

## 効率性市場仮説に対する私的考察

本 浪 清 孝

### 抄録

もし市場が効率的なら、投資家はいかなる手法を使っても市場平均に勝てない。これが効率的市場仮説を支持する研究者の見解である。市場平均に勝っても、運が良かっただけとするのだ。この仮説を支持するバートン・マルキールの著書と支持しないジャスティン・フォックスの見解を考察する。あわせて筆者が株式投資を行いその際に経験した事の考察もする。フォックスも筆者も効率的市場仮説は、成立しないとする立場である。アノマリーが存在するのだ。リチャード・オヒギンズの「ダウの負け犬戦略」つまりダウ30社の中から、配当利回りの高い株に投資するだけの戦略はオショネシーの研究ではダウ平均を年率で2%上回っていたのだ。だがこの戦略を多くの人が知れば、市場平均に負けてしまう。こうした事例からもわかる様に、こんな単純な戦略でも市場平均に勝てたのである。投資家が「経済人」でなく、非合理的な行動をすることもあり、筆者はとうてい効率性市場仮説を支持することはできない。

### キーワード

市場平均、効率性市場仮説、マルキール、フォックス、経験、ダウの負け犬戦略、経済人、非合理的な行動

### Is the Stock Market Efficient ?

Honnami, Kiyotaka

### Abstract

If the stock market is efficient, an investor can't get more money than an average investor. If an investor make a great achievement, his success is his good luck. I thought the stock market was efficient this was a great mistake. Scholars who believe that the stock market is efficient take a wrong turning. Do they deny the success of Edward Warren Buffett? Buffett said 'If the stock market is efficient, I became a beggar'. I think Buffett is right. I consider 'the great achievement is not his fortune but his investments' method is right. I think anomalies do exist. You can make a reward to invest.

### Key Words

the stock market, good luck, efficient, Buffett, fortune, anomalies

### 目 次

第1節 はじめに	Ⅲ 権利取りのため株価は上がるが、権利落ちなどでしばらく株価が低迷する
第2節 テクニカル分析	Ⅳ 配当利回りが高い場合は業績が悪い場合が多いが例外がある
第3節 「市場が効率的だ」の定義	第8節 効率性市場仮説が成立する場合の問題点
第4節 マルキールが指摘するファンダメンタル分析の問題点	Ⅰ バフェットの存在をどう考えるのか
第5節 アノマリー現象	Ⅱ ピーター・リンチの成功
第6節 ジャスティン・フォックスの効率性市場仮説に対する反証	Ⅲ ニフティフィフティなどの割高株が存在したこと
第7節 筆者が発見したアノマリー	Ⅳ バブルの発生
Ⅰ 市場はノイズに近い情報に異常に反応する	Ⅴ 市場参加者が合理的でない点
Ⅱ 決算情報に対する反応が遅いか分析が不十分	第9節 筆者の株式投資の経験から効率性市場仮説への見解
	第10節 おわりに

## 第1節 はじめに

実際の株式市場は「効率的」なのか。バートン・マルキールは、彼自身が実際に投資を行い、ITバブルに関しては、これはバブルだと書きながら、効率的市場仮説を支持する立場である。バブルも発生するが、通常は「効率的」だとするのだろう。市場が効率的だというのは、情報を直ちに市場が織り込み適正な株価が形成される、その結果市場平均を超える成果を出しても、それは投資手法が正しかったのではなく「運が良かっただけ」とするのである。マルキールの著書に、『ウォール街のランダム・ウォーカー』<sup>1)</sup>がある。一方、ジャスティン・フォックスは、効率性市場仮説の成立に異議を唱える立場である。彼の著書に『合理的市場という神話』<sup>2)</sup>がある。本稿ではマルキールとフォックスの考え方に沿って、そして株式投資で筆者が体験したことを踏まえて、市場は効率的か否かを考察する。

