



FIWA®マンスリー・セミナー講演より 資産形成としての個別株投資 ～長期投資をもっと身近に～

講演：川元 由喜子氏
レポーター：赤堀 薫里

私がしたいことは、ひたすら株式投資の敷居を下げたいということです。株式や株式市場に対する理解を広めたい、それだけです。現代の経済は、企業の業績が悪いのに GDP が伸びるということはありません。企業が利益を出すことで、経済が成長していく。経済(名目 GDP)が成長すれば、それに伴って株式市場は成長する。

企業が利益を出していれば、債権者よりも株主に分け前がたくさんいきます。ですから経済が成長していけば現金や債券を持っているよりも株式を持っている方がその恩恵を大きく受けることができます。それが、「長期的に資産形成するのであれば株式を持ちなさいよ」という理由です。長期投資が必要という理由は、経済のサイクルが5年、10年なので長期で持たないと効果が出ないのです。



個人投資家のみなさんが実際にどうやって個別銘柄を選ぶのかという話をします。基本の投資指標をとにかく使いこなす。いろいろな投資指標や分析指標がありますが、計算するのが面倒くさいわけです。

株式を買うということは、バランスシートの中の株主資本を買っているということです。この部分にいくらのお値段をつけているのか？というのがPBR。だからお値段の基本はPBRです。ROEは、会社が投下した資本に対するこの利益の収益性。会社の収益性だから投資指標ではなくて経営指標です。会社はROEで収益を上げています。そのベースにある資本に高いお値段をつけてしまったら、その分株主にとって収益性は薄まってしまいます。





FIWA®通信「インベストラيف」

例えば ROE が 15%でも、この資本の 3 倍のお値段をつけたら、1/3 の 5%になってしまいます。薄まった利益は投下した株価に対する利益です。その指標は PER の逆数である益利回りを使います。それが PER と ROE と PBR の関係です。

利益は全部、株主に帰属します。その利回りが PER の逆数である益利回りです。利益全体の中の一部が配当として支払われます。それが配当利回り。配当性向とは、全体の利益のうちどれくらいを配当に回すのかということです。これは会社によって千差万別です。

会社を作って利益が出たら株主にリターンがいくことは、ごく当たり前のことです。配当が全てではないですけど重視してください。利益全体が株主のものだといっても、会社に預けていたらその先どうなるのかはわかりません。利益は不確実なわけです。配当に回してくれるのは利益が確実に得られるという意味なので価値が高いわけです。

例外もありますが、配当は基本的に事業から利益が上がっていないと払えないので、配当を重視していれば、利益が出ていない会社に投資をすることは避けられます。ちゃんと事業が収益を上げている会社に投資をすることができます。配当というのは利益の変動ほど変動しません。会社は収益の変動ほど配当を変動させない。特に日本の会社をその傾向が強いので、安定的に投資ができます。チェックポイントとしては、むちゃくちゃ配当利回りが高いところは、記念配など特殊要因で増えていないのか。翌期に減配が確実であるという事情があるのではないかと、ということも重視してください。

いろいろな投資指標があります。売上や利益の成長率などです。もちろんいろいろな資料を見ながら検討して、最終的に今後どれくらい伸びるのかというのは、自分で一生懸命考えてください。こういったところの見方がわかれば分析ができます。利益の成長率は、過去の成長率が続くとは限らないので、それは一生懸命ここでリスクをとってください。個人は何が大事かという自分の資産が減らないこと。できれば増えることが大事。絶対評価、つまり物価上昇率よりも高い利回りが得られていれば、実質資産は増えるわけです。

機関投資家の仕事の半分は報告業務です。しかし、個人投資家は誰にも運用報告しなくてもいい。運用報告をしなくてはいけないというのは、人のお金を預かっているのだから当たり前のことです。しかし、これが運用成果に影響を与えてしまいます。どうしても報告しやすいものを買ってしまう。どうしても報告しやすい銘柄を選びたくなってしまう。

個人は最終的に好き嫌いで決めてもよいのです。誰にも報告義務はありません。非常に自由度が高いと思います。今は機関投資家向けに出している情報はインターネットで探せばどこかに載っている情報です。機関投資家は個人投資家と同じ情報を持って、特別な分析をしなくてはいけない



