金融市場の行動経済学シリーズ［第５回］

日本の株式市場における歪度アノマリーの中間規模集中
―ノイズ・トレーダー・アプローチによる考察―

岩　澤　誠一郎 CMA

目　　次

１．イントロダクション
２．ノイズ・トレーダー・アプローチ
３．歪度選好・歪度期待
４．歪度アノマリー
５．歪度アノマリー：日本株における実証
６．歪度アノマリーの中間規模集中
７．結語

本稿は、日本の上場株式を対象に、各形成月を含む過去60カ月（最低36カ月）の月次超過リターンから計測した実現歪度と翌月超過リターンの関係を1988～2025年について検証する。市場全体では、低歪度株リターンが高歪度株リターンを上回る「歪度アノマリー」が全期間および2010年以前に確認される一方、2011年以降には統計的に有意な差が確認されない。企業規模別にみると、全期間では中間的な規模の区分でリターン差が相対的に大きく、2011年以降には時価総額100億円以上500億円未満の小型株で有意な差が残存する。

１．イントロダクション

株式投資を行う際に、宝くじを買うように、生起確率は小さくても非常に大きなリターンを得られる可能性のある株式を好む投資家が存在する。こうした投資家による高歪度株への需要は、「歪度アノマリー」、すなわちリターンの歪度が高い株式ほどその後の平均リターンが低くなる現象と関連づけられてきた。

本稿では日本の株式市場を対象に、この歪度アノマリーを分析する。その結果、歪度アノマリーの強さは企業規模と時期によって異なることを示す。全期間では中間的な時価総額の区分でリターン差が相対的に大きく、2011年以降には時価総額100億円以上500億円未満の小型株で有意な差が残る。本稿ではこの歪度アノマリーの「中間規模集中」を、ノイズ・トレーダーの需要と裁定の限界の相互作用という観点から考察する。

２．ノイズ・トレーダー・アプローチ

行動ファイナンスの理論的発展に大きな役割を

岩澤　誠一郎（いわさわ　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。野村證券を経て、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・トゥエンティーワン社、2020年）がある。