



### 連載 資産運用「茶飲み話」(22)

岡本 和久

#### 株式は「増価」証券

株式を買うということは、会社が持っている全資産を売却し、その資金ですべての借金を返済した残りを保有するということです。この残りの資産が株主資本です。株価というのは一株当りの株主資本をすべての投資家がいくらの価値を付けているかという値です。



株主資本がいったい、いくらの利益を生んでいるかという数値が株主資本利益率、つまり、ROE と呼ばれる指標です。仮に株主資本が 1000 円で、ROE が 10%であれば、その会社の利益は 100 円ということになります。もし、その企業が利益の半分を配当金として払うという方針を持っているなら、投資家は 50 円の配当金を受け取り、残りの 50 円は株主資本に追加され、今後の事業に活用してもらいます。

その結果、株主資本は 1050 円になり、ROE が 10%で維持されるなら、翌年の利益は 105 円となります。そして、二年目の配当金は 105 円の半分、52.5 円に増加し、株主資本は利益の残りの 52.5 円が追加され 1102.5 円となります。そうすると三年目の利益は 110.25 円となります。このプロセスがずっと続いて、株式会社の利益は成長し、株主の受け取る配当金も成長していくこととなります。

例えば 2 年目に不況が襲いその年の ROE が 6%に低下してしまったとします。そうすると利益は 105 円ではなく 63 円になってしまいます。そして、株主が得る配当金も 31.5 円となり、株主資本の追加も 31.5 円となります。その結果、株主資本は 1081.5 円となります。

ここで大切なことは、会社の利益が 100 円から 63 円に減益になっても株主資本は増加することです。もちろん、赤字になったり、利益以上に配当金が支払われたりすれば株主資本は減少します。でも、株主が保有している株主資本は、企業が減益になっても増加することなのです。

たった一つの企業に投資をしていると、その企業が赤字を続け、最後には倒産する危険性だっています。しかし、たくさんの企業に投資をしていれば、すべての企業が倒産する可能性は少



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ないでしょう。また、リーマンショック直後のように世界中が不況になれば、ある年は企業業績全体が大きく低迷することもあります。しかし、長い期間を見れば、ずっと赤字が続くということも考えにくいのです。ここに、分散投資と長期投資の本源的な意味があります。

長期・分散が株式投資の基本であるということはよく言われます。そして、多くの場合、それは株価の変動に対する手法として語られます。しかし、本当の長期・分散の意義はビジネス・ポートフォリオの変動を緩和することにあるのです。そのような視点から分散を考え、長期保有をすることが重要なのだと思います。

「株式は価値があるから『有価』証券である」とよく言われます。それは事実です。しかし、十分に分散された長期的なビジネス・ポートフォリオという視点から見れば、株式は価値が増していく「増価」証券なのです。株価は実体価値に投資家の心理がマーケットというスクリーンに投映されたものです。心理は欲望と恐怖の狭間を行き来しています。つまり、株価は影です。影を追いかけるのではなく実体価値の増加に着目していれば、株価もいずれそこに収斂していくのです。

### インデックス運用とパッシブ運用

投資の方法には市場全体の動きを上回るパフォーマンスをあげようとするアクティブ運用と、市場を表す指数に連動することを目指すインデックス運用があります。インデックス運用の場合は特定の指数に連動するのですから、「どの指数」を対象とするのかというのが非常に大きな問題となります。

色々な株式指数がすでに存在し、これからも開発されていくことだろうと思いますが、そこには二つの大きな方向性があるように思います。それは市場を細分化する方向と統合する方向です。

細分化するトレンドで一番わかりやすいのは業種別の指数でしょう。上場銘柄をさまざまな業種に分類し、その業種に属する株価を指数化したものです。同様に東証一部の中を大型株、中型株、小型株に分割されたり、成長株、資産株などの指数や、特定のテーマに基づいた指数などが発表されています。さらに東証二部指数、JASDAQ 指数やマザーズ指数などもあります。

もちろん海外にもたくさんの指数があります。そこで出てくるのが、もう一つの方向性、統合化です。日本の株式市場も含めて世界の先進国市場を対象とする指数、さらには新興国市場も含めた全世界の株式市場の動きを表す世界株式指数などが開発されています。

