

ボラティリティ・アノマリーの解明 — 背後にある投資家行動を読み解く —

岩澤 誠一郎 CMA

目 次

- | | |
|--|----------------------|
| 1. イントロダクション：ボラティリティ・アノマリーとその行動ファイナンス的解釈 | 2. ベータ・アノマリー |
| | 3. 銘柄固有ボラティリティ・アノマリー |

本稿は、ボラティリティの高い銘柄ほど将来リターンが低くなる「ボラティリティ・アノマリー」について、近年の行動ファイナンス研究を整理する。ベータ・アノマリーについては、ベンチマーク制約、レバレッジ制約、センチメントなどに加え、Barroso *et al.* [2025] が示したBABボラティリティの変動により機関投資家の高ベータ株需要がどのように変化するかを検討する。銘柄固有ボラティリティ (IVOL) 効果については、個人投資家などによる宝くじ型株式への需要が、MAX、歪度、IVOLに関連する低リターン現象の背後にあることを論じる。両アノマリーは、リスクへの合理的な報酬ではなく、特定の投資家需要と裁定の限界が生み出すミスプライシングとして理解できる。

1. イントロダクション：ボラティリティ・アノマリーとその行動ファイナンス的解釈

ボラティリティ・アノマリーとは、過去の実現ボラティリティが高い銘柄ほど、その後のリターンが低くなるという経験的傾向を指す。例えば、前月の実現ボラティリティが高い銘柄群と低い銘柄群を比較すると、前者の当月リターンが後者を下回る傾向が観察される。

伝統的なファイナンス理論では、市場は情報効

率的であり、ある時点で利用可能な情報が次期リターンを予測することはないと考えられてきた。その意味で、上の現象は「アノマリー」である。さらに、合理的投資家を前提とする標準的な理論では、金融資産の期待リターンはそのリスクを補償するように決まるとされる。しかしボラティリティ・アノマリーは、リスクが高い銘柄ほどリターンが低いことを示唆している。つまりこの現象は、伝統的ファイナンス論にとって二重の意味でアノマリーなのである。

伝統的ファイナンス理論の枠組みを維持する限



岩澤 誠一郎 (いwasawa せいいちろう)

名古屋商科大学ビジネススクール教授。2003年ハーバード大学大学院卒業 (Ph.D. in Economics)。1987年4月、野村総合研究所入社。野村証券を経て、2012年4月より現職。主な著書に、『ケースメソッドMBA実況中継04 行動経済学』(ディスカヴァー・トゥエンティワン、2020年)がある。