Kobe University Repository : Kernel

PDF issue: 2025-07-06

An Empirical Study on the Stock Market Outcomes of Earnings Quality: Evidence from Japanese Manufacturing Firms

RANJAN KUMAR MITRA

(Degree)
博士（経営学）

(Date of Degree)
2016-03-25

(Date of Publication)
2018-03-25

(Resource Type)
doctoral thesis

(Report Number)
甲第6602号

(URL)
https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1006602

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。

学位論文審査要旨

氏名　Ranjan Kumar Mitra
（ランジャン・クマール・ミトラ）

論題　An Empirical Study on the Stock Market Outcomes of Earnings Quality: Evidence from Japanese Manufacturing Firms

審査　平成２８年３月

神戸大学

博士論文内容の要旨

本論文は、日本の製造業に属する上場企業をサンプルとし、会計発生高の質が資本市場に及ぼす影響について、科学的な手法で実証分析したものである。本論文は、７つの章から構成されている。

第１章「序論と概観」では、利益の質をめぐる先行研究および日本の資本市場や会計基準の現状を概観した上で、日本の資本市場や企業を研究対象として、利益の質が資本市場にもたらす経済的帰結を実証的に調査するという本論文の研究目的およびその意義について述べている。

第２章「会計利益と利益の質をめぐる研究の重要性」では、企業を取り巻く利害関係者の間に存在する情報の非対称性やエイジェンシー問題を緩和するメカニズムである財務会計の重要性と、その中で会計利益が果たしている中心的な役割に鑑みて、利益の質を研究する社会的な意義を強調している。

第３章「利益の質とその構成要素」では、先行研究の丹念なサーベイを通して、利益の質という概念が多面的なものであり、利益の質を測る尺度が多様であることを整理している。その中で、企業業績の尺度としてのキャッシュ・フローに内在するタイミングやマッチングの問題を緩和し、現行の会計システムである発生主義会計を支える会計発生高の質に焦点を当てることを表明している。そして、会計発生高の質には、①企業のビジネス・モデルや経営環境の不確実性に影響される部分と、②会計基準のもとで認められている経営者の裁量的な選択や判断に影響される部分とがあり、それらの構成要素を区別して検討することの重要性を指摘している。

これに続く第４章から第６章までの各章が本論文の中核部分であり、先行研究の包括的なサーベイから得られた知見に基づいて設計した著者独自の実証研究が展開される。

第４章「利益の質と株主資本コスト」では、会計発生高の質と株主資本コストとの関係が分析される。株主資本コストは、企業活動に必要な資金の提供者である株主が企業に対して要求するものであり、その多寡は、投資家や経営者にとって重要である。株主資本コストの代理変数として、産業平均を調整した株価収益率または利益成長率を考慮した株価収益率を用いた分析結果は、ベータ、規模、簿価・時価比率、レバレッジといった諸要因をコントロールした上で、会計発生高の質が低い企業ほど株主資本コストが有意に高くなることを示している。さらに、会計発生高の質を２つの構成要素に分割した場合、株主資本コストとの関連性は基本的に、経営者の裁量に起因する部分よりも企業のビジネス・モ

デルや経営環境に起因する部分のほうが強力であることを発見している。

第５章「利益の質と株式リターンの企業固有ボラティリティ」では、会計発生高の質と株式リターンの企業固有ボラティリティとの関係が分析される。市場動向とは関係なく、企業固有の要因によって株価が大きく変動するという投資リスクは、分散投資によって消去可能であるから、多数の銘柄に投資できる機関投資家にとって、さほど重要でないかもしれない。しかし、そのような投資スタイルを採用できない投資家、たとえば個人投資家などには極めて重要な問題である。株式リターンの企業固有ボラティリティの代理変数として、個別株式リターンを市場平均リターンで回帰した市場モデルの残差の分散または決定係数に基づく尺度を用いた分析結果は、リターンやキャッシュ・フローの分散、規模やレバレッジなどの諸要因をコントロールした上で、会計発生高の質が低い企業ほど企業固有ボラティリティが有意に大きくなることを示している。さらに、会計発生高の質を２つの構成要素に分割した場合、企業固有ボラティリティとの関連性は、経営者の裁量に起因する部分よりも企業のビジネス・モデルや経営環境に起因する部分のほうが強力であることを発見している。

第６章「利益の質と情報の非対称性」では、会計発生高の質と利害関係者間の情報の非対称性との関係が分析される。経営者と投資家および投資家の間に存在する情報の非対称性を解消・緩和することは、活発な売買が行われる流動性の高い資本市場の確立を目指す規制当局にとって非常に重要な問題である。利害関係者間の情報の非対称性を表す代理変数として、取引終了時点の売り気配価格と買い気配価格の差であるビッド・アスク・スプレッドを用いた分析結果は、株価水準、出来高、規模などの諸要因をコントロールした上で、会計発生高の質が低い企業ほどビッド・アスク・スプレッドが有意に大きく、情報の非対称性が深刻であることを示している。さらに、会計発生高の質を２つの構成要素に分割した場合、ビッド・アスク・スプレッドとの関連性は基本的に、経営者の裁量に起因する部分よりも企業のビジネス・モデルや経営環境に起因する部分のほうが強力であることを発見している。

