

投資家の意見のばらつきが 取引量とボラティリティに与える影響

慶應義塾大学大学院生 池田 直史

多くの研究で、投資家の意見のばらつきが増加するほど、取引量やボラティリティが増加することが理論的に示されている。この理論の予測の通り、投資家の意見のばらつきが取引量やボラティリティに正の影響を与えるのかどうかを検証するためには、投資家の意見分散度を計測する必要がある。しかし、一般に投資家の意見のばらつきは観察できないため、投資家の意見分散度を計測することは難しい。このことから、この理論的な帰結を論拠に、売買回転率やボラティリティをそのまま意見分散度の代理指標とする研究も存在している。また、投資家の意見分散度の代理指標としてアナリストの利益予想のばらつき度合いを採用する研究が多く存在するが、アナリストは一般の投資家よりも情報を多く持つと考えられ、必ずしも市場に参加する一般投資家を代表しているとはいえないであろう。

これに対して、日本の部分入札方式の IPO は、投資家の意見分散度を推定できるユニークなデータを提供する。本稿では、IPO 時に行われる入札結果から一般投資家の意見分散度を推定し、その指標を用いて上述した理論的な帰結の妥当性を検証する。

本稿は 2 つの部分で構成される。まず、前半部分では、投資家の意見のばらつきが取引量とボラティリティに正の影響を与えることを理論的に示した Banerjee and Kremer (2010) に若干の拡張を加えたモデルを展開する。Banerjee and Kremer (2010) は、投資家の意見のばらつきを導入しているにもかかわらず、実質的に投資家が 2 人しか存在しない状況を想定している。これは現実的な想定とはいえないであろう。また、Banerjee and Kremer (2010) は、投資家の意見分散度がボラティリティに正の影響を与えることを示しているが、この結果は投資家の人数が 2 人(有限) であることに依存している。そこで、本稿では、このモデルを投資家が無数に存在する状況に拡張する。そして、この拡張を加えたモデルであっても、投資家の意見分散度が取引量とボラティリティに正の影響を与えることを理論的に示す。次に、後半部分では、IPO の入札情報から投資家の意見分散度を推定し、推定された指標を用いてモデルの妥当性を検証する。

検証の結果は、モデルの帰結と整合的なものであった。この結果は、IPO 固有の要因が影響している可能性はあるものの、投資家の意見分散度が取引量とボラティリティに正の影響を与えることを直接的に示したものであるといえる。