

長期投資の魅力について耳にする機会が増えました。中短期の投資とは何が違うのか。農林中金バリュウインベスメントの奥野一成・最高投資責任者(CIO)に、「株式投資を巡る誤解」を説明してもらいます。

◇

「奥野って最近、株をやっているらしいな」と大学の友人に言われます。「株をやる」という表現は、株式投資があたかも賭け事であるかのような語感を持っています。

この場合の株式投資とは、時々刻々と変わる株価を追いかけて中短期で売買することを含意しています。中短期の株式投資を否定はしません。ただ、その保有期間が数秒から数カ月まで程度の差こそあれ、このやり方では自分が勝てば他の誰かが負けるというゼロサムゲームになります。

株式投資7つの誤解 ①タイミング

企業の選別が醍醐味

長期と中短期では投資の観点が異なる

	長期投資	中短期投資
コンセプト	企業に稼いでもらう	自分でもうける
リターン の源泉	企業の生む収益	株式の売買益
ゲームの 性質	プラスサムか マイナスサム	ゼロサム
成功の秘訣	何をかうか	いつかうか

ゼロサムゲームで勝つために最も重要なのは「安く買って高く売る」タイミングの選択です。そのために市場での需給や中短期的な割安・割高の判断が必要になります。努力次第で勝つ確率を上げられるかもしれませんが、持続的に勝ち続けるのは困難です。ここに、多くのアクティブマネジャーがインデックスに勝てない理由があるのかもしれない。

《おくの・かずしげ》邦銀や外資系証券を経て現職。「和製バフェット」を目指して長期投資を実践している。

一方、単に長期投資すれば報われると考えるのも間違いです。株式の長期投資とは企業のオーナーとして、保有企業が付加的に創出する企業価値を享受する行為です。素晴らしい企業を保有するのがプラスサムゲームである一方、もし保有企業が付加価値を生まなければ、時間の経過とともに損失が大きくなります。したがって、長期投資においては「何に投資するのか」の方が投資のタイミングより絶対的に重要になります。このように考えた場合の長期投資とは「株式を自分で買って稼ぐ」のではなく、「稼ぐ力を持っている企業に資金を預けて代わりにもうけてもらう」ことなのです。

なるほど投資講座

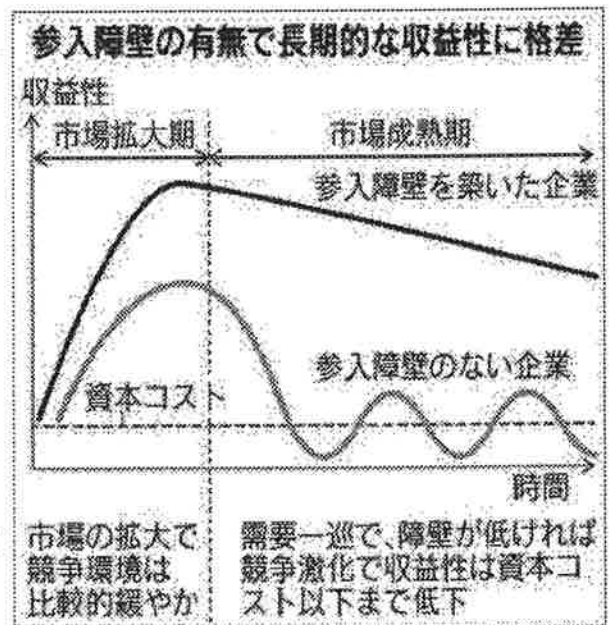
一般的に株式投資は企業の成長を買うものだといわれます。この考えは株式の売買を収益の源泉とする中短期的な運用にとってはもつともです。なぜなら保有期間における1株当たり利益の成長が中期の株価変動に大きな影響を与えるからです。

しかし、保有企業の持続的な価値増大を収益の源泉とする長期投資家（オーナー）にとっては、成長よりも大事な要素があります。それは参入障壁と競争優位です。

ファイナンス理論によると、会計上の利益が資本コストを上回る場合のみ企業価値は増大します。市場の拡大期には比較的緩やかな競争環境を背景に収益性が資本コストを上回るので、その事業は価値を創出できます。

しかし時間の経過とともに新規参入者が殺到し、市場の

株式投資7つの誤解 ②成長 参入障壁・競争優位が重要



込まれてしま
います。熾烈
(しれつ)な
競争環境のも
と参入障壁の
ない企業の
「単純な成長」
は超過収益を
生まず、むしろ
企業価値を
毀損する結果
を招きます。

