

# アノマリーを活用しているのは機関投資家か、それとも個人投資家か？

## 日本の株式市場における検証

岩澤誠一郎 名古屋商科大学大学院マネジメント研究科  
内山朋規 野村証券金融工学研究センター

### 要旨

機関投資家は市場の非効率、アノマリーを活用して最終顧客に超過リターンをもたらすことが期待されている。我々は日本の株式市場を対象としてこの「洗練された機関投資家仮説」を検証するべく、米国市場を中心とする実証研究で CAPM に対し超過リターンをもたらすことが知られている 10 のファクターにつき、海外投資家、国内投資信託、国内年金信託の各機関投資家がこれらの「アノマリー」を活用して超過リターンを生み出しているかどうかを調査した。我々の検証結果は仮説に対し非整合的である。第一に、各種機関投資家の集計パフォーマンスは、CAPM 及び一般的なマルチ・ファクターモデルに対し正のアルファ値を生み出していない。第二に、機関投資家の集計リターンのうち「銘柄選択能力」の貢献による部分と各種「アノマリー」の超過リターンとの相関を調べたが、10 ファクターのうち 8 ファクターについては正の相関が観察されない。第三に、機関投資家が各種「アノマリー」により超過リターンを生み出す銘柄群をオーバーウェイトする傾向があるかどうかを検証したが、10 ファクターのうち 8 ファクターについては、そのような安定した傾向が見られない。一方我々は、国内個人投資家を対象として同様な検証を行ったが、結果は機関投資家に関するものと対照的である。個人投資家の「銘柄選択能力」の貢献によるリターンは、10 ファクターのうち 8 ファクターのもたらす超過リターンと正の相関を示している。そして実際、個人投資家はこのうち 7 ファクターについて、「アノマリー」が正の超過リターンを生み出すと想定される銘柄群をオーバーウェイトする傾向が見られる。

キーワード:機関投資家、個人投資家、アノマリー、アセット・プライシング

JEL Classification Numbers: G11, G12, G23