



Title	A Behavioral Approach to Financial and Monetary Economics
Author(s)	木成, 勇介
Citation	大阪大学, 2008, 博士論文
Version Type	
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/49061">https://hdl.handle.net/11094/49061</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">＜a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed"&gt;https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed</a> >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 木 成 勇 介

博士の専攻分野の名称 博士（経済学）

学位記番号 第 21732 号

学位授与年月日 平成 20 年 3 月 25 日

学位授与の要件 学位規則第 4 条第 1 項該当

経済学研究科経済学専攻

学位論文名 A Behavioral Approach to Financial and Monetary Economics  
(行動科学的アプローチの金融・ファイナンス論への適用)

論文審査委員 (主査)  
教授 筒井 義郎

(副査)  
教授 池田 新介 准教授 福田 祐一

## 論文内容の要旨

本論文は、人間は伝統的な経済学が想定するほどには合理的ではなく、様々な（広義の）非合理性を持つ可能性を認めて分析する「行動科学的アプローチ」を採用し、金融市場で観察されるアノマリーについて分析を行っている。

第 1 章は、本論文全体の序章をなすものである。指数型の割引関数や利己性といったこれまでの伝統的経済学における個人の選好の仮定を保持しつつ、現実の経済環境の一側面をモデルに取り込むことでアノマリーの解明を試みる伝統的なアプローチと、個人はそのような選好を必ずしも持つわけではないと考え、ある種の非合理性をモデルに取り込んでアノマリーの解明を試みる行動科学的アプローチとを比較し、共通点と相違点を論じる。また、それぞれのアプローチを採用した研究例をあげ、経済学における行動科学的アプローチの歴史的背景にも触れている。最後に、本論文の概要が述べられている。

第 2 章では、証券市場で観察されている小型株、バリュー株、指数構成銘柄の入替えという 3 つの収益率アノマリーをとりあげ、証券市場の効率性とノイズトレーダーの影響の大きさという 2 つの観点から分析を行っている。具体的には、株価の部分調整モデルをカルマンフィルター法を用いて推定している。その結果、ノイズトレーダーが効率性に与える影響の大きさを計測し、日経平均株価構成銘柄の入替えが対象企業の株価形成に影響を与え、その価格形成が非効率になったことを明らかにしている。また、日経平均株価を構成している銘柄においては、それ以外の銘柄に比べてノイズトレーダーの影響が大きいことを明らかにしている。さらに、小型株とバリュー株は、大型株とグロース株に比べて、ノイズトレーダーの影響が小さいことも見いだしている。これらの分析結果に基づいて、収益率アノマリーと投資家の非合理性との間に何らかの関係があるとの推測を示唆している。

第 3 章では、大阪大学 COE が実施した日米家計のアンケート調査を用いて、日本の家計は米国の家計と比べて危険資産比率が低いという事実を見だし、その原因について分析している。まず、両国における家計の相対的許容度を推定して、両者に統計的に有意な差は観測されないことを明らかにした。したがって、両国の危険資産比率の違いは、日本の家計がより危険回避的であるからだという説明は成立しない。さらに、先行研究で報告されている様々な危険資産比率の決定要因を説明変数とした危険資産需要関数を推定して、それらの要因は日米それぞれの国の危険資産保有を良く説明するものの、両国の危険資産保有比率の違いを説明できないことを示した。このことは、危険資産比率の日米格差は本論文の分析で明示的に考慮されなかった要因に依存していることを意味する。最後に、これらの

結果を踏まえて、両国の金融システムの違いや何らかの非合理性といった要因が、危険資産比率の日米格差を引き起こしているかについて議論している。

第4章は、時間割引に関する経済実験の結果に基づいて、時間割引の特徴について分析している。具体的には、逓減的時間割引・期間効果・金額効果という三つの時間割引率アノマリーの存在と原因について分析を行っている。経済実験を行って時間割引率を計測している多くの先行研究は、個人が将来の報酬に関する場合よりも直近の報酬に関する場合に衝動的な意思決定を行うということを報告している。しかし、これらの先行研究では、報酬を受取る時点の遠さと与えられた選択肢間の期間差を区別していなかったため、報酬を受取る時点が遠い場合に割引率が低いという逓減的時間割引率を期間効果と明確に区別して確認していなかった。そこで、本論文は、報酬を受取る時点の遠さと与えられた選択肢間の期間差とを明示的に区別した実験を設計して、逓減的時間割引率が頑健に観察されることを明らかにした。また、報酬金額が大きくなればなるほど割引率が低くなる金額効果と、選択肢間の期間差が長くなればなるほど割引率が低くなる期間効果も確認している。

本論文は、さらに、これらの時間割引率アノマリーがなぜ生じるかについて分析を進める。第1に、個人の意思決定が与えられた選択肢間の金額差に依存しているために金額効果と期間効果が発生しているという「金額差効果仮説」を提唱し、それがデータによって支持されることを明らかにした。次に、心理学で著名な「主観的時間は客観的時間の対数関数である」という「Weber Law」を援用すると、たとえ、主観的には指数割引であっても、実験者には逓減的時間割引と期間効果が観察される可能性があるという仮説を示し、その仮説がデータと整合的であるかどうかを実証した。その結果、Weber Lawによる説明は棄却されることを明らかにしている。

第5章は、本論文を要約し、経済学における行動科学的アプローチに対する批判に対する著者の見解を述べている。また経済学における行動科学的アプローチの今後の発展に関する著者の見解が述べられている。

## 論文審査の結果の要旨

本論文は、個人の時間割引、危険資産保有、株式市場のノイズとアノマリーという金融行動に関する、選好、意思決定、市場取引という異なるレベルの問題を取り上げて分析している。経済実験、アンケート調査、通常の計量分析という異なる手法を用いている点も興味深い。3つの研究はどれも、入念に行われており、その結論も一定の説得力を持っている。よって、博士（経済学）を授与するに十分な業績であると判断する。