

投資エッセイ

バフェットの敗北

庄司 卓矢

楽しい投資研究所

<http://www.1toushi.com/>

2014.2.13 発行

第1節

昨年は日本株へ投資した者に見返りの大きな年だった。日経平均は二年続けて大きく上げた。2013年は+58%超（配当込み）という急騰ぶりを見せている。高度成長期かなにかだろうか。

ところで、米国株も同様に上げている。

年末のニュースレターでも書いたが、日本株はUSドル換算ベースで見れば米国株とほぼ肩を並べる水準である。日本株のひとり勝ち、というわけではない。

さて、来月末頃にはバークシャー ハサウェイ社・会長からの手紙が公表されることだろう。いわゆる「バフェットからの手紙」である。

本来、バークシャーの株主に向けてのものだが、世界中の投資家が注目する文書でもある。同社のHPにアップされているので誰でも読むことができる。

※バークシャー ハサウェイ社 HP（株主への手紙）

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>

バフェット氏は手紙の冒頭で、バークシャーの業績を株価指数と比較して見せる。毎年のことである。

彼が重視するのは本質的価値（intrinsic value）というもの。ただしこれを数字で明示するのはむづかしい。そのかわりに取り上げているのは純資産である。純資産の増加率をもって、株価指数（S&P500）の上昇率と比較し、経営成果のひとつとして株主へ報告している。

ところで、2013 年はバフェット氏にとって厳しい年であったと思われる。米国株全体が大幅な上昇を見せたからだ。

S&P500 の昨年の変動率は 29.1%、これに配当分を加味して実質的な利回りが計算される。バフェット氏の経営手腕は、これと比較することで浮き彫りになる（ということになっている）。

いま予想できることは、バフェット氏の敗北である。30%に届かんとする市場全体のリターンを上回る純資産の増加は果たせたのかどうか。正直、厳しかったのではないか。

過去の実績を見るに、バークシャーは近年、おおむね 10%台で純資産を増加させてきている。立派な成績ではあるが、昨年、株式市場はそれを大幅に上回る水準のリターンをもたらした。

実はバフェット氏、2012 年も負けているのだ。2010 年、2009 年も負けている。もし今回（2013 年度）負ければ、五年区切りパフォーマンス比較で初めて市場全体に対して敗北、ということになる（そうなってしまうことをバフェット氏自身、前回の手紙で言及している）。

バークシャーの純資産には、保有する上場株の時価上昇分も加味されるが、やはり同社の所有する企業群の稼ぎ出す利益が、純資産増加の主な源泉となる。

ゆえに、株式市場が不調な年度はバークシャーが強く、逆に株式市場が好調なときは、バークシャーにとっては逆風、ということになる。

◎まとめ

バフェット氏にとって今は（ここ数年間は）意外や試練の時期なのだ。

2014.1.19

第 2 節

前節では、2013 年度のバフェット氏の敗北を予想した。

その直後、ウォール・ストリート・ジャーナル紙（WSJ）が、それが事実であることを確認したと報じていた。

WSJ に勝った、と一瞬思ったが、事実を確認できるメディアの方がえらい。

さて、バークシャー・ハサウェイという会社は投資会社であるが、その実態は複合事業体といえる。もはや上場株投資は主ではない。

リアルビジネス集合体の純資産増加率と、株価指数 S&P500 とを比較するのに違和感を覚えるのは、私だけではないと思う。

もともとが投資主体ビジネスから始まったバフェット氏のビジネスなので、その流れでここまで来ているのかもしれない。

バフェット氏のビジネスは証券投資を主とするパートナーシップの運営からはじまった（ピンボールマシン貸し出しはおいておく）。その顧客は運用利回りの最大化を望む一般の投資家たちだった。彼らにしてみれば、運用利回りが高いものに投資したいと思うのは当然のこと。

機械的に市場全体に投資する（インデックスファンドに投資する）ことで得られるリターンが、アクティブファンドの稼ぎ出すリターンを上回るのならファンドマネジャーを雇う意味がない。

高い運用利回りを求める出資者たちに満足してもらうためには、彼らが安価なインデックスファンドに投資して得られるであろう成果を上回るリターンを与えねばならない。

そのためには本質的価値を、市場全体を上回る水準で増加させ続けねばならない。ところで「本質的価値」とは抽象的な概念で、測定するのがむづかしい。そこで、それに代替するものとして、純資産の増加率を用いているのだという。

昨年、3/1 付で公表されたバフェット氏の手紙では、2012 年度は（パークシャーが）市場全体に負けたことを報告している。そして翌 2013 年度においても負けるようならば、5 年間区切りでの純資産増加率が市場全体に負けることになってしまう、とも書いている。

