

# 配当利回りと株式含み益<sup>\*1</sup>

## —アノマリー分析—

辰巳憲一<sup>\*2</sup> 前田実<sup>\*3</sup>

### 要 約

本研究は、配当に関する理論あるいは論争の主として展望からなる第一部と、株式含み益率あるいは簿価比率の独自の推定方法を提示し、それらを業種別に計測した後、いわゆる配当利回りつまり時価配当利回りと簿価配当利回りをアノマリーの観点から実証分析する第二部からなる。

配当には様々な局面がある。企業はなぜ配当し、投資家にとって配当は何を意味するのかを議論した配当論争をまず展開する。そして、配当を好む投資家がなぜ存在するのか、「顧客」と呼ばれる彼らの存在が株価形成、それゆえ均衡収益率の形成にどのような影響を及ぼすのか、理論的分析の結果を要約する。「顧客効果」が高配当利回り銘柄を高収益率にしているのである。

株式市場の多くの投資家にとっては、配当利回りが高くても値上がり率が低ければ魅力はない。つまり、総合利回り（＝収益率）が判断基準になる。少なくとも純粹理論の上ではそうである。配当利回りが高く高収益率である銘柄（業種）が永く存続しうるとすれば、理論に反する。一般に、現代ポートフォリオ理論で説明できない現象はアノマリーと呼ばれてきた。本研究では、配当利回りに関して観察されるのはアノマリーなのかどうか、アノマリーの継続性と普遍性という概念を導入して検討する。

実証分析は簿価比率推計方法の提案から始まる。保有株数と株価（あるいは投資収益率）の時系列データがありさえすれば、簿価比率は数量的に計測できる。そして、それに基づいて簿価配当利回りが計算できる。

簿価比率の水準については事前の情報がないため推定値の妥当性を云々できないが、その推移については納得できるものであった。それに基づいて計算した簿価配当利回りは時価配当利回りとは異なった動きをする。1987年までのその平均的な水準6%は中長期利子率とも比較できる経済的に意味のある数字である。それ以降の急落は、機関投資家にとってゆゆしき事態であろう。ついで、配当利回りの高い銘柄（業種）に投資すれば高い収益率がえられる事実が様々な方法で検証された。この配当利回りアノマリーは約2年以内に喰い尽く（exploit）される。継続的に高収益率をえるためには高配当利回り銘柄（業種）にスイッチしていかなければならない。簿価配当利回りに関して同様な検証を行う場合、エクストラの高収益率は益々高く、アノマリーの期間は長くなるなど結論はより鮮明になった。

<sup>\*1</sup> 本稿は、引き続き行なっている研究の一環であり、データベースのほとんどは前研究チームから引き継いだ。それゆえ大蔵省財政金融研究所の元・前・現研究員には研究の過程で多くを負った。深く感謝したい。

<sup>\*2</sup> 学習院大学経済学部教授

<sup>\*3</sup> 前大蔵省財政金融研究所研究官（野村證券）

## I. 研究の目的

1989年末以来の何回かの株価暴落と引き続く低迷のなかで低配当が株式の投資魅力という点で再度問題になった。本研究は、配当利回りをめぐって様々な議論がなされてきた日本の株式市場について、配当利回りはアノマリーなのかどうか、そうであればその理由は、また、それ

が投資家の株式投資行動に与えている影響、を実証分析する。分析の上で特に新しい視点は、保有株式時価に対する簿価比率の1つの推計方法を提示する点、簿価配当利回りをを用い、アノマリーの継続性と普遍性を分析する試みをする2点である。

## 第一部 配当論争の展望

### II. 配当税制とリスクのディスクロージャー

#### II-1. 税制と配当パズル

配当所得と売買益（キャピタル・ゲイン capital gainとも言う）に対する税額が同一なら、投資家は株式投資の成果をどちらの形でなくても無差別かもしれない。配当に関する論争はこのような形で始まった。企業経営者からみれば、投資家が無差別なのだから、株価が上昇している限り配当を支払わなくてもよいわけだ。しかしながら、現実には配当が支払われている。これは配当パズル（dividend puzzle）と呼ばれている。ちなみに、アメリカのハイテク企業は1980年代を挟んで比較的長い間配当を支払わずにいたが、その後配当支払を開始し例外にはならなかった。

わが国では1989年4月までキャピタル・ゲインに対しては實際上非課税であった。そのため、企業は株主への利益分配を配当の形にはせず、内部資金に回し、企業成長を達成した後の株価値上りで報いていたとする仮説がある。これが日本企業の配当利回りが低い理由とされてきた。日本のケースも一種の配当パズルである。株主にとって不利になる配当をやめればよいの

に、たとえ低額でも配当を続けているからである。

#### II-2. 配当が意味するもの——パズルの解明

さて、税制上の取扱いがまったく同一でも、同額の配当と株価上昇はいったい同じものとみなせるのであろうか。配当パズルは次の2つの角度から解きほぐされる。まず、それらはリスクの点で違っているのかもしれない。実際、一株につき何円支払われるかを示す配当金、株式時価からみて配当金の占める比率である配当利回り、当期企業利益のうち何%を配当総額に回しているかを示す配当性向などのどの観点からみても、配当の方が株価変化率より安定している。つまり、配当の方が低リスクなのである。それゆえ、リスク回避型の投資家は配当の方を選好しよう。

次に、配当は企業内情報を株主や潜在的株主に伝えているとみる考え方がある。この考え方は、配当の情報効果といわれている。企業の内部情報は配当の変化だけでなく、株価の変化によっても、投資家に伝わってこよう。企業業績

が好調だからこそ株価が値上がりしているのかもしれないが、値上がりの原因は、必ずしも、それだけではない。ところが、配当の変化は企業経営者が、直接、株主などに伝達する企業内情報なのであって、ノイズは比較的少ない。

配当を増やす決定は、企業利益が順調で、将来も上昇基調に向かいつつある経営者の判断を示唆している。そして、配当を切り下げれば企業利益がかなり悪化しており、回復の見込みは少し先であることと理解されよう。他方、配当を好不況にかかわらず安定的に維持する場合、何の情報も提供しない。日米英の実証分析で

は、統計学上の有意性に差が多少あるが、配当公表前後の株価の変化を調べ市場全体の株価と比較する方法によって、これらの傾向がほぼ検出されている。

投資家は、配当情報公表以前から、というより、むしろ不断に特定企業の収益環境とか企業業績とかをかなり良く知っているものである。熱心な人は日頃から複数のソースにアプローチし情報収集している。そのため、配当情報公表前から株価の変化がみられる。この事実が上の傾向を多少不明瞭にしている。

### III. 顧客効果とアノマリー

#### III-1. 顧客効果とは何か

顧客 (clienteles) 効果とは、高い配当利回りを選好する投資家グループがあり、彼らが配当利回りの低い銘柄よりそれが高い銘柄を、たとえば両銘柄の収益率が同じであっても、選好するという(作業)仮説のことである。

顧客効果を理論的に研究したLitzenberger-Ramaswamy[1][2]は次のような計測可能な方程式を導出した。

$$R_i - R_f = \alpha_0 + \alpha_1 \beta_i + \alpha_2 (d_i - R_f) \quad (1)$$

ここで、 $R_f$ はリスクフリー・レート、 $\alpha_0$ 、 $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ は税率などに依存するパラメーター、 $R_i$ 、 $\beta_i$ 、

$d_i$ は第  $i$  銘柄のそれぞれ収益率、ベータ値、時価配当利回りである(この方程式がなぜ顧客効果を示すのかは後述)<sup>1)</sup>。つまり、個別銘柄の超過収益率はそのベータ値とその配当利回り(正確には配当利回りがリスクフリー・レートを超える部分)に線型で依存することが、現実的な税制と資金貸借市場の仮定の下2パラメーターで期待効用を最大化する投資家の主体的均衡と需給一致を要求する市場均衡から厳密に証明されたのである。

高い配当利回りを維持している企業の業績が悪化し配当が下がっても、「顧客」投資家が持ち続けている限り、株価の下落、それゆえ収益率の低下は起こらない。それゆえ、顧客効果はアノマリー<sup>2)</sup>(市場の変則)の観点から注目

<sup>1)</sup> このモデルは最適化問題から厳密に導出された数少ないマルチ・ファクター・モデル(multi-factor model)であることにも注目される。

<sup>2)</sup> アノマリー(anomaly, 変則性と訳される)とは、CAPMや効率的市場仮説などで代表される現代ポートフォリオ理論(MPT)で説明されない証券価格や収益率(利子率を含む)の持続的な変動パターンを言う。我が国で発見されたアノマリーは数多いが、時系列データに対する実証分析では、1月、6月、11月(英米では1月、4月)の月次収益率が平均的に高い月効果、下旬(英米ではとりわけ最終営業日と次月の頭)の日次収益率が平均的に高い旬効果、曜日別収益率では水曜日(英米では週末や祝日前日)が平均的に高い曜日効果、さらに一日のうち後場大引直前に高くなる取引時間効果がある。財務データなどその他の様々な属性に関してもアノマリーが報告されている。

される。どのような理由で顧客効果が生じているかがわかれば、アノマリーの原因とそれがいつ起こり、いつ消滅するかわかるからである。

### III-2. 顧客効果はなぜ起るのか

#### III-2-1. 資金貸借市場と税制

顧客効果の存在が(1)式のような関係を生み出す理由をLitzenberger-Ramaswamy[1]に従って次に考えてみよう。分析の要は2つの仮定にある。まず第一に、資金貸借市場における資金借入が所得の大小で制約される仮定がある。これは純粹理論的な観点からは市場の不完全性の仮定であるが、実証的には現実的な仮定である。第二に、上のII-1で述べた、キャピタル・ゲイン課税より配当課税の方が厳しいという税制上の仮定である。

もし所得の大きさに、借入可能額が決まるならば、この制約を緩めるために配当所得を高めるよう持株すればよい。その結果、高利回り銘柄を好んで保有する誘因が生まれよう。この場合、「顧客」とは借入規制が制約となっている投資家である。

配当利回りの高い銘柄を保有する投資家は高率の配当課税をおぎなうだけの（税引前で見

て）高い収益率をえていなければならない。ただし、ここでの収益率の高低はリスクを調整して判断されなければならない。それゆえ、リスクをベータ値で捉える場合、高（低）配当利回りで高（低）ベータ値の銘柄は高（低）収益率でなければならないのである。

#### III-2-2. 配当利回りを重視する規制

わが国最大の機関投資家である生命保険会社を考えてみよう。

生保に対する配当課税は、生保が相互会社制度をとっていることもあって、個人のそれとまったく同じである。つまり、当然ながら支払配当控除はなく、受取配当に対する20%が税率になっている。それゆえ、支払配当控除制度がある一般法人企業より、配当課税は厳しい。それゆえ、前小節の議論が成り立ちえる。

ところが、生保にはさらに保険業法があり、インカム・ゲインを重視するよう誘導する規制がある。生保は、保険金支払いに備えるため、株式投資にあたっては配当利回りを重視するよう指導されてきたし、そうしてきたのである。つまり、保険業法が生保を「顧客」投資家にしてきたのである。

## 第二部 実証分析

### IV. 株式簿価比率の推計方法と簿価配当利回り

#### IV-1. 株式簿価比率の1つの推計法

投資家の株式ポートフォリオの簿価とは、株式取得時の取得株数と取得株価との積、つまり取得価額を総計した金額である。毎年、株式をほぼ買い増しているとみなせる大規模機関投資家の場合ならば、保有株数と株価（あるいは収益率）のデータがある限り、次のようにすれば株式の簿価が推計できる。

$x_t$  を  $t$  年の保有株数、 $P_t$  を株価とし、業種の

下つき記号を以下では省略する。 $x_{t-i} - x_{t-i-1}$  は  $(t-i)$  年の株式新規購入株数とみなせよう。

（一国全体としてみると、後者は企業部門の  $t$  年の発行株数、前者は既発行株数になる。）すると、 $t$  年の株式ポートフォリオの取得年別保有比率は新しいものから順に

$$\left( \frac{x_t - x_{t-1}}{x_t}, \frac{x_{t-1} - x_{t-2}}{x_t}, \frac{x_{t-2} - x_{t-3}}{x_t}, \dots \right) \quad (2)$$

となる。これらの比率の合計は1となる。そして、これらの取得株価は  $P_t, P_{t-1}, P_{t-2}, \dots$  である。

株式ポートフォリオの簿価は次のように定義できる。

$$\begin{aligned} \text{簿価} = & P_t \frac{x_t - x_{t-1}}{x_t} + P_{t-1} \frac{x_{t-1} - x_{t-2}}{x_t} \\ & + P_{t-2} \frac{x_{t-2} - x_{t-3}}{x_t} + \dots \\ & + P_{t-i+1} \frac{x_{t-i+1} - x_{t-i}}{x_t} + \dots \end{aligned} \quad (3)$$

ここで、株価  $P_{t-i+1}$  ( $i=1, 2, 3, \dots$ ) にかかる加重係数値は合計するとほぼ1になっている。 $(x_{t-i+1} - x_{t-i})$  がマイナスの値になると、それだけの株数が時点  $t-i+1$  に株価  $P_{t-i+1}$  で売却されたことを意味する。既に保有されていた株数  $x_{t-i}$  のうち  $|x_{t-i+1} - x_{t-i}|$  が売却され、売却時の株価で評価されると仮定される。

$t$  年の簿価を  $t$  年の株価  $P_t$  で割った比率を簿価比率と呼ぼう。すると、

$$\begin{aligned} \text{簿価比率} \equiv & \frac{\text{簿価}}{P_t} = \frac{(x_t - x_{t-1})}{x_t} + \frac{P_{t-1}}{P_t} \cdot \frac{(x_{t-1} - x_{t-2})}{x_t} \\ & + \frac{P_{t-2}}{P_t} \cdot \frac{(x_{t-2} - x_{t-3})}{x_t} + \dots \\ & + \frac{P_{t-i+1}}{P_t} \cdot \frac{(x_{t-i+1} - x_{t-i})}{x_t} + \dots \end{aligned} \quad (4)$$

となる。右辺各項の比率はそれぞれ次のように書き換えられる。

$$\frac{P_{t-i+1}}{P_t} = \frac{P_{t-i+1}}{P_{t-i+2}} \cdot \frac{P_{t-i+2}}{P_{t-i+3}} \cdot \dots \cdot \frac{P_{t-2}}{P_{t-1}} \cdot \frac{P_{t-1}}{P_t} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \frac{(x_{t-i+1} - x_{t-i})}{x_t} &= \frac{(x_{t-i+1} - x_{t-i})}{x_{t-i+1}} \cdot \frac{x_{t-i+1}}{x_{t-i+2}} \cdot \dots \cdot \frac{x_{t-1}}{x_t} \\ &= \frac{x_{t-i+2}}{x_{t-i+3}} \cdot \dots \cdot \frac{x_{t-2}}{x_{t-1}} \cdot \frac{x_{t-1}}{x_t} \end{aligned} \quad (6)$$

株式保有残高の成長率  $g_{t-j}$  や株式投資収益率

$R_{t-j}$  は次のように定義できよう。

$$\frac{x_{t-j-1}}{x_{t-j}} \equiv \frac{1}{1+g_{t-j}} \quad (j=0, 1, 2, \dots) \quad (7)$$

$$\frac{P_{t-j-1}}{P_{t-j}} \equiv \frac{1}{1+R_{t-j}} \quad (j=0, 1, 2, \dots) \quad (8)$$

(5) 式～(8) 式を用いれば簿価比率を  $R_{t-j}$  と  $g_{t-j}$  で表わすことができる。例えば、(7) 式の両辺から1を引き、整理すると、

$$\frac{x_{t-j} - x_{t-j-1}}{x_{t-j}} = \frac{g_{t-j}}{1+g_{t-j}} \quad (9)$$

が得られる。 $j=i-1$  とおけば(9)式は(6)式の右辺の第1項の比率になる。したがって(4)式は、

$$\begin{aligned} t \text{ 年の簿価比率} = & \frac{g_t}{1+g_t} + \frac{1}{(1+R_t)} \cdot \frac{g_{t-1}}{(1+g_{t-1})} \\ & \cdot \frac{1}{(1+g_t)} + \frac{1}{(1+R_{t-1})(1+R_t)} \cdot \\ & \frac{g_{t-2}}{1+g_{t-2}} \cdot \frac{1}{(1+g_{t-1})(1+g_t)} \\ & + \frac{1}{(1+R_{t-2})(1+R_{t-1})(1+R_t)} \\ & \cdot \frac{g_{t-3}}{(1+g_{t-3})} \cdot \\ & \frac{1}{(1+g_{t-2})(1+g_{t-1})(1+g_t)} + \dots \end{aligned} \quad (10)$$

となる。

簿価比率の計算には10年以上のサンプルを使うべきだろう。すべての  $t$  について  $R_t = g_t = 0.1$  とし過去10年までのサンプルがあれば簿価比率は、

$$\begin{aligned} & \left( \frac{0.1}{1.1} \right) \left[ 1 + \left( \frac{1}{1.1} \right)^2 + \left( \frac{1}{1.1} \right)^4 + \dots \right. \\ & \left. + \left( \frac{1}{1.1} \right)^{2(i-1)} + \dots + \left( \frac{1}{1.1} \right)^{18} \right] \end{aligned}$$

$$= \left( \frac{0.1}{1.1} \right) \frac{\{1-(0.8264)^8\}}{1-0.8264} = \frac{1-0.2175}{1.9091}$$

$$= 0.4099 \quad (11)$$

となる。非現実だが、仮に株式保有が無限の昔から始まっていたとすると、簿価比率は

$$\left( \frac{0.1}{1.1} \right) \cdot \frac{1}{1-0.8264} = 0.5238 \quad (12)$$

となる。それゆえ、実際の株式保有期間が20～30年の場合、10年のサンプルで簿価比率を計測すれば約10%までの誤差があることになる。

## IV-2. 株式簿価比率の推計手順と簿価配当利回り

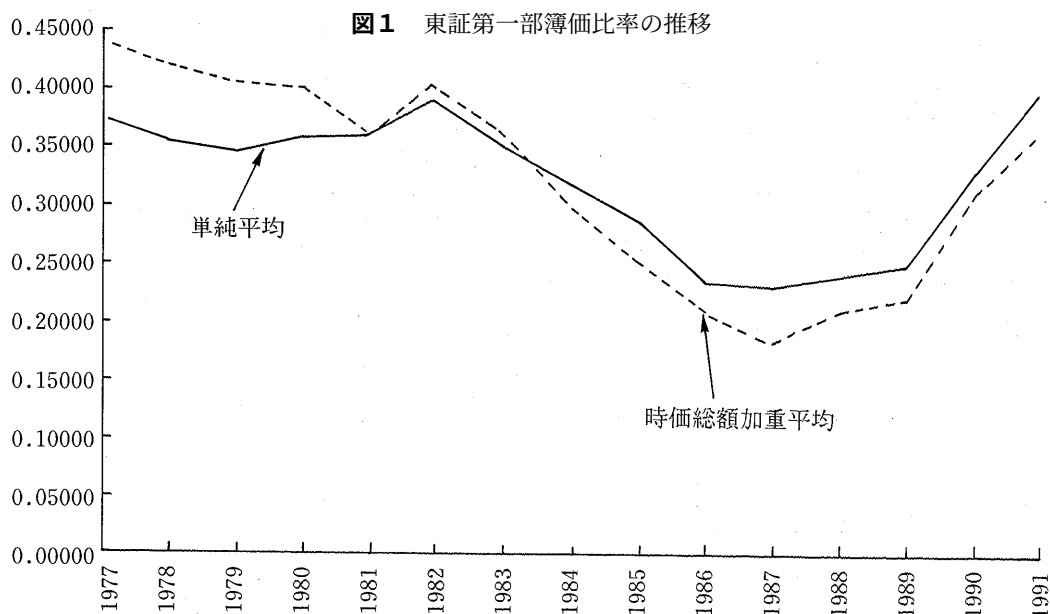
### IV-2-1. 株式簿価比率と簿価配当利回りの推移

株式簿価比率の推計を特定の投資家（あるいはそのグループ）に関して行うにはいくつか困難があった。それゆえ、投資家全体に関するその推計を次のように行った。まず、東証第一部28業種の既発行株数のデータから、その伸び率  $g_t$  を計算する。この際、1980年代中頃以前については辰巳・前田・他[6]で作成した業種別単位株数データを用いた。ついで、業種別株式投資収益率  $R_{it}$  については（財）日本証券経済研究

所作成のものを使用し、(10)式の業種別数値を計算した。結果は表1にまとめた。

本節で計算するのは、上場株式の簿価比率である。それゆえ、大量の非上場株式が時価で上場されれば簿価比率は急上昇することになる。その代表例が1986年以降のNTT株上場でふくらんだ通信業である。逆に上場廃止になれば、簿価比率の計算では時価に相当する金額が消えていくとみなすため、簿価比率は急落する。1980年代後半の海運業が一例になる。また、鉱業の簿価比率がマイナスになっている原因の1つはこれであるが、鉱業の場合は投資収益率がいくつかの期間で大きなマイナスになったことも影響している。

定義上1以上になることはない簿価比率が1を越える可能性は、(1)前パラグラフの理由、(2)前小節の最後で説明した誤差、(3)収益率  $R_{it}$  は月末株価の12ヵ月平均を対前年比で計算しているのに対して、株式保有残高成長率  $g_t$  は各年3月末数字の対前年比になっているギャップ、などによって生じよう。その様な現象は通信業だけに観察されたので、前パラグラフの事実が重要であることがわかる。それゆえ、東証第一部全業種の簿価比率を計算するときには、鉱業だけを除き、単純平均と時価総額加重平均を計算した（表1の下2行と図1参照）。



