

# 角川総一の 金融 逆さメガネ

も  
歌取り」によって成り立つ。言い方を変えれば、「本歌取り」が許されないところに文化はない。優れた本歌を土台にしながら、それに付加価値を付けるのが文化の継承というものだ。そしてその本歌の精神に新しい中身を盛って次世代に伝えていくことこそが「啓蒙」の精神だと思ふ。

ところが昨今では、その「本歌」の一断片だけを取ってきて、あたかも自分の知恵、意見であるかのように振る舞う輩の多いこと。そう。どこかで見たこと、聞いたことのあるような「意見」

「コメント」が実に多いのだ。あるいは、その本歌を下手に改ざんする手合の多いこと。自戒を込めてそう思う。

## 第23回

# 「アノマリー」は現在の日本に 本当に存在しているか!?

投資の教科書に必ず出てくる「アノマリー効果」。投資理論では合理的に説明できない規則的事象を言うが、さて、それは現代日本にも存在しているのか?

ところで、かねてより不思議に思っていることがある。投資の分野においては様々な投資理論が紹介されるが、それらの傍証としてデータが引き合いに出されること、極めて稀であるということだ。多くの場合「米国での実証研究によると」とか「米国で最初にこれを論証した論文が1977年に発表された」といった記述に終始することが多い。

あるいは、データが紹介されていると思うと、多くの場合それは一昔前の米国のそれだったりする。「現代の日本市場におけるデータ」を例証として理論が語られることは、寡聞にしてほとんど聞かない。

それは「カントリーアロケーション」のリスク分散」において、あるいは「2つの銘柄の分散投資効果」について、さらには「アノマリー効果」についてもだ。時折我が国のデータが傍証として掲げられることがあるが、その場合、20年以上前といったように、とてつもなく古いデータしか提供されないことが多い。

「そんなことを言っている君だったら、例えばどんな例証データを見せてくれるんだね」という声が読者諸氏から聞こえてきそうなので、本題に入る。

## 高配当の銘柄からなる ポートフォリオは優秀?

昨今、投資信託の世界では、「配当利回り銘柄」に注目した投資が一つのブームと言っている。

2月末にかけて、この手の「高配当利回り銘柄」に集中投資するファンドが相次いで二つスタートしている。もちろん株式直接投資の世界でも「配当率の高さ(配当性向ならびに配当利回りの高さ)」に着目した投資が一つの流れを形作っている。

先進国経済が完全に低成長期に入ってきたことを映して「キャピタルゲイン狙い」から「安定的なインカムゲイン狙い」に投資の焦点が徐々に移行してきているのだろう。

さて、投資の教科書に必ず出てくるのが「アノマリー効果」だ。これは「その時の投資理論では合

理的に説明できない経験的な規則的事象」。よく知られているのが「小型株効果」。これは、発行済み株式数が少ない小型株で組成さ

れたポートフォリオのパフォーマンスは、市場全体の平均を上回るという経験則だ。このほか、配当利回りが高い銘

柄群からなるポートフォリオは優秀だという「配当利回り効果」や、P/E Rが低い等、割安株だけで構成されたポートフォリオの運

用成績は市場平均をしのぐという「低P/E R効果なるものがある。データは語る。アノマリーの存在

図表1 主な高配当利回り投資ファンド(名称のうちに「インカム」「配当」を含む、日本株を主な対象とした3カ月以上運用ファンド)

運用会社	ファンド名	純資産 (百万円)	基準価額 (円)	騰落率(%)			
				3カ月	6カ月	1年	3年
UFJパートナーズ	日本株インカム・ファンド	13,180	16,571	12.76	8.53	24.82	66.10
しんきんAM	しんきん好配当利回り株ファンド	3,443	15,091	10.97	8.00	21.54	—
日本	日本好配当割安株オープン	3,805	12,848	13.25	13.16	24.57	—
住信AM	住信配当利回り株オープン	3,520	11,825	9.59	7.40	18.93	—
トヨタAM	トヨタアセット配当フォーカスオープン	8,844	10,575	9.91	7.51	—	—
平均				11.30	8.92	22.47	66.10

