

ビクター・ニーダフォッフア、ローレル・ケナー共著、柳沢逸司訳

『実践的スペキュレーション—失敗と成功の戦略』

(現代書林, 2004年11月)

福田 徹

はじめに

著者の一人であるビクター・ニーダフォッフアは、ヘッジ・ファンドの運用で著名なジョージ・ソロスとパートナーを組むファンド・マネージャーであった。しかしながら、1997年のアジア通貨危機により、彼のファンドは破綻してしまう。その顛末は、1998年に放送されたNHKスペシャル「マネー革命」と言うシリーズ番組の中で、「一日で50億円失った男」として紹介されており、ご記憶の方も多いと思う。なお、本書は2000年から2003年の4年間で、著者たちがCNBC マネー等のホームページ上に発表した金融コラムを再編したものであり、彼らの多くの経験が大変含蓄の深い内容として昇華されている。また、前述のテレビ番組では、ニーダフォッフアを奇妙な投資理論を駆使する天才肌の投機家として描いていた。しかしながら、この本を読むと、彼は市場の効率性を十分に意識しながら、その裏をかくための方策に思いを巡らせるストイックな探求者であることに気づかされる。彼は、大学院時代に専攻していた数理統計学、会計学、ゲーム理論などの豊富な知識を駆使して、証券市場における

価格形成メカニズムを明らかにした上で、実践的なスペキュレーションについての言及を行っている。つまり、市場関係者が感覚的にイメージしているものを、理論及び実証分析を利用して論理的に説明し、市場が非効率性を示すタイミングを見極める方法論を提示している訳である。なお、もう一人の著者であるローレル・ケナーはブルムバーグ・ニュースのアメリカ証券チーフ・エディター等を務めていたが、現在は金融ジャーナリストとして独立している。

I. 本書の構成

本書は、二部構成になっている。第一部の「ウソ（マンボ・ジャンボ）と月光」は、投資家が常識として捉えていることに対して、あらためて検証を加えている。続く第二部では、スペキュレーションを実践する上での、いくつかのアイデアを提供している。以下では、各部を構成する章ごとに内容を紹介し、若干のコメントを加えさせていただく。

まず、第一章「ミーム」であるが、1996年から2002年までの市場心理の動きを、日記の形式で綴ったものである。強気一辺倒であった米国株式市場に冷や水を浴びせたグリーンズパン

FRB 議長「根拠無き熱狂 (irrationally exuberant)」発言以降、アジア通貨危機、エンロン事件等を通じて弱気筋が勢力を拡大して行く様が描かれている。文中でミームとは、影響力の強いアイデアと解説されているが、この場合には弱気を意味しているのであろう。第一部の最初にこの章を挿入したのは、下落過程において株式市場に対する間違った常識がミームを増長させたとする憤りがあるのかもしれない。

続く第二章「収益プロパガンダ」では、企業収益と株価の関係について再認識することを促している。企業収益の拡大と株価上昇のタイミング、株価収益率の水準と投資収益率の関係が簡単な統計的手法を利用して検証されている。また、米国の株価バブルの可能性に言及して評判を得たシラー教授の著作『投機バブル 根拠なき熱狂』に対して疑問を投げかけている。

第三章「テクニカル分析のヒドラの頭」では、多様な手法が存在するテクニカル分析をヒドラ（ギリシャ神話に出てくる猛獣で九つの頭を持つ）の頭に例え、論じている。著者は米国で一般的とされているものから日本のローソク足チャートまでも対象として広範な分析を行っているが、否定的なスタンスを採っている。その理由の一つは統計的なチェックを行うと株価の先行きに対する予測力が低いとするものであり、もう一つは、パターンの認識においてかなりの恣意性が認められることである。また、著者は、テクニカル分析がプロパガンダの手法を用いて神格化されることで、投資家に大きな影響を与えているとする見方を示している。

第四章「弱気の儀式」では、投資専門誌「バロンズ」の看板コラムである「上から下までウォール街 (Up and Down Wall Street)」について批判を加えている。概ね株価上昇期で

あった1966年から2000年の間、担当していたアーベルソンは常に弱気であったにもかかわらず、なぜかこのコラムによって名声を勝ち得ている。著者は、この例を引き、市場の先行きを見通す上での金融ジャーナリズムに対する不信感を露わにしている。

第五章「われわれは一番だ」では「もはやそれまで」では、経営者の自信に満ちた発言の多くが反対の結果をもたらすことを提示している。具体的には、企業名が冠されたビルディング及びスタジアムの完成後の投資収益率が、低パフォーマンスであることを示したり、取締役会に有名人を加えた後に破綻した企業の例を挙げたりしている。

