

株式投資実験レポート 2014 年版

2015 年 02 月

楽しい投資研究所

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

レポートの要約：

- ・ 実験のテーマは、決算書（主に有報）を読み込んで投資先を選別、長期投資に徹することで、長期的に市場全体を上回るリターンを得られるか否か、というもの。
- ・ 2014 年は市場全体に勝った。市場全体（TOPIX）が+9.4%であったのに対して、実験ファンドの利回りは+19.5%である。二桁の差をつけての圧勝とっていいのではないか。
- ・ 実験期間は 2014 年末で丸 13 年となった。実験結果は当初の仮説を支持するものとなった（なっている）。
- ・ 2014 年は、US ドル換算ベースで見れば日本株はネガティブ・リターンであった（△4.0%）。
- ・ 直近 13 年間を見れば、インフレ/デフレ調整後 US ドル換算後では、実験ファンドは複利ベース年率 +7.2%のリターンを得た（円建てでは+6.5%）。一方、日本株は全体で見ると年率+4.5%のリターンである。
- ・ なぜ勝てたのか？市場全体に比べて収益性高く、財務の足腰が強い会社群を選んで投資し続けてきたのだから、当然の結果ともいえる。そして年率複利で見た場合の数値は、妥当な水準に収束している（もっと高い水準を期待して良いはずだった。現状のリターンは満足できるものとはいえない）。
- ・ 決算書をしっかり読んで投資先を選別した結果、市場全体を大きく上回る成果が得られている。決算書を読み込むことは、投資家に追加的な経済的リターンをもたらす合理的な行動といえそうだ。

【レポート本編】

株式投資実験結果報告（2014 年末時点）

投資実験の目的：

- ・ 決算書を読み込んで投資先銘柄を選別、長期投資に徹することで、市場全体を長期的に上回るリターンを得られるのではないかと仮説を検証する。

実施した手続：

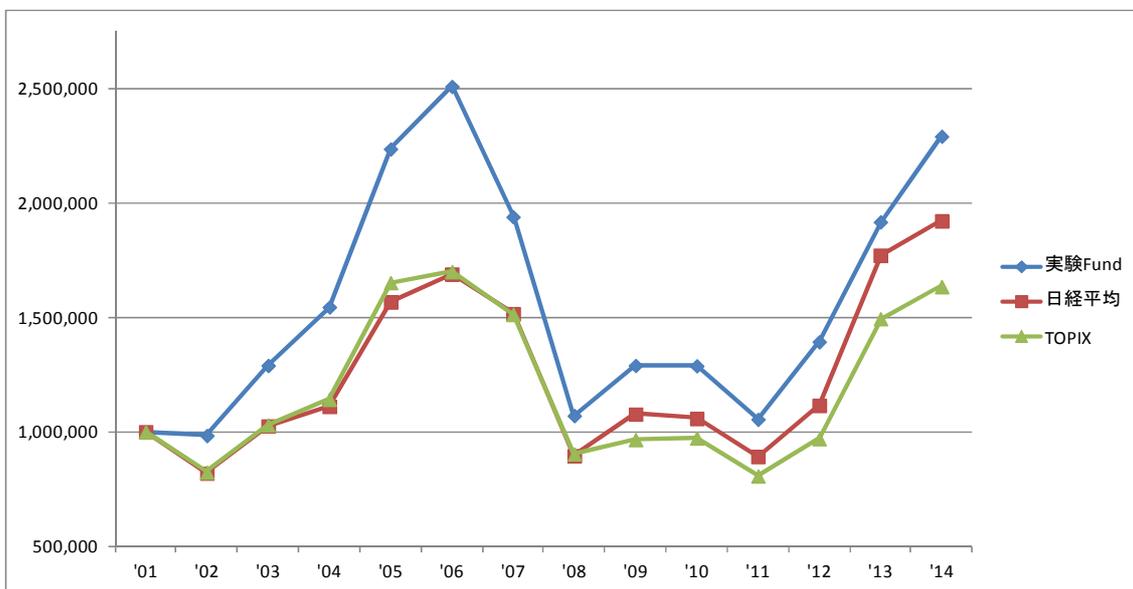
- ・ 個人資産の大部分を投じて株式投資を行う（だから真剣）。基本的にバイ・アンド・ホールド。

