The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	資産価格形成に関する理論的・実証的研究 : 株式, 国債市場を中心として
Author(s)	福田, 祐一
Citation	大阪大学, 1995, 博士論文
Version Type	
URL	https://hdl.handle.net/11094/39578
rights	
Note	著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、大阪大学の博士論文についてをご参照ください。

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

【3】

氏　　名	福　田　祐　一
博士の専攻分野の名称	博　士（経済学）
学位記番号	第　12152　号
学位授与年月日	平成7年11月27日
学位授与の要件	学位規則第4条第2項該当
学位論文名	資産価格形成に関する理論的・実証的研究 －株式，国債市場を中心として－
論文審査委員	(主査) 教授 蠟山 昌一 (副査) 教授 筒井 義郎　助教授 コリン・ロス・マッケンジー

論文内容の要旨

本論文は，導入部の第1章と全体のまとめと今後の課題を要約した第9章を除くと，7つの章から構成される。前半の第2章から第4章は株式市場を，後半の第5章から第8章は国債市場を対象とする本論文は，これらの市場に関する学位申請者のこれまでの研究をまとめたものである。研究の対象となる2つの市場は日本の証券市場の中枢をなすものであり，それぞれ様々な問題をかかえており，研究対象として興味はつきない。もっとも，本論文はそれらを網羅的にとりあげているわけでない。焦点を絞り，可能な限り丁寧な分析を展開しようとしている。すなわち，とりあげられている題目は，株式市場については株価におけるバブル要因の理論的・実証的な解明，そして，国債市場については利子率の期間構造に関わる現実的な問題であり，これらに的を絞っている。

まず，株式市場における株価形成をあつかった第2章から第4章までを見るとしよう。第2章は，1985年以降の日本における株価暴騰および暴落が果たして経済学の「合理的バブル」であったかどうかを問うている。なお，ここでバブルとは，資産価格を説明する要因として存在する，ファンダメンタルズ（例えば，株価について言えば将来配当の割引現在価値）以外の予想要因のことであり，ある期のその要因が来期のそれの割引価値と一致するとき，それが合理的バブルとされる。さて，上記の問いに対する本論文での答えは否である。この結論の是正はともかく，ここでの分析の特徴はこの結論にいたる検証を論理的に，かつ，可能な限り一般的な手法で行ったことにある。すなわち，株価に合理的バブルの存在しないことの十分条件が，その一階の階差の定常性にあることを示した上で，現実の株価データがこの十分条件を満たすものであることを立証し，合理的バブルが存在しなかったと結論づけているのである。さらに，この検証において，将来収益の割引率をこれまでの先駆的な研究のように一定と仮定するのではなく，より弱く定常であると仮定し，分析に成功している点，および，合理的バブル存在の必要条件でなく十分条件を分析している点が，これまでの研究にない新たな貢献である。

第3章では，経済学におけるバブル現象の分析を進展させる可能性を秘めた理論的な分析が行われている。すなわち，経済学における様々なバブル・モデルを整理し，離散時間モデルと連続時間モデルのそれぞれで展開される合理的バブル・モデルの関係を整理し，その整理を通して合理的バブル・モデルの特性を明らかにしている。その際，シミュレー

ションをも駆使して，分析をわかりやすく明らかにしている。

第4章は，第3章で示された，完全には崩壊することのない「単純な確率的バブル」が従来の合理的バブルの検証方法で識別可能であるか否かが検討され，その不可能性が論証されている。この結論によれば，複雑なバブルはいうまでもなく単純なバブルさえも識別不可能だということになり，合理的バブルの実証研究に根本的な問題を提起している。さらに，より一般的に言えば，合理的バブルの検証とは確率的横断面条件の検証ということに他ならないから，ここでの結論は動学的最最適化問題の十分条件が検証しにくいことを意味し，最近のマクロ経済学などの実証研究に多くの示唆を与えるものと考えられる。

次に，第5章から第8章までの4つの章は国債利回りに関する分析を集めたものである。第5章はいわゆる利子率の期間構造に関する理論的な分析を要約した上で，それらの実証分析を展望した論文である。この展望によって，時間に依存するリスクプレミアムを用い利子率の期間構造を分析した結果が，欧米では否定的であるのに対し，日本では肯定的であるという傾向にあることが示される。