配当利回りと株式含み益

表1 東証第一部簿価比率の推移

| 業種       | 1977    | 1978    | 1979    | 1980    | 1981    | 1982    | 1983    | 1984    | 1985    | 1986    | 1987    | 1988    | 1989    | 1990    | 1991    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 木産・農林業   | 0.07223 | 0.07148 | 0.06900 | 0.07487 | 0.07549 | 0.07417 | 0.06500 | 0.07663 | 0.09773 | 0.10310 | 0.08617 | 0.09916 | 0.11187 | 0.13943 | 0.06887 |
| 鉱業       | 0.37845 | 0.33922 | 0.31638 | 0.24699 | 0.30441 | 0.30025 | 0.22325 | 0.13609 | 0.11762 | 0.09609 | 0.07473 | 0.03604 | 0.00647 | 0.00789 | 0.03036 |
| 建設業      | 0.59570 | 0.50148 | 0.57895 | 0.60423 | 0.57219 | 0.57390 | 0.53817 | 0.52099 | 0.39374 | 0.24089 | 0.17801 | 0.20541 | 0.19073 | 0.25674 | 0.31197 |
| 食料品      | 0.26915 | 0.29404 | 0.33921 | 0.38000 | 0.36375 | 0.40041 | 0.36340 | 0.30858 | 0.27620 | 0.20163 | 0.14894 | 0.18346 | 0.19219 | 0.27135 | 0.31657 |
| 繊維業      | 0.41285 | 0.36724 | 0.33238 | 0.29596 | 0.24742 | 0.25141 | 0.22571 | 0.19404 | 0.16370 | 0.16073 | 0.13443 | 0.15244 | 0.16218 | 0.20460 | 0.24816 |
| パルプ・紙    | 0.24278 | 0.25793 | 0.23293 | 0.29000 | 0.33901 | 0.33361 | 0.27454 | 0.25406 | 0.27606 | 0.25916 | 0.21458 | 0.20935 | 0.21909 | 0.27400 | 0.35427 |
| 化学工業     | 0.25364 | 0.22630 | 0.21601 | 0.23159 | 0.22594 | 0.24103 | 0.22334 | 0.21114 | 0.21925 | 0.19772 | 0.16757 | 0.20580 | 0.21697 | 0.29444 | 0.35067 |
| 石油・石炭製品  | 0.12051 | 0.11625 | 0.13274 | 0.16143 | 0.25831 | 0.32857 | 0.29304 | 0.28980 | 0.30213 | 0.27570 | 0.22862 | 0.20029 | 0.20747 | 0.30189 | 0.31497 |
| ゴム製品     | 0.45690 | 0.41392 | 0.42083 | 0.39551 | 0.43547 | 0.46831 | 0.43046 | 0.39019 | 0.37388 | 0.27530 | 0.20620 | 0.22051 | 0.20752 | 0.27811 | 0.37279 |
| ガラス・土石製品 | 0.29354 | 0.26940 | 0.29847 | 0.28763 | 0.27382 | 0.31495 | 0.26668 | 0.21845 | 0.20415 | 0.18854 | 0.13089 | 0.14694 | 0.16308 | 0.24468 | 0.24748 |
| 鉄鋼       | 0.33288 | 0.29513 | 0.25229 | 0.21662 | 0.18125 | 0.24591 | 0.23015 | 0.21228 | 0.20614 | 0.18862 | 0.12427 | 0.08277 | 0.07520 | 0.16749 | 0.20699 |
| 非鉄金属     | 0.38117 | 0.31740 | 0.25736 | 0.23228 | 0.21039 | 0.21844 | 0.18748 | 0.17660 | 0.19158 | 0.18213 | 0.15958 | 0.15657 | 0.16256 | 0.22417 | 0.30804 |
| 金属製品     | 0.41544 | 0.35538 | 0.30533 | 0.33443 | 0.40139 | 0.43838 | 0.37338 | 0.31907 | 0.26457 | 0.21104 | 0.21928 | 0.21567 | 0.22030 | 0.28870 | 0.39234 |
| 機械       | 0.39326 | 0.39006 | 0.36246 | 0.34375 | 0.35294 | 0.41104 | 0.38006 | 0.33918 | 0.34977 | 0.33527 | 0.28928 | 0.23172 | 0.21029 | 0.25264 | 0.32554 |
| 電気機器     | 0.36105 | 0.33730 | 0.31828 | 0.30743 | 0.23594 | 0.29319 | 0.24675 | 0.24795 | 0.30834 | 0.31908 | 0.28610 | 0.28189 | 0.28635 | 0.33403 | 0.42294 |
| 輸送用機器    | 0.22826 | 0.24791 | 0.27243 | 0.28092 | 0.25344 | 0.29482 | 0.27808 | 0.29137 | 0.28717 | 0.27339 | 0.23618 | 0.19872 | 0.20985 | 0.27586 | 0.34783 |
| 精密機器     | 0.29568 | 0.32939 | 0.33447 | 0.32087 | 0.33586 | 0.46022 | 0.38772 | 0.35062 | 0.41587 | 0.45165 | 0.46204 | 0.40044 | 0.34533 | 0.40256 | 0.47974 |
| その他製造業   | 0.42056 | 0.44382 | 0.41644 | 0.45576 | 0.39618 | 0.43662 | 0.40353 | 0.35105 | 0.33678 | 0.25925 | 0.25529 | 0.26475 | 0.27438 | 0.33474 | 0.38593 |
| 商業       | 0.44501 | 0.44539 | 0.41945 | 0.42677 | 0.45119 | 0.51051 | 0.44405 | 0.39401 | 0.38547 | 0.29525 | 0.29923 | 0.27771 | 0.27142 | 0.35657 | 0.43904 |
| 金融・保険業   | 0.59971 | 0.60231 | 0.54948 | 0.52014 | 0.46388 | 0.47248 | 0.45260 | 0.30370 | 0.21288 | 0.19553 | 0.16513 | 0.20168 | 0.23299 | 0.33422 | 0.37651 |
| 不動産業     | 0.52296 | 0.41541 | 0.40735 | 0.43776 | 0.43601 | 0.43569 | 0.41545 | 0.42853 | 0.32735 | 0.25686 | 0.25405 | 0.29934 | 0.28597 | 0.46798 | 0.56330 |
| 陸運業      | 0.39315 | 0.38163 | 0.36085 | 0.38620 | 0.41814 | 0.41826 | 0.36788 | 0.32930 | 0.25904 | 0.16746 | 0.15489 | 0.17191 | 0.18099 | 0.28394 | 0.35556 |
| 海運業      | 0.60347 | 0.66100 | 0.44777 | 0.47319 | 0.50696 | 0.58994 | 0.55169 | 0.69345 | 0.57482 | 0.34771 | 0.27550 | 0.22205 | 0.15055 | 0.02158 | 0.03602 |
| 空運業      | 0.56153 | 0.55416 | 0.54373 | 0.62174 | 0.65213 | 0.66721 | 0.67332 | 0.50635 | 0.40463 | 0.26518 | 0.47560 | 0.56521 | 0.53806 | 0.65145 | 0.75614 |
| 倉庫業      | 0.47046 | 0.46008 | 0.48256 | 0.47261 | 0.47539 | 0.51758 | 0.46619 | 0.39461 | 0.25992 | 0.15760 | 0.12060 | 0.12111 | 0.12398 | 0.17809 | 0.21329 |
| 通信業      | 0.28738 | 0.26743 | 0.27846 | 0.33889 | 0.35275 | 0.33378 | 0.19523 | 0.25771 | 0.25398 | 0.26311 | 0.76831 | 0.92570 | 1.17762 | 1.57725 | 1.94714 |
| 電気・ガス業   | 0.45492 | 0.36380 | 0.46602 | 0.51872 | 0.48785 | 0.52045 | 0.47522 | 0.38128 | 0.25145 | 0.13030 | 0.10198 | 0.11814 | 0.09867 | 0.14425 | 0.16767 |
| サービス業    | 0.24840 | 0.22255 | 0.25018 | 0.29567 | 0.31620 | 0.33401 | 0.27894 | 0.20744 | 0.20479 | 0.14446 | 0.10024 | 0.16277 | 0.20374 | 0.27480 | 0.38849 |
| 単純平均     | 0.37528 | 0.35586 | 0.34613 | 0.35844 | 0.35997 | 0.39203 | 0.35141 | 0.31894 | 0.28894 | 0.23506 | 0.23122 | 0.24117 | 0.24887 | 0.32724 | 0.38623 |
| 時間経額加重平均 | 0.44004 | 0.41719 | 0.40313 | 0.39805 | 0.36146 | 0.40030 | 0.36158 | 0.29775 | 0.25037 | 0.21009 | 0.18343 | 0.21047 | 0.22194 | 0.30924 | 0.36340 |

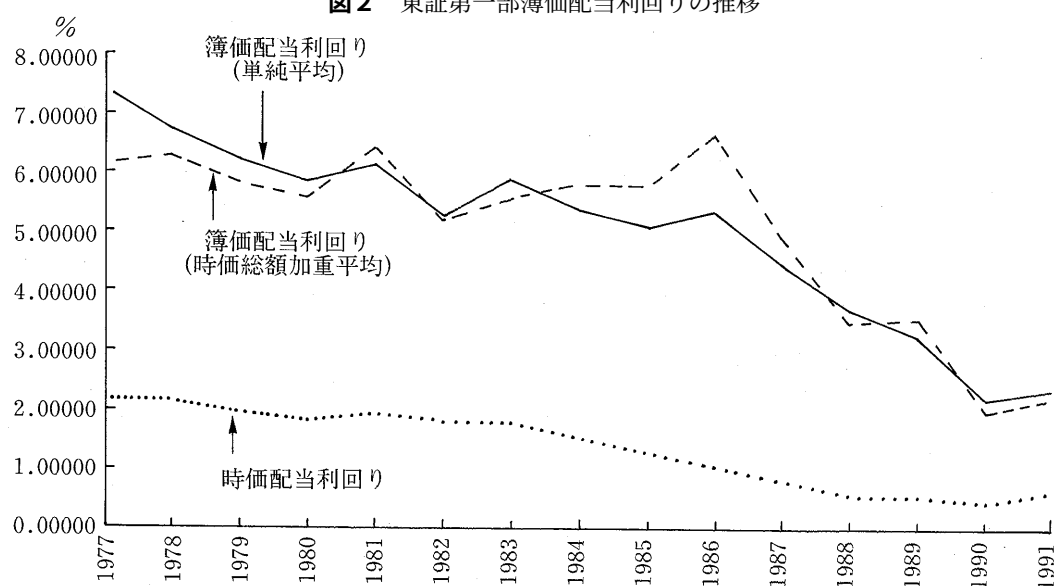
簿価比率は1970年代中頃約40%から始まり多少とも低下傾向が観察される。これは公募時価発行増資の盛行による上昇要因を超えて株価の持続的な上昇（右肩上がり）があったからであろう。1987年（3月）には底をつけ、約25%まで低下する。その後ゆっくり反転するが、1990年以降の株価暴落で急転約40%まで戻った。1987年から1989年末までの株価急騰のピーク（年データでは1990年3月になる）で簿価比率が底を打たなかったのは、NTTの新規上場などが影響しているよう。

このような業種別簿価比率の推計に基づき、業種別簿価配当利回りを次の公式によって計算したのが表2である。

$$\text{簿価配当利回り} = \frac{\text{時価配当利回り}}{\text{簿価比率}}$$

東証第一部全業種平均は先と同様に、鉱業を除き、2種類計算した（表2の下2行と図2参照）。

図2 東証第一部簿価配当利回りの推移



簿価配当利回りは時価配当利回りの3倍を超えている。簿価配当利回りの低下が顕著になったのは1987年以降であり、極めて短期間のうちに急落し、1990年に2%台（1970年代の時価配当利回り水準）となった。1977年から1986年の10年間は6%の前後で推移し、むしろ安定的であった。

配当利回りと株式含み益

表2 東証第一部簿価配当利回りの推移

| 業種       | 1977     | 1978     | 1979     | 1980     | 1981     | 1982     | 1983     | 1984     | 1985     | 1986     | 1987     | 1988     | 1989     | 1990     | 1991     |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 水産・農林業   | 37.00494 | 25.05496 | 23.63598 | 21.24984 | 22.08211 | 17.16276 | 14.21590 | 9.22608  | 6.01660  | 5.95556  | 5.69829  | 3.67073  | 2.88716  | 1.75716  | 2.64274  |
| 鉱業       | 3.96616  | 3.33407  | 5.12020  | 3.84226  | 2.66749  | 2.81763  | 4.51073  | 7.67870  | 7.41349  | 10.13634 | 11.68476 | 16.03955 | 85.34965 | 51.08346 | 12.64978 |
| 建設業      | 3.93153  | 4.60837  | 3.28178  | 3.71217  | 4.22414  | 4.12792  | 4.35178  | 4.20547  | 5.40708  | 6.43446  | 5.11198  | 3.26183  | 3.63856  | 2.00596  | 2.03226  |
| 食料品      | 7.12983  | 6.02290  | 4.64316  | 4.57110  | 4.89066  | 4.72012  | 4.87065  | 5.14621  | 4.63070  | 5.47548  | 5.17651  | 3.00882  | 2.76288  | 1.80577  | 1.89218  |
| 繊維業      | 3.62359  | 4.33770  | 4.72347  | 6.61578  | 8.62084  | 6.81764  | 7.38112  | 7.87350  | 7.06153  | 5.96642  | 6.06277  | 4.28377  | 4.05725  | 2.86895  | 2.90135  |
| パルプ・紙    | 9.25132  | 7.33144  | 8.04540  | 6.78964  | 5.69888  | 6.08495  | 7.95509  | 6.87626  | 5.38642  | 5.69152  | 5.27065  | 4.32284  | 3.01247  | 1.96712  | 1.68515  |
| 化学工業     | 8.46854  | 8.35173  | 7.48569  | 7.08158  | 6.96190  | 5.10307  | 4.77305  | 4.39054  | 3.68074  | 3.91976  | 3.63434  | 2.54136  | 2.47505  | 1.71851  | 1.74238  |
| 石油・石炭製品  | 14.23967 | 14.40013 | 11.42124 | 4.64601  | 2.95385  | 2.57786  | 3.53189  | 3.60246  | 3.27999  | 4.16753  | 4.02411  | 5.04768  | 4.43919  | 2.21935  | 2.70817  |
| ゴム製品     | 4.57432  | 4.61681  | 4.16322  | 4.48789  | 4.25289  | 4.52047  | 5.08291  | 4.91818  | 4.62448  | 5.94982  | 6.11066  | 4.85696  | 4.25494  | 2.48465  | 2.40348  |
| ガラス・土石製品 | 6.74874  | 7.29775  | 6.02068  | 6.80379  | 6.99737  | 5.29601  | 6.56586  | 6.34477  | 5.09918  | 4.97512  | 5.91330  | 4.11732  | 3.51965  | 1.92905  | 2.39207  |
| 鉄鋼       | 8.34236  | 8.38287  | 14.30494 | 17.51016 | 16.35305 | 9.43430  | 12.95240 | 12.61536 | 12.11788 | 10.01469 | 10.49305 | 14.38960 | 10.67789 | 3.60628  | 4.58961  |
| 非鉄金属     | 5.96843  | 6.53756  | 6.33751  | 6.65586  | 7.46722  | 6.33592  | 5.97940  | 5.10769  | 3.73210  | 4.05197  | 3.96050  | 3.40425  | 3.21102  | 2.26614  | 2.31142  |
| 金属製品     | 4.51333  | 5.11001  | 5.34178  | 4.96061  | 4.01607  | 4.50518  | 5.72878  | 5.31860  | 5.60907  | 5.30238  | 3.58444  | 2.67536  | 2.11526  | 1.25388  | 0.92778  |
| 機械       | 5.26618  | 4.87875  | 4.79496  | 5.07644  | 4.76850  | 4.10905  | 4.81762  | 4.56400  | 3.96832  | 3.91921  | 3.73686  | 3.91420  | 3.35723  | 2.15722  | 1.82775  |
| 電気機器     | 4.68909  | 5.53811  | 5.35687  | 5.40933  | 6.32795  | 3.68701  | 4.73345  | 3.54106  | 2.65615  | 2.87699  | 2.81723  | 2.61806  | 2.22808  | 1.80224  | 1.59124  |
| 輸送用機器    | 8.90651  | 7.65993  | 6.30253  | 6.52858  | 7.60730  | 5.30491  | 6.13141  | 5.31622  | 5.26860  | 5.35495  | 5.11467  | 5.45780  | 3.49297  | 2.26568  | 2.31432  |
| 精密機器     | 5.59385  | 4.72090  | 4.49970  | 4.56566  | 4.13262  | 2.47492  | 3.83007  | 3.10310  | 2.25553  | 2.13880  | 1.88078  | 2.29248  | 2.36294  | 1.68423  | 1.54250  |
| その他製造業   | 4.03986  | 3.53975  | 3.74602  | 3.52377  | 4.50551  | 3.66679  | 4.27480  | 3.96521  | 3.33152  | 3.77240  | 2.31891  | 2.06991  | 1.98997  | 1.46383  | 1.15048  |
| 商業       | 3.69877  | 3.78542  | 3.86220  | 3.58744  | 3.58826  | 3.08711  | 3.77437  | 3.66998  | 3.10528  | 3.80012  | 2.67350  | 2.64304  | 2.33589  | 1.45271  | 1.34385  |
| 金融・保険業   | 3.09649  | 3.22759  | 3.49055  | 3.37986  | 3.70136  | 3.43080  | 3.51746  | 5.23549  | 4.76785  | 3.72826  | 3.60937  | 1.69577  | 1.51936  | 1.05919  | 1.27221  |
| 不動産業     | 3.74792  | 4.21515  | 3.55472  | 3.34433  | 3.59168  | 3.40611  | 3.40832  | 3.02427  | 3.76659  | 3.41820  | 1.77133  | 1.24941  | 1.41971  | 0.89962  | 1.08468  |
| 陸運業      | 5.84758  | 5.34555  | 5.02147  | 4.58828  | 4.58698  | 5.03758  | 5.86062  | 5.39324  | 5.93734  | 6.64034  | 3.71877  | 2.57112  | 2.07741  | 1.09881  | 1.28810  |
| 海運業      | 2.44917  | 2.21179  | 3.06630  | 1.97807  | 2.11257  | 2.12733  | 2.71168  | 1.69876  | 2.13286  | 3.03698  | 2.03630  | 1.22498  | 1.39488  | 7.83010  | 8.82931  |
| 空運業      | 1.88412  | 1.73956  | 1.95500  | 1.76280  | 1.95052  | 1.94843  | 1.58617  | 1.48118  | 2.00677  | 1.76485  | 0.44575  | 0.33085  | 0.50552  | 0.41753  | 0.44304  |
| 倉庫業      | 7.36719  | 5.95544  | 5.35269  | 5.61986  | 5.56171  | 5.30543  | 6.22919  | 6.62931  | 8.61027  | 8.83857  | 6.94052  | 5.89561  | 4.41188  | 2.59413  | 2.78488  |
| 通信業      | 7.64502  | 4.63292  | 4.11552  | 3.30781  | 4.05665  | 4.54198  | 7.02747  | 2.58042  | 1.48438  | 1.11742  | 0.30977  | 0.22253  | 0.21144  | 0.22825  | 0.25525  |
| 電気・ガス業   | 13.95640 | 14.60949 | 8.64762  | 5.26677  | 10.51547 | 12.69675 | 11.87449 | 13.39388 | 16.55591 | 21.55082 | 13.55109 | 9.53130  | 12.58697 | 6.72427  | 8.43934  |
| サービス業    | 8.01929  | 7.70176  | 4.56880  | 4.61997  | 4.50981  | 4.46997  | 5.63915  | 5.91507  | 4.51204  | 5.02546  | 4.39566  | 2.37151  | 1.84055  | 1.12081  | 0.82370  |
| 単純平均     | 7.40756  | 6.73386  | 6.21259  | 5.83864  | 6.14948  | 5.25853  | 5.88167  | 5.37340  | 5.07427  | 5.36623  | 4.45874  | 3.69145  | 3.28837  | 2.17339  | 2.34145  |
| 時価総額加重平均 | 6.12003  | 6.26345  | 5.82275  | 5.61891  | 6.40392  | 5.14647  | 5.59601  | 5.79805  | 5.75788  | 6.65905  | 4.96069  | 3.52196  | 3.53431  | 1.97671  | 2.21981  |

## V. 配当利回りにアノマリーはあるか

### V-1. 問題意識と検証方法

生保が組んでいる業種別株式ポートフォリオは東証平均の配当利回りより高い配当利回りを獲得しているとする検証は辰巳[3]、辰巳・前田・他[6]が導いた。

さて、投資家が業種別株式保有を配当利回りの高低に基づいてインデックスから乖離させれば、より高い総合利回り（投資収益率）を獲ることができるか、検証してみよう。検証方法は次の通り。