第六章「ベンジャミン・グラハム：伝説的な市場の英雄」は、証券分析の父と言われるグラハムの投資理論に対する評価である。著者はグラハムの理論の根幹をなす割安株の発掘に関して二つの点から批判を加えている。一つは、グラハムが投資した大恐慌後である1930年代の証券市場ならいざ知らず、現時点において本当の割安株を探し出すのは容易でないことである。もう一つは、株価収益率など周知の指標を利用して見つけ出した割安株に投資しても低パフォーマンスにとどまるとする検証結果である。著者は、株式市場に収益を上げるための絶対的な方法が簡単に得られないことを示したのであろう。

第七章「ニュース・フラッシュ：コンピュータが語る証券市場物語」では、日々配信される市場コメントを機械的に作成するフロー・チャートを提案している。つまり、著者はこれまで提示してきた誤った常識を織り込みながら、見慣れた市場コメントが作成されて行く様子を、第一部の最後において皮肉を込めて笑い飛

ばしている訳である。

第八章「見せかけの相関を避ける方法」は、第二部の最初の章である。ここでは、株価に変動をもたらす要因を見極めるための方法論が解説されている。特に、回帰分析を利用して株価の変動を説明する要因を探し出そうとする場合、相関係数などの統計量のみで気をとられると、本来的に因果関係が無いものを選び出してしまふ危険性を指摘している。

第九章「リターンの将来」では、株価変動の長期的な傾向と短期的な動きについて論じている。前者については、各金融資産の最近百年間の投資収益率に関する研究を用いて、株式が最も魅力的であると結論付けている。後者については、大幅に下落した翌々年が買い場になる等、ミーン・リバーションを利用した投資手法を紹介している。

第十章「投資の周期表」は、米国の有名な投資レポートであるバリュー・ラインについてである。バリュー・ラインは、コンピュータと統計的な手法によって30年以上前から株式の格付けを行うサービスを提供していたが、それを参考にして投資を行うと十分な超過収益を得られることが実証されている。著者は、効率的市場仮説を打ち破ってきたものが世の中に存在することを示したかったのだろう。

第十一章「かれらがフェンスに向かって打つ時、われらは出口に向かって走る」では、ニューヨーク・ダウの年間上昇率とホームランの年間総数の前年比の類似性に言及している。さらに、野球と金融市場の年表を並べて作成し、その間の関係を吟味している。また、米国人の野球の記録に対する執着を揶揄し、それだけの知識欲を個別銘柄に振り向けてくれれば、より効率的な株式市場が実現するだろうと述べ

ている。

第十二章「好況か不況か」では、主に不動産投資信託に焦点を当てて議論を展開している。最近10年間のデータで回帰分析を行うと、不動産投資信託の投資収益率は将来の株式のそれと逆相関関係にあること、それ自体がサイクルを持つことなどを指摘している。

第十三章「市場の熱力学」では、株式相場の形成を熱力学に例えて説明している。エネルギー保存則の類推として、新規発行株数の増加率と翌年の株価上昇率及び時価総額をマネーサプライで除したものと翌月の株価上昇率がそれぞれ逆相関にあることを挙げている。また、エントロピーの概念を使って、相場サイクルにイメージを与えている。例えば、回転が効いている状態とは、エントロピーが増大せずに業種間で資金がうまくローテーションする場合であると論じている。

第十四章「テニス・コートから学ぶ」、第十五章「取引で優位に立つための交渉術」では、日常的な題材から株式市場に対峙するための方法論を引き出している。第十四章については、テニスやスカッシュをプレーする上での著者の作戦を、株式市場に対するための心構えとして提示している。第十五章では、自動車、ホテルの宿泊代等の値段交渉の例を引用しながら、株式市場での賢い売買注文の出し方を提案している。

第十六章「バイオ革命の中の愛すべき夢想家」は、インサイダーの動きを用いて収益を上げる方法に関するものである。リスクが最も高く、企業内容の専門性が高いバイオ関連銘柄については、経営陣による自社株の売買情報の利用によって、市場を上回る投資結果が得られることを実証的に検証している。

第十七章「収益の詐欺師」では、企業の財務

に関する意思決定の裏側を見抜くことで他者を出し抜く方法を示している。特に、経営者が安定的な業績の拡大を株主に見せつけるために、自社株買い、在庫、受取勘定等を利用しながら収益を蓄えたり、実態以上に吐き出す場合があり、投資判断に利用できる」と述べている。

