

# 関西学院大学 研究成果報告

2020年 4月 20日

関西学院大学 学長殿

所属： 経済学部  
職名： 教授  
氏名： 堀 敬一

以下のとおり、報告いたします。

研究制度	<input type="checkbox"/> 特別研究期間 <input type="checkbox"/> 自由研究期間 <input type="checkbox"/> 大学共同研究 <input checked="" type="checkbox"/> 個人特別研究費 <input type="checkbox"/> 博士研究員 ※国際共同研究交通費補助については別様式にて作成してください。
研究課題	取締役会の構成と企業のリスク選択に関する分析
研究実施場所	関西学院大学
研究期間	2019年 4月 1日 ~ 2020年 3月 31日 ( 12 ヶ月)

## ◆ 研究成果概要 (2,500字程度)

上記研究課題に即して実施したことを具体的に記述してください。

研究課題を遂行するにあたり関連文献を調査したところ、コーポレートガバナンスと企業のリスク選択との関係を分析する際に上場企業であれば、その株式の流動性が重要な要素であることが明らかになった。

そこで改めてリサーチ・クエスチョンを「日本におけるコーポレートガバナンスの変革は、株式市場の流動性を向上させたか」、に具体化した。その上で①日本の株式市場における様々な流動性指標はどのような特性を持っているか、②コーポレートガバナンス改革のどのような点が日本の株式市場の透明度を高めたか、③日本の株式市場の流動性の改善は企業価値を向上させるか、という問題に焦点を当てて議論することになった。

このうち①のリサーチ・クエスチョンに関して、西安外国語大学の楊晨氏と共同研究を行い、論文「日本の株式市場の流動性－2000年以降のデータに基づく分析－」を作成した。この論文の概要は以下の通りである。

この論文は2000年以降の日本の株式市場のデータを用いて、様々な流動性に関する指標の特徴を考察している。はじめに株式市場における流動性の概念を説明する。流動性の代表的な指標である、取引量、回転率、スプレッド、Amihudの非流動性指標、Pastor・Stambaughの指標、ゼロリターン日の割合、Liuの指標を紹介し、それぞれの指標が持つ経済学的な含意や背景となる制度的要因を明らかにする。次に東京証券取引所のうち、1部、2部、マザーズのデータを用いて、各市場の流動性の指標を計算した。その計算結果から得られた主な結果は以下の通りである。第1に、2部とマザーズに比べ、東証

1部は回転率を除くすべての指標から判断すると流動性が最も高い。第2に、流動性の指標間の相関関係を分析したところ、相関係数の符号はほぼ予想された結果が得られたものの全体的に相関関係が高くない。また各指標間の相関係数も時間を通じて安定的ではない。第3に、東証1部で収益率が正の日と負の日とで区別して流動性を計算すると、正の日の方が負の日に比べて流動性が高い。第4に東証1部ではAmihudの指標に規模バイアスが存在する可能性がある。本稿は2000年以降の日本の株式市場のデータを用いて、様々な流動性に関する指標の特徴を考察している。はじめに株式市場における流動性の概念を説明する。流動性の代表的な指標である、取引量、回転率、スプレッド、Amihudの非流動性指標、Pastor・Stambaughの指標、ゼロリターン日の割合、Liuの指標を紹介し、それぞれの指標が持つ経済学的な含意や背景となる制度的要因を明らかにする。次に東京証券取引所のうち、1部、2部、マザーズのデータを用いて、各市場の流動性の指標を計算した。その計算結果から得られた主な結果は以下の通りである。第1に、2部とマザーズに比べ、東証1部は回転率を除くすべての指標から判断すると流動性が最も高い。第2に、流動性の指標間の相関関係を分析したところ、相関係数の符号はほぼ予想された結果が得られたものの全体的に相関関係が高くない。また各指標間の相関係数も時間を通じて安定的ではない。第3に、東証1部で収益率が正の日と負の日とで区別して流動性を計算すると、正の日の方が負の日に比べて流動性が高い。第4に東証1部ではAmihudの指標に規模バイアスが存在する可能性がある。

作成された論文は査読付きの学術雑誌『証券経済研究』に投稿され、2020年4月7日に採択された。

以上

提出期限：研究期間終了後2ヶ月以内

※個人特別研究費：研究費支給年度終了後2ヶ月以内 博士研究員：期間終了まで

提出先：研究推進社会連携機構（NUC）

※特別研究期間、自由研究期間の報告は所属長、博士研究員は研究科委員長を経て提出してください。

◆研究成果概要は、大学ホームページにて公開します。研究遂行上大学ホームページでの公開に支障がある場合は研究推進社会連携機構までご連絡ください。