



### 連載 資産運用「茶飲み話」(11)

岡本 和久

#### 価値のあるものを保有する

債券を持っていると、債券発行をした企業から事前に約束したキャッシュフローを受け取ることができます。そして、定められた日に元本が返済されます。つまり、債券は将来にわたっておカネを受け取ることができるという価値を持っています。



株式を持っている人は、企業が保有する全資産から借りているおカネをすべて返済した残りをそれぞれの出資比率に応じて保有しています。つまり、株式には企業の純資産の裏づけがあります。そして、企業が生み出す利益の一部を配当金として受け取り、残りは企業に預けておき、将来のビジネスに活用してもらいます。役員報酬など例外もありますが、基本的に企業が稼いだ税引き後の利益は最終的には株主のものです。ですから、株式にも価値の裏づけがあります。

債券にしても、株式にしても、価格が市場で変動します。なぜ、変動するかというと、その証券の現在から将来にわたる価値に対する評価が人によって異なったり、変わったりするからです。しかし、これはまだ、ファンダメンタルな価値を反映した評価だと言えます。なぜなら、その証券の価値そのものが評価の基準になっているからです。

しかし、それだけではありません。価格が上に行きそうだ、下に行きそうだという思惑で価格はさらに大きく変動をします。投資家の需給関係や、チャートなどのテクニカルな状態をもとに株価や債券価格の先行きを予測し、それで一儲けしようという人たちもマーケットにはたくさん参加しています。短期的な視野や恐怖や欲望というような心理で価格は大きな変動をしますが、証券価格は最終的には本来の価値の周辺を動きます。ですから、本来の価値を投資判断の基礎としない人たちは、結局、短期の売買か、あるいは投機をしていることになります。

さらに、証券価格の将来の動きを予測してそれを証券化した証券、つまり、派生証券が取引されるようになります。こうなってくると、影の動きを予測する別の影が誕生していることになります。そし



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

て、その影の影が市場を大きく動かすこともよくあります。しばしば、犬がシッポを振るのではなく、「シッポが犬を振っている」といわれます。これは価値ある証券の価格が影の影である派生証券に振り回されるという意味です。

証券価格は証券価値という実体の影です。そして、派生証券は影の影です。そして、影の影の影が生れたり、色々な影の影を組み合わせるいかにも魅力がありそうな商品が開発されたりしています。でも、ご用心。所詮、影は影です。安心してのんびりと、ゆったりと資産形成をしようという人は実態価値のあるものだけをしっかりと保有し続けるのが一番いいのです。

### 投機と投資の違いを理解することの大切さ

視野を長期にするほど、世の中の動きにはトレンドがあることが分かります。超長期の潮流は普段、我々はそれほど気づかなくても、力強い流れで世の中を動かしています。例えば、グローバル化です。グローバル化は決して最近、始まったことではありません。中世の大航海時代だってグローバル化です。また、モンゴルが領土を拡大したのもグローバル化、フェニキア人が貿易をしていたのだってグローバル化です。ある意味、グローバル化は人類が生れてからずっと続いている潮流です。情報化についても同じことが言えるでしょう。

このような大きな潮流が100年単位の変化を起こし、その変化が10年単位で世界を動かし、それが中期的、短期的な変動を生み出しています。長期投資家はそのような大きな流れを把握した上で自分の立ち位置を確認し、長期的な流れに沿った投資をします。ですから間違っ確率が少ないのです。ただし、その効果が実現するのには長い時間がかかります。一方、短期投資家は、大きな流れではなく、非常に短期の変動を見て賭けをしようとします。大きな潮流には明確な方向性がありますが、短期の変動はランダムです。つまり、次にどう動くかは予測できないのです。でも、うまく「当たれば」すぐに儲かります。

ランダム性に賭け、一発勝負をするのはまさに投機、長期的な潮流に乗ってその流れの中で資産を増加していこうとするのが投資です。どちらが良いとか悪いとかいうものではありません。大切なことは、これらは違うものだ認識することです。投資は自分の将来の生活を支えるために行う、ある意味、ちょっと退屈な、でも、とても大切な作業です。反対に投機はエキサイティングなレジャーです。そして、買ったり負けたりの投機を続けていても、よほどの幸運がない限り将来の経済基盤は造れません。

