



信用取引にみる投資家心理と株価変動

廣瀬, 勇秀

(Degree)

博士 (商学)

(Date of Degree)

2007-03-25

(Date of Publication)

2012-11-19

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲3862

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1003862>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



【 7 3 】

氏 名・（本 籍） 廣瀬 勇秀 （ 千葉県 ）

博士の専攻分野の名称 博士（商学）

学 位 記 番 号 博い第52号

学位授与の 要 件 学位規則第5条第1項該当

学位授与の 日 付 平成19年3月25日

【 学位論文題目 】

信用取引にみる投資家心理と株価変動

審 査 委 員

主 査 教 授 藤原 賢哉
教 授 高尾 厚
助教授 砂川 伸幸
名古屋大学教授 加藤 英明

論文内容の要旨

本論文は、株式リターンの予測可能性というアノマリー現象を通じて、投資家心理が株式市場に及ぼす影響について包括的に実証分析したものである。

本論文は5つの章から構成される。まず、第1章は、アノマリーや投資家心理に関する既存の理論・実証研究を展望した章であり、アノマリー現象を否定する伝統的ファイナンスの立場と、投資家心理の観点からアノマリー現象を明らかにしようとする行動ファイナンスの立場について簡潔に整理している。また、本論文の重要な分析対象である信用取引および貸借取引の仕組みについて詳細に説明している。

第2章および第3章では、信用取引データを用いて、個人投資家の心理と株式市場との関係について分析を行っている。まず、第2章では、市場全体の信用買い取引には、過去の高い市場リターンとの相関（ポジティブフィードバックトレーディング）や自己相関バイアスが存在すること、さらに、信用買いの情報には、小型株の大型株に対する超過リターンを予測する能力があることを示している。第3章では、個別銘柄の信用買い取引の効果について分析し、信用買いが増加している銘柄群では、その先1週間から4週間の間で超過リターンが計測されること、さらにこれらのアノマリーは、Fama and French 型の3ファクターモデルによるリスク調整を行った後でも消滅しないこと、およびリターン・リバーサル現象とも独立であることが示されている。信用買いの主な取引主体は個人投資家であることから、これらの結果は、個人投資家の行動バイアス（自己帰属バイアスによる自信過剰、群行動バイアスなど）がアノマリーを生んだとの見方と整合的である。

第4章では、貸借取引のデータを用いて前章と同様の分析を行っている。貸借取引のデータは、長期間にわたってデータが利用可能であり、アノマリーの長期分析（収束プロセス）に適している一方で、個人投資家の行動指標としてはやや間接的である。そこで、本章では、まず、貸借取引データに関して、信用取引データ同様、小型株の大型株に対する超過リターンを予測する能力が十分であることを確認した上で、個別貸借残高と長期リターンとの関係について分析を行っている。分析結果は、貸借残高（融資、貸株）が極端に高い銘柄ほどアノマリーが顕著というものであり、また、ミスプライス自体、貸株規制発動後、約6ヶ月間続くことを確認している。

最後の第5章では、バリュー株（高B/M株）のグロース株（低B/M株）に対する超過リターンというアノマリー現象に関して、投資家心理の観点から考察を行っている。具体的には、グロース株（低B/M株）を良い投資先と推論してしまう投資家のシステマティックな誤りが、B/M比率の銘柄間のばらつきを増幅させるとの仮説のもとで、B/M比率のばらつきと、バリュー株（高B/M株）のグロース株（低B/M株）に対する超過リターンとの関係について分析を行っている。日本および米国のデータを用いた分析では、B/M比率のばらつきが超過リターンを予測するという本章の仮説と整合的な結果が得られている。

論文の審査結果の要旨

本論文は、株式リターンの予測可能性というアノマリー現象を通じて、投資家心理が株式市場に与える影響について包括的に分析したものである。投資家心理とアノマリーについては、クローズドエンドファンドパズルにおけるサイズリターンとアノマリーとの共変性など、投資家心理の間接的な指標をアノマリーに結びつけるという分析が多かったが、本論文は、信用取引データ（および制度貸借取引データ）を用いて、より直接的に投資家心理について詳細に分析したものであり、この分野に関する先駆的な研究であるといえる。本論文の具体的な貢献として以下の点を指摘できる。

まず、第一に、小型株の大型株に対する超過リターンというアノマリー現象について、詳細な実証研究を行っている点が評価できる。個人投資家が投資主体である信用買い残高とサイズリターン（小型株の大型株に対する超過リターン）が密接に関連し、しかもその動きを投資家心理のバイアス（自信過剰、群行動）を元に予測できるという結果は、既存の行動ファイナンスの理論と実証研究と整合的であり、より深化させたものであると言える。信用取引データが、投資家心理の新たな代理変数となる可能性を明らかにしている点も貢献である。

また、低B/M株に対する高B/M株の超過リターンというアノマリー現象についても、これまで同様の投資家心理の立場から、多様な実証分析が行っている点が評価できる。本論文では、B/M比率の構成要因について分解すると共に、そのばらつきが持つべき特徴を、時系列分析をはじめとする統計手法を用いて検証しており、投資家心理のみならず、日米比較といった観点からも興味深い。

伝統的なファイナンスモデルの代表であるFama and French (1993,1995,1996)型の3ファクターモデルに関して、サイズリターン（大型株に対する小型株の超過リターン）およびB/Mリターン（低B/M株に対する高B/M株の超過リターン）が、業績不振等のファンダメンタルリスクの反映ではなく、個人投資家の心理（自信過剰、代表性ヒューリスティック、群行動）と密接な関係にあることを指摘している点は、ファイナンス分野における重要な貢献である。また、地味ではあるが、紙ベースでしか利用できなかった信用取引データを電子媒体化したことも研究者として評価することが出来よう。さらに、本論文の3、4章の結果は英文論文にまとめられ、2006年度アジアファイナンス学会で最優秀論文賞を受賞している。

以上のことから、審査委員は、本論文の著者が、博士（商学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成19年3月6日

審査委員 主査 教授 藤原 賢哉
教授 高尾 厚
助教授 砂川 伸幸
教授 加藤 英明