

[博士論文審査要旨]

申請者：Chen Sichong

Essays on the Dynamics and Cross-Section of Stock Returns

審査員 清水 啓典

小川 英治

小西 大

資産価格の決定要因を明らかにすることは、現代ファイナンスにおける主要な課題の一つである。本論文は、資産価格とそのボラティリティの決定要因及び予測可能性に関する5つの実証研究によって構成されている。

論文の要旨は以下の通りである。第1章はイントロダクションで、本論文を執筆したモチベーションを説明している。第2章では、日本企業の株式収益率の予測可能性について分析し、配当利回りによる株式収益率の説明力が高いこと、また期待キャッシュフローによる株式収益率の変動に対する説明力は低いことを明らかにしている。第3章では、J-REIT（不動産投資信託）の収益率の予測可能性について分析している。株式収益率を対象とした第2章の分析とは異なり、将来の分配利回りに関する情報は、J-REITの収益率の変動及び期待収益率に対して有意な説明力を持つことを明らかにしている。第4章では、銀行の自己資本比率と株式収益率の関係について分析している。BIS比率よりも市場価値で評価した自己資本比率の方が収益率の説明力が高いことを示し、銀行の健全性を評価する上で市場情報が有用であることを明らかにしている。第5章では、銀行の自己資本比率変動の決定要因について分析し、期待株式収益率が時系列では説明力を持つがクロスセクションでは説明力を持たないことを報告している。第6章では、中国と先進諸国の株式市場のボラティリティの関係について分析し、中国A株市場とB株及びH株市場では、国際間でのボラティリティの伝播過程が異なることを明らかにしている。第7章では全体を要約し、今後の課題について述べている。

本論文は以下の二点で評価することができる。第一に、長期間及び広範囲にわたるデータを丹念に収集し、先行研究に即した手堅い手法を用いて実証分析を行っている点が挙げられる。実証結果の解釈の妥当性を裏付けるために、丁寧な頑健性のチェックを行っている点も評価できる。第二に、いくつかの分析で通説とは異なる結果及び斬新な政策的含意を導き出している点が挙げられる。たとえば、第4章は、リーマン・ショック以降銀行規制強化の風潮が高まる中、銀行に対する市場評価及び市場規律の有用性を指摘する重要な含意を提示している。また第6章は、近年存在感を増している中国株式市場と主要国株式市場の連関を明らかにしており、グローバル化が進展する中、アジア金融システムのあり方を検討する上で有用な貢献である。

他方、本論文にはいくつかの問題点もある。第一に、各章の分析結果はそれぞれ評価できるが、論文全体の主張が一貫性に欠ける部分がある。期待キャッシュフローはJ-REITの収益率の変動に対して説明力を持つが株式収益率の変動に対しては十分な説明力を持たないのはなぜか、今後究明する必要がある。第二に、分析がファクト・ファインディングに終始しているため、学術的貢献及び政策的含意が明らかではない場合がある。これらの点については今後のさらなる研究活動を通じて改善し、学界及び社会に貢献することを期待したい。また申請者はそれを達成する潜在力を十分に備えている。

以上の課題はあるが、本論文は査読付き学術専門誌に掲載済みの論文を複数含んでおり、総合的に判断すると学位授与に足りる水準に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。