

## 投資情報から見た日本の株式市場の構造

金融研究部 副主任研究員 遅澤 秀一

---

### 〈要 旨〉

1. 東京証券取引所1部上場銘柄は、機関投資家が投資対象とするユニバースと位置付けられており、市場ポートフォリオとして選択されることも多い。しかし、市場の情報に対する効率性に関して、疑問が投げ掛けられている。
2. 日本の株式市場は、大手証券会社や機関投資家主導の大型株と個人投資家主導の小型株の2つの市場に分断されている可能性がある。マス・セールスを前提とする大手証券会社、流動性の制約を受ける機関投資家と、投機的な個人投資家とは、異なる投資行動を取る。規模別ポートフォリオのリスク構造も、この仮説と整合的な結果を示す。
3. 80年代後半は、大手証券主導のシナリオ相場の影響で、ファンダメンタルな情報が株価に反映されにくかったと言われている。シナリオ相場とは、マクロ・ミクロ情報をマーケット情報に質的に転換し、情報の寡占化を計ることによって、市場への影響力を高める情報戦略と定義できる。シナリオ相場が成立したのは、機関化が進行する過渡期であったからである。すなわち、低金利下において、機関投資家と個人投資家の市場での併存、特金等の回転が速い資金の出現、機関投資家の情報戦略の未熟さ等が原因となった。
4. 日本では会計情報も、ファンダメンタルな情報からマーケット情報に転換されてしまう度合いが高いため、安定性に欠ける。また、会計制度の問題や日本の商慣行等の問題もあり、会計情報を投資に有効活用するのは容易ではない。
5. 大手証券会社の一元的情報に依存できた時代は終わった。今後は機関投資家も、内部アナリストの充実やデータベースを含めた投資情報支援システムの構築等の情報戦略が、運用の差別化を計る上で重要になってくる。情報戦略やリスク管理が拙劣な機関投資家は淘汰される「選別の時代」に入ることも予想される。

## 1. はじめに

90年の株式市場の暴落以降、機関投資家を取り巻く環境は厳しさを増してきている。そのような状況の中で、機関投資家が運用の専門家の名に恥じないパフォーマンスを株式市場で挙げているかが問われる時代になってきた。そしてその評価基準もリターンの絶対値ではなく、市場平均を上回ることができたかという相対的な基準が重視される傾向になりつつある。日本ではそのベンチマークとしてTOPIXが採用されることが多い。その意味で、東証1部上場銘柄というユニバースの特性やその市場における情報の効率性が、重要な意味を持つようになってきたと言えよう。

最近日本においても市場の効率性を否定する研究が報告されるようになってきた。つまり従来のファイナンス理論では説明できない事実（アノマリー）が実証研究の集積という形で提出されてきたわけである。例えば、小型株効果やPER効果を利用すれば、リスクを修正してもマーケットを上回るリターンが得られると言うのである。

アノマリーの実証研究とは別に、かねてより直観的に日本の市場の効率性に疑義を唱える人も多かった。大手証券会社や機関投資家は主に大型株を投資対象とし、逆に一部の個人投資家（一部の事業法人も含む）は小型株を好むというように、市場が事実上分断されているというのである。もしこのような棲み分けがあり、異なる投資主体が異なるルールで投資しているのであれば、市場が効率的でなくても驚くにはあたらない。

またシナリオ相場を打ち出す大手証券会社の影響力が強く、特定のテーマ銘柄が集中的に取り上げられたため、株価形成が歪められたという指摘も多い。ファンダメンタルな情報が価格に反映されにくい構造になっているというのである。

従来のアノマリーの実証研究とは、結果として株価に情報が反映されているかどうかを検証するものである。しかし本レポートでは、アノマリーの背後にある市場の構造に注目したい。特に情報

と市場の構造との関係に焦点を当てたい。というのは、株価に情報が充分反映された状態が効率性と言うのであれば、情報伝播経路や情報に対する投資家の反応は、市場の効率性に影響を与えているはずだからである。投資家の行動を誘発する媒体は情報であるという観点から、80年代の株式市場を顧みると同時に、投資情報の意味を改めて問い直したい。

## 2. 日本の株式市場の構造

80年代後半の日本の株式市場の構造をラフに描写すると次のようになる。

日本の株式市場は大手証券会社のシナリオ営業の影響を強く受けて、一方向に振れやすい。そのシナリオは特定業種を取り上げることもあれば、業種横断的なテーマのこともある。いずれにしても、大手証券会社はマス・セールスが前提となるので、当然東証1部上場銘柄の中でも、大型株を中心に取り上げるはずである。

機関投資家もマーケット・インパクトや管理費用を考慮して、大型株偏重の運用になりやすい。このことをもう少し敷衍しておこう。

大型株に関する情報は得やすく、入手コストも安い。それに対して、小型株の情報量は少ない上に、多くの銘柄をフォローすれば情報コストも高くなる。そのため情報の非効率性に基づく超過収益率は、小型株の方が生じる可能性は高い。ただし、その情報コストを負担しうる機関投資家は、運用資金も大きいので、マーケット・インパクトの影響を無視できないのである。流動性のない銘柄を大量に売買すれば、マーケット・インパクトによって実質的な収益率は低下する。そのため、大規模資金を運用する投資家はその超過収益率を完全に享受することはできない。それが機関投資家の大型株保有の動機の一つとなる。