テクニカル分析は過去の株価の推移を分析して、そこから将来の株価がわかるというものである。ウォール街では、さすがにこの分析は使わない。過去の株価の動きから株価の将来がわかるとテクニカル分析の信奉者は信じている。先ずテクニカル分析から考察しよう。

## 第2節 テクニカル分析

テクニカル分析は過去の株価の推移を分析して、そこから将来の株価がわかるというものである。ウォール街では、さすがにこの分析は使わない。でも日本では、テレビ東京の株式番組でも、この分析を利用する評論家がでてくる。岡三証券の永見和彦は、毎週金曜日にニュースに出演してテクニカル分析を披露する。ゴールデンクロスやデッドクロスはこの番組で知った。地上波で毎週でてくるのは日本にはこの宗教めいた分析の信奉者が多いのであろう。過去の株価の動きから株価の将来がわかるとテクニカル分析の信奉者は信じている。ジム・ロジャーズはテクニカル分析を利用す

る投資家は、穴の開いた靴を履いていると書いている。林輝太郎は日本のテクニカル分析の「大御所」であり、著書も多いが、テクニカル分析では儲からないので彼が紹介する相場師はほとんど全てが貧しい<sup>3)</sup>。マルキールはテクニカル分析は当たらないと結論付けて、弱いもの虐めはしたくないと述べている。筆者もテクニカル分析は当たらないと確信している。ではファンダメンタル分析はどうなのか。

## 第3節 「市場が効率的だ」の定義

マルキールによれば、効率的市場と呼べる基準は、①市場が新しい投資情報をどの程度速やかにかつ適切に織り込むか。②より大きなリスクをとらない限り市場平均以上のリターンを得ることができないの二つである<sup>4)</sup>。マルキールは①については、その結果を検証せずに、①を正しいと結論付ける。②は「どのような情報を利用して、他人あるいは平均よりも高いパフォーマンスを一貫してあげることは不可能である」と同じ意味である。特に②に関しては、今後反証したい。

## 第4節 マルキールが指摘するファンダメンタル分析の問題点

マルキールは何故、証券アナリストのファンダメンタル分析が当たらないのかについて、次の5つの理由を指摘する<sup>5)</sup>。①ランダムに発生する事件の影響、②企業による「クリエイティブ」な会計手法を通したいかがわしい利益の捻出、③多くのアナリストに見られるお粗末なエラー、④セールスへの協力と運用部門の利益の捻出、⑤大手証券会社における証券アナリストと投資銀行業務との利益の相反の存在である。だが①以外の例は、ファンダメンタル分析そのものへの問題点の指摘ではない。ファンダメンタル分析では、過去の利益の推移から、将来の利益を予想する。筆者は、過去の業績がどうだったのかを調べることは重要だと考える。だが、リーマンショックや東日本大

震災などマルキールが主張する、「ランダムに発生する事件」が存在する。この事件の発生には、予測がある程度可能なものと、不可能なものがある。例えばリーマンショックについては、リーマンブラザーズの破綻は予測できなくても、住宅バブルが崩壊して不景気になることは予想できた。信越化学の社長金川千尋は、住宅建設が減り塩化ビニールの需要が減ることを予想した。しかし、トヨタ自動車は、リーマン破綻後に景気が悪化し業績が落ち込み株価が暴落するとは、想定できなかった。実際破綻後の需要の落ち込みは、どの会社も想定できず、当時の与謝野経済担当大臣も「ハチに刺された程度」と破綻後の影響を軽視した。一方2011年3月11日の東日本大震災については発生はもちろん、その後の原発のメルトダウンも予想できなかった。地震の発生後、直ちに株価は下がった。金曜日だったので週明けの火曜日には、日経平均は9,000円を割り込んだ。流石にオーバーシュートしてしまい、地震の影響をあまり受けない銘柄はその後急回復する。この地震の直後における株価の推移を見ると市場は賢明とは言い難い。

