

低リスクと高リスク、あなたはどちらを選ぶ？

真壁昭夫

やさしい投資理論も、いよいよ佳境に入ってきました。読者のみなさんは、投資理論を勉強することが、だんだん面白くなっているのではないのでしょうか。その調子で、続けましょう。

「リスク」とは「予想外のことが起こる確率」

前回は、投資理論の中で、最も重要な部分の一つといえる「リスク」について勉強しました。ここで新しい分野に入る前に、リスクについての考え方を、少し復習したいと思います。

私たちは日常生活で、「リスク」という言葉をよく使います。投資理論でいう「リスク」は、基本的にこの日常使う「リスク」と同じ意味です。

それは、予想したことと違うことや現象が起こる可能性、確率のことをいいます。将来、特定の株式が上昇することを予想して購入したところ、実際には、株価が下落して損をってしまったという場合、株価上昇という予想と違ったこと（＝株価の下落）が起きること、あるいは、予想外のことが起きる確率がリスクです。

前回までに触れたように、投資理論のリスクにはいくつかの種類があります。「価格変動リスク」「倒産リスク」「流動性リスク」などです。

この中で一番重要と考えられるのは、「価格変動リスク」です。株式などの金融商品は、値動きが激しく、その分だけ「リスクが高い」といえます。予想していた価格から大きくずれてしまう確率が高いわけです。

一方、リスクが低いといわれる債券などの場合は、予想していた水準からさほど大きく乖離することがないため、株式よりは価格変動リスクは低いといえ

るでしょう。また、同じ株式の中でも、銘柄によっては、その価格変動リスクは大きく異なってきます。

価格変動リスクの実例

次に、具体的な事例を用いて、株価の変動が小さいA社と、逆に大きいB社を比較することで、価格変動リスクの測定を実際に行ってみましょう。みなさんは、自分だったらどちらの会社に投資するかを考えながら読んでみてください。

●価格変動の小さいA社株式の場合

それではまず、A社の株式Aを購入する場合を考えてみましょう。

株式Aの現在の株価は、200円。A社は業績も良く、1年後には株価は210円まで上昇すると予想します。仮にこの予想が的中し、1年後に株価が210円になった場合に、 $(210円 - 200円) \div 200円 = 0.05$ ですから5.0%分の利益を得たこととなります。収益率は年率5.0%です。

しかし実際には、予想がすべて現実のものとなるとは限りません。むしろ、外れることの方が多いかもしれません。この予想収益率はあくまでも予想であって、現実の収益率とは偶然同じにならない限り、異なるわけです。

ただ、ここで問題になってくるのは、予想をした収益率が、実際の収益率とそれほど大きく違わない株式と、いつも予想した収益率から大幅に乖離してしまう株式があるということです。

つまり、収益率の予想と実際の誤差が、ほとんどない株式と、いつも大きい株式とがあるということです。当然ながら、この予想からずれてしまう確率が高ければ高いほど、価格変動リスクが高いということになります。同じ株式でも、銘柄によって価格変動リスクの大きいものとそうでないものがあるわけですね。

たとえばこのA社は、非常に安定した経営をしており、業績もそれほど高い伸びではありませんが順調であったとしましょう。今まで投資家やアナリストが予想する業績数値と、あまり大きな乖離も生じなかったため、株価もあまり大きく変動しない代わりに、平均すると毎年5.0%づつ上昇していったのです。

投資家やアナリストが予想する今後1年間の収益率も、現実の収益率も、予想した通りの5.0%にはならなくても、ほぼ5.0%に近い収益率となっていました。

● 価格変動の大きなB社株式の場合

次に、いつも投資家やアナリストの予想とはまったく異なる業績発表をすることで有名なB社を考えてみましょう。

実際には、企業は投資家やアナリストが予想した数値と大きく異なる業績発表を避ける傾向があり、予想と大きく異なる場合には、業績発表の事前に、その方向性(良い数字なのか悪い数字なのか)を発表しているようです。

