

外国人投資家の株式所有と企業価値

——パネル構造 VAR による分析——

神戸大学 岩壺 健太郎
内閣府 外木 好美

本稿では、誤差項の分散不均一性を利用して、時点 T が有限の場合のパネル構造 VAR の推計方法を開発した。Rigobon(2003)は LSDV 推定により誘導型パネル VAR モデルを推定し、誘導型モデルの誤差項の分散不均一性を用いて、構造型 VAR モデルを推計する方法を提示した。それは個体数 N と時点 T が無限となる場合に推定値の一致性が満たされるが、 T が有限で N を無限とする場合では Rigobon(2003) の推計方法を利用すると、推計値は不偏性、一致性を持たない。そこで本稿では、Bun and Carree(2005, 2006) のダイナミック・パネル・モデルのバイアス修正推定を誘導形パネル VAR モデルに応用した。Bun and Carree(2005, 2006) では、説明変数は全て外生変数と仮定されているが、誘導型 VAR モデルにはラグ変数が先決変数として説明変数に加わるため、新たにバイアス修正推定量の導出を行った。その際、モデル間の誤差項の共分散を推定する必要があることから、Alvarez and Arellano(2004) を応用した共分散の推定量を新たに提示した。モンテカルロ・シミュレーションを行い、我々の開発した推計方法が良好な結果が得られることを示した。

その応用例として、外国人投資家による企業価値向上効果が長期的なものかどうかをパネル構造 VAR モデルを推定することで検討した。もしも外国人投資家による投資が一時的な企業価値向上に終始するならば、外資はまさに「ハゲタカ」であるが、企業価値が長期的に上昇するならば、外国人投資は日本企業に真の経営向上効果をもたらすと評価できる。推計の結果、 Q の式における外資比率の係数は、当期値とラグ値共に、プラスで有意に推定され、外国人投資家による企業価値向上効果は一時的なものではないことがわかった。インパルス応答関数を描くと、外資比率にプラスのショックがあった場合には、企業価値は同時に増加し、その効果は小さくなりつつも 1 年後に最も向上効果が現れた後も効果が持続していることが示された。以上の結果から、外国人投資家は一時的に企業価値を上昇させて裁定利益を挙げることを目的としてはおらず、長期的に企業価値を上昇させていることが確認できた。