- (1) まず、配当利回りの高低にしたがって28業種をランク付けする。
- (2) つぎに、1～7位、8～14位、15～21位、22～28位の4クラスに分け、それらをPort I、II、III、IVと呼ぶ。各ポートフォリオの平均配当利回りを計算する。
- (3) 各ポートフォリオ内の7業種を等金額<sup>3)</sup>（1/7ずつの等金額）および等株数（1/7ずつの株数）で組むポートフォリオの配当利回り（投資収益率）を計算する（表3～6の(1)(2)及び図3～6参照）。
- (4) 各ポートフォリオ2組（各組4つのポートフォリオ）の配当利回り（投資収益率）

をランク付けする。

- (5) それらの相関係数と順位相関係数を計算する（表3～6の(3)参照）。

### V-2. 計算結果の解釈

高（低）配当利回りポートフォリオが高（低）収益率を実現しているのかどうか、2つの観点からみてみよう。まず、最高（Port I）と最低（Port IV）配当利回りポートフォリオがそれぞれ最高あるいは最低の投資収益率をどれ位の頻度で達成しているかを調べたのが表7である。時価に基づく配当利回りで業種を分類する場合、配当利回りが高（低）ければ収益率も高（低）水準である確度はおよそ50%である。ただし、等株数投資する場合のPort Iの結果だけは弱い。

ところが、簿価配当利回りで業種を分類した場合、高（低）配当利回りが高（低）収益率になる確度は3分の2を越えており、最高（最低）配当利回り業種が最低（最高）収益率になる頻度は極めて低くなる。

4分位のポートフォリオの間で、これらの関係が継続されるかどうかは相関係数の値をみなければならぬ。時価配当利回りによる分類の

<sup>3)</sup> ポートフォリオにおける各保有銘柄の組入れ比率を( $x_1, x_2, \dots, x_i, \dots, x_n$ )、それらの証券価格を( $P_1, P_2, \dots, P_i, \dots, P_n$ )、及び保有株数を( $S_1, S_2, \dots, S_i, \dots, S_n$ )で表すと、等株数投資は、

$$\sum x_i = 1 \quad \text{と} \quad S_i = \text{一定}$$

が条件になる。後者から、

$$x_i = \frac{P_i S_i}{\sum P_i S_i} = \frac{P_i}{\sum P_i}$$

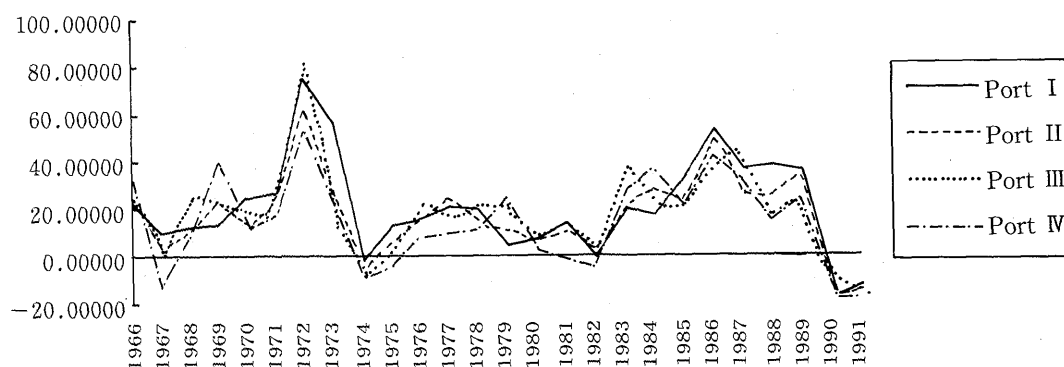
他方、等金額投資の条件は  $\sum x_i = 1$  と  $x_1 = x_2 = \dots = x_i = \dots = x_n$  である。両者から、 $x_i = 1/n$ を得る。それゆえ、ポートフォリオの構成は証券価格から影響を受けない。

配当利回りと株式含み益

表3 時価配当利回りと投資収益率（等金額投資）

|           | 1966     | 1967      | 1968     | 1969     | 1970     | 1971     | 1972     | 1973     | 1974      | 1975     | 1976     | 1977     | 1978     |
|-----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| (1) 配当利回り |          |           |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| Port I    | 6.52500  | 5.98771   | 6.13071  | 6.32457  | 6.56871  | 6.34286  | 5.38000  | 3.68686  | 2.98529   | 3.33614  | 3.28600  | 3.16871  | 2.70300  |
| Port II   | 5.46729  | 4.75143   | 5.03029  | 4.83471  | 4.67800  | 4.80871  | 4.03386  | 2.75529  | 2.38857   | 2.48300  | 2.35557  | 2.11100  | 1.90086  |
| Port III  | 4.73214  | 3.89457   | 4.41729  | 4.23614  | 3.74057  | 3.99629  | 3.41257  | 2.33043  | 2.12157   | 2.19371  | 2.08686  | 1.85814  | 1.74329  |
| Port IV   | 2.79486  | 2.20443   | 2.69114  | 2.52643  | 1.92900  | 2.75043  | 2.48857  | 1.60014  | 1.44243   | 1.60071  | 1.66429  | 1.50371  | 1.35929  |
| (2) 投資収益率 |          |           |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| Port I    | 23.34286 | 8.57143   | 12.10000 | 13.15714 | 24.77143 | 26.60000 | 75.72857 | 56.74286 | -2.97143  | 13.28571 | 15.57143 | 21.18571 | 20.01429 |
| Port II   | 29.74286 | 3.84286   | 9.50000  | 24.08571 | 10.07143 | 24.51429 | 62.50000 | 24.60000 | -6.40000  | 5.04286  | 15.55714 | 24.94286 | 13.95714 |
| Port III  | 25.57143 | 2.40000   | 26.58571 | 22.98571 | 20.10000 | 17.71429 | 83.72857 | 13.12857 | -7.34286  | -1.64286 | 22.11429 | 16.72857 | 21.30000 |
| Port IV   | 35.55714 | -11.52857 | 7.14286  | 40.42857 | 12.71429 | 17.07143 | 52.98571 | 23.91429 | -10.81429 | -4.60000 | 7.37143  | 9.81429  | 10.87143 |
| (3) 相関    |          |           |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 相関係数      | -0.87    | 0.96      | 0.16     | -0.97    | 0.60     | 0.92     | 0.49     | 0.79     | 1.00      | 0.98     | 0.31     | 0.62     | 0.61     |
| 順位相関      | -0.80    | 1.00      | 0.40     | -0.80    | 0.40     | 1.00     | 0.40     | 0.80     | 1.00      | 1.00     | 0.40     | 0.80     | 0.40     |

図3 時価配当利回りの高低で分類した4ポートフォリオの等金額投資  
収益率の推移



# 配当利回りと株式含み益

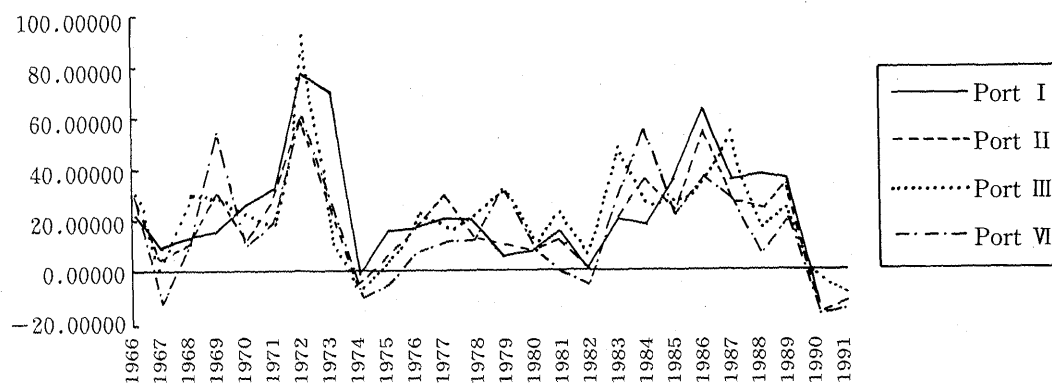
| 1979     | 1980    | 1981     | 1982     | 1983     | 1984     | 1985     | 1986     | 1987     | 1988     | 1989     | 1990      | 1991      |
|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 2.53229  | 2.47257 | 2.73543  | 2.89957  | 2.91400  | 2.57329  | 2.25829  | 1.74529  | 1.18371  | 1.03629  | 0.87200  | 0.69143   | 0.91129   |
| 1.71014  | 1.75486 | 1.80714  | 1.73686  | 1.79957  | 1.55243  | 1.32771  | 1.13943  | 0.84443  | 0.71700  | 0.63000  | 0.53114   | 0.63386   |
| 1.59943  | 1.57686 | 1.58586  | 1.47386  | 1.51429  | 1.23029  | 1.02671  | 0.93429  | 0.68000  | 0.53614  | 0.50786  | 0.44286   | 0.54357   |
| 1.31343  | 1.09743 | 1.16614  | 1.09586  | 1.05557  | 0.83900  | 0.71286  | 0.62057  | 0.42329  | 0.30443  | 0.30843  | 0.18571   | 0.33529   |
| 4.30000  | 7.28571 | 14.65714 | -0.71429 | 20.42857 | 17.24286 | 31.75714 | 53.60000 | 36.52857 | 38.22857 | 36.25714 | -17.67143 | -13.04286 |
| 9.75714  | 6.15714 | 10.28571 | 0.81429  | 20.67143 | 28.58571 | 22.74286 | 51.04286 | 25.97143 | 24.64286 | 33.91429 | -9.62857  | -14.54286 |
| 21.71429 | 8.67143 | 13.78571 | 4.84286  | 38.70000 | 21.74286 | 20.77143 | 34.87143 | 41.77143 | 16.92857 | 23.38571 | -6.05714  | -14.27143 |
| 24.22857 | 3.37143 | -2.37143 | -5.05714 | 26.58571 | 37.12857 | 20.98571 | 42.52857 | 32.31429 | 14.25714 | 24.92857 | -17.64286 | -18.05714 |
| -0.88    | 0.58    | 0.73     | 0.12     | -0.51    | -0.80    | 0.96     | 0.71     | 0.05     | 0.97     | 0.85     | 0.08      | 0.90      |
| -1.00    | 0.40    | 0.80     | 0.20     | -0.80    | -0.80    | 0.80     | 0.80     | 0.00     | 1.00     | 0.80     | -0.40     | 0.80      |

配当利回りと株式含み益

表4 時価配当利回りと投資収益率（等株数投資）

|           | 1966     | 1967      | 1968     | 1969     | 1970     | 1971     | 1972     | 1973     | 1974      | 1975     | 1976     | 1977     | 1978     |
|-----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| (1) 配当利回り |          |           |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| Port I    | 6.48372  | 5.97460   | 6.08192  | 6.30419  | 6.52101  | 6.28055  | 5.28483  | 3.60323  | 2.87243   | 3.14245  | 3.10213  | 3.08240  | 2.64501  |
| Port II   | 5.45660  | 4.74673   | 5.01350  | 4.84300  | 4.67923  | 4.84401  | 4.01393  | 2.76235  | 2.38405   | 2.47757  | 2.35543  | 2.11935  | 1.90417  |
| Port III  | 4.73759  | 3.89565   | 4.41247  | 4.25416  | 3.67203  | 3.98131  | 3.35648  | 2.32732  | 2.12835   | 2.19443  | 2.08970  | 1.83955  | 1.73752  |
| Port IV   | 2.58861  | 2.07801   | 2.68342  | 2.92833  | 2.13437  | 2.80863  | 2.47997  | 1.52909  | 1.32607   | 1.52920  | 1.68546  | 1.52293  | 1.36101  |
| (2) 投資収益率 |          |           |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| Port I    | 23.71800 | 8.38403   | 12.72030 | 14.39660 | 24.90320 | 30.84870 | 78.03350 | 70.50770 | -2.30319  | 15.54960 | 17.02310 | 20.56980 | 19.52340 |
| Port II   | 32.86310 | 4.03309   | 11.46870 | 30.66620 | 11.09990 | 28.83920 | 61.81300 | 26.13010 | -5.98370  | 5.59744  | 15.56300 | 30.01740 | 13.62380 |
| Port III  | 25.76030 | 2.57785   | 29.82510 | 30.34580 | 21.87320 | 16.93700 | 91.52990 | 11.96730 | -7.01606  | 2.04631  | 24.88260 | 16.13700 | 22.22170 |
| Port IV   | 36.01710 | -10.84260 | 8.62480  | 55.88350 | 9.99684  | 19.86660 | 61.86120 | 32.22650 | -11.52680 | -6.11750 | 7.02371  | 11.19570 | 11.53760 |
| (3) 相関    |          |           |          |          |          |          |          |          |           |          |          |          |          |
| 相関係数      | -0.76    | 0.97      | 0.12     | -0.97    | 0.66     | 0.83     | 0.23     | 0.67     | 1.00      | 1.00     | 0.34     | 0.43     | 0.49     |
| 順位相関      | -0.80    | 1.00      | 0.40     | -0.80    | 0.80     | 0.80     | 0.00     | 0.40     | 1.00      | 1.00     | 0.40     | 0.80     | 0.40     |

図4 時価配当利回りの高低で分類した4ポートフォリオの等株数投資  
収益率の推移



配当利回りと株式含み益

| 1979     | 1980     | 1981     | 1982     | 1983     | 1984     | 1985     | 1986     | 1987     | 1988     | 1989     | 1990      | 1991      |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 2.39086  | 2.49305  | 2.62880  | 2.81747  | 2.84431  | 2.53988  | 2.27597  | 1.77772  | 1.18074  | 1.03787  | 0.87361  | 0.68225   | 0.90320   |
| 1.70920  | 1.75072  | 1.78494  | 1.70487  | 1.79052  | 1.55797  | 1.33571  | 1.13894  | 0.84800  | 0.71562  | 0.63380  | 0.52735   | 0.63729   |
| 1.60188  | 1.56843  | 1.56900  | 1.47414  | 1.50495  | 1.20846  | 1.01906  | 0.93720  | 0.64764  | 0.53302  | 0.51310  | 0.44020   | 0.52929   |
| 1.35109  | 0.99476  | 1.12130  | 1.06233  | 1.07583  | 0.83076  | 0.64169  | 0.58519  | 0.36836  | 0.30227  | 0.32266  | 0.27730   | 0.35682   |
| 5.04049  | 7.30133  | 16.26840 | -1.28861 | 20.32440 | 17.33900 | 35.13890 | 64.26880 | 34.89620 | 37.56710 | 36.05780 | -16.61030 | -12.14910 |
| 9.92383  | 7.70399  | 12.66570 | 2.76219  | 20.73000 | 36.20220 | 22.21510 | 55.69200 | 26.45460 | 24.14370 | 34.99190 | -9.97106  | -14.40710 |
| 32.21580 | 9.72226  | 21.72850 | 7.16936  | 48.89600 | 25.63370 | 27.87490 | 35.78050 | 54.32290 | 17.58450 | 24.40700 | -1.64694  | -11.39930 |
| 33.32630 | 10.65870 | -0.29631 | -5.47594 | 29.56720 | 55.67620 | 21.63800 | 35.85580 | 27.47100 | 5.72207  | 20.08860 | -17.90560 | -15.91430 |
| -0.83    | -0.90    | 0.55     | 0.02     | -0.51    | -0.80    | 0.84     | 0.91     | 0.00     | 1.00     | 0.92     | -0.01     | 0.57      |
| -1.00    | -1.00    | 0.40     | 0.20     | -0.80    | -0.80    | 0.80     | 0.80     | 0.00     | 1.00     | 1.00     | 0.20      | 0.40      |

表5 簿価配当利回りと投資収益率（等金額投資）

|           | 1977     | 1978     | 1979     | 1980     | 1981     | 1982     | 1983     | 1984     | 1985     | 1986     | 1987     | 1988     | 1989     | 1990      | 1991      |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| (1) 配当利回り |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| Port I    | 14.30996 | 12.30870 | 11.41120 | 10.38666 | 11.37762 | 9.11968  | 9.71033  | 8.98638  | 8.84409  | 9.34298  | 7.82424  | 7.07168  | 6.29524  | 4.05350   | 4.69934   |
| Port II   | 6.96087  | 6.28982  | 5.45585  | 5.35823  | 5.54237  | 4.93202  | 5.80735  | 5.34750  | 5.02633  | 5.39639  | 4.71400  | 3.66585  | 3.17763  | 2.05002   | 2.16764   |
| Port III  | 4.65831  | 4.70078  | 4.36801  | 4.30464  | 4.24253  | 3.99953  | 4.52163  | 4.18798  | 3.75304  | 3.90846  | 3.39636  | 2.53042  | 2.22637  | 1.59037   | 1.49506   |
| Port IV   | 3.08334  | 3.11988  | 3.18240  | 2.88277  | 2.98304  | 2.60363  | 3.08832  | 2.57147  | 2.27350  | 2.39221  | 1.46047  | 1.13224  | 1.14858  | 0.80403   | 0.78082   |
| (2) 投資収益率 |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| Port I    | 22.85714 | 21.51429 | 22.61429 | 10.85714 | 19.52857 | 4.05714  | 40.61429 | 24.42857 | 38.08571 | 66.00000 | 39.22857 | 39.02857 | 36.55714 | -19.12857 | -13.87143 |
| Port II   | 28.77143 | 16.58571 | 6.20000  | 10.97143 | 13.34286 | 1.08571  | 25.51429 | 29.74286 | 22.47143 | 45.60000 | 35.07143 | 19.88571 | 31.35714 | -13.52857 | -15.77143 |
| Port III  | 11.55714 | 17.84286 | 6.32857  | 2.40000  | 7.14286  | 1.17143  | 26.91429 | 18.21429 | 17.31429 | 34.08571 | 34.17143 | 23.55714 | 26.07143 | -2.50000  | -14.12857 |
| Port IV   | 10.53333 | 10.60000 | 10.96667 | -3.05000 | -0.40000 | -6.01667 | 12.51667 | 33.65000 | 22.26667 | 41.56667 | 25.86667 | 12.23333 | 20.21667 | -19.53333 | -14.56667 |
| (3) 相関    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| 相関係数      | 0.60     | 0.85     | 0.86     | 0.77     | 0.91     | 0.83     | 0.94     | -0.32    | 0.88     | 0.90     | 0.93     | 0.95     | 0.95     | -0.27     | 0.34      |
| 順位相関      | 0.80     | 0.80     | 0.20     | 0.80     | 1.00     | 0.80     | 0.80     | -0.40    | 0.80     | 0.80     | 1.00     | 0.80     | 1.00     | 0.20      | 0.40      |

図5 簿価配当利回りの高低で分類した4ポートフォリオの等金額投資  
収益率の推移

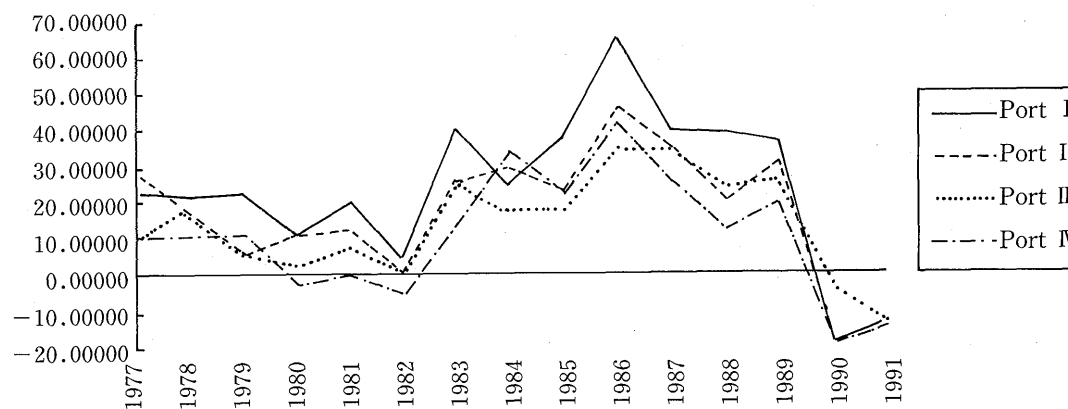


表6 簿価配当利回りと投資収益率（等株数投資）

|           | 1977     | 1978     | 1979     | 1980     | 1981     | 1982     | 1983     | 1984     | 1985     | 1986     | 1987     | 1988     | 1989     | 1990      | 1991      |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| (1) 配当利回り |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| Port I    | 13.41490 | 11.70986 | 10.86155 | 9.73269  | 10.64170 | 8.28083  | 8.91896  | 8.57756  | 8.81629  | 9.81195  | 8.13839  | 7.17850  | 6.21014  | 3.76381   | 4.36645   |
| Port II   | 7.08032  | 6.25845  | 5.44461  | 5.21738  | 5.75941  | 4.97430  | 5.86923  | 5.30151  | 4.96685  | 5.33053  | 4.66847  | 3.63119  | 3.20510  | 2.05218   | 2.15375   |
| Port III  | 4.66580  | 4.71734  | 4.34086  | 4.28218  | 4.22921  | 3.85932  | 4.46269  | 4.12511  | 3.70211  | 3.87287  | 3.47990  | 2.53094  | 2.22489  | 1.56037   | 1.44878   |
| Port IV   | 3.04754  | 3.15020  | 3.23313  | 2.96337  | 3.09821  | 2.58591  | 3.28355  | 2.81190  | 2.05215  | 2.00189  | 1.16990  | 1.22533  | 1.22603  | 0.87706   | 0.82400   |
| (2)投資収益率  |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| Port I    | 22.24595 | 22.75827 | 36.87587 | 11.67828 | 22.07340 | 6.67123  | 57.33262 | 26.70444 | 40.34969 | 75.37516 | 36.86167 | 37.92495 | 37.62574 | -18.49239 | -12.39587 |
| Port II   | 35.59089 | 16.14266 | 6.45561  | 14.19359 | 20.61009 | 1.68351  | 27.34954 | 37.25674 | 34.93154 | 48.08269 | 35.65305 | 17.98541 | 31.58808 | -13.03932 | -15.21416 |
| Port III  | 12.15429 | 17.65069 | 6.96625  | 4.30283  | 13.64544 | 2.55541  | 31.41097 | 19.16174 | 15.29342 | 34.63424 | 51.69792 | 22.64282 | 25.92042 | 0.05417   | -11.47155 |
| Port IV   | 10.84306 | 10.07816 | 11.18267 | -1.43095 | -0.76195 | -7.72479 | 13.75993 | 61.58459 | 22.36577 | 35.26059 | 21.58329 | 5.52590  | 16.25021 | -18.83783 | -13.60581 |
| (3) 相関    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |           |
| 相関係数      | 0.45     | 0.89     | 0.92     | 0.68     | 0.76     | 0.85     | 0.95     | -0.54    | 0.81     | 0.97     | 0.33     | 0.93     | 0.92     | -0.28     | 0.15      |
| 順位相関      | 0.80     | 0.80     | 0.20     | 0.80     | 1.00     | 0.80     | 0.80     | -0.40    | 0.80     | 0.80     | 0.40     | 0.80     | 1.00     | 0.20      | 0.00      |