第７章「結論」では、本研究で得られた発見事項を要約するとともに、今後の研究課題を展望して、本論文を締めくくっている。

論文審査の結果の要旨

本論文は、日本の製造業に属する上場企業をサンプルとして、会計発生高の質が資本市場に及ぼす影響を実証的に調査したものである。分析の結果、会計発生高の質が低い企業ほど、①高い株主資本コストを負担すること、②株式リターンの企業固有ボラティリティが大きいこと、③ビッド・アスク・スプレッドが大きく、情報の非対称性が深刻であることを明らかにしている。本研究は、以下の各点において大きな学術的貢献があり、高く評価することができる。

第１に、本研究は、株主資本コストのほか、株式リターンの企業固有ボラティリティやビッド・アスク・スプレッドという３つの資本市場変数を調査対象とし、会計発生高の質が資本市場に及ぼす影響を多角的に分析している。それらの分析結果を総合的に勘案すれば、会計発生高の質が低い企業では、会計情報に基づく将来キャッシュ・フローの正確な予測が困難になること、比較的少数の銘柄に集中投資しなければならない投資家のリスクを高めること、または深刻な情報格差のもとで情報劣位にある投資家が情報優位にある投資家との取引によって損失を被るリスクが高くなることから、投資家がより高いリターンを要求する結果として、企業がより高い株主資本コストを負担しなければならないというのが、本研究の主たる結論である。こうした発見事項は、より低いリスクで高いリターンの獲得を目指す投資家、企業活動に必要な資金の安定的な調達を目指す経営者、企業による財務報告の質を高め、多数の投資家が安心して参加できる資本市場の確立を目指す規制当局など、財務会計を取り巻く各種の利害関係者に対して貴重な示唆を提供するものである。

第２に、本研究は、会計発生高の質を、①企業のビジネス・モデルや経営環境の不確実性に起因する部分と、②会計基準のもとで認められている経営者の裁量的な選択や判断に起因する部分に区別した上で、２つの構成要素が資本市場に及ぼす影響について有意な差異があることを明らかにしている。すなわち、経営者の裁量的な選択や判断に起因する部分が株主資本コスト、株式リターンの企業固有ボラティリティおよびビッド・アスク・スプレッドに与える影響は、ビジネス・モデルや経営環境の不確実性に起因する部分に比べて相対的に弱い。こうした発見事項は、自身の効用を高める機会主義的な動機だけではなく、自身の私的情報を伝達するという動機に基づいて経営者が会計発生高を利用している可能性を示すものであり、発生主義会計のもとで容認されている経営者の裁量行動をめぐる議論に対しても有益なインプリケーションを提供するものである。

第３に、本論文は、分析結果の頑健性や分析結果の明確な解釈を促進するための追加分析を数多く実施している。たとえば、株式リターンのうち、市場動向と連動しない企業固有のボラティリティが何を表しているのかについては、①当該企業の個別情報が数多く株価に織り込まれた結果であるという見解と、②単なるノイズにすぎないという見解の２つが対立している。本論文では、会計発生高の質と企業固有ボラティリティの関係を分析するに先立ち、企業固有ボラティリティの高い企業ほど情報環境が悪く、後者の見解が支持される証拠を提示している。こうした結果は、会計発生高の質と企業固有ボラティリティの関係に関する分析結果をよりいっそう明瞭に解釈するのに役立つ。さらに、本論文では、会計発生高の質、株主資本コスト、企業固有ボラティリティ、情報の非対称性などの実証変数について、複数の尺度を用いて分析を繰り返すなど、分析結果の頑健性を高めるリサーチ・デザイン上の配慮が随所に見られる。

このように、本研究の学術的な意義は非常に大きいが、本論文に問題がないわけではない。第１に、会計発生高の質は、利益の質を測定する有力な代理変数ではあるが、唯一の変数ではないし、会計利益を含む財務報告全体の質を評価するには、その他に考慮すべき点もある。したがって、その他の尺度を用いた追加検証が望まれる。第２に、本論文は、2000年以降の最近の期間を調査対象としているが、日本では、1990年代後半から、会計基準を国際的にコンバージェンスするため、大きな会計制度改革が実施された。本研究の調査対象期間を過去にさかのぼって拡大することにより、ビッグバンと称される会計制度改革が財務報告の質と資本市場に与えた帰結を明らかにすることができる。

もっとも、これらの問題は、本研究がさらに発展する可能性を内包していることを示すものであって、本論文の価値をいささかなりとも損なうものではない。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士（経営学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成２８年３月７日

審査委員　主査　教　授　音川　和久

教　授　櫻井　久勝

教　授　後藤　雅敏