ランダムに発生する事象があるので、企業業績の過去の推移だけである企業の業績を予想することはできない。マルキールは「効率性市場仮説」を支持するが、他の研究者はどうだろうか。ジャスティン・フォックスは「効率性市場仮説」を否定する。「合理的市場という神話」から、フォックスの見解を検討しよう。

## 第5節 ジャスティン・フォックスの効率性市場仮説に対する反証

### I フォックスが指摘するアノマリー

フォックスが指摘したアノマリーは、企業が発表する四半期の情報が、予想外に高かったり、低かったりしても市場が織り込むのに時間がかかるというものである<sup>6)</sup>。筆者は昨年度、四半期情報から中間・年度末の企業が発表した情報が上方修

正か下方修正か予測できるとの内容の論文を書いた。企業が発表した情報を市場が織り込むのに時間がかかると筆者も考えている。

割安株のパフォーマンスが、割高株のパフォーマンスを上回るのもフォックスが指摘するアノマリーだ。ロジャー・バブソンは「PERが10倍以下の割安株を買い、10倍以上の株を売れ」というあまりにも単純な助言をした<sup>7)</sup>。こうした方法で、市場平均に勝てるのか。効率性市場仮説が成立するという立場の研究者はこうしたアノマリーの存在を否定し、これを否定する立場の研究者はアノマリーの存在を認める。では次に、効率性市場仮説を肯定する研究者であるジェンセンとこれを否定するバフェットの対談を考察する。

### II ウォーレン・バフェットとマイケル・ジェンセン

コロビア大学ビジネススクールで1984年5月ベンジャミン・グレアムの『証券分析』の出版50周年を記念するコンファレンス」が開かれ、そこでバフェットとジェンセンの講演が行われた<sup>8)</sup>。ジェンセンは「経済学の命題の中で、効率性市場仮説ほど確固とした実証的証拠に裏づけられた命題はほかにない」と宣言しておりマルキール以上に効率性市場仮説を信奉している。バフェットはグレアムの弟子であり、世界一の投資家である。ジェンセンは「長年にわたる学術研究によりグレアムの手法では市場に打ち勝つ手段として役に立たない」と述べた。グレアムの技法を用いて成功した投資家がいるとの反論に対して、「運が良かったただけだ」と切り捨てた。ジェンセンは、コイン投げを例に出し10回連続して表を出した無能な証券アナリストを見つけられると述べる。つまり市場平均に勝つのは、運の良いファンドマネージャーでありそのファンドマネージャーが10年続けて勝っても、次の10年は勝てる保証がないと結論づけて、効率性市場仮説の正当性を示すものとした。コイン投げに勝った大多数が、グレアムの手法で投資

をしても同じことが言えるのかがバフェットのジェンセンに対する反論である。その結果ジェンセンはバフェットに感銘を受ける。

#### 第6節 筆者が投資をしたことによる発見

筆者は、1997年末から株式投資を始めた。14年に近い株式投資歴がある。実際に投資をしないと、株式市場に対する理解は十分にならない。その頃日経平均は15,000円を超えていた。当時も、配当利回りを重視していた。だが、結果的に短期的な売買であった。予想配当利回りが5%以上の会社も見つかった。買った銘柄の決算発表は無視した場合もあるが、決算の予想を推定した場合もあった。徐々に銘柄数を増やし、長期的売買に転向した。初心の時から、分散投資を心掛けた。「市場が効率的だ」との概念は知らなかったが、買ったばかりの明治乳業の株が月曜日にストップ高になったので証券会社に聞いてみると、日経新聞の土曜日に載った記事が原因だが、「その記事は既に機関投資家は知っている情報なので、ストップ高まで上がった原因はわからない」とのことであった。次にITバブルを体験した。持っている銘柄の一つにウィンという学習塾があった。この会社は「介護関係の教室を開く」のを材料に値上がりし始めた。ITバブルの時代は、介護関連やゲーム株も値上がりした。筆者はウィン株は「高すぎる」と判断したが売らないで、買値の3倍で売った。この会社の株は千円を超えた。マルキールはITバブルに警鐘を発し、バブルは崩壊した。一単元2,400万円もした光通信株は今では18万円まで大暴落している。リーマンショックや東日本大震災も経験した。今現在も、イタリア国債のデフォルト懸念やアメリカ経済の今後に対する不安がある。