2014 年の結果：

年度	運用利回り			比較	
	実験Fund	日経平均	TOPIX	対日経平均	対TOPIX
2014	19.50%	8.50%	9.42%	11.00%	10.08%

※ 株価指数の配当利回りはダイワ上場投信決算短信を用いて算定。

- ・ 実験ファンドは TOPIX に対し+10.1%、日経平均に対し+11.0%上回るリターンを上げられた。
- ・ 実験ファンドの基準価格推移は次のとおり。比較用に TOPIX と日経平均（いずれも配当込み）を表示。基準年度は 2001 年末。



TOPIX よりも日経平均が強かった 13 年間

- ・ 東証一部上場銘柄（約 3,000 社）すべてに投資するよりも、日経平均構成銘柄 225 社へ投資した方が、パフォーマンスが良かった（この傾向は 2009 年以降に顕著）

2014 年に考えたこと、気付いたことについて :

- ・ 2008～2009 年頃に取得した会社の株のリターンが大きい（株価が上昇して大きな含み益が出ている）。
- ・ 皆が絶望に沈んでいる時期が最高の投資タイミング、というのは正しかった。ただ、その絶望のなか積極的に動くのはたしかに難しかった。精神的にタフでなければ（あと、そのとき十分なキャッシュを持っていないことには）できたものではない。
- ・ ある意味、米住宅バブルの崩壊・世界中を巻き込んだ信用危機、という悪夢の数年間があったからこそ、実験ファンドの現在があるといえる。今にして思えば、当時もっともっと積極的に動いておけばよかったとは思いますが、あのときはこれで精いっぱいだったのだ。投資のリターンの大部分は絶望のどん底のなかで生まれるのだと体で理解できたのが一番の収穫だった。

日経平均と TOPIX について思うこと :

- ・ 実験ファンドの基準価格推移グラフ（日経平均、TOPIX と比較）を見ていて思ったのだが、2002 年から 2008 年までは TOPIX も日経平均も歩調を合わせている。米住宅バブル崩壊からの回復の過程で、日経平均が TOPIX を引き離している。
- ・ 日経平均に採用される会社は、その他の上場会社よりも優れているのか。
- ・ あるいは日経 225 連動型の方が、TOPIX 連動型よりも有名で人気があるからか（投信業界の運用規模は日経平均連動型の方が大きいように思われる）。インデックス・ファンドを經由して日経平均構成銘柄に資金が多めに流入したのかもしれない。
- ・ であれば、今後は長い目で見て、TOPIX が日経平均をアウトパフォームする可能性は高いと考える（平均への回帰）。

考察 1.1 決定的なタイミングについて :

（クリティカルな年の重要な 15 日間）

- ・ 2001 年末、TOPIX 連動型投信に 100 万円投資した場合、13 年後の 2014 年末には元本 163.5 万円となった。+63.5%である。
- ・ この 13 年間で最もリターンが大きかったのは 2013 年の+54%だった。
- ・ 2013 年において最も株価が上げた上位 15 日間を考えてみる。仮にこのタイミングを逃したらどうなったか。
- ・ 答え : 2014 年末の元本は 104 万円、+4.5%にとどまる。
- ・ 13 年間のうちの 15 日間とは、総取引日数の 0.5%に相当する。この決定的なタイミングを逃してしまうと、市場に居続ければ得られたはずのリターンの大部分（約 93%）を失ってしまうのだ。

考察 1.2 決定的なタイミングについて その 2 :

（最悪の 15 日間を避けることはできるのか）

- ・ ここまではよくある考え方である。では逆の場合はどうだろう。
- ・ この 13 年間で最悪の年は 2008 年の $\Delta 40.3\%$ だった。
- ・ この 2008 年において最も株価が下げたワースト 15 日間を考えてみる。同じく 2001 年末に 100 万円を日本株に投資して、これら最悪のタイミングを上手に避けることができたらどうなったか。
- ・ 答え：2014 年末において 418.3 万円になる。なんと+318%のゲインだ。普通に投資し続けた場合に比べてリターンが 4 倍超になるのだ。これはすごい。
- ・ タイミングを上手にとらえることができるのなら（上手に逃げるができるのなら）大きな超過リターンが得られるのだ。試してみる価値はあるのだろうか。あなたは 0.5%のタイミングをとらえられるか。

