

2008年3月

## 投資家の「意見の不一致」と株価 ——サーベイデータによる JASDAQ 市場の分析\*

祝迫得夫

### 要約

行動ファイナンス研究における、投資家間の「意見の不一致のモデル」のインプリケーションを、日本の JASDAQ 市場のデータを用いて検証した。(株)QUICK による、QSS 株式機関投資家の株価予想のサーベイ結果の標準偏差を投資家の「意見の不一致」の尺度として用い、まずそれが現在の株価を上昇させることを示した。さらに、「意見の不一致」が大きい時には、投資家が同時点では観察できないサーベイ予想ベースの予想株価上昇率が低下することを見た。このことは、サーベイ調査がカバーしている市場参加者全体の来月の株価予想の平均に比べ、市場価格に直接反映されている楽観的なサブ・グループのそれが高いことを示唆している。また、制度的な「裁定の限界」から、「意見の不一致」のモデルがより当てはまると考えられる日経 JASDAQ 平均に比べ、より成熟した市場の指数である TOPIX についての分析結果は、まったくと言っていいほどモデルのインプリケーションを満たしていない。したがって、東証一部のような大規模銘柄に比べ、JASDAQ 市場で取引されているような小規模銘柄に関しては、制度的な「裁定の限界」が株価形成により大きな影響を与えているものと考えられる。

祝迫得夫

一橋大学経済研究所

〒186-8603 東京都国立市中2-1

iwaisako@ier.hit-u.ac.jp

---

\*QSS 株式調査のデータを提供して頂いた、(株)QUICK に深く感謝する。本論文の作成にあたっては、平成 18・19 年度学術創成研究「日本経済の物価変動ダイナミクスの解明：ミクロとマクロの統合アプローチ」、平成 18・19 年度科学研究費基盤研究 (B)「マクロ変数と株式収益率のクロスセクション」(18330067) からの助成を受けた。