

氏 名 (本籍)	藤 井 陽一朗 (兵 庫 県)		
学 位 の 種 類	博 士 (社会経済)		
学 位 記 番 号	博 甲 第 5521 号		
学位授与年月日	平成 22 年 3 月 25 日		
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当		
審 査 研 究 科	システム情報工学研究科		
学 位 論 文 題 目	ツリーエコノミーにおけるエクイティプレミアム・パズルの研究		
主 査	筑波大学教授	Ph. D. in Economics	浅 野 哲
副 査	筑波大学教授	Ph. D. in Decision Analysis	中 村 豊
副 査	筑波大学教授	Ph. D. in International Economics	藤 井 英 次
副 査	筑波大学准教授	博士 (経済学)	大久保 正 勝
副 査	筑波大学准教授	Master of Science in Financial Economics	高 安 雄 一

論 文 の 内 容 の 要 旨

Lucas (1978) が提案したツリーエコノミーによるエクイティプレミアム (E.P.) の理論値は実際のデータに当てはまらないことが多い。これを equity premium puzzle (パズル) と呼ぶ。パズルを解明するため多くの研究が行われてきたが、依然として解決されたとは言えない。多くの先行研究は米国のデータに基づいているが、日本のデータを使った分析では、パズルの発生について見解が分かれている。さらに、データ期間も、米国では 1 世紀近いデータを用いている場合もあるが、日本のデータを使用した既存研究では 10 年程度であり、長期データによる分析が必要である。本研究では、1950 年代からの約半世紀近いデータを使用し、日米でパズルの発生を検証し両国においてモデルから推定された E.P. と観測値との間に乖離があることを明らかにする。これは、両国においてパズルが発生していることを示唆している。続いて本研究では、パズル解決のためにツリーエコノミーを拡張する。拡張にあたって、パズルの発生する原因は、実際に意思決定をおこなう個人と、経済学者などに代表される分析する側との間に、意思決定過程の認識にずれがある可能性を探った。具体的には、資産選択において、直面する資産の配当以外に個人が私的に抱えるリスクを分析者が見落としていたり、配当を推定する際に用いるデータの不備を認識していなかったり、個人の生存期間について想定を誤る可能性などが挙げられる。これらの認識の差異を修正することで、E.P. の観測値をよりよく説明できる、すなわちパズル解決の可能性があると明らかにする。

審 査 の 結 果 の 要 旨

本論文は Equity Premium パズルという興味深いテーマに様々な角度から取り組み、日米の長期データの分析から既存研究の拡張・深化を図ったものである。7 章からなり 2 章から 6 章が相互に関連した独立論文となっている。まず、2 章では先行研究と類似の手法を用いれば日米において E.P. パズルが発生することを動学および静学的枠組みの両方で示している。3 章では個人の私的リスクが存在し、分析者がそれを認識しないまま E.P. を算出する際の帰結を検討している。リスクの具体例として労働所得の不確実性を導入した理

論モデルを構築し、数値計算によってパズルが解決する可能性を示した。4章は既存研究では想定されていなかった経済恐慌が起きうるケースを分析する。筆者はすべての金融資産が崩壊する「経済崩壊」と崩壊が一部にとどまる「経済危機」の2つのケースについて検討し、後者の下ではパズルが解消できることを示した。5章では個人が有限複数期間生存するとしてE.P.の値を数値計算により求める。その結果パズルが解消する可能性があることが示される。従来の動学的分析では個人は無限期間生存する、静学的分析では生存期間は一期間としてきたアプローチの中間をとり、パズルの発生する可能性を検証したものである。6章は動学的モデルに複数の危険資産を導入し、4章で導入した経済危機の発生を想定して数値計算によりパズルが発生する可能性を検証している。7章はまとめと今後の展望である。

各章で使われる基本的な分析枠組みは既存研究で標準的に使われたものを踏襲しているが、それらに加えてプラスアルファの要因を手際よく加味し、データとの整合性を数値計算により確認してパズル解明の可能性を探っている。各章の数値計算の根拠となる消費者の危険回避度、金融資産の期待収益率、収益の分散など主要なパラメータの想定値についての説明、検討が若干不足している。また、筆者の仮定した代表的個人ないしは完備市場の枠内でパズルが解決できるなら、その含意は何かなどに触れていない、さらに上記の諸パラメータが期間中一定に保たれたと考えてよいのか、など疑問・不満が残る点もあるが、これらの課題については今後の研究の進展に期待したい。

著者は博士（社会経済）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。