図6 簿価配当利回りの高低で分類した4ポートフォリオの等株数投資  
収益率の推移



表7 配当利回りの順位と収益率の順位の関係

|              |       |        | 収益率が<br>第1位に<br>なる頻度 | 収益率が<br>第4位に<br>なる頻度 |
|--------------|-------|--------|----------------------|----------------------|
| 時価配当利回りによる分類 | 等金額投資 | PORT I | 50.0                 | 15.4                 |
|              |       | PORT N | 15.4                 | 53.8                 |
|              | 等株数投資 | PORT I | 38.5                 | 23.1                 |
|              |       | PORT N | 19.2                 | 53.8                 |
| 簿価配当利回りによる分類 | 等金額投資 | PORT I | 80.0                 | 0                    |
|              |       | PORT N | 6.7                  | 66.7                 |
|              | 等株数投資 | PORT I | 66.7                 | 0                    |
|              |       | PORT N | 6.7                  | 66.7                 |

場合、配当利回りと収益率の数字の相関係数と順位相関係数は似た動きを示している。それらの単純平均が0.39以下（含マイナス）になる年次の頻度は等金額投資のケースで37.5%，等株数投資のケースは42.3%である。全般的に、配当利回りの高低（あるいは順位）と収益率のそれらには、プラスの相関が強いとみなせよう。

簿価配当利回りに基づく同様な計測値はさらに鮮明である。等金額投資のケースで20.0%，等株数投資のケースで27.0%にすぎない。数字を一見しても非常に高い相関係数値が並んでいる。この場合、ただ一つ注目されるのは、2種類の相関係数値が大きく乖離する年次（例えば、1977、1979年）があることである。

## VI. 配当利回りアノマリーの継続性と普遍性

配当利回りがどの程度のアノマリーを示すのかをさらに別の2つの観点からも分析してみよう。第1は、アノマリーがどれだけの期間持続するか、継続性（persistence）の分析である。これはさらに2つに分かれ、特定の銘柄（業種）のアノマリーは持続するかという観点とその時々の高配当利回り銘柄（業種）には常にアノマリーがあり続けるかという観点である。継続性はいつてみれば不均衡あるいはミスマッチングがどれ位の期間の後に均衡に復帰するか、あるいは復帰しないか、を問題にしている。

第2に、アノマリーはすべての銘柄にあまねく成り立つかどうかという普遍性(prevalence)

の分析である。28業種すべてにアノマリーがあるか、あるいは配当利回りが高い、例えば最上位一業種だけがアノマリーであるという両極端なのか、それともその中間なのかを検証することになる。配当利回り以外の財務指標に関する、これら2つの分析は辰巳・後藤・関根[7]で行った。

### VI-1. アノマリーの継続性

#### VI-1-1. 2種類の継続性と計測方法

(1) 特定の業種グループのアノマリー継続性：Aタイプ

検証手続きを具体的に説明しながら分析を進

よう。

- ①  $t$  年の配当利回り最上位 7 業種 ( $j = 1, 2, \dots, 7$ ) を前もって定めた構成比率 ( $x_1, x_2, \dots, x_7$ )、ただし  $\sum x_j = 1$ 、によって  $i$  年間買い持ちした場合の  $i$  年目の累積投資収益率 (年率)

$$i \sqrt{\prod_{h=1}^i (1 + \sum_{j=1}^7 x_j R_{t+h,j})} - 1 \quad (13)$$

を  $t = 1966, 1967, \dots, i = 1, 2, 3, \dots, 10$  にわたって計算する。ちなみに、 $t$  年から  $i$  年後には  $j$  業種の配当利回りは低くなり、7 位以下になっているかもしれない、7 業種のセットは毎年同じであるとは限らない。それゆえ、この収益率の計算では業種のリバランスを行わずに最長 10 年間の累積投資収益率を求めるものである。

- ② 同じ計算を東証一部加重平均収益率  $R_{t,M}$  に関しても行う。

$$i \sqrt{\prod_{h=1}^i (1 + R_{t+h,M})} - 1 \quad (14)$$

- ③ ①で作ったすべての数値を②で作ったそれらの対応する数値で割る。結果は表 8, 9 のような表にした。
- (2) 高配当利回りという属性のアノマリー継続性: Bタイプ
- ① 配当利回りが最上位の 7 業種の加重平均収益率を毎年計算する。加重は(1)①と同じ  $x_i$  である。
- ② (1)②と同じ累積投資収益率を作る。
- ③ (1)と同じようにして、表10, 11にした。このように計算された比率は、配当利回りが最上位になる 7 業種に毎年リバランスしながら、構成比率 ( $x_1, x_2, \dots, x_7$ ) で  $i$  年間投資しつづけた場合の  $i$  年目の累積投資収益率 (年率) が同

じ期間 T O P I X に投資しつづけた場合の同様な収益率を越える程度を測ることになる。

## VI-1-2. 計算結果とその解釈

計測にあたっては、7 業種から成るポートフォリオの構成比率 ( $x_1, x_2, \dots, x_7$ ) として等金額投資あるいは等株数投資に基づき、配当利回りとしては時価と簿価の双方に基づくものを考え、4 通りの計測を試みた。それぞれに A タイプと B タイプがあるので合計 8 通りになる。

時価配当利回りに関する計測からみていこう。等金額で 7 業種を組む表 8 と表 10 において、リバランスせずに買い持ちする A タイプと毎年リバランスし常に高配当利回り業種を選んでいく B タイプの間に非常に大きな差が生じている。前者は平均的には 2 年後以降 T O P I X と変わらない成績をおさめるにすぎない。他方、後者は 5 年後以降になっても T O P I X の 1.14 倍高い年率収益率を達成しているのである。

実は、ここで行った計測方法は 1 つの問題点をかかえている。それゆえ、それをクリアした上で、この結論を再度確認できるかどうかみてみたい。さて、(13)式や(14)式などの累積投資収益率 (年率) は定義上マイナスの値をとりえる。それゆえ、配当利回り最上位 7 業種の (加重) 平均投資収益率かあるいは東証第一部加重平均収益率のいずれかがマイナスの値になった場合、上記③の比率はマイナスになり、その他の数値と直接比較できない。また、両者がともにマイナスになった場合には比率の値の大小関係は逆転しており、その他の数値と比較できない。これらの欠点を回避するために、収益率ではなく、各年 (3 月) 末の資産価値を計算していく方法があるが、あえてここではその方法をとらなかった。

そのかわり計測方法の欠点を次のように補った。つまり、(13)式あるいは(14)式の収益率がマイナスになる 4 個所と暴落が大きかった 1991 年に係わる収益率 (表 8 ~ 15 ではいずれも網かけを施した) を除いて、収益率の平均と標準偏差を計算した (同表では右端に掲げた「調整後の」

配当利回りと株式含み益

表8 時価配当利回りのアノマリー継続性 (Aタイプ: リバランス無, 等金額投資)

|                            |    | 1966   | 1967   | 1968   | 1969   | 1970   | 1971   | 1972   | 1973   | 1974    | 1975   | 1976   | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   |
|----------------------------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ① 上位7業種選別                  |    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 買<br>い<br>持<br>ち<br>年<br>数 | 1  | 0.2334 | 0.0857 | 0.1210 | 0.1316 | 0.2477 | 0.2660 | 0.7573 | 0.5674 | -0.0297 | 0.1329 | 0.1557 | 0.2119 | 0.2001 | 0.0430 | 0.0729 |
|                            | 2  | 0.1497 | 0.0778 | 0.1908 | 0.1564 | 0.2633 | 0.4485 | 0.6706 | 0.1889 | 0.0113  | 0.1225 | 0.1941 | 0.1923 | 0.1271 | 0.0459 | 0.1004 |
|                            | 3  | 0.1239 | 0.1139 | 0.1845 | 0.1770 | 0.3688 | 0.4319 | 0.3647 | 0.0837 | 0.0312  | 0.1287 | 0.1793 | 0.1471 | 0.1087 | 0.0604 | 0.0631 |
|                            | 4  | 0.1193 | 0.1508 | 0.1941 | 0.2870 | 0.3702 | 0.2745 | 0.2376 | 0.0979 | 0.0725  | 0.1419 | 0.1515 | 0.1232 | 0.1136 | 0.0483 | 0.0974 |
|                            | 5  | 0.1305 | 0.1657 | 0.2784 | 0.3079 | 0.2646 | 0.2135 | 0.2202 | 0.1089 | 0.0946  | 0.1177 | 0.1338 | 0.1187 | 0.0967 | 0.0756 | 0.1247 |
|                            | 6  | 0.1390 | 0.2439 | 0.2930 | 0.2349 | 0.2051 | 0.2107 | 0.2003 | 0.1211 | 0.0872  | 0.1098 | 0.1349 | 0.1047 | 0.1161 | 0.1023 | 0.1517 |
|                            | 7  | 0.2001 | 0.2610 | 0.2352 | 0.1930 | 0.1970 | 0.2043 | 0.1991 | 0.1537 | 0.0864  | 0.1091 | 0.1109 | 0.1206 | 0.1311 | 0.1388 | 0.1978 |
|                            | 8  | 0.2224 | 0.2080 | 0.2038 | 0.1890 | 0.1975 | 0.2031 | 0.2198 | 0.1531 | 0.0861  | 0.0912 | 0.1217 | 0.1272 | 0.1531 | 0.1927 | 0.2215 |
|                            | 9  | 0.1845 | 0.1746 | 0.1925 | 0.1849 | 0.1965 | 0.2048 | 0.2132 | 0.1424 | 0.0797  | 0.1000 | 0.1292 | 0.1493 | 0.1978 | 0.2210 | 0.2292 |
|                            | 10 | 0.1623 | 0.1657 | 0.1860 | 0.1859 | 0.1984 | 0.1969 | 0.1961 | 0.1293 | 0.0925  | 0.1104 | 0.1413 | 0.1918 | 0.2147 | 0.2256 | 0.2407 |
| ② 東証第一部加重平均収益率             |    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 買<br>い<br>持<br>ち<br>年<br>数 | 1  | 0.2830 | 0.0610 | 0.1610 | 0.3720 | 0.1230 | 0.1980 | 0.7210 | 0.3030 | -0.1140 | 0.0590 | 0.1610 | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 |
|                            | 2  | 0.1667 | 0.1099 | 0.2621 | 0.2413 | 0.1599 | 0.4359 | 0.4975 | 0.0745 | -0.0314 | 0.1088 | 0.1388 | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 |
|                            | 3  | 0.1648 | 0.1912 | 0.2139 | 0.2267 | 0.3229 | 0.3901 | 0.2571 | 0.0693 | 0.0289  | 0.1115 | 0.1425 | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 |
|                            | 4  | 0.2135 | 0.1737 | 0.2099 | 0.3350 | 0.3179 | 0.2421 | 0.2044 | 0.0915 | 0.0503  | 0.1210 | 0.1338 | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 |
|                            | 5  | 0.1948 | 0.1785 | 0.2983 | 0.3286 | 0.2173 | 0.2031 | 0.1956 | 0.0966 | 0.0695  | 0.1184 | 0.1236 | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 |
|                            | 6  | 0.1953 | 0.2553 | 0.2990 | 0.2418 | 0.1894 | 0.1960 | 0.1821 | 0.1053 | 0.0758  | 0.1126 | 0.1376 | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 |
|                            | 7  | 0.2592 | 0.2620 | 0.2299 | 0.2139 | 0.1853 | 0.1844 | 0.1775 | 0.1057 | 0.0770  | 0.1260 | 0.1202 | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 |
|                            | 8  | 0.2646 | 0.2074 | 0.2071 | 0.2071 | 0.1765 | 0.1800 | 0.1686 | 0.1029 | 0.0928  | 0.1123 | 0.1333 | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 |
|                            | 9  | 0.2156 | 0.1900 | 0.2019 | 0.1968 | 0.1735 | 0.1718 | 0.1588 | 0.1144 | 0.0846  | 0.1248 | 0.1502 | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 |
|                            | 10 | 0.1990 | 0.1870 | 0.1932 | 0.1920 | 0.1668 | 0.1627 | 0.1639 | 0.1046 | 0.0983  | 0.1407 | 0.1616 | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 |
| ③ 7業種選別+東証第一部              |    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 買<br>い<br>持<br>ち<br>年<br>数 | 1  | 0.8248 | 1.4052 | 0.7516 | 0.3537 | 2.0139 | 1.3434 | 1.0503 | 1.8727 | 0.2607  | 2.2518 | 0.9672 | 1.8107 | 1.3343 | 0.3981 | 0.8673 |
|                            | 2  | 0.8976 | 0.7077 | 0.7281 | 0.6484 | 1.6465 | 1.0289 | 1.3479 | 2.5364 | 0.3597  | 1.1252 | 1.3984 | 1.4415 | 0.9865 | 0.4780 | 0.6913 |
|                            | 3  | 0.7515 | 0.5961 | 0.8623 | 0.7807 | 1.1420 | 1.1071 | 1.4183 | 1.2079 | 1.0789  | 1.1537 | 1.2581 | 1.1778 | 0.9567 | 0.4549 | 0.6169 |
|                            | 4  | 0.5588 | 0.8682 | 0.9248 | 0.8567 | 1.1643 | 1.1340 | 1.1627 | 1.0699 | 1.4428  | 1.1720 | 1.1322 | 1.0760 | 0.8294 | 0.4657 | 0.7327 |
|                            | 5  | 0.6698 | 0.9281 | 0.9333 | 0.9372 | 1.2177 | 1.0511 | 1.1261 | 1.1279 | 1.3610  | 0.9936 | 1.0817 | 0.8924 | 0.8574 | 0.5916 | 0.7631 |
|                            | 6  | 0.7115 | 0.9554 | 0.9797 | 0.9715 | 1.0832 | 1.0749 | 1.1001 | 1.1506 | 1.1500  | 0.9748 | 0.9801 | 0.9223 | 0.8827 | 0.6642 | 0.8402 |
|                            | 7  | 0.7721 | 0.9961 | 1.0228 | 0.9025 | 1.0635 | 1.1082 | 1.1220 | 1.4548 | 1.1219  | 0.8659 | 0.9230 | 0.9318 | 0.8543 | 0.8170 | 0.9431 |
|                            | 8  | 0.8406 | 1.0026 | 0.9840 | 0.9122 | 1.1190 | 1.1282 | 1.3042 | 1.4873 | 0.9280  | 0.8121 | 0.9129 | 0.8549 | 0.9148 | 0.9806 | 0.9279 |
|                            | 9  | 0.8560 | 0.9192 | 0.9535 | 0.9395 | 1.1321 | 1.1924 | 1.3422 | 1.2450 | 0.9425  | 0.8008 | 0.8602 | 0.9236 | 1.0341 | 0.9889 | 1.0048 |
|                            | 10 | 0.8157 | 0.8858 | 0.9631 | 0.9682 | 1.1893 | 1.2100 | 1.1971 | 1.2354 | 0.9410  | 0.7844 | 0.8740 | 1.0442 | 0.9942 | 1.0470 | 1.0573 |

配当利回りと株式含み益

| 1981   | 1982              | 1983              | 1984              | 1985              | 1986              | 1987              | 1988              | 1989              | 1990              | 1991              | 平均     | 標準偏差   | 調整後の<br>平均      標準偏差 |        |    |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|--------|----------------------|--------|----|
| 0.1466 | -0.0071           | 0.2043            | 0.1724            | 0.3176            | 0.5360            | 0.3653            | 0.3823            | 0.3626            | -0.1767           | -0.1304           | 0.2065 | 0.2045 |                      |        |    |
| 0.0637 | 0.0935            | 0.1883            | 0.2405            | 0.4753            | 0.4718            | 0.3902            | 0.3724            | 0.0601            | -0.1560           |                   | 0.2056 | 0.1767 |                      |        |    |
| 0.1049 | 0.1192            | 0.2283            | 0.3694            | 0.4486            | 0.4391            | 0.3823            | 0.1581            | -0.0092           |                   |                   | 0.2003 | 0.1389 |                      |        |    |
| 0.1266 | 0.1646            | 0.3261            | 0.3833            | 0.4171            | 0.4215            | 0.2134            | 0.0768            |                   |                   |                   | 0.2004 | 0.1141 |                      |        |    |
| 0.1573 | 0.2515            | 0.3455            | 0.3714            | 0.4097            | 0.2742            | 0.1321            |                   |                   |                   |                   | 0.1997 | 0.0969 |                      |        |    |
| 0.2088 | 0.2790            | 0.3420            | 0.3722            | 0.2812            | 0.1903            |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1966 | 0.0809 |                      |        |    |
| 0.2317 | 0.2855            | 0.3468            | 0.2718            | 0.2088            |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1941 | 0.0654 |                      |        |    |
| 0.2445 | 0.2965            | 0.2631            | 0.2092            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1897 | 0.0541 |                      |        |    |
| 0.2562 | 0.2298            | 0.2086            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1830 | 0.0453 |                      |        |    |
| 0.2055 | 0.1851            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1781 | 0.0389 |                      |        |    |
|        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |        |        |                      |        |    |
| 0.2100 | 0.0210            | 0.2300            | 0.2940            | 0.2700            | 0.4010            | 0.4620            | 0.1460            | 0.2240            | -0.1590           | -0.1130           | 0.1836 | 0.1835 |                      |        |    |
| 0.1115 | 0.1206            | 0.2616            | 0.2819            | 0.3339            | 0.4312            | 0.2944            | 0.1844            | 0.0146            | -0.1363           |                   | 0.1826 | 0.1429 |                      |        |    |
| 0.1497 | 0.1757            | 0.2644            | 0.3205            | 0.3753            | 0.3290            | 0.2705            | 0.0566            | -0.0299           |                   |                   | 0.1877 | 0.1090 |                      |        |    |
| 0.1842 | 0.1986            | 0.2972            | 0.3545            | 0.3140            | 0.3019            | 0.1460            | 0.0114            |                   |                   |                   | 0.1908 | 0.0929 |                      |        |    |
| 0.2009 | 0.2366            | 0.3286            | 0.3100            | 0.2955            | 0.1930            | 0.0887            |                   |                   |                   |                   | 0.1916 | 0.0786 |                      |        |    |
| 0.2321 | 0.2716            | 0.2963            | 0.2952            | 0.2055            | 0.1355            |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1908 | 0.0664 |                      |        |    |
| 0.2626 | 0.2528            | 0.2857            | 0.2177            | 0.1538            |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1888 | 0.0581 |                      |        |    |
| 0.2474 | 0.2492            | 0.2193            | 0.1704            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1837 | 0.0489 |                      |        |    |
| 0.2448 | 0.1955            | 0.1769            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1780 | 0.0402 |                      |        |    |
| 0.1969 | 0.1603            |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 0.1747 | 0.0349 |                      |        |    |
|        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |        |        |                      |        |    |
| 0.6980 | <del>0.3401</del> | 0.8882            | 0.5865            | 1.1762            | 1.3367            | 0.7907            | 2.6184            | 1.6186            | <del>1.1114</del> | <del>1.1542</del> | 1.1209 | 0.6435 | 1.2254               | 0.5896 | -4 |
| 0.5715 | 0.7748            | 0.7196            | 0.8528            | 1.4234            | 1.0942            | 1.3254            | 2.0199            | 4.1179            | <del>1.1443</del> |                   | 1.1739 | 0.8108 | 1.2418               | 0.7795 | -2 |
| 0.7010 | 0.6784            | 0.8634            | 1.1526            | 1.1952            | 1.3347            | 1.4133            | 2.7924            | <del>0.3079</del> |                   |                   | 1.0417 | 0.4709 | 1.0737               | 0.4549 | -1 |
| 0.6877 | 0.8291            | 1.0970            | 1.0813            | 1.3282            | 1.3959            | 1.4620            | <del>6.7402</del> |                   |                   |                   | 1.2701 | 1.1950 | 1.0214               | 0.2663 | -1 |
| 0.7830 | 1.0631            | 1.0514            | 1.1983            | 1.3866            | 1.4207            | <del>1.4888</del> |                   |                   |                   |                   | 1.0420 | 0.2351 | 1.0207               | 0.2190 | -1 |
| 0.8995 | 1.0275            | 1.1544            | 1.2607            | 1.3685            | <del>1.4044</del> |                   |                   |                   |                   |                   | 1.0265 | 0.1826 | 1.0076               | 0.1659 | -1 |
| 0.8822 | 1.1292            | 1.2140            | 1.2482            | <del>1.3576</del> |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 1.0365 | 0.1789 | 1.0196               | 0.1673 | -1 |
| 0.9881 | 1.1898            | 1.2001            | <del>1.2272</del> |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 1.0376 | 0.1742 | 1.0271               | 0.1730 | -1 |
| 1.0466 | 1.1757            | <del>1.1792</del> |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 1.0298 | 0.1460 | 1.0210               | 0.1455 | -1 |
| 1.0438 | <del>1.1546</del> |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   |                   | 1.0238 | 0.1357 | 1.0157               | 0.1358 | -1 |

