

令和 2 年 4 月 3 日現在

機関番号：11301

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2018～2019

課題番号：18H05675・19K20877

研究課題名（和文）集約利益に関する実証的資本市場研究

研究課題名（英文）Empirical capital market research on aggregate earnings

研究代表者

吉永 裕登（Yoshinaga, Yuto）

東北大学・経済学研究科・准教授

研究者番号：40823141

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、上場企業の会計情報を平均・合計などして集約した集約会計情報の有用性や活用方法を、世界の上場企業のデータを用いて探ることを目的としている。こうした上場企業全体の経営成績や財政状態が反映される集約会計情報の有用性や活用方法については近年研究が始まったばかりであり、十分に明らかにされていない。そこで、本研究では、会計情報の中でも特に注目される利益情報に着目し、個別企業の利益情報を集約した集約利益に含まれる情報内容について、グローバル・データを用いて実証的に分析し、その結果をまとめている。

研究成果の学術的意義や社会的意義

実務の世界では、合理的な投資家は1つの企業の株式に集中投資するのではなく、複数の銘柄に分散投資している。分散投資を行う合理的な投資家にとって有用なのは、個々の銘柄だけに影響する情報ではなく、むしろ全ての株式に影響する情報である。本研究には、会計情報の投資意思決定に関する有用性を追求するために、従来の多くの会計研究で注目されてきた個別企業の会計情報をそのまま活用する方法ではなく、株式市場全体に影響する情報を会計情報から抽出して活用する方法を発見するための基礎研究としての学術的意義や社会的意義がある。

研究成果の概要（英文）：This research aims to clarify the usefulness and usage of aggregate accounting information using global data of listed firms. The research stream of the aggregate accounting information has started recently and it is not so investigated. Therefore, this research engages empirical analyses on the information in aggregate earnings and summarize the results in the paper.

研究分野：財務会計

キーワード：集約利益

1. 研究開始当初の背景

企業会計基準審議会が公表している『討議資料 財務報告の概念フレームワーク』によれば、財務報告の主たる目的は、「投資家による企業成果の予測と企業価値の評価に役立つような、企業の財務状況の開示にある。」すなわち、財務会計の主たる機能は投資家の意思決定に有用な情報を提供することにあるとされている。投資家の売買行動の結果は株価に反映されるため、個別企業の会計情報がその企業自身の株価や株式リターンにどのような影響を及ぼすのかについては、数多くの実証研究が行われてきた。

例えば、利益公表前に投資家はその利益を予想して自身の投資行動に反映させているため、会計利益は利益公表前の株式リターンと有意に正の関係にあると報告されている。その上で、投資家は完全には公表前の会計利益を予想できず、公表された実績利益を基に投資行動を行うため、会計利益と利益公表期の株式リターンの間にも有意に正の関係が観察されている。公開情報が即座かつ完全に株価に反映されるセミストロングフォームの効率性を市場が有していれば、利益公表直後に会計利益が有する情報は全て株価に反映される。しかしながら、会計利益と公表後数ヶ月後までの株式リターンの間にも、有意に正の関係が観察されることが知られている(利益公表後ドリフト)。このように、個別企業の会計利益とその企業の様々な期間の株式リターンの間には、有意に正の関係があると報告されている。

しかし、ここで財務会計の主たる機能である投資意思決定への有用性について、再度考察してみたい。投資家にとって有用な情報とはどのような情報であろうか。合理的な投資家は1つの企業の株式にのみ投資するわけではなく、複数の銘柄に分散投資している。例えば、世界最大の運用資産を誇る年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は国内外の債券や株式に投資資金を分散させており、2016年末時点では市場運用分のうち国内株式の90.62%、国外株式の86.45%を、市場全体の株価変動が反映されるインデックスに投資している(『GPIF 平成28年度業務概況書』)。複数銘柄に投資すれば、企業固有の株価変動の多くは別の企業の株価変動によって相殺される。そのため、分散投資家の資産価値は投資している株式1つ1つの株価の動きよりむしろ、日経平均株価やTOPIXなど、市場全体の株価の動きと強く連動することになる。これを踏まえると、分散投資を行う合理的な投資家にとって真に有用となるのは、個別企業の会計情報ではなく、むしろ国内企業全体に影響する情報であろう。財務会計情報の投資意思決定における有用性を追求するためには、個別企業の会計情報をそのまま活用する従来の実証的会計研究で一般的な研究の視点だけでなく、国内企業全体に影響する情報を会計情報から抽出するという視点も求められるはずである。

近年、海外の会計研究領域では、個別企業の会計情報を平均・合計などして一纏めに集約して作成された集約会計情報を用いた研究が注目されてきている。集約会計情報には、集約対象となる企業全体の経営成績や財政状態が反映されるため、分散投資を行う投資家の意思決定に資すると期待できることがその一因である。しかしながら、こうした集約会計情報を用いた研究は近年始まったばかりであり、十分にその活用方法が解明されていなかった。

