

今から株式投資を始めるなら

株式市場の

**敗者**

になる前に読む本

ウォーレン・バフェットも  
実践している **バリュー株投資**

つばめ投資顧問合同会社

# はじめに

この本を手にとったあなたは、すでに株式投資を行っているか、これから始めようとしていることでしょう。投資を行うからには、少しでも多くの利益を上げることを夢見ていることと思います。

しかし、実態はそんなに甘いものではありません。個人投資家の9割は株式市場の「敗者」となり、撤退を余儀なくされています。私自身も、損失を重ねて失意のまま投資を止めてしまう人を数多く目の当たりにしてきました。

失敗した投資家の多くに共通していることは、明確な方針や基準を持たずに投資を始めていることです。最初に「何となく上がりそうだから」という理由で銘柄を選び、株価チャートを少しだけかじって株価の動きに右往左往し、インターネット掲示板の根も葉もない噂話に心を翻弄される人があとを絶ちません。

株価の動きは、短期的にはランダムです。明日上がるか下がるか、誰も正確に予想することはできません。そのため、投資期間が短期になればなるほど、それは投資ではなく「投機」（ギャンブル）となります。

一方で、長期で見れば株価はロジカルに決定されます。株式には、多くの投資家の共通認識に基づく「本質的な価値」があり、株価はやがてそこに収束します。常にそうっていないのは、短期的な株価の動きが投資家の不安や期待、あるいは株式市場全体の流れに左右されるからです。

バリュー株投資は、このような一時的な動きと「本質的な価値」のを利用して利益をあげる手法です。この本を読めば、その基本的な考え方を理解し、明日からの株式投資における明確な基準を身につけることができます。

第1部では、バリュー株投資の基本的な考え方を解説し、第2部では投資に悩んだときに読んで欲しいコラムを掲載しています。どちらもバリュー株投資を実践する上で必ず役に立つ内容です。ぜひ何度も読み返して、株式市場の「勝者」になることを目指してください。

## 【目次】

はじめに

### 第1部 バリューストック投資の基本を学ぶ

1. バリューストック投資とは
  - 1-1. 株式には「正しい」価値がある
  - 1-2. 株式の価値は「時価総額」で見る
  - 1-3. 「期待利益＝価値－価格」
  - 1-4. 短期と長期では見ているものが違う
  - 1-5. 価値の計算方法
  - 1-6. 成功の鍵は「忍耐」
2. 「どの株」を「いつ」買うべきか
  - 2-1. 大前提は「知っている企業」を買うこと
  - 2-2. 「素晴らしい企業」の3つの条件
  - 2-3. ネガティブなニュースは宝の山
  - 2-4. 市場が総悲観のときこそ最大のチャンス
3. いつ売るべきか
  - 3-1. 売ることは基本的に考えない
  - 3-2. 銘柄の入れ換えは必要
  - 3-3. 栄枯盛衰、諸行無常、万物流転
4. つばめ投資顧問が提供する価値
  - 4-1. 人生を見据えた投資で「安心」を提供
  - 4-2. 普通の人「だから」億万長者を目指せる
5. ケーススタディ  
JXホールディングス（5020）＋45%で着地

### 第2部 バリューストック投資に悩んだら読む

1. 基礎知識編
  - 株価の動きは予測できない
  - 株価は「実力」×「期待値」で動く
  - 「バリュートラップ」を避けよ！
  - 相場と天気
  - 投資家の動きに左右されない
  - 証券会社と投資信託会社
  - 機関投資家を知れば相場が分かる
2. 投資戦略編
  - 勝つための戦略を決める
  - 1に下落を避け、2に上昇の可能性を探る
  - 上がるシナリオ、下がるリスク、サプライズ

「みにくいアヒルの子」に投資する  
市場の「歪み」を見つける  
市場の波を乗り越える  
「待てる」かどうかが成功を左右する  
投資の原則を守ることが成功への近道

### 3. 銘柄選択編

バリュー株投資の3つの軸  
買いに値する株は2割にすぎない  
「テーマ株」を避ける  
いい株を安く買うタイミング  
「買う理由」が決まれば売買はシンプル  
いくらで売るべきか

### 4. リスク管理編

リスクについて考えることは何よりも大切  
リスクとの正しい向き合い方  
「最悪」から考える

あとがき  
代表紹介  
会社紹介

株式市場の敗者になる前に読む本

# 第1部

バリューストック投資の  
基本を学ぶ

# 1. バリューストック投資とは

## 1-1. 株式には「正しい」価値がある

株式とは、簡単に言うと企業が生み出す利益を手にする権利をバラバラにしたものです。例えば、ある人が自動車工場を作りたいと考えているとします。しかし、工場を建てるだけの大金は持っていません。工場を建てて自動車を生産すれば、利益を生み出すことは計算できています。そこで、自動車の販売で会社が生み出す利益を渡すことを前提に、多くの人に投資してもらって工場を建設しました。この投資の対価として利益を得る権利が株式の正体です。

将来得られる利益が全部分かっていれば、「正しい」株価は正確に計算できます。しかし、実際には株価は激しく動きます。なぜなら、タイムスリップでもできない限り、誰も未来を正確に予測することはできないからです。人々は利益の予想に基づいて株式を売り買いするので、予想が変わると株価も変動します。つまり、株式市場とは企業の「利益当てゲーム」なのです。

## 1-2. 株式の価値は「時価総額」で見る

企業が発行している株式の価格をすべて合計したものが「時価総額」と呼ばれるものです。企業の規模が大きくなればなるほど、一般的に時価総額は大きくなります。例えば、日本で最も時価総額が大きな企業はトヨタ自動車ですが、同じ自動車会社のスズキと比べた時に、トヨタのほうが時価総額が大きいだろうということは感覚的に分かるでしょう。その理由は、トヨタのほうがスズキよりも多くの利益を生み出すからです。

時価総額は企業ごとで比べることができますが、株価は直接比較することができません。企業が発行する株式数は企業によって違うので、株価が大きいからと言って時価総額が大きいわけではないからです。したがって、株式の価値を考える時は、株価ではなく時価総額を見た方が直感的に分かりやすいでしょう。

実際に、私も時価総額で企業の価値を考えます。これによって、株価を単なる数値としてではなく、企業という「生きたもの」の価値を見ることにつながります。

## 1-3. 「期待利益＝価値－価格」

株式を売買する人は、誰しも企業が生み出す利益をもとにした「価値」を考えて投資するわけではありませんから、今付いている株価が正しい価値とは限りません。しかし、企業が業績を発表し、生み出した利益の数値が明らかになることで、株価は時間をかけて正しい価値へ近づいていきます。

もしあなたが企業の正しい価値を理解し、何らかの要因により価値よりも大幅に安い株価が付いていることに気づけば、安い価格で株式を購入し、それを保有し続けることで、株価が正しい価値に近づくことにより、リターンを得る可能性が高まります。これがバリュー株投資における成果です。ウォーレン・バフェットをはじめとするバリュー投資家は、「価値-価格」のことを「安全域」と呼び、その幅を投資において最も重視しています。

” 50 セントで売られている

1 ドル札を探す “

(ウォーレン・バフェット)

バリュー株投資の成果の考え方はシンプルです。正しい価値の半額で取引されている株式があれば、それを購入して持ち続けることで、将来的に2倍になる可能性が見込めると考えることができます。

#### 1-4. 短期と長期では見ているものが違う

バリュー株投資は、長い時間をかけてじっくり成果をあげる長期投資です。一方で、世の中にはすぐに成果をあげようとする短期投資を行う投資家が非常に多く存在します。短期投資と長期投資は同じものに投資をしているようで、実は全く違うものを見ているのです。

これまで説明してきたように、株価は長い時間をかけて正しい価値に収束して行きます。これに注目するのが長期投資です。一方で、日々の株価は投資家の予想が変化することで動きます。この動きを利用して儲けようとするのが短期投資です。短期投資をする人は、企業の実態への関心はほとんどありません。ニュースに対して、企業に本当に与える影響とは関係なく、他の投資家がどのような反応をするかを予測しているにすぎません。

有名な経済学者であるケインズは、これを「美人投票」と呼びました。これは必ずしも本当の美人ではなく、最も多く票を集めた候補者を選んだ人が正解とされるゲームであり、参加者は他の参加者と心理の読み合いをするのです。人の心理は移ろいやすく、まして心理を読もうとしている人たちの心理をさらに読まなければならないわけですから、勘や経験はあ



まりあてになりません。人の心理を読み合うゲームである短期投資は、結局のところギャンブルにすぎないのです。

バリュー株投資をはじめとする長期投資は、企業の価値を見極めて、今付いている価格との差に投資するものですから、他の投資家がどのように反応するかということにはほとんど興味がありません。確かに株価は日々動きますが、それは株式の価値とは関係ない動きであり、気にする必要はないのです。

美人投票の例えで言えば、長期投資は本当の美人が最後は勝つと信じて待つことです。したがって、バリュー株投資をはじめとする長期投資で求められることは、本当の美人を見つけられる正しい見識と、周囲に流されない強い心なのです。

## 1-5. 価値の計算方法

株式の価値は、企業がこれから生み出す利益の合計によって計算できます。ただし、単純に足し算をすればいいというわけではなく、利益を出すタイミングが遠ければ遠いほど考慮されません。例えば、「30年後に大きな利益を生む」と言われても、あまりに遠すぎて信用度が下がり、価値への影響はあまり大きくならないのです。（価値の計算方法について勉強したい方は「DCF法」と検索してみてください。）

将来の利益を全て予想することはとても難しいため、価値を計算するとき重要なのが今から数年先までの利益です。ここで活用できる指標がPERです。PERとは、株価が1株あたり利益の何倍になっているかを示し、最も多くの投資家が見ている指標です。時価総額÷純利益としても計算できます。

$$\begin{aligned} \text{PER} &= \text{株価} \div \text{1株あたり利益} \\ &= \text{時価総額} \div \text{純利益} \end{aligned}$$

歴史的、世界的水準で見ても、平均的なPERは15倍程度です。それより高いと割高、低いと割安と一般的には考えられます。ただし、成長が見込まれている企業のPERは高く、衰退している企業や事業のリスクが大きすぎる企業には低いPERが付きます。「PER＝成長期待－不安」ととらえるとわかりやすいでしょう。

水準がバラバラのPERも、数年後の利益を考えることである程度平準化できます。例えば、ある企業のPERが30倍であっても、3年後の純利益が2倍になると考えられていればそれを基準にしたPERは15倍となるので、必ずしも割高ではないと考えられます。

このような考え方に基づき、私は3～5年後の利益水準の予想に対してPERが10倍以下であれば十分に割安であると考えています。もちろん判断基準はこれだけではありませんが、価値を考える上での入り口としては有効です。

## 私が考える割安な水準 = 3～5年後の純利益に対するPER10倍以下

### 1-6. 成功の鍵は「忍耐」

バリュー株投資の成功に必要なものがあるとすれば、それは「忍耐」でしょう。長期的に見れば株価は価値に収束しますから、それよりも低い価格で買ってればいつか成果が実現するものです。しかし、それがいつになるかは誰にも分かりません。明日かもしれませんし、もしかしたら10年後になるかもしれません。

なかなか成果が上がらないからといって、すぐに売ってしまえばバリュー株投資の果実を得ることはできません。それだけの価値があると信じた企業ならば、前提条件に変化がない限り、価値が実現されるまで持つておくことが必要です。焦って多くの売買を繰り返しているのは、ギャンブルに明け暮れる短期投資家と同じになってしまい、証券会社に払う手数料も膨らんでしまいます。

株価が低い状態が続くのは悪いことではありません。本当に価値があるのであれば、割安な時間が続くだけその企業について考える時間が増えます。それでもなお割安であると結論付けられれば、追加投資を行えばいいだけなのです。また、受け取った配当を再投資することで、複利効果により資産を雪だるま式に増やすことも可能になります。

## 2. 「どの株」を「いつ」買うべきか

### 2-1. 大前提は「知っている企業」を買うこと

すでに説明したように、株式とは企業の利益を得る権利です。したがって、あなたが投資する株式を発行する企業について知っていることは、株式を買う上での最低条件です。知らない会社に投資をするほどリスクが高いことはありません。

知っていると言っても、その企業の社員のように隅から隅まで認識している必要はありません。何を商売としていて、どのくらい売上があるのか、利益率はどの程度なのかという基本的なことがおさえられていれば問題ありません。

企業のことを知るための情報源で最も有用なのは「有価証券報告書」です。有価証券報告書には財務諸表だけではなく、「事業の内容」や「リスク情報」など、投資に必要な情報が網羅的に書き記されています。とても分量が多い資料ですので、読みこなすには時間がかかるかもしれません。しかし、どの会社も同じフォーマットで書かれているため、一度身につけてしまえば全ての上場企業に応用できる、とても便利な資料です。

有価証券報告書に加えて重要なのが「生の声」です。企業が消費者向けのビジネスをしているのであれば、あなたが直接的にお客様になることもあるでしょう。また、自分の仕事に関係する業界のことであれば、一般の投資家よりも知識があり、アドバンテージがあると言えます。直接的にわからなくても、今はインターネットを使えば、かなりのことを知ることができます。

## 2-2. 「素晴らしい企業」の3つの条件

知っている企業の中でも、特に素晴らしい会社を選ぶことができれば、投資の成果をより高められます。私が考える「素晴らしい会社」の条件は以下の3つです。

1. 特定市場における競争力がある
2. 巨額の設備投資がいらぬ
3. 資本の使い方がうまい

「特定市場における競争力がある」とは、競合他社の参入が難しい場合や、商品が消費者に深く根付いている状態のことを言います。長い期間にわたって利益を生み出し続けることが可能なため、その会社の価値は足元がおぼつかない会社に比べて高く評価できます。

市場シェアは、会社の競争力を表す最も端的な指標です。強みがあるからこそそのシェアを取ってきたということですし、市場に大きな変化がなければ簡単に奪われるものではありません。ここで言うシェアは大きな市場である必要はなく、規模が小さなニッチ市場や地域限定のローカル市場でも、そこに需要がある限り独占的な地位を築くことができます。

競争力がある会社は、利益率も必然的に高まります。消費者はその会社から商品を買わざるを得ませんから、高い価格で販売できます。結果として生み出された利益を利用して、さ

らに競争力を強化できるのです。

「巨額の設備投資がいない」ことは、**リスクを避けるという観点から重要です**。競争力を保つために巨額の設備投資が継続的に必要になるならば、会社は大きなリスクにさらされます。計画どおりに市場が拡大を続けている間は問題ありませんが、市場の縮小や、強力な競合の出現により、**設備投資が無駄になって巨額損失を生むことがあります**。

これは成長産業でもよく見られる現象です。成長産業で競争に打ち勝つためには、多くの場合、多額の設備投資を続けなければなりません。革新的な技術を開発したとしても、またすぐにその技術が陳腐化してしまうことも多く、利益を生み出す暇也没有ありません。

技術開発は人類にとって大きな利益を生みますが、それを開発する会社の利益や株主にとっては必ずしもプラスになるとは限らないのです。

「資本の使い方」は、経営者の能力で最も重視されるべきことです。**株主のお金から生み出された利益（純利益）は株主のもので、本来は株主に還元されなければなりません**。経営者がそれを再投資に使えるのは、株主が別の物に投資するよりも大きな利益を生み出せるという前提があつてのことです。

株主が最も信頼をおける再投資先は、実績をあげている既存事業への投資です。市場が拡大を続けているのであれば、ノウハウを持っている会社は高い確率で利益を高めることができるでしょう。

それ以外の事業への投資は、決して成功確率は高くありません。ユニクロの柳井社長が言っているように、事業の成功確率は「1勝9敗」です。そのため、関連事業への投資は株主が嫌がる人が多いのです。

だからといって、単独事業だけでは成長に限界がありますから、関連事業への投資が必要になるタイミングがあります。**株主のお金をいかに高い確率で成功する事業に投資できるかが、経営者の能力を見る上で重要なポイントです**。

## 2-3. ネガティブなニュースは宝の山

前言を覆すようですが、いくら素晴らしい企業を買ったとしても、それだけで投資に成功するわけではありません。素晴らしい会社であっても、**価格が価値を上回る割高な価格で買ってしまつては儲ける余地がないからです**。1章で説明した通り、安全域の考え方を徹底しなければなりません。

株式の価値がわかる人にとっては、**株価を押し下げるネガティブなニュースは宝の山です**。情報化社会においては、ニュースは瞬く間に世界中を巡ります。それを見た投資家の多くは

不安になり、関係している会社の株を売ってしまっただけで株価が大きく下がることはよくありません。

しかし、冷静に分析すると、そのニュースが企業の業績に与える影響は実はそれほど大きくない場合があります。そこで、改めて株式の価値を考えてみると、価格が価値を下回っている場合がしばしばあります。そのような株を割安な価格で買えるかどうか、バリュー株投資の肝となるのです。

投資においては、**人と同じことをしては大きな成果を上げることは難しいものです。**なぜなら、人が群がるときには既にうまみが吸い尽くされていることがほとんどだからです。古くから言い伝えられている投資の格言にこのようなものがあります。

## ” 人の行く 裏に道あり 花の山 ”

ネガティブなニュースが出た企業が、実は上に挙げたような素晴らしい企業だったら、私はとても興奮します。バリュー株投資は、人の心理の裏をかいて大きなリターンを目指すものです。

