

## 企業の収益発表のイベント・スタディ - 銀行貸出依存度による市場の反応の違い -

一橋大学大学院 石川 雅也

本稿では、企業の収益発表に対する株価のイベント・スタディを通じて、銀行のモニタリング機能と救済機能についての市場の認識についての考察を行う。市場投資家は、企業の将来の収益性を正確に知ることができないため、企業による収益発表は投資家にとって、企業評価を修正させるような新情報公開のイベントとなる。しかし、企業のガバナンス体制が悪く、モニタリングが起用していない場合、企業・投資家間には、将来の収益性に関する不確実性の問題に加えて、モラル・ハザード問題が生じていると考えられる。そして、モラル・ハザードの問題は企業の収益構造を本来の収益性から歪めてしまうため、モラル・ハザードに直面している企業の収益結果は、本来の収益性とモラル・ハザードによる影響の両者を含んだものとなる。その結果、モラル・ハザード問題は、収益発表の企業価値に関する情報としてのインパクトに影響を与える可能性がある。

もし、モラル・ハザードが各企業本来の収益力に関する企業間の差を小さくしてしまう場合、モラル・ハザードは収益発表の将来の収益性に関する情報としてのインパクトを小さくし、逆に収益力に関する企業間の差をより鮮明にする場合、収益発表のインパクトは大きくなると考えられる。本稿ではこのような仮説に基づき、イベント・スタディの手法によって計測される収益発表に対する株式異常収益率への、モラル・ハザード問題の程度、銀行によるモニタリングの程度の違いによる影響を分析する。また、銀行に救済機能が存在する場合、市場予想より悪い収益発表に対する反応が銀行依存企業では、そうでない企業より株価は悪く反応しないと考えられる。これらの銀行の個別の機能に基づいた仮説を立てての実証分析は、これまで「銀行貸出の特別性」に関する検証として多く行われてきたローン・アナウンスメントに対するイベント・スタディではなされていない。

実証分析の結果、収益発表に対する株価の反応はモラル・ハザード問題の程度が大きいと考えられる企業ほど大きく、銀行借入れ依存度が高い企業ほど小さくなることが観察された。これは銀行のモニタリング機能仮説と整合的な結果である。また、救済機能仮説と強く整合的な結果が観察された。すなわち、収益発表がバッド・ニュース（事前の予想より悪い結果の収益発表）であった場合において、銀行依存企業はそうでない企業に比べ株価は有意に好意的に反応する。また、この結果以外に、収益発表前後三日間においてニュースの種類に関わらず、総じて高い株式異常収益率が観察されており、それについての更なる分析が今後必要であると思われる。