

□F□O□R□P□R□O□F□E□S□S□I□O□N□A□L

ドリームバイザー特選メールマガジン (2)
木村喜由のマーケット通信 2006 年 7 月 31 日

□D□R□E□A□M□V□I□S□O□R□.□C□O□M□□

バリュー投資でもタイミングは重要

美人投票に参加したがる短期投資家

効率的市場仮説という理論がある。この理論は厳密にいうと、株価も含め金融市場に関するあらゆる情報や出来事は、瞬時にしてすべての投資家の知れ渡り、またすべての投資家が正しくその情報を織り込んで市場価格に反映してしまうから、財務分析やテクニカル分析や早耳情報に基づいて儲けようとしても無駄である、というものである。そして、現在成立している価格は、どの銘柄の期待収益率も等しくなっているはずだから、銘柄選択の意味はないということになってしまう。

理論的には美しいが、あまりに現実離れしており、真面目に議論するのもばかばかしいくらいだが、裏を返せばいろいろな投資手法を考案して利益を上げることが可能であるということである。投資家間の情報伝達のギャップ、理解の程度のギャップ、楽観・悲観・冷静のギャップ、テクニカル分析などを利用して平均以上のパフォーマンスを得ることができるということである。そこに各種のアナリストが存在する基盤がある。

一番代表的で、誰にでも利用でき、十分検証されている手法が、割安株効果、小型株効果を狙うバリュー株投資のアプローチである。これは予想 PER、あるいは PER の低い銘柄を複数まとめて買う、あるいは時価総額が一定水準以下の銘柄をまとめて買う、などの手法で、あの竹田和平さんが実践しているのも基本的にこの手法である。

長期的には必ずバリュー株投資のアプローチは成功する。なぜなら、株式投資では必ず短期志向の投資家とその銘柄の実体価値に無頓着に、夢中になって買い上がったり売り叩いたりする場面があり、そういうときに割安感が強まった銘柄を買っておけば作用・反作用の法則(リターン・リバーサル効果)も重なって平均より高い成果が上がるからだ。

経済学者ケインズは株式投資の「美人投票」説でも知られる。すなわち美人コンテストの一位を予測するゲームになぞらえて、自分が最も美人と思う人でなく、全体の意見とし

で最も美人という評価を得る人を当てるゲームと看破した。要するに「人気株には乗れ」というわけだ。ケインズ大先生は短期売買を推奨したわけではないが、人気銘柄に過剰投資が起きやすいメカニズムを見抜いたのである。

つまり、株式市場では、整然と実体価値に沿った株価序列を形成しようというメカニズムよりも、投資家が短期的利益の追求に向かうことにより、いつもある一群の銘柄が歪んだ価格に進もうとする力が強く働く。だからその裏を突くバリューストック投資のアプローチに勝機が生まれるのだ。しかし、バリューストック投資では、心理的抵抗、すなわち自分に勝つ必要がある。人気銘柄に背を向け、短期の利益追求をぐっところえ、しっかり勉強し、忍耐強く値上がりを待たねばならない。

高収益目指すにはチャートや指標チェックが不可欠

ただし、この手法が常にうまく行くわけではない。むしろ機能しない時期の方が長いかもしれない。一般にバリューストック投資の対象銘柄は不人気で流動性が低いため、買い出動のタイミングを間違えたり、たまたま運悪く重点投資した銘柄が大幅減額修正を食らったりすると目も当てられない結果となる。必ずしも景気悪化、業績悪化でパニック売りが出ているわけでもないのに、ひどくパフォーマンスが悪化することもある。99 年秋や、5 月以降のような小型株五月雨売り相場などはその例である。だから漫然と年がら年中バリューストック投資を続けていているだけでは、さほど高いパフォーマンスを得ることはできない。

証券アナリストジャーナル 7 月号では、立命館大学の山本信一教授の「財務指標と株価上昇率」という論文が紹介されている。PBR の順に東証一部全銘柄を並べ、時価総額で 10% ずつ 10 区分し、各区分を毎年 6 月末でリバランスするというルールで、1978 年から 2002 年まで運用したところ、平均リターンはほぼ低 PBR の順に高くなった(低位 60%までが TOPIX の平均リターンを上回った)。

ここまでの結果は何となく納得できるところ。この論文のミソは、なぜその 60%の銘柄群が高いリターンを上げたかを追究したところにある。増益率が高かったのか、ROA など資産効率や ROE(自己資本利益率)が改善したからか。結論の要点をまとめると、これらは、株価上昇率だけは平均以上だったが、ROE も ROA も増益率も平均以下だった。つまり事業効率や増益率など指標面では見劣りする銘柄群だったのである。

裏を返すと、これらの指標面で優れていた高 PBR 上位 40%の銘柄は、アナリストや投資家の注目を浴びて前の年までに高い株価水準まで買われていたが、それ以上の株価に押し

上げる力を失って、TOPIX に負けてしまったというわけである。

先に述べたように、投資家は短期での投資利益を追求するあまり、美人投票的な、誰でも賛成しそうな銘柄に投資する傾向を持つ。当然、アナリストや一般大衆に受け入れられやすい「大幅増益」だとか「収益性が高い」「資本効率が低い」などのキャッチフレーズが付いた銘柄が好まれやすい。しかし PBR が平均を大きく上回るレベルまで株価が上昇すると、投資妙味は薄れ、新規に買いに出る投資家は限られ、短期売買の投資家も逃げ出し、株価も冴えない動きになるのだ。

しかし、今回の急落前に現れた現象は、新興市場銘柄の人気過熱と、バリュー系銘柄の PER、PBR が市場平均と接近していたことである。本来、株価指標が市場平均より 3 割低い程度が定位置だった銘柄が平均に近い水準まで買い上げられていたことが、今回の下げを厳しくした要因と見られる。個別銘柄チャートのほか、規模別、市場別株価指数の動き、PER まで観察しておかないと、下げ局面を逃れることは難しかったろう。

(了)

----- 最終的な投資判断はご自身でお願いいたします。本文、データなど本メールマガジンの内容すべてに関する正確性、信頼性、安全性、迅速性などに 直接または間接的に起因する損害や費用などの一切について、その程度を 問わず、ドリームバイザー・ドット・コム（株）および マネックス証券（株）、NPO 日本個人投資家協会、その製作者、 データ提供者、 その他関係者は責任を負わず、損害賠償に応じません。 また、メールマガジンの本文、データなどは著作権法などの法律、規制 により知的所有権が保護されており、個人の方の本来目的以外での使用や他人への譲渡、販売コピーは認められていません（法律による例外 規定は除く）。以上の点をご了承の上、メールマガジンをご利用ください。 -----