単年度区切りでは負けても、5 年間という中期的区切りではパークシャーはこれまで無敗であった（ところで、これを書いて「むはい」が「無配」と変換されたがたしかにパークシャーはバフェット氏の支配下に置かれて以来、一貫して無配である。IME よくわかっている）。

パークシャーの純資産増加率を直近 5 期分（2009 年度から 2012 年度）並べてみると、-37.0%, +26.5%, +15.1%, +2.1%, +16.0% となる。

2013 年度はどうであったか？すでにバフェット氏は市場全体に対して敗北したことを公言した。そして、このことは何を意味するのか？

株価の上昇が、実体経済の回復に比べて急に過ぎるのだ。

◎まとめ：

このところの株価の上昇はやや不自然である。要注意。

2014.2.10

第3節

前節において、パークシャー・ハサウェイ社の純資産増加率が、米株価の上昇率に負けたことは、実体経済の回復に比べて株価の上昇が急であることの反映ではないかと推察した。

その陰にあるのはもちろん、ゆるゆるの金融政策。アメリカが今ほど大量のドルを流通させていたことはなかった。

紙幣の大量発行（通貨の供給）によって、ドルの本質的な価値は低下した。

金の価格はここ数年間、右肩上がりで見上げてきた。金融緩和が過激なものになるほどに、急激に値を上げてきた。

ところで、ものの長さを測るとき、定規は勝手に伸縮したりしない。今日の1センチは昨日の1センチと同じだ。そうでなければこまる。

ところが、価値を測定するための通貨はそうではない。今日の1ドルは昨日の1ドルとは価値が異なる。そしてこの状況は日本円もかわらない。今日の1円の価値は、昨日の1円と同じではない。

金は、本質的に何も価値を生まない。過去をかえりみるに、金価格の上昇はインフレの進行と歩調を合わせてきたし、それは合理的な動きでもある。

紙幣の大量発行と同時に金価格が上昇するということは、金の価値が上昇したのではなく、金の価値を測る通貨の価値が下落したと見るしかない。

ドルや円といった通貨の価値の下落は、物価の上昇という形で僕たちの生活に影響を与える。この1年間で日本の消費者物価指数は1.6%上昇した（マナタリーベースの増加率を見ればそれで済んでいることが逆に不思議に思えるくらいだが）。

インフレの芽は金価格のなかに既に見られた。これが株価にもあらわれてきていると見るのは自然なことだろう（あらわれないわけがない）。

たしかに株価は上がったが、それは株式の（会社の）価値の上昇というよりは、ドルという通貨の価値の下落をも反映していると考えざるを得ない。

物価の上昇と同時に株価も上がる、このことは、株式という資産クラスのインフレ抵抗力を示しているともいえる。

僕たちは何のために投資を行うのか？なぜわざわざリスクを背負おうとするのか？

売った買ったをくり返して儲けるためではない（それは投機かギャンブルだ）。そもそも投資とは、インフレという経済災害から身をまもるために行う行為だということを思い出させてくれる。

証券とは英語で "securities"、安全、安心を意味する言葉と同じである。その語源をたどれば、ラテン語にある securitas [se-（～からの解放）+ curita（不安、心配）]に至る。

通貨の価値とは存外、不安定なもの。自らの資産価値をまもるため、保全するために証券を用いる、証券に投資する。

やがて来るかもしれないインフレの時代（その可能性は高い）に備えるために、僕たちは投資を学び、行い続ける。

◎まとめ：

投資とは本来、資産価値をまもるために行うものである。

2014.2.13

（庄司 卓矢）

楽しい投資研究所

当エッセイ執筆者の本

「バフェットの謎」庄司卓矢著 技術評論社より発売中。

<http://amzn.to/m8lozc>

楽しい投資友の会 へのお誘い

楽しい投資友の会は楽しい投資研究所のオフィシャル・クラブです。

友の会・会員さんには楽しい投資研究所の特製・会社分析レポートや各種お知らせを一般に先駆けて

先行公開しています。

入会金・年会費は無料。コストは一切かかりません。

入会手続はとても簡単、2分でできます。ご興味がおありの方だけこちらからどうぞ。

<http://www.1toushi.com/oc/>

楽しい投資研究所のオーディオブック

「投資家のための決算書の読み方ガイドライン」発売中

楽しい投資研究所のオンラインショップにて、オーディオブックを販売しています。

「投資家のための決算書の読み方ガイドライン」定価 1,890 円のところ、ご紹介キャンペーンご協力いただけただけの方には特別価格 0 円にてご提供。お見逃しなく。

<http://www.1toushi.com/shop/>

楽しい投資研究所のミッション

決算書を、投資家にとって身近なものとする。ひいては日本の証券取引の場を、健全な資本市場とし、市場を通じたコーポレートガバナンスによって、優れた、尊敬できる会社をバックアップし、さらには豊かで幸せな国づくりに資する。