

日本株式市場における短期固有ボラティリティ効果

廣 崎 俊 之 CMA

目 次

- | | |
|---------------------|--------------|
| 1. 導入 | 4. Miller型効果 |
| 2. 短期固有ボラティリティ効果の確認 | 5. リバーサル型効果 |
| 3. 固有ボラティリティ効果の分解 | 6. 結論 |

本稿では、日本市場において「短期固有ボラティリティ効果」が発生していることを確認した。そして、日本市場における短期固有ボラティリティ効果は、2つの異なる現象に分解できる可能性があることを示した。第1の現象は、空売り制約が存在する環境下では「投資家の意見の相違」により株価の過大評価が発生するという「Miller型効果」である。第2の現象は、前期に固有ボラティリティの増加を伴って急騰した銘柄が翌期に下落するという「リバーサル型効果」である。

1. 導入

本稿の目的は、日本市場における「固有ボラティリティ効果」の発生原因を明らかにすることである。固有ボラティリティとは、システマティックなリスクファクターでは説明できない、銘柄固有の残差リターンのボラティリティを指す。先行研究では主に、Fama and French [1993] の3ファクターモデル（以下、FF3ファクターモデル）を用いて算出される。リスクファクターが適切に特定されていれば、理論上は固有ボラティリティと将来リターンに関わりはないはずである。しか

し、Ang *et al.* [2006] によって、固有ボラティリティが高い銘柄ほど将来リターンが低いという、理論とは整合しない「固有ボラティリティ効果」という現象が報告されている。

固有ボラティリティ効果については、日米で多くの実証研究が行われている。米国の先行研究は、日次リターンを用いて算出した1カ月間の短期固有ボラティリティを用いた検証が中心である。一方で、日本市場においては、山田・上崎 [2009] のように月次リターンを用いて算出した60カ月間の長期ボラティリティを用いた検証が中心であり、短期固有ボラティリティを用いた詳細な分析



廣崎 俊之（ひろさき としゆき）

三井住友信託銀行 パッシブ・クオンツ運用部 クオンツ・リサーチグループ 調査役。
2003年京都大学理学部卒業。同年住友信託銀行入社（現・三井住友信託銀行）。12年一橋大学大学院国際企業戦略研究科専門職学位課程修了。