B社の場合は、毎期の業績の数字自体も、黒字になったり赤字になったり大きく変動しているため、たいがい投資家などが予想する業績と実際の業績との乖離が大きくなってしまいます。そのため、このB社株に投資した場合の収益率は、毎年大きくおぼれてしまうのが常なのです。

さて、この時にA社株とB社株の価格変動リスクは、どちらがどのくらい大きいといえるのでしょうか？

投資理論では、このリスクの大きさの程度を数字で表現しようとしています。勘の良い方だと、ピンと来たのではないのでしょうか。そう、先ほど述べましたように、確率を考えてみるのです。

確率100%と言えば、確実に発生することを意味しますし、確率0%と言えば、確実に発生しないことを意味します。投資理論では、ある程度高い確率として68%の確率を考えます。これは10回のうちの約7回ですから、確率としては高い方です。過去の平均的な収益率に対して、確率68%で発生する収益率の

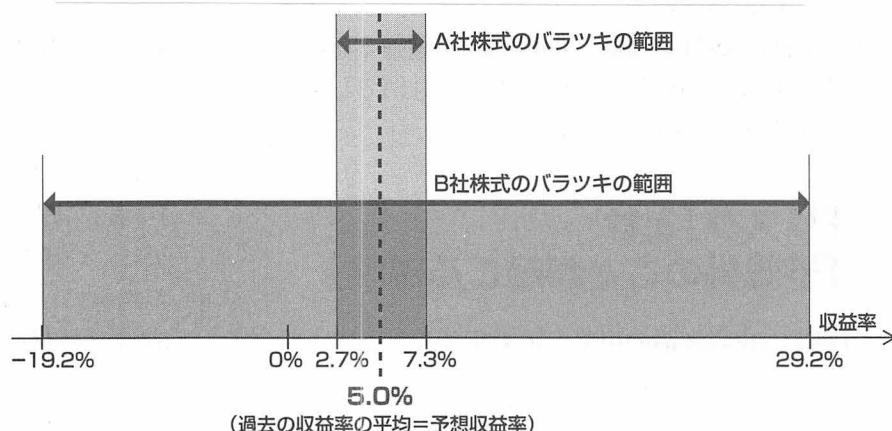
表1 A社とB社の株価

	5年前	4年前	3年前	2年前	1年前	現在	1年後予想
A社	160円	172円	175円	185円	190円	200円	210円
B社	160円	190円	180円	210円	150円	200円	210円

表2 各時点で投資していた場合の1年間の収益率

	5年前	4年前	3年前	2年前	1年前	現在(予想)
A社	7.5%	1.7%	5.7%	2.7%	5.3%	5.0%
B社	18.8%	-5.3%	16.7%	-28.6%	33.3%	5.0%

【図】 A社株とB社株の収益率のバラツキ度合いを比較すると・・・



範囲を標準偏差(注1)で表現するのです。

これだけでは、わかったようなわからないような説明ですね。具体例を見てみましょう。

A社株は、5年間で160円から200円まで上昇していますから、過去の平均収益率は5.0%です(注2)。標準偏差を計算すると、2.3%となり、来年の収益率を予想する際に、仮に過去と同じ収益率を得られると想定すれば、予想収益率5.0%の上下2.3%の範囲、つまり、2.7%から7.3%の間になる確率が68%になると考えられます。

この場合、わずかに上下2.3%の範囲内に収まるわけですから、価格変動リスクは小さいということになります。

では、B社株はどうなるのでしょうか？ B社株は、過去5年間、上下に大きくおぼれています。5年間で平

(注1) 標準偏差：確率を考える時に、最も起こりやすい数値(標準値)から、どれだけはずれているか(偏差しているか)を示す指標

(注2) 本来は幾何平均を用いて、 $160円 \times (1+0.046) \times (1+0.046) \times (1+0.046) \times (1+0.046) \times (1+0.046) = 約200円$ から、4.6%としますが、本稿では議論を単純化するため、単純平均を用いています。