成熟化と相まって収益性が下がり、資本コストと同等かそれ以下になってしまいます。

つまり持続的に企業価値を増やすには「新規参入を思いとどまらせる参入障壁・競争優位」が不可欠なのです。

経済成長率の鈍化と情報技術の進歩で産業成熟化のスピードは高まっています。先進国では瞬く間に様々な財・サービスが普及し、単純なノウハウはすぐに競合他社に取り

参入障壁があつてはじめて成長に意味があるのです。

また逆説的ですが、非常に高い成長率を持つ産業や企業は長期投資家にとって悩みどころです。市場の高すぎる成長性が新規参入を助長してしまつからです。一見盤石に見える競争優位であっても、急成長している産業においては懐疑的に見るのが賢明です。

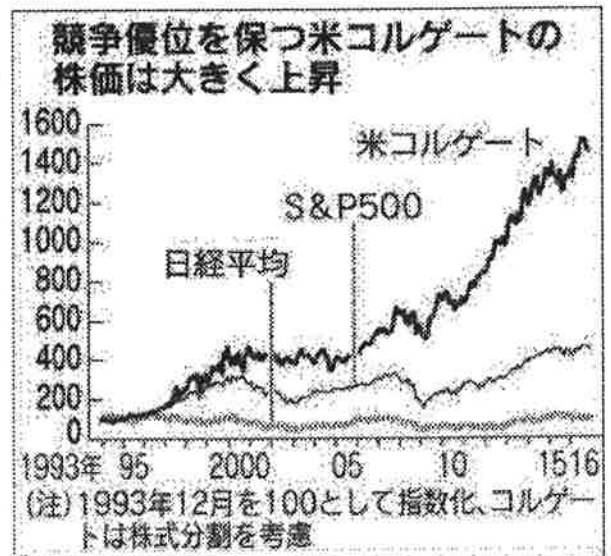
(農林中金バリュエーション
トメンツ
奥野一成)

なるほど投資講座

「もつかる投資テーマはないか」というご質問を時々いただきます。また、現在販売されている投資信託も、古くは「ニフティ・ファイフティ」から現在の「AI」「IOT」に到るまで、多くが何らかのテーマ投資に属していると思われまふ。前回、成長よりも競争優位の方が長期投資には大事であると説明しましたが、今回のテーマ投資も同種の議論です。

ただ「テーマ投資」は単純な「成長投資」よりも大きな問題をはらんでいます。なぜなら、分かりやすいテーマはニュースを通じて人々の耳目をひき付け、関連企業の株式も人気を集め、入り口で高い価格を支払われるからです。かつてのインターネットバブルはその典型です。どんなに魅力的な投資テーマであっても、平凡な競争力

株式投資7つの誤解 ③テーマ競争優位なければ失速



人口は2030年には85億人に増加すると予想されます。この自明ともいえる持続的な人口増加というテーマが、消費財メーカーすべてに等しく企業価値増大をもたらすわけではありません。

しか持たない企業は収益性を維持できないので、企業価値の持続的増大はあり得ません。むしろ投資テーマの魅力が競争を激化させるために、収益性を著しく低下させる懸念すらあります。

一方、どんなに平凡なテーマでも、特定の企業が持つ圧倒的な競争優位と結び付いた時、企業価値の増大が持続的なものとなるのです。

例えば、現在70億人の世界

口増加は、「歯磨き粉」というニッチな製品で世界140カ国以上で圧倒的なシェアを有する米コルゲート社に対しては持続的な収益機会を提供するでしょう。このように圧倒的な競争力を持つ限られた企業が、ありきたりでも不可逆で長期的な潮流と結び付いた時に価値を創出し続けられるのです。

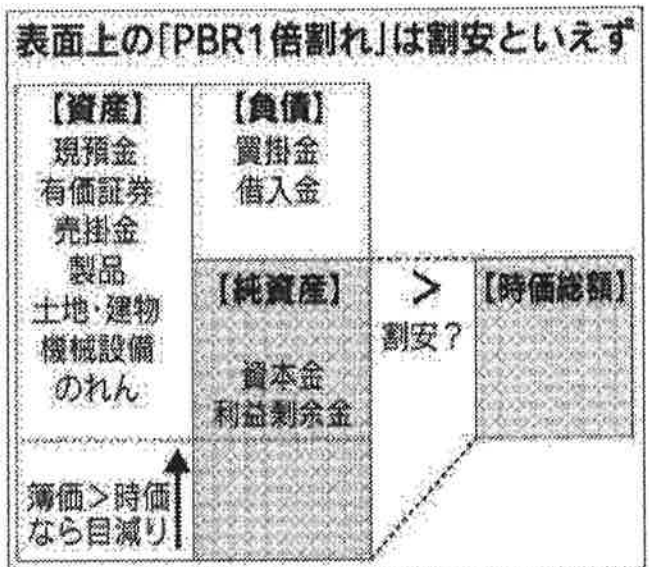
(農林中金バリュイメンツ
トメンツ 奥野一成)

