



グローバル株式: 株価とは何か



ジェレミー・リチャードソン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
グローバル株式チーム

2026年1月

「ファンダメンタルズにとらわれず、株価は大きく変動し、市場のミス・プライシングを増加させています。」

ポイント

- 個々の市場参加者の異なる期待が、ファンダメンタル・バリューについての複数の異なる考え方を生み出します。上場企業の株価は、未知の買い手と売り手がそれぞれの情報を基に交渉した結果が記録されたものと言えるでしょう。従って、株価は不完全な評価ツールではありますが、それでも利用可能な評価手段の中で最もましなものです。
- 企業のファンダメンタルズに基づいた期待主導の株価形成が損なわれ、テクニカル要因主導のトレードへと置き換わってきています。ファンダメンタルズにとらわれず、株価は大きく変動し、市場のミス・プライシングを増加させています。
- これはボラティリティを生み出し、アクティブ投資家の力量が試されます。しかし、テクニカル要因主導のミス・プライシングの増加は、アクティブ投資家にとって投資機会の増加を意味し、パッシブ・アプローチではアクセスできない収益機会となります。

私が会計士としての研修中に出席した数多くの会議の中で、長年にわたり強く印象に残っているものが1つあります。製造業の企業売却に際してコンプリーション・アカウント方式（取引実行日の財務数値に基づき最終価格を調整する方式）に基づいて会計書類をまとめると数週間が費やされました。そしてその後、この手続きを完了させるために招集された時のことです。この会議は、売り手側の経営者と買い手側が最終的な数値を確認し、当初合意された金額に対して必要な調整を行うものでした。

私は新人として、売り手側のサポート役に徹し、該当する補足資料を適切なタイミングで差し出す役割を担当しました。すべての研修中の会計士にとっての「ヒポクラテスの誓い（医師の職業倫理について書かれた宣誓文）」のように、これらの資料は、結果を「真実かつ公正」に提示できるよう慎重に作成していました。

しかし、この会議は完了した会計作業に対する承認の場というよりも、むしろ事前に合意された想定上の企業価値と照らした際の差異について、各項目ごとに詳細に交渉する場でした。売り手と買い手の双方は、運転資本、年金債務、および税金の還付請求などに関する評価を交渉材料として利用し、有利な条件を引き出そうと駆け引きを行いました。

会議が終了した時点で、売り手と買い手は立ち上がり、その結果に合意して握手を交わしました。私の目には、売り手よりも買い手の方がこの妥協案に満足しているように見えました。この会議は重要なことを示していました。私は、正しい手続きを踏んでいたことから、仕事の質には自信があり、コンプライアンス・アカウント方式に基づく結果の完全性は疑いようがないと思って会議に臨んでいました。しかし、この会議で明らかになったのは、企業価値の評価には絶対的な正解があるわけではないということでした。企業価値の評価は明確に証明できるものではなく、せいぜい「正当化できる」という程度のものだということを学びました。

投資の教科書では企業の評価方法を教えており、理論的には、将来のキャッシュフローの割引現在価値を合計することにより、株価を算出できるとされています。したがって、正しい手順に従えば、「正しい」評価額にたどり着けるはずです。

しかし現実には、企業の株価は常に変動しています。買い手と売り手が同じ教科書を読み、同じ評価理論を使用していたとしても、株価は日々変動していることから、明らかに他の要因が存在していると考えられます。

このように株式の評価額に違いが生じる一因としては、投資家が同じ数値を利用しているわけではないことが挙げられます。企業の将来に対する投資家の期待は異なっています。こうした期待の違いは、将来のキャッシュフローの強さに対する見解の相違から生じる場合もありますが、期待されるキャッシュフローのタイミングが異なる場合もあります。あるいは、リスクに対する投資家の姿勢の違いから評価額に差が生じるかもしれません。

市場参加者の間で、取引に対する期待や動機が違うとともに、市場変動の一因であると考えられます。証券取引所で日々示される株価についても、私が準備を手伝ったコンプライアンス・アカウントと同様、「正しい」評価額を示しているわけではありません。証券取引所の株価は、買い手と売り手の間で成立した価格に過ぎないと言えます。各当事者は、独自の動機や期待を持っていたかもしれません、取引において妥協点を見出し、それによって価格が成立したということに過ぎません。