### 2-4. 市場が総悲観のときこそ最大のチャンス

各企業のネガティブなニュースを随時チェックするのも有効な手段ですが、それよりももっとシンプルな投資のタイミングがあります。それは**市場が総悲観に陥っている時です。**

例えば、リーマン・ショック後に日経平均株価は急落しましたが、その時に投資を行っていれば、**その後5年間で2倍近くにまで上昇しました** (7,000→16,300円)。リーマン・ショックは、あらゆる投資家が総悲観になっていた時ですから、必要以上に株価が大きく下がったのです。

あとから考えると、誰だってその時に投資していればよかったと思います。しかし、その瞬間に立ち会ってみると、ほとんどの人は自信が持てず株式を売却したり、投資を敬遠したりしました。なぜそのようなことになってしまうのかというと、**1つは周りの雰囲気の流れに流されてしまうからであり、もう1つは投資に確かな基準を持っていないからです。**

バリュー株投資では、**企業の価値に投資**します。企業の価値は本来リスクを踏まえたものですから、目の前の金融情勢で簡単にブレるものではありません。もちろん、リーマン・ショック後の不景気で倒産してしまうような企業は論外ですが、確かな価値を持っている企業

に投資をすれば、株価の急落に焦ることはないのです。成功したバリュート投資家の一人であるジョン・テンブルトンも次のように言っています。

**” 市場が最も悲観的になっているときこそ  
買いのチャンスである。 ”**

(ジョン・テンブルトン)

企業の価値という確かな基準を持っていれば、周囲の人の言うことに流されずに済み、株価の下落を投資に活かすことができます。バフェットも、リーマン・ショック後に投資銀行のゴールドマン・サックスに巨額投資を行い、その後大きなリターンを得ました。日本の個人投資家でも、これで資産を大きく増やした人が少なくありません。

## 3. いつ売るべきか

### 3-1. 売るとは基本的に考えない

バリュー株投資では、株を買う時に基本的には売ることを考えません。売り時ばかり考えていたら、せっかく価値を信じて買った株も、本当の果実を収穫する前に手放してしまう可能性があるからです。そもそも、そんなに簡単に手放していいような中途半端な銘柄に手を出すべきではありません。

単なる小遣い稼ぎではなく、本気で資産を増やそうと思うなら、なおさら売りは得策ではありません。損失が出たまま売るとは資産を目減りさせるだけですし、利益が出ていても儲けた分だけ税金を取られてしまいます。含み益の状態にいる限り、税金を取られることはないのです。

「現金化しないと増やす意味がないじゃないか」と思われるかもしれませんが。確かに、お金は使ってはじめて本来の価値を発揮するものです。それでも、私は現金化せず「資産」として持つことに大きな意味があると考えます。なぜなら、安心して人生を送れるだけの「資産」を持っていると、お金の心配から開放されるからです。お金の心配がなければ、変にケチケチすることもなく、自由な人生を謳歌できます。

株式は、持っているだけで配当収入を得られるほか、インフレにも強い優秀な「資産」です。また、株券は既に電子化されているため、現金や貴金属と異なり簡単に盗まれる心配もありません。「儲ける」だけでなく、「保有する」ことに意味があると言えるでしょう。

### 3-2. 銘柄の入れ換えは必要

ただし、持っている株式の中で銘柄の入れ換えは随時行う必要があります。バフェットも投資する銘柄は「永久保有」だと言っているが、ある程度の売りは行っています。売りが必要になる場合は大きく分けて2種類あります。1つは「より割安な銘柄を買うとき」、もう1つは「投資が間違いだった（または間違いになった）とき」です。

別の銘柄を買うのは、今持っている銘柄よりも割安で魅力的な銘柄を見つけた場合です。本来であれば、資産を増やすためには入れ替えよりも追加で資金を拠出することが望ましいのですが、どうしてもそのお金がない時は保有銘柄を売却して資金を捻出することになります。

売る銘柄は、すでに自分が考えている価値よりも価格が高くなってしまっている銘柄が望ましいです。銘柄の入れ換えを繰り返すことで、より将来性のあるポートフォリオ（銘柄構成）を作ることができます。

できそうでできないのが、自分の間違いを認めることです。自分が投資した銘柄に惚れ込んでしまい、なかなか手放せないのは人の心理として自然なことです。しかし、客観的に考えると自分の判断が間違いだったということはよくあります。そこで素直に自分の間違いを認められるかどうか、投資の成果を大きく左右するのです。

また、投資した当初は合理的な判断だったとしても、外部環境や経営方針の変更により、間違いになってしまうケースもあります。例えば、東京電力で原発事故が起きるとは、誰も事前には想定できなかったでしょう。このような場合は恨み節を言っても仕方ありません。スパッと売って、次に切り替えることが重要です。

### 3-3. 栄枯盛衰、諸行無常、万物流転

有名なバリューストック投資家であるテンプレトンの言葉に以下のようなものがあります。

**” 相場は悲観の中に生まれ、懐疑の中で育ち、  
楽観の中で成熟し、幸福感の中で消えていく ”**

(ジョン・テンプレトン)

この言葉に基づき、彼は「最も悲観的な時に買い、最も楽観的な時に売る」ことを徹底し、巨額の富を築きました。

また、「栄枯盛衰」「諸行無常」「万物流転」のように、古来ものごとが同じ状態で止まらないことを表す言葉が多くあります。これは相場についても例外ではありません。

バリューストック投資は、簡単にはブレない企業の価値に投資を行いますが、ずっとそれが続くわけでもありません。ものごとの流れや人々の心理をより客観的に見つめることが、投資で成功する上では不可欠なのです。



## 4. バリューストック投資が提供する価値

### 4-1. 人生を見据えた投資で安心を提供

そもそも投資とは、給料のようにお金が流れ出て来るものではなく、持っている資産を雪だるま式に増やすものです。雪だるまは、人生という長い時間をかければ、普通の人でも貯金だけでは考えられないほど大きくすることができます。

バリューストック投資は、代表的な長期投資の手法です。その効果は、投資期間が長ければ長いほど有効です。個人投資家にとって、最も長い時間のスパンは「一生」ということになるでしょう。一生をかけて大事な資産を増やし、守ることができれば、どんな経済情勢の変化があろうとも、老後まで安心して乗り切ることができます。

つばめ投資顧問が提供するものは、単なる銘柄の推奨ではありません。もちろん、いい銘柄を推奨することは重要です。しかし、それよりも大事なものは、個人投資家の皆様に「安心」を提供することです。

個人投資家が失敗する最大の要因は、目の前の動きに振り回されて、原則とは異なった投資をしてしまうことです。そんな時、当社と顧問契約を結んでいれば、慌てずに資産を守り、さらにはピンチをチャンスに変えることもできます。

安心を獲得することができれば、あなたの日々の生活はもっと豊かになるはずです。資産を持つということは、お金の心配から開放されるということです。お金の心配がなければ、あなたはもっとやりたいことを自由に行うことができるでしょう。

### 4-2. 普通の人「だから」億万長者を目指せる

私のお客様の多くは、いわゆる超富裕層ではありません。むしろ、普通に働いて給料を稼ぐ人がほとんどです。しかし、バリューストック投資はそのような普通の人だからこそ億万長者を目指せる手法です。

世の中の「お金持ち」は、先祖代々資産を持っているか、ビジネスに成功して大金を一度にしたというイメージが強いでしょう。確かに、一般的には宝くじにでも当たらないかぎり、一度に莫大な資産を手にすることはありません。

一方、多くの人には大金を持っていなくても、毎月、収入があります。これは大きな強みです。長期投資は、雪だるまのようにコツコツと資産を大きくしていくものです。雪だるまを大きくするためには、雪がしんしんと降り続ける必要があります。しんしんと降る雪こそ、

毎月の収入です。安定した収入があれば、その一部を投資に回すことで、その時々で割安な銘柄に投資することができます。投資に値するような銘柄がない時は、現金のまま待機させておけばいいのです。

私は、**安定した収入のある方は年収の 20%を投資に回すことを推奨しています**。年収 800 万円の人であれば年間 160 万円です。そこからバリュー株に投資していくことで資産を増やしていきます。

年収の 20%というのはかなり大きな金額です。しかし、逆に言えばそれ以外のお金は自由に使っていいということです。先ほどの例で言えば、年間 640 万円から固定費を引いた金額は自由に使っていいのです。このような思考ができれば予算の計画も立てやすくなり、ケチケチと貯金に励む必要もありません。

老後のため貯金を蓄えることは重要です。しかし、そのために今を犠牲にすることはあってはならないと考えています。そうならないために必要なのは、収入と支出の管理、そして蓄えたお金を増やすための投資なのです。大きな資産を築きたければ、以下の方程式を必ず覚えておいてください。

$$\text{資産} = (\text{収入} - \text{支出}) \times \text{投資}$$

もしあなたが既に引退していても、バリュー株投資は役に立ちます。**バリュー株投資は資産を「守る」投資です**。不況やインフレに負けない株式を持てば、経済環境の変化で資産を減らす心配を減らすことができます。また、配当を重視すれば年金に上乗せする安定収入を得ることもできるのです。

## 5. ケーススタディ

### JXホールディングス（5020）+45%で着地

2016年8月13日付のレポートで「JXホールディングス（5020）」を買い推奨し、約半年後の2017年3月2日に売却を助言しました。推奨時からの上昇率は45%となり、多くの会員が利益をあげました。



（出典：yahoo!ファイナンス）

同銘柄は高い市場シェアや高水準の株主還元を維持していながら、原油相場の低迷により実力以上に割安に評価されていました。決して派手な銘柄ではありませんが、地道な調査により本質的な価値と価格の乖離を見抜いて利益をあげた、バリュー株投資の王道と言えるケースです。

以下、推奨時のレポートを掲載します。

### <JXホールディングス（5020）>

【株式指標（2016年8月12日）】

株価	377 円
時価総額	9,407 億円
PER	7.50 倍
配当利回り	4.24%

(出典 : yahoo! ファイナンス)

## 【投資のポイント】

- JX ホールディングス (5020) は、**石油元売り業界の国内最大手**。シェアは競合他社を圧倒し、東燃ゼネラルとの統合によりさらに競争力を強めると考えられる。
- 出光と昭和シェルの統合が破談になれば、東燃ゼネラルの統合にも待ったがかかるかもしれないが、そうなった場合も **JX の競争力は不変**。原油価格の下落による業績への影響は中期的に解消へ。
- 当社が見積もる利益水準に対する **PER は 10 倍を下回り**、割安な水準。**配当利回りも 4.24%**と高く、「資産株」として長期的に保有したい銘柄。

## 【推奨理由】

JX ホールディングス (5020) は、国内最大手の石油元売り会社です。ガソリンスタンドの「ENEOS」を運営し、**国内シェアは 3 割以上**にのびります。石油の精製・販売に加えて、銅の鉱山開発や精錬等も行っています。近年は電力小売や資源開発、金属技術を活用した電材加工などに事業を拡大させていますが、主力はあくまで石油の精製・販売です。

**石油元売り業界は再編が進んでいます**。過去には幾つもの会社が群雄割拠していましたが、今では JX ホールディングス、出光興産、東燃ゼネラル、昭和シェル、コスモ石油の大手 5 社に絞られました。そして、昨年さらに JX と東燃ゼネラル、出光と昭和シェルが統合する方向性が示され、再編は最終段階に入ると見られています。

なぜ石油元売り業界がここまで再編を進めるのかといえば、**国内の製油所が過剰**だからです。石油は安全保障や災害時の対応にも大きく関わるので、国が主導して再編を促し、石油元売り会社の経営体力を強化しようとしているのです。国の政策であるため、再編に係る独占禁止法の審査も甘くなりがちです。

東燃ゼネラルとの統合が実現し、製油所の再編が進めばコストを大幅に削減できます。統合後の市場シェアは5割を超えるため、市場での独占力を高めて価格競争から脱出することもできるでしょう。国内の人口減少やエネルギーの転換はリスクではありますが、石油に対する需要がなくなることは考えにくく、独占力を生かして確実に利益を出していくことができます。

しかし、ここで予期しない事態が起こっています。出光の創業家が昭和シェルとの統合に反対し、昭和シェルの株式を取得して統合を妨げるなど泥沼の様相を呈しています。出光は近年まで非上場の同族企業でしたが、2006年に株式を上場させ、創業家は経営から退きました。今になって大株主の権限を行使して、経営に口を出すのはいかがなものかという意見もありますが、この2社の統合は先が見えない状況となってしまいました。

出光と昭和シェルの統合が破談になることで、JXと東燃ゼネラルの統合にも待ったがかかる可能性は否定できません。そのリスクが株価を下げる要因となっています。しかし、その場合もJXの価値を毀損するわけではなく、引き続き圧倒的な業界最大手として君臨し続けるでしょう。

業績を見ると、直近2年間は赤字です。しかし、これは原油価格の下落によるもので、必ずしもJXの経営状態が悪いわけではありません。原油価格が下落すると、在庫している石油を時価で計算しなおして、差額を損失に計上しなければなりませんから、外見上はどうしても赤字になってしまうのです。原油価格がこのまま低空飛行を続けたとしても、**中期的には在庫価格変動の影響もなくなり、安定した利益を出せるようになるでしょう。**

在庫の影響を除く2015年度の経常利益は約2,600億円です。そこから保守的に純利益を1,000億円と見積もったとすると、**現在の株価に対するPERは10倍を切ります。**コスト削減による利益の上乗せを考えると、十分に割安な水準です。**配当利回りも4.24%**と高水準であり、すぐに株価が上がらなくても「資産株」として長期的に保有できる銘柄です。

株式市場の敗者になる前に読む本

# 第2部

バリューストック投資に  
悩んだら読む

# 1. 基礎知識編

## 株価の動きは予測できない

株価に関して、「下値の目処」や「上値の目処」を聞かれることがしばしばあります。確かに、ニュースやアナリストのレポートにも、それらを示しているものが少なくありません。しかし私は、これらは予測できるものではないと考えています。

### 株価の動きは市場の気分次第

株価はさまざまな投資家の思惑により左右されるため、その時々市場参加者の気分次第で動いているにすぎません。つまり「短期的な株価を予想することはできない」ということです。

市場にはあらゆる属性の参加者がいます。個人投資家から機関投資家、デイトレーダーからヘッジファンドまで挙げればきりがありません。そして、どの投資家がどの銘柄を取引するのかについても全く制限はないのです。そんな参加者の動きを誰が予想できるでしょうか。答えは限りなく「ノー」だと思います。

さらに、チャートを見てもその後の株価は予測できません。チャートによる分析は後から適当な理由を付けて解説しているにすぎません。

著名投資家のジム・ロジャーズは、皮肉を込めて「**金持ちの野線屋には会ったことがない**。もちろん、チャートのサービスをして**金儲け**をしている連中以外はね」と言っています。それだけチャート分析はいい加減なものです。

### 長い目では適正な水準に落ち着く

株価が予測できないのであれば、一体何を基準にして投資をすればよいか迷ってしまうかもしれません。確かに短期的な株価は予測できませんが、**長期的に見れば株価はある水準**

に落ち着いてきます。それこそが企業の業績などから推し量られる「ファンダメンタルズ」と呼ばれるものです。

短期的にはさまざまな思惑で上がったりがったりを繰り返す株価ですが、「これくらい**の業績の会社ならこれくらいの値段だろう**」という相場感があります。ファンダメンタルズは企業が置かれている状況が大きく変化しない限り、そう頻繁に動くものではありません。

バリュー株投資では、「少なくともこれくらいの価値はあるだろう」と考えられる水準を推定し、それを大きく下回る銘柄に投資します。やがて、株価が本来の価値に戻ってくることで利益を得ることができます。

適正な価値を見積もるためには、その企業の事業が確立していて、予想外の変化が起きにくいことが前提となります。逆に、その企業の将来を見通すことができなければ、価値を見積もることは難しく、**そのような企業への投資こそリスクの高い投資だ**と言えるでしょう。

## いつかはきっと「幸運」が訪れる

割安な株価で株を買ったとしても、いつ適正な価値にまで上昇するかを予測することは困難です。購入した後さらに下がることもあるでしょうし、難しい局面が続くことも少なくありません。

それでも、ちゃんとした価値のある会社は、何らかのきっかけで適正な価値に上昇する**可能性が高い**のです。しかし、その「きっかけ」を予測することは簡単ではありません。利益の増加など、ある程度予測できるものはあるでしょうが、市場が前もって織り込んでいるのなら、業績発表があっても株価は必ずしも上がらないでしょう。

上昇のきっかけは、個別銘柄の要因だけではなく、市場全体の流れからくることもあります。たとえば、2017年にアメリカの大統領がトランプになったときの、「トランプ相場」がよい例です。それまで割安だったいくつかの銘柄は、**にわかに大きく上昇**しました。

三菱UFJ(8306)がその代表的な例です。2016年9月にはマイナス金利により大きく値下がりし、割安な水準に放置されてきましたが、同年11月には米国での金融緩和への期待から大きく上昇しました。海外に積極的に進出し、収益性を強化していた「価値」が反映されたと言えるでしょう。



弊社では2016年9月17日号のレポートで三菱UFJを推奨銘柄としましたが、この銘柄が上昇まで2ヵ月と短期間であったことは、大変な幸運といえます。

このように上昇のきっかけがすぐに訪れるケースもありますが、多くの場合もっと時間がかかります。そのため、バリュー株投資には忍耐が必要なのです。それでも、割安な銘柄を買い、リスクを避けてじっと待っていれば、いつかきっと幸運が訪れるでしょう。

