

[博士論文審査要旨]

申請者：高橋秀朋

Three Essays on Empirical Tests of Market Efficiency

審査員 小川 英治
小西 大
三隅 隆司

本論文は、日本の株式市場の効率性の実証分析を行ったものである。株式市場（より一般的には資本市場）の効率性は、多くの研究者によって、ファイナンスにおける基本原則とみなされているものではあるが、その実証的妥当性をめぐっては長年にわたって多くの議論が続けられている。

市場の効率性の実証研究にあたってはさまざまな手法が提示されているが、本論文では、何らかの情報(あるいはイベント)にもとづく投資戦略が超過的な収益を生み出すかどうかを検証するという手法を用いた実証研究を行っている。第 2 章では、大学が同窓である者同士の情報交換は、そうでない場合に比べて質・量ともに優れているという想定のもと、情報量と投資収益の関係を実証的に検証している。本章の分析では、投資信託のファンド・マネジャーと企業経営者とが同窓である銘柄とそうでない銘柄とで、前者の収益率の方が後者のそれより高いことが実証的に示されている。第 3 章では、空売り戦略の有効性を実証的に検証することを通じて、空売り投資家が価格に反映されていない有用な情報を有している可能性を示している。さらに第 4 章では、個人投資家の取引行動（個人株主比率の増減を代理変数として測定）と株式収益率の関係を実証的に考察し、ノイズ・トレーダーの行動が資産価格の決定に有意な影響を与えることを検証している。

本論文の評価できる点としては、以下の 2 点が挙げられる。第 1 に、実証分析において用いられている手法が手堅いことである。本論文で最も重要な変数である「超過収益率」については、それをどのように測定するかが、従来から議論の的となっていた。本論文では、超過収益率をさまざまな方法を用いて測定し、その頑健性が十分に考慮されている。第 2 に、行動ファイナンス的な視点からの考察を行っている点である。市場の非効率性の原因として近年注目をあびている考え方のひとつとして、投資家の行動バイアスを考慮する行動ファイナンス的アプローチがある。本論文で提示された仮説の背後には、投資家の行動バイアスにもとづく説明があり、結果の解釈においてもそのような立場からの考察が提示されている。その意味で本論文は、日本の株式市場の効率性に対して、行動ファイナンスの立場からなされた初期の実証研究と評価することができよう。

他方、本論文にはいくつかの問題点もある。第 1 に、提示された仮説の中には、理論的背景が明確ではなく、必ずしも検証可能なあるいは妥当な仮説とはいえないものもある。第 2 に、実証分析では代替的仮説に対する言及が十分ではなく、提示された仮説の検証が十分になされているのかが判断しがたいものもある。審査員としては、本論文の筆者が、上で指摘されている点を、今後の研究によって埋め、より完成度の高い研究とすることを強く期待したい。

以上のような課題を残すものの、本論文は査読付き学術雑誌に掲載されている論文を複数含んでいて、総合的に学位授与に足りる水準に達していると認められる。よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第 5 条第 1 項の規定に準じた取扱により一橋大学博士(商学)の学位を受けるに値するものと判断する。