

# Investor Sentiment and Stock Market in Japan

土村宜明

塚原一郎

## 要約

投資家は合理的に行動するという前提の下で、株価をはじめとする各種金融市場での価格は合理的な値に収束すると考えるのがファイナンス理論の基本的な枠組みであった。しかし 1990 年代半ば以降、特に米欧の株式市場を対象とした実証研究において、投資家の投資判断が心理的な要因の影響を受けたことにより、合理的な価格付けが行われない可能性が報告されてきた。具体的には行動ファイナンス分野における分析であるが、その中でも投資家心理を対象としたセンチメント分析が外国では注目されている。

伝統的なファイナンス理論において、投資家センチメントは、株価に横断面的な影響を与えないと考えられている。その一方で、センチメント分析は、大きく 2 つの分析方法によって、センチメントと株価の関係を示してきた。1 つは、本研究がとるアプローチで、マクロデータや金融データなどの公表統計をもとに計量分析を行っていくものである。もう 1 つは、テキストデータを用いて機械学習をする方法である。

本稿では、日本におけるセンチメント指標と株価指数との関係について分析した。その際、スピルオーバー効果もみるために、VAR モデルを用いて推定した。インパルス反応分析やグレンジャーの因果性検定から、センチメント指標と株価指数の関連を検証した。投資家センチメントの導出や分析は、主に米国をはじめとする外国の市場を対象として行われており、日本の株式市場を対象としたものは少ない。また、先行研究ではセンチメント指標が株価指数に与える影響を主に分析しているが、本稿ではその逆、株価指数の推移がセンチメント指標に影響を与える可能性についても考察しているところに独自性がある。

推定期間が違うので月次・日時で結果に違いもあったが、センチメント指標の一部は日経平均株価や東証マザーズ指数に影響を与えていた。さらに、日経平均株価や東証マザーズ指数の推移がセンチメント指標に影響を与えているケースの方が多く、センチメント指標から株式市場への影響のみを考察していた先行研究での結論との大きな違いとなった。PCR といった価格指標が影響を受けており、プットやコールの価格付けの観点からも、重要である。