# 株価は「実力」×「期待値」で動く

## 株価=EPS×PER

株価の構成要素は「EPS×PER」で求めることができます。EPSとは1株あたり利益のことです。企業の業績、つまり現在の「実力」を表します。PERは株価がEPSの何倍になるかを表すもので、企業の業績に対する投資家の「期待値」が反映されています。

株価がEPSとPERで構成されると考えると、株価が上がるにはそのどちらか、または両方が上がる必要があります。

EPSが上がるということは、企業が成長を遂げることです。EPSの元となる利益は当期純利益ですが、当期純利益が2倍になれば企業の時価総額も2倍になるという、シンプルな考え方です。

PERが上がるということは、企業に対する期待が膨らむということです。最近の例で言うと、任天堂です。「ポケモンGO」がヒットしましたが、任天堂の業績予想は据え置かれました。それでも株価が大きく上昇したのは、将来の業績に対する期待値、つまりPERが急上昇したからです。このように、現在の実力が伴わなくても、期待だけで株価が上昇することもあります。

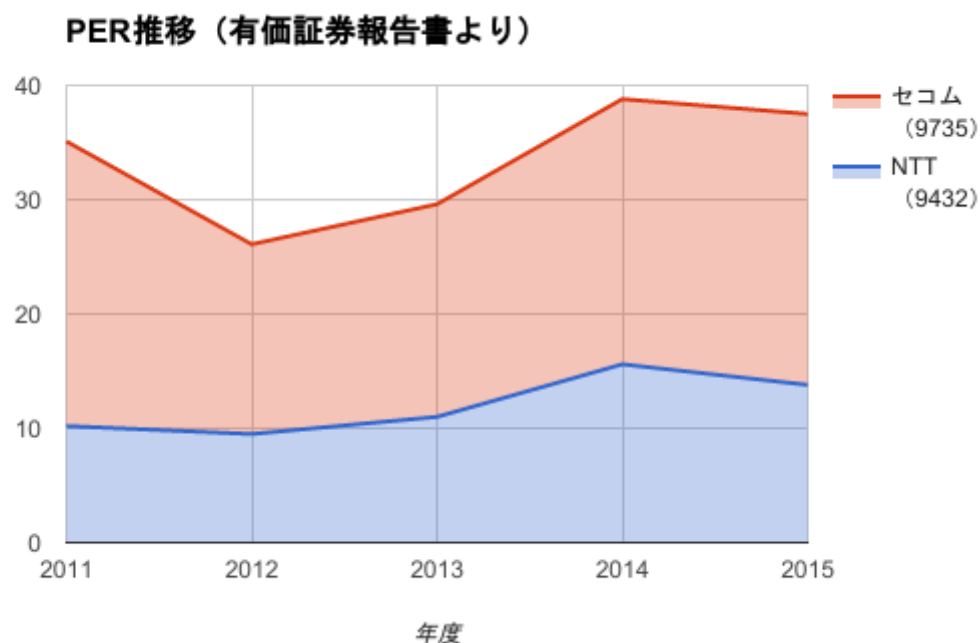
## 長い目で見るとPERはほとんど変わらない

しかし、長い目で見ると、実は1つの銘柄でPERの水準はほとんど変わらないことがわかります。PERが高い銘柄は高止まりすることが多く、低い銘柄はいつまでたっても低いままなのです。期待は業績が発表されるにしたがって現実に引き戻されることが要因だと考えます。

長い目を見たPERの水準が変わらないとすると、業績が急上昇する具体的な理由もなくPERだけが先行して株価が上昇するのは「バブル」の可能性が高いということになります。このような銘柄は、業績が明らかになるにしたがって、やがて元の水準にまで下がる可能性が高いと言えます。

反対に、特に業績悪化の根拠がないのに、PERの水準低下により株価が下落するのは一時的な「過小評価」である可能性が高く、業績が明らかになれば本来あるべき水準にまで上がります。このパターンに注目するのがバリューストック投資の基本姿勢です。

なお、過去の PER の水準は、有価証券報告書の冒頭「主な経営指標等の推移」の表にある「株価収益率」の項目でチェックできるので、個別銘柄に投資する前に一度チェックしてみると良いでしょう。



## EPS と PER の両方が上がると・・・

ここまで EPS と PER のどちらかが変化するパターンを見てきましたが、この両方が上昇したらどうなるでしょう。例えば、EPS と PER の両方が 2 倍になれば、単純には株価が 4 倍になります。それぞれが 2 倍になるケースよりも圧倒的に高いリターンが望めるのです。

そんな上手い話があるわけがないと思うかもしれませんが。確かに、そう頻繁に現れる状況ではありません。しかし、数は少ないながらもそのようなケースは必ず訪れます。

PER が低いということは、その企業の業績に対する期待値が低いということです。これまで業績が低迷していたり、業績悪化に見舞われた企業がほとんどでしょう。

そんな企業がある時突然よい業績を出したらどうでしょう。それまで見向きもされなかった銘柄が「実は将来性があるのではないか」と見直され、業績の向上とともに PER が上昇し、大きく株価が上昇することがあります。

## 大きな上昇を見逃さない2つの視点

このような変化を見逃さないためには、2つ方法があります。

一つは低迷している企業の「戦略の転換」を見つけることです。ダメな企業でも、トップの交代や方針の転換により、それまで持っていた強みを活用して優良企業に生まれ変わることがあります。多くの日本企業は変化を恐れますが、窮地に追い込まれた企業ほど反発力は大きいものです。

もう一つは、一時的な業績の悪化を見逃さないことです。それまで業績が良くても、特別損失や為替等の影響により業績が落ち込むことがあります。そうなると投資家は「この銘柄はもうだめだ」と考え、業績の悪化以上に株価が下がります。そのような銘柄は、業績回復時には、EPS の回復とともに PER も復活するのです。

# 「バリュートラップ」を避けよ！

「バリュートラップ」という言葉を聞いたことがあるでしょうか。割安株がいつまで経っても割安なまま低迷したり、割安だと思っていたのにそれ以上値を下げてしまうことを言います。バリュートラップはどのようなメカニズムで発生し、それを避けるためにはどうしたらいいのでしょうか。

## 指標が低いだけでは割安とは言えない

バリュー株は一般的に PER や PBR が低い銘柄のことを指します。これらの指標が低ければ、利益や純資産の額に対して株価が割安に評価されていることを意味します。多くのバリュー投資家は、単純に指標を使ってスクリーニングをかけ、投資する銘柄を絞っていると思われま

しかし、**指標のみに頼るスクリーニングには大きな落とし穴があります**。ひとつは、いつまで経っても低い指標が続いてしまうケースであり、もうひとつは業績そのものが大きく悪化し、決算発表と同時に株価が下がってしまうケースです。

PER は「**成長期待マイナス将来への不安**」です。高い成長期待は PER を押し上げ、不安は PER を押し下げます。低い PER が続くということは、将来への不安がいつまで経っても解消されない状態であり、業績悪化によってその不安が現実になるケースもよく見られます。

いずれにしても、低い PER にはそれなりの意味があり、指標だけを見て銘柄を決めることは大きな危険を伴います。スクリーニングによる数値だけを頼って企業の実態を見ないことがどれほど危ういかお分かりいただけるでしょう。

ちなみに、私は PBR をほとんど気にしません。PBR のもととなる純資産は、会社を精算した時に株主に分配される金額を表していると言われますが、実際に解散した場合は持っている資産の大部分は簿価よりも大幅に安い価格で売らなければならないため、その金額が実現することはないからです。PBR が 1 倍を下回っていても、決して割安ではないと考えます。

## 「成長期待」と「将来への不安」を明らかにする

もし、全ての投資家が PER だけをもとに取引をするならば、いずれ全ての銘柄の PER は 1 つの水準に収束するでしょう。そうならないのは、各企業への「成長期待」と「将来への不安」が異なるからです。そこまで理解しなければ、本当に割安なのかどうかを判断することはできません。指標を使ったスクリーニングは入り口としては使えなくはありませんが、最終的には企業の実態を見るのが絶対条件です。

もしあなたが、PER で割安な銘柄を見つけたとしましょう。それ自体は素晴らしいことですが、そこからさらに分析が必要です。なぜそんなに割安に放置されているのか、原因を探らなければなりません。

「成長期待」が低い銘柄は、当然 PER が低くなります。明らかな衰退産業で、業界トップでもないなら、将来性は見込めないでしょう。よほどのことがない限り、このような銘柄に長期投資する魅力はありません。

大きなリスクを取っていたり、業績が大きくブレる銘柄は「将来への不安」が大きく、PER は低くなりがちです。ただし、このような銘柄は事業が成功するなどの不安が解消された時に大きく上昇する場合があります。

## 指標と実態との「ズレ」を見つける

割安に放置されている原因を理解したら、それが本当に企業の価値に対して大きなマイナス要因となるかを検証する必要があります。例えば、石油関係の銘柄が原油安の影響で大きく割安になっているとしても、実は原油価格の影響をそれほど受けないのであれば、実態以上に割安に評価されている可能性は十分にあります。

株価は短期的には人の心理で決まるものです。人の心理は絶対的なものではなく、ちょっとした出来事で大きく動きます。人の心理と企業の価値との間に乖離を見つけることができてはじめて、バリュー株投資家としては一人前です。

# 相場と天気

相場と天気は非常によく似ています。今でこそ人工衛星が発達し、天気はかなり先まで驚くべき精度で予想できるようになりましたが、昔はざっくりと明日の天気を予想するのがやっとだったと思います。相場はそんな「昔の天気予報」のようです。

## 明日の天気はわからないもの考える

技術が発達していない時代は、明日晴れになるか雨になるか、正確に予測することはできませんでした。できることと言えば、夕方の空を見て「夕焼けだから明日は晴れ」と予想するか、それでも駄目なら下駄を放り投げて、まさに「運を天に任せる」しかなかったでしょう。相場も、このような状況と大差ないと感じます。

もちろん、経験を重ねれば天気も相場もある程度予測することは可能です。漁師はかなりの精度で天気を予測する術を持っていたようですし、熟練の投資家なら明日の株価がどうなりそうか、おおよそ見立てることはできるでしょう。

それでも、明日何%の確率で雨が降るかまで予測することはできませんし、熟練投資家の予測の精度もさほど高いわけではありません。

明日の天気がどうなるかわからないならば、どちらに転んでも大丈夫なようにしておくことが大切です。天気であれば折りたたみ傘を持ち歩くなどの対策ができます。相場で言えば下落しても問題ないだけの資金的・精神的余裕を持っている必要があります。

## 冬の後には必ず春が来る

明日の天気の予想が難しくても、誰でもわかることもあります。それは、**季節は必ず巡る**ということです。今が冬だとすると、暖かくなったり寒くなったりを繰り返しながら、数ヶ月後には必ず春がやってきます。

これは、**相場における数年ごとの景気循環に似ています**。景気も季節と同様に必ず循環するものです。今不景気だったとしても、長い目で見れば必ず好景気がやってくることは歴史が証明しています。

季節が巡ることを知っていれば、日々の気温の変化を気にする必要はないでしょう。冬から春への気温の変化に比べれば、今日と明日の気温の差は取るに足らないものです。長期投資は、毎日の株価の動きではなく、**今が冬なのか夏なのかを認識することが重要**です。

今が冬（不景気）だとしたら、またいずれ春（好景気）がやってくると信じてずっと耐えることが必要です。逆に、今が夏だとしたら、やがて来るべき冬に備えて今何をすべきか考え、行動を起こさなければなりません。

## **想定外の事態は歴史に学ぶ**

投資のリスク対策は、大災害への備えにも似ています。

相場の世界では2008年に「100年に一度」と言われるリーマン・ショックが発生し、大災害の観点では2011年に「1000年に一度」と言われる東日本大震災に見舞われました。このような「想定外の事態」は頻繁に起こるわけではありませんが、**起きてしまうと（投資家）生命を脅かす危険性があります。**

東日本大震災では、津波で多くの方々の命が奪われました。しかし、過去の歴史をひもつけば、数百年前の津波の浸水域だったところが再び被災地になっています。**歴史を知って備えていれば、もっと多くの人の命が助かったでしょう。**

投資で言えば、リーマン・ショックの際に起きたことは非常に参考になります。世界が急激な不景気に襲われたとき、為替はどのように動き、どの会社の業績や株価が大きく下落し、場合によっては倒産してしまうのかを知るための絶好の勉強材料です。

私は、個別銘柄のリスクを検討する際に、リーマン・ショックでどのような状況になったのかを見るようにしています。もちろん、ほとんどの会社は大きく業績を落としているのですが、**それでもしぶとい力を発揮した企業こそが、本当の優良企業として長期投資に適した銘柄と言えるでしょう。**



# 投資家の動きに左右されない

個人投資家の間では「大口の機関投資家が売った・買った」という噂がよく話題になります。それを気にする方が多いと感じています。しかし、株式の需給に関する話は、短期的には多少意味があるかもしれませんが、長期投資では無視して良いか、気にしても仕方がないものです。

## 投資家の売買で企業の価値は変わらない

確かに大量の株が売られた場合は、株価が一時的に下がることはあります。しかし、投資家が株を売ったからといって、**企業の本質的な価値が低下するわけではありません**。短期的な株価の動きは、企業の価値とは全く関係ないのである。

**機関投資家の多くは「順張り」をする特徴**があります。特に日本の投資信託はその傾向が顕著です。投資信託は一般の投資家から資金を集めて運用するわけですから、ポートフォリオに下落が続く銘柄や、投資家の評判が必ずしも良くない銘柄が含まれるとクレームに発展しかねないため、そのような銘柄を避けたがります。

順張りの投資手法をとる機関投資家は、なるべく割安な価格で買うことを目指すバリューストック投資と根本的に相容れないものです。**バリューストック投資家が機関投資家と同じ動きをする必要性はなく、安く売ってくれたらむしろラッキー**と考えるべきです。

## 機関投資家も特別な情報を持っているわけではない

機関投資家は個人投資家の知らない情報を持っているのではないかと考える方もいらっしゃいます。しかし、証券会社勤務の経験から言えば、**機関投資家も個人投資家が知らない情報を持っているわけではありません**。せいぜい細かい売上高の内訳など、大きな動きとは関係ないデータが揃っているだけです。

株価を大きく揺るがすような情報を持って売買することは**インサイダー取引に該当し**、今では各会社内で情報管理が徹底されています。金融当局においてもどんどん厳しく罰せられるようになっています。

特にインターネットが発達した現代においては、機関投資家の情報優位性はほとんどなくなっていると言って良いでしょう。インターネットで調べてみて不安に思う部分があれば、企業の IR 部門に電話して直接聞いてみるのが一番良いと思います。

## 事業に携わる株主の売買には注意

一方で、気にしなければならないのが、**企業の事業に関わる株主の動き**です。

例えば、**創業者による自社株の売却や買い増し**は、経営への関与を弱めたり、逆に強めたりしようとしている可能性があるため、その意図を把握して会社が向かっている方向性を確認する必要があります。

また、**業務提携先の保有比率の変化**は、事業の方向性を変化させる可能性のあるものですから、企業の価値に対する影響について改めて分析を行う必要があるでしょう。その企業の買収に発展する可能性もあり、実現すれば株価が大きく動くことになります。

これらの動きはいずれも大量保有報告書や企業の開示資料で把握できるものであり、事前にあれこれ心配する必要はありません。事実が明らかになった後で、**その会社にこれから何が起こりそうか、自分の頭で考える**ことが大切です。

## 出来高は投資家心理のバロメーター

このように、バリューストックの長期投資においては原則として他人の売買を気にする必要はありませんが、注目すべき指標はあります。それは**出来高**です。出来高は投資家心理のバロメーターとして利用できます。

出来高が増える銘柄は、何らかの話題になっていることがほとんどです。そのような場合、株価は上下双方に大きく動きます。特にネガティブな情報により株価が下落している場合は、企業の価値以上に株価が安くなっている可能性があります。

出来高を伴って株価が下落すると、その後次第に**出来高・株価ともに落ち着きます**。短期投資家による「祭り」が終わり、何事もなかったかのように動きがなくなった結果、割安なまま放置される場合があるのです。そのような時こそ、バリューストック投資家にとっては絶好の買い場となります。

ただし、あくまでバリューストック投資家が見るべきは、**企業そのものの価値**です。投資家の動きに惑わされず、投資対象を見つめることこそが成功の秘訣となるでしょう。

# 証券会社と投資信託会社

会員の皆様のなかには、証券会社の営業員とおつきあいのある方もいらっしゃると思います。証券会社を取り巻く関係者には、個人投資家の窓口となる営業員、投資信託を組成する投資信託会社、銘柄レポートを発行するアナリスト、経済分析や株価予測を行うストラテジストなどがいます。

## 営業員

営業員は個人投資家に有価証券の購入を奨め、売買の取り次ぎを行う窓口となる存在です。彼らは自宅を訪問したり、電話をかけてきたりして様々な投資信託や債券、保険などの運用商品を持ってきます。

