

## グレアム式投資を現在に生かす

本 浪 清 孝

### 抄録

日本人は預貯金に頼りすぎていて、債券株式投資に消極的である。ベンジャミン・グレアムは学者であり投資家である。彼の著書である『賢明なる投資家』は証券投資の古典と呼べるもので、ウォーレン・バフェットはグレアムの手法を用いてアメリカで最も成功した投資家になった。本稿では、グレアムの考え方を現在日本での証券投資に応用する。1. 配当利回りと長期債の利回りの比較では現時点では株が割安である。2. 人間は過ちを犯す。そのことを自覚せよ。3. 会計情報を理解することが重要だ。4. 株価は割高になったり、割安になったりする。株価に振り回されず、割安な株を買う。5. 投資では債券や株に分散して、株式もできるだけ分散することである。日本では長期的な株式投資は根付いていないが、グレアムの考え方を応用すべきである。

### キーワード

グレアム、賢明なる投資家、バフェット、証券投資、配当利回り、過ち、会計情報、長期投資

To Be an Intelligent Investor, in 2004. — using Graham's theory —  
Kiyotaka Honnami

### Abstract

We, Japanese tend to rely on saving money. And we don't invest only stocks, but also bond. Benjamin Graham is a scholar and an investor. He wrote 'the Intelligent Investor'.

This book is famous for ancient and modern classics, about investment. I think his approach is effective in Japanese securities market, now. A great investor, Warren Buffet become a most successful investor in the world. And his success depends on Graham. I learn from 'the Intelligent Investor'. I apply his research for Japanese securities market. First, Japanese dividend yield is higher than interest rate. Stock is more profitable than bond. Second a human being will make a mistake. We shall not forget this nature. Third, to understand accountnig information is very important. Forth buy stocks And not forget the margin of safety. Fifth, diversification between a stock and a bond. is important. And diversification among many stocks is important. Japanese prefer speculation,.. But we must invest for longterm, like Graham.

### Key Words

Graham, Intelligent Investor, Buffet, Security, Investment,  
Dividend Yield, Mistake, Accounting Information, Longterm

### 目 次

I はじめに	III 配当利回りと債券の利回りの比較
II ベンジャミン・グレアムとウォーレン・バフェットについて	IV 投資家の資質等への言及
	V 会計情報の重要性についての指摘
	VI ミスター・マーケット
	VII 分散投資
	VIII 結び

## I はじめに

本稿では、ベンジャミン・グレアムの『賢明なる投資家』から、筆者が重要だと思ったグレアムの「投資についての考え方」を、現在の日本での証券投資に応用することを考察する。グレアムの投資はかなり古典的な考え方であるが、ウォーレン・バフェットは、彼の手法を用いて、年は違いますが彼の友人であるマイクロソフト社のビル・ゲイツに匹敵する富を築いた。またグレアム自身も成功した投資家である。

日本人は、預貯金に頼りすぎであり、株式への直接投資でなく、債券投資についても消極的である。グレアムの『賢明なる投資家』は、「株式債券への投資」について書かれている。日本経済新聞社の50歳60歳代を対象にした退職者意識調査では、6割が預貯金を考え、積極運用が15%にとどまっている。<sup>(1)</sup> 歴史的に異常な低金利、日本国債の残高の異常な増加と財政投融資債の残高等を考えると、資産を預貯金以外で運用する必要性が高まっていると思われる。その必要性が指摘されても実行に移す人々が少ないのが現状であろう。

グレアムの考え方は、バフェットに受け継がれている。バフェットはコロンビア大学大学院において、グレアムに師事した。バフェット本人の著書はないが、『賢明なる投資家』の序文を書いている。只、バフェットの「グレアム観」によるバイアスが、グレアムについての考え方について「誤解」を与えている可能性がある。そのことについても本稿で考察する。尚本稿では、グレアムの『賢明なる投資家』から、現在の証券投資について、筆者が参考になると判断した事柄について、ケース毎に考察するものとする。