続いて第6章は，利子率の期間構造が成立するか否かで顕著な対立が見られる消費資産価格モデルをとりあげ，果たしてこのモデルでの期間構造が日本の国債利回りに成立しているかどうかを検討する。従来の研究の分析手法，対象データについての問題点を独自に解決し再検証を行った結論は，欧米のケースと同様に日本でも消費資産価格モデルに基づく期間構造が成り立っていないということである。この章は，適切なデータの独自に作成していることをはじめ，計量分析の手法に至るまで，特に注意が行き届いた分析となっている。

第7章，第8章は，それぞれ日本の国債市場に固有の現象といわれることがらを取り上げ，本当にそれらが存在しているのかが検証される。すなわち，第7章での考察の対象は「直利指向」であり，第8章での分析対象は「指標銘柄」である。前者は，直利指向の存在しないための条件が，高および低クーポン債の価格の間にある種の共和分関係が存在することであることを示し，この条件の検証の結果，1980年代半ばまではたしかに直利指向が存在したが，その後は減衰していることを明らかにしている。

第8章で扱われる「指標銘柄」の問題は，高流動性の銘柄に流動性プレミアムが存在するかどうかに他ならない。そこで本論文では，実務家の通念では指標銘柄に存在するとされる流動性プレミアムが真に統計的に検証できるかどうかを調べ，80年代半ばまではともかく，最近では見られないことを結論として導いている。

論文審査の結果の要旨

本論文で扱われている株価におけるバブル要因の理論的・実証的な解明，そして，国債市場における利子率の期間構造に関わる問題はいずれも，日本の証券市場を語るとき，避けては通れない重要な問題であり，時宜にかなっている。

まず，株価の分析に関しての本論文の意義に触れよう。その中心は第2章にあるので，ここではそこに評価の的を絞ってみたい。80年代後半以来の株価の動きは，一般にはバブル現象として理解されているが，しかし，福田氏はこれが経済学でいういわゆる合理的バブルであるかと問い，そうではないという結論に達している。では，どのようなバブルであったのか。それは本論文の域を越えた難問であり，今後の研究に待たねばならない。ともあれ，こうした結論怯それ自体ひとつの重要な問題提起であるといえよう。だが，本論文の最大の貢献はこの結論にいたる検証を論理的に，かつ，可能な限り一般的な手法で行ったことにある。すなわち，株価に合理的バブルの存在しないことの十分条件が，その一階の階差の定常性にあることを示した上で，現実の株価データがこの十分条件を満たすものであることを立証し，合理的バブルが存在しなかったと結論づけているのである。さらに，この検証において，将来収益の割引率をこれまでの先駆的な研究のように一定と仮定するのではなく，より弱く定常であると仮定し，分析に成功している点，および，合理的バブル存在の必要条件でなく十分条件を分析している点が，これまでの研究にない新たな貢献である。

次に国債市場における利子率の期間別構造に関する本論文（第6章）の意義に触れたい。この分野についてはこれまでも内外で多くの研究が行われてきた。本論文はそれらを丁寧にサーベイし，分析手法，対象データについての問題点

を福田氏なりに解決し再検証を行った結果，欧米のケースと同様に，日本でも消費資産価格モデルでの期間構造が成り立っていないという結論を導いている。この結論は少なくとも日本における定説に一石を投じるものである。この章は，適切なデータを独自に作成していることをはじめ，計量分析の手法に至るまで，特に注意が行き届いた分析となっていることも高く評価できる。

使用するデータ，分析手法について丁寧かつ注意深いというのは，本論文全体を通して評価できる特徴である。この特徴は直利指向問題を扱った第７章，指標銘柄の存否を論じた第８章でもいかんなく発揮されている。

本論文の中心を構成する第２章から第８章までの７つの章はそれぞれ独立した論文であり，各分野での研究に新しい貢献をなしていることは以上の通りである。だが，本論文で得られた事柄と今後の課題をまとめた第９章ではっきりと述べられている通り，すべての章の分析視角および結論が整合的かといえば，必ずしもそうでない。また，ここでの多くの貢献が現実の市場でどのような意味をもっているかという点に関する配慮も，分析面での注意深さと比べてみると，必ずしも十分でない。とはいえ，本論文のこうした問題点については，第９章で示されているように福田氏も十分に認識しており，本論文の学術的価値を損なうものでは全くない。よって本論文は博士（経済学）の学位に十分に値するものであると判定する。