「企業価値の評価に対する私たちのアプローチは、私たちが独自に設定した企業固有への期待値に基づいています。」

私たちがポートフォリオを評価する上でなぜ株価を使用するのか、不思議に思う人がいるかもしれません。そもそも、お互いに見知らぬ者同士が特定の時点で取引に合意し、その結果として価格が成立しただけであり、私たちは他の市場参加者の期待や動機についてほとんど知りません。私たちは資産のオーナーとして、市場の流動性を利用して資産を売却するか、保有し続けるかを選択することができます。私たちが資産を保有し続けることを選択するのは、その企業の本源的価値について、市場よりも深く理解していると考えているからです。したがって、他人の期待や動機に基づいて投資を評価することは、あまり意味がないと私たちは感じています。



非上場市場で企業価値を評価する際には、一般的にこうした公開市場特有の問題を回避することができます。なぜなら、非上場投資の評価は、将来のキャッシュフローを現在価値に割引く方法に基づいているからです。この方法はモデルによる評価であり、時価評価ではないと批判する人もいます。しかし、少なくともこのような評価方法は、一定の前提条件に基づいて正当化され、その前提条件について、リミテッド・パートナーはジェネラル・パートナーや経営陣に問い合わせることができます。投資先の価値を評価する上で、このモデルはお互いに見知らぬ当事者間の交渉による妥協に頼っているわけではありません。したがって、このモデルでは、公開市場の価格形成に影響を及ぼしている他の市場参加者の期待や動機の変化によって生じる価格のボラティリティの大部分を回避することができます。

対照的に、公開市場のポートフォリオの評価は、透明性のある市場価格に基づいています。他の市場参加者の独立した行動によって検証されるため、私的な評価とは異なる方法でテストされます。また、多くの関係者が存在していることからも恩恵を受けています。それは、買い手と売り手の間の競争を生み出し、双方の間のギャップを縮めて、より魅力的な価格を形成します。

「民主主義は最悪の政治形態であると言われてきた。ただし、これまでに試してきた他のすべての政治形態を除いては。」というチャーチル英国元首相の発言のように、公開市場のバリュエーションは完全ではありませんが、最も頑健な方法です。私が経験した売買契約の場合と同様に、公開市場のバリュエーションは、たとえ「証明された」とはみなされないとしても、見知らぬ独立した市場参加者の主観的な合意の結果であるため、少なくとも「正当化」されます。

企業価値の評価に対する私たちのアプローチは、私たちが独自に設定した企業固有への期待値に基づいています。この期待値は、私たちの競争優位性を分析するフレームワークを適用した上で導き出されます。また、この期待値は、長期的な企業のファンダメンタルズを左右する重要な非財務的因素（私たちが偶発的資産と呼ぶもの）も考慮されています。こうしたアプローチを通じて、企業の将来的なキャッシュフローを正確に予測することで、より適切な評価を行うことができると言えています。

私たちは、企業の将来的なキャッシュフローを予測する上で、ボトムアップ・アプローチに基づくファンダメンタル・リサーチを積極的に行ってています。しかし、市場で見られる取引の多くは、企業のキャッシュフロー予測によって決定されているわけではありません。以下では、企業のキャッシュフロー予測とは無関係に行われる取引の例を挙げます：

- オープンエンド型ミューチュアルファンドまたは上場投資信託（ETF）における資金フローに応じて、運用会社が機械的にポジションを売買する動き
- 指数の動きに連動することを目指すパッシブ投資戦略
- リスク管理取引（オプション・トレーダーが原資産へのエクスポージャーをヘッジする場合の取引など）
- アルゴリズム戦略による高速取引（予測モデルに基づくモメンタム取引など）

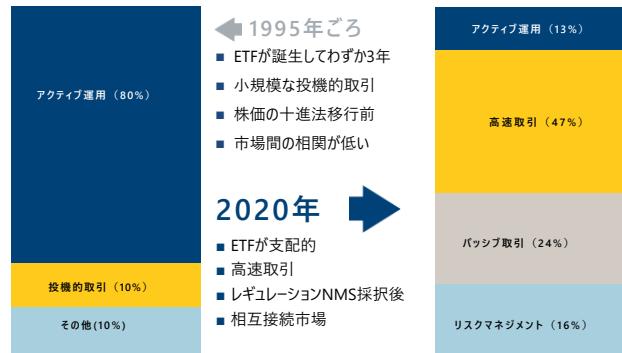
上記の取引には、それぞれ正当な理由があるかもしれません。しかし、これらの取引のいずれもが、企業のキャッシュフローを詳細に評価した上で行われるものではないことは確かです。これが少数であれば、それほど重要ではないかもしれません。しかし、公開市場では、何百万件もの取引が行われています。このようなファンダメンタルズではなく「テクニカル」要因による取引がわずかであるならば、価格シグナルの質が損なわれる可能性は低いと考えられます。