マルキールが述べたランダムに発生する事象が起きた。東日本大震災である。その発生後、株価は暴落した。土日の休みを挟んで月曜日にも日経平均で600円も下げた。火曜日にも下げ、日経平均

で8,623円まで下がった。日経平均はともかく個別銘柄に関しては市場は賢明とは言えない。ほとんど影響のないグリーは下がりすぎたのだ。3月15日に990円まで下がった株価は業績が予想より良かったこともあり、2,300円以上に上昇している。内海造船も尾道市に本社工場があり注文が減るとは思えないのに、3月15日に291円まで下げている。アドバンスクリエイトも3月15日に46,500円の安値をつけた。この会社は仙台市や名取市に営業所があるが、その影響は軽微なものに止まり、2011年度の第3四半期で、過去最高益を計上した。大震災に関連して規模の大きな会社ほどその業績を予想するのは不可能に近い。米国債の格下げ後、円高が進み震災による生産能力の低下からは回復したが、今年度3月の業績の予想は困難である。規模の小さな会社決算の予想は比較的容易であろう。

2010年度の筆者のパフォーマンスは良かった。日経平均は10,654円から10,228円に下がったが、私の持ち株の評価額は8,400万円から9,800万円に上昇した。大震災後の3月15日は、9,000万円未満であったが、9月22日は11,500万円を超えている。日経平均は3月15日の8,605円から8,560円に下落している。この違いは内需中心の私のポートフォリオが、外需が多くドル円相場に影響を受ける日経平均より有利だったのかもしれないが、筆者の選んだ銘柄やその組み替えが良かったのかもしれない。

#### 第7節 筆者が発見したアノマリー

I 市場はノイズに近い情報に異常に反応する  
既に述べたが明治乳業に関する新聞記事は、既に周知の情報なのに市場が反応したのは、効率性市場仮説に対する反証であろう。アドバンスクリエイトが8月12日に2011年度第3四半期に関して好決算を発表したが、8月15日はむしろ前日比で1,500円だけ高く寄りついた。驚くべきは同社が株式について、1株を100株に分割するとの情

報は8月23日に発表された。この情報に市場が反応すればおかしい。しかし、24日に98,900円と前日比8,900円も上げた。株式分割は配当を増やすためによく行われるが、今回の分割でその権利を受けても、単元株が1株から100株になるだけなのに、9月に入っても下がらなくむしろ上がっている。配当と優待の権利日が近いからである。10万円を超えて、11万円で取引されたこともある。

## II 決算情報に対する反応が遅いか分析が不十分

第1四半期の情報から、第2四半期の情報に対する信頼性がわかるはずだ。シャルレは、8月12日に第1四半期の決算発表をした。昨年度の同期との比較で減収減益だが、会社は第2四半期の経常利益予想の480百万に対して、324百万円も利益を稼いでいる。シャルレは「定性的情報」で製品を保管する倉庫の被害により保管商品に損害が発生したため発注、出荷を停止したと第1四半期の売上の落ち込みを説明している。一方、レディースインナー等の売上増による業績の回復も指摘する。第1四半期で324百万の利益があるので第2四半期の決算発表で決算が上方修正されるのは、かなりの確率であるだろう<sup>9)</sup>。だが8月15日には前日比4円高の450円で値がついたが、それよりむしろ安く取引され続けている。減配の心配のない同社の配当利回りが、6.7%を超えているのに、市場は効率的と言えるのか。PBRも0.48倍しかないのである。