## II ベンジャミン・グレアムとウォーレン・バフェットについて

グレアムの投資についての考え方を考察する前に、バフェットとの関連から、グレアムについて、述べるものとする。ベンジャミン・グレアムは1894

年生まれ、1976年に亡くなった。主要な著書は『証券分析』(1934)と『賢明なる投資家』(1949初版)である。コロンビア大学の教授であり自分自身も投資信託会社を経営した。本稿では1972年の『賢明なる投資家』に示された考え方を筆者なりに分析して、現在日本での債券・株式投資に利用することを考える。1972年と2004年、アメリカと日本と時代も国も違うが、グレアムの考え方は現在にも生かせるはずだと思う。

グレアムの投資手法を実践したのが、かのウォーレン・バフェットである。グレアムも成功した投資家だが、バフェットは最も成功した投資家であり、バフェット自身が著した本はないが、彼に関する著書は多く書かれている。日本のアマゾンのホームページでも19冊の関連本にヒットする。筆者もかなりの関連本を読んでいるが、関連本の著者の考え方が披露されており、バフェットの考え方がバイアスなしにわかるのは、ジャネット・ロウ著、平野誠一訳の『ウォーレン・バフェット自分を信じるものが勝つ!—世界最高の投資家の原則』である。この本はバフェット自身の言説が抜粋されて引用されている。バフェットとグレアムの出会いは、1950年バフェットがコロンビア大学・ビジネススクールに入学してからだ。グレアムは大学教授でありながら、グレアム・ニューマン社で実際に株式を運用している。バフェットはビジネススクール卒業後すぐに就職を希望しできなかったが1954年に同社に入社する。だが56年にグレアムは引退する。バフェットは1930年生まれで1949年ネブラスカ大学在学中「賢明なる投資家」を読み啓発された。彼はそれまでテクニカル分析だったがグレアム式のファンダメンタル分析で投資をする。バフェットは旧約聖書の「パウロの回心」になぞらえた。<sup>(2)</sup>

バフェットはグレアムの考え方を次の様に解説している。1. 株式は単なる紙切れでなく企業の一部だということ。2. 市場の変動を敵視せず親しくつきあうこと。うねりにのるのではなく、当

初の方針を愚直に貫くこと。3. 安全域 (MARGIN OF SAFETY) を考慮することである<sup>(3)</sup>と。この中の1と2は、グレアムがそう書いているのではなく、バフェットによるグレアムの『賢明なる投資家』の解釈である。注意すべきなのは、1と2に関しては、参照とすべき記述が『賢明なる投資家』には筆者には見つからないことである。バフェットは「行間を読んだ」のであろう。

現在では多くの投資家はバフェットを通して、グレアムを知ることになる。日本ではバフェットの知名度は高いが「賢明なる投資家」はパンローリング社が2000年の9月に1972年版（改訂4版）を出版するまでは、竹内書店から1967年に第3版が翻訳されたが長らく絶版であり、大学の図書館でも他大学から取り寄せないと借りることも困難であった。日本では多くの投資家はバフェットの引用でグレアムの投資手法を知ることになる。尚、フィリップ・フィッシャーの手法もバフェットは用いている。

### III 配当利回りと債券の利回りの比較

グレアムは、この版の冒頭で1970年6月の優良公共事業債券の利回りが、9.40%あって、1972年には7.3%であるが、それでも債券の利回りが高く、株式投資でなく、債券投資の重要性を説く。但し単なる配当利回りと債券の利回りの比較でなく株式の値上がり期待益と配当利回りを加えたものの比較である。ちなみに配当利回りは3.5%である。<sup>(4)</sup> 日本においては、10年物の長期国債の利回りとの比較するのがいい。2004年9月14日の長期債の利回りは1.5%前後であり、72年のアメリカとは状況が異なる。1部上場企業の配当利回りは前年度との比較では1.12%であり、今年度との比較（予想）では、1.17%である。確かに配当利回りは、長期国債との利回りとの比較では、若干高いと言えよう。

グレアムは、投資を債券に対する投資と株式に

対する投資を比較する。優先株についての言及があるが、現在日本での優先株は、政府の銀行への株式のみであるので考察はしない。グレアムは、投資家個々の事情について言及しているが、<sup>(5)</sup>「積極的投資家」と「防衛的投資家」に分類する。この分類に関しては次節で考察するが、どちらの投資家であっても、債券投資の「重要性」の指摘は共通する。

