

証券市場のアノマリー

—アノマリーの全体像とその背景—

俊野 雅司 CMA

目 次

- | | |
|----------------|-------------|
| 1. はじめに | 3. アノマリーの種類 |
| 2. ファイナンス理論の概要 | 4. アノマリーの解釈 |

証券市場のアノマリーには、ファイナンス理論の前提条件である効率的市場仮説と整合的でない現象やファイナンス理論の代表的なモデルであるCAPMと整合的でない現象など、様々な種類のもが含まれている。アノマリーの発生原因については、投資家等の意思決定上の歪みが背景にあるのではないかと考える行動ファイナンスやファイナンス理論のモデルの拡張によって説明しようとする試みがみられるが、確立した見方が定まっているわけではない。

1. はじめに

本特集のテーマであるアノマリー (anomaly) とは、標準的な状態から乖離した現象 (状況) を表す一般用語である。医学的には、身体的な先天異常を表すこともある。

本稿で議論を行う「証券市場におけるアノマリー」(以下、アノマリー) とは、1950年代に誕生し、発展してきたファイナンス理論とは整合的でない現象を意味する。バリュースト株効果など、ファイナンス理論の中核的なモデルであるCAPM (資

本資産評価モデル) と矛盾する実証分析結果が典型的なアノマリーである。また、ファイナンス理論は、投資家等の意思決定主体の合理的行動を想定する効率的市場仮説を前提にして構築されているが、この仮説と整合的でない現象もアノマリーに含まれる。本稿では、まずファイナンス理論の全体像を整理し、これまでどのようなアノマリーの存在が指摘されてきたのかを概観する。

CAPMが1960年代に公表されてから、市場の効率性やアノマリーについて、数多くの研究が行われているが、その意義に関する学術的な受け止



俊野 雅司 (としの まさし)

成蹊大学経営学部非常勤講師。1981年東京大学法学部卒業。同年、大和証券入社。1988年シカゴ大学経営学修士 (MBA)、2004年早稲田大学博士 (商学)。大和総研、大和ファンデーション・コンサルティング、日本証券アナリスト協会、成蹊大学経済学部教授、同経営学部教授等を経て、2026年4月より現職。2004年4月より早稲田大学商学学術院非常勤講師。主な著書に、『ファイナンス論・入門』(有斐閣、2020年、共著)、『証券論 (新版)』(有斐閣、2025年、共著) などがある。