配当利回りと株式含み益

表9 時価配当利回りのアノマリー継続性 (Aタイプ: リバランス無, 等株数投資)

|                            |                | 1966   | 1967   | 1968   | 1969   | 1970   | 1971   | 1972   | 1973   | 1974    | 1975   | 1976   | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   |
|----------------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 買<br>い<br>持<br>ち<br>年<br>数 | ① 上位 7 業種選別    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
|                            | 1              | 0.2372 | 0.0838 | 0.1272 | 0.1440 | 0.2490 | 0.3085 | 0.7803 | 0.7051 | -0.0230 | 0.1555 | 0.1702 | 0.2057 | 0.1952 | 0.0504 | 0.0730 |
|                            | 2              | 0.1514 | 0.0808 | 0.2196 | 0.1628 | 0.2847 | 0.4739 | 0.7485 | 0.2435 | 0.0390  | 0.1318 | 0.1980 | 0.1897 | 0.1212 | 0.0546 | 0.1053 |
|                            | 3              | 0.1286 | 0.1346 | 0.2091 | 0.1966 | 0.3849 | 0.4559 | 0.4098 | 0.1120 | 0.0483  | 0.1352 | 0.1828 | 0.1433 | 0.1073 | 0.0749 | 0.0646 |
|                            | 4              | 0.1283 | 0.1701 | 0.2289 | 0.3044 | 0.3875 | 0.2945 | 0.2620 | 0.1222 | 0.0846  | 0.1458 | 0.1568 | 0.1237 | 0.1159 | 0.0642 | 0.0990 |
|                            | 5              | 0.1382 | 0.1912 | 0.3256 | 0.3260 | 0.2801 | 0.2294 | 0.2407 | 0.1295 | 0.1049  | 0.1206 | 0.1404 | 0.1234 | 0.1035 | 0.0851 | 0.1282 |
|                            | 6              | 0.1468 | 0.2805 | 0.3321 | 0.2516 | 0.2199 | 0.2265 | 0.2191 | 0.1403 | 0.0947  | 0.1129 | 0.1439 | 0.1133 | 0.1254 | 0.1249 | 0.1575 |
|                            | 7              | 0.2078 | 0.2927 | 0.2654 | 0.2071 | 0.2121 | 0.2222 | 0.2160 | 0.1953 | 0.0945  | 0.1132 | 0.1189 | 0.1307 | 0.1420 | 0.1684 | 0.2123 |
|                            | 8              | 0.2336 | 0.2331 | 0.2298 | 0.2025 | 0.2136 | 0.2187 | 0.2559 | 0.1959 | 0.0954  | 0.0943 | 0.1295 | 0.1386 | 0.1611 | 0.2183 | 0.2329 |
|                            | 9              | 0.1953 | 0.1984 | 0.2147 | 0.2002 | 0.2116 | 0.2328 | 0.2497 | 0.1735 | 0.0910  | 0.1030 | 0.1380 | 0.1586 | 0.2094 | 0.2540 | 0.2391 |
| 10                         | 0.1728         | 0.1866 | 0.2071 | 0.1999 | 0.2262 | 0.2249 | 0.2226 | 0.1575 | 0.1047 | 0.1146  | 0.1503 | 0.2050 | 0.2239 | 0.2479 | 0.2510 |        |
| 買<br>い<br>持<br>ち<br>年<br>数 | ② 東証第一部加重平均収益率 |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
|                            | 1              | 0.2830 | 0.0610 | 0.1610 | 0.3720 | 0.1230 | 0.1980 | 0.7210 | 0.3030 | -0.1140 | 0.0590 | 0.1610 | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 |
|                            | 2              | 0.1667 | 0.1099 | 0.2621 | 0.2413 | 0.1599 | 0.4359 | 0.4975 | 0.0745 | -0.0314 | 0.1088 | 0.1388 | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 |
|                            | 3              | 0.1648 | 0.1912 | 0.2139 | 0.2267 | 0.3229 | 0.3901 | 0.2571 | 0.0693 | 0.0289  | 0.1115 | 0.1425 | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 |
|                            | 4              | 0.2135 | 0.1737 | 0.2099 | 0.3350 | 0.3179 | 0.2421 | 0.2044 | 0.0915 | 0.0503  | 0.1210 | 0.1338 | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 |
|                            | 5              | 0.1948 | 0.1785 | 0.2983 | 0.3286 | 0.2173 | 0.2031 | 0.1956 | 0.0966 | 0.0695  | 0.1184 | 0.1236 | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 |
|                            | 6              | 0.1953 | 0.2553 | 0.2990 | 0.2418 | 0.1894 | 0.1960 | 0.1821 | 0.1053 | 0.0758  | 0.1126 | 0.1376 | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 |
|                            | 7              | 0.2592 | 0.2620 | 0.2299 | 0.2139 | 0.1853 | 0.1844 | 0.1775 | 0.1057 | 0.0770  | 0.1260 | 0.1202 | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 |
|                            | 8              | 0.2646 | 0.2074 | 0.2071 | 0.2071 | 0.1765 | 0.1800 | 0.1686 | 0.1029 | 0.0928  | 0.1123 | 0.1333 | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 |
|                            | 9              | 0.2156 | 0.1900 | 0.2019 | 0.1968 | 0.1735 | 0.1718 | 0.1588 | 0.1144 | 0.0846  | 0.1248 | 0.1502 | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 |
| 10                         | 0.1990         | 0.1870 | 0.1932 | 0.1920 | 0.1668 | 0.1627 | 0.1639 | 0.1046 | 0.0983 | 0.1407  | 0.1616 | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 |        |
| 買<br>い<br>持<br>ち<br>年<br>数 | ③ 7 業種選択÷東証第一部 |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
|                            | 1              | 0.8381 | 1.3744 | 0.7901 | 0.3870 | 2.0246 | 1.5580 | 1.0823 | 2.3270 | 0.2020  | 2.6355 | 1.0573 | 1.7581 | 1.3016 | 0.4667 | 0.8692 |
|                            | 2              | 0.9080 | 0.7354 | 0.8378 | 0.6749 | 1.7805 | 1.0872 | 1.5045 | 3.2700 | 0.2449  | 1.2107 | 1.4264 | 1.4219 | 0.9413 | 0.5693 | 0.7251 |
|                            | 3              | 0.7800 | 0.7041 | 0.9777 | 0.8672 | 1.1917 | 1.1686 | 1.5937 | 1.6173 | 1.6690  | 1.2124 | 1.2824 | 1.1477 | 0.9439 | 0.5647 | 0.6319 |
|                            | 4              | 0.6010 | 0.9793 | 1.0907 | 0.9086 | 1.2188 | 1.2166 | 1.2819 | 1.3356 | 1.6830  | 1.2042 | 1.1717 | 1.0805 | 0.8457 | 0.6189 | 0.7448 |
|                            | 5              | 0.7095 | 1.0709 | 1.0917 | 0.9922 | 1.2888 | 1.1296 | 1.2306 | 1.3414 | 1.5098  | 1.0185 | 1.1356 | 0.9281 | 0.9173 | 0.6656 | 0.7847 |
|                            | 6              | 0.7513 | 1.0985 | 1.1105 | 1.0403 | 1.1613 | 1.1559 | 1.2030 | 1.3321 | 1.2487  | 1.0030 | 1.0457 | 0.9983 | 0.9536 | 0.8111 | 0.8723 |
|                            | 7              | 0.8017 | 1.1172 | 1.1544 | 0.9682 | 1.1447 | 1.2052 | 1.2171 | 1.8479 | 1.2271  | 0.8985 | 0.9897 | 1.0098 | 0.9255 | 0.9909 | 1.0123 |
|                            | 8              | 0.8829 | 1.1236 | 1.1095 | 0.9778 | 1.2101 | 1.2147 | 1.5183 | 1.9026 | 1.0282  | 0.8395 | 0.9711 | 0.9314 | 0.9627 | 1.1106 | 0.9754 |
|                            | 9              | 0.9060 | 1.0442 | 1.0633 | 1.0171 | 1.2195 | 1.3550 | 1.5720 | 1.5169 | 1.0759  | 0.8249 | 0.9193 | 0.9812 | 1.0949 | 1.1363 | 1.0483 |
| 10                         | 0.8687         | 0.9975 | 1.0720 | 1.0413 | 1.3561 | 1.3826 | 1.3587 | 1.5050 | 1.0650 | 0.8149  | 0.9301 | 1.1161 | 1.0367 | 1.1505 | 1.1024 |        |

配当利回りと株式含み益

| 1981   | 1982    | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 調整後の   |        |        |        |    |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|----|
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 平均     | 標準偏差   | 平均     | 標準偏差   |    |
| 0.1627 | -0.0129 | 0.2032 | 0.1734 | 0.3514 | 0.6427 | 0.3490 | 0.3757 | 0.3606  | -0.1661 | -0.1215 | 0.2223 | 0.2228 |        |        |    |
| 0.0679 | 0.0898  | 0.1882 | 0.2592 | 0.5418 | 0.5131 | 0.3808 | 0.3681 | 0.0643  | -0.1470 |         | 0.2212 | 0.1904 |        |        |    |
| 0.1076 | 0.1170  | 0.2403 | 0.4113 | 0.4859 | 0.4596 | 0.3760 | 0.1593 | -0.0034 |         |         | 0.2142 | 0.1464 |        |        |    |
| 0.1283 | 0.1715  | 0.3561 | 0.4084 | 0.4393 | 0.4391 | 0.2107 | 0.0803 |         |         |         | 0.2140 | 0.1197 |        |        |    |
| 0.1633 | 0.2727  | 0.3648 | 0.3881 | 0.4290 | 0.2907 | 0.1324 |        |         |         |         | 0.2140 | 0.1027 |        |        |    |
| 0.2273 | 0.2930  | 0.3554 | 0.3874 | 0.2994 | 0.2046 |        |        |         |         |         | 0.2122 | 0.0851 |        |        |    |
| 0.2469 | 0.2954  | 0.3595 | 0.2868 | 0.2246 |        |        |        |         |         |         | 0.2106 | 0.0675 |        |        |    |
| 0.2570 | 0.3061  | 0.2761 | 0.2226 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2060 | 0.0565 |        |        |    |
| 0.2688 | 0.2402  | 0.2204 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1999 | 0.0487 |        |        |    |
| 0.2180 | 0.1948  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1946 | 0.0411 |        |        |    |
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |    |
| 0.2100 | 0.0210  | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1836 | 0.1835 |        |        |    |
| 0.1115 | 0.1206  | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1826 | 0.1429 |        |        |    |
| 0.1497 | 0.1757  | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1877 | 0.1090 |        |        |    |
| 0.1842 | 0.1986  | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1908 | 0.0929 |        |        |    |
| 0.2009 | 0.2366  | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1916 | 0.0786 |        |        |    |
| 0.2321 | 0.2716  | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.1908 | 0.0664 |        |        |    |
| 0.2626 | 0.2528  | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.1888 | 0.0581 |        |        |    |
| 0.2474 | 0.2492  | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.1837 | 0.0489 |        |        |    |
| 0.2448 | 0.1955  | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1780 | 0.0402 |        |        |    |
| 0.1969 | 0.1603  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1747 | 0.0349 |        |        |    |
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |    |
| 0.7747 | 0.6136  | 0.8837 | 0.5898 | 1.3014 | 1.6027 | 0.7553 | 2.5731 | 1.6097  | 1.0447  | 1.0751  | 1.1642 | 0.7206 | 1.2982 | 0.6395 | -4 |
| 0.6093 | 0.7447  | 0.7195 | 0.9195 | 1.6227 | 1.1900 | 1.2933 | 1.9967 | 4.4074  | 1.0784  |         | 1.2172 | 0.9836 | 1.3303 | 0.8800 | -2 |
| 0.7190 | 0.6660  | 0.9089 | 1.2835 | 1.2946 | 1.3971 | 1.3903 | 2.8139 | 0.1132  |         |         | 1.1225 | 0.5110 | 1.1663 | 0.4757 | -1 |
| 0.6968 | 0.8635  | 1.1982 | 1.1522 | 1.3991 | 1.4543 | 1.4436 | 1.0421 |         |         |         | 1.3579 | 1.2430 | 1.0995 | 0.2828 | -1 |
| 0.8131 | 1.1526  | 1.1100 | 1.2521 | 1.4518 | 1.5065 | 1.4925 |        |         |         |         | 1.1179 | 0.2475 | 1.1000 | 0.2391 | -1 |
| 0.9793 | 1.0791  | 1.1996 | 1.3121 | 1.4569 | 1.5102 |        |        |         |         |         | 1.1106 | 0.1904 | 1.0906 | 0.1723 | -1 |
| 0.9402 | 1.1684  | 1.2581 | 1.3173 | 1.4604 |        |        |        |         |         |         | 1.1327 | 0.2273 | 1.1155 | 0.2201 | -1 |
| 1.0387 | 1.2285  | 1.2590 | 1.3061 |        |        |        |        |         |         |         | 1.1363 | 0.2431 | 1.1269 | 0.2463 | -1 |
| 1.0983 | 1.2288  | 1.2460 |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.1304 | 0.1934 | 1.1236 | 0.1969 | -1 |
| 1.1070 | 1.2153  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.1247 | 0.1824 | 1.1190 | 0.1866 | -1 |

配当利回りと株式含み益

表10 時価配当利回りのアノマリー継続性 (Bタイプ：リバランス有り, 等金額投資)

|                |    | 1966   | 1967   | 1968   | 1969   | 1970   | 1971   | 1972   | 1973   | 1974    | 1975   | 1976   | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   |
|----------------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ① 上位7業種選別      |    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 投資<br>年<br>数   | 1  | 0.2334 | 0.0857 | 0.1210 | 0.1316 | 0.2477 | 0.2660 | 0.7573 | 0.5674 | -0.0297 | 0.1329 | 0.1557 | 0.2119 | 0.2001 | 0.0430 | 0.0729 |
|                | 2  | 0.1572 | 0.1032 | 0.1263 | 0.1882 | 0.2568 | 0.4916 | 0.6596 | 0.2332 | 0.0484  | 0.1442 | 0.1835 | 0.2060 | 0.1188 | 0.0578 | 0.1091 |
|                | 3  | 0.1450 | 0.1126 | 0.1654 | 0.2136 | 0.4054 | 0.5164 | 0.3877 | 0.1988 | 0.0830  | 0.1663 | 0.1890 | 0.1490 | 0.1033 | 0.0866 | 0.0689 |
|                | 4  | 0.1416 | 0.1449 | 0.1898 | 0.3313 | 0.4443 | 0.3563 | 0.3191 | 0.1879 | 0.1139  | 0.1747 | 0.1507 | 0.1295 | 0.1139 | 0.0624 | 0.1013 |
|                | 5  | 0.1621 | 0.1682 | 0.2863 | 0.3755 | 0.3338 | 0.3083 | 0.2847 | 0.1927 | 0.1306  | 0.1471 | 0.1347 | 0.1329 | 0.0886 | 0.0894 | 0.1151 |
|                | 6  | 0.1788 | 0.2504 | 0.3294 | 0.2978 | 0.2980 | 0.2815 | 0.2722 | 0.1939 | 0.1155  | 0.1344 | 0.1367 | 0.1082 | 0.1071 | 0.1028 | 0.1466 |
|                | 7  | 0.2480 | 0.2915 | 0.2709 | 0.2728 | 0.2767 | 0.2713 | 0.2617 | 0.1711 | 0.1093  | 0.1361 | 0.1149 | 0.1215 | 0.1162 | 0.1312 | 0.1955 |
|                | 8  | 0.2841 | 0.2461 | 0.2528 | 0.2575 | 0.2684 | 0.2622 | 0.2320 | 0.1583 | 0.1139  | 0.1171 | 0.1257 | 0.1277 | 0.1396 | 0.1753 | 0.2155 |
|                | 9  | 0.2447 | 0.2330 | 0.2416 | 0.2524 | 0.2606 | 0.2357 | 0.2132 | 0.1570 | 0.0998  | 0.1265 | 0.1308 | 0.1474 | 0.1780 | 0.1950 | 0.2330 |
|                | 10 | 0.2330 | 0.2250 | 0.2386 | 0.2471 | 0.2369 | 0.2184 | 0.2064 | 0.1394 | 0.1098  | 0.1310 | 0.1482 | 0.1813 | 0.1955 | 0.2125 | 0.2454 |
| ② 東証第一部加重平均収益率 |    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 投資<br>年<br>数   | 1  | 0.2830 | 0.0610 | 0.1610 | 0.3720 | 0.1230 | 0.1980 | 0.7210 | 0.3030 | -0.1140 | 0.0590 | 0.1610 | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 |
|                | 2  | 0.1667 | 0.1099 | 0.2621 | 0.2413 | 0.1599 | 0.4359 | 0.4975 | 0.0745 | -0.0314 | 0.1088 | 0.1388 | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 |
|                | 3  | 0.1648 | 0.1912 | 0.2139 | 0.2267 | 0.3229 | 0.3901 | 0.2571 | 0.0693 | 0.0289  | 0.1115 | 0.1425 | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 |
|                | 4  | 0.2135 | 0.1737 | 0.2099 | 0.3350 | 0.3179 | 0.2421 | 0.2044 | 0.0915 | 0.0503  | 0.1210 | 0.1338 | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 |
|                | 5  | 0.1948 | 0.1785 | 0.2983 | 0.3286 | 0.2173 | 0.2031 | 0.1956 | 0.0966 | 0.0695  | 0.1184 | 0.1236 | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 |
|                | 6  | 0.1953 | 0.2553 | 0.2990 | 0.2418 | 0.1894 | 0.1960 | 0.1821 | 0.1053 | 0.0758  | 0.1126 | 0.1376 | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 |
|                | 7  | 0.2592 | 0.2620 | 0.2299 | 0.2139 | 0.1853 | 0.1844 | 0.1775 | 0.1057 | 0.0770  | 0.1260 | 0.1202 | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 |
|                | 8  | 0.2646 | 0.2074 | 0.2071 | 0.2071 | 0.1765 | 0.1800 | 0.1686 | 0.1029 | 0.0928  | 0.1123 | 0.1333 | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 |
|                | 9  | 0.2156 | 0.1900 | 0.2019 | 0.1968 | 0.1735 | 0.1718 | 0.1588 | 0.1144 | 0.0846  | 0.1248 | 0.1502 | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 |
|                | 10 | 0.1990 | 0.1870 | 0.1932 | 0.1920 | 0.1668 | 0.1627 | 0.1639 | 0.1046 | 0.0983  | 0.1407 | 0.1616 | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 |
| ③ 7業種選択÷東証第一部  |    |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 投資<br>年<br>数   | 1  | 0.8248 | 1.4052 | 0.7516 | 0.3537 | 2.0139 | 1.3434 | 1.0503 | 1.8727 | 0.2607  | 2.2518 | 0.9672 | 1.8107 | 1.3343 | 0.3981 | 0.8673 |
|                | 2  | 0.9429 | 0.9394 | 0.4818 | 0.7801 | 1.6062 | 1.1277 | 1.3260 | 3.1324 | 0.5444  | 1.3253 | 1.3218 | 1.5444 | 0.9224 | 0.6027 | 0.7510 |
|                | 3  | 0.8799 | 0.5890 | 0.7731 | 0.9423 | 1.2553 | 1.3237 | 1.5079 | 2.8698 | 2.8698  | 1.4912 | 1.3261 | 1.1934 | 0.9086 | 0.6527 | 0.6740 |
|                | 4  | 0.6635 | 0.8342 | 0.9040 | 0.9888 | 1.3974 | 1.4716 | 1.5613 | 2.0533 | 2.2654  | 1.4434 | 1.1263 | 1.1308 | 0.8317 | 0.6016 | 0.7620 |
|                | 5  | 0.8321 | 0.9419 | 0.9598 | 1.1428 | 1.5362 | 1.5180 | 1.4555 | 1.9952 | 1.8795  | 1.2422 | 1.0892 | 0.9992 | 0.7855 | 0.6988 | 0.7046 |
|                | 6  | 0.9154 | 0.9809 | 1.1014 | 1.2313 | 1.5737 | 1.4366 | 1.4949 | 1.8415 | 1.5237  | 1.1933 | 0.9931 | 0.9537 | 0.8142 | 0.6674 | 0.8119 |
|                | 7  | 0.9567 | 1.1124 | 1.1781 | 1.2755 | 1.4932 | 1.4718 | 1.4745 | 1.6188 | 1.4201  | 1.0800 | 0.9562 | 0.9385 | 0.7573 | 0.7721 | 0.9319 |
|                | 8  | 1.0735 | 1.1865 | 1.2202 | 1.2433 | 1.5204 | 1.4567 | 1.3765 | 1.5379 | 1.2278  | 1.0427 | 0.9427 | 0.8583 | 0.8338 | 0.8917 | 0.9026 |
|                | 9  | 1.1350 | 1.2266 | 1.1964 | 1.2826 | 1.5017 | 1.3723 | 1.3424 | 1.3730 | 1.1799  | 1.0134 | 0.8711 | 0.9116 | 0.9306 | 0.8725 | 1.0215 |
|                | 10 | 1.1713 | 1.2032 | 1.2352 | 1.2866 | 1.4204 | 1.3424 | 1.2596 | 1.3325 | 1.1170  | 0.9311 | 0.9171 | 0.9875 | 0.9054 | 0.9862 | 1.0777 |