FIWA®通信「インベストラ이프」

ので大変ですよ。だからインデックス運用や機械化が進み、そちらの方向へ行ってしまおうのかなと思います。

講演では、個別銘柄を選択する視点として、成長株と割安株を大きく二つに分けて解説、最後にESGに関して、機関投資家とはスタンスが異なる個人投資家がどう向き合えばいいのか提言くださいました。



FIWA®マンスリー・セミナー座談会より フリー・ディスカッション

竹中 | 配当と株価のことを話されていて、どういう銘柄を選ぶのかというときに、「配当は大切ですよね」と、おっしゃいました。その辺、どういう風に考えたらいいのか。企業で他が同じ条件であれば、配当が高い企業に投資家はいきます。人間は現金でお金がもらえるというのは、非常に嬉しいのでそうなると思います。これはある意味、合理性から離れたバイアスのような気もします。例えば、アマゾン、長いこと、配当を一切しないで全部、自社事業に投資してきて、ものすごい、想像を絶するような成長を遂げた企業です。配当を中心に選ぶことが、どこまで合理的で、合理的でないのか、その辺をもうちょっとお話しただけですか。

川元 | 配当を重視して買う時は、割安株の時です。割安株を買う時に、例えばブックバリュートを基準にするよりは、配当を基準にするほうがいいですよ、という話は当然あります。ブックバリュートのみを基準にすると、右肩下がりの銘柄を結構つかんでしまう。

配当を基準に選べば、一応、毎期収益が出ている会社を選ぶことができます。特に割安株を選ぶ時は、配当を重視するということです。成長株の場合は、投資指標と離れたところで、最終的にリスクを取る部分があります。配当がなくても成長するからいいと思えるかどうかですよ。配当は思った通りに株価が上がらなくても、毎年、毎年もらえるから、ちょっとは気分がいいかなという面もあります。

配当をしない企業を買うということは、「配当がなくても我慢できるんだ！」という決意もせまる。成長株は、とにかく売上が伸びるかどうかが重要です。そうすると配当は相対的にはあまり重要ではないということになります。基本的に特に割安株を買うときは、配当は重要だけど、成長株は売上の伸びが全てということです。それでもいいと思えたら、私も配当は重視する必要はないと思います。アマゾンでしたら、アマゾンのビジネスモデルが伸びると信じられるかどうかということですね。

竹中 | バリュート投資かグロース投資かで、配当の考え方も使い分けているということですか。

川元 | 2種類の視点があると申し上げましたが、割安株を買いたいのか、成長株を買いたいのかというのは、全く違う2つの視点ということだと思います。

岡本 | 配当は重要です。それは例えば、配当が0という事実もすごく重要で、配当性向がすごく高いという事実も重要。0だったら、0を補うだけの理由が欲しい。内部留保が高度成長分野に設備投資をされているのかということであれば、投資家としてみれば配当は0でもい



FIWA®通信「インベストラ이프」

い。預金に入れたって0なんだから。それでも、とにかく「ゼロ金利でもいいから現金ちょうだいよ」という話もあるかもしれない。だから配当は重要だと言えば重要だと思います。だけど高ければいいということではない。それはあくまで投資家の投資スタンスの問題で、内部留保された資金をどう使うかという事との関係性においてということなんです。バリューかグロースかというところは、最終的には将来の株主資本の成長をどれぐらいにみるのかということであって、現在の企業価値と比べて、株価が割安だと思うのであればバリュー投資だけど、現在の株主資本と比べてやや割高だけど、5年後を考えると相当割安だなと考えると、これは成長株投資ということになります。いずれにしても、最終的には企業価値の比較の対象をどこにおくかということになってくるのではないのかという気がします。

岡本 | 企業でいろいろな形で社会貢献にお金を出している企業があります。そこはどう評価しますか？アート支援とか、コンサートをやるとか、いろいろありますよね。

川元 | それは程度の問題で、やっぱり会社の業績が悪いのにやってはいけないなと思います。それは基本です。会社の業績が良ければ余裕の部分でやるのはいいのですが、やりすぎるのはどうかな？と思います。会社の業績が良いということも、会社にとって重要なことなので、あまりメセナ的なものにエネルギーがいくのはどうなのかなとは思いますが。ただ最終的には、これをやっているからこの会社が良いんだと思えるのであれば、個人投資家はそれで買うというのではありません。ただ、業績が良くないのにやるのはどうかと思います。