流動性の制約によって銘柄選択効果を享受できない機関投資家は、マーケット・タイミングやセクター・アロケーションを重視する戦略をとるで

あろう。アナリストを抱え、データベースやコンピュータに投資することが可能な、情報コストの負担能力の大きい機関投資家が、投資戦略においてその情報を有効に活用しないならば、市場の効率性も維持されない可能性も出てこよう。

つぎに個人投資家について考えよう。ただし、ここでいう個人投資家とは主体的に投機的な運用をする投資家のことであり、事業法人の一部を含む。彼らはファンダメンタル・アナリシスよりは株価や出来高等を使用したテクニカル・アナリシスを好み、信用取引も活発に利用する。そのため彼らの好む銘柄は、値動きが荒っぽくアンシステマティック・リスクが大きいと推定される。

### 3. 規模効果と市場構造

株式市場における代表的なアノマリーとして、小型株効果が挙げられる。これは小型株の方が、大型株と比較して、リスク調整後も高い収益率をあげることができるというものである。

アメリカにおいては、企業の規模と株式の収益率の関係について、多くの実証研究が行われてきた。その一つの検証例を(表-1)に示す。小型株になるほどハイ・リスク、ハイ・リターンになる傾向が見て取れるであろう。

表-1 米国市場における規模効果

Market Value Portfolio	Monthly Returns (%)	
	Mean	Std. Error
Smallest	1.79	0.32
2	1.53	0.28
3	1.22	0.28
4	1.35	0.26
5	1.25	0.24
6	1.21	0.23
7	1.22	0.23
8	1.17	0.22
9	1.03	0.21
Largest	0.99	0.20

(出所) Keim, "A New Look at the Effects of Firm Size and E/P Ratio on Stock Returns" Financial Analysts Journal, March-April 1990

もし日本の株式市場構造が前章のような形を取るのであれば、大型株や小型株のリスク構造も、アメリカと異なった様相を呈することが予想される。つまり、大型株はシナリオ相場の影響で収益率の変動が大きくなるので、トータル・リスクは必ずしも小さくなるとは限らず、小型株は株価指数(TOPIX)との相関が低くベータが有効なリスク指標となっていないことも考えられる。

日本の株式市場における規模効果を検証するために、時価総額を基準にグルーピングして、各グループのパフォーマンスを計測した。具体的には東証1部上場銘柄を時価総額で降順に、等しい銘柄数を持つ10グループに分類し、各ポートフォリオの銘柄に等金額投資した場合の収益率を計測する。ただし収益率には配当を含めてある。計測期間は80年4月から91年9月までで、月次ベースのデータを使用してシミュレーションを実施した。尚、銘柄は3カ月毎に組替え、その際片道1.5%の取引費用がかかるものとした。

(表-2)に月次収益率の標準偏差とベータ値及び決定係数を示す。尚、ベータ値は東証1部上場銘柄の時価総額加重収益率と等加重収益率の両方に対して計算した。

表-2 規模によるリスクの相違

グループ	月次収益率 の標準偏差	時価総額加重 <sup>(1)</sup>		等加重 <sup>(2)</sup>	
		ベータ値	決定係数	ベータ値	決定係数
大型 1	5.66	1.032	0.961	0.755	0.521
2	5.38	0.943	0.886	0.895	0.808
3	5.39	0.892	0.787	0.953	0.910
4	5.31	0.808	0.666	0.959	0.951
5	5.64	0.841	0.641	1.022	0.958
6	5.41	0.716	0.504	0.969	0.936
7	5.55	0.732	0.501	0.994	0.936
8	6.20	0.763	0.437	1.096	0.914
9	6.29	0.736	0.394	1.096	0.885
小型 10	7.34	0.782	0.327	1.224	0.810

(注1) 東証1部上場銘柄の収益率を時価総額加重で合成した指数(配当込みのTOPIXに相当)  
(注2) 東証1部上場銘柄の収益率を等加重で合成した指数

(表-2)より、下記のことがわかる。

- ①月次収益率の標準偏差は、時価総額下位3グループで大きい。しかし他のグループ間の差は殆どない。つまり、大型株のトータル・リスクは低いとは言えない。

② TOPIX に対するベータ値は、小型株になるほど低下する。また、決定係数も小型株は極めて低い。すなわち、小型株は TOPIX との相関が低く、アンシステマティック・リスクが大きい。また、時価総額上位 100 銘柄の TOPIX に占める比率は 53% (91年 12 月末日) なので、第 1 グループの決定係数が高いのは頷ける結果である。

③ 東証 1 部上場銘柄の等加重収益率で回帰したベータ値は、②とは逆に第 1 グループで最小となり、第 10 グループで最大となる。決定係数は、第 1 グループが他グループよりも際立って低く、大型株の値動きは他のグループと異なっていることを示唆している。

以上の結果は、日本の株式市場のリスク構造は大型株と小型株とで異なっていることを示している。

つぎに超過収益率を計算して、小型株効果の有無を検証する。ただし、ここで言う超過収益率とは、各グループの収益率から東証 1 部上場全銘柄の等加重収益率を控除した数値である。市場の収益率として等加重収益率を使用したのは、各銘柄に等金額投資しているので、その影響を除去して比較するためである。

第 1 グループ (最大型株) と第 10 グループ (最小型株) の結果を (表-3) に示す。

表-3 最大・最小ポートフォリオの月次超過収益率

	平均	標準偏差	t 値
第 1 グループ (最大型株)	-0.332	4.146	-0.936
第 10 グループ (最小型株)	0.890	3.432	3.037