そして、この統合化の方向はさらに株式だけではなく、全世界の債券、コモディティー、不動産、さらには美術品なども含めた世界中の投資家が投資目的として資金を投じているすべての資産クラスを含めた「全世界・全投資資産指数」のようなものに集約されていくのだと思います。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

本来、ポートフォリオ理論が想定していた「マーケット・ポートフォリオ」というのはそのような指数に連動するもので、そのリターンを受け入れるのがパッシブ運用だったのでしょうか。しかし、現実にはそのような指数は今のところ存在しないので、代替指数として時価総額も大きく、しかも、価格の効率性も高い全世界の株式指数が使われているのです。私は本来のパッシブ運用は、完璧ではないにしろ、今のところ全世界の株式市場の動きに連動する運用だと考えています。

その意味では全世界の株式市場の一部のみを取り出した指数に連動する運用はインデックス運用ではあってもパッシブ運用ではありません。それは「アクティブ・インデックス運用」です。例えば日本市場の中の金融セクターのみに連動するインデックス運用は日本市場全体から見れば極めてアクティブな運用です。同じように日本の株式市場のみに投資をするインデックス運用も世界の株式市場から見ればアクティブな運用なのです。「日本株インデックス運用は20年も低迷を続けた。だからパッシブ運用はダメだ」というのは筋違いの意見で、単に指数の選択を誤った結果であると考えるべきではないかと思います。

### 超金融緩和とその後

株式であれ、債券であれ、証券のリターンは究極的には企業が生み出す付加価値です。2000年のITバブル以降、さまざまな「危機」が起こり、世界各国は金融緩和という手段でその危機を乗り越えてきました。その結果、実体経済の成長よりもはるかに速いペースで市場に資金が供給されたのです。これはおカネ1単位当たりの企業が生み出す付加価値が持続的に低下したということに他なりません。ここに現物証券への投資が儲かりにくくなった根本的な原因があるのだと思います。

増え続ける資金を背景にこの10余年、さまざまな投資商品が誕生しました。しかし、おカネ1単位当たりのリターンが低下しているのですから、現物証券をただ保有しているだけでは十分なリターンが上がらないのは当然です。そこで色々な工夫が凝らされました。その一番典型的なものがレバレッジでした。つまり、100しか資金がないのに、900を借入れ、1000の投資をする。1割うまく儲かれば、900を返済しても、200残る。つまりリターンは100%です。金融はじゃぶじゃぶですから、レバレッジのための資金を借りるのはそれほど困難ではなかった。そこでレバレッジを最大限に活用したたくさんの投資商品が誕生したのはご存じの通りです。

レバレッジ以外にも、低リターン環境下で様々な金融商品が出回りました。例えば、派生証券の活用です。派生証券のリターンの源泉は基本的には原証券の値動きです。つまり、値段さえ動けば、株式や債券の本源的なリターンとは関係なく収益チャンスがあるのです。また、クレジット・リスクをとってリターンを高めることも行われました。低格付けの証券でも分散をすれば大丈夫という安易な考えが蔓延しました。確かにタマゴは色々なかごに入れられたのですが、



## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

たくさんのかごを置いておいた棚そのものが落ちてしまったのです。サブプライム・ローンはこれらの象徴だったと言えるでしょう。

もうひとつは短期の売買です。これも値動きは小さくても回転率を高速化することで収益を得ようというものでした。ともかく、有り余る資金はさまざまな手法を活用して証券市場に流入し、証券価格の水準を上げてきました。そして、いま、ようやくにしてアメリカから超金融緩和を修正しようという動きが出てきています。この動きは最終的には世界全体の動きになると思いますが、その期間、かさ上げされた証券価格は調整を余儀なくされるでしょう。しかし、これはまた、証券市場の健全化への道でもあります。いま、大切なことは過去のことになってしまった夢を追うことではなく、徐々に本来の健全な投資に戻ることなのだと思います。

### マネー教育は家庭から

日本では学校でおカネのことを教えない、これからは金銭教育、投資教育などを学校で教えるべきであるという声を聞きます。これはこれとして良いことだとは思いますが、本当に重要なのは家庭におけるマネー教育です。

