



Mission 4 Presents
1日でも本当に大切なことが学べる特別セミナー
「惑わされない資産運用」
第二回：市場に惑わされない

講演：岡本 和久



<名人芸>

1980年の夏であった。

私のもとに、ある著名な老ポートフォリオ・マネジャーから電話があり、日立製作所の株式につきコメントを求められた。同社株は当時、だれしも割安であることは認めていたが、万年割安株として片付けられ、ほとんどの人が見向きもしない銘柄であった。株価も300円以下に放置され続けており、しかも、誰もそのことを不思議とは思っていなかった。私は同社のファンダメンタルズは改善しており、今期は増配になるもようであることなどを話した。その結果、彼は大量の日立株を買い付けた。

その後、同社株は上昇に転じ、翌年、夏場にかけてそのピッチは加速した。しかるに、彼は8月に入るや、900円越えでほとんど保有株式を売却してしまった。野も山も1,500円説を唱えていた時



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

である。果して、同月 12 日、日立株は 947 円の史上最高値をつけ、その後、翌年にかけて、500 円まで暴落した。まさに名人芸を見る思いであった。

岡本和久著「勝者のゲームを闘う法 ～ 株式分析の実践技法」(東洋経済新報社 1990 年)より

このポートフォリオ・マネジャーはおそらく、長年の経験と調査によって、実体面から見た日立株のあるべき株価水準を頭の中に持っていたのであろう。そして、現実の株価が 300 円なら安い、900 円では高いと判断したのであろう。

日々、変動する株価は影である。影の動きに超然としつつ、冷静に株式の価値を把握し、その時の相場環境において、株価が割高か割安かを判断してゆく。証券アナリストの仕事は、揺れ動く影(株価)を、実体の変化(株式の価値)と光の位置の変化(相場心理)の二つの要因に分けて分析することにあるといえよう。これらの二つの要因を把握してこそ、影(株価)の動きが理性的に判断できる。影のみを見ていても決して、影の動きは予測できないのである。

揺れ動く影に惑わされることなく、株式の実体価値がどのように変化しているかを把握してゆくことが、株式投資において、長期的かつ継続的に「勝者」として勝ち残るための条件である。そして、この道も奥義を極めるには、芸術や武術などと同じく、長い期間にわたるたゆまぬ修行と尽きることのない情熱を必要とするのであろう。

<道端のコイン>

1975 年のころです。私の若き日の証券アナリストの師匠はジェームズ・ローゼンワルド氏という人でした。彼はベンジャミン・グレアムの最初の弟子で 1929 年の大暴落の時にすでに証券アナリスト(当時は統計家と呼ばれていた)として活躍していたというのが自慢でした。60 年代から日本株を「シンデレラ・ストック」として注目していました。電卓もあまり普及していない時代で、いつも胸ポケットに計算尺を持っていました。彼の秘書しか読めないようなヨロヨロの字でレポートを書きました。そして、お客のもとと一緒にいったものです。

彼はお客にも私にもいつもこのようなことを言っていました。

道端に金貨が落ちていたとしよう。最初に通った人は見逃すかも知れない。二人目も気づかないかも知れない。しかし、本当に価値のあるものは、必ず、いつか、誰かが発見するものだ。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

本当にそうだなあと思います。

<本音と現実>

株式を売買するほとんどの方の「本音」は、①できるだけたくさん、②できるだけ早く、③できるだけ安全に儲けたいということでしょう。しかし、投資収益とは、①そこそこの利益を、②長い時間をかけて、③リスクを取った見返りに与えてもらえるものです。これが証券投資の現実です。

つまり、証券市場に参加する多くの方の本音と、証券市場が与えてくれる現実の間に大きなギャップがあるのです。三つの「本音」をすべて満たすことはできません。そこで何かを犠牲にしなければならないのですが、多くの方は、「できるだけたくさん、できるだけ早く」を優先させて、「できるだけ安全」を後回しにします。