小型株は計測期間を通期で見れば、その超過収益率は統計的に有意である。しかし、その超過収益率は時系列的に安定しているのだろうか。それを確認するため、第 1 グループ (最大型株) と第 10 グループ (最小型株) の年度毎の超過収益率を (表-4) に示す。

表-4 年度毎の超過収益率 (%)

年度	第 1 グループ (最大型株)	第 10 グループ (最小型株)
80	7.38	3.66
81	4.81	-3.98
82	2.87	-3.77
83	4.30	-1.88
84	-10.72	14.82
85	-10.42	45.64
86	25.19	9.50
87	-40.01	60.94
88	-7.87	13.28
89	-31.86	29.36
90	0.42	0.65
91	4.18	-3.27

(注) 91年度は 4 月から 9 月まで

(表-4) を見ると、概して 80 年代初期は大型株の方が収益率が高く、80 年代後半は小型株の方が良いという傾向がある。このように年度毎の超過収益率を見る限り、日本市場における小型株効果は安定性に欠けている。

80 年代後半であっても、86 年度は大型株の収益率が高い。この時は急激に円高が進んだために、輸出企業を中心として製造業の収益が低迷していた。しかし、大型内需関連株を中心に「不況下の株高」とも言うべき金融相場が展開された。円高・低金利・原油安のトリプル・メリットを囃した、大手証券主導のシナリオ相場の典型と言ってもよいであろう。

この例を見ると、株式市場の非効率性に関する考察は、小型株効果というアノマリー (変則性) の計測にとどまらず、投資主体の構造や証券会社の行動等 (シナリオ営業や情報提供) に踏み込む必要があるのは明らかであろう。

#### 4. シナリオ相場の位置付け

80 年代後半の日本の株式市場は、大手証券会社のシナリオに基づいて、投資家が画一的な行動を取ったと言われる。そもそもシナリオ相場とは何だったのか。

ここではシナリオ相場を、シナリオを描いて推奨銘柄にブレイク・ダウンする過程と、それらを

投資家に伝える情報の伝達過程の二つに大別して考えたい。

#### (1)シナリオ作成過程

シナリオ作成、銘柄選択の過程は、マクロ・シナリオ型の投資意思決定方法とテーマ買いの2種類に分けられる。

まず前者のマクロ・シナリオ型の投資意思決定方法から見ていこう。これは機関投資家の間でも広く採用されている。すなわち、下記のような段階を踏んで投資の意思決定を行うのである。

〔ステップ1〕マクロ経済環境を把握する。  
(エコノミスト)

〔ステップ2〕市場環境を把握し、アセット・アロケーションを策定する。  
(マーケット・アナリスト)

〔ステップ3〕株式市場においてセクター・アロケーションを策定する。  
(セクター・アナリスト)

〔ステップ4〕銘柄を評価する。  
(アナリスト)

実際には、目標となるベンチマークの設定やパフォーマンス評価等のプロセスが加わるが、株式の銘柄選択に限定すれば以上のようなようになりそう。

この手法自体は一般的なものだが、シナリオ作成に援用された場合には問題も出てくる。経済環境の予測には誤差が避けられないので、通常はいくつかのシナリオを想定した上で判断するのが普通である。ところが、シナリオ相場の場合は一つの経済予測を基にミクロまでブレーク・ダウンしてまう。つまりマクロ予測段階でのリスクを十分に認識していない。言わばこのシナリオを認めるならばこの銘柄を買いなさいという推奨方法である。これは本来、分散投資によってリスクを管理しなければならない機関投資家にとって、相容れない運用スタイルのはずである。

つぎにテーマ買いについて検討しよう。テーマ買いが起こるのは、業績の好転や資産価値の上昇

が見込まれる場合である。しかし株価の上昇は、株式の内在価値の再評価によるのではなく、変化に対する期待やニュースそのものから生まれるように見える。

事実、過去にテーマとして注目されたリストラクチャリングやウォーター・フロント関連銘柄等は、将来どの程度業績が改善されるのかを精度よく予想することは不可能である。また新技術関連銘柄にしても、収益への貢献を正確に把握するのは困難なのが実情であろう。つまりテーマ買いの大半は、業績の直接的裏付けのない段階での理想買いに属する。そのため株価は思惑で動き、買い疲れによる反落、材料蒸し返しによる上昇を繰り返す。テーマ買いは将来の予測に基づいた投資のように表面的には見えるが、実は短期の市場心理を追いかけているのに過ぎない。

リスク管理を徹底しなければならない機関投資家がテーマ銘柄を組み込む場合は、上記の点を認識した上で、ポートフォリオの一部としてリスク分散を計るとするのが正しい投資態度であろう。思惑で動いているのに過ぎない銘柄を、客観的な裏付けがあるかのように錯覚した瞬間に、リスク管理は不可能となる。

#### (2)情報の伝達過程

シナリオ相場では、銘柄選択の過程よりも、情報が投資家に伝達され、株価に反映していく過程に特色がある。その情報は大手証券会社から機関投資家へ、さらに個人投資家へと流れていく。よく個人投資家には情報が流れないと言われることがあるが、これは必ずしも正しくない。同じ銘柄を買う場合でも、最初買った投資家が利益をあげ、後で買った投資家は損をするということは充分起こりうることである。つまり他人よりも後に得た情報はもはや価値を失っているということである。個人投資家の得る情報の問題点は、情報が流れないことではなく、価値を失いつつある情報しか流れてこないことにある。

