様式 C-19

科学研究費補助金研究成果報告書

平成２２年　６月　２１日現在

研究種目：基盤研究（C）
研究期間：2006～2010
課題番号：18530242
研究課題名（和文）　投資家行動と金融市場
研究課題名（英文）　Investor Behavior and Financial Markets

研究代表者
亀坂　安紀子　（KAMESAKA AKIKO）
青山学院大学・経営学部・教授
研究者番号：70276666

研究成果の概要（和文）：
研究期間中、研究成果論文「外国人投資家、国内機関投資家、個人投資家の株式売買に関する月次アノマリーの分析」に対して、日本 FP 学会にて学会賞を受賞した。中国の株式市場に関する研究については、国際雑誌に掲載される予定(採択済)であり、その関連研究も編集者から改訂の上で再投稿するように指示されている。また、研究期間終了後に、日本経済新聞朝刊「経済教室」で最も最近の研究成果が紹介された。

研究成果の概要（英文）：
During my research period, one of my paper entitled “Monthly Anomalies of the Stock Trades of Foreign Investors, Domestic Institutional Investors and Individual Investors” is awarded from Japan Financial Planning Association. One of my paper on Chinese stock market is accepted from an international journal, and a related paper will be resubmitted to another international journal under the editor’s suggestion. Most recent output of my research is introduced in the Nikkei newspaper’s article “keizai kyoushitsu.”

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合　計
2006 年度	900,000	0	900,000
2007 年度	800,000	240,000	1,040,000
2008 年度	800,000	240,000	1,040,000
2009 年度	800,000	240,000	1,040,000
総　計	3,300,000	720,000	4,020,000

研究分野：社会科学
科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論
キーワード：金融、金融市場、証券市場、投資家行動、ファイナンス、行動経済学

１．研究開始当初の背景

経済学やファイナンスの分野では近年、心理学などの分野の研究成果を取り入れた研究がさかんに進められている。ファイナンスの分野では、投資家の実際の取引データやアンケート結果のデータなどをもとに、投資家や様々な経済主体の心理や行動パターンの分析が進められつつあった。これまで研究代表者は、日本をはじめとする様々な国のデータを使用して、個人投資家や外国人投資家、機関投資家などの行動パターンを分析してきた。しかし研究によって明らかにされていることは、ごく一部であり、まだまだ解明されるべき課題は山積している。

２．研究の目的

本研究は、上記のような背景のもとで、投資家行動をはじめとして人間行動を明らかにすることを目的としている。研究代表者は、投資家の実際の取引データや市場予測データを収集、分析することによって、日本国内外の投資家の思考パターンや取引パターンを分析するとともに、経済実験やアンケート調査の手法を導入した研究を行うことも目的とした。

３．研究の方法

研究の方法は、以下の 2 つのアプローチに大きく分けられる。

(1) すでに存在する株式市場などに関する取引データや、サーベイデータを調査機関などから入手して(研究資金を使用して)、日本や中国、他のアジア諸国などの投資家行動のパターン分析や投資のパフォーマンス分析を行う。
(2) 研究資金を使用して、独自に必要なデータを収集し、分析を行う。このため、経済実験やアンケート調査などの手法も必要に応じて用いる。

４．研究成果

非常に多岐にわたる分野で、様々な研究成果が得られた。具体的には、以下の通りである。

(1) 研究計画当初から、すでに細かな手法や分析方法まで確定していた投資家行動の分析に関しては、2006 年度中に大きな研究成果が得られた。日本の様々な投資家の取引パターンや投資パフォーマンスについて、月次効果も考慮して分析を行った論文を執筆した。その論文「外国人投資家、国内機関投資家、個人投資家の株式売買に関する月次アノマリーの分析」では、日本の投資家の投資パターンや投資収益について、企業の決算や課税の時期が与える影響が示された。この研究成果は、日本ＦＰ学会年次大会で報告し、大会でＦＰ学会賞を受賞した。また、この受賞に関して、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会の機関誌、『Journal of Financial Planning』にインタビュー記事や論文要旨が記載された。日経金融新聞でも、この賞の受賞について報道された。
(2) 2006 年度中には、上記(1)の論文の結果も含め、日本の投資家の取引パターンや投資パフォーマンスについて、研究上明らかにされてきた結果をまとめて解説した原稿を執筆した。この原稿は、初学者にもわかりやすく解説したものであり、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会の『パーソナルファイナンス研究』という図書の一つの章として刊行された。
(3) 日本以外のアジアの株式市場に関する分析については、特に中国の株式市場の分析に多くの時間を費やした。それらのうち、ごく初期的な結果は、2006 年度中に、日本ファイナンス学会および日本経済学会秋季大会にてそれぞれ報告を行った。日本ファイナンス学会で報告した研究成果論文 “Investor Expectations and Stock Market Movements” は、中国の投資家の予測データを使用して、個人投資家や機関投資家がどのように翌日の株価を予測しているかを分析したものである。論文では、株価の上昇や下降が続いた場合に、投資家はより強気になったり弱気になったりしやすいことが示されている。日本経済学会で報告した論文 “ Day – of – the ― Week Effects in Chinese Stock Markets: All Moments Considered ” は、中国の株式市場の曜日効果を分析した論文である。
(4) 上記(3)の研究成果について、2007 年度以降は、海外の専門ジャーナルへの投稿と改訂の作業を繰り返した。その結果、大幅な論文内容の改訂作業を行うこととなったが、それらの論文を発展させた論文のひとつ "The Impact of Daily Return Limit and Segmented Clientele on Stock Returns in China" が国際雑誌 International Review of Financial Analysis に採択された。この論文では、曜日効果と呼ばれる現象について、前日の株価の上昇や下降が与える影響について考慮しながら株式リターンのパターンについて分析している。その結果、特に月曜の株式リターンに際立った特徴があることが示されている。
(5) また、この上記(4)の論文の関連論文も、エディターの指示のもと、別の海外雑誌に近日中に投稿する予定である。この関連論文については、エディターから、上記(4)の論文の結果をまとめなおして、この関連分野のサーベイを行うことが求められている。
(6) 中国以外のアジアの株式市場の分析については、専門雑誌への投稿のた

