

1 株式の価値の源泉

バリュールライン

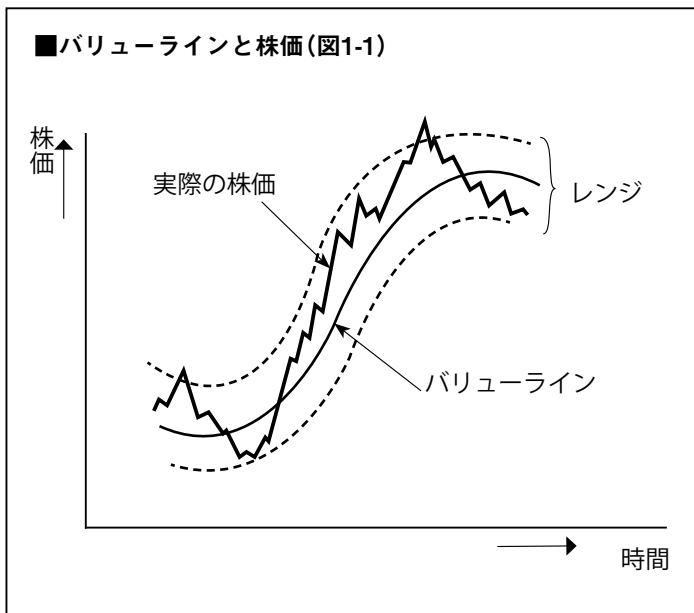
ある株式の本源的な価値が、過去、現在、未来にわたって、いかに推移しているかを示したものを「バリュールライン」と呼ぶ。株価は、長期的にはバリュールラインを中心とするレンジの中で変動している。

しかし、短期的には、時には中期的にすら株価がこのレンジから大幅に乖離することがある。なぜなら、株価はちょうど株式の実体価値の影のようなものだからである(図1-1)。
バリュールラインがそれほど大きく変動しなくとも、光の位置によって影は大きく揺れ動く。株式市場で光に相当するのが、投資環境や株式市場の今後の見通しに基づく「投資家の心理」であるといえよう。それゆえ、バリュールラインを判断することと同時に、補完的技法を用いて光の位置を判断することが必要である。

しかし、実体を知らずして、光の位置だけから影を求めることはできない。個別銘柄の選択においても、まず、バリュールラインの判断が必要な理由はここにある。

長期間にわたって見るほど、株価はバリュールラインに沿った変動をしている。なぜなら総体として見た投資家は、時に熱狂的になり正気を失うことがあり得るものの、長期的には比

■バリュールラインと株価(図1-1)



較的冷静で合理的な判断を下しているものだからである。そのため投資期間が長くなるほど、株価の動きはバリュールラインの影響を強く受けるようになるのだ。

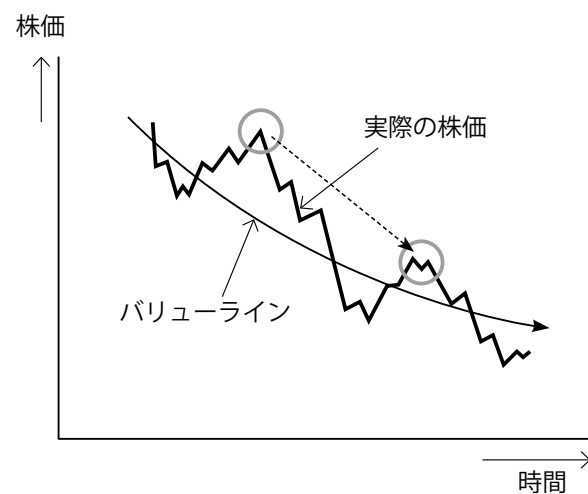
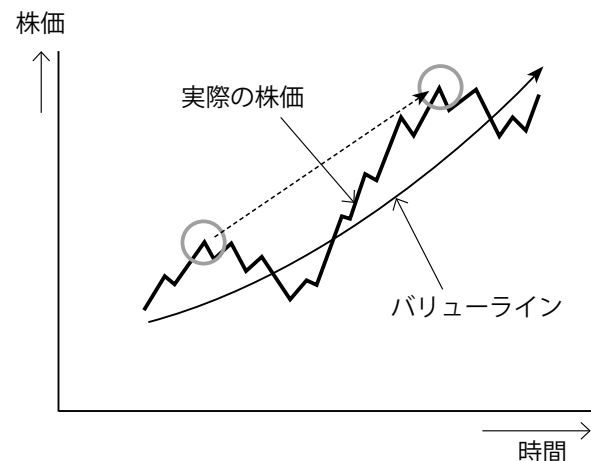
バリュールラインが上昇している銘柄と、下落している銘柄の2つを比較していただきたい。

