

理論家は非理論を探す？

根岸公認会計士事務所 所長

証券アナリスト検定会員・公認会計士・税理士 根岸 康夫

今月の誤解

個人投資家の藪田さんは、大学が理系出身だったこともあり合理的投資を心懸けています。ところが投資のプロと目される人々の中に（理論的ではないことを承知で）非理論的な投資機会の発見に努めている人達がいると知り驚いています。「プロともあろうものがなぜ」と納得いきません。

背景となる理論

藪田さんの態度は投資家として正しい態度です。しかし、効率的市場仮説と呼ばれる古典的学説によれば「合理的な投資手法ではアクティブ運用は不可能」という結論になり、市場平均を上回ろうとするアクティブ運用は、アノマリーと呼ばれる非理論的な現象を発見する他はないのです。

FPここに注目

勉強熱心な個人投資家は、様々な投資手法について学習して運用成績の向上を目指します。あまり熱心でない投資家も「高度な運用手法」を誇る投資信託を選ぼうとします。どちらの投資家も投資の必勝法とまでは言いませんが「(他人より) 有利な運用手法」が存在することを期待していることには変わりはありません。勿論、運用の受託を生業とする側（セル・サイド）はそのような運用能力があることを主張します。

しかし、そのような運用能力を過大評価することはできないという古典的な学説、効率的市場仮説があります。個人投資家はこのような状況にどう対処すべきか、著者の個人的解釈を紹介します。

効率的市場仮説

効率的市場仮説とは、投資家はみな利益を求めて合理的であろうとするので、その競争の結果、誰も他人より高い収益を獲得することはできない、と結論します。要は一部の賢い投資家だけが得をする、そんなことはあり得ないということです。

「そんなはずはない」という反論は当然に出るでしょう。そこで学者は3段階に分けて市場が効率的か否かを検証しました。というのは「完全に効率的」あるいは「完全に非効率的」という両極端はないと予想されるからです。

【第1レベル】 ウィーク型

ウィーク型とは、過去の株価を分析しても他の投資家よりも高い収益は得られない状況を意味します。

もし、ウィーク型が成立しているといわゆるテクニカル分析（チャートから将来の株価動向を予想する手法）は無効ということになります。

【第2レベル】 セミ・ストロング型

セミ・ストロング型とは、(株価のみならず) 全ての公開情報を分析しても効果がない状況を意味します。

もし、セミ・ストロング型が成立していると決算書や公開情報をもとに株価動向を予測するファンダメンタル分析(証券アナリスト)は無効ということになります。

【第3レベル】 ストロング型

ストロング型とは、未公開情報を含めた全ての情報を分析しても効果がない状況を意味します。

現実の市場はストロング型は成立していま

せん。なぜならインサイダー取引が法的に禁止されているからです。未公開情報を入手すると（不当に）他人より高い収益が得られるからです。

もし、セミ・ストロング型が成立していると、公開情報に基づく「合理的な投資手法」は無効ということになります。

アノマリーを求めて

現実の株式市場の効率性がどのレベルにあるのかは議論があります。当然ながらテクニカル・アナリスト、ファンダメンタリスト（証券アナリスト）の側からセミ・ストロング型が成立することに同意することはあり得ません。自らの存在意義を否定してしまうこととなりますから。

このような学説を前提にすると、アクティブ運用を担当する側は「非理論的」と目される株価変動に活路を目指す他ありません（未公開情報をもとに投資するのは犯罪ですから）。この非理論的と目される株価変動を**アノマリー**と呼びます。

古典的なアノマリーに「満月・新月の時には株価が底値や高値を付けやすい」というものがあります。一般投資家は「そんな馬鹿な」と思われるでしょうが、月や惑星などの天体の運行と株価変動を関連づける証券占星術（フィナンシャル・アストロロジー）と呼ばれる分野は存在します。

藪田さんはきっとこのあたりに対して懐疑的だったのでしょうが、藪田さんが合理的と信じている手法（決算書等の公開情報の分析）も、もし市場が効率的であればアノマリーに分類されるのです。

情報収集は無意味か

このように解説するとまるで藪田さんの学習や情報収集が無意味であるかのように見えますが、そんなことはありません。

例えば海外の、それも日本の内情に極めて

疎い投資家が、現在の東京電力の株価に注目したとしましょう。「経済大国日本の最大の電力会社の株価がここまで低いのはチャンスではないか」と考えたのです。

勿論、現時点で東京電力の株式を購入することが不合理な行動とは断定できません。しかし、現在の株価の低迷が原子力発電所の事故によるものであることを知らないまま投資するのは無謀というべきでしょう。

学ぶこと、情報収集することは、対象の株式の価格がどのような状況・予測を反映したものであるかを理解するために欠かせません。でないとリスクを把握したうえでの投資ではなくなるからです。

アクティブ投信との付き合い方

アクティブ投信を選択する場合に、欠かせないのはベンチマークとの長期比較です。

ベンチマークとは、日本株を対象としたアクティブ・ファンドの場合、日経平均やTOPIXが該当します。即ち、インデクス運用（パッシブ運用）と比較したチャートです。大型のオープン投信であればインターネットYahoo!のファイナンスでチャートを比較表示することが簡単です。これによりどの程度アクティブ運用が成功を収めているか（あるいは失敗しているか）を把握できます。

ポイントは「できるだけ長期比較する」ことです。長期比較するのは「一時的な運用の成功」が将来も持続するという期待を排除するためです。

まだ始まったばかりで長期の運用成績が把握できない投信の場合、様子見のためにドル・コスト平均法などを適用して取得時期の分散を図るべきです。

くれぐれも「高度な運用手法」を謳う売り文句だけ見て選ぶことの無いようにしてください。