一概には言えませんが、**彼らが持ってくる商品のほとんどはあなたのためはなりません。**それは、証券会社が営業員を通じて儲ける仕組みを理解すればわかります。

投資信託には、一般的に**買付手数料**と**信託報酬**という2種類の手数料が設定されています。買付手数料は、投資信託を購入したときに、購入金額の何%という形で1度だけ徴収されるものです。一方の信託報酬は、投資信託の金額に対して毎年継続的に徴収されます。

投資信託はこれら2つの手数料により、**証券会社にとって「2度おいしい」商品**なのです。また、一般的に買付手数料の方が高いため、何度も入れ替えて売買させることで、買付手数料をより多く稼ぐことができます。

一部の良心的な営業員は、あなたのためを思っていい商品を持って来るかもしれませんが、**大多数は会社から言われるままにノルマが設定された商品を販売しているだけです。**そこでは、あなたが最終的に儲かるかどうかは関係ありません。

やっかいなのは、営業員が「たまたま」持ってきた商品で儲かってしまうことがあることです。金融商品の騰落は短期的には運に左右されるので、適当な商品偶然上がることは十分にありえます。しかし、**ラッキーが何回も続くことはありません。**営業員が勧めた商品で儲かったからといって、その営業員をむやみに信用してしまっはいけないのです。

ちなみに、**営業員に個別株の知識はほとんどありません。**なぜなら、彼らが個別株を推奨するメリットがほとんどないからです。1999年の金融ビッグバンにより株式の売買手数料が自由化されると、個別株の取引は手数料の安いネット証券に流れてしまいました。そのため、対面の証券会社の主力商品は、よりおいしい投資信託へとシフトしたのです。

## 投資信託会社

営業員が持ってくる投資信託を作っているのが投資信託会社です。大手証券会社は系列の投資信託会社を有し、そこが組成する投資信託を中心に販売しています。

投資信託会社の目的も、証券会社と同様に手数料を稼ぐ事ですから、「いい商品」よりも「売れる商品」を作るのが目的です。「パフォーマンスが60%上昇して10位になるよりは、60%下落して運用成績ランキング（純資産の増加額）の第一位になりたい」というアメリカの有名なファンドマネージャーの言葉があるほどです。

投資信託会社は、目につきやすい目新しいテーマを見つけては、新しい投資信託を設定します。その結果、一つ一つの投資信託の運用期間はとて短くなり、規模も小さくなりがちです。特に日本ではその傾向が顕著であり、アメリカでの売れ筋は長きにわたって常連が顔を出しますが、日本では毎年目まぐるしく入れ替わります。

投資信託で利用価値があるのは、「インデックスファンド」と「一定の信念に基づくファンド」です。

インデックスファンドは、手数料が大幅に安く、下手なファンドマネージャーが運用するよりもリターンが高くなることが研究で示されています。確定拠出年金をはじめとする積立投資で利用するにはもってこいの商品です。

一定の信念に基づくファンドとは、「ひふみ投信」などの明確な運用方針を開示している投資信託です。ひふみ投信を運用する会社は証券会社の系列ではなく、販売を目的としたテーマに基づく商品を次々に設定することもないため、信用が持てます。運用方針に共感できるなら、任せてみる価値はあるでしょう。

## アナリスト

アナリストとは、特定の業界のスペシャリストのことです。担当している業界の銘柄に関するレポートを執筆し、買い推奨や売り推奨、目標株価などを提示して投資家の売買を促しています。

彼らのメインの顧客は、個人投資家ではなく機関投資家です。そのため、時折ニュースで漏れ聞こえてくるアナリストの評価は機関投資家向けのレポートが元となっています。

レポートの情報源は、公表されている有価証券報告書などの資料に加えて、アナリストが直接行う企業へのインタビューです。業績予想や足元の事業環境などを聞き取り、それらをまとめてレポートとして執筆しています。

インタビューが鍵を握るため、企業との関係を悪くするとレポートの執筆に支障が出ます。書いた内容によっては企業から「出入り禁止」になることもあり、あまり悪いことは書けず、まして「売り推奨」を出すことはまれです。実際に、証券会社のレポートで売り推奨が出ることはほとんどありません。

そのような事情もあり、機関投資家は買い・売り推奨や目標株価はほとんどあてにしません。彼らが見ているのは、もっぱらそこに書かれている細かい数字などです。機関投資家は多くの銘柄を見なければなりませんから、いちいち会社に取材している時間は取れません。アナリストはその手間を請け負うことで成り立っている、いわば「情報屋」なのです。

時折、「某アナリストがレポートで目標株価を引き下げた」ことが原因で株価が下がってしまうことがあります。あまり意味のあることではありません。目標株価の引き下げは、株価が下がった時に後付けで行われることがほとんどで、下落傾向に拍車をかけることはあるものの、何か新しい情報が出てきている訳ではありません。

アナリストレポートは業界の細かな情報に言及しているため一見の価値はありますが、目標株価をあてにして投資を行うのは意味のないことと言えるでしょう。

## ストラテジスト（エコノミスト）

ストラテジストとは、簡単に言うと「日経平均予想」などを出している人です。様々な経済分析に関するトレーニングを積み、株式市場について熟知しているとされています。

しかし、彼らとて証券会社の一員である事には変わりありません。むしろ、証券会社の体質をそのまま体現している人々です。彼らの意見は会社を代表するものであり、会社の方針に反する意見を述べることは自らの立場を危うくする可能性があります。

証券会社は株や投資信託を売買させることで手数料を稼いでいますから、株価が下がるよりは上がった方がいいのは間違いありません。そのため、株価予想にはいつも「上がる」としか言いません。某証券会社はバブル期には「日経平均 10 万円が見えた」と高らかに宣言していました。（その後、バブルが弾けたのはご承知の通りです。）

株価の予想が当たるかどうかは神のみぞ知るところですが、少なくとも証券会社の予想は上方にバイアスがかかっている、参考になるものではないでしょう。

証券会社との付き合い方を端的に示すものとして、以下のバフェットの名言があります。これを肝に銘じておけば間違えることはないでしょう。

”ウォール街や証券会社のセールスマンに今の推奨銘柄は何でしょうか？と聞くことは、床屋に行って今日は散髪したほうがいいかなと聞くようなものだ。”

# 機関投資家を知れば相場が分かる

株式市場を大きく動かしているのが機関投資家です。多くの個人投資家にとって機関投資家は未知の存在でしょう。しかし、機関投資家も実際に売買を行っているのは一人の人間であり、その行動特性を知れば相場が動く理由を垣間見ることができます。

## 機関投資家は「短期志向」

機関投資家とは、投資信託の運用会社や銀行・証券などの金融機関のことです。しかし、いまや東証で売買をしている投資家のうち6割以上は海外投資家であり、その大部分は顧客の運用委託を受けた、いわゆる「ファンド」です。

ファンドとは、年金基金や富裕層から集めたお金を運用する、日本で言うところの投資信託に該当します。重要なのは、ファンドの多くは「委託勘定」であり、自らのお金を投じている訳ではないということです。

ファンドが利益をあげるためには、運用成績以上に「いかにお金を多く預かるか」がビジネスの鍵を握ります。預かり資産に対する比率で手数料が決まるからです。

運用受託者であるファンドは、委託者である顧客のプレッシャーを受け続けます。投資信託は1ヶ月単位で運用報告書の提出が求められ、パフォーマンスが悪ければ解約も増えてしまいますから、そうならないために目の前のパフォーマンスを上げることに集中します。

そのような特性を持つ機関投資家が「買うべき」なのは、足元でぐんぐん上昇している銘柄です。ものすごい勢いで上昇している銘柄を持っていなければ、委託者から「なぜ持っていないのか」とクレームを受けることもあるでしょう。このプレッシャーが、**機関投資家が人気銘柄を買わざるを得ない状況を作り出しているのです。**

人気銘柄を買う際は、多くの場合バリエーション（PER や PBR）はさほど気にされません。PER がいくら高くなっていようとも、目の前で株価が上昇している限り、あれこれと理由をつけてはその株を買うことが正当化されます。その行為が、**人気銘柄の株価を必要以上に押し上げるのです。**

繰り返しますが、バリエーションが高すぎる銘柄の多くは実態が伴わず、期待が剥がれれば脆くも崩れ去るものです。しかし、機関投資家にとってそれは大きな痛手にはなりません。なぜなら、**彼らのパフォーマンス評価は「絶対評価」ではなく「相対評価」**だからです。

「相対評価」とは、インデックス（TOPIX など）をどれだけ上回っているかと言うものです。相場全体が上昇基調の時にインデックスを上回っていた方がいいのはもちろんですが、下落時にはインデックスよりマイナス幅が小さければ「よし」とされます。要するに、その評価基準は風見鶏でしかないのです。

そのため、相場の雲行きが怪しくなると、機関投資家はわれ先に逃げようとします。仮にその投資がマイナスであっても、逃げ遅れればパフォーマンスはインデックスの下落幅を下回ってしまうからです。こうして売りが売りを呼び、下落相場はいつも劇的な動きになるのです。

このように、機関投資家は誰よりも「短期志向」なのです。扱う金額も大きいので、彼らの動きが相場の振れ幅を大きくするのに一役買っています。

## 「逆張り」と「バイ&ホールド」で機関投資家に勝つ

上記のような機関投資家の特性を知っていれば、個人投資家が機関投資家に勝つのは難しくありません。

個人投資家の投資スタイルは自由です。自分の資金を使って売買を行うため、誰のプレッシャーを受けることもありません。そのため、機関投資家から一歩引いたスタンスを取ることがパフォーマンスを上げることにつながります。

個人投資家全体を見れば、株価が下がったときに買い、上がった時に売る「逆張り」の傾向が見られます。これは機関投資家とは逆の動きです。当社が推奨しているバリュー株投資のスタイルにも比較的似ています。

個人投資家の強みは、機関投資家が売らなければならないような「不祥事銘柄」や「業績悪化銘柄」が安くなった時に買うことができる点です。多くの人から嫌われる銘柄も、誰の許可を取る必要もなく自分の責任において買うことができます。価値が伴っていれば、時間が経つに連れて適正な株価を取り戻し、結果的に大きなパフォーマンスを上げることができるでしょう。

個人投資家のなかには一日中画面に張り付いて取引を行うデイトレーダーもいますが、大部分は買ってから3～5年以上持ち続ける「バイ&ホールド」のスタンスです。特に、昔からの富裕層にこそ、その傾向が見られます。彼らは気に入った株があれば目の前の動きにとらわれずいつまでも持ち続けるのです。



個人投資家の特性である「逆張り」と「バイ&ホールド」は、バリュー株投資の考え方に合致するものです。短期的な成果を求められないからこそ、本当に価値のある株をより安い時に買い、あとは適正な価値に上昇するまで待つことができるのです。

一方で、短期的な成果を求めると、瞬間的にはよいパフォーマンスが挙げられるかもしれませんが、株価が下がる局面では大きく資産を減らしてしまいます。このようなケースが多いため、株式投資のイメージが悪いのですが、うまくいっている投資家の実像は、彼らと一線を画す長期投資家なのです。

腰を据えて先を見据えた投資を行う正統派個人投資家になり、長い目で見た時に機関投資家やデイトレーダーを上回ることを目指しましょう。

## 2. 投資戦略編

### 勝つための戦略を決める

大成功したことで有名な個人投資家に、片山晃氏があります。彼は 65 万円から株式投資を始め、ピークでは 25 億円にまで増やしました。彼の投資戦略はバリュー株投資とは異なるものですが、その根底となる原則は同じです。

#### 片山氏の投資手法とバリュー株投資

成功した個人投資家というと、多くの人はデイトレーダーを思い浮かべますが、**片山氏は長期投資家**です。長期投資家である以上、企業の業績など「ファンダメンタルズ」を重視することが必須となり、彼も例外ではありません。その点は、私が提唱するバリュー株投資と同様です。

しかし、バリュー株投資と大きく異なるのは、**対象としているのが中小型株**であることです。中小型株は情報が限られることから「価値」を見極めにくく、長期投資には向いていないというのが一般的です。値動きもとても大きく、大事な資産を託すには頼りないからです。

一方、片山氏はそれを逆手に取りました。**情報が限られ値動きが大きい**ということは、**成功した時に儲ける幅がより大きくなる**ということです。その戦略を実行するために彼が用いたのが「適時開示情報」です。

業績の上方修正があった場合、その理由を調べて、将来何が起こるか想像するのです。会社が小さいほど一つの商品がヒットした時の振れ幅は大きくなりますから、想像がうまく当たれば業績が伸び、あとから気づいた投資家が株を買って株価が上昇するというわけです。

**この戦略は誰でもできるわけではありません**。片山氏はすべての適時開示情報をチェックしていると言い、それには相当な時間と労力を必要とします。また、単に業績の上方修正を行った銘柄がいいというわけではなく、そこから想像力を働かせるのはやはり才能が必要だと思います。

中小型株は情報が限られるので、最後は自分の直感を信じてリスクを取らないといけな  
いのです。「調べれば論理的に納得のいく答えが得られるかどうか」がバリュー株投資との  
大きな違いです。

バリュー株投資と共通しているのは「人の裏に行く」ことです。バリュー株投資では、  
多数派が悲観に陥っている時に、企業の実態と株価の乖離に儲けのチャンスを見出します。  
一方、片山氏は、誰も見ていない銘柄の、誰も気づかないような変化に着目することで儲け  
ました。注目ポイントは違いますが、どちらも多数派とは違う行動をとっていることがわか  
るでしょう。

## 株式の4つのパターン

片山氏は著書の中で、株式のパターンを4種類に分類しています。

1. 優等生が100点満点を取り続けるパターン
2. 優等生が期待はずれの点数を取ってしまうパターン
3. 落第生が期待以上の点数を取るパターン
4. 落第生が赤点を取り続けるパターン

1のパターンの特徴は、誰が見ても優良な銘柄です。そのため、PERは常に高い水準にな  
っています。それでも期待に応えていい業績を出し続ければ、ほぼ一直線に上がり続ける特  
性があります。このパターンは調子がいいうちはいいですが、ひとたび成長性が鈍化したり  
すると、高いPERを支えきれなくなり、一気に暴落してしまうことがあります。

2のパターンは1がこけて株価が下落した後の銘柄です。多くの投資家からは手のひらを  
返されたように悪口を叩きます。しかし、それでも「元」優等生ですから、実力は確かにあ  
るはずで、悪い点を取ってしまった要因が一時的なものであればまた1の軌道に戻るこ  
とができるのです。先に述べた三菱UFJ(8306)のように当社が狙うのはまさにこのパターン  
です。

3のパターンは片山氏が狙うパターンです。これまで見向きもされなかった劣等生が突然  
良い点を出しても、投資家は最初半信半疑です。しかし、その後もいい点を取り続けるよう  
なら多くの投資家が群がってきます。そうなると、中小型株なので値動きも大きく、買い  
が買いを呼ぶ形で、ある時急騰するのです。(なお、4は儲ける可能性がないのでそもそ  
も投資するべきではありません。)

バリューストック投資と片山氏の方法でどちらが正しいということはありません。片山氏の方法は大きなリターンも狙えますが、才能と労力が必要で、失敗した時のリスクも大きくなります。バリューストック投資は、爆発的な利益を狙うことは難しいですが、知識に基づいた論理的プロセスにより、より確実なリターンを求めるものです。

投資手法の正解は一つではありませんし、1番を目指すものでもありません。リターンの裏には相応のリスクがあります。重要なのは投資の目的に合った方法を取ることです。当社はあなたの大事な資産を守りながら、より確実なチャンスをうかがうことを目的としています。それをご理解いただければ、本書をより有効に活用できるでしょう。

# 1 に下落を避け、2 に上昇の可能性を探る

## 株の基本は「安く買い、高く売る」こと

株価は究極には上がるか下がるかのどちらかしかありません。株式投資をこのように捉えると、利益を出すことは難しくないように思えます。株価が下がった時に買い、上がった時に売れば良いのです。

バリュー株投資はこの方法を忠実に実行する考え方です。株価が本来の価値を下回った時に買い、上回った時に売ります。ただし、株式市場は気分屋なので、いつ株価が本来の価値を上回るかは分かりません。そのため、必然的に長期保有が前提となります。しっかりとした価値を持つ銘柄なら、いつか必ず株価に表れるものです。

しかし、どうしても気をつけねばならないことがあります。それは、**下がり続ける株を持ってはいけない**ということです。バリュー株投資はバイ・アンド・ホールドの戦略ですから、下がる株を持っていては資産をどんどん目減りさせてしまいます。なかなか上がらないのは構いませんが、下がり続けることは何としても避けなければなりません。

したがって、バリュー株投資では下がる可能性がなるべく小さく、上がる可能性がなるべく大きい銘柄を選ばなければならないのです。

## 下がる可能性が小さい＝優秀なビジネスモデル

下がる可能性が小さい銘柄とは、**優秀なビジネスモデルを持ち、外部環境に左右されず安定した利益を生み出し続けられる銘柄**です。

優秀なビジネスモデルとは、他の企業が真似できない強みを持っているビジネスのことです。強みの源泉は、技術やブランドや規制で守られているものがあります。一つではなく、様々な要因が交わりあって強みを構成していることも少なくありません。

もちろん、企業のもっている強みが利益に結びつく必要があります。いくら真似できなくても、需要がなければ意味がないのです。多くの日本のメーカーは、利益に結びつかない技術を「競争優位」と履き違える傾向があります。