以上の議論で明らかなように、株式市場における情報の価値は、その内容だけでは決まらない。どの程度市場に伝わっているか（時間経過、市場への浸透度）、情報に係わっているのは誰か（情報の主体）なども重要な意味を持つ。

情報の時間経過の影響を間接的に調べるため、株価が上昇しだした銘柄を後で買い付けた場合の収益率を計測する。具体的な計測方法は、前月の収益率によって東証1部上場銘柄を、等しい銘柄数を持つ10個のグループに分類し、各グループの当月の収益率を計測するという作業を毎月繰り返す。期間は80年4月から91年9月までである。取引費用はゼロとした。

これはリターン・リバーサルとも関係しているので、必ずしも情報の影響だけを調べることにしない。しかし情報が株価に織り込まれてきている場合の挙動として、参考にはなる。

（表-5）に前月リターン基準でグルーピングしたポートフォリオの月次超過収益率の統計値を示す。

表-5 前月の収益率と翌月の超過収益率

グループ	月次超過収益率 (%)			
	平均	標準偏差	t 値	
収益率 大	1	-0.911	3.089	-3.297
	2	-0.542	2.158	-2.808
	3	-0.210	1.767	-1.330
	4	0.054	1.424	0.426
	5	0.233	1.160	2.245
	6	0.170	1.161	1.641
	7	0.178	1.370	1.452
	8	0.225	1.459	1.721
	9	0.405	2.143	2.112
収益率 小	10	0.431	2.989	1.613

（表-5）より、前月の収益率が高かった銘柄は、翌月の収益率が低いことがわかる。つまり業績の好転等の好材料があっても、その情報の入手が遅く、既に株価に織り込まれてきている場合に

は、高い収益率は望めないということである。情報入手が遅れがちな個人投資家は、機関投資家と比較すると、相対的に不利であることを裏付ける結果となっている。

つぎに情報の主体について検討する。前項でも触れたように、シナリオ相場・テーマ銘柄で扱われる情報や予測は不確実性が高い。従って情報の価値は、その内容以上にその情報が市場に影響を与え得るかという思惑の比重が高くなる。つまり同じ内容の情報であっても、情報の発信者によって情報の価値や市場に対する影響度が異なってくるということである。そのため市場への影響力が強い大手証券の情報価値が高まり、情報の寡占化が進行した。大手証券会社が売買シェア以上の影響力を行使し得たのはそのためである。

またもう一つ指摘しておかねばならないのは、大手証券会社の情報管理・発信体制が、この時期に一元化されたという点である。従来のように支店や営業マン個人が顧客に別々の情報を流すのではなく、全社的に一元化された情報を発信することによって、その情報の市場に対する影響力を高めることが可能になったのである。

しかし情報は発信者だけでは成立しない。受け手がその情報を基に行動を起こしてこそ、情報は価値を持つ。また発信者も、受信者（投資家）の反応を見て、次の情報の発信にフィード・バックさせるというように、相互に影響を及ぼしあつたと考えるのが妥当であろう。その意味で、投資家の行動を分析することは重要である。次項では、投資家側の問題を含めて、シナリオ相場の成立要因を探りたい。

### (3)シナリオ相場の成立要因

強引とも言える腕力相場を成り立たせた背景や要因は何であったのかを検討してみよう。

第一に挙げられるのは、投資家側に情報が不足していたことである。日本の場合、アメリカと比較して、企業のディスクロージャが不備である。

そのためファンダメンタル・アナリシスには十分な環境とは言えない。また、証券会社を通さなければ、入手が難しい情報もある。全ての市場情報が投資家に公開されているわけではないからである。

第二に、大半の機関投資家は、調査・分析能力が不十分であったことが挙げられる。増大する運用資金量に人材育成が追いつかなかったことに加え、運用が融資から証券投資にシフトしたことに対応した調査・運用体制の確立に苦労していたのである。

以上のような、情報に関する投資家側の問題点に加えて、80年代に進行した市場の変化の影響も看過できない。つまり、従来政策投資中心で、買い持ちに近い運用をしていた機関投資家も、特金・ファントラ等の売買回転率の高い資金を持つようになったのである。その結果、80年代後半には、売買においても機関投資家の比重が大きくなった。それまでは、法人の株式持合が進んで、個人投資家の株式保有比率は低下の一途を辿ったとはいえ、売買回転率の大きい個人投資家の売買に占めるウェイトは高かったのである。

このような変化は、特金やファントラの資金性格と投資主体構造の変化の両方の点で、シナリオ相場の土壌となった。

まず特金・ファントラによって、機関投資家の運用スタイルが変化した点について見ていこう。影響を列挙すると、下記のようなになる。

- ①投資評価期間が短期化した。決算毎に評価されるので、半年ないし1年間で評価される。
- ②ベンチマークが株式市場の指数ではなく、短期金利や利回りの絶対値であった。
- ③決算時に現金で分配金を出すため、実現益重視の運用になった。

評価期間が短期的なため、ファンダメンタル・アナリシスよりもテクニカル・アナリシスやブローカーのマーケット情報等が重視され、売買回転率が高まる傾向が出てきたのである。