グレアムの株式投資についての考え方は「高きを売って安きを買う」である。株の高い安いを判断するのに、グレアムが重視するのは、先ず配当利回りだと筆者は考える。更に、過去の利益から見たPER、処分可能な資産と比較した株価に関しても指摘している。日本の株式市場に関して、配当利回りと債券の金利との乖離があり、配当利回りは低かった。60年代初に債券の利回りと配当利回りが逆転し、60年代中には、1年物定期預金を下回った。<sup>(6)</sup> 1972年版の『賢明なる投資家』が発刊された年では、グレアムの投資についての考え方では、日本では、株は投資家の対象外になってしまっていた。グレアムの著書には1971年のダウ・ジョーンズ公益事業株の配当利回りが載っている。平均で6.2%であった。日本の公益株、例えば関西電力も1973年には1480円と高値を付けるが、終値は670円であり、70年代においては1株当たり配当50円の電力会社は利回りからは、公益株は利回りから、買えたとも言える。だが、1985年からは終値で2000円を超えている。プラザ合意で低金利政策がとられるが、債券の利回りとの比較からは、公益株は高すぎる株価であった。バブル経済の中、関西電力株は89年の最高値で5740円まで暴騰した。バブル経済崩壊後も、1990年代半ばでも、債券の利回りとの比較でも高かった。ところが、歴史的に見て大きな長期金利の低下により、長期国債の利回りが1.0%未満になったこともあり、株価の下落もあり、配当利回りが長期金利を上回る利回り反革命の状態になった。1年物の定期預金はゼロに等しい。長期金利の低下と株価の

下落及び、企業業績の回復もあり、配当利回りから買える銘柄も多い、配当利回りは重視すべき指標だと筆者は考える。

では、何故グレアムが配当を重視したことが軽視されているのか。それには、ウォーレン・バフェットが利回りを重視してないことがあると思う。彼の発言から、配当利回りへの言及をしているのを筆者は知らない。更に、バフェットが経営するパークシャー・ハサウェイは配当をしていない。これは配当に課税されるのが無配の理由だが、同社が投資信託の様な会社だと考えると、バフェットが無配を選択したのも納得がいく。マット・セトはグレアムらから学んだと述べるが、配当利回りで株を買わないと明言している。<sup>(7)</sup> グレアムは、配当政策に言及している。利益を内部留保することには、株主の利益と反するとは述べないが、利益に対して三分の二を配当しろと株主には要求する権利があると述べている。<sup>(8)</sup>

配当の源泉である利益と株価の関係、つまりPERについては、過去12ヶ月の利益に対して、20倍まで<sup>(9)</sup>と述べている。日本経済新聞などに記載されているPERは次期の利益との比較である。決算発表において、企業が次の年度の予想利益を発表して、又、利益予想が修正（上方あるいは下方に）されている現在日本の状況を考えて、今年度の利益予想で代替するのが望ましいと思われる。9月15日の東証1部のPERは前年度との比較では28.43倍だが今年度の予想との比較では19.09倍である。企業業績の回復は顕著であり、今年度の予想は達成されるかそれ以上になると思われる。

PERの逆数である益回りと市場金利の比較で、利益が将来も上昇するので、「イールドスプレッド」なる概念で高すぎる株価が合理化されたバブル期の反省もあるが、市場金利とPERの関係は、金利が低ければ、PERが高くてかまわないということである。筆者は低金利という状況下と、日本の会社のガバナンスが株主の利益を考えた配当政策を始めたことを考えるとグレアムの過去の利

益の20倍以上より高い、来年の利益の25倍程度までは買っても良いと考える。

配当利回りはPERとの比較では、近年では後者を重視する論者が多い。更に儲かっても増配しないと奥村宏が指摘した配当<sup>(10)</sup>も、バブル崩壊後変わりはじめ、儲かれば増配する。企業の経営は株主を重視する様に方向転換した。その結果として、投資指標の配当利回りもPERも意義が高まった。尚、マルキールは配当性向の高い会社の方が株価は高くしてしかるべきだと述べている。長期国債の利回りより多少低い1.0%以上なら買ってもよいと筆者は考える。

