

[博士論文審査要旨]

申請者 安藤 希

論文題目 金融市場における行動バイアス軽減を目的とした介入の実証分析

審査員 大橋和彦、本多俊毅、宮川大介

本論文は、金融市場における投資家の証券投資行動に係る行動バイアスの一種である「デイスポジションエフェクト」について、介入を通じてその軽減を図ることが可能であるか否かを実証的に検証したものであり、3つの実証研究をその内容とする。何れの研究も、日経平均に連動する先物である日経 225 ミニを対象として、仮想的な金融市場におけるランダム化比較実験を行うことで介入の因果効果を推定している。

第1の研究では、投資家に対して金融市場における損切りの重要性を教えるという介入がデイスポジションエフェクトの度合いに与える影響を推定している。具体的には、デイスポジションエフェクトを計測する目的で提案されている幾つかの標準的な指標を被説明変数として、介入の有無と介入のタイミングに対応する変数からなる説明変数群へ差の差推定の形式で回帰することで、教育の介入を受けた処置群に属する投資家が、介入を受けていない対照群に属する投資家に比して、介入前後でデイスポジションエフェクトを軽減させたことを確認している。第2の研究では、この第1の研究を拡張する形で、教育がデイスポジションエフェクトを軽減する効果の異質性を実証的に検討している。具体的には、どのような属性を有する投資家において教育の効果がより高いかを検討しており、認知反射能力が高い投資家や投資経験が長い投資家において教育の介入効果が高いことを確認している。第3の研究では、デイスポジションエフェクトを軽減させる効果が想定される教育介入と、逆にこうした行動バイアスを増幅させることが知られている *salience* と呼ばれる要因を同時に与えた場合の結果を実証的に検討している。ここで *salience* とは、物事を判断する際に、対象となる事象を総合的に判断するのではなく、目立つ部分ばかりに目が奪われる結果として客観性に欠ける判断を行う傾向のことを指し、証券投資の文脈における例としては利益や損失の強調表示が *salience* の事例として挙げられる。当該論文では、これら二つの介入に係る因果効果が、定量的に見て同水準であることを確認している。この結果は、何らかの要因によって生じた行動バイアスを、教育を内容とする介入によって相殺できる可能性を示唆するものである。

以上の研究は、性別や知能指数といった所与の属性が行動バイアスに与える影響を対象とする既存の実証研究を補完する形で、教育を内容とする介入行為が行動バイアスを軽減する有り様を、ユニークな実験環境を活用したクリーンな因果推論を通じて示したものであり、高く評価

できる。こうした研究の成果は、既述の学術的貢献に加えて、昨今注目されている金融教育に係る政策立案や実務的な対応にも様々な含意を与えるものである。勿論、こうした評価の一方で、本論文には幾つかの課題も残されている。第1に、介入行為を構成する教育については、その内容や処置の方法に関する様々なバリエーションが存在し得る。例えば、投資家が選択すべき投資行動の単なる提示を内容とする処置に比して、その背景となるメカニズムを丁寧に説明した場合に教育の処置効果にどのような変化が生じるのか、など今後の研究課題とすべきテーマが多く残されている。第2に、本論文が対象としたディスポジションエフェクト以外の行動バイアスに対して、かかる教育の処置効果が確認できるか否かは必ずしも自明ではなく、この点についても将来的な研究課題として認識されるべきだろう。以上の通り主として発展的な研究に繋がる幾つかの課題は残すものの、本論文は総合的に学位授与に足りる水準に十分到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て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（経営学）の学位を受けるに値するものと判断する。