配当利回りと株式含み益

| 1981   | 1982    | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 平均     | 標準偏差   | 調整後の<br>平均      標準偏差 |        |    |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|----------------------|--------|----|
| 0.1466 | -0.0071 | 0.2043 | 0.1724 | 0.3176 | 0.5360 | 0.3653 | 0.3823 | 0.3626  | -0.1767 | -0.1304 | 0.2065 | 0.2045 |                      |        |    |
| 0.0669 | 0.0935  | 0.1883 | 0.2429 | 0.4226 | 0.4481 | 0.3738 | 0.3724 | 0.0591  | -0.1539 |         | 0.2079 | 0.1702 |                      |        |    |
| 0.1109 | 0.1192  | 0.2299 | 0.3338 | 0.4032 | 0.4258 | 0.3700 | 0.1575 | -0.0082 |         |         | 0.2139 | 0.1356 |                      |        |    |
| 0.1260 | 0.1658  | 0.3002 | 0.3416 | 0.3980 | 0.4098 | 0.2062 | 0.0776 |         |         |         | 0.2168 | 0.1146 |                      |        |    |
| 0.1619 | 0.2319  | 0.3129 | 0.3496 | 0.3908 | 0.2660 | 0.1298 |        |         |         |         | 0.2179 | 0.0958 |                      |        |    |
| 0.2172 | 0.2532  | 0.3242 | 0.3518 | 0.2744 | 0.1892 |        |        |         |         |         | 0.2173 | 0.0806 |                      |        |    |
| 0.2374 | 0.2709  | 0.3297 | 0.2593 | 0.2067 |        |        |        |         |         |         | 0.2146 | 0.0695 |                      |        |    |
| 0.2546 | 0.2820  | 0.2523 | 0.2024 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2088 | 0.0594 |                      |        |    |
| 0.2662 | 0.2204  | 0.2026 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2021 | 0.0494 |                      |        |    |
| 0.2128 | 0.1798  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1977 | 0.0416 |                      |        |    |
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                      |        |    |
| 0.2100 | 0.0210  | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1836 | 0.1835 |                      |        |    |
| 0.1115 | 0.1206  | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1826 | 0.1429 |                      |        |    |
| 0.1497 | 0.1757  | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1877 | 0.1090 |                      |        |    |
| 0.1842 | 0.1986  | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1908 | 0.0929 |                      |        |    |
| 0.2009 | 0.2366  | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1916 | 0.0786 |                      |        |    |
| 0.2321 | 0.2716  | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.1908 | 0.0664 |                      |        |    |
| 0.2626 | 0.2528  | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.1888 | 0.0581 |                      |        |    |
| 0.2474 | 0.2492  | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.1837 | 0.0489 |                      |        |    |
| 0.2448 | 0.1955  | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1780 | 0.0402 |                      |        |    |
| 0.1969 | 0.1603  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1747 | 0.0349 |                      |        |    |
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                      |        |    |
| 0.6980 | 0.3401  | 0.8882 | 0.5865 | 1.1762 | 1.3367 | 0.7907 | 2.6184 | 1.6186  | 1.1114  | 1.1542  | 1.1209 | 0.6435 | 1.2254               | 0.5896 | -4 |
| 0.6005 | 0.7748  | 0.7196 | 0.8615 | 1.2657 | 1.0393 | 1.2696 | 2.0199 | 4.0549  | 1.1290  |         | 1.1598 | 0.9544 | 1.2787               | 0.8111 | -2 |
| 0.7409 | 0.6784  | 0.8695 | 1.0416 | 1.0744 | 1.2944 | 1.3680 | 2.7806 | 0.2761  |         |         | 1.2242 | 0.6826 | 1.2654               | 0.6674 | -1 |
| 0.6840 | 0.8349  | 1.0098 | 0.9636 | 1.2674 | 1.3571 | 1.4128 | 6.8082 |         |         |         | 1.4075 | 1.2237 | 1.1620               | 0.4237 | -1 |
| 0.8061 | 0.9802  | 0.9522 | 1.1279 | 1.3226 | 1.3783 | 1.4628 |        |         |         |         | 1.1732 | 0.3522 | 1.1594               | 0.3547 | -1 |
| 0.9360 | 0.9323  | 1.0943 | 1.1915 | 1.3356 | 1.3962 |        |        |         |         |         | 1.1628 | 0.2932 | 1.1511               | 0.2957 | -1 |
| 0.9039 | 1.0713  | 1.1538 | 1.1910 | 1.3441 |        |        |        |         |         |         | 1.1551 | 0.2462 | 1.1451               | 0.2486 | -1 |
| 1.0292 | 1.1316  | 1.1507 | 1.1873 |        |        |        |        |         |         |         | 1.1481 | 0.2107 | 1.1459               | 0.2163 | -1 |
| 1.0875 | 1.1277  | 1.1450 |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.1439 | 0.1803 | 1.1439               | 0.1855 | -1 |
| 1.0809 | 1.1213  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.1397 | 0.1553 | 1.1409               | 0.1600 | -1 |

配当利回りと株式含み益

表11 時価配当利回りのアノマリー継続性 (Bタイプ：リバランス有り, 等株数投資)

|              |                | 1966   | 1967   | 1968   | 1969   | 1970   | 1971   | 1972   | 1973   | 1974    | 1975   | 1976   | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   |
|--------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 投資<br>年<br>数 | ① 上位7業種選別      |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
|              | 1              | 0.2372 | 0.0838 | 0.1272 | 0.1440 | 0.2490 | 0.3085 | 0.7803 | 0.7051 | -0.0230 | 0.1555 | 0.1702 | 0.2057 | 0.1952 | 0.0504 | 0.0730 |
|              | 2              | 0.1580 | 0.1053 | 0.1356 | 0.1953 | 0.2784 | 0.5263 | 0.7423 | 0.2907 | 0.0625  | 0.1628 | 0.1878 | 0.2005 | 0.1205 | 0.0616 | 0.1169 |
|              | 3              | 0.1476 | 0.1180 | 0.1722 | 0.2319 | 0.4276 | 0.5837 | 0.4367 | 0.2439 | 0.0973  | 0.1770 | 0.1903 | 0.1482 | 0.1044 | 0.0943 | 0.0719 |
|              | 4              | 0.1467 | 0.1494 | 0.2049 | 0.3507 | 0.4924 | 0.4035 | 0.3606 | 0.2251 | 0.1234  | 0.1815 | 0.1537 | 0.1289 | 0.1187 | 0.0665 | 0.1033 |
|              | 5              | 0.1665 | 0.1796 | 0.3027 | 0.4151 | 0.3712 | 0.3500 | 0.3202 | 0.2212 | 0.1374  | 0.1540 | 0.1371 | 0.1356 | 0.0911 | 0.0925 | 0.1170 |
|              | 6              | 0.1890 | 0.2634 | 0.3625 | 0.3304 | 0.3326 | 0.3182 | 0.3004 | 0.2168 | 0.1224  | 0.1401 | 0.1413 | 0.1094 | 0.1090 | 0.1056 | 0.1530 |
|              | 7              | 0.2596 | 0.3187 | 0.2993 | 0.3039 | 0.3081 | 0.3015 | 0.2848 | 0.1915 | 0.1152  | 0.1433 | 0.1179 | 0.1223 | 0.1180 | 0.1378 | 0.2128 |
|              | 8              | 0.3082 | 0.2702 | 0.2804 | 0.2864 | 0.2948 | 0.2877 | 0.2529 | 0.1760 | 0.1211  | 0.1225 | 0.1282 | 0.1286 | 0.1448 | 0.1912 | 0.2291 |
|              | 9              | 0.2664 | 0.2569 | 0.2676 | 0.2771 | 0.2834 | 0.2589 | 0.2315 | 0.1745 | 0.1053  | 0.1312 | 0.1331 | 0.1514 | 0.1917 | 0.2078 | 0.2445 |
| 10           | 0.2549         | 0.2479 | 0.2613 | 0.2687 | 0.2579 | 0.2390 | 0.2214 | 0.1543 | 0.1147 | 0.1354  | 0.1533 | 0.1931 | 0.2065 | 0.2236 | 0.2557 |        |
| 投資<br>年<br>数 | ② 東証第一部加重平均収益率 |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
|              | 1              | 0.2830 | 0.0610 | 0.1610 | 0.3720 | 0.1230 | 0.1980 | 0.7210 | 0.3030 | -0.1140 | 0.0590 | 0.1610 | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 |
|              | 2              | 0.1667 | 0.1099 | 0.2621 | 0.2413 | 0.1599 | 0.4359 | 0.4975 | 0.0745 | -0.0314 | 0.1088 | 0.1388 | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 |
|              | 3              | 0.1648 | 0.1912 | 0.2139 | 0.2267 | 0.3229 | 0.3901 | 0.2571 | 0.0693 | 0.0289  | 0.1115 | 0.1425 | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 |
|              | 4              | 0.2135 | 0.1737 | 0.2099 | 0.3350 | 0.3179 | 0.2421 | 0.2044 | 0.0915 | 0.0503  | 0.1210 | 0.1338 | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 |
|              | 5              | 0.1948 | 0.1785 | 0.2983 | 0.3286 | 0.2173 | 0.2031 | 0.1956 | 0.0966 | 0.0695  | 0.1184 | 0.1236 | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 |
|              | 6              | 0.1953 | 0.2553 | 0.2990 | 0.2418 | 0.1894 | 0.1960 | 0.1821 | 0.1053 | 0.0758  | 0.1126 | 0.1376 | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 |
|              | 7              | 0.2592 | 0.2620 | 0.2299 | 0.2139 | 0.1853 | 0.1844 | 0.1775 | 0.1057 | 0.0770  | 0.1260 | 0.1202 | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 |
|              | 8              | 0.2646 | 0.2074 | 0.2071 | 0.2071 | 0.1765 | 0.1800 | 0.1686 | 0.1029 | 0.0928  | 0.1123 | 0.1333 | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 |
|              | 9              | 0.2156 | 0.1900 | 0.2019 | 0.1968 | 0.1735 | 0.1718 | 0.1588 | 0.1144 | 0.0846  | 0.1248 | 0.1502 | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 |
| 10           | 0.1990         | 0.1870 | 0.1932 | 0.1920 | 0.1668 | 0.1627 | 0.1639 | 0.1046 | 0.0983 | 0.1407  | 0.1616 | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 |        |
| 投資<br>年<br>数 | ③ 7業種選択÷東証第一部  |        |        |        |        |        |        |        |        |         |        |        |        |        |        |        |
|              | 1              | 0.8381 | 1.3744 | 0.7901 | 0.3870 | 2.0246 | 1.5580 | 1.0823 | 2.3270 | 0.2020  | 2.6355 | 1.0573 | 1.7581 | 1.3016 | 0.4667 | 0.8692 |
|              | 2              | 0.9475 | 0.9585 | 0.5172 | 0.8096 | 1.7412 | 1.2074 | 1.4921 | 3.9037 | 1.0930  | 1.4963 | 1.3534 | 1.5029 | 0.9354 | 0.6426 | 0.8051 |
|              | 3              | 0.8957 | 0.6176 | 0.8049 | 1.0232 | 1.3242 | 1.4961 | 1.6984 | 3.5210 | 3.3613  | 1.5864 | 1.3353 | 1.1869 | 0.9187 | 0.7107 | 0.7029 |
|              | 4              | 0.6872 | 0.8602 | 0.9759 | 1.0468 | 1.5489 | 1.6669 | 1.7642 | 2.4598 | 2.4547  | 1.4995 | 1.1486 | 1.1259 | 0.8665 | 0.6411 | 0.7774 |
|              | 5              | 0.8545 | 1.0060 | 1.0150 | 1.2635 | 1.7081 | 1.7233 | 1.6371 | 2.2907 | 1.9772  | 1.3008 | 1.1085 | 1.0197 | 0.8073 | 0.7236 | 0.7158 |
|              | 6              | 0.9677 | 1.0316 | 1.2122 | 1.3663 | 1.7565 | 1.6238 | 1.6494 | 2.0593 | 1.6147  | 1.2443 | 1.0269 | 0.9637 | 0.8288 | 0.6857 | 0.8475 |
|              | 7              | 1.0015 | 1.2162 | 1.3015 | 1.4207 | 1.6630 | 1.6355 | 1.6048 | 1.8123 | 1.4968  | 1.1372 | 0.9810 | 0.9451 | 0.7690 | 0.8109 | 1.0145 |
|              | 8              | 1.1647 | 1.3024 | 1.3534 | 1.3824 | 1.6704 | 1.5984 | 1.5002 | 1.7099 | 1.3048  | 1.0907 | 0.9615 | 0.8641 | 0.8650 | 0.9728 | 0.9594 |
|              | 9              | 1.2358 | 1.3522 | 1.3254 | 1.4084 | 1.6330 | 1.5072 | 1.4573 | 1.5262 | 1.2455  | 1.0511 | 0.8867 | 0.9365 | 1.0019 | 0.9297 | 1.0721 |
| 10           | 1.2811         | 1.3256 | 1.3528 | 1.3994 | 1.5462 | 1.4688 | 1.3696 | 1.4744 | 1.1673 | 0.9620  | 0.9484 | 1.0513 | 0.9564 | 1.0376 | 1.1230 |        |

配当利回りと株式含み益

| 1981   | 1982    | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 調整後の   |        | 平均     | 標準偏差   |    |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|----|
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 平均     | 標準偏差   | 平均     | 標準偏差   |    |
| 0.1627 | -0.0129 | 0.2032 | 0.1734 | 0.3514 | 0.6427 | 0.3490 | 0.3757 | 0.3606  | -0.1661 | -0.1215 | 0.2223 | 0.2228 |        |        |    |
| 0.0713 | 0.0898  | 0.1882 | 0.2592 | 0.4899 | 0.4886 | 0.3623 | 0.3681 | 0.0652  | -0.1441 |         | 0.2123 | 0.1855 |        |        |    |
| 0.1136 | 0.1170  | 0.2403 | 0.3759 | 0.4414 | 0.4500 | 0.3617 | 0.1600 | -0.0011 |         |         | 0.2063 | 0.1492 |        |        |    |
| 0.1283 | 0.1715  | 0.3306 | 0.3691 | 0.4247 | 0.4271 | 0.2046 | 0.0821 |         |         |         | 0.2015 | 0.1329 |        |        |    |
| 0.1697 | 0.2534  | 0.3342 | 0.3704 | 0.4116 | 0.2817 | 0.1309 |        |         |         |         | 0.1970 | 0.1169 |        |        |    |
| 0.2378 | 0.2689  | 0.3410 | 0.3688 | 0.2930 | 0.2035 |        |        |         |         |         | 0.1922 | 0.1042 |        |        |    |
| 0.2531 | 0.2836  | 0.3438 | 0.2752 | 0.2236 |        |        |        |         |         |         | 0.1870 | 0.0944 |        |        |    |
| 0.2678 | 0.2930  | 0.2660 | 0.2172 |        |        |        |        |         |         |         | 0.1798 | 0.0860 |        |        |    |
| 0.2778 | 0.2315  | 0.2156 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1714 | 0.0780 |        |        |    |
| 0.2244 | 0.1906  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1650 | 0.0466 |        |        |    |
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |    |
| 0.2100 | 0.0210  | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1836 | 0.1835 |        |        |    |
| 0.1115 | 0.1206  | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1826 | 0.1429 |        |        |    |
| 0.1497 | 0.1757  | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1877 | 0.1090 |        |        |    |
| 0.1842 | 0.1986  | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1908 | 0.0929 |        |        |    |
| 0.2009 | 0.2366  | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1916 | 0.0786 |        |        |    |
| 0.2321 | 0.2716  | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.1908 | 0.0664 |        |        |    |
| 0.2626 | 0.2528  | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.1888 | 0.0581 |        |        |    |
| 0.2474 | 0.2492  | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.1837 | 0.0489 |        |        |    |
| 0.2448 | 0.1955  | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1780 | 0.0402 |        |        |    |
| 0.1969 | 0.1603  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1747 | 0.0349 |        |        |    |
|        |         |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |    |
| 0.7747 | 0.6136  | 0.8837 | 0.5898 | 1.3014 | 1.6027 | 0.7553 | 2.5731 | 1.6097  | 1.0447  | 1.0751  | 1.1642 | 0.7206 | 1.2982 | 0.6395 | -4 |
| 0.6396 | 0.7447  | 0.7195 | 0.9195 | 1.4673 | 1.1332 | 1.2305 | 1.9967 | 4.4679  | 1.0571  |         | 1.2278 | 1.1240 | 1.3753 | 0.9483 | -2 |
| 0.7590 | 0.6660  | 0.9089 | 1.1731 | 1.1761 | 1.3677 | 1.3372 | 2.8253 | 0.0364  |         |         | 1.3097 | 0.8186 | 1.3651 | 0.7910 | -1 |
| 0.6964 | 0.8635  | 1.1121 | 1.0412 | 1.3525 | 1.4145 | 1.4015 | 2.2055 |         |         |         | 1.5048 | 1.3090 | 1.2457 | 0.4970 | -1 |
| 0.8450 | 1.0712  | 1.0170 | 1.1951 | 1.3930 | 1.4597 | 1.4748 |        |         |         |         | 1.2549 | 0.4084 | 1.2444 | 0.4151 | -1 |
| 1.0246 | 0.9900  | 1.1510 | 1.2491 | 1.4262 | 1.5020 |        |        |         |         |         | 1.2486 | 0.3449 | 1.2360 | 0.3486 | -1 |
| 0.9640 | 1.1217  | 1.2034 | 1.2640 | 1.4539 |        |        |        |         |         |         | 1.2408 | 0.2928 | 1.2296 | 0.2962 | -1 |
| 1.0826 | 1.1757  | 1.2132 | 1.2743 |        |        |        |        |         |         |         | 1.2340 | 0.2525 | 1.2318 | 0.2592 | -1 |
| 1.1350 | 1.1843  | 1.2188 |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.2282 | 0.2172 | 1.2287 | 0.2235 | -1 |
| 1.1397 | 1.1888  |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.2231 | 0.1896 | 1.2252 | 0.1952 | -1 |

がそれらの値を示す)。その結果、平均的にみれば、(a)高配当利回り業種が異常に高い収益率を生むのはせいぜい1年後までである、(b)毎年高配当利回り業種を選ぶようにポートフォリオを組んでいけば、直後4年後（投資期間）まで高収益率を達成できる、(c)その場合投資年数を5年から10年間にすれば、T O P I Xの1.14倍にもなる年間収益率がえられる。

また、年別に詳しくみてみれば、高配当利回り銘柄は株価下落に強い（つまり株価は容易に下落しない）ことがわかる。1973年1974年の列島改造ブームと第一次オイルショックの後あるいは1986年から1989年の資産バブルの後の投資収益率の下落は小さい事実が表10から読みとれるのである。業種をリバランスしない表8にもそれがみられ、数カ年前に高配当利回りであった業種でも高いパフォーマンスを示している。その他の観察される事実を列挙しておこう。配当利回りの高低で銘柄（業種）を選ぶ投資戦略をとる場合、長期保有が必ず望ましいわけではない。例えば、1979年にこのような投資戦略を業種リバランスしながら10年間採り続けても、T O P I Xに負け続ける。

額投資の場合T O P I Xの1.35倍の収益率、等株数投資の場合1.55倍の収益率がえられる。これらの数字は時価配当利回りに基づく投資より2～3倍高い。

### VI-1-3. 簿価配当利回りに基づく投資などその他の計測結果

等株数投資で7業種をポートフォリオに組む表9、11においても、リバランス有無の差は大きい。リバランスしていれば、中長期間の投資においてT O P I Xの1.22倍の収益率がえられるが、リバランスしていないなら1.11倍にすぎないのである。

第IV節で計測した簿価配当利回りを使ってまったく同じ作業をした（表12～15参照）。結論を要約すると、(a)簿価配当利回りの高い業種を選ぶ投資手法全般は、投資期間が3年後まで、極めて高い収益率を達成する。(b)高簿価配当利回り業種を選ぶように投資して買い持ちし続けても、その後はT O P I Xと同じ収益率しかえられない。(c)高簿価配当利回り業種を選ぶように毎年リバランスし投資していけば、等金

