テストを行った。

まず、1 期遅れの機関投資家の株式保有データを使って同様の回帰を行った。

次に、企業の情報開示の品質については、深圳証券取引所の情報開示評価の結果を利用して、「優秀」と「良好」の値を 1、「合格」と「不合格」の値を 0 と設定して、検証を行ったが、同じ結論を得ている。

6 結論と政策提言

本稿は中国の A 株上場企業を対象とし、株式の保有構造と保有期間に基づいて機関投資家を分類し、異なるタイプの機関投資家が銘柄選択することによって、情報取得の経路の差異を研究した。実証研究の結果から以下の結論を得ている。

第 1 に、ファンドが銘柄選択する際に、企業の情報媒体の品質向上はある程度、情報開示の品質に対する関心度を下げることにつながり、二者の間にある程度の代替性が存在する。

第 2 に、長期型ファンドが銘柄選択する際に、情報媒体の品質が向上すれば、情報開示の品質への注目度が低下し、二者の間に代替性が存在する。これに対し、短期型ファンドが銘柄選定の際に、利益操縦の度合いの大きい企業を選好する。

以上の結論は、異なるタイプの機関投資家が銘柄選択の際に、依拠する情報経路が異なることを示唆する。資本市場の価格決定効率を高めるために、機関投資家の構造改善と情報環境の整備という二つの側面から着手する必要がある。

機関投資家の構造改善について、証券行政当局は機関投資家の投資分野・投資対象商品・投資比率などの規制を緩和し、QFII (適格外国人機関投資家) をさらに発展させ、ファンドの商品のイノベーションを推進し、年金基金と社会保障基金の株式市場への参入を奨励すべきであろう。

他方、情報環境の整備については、上場企業の情報開示の品質向上を促進すると同時に、権威のある機関による上場企業の情報開示に対する評価を行い、シグナルの役割を十分に発揮させる必要がある。

さらに、機関投資家の情報取得の経路を増やす必要がある。たとえば、企業訪問、実地調査研究、電話相談などを通じて、上場企業と機関投資家の長期的な対話チャンネルを確立し、良好な相互作用を実現すべきであろう。

参考文献

- Barron, O., Byard, D. and O. Kim (2002), "Change in Analysts' Information around Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 77(4): 821-846.
- Barth, M. E., Kasznik R. and M. F. McNichols (2001), "Analyst Coverage and Intangible Assets", *Journal of Accounting Research*, 39(1):1-34.
- Bartov E., Radhakrishnan S., and L. Krinsky (2000), "Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements", *The Accounting Review*, 75(1): 43-63.
- Bushee, B. J. (2001), "Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value", *Contemporary Accounting Research*, 18(2):207-246.
- Bushee B. and C. Noe (2000), "Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility", *Journal of Accounting Research*, 38(3):171-202.
- Cella, C., Ellul, A. and M. Giannetti (2010), "Investors' Horizons and the Amplification of Market Shocks", *Review of Financial Studies*, 2013, 26(7):1607-1648
- DeAngelo L. E. (1981), "Auditor size and auditor quality", *Journal of Accounting and Economics*, 3(3):183-199.
- Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia (1991), "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, 46(4):1325-1359.
- Jones, J. J. (1991), Earnings Management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research*, 29(2):193-228
- Kim, O. and R. E. Verrecchia (1994), "Market liquidity and volume around earnings announcements", *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2):41-67.
- Lundholm, R. J. (1988), "Price-signal Relations in the Presence of Correlated Public and Private Information", *Journal of Accounting Research*, 26(1): 107-118.
- 陈小林·王玉涛·陈运森 (2008)「事务所规模, 审计行业专长与知情交易概率」『会计研究』2: 69-77
- 陈小林·孔东民 (2012)「机构投资者信息搜寻, 公开信息透明度与私有信息套利」『南开管理评论』15(1): 113-122.
- 陈关亭·兰凌 (2004)「操控性应计利润审计质量的实证比较」『审计与经济研究』19(4): 16-19
- 陈小悦·肖星·过晓艳 (2000)「配股权与实施公司利润操纵」『经济研究』1: 30-36.
- 丁方飞·李苏·何慧·郭娜瑛 (2013)「机构投资者持股、盈余管理与市场反应」『财经理论与实践』34(184): 59-63
- 高敬忠·周晓苏·王英允 (2011)「机构投资者持股对信息披露的治理作用研究—以管理层盈余预告为例」,『南开管理评论』14(5): 129-140.
- 黄文德·荣莉 (2013)「行业专长机构投资者与行业专长审计师: 替代抑或互补」『江西财经大学学报』5: 42-53
- 李善民·王媛媛·王彩萍 (2011)「机构投资者持股对上市公司盈余管理影响的实证研究」『管理评论』23(7): 17-24.
- 龙振海 (2012)「排名压力下基金风格漂移实证研究」『海南金融』5: 39-45
- 潘红波·夏新平·余明桂 (2008)「政府干预, 政治关联与地方国有企业并购」『经济研究』4: 55-64.
- 唐松莲·胡奕明 (2011)「机构投资者关注上市公司的信息透明度吗—基于不同类型的机构投资者选股能力视角」『管理评论』23(6): 31-40,48.
- 唐松莲·袁春生 (2010)「监督还是攫取: 机构投资者治理角色的识别研究—来自中国资本市场的经验证据」『管理评论』8: 41-55
- 王亚平·刘慧龙·吴联生 (2009)「信息透明度, 机构投资者与股价同步性」『金融研究』12: 162-174
- 王燕 (2006)「中国股票市场的公开信息与私有信息」『金融研究』6: 41-52
- 熊桂君·杨朝军 (2005)「中国证券投资基金投资风格变化原因分析」『哈尔滨商业大学学报』21(6): 801-805
- 徐欣·唐清泉 (2010)「财务分析师跟踪与企业 R&D 活动—来自中国证券市场的研究」『金融研究』12: 173-189.
- 杨海燕·韦德洪·孙健 (2012)「机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗—兼论不同类型机构投资者的差异」『会计研究』9: 16-23.
- 姚靠华·唐家财·李斐·蒋艳辉 (2015)「制度环境、机构投资者异质性与企业真实盈余管理行为」『系统工程』33(5): 40-47
- 袁知柱·王泽荣·郝文瀚 (2014)「机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择」『管理科学』27(5): 104-119
- 张敏·冯虹茜·张雯 (2011)「机构持股, 审计师选择与审计意见」『审计研究』6: 82-88.
- 周勤業 (2009)「中国資本市場の發展と展望」『証券レビュー』49(11): 1-39
- 孫傑 (2007)「中国における機関投資家の發展と課題」『季刊中国資本市場研究』Autumn: 69-74
- 唐松蓮·汪志平 (2014)「機関投資家, 究極支配株主と企業の投資効率」『経済と経営』(札幌大学), 44(1/2): 15-27
- 汪志平 (2007)「中国の証券市場と企業統治—支配株主の関連取引による利益操作を中心に」『証券経済学会年報』42: 235-240