#### IV 投資家の資質等への言及

グレアムは投資家を防衛的投資家と積極的投資家に区別する。グレアムは防衛的投資家を安全かつシンプルな投資を好む人<sup>(11)</sup>と定義している。積極的投資家は防衛的投資家より全体的に多くを得ることを望む人<sup>(12)</sup>と定義している。積極的投資家の場合、ある企業価格と価値の不一致を見いだす能力<sup>(13)</sup>が必要とされるのであろう。証券投資についてアドバイザーについて「第10章」で言及する。その中で防衛的投資家はアドバイザーが推奨する銘柄を自分で判断できる段階には達していない<sup>(14)</sup>とし、一方、積極的投資家はアドバイザーとコミュニケーションをうまくとることによって、より適切な判断ができるとする。

グレアムは防衛的投資家には「投資信託」の存在を指摘する。只、投資ファンドの実績が市場平均と変わらないことを指摘する<sup>(15)</sup>が、その運用者に対して、「最高の資質を備えた人々にとっても、市場平均を上回るのが困難<sup>(16)</sup>だ」と述べている。投資信託の運用者であるファンド・マネージャーについてのその実力がたいしたものではないとするマルキールとは同じ学者でも対極に立つ。

又、医者为例にあげて、医者は積極的投資家になれないとしその理由として、仕事の忙しさによるものだと述べている<sup>(17)</sup>。この場合能力よりも投資

について考える時間的余裕と言えるのだが、このことは「投資教育の重要性」を示唆しているのかもしれない。ある程度投資についての基礎知識があれば、後は実践の問題だけである。そもそも日本では、グレアムの言う防衛的投資家ですら、積極的に資産を運用していることになる。

グレアムは成功する性格にも言及する。投資家にとっての最大の問題は、自分自身にありと述べている。<sup>(18)</sup> このことは、バブル期に理解不能な株価に対して、たいして考慮せず株を買ってしまった人々が多かったという事実があてはまる。人は過ちを犯すのだ。グレアムは株が高騰しているときは、市場が魅力的だがその時はリスクだとも書いている。<sup>(19)</sup> 逆に株が無関心と根拠の無い偏見で過小評価される<sup>(20)</sup>と書いている。グレアムが書いた「割安」の意味が理解できたら、そうした「過ち」を犯す可能性は低いのだが、バブル期に投資した人を多く知っている。彼らは知性も高く株が割高とは認識していたであろうが、『賢明なる投資家』を読んでいない。更にグレアムは忍耐力の重要性を指摘する。<sup>(21)</sup> 株が上がらなくても我慢ができないといけないとのことである。株式投資の経験がない研究者は、人間は合理的でない行動をとるものだが、そのことが理解できないであろう。筆者もITバブル期に売べき株を売らなかったばかりか、高すぎた株を買ってしまった。高すぎるとは思ったが、市場が間違っていると理解できなかったのである。PERが何百倍の株は高すぎるとは思ったが30~50倍程度でも割安と思った。結果は自分自身に原因がある失敗だった。

## V 会計情報の重要性についての指摘

会社の価値を測定する手段となるのが会計情報である。例えば、利益は、収益から費用を控除した形で計算されるが、利益の測定に関して言及する論者は少ない。会社の価値は、会計上の利益から計算されるが、その利益に対して、会計学を知らない論者は、深く考察することをしない。グレ

アムは「1株当たり利益に関して」という章で考察する。会計学の素養のない人は、利益が様々な仮定や判断により変化することに考えもしないのかもしれない。グレアムは、アルコア社の1969年、1970年の利益が経営陣の判断によるものが多いことを指摘する。<sup>(22)</sup> 又、トレーン社の利益が、減価償却費が定額法に変更され、利益操作があったことも指摘する。<sup>(23)</sup> こうしたことがあるので、年間収益を気にしすぎるな、というアドバイスと、1株当たり利益に隠された落とし穴に警戒しろとのアドバイスをする。<sup>(24)</sup>

日本においては、バブル期に「含み資産」という概念から、高すぎる株価を説明しようとする論者があった。「含み資産」は結局バブルで高くなった地価から、バブルで高くなった株価を説明するだけのものである。又、バブル崩壊に伴い、経常利益を増加させるため、株価を市場価値まで高め、含み益を実現化して、利益を操作した。「時価主義会計」の導入により、益出しによる利益操作はできなくなった。だが株式投資において会計に対する知識は重要だと筆者も考えている。