またパフォーマンス評価の基準が絶対値であるということの意味は、その数字を上回る限り、他の運用者とパフォーマンスを競う必要がないということである。このような評価基準の下では、目標とする収益率を確保できる限り、運用で差別化して他の投資家を上回る収益率を追求しようとするインセンティブは働かないことになる。それが証券会社の一元的な情報に甘んじた原因である。例えば、機関投資家間で激しいパフォーマンス競争が行われている市場を考えよう。大手証券会社からの一元的な情報に頼っているのは、他の投資家を上回る収益率をあげることができないのは明らかである。そうなれば、機関投資家も他者との差別化を計るため、主体的な情報分析に基づく投資を行なわざるを得ないはずだからである。

そして、実現益を確保しなければならないということは、既に上昇した株を誰かに売却しなければならないということである。シナリオ営業で投資家が画一的な行動をとるとするならば、一体誰が買うのだろうか。ここで問題となってくるのが投資主体の構造である。

回転の速い売買に機関投資家が参入することによって、機関投資家と個人投資家が市場に併存することになった。これがシナリオ相場を受け入れる一因となったのである。なぜなら、このような投資環境では、他の機関投資家と比較して情報分析能力が劣る機関投資家でも、情報アクセスの早さで個人投資家に対しては優位に立てたからである。つまり早く仕込んだ銘柄を、情報入手が遅い個人投資家に売却することで、実現益確保が可能だったのである。余力もなく、問題意識も乏しい中小機関投資家は、こうした安易な運用に堕してしまったのである。

それでは、情報力では機関投資家に劣ることが分かっているながら、市場で機関化が進行したこの時期に、なぜ個人投資家は株式市場に参入したのであろうか。

それは過剰流動性によって株式市場に資金流入

が続き、株式の期待収益率が高まったからである。個人投資家が情報力に劣るために、期待するだけの収益率をあげられないのであれば、市場から撤退し、機関投資家に運用を委託するのが賢明な行動となる。投資信託や貯蓄性の高い保険商品等の急増はこのことを裏付けている。しかし、87年2月のNTT上場に伴う株式ブームや10月のブラック・マンデー後の買い出動の例を持ち出すまでもなく、個人投資家は重要な市場参加者であった。それも経験豊かな投資家だけでなく、小口の新規に参入した投資家も激増したのが特色であろう。それは低金利下においては、株式が有利な投資対象であったからと考えられる。

逆に言えば、株式市場の右上がり神話が崩れ、個人投資家の期待収益率を満足させることが出来なくなった時、シナリオ相場は構造的に崩壊せざるを得ない。なぜならば、個人投資家が市場から去り、機関投資家だけが残った市場では、大手証券の一元的情報が超過収益率を生じさせることは無いからである。

シナリオ相場とは、大手証券会社が一元的に管理された情報を発信することにより、マクロ・ミクロ情報をマーケット情報に転換し、情報の寡占化を進めることであった。そしてこれが成り立ったのは、一部の例外を除いた機関投資家が調査・分析を軽視したことに加えて、市場が複層構造を持つようになったからである。つまり、機関投資家は政策投資以外に回転率の高い資産（特金等）を持つようになり、個人投資家も経験豊かな者の他に、証券会社の情報に頼る新規参入者が増えたということである。

シナリオ相場の演出者としての証券会社は、ブローカー業務という流通業にとどまることなく、情報産業として機能した。しかしそれは情報管理という面があったことを忘れてはならない。今改めて、投資情報の意味が問われねばならないだろう。

## 5. 会計情報の有効性

株価決定論の一つとして、ファンダメンタルな情報によって株式の内在価値（あるべき株価）が決定されるとする考え方がある。仮にこの説が妥当だとしても、実際にはファンダメンタルな情報の価値だけが、市場に影響を与えるのではない。つまり市場への影響力が大きい情報発信者が提供する情報は、たとえそれがファンダメンタルなものにせよ、他の投資家の反応を予測しようとする投資家の思惑によって、マーケット情報に転化しうるのである。そして情報の性質の差異を結果から識別することはできない。

例えば、有力アナリストが企業の業績予想を変更し、それが株価の変化をもたらしたとしよう。その場合にその株価の変化が、予想の妥当性を評価したためなのか、あるいは他の投資家の反応を先取りしようとしたことによるものなのかを事後的に区別することはできないのである。

特に日本市場では、前章で検討したメカニズムによって、各種の情報がマーケット情報に転化する度合いが高かったと考えられる。そのため会計情報に関しても、その本来の情報価値だけではなく、他の投資家がいかに受け止めるかという思惑の比重が大きくなっていたはずである。その場合に、株式の絶対的な内在価値を求めようとする評価モデルは意味を持たなくなるであろう。というのは、他の投資家の反応を予測しようとする投資家の行動を定量的に規定することは困難だからである。従って会計情報の位置付けは、他の銘柄と比較して有利かどうかという、相対的な評価基準とならざるを得ない。また市場の反応という不安定要因に左右されがちなため、会計情報の影響力も不安定になることが予想される。

### (1) 投資採算性の尺度

会計情報の中でも、投資採算性の尺度（益利回り、純資産株価倍率、配当利回り等）は、株価と関連性が高いと言われている。ここでは簡単なシ



シミュレーションによって、関係を調べてみよう。

計測方法は、東証1部上場銘柄を、上記ファクター（益利回り、純資産株価倍率、配当利回り）によって降順に、等しい銘柄数を持つ10個のグループに分類し、各グループの全銘柄に等金額投資した場合の収益率を計測する。ただし、業種の影響を受けないように、各グループ内の業種構成比率がTOPIXと等しくなるように調整してある。銘柄は3カ月毎に組み替え、その際の取引費用は片道1.5%とした。計測期間は80年4月から91年9月までである。また各ファクターは、その時点でわかっている直近の本決算データを基に下記のように計算した。

