

学位論文要旨

学位論文題目 日本の上場企業におけるマーケット・タイミング理論の適用性検証
申請者氏名 陳麗茜

本研究は、マーケット・タイミング理論に基づき、マーケット・タイミング行動と資本構成との関係を日本企業を対象として実証分析することを目的としている。

実証分析は主として、次の2つのことを中心にして行われている。

1 つ目のことは、マーケット・タイミング理論が示唆するマーケット・タイミング行動と資本構成との影響関係が、日本企業において観察されるかどうかを検証することである。マーケット・タイミング理論が提唱されて以降、欧米ではその理論を巡る実証研究が盛んに行われてきた。しかし、日本では、マーケット・タイミング理論があまり注目されておらず、その理論に関する実証分析も非常に少ない。一方、2000年から、日本直接金融システムにおけるエクイティファイナンス（株式発行による資金調達）の役割は大きくなっており、株式発行におけるマーケット・タイミング行動の可能性が増加し、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響をさらに検討する必要があると考えられる。そこで、本研究では、まず、日本の2000年以降の上場企業を対象として、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響が観察されるかどうかについて分析をする。

分析においては、全上場企業とIPO企業（新規株式公開企業）を分けて、それぞれ異なるマーケット・タイミング指標を用いて検証を行う。まず、全上場企業については、マーケット・タイミング理論を提出したBW(2002)に従い、時価簿価比率に基づくマーケット・タイミング指標を用いて検証をする。次に、IPO企業については、Alti(2006)に従い、市場全体が上昇する時に新規公開企業数が増えるというホット発行市場に着目し、発行企業数に基づくマーケット・タイミング指標を用いて検証を行う。

2 つ目のことは、マーケット・タイミング行動が資本構成に与える影響は企業間で異なるかどうかを検証することである。近年、国の文化や企業組織や株式所有構造などの特性が異なる企業では、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響の程度も異なっていることが、一部の先行研究により観察されている。これは、マーケット・タイミング理論の適用性が企業によって異なる可能性があることを示唆している。そこで、本研究は、先行研究が提示した特性の1つである株式所有構造を取上げ、株式所有構造の異なる企業では、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響が異なるかどうかについて、日本の企業データを用いて分析する。

分析においては、株式所有構造の代理変数として、大株主持株比率と経営者持株比率と機関投資家持株比率の3つの指標を用い、それぞれの指標に基づき企業サンプルをグルーピングし、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響が企業グループ間において有意な差があるかどうかを比較検討する。

検証結果は以下の通りである。

まず、短期的に見れば、株価が高く評価された企業（時価簿価比率が高い企業）は、株式発行による資金調達額が増加し、次年度の負債比率が大きく低下しており、長期的に見れば、過去に株価が高く評価された時に資金調達を行った企業は、現在の負債比率が低いままであることが明らかになった。これは、マーケット・タイミング行動が資本構成に長期的な影響を与えていることを示唆している。

次に、ホット発行市場に公開した企業は、公開価格が高くなり、資金調達の規模が顕著に増加したことが観察されている。これは、ホット発行市場にマーケット・タイミング行動が発生していることを示唆している。また、マーケット・タイミング行動の影響で、ホット発行市場に公開した企業は、公開後の3年目まで負債比率をより大きく低下させてい

ることが観察された。

最後に、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響は、株式所有構造の異なる企業では有意な差が出ており、大株主持株比率と経営者持株比率が高い企業ほど、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響は小さく、機関投資家持株比率が高い企業ほど、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響は大きかったことが観察された。

検証結果から、次の3つのことが分かった。まず、マーケット・タイミング行動と資本構成との間に、マーケット・タイミング理論が示唆する影響関係が日本企業を対象とした場合でも観察されている。また、マーケット・タイミング行動の影響の持続期間は、マーケット・タイミング行動を捉える指標によって差が出ているが、少なくともすぐに消えることはないということが明らかになった。最後に、マーケット・タイミング行動の資本構成への影響の程度は、すべての企業で同一ではなく、企業間で異なる可能性があることが分かった。

