

氏名(本籍)	木村俊夫(神奈川県)		
学位の種類	博士(経営学)		
学位記番号	博甲第4890号		
学位授与年月日	平成21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	ビジネス科学研究科		
学位論文題目	Optimal Investment under Uncertainty in Household Finance (家計ファイナンスにおける不確実性下での最適投資に関する研究)		
主査	筑波大学教授	博士(理学)	牧本直樹
副査	筑波大学教授	工学博士	椿広計
副査	筑波大学教授	博士(工学)	徐驊
副査	筑波大学准教授	博士(工学)	山田雄二
副査	首都大学東京准教授	博士(経済学)	田中敬一

論文の内容の要旨

家計の消費や投資行動は、その家計のプロファイルや資産・負債の水準、時間とともに変化する経済環境などに応じて大きく異なるが、こうした差異は、各家計が生涯にわたる消費や資産の水準を高めることを意図して行動することによって生じると考えられる。このような家計の最適な消費や投資行動を求める問題は、Merton (1969) の先駆的な研究以来、家計ファイナンスの分野において幅広く研究されてきた。一方で、実証的に観察される事象の中には、理論モデルから導かれる合理的な行動では説明できないものも少なくなく、理論と実証のギャップを埋めるためのモデルの精緻化や拡張が現在も続けられている。

このような背景を踏まえた上で、本論文では、大きく二つの方向で、既存研究の拡張を行っている。第一は、負債の中で大きな割合を占める住宅ローンの返済および借換行動を取り入れること、第二は経済環境の不確実な将来変動をレジームスイッチによって表現することである。こうした要素を取り入れることで、より現実的な問題設定に近づけながら解析可能なモデルを構築し、実証的に観察される事象や家計行動の説明を行っている。

本論文は6章から構成される。

第1章では、研究の背景と目的を述べた上で、論文構成に沿って各章の概要を説明するとともに、本研究の意義を述べている。

第2章では、本研究で利用した解析のビルディングブロックとなる Merton (1969) の最適消費・投資モデル、オプション価値に基づく借換モデル、Hamilton (1989) に遡るレジームスイッチモデルを中心に、関連する先行研究の詳細なサーベイを行っている。

第3章では、Merton (1969) の最適消費・投資モデルに、負債の返済期限の選択を加えたモデルを構築し、借入時における最適な返済期限と、その後の消費・投資行動を導出している。その結果、負債の返済期間中は返済終了後に比べてリスク資産の比率が高まるという示唆を得ている。さらに、日本の家計マイクロデータに対して二変量プロビットモデルを適合した分析を行い、理論モデルから得られた示唆が実証的にも支持さ

れることを確認している。

第4章では、消費と資産選択の問題から離れ、最適な負債の借換行動に焦点を絞った分析を行っている。負債の借換行動については、金利がさほど低下していないにも関わらず借り換えたり、大きく低下しても借り換えない行動が実証研究によって観察されている。本論文では、Agrawal 他（2007）による解析的な借換モデルに、レジームスイッチによる金利の不確実な変動を導入する拡張を行い、準解析的な最適借換行動を導出している。また、米国のデータを用いた実証分析を行い、レジームスイッチを考慮することで現実の借換行動をうまく説明できることを示している。

第5章では、再び家計の最適消費・投資行動に戻り、Merton（1969）モデルに対して、レジームスイッチによる不確実な将来変動、他者との相対的な資産水準に依存する家計効用、預金よりも高い借入金利、という三つの拡張を行っている。これらのより現実的な仮定の下で、準解析的な最適消費・投資行動を導出するとともに、数値例によって、景気循環の中で消費行動が投資よりも安定的に推移するなど、実証結果に整合的な現象を見出している。

最後の第6章では、本論文の研究成果を総括している。

審 査 の 結 果 の 要 旨

本論文では、Merton（1969）に始まる家計ファイナンスにおける従来の研究に対して、二つの方向で拡張を行っている。第一は、返済期限の設定や金利変動に応じた借換行動など負債の要素を取り入れたこと、第二はレジームスイッチの導入や金利と家計効用の一般化など、問題設定をより現実に近づけたことである。こうした拡張はモデルの解析を複雑化させるが、本論文ではいずれのモデルに対しても解析的または準解析的な最適解を導出しており、そのことによってモデルから得られる示唆が明確なものとなっている。また、実証分析や数値計算によって、従来のモデルでは合理的に説明できなかった家計行動のいくつかは、本研究のモデルによって説明し得ることを明らかにしている。

一方で、本論文の三つのモデルは、それぞれ家計行動の重要な側面は捉えているものの、全体として統一されたフレームワークを提示しているとは言い難い。実際の家計主体は、さまざまな要素を考慮した複雑な意思決定を行っており、各要素が相互に及ぼしている影響については、本研究では十分に分析されていない。今後は、そうした分析を可能とする統一されたモデルが必要とされるであろう。

以上、将来的に解決すべき課題は残されているものの、本学位論文は、家計ファイナンスの理論と実証の両面において重要な研究成果を導出しており、博士（経営学）を授与するに十分な内容と判断する。

よって、著者は博士（経営学）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。