第十八章は終章である。コラム連載中に受けた質問に対する回答の形式を採りながらも、全体のまとめになっている。

II. いかにして効率的市場 仮説に打ち勝つのか？

いくつかの微かなアノマリーの存在を除けば、株式市場は効率的であると言われている。これは、マーケット・ポートフォリオを上回る収益を挙げる機会が偶然に過ぎないことを意味している。であるから、最近の機関投資家のポートフォリオがインデックス運用への傾斜を強めているのは、止むを得ないことだろう。一方、「効率市場のパラドックス」も指摘されているのも事実である。これは、市場参加者全てがインデックス運用を行えば、個別銘柄を調査して投資する主体がなくなるから、市場がいつのまにか非効率化することを指している。つまり、効率的な市場は、それを信じない投資家によって維持されているのである。

著者であるニグフォッフ氏は、その役割を果たして来た第一人者である。1997年のアジア通貨危機の余波でファンドを破綻させた過去があるものの、彼は長期にわたって効率的市場仮説に打ち勝って来た例外と言えよう。この本で表現されている彼の投資スタンスは、株式の長期的パフォーマンスに対する信頼と市場平均を上回るための短期のテクニックで構成さ

れており、いずれも統計的な裏づけが重視されている。

長期パフォーマンスへの信頼は、最近百年間における株式の投資収益率が、いずれの国においても最も高いことを根拠としている。彼は、ロンドン・ビジネス・スクールの教授たちが40年以上かけて作成したデータ・ベースを利用して著した『楽観主義者の勝利：101年間のグローバルの投資のリターン』からこれを引用している。また、この含意として、生き残る会社を見つけ出すのではなく、投資し続けることが重要であると述べている。つまり、基本的に株式のポジションを持ち続ける投資スタンスを採るべきなのである。

短期的なテクニックに関しては、多様な投資アイデアが紹介されている。これらを見つけ出すことが、ヘッジ・ファンドの生死を分けると言っても過言ではないだろう。よって、著者の投資アイデアのベースとなる知識は大変幅広いものである。株式の買い戻しなどのシグナリング効果及びボラティリティ指数の水準を利用した売買手法は、アカデミックな研究に基づいている。本社ビルの建設、経営者の慢心に満ちた発言、新規発行株数の増加などは、株式市場で昔から売りサインと指摘されて来たものであろう。自社株買い、在庫、受取勘定を利用したものは、財務諸表を作成する上での裏側の知識が要求されるだろう。バイオ企業のインサイダー売りについては、アカデミックな研究結果にバイオ・セクターの特殊性と言うアナリスト的な観点を加味して、より精度を向上させた投資アイデアと考えられよう。また、それらを説明する上で、仮説（アイデア）を立て、統計的な手法を用いて検証を行い、投資するに足るものであるか結論する科学的なプロセスを踏んでいる

ため、説得力がより強まっており、実践にも十分利用できる水準にまで高められていると判断される。加えて、短期的なアイデアで見ると高い収益を挙げ得る銘柄群を買い、その反対のものを売り、全体のベータを0にコントロールするリスク・ニュートラル的な検証もあり、著者がヘッジ・ファンドの運用に生かすポジションの取り方を伺い知ることが出来た。

一方、本の中で何度も警告されているのは、短期的なテクニックの永続性である。つまり、投資アイデアの衆知化、会計、税制等の制度変更、技術革新などによって収益機会が失われる可能性があり、それらに対して常に注意を払う必要があるとしている。これから解釈されるのは、市場に歪みがあっても、効率性を取り戻すように価格形成がなされると著者が想定していることである。

また、市場で盲目的に信じられている常識に対しては、多岐にわたる検証が加えられている。これは、市場を上回る収益を上げるためには、間違った常識を徹底的に排除する必要があると考えているからであろう。特に、テクニカル分析及び収益と株価の関係については、多くの紙面を割いて批判を行っている。

テクニカル分析に対してのそれは、手厳しい。著者自身は、欧米流の手法から日本のローソク足チャートまで幅広いテクニカル分析に関する知識を有しているが、いずれについても共通の不满を持っている。テクニカル分析は主観による解釈の部分が多すぎるため、まやかしのようになると言うのである。加えて、テクニカル分析を商売に結びつけるためにプロパガンダがなされているとまで主張している。

