



### 連載 資産運用「茶飲み話」(18)

岡本 和久

#### おカネは借りた方が得か

会社が使うおカネは借りたおカネ(デット)か、株主のおカネ(エクイティ)かのどちらかです。会社はこれらのおカネを使って資産を保有し、モノやサービスを売ります。これが売上です。売上の一部は製造原価や管理費や販売費として使われます。同時に、おカネを借りている人に金利の支払いや元本の返済をします。そして残ったおカネから経営者に報酬を払い、さらに残ったものが株主のものとなります。株主はそのうちの一部を配当金でもらい、残りを会社に内部留保として預けておき、翌年以降の収益拡大のために用立てます。ここで注意していただきたいのは、会社はまず、借金の利払いや返済をして、その残った部分が株主のものになるということです。



最近、「いずれ金利が上昇するだろう。だから、その前におカネを借りておいた方がいいのではないか」という声をよく聞きます。確かにいま、固定金利でおカネを借りておけば、将来、金利が上がったとき得をするという考え方もできるでしょう。これは個人の好みの問題でもあるのですが、私自身について考えるとやはり、借金は嫌いです。とにかく借りないですむのであればできるだけ借りたくないのです。

なぜ、そう思うのかを考えてみると、最初に述べた会社の仕組みに関連しているのです。つまり、自分が会社だったとすると株主は私ひとり。そして、自分という存在と保有するモノやおカネの合計が総資産です。ここでは単純化し総資産のほとんどが自分という人的資産であるとしましょう。自分という資産を活用し、汗水流して収入を得るわけですが、おカネを借りていると、その収入から、まず借金の元金利を払わねばなりません。そして、その残りの部分しか自分のものにならないのです。借金をするという事は、一生懸命働いて稼いでも、最初に、他人がその収益の一部を持っていく権利を与えてしまうということなのです。

しかも、フローの収入だけではなく、返済が完了するまでは自分という人的資産の価値の一部が借金取りに差し押さえられているのです。いわば自分であって自分のものでない部分がある。ここ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

が私にとってはどうにも面白くないのです。一概に借金は全部、ダメと言えないのはわかります。しかし、おカネを借りる場合は、それがどのような意味を持つかを考えてから決めるべきです。

### 定年とリタイアメント

普通、英語の「リタイアメント」は日本語で「定年」と訳されています。しかし、この二つは全然、違うのではないかと思います。まず、「定年」というのは「終身雇用」という制度ゆえにできたものです。つまり、終身雇用制度では、文字通り「終身」会社で働くことを雇用の側も従業員の側も暗黙のうちに合意しています。もちろん、「終身」と言っても「死ぬまで」という意味ではないので、どこかで「終点」を決めておく必要があります。ですから、60歳とか65歳という時期を定めてその時点で全員が会社を退職するわけです。外国人にそのような話をすると、彼らは大変驚きます。なぜ、本人の意向を無視して一斉に会社を辞めさせるのか、また、会社として残って欲しい人までもなぜ、会社を辞めさせるのかということです。

彼らの言う「リタイアメント」は違います。あくまで自分の意思で「働くのをやめる」ということです。つまり、老後資金もある程度できた、だからこれからはゆっくりと時の流れを楽しもうというのがリタイアメントです。その意味でまさに、「ハッピー・リタイアメント」なのです。もちろん、「もう、働かない」と決めるのは自分です。

言い換えると「定年」というのは「終身雇用を前提として働いてきた会社を辞める」ということですが、必ずしも「働くのを止める」という意味ではないのです。そこがリタイアメントとの大きな違いです。最近ではアメリカでも完全リタイアメントの前にいくつかの段階を考えるべきだという意見があります。日本の場合、「定年＝働くのを止める」である必要はありません。そこで、定年からリタイアメントの間の「ポスト定年～プレ・リタイアメント」の時間をどう有効に使うかという発想が必要なのです。私はこの時期に次の二つのステージを考えてみてはどうかと思っています。

- プレ・リタイアメント前期：終身雇用とは異なる雇用形態である程度、生活費の足しになるような仕事を行う。これまでの経験や知識を活かした仕事もありうるし、また、まったく新しい分野でのチャレンジもありうる。さらに起業するという選択肢もあります。
- プレ・リタイアメント後期：生活費の足しにするためのおカネを稼ぐというよりは、社会とのつながりを維持することを目的とする。報酬としては若干のお小遣い程度で構わない。毎日、出社する必要はなく、仕事と自分のペースを合わせて出社する。