**競争優位を最も分かりやすく体现しているのがアップル**です。iPhoneの技術は従来の携帯電話ですでに実現しているものがほとんどでしたが、商品づくりへの徹底的なこだわりにより、誰も真似できない「ブランド」を確立したのです。

逆に、誰でも真似できるビジネスはやがてジリ貧になってしまいます。例えばパソコンは多くの日本メーカーが作っていましたが、実はパーツの組み合わせにすぎず、誰でも作ることができました。その結果、中国や台湾の安価な商品に駆逐されてしまい、利益を生むどころかお荷物になってしまいました。このようなビジネスは株式の価値を破壊するものです。

## **上がる可能性が大きい＝成長を後押しする外部環境**

上がる可能性が大きい銘柄とは、優秀なビジネスモデルに加えて、**ビジネスの成長を後押しする外部環境**が整っている銘柄です。

外部環境の最も基本的な構成要素は**人口構成**です。汎用品を作っている会社であれば、先進国よりも新興国に進出していた方が今後の成長性が見込めます。また、日本においては若者よりも高齢者に対するビジネスの方がより市場が大きくなることは明らかでしょう。

**社会構造の変化**も重要です。ここ数年の世界経済の成長を牽引してきたのは間違いなくスマートフォンです。いつのまにか世界中人々の大部分がスマートフォンを持つようになり、様々な前提条件を変えてしまいました。このような大きな変化を見逃すことなく、うまく波に乗れる銘柄に着目する必要があります。

# 上がるシナリオ、下がるリスク、サプライズ

投資する銘柄を選ぶときに考えなければならないのは「どうなればこの銘柄が上昇するのか」というシナリオです。株価の上昇は基本的には業績が上向くことを意味しています。つまり、どんな要因があれば業績が上向き、その要因が現実的に起こり得るのかを考えて投資に臨まなければなりません。

## 現実的なシナリオを立てる

業績が上向くシナリオは、外部要因であれば輸出企業における円安や、その企業が身を置く市場の拡大などがあります。内部要因であれば、新規事業の成功や不採算事業からの撤退などが挙げられます。

シナリオの仮説を立てたら、本当にそれが業績の向上に結びつくかどうかを調べます。製造業だから円安になれば業績が伸びると思っても、実はそれほど輸出に依存していないなど、あまり影響がない場合もあります。これは有価証券報告書をはじめとする IR 資料から知ることができます。

シナリオが業績の向上に結びつくことが確認出来たら、次にやる作業はその要因が現実的に起こりうるかどうかの検証です。例えばスマートフォン市場の拡大が業績に寄与すると考えるのならば、市場規模の推移や自分の身の回りを観察し、これからの将来を予測します。ここでは調べる労力と同時に、未来に対する想像力が物を言います。ただし、為替や原油価格などは多くの要因が絡み合い、将来の予想が非常に難しいため注意が必要です。

できれば、ある程度想像できる要因をシナリオとして考えた方が良いでしょう。

## 下がるリスクも頭に入れる

上がるシナリオと同様に下がるリスクも常に頭に入れておかなければなりません。円安になれば業績が向上するのなら、逆に円高になれば業績が落ち込みます。どちらの可能性が高いか、客観的事実に基づいて調べる必要があります。

業績や株価が下がるリスクを見つけることはさほど難しくはありません。なぜなら、大部分は**有価証券報告書の「事業等のリスク」**に書いてあるからです。その内容を検証するだけで、下がるリスクの大部分は抑えることができるでしょう。

最終的には自分の頭で考えたシナリオと、有価証券報告書に載っているリスクを天秤にかけます。どちらの可能性が高いかを判断するのが投資の醍醐味です。

## **株価が上昇するにはサプライズが必要**

ただし、それで上がるシナリオが勝っていれば株価が上がるかというと、そうでもないのが投資の難しいところです。

調べれば誰でもわかることであれば、そのシナリオは**株価に織り込まれている可能性が高い**からです。成長市場に身を置く企業の株価はそうでない企業に比べて割高になっていることでしょう。そんな中で**株価が上昇するにはサプライズが必要**です。

サプライズを自分のものにするには、多くの人知らないことを知っているか、自分の頭で考えて他の人より一歩先を行く必要があります。そのためには相当な労力と専門的な知識、さらにはある程度の才能が必要です。

## **バリュー株投資は3つを兼ね備えた手法**

バリュー株投資はこの問題を同時に解決する手法です。すでに株価が大きく下落した銘柄に目をつけ投資を開始するので、**下がるリスクのひとつが現実化している**ということになります。そのため、そこからさらに下がるリスクが軽減されているのです。

上がるシナリオは、下がった要因が払拭されればそれだけで十分です。シナリオを探す作業はどうしても妄想しがちになりますが、この手法では**すでに起きた事実の裏側を見れば**いいので、現実性は高いと言えます。

サプライズも自分のものにできます。悪いことが起きて株価が下落した場合、**株価は必要以上に下がる傾向**があります。これは人の心理に基づくものであり、これまでも幾度となく繰り返されてきました。



逆に言うと、悪い状況から立ち直るだけで多くの人々にとってサプライズになるのです。サプライズと言っても、客観的な事実に基づいてその状態を予想した人にとっては何のサプライズでもありません。心理に惑わされずに事実を調べればいいので、特殊な能力を身につける必要もありません。

「上がるシナリオ」「下がるリスク」「サプライズ」の3つを熟慮して提案するバリューストック投資は、主観的、独断的になりがちな株式投資を論理的に見つめる投資手法です。些細なニュースや株価の動きに惑わされない投資で、心穏やかに資産を増やしましょう。

# 「みにくいアヒルの子」に投資する

バリューストック投資とは本質的に ” 嫌われ者への投資 ” です。その意味を解説しましょう。

## 嫌われているからこそおいしい

バリューストック投資は、株価が大きく下がった局面で買い、その後本質的な価値にまで上昇することをリターンの源泉とする方法です。

株価が大きく下がるということは、それだけ売りたいと考える人が多いことを意味します。売りたい人が多いということは、少なくともその時点で何らかの理由により「嫌われている」銘柄ということになります。

代表的なバリューストック投資家であるジョン・テンプレトンの著書に以下の挿話があります。

繁盛しているレモネードスタンドが競売にかけられた。競売の参加者はわれ先にと高い買値をつけたが、そのうち雨が降り出した。すると、「雨が降ったらレモネードなんて売れない」と参加者は辞退していき、それを見てさらに周りの人も辞退した。結局最後に残った一人が安値でスタンドを買うことができ、翌週の晴れの日には大いに儲かった。

分かりやすく言うなら、「みにくいアヒルの子」への投資を目指す方法と言えます。最初から白鳥の子では何のギャップもなく、物語にならないでしょう。どちらも最初（ある時点）でいじめられていたからこそ、状況が変わった時の感動が大きいのです。投資も同じで、今叩かれているほど、将来得られるリターンは大きくなるのです。

## バッシングに擁護の声はない

企業が嫌われてしまう一つが、インターネットなどのマスメディアで「炎上」してしまうパターンです。今では少しでも悪いことがある、すぐにインターネットで拡散してしまう傾向があります。

しかし、インターネットの時代になってもバッシングの本質はテレビが主導権を握っていた時代から大きく変わっていません。叩かれる企業に対しては擁護の声もなく、バッシング一色になるのです。

もちろん、叩かれる理由が救いようもないほど悪いこともあります。しかし、事実をよく調べると、実は他社も当たり前のようによくやっています、たまたまその企業がやり玉に挙がっているようなケースも少なくありません。

叩かれている企業を見ると、私はアドレナリンが放出されます。バッシングされている理由は何なのか、本当にそんなに悪いことなのか。客観的な事実を整理すると、**企業の価値に大きな影響がない場合も少なくありません。**

バッシングを受けた企業の株価は大きく下がります。しかし、それは行き過ぎる場合がほとんどです。それでもなかなか買が入らないのは、人間が周りの空気に流されやすいからでしょう。

株価が下がってくると、やがて企業の価値を大きく下回ります。**その時こそが、バリュー株投資にとって絶好のチャンス**です。周りに流されず自分で考えられる人にとっては、そのような貴重な機会を提供してくれるインターネットやマスコミは忌むべき敵ではなく、後方支援をしてくれる味方なのです。

## **大原則は「株価が価値を下回った時に購入する」**

ただし、どうか勘違いして欲しくないのは、ただ単に**株価が大きく下がればよい**というわけではないということです。本当に価値がない企業だったり、起きた出来事が致命的なダメージを与えることも少なからずあります。その違いを見極めることがバリュー株投資に求められることであり、私が皆さんにお届けできる価値です。

企業の価値を見極めることは、株を買うタイミングや価格を決めることにもなります。「落ちるナイフは掴むな」とか、「上昇基調になるまで待て」というようなことを言っている文献もありますが、それではいつ上昇トレンドになるかわかったものではありません。

バリュー株投資では株価の動きとは関係なく、「**株価が企業の価値を下回った時に購入する**」、このヒトコトに尽きます。大底で買えるわけではありませんが、チャートを睨んでいてもそれは同じです。株価が価値を下回った時に買うことを徹底していれば、得られるはずだったチャンスを逃すことはありませんし、些細な株価の動きに惑わされることもありません。

「嫌われ者への投資」は周りとは違う道を行くので、最初はむず痒いものです。それでも勇気を持って投資すれば、何となく投資する場合と比較してより確実なリターンが得られるでしょう。

# 市場の「歪み」を見つける

株式市場の代表的な理論に、「効率的市場仮説」というものがあります。これは、株式市場におけるあらゆる情報は、公表された時点で瞬時に株価に反映され、その結果株価はいつも適正な価値を反映しているという考え方です。

この考えに基づくと、株価は常に合理的であり、市場の「ミスプライス」を利用して利益をあげ続けることはできないとされます。それにもかかわらず、現実の市場においては、株価が適正な価値を大きく上回る「バブル」や、その反対である「ショック」がたびたび繰り返されてきました。

効率的市場仮説には一定の正しさがあるものの、同時に不完全な部分もあると、私は考えています。バリュー株投資は、その不完全さを利用して利益をあげる考え方です。つまり、チャンスは頻繁に訪れるわけではないものの、必ず訪れるものと考えます。

## 不完全な効率的市場仮説

効率的市場仮説は、市場参加者の全てが株式の価値に基づいて取引し、市場でやり取りされる情報が価値にどのような影響を及ぼすかを全員が知っているという前提により成り立ちます。

しかし、この前提は、**物理学で言う真空状態のようなもの**です。真空状態を前提とした物理公式が、空気や重力の存在する地球上では成立しないのと同様に、効率的市場仮説も現実の世界にそのままあてはめることはできません。

空気や重力を計算することで物理公式は修正できますが、**株式市場は人間が介在するもの**であり、それを計算することはまだ難しいと考えられています。もしそれができたとしたら、ノーベル賞ものでしょう。

現実の市場では、**様々な考え方をする投資家が存在**します。株式の価値に基づいて合理的な判断を行うとする投資家もいれば、ただ単に株価の動きだけを目標とする投資家、あるいは配当や株主優待目的の投資家も少なからず存在します。

公表された情報も全ての人が瞬時に認識するわけではない上、その受け取り方もさまざまです。ある企業が会社を買収したとしても、それがその企業の業績にプラスなのかマイナスなのか、受け取る人によって評価が分かります。

さらに、「価値に基づいた合理的な判断」と言っても一筋縄ではありません。株式の価値の原則は、簡単に言うとその株式を発行する企業の将来の利益を足し合わせるのですが、**将来のことは正確に予想することはできません**。それゆえに、完全に正しい適正価格というものは存在しないのです。

## **群集心理を逆手にとる**

「正しい適正価格」が存在しない中で、あえて答えを見出そうとすれば、**唯一の正解は市場で付いている株価**です。あらゆる種類の市場参加者がいる中で、合意点として形成されるのが株価であり、それ以上の答えを見つけるのは難しいと言えます。トレーダーの間では「**市場は常に正しい**」という格言もあるほどです。

株価が常に正しいとすれば、株式市場で利益を出し続けるためには、いくら情報を調べても無駄ということになります。したがって、**一般的な情報からは見抜くことのできない並外れた洞察力**を身につけるか、公開前の情報を得なければなりません。

後者はインサイダー取引として犯罪ですから、決して手を出してはいけません。「並外れた洞察力」は、ごく一部の天才的な能力を持っている人を例外として、多くの投資家は備えているものではありません。勉強して身につけるのにも限界があり、私もそれができるとは考えていません。

しかし、特別な才能がなくても、株式市場でミスプライスを見つけて、継続的に利益を上げる方法が1つあると考えます。それは群集心理を逆手にとることです。

すでに述べたように、株価は多くの人の様々な考え方の合意点として形成されるものです。しかし、まれにその合意点が大きく動く場合があります。それは、**ほとんど全ての人と同じ方向に動いた時**です。

例えば、企業のスキャンダルや業績不振が伝えられると、多くのマスメディアや市場関係者がその企業に対するネガティブキャンペーンを行います。それを見た人々は、多くの場合その企業に対する悪い印象を抱きます。人々がその企業の株を一斉に売却した結果、株価は**本来の価値から「明らかに」割安になる**ことがあるのです。

しかし、時間が経って人々が冷静さを取り戻すと、株価の動きが行き過ぎたことに気が付きます。そうすれば、**効率的市場仮説に基づいて「正しい」株価に戻っていく**のです。この戻りを利益に結びつけるのが、バリュー株投資の基本的な考え方です。

人々が合理的な判断を通り越して一斉に同じ方向に動くことは、群集心理の1つとして心理学ではよく知られています。群集心理を逆手に取ることで、普通の人でも市場に起きるミスプライスを見つけることができるのです。

# 市場の波を乗りこなす

世の中のあらゆることについて、今の状態が続いたり、一方向に進み続けることはありません。それは投資についても同じです。株式市場は経済的な側面と、心理的な側面の2つの要因で上がったたり下がったりを繰り返すものです。

## 経済には確かな「波」がある

経済的な側面として、企業の業績が良くなったり悪くなったりするのも、株式市場の波を作り出す要因です。ここでは企業の業績を左右する大きなものとして「景気動向」を取り上げます。

経済学の分野でも、景気には周期の長さによっていくつかの波があることが示されています。これらは株価チャートの解説と違い、根拠のはっきりした説得力のあるものです。

例えば、在庫循環に焦点を当てた「**キッチンの波**」というものがあります。何もない状態から商品が売れるようになってくると、企業は生産量を増やします。生産・消費ともに増加するので、経済は活性化し、好景気が出現します。しかし、やがて商品が消費者に行き渡って需要が減少してくると、売れ残った在庫が増加します。在庫をさばくことが優先されるようになり、新たな生産が行われなくなります。その結果、生産・消費が減少して不景気が訪れるのです。

「**キッチンの波**」は約40ヶ月周期と言われます。その他に、「**ジュグラールの波**」（約10年、設備投資に起因）、「**クズネッツの波**」（約20年、建築物の需要に起因）、「**コンドラチェフの波**」（約50年、技術革新に起因）が提唱されています。必ずしもこの周期で起きるとは限りませんが、多くの企業はこのような波から逃れることはできません。

ある企業の業績がここ数年右肩上がりになっているとしても、**本当に成長しているのか、それともただ単に景気循環の波に乗っているだけなのか**をよく見極める必要があります。

成長している企業の業績は、多くの場合過去の好業績を更新しています。一方で、景気に乗っているだけの企業は、過去の好業績を超えられないか、それと同程度に甘んじています。直近の例では、リーマン・ショック前の好況期の水準が参考になります。

## 心理はいつも行き過ぎる



株価を大きく左右する大きな要因として、**心理的な側面**も見過ごすことは出来ません。株式市場は好調な時は過度に楽観的になりすぎ、不調な時は逆に慎重になりすぎる傾向があります。

**過度に楽観的になるときはバブルの危険性**をはらみます。上昇相場では、買った銘柄がほぼ無条件で上昇していくので、投資家は気を良くして次から次へと買い進めます。そのような状況においては、本質的な価値とかけ離れているかどうかはほとんど無視されます。

もちろん、投資家の中にはそれに気付きつつある人もいますが、目の前の利益を優先して目をつぶることも少なくありません。そのような場合に、ある種の言い訳として使われる言葉が「**今回は違う**」です。この言葉が聞こえ始めたら要注意と言えるでしょう。

逆に、**下落相場では投資家は必要以上に不安を強めます**。持っている株がまだ下がるのではないかと不安にかられ、本当にいい銘柄までも次々に売却してしまいます。その結果、売却する人が次から次へと増えて、さらに株価が下がる悪循環に陥ってしまうのです。

## **波に飲まれるのではなく、波を利用する**

経済の波と心理の波はリンクする傾向があります。経済が上向きの際は楽観的になり、不調な時は悲観的になります。しかし、いい状態も悪い状態も、いつまでも続くものではありません。時間が経てば、**いずれ本質的な価値へ戻ってくる**ことがこれまでの研究でも示されています。

我々バリュー株投資家は、経済や心理の波に惑わされる事はなく、**逆にそれらを利用**することを考えます。波が大きくなればなるほど本質的な価値との乖離は大きくなり、長期的には儲けるチャンスが広がるのです。

そのために必要なのが、**企業の本質的な価値を知るための知識と、心理的な要素に惑わされないメンタリティ**です。つばめ投資顧問は、その両者をレポートを通じて皆様に提供します。

