

Title	株式市場の投資家行動 : 裁定取引と投資家心理による実証分析
Author(s)	高阪, 勇毅
Citation	大阪大学, 2013, 博士論文
Version Type	
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/34016">https://hdl.handle.net/11094/34016</a>
rights	
Note	やむを得ない事由があると学位審査研究科が承認したため、全文に代えてその内容の要約を公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、 <a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">〈a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed"〉</a> 大阪大学の博士論文について <a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">〈/a〉</a> をご参照ください。

***Osaka University Knowledge Archive : OUKA***

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

## 論文内容の要旨

氏名 ( 高阪 勇毅 )

論文題名

株式市場の投資家行動—裁定取引と投資家心理による実証分析—

本論文では、株式市場における投資家の行動特性を、裁定活動と投資家心理に焦点を当てた3つの研究成果から検証した。とくに、投資家行動を合理性の観点から掘り下げ、投資家がどれぐらい合理的なのか、どのように非合理的なのか、また、どのような行動バイアスを持っているのかを検証した。

第1章では、日経225現先間の裁定関係を実証し、割安・割高の判断が容易な場合の投資家行動に関する分析を行った。この結果、割安・割高の判断が容易な場合には、投資家は合理的な投資行動をとりやすく、裁定取引が活発であり、効率的な市場が維持されていることがわかった。よって、行動ファイナンスの研究において、投資家の非合理的な行動バイアスが指摘されてはいるが、割安・割高の判断が容易な場合には、投資家はその判断に従って行動していると考えられる。

第2章では、「株式分割バブル」の発生と崩壊を分析した。その結果、ライブドア・ショック直後の株価収益率から、ライブドア・ショックが分割銘柄への株価上昇期待を一変させたことを実証した。次に、分割発表日の株価収益率を分析した結果、新制度による分割銘柄であってもライブドアショック前に分割を発表した銘柄よりも、ライブドアショック以降に分割を発表した銘柄の方が有意に低いことを発見した。これは、心理的な要因が株式分割発表に伴う投資家行動に影響を与えていたことを意味し、投資家が代表性ヒューリスティクスに基づく投資行動を行っていることを示唆している。

第3章では、損切りできない投資家行動（気質効果）とその原因を、経済実験を利用し、実証している。様々な要因が考えられているが、この研究ではプロスペクト理論の特性の一つである、「損失回避」に焦点を当て、気質効果の発現に対する影響を実証した。その結果、損失局面と利得局面の危険回避度から算出した損失回避度が大きいほど、気質効果が大きいことが分かった。これは、損失回避が気質効果の原因の一つであることを示す結果である。

以上の検証より、投資家は割安・割高の判断が容易な場合には合理的な投資行動をとるが、割安・割高の評価が困難な場合にはヒューリスティックな投資行動をとりやすいことがわかった。また、投資家の危険回避度の大小が投資家の損切りできない投資家行動に影響を与えていることがわかった。

## 論文審査の結果の要旨及び担当者

氏 名 ( 高 阪 勇 毅 )			
	(職)	氏	名
論文審査担当者	主 査	教授	筒井義郎
	副 査	教授	大屋幸輔
	副 査	教授	太田 亘

## 論文審査の結果の要旨

## [論文内容の要旨]

本論文は、株式市場における投資家の行動特性を、裁定活動と投資家心理に焦点を当てた3つの研究成果から検証している。とくに、投資家行動を合理性の観点から掘り下げ、投資家がどれぐらい合理的なのか、どのように非合理的なのか、また、どのような行動バイアスを持っているのかを検証しているのが特徴である。

第1章では、日経225現先間の裁定関係を実証し、割安・割高の判断が容易な場合の投資家行動に関する分析を行った。この結果、割安・割高の判断が容易な場合には、投資家は合理的な投資行動をとりやすく、裁定取引が活発であり、効率的な市場が維持されていることがわかった。よって、行動ファイナンスの研究において、投資家の非合理的な行動バイアスが指摘されてはいるが、割安・割高の判断が容易な場合には、投資家はその判断に従って行動していると考えられる。

第2章は、「株式分割バブル」の発生と崩壊を分析している。その結果、ライブドア・ショック直後の株価収益率を分析することによって、ライブドア・ショックが分割銘柄への株価上昇期待を一変させたことを明らかにした。次に、分割発表日の株価収益率を分析した結果、株式分割の制度改正後の分割銘柄だけを対象としても、ライブドア・ショック前に分割を発表した銘柄よりも、ライブドア・ショック以後に分割を発表した銘柄の方が有意に低いことを発見している。これは、心理的な要因が株式分割発表に伴う投資家行動に影響を与えたことを意味し、投資家が代表性ヒューリスティクスに基づく投資行動をとったことを示唆している。

第3章では、損切りできない投資家行動（気質効果）の有無とその原因を、経済実験によって実証している。様々な原因が考えられているが、この研究ではプロスペクト理論の特性の一つである「損失回避」に焦点を当て、気質効果の発現に対する影響を実証している。その結果、損失局面と利得局面の危険回避度から算出した損失回避度が大きいほど、気質効果が大きいことが分かった。これは、損失回避が気質効果の原因の一つであることを示す結果である。

以上の検証より、投資家は割安・割高の判断が容易な場合には合理的な投資行動をとるが、割安・割高の評価が困難な場合にはヒューリスティックな投資行動をとりやすいことが明らかになった。また、投資家の危険回避度の大小が投資家の損切りできない投資家行動に影響を与えていることが明らかにされた。

## [審査結果の要旨]

本論文は投資家の限定合理性について、3つの現象を実証的に分析することによって調べている。手堅い実証分析と新奇性に富んだ経済実験により、株の割安・割高の判断が容易かどうか投資行動の合理性の程度に影響すること、また、損失回避が気質効果の原因であるという新しい知見を得ている点が評価できる。よって、本論文は博士（経済学）としての価値があるものと判断する。