

# 関西学院大学 研究成果報告

2021年 5月 24日

関西学院大学 学長殿

所属：商学部  
職名：教授  
氏名：阿萬弘行

以下のとおり、報告いたします。

研究制度	<input checked="" 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 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	証券市場における異質な投資情報が投資家行動・価格形成に与える効果
研究実施場所	研究室
研究期間	2021年10月1日 ～ 2021年3月31日（6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。

本研究では、証券市場において、家計・投資家がどのような情報を活用して資産運用・取引を行っているか、また、それが結果的にどのように、株価形成・市場流動性に影響を与えているかを研究する。投資情報の異質性を計測するために、ハード情報・ソフト情報の概念的な類型整理を行った。投資家の利用する投資情報は主に、ハード情報とソフト情報に分類される。ハード情報とは、投資家や家計によって伝統的に利用される決算情報等の業績に直接関わる定量的に計測可能な数値情報などである。ソフト情報は、定性的な情報タイプであり、多様な類型がある。代表的なものとして、企業の発する広告宣伝情報などがある。相対的な比較で位置づければ、マスメディアによる情報は、ハードとソフトの中間に位置づけられる。株式市場分析に加えて、個人向けのアンケート調査を実施することで、個人の情報利用形態と金融リテラシーの関係についても考察した。相対的な位置づけでは、金融機関やアドバイザーからの情報は、ハードな類型の情報群である。家計での家族・知人からの情報は、インフォーマルなものであり、ソフト情報に近い。これまで、とくにソフト情報の効果については、その曖昧な位置づけから、ファイナンス研究では未開拓の分野である。本研究では、行動経済学における理論的・実証的知見を活用しながら、投資行動・資産運用への影響や株価・市場流動性への効果について分析した。

株式市場データを用いて共同研究を実施し、資料・データ類の収集と理論的仮説の検討・考察を行った。投資家の利用可能な情報は多岐に渡る。ハード情報としては、主に決算情報が想定され、日経NEEDSの財務データベースや、企業ディスクロージャー情報を含む適時開示データベース

を利用した。個人投資家に対して影響を与えるマスメディア情報については、日経新聞データベースを活用した。そのほか、企業広告情報はMデータ社提供のものアップデートして利用した。

実際に統合されたデータベースを用いて、計量経済分析を行った。市場流動性の分析では、企業ディスクロージャーとマスメディア報道という異なる情報経路の機能の相違について分析した。理論的には、市場への情報流入に伴って、投資家間の情報非対称性が拡大する場合、ビッドアスクスプレッドは拡張する。反対に、情報非対称性が緩和させる場合には、ビッドアスクスプレッドは縮小する。通常のスプレッド指標だけでなく、逆選択スプレッド、デプス(気配値での注文金額)、Amihud指標(価格変化と売買高の比率)など幅広い市場流動性指標を作成して、情報フローの影響を考察した。企業広告が市場での価格変化や取引高に与える効果についても各種市場データを用いて分析した。Mデータ社から提供されたテレビ広告データを日次レベルに整理し、その頻度や内容とアウトカム変数(価格・取引高)との関係を分析した。一般的に、テレビ広告による情報は典型的なソフト情報であり、投資においては新規なファンダメンタル情報とは関連しないと想定される。しかしながら、投資家の情報認知能力が制約されているという条件下では、取引や価格形成にも影響を与える可能性もある。現在、推定結果を再検討し、分析を発展させている。

アンケート調査によって、家計・個人の投資行動について共同研究を実施した。インターネット調査を用いて、一般の人々を対象として、金融リテラシー、倫理観、投資経験有無、金融経済情報源の経路、サステナブル投資への選好について数多くの質問を実施した。この調査結果を用いて、二つの研究を進めた。第一に、近年注目を集めているサステナブル投資(社会的責任投資・ESG投資)を促進する上で、個人レベルのリテラシーとモラルが持つ効果を明らかにする。個人が持っている金融リテラシー、金融モラル、環境リテラシー、環境モラルが、サステナブル投資への選好に与える影響について分析した。今回は、リテラシーおよびモラル指標の作成に当たっては、金融分野・心理学分野・環境学分野の各種領域で広く用いられる指標・尺度を利用した。サステナブル投資選好の計測には、企業の環境配慮行動について架空の状況を想定して回答者に質問を行った。金銭的インセンティブと非金銭的インセンティブを識別するために、投資リターン・投資リスクが異なる状況でのサステナブル投資への選好の程度を尋ねた。現時点での分析結果では、とくに、金融モラルが強い場合に、サステナブル投資への選好が高い傾向が観察された。

アンケート調査による二つ目の研究として、情報接触と金融リテラシーの関係を分析した。近年、少子高齢化によって自己責任による資産運用の重要性が高まっている。そのため、個人がもつ金融リテラシーの重要性も注目を集めている。先行研究では、学校での金融教育や教育プログラムが、金融リテラシーの向上に与える効果を測定する研究が多数ある。本研究では、それに対して、日常的な金融・経済情報への接触が、知識獲得を通じて、金融リテラシーを高めるかどうかを分析した。独自アンケートでは、情報媒体として、新聞・テレビ・雑誌などの伝統的マスメディア、インターネットニュースサイト・SNS・動画配信サイトなどのインターネット情報源の利用有無を尋ねた。また、相談・アドバイスとして、家族・友人などの身近な人々、証券会社・銀行・保険などの金融機関窓口、ファイナンシャルアドバイザーなどの専門家の利用有無を尋ねた。さらに、単なる利用状況だけでなく、その情報源への信頼性についても尋ねた。主な結果として、金融・経済情報への接触頻度が高い場合、金融リテラシーも同時に高い傾向があった。情報源の違いによって、金融リテラシー水準も異なる傾向があった。伝統的なマスメディアやインターネットからの情報収集は、金融リテラシーとの正の相関関係があった。他方で、ソフトな類型である家庭・知人からの情報は、金融リテラシーに与える効果は弱いか、また、負の相関関係も観察された。情報源への信頼性の程度もまた、金融リテラシーに影響する傾向があった。詳細な結果は、商学論究(2021)に論文掲載予定である。

#### 【成果の発表】

阿萬弘行 「家計の金融リテラシーと情報接触に関する考察」

『商学論究』(関西学院大学商学研究会) 69巻1号 2021年5月掲載予定

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)

報告用紙②

※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。