キーワード：マーケット・タイミング行動 資本構成 株価 ホット発行市場 株式所有構造

学位論文審査の概要と結果

報告番号	東アジア博 甲 第 126号	氏 名	陳麗茜
論文題目	日本の上場企業におけるマーケット・タイミング理論の適用性検証		
(論文審査概要)			
<p>本研究の目的はマーケット・タイミング理論に基づき、株価が過大評価されたときのマーケット・タイミング行動と資本構成との関係を日本企業を対象として実証分析することにある。各章の構成と要約は以下のとおりである。</p>			
第1章	研究背景と目的を紹介した後、本研究の実証分析と結果の要約、研究の特徴及び研究の構造を説明している。		
第2章	マーケット・タイミング理論の概要及び国内外のマーケット・タイミング理論に関する実証研究、マーケット・タイミング行動と資本構成の関係に関する実証研究を紹介している。		
第3章	全上場企業を対象として、マーケット・タイミング行動が資本構成に与える短期的効果と長期的影響の持続性について検証している。その結果によれば、株価が高く評価される(時価簿価比率が高い)企業は、短期的に株式による資金調達額が増加し、次年度の負債比率が大きく低下することが明らかになった。また、この効果の長期的持続性は10年以上あることも追加検証で明らかになった。		
第4章	IPO企業を対象として、ホット発行市場におけるマーケット・タイミング行動と資本構成の短期的効果と長期的持続性について検証を行っている。ホット発行時に株式を公開した企業は短期的に株式による資金調達額が増加し、負債比率は大きく低下し、その持続性は3年間持続したことを明らかにした。		
第5章	マーケット・タイミング行動と資本構成の関係が株式所有構造によって異なるかを分析している。その結果によれば、企業の株主として機関投資家の占める割合が多い企業ほどマーケット・タイミング行動が資本構成に与える影響が大きいことを明らかにしている。		
第6章	結論として、実証結果の要約、そこから導き出されるインプリケーションと研究の課題を述べている。		
<p>陳氏は株価が過大評価されたときのマーケット・タイミング行動が資本構成にどのような影響を与えるかに注目し全上場企業とIPO企業のデータを用い検証を行った。さらに、株式所有構造がマーケット・タイミング行動と資本構成にどのように影響を及ぼすかという追加検証を行っている。この種の研究でこれほど詳細に行われた検証はこれまで日本でおこなわれてなく陳氏が初めてであり、貢献は明らかである。以上の理由により、創造性の点においては十分に達成できている。</p> <p>マーケット・タイミング理論の説明の後、多くの先行研究をサーベイした。3章以降については代表的な先行研究の方法を用い検証を行い、一貫性のある検証結果が導き出した。最後に検証結果に基づき結論とインプリケーションを導き出していることから論理性は達成できている。</p>			

マーケット・タイミング理論並びに実証に関連する先行研究を渉猟し、日本のデータを用い、株価が高いときには企業の株式資金調達が活発になり、その結果負債比率が低下し、それが長期的にも持続するという実証結果が有意に観察された。さらに、株式所有構造の違いによりマーケット・タイミング行動とその結果としての資本構成の違いが明らかになるという頑健性チェックを行っている。以上の理由により、厳格性についても十分に達成できている。

今回は株価が過大評価されたときのマーケット・タイミング行動のみで、マーケット・タイミング理論の一部の証拠しか提示できなかった。株価が過小評価されたときの自己株式取得や社債発行などのマーケット・タイミング行動の実証分析や、中国でのマーケット・タイミング行動の実証分析など今後もより研究を発展させる可能性が高いものと思われる。

審査委員会の審査委員の合議により全体の評価は「達成できている」とする。外部審査委員からも論文の適切な修正が行われていると同時に、論文自体の創造性などの強調などについての改善も確認し、博士論文として十分な水準にあるという回答を得ている。

以上の理由により、論文審査結果を「合」とする。

論文審査結果

合・否

審査委員

(氏名) 城 下 賢五

(氏名) 有村 貞則

(氏名) 成島 敬

(氏名) _____ 印

(氏名) _____ 印