

## 株式投資の応用編

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者  
加入協会

関東財務局長（金商）第430号  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2024.11.05

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



# 概要

## 株式の価値と価格

株式の価値は変動します。同時に、価値の変動と関係なく、価格は変動します。市場理論の問題として、株式の価格は、株式の価値の周辺で、価値に向かいつつも、常時、価値とは不一致に動きます。

## 投資の世界の特殊な用語としてのバリュウ

一般用語としてのバリュウは、価値のことです。しかし、投資の世界では、バリュウは価値そのものではなくて、本源的価値が市場価格を上回る部分のことをいいます。そのような特別な意味をこめて、敢えて片仮名でバリュウと呼ばれます。バリュウに対応する日本語は割安です。

## 株式の価値の絶対値は、投資の期待収益率と無関係

株式の価値の高い低い、その株式に投資したときの期待収益とは、関係がありません。理論的に、株式の価値と価格が一致する限り、また、価値が変化しない限り、投資時の価値(=価格)とは無関係に、全ての株式の期待収益率は等しくなります。なぜなら、価値の高いものは、価格も高いからです。

## 投資判断の第一は、価値の変化率

価値が上昇すれば価格も上昇します。価値の上昇率の高い企業の株式の価値は、相対的に、より高く上昇するので、相対的に、より高い投資収益率になります。

## 投資判断の第二は、価値と価格の差

価値よりも低い(高い)価格で投資すれば、価格が価値に接近する過程で、相対的に、より高い(低い)投資収益率になります。

## 資本コストと株式投資

資本コストは、企業が、投資家から資本(一時的な損失を吸収して、事業を持続可能にするためのもの)を調達していることに対して、理論的な保険料を支払う必要があるため発生します。つまり、株式の本質が資本であることからすれば、株式投資の収益率は、理論的には資本コストに一致し、株式投資の目的は、資本コストに相当する投資収益率を実現することだと考えられます。

## グロース投資

価値自体の上昇をグロース(成長)といいます。株式の収益率は、企業価値の変動を見込まない前提で、資本コストになることを基本とし、そこに、割安、あるいは割高の調整率が加わり、更に、企業価値の変動に関する期待が生じて、レバレッジ効果を伴って株価が変動することで、より大きく変化します。当然に、期待収益率が高いのは、企業価値の成長期待が大きい銘柄であって、それがグロース株(成長株)と呼ばれるものです。

グロースを追求する運用は、バリュウ運用と対をなすものです。しかし、バリュウもグロースも、運用者の評価する価値が価格よりも高いことを前提とした運用であることは、同じです。違いは、価値評価における、バリュウの保守主義、グロースの積極主義、この差だけです。

# 概要

## バリュー投資

適正価格すなわちバリューのない(割安でない、と同時に割高でもない)状態で投資したとしても、投資収益はあります。それが本源的収益です。バリュー投資とは、適正価格を下回る価格で投資をして、価格が適正価格(本源的価値)に向かって上昇する過程で、本源的収益を上回る追加的収益を挙げようとする試みであり、価値の毀損に起因しない、価格の下落の見極めが重要です。バリューが解消(適正価格まで上昇)してしまえば配分をなくすか、基本配分へ戻す必要があります。

## バリューの解消

バリューは自律的に解消する、と仮定するのが効率市場仮説です。しかし、投資の収益率にとって決定的な要素は、時間です。投資家は、自律的なバリュー解消を待つだけでなく、バリュー解消の時間を短くするような要因を求める、積極的にバリュー解消を促進させる努力をする、あるいは、すべきだ、と考えられています。

## カタリスト

カタリストは、化学でいう触媒です。価格が価値に向かって動いていく、その価格の上昇(あるいは相対的上昇)を化学反応に喩えた上で、その反応速度に影響する働きをするもの、を意味しています。バリューになった原因を逆転させるきっかけがカタリストです。