定年を過ぎて一番変わるのは「人生のプライオリティ」です。終身雇用という制度のもとで「会社のために」働くというクビキから解き放たれて、「自分のために生きる」ことが可能となるのです。別の会社で働くのも良いし、趣味に生きるのも良い、どちらにしても自分の価値観で生きればよいので



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

す。要するにプライオリティが「会社」から「自分」に移るのです。それだけに「自立」が問われるのです。自分の望むものがはっきりしていないと何をしても良いのかわからなくなってしまいます。

私の友人で定年になる前は「あれもやりたい、これもやりたい」とたくさんのことを考え退職するのを楽しみにしていた人がいます。退職後、しばらくして再会したら「二ヶ月もあつたらいままでやりたかったことは全部してしまつた。いまはすることがなくなつてしまつて・・・」とこぼしていました。ここでわかるのは、定年後は「いままでできなかったことをする」時期ではないということです。「本当に自分の求めていること、望んでいること」を「未来に向けて」始める時であるということです。その意味で、自分の人生の目標を見つけることがおカネの問題に取り組む前に必要とされるのです。

日本でも終身雇用制度が崩壊しつつあります。それによって定年の在り方も変わるでしょう。また、アメリカでも資金がないためにリタイアメントできないという人が多いと聞きます。団塊の世代、ベビーブーマーが退職を迎える年齢になっているいま、これまで働いてきた会社を卒業した後の時間の過ごし方をしっかり考えて充実したポスト定年・プレ・リタイアメント生活を送って欲しいものだと思います。

### ゴードンの方程式に学ぶ

証券の価値を表す考え方に「ゴードンの方程式」というのがあります。

株式の価値 = 配当金 ÷ (割引率 - 配当金の成長率)

というものです。実際にこの方程式で「この銘柄の適正株価はいくら」というのを厳密に判断するのは難しいのですが、その考え方は非常に役に立ちます。この方程式の言わんとしていることは、分子が大きいほど、そして分子は小さいほど株式の価値は大きいということです。

配当金は実績値を使いますので、これはすでに決まった数字です。したがって、株式価値は分母によって決まるということになります。配当金の成長率は長期的に見れば利益の成長率だと考えられます。割引率に大きな影響を与えるのは経済全体の金利水準です。利益成長率も金利も、そのときの景気、物価見通し、為替などに基づいて日々、予測が変動をしています。マーケットを取りまく色々な「材料」は結局、それらが業績と金利にどのような影響を与えるかという点において株価と関係を持つのです。

方程式の分母が小さいほど株式の価値は上昇します。分母が小さくなるためには金利と利益成長率の差が小さくならねばなりません。この差が縮小するためには金利が低下し、業績が向上することが必要です。あるいは金利は上昇してもその上昇を打ち消して余りあるような業績改善があればよいのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

大切なことはここで業績は利益の成長「率」であるということです。利益の絶対水準ではないのです。株価にインパクトのある「好業績」というのは株式市場的には成長率が「加速する」という意味で、高水準の利益がなだらかに続くときはすでに「成長」が株価に織り込まれていることが多いのです。反対に金利は「水準」が重要です。つまり、ゴードンの方程式の分母は金利の「水準」と業績の「変化率」の組み合わせで決まっているということです。ゴードンの方程式はマーケットを取り巻く投資環境を整理するうえでは非常に有益なのではないかと思います。

### 利益は一株当りで見よう

新聞などで企業業績の発表や予測がでているのをご覧になったことがあるでしょう。そんなとき、普通は経常利益でXX%増益などと書かれています。しかし、投資家の立場としては意味のあるのは一株当たり利益です。

企業の利益と言っても実は色々な種類があります。ざっくりと言うと営業利益というのは企業の売上から原価と管理・販売費などを差し引いた利益です。営業利益からさらに金利の支払、金利・配当金の受け取り額や有価証券の売買損益など営業外損益を反映させたものが経常利益で文字通り企業の経常的な利益の水準を示すとされています。ですから企業利益を表示するときに一番使われるのです。経常利益からさらに特別損益や税金を加減したものが当期利益で、これがある決算期の企業活動の最終的な成果です。当期利益の一部は役員報酬に充てられ、残りは株主のものになります。株主はその一部を配当金として受け取り、残りは内部留保として企業の中に置いておくことになります。

いま、議論を単純化して役員報酬は無視して考えましょう。そうすると当期利益は株主がみんなで保有株数に応じて公平に分けることになります。ある企業の前年度の当期利益が100万円だったとします。この会社は現在、1万株を発行しているとします。その結果、株主のものになった一株当りの利益は  $100 \text{万円} \div 1 \text{万株} = 100 \text{円}$  だったことになります。この企業の今期の予想経常利益が20%増益になりそうだと発表されたとします。仮に当期利益も同じく20%の増益だとすれば100万円の利益が120万円になることになります。