次ページの図1-2のごとく上昇トレンドの銘柄は、仮に買いのタイミングを誤り高値づかみをしてしまっても、次の高値が前回の高値を上回る可能性が高い。

反対にバリュールラインが下落している銘柄(図1-3)は、前回の高値をとれない可能性が大きい。

常に必ず成功する投資法がない以

■バリュールラインと上昇銘柄(上図1-2)と下落銘柄(下図1-3)



上、バッティング・アベレージを上げるには、成功の確率の高いほうに賭けることが不可欠である。

本章においては、企業の中長期的成長力を判断するためのファンダメンタルズ分析と、株式の価値を株価として評価するためのバリュエーション分析を用いて、バリュールラインを求める技法を紹介していく。

株式の価値とは何か

株式には、次の3つの価値がある。

- その企業の経営を支配することを目的とする「支配証券」としての価値
- 配当などの形で利益の分配に参加することを目的とする「利潤証券」としての価値
- 会社の財産を所有することを目的とする「物的証券」としての価値

株価は、一般にその企業の業績によって上昇したり下落したりする。これは言い換えれば、その企業が投資家に支払う配当金の水準と、今後の配当金の成長に関する見方が株価の変動を起こしているのだといってよい。これが、典型的な利潤証券としての価値である。

また、株価が企業の持つ含み資産を材料に動くことがある。この場合、利潤証券としての

13 ザ・テンプルトン・タッチ

筆者はニューヨークに駐在していたとき、セールスアナリストとしてテンプルトン卿 (Sir John M. Templeton) を担当していたことがある。思い出すのは、必死にレポートを書き、初めてバハマに訪問したときのことだ。涼しげな服装に身を包み、にこにこ明るい笑顔でテンプルトン卿が現われた。「あ、テンプルトンだ!」と思う間もなく、「John Templeton」と手を差し出された。胸を借りるつもりで自分の書いたレポートを説明する間、終始、若造アナリストの話をまじめに聞いてくれた。

翌日からニューヨークのオフィスに、彼からの質問がいくつも届いた。どんな相手の話でも心を開いて耳を傾ける。そして、納得できるまで徹底して調べる。氏の生来の真摯さと、良い銘柄を探したいという仕事に対する情熱には頭が下がる思いをしたものだ。

本書で紹介している1982年の予言はきわめて興味深い。60年代半ばから長いボックス相場が続き、誰もが株式市場のパフォーマンスに落胆し、株式市場の存在さえ忘れそうになっているときの「大予言」である。しかし、よく読んでみると、現在の日本の

株式市場の状態と非常に似ているのではないかと思う。

人よりもずっと長期の視点でマーケットを見ると、見えなかったものが見えてくる。相場金言集もひとつづつ、心に刻みたいものばかりである。

テンプルトン卿は2008年、逝去された。まさに「巨星落つ」である。1990年に本書の原著を執筆していたときに贈呈してもらった『ザ・テンプルトン・タッチ (The Templeton Touch) (William Proctor, Doubleday)』は私にとって宝物である。心からご冥福を祈りたい。

