

市場の効率性／アクティブ運用の復興

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>

2025.10.21

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



市場の効率性

市場理論では、価格が価値を反映し、価格が価値に連動して動くことを前提としている。市場の効率性とは、価値と価格の連動性の強さを指す。

完全に効率的な市場

価値と価格の完全な一致が実現している市場を指し、本源的な価値からのみ、投資収益を得ることができる状態である。

効率市場仮説

多数の独立した参加者によって形成される市場において、小さな取引費用で多数の連続的な取引が行われているのであれば、市場価格と本源的価値は概ね一致した状態が維持されるであろう、というのが効率市場仮説である。つまり、市場参加者の評価の集積としての市場価格は本源的価値を反映する、あるいは逆に、本源的価値とは市場参加者の評価の集積としての市場価格にほかならない、とする仮説。

効率市場仮説と現実の市場

効率市場仮説が成り立つ条件は、実は、かなり厳しいものである。現実には、参加者の偏在による需給の一時的な不均衡や、大きな取引費用などにより、本源的価値（適正価格）と市場価格が乖離する状況が発生する。市場の効率性が常に実現しているわけではないとしても、そのことで効率市場仮説の有効性が否定されるものでもない。本源的価値と市場価格との不一致が頻繁に生起するとしても、それは、一時的（ただし、その期間は長くなり得る）な現象であり、市場価格には本源的価値に向かって動いていく力が働いている、と想定することは、十分に現実を反映しており、経験的にも信じるに足るもの。

市場機能を支える要件

市場機能を支える基本要件は、流動性（低コストでの売買可能性）と情報の対称性の二つである。現在の高度化した市場では、おそらくは高度化しすぎたが故に、この二つの基本要件が、常時成立するとは限らなくなった。背景には、機関化による投資行動の同質化が進行したことと、投資対象の属性の複雑化がある。市場機能万能論は、急激に、過去のものになろうとしているもの。

インデックス運用とアクティブ運用

市場指数は証券の価格の平均値である。活発で自律的なアクティブ運用が行われることによって初めて、妥当な市場価格が成立。そのため、市場が過度にインデックス運用に傾斜すれば価格調整機能が働かない危険性がある。徒競走で、全員が平均を目指したら横一線に並んでしまう。皆が全力で走って、平均値を上げる努力をしたほうが良いということ。

用語集もご参照ください <https://www.fromhc.com/glossary/>

市場の効率性と非効率性

市場理論の前提

- 情報が瞬時に市場参加者に行き渡る
- 取引コストがゼロである
- 不特定多数の市場参加者が、各自の独立の思惑で売買する(売り方と買い方が拮抗する状態)
- 情報の行き渡りや取引が瞬時に行える

市場の効率性

- 市場が効率的であれば、価格＝価値
- 市場が非効率であれば、価格 ≠ 価値
- 非効率から効率的になるまでに時間が必要(この時間の長さが重要)
- 本源的価値の算定は投資家の時間軸、収益見通しの違いなどにより異なるため、基準が多様
⇒ 多様な市場参加者があってこそ、市場の効率性は高まる

裁定時間

- 資産の流動性が高ければ高いほど、裁定するまでの時間が短い
⇒ 非効率的な時期が長い資産に、より良い投資機会が生じる

価格下落時の価値への裁定に要する時間

早い



遅い

株式・債券(有価証券): 期待を織り込み比較的早期に回復

プライベート・デット: 弁済余力が高ければ回復しやすい

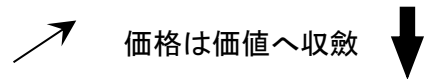
不動産: 稼働率が高ければインカムの予測性可能性が高く回復しやすい

プライベート・エクイティ: 売却等実現で価値が織り込まれて回復
*公開株式市場が堅調であれば早く戻る可能性あり

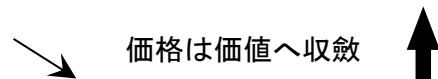
市場の効率性を支えるアクティブ運用

価格の一時的上昇(価値の上昇を伴わない)