「株式投資はリスクが大きい、だから、できるだけ短期で売買した方が安心だ」と考える個人投資家が非常に多いのです。しかし、この論理は明らかに誤りです。正しくは「株式投資はリスクが大きい。だから、大きな利益を狙うのではなく、そこそこのリターンを長い時間をかけてとる」ことが必要なのです。少しずつ時間をかけて資産を増やしていけば資産運用はとても簡単でハラハラ・ドキドキするようなものではありません。

三つの本音のうち①と②を優先して③の「できるだけ安全に」を犠牲にした取引は投機です。それにもかかわらず「危険だからできるだけ短期で売買する方がよい」と多くの人が思っていることで、知らず知らずのうちに投機への道を歩んでしまうのです。投機で儲かったとしてもそれは「運が良かった」だけの話です。証券市場の現実を見据えて合理性のある運用をすることこそ投資で成功をする唯一の方法です。

<残り物には福がある>

株式は売買で儲けるものではない。保有して儲けるものです。狩猟民族のように森に行って獲物がいたらそれを打ち捕るのではない。農耕民族のように種を捲き、日に当て、水や肥料をやって時間をかけて育てるものです。マーケットという森に入っていく、面白そうな銘柄を見つけて売買するのではない。経済という畑に自分の将来のためのお金を種として捲き、それが芽を出し育つのを助けるのが投資です。

株主は会社の資産から借金をすべて返済した「残りもの(株主資本)」を所有します。株主は企業のオーナーです。そして、株主は売上からすべての費用を差し引いた「残りもの(内部留保と配当



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

金)」を得ます。毎年、内部留保は積み上がり、残り物はだんだん増えていきます。株主が保有する株主資本は増加します。しかし、残り物だから「いくら残るかわからない」というリスクがあるのです。でも、残り物だから福もあるのです。

ただし、一つの企業だけを保有していると不幸にもその企業が倒産することもないとは言えません。しかし、多くの企業を保有していればすべてが倒産する可能性は少ないでしょう。また、複数の企業を保有していてもある1年だけを見れば全体の収益が落ち込むこともあるでしょう。しかし、長期にわたって収益が落ち込み続けることもないでしょう。なぜなら世界の人口は増加し、人々はよりよい生活を求めているからです。技術革新も起こり、グローバル化に対応して世界のインフラ投資も進みます。ここになぜ、「分散投資」と「長期投資」が大切かという理由があります。

<短期投資はマイナスサム・ゲーム>

株式投資というものは売買で儲けるものだという誤った常識を持っている方が非常に多い。しかし、短期投資はマイナスサム・ゲームです。

Aさんが持っている株式をBさんに1,000円で売ります。Bさんは翌日、それをCさんに1,100円で売ると、100円儲かります。Cさんはさらに翌日、それをDさんに1,200円で売れば、Cさんも100円の儲けです。そして、DさんはEさんに1,300円で売ればDさんも100円の儲けとなります。この4回の取引で100円ずつ設けた人が4人できたわけです。



しかし、もし、Aさんがお祖父さん、Bさんがお父さん、Cさんがお母さん、Dさんが息子だったとしたらこの家族全体でいったいいくら儲けがあったのでしょうか。もちろん、全体としては一銭の儲けにもなっていません。

もし、隣の家の親切なおじさんがEさんからこの株式を1,500円を買ってくれば、ファミリーとしての利益が実現します。しかし、Eさんがこれをじっと持っている限りゼロサム・ゲーム、手数料を入れればマイナスサム・ゲームなのです。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

大切なことは、短期間の場合には企業の価値がほとんど変わらないということです。価値が変わらない以上、際限なく、高値を買ってくれる投資家が出てくるとは考えにくい。だから、高値を買い続けてくれる人がいて成り立つ儲けの仕組みは成立しないのです。

一方、長期投資はどうでしょう。十分に分散された企業を長期間、保有していれば、全体の価値は増加します。もちろん、

日々の株価は大きく変動します。しかし、長期的に見れば短期の変動も価値の周辺で起こっていることがわかります。変動の中心となる価値は増加をしているのです。つまり、売買で儲けるのはマイナスサムのゲームですが、長期投資はプラスサムの世界なのです。