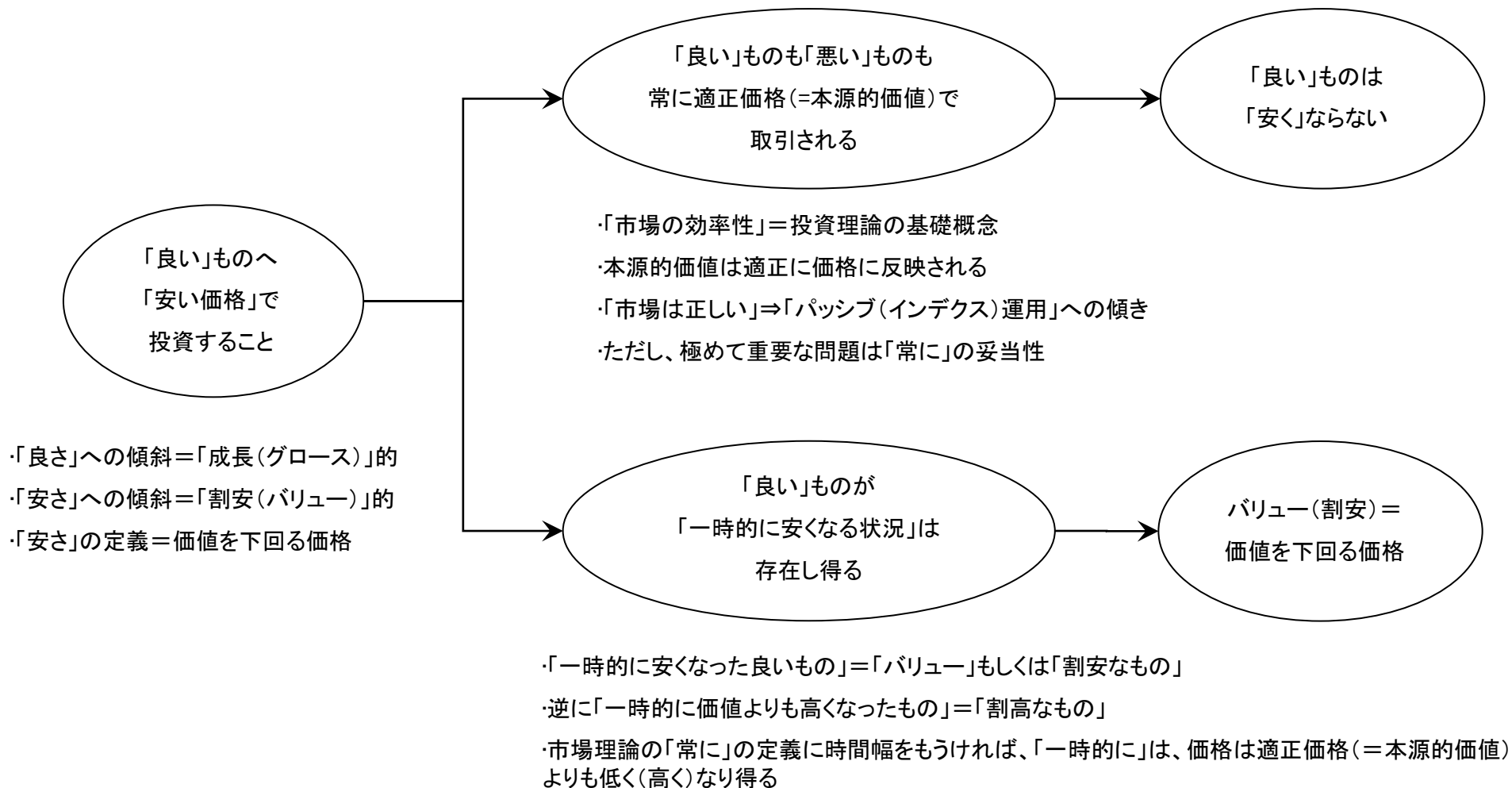
## 「万年割安」とバリュートラップ

「万年割安」ということがあります。バリューがあるには違いないが、そのバリューが解消するまでの時間が読めない、つまり、カタリストが働かない状況があります。このように、バリューのままに放置されることを、バリュートラップ、即ち、バリューの「罠」といいます。