…アクティブ運用者は割高と判断し売り



本源的価値 ----- 本源的価値



価格の一時的下落(価値の毀損はない)

…アクティブ運用者は割安と判断し買い

アクティブ運用に必要な投資判断

①本源的価値(=適正価格)をどのように算定するか

- 客観的な本源的価値の指標は存在し得ず、運用者の主観的判断
- 本源的価値は、資産が将来創出されるネット現金の期待値
- 本源的価値の基本算定方法は、一定の仮定の下での将来生まれる現金の現在価値への割引

②一時的に市場価格が適正価格(本源的価値)を下回る状況(バリュースト)をどのように認識するか

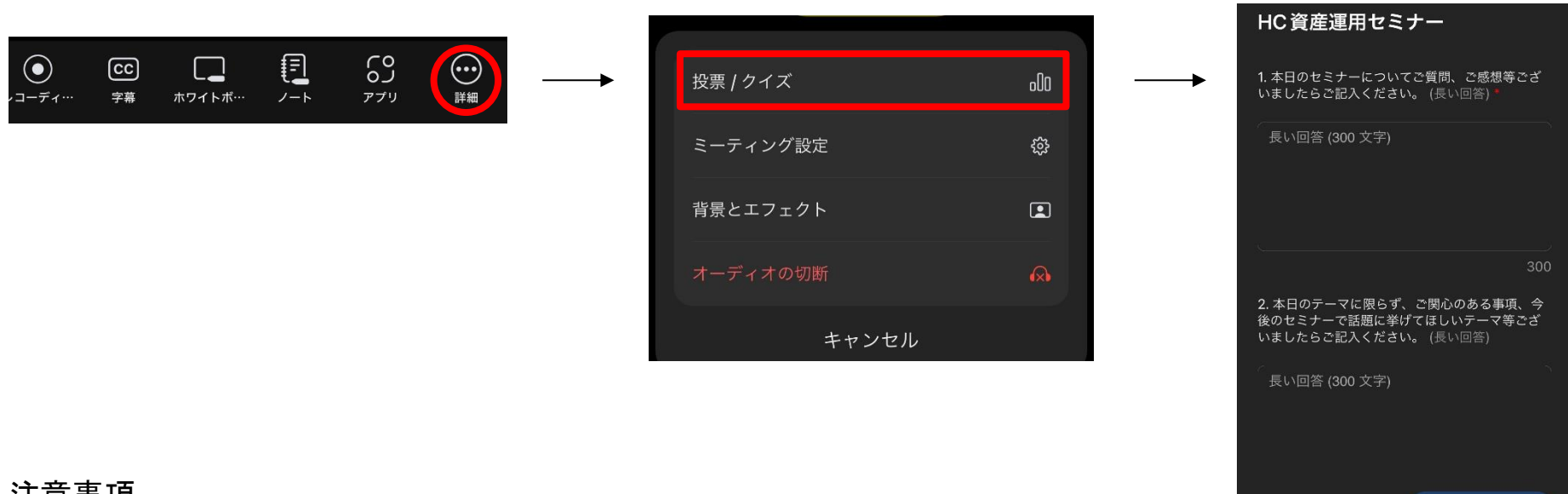
- 一定期間後に、市場価格が適正価格へよせされてくる信念
- 将来現金が生まれる仕組み、価値は毀損していないという判断
- 一時的に安くなる状況を作り出す原因の明確な見極め

③バリューストが解消する道筋と、その解消までの時間軸を、どのように認識するか

- バリューストを作り出した原因に対応するバリュースト解消への道筋
- バリュースト解消までの時間軸の測定と、時間軸に影響を与える要因の見極め
- バリュースト解消時と、バリュースト判断の誤りを認めたときは、必ず売るという厳格な「売り規律」

講演後アンケート/注意事項

今後の運営に活かしたく、ご質問やご意見、ご感想、ご興味あるテーマなどを承っておりますので、ご自由にご意見をお寄せください。
回答方法: 各セミナー講演途上でZoom上で配信します。配信後は一度閉じた場合でも、以下の通り詳細から再表示できます。



注意事項

- 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。