<株価は影>

株式には価値があります。十分に分散された株式ポートフォリオの価値は長期的に増加していきます。しかし、株価はその時点の価値から上にも下にも大きくかい離します。それは投資家心理が大きく影響するからです。投資家の心理は欲望と恐怖の間をめまぐるしく行ったり来たりしています。欲望の側から光を当てると企業の価値はとても大きく見えてしまいます。一方、恐怖の側から光を当てるととても小さく見えます。そのために株価は上にも下にも大きく変動するのです。ですから、影をいくら追いかけても意味がありません。次の瞬間、影が大きくなるか、小さくなるかなどわかるものではありません。でも長い目で見れば影もやはり実体価値を中心とした動きをしているのです。



2016年5月時点のトヨタ自動車の株価はほぼ6,000円ぐらいです。同社は33億株を発行しているので、時価総額は約20兆円です。仮に1日平均で株価が1%動いたとすると、時価総額は約2,000億円変動したことになります。トヨタ自動車の2017年3月期の連結当期純利益は1.5兆円の予想です。つまり、株価が1%動くと、1日で当期純利益の約13%に相当する価値が株式市場では変動していることになります。昨日と今日で、同社の企業価値がどれだけ変化したのでしょ



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

う。とても利益の3割が増減する大事件が毎日起きているとは思えません。これからも、所詮、株価は「影」であることがわかると思います。

昔からウォール街では、株式市場は欲望と恐怖の狭間を上っていくと言われる。恐怖の光(投資家の心理)は高いところから実体(株主価値)を照らす。すると影(株価)は小さく見える。逆に、欲望の光(投資家の心理)は下の方から光を当てるので、実体(株主価値)が大きく見える。影(株価)は、光(投資家の心理)の当て方で、上にも下にも動く。だから、影の動きに惑わされないことが極めて大切なのだ。

<竹田和乎さんの教え>

~~~~~  
/> 上がってよし、下がってよしの株価かな(故竹田和乎氏)  
/> ~~~~~

2016年7月21日、日本最大の個人投資家と言われた竹田和乎さんが逝去されました。私も何度かお会いしました。初めて伺ったときに、事前に私の著書をお読みいただいていたことを知り感激したことを覚えています。ある時、こんなことを話していただきました。



