



### 連載 資産運用「茶飲み話」(25)

岡本 和久

#### 二種類のゼロサム・ゲーム

Aさんが1,000円で買ったある銘柄をBさんに1,200円で売りました。さらにCさんがその銘柄を1,300円で買いたいというのでCさんに売却しました。その後、Dさんが強気になり「1,500円でも買いたい」と言ってきました。そこでCさんはDさんにそれを売却したのです。これでAさんは200円、Bさんは100円、Cさんは200円のもうけを得たこととなります。



しかし、もし、Aさんが息子、Bさんが娘、Cさんがお母さん、Dさんがお父さんだとしたら、このファミリーとして一体いくらのもうけがあったでしょう。お父さんがさらに高い価格で家族以外の人に売却をしない限り、家族全体としてのもうけはありません。

この家族の場合、外部にも投資家がいるのでファミリー以外の人に高く売れば家族として儲けることが可能です。しかし、もし、すべての市場参加者がみんな家族だとしたらどうでしょう。投資家一家としてのもうけは家族のなかでどんなに必死に売買を繰り返しても全体としては増えることはありません。投資家総体としての利益はゼロです。正確に言えば売買に伴い手数料がかかりますからその分、マイナスになります。つまり、流通市場での取引はコストを無視すればゼロサム、コストを含めればマイナスサムの世界なのです。誰かがもうければ必ず誰かが損をしている、それが現実です。

しかし、ここで大切なことは株式を保有するということは企業の資産を保有することであり、資産は企業活動を通して価値を生むということです。株式リターンの源泉は企業が生み出す付加価値です。十分に分散されたグローバルなポートフォリオを長期で保有していればその付加価値が増加していきます。もちろん、価値の増加は一朝一夕で実現するわけではありません。それには長い期間が必要です。つまり、長期的には株式のリターンの源泉は増大しているのです。ですから、株式を流通市場で短期売買する場合にはマイナスサム・ゲームであっても、長期で株式を保有していると、パイの配分「比率」は同じでも、パイの拡大により「金額」そのものは大きくなることは十分にあり得るのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ここが株式の短期取引と長期保有の違いです。また、FXなどの為替取引との大きな違いです。為替そのものは単なる交換価値を表したものであり、為替そのものが価値を生んでいるわけではありません。ですから、同じゼロサムでもこちらは「金額」で見たゼロサム(コストを含めるとマイナスサム)なのです。

もちろん、金額で見たゼロサムであってもその中には勝者もいれば敗者もいます。ですから、自信のある方はそれにチャレンジするのは構いません。しかし、株式の短期売買やFXなどの為替取引と株式の長期保有は同じゼロサムであってもその性格が異なることは十分に認識する必要があります。

### ディスプレイのむこう

中学校や高校で出張授業をするときに生徒に「どうしてATMからお金がでてくるかわかる？」という質問をします。本当に驚くのですが、答えられない子供がとても多いのです。中には銀行にはたくさんの方が預金をしているから、そのお金がでてくるのだという珍解答もあります。また、こんな話もあります。お母さんが「お金がない」というと「じゃあ、ATMから出して来れば」と平然と答えるというのです。

要するに子供たちは、ATMからお金がでてくる背景に自分の保護者が職場で一生懸命に額に汗をして働いているということが実感できていないのです。社会に役立つ仕事をして、世の中から感謝され、その「感謝のしるし」として給料が銀行口座に振り込まれる。だから、ATMからお金が引き出せる。意外にその前段部分が実感をもってわかっていないのです。

私が子どもの頃、そして、社会にでてからも長い間、月給やボーナスは現金を給料袋に入れて支給されていました。父が持って帰ってきた給料袋に入っているお金で自分たちの生活が賄われていることが実感できていたのです。いまは、幸か、不幸か、給料袋はほとんど絶滅しました。便利にはなったのですが、それがお金と労働を分離してしまったように思います。お金がATMのディスプレイ上の単なる数字になってしまったのです。しかし、良く考えてみるとディスプレイを見ながら株式の短期売買をしている方々も似たような面があるのではないのでしょうか。

情報化・パソコンの普及などによって株式投資もディスプレイ上の数字で行われることが一般的になってきました。確かにそれは便利なのは間違いありません。しかし、その結果、ディスプレイ上の株価の背後に企業の事業活動があり、そこで毎日、一生懸命に働いている人がいることを忘れがちになってしまっているように思えます。投資とは企業を買うことです。そして、企業では人々が労働をして付加価値を産み出しているのです。その付加価値こそ株式投資のリターンの