図表2 主なバリューストック投資ファンド(名称のうちに「割安」or「バリュー」を含み、海外あるいは年金タイプではないファンドのうち資産上位10傑)

運用会社	ファンド名	純資産 (百万円)	基準価額 (円)	騰落率(%)			
				3カ月	6カ月	1年	3年
大和	ダイワ・バリューストック・オープン	51,219	10,486	8.07	4.97	11.35	28.17
大和住銀	大和住銀日本バリューストックファンド	43,491	9,878	9.48	6.62	16.93	27.67
T&D	アクティブバリューストック・オープン	31,690	12,104	8.57	7.36	16.22	59.47
UFJパートナーズ	日本株オープン「バリューストック55」	27,431	8,909	6.59	5.67	10.21	20.67
野村	ノムラ・ジャパン・バリューストック・オープン	18,598	8,688	10.46	7.82	18.20	28.39
UFJパートナーズ	日本株オープン「ストック・バリューストックα」	12,471	10,480	5.91	4.79	—	—
三井住友	中小型バリューストック・オープン	9,039	10,182	9.35	2.94	—	—
UFJパートナーズ	スタイルセレクト・バリューストック・オープン	7,138	11,399	8.96	7.91	16.52	55.04
UFJパートナーズ	日本株バリューストック・オープン	5,531	12,491	7.82	6.87	14.47	49.03
日興	日興アクティブバリューストック	4,957	10,375	9.27	5.57	17.87	31.41
平均				8.18	6.20	14.58	32.87

図表3 主な中小型株投資ファンド(投信協会区分で「中小型株ファンド」に属する資産上位10傑)

運用会社	ファンド名	純資産 (百万円)	基準価額 (円)	騰落率(%)			
				3カ月	6カ月	1年	3年
野村	ノムラファンドマスターズ日本小型株	77,094	11,690	9.53	5.64	—	—
フィデリティ	フィデリティ・日本小型株・ファンド	76,177	24,005	6.22	2.89	18.89	52.51
野村	小型ブルーチップオープン	62,712	6,435	10.83	6.73	22.38	33.00
フィデリティ	フィデリティ・中小型株・オープン	50,324	12,125	7.29	6.06	18.01	60.50
大和	新世代成長株ファンド	45,469	5,863	9.05	1.38	10.63	11.93
JPMorgan・フレミング	JF中小型株オープン	39,175	11,853	10.35	8.61	32.26	75.37
大和住銀	大和住銀日本小型株ファンド	34,046	9,542	10.66	1.03	—	—
日興	日興グローバル・ベンチャーファンド	26,587	21,391	9.62	-0.84	47.34	—
安田	小型株ファンド	22,133	28,866	10.86	-1.39	61.37	—
メリルリンチ	メリルリンチ日本小型株オープン	19,317	36,429	9.46	5.43	22.48	63.92
平均				9.39	3.55	29.17	49.54
参考	TOPIX (東証株価指数)	—	—	7.16	4.24	8.77	16.14

さて、ではこれらの「アノマリー効果」は、現代日本においてどの程度実効性を持ち得るのか。現在、我が国で運用されている追加型投資信託を対象に、それをまとめてみたものが上掲の図表である。参考のために最下段に市場平均(TOPIX)東証株価指数の騰落率を掲載しておいた。さて、この表から何を讀むべきか?

ここは「データを語らねばならぬ」ことを尊重すべきだろう。したがって、あまり多言を費やしたくないのだが、少なくとも以下の点は確認しておいてほしいと思う。それは「確かにアノマリーは存在する」だ。であれば、個人のレベルでもこの「アノマリー」を投資の重要な参考にしてよいと思う。あるいは、そうした知恵を顧客に授けてよいと思うのだが、如何?