均してみるとA社株と同じ平均収益率5.0%となり、仮に将来も、この収益率が得られるものと想定しましょう。しかし、標準偏差を計算してみると、これは格段に大きいのがわかります。実に、24.2%。予想収益率を5.0%として、上下24.2%ですから、68%の確率でマイナス19.2%から29.2%の間の収益率に収まるという結果になります。

□ 投資理論の理屈

投資理論を用いて考えてみると、同じ予想収益率の二つの株式であっても、将来の株価の想定レンジは格段に違うことが理解できるでしょう。A社株が、2.7%から7.3%、B社株が、マイナス19.2%から29.2%。過去の株価の歩みをもとに、価格変動リスクを考えて将来の予想をしてみると、まったく異なる性格の株式であることが発見できるわけです。

前回、リスクとは何かを考えたときに、一つのキーワードを紹介しました。そうです、「釣鐘型」です。今、私たちは、価格変動リスクの測定の仕方を「標準偏差」というツールで学んできました。この「釣鐘型」と「標準偏差」とはどういった関係にあるか考えてみてください。

A社株は標準偏差が小さく、価格変動リスクが小さい株式です。一方、B社株は標準偏差が大きく、価格変動リスクが大きい株式です。実は、標準偏差が小さいほど、縦長の「釣鐘型」になり、逆に、標準偏差が大きいほど、横に広がった「釣鐘型」になるわけです。

普通は正規分布の目盛りは変更しないのですが、価格変動リスクの高い金融商品は、一定の確率で予想される収益率のレンジが広いため、投資する際には覚悟を持つ必要があるわけです。

さて、みなさんはどちらの株を買うのでしょうか？

Investor's View

買いたい企業の見つけ方

ちょっと古くて恐縮ですが、99年10月の『証券アナリストジャーナル』誌に、「なぜアナリストの収益予想は、これほど誤りが多いのか」(Vijay Kumar Chopra氏)という、98年に米国でGraham & Dodd賞を受賞した論文の邦訳(末本栄美子氏訳)が掲載されています。

詳細は省きますが、簡単にいうと、多くの米国のアナリストは過去の延長線上でしか予測をしておらず、変化が起きたら慌てて修正対応しているだけ、ということが検証されています。

まあ、業績予想を企業自身が発表している日本の例で見ても、1年分の予想ですら当事者でも正確には行えずに修正が繰り返されるのですから、これはむしろ当然の結論ともいえますね。

さて、いわゆる「プロ」でさえもこの状況だとすると、一般の投資家、中でも長期投資家は、個別銘柄について一体どう考えて行動すれば良いのでしょうか。

先の例から考えても、投資が本業ではないのなら、長期の数値的な予測などに限られた時間を費やすのはもったいない。それよりも、投資対象の企業とは長いつき合いになるのですから、長くつき合えるかどうか、長くつき合いた

いかどうか、やはりこれを見なければ始まりません。言ってみれば、自分と企業のお見合いのようなものです。

身長や体重、あるいは貯金の額といった現在の数値も気になるかも知れませんが、長いつき合いを考えるなら大事なのは頭の中身、つまりどんな人生観・哲学をもつ人なのか、これに尽きますよね。企業の話に戻せば、それは「経営」です。

直接に経営者の話を聞くチャンスは少ないと思いますが、その会社へ(支店や工場へでも)足を運んで観察してみれば見えてくる「経営」もありますし、その企業の製品を見るだけでも感じる「経営」があるはずです。身近なところに、ヒントはいくらでも転がっています。

色々な企業を眺めるうちに、「この『経営』の会社ならずっと応援していきたい」「この会社の成長に乗ってみたい」と思える銘柄が必ず出てきますから、その時にこれを買っておくだけです。

無理に銘柄を探し回らなくても、アンテナを張ってさえすれば自然に引っ掛かってきますから、慌てる必要はありません。

まずはアンテナの感度を上げていきましょう。(岡大)