

[博士論文審査要旨]

申請者：藤谷涼佑

論文題目 企業の投資行動の研究：財務報告、株式上場、政策の不確実性

審査員 中野 誠  
安田行宏  
加賀谷哲之

本論文の目的は、企業の投資に影響を与える要素とそのメカニズムを明らかにすることである。企業の投資行動を理論化する試みは古くから行われてきた。しかし企業の投資がどのような要因によって決定されているかを検証することは、学術的にも政策的にも継続的な関心を集めている。投資の可逆性、情報の対称性を仮定してきた研究に対して、本論文ではそれらの仮定を緩め、不確実性、情報の非対称性を導入して議論を展開している。本論文では日本のデータを用いて、第 1 に不確実性に関して近年開発された不確実性指数が企業の投資行動に及ぼす影響を分析している。第 2 に株式上場という選択が企業の投資行動に及ぼす影響、第 3 に高頻度の財務報告規制（四半期財務報告）が企業の投資行動に及ぼす影響について、実証的な解明を試みている。

第 3 章では Baker, Bloom, and Davis (2016) の政策の不確実性指数 (Economic Policy Uncertainty Index) を用いて、不確実性が企業の投資水準にどのような影響を与えているのかを検証している。第 4 章では株式上場が企業の投資水準に与える影響を、上場企業と非上場企業の比較分析を通じて検証している。第 5 章では四半期報告制度の導入が日本企業の投資行動に与える影響を検証している。

本論文の貢献は以下の二点である。第 1 に、日本では諸外国で観察されているようなショートターミズムが観察されにくい点を析出した。近年の日本における規制主体の提言においては、株式上場や四半期報告が経営者に短期的行動への圧力をかけているという前提で議論がなされている。しかし、日本においてショートターミズムが生じているという決定的な証拠が提示されているわけではない。本論文の結果は、日本においてはショートターミズムが平均的には生じていない点を示している。この点は直観に反する発見であり、非常に興味深い。また、公開非上場企業という企業群に目を付けた点も新規性が高い。第 2 に、株式市場と四半期報告の制度設計において意図された効果が観察されることを明らかにしている。これらの制度は、元来、企業の資金調達を容易にし、投資家に企業情報をタイムリーに伝達することを目的に設計されてきた。分析の結果は、株式市場や四半期報告は日本において経済的に望ましい役割を果たしている可能性を示唆している。諸外国にお

ける実証的証拠とは異なる発見である。本論文は、制度設計の場面において、諸外国における議論を踏襲することには慎重になるべきであるというエビデンスを提供している。

上述のような複数の興味深い分析結果を得ている一方で、克服すべき課題を含んでいる。第 1 に、不確実性に関する議論が本論文内でどのように位置づけられるかが必ずしも明確ではない。第 2 に、分析の鍵を握る公開非上場企業のキャラクターについての検討が十分ではない点があげられる。第 3 に、四半期財務報告の導入という自然実験的な設定を日本独自の問題設定ではなく、より広い一般的な問いに拡張できる可能性を見落としている点である。

上述のような課題が残されてはいるものの、重要な現代的論点への着眼力、問題設定の斬新さ、計量的分析の精緻さは非常に高く評価することができる。上述の点は、今後の課題として十分に克服することが可能である。

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。