## バリュー戦略の目的

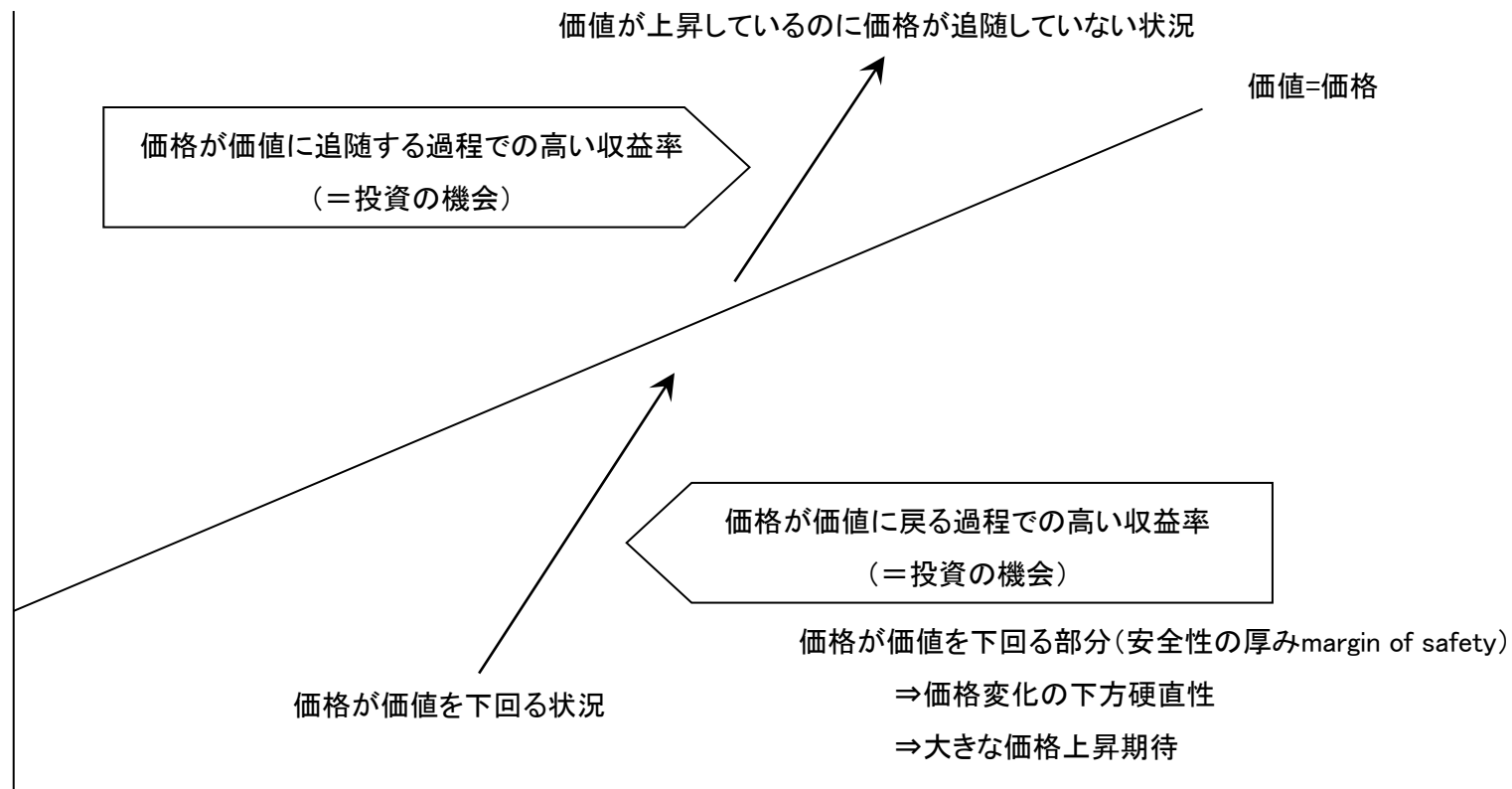
資本コストに関して形成される市場の平均的期待値が変化すれば、表層的な事実として、また短期的な事実として、市場指数は変動しますが、長期的な理論的帰結として、株式投資の期待収益率は、資本コストの長期的平均に収斂していくわけで、その資本コストの長期的平均を実現することこそ、株式投資の目的であり、それを上回ることこそが、バリュー戦略の目的となります。

