わが国株式市場における自信過剰効果の検証

森保 洋（長崎大学）

城下賢吾（山口大学）

本報告では、わが国株式市場において自信過剰効果が存在するかを検証する。Odean (1998)によると、投資家が自信過剰であれば、効率的市場下で行われる取引よりも多くの売買が行われることが期待される。本稿では、市場収益率あるいは個別収益率が増加すると、投資家が自身の銘柄選択能力に対して過剰な自信を持つと仮定し、その結果売買が増加するかどうかを検証する。

分析対象は、東京証券取引所第 1 部に上場する株式である。分析期間は 1977 年 1 月から 2004 年 12 月までであり、この期間の月次株式収益率を利用する。連続して 120 ヶ月の収益率が記録されているという条件を満たす約 1100 社のデータを用いて分析する。

実証分析は Statman, Thorley and Vorkink (2006)で提案されているベクトル自己回帰(VAR)モデルを用いた分析方法に従う。具体的には、まず、時価総額をウェイトとする市場平均データを利用した VAR モデルを推定する。ここでは平均市場売買高回転率（トレンド除去済み）と市場収益率とを内生変数に、市場収益率ボラティリティと、横断面的な収益率の標準偏差を外生変数とする VAR モデルを推定することによって、過去の収益率と売買高回転率の関係が検証される。

次に、個別株式のデータを用いた VAR モデルを推定する。この VAR モデルでは、個別株式の売買高回転率、収益率、市場収益率を内生変数に、収益率ボラティリティを外生変数として利用する。このモデルの推定結果から、過去の個別株式収益率と市場収益率が売買高回転率に与える影響を検証することができる。

実証分析の結果、市場全体の売買高回転率は、市場ボラティリティなどを考慮しても、過去の市場収益率に正の影響を受けることが明らかになった。インパルス応答関数の推定結果によると、市場収益率の増加は、その後 4 ヶ月程度にわたり売買高回転率に影響を与えることが示された。

また、個別株式に関する VAR モデルの推定結果によると、過去の市場収益率および個別株式の収益率は売買高回転率に正の影響を与えることを示している。これら発見事項は、わが国株式市場においても投資家の自信過剰効果が存在することを示唆するものである。

<主要参考文献>

Odean, Terrance, 1998, Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average, *The Journal of Finance* 53, 1887-1934.

Statman, Meir, Steven Thorley, and Keith Vorkink, 2006, Investor Overconfidence and Trading Volume, *Rev. Financ. Stud.* 19, 1531-1565.