## III 権利取りのため株価は上がるが、権利落ちなどでしばらく株価が低迷する

これは2010年9月の権利取りの最終売買日以降のアドバンスクリエイト株に見られた。同社は中間決算もあり、理論的には、1,500円と優待の2,000円分の3,500円程安くなるのだが、60,000円を割り込む株価は同年12月まで続いた。60,000円は優待を除いた配当利回り5%の株価である。流石に

この好業績で成長性もあると思われる企業の株価は9万円代にまで上昇する。東証1部に上場している企業ならこうしたケースはありえない。JASDAQに上場した今期も明らかに権利取り目的の買いで株価は11万円を超えて取引されていたのだ。

## IV 配当利回りが高い場合は業績が悪い場合が多いが例外がある

このことは、アノマリーと言えないが指摘する。業績が悪いのに、無理して配当をする会社は多い。三陽商会は5.6%以上の利回りがあるが今期は利益0円の予想である。PBRは0.56倍と低いが、経常損失が2011年度第1四半期で327百万円もある。売上が8.5%減ったのが、赤字転落の一因だ。一方売上が10.2%も減ったシャルレは減益だが、324百万の経常利益を出しているのと比較して対照的だ。三陽商会は9月15日に、通期の赤字転落と減配を発表した。12円の配当が8円になった。ナガホリも第1四半期は600百万円の経常赤字である。ジャステックも第2四半期の経常利益は45.2%も減り、利益は9百万円で、174百万円の利益を計上できるか疑問が残る。その利益に対してPERは51.2倍もある。予想利回りは6.16%である。PGMホールディングスも同様第2四半期の業績が悪い。経常利益は65.6%も減り、第2四半期は2,022百万円の純損失である。この会社も2,300百万円の当期純利益は達成不能であろう。日本ドライケミカルも第1四半期は経常赤字6百万円である。売上高は前年同期比で増え、赤字も縮小しているのに、前述の3社の様に投資ができないとは言えない。ダウの負け犬理論は、配当利回りだけで選んだ。配当利回りという指標だけでは駄目だ。三陽商会は9月16日に今期の年度末決算予想が、1,100百万円の赤字に転落することと、12円の配当を8円に引き下げることを発表した。結果198円の株価が、9月30日には183円に下がっている。驚くのは発表をした翌営業日の始値が195

円もあった事だ。3連休があったのに、3円しか下がっていない。決算の赤字転落がありながら、反応が遅くその195円がその日の最高値で結局、186円で引けた。10月4日の終値は178円であった。

## 第8節 効率性市場仮説が成立する場合の問題点

### I バフェットの存在をどう考えるのか

ウォレン・バフェットは金融工学を否定する。「市場が効率的なら、私は物乞いになるしかない」は有名な発言である。マルキールはバフェットの投資手法を評価するが、具体的に分析していない。バフェットに関してはマイケル・ジェンセンとの対話を紹介した。ジェンセンはバフェットの頭の良さを賛美するが、効率性市場仮説の敗北を認めただけではない。バフェットは、ザ・コカコーラ・カンパニー、ワシントン・ポスト、アメリカンエクスプレス、プロクター&ギャンブル、ウェルズ・ファーゴなどの大型株を長期間集中して保有する。バフェットの成功は銘柄選択にある。バフェットはありふれた会社を買うのだが、長期に渡って成功している。筆者はバフェットの成功は運によるのではなく、将来性も含めた企業の分析によるものだと確信する。効率性市場仮説では、バフェットの成功は説明できない。

### II ピーター・リンチの成功

ピーター・リンチは、1977年から引退する1990年までマゼラン・ファンドを運用して2,000万ドルから140億ドルへ、世界最大の規模に育て上げた。リンチはバフェットの逆で小型株への分散投資である。リンチはテンバガー、10倍になる株の発見に精力をつくす。又、リンチはアマの手法を重視する。財・サービスを利用する消費者の立場から良い財・サービスを提供する無名な企業に投資をするのだ。銘柄選択も根本的にバフェットと違う。「株で勝つ」の副題が「アマの力で、プロを出し抜け」である。リンチの成功もマルキールは認めるが、90年代も運用していたら、それほど