# 投資手法についての基本的な考え方

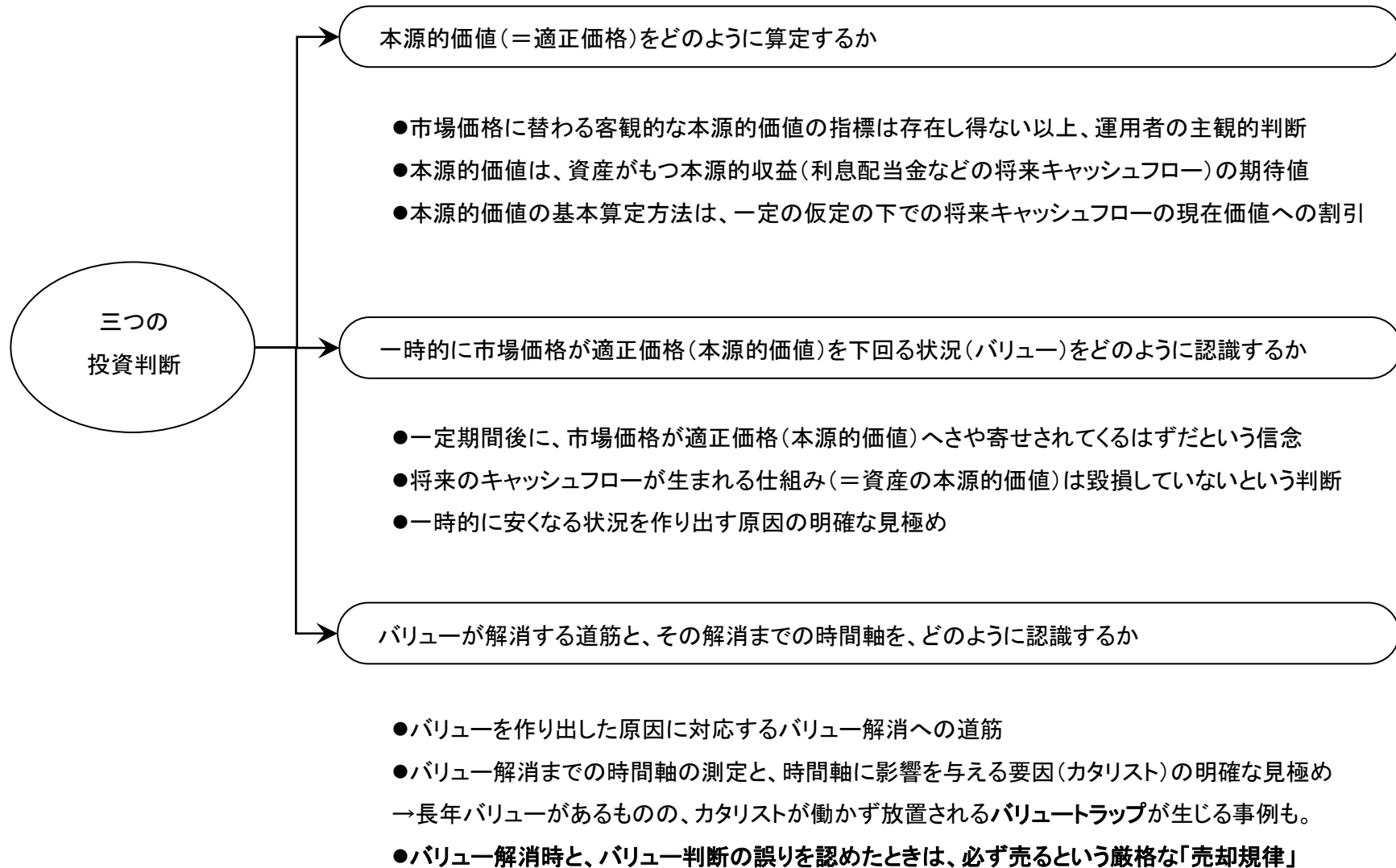


# 「グロース」と「バリュー」

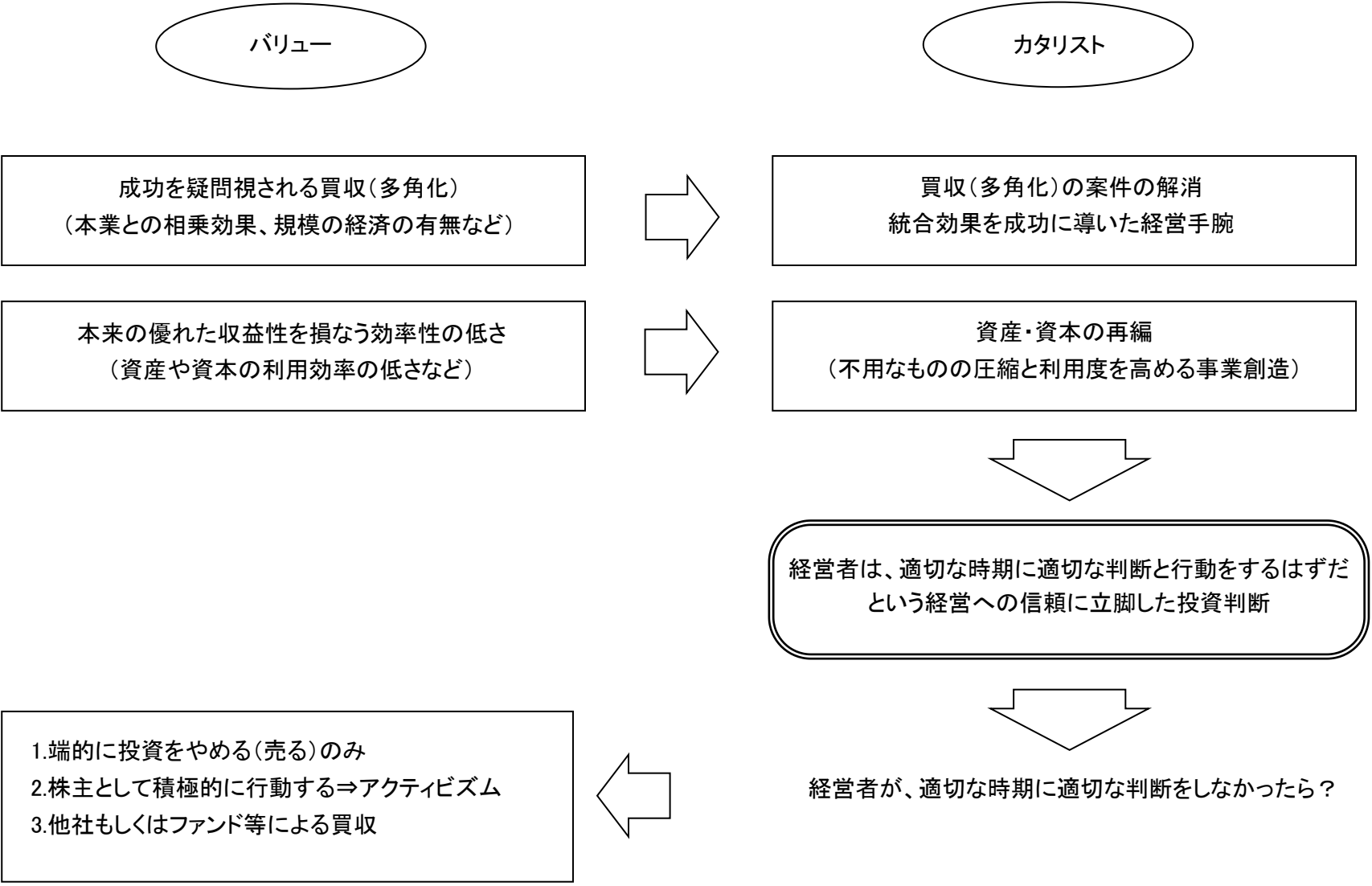
- ⇒ 事業価値が上昇すれば、その他の要因にして同じならば、株価は上がるはずである。このような企業に投資していこうとする考え方を成長株運用(growth グロース)という。
- ⇒ 株価は、しばしば、株式の理論価値を下回る。このとき、株価は理論価値へ収束していくと考えるのが、割安株運用(value バリュー)である。



# バリュー投資を考える際の基本的論点



# カタリストの前提となる経営への信頼と信頼が裏切られたときの問題



# 資本コストと株式投資の目的

資本コストは、企業が、投資家から資本(一時的な損失を吸収して、事業を持続可能にするためのもの)を調達していることに対して、理論的な保険料を支払う必要があるため発生



- ・事業の不確実性や金利水準の変動によって、資本コストも変動
- ・株式の価値評価のために、将来の現金を現在価値に割引くときの利率として用いる

- ⇒ 価値評価においては、遠い将来の現金が割引かれているため、資本コストの変動は、評価される価値に非常に大きな影響を与えて、株式市場全体の大きな株価変動を引き起こす。
- ⇒ 株式市場全体の株価変動は、個々の銘柄の株価に影響を与えるため、仮に、バリューストратが成功したとしても、バリューストратの解消によって説明される株価上昇幅よりも、市場全体の動向によって説明される株価下落幅のほうが大きくなり得る。

株式の本質が資本であることからすれば、株式投資の目的は、資本コストに相当する投資収益率を実現することだと考えられるため、実際の投資収益率は、資本コストと比較されるべき



- ・客観的事実として知られるのは、株価指数の変動であって、資本コストは、そこから技術的に推計されるほかないため、株式投資の収益率を評価する参照指標として、株価指数が用いられる

- ⇒ 理論的にも、株価指数の変動から推計される投資収益率は、長期的に、資本コストの長期平均に一致する。
- ⇒ 資本コストの長期的平均を実現することこそ、株式投資の目的であり、それを上回るからこそ、バリューストратの目的となる。



## 講演後アンケート

---

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/zccrJ4juuaXXdMQy6>

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。