

博士論文審査要旨

I . 論文の主題と構成

李ガン氏から提出された博士論文のタイトルは「日本の株式市場と為替リスク：国際ポートフォリオ理論の検証」である。本博士論文は次の七章から構成されている：

- 第1章 問題意識と代表的研究に関するレビュー
- 第2章 国際資産価格決定理論と実証研究サーベイ
- 第3章 日本株式市場の発展と変貌 背景研究
- 第4章 月次効果から見る日本株式市場
- 第5章 国際資産価格決定モデルによる日本株式市場の分析
- 第6章 日本株式市場におけるAPTの検証
- 第7章 結論。

II . 論文の概要

李ガン氏の博士論文は、国際ポートフォリオ投資に関連する多くの研究から生み出された理論的含意について、日本の株式市場から得られた統計データを活用して、その有効性について多角的に検証しようと試みた研究成果である。国際分散投資の論理に従って行動することは、理論的含意が明らかにしたようにリスク低減を可能にさせる。李氏の論文は、こうした理論的提示について、それと関わる様々な観察事実と比較考量することによって、理論の説明力、有効性と限界について検証しようと努めている。

一つの興味ある観察事実、国際ポートフォリオ理論のリスク軽減という含意から距離を置く形で、投資家の行動が自国バイアスの傾向を取る行動を見せていることである。この事実を説明する主要な要因の一つとして為替リスクが考えられる。国際投資を追及する投資家にとっては、投資国に関わる市場リスクに加えて為替リスクを考量しなければならない。この要因が自国バイアスに向けた誘引になるのではないかという課題が提起される。この問題は第2章で扱われている。

もう一つの興味ある観察事実、日本の株式市場が既に多くの外国人投資家を迎え入れることに成功し、市場がグローバル化を急速に進めてきたという点である。外国人投資家の株式保有比率と流通市場における売買高・代金を見てもこの傾向は明確なものとなっている。この新展開が国際ポートフォリオ行動にどのような影響をもたらしているかは日本の株式市場を解明するに当たっての新しいテーマとなっている。

世界市場リスクと為替リスクを織り込んで、日本株式市場の特質を解析するという課題が李ガン氏の博士論文の核となっている。しかし、数量的検証であっても、第3章で展開されているように、日本の株式市場が巷間言われているような特徴、例えば厳しい制度的規制の下に置かれてきた経緯や市場参加者間の株式持合い制度など、を十分に考慮しておく必要がある。そこで、李氏の論文は第4章、第5章で日本の株式市場に現れた傾向について数量的に検証を展開している。第4章で扱われている月次効果は、市場の効率性の判断にとって重要な問題である。また、その効果は資産価格決定モデルの適格性にも影響を与えることになる。第5章では、産業ポートフォリオを駆使することで、産業別で見た日本の市場がどれだけ世界市場に統合されているのかという判定に資する研究を遂行している。

前章を前提にして、李論文はリスク・ファクターが資産価格決定の過程で果たす影響の分析を第6章で展開している。資産価格決定モデルは、それらの要因について理論的説明をする際には有用な理論であるものの、採用される変数の数に制約があることは広く知られている。この制約を解消し実証的に経済変数間の影響の程度を識別させるために、李ガン氏は因子分析を適用することでファクターごとの経済的な意味合いを測定しようとしている。この作業を通じて、主要なリスク・ファクターとして考慮されるものが国内市場収益率であるという発見をしている。

実証研究を扱った第4章から6章までの部分で、日本の株式市場は独自の特徴を維持させていることが確認された。しかし、これは日本市場が隔離されていることを意味するものではなく、世界市場との連動性・相互性を深めていることを背景にしたものである。論文はこの傾向について注意深い記述を展開している。

博士論文を通して発見された幾つかの興味ある事実と、さらに今後の研究課題について最後の第7章で取りまとめている。数量分析で利用された李氏の作成した計算ソフトの概要は論文最後の部分に付記されている。

III . 論文の評価

李ガン氏の博士論文は一貫して日本の株式市場の特徴を国際ポートフォリオの視点から解明しようとしたものである。実証検証を扱った第4、5、6章では新しい発見が提示されている。一つは従来の理解からはなれて、新しい月次効果の存在を見つけ出したことである。それらの月次効果は日本市場で展開される個人投資家の行動や世界市場の影響を受けた結果であるという判定を下している。この発見は、日本の市場の特徴を知る上で非常に興味のある提示である。

産業ポートフォリオ別の検証では、グローバル化が進んでいると思われる産業については世界市場リスクによる影響を受けやすくなっていることが統計学的に検証された。しかし、その一方で、為替リスクの価格付けに関する統計学的追求は、国際化が進んでいると思われる産業では、より国内向けと判断される産業に比して、為替リスクの影響を小さくしか受けないという興味ある結果を導き出している。

株式リターンを説明する要因の解明を扱った第6章では、国内市場収益率が重要なリスク・ファクターとして認められることを発見している。従来の理解である貨幣供給の変化は株式リターンを説明する要因としては有意であるものの、システムティック・リスクとして認められる要因としては世界市場リスク、為替リスクがより重要な役割を演ずる可能性が強いことを提示している。

こうした新しい発見は、李ガン氏が展開した従来の理論から得られた含意に加えて、日本の株式市場の特性を理解しそれを数量的に確定させるうえで興味ある検証結果といえるものとなっている。一つの市場が独自の特徴を保持しながら国際化の流れの中でどう展開していくかという展望を行うときに、李ガン氏が提起した仮説検証の結果は有益な情報となると思われる。急速に発展する国際金融の理論展開の中で、実証的に市場の動向や展開を解明した成果は次の研究への橋渡しとしての役割が期待される。李ガン氏の一貫して取り組んできた市場の特性の解明に向けた努力は高い評価を得られるものと判断される。

IV . 結論

多数の既存研究を丁寧にフォローし、その発展経路を着実に理解したうえで、実証的に市場の国際化のプロセスと内在する特徴を解明した李ガン論文は高く評価されるものと判断される。分析に当たって独自の方法論の展開をした点も評価が与えられる。提示された博士論文の中で展開された問題意識と、それに関連した諸経済問題にかかわる数量・定性双方にわたる分析結果は、博士論文という学術成果にふさわしい業績となっていると判断される。審査委員会は李ガン氏の提出した論文が滋賀大学リスク専攻（経済学）の博士号取得にふさわしい業績であることを認めるものである。