グレアムは『賢明なる投資家～財務諸表編』も著した。貸借対照表と損益計算書について、その読み方を解説している。グレアムの分析では、貸借対照表に重きが置かれている。只、本書は1939年の「財務諸表の読み方」程度のものであり、現在の日本での投資に応用するのは難しい。只、株価が低迷して、処分可能な流動資産を時価が下回る状態で、貸借対照表からの株式投資が行われる。例えば村上ファンドの東京スタイルへの株の買い付けはこの手法である。

日本では「会計ビッグバン」が行われ、「連結重視」・「時価重視」・「キャッシュフロー計算書」を第三の財務諸表にすること。又、京セラ創業者の稲森和夫の『実学』が発行され読まれたこともあり、「会計学ブーム」でもある。会計学に関しては、簿記に対する基本的な知識なしに、真の理解はできないだろう。「減損会計」は2006年3

月期から導入されるが、前もって減損会計を適応することも可能である。減損会計の実施により、1株当たり利益がその年度は減る。更に、1株当たり資本は、他の会社の比較において、低くなっただけである。1株当たり利益にしる、1株当たり資本にしる、金額がわかるだけでは駄目でその背後にあるものを知っておく必要がある。

グレアムの述べる「年間収益を気にしすぎるな」は微妙な表現である。売上高、営業利益、経常利益に関しては、その変動が4半期はともかく、その年度の期間にのみ限定されるものか、長期的にも影響があるものか見極める必要がある。又、その結果としての貸借対照表への関連も認識すべきであろう。例えば、東京エレクトロンは今期、売り上げの計上基準を「出荷基準」から「設置完了基準」に変更した。更に、アフターサービス費用を発生時でなく、引当金として計上することにした。これにより利益予想が下方に修正された。<sup>(25)</sup> このことは今期の利益にのみ影響を与えるので、グレアムの言う「気にするな」という事柄である。

筆者は株式投資をする上で会計学に関する知識は重要であると考え。稲森和夫が『実学』を書き、会社経営者には「会計」の知識が重要だとの指摘をしており、会計がブームであるが、株式投資のみならず、債券投資を考える上でも会計の知識は重要だ。グレアムの時代には想定されてないキャッシュフロー計算書も投資家は理解しておくべきである。会計情報を理解できれば、バブル期に高値の株を買う愚は避けられたであろう。

## VI ミスター・マーケット

「ミスター・マーケット」という言葉はグレアムが使い、バフェットが言及する場合が多い。ミスター・マーケットは文字通り市場価格のことである。だが、このミスター・マーケットは理性を失い常軌を逸した価格をつけるのだ。<sup>(26)</sup> 投資信託の成績で、ファンド・マネージャーが好成績をあげられないことに言及する過程で、グレアムは市

場を効率的だと考えている面もあるが、グレアムはミスター・マーケットが低い株価をつける比較的人気のない大企業を例えば勧める。<sup>(27)</sup> 人気がないというのは、PERが低い会社群のことを意味する。他にも、株価総額が純運転資本以下の会社の株式も指摘する。

これらの事項を考えると、ファンド・マネージャーが投資しない様な会社に投資すべきだということになる。ピーター・リンチは、実際は成長株、つまり業績が平均の成長をかなり上回る会社の株を買うことを、メインの投資手法とした。グレアムの場合は、PER・PBRなどが、ミスター・マーケットにより人気を離散したため、割安になった株を買うことを選ぶ。リンチの手法は、PERも重視するが消費者からの視点を重視するアマの手法であるが、グレアムの手法は、財務諸表に基づく手法である。リンチは将来を予想して成功をしたが、グレアムは将来の利益予想は困難だとする。<sup>(28)</sup> しかし両者ともファンド・マネージャーが注目してない株式を買うことで成功を取めた。

バフェットは効率的市場仮説に明らかに疑問を述べる。市場が効率的なら物乞いをしなくてはならない<sup>(29)</sup> と述べる。ミスター・マーケットに関しては、バフェットの言及が多いので注目度も高い。「安全域」も同様、バフェットの言及が多い。筆者は「安全域」には、重点をおかない。なぜなら、実際の価値より割安なほど安全性が高いとのことであり、わざわざグレアムが最終章にしたのは、「割安株」を買うべきだということを彼が強調しなかったからだと筆者は考えている。バフェットは序文でも「安全域」が述べられた20章を重要だと指摘する。コロンビア大学のビジネススクール機関誌『ヘルメス』では「時価に対して大きな安全域を有した価値のある銘柄を探す」とグレアムの投資手法を紹介する。<sup>(30)</sup> 安全域とは内容から債券に対しては収益性と金利負担との比較や株主資本比率が3分の2以上といった説明をし、株式に対しては時価総額と税引後利益で比較しPERが3

