

## 【自由論題セッション】

### 日本銀行のETF購入が企業収益に与える影響

郡司大志（大東文化大学）・三浦一輝（常葉大学）・袁媛（華東師範大学）

本稿では、日本銀行（日銀）のETF（Exchange Traded Fund）購入が企業行動にどのような影響を与えたのかを検証する。日銀は2010年12月から2016年9月までTOPIX、日経225、JPX日経400に連動するETFを時価総額に比例して購入していた。当初の年間購入金額の上限は0.45兆円であったが、日銀は徐々に限度額を引上げ、2013年3月末の残高は2.1兆円にまで達した。さらに、2013年4月以降は保有残高を年間1兆円のペースで増加するよう年間購入金額を拡大しただけでなく、2014年10月には3兆円、2016年7月には6兆円と目標金額は上昇していった（図1）。このような大規模資産購入はリスク資産価格を上げると同時に資産収益率を下げるため、低金利のもとでも行うことのできる金融政策として採用されるようになった。また、十分なベースマネーを供給するという点でも効果があるかもしれない。したがって、量的緩和を進めてきた先進国の中央銀行は、その手段拡大のためにリスク資産を購入するようになってきた。

しかしながら、インデックス連動のETFを中央銀行が購入することで、中央銀行が企業行動に影響を及ぼしてしまう可能性もある。例えば、Ito (2014) はパッシブ運用を行う投資家が短期的な利益を追求するあまり企業の選別を行わなくなるという欠点を指摘している。中央銀行がETFを購入する場合も企業の監視機能は十分に行われないため、同様の問題が生じると考えられる。他方で、Appel *et al.* (2015) は1998-2006年のアメリカのインデックス構成銘柄について、パッシブ投資の割合と議決権行使データを用いて、パッシブ・ファンドの保有比率が企業のガバナンスやパフォーマンスに与える影響を分析している。その結果、パッシブ・ファンドの保有比率の増加とROAには正の関係があることを明らかにした。彼らは、パッシブ投資家は潜在的な議決権を通じて企業のガバナンスに影響を与えている可能性が高く、その行動は企業の長期のパフォーマンスの改善と関係していると主張している。このように、パッシブ運用は企業パフォーマンスに負の影響も正の影響も与えうると考えられる。

そこで我々は、日経平均株価に含まれる企業と含まれない企業との間で日銀のETF購入期間前後で収益に差があったかどうかを推定する。日経平均株価は東京証券取引所に上場する企業のうち日本を代表する優良銘柄225社の株式から算出される平均株価である。我々は日経平均株価に含まれる企業と含まれない企業が存在することを利用し、日銀のETF購入開始の2010年12月前後でこれらの企業の株価の変化に差があったかどうかをDifference-in-Differences法（以下、DID）によって推定する。

推定の主な結果は下記のとおりである。DID推定の結果では、日銀のETF購入は日経平

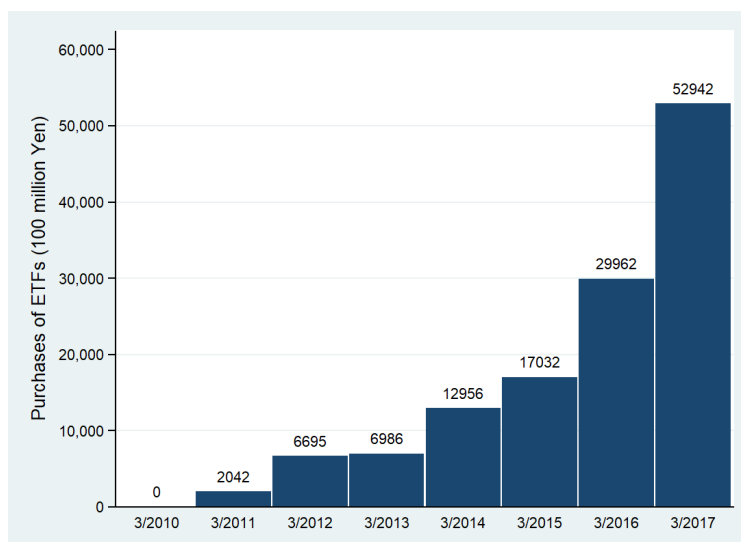


図1 日銀のETF買入金額の推移

均株価採用銘柄企業のROAを2010年と2011年との比較で約1.5%、2012年との比較で2%低下させていたことが示された。この傾向は共変量を含む場合でも同じであった。DID推定を行う場合には **treated group** と **control group** との間に平行トレンドが存在する必要があるが、本稿のサンプルでは明確に平行トレンドがあることが確認された。我々はさらに、日経平均銘柄と似ているもののそれに含まれていない銘柄を **treated** とする **placebo test** を行ったが、一部でしかDID効果は推定されなかった。したがって我々の推定から、日銀のETF購入は日経平均株価採用銘柄企業の収益を低下させたことが示唆される。

<参考文献>

1. Appel, Ian R., Todd A. Gormley, and Donald B. Keim. 2016. "Passive Investors, Not Passive Owners," *Journal of Financial Economics*, Vol. 121, No. 1, pp. 111-141.
2. Ito, Kunio. 2014. "Final Report of the Ito Review 'Competitiveness and Incentives for Sustainable Growth: Building Favorable Relationships between Companies and Investors,'" The Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), Japan.  
[http://www.meti.go.jp/english/press/2014/pdf/0806\\_04b.pdf](http://www.meti.go.jp/english/press/2014/pdf/0806_04b.pdf)