考察 1.3 株価はじわじわ上げて急激に下げる

- ・ 最良の年のベスト 15 日間と、最悪の年のワースト 15 日間を比べて見たところ、1 日当たりの変動率は、下げるときの方が圧倒的に大きかった。2013 年のベストは 6 月 10 日で+5.2%、対して 2008 年のワーストは 10 月 16 日の $\Delta 9.6\%$ である。市場参加者は逃げ足が速いのだ。
- ・ そして 2008 年のワースト 15 日間のうち、7 日間が 10 月に集中している。セル・イン・オクトーバーであった。ビール飲んでる場合ではない。
- ・ その一方で、上げるときはじわじわと上げるものらしい。2013 年のベスト 15 日間は 6 月が 5 日間を占めているが比較的ばらけている。そして変動率は下げるときに比べてずっと緩やかだ。
- ・ 上げ相場を掴みたい人は、できる限り長く市場に居続けることを心がけねばならないようだ。そして逃げるときには脱兎のごとく去らねばならない。リスク・オンとリスク・オフの切り替えは種類の異なる動作・意思決定が求められるものらしい。
- ・ ぱっと入ってぱっと出る、といったタイプのデイ・トレーダーたちは、小さなゲインと大きなロスに見舞われる可能性が高いといえそうだ。それに加えて売買手数料も積み重なって来るのだから、損する人が 9 割を超えるというも納得の話である。

考察 1 のまとめ：

- ・ 短期トレードはやはり難しい。
- ・ できる限り市場に居続けて、やばいとなったら即座に退出する、そして市場が悲観に染まってどん底気分の時にリスク・オンへと切り替える、というのが理想ではある。そんなことはできるのか？無理、と考えるのが無難ではある。
- ・ 「相場は結局、上がるか下がるかのふたつにひとつである」などと短絡的に考えてはいけない。

短期トレードの弊害について：

- ・ 何より最大の損失は、相場が気になって本業が手に付かなくなってしまうことだと思う。プロのトレーダーならともかく、そうでなければ昇給のチャンスも社会的信用も損ないかねない。
- ・ 相場の変動に意識がとられてしまうこと、時間が喰われてしまうことも大きな問題である。

個人的な見解と結論について：

- ・ やはり私個人には、ほったらかしのバイ・アンド・ホールドが向いているようだ。有報・四報・短信を読み込んで、自分なりに価値を見極めたうえで、株価が下がるのを待ちかまえて投資し、持ち続ける。この方針であれば、いったん投資した後は基本的に他のことに時間を割け、エネルギーを注げる。他の仕事にも集中できる。何より投資を楽しめる。やはり楽しんでこそその投資であり、楽しめるくらいでなければ、正当な果実は得られないと思う。そう考えるからこそこの「楽しい投資研究所」なのだ。

考察 2 市場全体に勝てた理由を考える：

- ・ この 13 年間で市場平均に勝てたのは、概して高いときに買ってしまうことを避けられたからだと思う。
- ・ どうしても欲しくて、感情に流されるまま十分割安じゃないのに取得した会社もなかにはある。たしかに良い会社なのだが、振返ってみると他の会社に比べてリターンが薄い。
- ・ 失敗は会社に恋焦がれるところから生じるのかもしれない。
- ・ 十分に割安と見極めることができたのは有報、四報、短信をしつこく吟味したからだと思う。

考察 3 インフレ・デフレ・為替変動を考慮に入れた場合：

- ・ 日本株の、この 13 年間のパフォーマンスはどうであったか。TOPIX 連動型投資信託に投資した場合を考えると、次のような結果となった。

	2001年末～2014年末		
	複利利回り		
	実験Fund	日経平均	TOPIX
名目JPY	6.578%	5.154%	3.853%
インフレ調整後JPY	6.454%	5.041%	3.753%
名目USD	7.318%	5.878%	4.568%
インフレ調整後USD	7.186%	5.757%	4.461%

