

寄稿 株式市場の投資家心理

企業によるスキャンダルや不祥事の発覚は、株式市場では売り材料となり株価の下落を招くことが多い。株式市場における投資家心理について、中央大学商学部の高橋豊治教授に解説してもらった。

創業ベンチャーのサンパバイオ（東証マザーズ）の株価が4日連続、賃貸アパート大手のレオパレス21（東証一部）が3日連続でストップ安をつけたというのが話題になっています。こうした時どのようなことに気を付ければよいでしょうか。東証一部上場企業のレオパレス21を例に考えてみましょう。これからお話しすることはビジネスアイの読者なら常識かもしれませんが、いま一度、金融学という学問の立場で整理してみましょう。

ストップ安って何ですか

東京証券取引所では、一日の売買における値動きの幅を価格水準に応じて一定に制限しており、この値幅を制限値幅といいます。制限値幅は、前日の終値などの「基準値段」をもとにあらかじめ定め



中央大学商学部
高橋豊治教授

られています。例えば、200円以上500円未満の株価であれば制限値幅は上下80円ですから、前日終値が450円ならば370円から530円といった具合です。

ストップ安というのは、この制限値幅いっぱい以下に下落した場合のことを指します（上昇した場合はストップ高と呼びます）。前日450円なら80円下がりました

ということで、今日はこれより安い値段で取引はできませんよという仕組みになっています。ストップ安をつけたという報道があるのは、今日は大きく値下がりしたということですね。



美人投票

イギリスの著名な経済学者のケインズは、株式投資の本質を美人投票に例えて説明しました。ケインズの美人投票と呼ばれています。皆さんご存知の通常美人投票は、審査員が数名いて、その審査員がそれぞれの判断基準でふさわしい候補者を選ぶものです。一方ケインズの美人投票は、新聞紙上に掲載された100人の候補者から、読者がこれぞと思う候補に投票するというもので、美人投票でトップに選ばれた候補に投票した人にも賞品が与えられるというものです。この場合、自分が誰を美人だと思うかではなく、他の人がだれに投票するかを予想し、一番票が集まりそうな候補に投票を行うと考えられます。自分は、この候補が美人だと思うけれど、ほかの人たちは違った候補に投票すると考えれば、賞品のためにはトップになりそうな候補に投票しようとするでしょう。株式投資の際の「市場予想」などという言葉に近いものと考えてもよいでしょう。大切なのは自分がどう考えるかではなく、「市場の予想」なのです。ネガティブ・サプライズが問題となるのは、こうした美人投票の状況の場合です。

テクニカル分析とファンダメンタルズ分析

株価を考える上で、テクニカル分析とファンダメンタルズ分析と呼ばれている2つの対立した代表的な考え方があります。先の美人投票の考え方は、テクニカル分析の背景をなす考え方（大きさに言

えば理論）です。市場のことは市場に聞けという考え方から、これまでの株価の推移をベースにして、将来の株価に関する予想を立てる考え方です。

一方のファンダメンタルズ分析は、企業の将来の稼ぐ力をもとに企業価値を考え、企業価値が株価を構成するという考え方です。この考え方の究極的なものがDCF分析と呼ばれる手法で、現在の金額に評価し直す手法です。DCFの元になるフリーキャッシュフローを推計するために、過去の財務状況を精査し企業の戦略、競争環境などから、今後の企業の稼ぐ力を分析していきます。こうして求めた将来の稼ぐ力を、現在の金額に評価することで現在の企業価値を求めます。

その際に重要な役割を果たすのが、サステナブル成長率という考え方です。サステナブル成長率は、内部成長率とも呼ばれていますが、今期一株利益（EPS）がどのように成長していくかを表すものです。EPSは配当と内部留保とにわけられ内部留保は次の成長を支える