成果が上がっていないと述べている。リンチの手法は多くの人実践しているし、狭い日本ではそんなお宝株は有名になり、テンバガーになる会社は少ないであろう。

### III ニフティフィフティなどの割高株が存在したこと

効率性市場仮説が成立するためには、市場参加者は賢明でないといけない。社名を変更するだけで株価が上がったこともある。ニフティ・ニフティとは、直訳すれば「人気の50銘柄」という意味を持つ。もともとは米国株式市場の1960年代後半から1972年末にかけてのブルマーケットにおいて集中的に人気を集めた優良銘柄群を指す。S & P 500社の平均のPERは20倍弱だったのに、50社はPERが50倍まで買われた。だが株価が下がり、PERは500社の平均まで下落した。そこまで買われたのは、年金や投資信託が買ったからであった。筆者は株式投資を行う市場参加者は賢明でないと考える。その結果効率性市場仮説は、成立しないのである。

### IV バブルの発生

日本では1980年代後半からバブル経済に突入した。土地や株が高騰した。1989年末にはPERで60倍以上まで買い進められた。しかも多くのアナリストが1990年も強気の予想をした。ジム・ロジャーズやジェレミー・シーゲルが日本株はバブルでいつか破裂すると冷静に指摘していたのに。筆者はこの時はPERの意味を知らなかったが、配当利回りを考えると、株は買えたものではなかった。

NTT株はバブルの代表であろう。NTT株は政府保有の185万株が、1,197,000円で1986年に売り出された。87年に上場するが、上場初日の2月9日は値が付かない。そこで値付けのために、2月10日に160万円で10万株追加放出をした。それでも「NTT株は上がる」という神話が生まれ、87年8月には、318万円の上場来高値を付けた。87

年11月には255万円で195万株売り出す。318万円の上場来高値を付けた後である。318万円が今でも上場来高値である。日本株のバブルと同時に、NTT バブルが発生した。この NTT バブルで損をした株を買ったのは、短期的な値上がり益しか考えない投機家であり、彼らの大部分は普通の国民だった。値上がりを期待するから株を買う。株の値上がりばかり考え、株の価値を見いだせない、知識もない強欲な人々であった。多くの人がマネーゲームに参加した。愚か者ばかりがいて、「楽をして金を儲けよう」との悪い風潮が生まれた。このバブルも1989年末の終値を最高値として下落する。日本では、アメリカも同様だが、IT バブルが発生し崩壊した。市場が合理的なら、効率性市場仮説が正しいなら、バブルは発生するはずがない。NTT 株は1 単元37万円程度であり、第一次の売り出して買った人も大きな含み損をかかえていることになる。将棋の米長邦夫が「かつてその株価だったのでその株価が付く」との発言をしたのを「そんなものかな」と株式投資をしてなかった当時の筆者は考えたが、今ではそんなことはありえないし、論理的におかしいと突っ込んでいるに違いない。

20世紀の終わりに IT バブルが発生した。IT 関連の株価が暴騰した。日本株のバブルと異なるのは、IT 関連の株に関してだけ高くなったことだ。日本株バブルと比較すると、IT 関連だけがもてはやされた。ゲーム会社や何故か介護関連の株も IT 関連になり、コンビニ株も ATM を置くので、IT 関連となった。ソフトバンクは IT バブル時は時価総額が20兆円を超えた。IT バブルの象徴は光通信株である。2000年2月15日に上場来高値の241,000円をつけた。単元が100株なので2,410万円出さないと株主になれない。携帯電話や PHS の爆発的普及期に、携帯電話販売代理店「HIT SHOP」を全国展開していた。店頭では無料の端末を配布し、代理店側は携帯電話キャ