しかし、市場の性質は時とともに変化し、そのような「テクニカル」要因の取引の比率は上昇しています。コンピュータとデジタル技術によって、市場はますます洗練されています。株式は、もはやそれ自身の見通しに基づいて取引されるのではなく、投資家のニーズに合ったリターン特性を作り出すために、数多くの方法で組み合わされたり、分割されたりすることがあります。実際、現在の米国では、上場企業よりも多くの株価指数やETFが存在し、企業のリターンは、資本、配当、オプション価値へとさらに細分化されています。これらの要素はいずれも、価格差を利用する裁定取引の対象となります。

「株式は、もはやそれ自身の見通しに基づいて取引されるのではなく、投資家のニーズに合ったリターン特性を作り出すために、数多くの方法で組み合わされたり、分割されたりすることができます。」

その結果、過去20年間で、個別企業に対する予想を比較検討して取引するような投資家の割合は低下しました。これとは対照的に、主にテクニカル要因を理由に取引を行う市場参加者の割合が増えています。これは、投資家が求める特定のリターン特性と合致させたり、市場全体の流動性を向上させるという点では、投資家にとって必ずしも悪いことではありません。しかし、従来のディスカウント・キャッシュ・フロー法に基づいた本質的なバリュエーションに裏付けられた取引は、より少なくなる可能性があります。

市場規模の構成の変化



出所: 1995年のデータは、ファンド資産における米国投資信託協会データで、当時の市場を形成していた企業に基づいて推計されたものです。2020年のデータはModernIRモデルのものです。

出所: [Modern market structure: a survey of the US stock market](#).

かつては、ボトムアップ型のファンダメンタル投資家が市場取引の大部分を占めていたため、企業のファンダメンタルズと取引される株価との間に常に強い関係が存在していました。それは、ファンダメンタルズが予想に影響を与え、それがディスカウント・キャッシュ・フローのバリュエーションにつながっていたからです。しかし、「テクニカル」要因取引の重要性の高まりは、株価と企業のファンダメンタルズとの関連性を弱め、ミスプライシングの機会を増幅させています。

投資家のチャーリー・マンガーは、投資の保有期間が長くなればなるほど、株主の投資リターンにとってバリュエーションの重要性は低下すると述べました。1994年、彼は南カリフォルニア大学マーシャル・ビジネス・スクールの講演で以下のように述べました。「長期的に見れば、株式が、その基礎となるビジネスが稼いでいるよりもはるかに良いリターンを上げるのは難しい。もし、ある企業が40年間で資本に対して6%を稼ぎ、その株式を40年間保有するとすれば、リターンは6%と大きく変わらないだろう。たとえ最初に大幅な割引で購入していたとしても。逆に、もし企業が20年や30年間で資本に対して18%を稼ぐとすれば、たとえ割高に見える価格で購入したとしても、素晴らしい結果に終わるだろう。」

マンガーの洞察によれば、長期的に企業を保有しようとするならば、購入時に単に安かっただけよりは優良であることがより重要となります。これには強く賛同します。

そうであるならば、なぜファンダメンタルズに基づくボトムアップの投資家はバリュエーションを気にかけるべきなのでしょうか。なぜ、長期にわたってリターンの高い企業を見つけて保有するだけで、市場のボラティリティ、あるいはファンダメンタルズに基づかない市場関係者の行動を無視するのはいけないのでしょうか。

これは魅力的に聞こえますが、そのような戦略では、投資家を市場のボラティリティから守ることはできません。公開市場のバリュエーションはプライベート市場とは異なり、投資家はバリュエーションがファンダメンタルズから乖離する時期を忍耐強く見抜く必要があります。

このような忍耐は無限ではありません。しかし、おそらくより重要なことは、私たちは、投資リターンを最大化することが常に正しいと考えていることです。これは、受託者責任とも一致する考え方です。つまり、資産を保有することは常にアクティブな意思決定であり、現在保有していない他の投資機会における潜在的なリターンと比較検討されるということです。他の投資機会とは、以下のようなものかもしれません。

- 1.基礎的な資本収益率が高い企業
- 2.資本収益率が同程度でも、割安で購入し、追加のリターンプレミアムが得られる企業
- 3.資本収益率は低いが、非常に割安に購入することで追加の高いリターンプレミアムが得られる企業