35年で61倍

現在の投資の世界において、おそらくジョン・M・テンプルトンほど神格化された人はいないのではないだろうか。1990年11月、78歳になる氏は、投資の分野で半世紀の実績を持つ。

1954年11月に設立されたテンプルトン・グロース・ファンドの一株当たり純資産は、89年末までの35年間で61倍 (キャピタルゲイン分配を再投資したとする) になっている。この間、ニューヨーク・ダウ工業株平均株価は7倍になったにすぎない。

仮に、設立時に1万ドルを投資し、すべての配当金とキャピタルゲイン分配を毎年再投資

したとすると、89年末の資産は128万ドル超へと増加したことになる。これは年率15%の成長だ。同期間の生計費の上昇は4.7倍であったので、いかにこのパフォーマンスが素晴らしいか知れよう。

78年設立のテンブルトン・ワールド・ファンド、81年設立のテンブルトン・グローバル・ファンドのパフォーマンスも同じベースである。設立時の1万ドルの投資資金が89年末には、それぞれ7万ドル超（年率18%弱の成長）、3万5000ドル超（同16%強）へと増加している。強気相場でのパフォーマンスの良さもさることながら、特に弱気相場において値下がりを免れた上位に、常に氏のファンドが入っている点が特筆される。

このような運用を可能とした秘密はどこにあるのだろうか。ジョン・テンブルトンの半生を綴った伝記『ザ・テンブルトン・タッチ (The Templeton Touch)』、および『グローバル・インベスティング——ザ・テンブルトン・ウェイ (Global Investing: The Templeton Way)』を参考にしつつ、氏の半生とその投資哲学を探ってみよう。

テンブルトンの半生

ジョン・M・テンブルトンは1912年11月29日に米国テネシー州のフランクリンという小さな町に生まれた。父親のハーベイ・テンブルトンは学歴は乏しかったものの弁護士業を営んでいた。しかし、人口2000人に満たない町では、とても弁護士業のみでは生活でき

ず、綿糸関連の零細事業などにも手を出していた。

1930年、ジョン・M・テンブルトンはテネシー州を飛び出し、エール大学に入学をする。その後、1934年に英国オックスフォード大学へと進学をしている。

折りからの大不況の最中、彼はほとんどの学資を自分で稼がなければならなかった。この苦学の経験を通じて、テンブルトンは「時間とエネルギーの管理術」を身につけていく。彼は、常に、本、書類などを大量に持ち歩き、少しでも時間が余るとそれらを読むなど、1分たりとも無駄にすることはなかった。

1日15時間にも及ぶ勉強と仕事をしつつ、同時に1日7時間の睡眠を欠くことはほとんどなかった。十分な睡眠は彼のエネルギーを保つために必要な条件であった。このようなライフスタイルは今も変わるところはない。

オックスフォード大学を卒業後、彼は7カ月にわたる世界旅行に出ている。それもほとんど無銭旅行に近いものであったようだ。1936年、オリンピック開催中のベルリンを振り出しに、欧州、中近東、インド、中国、日本など、実に27カ国を回り米国へ帰国した。この経験は、彼の視野を大きく広げ、その後の国際投資の基盤となった。

1937年、結婚と同時にニューヨークの証券ブローカーに就職する。だが、3カ月後ダラスの地震調査会社に財務担当秘書役の地位を提供され転職をした。

1939年、彼は大不況であえぐ米国経済の回復に強い自信を得た。欧州で戦争が勃発し

1 澤上篤人さんとの対談

◎ 出会い

岡本 私が1990年に出版した『勝者のゲームを闘う法』という本がパンローリング社から復刻されることになりました。原著を出版したときには澤上さんにもいろいろ、お世話になりました。以前、澤上さんが勤めていたスイスの銀行のポートフォリオ・マネジャーの投資哲学を寄稿していただいたりしましたね。