益利回り = 1株当たり経常利益 / 株価

純資産株価倍率 = 1株あたり純資産 / 株価

配当利回り = 1株当たり配当 / 株価

(表-6)に第1グループ(ファクター値が最大)の月次超過収益率の統計値を示す。この超過収益率とは、ポートフォリオの収益率から、東証1部上場全銘柄の等加重収益率を控除した値である。尚、上記3ファクターは分母が株価のため、50円額面に換算した株価で分類した場合の最低位株グループの結果も、参考までに示す。

表-6 第1グループの月次超過収益率の統計値

ファクター	平均	標準偏差	t 値
益利回り	0.383	1.522	2.944
純資産株価倍率	0.482	1.578	3.575
配当利回り	0.535	1.499	4.175
50円額面換算株価	1.057	3.241	3.818

(表-6)の結果を見ると、各ファクターとも第1グループの超過収益率は統計的に有意な水準にある。

つぎにその超過収益率が時系列的に安定しているかどうかを確認するため、年度毎の超過収益率を(表-7)に示す。

表-7 第1グループの年度毎の超過収益率

年度	益利回り	純資産 株価倍率	配当 利回り	50円額面 換算株価
80	7.41	5.55	9.89	2.29
81	2.04	3.24	4.38	8.68
82	-1.82	0.69	-1.90	2.26
83	2.22	-10.73	-6.71	-2.62
84	-5.76	1.96	0.04	25.89
85	14.46	13.01	26.91	19.97
86	-0.36	5.44	9.06	13.36
87	26.67	21.58	20.38	41.02
88	-6.82	10.83	16.29	49.15
89	21.81	22.79	8.06	10.72
90	6.84	7.73	5.47	10.25
91	2.11	0.07	2.25	-0.42

(注) 91年度は4月から9月まで

(表-7)より明らかなように、超過収益率は年度毎に大きく変動している。またその変動パターンもファクターによって異なっており、市場トレンドの変化の激しさがうかがわれる結果となっている。

益利回りを例にとれば、過剰流動性を背景に低位株が買い上げられた88年度は、最も収益率が低くなっている。しかし、83年度の収益率は他のファクターよりも高い。83年度に益利回りが有効であったのは、大量の外人買いが入ったからと考えられる。一般的に外人投資家は低PER銘柄を好むと言われているが、外人投資家だけがそのような銘柄を買ったわけではない。外人投資家の買いが多い時は、国内の投資家も彼らの選好に合わせて銘柄を選択することが考えられるからである。つまり、ファンダメンタルな投資採算性の尺度である益利回りが、外人投資家好みという市場の思惑を引き起こした例と言えよう。

## (2) 会計情報の限界

前項のシミュレーション結果を見ると、低位株の収益率の高さが目を惹く。企業の収益力や資産等とは関係なく、株価が安い銘柄を買えば、高い収益率が期待できるということである。もしそのようなことが起こりうるのであれば、会計情報と

の関連はどうなっているのでしょうか。まず低位株ポートフォリオの特性を調べてみよう。

東証1部上場銘柄を50円額面換算株価を基準にして、等しい銘柄数を持つ10個のグループに分類した時の、最も値位が低いポートフォリオの各種ファクターの特性値を計算する。80年4月から91年9月までの期間について、ポートフォリオ平均値を毎月算出し、その時系列平均値を計算する。またEPSの対前年変化率に関しては、各月のポートフォリオ平均値の標準偏差を計算した。尚、ファクターの値は、平均を0、標準偏差を1に基準化してある。低位株の特性値の計算結果を(表-8)に示す。

表-8 低位株の特性

ファクター名	特性値
時価総額の対数値	-0.323
益利回り	-0.471
純資産株価倍率	-0.017
配当利回り	0.055
自己資本利益率	-0.209
自己資本比率	-0.624
EPS 変化率の標準偏差	0.327

(表-8)より浮かび上がる低位株のイメージは、財務内容が悪く、利益率も低くて、業績面から言うと割高な小型株という姿である。つまり優良株にはほど遠い銘柄群が高い収益率を得ているのである。これは種々の理由が考えられようが、ここでは特に業績の変化に着目してみよう。

株価が安いにもかかわらず、益利回りが割高なのは、利益水準がそれ以上に低いということの意味する。しかし、EPSの対前年変化率が大きく変動しているところから見て、低位株は業績の変動が激しく、業績が好転した場合の増益率も高いと推定される。このことから低位株の収益率が高い原因の一つとして、業績の好転を好感したことが考えられよう。このことを逆に、業績の悪い銘柄のパフォーマンスを計測することにより検証し

てみる。

ここでは業績の悪い銘柄のサンプルとして、經常利益が赤字の銘柄をとった。直近の本決算の欠損銘柄に等金額投資した場合の収益率を、80年4月から91年9月まで計測する。組替え間隔をパラメータとして計算した結果を(表-9)に示す。尚、取引費用は片道1.5%とした。

表-9 欠損銘柄ポートフォリオのパフォーマンス

組替間隔	月次超過収益率(%)			EPS対前年変化率	
	平均	標準偏差	t値	平均	標準偏差
3カ月	0.626	3.324	2.203	-1.068	0.722
6カ月	0.755	3.327	2.656	-0.477	0.983
12カ月	0.389	3.137	1.452	0.494	1.015
24カ月	0.084	3.083	0.319	0.771	0.887
36カ月	-0.019	2.760	-0.079	0.719	0.699

