

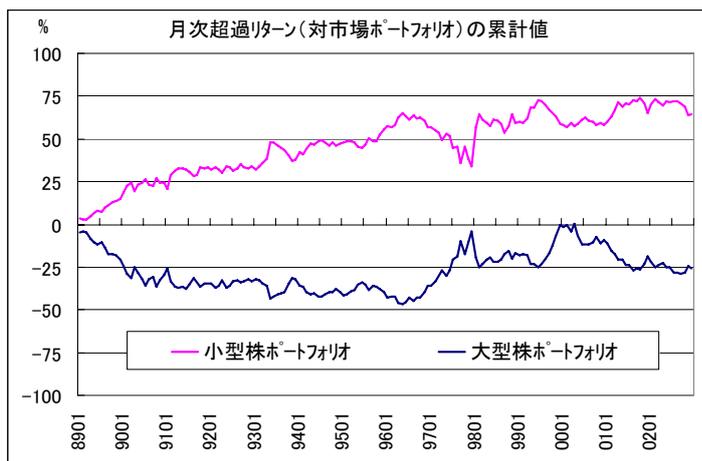
万人のための年金運用入門（23）－ 株式アクティブ運用（5）

今回は、「バリュー（割安株）投資」を説明しました。本連載の最終回は、銘柄選択による付加価値の源泉として、株式市場で観測される「アノマリー（変則性）」に着目した投資戦略をとりあげます。

市場で観察される現象のうち、標準的なファイナンス理論では説明が付きにくい現象をアノマリー（市場の変則性）と呼びます。市場が効率的であれば、「広く知られた情報」や「過去の値動き」によって投資収益率に格差が生じるものではありません。しかし、前回説明した「バリュー効果」もその一つですが、現実にはいくつかのアノマリー効果が知られています。

「小型株効果」とは、時価総額が小さい銘柄に投資することで、高いリターンを得ることができる現象です（図表1）。

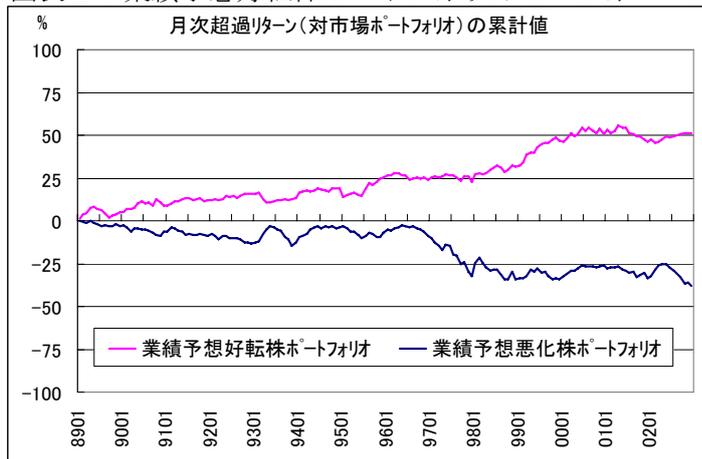
図表1：小型株ポートフォリオのパフォーマンス



（注）東証1部上場銘柄を対象に、時価総額に基づき、銘柄を均等に5グループに分類し、それぞれ等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1ヵ月、取引コストはゼロ）します。5分位の内、最下（上）位グループを、小（大）型株ポートフォリオとしています。