澤上 それは良かったじゃないですか。あの本は、ある意味、日本の証券分析の黎明期でできた本でしたよね。私もずいぶん、いろいろな人に勧めましたよ。

岡本 それは、ありがとうございます。澤上さんと初めて会ったのは私がニューヨークから帰国してすぐの1984年でしたよね。

澤上 そうだね。共通の友人が「ニューヨークから面白い奴が帰ってきたから紹介したい」と言ってきたので、さっそくランチを一緒にしたのが初めての出会いだった。

岡本 米国での滞在が9年にもなり、帰国後、日本の証券分析の未熟さに驚いていたときだったので、「ああ、こういう人もちゃんといるんだ」と安心したのを覚えていますよ。

澤上 あの当時は、海外と日本の証券分析の質は極端に違っていたからね。私も岡本さんと

会って、「あれ、こんな人も大手証券にいるんだな」と思ったよ。

岡本 澤上さんもそうだったと思います。が、来る日も、来る日もたくさんの数字を眺める日々でした。それらの数字を分析し、仮説をたて、企業動向を注目して、マーケットでその仮説を検証する日々の繰り返し。しかし、それをずっと続けていると数字がストーリーを語ってくれるようになる。そのようなトレーニングをきちんと積んでいる人かどうかは、すぐに分かりますね。

澤上 そう。すぐに分かる。基礎ができているかどうかだよ。当時、日本でアナリストというと、会社に行って話を聞いてくるだけというのが普通だった。

岡本 レポーターですね（笑）。アナリストというのは、アナライズする人という意味だから分析がないといけない。

澤上 分析をして、そのうえで将来をイメージする。それが大切なんだ。

岡本 考えてみれば、当時はお互いにまだ30代。澤上さんがスイスの銀行に勤務していたころで、よく仕事の後、オフィスでワインを飲みましたね（笑）。それはいまでも変わっていない。

澤上 そうだね。一時期、一緒に太極拳もやっていた（笑）。

岡本 練習が終わって、ビールを飲みながらラーメンを食べて、散々、夢を語り合った。

澤上 岡本さんが、外資系投資顧問の日本法人を設立して、年金運用の道を歩み始めたのは、

90年代の初めだったね。

岡本 そうです。その後、澤上さんも少し遅れて銀行を辞め、自ら投資顧問会社を設立して、個人の資産運用を始めた。ここで、年金運用の世界と個人投資の世界で道は2つに分かれた。しかしオフィスは偶然、二人とも九段下ですぐ近くでしたね。

澤上 よくランチを一緒にしたよね。近所に焼き魚定食のうまい店があった（笑）。

岡本 覚えてますよ。あそこはおいしかった。

澤上 2000年の中ごろになると、岡本さんのビジネスは日本でも有数の年金運用機関として有名になった。

岡本 澤上さんも1999年に投資信託をはじめ、大成功をした。そして、2003年の夏に久し振りにランチをとった。あれは、私にとってはその後の人生を決める大きな出来事だったんですよ。まさに、運命的なランチ（笑）。

澤上 そうだったの？ どうして？

岡本 自分が始めた年金運用のビジネスもいつの間にか大きく育ち、何となく自分のなかで達成感が生まれてしまっていたんです。達成感を持った人間が企業のトップにいて果たしてそれでいいのかな、もっとハングリーな人がリーダーになったほうがいいのではないかと、思い始めていたころでした。同時に自分のなかで、何か次の新しいチャレンジを求める気持ちが生まれ始めていた。そんなときに、ちょうど澤上さんが目の前に再び現れた。やはり運

命的なランチだ（笑）。

澤上 へえ。しかし、年金運用のトップ企業のトップの座をポンと捨てて、次のチャレンジに向かうのにはそれなりに勇気がいったんじゃない？

岡本 それが、そんなに迷いはなかったんです。そのとき澤上さんが「インベストライフ」という雑誌を持ってきて、日本に長期投資家を増やしたいという思いを熱く語られましたよね。さわかみ投信の成長の話も私には新鮮でした。あのとき「よし、次のチャレンジはこれだ」って思ったんです。