倍以下の大企業の株価そして同じ会社の社債の利回りが4%と株式の益回りが9%の場合に安全域があると説明する<sup>(31)</sup>。株式に関しては「割安度が高い株」が「安全域が大きい株」と同義である。だが、本書は「割安な債券株式の見つけ方」を説明しており、筆者はグレアムが「割安」と同義の「安全域」という言葉を強調するのは、本書が一般書であるためと思われる。

私の長いとは言えない1997年末からの株式投資の経験から、PERの低い、配当利回りが高い株への、2000年末までの投機とも言える投資も現在の投資においても、有効である。特に2003年からの株価の上昇は割安株の値上がりが見られ、グレアムがバフェットに話した様に株式市場は長期的には企業の真の価値を測る計量器の役割<sup>(32)</sup>をしているのかもしれない。只、今の市場でもミスターマーケットが割高な評価をしているPERが100倍を超える会社がある一方で、PERが10倍もない会社もある。多くの上場企業から、様々な指標を比較分析して投資するのが重要であろう。

## VII 分散投資

グレアムは、防衛的投資家に対して株式と債券の比率を50対50にすることを勧めている。株式が値上がりをして、55対45になると、株式を売却して、債券を購入せよと述べる。但し、最良とは言えないとしているが<sup>(33)</sup>。更に株式に関しても十分で過度でない分散投資として10銘柄から30銘柄以下のポートフォリオを勧める<sup>(34)</sup>。

只、積極的投資家に対しても、外国の政府債での運用もデフォルトのリスクがあるとして、勧めていない<sup>(35)</sup>。だが、グレアムの時代のアメリカと現在の日本、又日本国債より格付けが高い国や企業があるので防衛的な投資家もこうした債券の購入を為替リスクはあるが考えるべきである。積極的投資家と防衛的投資家のどちらにも、グレアムは分散するのを同様に勧めている。積極的投資家に関して銘柄数の限定は書かれていない。グレアム

が積極的投資家に対しては、優先株や二流株を勧めたりしている。よって株の銘柄数も防衛的投資家よりは多いと思われる。

分散投資を取り上げたのは、逆にバフェットが集中投資だからである。バートン・マルキールにしろ、ピーター・リンチにしろ、分散を勧めている。保有期間に関しては、グレアムより、バフェットの方が「長期」である。

## VIII 結び

実際に証券投資をしていない証券投資に関する研究者は日本には多い。だがグレアムは自分の投資手法を実践している。だが日本の研究者はバブル期に、的外れな投資をして、一般書を書いている。又、高すぎる地価や株価が妥当であるとの見解を示した研究者もいた<sup>(36)</sup>。その一方で日本の株価や時価が高すぎるとの指摘をした研究者もいる。結果、バブルが崩壊して、後者の見解が正しいと判明した。だが、この時期に私の周りには、研究者でも分野の違いこそあれ株式投資をしている人は多かった。だが、彼らは合理的でない行動、バブル期の株式投機を行ったが、彼らは株式の本質的価値を深くは考えなかった株式投資がブームだった。株価が上がっており、彼らは儲けようというより、儲けるチャンスを逸さないために株を買った。彼らは株価の暴落で、「株はリスクが高いので買わない」との学習をあまりにも高い授業料を払って学習した。筆者はバブル期もバブル崩壊後も、銀行の定期預金の金利と配当利回りの観点から、株価は高すぎると判断して、株を買わなかった。筆者が株式投資を考え始めたのは、会社の配当利回りが同じ会社の中期債券の利回りと比較して、高くなってからだ。ピーター・リンチは株式投資に関して、投資家は例えば高額な電気製品を買うほどの考慮もせず、失敗すると書いている。もし市場が効率的なら、考慮が十分でないので失敗することはない。長期的には株式市場はある程度効率的かもしれないが、「ミスター・マー

ケット」は気まぐれだと筆者は考える。実際に株式投資をしていると、ミスター・マーケットを実感できる。筆者の様に分散投資をしていると、仕手戦に巻き込まれたり、株式分割などで、明らかに割高になる株式がある。株式市場に自らの資金をつぎ込んでも、考慮不足や調査不足による失敗をする。