でも、もし、その期間中に会社が新しい株式を3000株発行して、発行済みの株数は13000株となっていたらどうでしょう。利益の分け前にあずかる株式が増えたので、利益の合計は120万円に増加しても一株に回ってくる利益は  $120 \text{万円} \div 13000 \text{株} = 92.3 \text{円}$  で前期の100円よりも低下してしまうのです。つまり、利益が株数の増加で薄まってしまっているのです。これを「希薄化」と呼びます。この単純な例でもわかるように、トータルで見た利益と株主一人ずつが得る利益は一致するとは限らないのです。大型増資をすれば株数は増え、利益の分け前が減ります。もし、自社株を買い





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

入れるなら、株数は減少して株主の分け前は増えます。もちろん、大型増資により資金調達をして大規模投資をすることで将来、大きな利益を生み出すこともあるので増資がすべて悪いとは言えません。要は調達した資金の使い方次第ということになります。

大切なことは経常利益や当期利益のように利益の合計と株主にとっての一株当たり利益は異なるということ、そして、株主にとっては一株当たりの数値の方が利益の合計よりも重要だということは覚えておくべきだと思います。投資家は経常利益に投資しているのではなく、一株ずつの利益に投資をしているからです。

### 日経平均と TOPIX の違いを知ろう

「今日、マーケットはどうだったの?」、「たしか、150 円ぐらい上がってたよ」などという会話はごく普通に行われます。このような場合は日経平均を指して話をしているんですね。つまり、いまの水準が大体 18000 円ぐらいでそれが 100 円安とか、200 円高という言い方をします。その意味で日経平均はもっともポピュラーな数値だと言っていいでしょう。

日経平均は日本経済新聞社が選んだ日本のもっとも代表的な 225 銘柄の株価の平均です。時系列でみた整合性を保つための調整はしていますが、基本的には株価の平均です。一方、もう少し地味な指標で東証株価指数 (TOPIX) というのがあります。こちらは東京証券取引所の一部市場に上場されている全銘柄を対象にしています。

TOPIX のもうひとつの特徴は「時価総額加重」であるということです。「時価総額」というのは、株価と株数を掛け合わせたもの。つまり、もし、ある企業の株式全部をいまの株価で買ったらいくらかかるかという数値です。あるいは、現在の株価でその銘柄の価値がいくらになっているかを表す数値だと言っていいでしょう。そして、それぞれの銘柄に入っているおカネの額で株価をウェイト付けしたものが時価総額加重の指数です。

いま、単純化して銘柄が A と B という二つしかない市場を考えてみましょう。A 銘柄は現在の株価が 1,000 円で、100 株発行されているとします。一方、B 銘柄は株価が 100 円で、1,000 株発行されていると仮定しましょう。したがって、平均株価は 1000 円と 100 円の平均で 550 円です。いま、A 銘柄が 10% 値上りして、B 銘柄が 10% 下落したとします。そうすると株価は A が 1100 円、B は 90 円となります。その結果、平均株価は 1,100 円と 90 円の平均で 595 円になります。つまり、平均株価でみると当初、550 円だったものが 595 円になっており 45 円高 (約 8% の上昇) ということになります。

ここでこれらの二銘柄に投資されているおカネの金額を考えてみましょう。最初の状態では 1,000



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

円の株価の A が 100 株発行されているのですから、100,000 円です。一方、B も 100 円の株価が 1,000 株ですから、100,000 円、A と B を合計すれば 200,000 円ということになります。さて、A が 10%上昇すると、1,100 円が 100 株ですから 110,000 円、B が 10%下落すると 90 円が 1,000 株ですから 90,000 円。A と B を合計すると 200,000 円です。つまり、当初と株価変動後では市場に入っているおカネは変わっていないのです。

上記の例で見てもわかるように平均株価では上昇していても、市場に入っているおカネは増えていないこともあります。あるいはその逆もあります。私はやはり、市場に入っている資金全体の変動こそ株式市場全体のパフォーマンスを表す適切な指標ではないかと思っています。

大切なことは、日経平均のような平均でみると値段の高い株価の動きの影響を大きく受けってしまうということです。一方、時価総額加重の TOPIX は市場に入っているおカネの時価がいくらかということで市場の動きを示します。どちらが上がりそうかとか、下がりそうかという話とは別に、私は東証一部市場全体の動きをより正確に現す市場としては東証株価指数(TOPIX)を使うべきだと考えています。