リアより一契約あたり数万円の報奨金が支払われるという、特異なモデルで巨額の利益を得た。だが寝かせという手法で、実際に契約していないのに報奨金を受け取ったことが判明し、株価は最高値を付けた後すぐに8,000円まで暴落した。30分の1まで安くなったのだ。

バブル時の株価は異常に高い。市場が合理的ならバブルは発生しないはずだ。マルキールは、IT バブルの存在とその崩壊を指摘したが、証券アナリストやファンドマネージャーは無視した。ノムラ戦略株ファンドは IT バブルの中で1兆円を集めた。購入手数料3.15%、信託報酬1.9%、このファンドは60%も値下がりした。バブル期には、株式を組み込んだ投信が発売されるが、手数料が高い投信を売りつけるのは詐欺と変わらない。インデックス投信を買っても損をしたが、戦略株投信よりましであった。私には、投信を買う人の気持ちがわからない。インデックス投信なら理解できるが手数料が高いアクティブ投信を買うのは、経済人ではない。

## V 市場参加者が合理的でない点

近代経済学では、「経済人」という概念を用いる。それに対して様々な批判がある。効率性市場仮説を主張する研究者は、証券市場に参加する人々が優秀な人だ、とのフィクションを描く。だが現実の市場参加者はほとんど何も知らないし、専門の投資家もマルキールによると基本的なミスをする。株式投資において、損切りをできない投資家が多い。これも合理性を欠いている。投資に自信が無くて、証券会社の営業マンに言われるままに投資する投資家も多い。バブル期に買った大きな含み損がある株を利が乗るまで売らないと堅く決意している投資家、含み損が多いので株価も見ない投資家が多い。この様に合理的行動を取れない市場参加者で形成される株価で効率性市場仮説が成立するとは思えない。アドバンスクリエイトの株式分割で株価が上がるのだ。9月の権利獲得の

ために株価は11万円を超えたこともあったのである。

### 第9節 筆者の株式投資の経験から効率性市場仮説への見解

筆者の投資姿勢は割安株を長期的に所有する手法である。決算情報は、「投資意思決定について決算書の役割」を執筆するまで株式に投資する時、売却する時には利用したが、運用時にはあまり利用しなかった。リーマンショック前から株価は下がっていたが、2008年9月16日のリーマン破綻後の日経平均は11,096円だったのが、1ヶ月後には6,994円で39.7%も暴落した。ちなみに私の持ち株は9月19日には7,400万円まで下がったが更に10月28日には、5,800万円まで下がった。リーマン破綻の1年以上前である2007年1月には1億円を超えていた評価額が、破綻前からほぼ日経平均に連動するように下がっていた。ところが2010年度には日経平均は下げたのに、年初8,400万円が年末9,800万円以上に増えた。増えた理由は決算書、特に決算短信を利用して、投資したからだというのが筆者の見解である。2011年度は東日本大震災やその後のギリシア国債の暴落、米国債の格下げがあり、日経平均は2010年の終値10,228円より高い10,398円で始まったが、それらの影響で9月2日には8,950円であった。私の持ち株は、年末の9,800万円から、11,300万円以上に増えた。割安株中心の投資がこうした成果をもたらしたと考えている。2010年、2011年は決算情報を投資に利用している。筆者の投資スタイルである割安株への投資により市場が悪い中でも資産を増やせたと考える。

株式投資に関しては経験や知識を増やすのが重要である。もし市場が効率的なら、バイ&ホールドは賢明な手法である。2008年までは株を売ったが、バイ&ホールドが基本だった。やはり、ポートフォリオは買っぱなしでは良くない。

### 第10節 おわりに

効率性市場仮説に否定的な立場からこの論文を書いた。研究者の中には、実際に株式投資をした経験がないのに、論文を書いた研究者もいるだろうが、株式市場に対する理解は、経験を積み重ねるほど深くなる。「会計利益情報と株価—日本の株式市場に関して—」<sup>100</sup>を著した、1991年にはまだ株式投資の経験はなかった。