(表-9)から、組替え間隔が12カ月を越えると、超過収益率が激減しているのがわかる。また欠損銘柄の利益の変動は大きく、2年以上保有する場合には業績が好転する局面もあったことが示されている。

これは欠損銘柄の高い収益率を享受するためには、赤字から黒字に転換した時に売却した方がよいということを示唆している。つまり欠損銘柄の高い収益率は、業績のドラスティックな変化を評価してのものである可能性が高い。また低位株に関しても、その特性から判断して、同様のことが言えよう。

逆に、これは会計情報を投資に適用する場合の限界を示しているとも言える。会計情報は決算時点での静的情報に過ぎない。そのため、「変化や期待を買う」株式市場の評価と一致しないことも起こりうる。また決算から公表まで数カ月の時間が経っているので、刻々と変化する企業のダイナミックな活動を反映できず、タイム・ラグが生じているという問題点もある。

また欠損銘柄や低位株が高い収益率を得ている理由の一つとして、財務諸表分析の数値を判断材料とするだけでは、倒産リスクの評価が困難であることが指摘されよう。第一に簿価で資産評価を行っている点である。PBRは株価の最低水準を意味すると言われていたが、簿価評価によるPBRでは実質的にその意味を持たない。第二に日本ではメインバンク制度や系列があり、企業の安定性に関しては数字だけで測れない部分が残っている。投資理論におけるリスクは収益率のパラッキと定義されるが、投資家としては倒産の可能性や業績悪化懸念も、心理的にリスクとして受け止めていよう。その意味で会計情報から予想収益率、リスクを含む有益な投資情報を引き出すのは、容易ではないと言えよう。

## 6. 投資情報とアナリストの役割

前章で見てきたように、証券分析の基本となるべき会計情報は投資において必ずしも万能ではない。また投資に係わる情報は、会計情報だけというわけでもない。そこで市場と情報の媒体としてのアナリストの役割について考えてみたい。

### (1)アナリストの役割

投資情報の担い手としてのアナリストの役割は投資家に情報を伝達する機能とその情報を分析・評価する機能に大別されよう。

アナリストが投資家に提供している情報として下記のものが挙げられる。

- ①複数ソースからの情報を一元化し、当該企業や業種に関して集約する
- ②企業活動を継続的にフォローし、最新データを提供する
- ③会社訪問や経営者等へのインタビューを通して、投資家が入手しにくい内部者からの情報や質的情報を提供する

以上のような情報が、合理的価格形成に役立つことは議論の余地がない。しかしアナリストの役

割は、企業の不十分な情報開示を補うことではない。企業が自発的に開示すべき情報までもが、日本ではアナリストを通してでなければ、投資家が入手できなくなっている可能性もある。その場合に、企業がインベスター・リレーションズとして負担すべき費用を投資家に負担させているという問題が生じる。またアナリスト情報を利用しにくい個人投資家が不利な立場に置かれることも考えられる。

アナリストの最も重要な機能は、情報を分析し評価することである。情報を伝達することは勿論重要であるが、ただそれだけではアナリスト（分析者）の名に値しない。重要なのはいかに分析して、どう評価付けるかである。株式投資を前提とした場合、業種・企業の利益や成長性を予測するだけでは片手落ちで、株価水準の評価や市場の評価についても言及しなければならない。ところが過半の機関投資家は、エクイティ・マーケットでの評価まで踏み込んでいないことが多い。機関投資家側（バイ・サイド）の調査の問題点と言えよう。

### (2)証券会社（セル・サイド）情報の価値

前項では、多くの機関投資家の調査活動は市場評価の点で不十分であることを指摘した。しかしマーケットに密着し、運用を視野においた調査部門を持っている機関投資家もある。だが、その場合でも、市場をすべてカバーするには、人員不足のため、ブローカー情報に頼らざるを得ない状況にあるのが現状であろう。その意味で、機関投資家にとって、セル・サイドのアナリスト情報がどのような意味を持つのか、どう位置付けたらよいのかを考えることは重要である。

ここでは次の二つの観点から見ていきたい。第一はセル・サイドの情報はいかなる価値を持つのかという点と、第二に日本のアナリストは売り推奨をしないと批判されている点についてである。

まず最初に、情報の価値について検討してみよ

う。セル・サイド情報の特色は、その情報が公開されていることである。そのため機関投資家は情報を取捨選択することができるし、アナリスト間で情報交換も行われる。その結果として、アナリストの予想が収束して、マーケット・コンセンサスを形成していくと考えられる。

もしすべてのアナリストが同じ意見を持っているならば、その情報が超過収益率をもたらさないのは明らかである。またアナリスト間で意見が異なる時、常に正しい判断を示すアナリストがいるとしよう。そのような場合、そのアナリストが常に正しいと知れ渡ってしまえば、その見解がマーケット・コンセンサスとなり、そこから超過収益率を得ることはできなくなってしまうであろう。アナリストの意見が食い違い、誰が正しいのか判断としないのであれば、投資の成果は投資家の判断力によって決定されることになる。

