

[博士論文審査要旨]

申請者：吉永裕登

論文題目 集約利益の情報内容に関する実証研究
—利益・リターン関係に焦点を当てて—

審査員 中野 誠
蜂谷豊彦
青木康晴

本論文の目的は、同時期における個別企業の利益情報を国単位で集約した集約利益 (aggregated earnings) の情報内容を明らかにすることである。先行研究では、個別企業の利益の変化とその情報が公表された期間の株式リターンの間には有意に正の関係が観察される一方で、両者を集約すると有意に正の関係が観察されないことが報告されている。この結果の解釈としては、集約利益には市場リターンに相反する影響を及ぼす 2 つの情報 (キャッシュフロー情報、割引率情報) が含まれるという Kothari et al. (2006) の仮説と、集約利益には投資家の期待を修正する情報が含まれていないとする Sadka and Sadka (2009) の仮説がある。本論文では先行研究と本論文の実証的証拠から、集約レベルの利益・リターン関係のメカニズムを上手く説明しているのは、Kothari et al. (2006) の仮説であると結論付けている。

本論文の第 1 の貢献は、企業レベルと異なる利益・リターン関係が集約レベルで観察される現象が、日本を始めとする世界各国で観察されることを初めて示したことである。17カ国の四半期データを用いて企業レベルと集約レベルの利益・リターン関係を分析し、17カ国のほぼ全てにおいて企業レベルでは有意に正の利益・リターン関係が観察されるものの、集約レベルでは有意に正の利益・リターン関係が観察されないことを発見している。こうした分析結果から、企業レベルと異なる利益・リターン関係が集約レベルで観察されることは米国特有の現象ではなく、世界的に広く観察される一般的な現象であると結論付けている。

第 2 の貢献は、世界各国の集約レベルにおける利益・リターン関係のメカニズムを解明した点にある。マーケット・リスクプレミアムの影響も加味した実証分析を行うことで、Kothari et al. (2006) の仮説で世界各国の集約レベルの利益・リターン関係のメカニズムを説明できることを示している。そのメカニズムとは、集約利益の変化が利益公表期の市場リターンに及ぼす正の影響が、資本コストの変化が及ぼす負の影響によって打ち消されてしまうことである。

さらに、先行研究では資本コストの構成要素のうち、どの要素が集約レベルの利益・リターン関係に影響しているのかが明らかでなかった。本論文ではさらに踏み込み、集約レベルの利益・リターン関係に影響する資本コストの構成要素はマーケット・リスクプレミ

アムであることの特定に成功している。

第 3 の貢献は、集約利益の変化とマーケット・リスクプレミアムの変化の間に正の関係が観察される理由を明らかにしたことである。先行研究ではこの正の関係について、考えられる理由は提示されているものの、実証的には検証されておらず、またその説明に反する実証的証拠が提示されていた。本論文では、この未解明の関係の説明を試みている。検証した仮説は、集約利益のサイクル要素の増加（減少）から将来の集約利益の減少（増加）を予想した投資家が、リスク回避度を高め（低め）ることで、マーケット・リスクプレミアムが増加（減少）するというものである。本論文ではこの仮説を検証し、当該仮説を支持する実証的証拠を得ている。このように、先行研究で未解明であった点を解明したことが、本論文の 3 つ目の貢献である。

企業レベル（マイクロレベル）の利益数値に着目した研究は、これまで厚い蓄積が世界中でなされてきた。一方で、「会計利益をマクロから考える」という研究スタイルは極めて稀である。アメリカ、日本を含む世界 17 か国のグローバルデータを用いた研究は例を見ない。そして、未解明問題である利益・リターン関係の「マイクロ・マクロ・パズル」に積極果敢に取り組んだ本論文は、新たな知見を提示しており、学術的に見て貴重な研究蓄積と言えらるであろう。加えて、第 5 章は英文査読付きジャーナルにも掲載済みである。

ただし、本論文には課題も残されている。そもそも集約利益は何を測定しているのかという概念的な整理が必ずしも十分とは言えない点である。

会計利益を集約するレベルには、多様な方法を考えることも可能である。例えば、産業別あるいは地域別などの集約情報により、より実践的な研究へと発展する可能性も期待できるであろう。投資戦略への応用可能性も期待できる。

会計利益をマクロから考えてその情報内容を分析するという問題設定は極めて革新的である。分析技法も精緻かつ丁寧である。さらにオリジナリティという点から評価するのであれば、世界的に見ても極めて高水準の博士論文である。

よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第 5 条第 1 項の規定により一橋大学博士（商学）の学位を受けるに値するものと判断する。