2018年12月に日経平均株価が2万円を割り込んだ終値を示す株価ボード

ストップ安というのは、必ずしも珍しいことではありません。あまり最近の事例では、その後の推移が分かりませんから、少し時間をさかのぼってみましょう。2011年東日本大震災の年の2つの例です。2011年3月30日、東京電力（現・東京電力ホールディングス）株は大幅に6日続落。大引けは制限値幅の下限（ストップ安水準）となる前日比100円（17.7%）安の466円で、同水準での押し売りとなり成り行き売りを併せ、800万株近くの注文を残した。ストップ安は3日連続でした。

同じ2011年10月17日、オリンパスのCEOだったマイケル・ウッドフォード氏による同社の過去の企業買収を巡る巨額支出について英紙での発言が伝わり、経営の先行きを不安視する売りが殺到しストップ安を記録。ウッドフォード氏のCEO就任、（当時の）菊川剛会長と森久志副社長に「企業統治上の懸念」を示し両氏の辞任を要求、結局ウッドフォード氏が就任から2週間で解任されるというドタバタで、この会社大丈夫かという懸

念材料もありました。その後11月8日、企業買収を巡る巨額支出問題が、長年にわたる損失隠し疑惑に発展し3日連続ストップ安となりました。

ネガティブ・サプライズ

企業のスキャンダルがあると株価が下落することがよくあります。前述の2011年のオリンパスの例がそれに該当するでしょう。スキャンダルだけでなく、予想していなかった悪いことが起こる、あるいは悪いことは予想していても予想していたよりも悪かったことが判明する、という場合、株価が下落する傾向にあります。東京電力の例がこれに該当するでしょう。こうした事例は、ネガティブ・サプライズと呼ばれています。日本では、「xxショック」という言い方をすることが多いです。

レオパレス21の例では平成31年3月期第3四半期累計で施工不備に係る特別損失を430億円計上することに伴う業績下方修正がネガティブ・サプライズでした。

資金となります。このプロセスをもとに考えると、サステナブル成長率は、ROE（株主資本利益率）と内部留保率の掛け算で求めることができることが分かっています。とはいえ、個人投資家の場合には、本格的なファンダメンタルズ分析までは手が回りにくのが実際のところではないかと思えます。そのため、どうしても美人投票に引きずられがちとなります。

株式投資にはリスクがつきもの

リスクとは損をすることではありません。思い描いた通りにならないことをリスクと呼んでいます。投資は収益を目的にして行われますから、投資におけるリスクは、収益が予定通り推移しないこと、収益のブレということになります。個人投資家は、予想以上の収益が生じたときには無頓着で、収益が予想を下回ったときはちょっとがっかり、しかし損失には異常にこだわるというパターンがよ

くみられます。

投資を行う際には、自分でよく考えて判断を下すことが大切ですが、将来のことを考えて判断するわけですから、思い通りにならないのが当たり前です。想定したよりもいいことが起こった時も「ラッキー」で済ますことなく、悪かった時も慌てふためくことなく、ネガティブ・サプライズに対して次のステップとしてどのような判断をすればよいのか冷静に考えることが大切です。東京電力は、電力というインフラを担う企業で、大きな資産を保有していました。オリンパスは内視鏡分野で世界をリードする技術を持っていました。こうしたことが、大きなネガティブ・サプライズという状況に対して、最終的にはそれを補うような動きをしたと考えることができます。

例えば、レオパレス21の場合、業績が当初の予想から大幅に悪化したことを嫌気して株価がストップ安を付けたので、ここは売り。美人投票では、つい目の前の状況に引きずられがちですが、そうではないはずです。特別損失の430億円に対して平成30年12月末日時点での現預金残高（連結）が倍以上の892億円、自己資本（連結）も1069億円（自己資本比率35.2%）と十分あるから大丈夫というだけでなく、（東京電力のように）巨額の資産を保有していること、（オリンパスのように）新たなビジネスモデルを開発する力なども含め、いまいちど、将来の稼ぐ力はどうなのか、そのことをもとにした時、現在の株価は割安なのか割高なのかを冷静に判断することを忘れてはならないと思います。