このようにしてみると、セル・サイド情報の売りか買いかという結論そのものが、超過収益率を生むことはない。しかし、その中に投資家の判断に影響を与える情報や分析・発想等が含まれているのであれば、それはその投資家にとって有益な情報ということになる。またアナリストの見解に対する投資家の賛否は別として、その見解を基に投資家の予想が成り立っているのであれば、その情報を知らないことによって、不利益を被る可能性もある。従って、セル・サイドの情報価値は下記の2種類だと解釈される。

①投資家の判断に影響を与える情報の価値  
(アナリストの結論ではなく、プロセス・発想、及び付随してもたらされる情報)

②他の市場参加者にとって既知の情報を知らなかった場合に、支払うべき代償

つぎに売り推奨の問題について考えよう。日本のセル・サイドのアナリストは売り推奨をしないと批判されている。この問題は、通常下記の論点について議論されている。

①証券会社のブローカー業務と引受業務の間で

利益相反が生じている

②証券系研究所が親会社である証券会社の影響を排除しきれていない

しかし、ここでは情報という観点を中心に論じてみよう。

先ず売り推奨がアナリストの情報伝達機能によるものなのか、分析・評価機能によるものなのかを検討してみる。もし売り推奨が、悪材料や悪いニュースがある場合に、それを投資家に伝えるのに過ぎないのであれば、アナリストの果たしている役割は小さいと言える。その情報源が企業の自発的開示であれ、他のソースであれ、アナリストの独自の活動の成果とは言えないからである。またアナリストが内部者のインタビューから得た情報を基に売り推奨したとしても、株価に重大な影響を及ぼす情報を自発的に開示しない企業のディスクロージャに対する姿勢がまず批判されるべきであろう。従って、アナリストが売り推奨に関して、積極的な役割を果たすのは、情報の分析・評価においてである。しかし、投資家がアナリストの「売り」という判断から超過収益率を得られないのは、既に論じた通りである。つまり投資家にとって有益な情報となりうるのは、売り推奨に付随してもたらされる情報なのである。

売り推奨に関する本質的問題点は、売り銘柄の提示がないなどという皮相的なことにではなく、情報が特定の銘柄に関してスポット的にしか流れてこない点にあることは、以上の議論から明らかであろう。つまり、情報が網羅的でなく、継続的に提供されていないという情報の質や提供姿勢が問われているのである。

次に売り推奨が行われない市場における機関投資家の対応について検討しよう。もし売り推奨がなされないために、株価形成が歪められていると仮定する。パフォーマンスに関して競争的な市場において、機関投資家として合理的な行動は、セル・サイドのアナリストに売り推奨を出すように要求することではなく、自前でアナリストを養成

することである。それにより、ブローカーの情報に頼っている投資家に対して優位に立てるからである。また逆に、バイ・サイドの調査力が高まることこそが、セル・サイド情報の充実をもたらすと考えられる。

セル・サイドの情報の問題点について議論してきたが、これは投資家の運用上の課題と1枚のコインの表裏である。というのは、以上の議論は

①網羅的で、かつ継続的な情報収集体制

②独自の調査能力の保有

によって、運用の差別化を計れる可能性があることを示唆しているからである。

## 7. 今後の機関投資家の運用と情報戦略

本章では、機関投資家の運用に係わる情報戦略として進むべき方向について提言し、全体の総括としたい。

機関投資家の投資行動が、情報の収集・管理・加工に基づく意志決定プロセスとするならば、機関投資家の運用の優劣を決定するのは、情報処理能力となろう。前章でも指摘したように、その方向は2通り考えられる。

第一は、情報を包括的に、かつタイムリーに処理できるシステムを構築するという方向である。具体的には、データベースやコンピュータを活用した、投資支援システムの構築である。近年コンピュータのハードウェアの処理能力の向上、及び価格の低下は目覚ましいものがある。またデータベース・ソフトウェアや技術計算パッケージも豊富になっている。機関投資家が情報系システムの拡充を計る環境は整いつつあると言えよう。ただし、日本ではデータの提供者が少ないため、データの価格や信頼性等に問題があることが、ネックとなっている。またブローカーからの情報提供も、システムティックな処理に相応しい形で行われているとは言えない。データに関しては、今後の改善が望まれる点も多い。

第二に考えられる方向は、機関投資家自らが調

査能力を増強するということである。バイ・サイドの調査の特色は、セル・サイドの情報と比較すると、他者への提供を制限できる点にある。情報そのものを内部のみに止めておけば、外部への影響は売買を通じてのものに限定される。そのため調査の質が、直接的に超過収益率獲得に繋がる。ただし、情報コストを含めた上で、超過収益率が得られるかどうかを十分に吟味する必要がある。例えば、業種としては将来有望であるが、銘柄が玉石混交である成長産業や、セル・サイドの情報が不足している小型株に重点を置くなどという戦略的な取組が考えられよう。

本稿では、主に80年代後半の日本の株式市場の構造と投資情報の係わりを中心に見てきた。この時期は、証券会社が営業戦略として情報を重視したのに対し、機関投資家は投資情報を運用の差別化戦略として位置付けることはなかった。その両者の対応の差が、シナリオ相場の土壌であり、情報に対する市場の効率性を損ってきた一因であるという見方もできる。しかし、一部大手機関投資家の中では、投資における情報の重要性を強く認識して、戦略的な取組を始めるところも出てきた。今後は証券会社からの一元的情報に頼っていた時代と異なり、機関投資家の運用成績も差が開いてこよう。情報戦略やリスク管理能力が劣る投資家が淘汰される「選別の時代」を迎えることも予想される。