めの改訂作業が繰り返された。また、研究期間中に、米国イリノイ大学の教員からの紹介で、ギリシャで開催された国際コンファレンスで研究論文“The Asian Crisis and Investor Behavior in Thailand's Equity Market”の報告の機会が得られた。この論文は、通貨危機前後のタイの株式市場を分析したものであり、通貨危機の発生前も、発生後も、外国人投資家が株式売買によって利益を得ていることが日次データで示されている。その一方で、個人投資家が、通貨危機の発生前も、発生後も、取引による損失を拡大し続けていることが示されている。このようなタイの分析結果は、日本の投資家の分析結果と整合的であった。

(7) 経済実験やアンケート手法をとりいれた研究についても、研究期間中に第一次的な成果を発表することができた。雑誌論文の欄の②“Tough Love and Discounting: Empirical Evidence” Journal of Behavioral Economics and Finance, 2010 が、その最初の成果論文である。この論文は、親のしつけのあり方が、子供の時間割引率に影響を与えることを実証的に示したものであり、今まで経済学やファイナンスの分野でなかなか議論されなかったことを扱った論文として注目されている。この研究成果については、共同研究者の大垣昌夫氏が、2009 年 12 月に行動経済学会にて発表を行ったほか、2009 年度の日本経済学会秋季大会の招待報告でも紹介を行っている。また、研究期間終了後の 2010 年 5 月 4 日発行の日本経済新聞朝刊「経済教室」でも紹介されている。

(8) 上記(7)の研究成果の関連研究として、宗教や文化など、人々の持つ世界観の違いが人々の行動や経済全体に与える影響について分析した論文“Worldviews and Inter-generational Altruism”の執筆作業も進めた。その結果、様々なこと(神の存在や科学で示されていることなど)に確信を持っている主体に子供を厳しくしつける傾向が認められ、子供の時間割引率を高めようとする傾向がみられる、ということが示された。この結果については、研究期間中に学会発表などを行えなかったが、研究期間中に海外の学会での報告の申し込みを行い、報告することが認められている。

５．主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計　６　件）うち 4 件記載

① Akiko Kamesaka, Xiaoyan Yu, Haim Kedar - Levy, Uri Ben – Zion, "The Impact of Daily Return Limit and Segmented Clientele on Stock Returns in China," International Review of Financial Analysis, 査読有, 2010 年刊行予定(採択済).

② Charles Horioka, Akiko Kamesaka, Kohei Kubota, Masao Ogaki, Fumio Ohtake, “Tough Love and Discounting: Empirical Evidence” Journal of Behavioral Economics and Finance, Vol. 3 No.16, p1 – 7, 査読なし, 2010.

③ 亀坂安紀子、「外国人投資家、国内機関投資家、個人投資家の株式売買に関する月次アノマリーの分析」、ファイナンシャル・プランニング研究 No.6、pp.4 - 16、査読有、2007.

④ Akiko Kamesaka, Xiaoyan Yu, Lu Zheng, “Investor Expectations and Stock Market Movements,” 日本ファイナンス学会第 14 回大会 Proceedings, 査読なし, 2006, pp72-80.

〔学会発表〕（計　５　件）うち５件記載

① 大垣昌夫、Love and Discounting: Empirical Evidence,” 行動経済学会第 3 回大会、2009 年 12 月 13 日、於名古屋大学。

② Akiko Kamesaka, Efficiency and Day – of – the ― Week Patterns in Chinese Stock Markets, Asian Finance Association / 日本ファイナンス学会合同大会, 2008 年 7 月 8 日, 於パシフィコ横浜会議センター。

③ Akiko Kamesaka, The Asian Crisis and Investor Behavior in Thailand's Equity Market, 8th SAET conference, 2007 年 6 月 22 日, 於ギリシャ。

④ Akiko Kamesaka, Day – of – the ― Week Effects in Chinese Stock Markets: All Moments Considered, 日本経済学会秋季大会, 2006 年 10 月 22

日，於大阪市立大学。

⑤ 亀坂安紀子、「外国人投資家、国内機関投資家、個人投資家の株式売買に関する月次アノマリーの分析」、日本ＦＰ学会年次大会，於　千葉商科大学，2006 年 9 月 9 日，ＦＰ学会賞（優秀論文賞）受賞。

〔図書〕（計　１　件）

① 高橋文郎、木村哲、水野博志、亀坂安紀子他著、貝塚啓明監修、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会、『パーソナルファイナンス研究』、2006 年、全 256 ページ、「投資家行動の特性分析」の章を担当、担当章は亀坂安紀子の単著。

〔その他〕

① 雑誌論文②の内容は、共著者の大垣昌夫氏により、2010 年 5 月 4 日発行の日本経済新聞朝刊「経済教室」で紹介されている。

② 雑誌論文の③　亀坂安紀子、「外国人投資家、国内機関投資家、個人投資家の株式売買に関する月次アノマリーの分析」に対して、日本 FP 学会賞を受賞、2006 年 9 月 9 日日本 FP 学会にて。また、この受賞に関して、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会機関誌、『Journal of Financial Planning』 にインタビュー記事および論文要旨記載、2006 年 12 月。

６．研究組織

(1)研究代表者

亀坂　安紀子　（KAMESAKA AKIKO）
青山学院大学・経営学部・教授
研究者番号：70276666