~~~~~  
/> みんなが株を買いたがっているとき、私は持っている株を売ってあげるんです。
/> みんなが株を売りたいがっているとき、私は持っているお金で買ってあげるんです。
/> そうすると自然に儲かってしまうんです。(故竹田和乎さん)
~~~~~

### <コントロールできることとできないこと>

アメリカの自由主義神学者、ラインホルド・ニーバー(Reinhold Niebuhr, 1892/6/21 - 1971/6/1)に以下のような言葉があります。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

「神よ、私が変わることのできないことを受け入れる冷静さを、変えることのできることを変える勇気を、そして、それらの違いを判断できる知恵を与えたまえ」

この言葉はそのまま資産運用の要諦を示しています。リターンは我々がコントロールできることはありません。しかし、リスク、資産配分、コストなどはコントロールできます。しかし、多くの方がコントロールできないリターンを追いかけて失敗するのです。コントロールできることをコントロールした結果として出てくるのがリターンであることをよく理解すべきです。

### <ミスター・マーケットにご用心>

証券アナリストの父と言われるベンジャミン・グレアムはミスター・マーケットの言う事を聞いてはいけないという警告を出しています。

ミスター・マーケットは非常に世話好きで、現在価値に関する自分の考えを毎日教えてくれ、さらにはその価格で持ち分を買い取っても良いし、自分の持ち分を分けても良いと言ってくる。しかし、しばしば理性を失い、常軌を逸した価格を提示することもある。  
ベンジャミン・グレアム著「賢明なる投資家」Pan Rolling 出版

ミスター・マーケットとは結局、価格の変動です。つまり、市場の動きということでしょう。グレアムさんが言っているのは価格の動きに惑わされるな。価格の動きにつられて売買をするなということです。ひたすら価値を見極め価値よりも大幅に価格が安くなっていればそれを買えばよいということです。

### <GMの企業年金発足に際しての理念>

1952年4月、GMの会長、チャールズ・ウィルソンがUAW(全米自動車労組)に、GMの従業員のための年金制度の創設を提案、同年10月に年金制度が誕生しました。この年金基金は株式を中心に運用を始めた点に大きな特徴があります。なぜ、株式が運用の中心なのか、その点について以下のような説明がされています。これはまさに株式投資の原点とも言える考え方です。

「大規模な年金はアメリカ経済(資本主義経済体制)そのもの、アメリカの生産と成長に直接投資すべき」



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

「年金は、生産手段に対する貸し付けではなく、生産手段に対する所有権に基礎を置かねばならない。しかも、その所有権は、特定の企業の所有権ではなく、アメリカという国全体の生産能力でなければならない」

P.F.ドラッカー、「見えざる革命」(ダイヤモンド社)より

これは1952年にGMが企業年金を発足した際に会長のチャールズ・ウィルソンが述べた言葉です。ここで彼は年金運用の目的を明確に「経済そのもの」に資金を投ずるということを述べています。我々の生活を支えてくれている「生産手段を所有」することが年金運用の基礎である。この時代においては「アメリカという国全体」と表現していますが、今日的には「世界全体の」と言い換えるべきでしょう。これは企業年金の運用目的であるのですが、運用の責任が個人に転嫁されつつある今日、人生を通じての資産運用を行う個人にもそのまま当てはまる考えだと思えます。

<盲目の証券アナリスト(CFA)、シン・スングュさんの言葉>

株価チャートを見ることができないという「お恵み」のおかげでファンダメンタル・バリュー投資を深めることができた。(シン・スングュ氏、CFA)

韓国生まれのスングュさんは小さいころから目に障害がありました。何度も手術を受けたのですが9歳のころ、緑内障で視力を失いました。その後、ハンディキャップのある人々の教育が進んでいるアメリカに渡り、努力の末、ハーバード大学とマサチューセッツ工科大学大学院で学び、JPモルガン・チェースを経て、現在はブラウン・ブラザーズ・ハリマンで債券アナリストとして活躍をしています。グローバルな証券アナリストのプロフェッショナル団体が認定するCFAの資格も全盲の方として初めて取得しています。上記はスングュさんの言葉です。全盲であるということが彼のプロとしての技量にとって「お恵み」であったと言い切れるのはすごいことだと思います。しかし、また、我々はあまりに何でも見え過ぎてそれに惑わされ過ぎているのではないかということを感じざるを得ません。

「市場に惑わされない」というテーマでお話をさせていただきました。一番大切なことは株式投資とは企業のオーナーになるという原点をしっかりと抑えることです。我々の生活を支えてくれる世界の民間企業のオーナーになることによって将来の我々の生活の支えを築くのが人生を通じての資産運用です。最後に中国の古典、「荘子」にある「混沌の死」というエピソードを紹介しておきましょう。





## 長期投資仲間通信「インベストラيف」

### 混沌の死

南海、中央、北海にそれぞれ帝がいた。中央の帝は名前を渾沌(こんとん)といった。彼らはしばしば渾沌の領地で会合をしていた。「いつも混沌殿には手厚いもてなしを受けている。どうだろう、人間の顔には目耳口鼻の七つの穴があり、それで見たり、聞いたり、食べたり、息をしたりする。だが気の毒に、渾沌殿にはそれがない。ひとつ、お礼に顔に穴をあけて差し上げては」、「それがよい」ということで話が決まり、二人は一日にひとつずつ、渾沌の顔に穴をあけていった。そして、七日目、渾沌は死んでしまった。(荘子、応帝王)