

資産価格バブル理論の比較検討 —CBDTの議論を中心に—

伊藤史彦（東京学芸大学大学院）
高数学（東京学芸大学）

1. はじめに

本研究は、投資家の資産価格への期待形成が、どのようにして資産価格バブルを発生させるのか、また、そのメカニズムについて考察するものである。具体的には、事例ベース意思決定理論（以下CBDT）によるバブル理論と各種バブル理論とを対比する。

2. CBDT及び資産価格バブル理論に関する先行研究

CBDTとは、Gilboa and Schmeidler[2001]によって体系化された、従来の理論とは異なる性質を持つ意思決定理論である。CBDTでは (i) 過去の経験、(ii) 現在直面する状況と過去に直面した状況との類似度、(iii) 満足度の基準としての「アスピレーションレベル」、の3つによって意思決定が行われるとする。選択肢に確率を割り当てることができず、起こりうる選択の結果の集合の上に、状態空間を定義できないケースでの意思決定モデルとして、CBDTは有用である。またGuerdjikova[2004]はCBDTを用いて、投資家の資産価格への期待形成に起因する、バブル発生のメカニズムを説明した。

他方、CBDTによらない従来の主なバブル理論は（1）合理的バブル理論、（2）ノイズトレーダーリスクを考慮したバブル理論、（3）投資家間の情報の精度の差を考慮したバブル理論等がある。CBDTバブル理論の、他のバブル理論に対する優位性は、バブルの発生と崩壊の両方を、投資家の内生的要因を用いて説明する点にある。ちなみに、どのバブル理論の特徴も、その理論の、資産価格期待形成のモデルに影響を受けている。

$$U(a) = \sum_{(q,a,r) \in M} s(p,q)[\hat{u}(r) - H_M], \quad U_i^t(a) = \sum_{r \in C_i^t(a)} [v_r(a) - \bar{u}^i], \quad v_i(a_{t-1}^i) = u\left(\frac{p_t}{p_{t-1}} + \frac{\delta_i}{p_{t-1}}\right)$$

式 1 : CBDTの基本モデル¹ 式 2 : CBDTでの資産購入による効用の計算例²

3. 考察及び結論

CBDTによって説明される資産価格期待形成は、ある資産について、①その資産を過去に購入した他の投資家が得た効用が、現在の自らのアスピレーションレベルを満たすか、②過去と現在の状況はどの程度類似しているか、という観点からなされる。よって、その資産価格評価はファンダメンタルズから乖離する可能性を持つ。この結果、投資家のつくる内生的な要因によって発生し崩壊するバブルを説明できる。

[1]Gilboa, I., and Schmeidler, D. (2001) . *A Theory of Case-Based Decisions*, Cambridge University Press.

[2]Guerdjikova, A. (2004) . *Case-Based Decision Theory and Financial Markets*, Doktorarbeit, Universität Heidelberg

¹ $s(p,q)$ は直面する問題と過去のある事例との類似度、 $\hat{u} - H_M$ は過去のある事例で得た効用と「アスピレーションレベル」との差を表す。 U 値最大化に従って行動する。

² 過去のある事例で得た効用 v_r は、時点 $t-1$ での価格と、時点 t での価格とリスク資産からの配当の和の比で表される。 \bar{u}^i は投資家 i の「アスピレーションレベル」である。