(期間)

- ・ 期間は 2001 年末から 2014 年末までの 13 年間とする（実験ファンドの運用開始が 2001 年末なので）。配当は元本に加えるものとする。※以下、参考情報として、実験ファンドの複利利回り実績をカッコ内に記している。

(名目値で考えた場合)

- ・ 日本の株式市場全体に投資した場合、この 13 年間において複利ベースで年率+3.85%のリターンが得られた計算になる（実験ファンドは+6.58%の複利利回りを得た）。これが名目値。

（インフレ調整後の場合）

- ・ インフレ/デフレ率を考慮した場合はどうなるか。
- ・ 答えは複利利回り+3.75%である（実験ファンドは+6.45%）。インフレが微妙に進んだ結果である。
- ・ ちなみにインフレ率はこの 13 年間で 2014 年が突出して高い（+2.4%*）。その他の年は 0%をはさんでインフレ・デフレを行ったり来たりしている。※インフレ/デフレ率は、総務省統計局が公表する消費者物価指を用いて算定した。

*なお、2014 年度のインフレ率は 11 月末時点の前年同期比の数値を用いた。当レポート（の元となった原稿）執筆時点において 12 月末のものはまだ公表されていなかったためである。

（ドル建て換算した場合）

- ・ ドル建て換算した場合はどうなるか。結局のところ世界は US ドルを基軸にまわっているため、この視点は大切である。
- ・ 答えは複利利回り+4.57%である（実験ファンドは+7.32%）。円安が続いているとはいえ、13 年前に比べればまだ円高なのだ。なお、円安の進行は 2013 年度が突出して高い（+22.5%）

（ドル建て換算インフレ調整後の場合）

- ・ さらにドル建て換算インフレ調整後はどうなるか。
- ・ 答えは複利利回り+4.46%である。（実験ファンドは+7.19%）。なお、ここで用いたインフレ率は日本国内の消費者物価指数である（ドルの価値の下落は為替レートに反映されているはずなので）。

考察 3 のまとめ

- ・ 超低金利下であっても、この 13 年間を見れば、複利利回りで見ればそれなりの水準のリターンが得られている（日本企業の ROE 平均は過去 20 年間を見れば 5%程度である）。TOPIX 連動型投信に 13 年間投資し続けてきた人は、元本が 1.6 倍に増えたはずだ（実験ファンドであれば 2.3 倍になった）。
- ・ 通貨別の取引量を見れば、US ドルが世界全体の 87%を占めるといわれる。世界経済はアメリカを軸に、US ドルを土台に回っている。
- ・ 2014 年、TOPIX は（つまり日本株は）+4.92%のリターンを上げた。ただしこれは日本人から見ているものであって、ドル換算ベースで見れば、TOPIX のリターンは△4.0%となってしまう。ロスだ。一方、米国 S&P500 連動型インデックス・ファンドは+13.69%であった。
- ・ 歴史的に直近 100 年程度を眺めて見れば、米国株式もインフレ調整後では概ね 8%程度の複利利回りを上げて来ている（ここ数年間はもっと高いけれど）。日本株もおそらく、これに近い水準に落ち着くのではないかと十数年前は思っていたが、ふたを開けてみればその半分程度にすぎなかった（ただ、実験ファンドを見ればそれに近い水準に喰らいついている）。

- ・ これからは海外を、特にアメリカの株式をしっかりと見て投資判断をしていこうと思う。実験ファンドの投資対象に米国株が加わる日も近い。
- ・ ただ、米国株は好調な年が続いている（5年連続プラス。2011年を除き全ての年で2ケタ成長）ので、果たして今が割安かと問われればノーとこたえるのが正しいと考える。
- ・ 結論は、これからも変わらず焦らず、じっくりと、である。ただ、視野を海の向こうにも広げていきたい。

