

[博士論文審査要旨]

申請者：柳樂明伸

論文題目：日本の株式市場におけるクロスセクションのアノマリー

審査員 三隅 隆司
安田 行宏
鈴木 雅貴

本論文は、株式リターンのクロスセクショナルなアノマリーの発生に対して、どのようなファクターが影響を与えているかについて、日本の株式市場を対象として実証的に検証することを目的とした研究である。

本論文は、クロスセクショナルな株式リターンのアノマリーに関する先行研究のレビューおよびそこから導出される研究課題を提示した論稿に加えて、4つのオリジナルな研究(投資家の選好がリターンに与える影響に着目した2つの研究と、投資家の非合理性がリターンに与える影響に着目した2つの研究)によって構成されている。第1の研究では、倒産リスクと株式リターンの間に負の関係が存在しているという倒産リスクアノマリーが、リターンの歪度に対する投資家の選好に起因する現象であるかどうかを考察している。その結果、(1)投資家は歪度への選好を有しており、倒産リスクが歪度の源泉となっている可能性が存在していること、(2)倒産リスクアノマリーは倒産リスクが高い企業にみられる現象であること、を指摘している。第2の研究では、企業の有する投資機会の異時点間における変化が、株式リターンのプレミアムを生じさせているのかについて考察している。本論文では、異時点間の投資機会の変化を分散リスクプレミアムによってとらえ、Fama-French 5ファクターモデルでは説明できていないアノマリーに対して、分散プレミアムにもとづくファクターを追加した検証を行い、分散リスクプレミアムによってアノマリーの多くが説明できることを示している。第3の研究では、多くの市場で観察されているバリュー効果について、それがリスクとミスプライシングのいずれに起因するものであるかを考察している。検証にあたっては、(1)日本におけるバリュー効果が株式時価のファンダメンタル価値からの乖離(Market-to-Value)に起因すること、(2)バリュー効果を引き起こすことが認められているリスクファクターではMarket-to-Valueを説明できない一方で、ミスプライシングがバリュー効果の発生に影響を有していることが認められること、を示している。第4の研究は、株式分割や株式併合を自然実験として用いて、投資家の投資行動に影響を与える要因を分析している。株式の分割・併合は、株式のファンダメンタルズの変化をもたらすものではないため、投資家の投資行動を変化させるものではないはずである。しかしながら現実には、株式の分割や併合は株式リターンを大きく変化させている。このような現象に対して、単元株の変更と分割・併合とを組み合わせることによって、名目株価の変化と最低投資金額の変更を識別した分析を行い、投資行動の変化は名目価格の変化に影響を受けているものであることを明らかにしている。

資産価格の決定要因を明らかにすることは、資産価格論における最重要課題として、多くの理論的・実証的研究が行われてきた。本研究は、資産価格論の研究課題のうち、株式リターンのクロスセクショナルなアノマリーの説明要因の解明という研究分野に連なるものである。その中で、先行研究で指摘されていたさまざまな要因の中から、日本の株式リターンアノマリーを説明しうる有効なファクターを特定し、その経済学的解釈を提示するという新たな知見を加え、従来の研究を発展させたことは、本研究の貢献として評価することができる。特に、単元株の変更という日本特有の制度を用いることで、それまで困難であった識別問題を克服しようとした点は、独創的な研究として高く評価できる。

他方、本論文にはいくつかの課題が残されている。第 1 は、日本市場を対象とすることの意義が必ずしも明確ではないことである。本論文で取り上げられている課題に対しては、アメリカ市場を対象に膨大な研究が蓄積されている。そのような中で、日本市場を対象に分析する意義として、外的妥当性の検証以外にいかなることがあるのかについて説明があれば、本論文の価値はより高まるものと考えられる。特に第 6 章の分析が日本市場を対象とする意義を十分に有しているものであるだけに、その他の章についてもその点の言及が望まれる。第 2 に、本論文で用いられている変数・指標が、対象となっている現象の検証にとって最適なものとなっているかについては、検討の余地があるように思われる。第 3 に、アノマリーの説明要因として、行動ファイナンスによる説明と本論文での説明との関連が必ずしも明らかではない。特に、行動バイアスの存在がミスプライシングの要因となり得ることを考えると、この点は考察する価値があろう。これらの課題については、筆者の今後の研究・検証によって拡充・補完され、将来的により完成された形でまとめられることを期待したい。

以上のような課題を残すものの、本論文は査読付き学術雑誌に掲載された論文を含んでおり、総合的に学位授与に足る水準に十分達していると認められる。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 項の規定に準じた取扱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。