だが阪急電鉄株を買ってあまりに配当利回りが低いのに驚いた。それがこの論文を書いた理由である。この株は少し利が乗った時に幸いにも売り抜けた。初めての時の経験からこの論文を書いたが、電鉄株に関しては会計情報は使えないとの結論を出したのだが、買わないという選択ができるので、会計情報は有用であったのである。

論文で筆者の経験を書いたのは、今回が初めてである。効率性市場仮説の否定が目的なので、筆者の体験を書いたまでだ。この論文でその存在が否定できたとは思わないが、市場が「ある程度でも効率的だ」と思えば、資産を増やすことはできない。「決算短信」をよく読むことが重要だ。筆者は2010年の論文「投資意思決定について決算書の役割」を書くまでは、市場が効率的だと信じてその誤りに気付かなかった。その後銘柄を限定してそこに集中的に投資をした。集中投資をすると銘柄数が減り合理的だ。更に、外需に依存する会社は避け為替リスクがでないように銘柄選択をする。銘柄選択の基準は予想配当利回りが高くPERが低いこと、業績が安定していることである。

私が金額的に多く投資しているのは、エイブルCHINTAIHD、朝日ネット、ウェザーニューズ社、内海造船、東京ソワール、アドバンスクリエイト、ITCN、シャルレである。9月28日の時点でエイブルCHINTAIHDは予想PERは3.9倍、予想配当利回りは5.47%である。朝日ネットは予想PERは11.5倍、予想配当利回りは4.16%である。ウェザーニューズ社は予想PERが15.7倍で、

予想配当利回りは1.25%である。内海造船は予想 PER は3.4倍、予想配当利回りは4.68%であり、東京ソワールは予想 PER は15.4倍で、予想配当利回りは4.00%である。アドバンスクリエイトは予想 PER は15.8倍、予想配当利回りは3.20%であり、ITCN は予想 PER は8.7倍で、予想配当利回りは5.39%である。シャルレは予想 PER が10.3倍で、予想配当利回りは6.74%である。この時点で評価額が最も高いのは、1,291万円のアドバンスクリエイトで最も低いのが、ウェザーニューズ社の382万円である。どちらの銘柄もこの8社の中では、株価が上がり売った銘柄もある。内海造船以外は利が乗っている。アドバンスクリエイトは531万円、利が乗っている。この中でウェザーニューズ社、アドバンスクリエイトは売りを考えている。東京ソワールは買わないが、それ以外の銘柄は持ち分を増やす予定である。

アドバンスクリエイトの権利取りのために株価が上昇している間にかなり売った。三陽商会の赤字と減配で前場寄り付きで売れば、より多くの損失が避けられた。前に述べたが、筆者は第1四半期の決算を読んでこの株を買うのをやめた。やは

り経験が重要で、「市場が少しでも効率的」と考えていた筆者はバイ&ホールドが賢明だと考え、効率性市場仮説を信じていたので実行した。それが大いなる誤りであった事を本稿執筆中に発見した。

(注)

- (1) バートン・マルキール著、井出正訳、『ウォール街のランダム・ウォーカー（原著第10版）』日本経済新聞、2001。
- (2) ジャスティン・フォックス著、遠藤真美訳『合理的市場という神話』東洋経済新報社、2010。
- (3) 林輝太郎『脱アマ相場師列伝—具体的な売買法と練習上達について』同友館、1999。
- (4) マルキール著、前掲訳書、333～335頁。
- (5) 前掲訳書、215～226頁。
- (6) フォックス著、前掲訳書。
- (7) 前掲書、269～272頁。
- (8) 前掲書、262～263頁。
- (9) シャルレは脱稿後10月28日に第2四半期・年度末の利益を上方に修正した。通期の1株当りの利益予想は、46.45円が54.54円になった。
- (10) 拙稿「会計利益情報と株価—日本の株式市場に関して—」作陽音楽大学・作陽短期大学第論集25巻第1号、1992、91～116頁。