2015年以降の予測・見通しに関して思うこと（※今後数年間を想定）：

（米ドルについて）

- ・ 米国の量的緩和終了に向けてドル高方向。近い将来、株式市場を揺るがすショックはあると予測する（ショック要因はいくらでもあるので）。

（日本円について）

- ・ 日本円はインフレ・円安方向。但しショック時には円が買われるのだろう。異次元緩和なるものが今後も積極的になされるようであれば、円が買われることはなくなるかもしれない。そのときが日本人にとって最大の試練になるものと考え

（ユーロについて）

- ・ ユーロ安方向。ギリシャから他国へ飛び火するものと予測する。

（原油価格について）

- ・ 原油はしばらく上がらないものと予測する。1バレル30ドル台前半まで下げても驚かない。
- ・ 原油安のショックで株式市場は動揺するものと予測する。
- ・ 但し、原油安は日本にとってポジティブな出来事ととらえる。
- ・ 人間社会が石油から卒業するのはまだ先の話。石油需要はまだ増える。但し原油価格は、需給関係・積み上がる在庫量から、これまでよりも低い水準でしばらく推移するものと予測する。

（テロリズムについて）

- ・ イスラム国は急拡大も壊滅させられることもなく安定的に混乱状態を持続させる。テロは散発的に発生するが重要なインパクトは与えない。

（世界を引っ張るのは）

- ・ 米国。

（今やっておくべきことについて）

- ・ 大きなショックで株式市場が悲観に陥ったときに動けるように備えておくことがとても大切であると考え

（今やるべきでないことについて）

- ・ 買い急いではならない。

以上

庄司 卓矢

楽しい投資研究所・主宰

ブログ <http://bahette.seesaa.net/>

365 日メールセミナー「決算書に強い投資家になるための 365 カ条」へのお誘い

- ・ 投資家のために（特にこれまで会計に親しむ機会の少なかった投資家のために）、会計の本質をつかむ一助となれるようにと、メールセミナーをつくりました

http://www.1toushi.com/mail_steps/

※楽しい投資研究所のオリジナルです。このようなサービスは、他にありません（少なくとも現状では他に見当たりません）。

- ・ 有料のセミナーのつもりで開発しました。近いうちにそうするつもりでもあります。が、今は無料で公開しています。
- ・ 次のようなセミナーメールが毎日届きます。ご興味がおありの方だけ、ご登録いただければと思います、お知らせいたします。

（365 日メールセミナー）

決算書に強い投資家になるための 365 カ条

第 45 条：「のれんの償却について理解する」

解説：

- ・ 有望な他社を買収すると、のれんという資産が計上される場合が多い（のれんについてはあとで詳しく述べる）。のれんは無形の資産。日本の会計基準はのれんの効果が及ぶ期間内に費用処理することを求めている。
- ・ のれんの効果が及ぶ期間とはいったい何年なのか？ 5 年なのか 20 年なのか。誰も断定的に答えることはできない。しかし計算のためには前提をおかねばならない。その前提を決めるのは誰か？ 経営者である。
- ・ かように利益の額は、経営者の見積り、判断によって、少なからず影響を受ける。そしてその判断は長期に亘って企業の業績に影響を与え続ける。

365 日メールセミナーへのご登録方法

- ・ お申込みはこちらから受け付けています。ご興味がおありですか？ 今すぐどうぞ！

http://www.1toushi.com/mail_steps/

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 特製の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/>

楽しい投資研究所について

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

(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。

追伸：Facebook ページについて

- ・ Facebook ページ「楽しい投資研究所」 <http://on.fb.me/H3fnwP> を設置いたしました。
- ・ 今回のレポートはお役に立てましたでしょうか？ためになったと思われたときは、上記 Facebook ページの「いいね」ボタンを押していただければ、とても嬉しいです。

楽しい投資研究所・主宰者（庄司卓矢）の著書

- ・ バフェットの謎（技術評論社） <http://amzn.to/m8lozc>
- ・ 決算書投資術（総合法令） <http://amzn.to/137eazR>

発行：2015年2月4日

Copyright ©2015 楽しい投資研究所 All rights reserved.