

コントラリアン戦略, 流動性リスク と期待リターン : 市場効率性の再 検証

早稲田大学 竹原 均

要旨

本研究では, 過去の実現リターンに基づくコントラリアン戦略, および市場流動性と期待リターンとの関係について, アセットプライシングモデルの選択と効率的市場仮説の視点から再検証を行う. 米国市場に関しては, Fama and French (1993) の3ファクターモデルに, 過去1年の実現リターンに基づくモメンタム戦略からのリターンを追加した Carhart(1997) の4ファクターモデル, さらに Pastor and Stambaugh(2003) による流動性ファクターを追加した5ファクターモデルが, 実証研究上のベンチマークとして認知されつつある. しかしながら, モメンタム/コントラリアン戦略からのリターンズプレッドをリスクファクターとして扱うことの妥当性は, 日本市場において, これまで検証されていない. また摩擦が存在する状況での裁定と資産価格評価について, プライシング理論の体系は完全には整備されていない. そこで, 本研究ではコントラリアンファクター, 市場流動性ファクターをリスクファクターとして扱うことの適否を検討するとともに, これらのリスクファクター候補を Fama-French 3ファクターモデルに追加したときのモデル説明力の変化状況を確認する. さらに, 個別銘柄のリスク調整後リターンを被説明変数, Fama-French 3ファクター, コントラリアン, および市場流動性ファクターに関連する財務特性を説明変数として, Fama and MacBeth(1977) 型回帰分析を適用することにより, 財務特性による株式リターンの予測可能性を検証する. 実証の結果, 流動性特性としての売買回転率に予測可能性が認められ, 市場流動性ファクターをリスクファクターの候補とすることに問題が残ることが明らかとなった. 一方, リスク調整後リターンを過去の実現リターンによって予測することは不可能であり, さらにベータの時間変化を許容した条件付モデルのもとでは, 純資産時価総額比率によってもリスク調整後リターンは予測不可能であることが示された. したがって, 本研究での実証分析の範囲内においては, バリューストック・株安ノマリー, およびコントラリアン戦略の有効性は, 株式市場の効率性に対する批判の根拠とは成り得ない.