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

究極の源泉です。ディスプレイ上の株価の動きで儲けようという人はたくさんいます。しかし、ディスプレイの壁の向こう側にある企業活動に注目する人は少ないのです。

投資で成功するには大多数の人と違う行動をとることが必要です。ですから、バフェットの例を取るまでもなく今、企業価値に注目する投資家には大きな収益チャンスがあるのです。まさに、「人の行く裏に道あり花の山」なのです。

### 投資方針書を書こう

長期的に資産運用をしてゆく過程では、いろいろな出来事が起こります。バブルもあるかもしれませんが。暴落もあるでしょう。しかし、それらに耐えて、確信をもって自分の信念を貫くのは並たいていのことではありません。

いつも、その時点で正しいことをしていれば、目先の結果は良くなったり悪くなったりしても、長期的には期待した結果に近い成果が得られます。問題は多くの人が目先の結果にとらわれて正しい道筋から離れたことをしてしまうところにあります。

おこづかいを稼ぐために短期で売買するのは、それは所詮、偶然性に賭けているだけです。ただ、運に賭けているだけです。いずれにしても長期的な方針とはあまり影響がありません。しかし、ゆたかでしあわせな人生を送るために人生を通じて資産運用をしようという人にとって方針が大きく変更するのは大きな問題です。

この問題を解決する手段が投資方針書を書くことです。あまり詳細でなくても構わないので、自分がこの資産運用で何を実現しようとしているのか、どのような基本的な考えかたで運用するのかなどを記しておくのです。

もちろん、投資方針書は絶対に修正してはいけないものではありません。個人的な環境も変わりますし、また、マーケットの状況も大きく変化することもあるかも知れません。ただ、修正をするにしてもどのような時に修正をするかは決めておくべきです。そして、どのような考えに基づいて修正をしたかも記録しておくべきです。

投資方針書は年金の世界では当然のごとく存在する運用基本方針です。年金も長期投資、個人の資産運用も長期投資。まして、確定拠出年金のように自分が運用責任を負う場合にはどうしても基本方針を明確にしておく必要があるのです。それが将来の自分に対する運用責任です。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

これほど重要な投資方針書ですが、残念ながら、ほとんどの人が実行していません。根無し草の投資にならないためにも、自分が行う資産運用の原点を明確にしておきましょう。長期投資という長旅を歩んでゆく、将来の自分のためのロードマップだと考えてください。

投資方針書の主要な項目のみを以下に記しておきます。

### 投資方針書の概要(例)

1. 資産運用の目的
2. 運用収益目標
3. 投資環境と投資方針
4. 基本ポートフォリオのアセット・アロケーション
5. アセット・ロケーション
6. 銘柄選択
7. 売買執行の方針
8. モニタリング
9. リバランスの基準
10. 投資方針の変更

### なぜ、ROE が重要なのか

JPX 日経インデックス 400 がその銘柄選定基準に ROE(株主資本利益率)を重視していることからわかるように、銘柄選択を行う際に ROE に注目する投資家が増えています。なぜ、ROE がそれほど重要な指標なのでしょう。

株式を買うということは投資先企業の株主資本を買うということに他なりません。ROE はある決算期の平均株主資本がいくら利益を生み出したかを見る指標です。つまり、「株価という値段の見返りに買った株主資本が何パーセントの利益を出してくれているか」を示す指標なのです。当然、この数値が高いほど買い付けた株式が生み出している利益が高いことになります。生み出された利益の一部は配当金として支払われ、残りは内部留保となります。内部留保は株主資本に追加されるのでこれも株主の持っている資産ということになります。その意味で ROE は投資効率を計る最適な指標です。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

第二に ROE は企業の収益変動の原因を探る有効な手段です。右図に示されているように ROE は分解されます。ここでわかるように ROE という数字は資本効率、収益率、税率、安定性などの指標を統合した結果なのです。長期的な ROE の変遷を分析する場合、何が原因で変動しているかというトレンドを把握することができます。

三つめに ROE はその企業が外部資本に依存しないで達成できる成長率を判断する要素になるということです。ROE に利益留保率(100-配当性向)を掛け合わせた数値をインターナル・グロース・レートと呼び、その企業が内部資金で達成できる潜在的な成長率を表します。この数値以上の成長を実現するためには増資または借入による資金調達が必要ですが、その場合は利益の希薄化やレバレッジの増大による収益の不安定化が起きてしまいます。

このように ROE という数値は極めて有益な指標です。同時に単に短期的、かつ、表面的な ROE の数値で判断するのではなく、ROE を起点としてわかる様々な要因を分析することが重要なのです。