私は年金運用に入るときも、それまでの自分の証券会社での経験はこのためだったんだ、とすごく納得できた。運命的なランチ（笑）のときも、ああ、自分がこれまで年金運用をしてきたのは、この道を歩むために準備されていたんだって、心にストーンと落ちました。だから全然、迷いはなかった。

いったん決めたらもう、早くその仕事がしたくて仕方なかったはずです。そして、ごく普通の投資家に、長期投資や資産運用の基礎知識を学んでもらうためのセミナーを行う会社、I・Oウェルス・アドバイザーズを2005年に設立したんです。

澤上 そして2006年に、運命的のいたずらか（笑）、インベストライフの事業も買収することになった。

岡本 そうです。インベストライフや当社のセミナーを通じて、日本中に長期投資家をたく

さん育て、きちんとした資産運用を知ってもらい、みんなに豊かで幸せな人生を送ってもらいたい。また、日本の持つ戦略的ともいえる個人金融資産が経済合理性をもって活用され、日本をよくしていきたい、そんな願いを持つているんです。

◎ひとつの志とさまざまな投資哲学

澤上 それは、まったくそのとおり。僕の志と同じだ。しかし長い付き合いだけど、お互いによく生きのびてきたと思うよ。多くの昔の知り合いが、消え去ってしまったのにね。

岡本 本当ですね。澤上さんも私も昔からよく語り合った「長期投資や資産運用を通じて世の中をよくしていきたい、世の中のお役に立ちたい」という気持ちを持ち続けた。だから、生きのびることができたのではないかと思います。

澤上 まさに、志だよな。

岡本 澤上さんと私は、投資に対する考え方は違うところがたくさんある。しかし、志どころが一緒だったんですね。

澤上 そのところが大切だよ。と言うより、あとは人それぞれだね。違って当然。みんな同じじゃマーケットも成り立たない。

岡本 投資哲学や、その手法というのはある意味、枝葉末節です。澤上さんがいま仰ったように、それはみんな違って当然です。しかし、よくセミナーなどで、どのやり方が一番良い

のですかという質問がある。

澤上 ある、ある。

岡本 答えは簡単。「人によって違う」です。

それは、「一刀流と二刀流とどちらが強いんですか？」と聞くようなもの。武蔵と小次郎は巖流島では武蔵が勝ちましたが、リターンマッチがあったとしたら、三本勝負だったら、結果は分からない。それは手法の違いで決まる勝負ではない。

澤上 ウォーレン・バフェットとピーター・リンチは全然、投資スタイルは違うけれど二人とも成功しているよね。

岡本 成功者に共通しているのは、どの手法を使うかということではなく、自分の極めた手法をさらに、ずっと深めているということですよ。

自分の手法を磨き上げてそれを貫きとおす。それが一番重要な要素ではないでしょうか。

澤上 本当にそうだ。

◎視点の違い

岡本 そういえば二人でセミナーをするとき、よく、澤上さんの話と私の話が違うといわれますね。しかし、これはある意味、当然なんですよ。

私はいま、富裕層とはいえない普通の個人投資家に対する投資教育をしています。

2 竹田和平さんとの対談

この対談は2008年2月12日に、私が発行人となっている「インベストライフ」誌掲載のために行われたものである。百社以上の上場企業の筆頭株主になっている方との対談で、心地よい緊張感とワクワク感を携えて、竹田本社にお邪魔したことを今でも覚えている。初めての面会に竹田和平さんの温かい握手で出迎えられた。作務衣姿の氏の温かいオーラに包まれつつ対談は始まった。

◎瞑想と投資

岡本 私は現在、澤上さんなどとともに日本に本格的な長期投資家をたくさん増やそうと、クラブ・インベストライフという活動を行っています。個人投資家が経済的に自立すること、そして良いことのためにどんどんおカネを使って、豊かで幸せな人生を送ってほしい。そんな手助けができればと思っています。