とても残念なのは「投資」と言うほとんどの人が「投機」のことだと思ってしまうことです。これは本当に深刻な問題です。いま、きちんとしたまじめな投資教育が必要なゆえんです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

### 永遠のマジック・フォーミュラはあるのか

ある投資信託が、非常に高い確率で儲かるすばらしいフォーミュラを開発したとします。その商品は大人気になり、資金が集まり始めます。事実、予測通りのすばらしいパフォーマンスが達成され、さらに資金がどんどん流入します。投信業界でも注目されるような大きな投資信託に育って行きます。しかし、徐々にそのパフォーマンスは当初の輝きを失い始めます。そして、だんだんありふれた成果しか得られなくなるのです。

なぜ、そうなるのでしょうか。これはファンド・マネジャーに驕りの心が生れるとか、手抜きをするというような理由によるものではありません。ファンドが大きくなること自体が、パフォーマンスの足を引っ張ることになるのです。そのフォーミュラによって発見される銘柄は、他の投資家が割安であることを気づいていない銘柄です。そして、当初はファンドも小さいのでその銘柄をしっかりと買って、他の投資家が割安性に気づき買い始め、値上がりをしたところで売却ができるのです。でも、ファンドが大きくなるに従い、たくさんの銘柄を対象に大量の株数を買わねばならなくなります。そうすると、そのファンドが買うだけで、その銘柄は上昇を始めてしまいます。上昇を始めれば他の投資家もすぐに割安性を気づきます。もっと、資金量が大きくなれば、自分が買うだけで割安性がなくなってしまい、そして、自分が売るだけで値下りをしてしまうことになります。

こんなジョークがあります。ある大金持ちの投資家が、誰も注目していないある銘柄を発見し、口の堅そうな証券マンに電話をして、ひそかに買い始めます。当初株価は 1000 円だとしましょう。徐々に買いを進めるほどに株価が上昇をし、1500 円になります。順調だということでさらに買増します。買い注文もだんだん大きくなり、2000 円、3000 円とどんどん株価が上昇し、とうとう 1 万円になりました。まあ、10 倍にもなったのだから「そろそろ利食いを入れよう」というので証券会社に売り注文を出すため電話をします。証券マンは、こう答えます。「え？ 売るんですか？ 買い手なんていませんよ。だって買っていたのはあなただけでしたから・・・」。

どんなにすばらしいマジック・フォーミュラでも、そこに資金が集まるほどうまくいかなくなります。伝説の投資家、ジョン・テンプルトン卿はこんな言葉を残しています。「ひとつの銘柄選択法が人気づいたら他の方法に変えよ。どのような方法でも、フォーミュラでも多くの人が使い始めると有効ではなくなる」

### あれはブラック・スワンだったのか？

「リーマン・ショック」と言われる世界的な株式暴落が起こったのは 2008 年 9 月でした。あの時、「100 年に一度」の暴落とか、「ブラック・スワン」だとか言われました。ブラック・スワンというのはナ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

シーム・タレブという人が 2007 年に書いた本のタイトルで、「みんながありえないと思っている非常に大きなインパクトのある事象が起こる」という意味です。ちょうど、スワン(白鳥)の色は白に決まっているという常識に反して、現実には黒いスワン(「黒い白鳥」というのも変な言葉ですが・・・)が存在するということから名付けられたタイトルです。

リーマン・ショックのような大暴落は、過去の統計で見ても 100 年か、それ以上に一回、起こるか起こらないというのが常識です。しかし、実際にそれが起こったのです。それで、「ブラック・スワンだ」と騒がれました。しかし、良く考えると、あの時からわずか数年でマーケットは回復し新値をとりました。今後も波乱を繰り返しつつも長い時間の経過とともに上昇していくでしょう。それは、株式というものに本源的な価値があり、十分に分散されたポートフォリオの価値は長期的には増加していくからです。