「業績予想修正効果」とは、業績予想の上方修正が広く知られた後に、当該銘柄に投資しても、なお高いリターンを得ることができる現象です（図表2）。

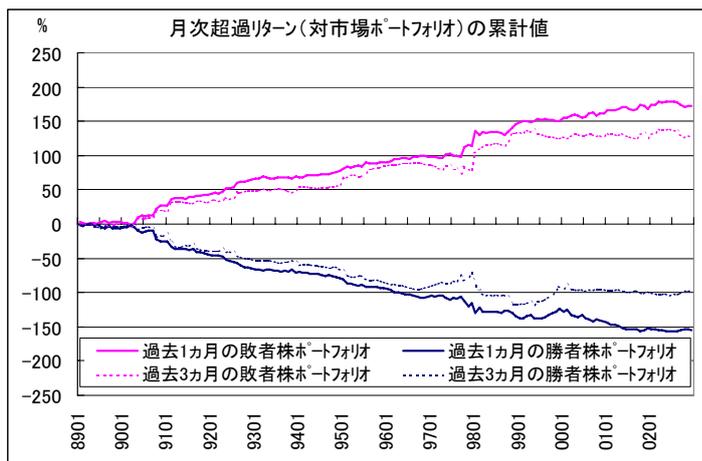
図表2：業績予想好転株ポートフォリオのパフォーマンス



（注）東証1部上場銘柄を対象に、予想経常利益変化率（東洋経済・単独ベース）に基づき、銘柄を均等に5グループに分類し、それぞれ等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1ヵ月、取引コストはゼロ）します。5分位の内、最上（下）位グループを、業績予想好転（悪化）株ポートフォリオとしています。

「リターン・リバーサル効果」とは、過去のリターンが低かった銘柄に投資することで、高いリターンを得ることができる現象です（図表3）。これは、過去リターンとその後のリターンとの間に、負の相関があることを意味します。わが国の株式市場では、米国の株式市場で見られる「モメンタム」と呼ばれる、過去リターンが高かった銘柄に投資して高いリターンが得られる現象は、観察されないようです。

図表3：過去の敗者株ポートフォリオのパフォーマンス

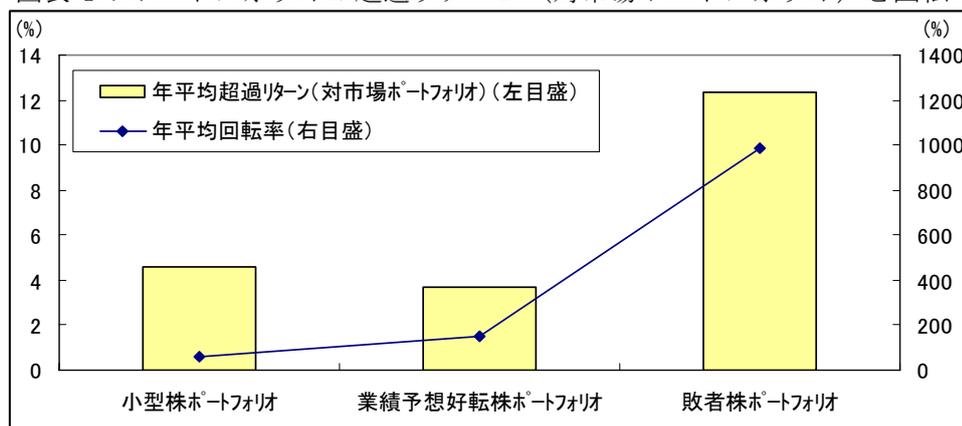


(注) 東証1部上場銘柄を対象に、過去1ヵ月（あるいは3ヵ月）リターンに基づき、銘柄を均等に5グループに分類し、それぞれ等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1ヵ月、取引コストはゼロ）します。5分位の内、過去リターンが最も悪（良）かった最下（上）位グループを、敗者（勝者）株ポートフォリオとしています。

これらのアノマリー効果が見られる理由としては、前回紹介した通り、①リスク・プレミアム説（何らかのリスクをとった見返り）、②ミスプライシング説（何らかの非合理性に起因する体系的な価格形成の歪み）、の2つの考え方が提示されています。

いずれの考え方に立脚するにせよ、これらのアノマリーを利用して、実際に投資するには、その有効性を継続的にモニターすることが不可欠です。また、例示したシミュレーション結果を忠実に再現するには、ポートフォリオの売買回転率と取引コストが高くなります。したがって、アノマリー効果から得られる高いリターンと、高い回転率によるコスト増とのトレードオフを考慮し、リバランス間隔等を工夫する必要があります（図表4）。

図表4：ポートフォリオの超過リターン（対市場ポートフォリオ）と回転率



(注) それぞれ図表1～3のシミュレーションに基づいています。