2. 研究の目的

集約会計情報の株式市場における有用性とその活用方法については十分に解明されていない。そこで、本研究では上場企業の会計情報を平均・合計などして集約した集約会計情報の株式市場への影響とそのメカニズムを、世界の上場企業のデータを用いて解明することを目的として定めていた。本研究では、会計情報の中でも特に注目される利益情報に着目し、個別企業の利益情報を集約した集約利益に含まれる情報内容やこれが株式市場に及ぼす影響のメカニズムについて、会計・ファイナンス研究領域に新たな学術的知見を蓄積することを目指している。

3. 研究の方法

本研究では主に、アーカイバル・データを用いた実証分析を研究手法として採用している。本研究では、日本や米国等1つの国の上場企業のデータではなく、世界各国の上場企業のデータ、すなわちグローバル・データを用いて分析する。先行研究では1つの国のデータを用いることが多いため、グローバル・データを用いて分析する点は、本研究における3つの長所につながっている。

第1に、本研究では日本企業を含む世界各国の企業のデータを用いて分析することで、自国企業だけでなく海外企業にまで広く投資している現代の投資家に対して有用な研究成果を期待できることである。

第2に、世界各国の企業のデータを用いて分析すれば期間固定効果をコントロールできるため、一カ国の時系列データのみを使用した研究よりも頑健な分析結果を得られることである。特に、集約会計情報に関する分析を1つの国のデータを用いて行う場合は時系列データを用いた分析となるため、期間固定効果を十分に取り除けていない懸念がある。本研究ではグローバル・

データを用いるため、この懸念を払拭でき、さらに次の3つ目の長所にもつながる。

第3に、分析結果が日本や米国などの一カ国のみでしか観察されない結果であるのか、あるいは世界的に観察される一般性の高い結果であるのかについて、明らかにできる。集約会計情報に関する研究は主に米国で実施されてきたが、米国以外、日本や中国、欧州各国等、世界的に観察される結果であるのかどうかについて、分析することが可能となる。

4. 研究成果

本研究の研究成果は、主に2つである。

(1) 集約利益がマーケットリスクプレミアムに関する情報を有する理由

本研究を通じて、会計情報の中でも最も注目される利益情報を集約した集約利益に関する資本市場研究を進展させた。この研究の結果、株式市場における投資家にとっての集約利益の活用方法を探るために、集約利益と市場リターンとの関係について、グローバル・データを用いて分析した。

米国の先行研究では、集約利益にはマーケットリスクプレミアムに関する情報が含まれることが実証的に明らかになっていたが、その理由については明らかでなかった。そこで、本論文では集約利益とマーケットリスクプレミアムの間に観察される正の関係の原因として、集約利益の情報をトレンド要素とサイクル要素に分解した上で、サイクル要素にマーケットリスクプレミアムに関する情報が含まれることを発見している。

この研究に関する分析結果は英語論文にまとめており、研究期間中では海外学会において2回の研究報告を行っている。

(2) 集約利益のGDP予測に関する有用性の条件

本研究を通じて、集約利益に含まれるマクロ経済情報に関する研究も行った。上場企業の会計情報から作成された集約利益は、非上場企業も調査対象に含む法人企業統計調査の利益情報とほぼ同じ情報内容を有しており、法人企業統計調査の利益情報はGDPの要素の1つである営業余剰・混合所得と類似の情報である。また、集約利益には持続性が存在するため、将来の営業余剰・混合所得に関する情報も含まれると考えられる。そこで、先行研究では、集約利益を用いてGDPの予測精度を改善できるかどうかについて、分析が進められてきた。

本研究では、中野誠教授の協力を受けて、集約利益のGDP予測に関する有用性の条件について、グローバル・データを用いて分析した。分析の結果、集約利益のGDP予測に関する有用性が観察されるのはショック時のみであり、平時には有用性が観察されない、という結果が得られている。また、集約利益のGDP予測における有用性は、先進国よりも途上国で観察されることを発見している。

こうした分析結果は研究期間中に論文にまとめており、現在、海外の査読付き英文ジャーナルに投稿・査読中である。

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 4件）

1 . 発表者名 Yuto Yoshinaga
2 . 発表標題 CYCLICALITY IN AGGREGATE EARNINGS AND THE MARKET RISK PREMIUM
3 . 学会等名 THIRTIETH ASIAN-PACIFIC CONFERENCE ON INTERNATIONAL ACCOUNTING ISSUES (国際学会)
4 . 発表年 2018年

1 . 発表者名 Yuto Yoshinaga, Makoto Nakano
2 . 発表標題 Aggregate Earnings Informativeness and Economic Shock: International Evidence
3 . 学会等名 The 31th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues (国際学会)
4 . 発表年 2019年

1 . 発表者名 Yuto Yoshinaga
2 . 発表標題 Cyclicality in Aggregate Earnings and the Market Risk Premium
3 . 学会等名 2019 Taiwan Accounting Association Annual Conference (国際学会)
4 . 発表年 2019年

1 . 発表者名 Yuto Yoshinaga, Makoto Nakano
2 . 発表標題 Aggregate Earnings Informativeness and Economic Shock: International Evidence
3 . 学会等名 32nd Australasian Finance and Banking Conference (国際学会)
4 . 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----