岡本 | 結局、本来の形というのは、投資をして投資収益を得た個人が社会貢献をするというのが本来の筋であって、企業が、ある投資家にとっては大して興味もない分野にどんどん社会貢献をしてもらってもしようがないということもあります。ただそれが本業とつながっている分野で何か社会に役立つ部分があるのであれば、それは全面的に否定するわけではありません。ただ、「当社は、社会貢献をしています」といって、全然、自社の本業と関係ないところでやっていてそれを大々的に宣伝材料に使っているのはどうかと思います。それなら配当金で払って、個人がそれぞれ思う分野に使ったらいいのではないかということです。

川元 | 本末転倒だということだと思いますけれど。ガバナンスや ESG という部分に関して言いますと、多分 10 年位前にガバナンスというと企業がしっかり利益を稼ぐということも含んでいました。安倍さんがアベノミクスを言い出した時に、ROE を高くしようと言い出した。それはガバナンスの一貫でした。でも今、気がついたら、利益を上げているものはガバナンスではないみたいになってしまって、世の中の雰囲気、ちょっとずれているのではないかと思います。そもそも ROE が高いということはガバナンスの一部だったんですね。企業なんだから、「企業の本分をちゃんと発揮して利益を出すことによって世の中に貢献しましょう！」と



FIWA®通信「インベストラ이프」

いう部分が、最近の ESG を聞いているとガバナンスに入っていないですね。そういった部分で昔はガバナンスと呼んでいたのにと、ちょっと思ったりします。

参加者 | 個別株投資のリスク管理について具体的にお伺いしたいです。

川元 | 個人投資家が個別株のリスク管理をすることは、細かいことはなかなか実際にはできません。リスク管理はひたすら分散する。銘柄数を増やす。バランスをとって分散をする。分散の仕方はいくつかあります。銘柄数を増やすことも一つ。何銘柄持てばいいのかは一口には言えませんが、10 銘柄くらいあると、結構かなり分散したというイメージです。20 銘柄あればちょっとしたインデックスというイメージでしょうか。分散するにもちゃんとバランスをとらないといけない。一般的には業種分散というのでしょうか。私は業種というよりは、グロース的な視点で買った株なのか、バリュー的な視点で買った株なのかというバランスを大事にしています。

参加者 | 半々にされるということですか？

川元 | リスクを取れると思えば、成長株を多くしてもいいですが、基本的には、長く資産形成していこう、ハイリスクは嫌だなという人にとっては、バリュー投資的なものを少し多めにするほうがいいでしょう。バリューが 6 割 7 割 8 割。成長株を残り 4 割 3 割 2 割。それが標準的かなと思います。そのバランスをちゃんと見る。もちろん業種もある程度、バランスさせなくてはいいけない。そういうバランスを見ながらひたすら分散しかないというのが一つです。もう一つは、心の持ちようとして、いろいろなシナリオを用意する。想定外を減らすということです。昔、軍事関係の話聞いたときに、「イスラエルは、想定外がない国だよ」と言っていました。要はあらゆるリスクを想定する。あらゆるシナリオを想定する。それってリスク管理だと私は思いました。いろいろなシナリオ。これは「こんな成長のストーリーがありますよ」と言っても、それを 100% 信じると失敗するわけで、「何%の割合でこうなるよね」と、思いつく限りのシナリオを想定しておけば心の準備ができます。心の持ちようとしては、そういうのが個別株の管理なのかなと思います。

岡本 | そこはすごく重要な点で、私の友人のアメリカのファンド・マネージャーも常に、「自分の想定が間違ったときに致命傷にならないような手をちゃんと打っている」と言っていました。そこがあまり経験のない素人の個人投資家との一番大きな違いではないのかなと思います。本当のプロは謙虚です。自分が 100% 正しいとは思っていないし、自分が間違えることもある。その時に致命傷にならない。それは心得として重要だと思います。いろいろと興味深い議論をありがとうございました。