# 「待てる」かどうかが成功を左右する

バリュー株投資は、株価が本質的な価値を下回る割安な株式を買い、あとは**株価が本質的な価値まで上昇するのをひたすら待つ投資手法**です。これは本当に単純なことなのですが、いざやってみると「ただ待つこと」を実践できず、失敗してしまうケースがあとを絶ちません。ここで改めて、待つことの重要性について言及しておきたいと思います。

## 長期投資の成功には精神力が試される

バリュー株投資では、会社の価値に関する綿密な調査を行い、自分が確信した価値よりも**株価が安いと判断した時に株式を購入**します。株価の動きは価値に影響を与えないため、**価値に対する判断が変わらない限り、その株を売却するべきではありません**。

しかし以下のような理由で待つことができない人が少なくありません。

- 株価がなかなか上がらずイライラする
- 株価が下がって不安になる
- その会社や相場動向のニュースが気になって仕方がない
- 上昇している銘柄を見ると目移りしてしまう
- 儲けている人を見ると焦る

株式投資をしていると誰しも経験することではないでしょうか。実はこの精神状態こそが、**長期投資の成功を妨げる大きな障害**になるのです。

このように感じた時は、売却や他の銘柄に乗り換えたい気持ちをぐっところえなければなりません。慌てて行動してしまったら、せっかくのチャンスを逃してしまうばかりではなく、「**負け組**」投資家の性質が身についてしまいます。それは以下の理由によるものです。

- 本当の上昇局面での大きな利益を逃してしまう
- 下落時の売却を繰り返すと損失が累積する
- 頻繁に動くことで、かえって不安が増幅される
- 株価の動きから目を離せなくなり、生活にも余裕がなくなる
- 腰を据えて銘柄を調査できなくなる

このような状態になってしまったら、成功からどんどん遠ざかってしまいます。そうならないように**精神面からもサポート**することが、株式投資アドバイザーとしての私の役割だと考えています。

待つことができない人は、バリュー株投資で成功するのは難しいでしょう。株価は短期的にはどのように動くか予想することはできません。しかし、長期的に見れば必ず本質的な価値に収束します。それが数ヶ月先なのか、数年先なのかを事前に知ることはできませんが、その時まで自分の判断を信じてひたすら待つことは、投資で成功するために何よりも大切なことです。

## 価値に影響を与えるものをチェックし、株価は見ない

待つことは重要ですが、その間に何もしなくていいというわけではありません。

保有銘柄に関するニュースや業績の状況をチェックし、自分が購入した時の「ストーリー」を崩すものはないか、まめにチェックを行う必要があります。大変なようにも見えませんが、「Google アラート」で銘柄名をキーワードに登録すれば、関連するニュースを自動的にメールで配信してくれるので、非常に便利です。

ニュースをチェックし、自分が考えたストーリーに変化がなく、株価が本質的な価値よりも割安なのであれば、その株は安心して持ち続けて良いのです。この「安心感」が、長期投資で成功する上では鍵を握ります。

株価を毎日チェックする必要はありません。株価はほとんどの場合具体的な理由なく上昇と下落を繰り返すものです。株価が動いたからといって、株式の価値に影響を与えるわけではないのです。

ただし、株価が大きく上昇または下落した時は、どのような要因で動いているのかを調べる必要があります。もし自分が見落としていた要因でストーリーが変化するようなことがあれば、改めて価値を見直し、保有を継続するか売却するかの判断を行いましょう。

待つことの重要性について、ウォーレン・バフェットも以下のようにも述べています。

- たとえ証券取引所が10年間閉鎖されることがあっても喜んで持ち続けたい銘柄だけを買いなさい。
- 今日や明日、来月に株価が上がろうが下がろうが、私にはどうでもいいのです。
- 多くのプロの投資家や学者たちが、毎日の株価に一喜一憂しています。しかし、株価やマーケットの動向を、毎日、毎週、毎月追うことで、投資が成功するとは、私は考えていません。株はそのビジネスの一部でしかないからです。注目すべきは、株価ではなく、事業そのものでなくてはなりません。常に株券ではなく、ビジネスを買うという投資姿勢が必要です。



# 投資の原則を守ることが成功への近道

現代はインターネットが発達し、いつ、どこにいても必要な情報を得られるようになりました。投資情報も例外ではなく、投資手法から日々のニュースまで、探そうと思えばいくらでも見つけることができます。

しかし、人々が容易に情報を入手できるようになっても、**株式投資で失敗し続ける個人投資家は減る気配はありません**。この傾向は、インターネット以前も以後も変わっていないように感じられます。

数多くの失敗する投資家がいる中で、ごく一部の投資家は継続的に勝ち続けています。しかし、彼らは何か特別な情報を持っているわけではありません。私は、一部の勝者と数多くの敗者を分けるものは「**原則を守れるかどうか**」に尽きると考えます。

## 投資の原則は手法によって決まる

投資の原則とは、必ずしも普遍的なものではなく、**投資手法によってばらつきがあるもの**と考えます。

例えば、短期投資であれば「10%下落で損切り、20%上昇で利益確定」が正しい原則かもしれませんが、しかし長期投資では、その会社の価値を信じているのであれば、10%下落でのナンピン買いや、目標株価に到達していないのなら、20%上昇したとしても継続保有するのは正しい判断と言えます。

このように、原則はあくまでその手法にとって正しいのであって、他の手法に当てはまるわけではありません。したがって、株式投資を勉強しようと思ったら、**どの投資手法を採るのかを決めなければならない**のです。

短期投資家が急に長期投資の原則を持ち出してみたり、逆に長期投資家が短期投資の原則を持ち出した途端に、株式投資は失敗への第一歩を踏み出します。**バリュー株投資家はバリュー株投資の原則を守ることが、成功への道しるべ**となります。

## バリュー株投資の原則はシンプル

バリュー株投資における最大の原則は、「**株価が本質的な価値を下回る割安株を買い、上回る割高株を売る**」ことです。判断に迷ったら、何よりもまずこの原則を思い出してください。そうすれば、失敗する確率を下げることができます。

バリューストック投資のその他の原則は、上記の大原則から派生するものです。例えば、本質的な価値を見積もる上で、ビジネスの基盤が危うい会社は、そもそも価値がないと考えられるため、買うべきではありません。

本質的な価値が何なのかを知るには、それなりの知識や経験が必要です。しかし、原則が変わることはなく、それを守っていれば経験を積むほどより成功へ近づくことができますでしょう。

しかし、頭では分かっているが、原則を守り続けることは決して簡単ではありません。

例えば、目の前にもものすごい勢いで上昇している株があったとしても、それが割安でないのなら決して手を出すべきではありません。しかし、欲を抑えることができずに手を出してしまったが故に、失敗してしまう例は枚挙に暇がありません。

失敗の根底にあるのは、他人の言うことに惑わされて自分の信念を曲げてしまったり、目の前の事象に惑わされて冷静な判断力を欠いてしまうことにあります。つまり、株式投資の成功に必要なのは、どんなことがあっても原則を破らないという強い精神力なのです。

## バリューストック投資は綿々と受け継がれてきたもの

最も破られにくい原則は、自分自身で作上げた投資哲学です。しかし、投資哲学を一から作り上げるには、私達の人生は短すぎます。そのため、これまで多くの先人たちが築き上げてきた原則を学ぶことは投資哲学を形成する上で大いに役立ちます。

当社が発信しているバリューストック投資の原則も、決して私が一から作り上げたものではありません。バフェットの師であるベンジャミン・グレアムを始祖として、綿々と受け継がれ発展を遂げてきたものです。

バリューストック投資の原則は、第一部に記しています。

## 3. 銘柄選択編

### バリュー株投資の3つの軸

バリュー（割安）株と一口に言っても、その特徴は様々です。何を基準とするかによって割安の中身が異なるからです。その中で私が推奨する銘柄は、大きく3つの特徴に分けられます。その3つとは「敗者復活銘柄」「安定循環銘柄」「成長割安銘柄」です。

#### (1) 敗者復活銘柄

敗者復活銘柄とは、不祥事や業績悪化など、その銘柄にとってよくない出来事により、大きく値下がりをした銘柄です。

このような銘柄は、投資家から非常に厳しい目で見られます。しかし、客観的な視点で見れば、業績が回復することがさほど難しいことではなく、立ち直った時の利益を勘案すると、**現在の株価がどう見ても割安な場合があります。**

敗者復活銘柄に分類される銘柄は、PER等の指標はあまり意味を持ちません。今がどん底にあるため、PER算出に用いる直近の利益は、本来出すべき利益よりも大幅に小さくなっている可能性が高いからです。

一度地に落ちた会社が這い上がってくることができれば、まず業績が回復するため、同じPERでも株価が上昇します。さらに、その会社に対する投資家の期待も復活するため、「**業績×PER**」で二重の恩恵を受け、**大きな株価上昇が期待できるのです。**

もちろん、今がどん底である保証はなく、まだ下があったり、場合によってはさらに悪い材料が出て来たりする可能性は否定出来ません。可能な限りの調査は行い、大丈夫だと判断したものに投資することが必要ですが、投資に絶対はありません。

そのため、敗者復活銘柄に投資する際には、**少なくとも2倍程度の上昇の見込み**がなければ、リスクに対する期待リターンとしては十分ではないでしょう。私が推奨する際にもこの基準を採用しています。

#### (2) 安定循環銘柄

安定循環銘柄とは、会社がその強みを発揮し、安定した利益を出す力を持っているにもかかわらず、為替や原材料価格の変動やセクターへの投資家の選好等により、一時的に割安になっているものです。

これらの銘柄は、バフェットの言う「永久保有銘柄」に近いと思います。すでに確固たる地位を築いていて、そこから生み出される莫大なキャッシュフローを元に、新たな投資や株主還元を行うことができるのです。

揺るぎない事業を持っていることから、**会社の価値は多少のことでは変動しません**。もし株価が下がるようなことがあっても、売る必要性がないばかりでなく、買い増しの対象となります。もちろん、それだけ安心して持ち続けられる事業の安定性が求められます。

株価の評価は非常にオーソドックスで、PER を重視します。過去 10 年の平均的な利益に対する PER が 10 倍を割り込むようなことがあれば、割安な可能性が高いと言えます。

本来の実力があり、業績悪化が外部要因であるならば、外部要因の不安が解消されれば業績や PER は回復します。為替も原油価格も一方に動き続けることはありません。外部要因そのものの動きに賭ける訳ではありませんが、行き過ぎと感じたらチャンスです。

豊富なキャッシュフローを背景とした株主還元も魅力的です。安定循環銘柄は成熟していることが多いため、大きな投資をしなくても安定した利益を生むことができます。すると、余ったお金は必然的に株主還元に戻ります。株主還元は株価の下支えに大きな効果を発揮するでしょう。

### (3) 成長割安株

「成長」「割安」と相反する言葉が入っていて、この二つが矛盾しているように見えますが、私は両者は両立するものと考えています。

バリュー株投資は文字通り「割安株」ですが、それはあくまで「株価が価値を下回る」ことを意味します。企業の価値とは、成長性まで加味した価値のことです。そのため、価値に占める成長の割合が高ければ、それは成長割安株と言えます。

これらの銘柄は、まだ成長途上で業績が追いついていない分、PER を見ると一見割高です。そのため、将来的な成長が見込まれる定量的な裏付けがあることが不可欠です。

企業がどれだけ成長するかは、いくら考えても正確に判断することは容易ではありません。ずば抜けた洞察力を持つ人も稀に存在しますが、下手に自分にそのような能力が備わっていると過信すると、落とし穴にはまってしまう。



そこで私は、世の中の大きな流れに着目します。例えば、様々な機器の発達により、インターネットの利用頻度が上がることはほぼ確実でしょう。そのような世界でライバルに先駆けて大きなシェアを持っている会社なら、時代の流れに乗って利益を伸ばす可能性が高いでしょう。もちろんこの場合、「市場シェア」という定量的な裏付けが不可欠です。

時代の流れに乗る銘柄は、伸びる時は一気に伸びることも少なくありません。ただし、それがいつになるかはわからないので、10年単位で考える忍耐力が必要です。

この分類に当てはまる銘柄に、米 Amazon (AMZN) があります。この会社は成長投資を優先して利益を出さないことで有名ですが、いまだに利益をほとんど出していないにもかかわらず、株価は7年で10倍になりました。1年あたり約40%の伸びです。これは、インターネットショッピングにおける圧倒的なシェアという裏付けがあつてのことです。



(出典 : yahoo!ファイナンス)

## 自分が得意な軸を見つける

上記のいずれにも共通するのは、将来の業績に対する PER が割安という点です。すなわち、割安かどうかを判断するには、その会社の将来が見通せることが大前提となります。将来が想像出来ない銘柄は、投資対象になり得ません。バフェットが「自分が理解できる会社にしか投資しない」と言うゆえんです。

もちろん、分類はこれだけではないでしょうし、私の中でも新たな軸が生まれるかもしれない。しかし、将来の利益に対して割安であるということは共通しています。ここから自分の得意なバリュー株の特徴を探してみると良いでしょう。

# 分散投資と厳選投資

「卵は一つのカゴに盛るな」と言われるように、リスクを避けるために分散投資を奨める金融の専門家は数多く存在します。一見正しいようにも見えるこの理論ですが、本気で資産を増やそうとする個人投資家にとっては一筋縄ではいきません。

## 分散投資で大きくもうかることはない

分散投資のメリットは、リスクの分散化です。一つの銘柄に絞るのではなく、たくさんの銘柄に投資することによって、ある銘柄の株価が下落したとしても、他の株価が上昇すれば、大きな痛手を負うことはないという考え方です。

もちろんこれは全く逆のことについても言えます。ある銘柄が上昇したとしても、他の銘柄が下落すれば、せっかくの高いリターンが分散によって押し下げられてしまうのです。

このように、分散投資は結果として平均的なリターンを目指す方法にすぎません。

## アクティブファンドがうまくいかない理由

それでも、分散にはリスクを下げて一定のリターンを得る効果があると言われてしています。それを裏付けるように、積極的に売買を行うアクティブファンドよりも、あらゆる銘柄を時価総額に沿って均等に組み入れるインデックスファンドの方がリターンが高いという研究結果があります。

しかし、この研究結果はあくまで「平均」です。アクティブファンドの中には、一定の成果をあげているファンドもありますが、中には全くダメなファンドも少なからず含まれていると考えられます。実際、投資信託の運用結果を見ても、全く成果の上がない商品を多く目にします。

アクティブファンドがうまくいかない大きな理由は、ひとりのファンドマネージャーが50、60という多くの銘柄をカバーしていることです。ひとりで50もの会社をつぶさに見続けることは容易ではありません。組み入れ銘柄が多いほど、値上がりの見込みのない銘柄が入り込み、運用成果を押し下げることになるのです。これはファンドマネージャーに限らず、個人投資家にも言えることです。

それに対してウォーレン・バフェットは、**投資銘柄を数種類に絞り込んでいます**。厳選した銘柄に投資することで、上昇局面で利益を出すことはもちろん、下落局面でも損失を抑えながら長期的に資産を増やすことができるのです。バフェットは次のように言っています。

” 卵を同じカゴに入れて嚴重に見張ればよい”

## **本気で資産を増やしたければ「厳選投資」すること**

一方で、分散投資がいつも悪いわけではありません。

ダメなファンドマネージャーが中途半端な数の銘柄に分散するからいけないのであって、分散が限りなく進んだインデックスファンドには「**最小限のリスクで平均的なリターンを得る**」というメリットがあります。何より、銘柄を選ぶ必要がないので手間がかかりません。バフェットも「分散は無知に対するヘッジだ」と言っています。

平均的なリターンを上げながら資産を形成しようと思ったら、証券会社や銀行が奨める投資信託を買うのではなく、確定拠出年金やNISAを活用してインデックスファンドへ積み立て投資を行うことが効果的です。

## **買いに値する株は2割にすぎない**

銘柄に関する相談を受けた時、買いを思いとどまらせたり、保有株の売却をアドバイスすることが多くなっています。あまりに慎重だと思われるかもしれませんが、バリュー株投資の本質である長期厳選投資には「**買わない銘柄**」を決めることが最も重要です。

## **有価証券で企業の実態を把握**

私は銘柄分析をするときに、**株価よりもまずは企業の実態を把握**することに努めます。先に株価を見てしまうと、どうしても先入観にとらわれてしまうからです。

企業分析に使用するのは**有価証券報告書**です。有価証券報告書には投資に必要な情報の大部分が盛り込まれています。フォーマットは法律によって定められているため、どの会社であっても同じように分析できます。

分析の内容は様々ですが、大きく分けて「業績」、「事業内容」、「主な販売先」を見ます。それらを総合的に判断し、その企業が競合他社にはない競争優位性を持っているかどうかを判断します。

まずは業績です。一概には言えませんが、**売上高営業利益率が高い企業は何らかの競争優位性を持っていることがほとんどです**。同時に、業績は安定しているのかブレやすいのか、成長しているのか衰退しているのかを確認します。

業績を一通り見たら、事業内容を確認し、**なぜその業績になっているのか想像力を働かせながら分析**します。利益率が高い企業の競争力の源泉は何なのか、為替はどのように影響するか、その市場に成長性はあるかというようなことです。

販売先を確認することも重要です。例えば、国内の顧客ばかりを相手にしていればあまり成長性はなさそうですが、新興国が主な市場であれば成長力は高いと言えます。また、法人相手の事業で、特定の企業や業界に偏っていれば、業績の変動も大きくなります。