なるほど投資講座

株価純資産倍率（PBR）が1倍未満で、1株当たり純資産（BPS）が株価を下回っている状態は割安であるとされます。東京証券取引所に上場している企業の約半数がPBR1倍割れで、米国企業の平均PBRが2倍台であるのと比べて日本株が割安であるという使い方もされます。しかし、この点はより本質的に考える必要があります。純資産価値は、計上されている資産が簿価で売却できる前提で見込まれる清算価値でもあります。ただ、日本の土地などの資産価格は足元はともかく、長期的には下落しています。人口減で国内需要も趨勢的に減退することを勘案すると、日本にある資産の時価が簿価を下回る場合があっても不思議ではありません。これは国内の事業機会や投資妙味が乏しいことの裏返し

株式投資7つの誤解 ④割安

指標だけで判断できず



です。「資産が簿価で売却できる」という前提自体が疑わしい場合、PBRが1倍割れでも割安とはいえません。より厳しい見方をすれば、長期間PBRの1倍割れが続いている企業では、過去の設備投資や買収など経営資源の配分が失敗してきた可能性を示唆しているともいえます。

少し視点を変えてみましょう。そもそも誰でも入手できるような定量的な財務情報だけで割安かどうかを判断し、超過収益を得られるでしょうか。インターネットが普及する前であれば、単純に対象企業の時価と簿価の差を見極めて収益につなげられたかもしれない。実際にバリュートメンツ

投資の始祖、ベンジャミン・グラハムはこの手法で大成功を収めました。しかし、今では単純な財務分析は手軽にできるようになりました。本来的に、参入障壁のないところに超過的な付加価値創出の余地がないことは、事業会社であっても投資家であっても同じなのです。

（農林中金バリュートメンツ
奥野一成）

投資の始祖、ベンジャミン・グラハムはこの手法で大成功を収めました。しかし、今では単純な財務分析は手軽にできるようになりました。本来的に、参入障壁のないところに超過的な付加価値創出の余地がないことは、事業会社であっても投資家であっても同じなのです。

なるほど投資講座

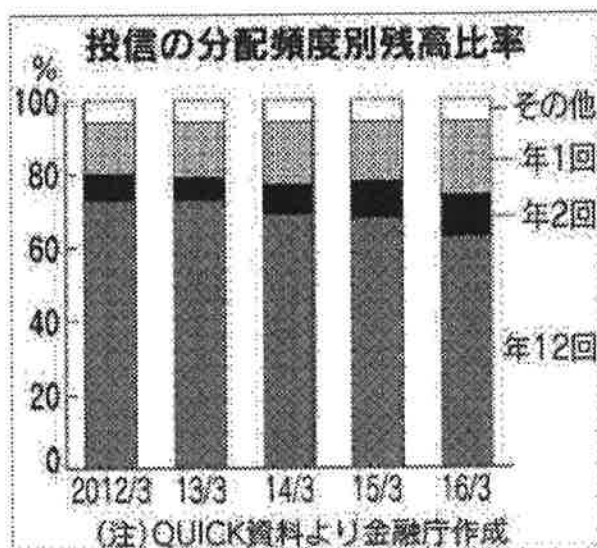
ちまたでは毎月分配型の投資信託があふれています。金融庁の調査では約63%が毎月配当のファンドで、さらに37%の投資家は分配金による元本毀損の可能性を意識していないとのこと。株式の配当もとにかく多いほうが良いと考える人も多いようです。

株式配当と似た概念に債券のクーポンがあります。債券はクーポンと元本が切り離され、償還時に何もなければ元本が戻ります。一方、株式に元本はなく、あるのは株価だけ。配当支払いのたびに確実に株価は下がります。これを配当落ちといいます。

配当前の株価＝配当後の株価＋配当なので、配当が多ければその分、配当落ち後の株価は下落します。株主にとっては完全に差し引きゼロ（正確には税金分だけマイナス）です。長期保有の観点では、