グレアムが今の日本生きていたら、外国債と日本株でポートフォリオを組むであろう。日本の債券は高すぎる。国の財政赤字だけで800兆円を超えているのに、金利が低い。私は日本国債は高すぎると判断している。国債が暴落するとは思えないが、リスクはある。長期であればあるほど。

筆者は一般の人も、長期の株式投資をするべきだと考えている。短期的なキャピタル・ゲインを目指し信用取引をする人やデイ・トレーダーも多く、売買代金もバブル期並みになっている。長期投資をすると決意している人も、買って3年以上持っている人は、時価が買値を大きく下回った「塩漬け株」の場合が多い。グレアムの『賢明なる投資家』の考え方には、今まで考察してきた様に参考すべき点が多い。だが大学の経済学部や経営学部を卒業した人でも難しい記述があるし、70年代前半のアメリカと21世紀に入った日本の違いを考えると、投資の解説書としては、適切だとは思わない。現在の日本での読者層は、既に株式投資の経験があり、長期投資を心がけている人が、バフェットが師事した学者の著書だとして読むのであろう。株価が回復して、売買代金はバブル期を超えているが、インターネットの普及で売買手数料も下がり、短期的な投機家が激増したのがこの宴の大きな要因である。バフェットはグレアムを知っているのに彼の投資手法を実行に移す人が少ない<sup>(37)</sup>と嘆くが、筆者も同感である。本稿を読まれた方がグレアム流の投資を実行されることを願いペンを置く。

(注)

- (1)日本経済新聞、2004年9月14日・14-15面。
- (2)ジャネット・ロウ著、平野誠一訳『ウォーレン・バフェット――自分を信じるものが勝つ！――』ダイヤモンド社、1999、8頁参照。
- (3)前掲書、5-6頁参照。
- (4)ベンジャミン・グレアム著、土光篤洋監訳、増沢和美、新美美葉訳『賢明なる投資家』パンローリング、2000、36-45頁参照。
- (5)前掲書、115-117頁参照。
- (6) [http://www.wnfrontier.co.jp/topics/pdf/viewpoint\\_0188.pdf](http://www.wnfrontier.co.jp/topics/pdf/viewpoint_0188.pdf)、鹿山剛「利回り」参照。
- (7)マット・セト著、三木茂、堀之内朗訳『マット・セト08の法則』ラジオたんば、1996、111-112頁参照。
- (8)ベンジャミン・グレアム、前掲書、422-423頁参照。
- (9)前掲書、110頁参照。
- (10)奥村宏『株とは何か(改訂版)』朝日新聞社、1992、50～53頁参照。
- (11)ベンジャミン・グレアム前掲書36頁参照。
- (12)前掲書、45頁参照。
- (13)前掲書、48頁参照。
- (14)前掲書、238頁参照。
- (15)前掲書、205頁参照。
- (16)前掲書、318頁参照。
- (17)前掲書、116頁参照。
- (18)前掲書、25-27頁参照。
- (19)前掲書、34頁参照。
- (20)前掲書、48頁参照。
- (21)前掲書、341-342頁参照。
- (22)前掲書、68-273頁参照。
- (23)前掲書、276頁参照。
- (24)前掲書、267頁参照。
- (25)日本経済新聞、2004年9月8日・19面。
- (26)前掲書、90-192頁参照。
- (27)前掲書、147-151頁参照。
- (28)前掲書、110-112頁参照。
- (29)ジャネット・ロウ、前掲書、17頁参照。
- (30)ベンジャミン・グレアム、前掲書、449頁参照。
- (31)前掲書、427-431頁参照。
- (32)ジャネット・ロウ、前掲書、19頁参照。
- (33)ベンジャミン・グレアム、前掲書、88-92頁参照。
- (34)前掲書、109頁参照。
- (35)前掲書、129-130頁参照。
- (36)西村清彦 三輪芳朗編著『日本の株価・地価―価格形成のメカニズム』東京大学出版会、1990。この本は学術書ではないが、バブル崩壊前に、株価や地価が説明がつかないほど高くなっている分析している。
- (37)ジャネット・ロウ、前掲書、11頁参照。