

アノマリーの新解釈

山田 徹 CMA

目 次

I. 導入	IV. 考察
II. 検証方法	V. 結論
III. 検証結果	

世界の株式市場で、バリューやモメンタムを始めとして数多くのアノマリーが報告されている。本稿は、さまざまなアノマリーが、企業は収益力と比較して適切な投資を行っているかという最適投資の観点から説明されることを示す。この関係に着目したファクターモデルは、特に大型株、欧米市場においてCAPMやFama-French-Carhartモデルでは対応できない多くのアノマリーを説明する。このモデルによって、新たな視点からアノマリーの解釈が可能となる。

I. 導入

Fama and French [1993] による3ファクターモデル、そしてCarhart [1997] によるモメンタムファクターを追加した4ファクターモデル（以下、FFCMと表記）は、現在、株式市場の標準的な資産評価モデルとみなされている。

一方で、このモデルでは説明できないアノマリーの報告が増えると同時に、以前観測されていたFFCMの採用ファクターに対する正のリスクプレミアムが消失もしくは不安定化している。図表1に示すように（注1）、小型株（SMB、Small Minus

Big）ファクターは過去20年間おおむね横這いであり、バリュー（HML、High Minus Low）ファクターは特に大型株で長期にわたって有効とはいえない。後述するようにモメンタムファクターも、近年著しく不安定化している。

FFCMとは別の取り組みとして、Tobinのq理論に基づくアプローチが提案されている。Cochrane [1991] は企業の投資と期待リターンとの負の関係を示したが、Li *et al.* [2009] はこの関係によって外部ファイナンスに係るアノマリーが説明されることを明らかにした。Xing [2008] は、米国株式市場において、この枠組みによってバリュ



山田 徹（やまだ とおる）

野村アセットマネジメント 投資開発部 シニア・クオンツ・アナリスト。1991年大阪大学基礎工学部卒業、野村総合研究所入社。1996年野村証券金融研究所、1999年野村アセットマネジメント入社。2010年6月より現職。