一通り事業内容が理解できたところで、会社のリスクを点検します。リスクの内容は**有価証券報告書の「事業等のリスク」**に記されています。例えば、為替が大きなりスクになっている企業では、円高局面では急激な悪化に気をつける必要があります。

## 企業分析で約8割の銘柄は投資対象から外れる

他の企業が持っていない競争力があり、会社の価値を大きく劣化させるリスクがない企業が長期投資においては初めて投資対象となります。逆に、競争力がなく、会社の根幹を揺るがすようなリスクがある企業は投資対象になりえません。

以上の企業分析により、**約8割の企業は株価を見る前に投資対象から外れます**。短期的には株価が上がらないというわけではないのですが、長期で見た時に大きなリターンを生む可能性が低く、そこに資金を振り分けることは機会損失となってしまいます。

長期投資の王道は、**小さな儲けにこだわらず、大きな儲けを見据えること**です。だからこそ、中途半端な銘柄ではなく、より可能性の大きい銘柄に集中投資することが成果に結びつくことを覚えておいてください。

## 残り2割の銘柄が割安になるのを待つ

こうして買うに値すると判断された約2割の銘柄ですが、**その多くは割高な水準**になっています。なぜなら、多くの投資家はその銘柄をいい銘柄だと判断しているからです。

しかし、逆に言えばその銘柄を欲しがる人が非常に多いということです。買いたい人が多い銘柄は株価が下がりにくく、長期的に良好な株価展開が想定されます。

このような銘柄が、外的な要因や、企業の価値とは本質的に影響のない要因で株価が下がったとしたら、それは大きな投資のチャンスです。

もちろん、いくら株価が下がったと言っても、PERが50倍にもなれば価値を正当化することは難しいでしょう。しかし、PER20倍程度なら、これから先の利益成長を考えると、十分に割安と言える銘柄も眠っています。この判断が投資家の腕の見せどころです。

もっとも、一番シンプルなのは、リーマン・ショックのように市場全体が大きく下げたタイミングで、2割に相当する優良な株を購入することです。バリュー投資家がやるべきことは、このような優良銘柄に日頃から目をつけておき、株価が大きく下がったところで購入するチャンスをうかがうことです。

現在の株式市場は高い水準にあると考えています。このようなタイミングでは無理に投資しようとせず、優良銘柄を探しながら大きなチャンスが来るのを待つことが重要です。

# 「テーマ株」を避ける

投資する銘柄を選ぶ際、「盛り上がっているテーマ」を基準にする人が少なくありません。このような「テーマ株」は売買が増加し、株価も大きく動くため、短期的には利益をあげることもあるでしょう。しかし、**長期的に考えるとむしろ避けたほうが良い銘柄**です。

## テーマ株は高く、利益は少なく

盛り上がっているテーマは多くのメディアで取り上げられ、関連する業界や企業の成長が約束されたかのような雰囲気形成します。最近で言えば「IoT (Internet of Things)」「AI (人工知能)」「ロボットカー (自動運転車)」などが挙げられます。技術革新が人類にもたらした恩恵は疑う余地がありません。

しかし、それらを担う企業に投資をすれば儲かるかということ、それは全くの別問題です。このような企業に投資をしても儲からないのには大きく2つの理由があると考えられます。その2つとは、「バリュエーションの高さ」と「競争環境の激化」です。

### ● バリュエーションの高さ

「バリュエーション」とは企業の利益・資産などの企業価値評価のこと、すなわち PER や PBR などの「株価指標」と呼ばれるものです。これらの数字が高いほど割高、低いほど割安と言われます。

盛り上がっているテーマ株は、バリュエーション水準が非常に高くなっていることが少なくありません。PER で見れば、**平均的には 15 倍程度**のところ、これらの銘柄は 100 倍近くになっていることさえあります。

バリュエーション水準の高さは、**その銘柄に対する投資家の期待**が反映されていると考えられます。今はまだ利益がそこまで出ていないとしても、これから成長すれば、分母となる利益が増加し、増加後の水準で見た PER は決して割高ではないという考え方です。

本当に利益が伸びれば、高い PER で投資しても、さらに上昇することは否定しません。しかし、ここで重要なのは「期待以上に成長するか」ということです。もし利益が伸びたとしても、**投資家の期待する水準を下回った**としたら、**高い PER が維持できずに株価は下落してしまう**のです。

統計的に見ても、PER が高い銘柄への投資は決して高いリターンをもたらしません。期待を上回って大きく成長する銘柄もありますが、それはほんの一握りであり、簡単に見つけら

れるものではないでしょう。より確実な成果をあげたければ、バリュエーションの高いテーマ株への投資は避けることが肝心なのです。

### ● 競争環境の激化

盛り上がっているテーマには、多くの企業が参入します。参入する企業の数が多ければ多いほど、利益をあげるための事業環境は悪化するものです。

何か新しいことをやろうとすると、企業は投資をしなければなりません。投資にはM&Aも含まれます。成果を急げば急ぐほど、その金額は大きくなり、最終的な利益を目減りさせる可能性が高まります。

投資が成果を生み、それ以上の売上が増加すれば結果としては良いのですが、多くの企業が参入している場合、結果として出来上がる製品は似たようなものとなります。いくらいいものを作ったとしても最終的に価格競争に陥ってしまい、大部分の企業はかかったコスト以上に売上を増加させることができないのです。

この「利益なき競争」の例が、日本の携帯電話市場です。電機メーカーはコストを度外視した携帯端末の開発に躍起になっていましたが、結局利益を生むことはできず、多くの企業が撤退してしまいました。

## テーマの外を狙う

それではどのような銘柄に投資をすればいいのでしょうか。

一つの答えは、マスコミが掲げる「テーマ」に惑わされず、確実な需要が期待でき、そこで確かな地位を築いている企業に投資することです。

もう一つは、テーマの中心ではなく、周辺に着目することです。

アメリカのゴールド・ラッシュでは、金を掘り当てて儲けたのはごく一部の人でしたが、作業者に掘削具や宿を提供した人も大儲けしました。実は、トランプ大統領の祖父も、ゴールド・ラッシュで宿を提供して財を築いた人です。

後者は決して簡単ではありませんが、テーマの中心にいる企業ほどバリュエーションが上がりやすく、他に安定したビジネスを持っていればなおさらリスクを軽減できます。そういった銘柄を探すのも、投資に強くなるエクササイズの一つです。



# いい株を安く買うタイミング

株式投資をしていると、アベノミクスのように市場全体が盛り上がった時に儲ける経験をしたことがある人も多いでしょう。アベノミクスであれ何であれ、投資で儲けるのは素晴らしいことです。しかし、それで投資の才能があると思えるのは早計です。

## 何を買っても儲かるタイミングはある

2008年のリーマン・ショック以降、東日本大震災などもあり、日本の株式市場は長らく低迷を続けていました。しかし、2012年末に安倍政権が発足すると、金融緩和をはじめとするアベノミクスが実行され、株価は急激に上昇しました。安倍政権発足前から比較すると、日経平均・TOPIXともに最大で2倍以上にまで上昇しました。

この間の個別銘柄の動きを見ても、ほとんど例外なく大きく上昇していることが分かります。特に、値動きの軽い中小型株ほど大きく上昇しているケースが目立ちます。

市場では、このように何を買っても儲かるタイミングが存在します。それもそのはずで、株価の動きというのは、市場全体に合わせた「ベータ ( $\beta$ )」と呼ばれる要因と、個別銘柄の成長性に左右される「アルファ ( $\alpha$ )」と呼ばれる要因があります。アベノミクスのような市場全体が上昇しているケースでは、前者のベータが作用し、銘柄を選ばず株価が上昇したのです。

## 市場全体が下がる時こそ本当の選球眼が必要

それでは2017年春の市場はどうでしょうか。アベノミクス後の最高値からは値を下げていますが、それでも市場全体に割安な指標は見られません。一方で、アメリカの金融緩和政策終了によるマネーの停滞や、中国の経済成長減速のリスクにさらされています。何かのきっかけに、市場全体が大きく下がる可能性は否定できません。

市場全体が大きく下がると、アベノミクスで起きたこと逆のことが起こります。大半の銘柄の株価は下がり、特に動きの軽い中小型株は大きく下がることとなります。もちろん全ての中小型株がそうだというわけではありませんが、大型優良株と比較してその可能性は高くなります。

このような場合にこそ、銘柄の選球眼が求められるのです。ダメな株を高い価格で買っていたらもちろん大損してしまいますし、いい株であっても高い価格で買っていてはやはり損をしてしまう可能性は高くなります。

投資の原則は「いい株を安く買う」ことです。大型の優良株に目をつけていれば、いい株というのはある程度見つかります。しかし、それが本質的な価値を大きく下回る場合はそう多くありません。何らかの要因により、いい株が大きく値を下げた時こそが、バリュー投資家が勝負に出るときなのです。

## 虎視眈々とチャンスを伺う

そこで、つばめ投資顧問では、ある程度割安で優良と見られる株に目をつけておき、時間をかけて分析します。最終的にいい株だと判断できれば、適正株価を見積もり、価格が下がるタイミングを待ちます。ただし、現時点で適正価格を大きく上回る銘柄にチャンスが回ってくることは稀なので、そのような銘柄は注目対象から一旦外します。

株価が下がる要因は、事前に予測できません。その銘柄個別事情で下がることもあるでしょうし、市場全体が下げて適正価格を下回ることもあるでしょう。その時に、下がった要因を分析し、企業の本質的な価値に大きな影響を与えないのであれば、その時が絶好の買い時です。

2016年春以降に、この方法で注目していたのが、三菱UFJ(8306)とソフトバンク(9984)です。三菱UFJは、もともとマイナス金利の影響で割安な水準になっていましたが、ブレグジット(2016年6月23日の国民投票によるイギリスのEU離脱)の混乱によりさらに値を下げました。ブレグジット直後の株価は470円でしたが、12月には770円台となりました(+61.0%)。また、ソフトバンクはARMの買収が懸念され、直後に一時5,387円まで株価を下げましたが、2017年1月下旬には9070円を超す高値となりました(+59.3%)。

【参考記事】(つばめ投資顧問サイト)

[ブレグジットで銀行株はなぜ下がる](#)

[ソフトバンクの3.3兆円買収は「賭け」ではない](#)

# 「買う理由」が決まれば売買はシンプル

投資を続けていると、どうしても保有銘柄数が増えていきます。利益が出ている銘柄もあれば、含み損により塩漬けになっている銘柄もあるでしょう。特に、含み損になっている銘柄は「また元に戻るのではないか」と、なかなか売却に踏み切れないことが多いと思います。

## 損益で売買を決めることはおすすめしない

専門家の中には、「10%下がったら損切り」「20%上がったら利益確定」と、数字で基準を設けることをアドバイスする人が少なからずいます。確かに、何も基準を持っていないよりは損失を少なくすることができ、利益確定のタイミングを逃すことはないでしょう。

しかし、バリュー株投資では**損益の割合で売買を決めることはおすすめしていません**。どんなにいい銘柄であっても、短期的な株価はランダムに動きます。10%下がった後に30%上昇するかもしれませんし、20%上昇してから2倍にまで到達するかもしれないのです。細かい数字による売買では「損小利大」の果実を得ることはできません。

私が最も重視しているのは「**その銘柄を買う理由**」です。株を買うからには、何らかの理由・動機があるはずで、例えば、「成長性がある」「配当利回りが高い」などです。これがない銘柄を何となく買うのは、一番やってはいけないことです。

## ストーリーが崩れたときは売り

「買う理由」が明確になっていれば、売るときも難しく考える必要はありません。株価の上下にかかわらず、**買う理由＝ストーリーが崩れていると判断したときに売ればいい**のです。成長に期待していたのなら成長が見込めなくなった時、配当に期待していたのなら思ったほど配当が得られなくなった時です。

ストーリーを失った銘柄を持っていてもいいことはありません。それでも、「元の価格くらいまでは戻るのではないか」という心理が働きます。また、一度買った銘柄には愛着が湧いてしまうものです。しかし、このような「感情」は投資においては**大敵**です。

いつになるかわからないわずかな上昇を待つよりは、**より大きな上昇が期待できる銘柄に乗り換えた方が得策**です。そのためには、あくまでドライな判断を貫くことが必要でしょう。株式投資は自分で事業を行うのとは異なり、いつでも乗り換えられるのが大きなメリットなので、

## 価値とは無関係の株価下落は買い増しのチャンス

一方で、継続保有や買い増した方がいい銘柄も存在します。その基準はシンプルで、ストーリーが崩れていなければいいのです。

なかなか自分の思うように上昇しない銘柄でも、「この事業環境が続けば必ず業績が上向くはず」と思えるならば、経営戦略や事業環境が変化しない限り売るべきではありません。そこで売ってしまったのは、業績が本当に上向く場面で大きな利益を逃すことになってしまいます。

また、ストーリーが崩れないのに株価が下がった時は、嘆くのではなくナンピン買いのチャンスだと考えましょう。何度も言うように、短期的な株価は企業の価値とは無関係に動きます。価値とは関係のない動きで下がったのならば、よりお得に買えると考えべきでしょう。

## 「買う理由」のメモを残す

売却・継続保有・買い増しのいずれにも求められるものは、その時点で客観的に投資先企業の実態を見ることです。しかし、一人では自分の都合の良いように考えてしまいがちです。だからこそ、投資には相談相手が必要なのです。投資助言者としての当社の価値はここにあると考えています。

投資する際にはぜひ「買う理由」をメモして残しておいてください。そして、銘柄の相談をされる際は「買う理由」を添えていただけると、より適切なアドバイスができると思います。

もちろん、これまで投資してきた銘柄は、改めて「買う理由」があるかどうかを判断します。それがなければ売却の判断をする可能性が高いでしょう。その上で、今後は「買う理由」を明確にした投資を行うことをおすすめします。

# いくらで売るべきか

2017年春にはトランプ相場で保有株が上昇し、ほくほく顔の投資家は多いことと思います。しかし、問題は株価が上昇した銘柄をいつ売却するかです。上昇した株価がずっと高いままであることはなく、またいつか下がる可能性もあります。

## 基準はいつも「本質的な価値」

バリュー株投資では、買うときと同じように売却するタイミングもその株が持つ本質的な価値に基づいて考えます。株価が上昇するのか下落するのかを予想することはできませんが、価値を見積もることは可能です。したがって、「これからどう動くか」ではなく、「本質的な価値との差はどのくらいか」を常に考えます。

本質的な価値を基準にすると、株価の状態は3つのケースに分けられます。その3つとは①割安、②適正価格、③割高です。

株価が本質的な価値を大きく下回る①の状態にある場合、まさに買うべきタイミングです。株価は長い時間をかけて②の適正価格近づいていくので、株価の動きを気にすることなく安心して保有できます。

適正価格を大幅に上回る③の場合には、①とは逆のことを考えます。株価はやがて②の適正な価値に近づいて行くので、株価の下落リスクが大きくなっている状態です。保有株が③の状態にある場合にはなるべく早く売却すべきですし、もちろんこの状態にある銘柄を買うべきではありません。

## 適正価格のときはケースバイケース

最も難しいのは②の場合です。適正な株価であれば、相場の状況によってそこから下落する場合も、上昇する場合もあります。そのため、いくら考えても的確な判断は難しいのです。

そのため、私が1つの基準として提案しているのは、より割安で魅力的な銘柄がある場合には売ってそちらに乗り換え、無い場合にはそのまま保有しておくということです。

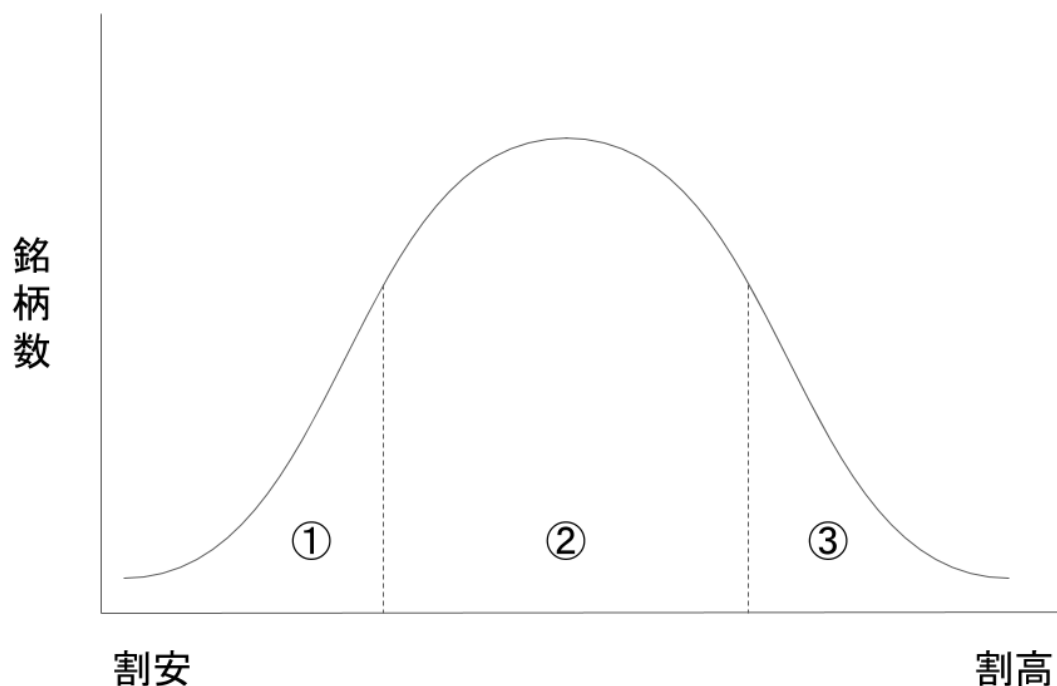
より割安と考えられる銘柄は、適正価格にある銘柄と比較して**将来の期待収益を高め**ます。同時に、値下がりしにくい銘柄のウェイトを増やすことで、**相場の下落時に強いポートフォリオを組む**ことができます。