企業収益と株価の関係については、その順番の確認が強調されている。つまり、企業収益が

回復してから株価が上昇に転じる訳でなく、実際はその逆なのである。さらに、企業収益の回復を確認してから、株式を購入しても低パフォーマンスしか挙げられないことも合わせて記述している。株式市場は事実を確認してから動くのではなく、それを先読みして価格調整することは投資において大変重要なポイントである。これは、基本的に株式市場はセミ・ストロング型の情報について効率的であると述べていると解釈されよう。

以上が、ニーダフォッファによる効率市場仮説に打ち勝つための提案である。これ以外にも、株式市場に対峙するための心構えを詳述している。確かに、上記の提案に基づいて投資戦略を立て実行に移しても、自分の思い通りになることはそれ程多くない。その場合、より規範的なルールが必要になると考えているためであろう。但し、この本において唯一の不满がある。それは、グリーンспан議長に対する批判である。確かに同議長は、「根拠無き熱狂」発言等、株式市場に対して警告を繰り返して来た。著者は、その発言が反市場、反技術のミームをはびこらせたと述べているが、それは反対だろう。むしろ、グリーンспан議長は、技術を過大評価するミームを駆逐しようとしたのだ。現在、米国経済は再び拡大期を迎えているが、今だに最高値の半分にも達しない大手ハイテク企業の株価は、その株価収益率、増益率等を眺めても、極端な割安感がない。つまり、大幅に下落する前の2000年前後の株価水準は、将来を正しく反映していなかったのだ。

Ⅲ. ヘッジ・ファンドの実態

この本のもう一つ興味深い点は、ヘッジ・

ファンドの運用の実態が窺い知れることである。一般的にヘッジ・ファンドは、その運用スタンスの違いによってグローバル・マクロ型、ロング・ショート型、イベント・ドリブン型等に分類されている。ヘッジ・ファンドと言えばソロスがボンドを切り下げさせたことに代表される、莫大な資金力を背景に一国の経済をも左右するグローバル・マクロ型が思い浮かぶが、そのプレゼンスはかなり低下している。むしろ、経済の先行きに対する読みを利用しない、その他のタイプのファンドが主力になっており、著者のそれもその中に入るであろう。

この本において示されるヘッジ・ファンドの運用のポイントは、ひたすら市場の歪みを探すことである。ありとあらゆるソースから投資アイデアを探し、検証を行い、実行に移す。なお、著者のような運用スタイルが可能となる必要条件は、検証を行うためのデータ・ベース及び安価なコンピュータの普及であったろう。その観点から見れば、1980年代後半からこの運用スタイルが普及し始めたのは、頷けるところである。著者はその先駆者であり、十分な超過収益を稼ぎ出したのであろう。つまり、ヘッジ・ファンドの成功の秘訣は適切な銘柄を選択することに加えて、その運用スタイルが他を出し抜くものでなければならぬと思われる。

また、この本において描かれているもので判断する限り、ヘッジ・ファンドは市場の価格形成を歪めているのではないことがわかる。むしろ、著者の運用スタイルを勘案すれば、市場の効率性を高めていると言えよう。例えば、著者は十分に情報開示がなされないものについても、入手可能なデータを組み合わせて推測を行うことで、投資アイデアとしているのである。つまり、市場の価格形成に利用される情報を増

加させて、均衡をより効率的なものへと移動させていると解釈されよう。

おわりに

証券会社の新入社員の頃、株式関連部署の上司に「株式市場は森羅万象である。」と言われたことがある。しかしながら、当時の私の知識ではその言葉をうまく理解出来なかった。その後、株式市場の調査研究に二十年近く従事した現在、その言葉の意味を以下のように解釈している。それは、世の中に存在するあらゆる情報が、吟味され、相互に影響しあいながら反映されたものが株式市場であるとする見方である。CFAの教科書でもあるバートン・マルキール著『ウォール街のランダム・ウォーカー—株式投資の不滅の真理』は、そのような株式市場を前提としたものである。一方、『実践的スペキュレーション—失敗と成功の戦略』は、効率的な株式市場を形成するために不可欠な存在である自分で判断を行う投資家のための本であると言えよう。

なお、この本の翻訳は、東京穀物市況調査会理事長である柳沢逸司氏によるものである。同氏は、常日頃から経済における市場や投資の重要性を主張されており、この本以外にも数多くの著作、翻訳を發表されている。今回は、著者の広範な知識を盛り込んだものであったため、ファイナンスのみならず会計学、統計学、物理学、文学、スポーツにまで至る幅広い専門用語の翻訳について大変なご苦勞があったと推察される。そのような苦勞をせず、理論と実践がバランスしている本書を日本語で読めるようになったことに感謝の意を表したい。

(当研究所主任研究員)