これら3つの中で、マンガー氏はより高い資本収益率を実現している企業に投資してポートフォリオの質を高めるべきであると考えており、私たちもこの考え方には同意します。

上記の1.については、私たちの競争優位性分析の枠組みが有效地に機能します。企業活動における非財務的要因と、それによる会計上の収益への寄与を考慮することにより、私たちは持続的かつ高いリターンを生み出す企業を見極めることができます。一方、競争力の悪化により、将来的にリターンが低下する可能性のある企業を回避または売却することも可能となります。

こうした非財務的要因は、財務報告書では十分に説明されないため、強力な競争優位性を有する企業の本源的価値が市場で過小評価される可能性があります。私たちは企業の長期的な資本収益率だけでなく、こうした過小評価に伴うアービトラージの機会も捉えることが可能であり、このこともリターン全体の向上に寄与すると考えています。

私たちは、投資リターンが企業の持続的な競争力によってもたらされる投資機会を重視しています。これに比べて、2.のような、単に本源的価値が過小評価されているような状況についてはそれほど魅力を感じません。

3.について、企業の本源的価値と市場価格の乖離のみに着目し、そこから投資リターンを得ようとするアプローチでは、投資期間が短くなりやすく、リスクを伴う可能性があります。仮に、本源的価値と市場価格の乖離が縮まらず、長期にわたりその株式を保有することになった場合、全体的なリターンは、その企業の資本収益率に近い水準にとどまります。また、投資対象を短期間保有することは再投資リスクにもつながります。私たちは、このような投資機会はクオンツ戦略や高頻度取引を行うトレーダーに委ねる方が望ましいと考えています。

資本収益率の高い企業を長期保有するアプローチでは、たとえ割高な水準で株式を購入したとしても、時間の経過とともにその影響は薄れ、長期的には高い付加価値が得られると考えられます。一方、株価の割安さのみに着目したアプローチでは、本源的価値と市場価格の乖離を利用したアービトラージ取引の利益のみが重要な要素となります。

アービトラージによる利益の獲得によりリターンを高める投資手法は、アービトラージ・ポジションを解消した場合にのみリターンが得られます。つまり、仮にアクティブな銘柄選択を行う投資家が正しい予想を行い、本源的価値を裏付ける根拠を持っていたとしても、他の投資家（パッシブ運用、高速取引のような短期売買、リスク管理などを行う投資家）の異なる期待および動機や、その資金規模などにより、アービトラージ・ポジションが長期間にわたって解消されない可能性があります。

実際に、2020年から2021年にかけてのミーム株現象では、特定の銘柄（GameStopやAMC Entertainmentなど）に大量の投資資金が流入したため、こうした銘柄の市場価値が本源的価値から大きく乖離することになりました。

これはアクティブな銘柄選択投資家にとっては課題となります。一方で、企業の市場評価が本質的な価値からより長く乖離すると、市場のミスプライシングの特定から付加価値を生み出す理論的な投資機会は増加します。これは、アルファを生み出す投資機会をより多くもたらすはずです。

「強力な競争優位性を有する企業を保有することが一層重要になると考えられます。」

ただし、テクニカル要因取引の影響が大きく、本源的価値と市場価格の乖離が縮まらない場合には、本源的価値を下回る価格で株式を購入して得られる追加の超過収益が実現するまでに、長い時間を要する場合があります。また、資本収益率の高い企業を長期にわたり保有する戦略であっても、テクニカル取引の影響により、ファンダメンタルズに基づいた価値に対する認識が妨げられれば、リターンの変動幅が大きくなる可能性があります。

したがって、ファンダメンタルズに基づくボトムアップの投資家は、銘柄分析の能力を一層磨く必要があります。企業価値評価を「証明」し、市場の動きによって収益を得るだけではもはや十分ではない可能性があり、企業価値の評価が妥当であることを「正当化」する必要があります。

こうした状況では、強力な競争優位性を有する企業を保有することが一層重要になると考えられます。このような企業は持続的かつ高いリターンを実現できると見込まれるため、不確定なアービトラージ利益に執着する必要はありません。また、テクニカル要因に基づく取引の影響により市場のミスプライシングが拡大しているため、超過収益創出の機会が増えていることにも注目しています。

パッシブ戦略では、こうした潜在的な機会を捉えることはできないことから、アクティブ投資家に対して長期にわたって持続する構造的な投資機会が提供されます。強力な競争優位性を有する企業を、本源的価値が十分に織り込まれていない割安な価格で取得できれば、投資リターンをさらに高めることが可能となります。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc. (RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM - UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM - Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、英国金融行動監視機構 (FCA) によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライバート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家をご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management