ただし、適正な価格から更に上昇する場合も少なくありません。優良銘柄であればあるほどその可能性があります。そのため、上記に示したようなより良い機会に出会わない限り、一度買った優良銘柄は持ち続けることも選択肢の1つです。

適正価格でも持ち続けるためには、**買う銘柄は優良な銘柄に厳選しなければなりません**。これが、バフェットが「一生持ち続けるつもりで株を買う」と言う理由です。それだけの魅力がない銘柄には、下手に手を出すべきではありません。

株を売った後は、**その後の株価の動きを気にしてはいけません**。株価の動きは読めませんから、もしそこからさらに上昇していたとしても、予想できるものではないので後悔しても仕方がないのです。逆に下がっていた可能性もありますから、売却した時にすぱっと忘れてしまうのが吉でしょう。

## 多くの銘柄は適正価格の範囲内



多くの売買されている銘柄の中で、多くは「②適正価格」の状態にあります。そのため、私が「割安か割高か」と聞かれた場合、「どちらでもない」と答えることがほとんどでしょう。そのような銘柄を敢えて買う必要はありませんし、気に入っているのなら無理に売る必要もないでしょう。

一方で、①や③の状態にある株式はそう多くありません。これらの状態にある銘柄は稀であり、そうなっているとしたらとても貴重な機会です。

大幅に割安な①の状態にあるときには積極的に買いに行くべきでしょう。一方で、保有株が大幅に割高な③の状態にある時は、なるべく早く売却すべきです。

## 4. リスク管理編

### リスクについて考えることは何よりも大切

私が投資において尊敬する一人にナシーム・ニコラス・タレブという人がいます。彼の代表作である『まぐれ』や『ブラック・スワン』は、投資やそれ以外の場面における「リスク」の本質について教えてくれます。

本稿では、彼の著作の一つである『まぐれ ~投資家はなぜ、運を実力と勘違いするのか~』に書かれているポイントのうち、特に強調されている2つの事柄について取り上げます。その2つとは「生存バイアス」と「テールリスク」です。

#### 間違った嫉妬と羨望を生む「生存バイアス」

生存バイアスとは、過去の統計を取る際に、現在あるものだけをサンプルとした場合に、結果的にバイアスがかかってしまうことを言います。そこでは過去の時点から現在にかけて脱落したサンプルが除かれてしまい、本質的な結果を得ることができないのです。

これを投資家に当てはめると、メディアで取り上げられる投資家が挙げられます。テレビや雑誌には成功した投資家をごまんと出ているのに、なぜ自分の投資はうまくいかないのかと思ってしまうこともあるでしょう。それがメディアのトリックです。

成功した投資家の裏には、必ず失敗した投資家が存在します。失敗した投資家の多くは、その時点で投資をやめてしまうので、その後投資家として表に出てくることはありません。そのため、現時点で残っている投資家のサンプルをとったところで、その結果は成功に強くバイアスがかかります。これが多くの人の嫉妬と羨望を生む要因となります。

「成功した投資家」は、本当に実力があって成功しているのか、それとも運だけで成功しているのか、結果だけを見て判断することはできません。

株式市場は短期的にはランダムに動くものです。これはコイントスと何ら変わりありません。表を「勝ち」としてコインを5回投げた場合、1万人いれば300人ほどはすべて表が出ます。これが株式市場であれば彼らは大金持ちになるでしょう。

しかし、それで彼らに実力があるのかと言うと、その過程を見ればわかる通り、決してそうではありません。ランダム性が支配する世界では、何の実力がなくても一定の人数は運だけで大成功を収めることができるのです。

厄介なのは、その成功が運によるものなのか実力によるものなのか、本人も判断できないことです。しかし多くの投資家は自分に実力があると思い込み、『投資必勝法』と銘打った本を出してしまったりするでしょう。

## 一瞬で資産を吹き飛ばしてしまう「テールリスク」

しかし、強運により大成功を収めた投資家も、その後大失敗をしてしまうことがあります。その大きな要因となるのが「テールリスク」と呼ばれるものです。

テールリスクとは、起きる確率はそれほど高くはないものの、実際に起きてしまった場合多大な影響を及ぼすもののことです。100年に一度と言われたリーマン・ショックや、1000年に一度と言われた東日本大震災が該当するでしょう。

運でのし上がってきた投資家は、テールリスクが起きることなど気にしていないでしょう。自分に実力があると勘違いしているので、通常より大きなリスクをとっていることもあります。そのような人は、テールリスクが起きた場合に一瞬で資産を吹き飛ばしてしまうのです。

## 致命的なリスクを避け、幸運を待つ

バリュー株投資では、テールリスクの発現により資産を吹き飛ばしてしまうことを第一に避けます。リスクを避けるということは、その裏側にあるリターンを逃すことにもなるの



で、上昇相場では乗り遅れてしまうこともあるでしょう。それでも、人生を通じて資産を守ることを考えた時に、資産を失ってしまわないことは何よりも大切です。

株価は良くも悪くも運に左右される側面があるため、脱落せずに投資を続けていれば、いつか必ず運が巡ってくることもあるでしょう。したがって、当社ではテールリスクが起ころうとしても、致命的なダメージを受けない銘柄を選ぶようにしています。

致命的なリスクを避けたら、その後は企業を徹底的に分析することで、好業績が期待できる銘柄を選びます。事業の成功もある程度運に左右されるものですが、筋の良し悪しは必ず分かるものです。「いい銘柄」に投資すれば、「運良く」業績が向上するタイミングで大きな利益をあげられるでしょう。

リスクについて考えることは退屈なようですが、投資においては夢を抱くよりもよほど大切なことです。もしかしたら、投資以外もそうかもしれません。『まぐれ』はリスクを主眼にした人生訓についても書かれており、一度読んでみることをおすすめします。

# リスクとの正しい向き合い方

世の中に 100%のものはありません。株式投資の世界ではその事実がより色濃く反映されます。一つだけ「確実に」言えることは、「絶対に儲かる」は嘘だということです。

## 分かることと予測できないことを区別する

100%の正解がないとして、投資家は一体何を見て投資基準を定めたらよいのでしょうか。一つの答えは、少しでも正解の可能性が高いものを導き出して、それに対してリスクを負うことです。そのためには、すでに分かっていることと、予測できないことを区別して考えることが出発点となります。

すでに分かっていることとは、過去の事実や現在の状態です。一方で、未来のことは予測できません。イメージしやすくするために、それぞれを以下の表に示します。

分かること	予測できないこと
会社沿革	将来の会社の姿
ビジネスモデル	新規事業の成否
過去の業績	これからの業績
強みや弱み	新たな競合の出現
既存顧客	新規顧客
現在の市場規模	将来の市場規模
企業価値	株価
各国の GDP	為替相場

ある企業にとって分かっていることとは、沿革やビジネスモデル、過去の業績や現在の顧客などです。これらは有価証券報告書やホームページ、報道機関によるニュースなどを見て把握できます。さらにそこから、競合他社との比較やビジネスを行っている市場の規模など周囲を取り巻く環境も分かっていることの部類に入るでしょう。

ただし、これらを「知っている」だけでは役に立ちません。その企業の「強み」が何なのか、どのような要因で業績が変化するかを自分の頭で考えて理解するところまでが重要なプロセスです。

## 投資とは「リスク」と向き合うこと

企業に対する理解が進んだら、予測できない「未来」のことを考えます。

例えば、スズキ（7269）を分析すると、インドで40%以上のシェアを誇り、業績に大きく貢献していることがわかります。そうすれば、スズキの業績がこれから伸びるかどうかは、**インド市場の行く末を予測すれば良いことがわかる**でしょう。この場合、インド市場の先行きが予測できないこと、すなわち「リスク」です。

**投資とは、このリスクと向き合うことに他なりません。**リスクのない投資はほとんどリターンを生まないでしょう。しかし、闇雲にリスクを取るのではなく、それをいかに減らせるかが投資の成功確率を上げることにつながります。

企業を分析したあとであれば、業績を左右する要因を理解できます。その要因がこれからどうなるかを考え、より**確実だと考えられる「仮説」を立てます。**仮説が当たれば業績が上がり、やがて株価にも反映されるでしょう。

## 仮説が外れてもダメージが小さいリスクを取る

ここでより重要なのが、仮説が外れた場合に何が起こるかです。取るべきリスクは、**仮説が外れたとしてもダメージが小さいリスク**です。

すでに安定した収入がある企業なら、新規事業に多少大きな投資をして失敗したとしても、価値への影響はそこまで大きくないでしょう。逆に、為替によって大きく業績が動く企業であれば、円安を予想して反対に円高になってしまった場合、企業は大きなダメージを受けてしまいます。**後者のようなリスクはおすすめできるものではありません。**

外れてもダメージが小さいのなら、当たる確率がわずかだとしても、**当たった場合のリターンが大きいリスクは積極的に取るべき**です。外れたとしてもほとんどダメージはなく、当たった場合に大当たりなら、これに勝るものはありません。

野球で例えるなら「三振かホームラン」というところですが、投資に三振はないので、ダメージの小さいリスクなら積極的にホームランを狙うことができます。

## 理解していないのが最大のリスク

最も取ってはいけないリスクとは、何も理解せずに投資することです。バフェットも「リスクとは、自分が何をやっているかよくわからないときに起こるもの」と言っています。そうならないために、分析→仮説→検証→判断のプロセスを欠いてはいけません。

# 「最悪」から考える

どの銘柄を買おうか考えるとき、人は多くの場合「この株にどんな良いことが起こるだろうか」ということから考えます。しかし、私の考え方は逆で、「この株にとって起こりうる最悪のケースは何だろうか」と考えるようにしています。

## リスクは業績にどこまで影響を与えるか

最悪のケースを想定するには、有価証券報告書の「事業等のリスク」を見るのが近道です。そこに書かれているリスクが起きたときに、業績や将来性にどのような影響が起こるか頭をめぐらせます。

例えば、為替がその会社にとって大きなリスクであるならば、今から10円の円高になった場合に、その会社の利益がどの程度減るのかということを探ります。

本当に力のある会社であれば、円高によって一時的に利益が減少したとしても、やがてコストの削減や商品価格への上乗せによって、自力で回復できるでしょう。逆に、為替だけで危機的な状況に陥ると考えられる銘柄は投資対象から除外します。

有価証券報告書に書かれている全てのリスクを想定する必要はありません。その中で特に大きいと思われるリスクを考えることが重要です。1つのリスクについて突き詰めて考えれば、その会社が抱えている全体のリスク量がある程度想像できます。

具体的に最悪のケースでその会社の業績がどこまで悪くなるのかを示す1つの指標となるのが、リーマン・ショック（2008～2009年）の時期を参照することです。当時は世界的に景気がどん底に落ち込み、円は70円台にまで高騰しました。そのような状況下で利益がどれだけ減ったのかを見ることは、その会社の実情を見通す上で大きな参考になるでしょう。

## 「最悪」の反対は「最高」

最悪を考えるからと言って、決してネガティブになる必要はありません。「最悪」は裏を返せば「最高」のケースであることが多いからです。

為替であれば、円高がリスクなら円安は大きなメリットですし、競争環境が大きなリスクならその企業が競争に勝てる理由を探せば良いのです。リスクの反対を見通せば、どこまで業績が伸びそうかということも自ずと考えられるようになります。

どちらから考えても最終的には一緒なのですが、あえてリスクから考えるのは、つい夢を抱きがちになる危険性を排除するためです。悪い状況から考えれば、大きすぎる夢を抱くことなく、地に足のついた投資を行うことができるでしょう。

また、もう一つのメリットは精神的な問題です。最悪の事態をすでに想定しているので、もしそれが起きたとしても慌てる必要はありません。悪いことが起きて初めて右往左往することがないので、冷静に状況を判断して正しい行動を取ることができるのです。

## 見通しが立たないリスクは避ける

最も避けなければならないリスクとは、起きる確率が高かったり、起きた時の影響が大きかったりするものよりも、もし起きた時にどこまで悪くなるか見通しが立てられないリスクです。

例えば新興国に依存している企業であれば、その国の法律一つで操業できなくなるほどのダメージを受けることがあります。中国などメジャーな国ならまだしも、聞いたことのないような国ならリスクの程度を調べようがありません。

また、そのような劇的な出来事でなくても、その会社の事業がパラダイムシフト、例えばインターネットの登場によって淘汰されてしまうようなものであれば、長期的にどこまで衰退してしまうのかを見積もることは困難です。

逆に、**会員収入などの固定収入や他の企業を拒む高い参入障壁**はリスクを緩和する要因になります。これらが強い企業ほど、将来が見積もりやすく、バリューストック投資にとってうってつけの銘柄です。

## 最悪の状況に陥っている銘柄こそチャンス

最悪のケースを考える上で最も簡単な方法は、すでに**最悪に近い状況に陥っている銘柄**に目をつけることです。もちろん上場廃止になりそうな銘柄は論外ですが、危機を乗り越えて持ちこたえたら、そのあとは裏にある「いいこと」に焦点を当てることができます。

悪い状況に陥ってしまった企業に対して世間は厳しい目を向けますから、株価は大きく下がっているでしょう。その状況から底力を発揮して復活すれば、**株価のリバウンドが見込めます**。株価が下がっているほど、上昇率も大きくなるでしょう。



## あとがき

ここまで読んでいただき、ありがとうございました。バリューストック投資に対する理解を深めることができたでしょうか。

さて、ここからが実践です。バリューストック投資は長期投資ですから、成果が出るまでには時間がかかります。それでも、ここに書いてあることを実践できれば、きっと大切なあなたの資産を大きく増やすことができるでしょう。

企業について調べる時間がない人もいるでしょう。そんな時はぜひ当社の投資顧問契約をご検討ください。当社では、バリューストック投資に基づく推奨銘柄を詳細な分析付きで紹介しています。

投資の成功の鍵を握るのは、最終的には精神力です。しかし、一人ではともすれば大局的な視点をもてななかったり、方針がぐらついたり、相場の急変にうろたえてしまったりします。その弱い部分をサポートするのが、投資助言者としての当社の役割です。当社は、個人投資家が長い道のりを安心して走るための伴走者でありたいと願っています。

### [つばめ投資顧問の投資顧問サービスを見る](#)

ご質問がありましたら、当社の[ホームページ](#)の「お問い合わせ」よりご連絡ください。可能な範囲でお答えいたします。今後もあなたと関われることを楽しみにしています。



## 代表紹介

梶井 駿介（かこい しゅんすけ）

つばめ投資顧問代表

株式投資アドバイザー、証券アナリスト

### 【経歴】

- 1986年 鹿児島県生まれ
- 2005年 鹿児島県立鶴丸高校卒業
- 2009年 東京大学経済学部経営学科卒業
- 2009年 大手証券入社、投資銀行業務に従事
- 2011年 証券アナリスト第2次レベル試験合格
- 2015年 豪ボンド大学 MBA 取得
- 2016年 つばめ投資顧問合同会社設立



大学時代は企業金融のゼミに所属し、企業価値評価の基礎を習得。証券会社勤務時代は大学時代の知識を活かし、投資銀行部門にて株式の売出しや新規上場、資金調達の提案を行う。豪ボンド大学 MBA では経営に関する幅広い知識を習得すると同時に、プログラム創設者である大前研一氏のロジカルシンキングを徹底的に学ぶ。自分の知識を使って一人でも多くの人を幸せにしたいと考え、つばめ投資顧問を設立。趣味はマラソン、読書。

# 会社紹介

## つばめ投資顧問合同会社

千葉県袖ヶ浦市福王台四丁目20番地1

<http://tsubame104.com/>

関東財務局長（金商）第2932号

金融商品取引業者（投資助言・代理業）

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

※ご質問等はホームページの「[お問い合わせ](#)」よりお願いします。

### <投資顧問契約に係るリスクについて>

ホームページ上、メール上での提供情報は売買指示ではありません。実際の投資商品の売買におきましては、自己資金枠等を十分考慮した上、ご自身の判断・責任のもとご利用下さい。情報内容に関しては万全を期しておりますが、正確性及び安全性を保証するものではありません。提供する情報に基づき利用者の皆様が判断し投資した結果については、一切の責任を負いかねますので予めご了承下さい。上場有価証券等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況を含む）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。信用取引を行う場合は、信用取引の額が当該取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。手数料等およびリスク等については、当該商品等の契約締結前交付書面やお客様向け資料等をよくお読みください。

---

初版発行 2017年6月8日  
著者 梶井駿介  
発行 株式会社めでいあ森  
〒103-0074 東京都千代田区九段南1-5-6  
りそな九段ビル5F TEL:03-6869-3426  
制作 アイプレスジャパン株式会社  
〒105-0004 東京都港区新橋1-18-19  
キムラヤ大塚ビル4F

