

# 賢明なる投資家とは

第2回

立命館大学教授

松村 勝弘



## Profile

まつむら・かつひろ

1945年京都市・西陣生まれ。63年立命館大学経営学部に入部。3回生から故河合信雄教授のゼミナールに入る。72年立命館大学経営学部助教授。85年立命館大学経営学部教授。2006年より立命館大学大学院経営管理研究科教授を併任（現在に至る）。担当科目は「経営財務論」「資金調達論」。公認会計士試験・試験委員などもつとめる。主な著書に「企業価値向上のためのファイナンス入門—M&A時代の財務戦略—」（2007年）、「日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス（第2版）」（2001年）、「エクセルでわかる企業分析・決算書」（共編著、2003年）ほか。

## 賢明な投資家ならざる私

連載第一回目の浜田康行教授も言

われていますが、ご他聞に漏れず、私も日常の仕事にかまけていて、日

頃は株価に注目している時間がとれません。それでも日経平均株価などは見ているのですが、個別銘柄とな

るとフォローする時間がとれないとい

うのが実情です。もう一つ自己弁護をしますと、かつて法人資本主義

を提唱された奥村宏氏の研究会に参加し、親しくお話しさせていただ

いた折りに、同氏は「自分が投資をする

ると市場を見る目が曇る、だから研究者は投資をしない方がよい」とい

われていました。その言葉をよいことに、自分ではあまり投資をしてき

ませんでした。まあ、不精者だとい

うこともあります。

## 金融教育をおこなっている日々感じることに

ついて書くのもいかなものかと思いますが、大学で財務分析やファイナンスを教えていますから、この問題についてまったく考えていないわけではありません。

昨今「間接金融から直接金融へ」

などといわれています。「これまでの日本人は預貯金選好が強かったけれど、今後は証券にも資金を配分する

ことが望ましい」などと言われています。個人金融資産に占める預貯金の割合が大きいのは日本の特徴です。

そこで、まずは投資教育を進めるべきだというわけです。それでという

わけではありませんが、最近、私はN証券とともに高校生に対する金融

教育プロジェクトに携わっています。アメリカなどでは、初等教育の段階

から投資について考えさせているといわれています。必ずしも日本もそれにならうべきだとは思いません。

ただ、日本の若い人たちが自分の人生について深く考えていないのではないかと思わされるのが多々あります。日頃、大学生に接していて、

ときに見かけるのですが、就職活動

を始める頃になって、ようやく自分の将来について考え始めるという学生もいます。

だから、金融教育以前に、高校生

自身に自分の人生を考えさせることが大切だというのが、プロジェクト

のメンバーの共通の理解になっています。高校生にライフプランを考え

させる。そうすれば、当然お金の問題を考えざるを得なくなるはずで

す。日本の子供たちは親が過保護だから、あまり自分の将来のことについて深

く考えていないのではないかと思わ

せられます。子は親の鏡と言います。親たちが、社会のことをあまりまじめに考えていないのかもしれない。豊かな社会の病弊かもしれません。年金問題でもそうですが、大人自身、お上意識が強いので、お上にお任せで、自分の頭で考えていないのではないかと思わされることもありま

## 投資家の心理

とはいえ、責任ある大人としては、

当然ながら投資について知っておく

必要があると思います。ならば「賢

明なる投資家」であれば、高いバフ

ォーマンスをあげられるのかという

と、必ずしもそうでもないと思いま

す。実際、プロ投資家であるファン

ド・マネージャーが投資で必ず成功

して、高いバフォーマンスをあげて

いるわけでもありません。だから、

投資については「成功の法則」など

というものもないといえるのではな

いでしょうか。実験経済学だとか行

動ファイナンスなどという最新の学

問的成果によると、どうやら人間と

ています。

投資家は、しばしば株価が少しでも上がると売って、利益を確定してしまい、株価が下がると、ついつい売らずに持ち続け、損失をふくらますものであるということがわかってきました。なかなか人間は「損切り」したがりないわけです。これは勝負事と全く同じです。私などが若い頃に流行した麻雀でもそうであったことを思い出します。強い人は勝つときは大きく勝って、負けるときは損を小さくするわけです。最近も、投資で大きくもうけた人の話がテレビに出ていましたが、その投資家も同様のことを言っていました。すなわち、「株式投資で儲け続けることはできない。一流のバッターでも打率三割なのだから、勝てるときはたくさん勝っておき、損をできるだけ小さくする」と言っていました。投資も勝負事も同じようです。ですから、勝負事に弱い人は、投資、とりわけデイ・トレーダーのような投資行動はとらない方がよいということになるでしょう。

## ファンダメンタル投資

「賢明なる投資家」などと聞くと、ベンジャミン・グレアムの同名の著書を思い出します。その後継の同名

の著書も出ています。現在の投資家のなかでも、ウォーレン・バフェット氏などが、これを実践しています。同氏が実践しているのは、ファンダメンタル投資です。やはり、それには学ぶべきなのでしょう。私自身の著書でも紹介しているのですが、下記の図表を見てみるとよくわかります。一株当たり利益と株価には、強い相関関係があります。だから、企業の利益が予測できれば、株価もおおよそ予測できるわけです。

ファイナンス論では、(これは理論株価に近い概念ですが) 企業価値は将来キャッシュ・フローの割引現在価値であると教えています。キャッシュ・フローは、ほぼ利益とパラレルですから、利益予測の意味は大きいわけです。しかし、キャッシュ・フローとか利益とかいっても、それはあくまで「将来」のことであり、「期待」の数値です。経済状況は急変するのが常です。社内にいる経営者・従業員ですら、その企業の将来を正確に予測できないでしょう。ましてや、企業外部の投資家が適切に予測できるとは、とうてい思えません。では、ふつうの投資家にとって、どうすることが賢明だといえるのでしょうか。

## 会社に惚れる

最初にも言いましたように、私自身、賢明でも何でもありません。それでも、学外のセミナーなどで「私もこれから投資を始めよう」と思っています。投資信託あたりから始めようと思

います。先生はどう思われますか?」などと聞かれることがあります。私も、かつて投資信託を買って損失を出した経験があります。とはいえ、自分自身で個別銘柄をいくつか組み合わせ、良いポートフォリオを組む、つまり分散投資をするほどの資金力はありません。実際、投資家の多くはそうではないでしょうか。だからといって、投資信託を買っても、そこにどんな銘柄が組み入れられているかわからないのがしばしばでしょう。投資対象のことをよく知らずに投資するのはいかがなものであるかと思えます。米系ファンドが日本株に投資するときには、社長インタビューまで行つて言われています。では、ふつうの投資家としては、いったいどうすればよいのでしょうか。先ほどのセミナーでの質問者に対する私の答えは次のようなものでした。「財務数値を分析することも大事です。でも将来のことは予測がつかないのも事実です。そこで、あなたが

その会社のことをよく知っていて、かつ自分が惚れ込んだ会社の株を買いなさい」と答えました。いわば自分の好きなその会社と心中するつもりで投資をすれば、損をしても納得できるというわけです。

図表 ソニーの株価と利益の関係(単独時代の1999年まで)