ですから、毎月の給料から積立投資をしている「資産形成世代」にはあのショックは買いのチャンスではあってもそれほどのショックではなかったはずです。しかし、高齢の「資産活用世代」の方にはそのダメージは甚大です。取り戻すだけの十分な時間が残されていないからです。

結局、私は万人に共通する「ブラック・スワン」現象というのは存在しないのだと思います。若い人には、リーマン・ショックだって資産運用の長旅の途中のひとつの思い出です。彼らには、スワンはやはり白なのです。しかし、高齢の方にはあれは間違いなく深刻なブラック・スワンだったのです。

これからもマーケットでは何度も暴落、クラッシュ、ショックなどが起こるでしょう。しかし、何でもかんでもブラック・スワンと決めつけるのではなく、自分の立ち位置に基づいた冷静な判断が必要です。

### インデックス運用は株式市場の活力を奪うか

インデックス運用を採用する投資家が増えそれが株式市場の活力を奪っているという議論があります。新聞や雑誌などでも、企業年金は平均すると日本株の 7~8 割を東証株価指数連動のインデックス型で運用していると報じており、「そろそろ『市場全体を買う投資』を見直さないと、日本の株式市場はますます閉塞してしまう」というような論調の記事がよくあります。本当でしょうか。

インデックス運用は市場全体を買います。インデックスの対極にあるアクティブ運用は、市場の一部を買い、市場以上のパフォーマンスを狙います。確かに、年金のような巨額の資金を運用する場合、運用機関をたくさん採用してアクティブ運用をしても、結局、市場全体を保有するのに近づき、「それなら最初からコストの安いインデックス運用の方がよい」ということになります。また、個人投資家もなかなか個別銘柄を選択するだけの経験や知識、そして、時間がない人が多いの



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

で、マーケット全体を持っておこうという人も多いのだと思います。その結果、インデックス運用に人気が集まっているのでしょう。

インデックス運用をする場合、ファンドマネジャーは個別銘柄の価値評価はしません。運用の目的はいかに市場と同じようなパフォーマンスを達成するかであり、個別銘柄の高いパフォーマンスを狙っているわけではありません。一方、アクティブ運用はあくまで個別銘柄を分析し、割安銘柄を買い、割高銘柄を売ることによって市場よりも高い成果を求めます。つまり、アクティブ運用者が市場の効率性をもたらし、インデックス運用者はその効率性に依存する形で存在しているのです。

市場のなかでインデックス運用の売買が増えるほど、結果として、割高銘柄や割安銘柄が増えます。つまり、市場の非効率性が増し、アクティブ運用者にとって収益チャンスが増えるのです。問題は、その収益チャンスを積極的に取ろうというアクティブ運用者があまりいないということなのです。大きなリスクを取るべきアクティブ運用者が、「負けない運用」ばかりを求めているところに市場の活力のなさがあるのです。何か、全員が横並びでゴールインする小学校の徒競走のような気がします。

インデックス運用の市場全体に占める比率が上がったとしても、アクティブ運用者がリスクをとってしっかりとしたアクティブ運用をしている限り、市場の活力は奪われません。大切なことは、市場全体に占めるインデックスの比率ではなく、毎日の売買に占めるアクティブの比率なのです。仮に市場の 9 割がインデックス運用になっても、残りの 1 割で活発なアクティブ運用が行われていれば、市場の活力の源泉となる価格発見機能が損なわれることはないでしょう。

有識者として著名なウィルシャー・アソシエイツ社のデニス・ティトー氏が以下のような発言をしたのを聞いたことがあります。「実際にはあり得ないことだが、もし、年金資産にアクティブ運用者がまったくいなくなってしまうと、年金以外の分野で市場の効率性を生み出す多くの投資家が存在するであろう。私の考えでは、取引量の 5%くらいが活発に売買されれば大型株の値動きは十分に効率性を保ちうると思う」(拙著、「新時代の投資戦略」より)

活力を奪っているのはインデックス運用が増えることではなく、ハングリーにリターンを求めるアクティブ運用者が減っていることなのだと思います。