株式投資7つの誤解 ⑤配当

企業価値増大の先食いに



配当受け取りは右のポケットから左のポケットに税金を引かれて移す行為なのです。競争力が高く成長機会の大きい企業を保有する場合、高配当はむしろ株主にとってマイナスとなります。その企業が配当を成長投資に回し、高いリターンを上げられるとすれば、配当の受け取りは将来に見込めたはずの企業価値増大の先食いになるからです。言い換えれば、複利効果をお

きらめることになり
ます。

実際、米アマゾン・ドット・コムやグーグル（現アルファベット）など高成長企業や、ウォーレン・バフェット氏が率いるバークシャー・ハザウェイは無配です。これは企業と投資家の双方にとって合理的なのです。

配当は企業価値にとって短期的にはプラスでもマイナスでもありませんが、長期的には企業が営む事業の経済性によって意味が異なります。投資先を見極める上で最も大事なものは配当の大きさではなく、その企業に持続的に価値を増大できる投資機会や競争力があるかどうかなのです。（農林中金バリュウイーンベストメンツ 奥野一成）

なるほど投資講座

投資の世界で自国の資産を多く保有する傾向をホームカントリー・バイアスと呼びます。日本の機関投資家もそのバイアスを強く持っています。背景には「海外の株式はリスクが高い」との認識があると思われる。しかし、長期投資家にとって最も重要なのは保有企業が超絶的な利益を将来にわたって生み出すかどうかであり、その国籍は関係ありません。

この20年間、利益の蓄積に相当する1株当たり純資産の伸びは、米国企業が日本企業を大きく上回ります。結果として、株価のリターンも4倍以上の差が出ています。この間、為替相場は約10%円高になっていきます。その分、円建てのリターンは目減りしますが、それでも米国株の優位は変わりません。

日本人にとって為替リスク

株式投資7つの誤解 ⑥ 自国偏重

企業の競争力、国籍関係なく



を得ません。約3億2千万人の人口は漸次、拡大しています。国内市場の大きさを享受しつつ、そこで培ったブランド力を全世界の70億人に訴求できる強さは米国企業ならではです。例えばディズニーやナイキ、グーグル、

は悩ましいです。ただ値動きは株価の方が為替よりずっと大きいので、長期的に株式投資をする上では為替変動は無視できるレベルといえます。そもそも多くの日本企業の業績が為替変動リスクにさらされていることを考えると、日本株投資でも為替リスクを内包しています。実績が示す通り、長期投資に不可欠である良好な経済性からすると、米国企業の相対的な優位性には一目置かざる

アマゾン・ドット・コムなどが提供する財・サービスは私たちの生活に定着しており、その強さを実感できると思います。同様に、トヨタ自動車やファナックなどの日本企業もグローバルに浸透しています。企業の競争力に注目した長期投資をする際に、国籍は全く意味がないと改めて認識せざるを得ません。(農林中金バリュエーション・トメンツ 奥野一成)

なるほど投資講座

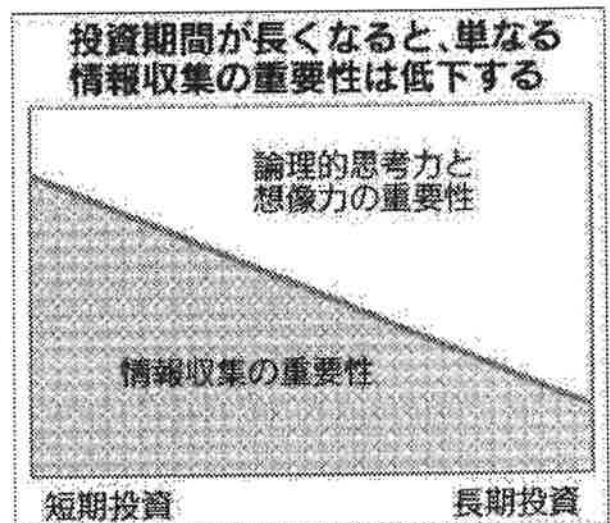
株式投資には特別な能力や市場と企業に関する専門的な知識が必要と思われる方がいるかもしれませんが、確かに中短期で株式を売買するならば、市場の需給や投資家動向、金融理論、四半期ごとの決算情報、業界知識などの広範な情報が必要になるでしょう。

一方、長期投資をする上で最も重要なのは保有企業の経済性を見極めます。つまり、産業構造と競争優位、ビジネスモデルを深く分析することです。もちろん会計や財務理論などの一定の知識や企業に関する情報は必要ですが、いまやインターネットを通じてこうした知識や情報は能動的に取り出せます。