表 12 簿価配当利回りのアノマリー継続性 (Aタイプ: リバランス無, 等金額投資)

|                | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 平均     | 標準偏差   | 調整後の<br>平均 標準偏差 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|-----------------|
| ① 上位 7 業種選別    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 0.2286 | 0.2151 | 0.2261 | 0.1086 | 0.1953 | 0.0406 | 0.4061 | 0.2443 | 0.3809 | 0.6600 | 0.3923 | 0.3903 | 0.3656  | -0.1913 | -0.1387 | 0.2349 | 0.2120 |                 |
| 2              | 0.2029 | 0.2002 | 0.1666 | 0.1306 | 0.1082 | 0.1420 | 0.4051 | 0.2651 | 0.4991 | 0.5129 | 0.3568 | 0.3652 | 0.0565  | -0.1762 |         | 0.2311 | 0.1797 |                 |
| 買 3            | 0.1990 | 0.1560 | 0.1357 | 0.1016 | 0.1487 | 0.1681 | 0.3518 | 0.3291 | 0.4469 | 0.4260 | 0.3500 | 0.1456 | -0.0065 |         |         | 0.2271 | 0.1329 |                 |
| い 4            | 0.1694 | 0.1424 | 0.1127 | 0.1451 | 0.1704 | 0.1937 | 0.3624 | 0.3415 | 0.4132 | 0.4115 | 0.1876 | 0.0675 |         |         |         | 0.2264 | 0.1161 |                 |
| 持 5            | 0.1534 | 0.1083 | 0.1434 | 0.1671 | 0.1791 | 0.2412 | 0.3575 | 0.3402 | 0.3999 | 0.2620 | 0.1094 |        |         |         |         | 0.2238 | 0.0987 |                 |
| ち 6            | 0.1242 | 0.1276 | 0.1516 | 0.1668 | 0.2088 | 0.2599 | 0.3445 | 0.3376 | 0.2860 | 0.1838 |        |        |         |         |         | 0.2191 | 0.0787 |                 |
| 年 7            | 0.1401 | 0.1367 | 0.1544 | 0.1812 | 0.2273 | 0.2699 | 0.3295 | 0.2470 | 0.2145 |        |        |        |         |         |         | 0.2112 | 0.0612 |                 |
| 数 8            | 0.1437 | 0.1436 | 0.1838 | 0.2052 | 0.2391 | 0.2767 | 0.2478 | 0.1884 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2036 | 0.0452 |                 |
| 9              | 0.1472 | 0.1775 | 0.2029 | 0.2194 | 0.2486 | 0.2166 | 0.1942 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2009 | 0.0301 |                 |
| 10             | 0.1715 | 0.1928 | 0.2132 | 0.2277 | 0.1950 | 0.1740 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.1957 | 0.0200 |                 |
| ② 東証第一部加重平均収益率 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 | 0.2100 | 0.0210 | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1630 | 0.1627 |                 |
| 2              | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 | 0.1115 | 0.1206 | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1715 | 0.1375 |                 |
| 買 3            | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 | 0.1497 | 0.1757 | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1835 | 0.1147 |                 |
| い 4            | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 | 0.1842 | 0.1986 | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1913 | 0.0998 |                 |
| 持 5            | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 | 0.2009 | 0.2366 | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1991 | 0.0799 |                 |
| ち 6            | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 | 0.2321 | 0.2716 | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.2016 | 0.0658 |                 |
| 年 7            | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 | 0.2626 | 0.2528 | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.2039 | 0.0522 |                 |
| 数 8            | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 | 0.2474 | 0.2492 | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2047 | 0.0370 |                 |
| 9              | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 | 0.2448 | 0.1955 | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2031 | 0.0277 |                 |
| 10             | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 | 0.1969 | 0.1603 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2000 | 0.0228 |                 |
| ③ 7 業種選別÷東証第一部 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 1.9536 | 1.4343 | 2.0939 | 1.2925 | 0.9299 | 1.9320 | 1.7658 | 0.8309 | 1.4106 | 1.6459 | 0.8491 | 2.6732 | 1.6320  | 1.2276  | 1.5250  | 0.4923 | 1.5426 | 0.5223          |
| 2              | 1.5216 | 1.5542 | 1.7369 | 0.8988 | 0.9703 | 1.1770 | 1.5487 | 0.9403 | 1.4949 | 1.1896 | 1.2119 | 1.9809 | 3.8758  | 1.2928  | 1.5281  | 0.7176 | 1.5462 | 0.7416          |
| 買 3            | 1.5942 | 1.3724 | 1.0222 | 0.9936 | 0.9937 | 0.9566 | 1.3307 | 1.0270 | 1.1908 | 1.2948 | 1.2941 | 2.5716 | 0.2167  |         | 1.2199  | 0.5015 | 1.3035 | 0.4261          |
| い 4            | 1.4796 | 1.0397 | 1.0869 | 1.0918 | 0.9252 | 0.9752 | 1.2191 | 0.9634 | 1.3161 | 1.3627 | 1.2851 | 5.9197 |         |         | 1.5554  | 1.3266 | 1.1586 | 0.1756          |
| 持 5            | 1.1535 | 0.9603 | 1.1216 | 1.0227 | 0.8915 | 1.0195 | 1.0877 | 1.0977 | 1.3535 | 1.3575 | 1.2329 |        |         |         | 1.1180  | 0.1426 | 1.1065 | 0.1446          |
| ち 6            | 1.0939 | 0.9705 | 0.9848 | 0.9238 | 0.8994 | 0.9569 | 1.1627 | 1.1436 | 1.3917 | 1.3564 |        |        |         |         | 1.0884  | 0.1665 | 1.0586 | 0.1481          |
| 年 7            | 1.0823 | 0.8911 | 0.9090 | 0.8638 | 0.8656 | 1.0675 | 1.1533 | 1.1343 | 1.3949 |        |        |        |         |         | 1.0402  | 0.1670 | 0.9959 | 0.1170          |
| 数 8            | 0.9658 | 0.8581 | 0.9354 | 0.8595 | 0.9665 | 1.1105 | 1.1303 | 1.1052 |        |        |        |        |         |         | 0.9914  | 0.1037 | 0.9751 | 0.1009          |
| 9              | 0.9103 | 0.9278 | 0.9078 | 0.9621 | 1.0157 | 1.1080 | 1.0978 |        |        |        |        |        |         |         | 0.9899  | 0.0792 | 0.9720 | 0.0712          |
| 10             | 0.9337 | 0.8930 | 0.9892 | 1.0002 | 0.9902 | 1.0852 |        |        |        |        |        |        |         |         | 0.9819  | 0.0597 | 0.9612 | 0.0414          |

表13 簿価配当利回りのアノマリー継続性（Bタイプ：リバランス有，等金額投資）

|                |    | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 平均     | 標準偏差   | 調整後の<br>平均 標準偏差 |        |
|----------------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|-----------------|--------|
| ① 上位7業種選別      |    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |        |
| 投資年数           | 1  | 0.2286 | 0.2151 | 0.2261 | 0.1086 | 0.1953 | 0.0406 | 0.4061 | 0.2443 | 0.3809 | 0.6600 | 0.3923 | 0.3903 | 0.3656  | -0.1913 | -0.1387 | 0.2349 | 0.2120 |                 |        |
|                | 2  | 0.2218 | 0.2206 | 0.1659 | 0.1511 | 0.1152 | 0.2096 | 0.3227 | 0.3108 | 0.5140 | 0.5203 | 0.3913 | 0.3779 | 0.0509  | -0.1654 |         | 0.2433 | 0.1769 |                 |        |
|                | 3  | 0.2233 | 0.1821 | 0.1756 | 0.1130 | 0.2048 | 0.2211 | 0.3418 | 0.4182 | 0.4723 | 0.4756 | 0.3827 | 0.1536 | -0.0166 |         |         | 0.2575 | 0.1432 |                 |        |
|                | 4  | 0.1935 | 0.1854 | 0.1403 | 0.1800 | 0.2146 | 0.2592 | 0.4151 | 0.4116 | 0.4514 | 0.4473 | 0.2092 | 0.0724 |         |         |         | 0.2650 | 0.1255 |                 |        |
|                | 5  | 0.1939 | 0.1549 | 0.1891 | 0.1926 | 0.2461 | 0.3307 | 0.4105 | 0.4073 | 0.4338 | 0.2883 | 0.1298 |        |         |         |         | 0.2706 | 0.1050 |                 |        |
|                | 6  | 0.1668 | 0.1934 | 0.1981 | 0.2221 | 0.3071 | 0.3408 | 0.4071 | 0.4003 | 0.3033 | 0.2047 |        |        |         |         |         | 0.2744 | 0.0845 |                 |        |
|                | 7  | 0.1984 | 0.2005 | 0.2227 | 0.2767 | 0.3190 | 0.3478 | 0.4011 | 0.2947 | 0.2284 |        |        |        |         |         |         | 0.2766 | 0.0665 |                 |        |
|                | 8  | 0.2040 | 0.2217 | 0.2703 | 0.2906 | 0.3277 | 0.3500 | 0.3081 | 0.2304 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2754 | 0.0495 |                 |        |
|                | 9  | 0.2225 | 0.2641 | 0.2833 | 0.3013 | 0.3318 | 0.2753 | 0.2488 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2753 | 0.0329 |                 |        |
|                | 10 | 0.2605 | 0.2763 | 0.2936 | 0.3076 | 0.2670 | 0.2262 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2719 | 0.0259 |                 |        |
| ② 東証第一部加重平均収益率 |    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |        |
| 投資年数           | 1  | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 | 0.2100 | 0.0210 | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1630 | 0.1627 |                 |        |
|                | 2  | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 | 0.1115 | 0.1206 | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1715 | 0.1375 |                 |        |
|                | 3  | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 | 0.1497 | 0.1757 | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1835 | 0.1147 |                 |        |
|                | 4  | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 | 0.1842 | 0.1986 | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1913 | 0.0998 |                 |        |
|                | 5  | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 | 0.2009 | 0.2366 | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1991 | 0.0799 |                 |        |
|                | 6  | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 | 0.2321 | 0.2716 | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.2016 | 0.0658 |                 |        |
|                | 7  | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 | 0.2626 | 0.2528 | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.2039 | 0.0522 |                 |        |
|                | 8  | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 | 0.2474 | 0.2492 | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2047 | 0.0370 |                 |        |
|                | 9  | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 | 0.2448 | 0.1955 | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2031 | 0.0277 |                 |        |
|                | 10 | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 | 0.1969 | 0.1603 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2000 | 0.0228 |                 |        |
| ③ 7業種選択+東証第一部  |    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |        |
| 投資年数           | 1  | 1.9536 | 1.4343 | 2.0939 | 1.2925 | 0.9299 | 1.9320 | 1.7658 | 0.8309 | 1.4106 | 1.6459 | 0.8491 | 2.6732 | 1.6320  | 1.2276  | 1.2276  | 1.5250 | 0.4923 | 1.5426          | 0.5223 |
|                | 2  | 1.6632 | 1.7129 | 1.7291 | 1.0402 | 1.0337 | 1.7376 | 1.2337 | 1.1023 | 1.5394 | 1.2066 | 1.3291 | 2.0497 | 3.4886  | 1.2135  | 1.2135  | 1.5771 | 0.6101 | 1.6051          | 0.6244 |
|                | 3  | 1.7882 | 1.6018 | 1.9232 | 1.1053 | 1.3685 | 1.2584 | 1.2929 | 1.3049 | 1.2585 | 1.4457 | 1.4147 | 2.7134 | 0.5542  |         |         | 1.4177 | 0.4628 | 1.4896          | 0.4059 |
|                | 4  | 1.6902 | 1.3529 | 1.3530 | 1.3546 | 1.1651 | 1.3052 | 1.3967 | 1.1612 | 1.4374 | 1.4815 | 1.4328 | 6.3493 |         |         |         | 1.7900 | 1.3812 | 1.3755          | 0.1396 |
|                | 5  | 1.4580 | 1.3731 | 1.4788 | 1.1785 | 1.2255 | 1.3980 | 1.2492 | 1.3142 | 1.4680 | 1.4939 | 1.4631 |        |         |         |         | 1.3728 | 0.1084 | 1.3637          | 0.1096 |
|                | 6  | 1.4700 | 1.4704 | 1.2865 | 1.2301 | 1.3233 | 1.2549 | 1.3742 | 1.3559 | 1.4759 | 1.5107 |        |        |         |         |         | 1.3752 | 0.0964 | 1.3601          | 0.0898 |
|                | 7  | 1.5325 | 1.3071 | 1.3106 | 1.3192 | 1.2148 | 1.3755 | 1.4040 | 1.3533 | 1.4851 |        |        |        |         |         |         | 1.3669 | 0.0914 | 1.3521          | 0.0862 |
|                | 8  | 1.3710 | 1.3246 | 1.3752 | 1.2173 | 1.3246 | 1.4045 | 1.4052 | 1.3515 |        |        |        |        |         |         |         | 1.3467 | 0.0569 | 1.3460          | 0.0608 |
|                | 9  | 1.3761 | 1.3804 | 1.2677 | 1.3212 | 1.3558 | 1.4083 | 1.4060 |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.3593 | 0.0466 | 1.3516          | 0.0459 |
|                | 10 | 1.4183 | 1.2797 | 1.3625 | 1.3512 | 1.3562 | 1.4109 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.3631 | 0.0456 | 1.3536          | 0.0441 |

表14 簿価配当利回りのアノマリー継続性 (Aタイプ: リバランス無, 等株数投資)

|                | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 平均     | 標準偏差   | 調整後の<br>平均 標準偏差 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|-----------------|
| ① 上位7業種選別      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 0.2225 | 0.2276 | 0.3688 | 0.1168 | 0.2207 | 0.0667 | 0.5733 | 0.2670 | 0.4035 | 0.7538 | 0.3686 | 0.3792 | 0.3763  | -0.1849 | -0.1240 | 0.2691 | 0.2338 |                 |
| 2              | 0.2079 | 0.2781 | 0.2553 | 0.1468 | 0.1320 | 0.1666 | 0.6491 | 0.2861 | 0.5528 | 0.5495 | 0.3448 | 0.3600 | 0.0676  | -0.1684 |         | 0.2734 | 0.2066 |                 |
| 3              | 0.2490 | 0.2238 | 0.1866 | 0.1218 | 0.1718 | 0.1906 | 0.5177 | 0.3679 | 0.4752 | 0.4467 | 0.3424 | 0.1457 | 0.0030  |         |         | 0.2648 | 0.1476 |                 |
| 4              | 0.2180 | 0.1878 | 0.1532 | 0.1642 | 0.1939 | 0.2109 | 0.4824 | 0.3664 | 0.4344 | 0.4299 | 0.1835 | 0.0702 |         |         |         | 0.2579 | 0.1279 |                 |
| 5              | 0.1887 | 0.1427 | 0.1789 | 0.1876 | 0.1941 | 0.2664 | 0.4325 | 0.3605 | 0.4177 | 0.2784 | 0.1080 |        |         |         |         | 0.2505 | 0.1054 |                 |
| 6              | 0.1519 | 0.1571 | 0.1835 | 0.1831 | 0.2279 | 0.2776 | 0.3975 | 0.3550 | 0.3074 | 0.1976 |        |        |         |         |         | 0.2438 | 0.0818 |                 |
| 7              | 0.1643 | 0.1624 | 0.1791 | 0.1947 | 0.2425 | 0.2851 | 0.3729 | 0.2618 | 0.2330 |        |        |        |         |         |         | 0.2329 | 0.0644 |                 |
| 8              | 0.1655 | 0.1647 | 0.2085 | 0.2162 | 0.2525 | 0.2904 | 0.2832 | 0.2013 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2228 | 0.0454 |                 |
| 9              | 0.1657 | 0.2007 | 0.2236 | 0.2277 | 0.2609 | 0.2290 | 0.2245 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2189 | 0.0272 |                 |
| 10             | 0.1922 | 0.2136 | 0.2300 | 0.2346 | 0.2055 | 0.1852 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2102 | 0.0181 |                 |
| ② 東証第一部加重平均収益率 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 | 0.2100 | 0.0210 | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1630 | 0.1627 |                 |
| 2              | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 | 0.1115 | 0.1206 | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1715 | 0.1375 |                 |
| 3              | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 | 0.1497 | 0.1757 | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1835 | 0.1147 |                 |
| 4              | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 | 0.1842 | 0.1986 | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1913 | 0.0998 |                 |
| 5              | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 | 0.2009 | 0.2366 | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1991 | 0.0799 |                 |
| 6              | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 | 0.2321 | 0.2716 | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.2016 | 0.0658 |                 |
| 7              | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 | 0.2626 | 0.2528 | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.2039 | 0.0522 |                 |
| 8              | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 | 0.2474 | 0.2492 | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2047 | 0.0370 |                 |
| 9              | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 | 0.2448 | 0.1955 | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2031 | 0.0277 |                 |
| 10             | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 | 0.1969 | 0.1603 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2000 | 0.0228 |                 |
| ③ 7業種選別÷東証第一部  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 1.9014 | 1.5172 | 3.4144 | 1.3903 | 1.0511 | 3.1768 | 2.4927 | 0.9083 | 1.4944 | 1.8797 | 0.7979 | 2.5976 | 1.6797  | 1.1630  | 1.0970  | 1.7708 | 0.7848 | 0.7324          |
| 2              | 1.5587 | 2.1594 | 2.6612 | 1.0103 | 1.1840 | 1.3810 | 2.4814 | 1.0148 | 1.6555 | 1.2744 | 1.1712 | 1.9527 | 4.6328  | 1.2353  |         | 1.8123 | 0.9352 | 0.9562          |
| 3              | 1.9939 | 1.9685 | 1.4057 | 1.1915 | 1.1482 | 1.0851 | 1.9580 | 1.1480 | 1.2663 | 1.3576 | 1.2660 | 2.5736 | -0.0893 |         |         | 1.4049 | 0.6152 | 0.4536          |
| 4              | 1.9036 | 1.3708 | 1.4777 | 1.2360 | 1.0527 | 1.0620 | 1.6230 | 1.0335 | 1.3835 | 1.4239 | 1.2571 | 6.1602 |         |         |         | 1.7487 | 1.3518 | 0.2518          |
| 5              | 1.4193 | 1.2650 | 1.3900 | 1.1479 | 0.9666 | 1.1261 | 1.3162 | 1.1630 | 1.4135 | 1.4427 | 1.2166 |        |         |         |         | 1.2614 | 0.1454 | 0.1518          |
| 6              | 1.3380 | 1.1941 | 1.1917 | 1.0141 | 0.9817 | 1.0221 | 1.3418 | 1.2023 | 1.4960 | 1.4583 |        |        |         |         |         | 1.2240 | 0.1737 | 0.1635          |
| 7              | 1.2697 | 1.0583 | 1.0540 | 0.9281 | 0.9236 | 1.1277 | 1.3053 | 1.2023 | 1.5151 |        |        |        |         |         |         | 1.1538 | 0.1804 | 0.1351          |
| 8              | 1.1124 | 0.9839 | 1.0607 | 0.9057 | 1.0208 | 1.1654 | 1.2918 | 1.1808 |        |        |        |        |         |         |         | 1.0902 | 0.1151 | 0.1175          |
| 9              | 1.0247 | 1.0489 | 1.0006 | 0.9982 | 1.0660 | 1.1717 | 2.691  |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.0827 | 0.0936 | 0.0589          |
| 10             | 1.0468 | 0.9890 | 1.0673 | 1.0302 | 1.0436 | 1.1555 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.0554 | 0.0507 | 0.0261          |