竹田 そうですか。それはある意味、私がやろうとしていることと同じですね。私はいま、「貯徳旦那道」というのを提唱しています。

投資家というのは、経済自由人ですよ。自立している。そういう人が幸せになる。そし

て発展していく。私はそれを問答という形でやっているんです。みんな意見を出しあって、議論していく。私が一週間に一回、「貯徳旦那道とは如何？」というような題を出すんです。

実は、岡本さんの『瞑想でつかむ投資の成功法』（総合法令出版）という本を読ませてもらいました。瞑想と投資というセツトは初めて聞きましたが、それを読むと、私の目指しているところと同じだなと思ったんですよ。やはり、日本は徳のレベルを上げないといけない。モノばかり持って、心が伴わないと破壊が起こってしまいますから。

岡本 「物心一如」という言葉があるように、モノに心を込めることが大切なのではないでしょうか。おカネは、心と一緒に回っているものです。徳を貯める「貯徳」とは、すばらしい言葉ですね。

竹田 「器」ということがあります。器に水をもつと入れたければ、器を大きくしなければならぬ。今生の人生は、来世の人生を送るために器を大きくすることです。また、「天知る、地知る、我も知る」ともいいます。悪いことをすれば、それを一番、分かっているのは自分であると。昔はこういうことが普通に言われていました。それが代々、伝えられて良い作用をしていたのでしょう。

いまは核家族になったので、その伝承ができなくなっている。みんな、今の人生がすべてだと思っている。来世も過去世もないと。だから物事の見方が短視的になり、今さえよければいいと思ってしまう。物理的にはそれでよくても、精神的にはみんな不安になっているん

です。本当は、人間はどんなときも希望がなければ生きていけない。

岡本 そのとおりですね。

竹田 私は20数年前から、日本の歴史上の偉人を百尊として勉強してきました。それから自分が、少しずつ方向転換してきたように思います。百尊を思うということも、瞑想的なところがあるんですよ。

岡本 瞑想というのは、自分自身の枠をどれぐらい広げられるか、自分の時空をどれぐらい拡大できるかということですよ。ですから歴史上の人物に思いをはせると、自分の枠も広がるのでしょうか。心が大きくなるというか。

竹田 モノが充足してきたら、それしかない。

◎ありがとう百万遍

岡本 人のため、将来のためになることをするというのは、まさに投資ですね。

竹田 そうです。短期的には感謝という形で帰ってきます。これは、おカネには代えがたい喜びです。

また、長期的にみてもすごく大きな投資です。長期的なりターンは自分に戻ってくるのではなく、社会に還元される。教育などは良い例です。私のやっている貯徳問答講というのは徳を蓄えましょうというものです。それを問答の形で行うんです。

それから、3年前から「ありがとう百万遍」という運動を実践しています。毎年、「ありがとう」を百万回唱える。これも瞑想と似ていますね。大自然のすべてに感謝する。空気があるから生きていられる。緑があるから、太陽があるから存在できる。こういうように、すべてに「ありがとう」「ありがとう」と感謝する。そうすることで、自分自身を脱皮できるんです。

岡本 「ありがとう」というと相手が喜ぶ。相手が喜ぶと自分がうれしい。自分が喜ぶと相手もまた喜ぶ。

竹田 そうです。瞑想の目的である「天とつながる」という感じが、「ありがとう」を唱えていると出てくるんですよ。天とつながって「天命」ということを感じる。「これ天命だよ、すごいよ、ワクワクだよ」と言いたくなる。

ありがとうで、自我を解放させているんでしょうね。解放することで、代わりに天が入ってくる。

岡本さんの本に「小さい意識は大きい意識に支配される」ということが書いてありますが、まさにそういうことなんだなと思いました。大きい意識を持って何かをすると、みんなが参加してくる。意識が小さいと、誰も参加してこない。

岡本 そうですね。

竹田 貯徳問答に私はいま、講師という立場で参加していますが、問答を始めて1カ月ぐら