学校の教室はある意味、最もおカネと縁遠い世界です。しかし、家庭はいつもおカネと向き合っています。子どもとのかかわり合いでも、家庭ではおカネに関わる問題がたくさんあります。私はたくさんのおカネに関する授業をさせていただいていますが、子どもたちに「なぜ、君たちはおこづかいをもらえるのだろうか？」と聞いてもほとんど答えが返ってこないのです。同じ質問を親御さんたちに聞いてみても、これもまたあまりはっきりした答えがない。「世間がそうしている」程度の理由です。確かに「子どもにおカネの管理を覚えさせたい」とおっしゃる親御さんもいます。「それではそれをきちんと子どもさんに伝えていきますか？」、「おカネの管理をする上で大切なことを教えてくださいませんか？」と聞くと黙ってしまう方が多いのです。

おカネを使うときも、買いたいもののリストを作る、リストの各項目を欲しい順にランク付けする、すぐ買わないでしばらく考える、そして、買う時は値段を比較する、そんな指導から家庭のマネー教育は始まります。まずは、できるだけスーパーなどでの買い物に子どもさんを連れて行ってはどうでしょうか？そして、買い物に不可欠な「選択」のプロセスを親が子どもに見せてあげる。

ATMからおカネを引き出す時には、このおカネは保護者が働いて稼いだ月給が銀行に振り込まれているから引き出せるのだということを伝える。そんな身近なことの積み重ねが子どものおカネに対する認識を高めていくものです。すべての教育に当てはまることですが、特にマネー教育は、家庭から始まるもので、学校にアウトソースできるものではないということを各家庭に知っていただきたいものです。



### なぜ、「貯蓄から投資へ」は実現しないのか

「これからは『貯蓄から投資へ』の時代だ」、私が今を去ること40数年前に就職した証券会社の入社式での社長のあいさつでした。そして、いまも、同じフレーズが鳴り響いています。

どうして、『貯蓄から投資』は掛け声ばかりでなかなか実現しないのでしょうか。ごく普通の生活者は将来に対して不安感を持っています。しかし、どうして良いのかわからない。NISA制度も順調に普及し、確定拠出年金も注目が高まっています。制度的な後押しはもちろん、助けになるだろうとは思いますが、しかし、何か根本的な問題があるから、40数年来の掛け声の割にちっとも現状が変わらないのではないかと思うのです。

結局、個人の資金が株式などのリスク資産に向かわないのは総体として見た日本企業に投資をするだけの魅力がないからと言えるのではないのでしょうか。その根本は企業が株主に十分に報いていないこと、そして、特に近年は企業がリスクを取ることに非常に消極的になっていることに原因があるのではないかと思います。

株式を買うということは投資先企業のオーナーとなることです。2013年度のデータですが、法人部門が保有する現預金は174兆円に上るといいます（財務省法人企業統計）。投資家の立場から見れば、リスクを取るために投資をしても、投資先企業の資産の非常に大きな部分が現預金になっておりリスクを取っていないということになるのです。

例えば、ある株式投資信託が、リスクを取ることを躊躇し資金の大部分を現預金にしていたらどうでしょうか。おそらくその投信を買う投資家はいないでしょう。その投信を買うよりも、その資金を自分の銀行口座に入れておいた方が良いでしょう。株式会社への投資でも同じようなことが言えます。

「貯蓄から投資へ」というこの聞き飽きたフレーズに関連して、私がいつも違和感を覚えるのは、投資家がリスクを取らないから投資へ資金が回らないのだという声です。私はそうではなくて、投資対象に魅力が十分でないから投資に資金が回らないのだと思っています。最近、企業統治に注目が集まっているのは良いことです。企業は株主の資金のつかい方にもっと、もっと注意を払うべきではないのでしょうか。

個人がリスク資産への投資に積極的でない理由としてファイナンシャル・リテラシーの欠如を言う人もいます。それはある程度、正しいとも言えるのですが、それではファイナンシャル・リテラシーが高まればみんなが日本株を買い始めるかと言えばそれも疑問



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

です。投資の基礎を理解するほど、日本株の投資収益性の低さが目につくようになるからです。

個人投資家は総体として見れば、そして、長期的には、比較的、合理的な投資行動をとっています。ですから、「上から目線」で制度的なエサをやれば個人は飛びつくと考えるのは間違いで、個人が投資したくなるような企業が増えることがこの問題の解決の前提なのだと思います。企業がリスクを取って収益率を上げること、そして、その収益をきちんと株主に配分する。そのことこそが、この40数年来の夢を正夢にする一番の薬ではないかと思います。