表15 簿価配当利回りのアノマリー継続性 (Bタイプ: リバランス有, 等株数投資)

|                | 1977   | 1978   | 1979   | 1980   | 1981   | 1982   | 1983   | 1984   | 1985   | 1986   | 1987   | 1988   | 1989    | 1990    | 1991    | 平均     | 標準偏差   | 調整後の<br>平均 標準偏差 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|-----------------|
|                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| ① 上位7業種選別      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 0.2225 | 0.2276 | 0.3688 | 0.1168 | 0.2207 | 0.0667 | 0.5733 | 0.2670 | 0.4035 | 0.7538 | 0.3686 | 0.3792 | 0.3763  | -0.1849 | -0.1240 | 0.2691 | 0.2338 |                 |
| 2              | 0.2250 | 0.2963 | 0.2364 | 0.1676 | 0.1411 | 0.2955 | 0.4119 | 0.3335 | 0.5689 | 0.5493 | 0.3739 | 0.3778 | 0.0591  | -0.1550 |         | 0.2772 | 0.1832 |                 |
| 3              | 0.2712 | 0.2334 | 0.2311 | 0.1330 | 0.2701 | 0.2859 | 0.4091 | 0.4610 | 0.4991 | 0.4904 | 0.3747 | 0.1566 | -0.0058 |         |         | 0.2931 | 0.1446 |                 |
| 4              | 0.2307 | 0.2302 | 0.1878 | 0.2299 | 0.2693 | 0.3144 | 0.4883 | 0.4374 | 0.4682 | 0.4610 | 0.2063 | 0.0790 |         |         |         | 0.3002 | 0.1273 |                 |
| 5              | 0.2287 | 0.1956 | 0.2565 | 0.2372 | 0.2951 | 0.3924 | 0.4636 | 0.4255 | 0.4493 | 0.3000 | 0.1315 |        |         |         |         | 0.3069 | 0.1058 |                 |
| 6              | 0.2001 | 0.2516 | 0.2582 | 0.2635 | 0.3622 | 0.3884 | 0.4492 | 0.4172 | 0.3167 | 0.2173 |        |        |         |         |         | 0.3124 | 0.0829 |                 |
| 7              | 0.2474 | 0.2538 | 0.2780 | 0.3241 | 0.3631 | 0.3871 | 0.4385 | 0.3095 | 0.2423 |        |        |        |         |         |         | 0.3160 | 0.0648 |                 |
| 8              | 0.2498 | 0.2716 | 0.3296 | 0.3296 | 0.3651 | 0.3857 | 0.3399 | 0.2453 |        |        |        |        |         |         |         | 0.3146 | 0.0494 |                 |
| 9              | 0.2661 | 0.3179 | 0.3339 | 0.3350 | 0.3664 | 0.3064 | 0.2781 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.3148 | 0.0321 |                 |
| 10             | 0.3080 | 0.3228 | 0.3383 | 0.3391 | 0.2976 | 0.2552 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.3102 | 0.0288 |                 |
| ② 東証第一部加重平均収益率 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 0.1170 | 0.1500 | 0.1080 | 0.0840 | 0.2100 | 0.0210 | 0.2300 | 0.2940 | 0.2700 | 0.4010 | 0.4620 | 0.1460 | 0.2240  | -0.1590 | -0.1130 | 0.1630 | 0.1627 |                 |
| 2              | 0.1334 | 0.1288 | 0.0959 | 0.1453 | 0.1115 | 0.1206 | 0.2616 | 0.2819 | 0.3339 | 0.4312 | 0.2944 | 0.1844 | 0.0146  | -0.1363 |         | 0.1715 | 0.1375 |                 |
| 3              | 0.1249 | 0.1137 | 0.1327 | 0.1023 | 0.1497 | 0.1757 | 0.2644 | 0.3205 | 0.3753 | 0.3290 | 0.2705 | 0.0566 | -0.0299 |         |         | 0.1835 | 0.1147 |                 |
| 4              | 0.1145 | 0.1370 | 0.1037 | 0.1329 | 0.1842 | 0.1986 | 0.2972 | 0.3545 | 0.3140 | 0.3019 | 0.1460 | 0.0114 |         |         |         | 0.1913 | 0.0998 |                 |
| 5              | 0.1330 | 0.1128 | 0.1279 | 0.1634 | 0.2009 | 0.2366 | 0.3286 | 0.3100 | 0.2955 | 0.1930 | 0.0887 |        |         |         |         | 0.1991 | 0.0799 |                 |
| 6              | 0.1135 | 0.1315 | 0.1540 | 0.1805 | 0.2321 | 0.2716 | 0.2963 | 0.2952 | 0.2055 | 0.1355 |        |        |         |         |         | 0.2016 | 0.0658 |                 |
| 7              | 0.1294 | 0.1534 | 0.1699 | 0.2098 | 0.2626 | 0.2528 | 0.2857 | 0.2177 | 0.1538 |        |        |        |         |         |         | 0.2039 | 0.0522 |                 |
| 8              | 0.1488 | 0.1674 | 0.1966 | 0.2388 | 0.2474 | 0.2492 | 0.2193 | 0.1704 |        |        |        |        |         |         |         | 0.2047 | 0.0370 |                 |
| 9              | 0.1617 | 0.1913 | 0.2235 | 0.2281 | 0.2448 | 0.1955 | 0.1769 |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2031 | 0.0277 |                 |
| 10             | 0.1836 | 0.2159 | 0.2155 | 0.2277 | 0.1969 | 0.1603 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 0.2000 | 0.0228 |                 |
| ③ 7業種選別÷東証第一部  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |                 |
| 1              | 1.9014 | 1.5172 | 3.4144 | 1.3903 | 1.0511 | 3.1788 | 2.4927 | 0.9083 | 1.4944 | 1.8797 | 0.7979 | 2.5976 | 1.6797  | 1.6330  | 1.0970  | 1.7708 | 0.7848 | 0.7324          |
| 2              | 1.6870 | 2.3000 | 2.4639 | 1.1537 | 1.2658 | 2.4494 | 1.5746 | 1.1830 | 1.7038 | 1.2739 | 1.2701 | 2.0490 | 4.0539  | 1.1371  |         | 1.8261 | 0.7745 | 0.7789          |
| 3              | 2.1719 | 2.0536 | 1.7417 | 1.3003 | 1.8045 | 1.6276 | 1.5473 | 1.4386 | 1.3298 | 1.4905 | 1.3853 | 2.7654 | 0.1942  |         |         | 1.6039 | 0.5670 | 0.4110          |
| 4              | 2.0147 | 1.6805 | 1.8112 | 1.7299 | 1.4624 | 1.5831 | 1.6429 | 1.2337 | 1.4910 | 1.5268 | 1.4132 | 6.9309 |         |         |         | 2.0434 | 1.4862 | 0.2017          |
| 5              | 1.7197 | 1.7345 | 2.0059 | 1.4517 | 1.4691 | 1.6587 | 1.4106 | 1.3728 | 1.5206 | 1.5549 | 1.4822 |        |         |         |         | 1.5801 | 0.1771 | 0.1829          |
| 6              | 1.7628 | 1.9131 | 1.6769 | 1.4595 | 1.5605 | 1.4302 | 1.5160 | 1.4131 | 1.5415 | 1.6037 |        |        |         |         |         | 1.5877 | 0.1498 | 0.1578          |
| 7              | 1.9114 | 1.6543 | 1.6365 | 1.5450 | 1.3828 | 1.5311 | 1.5349 | 1.4215 | 1.5754 |        |        |        |         |         |         | 1.5770 | 0.1446 | 0.1534          |
| 8              | 1.6790 | 1.6226 | 1.6769 | 1.3804 | 1.4759 | 1.5480 | 1.5502 | 1.4394 |        |        |        |        |         |         |         | 1.5466 | 0.1027 | 0.1009          |
| 9              | 1.6456 | 1.6616 | 1.4939 | 1.4688 | 1.4967 | 1.5675 | 1.5720 |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.5580 | 0.0702 | 0.0756          |
| 10             | 1.6771 | 1.4951 | 1.5700 | 1.4893 | 1.5112 | 1.5920 |        |        |        |        |        |        |         |         |         | 1.5558 | 0.0662 | 0.0704          |

## VI-2. アノマリーの普遍性

最上位7業種には平均的にアノマリーがあるとしても、業種が大きく入れ替わったり、アノマリーである業種の数が年次によって違っていたのでは、投資戦略作定上困難が伴う。さしあたり、線形性を仮定して、どれ位の精度でアノマリーがすべての業種に共通にみられるかをみてみよう。そのためにクロスセクション ( $i=1, 2, \dots, 25, \dots, 28$ ) データで次式をOLS計測してみた。

$$R_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} d_{it} \quad (15)$$

$$R_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} \beta_{it} + \alpha_{2t} d_{it} \quad (16)$$

ここで、 $\beta_{it}$ は文献[5][6]で用いてきた12年業種別ベータ値である<sup>4)</sup>。

時価配当利回りを説明変数にした表16では、26の計測のうち、5～6ケースが収益率と配当利回りの正比例関係を有意に検出した。有意水準をもう少し下げれば、このケースはさらに増える。両者の逆比例関係を有意に計測したのは1966年だけであった。簿価配当利回りを使用した回帰分析(表17参照)でも、計測件数が少なくなっているが、ほぼ同様な傾向が観察された。

---

<sup>4)</sup> (16)式のようなマルチ・ファクター・モデルが正しく計測されないのは、Litzenberger-Ramaswamy[1]によると、

- (i) 使用したデータが不適切、
- (ii) 計測方法が不偏性を持たない、

からである。(1)本研究は年データによる計測であったが、彼らは四半期データを用い、配当の情報効果などを計測目標にしたため、エクスディビデントなどのデータ出現のタイミングが問題になる。また、(2)彼らのモデルには最適化理論が背後にあり、回帰係数等計測上の制約が加わる。そのため、彼らは独自の計測方法を試みた。本稿での計測の目的は、収益率と配当利回りの比例関係のチェックにすぎない。それゆえ、OLSで十分であると考えられる。

一般に、エクスディビデント(exdividend)とは次回の配当受取りの権利を買い手に付与しない取り決めのある証券の契約を指す。exはwithoutである。エクスディビデント日(exdividend date)とは、買い手がその日以降次回の配当を受け取れない日を指し、アメリカにおける普通の取引(regular-way transaction, 決済は取引の後第5営業日まで)においては、エクスディビデント日は配当受取者を確定する登録日(record date)の4営業日前になる。それゆえ、登録日より後に決済日(settlement date)がくる株式取引はエクスディビデントであるというような言い方をする。

表16 時価配当利回りのアノマリー普遍性の検証

| ① $R_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t}d_{it}$ |               |         |               |         |            |           |  |
|----------------------------------------------|---------------|---------|---------------|---------|------------|-----------|--|
|                                              | $\alpha_{0t}$ | t-value | $\alpha_{1t}$ | t-value | adj- $R^2$ | smpl size |  |
| 1966                                         | 61.143        | 4.959   | -6.231        | -2.643  | 0.187      | 27        |  |
| 1967                                         | -23.876       | -4.246  | 5.665         | 4.612   | 0.438      | 27        |  |
| 1968                                         | 7.486         | 0.596   | 1.448         | 0.565   | -0.027     | 27        |  |
| 1969                                         | 39.954        | 1.962   | -2.983        | -0.709  | -0.020     | 27        |  |
| 1970                                         | 13.369        | 1.353   | 0.951         | 0.451   | -0.032     | 27        |  |
| 1971                                         | 8.077         | 0.590   | 2.994         | 1.026   | 0.002      | 28        |  |
| 1972                                         | 61.419        | 3.038   | 1.911         | 0.378   | -0.033     | 28        |  |
| 1973                                         | -1.826        | -0.104  | 12.117        | 1.888   | 0.087      | 28        |  |
| 1974                                         | -11.981       | -2.150  | 2.282         | 0.953   | -0.003     | 28        |  |
| 1975                                         | -13.677       | -1.726  | 6.948         | 2.236   | 0.129      | 28        |  |
| 1976                                         | 14.449        | 1.632   | 0.300         | 0.085   | -0.038     | 28        |  |
| 1977                                         | 5.555         | 0.555   | 5.838         | 1.372   | 0.032      | 28        |  |
| 1978                                         | 9.821         | 1.898   | 3.485         | 1.391   | 0.033      | 28        |  |
| 1979                                         | 26.022        | 1.700   | -6.162        | -0.764  | -0.016     | 28        |  |
| 1980                                         | 4.410         | 0.713   | 1.137         | 0.336   | -0.034     | 28        |  |
| 1981                                         | -0.748        | -0.086  | 5.394         | 1.236   | 0.019      | 28        |  |
| 1982                                         | -2.267        | -0.589  | 1.243         | 0.670   | -0.021     | 28        |  |
| 1983                                         | 35.296        | 3.398   | -4.778        | -0.935  | -0.005     | 28        |  |
| 1984                                         | 33.773        | 3.344   | -4.906        | -0.857  | -0.010     | 28        |  |
| 1985                                         | 13.992        | 1.655   | 7.565         | 1.357   | 0.030      | 28        |  |
| 1986                                         | 26.144        | 1.749   | 17.449        | 1.412   | 0.035      | 28        |  |
| 1987                                         | 30.940        | 2.952   | 4.096         | 0.327   | -0.034     | 28        |  |
| 1988                                         | -1.598        | -0.170  | 38.726        | 2.906   | 0.216      | 28        |  |
| 1989                                         | 21.425        | 2.362   | 14.142        | 0.969   | -0.002     | 28        |  |
| 1990                                         | -9.752        | -1.457  | -6.260        | -0.479  | -0.029     | 28        |  |
| 1991                                         | -20.738       | -7.088  | 9.504         | 2.117   | 0.114      | 28        |  |

| ② $R_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t}\beta_{it} + \alpha_{2t}d_{it}$ |               |         |               |         |               |         |            |           |
|----------------------------------------------------------------------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|------------|-----------|
|                                                                      | $\alpha_{0t}$ | t-value | $\alpha_{1t}$ | t-value | $\alpha_{2t}$ | t-value | adj- $R^2$ | smpl size |
| 1966                                                                 | 36.143        | 2.344   | 24.135        | 2.419   | -5.966        | -2.717  | 0.323      | 26        |
| 1967                                                                 | -29.080       | -2.952  | 4.350         | 0.673   | 5.920         | 4.454   | 0.423      | 26        |
| 1968                                                                 | -13.631       | -0.709  | 16.839        | 1.473   | 2.557         | 0.960   | 0.019      | 26        |
| 1969                                                                 | 22.725        | 0.696   | 14.481        | 0.714   | -2.110        | -0.469  | -0.042     | 26        |
| 1970                                                                 | 40.840        | 2.521   | -23.070       | -1.986  | -0.234        | -0.115  | 0.081      | 26        |
| 1971                                                                 | 44.572        | 1.929   | -29.631       | -1.980  | 1.032         | 0.332   | 0.104      | 26        |
| 1972                                                                 | 107.400       | 3.392   | -39.179       | -1.793  | -0.481        | -0.093  | 0.047      | 27        |
| 1973                                                                 | -30.285       | -0.983  | 28.928        | 1.172   | 12.810        | 1.894   | 0.090      | 27        |
| 1974                                                                 | -5.886        | -0.594  | -5.756        | -0.744  | 1.926         | 0.762   | -0.025     | 27        |
| 1975                                                                 | -47.904       | -3.194  | 31.335        | 2.605   | 9.063         | 3.009   | 0.291      | 27        |
| 1976                                                                 | -8.002        | -0.379  | 18.276        | 1.171   | 2.585         | 0.619   | -0.024     | 27        |
| 1977                                                                 | 40.900        | 1.780   | -35.641       | -1.996  | 3.863         | 0.894   | 0.207      | 27        |
| 1978                                                                 | 15.464        | 1.350   | -6.719        | -0.745  | 3.504         | 1.265   | 0.045      | 27        |
| 1979                                                                 | 40.347        | 1.304   | -10.983       | -0.442  | -8.249        | -0.941  | -0.043     | 27        |
| 1980                                                                 | -0.863        | -0.084  | 8.132         | 0.873   | 0.204         | 0.059   | -0.050     | 27        |
| 1981                                                                 | -59.383       | -3.963  | 58.621        | 4.451   | 8.431         | 2.437   | 0.436      | 27        |
| 1982                                                                 | 4.017         | 0.395   | -6.052        | -0.663  | 0.788         | 0.389   | -0.047     | 27        |
| 1983                                                                 | 29.859        | 1.399   | 5.749         | 0.293   | -4.560        | -0.867  | -0.041     | 28        |
| 1984                                                                 | 22.663        | 1.109   | 12.349        | 0.628   | -4.620        | -0.795  | -0.034     | 28        |
| 1985                                                                 | 26.151        | 1.648   | -13.780       | -0.906  | 7.235         | 1.290   | 0.023      | 28        |
| 1986                                                                 | 47.680        | 1.967   | -26.403       | -1.125  | 18.157        | 1.474   | 0.045      | 28        |
| 1987                                                                 | 28.161        | 1.827   | 3.868         | 0.250   | 3.756         | 0.293   | -0.073     | 28        |
| 1988                                                                 | 1.707         | 0.111   | -4.356        | -0.273  | 38.712        | 2.853   | 0.187      | 28        |
| 1989                                                                 | 39.010        | 2.973   | -22.785       | -1.791  | 12.981        | 0.926   | 0.076      | 28        |
| 1990                                                                 | 13.466        | 1.812   | -32.991       | -4.338  | -0.887        | -0.087  | 0.389      | 28        |
| 1991                                                                 | -20.476       | -3.247  | -0.332        | -0.047  | 9.561         | 2.019   | 0.079      | 28        |

表17 簿価配当利回りのアノマリー普遍性の検証

$$\textcircled{1}R_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t}d_{it}$$

|      | $\alpha_{0t}$ | t-value | $\alpha_{1t}$ | t-value | adj- $R^2$ | smpl size |
|------|---------------|---------|---------------|---------|------------|-----------|
| 1977 | 10.091        | 1.703   | 1.165         | 1.941   | 0.096      | 27        |
| 1978 | 15.122        | 4.368   | 0.258         | 0.610   | -0.025     | 27        |
| 1979 | 6.791         | 1.003   | 0.766         | 0.853   | -0.011     | 27        |
| 1980 | 2.940         | 0.891   | 0.456         | 0.987   | -0.001     | 27        |
| 1981 | 4.501         | 0.761   | 0.940         | 1.187   | 0.015      | 27        |
| 1982 | -2.085        | -0.558  | 0.453         | 0.747   | -0.017     | 27        |
| 1983 | 20.442        | 1.882   | 1.099         | 0.664   | -0.022     | 27        |
| 1984 | 30.916        | 2.771   | -0.869        | -0.470  | -0.031     | 27        |
| 1985 | 16.739        | 2.155   | 1.655         | 1.269   | 0.023      | 27        |
| 1986 | 27.079        | 2.779   | 3.714         | 2.487   | 0.166      | 27        |
| 1987 | 26.225        | 3.683   | 1.716         | 1.261   | 0.022      | 27        |
| 1988 | 8.662         | 1.411   | 4.182         | 3.161   | 0.257      | 27        |
| 1989 | 23.099        | 4.415   | 1.752         | 1.405   | 0.036      | 27        |
| 1990 | -9.053        | -2.375  | -2.025        | -1.439  | 0.040      | 27        |
| 1991 | -14.153       | -8.068  | -0.185        | -0.323  | -0.036     | 27        |

$$\textcircled{2}R_{it} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t}\beta_{it} + \alpha_{2t}d_{it}$$

|      | $\alpha_{0t}$ | t-value | $\alpha_{1t}$ | t-value | $\alpha_{2t}$ | t-value | adj- $R^2$ | smpl size |
|------|---------------|---------|---------------|---------|---------------|---------|------------|-----------|
| 1977 | 46.684        | 2.657   | -38.956       | -2.388  | 0.879         | 1.607   | 0.316      | 26        |
| 1978 | 28.103        | 2.551   | -13.114       | -1.330  | 0.074         | 0.157   | 0.015      | 26        |
| 1979 | -13.716       | -0.691  | 21.256        | 1.133   | 0.963         | 1.011   | -0.005     | 26        |
| 1980 | -10.925       | -1.260  | 15.989        | 1.840   | 0.389         | 0.866   | 0.075      | 26        |
| 1981 | -38.463       | -2.659  | 47.119        | 3.252   | 0.913         | 1.317   | 0.288      | 26        |
| 1982 | 8.069         | 0.796   | -10.082       | -1.077  | 0.274         | 0.423   | -0.014     | 26        |
| 1983 | 13.451        | 0.611   | 7.627         | 0.367   | 1.134         | 0.672   | -0.059     | 27        |
| 1984 | 18.259        | 0.878   | 15.186        | 0.724   | -0.991        | -0.529  | -0.051     | 27        |
| 1985 | 40.998        | 2.603   | -27.450       | -1.749  | 1.587         | 1.266   | 0.097      | 27        |
| 1986 | 60.543        | 2.760   | -37.868       | -1.689  | 3.567         | 2.471   | 0.224      | 27        |
| 1987 | 22.322        | 1.537   | 5.165         | 0.310   | 1.658         | 1.186   | -0.014     | 27        |
| 1988 | 23.071        | 1.729   | -20.020       | -1.213  | 4.468         | 3.355   | 0.271      | 27        |
| 1989 | 39.990        | 3.795   | -23.762       | -1.822  | 2.082         | 1.726   | 0.118      | 27        |
| 1990 | 14.061        | 2.175   | -30.262       | -4.038  | -1.619        | -1.455  | 0.404      | 27        |
| 1991 | -15.228       | -2.276  | 1.286         | 0.167   | -0.220        | -0.355  | -0.078     | 27        |

## VII. ま と め

実証分析で新しく発見できた事柄を簡単に要約してまとめとしよう。簿価比率の水準については事前の情報がないため推定値の妥当性を

云々できないが、その推移については納得できるものであった。それに基づいて計算した簿価配当利回りは時価配当利回りとは異なった動き

をする事実には注目させられる。1987年までのその平均的な水準6%は中長期利子率とも比較できる経済的に意味のある数字である。それ以降の急落は、機関投資家にとって株式の投資魅力がなくなったでは済ませられないゆゆしき事態である。

ついで、配当利回りの高い銘柄（業種）に投資すれば高い収益率がえられる事実が様々な方

法で検証された。この配当利回りアノマリーは約2年以内に喰い尽く（exploit）される。継続的に高収益率をえるためには高配当利回り銘柄（業種）にスイッチしていかなければならない。簿価配当利回りに関して同様な検証を行う場合、エキストラの高収益率は益々高く、アノマリーの期間は長くなるなど結論はより鮮明になる。

## 参 考 文 献

[1] R.H.Litzenberger and K.Ramaswamy, "The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence", *Journal of Financial Economics*, 7, 1979, pp.163-195.

[2] R.H.Litzenberger and K.Ramaswamy, "The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects?", *Journal of Finance*, May 1982, pp.429-443.

[3] 辰巳憲一, 「生保——機関投資家としての現状と課題」『金融ジャーナル』, 1987年2月, pp.28-34.

[4] 辰巳憲一, 『証券分析とポートフォリオ・

マネジメント』有斐閣, 1991年.

[5] 辰巳憲一, 坂本和典, 舟橋正己, 池田正雄 阪本博史, 「外国法人等の対日株式投資」『フィナンシャル・レビュー』, 1992年3月, pp.85-116.

[6] 辰巳憲一, 前田実, 小巻泰之, 坡山奇右, 南部一雄, 宮原広文, 「積極的な株式投資戦略の一理論とその実証」『フィナンシャル・レビュー』, 1993年3月, pp.124-164.

[7] 辰巳憲一, 後藤輝義, 関根秀雄, 「財務アノマリーの継続性と普遍性に関するノート」『学習院大学経済論集』, 1993年3月, pp.121-172.