より大事なのは知識や情報そのものではなく、それらを有機的に結び付けてゼロベースで仮説を導き出す論理的思考力と想像力です。仮説を立

株式投資7つの誤解 ⑦ 専門知識・能力

問われるのは思考力



てたら、現実の変化に合わせて修正・補強します。そして、保有企業の競争優位や産業構造に影響しない短期的な動向には一喜一憂しません。一般的に物事の本質に近づくには、あふれかえる知識や情報を適切に「捨てる」ことこそが求められます。

そもそも結果の8割は重要な2割の要素で説明できることを考えると、多すぎる知識と情報はかえってノイズ(雑

音)になってしまおうです。ウォールストリートなどの証券市場からあふれ出てくる知識や情報を漫然と受け取る弊害については、オマハという米国の片田舎で長期投資を実践しているバフェット氏も指摘しています。「良い企業」の見極めには物理的・地理的な制約

などありません。事実の背後にある本質に迫るには論理的な仮説の構築力と想像力、そして幾ばくかの会計知識こそが求められます。いわば知的総合格闘技です。幅広い業種や職種で付加価値が求められる現在、こうした能力は普段の仕事を通じて修得しなければならず、何ら特別ではありません。(農林中金バリュウイノベーション)

トメンツ 奥野一成

なるほど投資講座

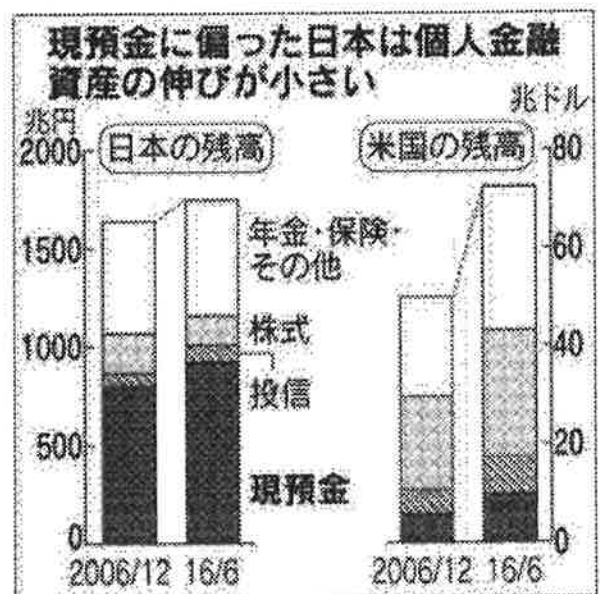
連載では資本家やオーナーの発想による株式投資を説明しました。持続的に価値を創造する企業を見極め、その企業にお金を預けて代わりにもらうけてもらう考え方です。

この考え方はモノづくり信仰の強い日本では「カネでカネを稼ぐ」という表現で意図的に避けられてきました。しかし、これは敗戦後の困窮した日本で、勤勉で安価な労働力が豊富にあった時代に形成された考え方にすぎません。本来、「脳味噌に汗をかいて」リスクを取る資本家的発想も「身体に汗をかく」発想と同等に尊いものです。

日本は世界第3位の経済規模を持ち、最大の債権国の一つです。そんな日本の国民が1700兆円超の家計金融資産の半分以上を現預金で持ち、投資を通じた世界の発展から距離を置くのは資本主義

株式投資7つの誤解 ⑧まとめ

現代の資本家になろう



の大きな機会損失です。

私たちの生活に有意義な価値をもたらす企業や事業を冷徹に見極めて投資する。見込み通りなら生活を豊かにし、結果としてあなたの個人資産も増えている。この知的生産こそが文明を進歩させる原動力としての資本主義、そして株式投資の本来の姿です。

ここでいう投資は株式の売買でもなければ、応援したい会社を買う情緒的なものでも

ありません。持続的に価値を創造する企業のオーナーになるとの発想こそ痛快だと思いませんか。日本電産に投資すれば、永守重信氏という希代の経営者を雇えます。株主としてトヨタ自動

車に稼いでもらうこともできません。米グーグル(現アルファベット)であればラリー・ペイジ氏が、フェイスブックに投資すればマーク・ザッカーバーグ氏があなたのために働いてくれます。私たちは労働者であると同時に、株式投資を通じて現代の資本家になれるのです。

(農林中金バリュウインベ
ストメンツ

奥野一成
「」の項おわり