



Title	日本の資本市場の実証分析
Author(s)	西尾, 彰
Citation	大阪大学, 1998, 博士論文
Version Type	
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/40539">https://hdl.handle.net/11094/40539</a>
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、<a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">大阪大学の博士論文について</a>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

氏 名	にし お 彰 西 尾 彰
博士の専攻分野の名称	博 士 (国際公共政策)
学 位 記 番 号	第 1 3 9 8 6 号
学 位 授 与 年 月 日	平成10年 3 月 25 日
学 位 授 与 の 要 件	学位規則第4条第1項該当 国際公共政策研究科比較公共政策専攻
学 位 論 文 名	日本の資本市場の実証分析
論 文 審 査 委 員	(主査) 教 授 伴 金美  (副査) 教 授 蛭山 昌一 助教授 コリンロス マッケンジー

### 論 文 内 容 の 要 旨

80年代終わりから90年代はじめにかけてのバブル経済は、その後の経済成長に多大な負の遺産を残した。本論文は、資産市場の動きを実証し、その経済に与える影響のひとつについて分析を加えることを目的としている。論文は、2つの章から構成されている。第1章が資産市場の平均回帰性の検証、第2章が実物オプション理論を使った分析となっている。

第1章では資産市場、株式市場での価格の動きを中心に検証する。分散比を使ったノンパラメトリックな方法と、収益率、金利、配当利回りからなる多変量自己回帰過程による実証を行なっている。結果として、日本の株価に、短期的には平均乖離、長期的には平均回帰な動きがみられた。こうした現象は、米国の株式と同じである。ただ、米国の約1年に比べて日本の平均乖離を示す期間が7～9年（分散比による結果）、3年（多変量回帰モデル）と長くなっていることが分かった。また、予期せぬ期待収益率の変化に対する株価の弾力性が大きいことも見出された。

第2章では、第1章で検証された資産市場の長期の平均回帰の性質の意味について、不良債権問題を取り上げ、検討を加える。そこでは、実物オプション理論を用いて不良債権行使を1つのオプションとして捉えられることが示される。その理論を平成不況の分析に応用した。不良債権行使が進まなかった原因が、資産価格の不確実性、低配当（地代）などに加えて、平均回帰的な性質に求められることが分かった。平均回帰性は、回帰スピードがゆっくりしたものであっても、酔歩過程下では不良債権処理に有効である金融緩和政策の効果を低下させた。

### 論 文 審 査 の 結 果 の 要 旨

本論文の第1章は、日本の資本市場において観測される株価収益率と株式収益率のデータの時系列特性を、分散比を用いたノンパラメトリック手法と多変量自己回帰手法の二つを用いて分析し、平均回帰の性質を持つことを明らかにしている。このような平均回帰特性に焦点をしばった実証分析は、アメリカの資本市場を対象とした先行研究があるが、日本の資本市場に適用した例は少なく、本研究成果は学会でも大きく評価されている。特に、1980年代の後半から1990年代初めにかけて生じた株価の高騰と暴落時のデータを標本期間に含めても、平均回帰の性質が成立することを実証したことは大いに評価できる。

株価データに平均回帰の性質のあることは、資本市場にショックが発生しても、時間が経過すれば元の確率過程に復帰できることを意味するが、1990年の株価暴落以降に、資本市場が長く低迷を続けた要因となりうることを示唆するものである。本論文の第2章は、株価の暴落が一時的であると市場が誤って解釈することで不良債権処理を先送りし、その結果として金融システムの不安定要因の除去に失敗する可能性がシミュレーション分析で明らかにされている。本論文は、我が国の資産市場における混乱を、資本市場における価格の確率的性質を明らかにすることで説明を試みようとするもので、実証的には遜色の無いものである。

ただ、資産価格の変動モデルと実証分析は、本論文で扱った以外に多く存在しており、本論文ではそれらと比較しながら行っている訳ではない。そのため、本論文で行われている分析結果では、我が国の資産市場における最近の変動を説明するモデルとして優れているかどうかの評価ができないことに不満が残る。しかしながら、複雑な確率過程にしたがう資産価格の変動を、高度な統計的手法を用いて整合的に分析を試みており、博士（国際公共政策）の学位に十分値するものと判断する。