



投資会社社長が教える

---

# 株式投資 銘柄選択術 【基礎編】

---

合同会社アクロス  
代表社員社長 渡辺徹平

---

### はじめに

この本は、経済や企業を本質的に理解し、投資に役立てていただく為に書いた本である。投資とは正しく行えばそれほど難しいものではない。利益を増やし続け、企業価値を高め続ける企業の株式を、企業価値以下の割安な値段で購入し、長期的に保有する事ができれば、損失をだすことはほとんどない。

例えるなら現在価値が10万円で10年後にはその価値が30万円になっているだろう物を、8万円で買おうということだ。この方法では10年後に損失をだす方が難しくないだろうか。実際、私もこの方法を順守するようになってから、損失をだすことはほぼなくなった。論理的に計算し、正しい投資を行うことこそが、成功への近道なのである。

そのためには以下の3点を順守する必要がある。

#### ●ほぼ確実に利益を増やし続けることができる企業を探す

ダウ平均に採用されているアメリカの大企業というだけでも、この6年で8割以上の企業が増益となっている（2003年～2005年のEPS平均と2009年～2011年のEPS平均を比較して）。日本企業の苦境を目にしている方々には信じられないかもしれないが、コカ・コーラカンパニー社（以下コカ・コーラ社）のような超一流企業はほぼ毎年過去最高益を更新する。何十年にも渡ってだ

。本書による厳しい選定基準をクリアした企業は長期的に見れば、9割以上の確率で増益しているだろうと考えられる。しかし企業が増益すれば確実にリターンを得られるというわけではない。株価の問題があるからだ。

#### ●企業価値以下の株価で購入する

中国など新興国の企業では利益成長を見込める企業も多いが、そのような企業への株式投資で損失を被る投資家も多い。それはすでにその企業の株価が割高になっているからだ。株価が割高であればそれだけ損失を被る可能性も高くなる。そこで、企業の価値を計算し、適正な株価で購入すればそのようなことはなくなる。企業が増益を続ければ、ほぼ確実にリターンを得ることができるだろう。

これまで株価に関して正しい根拠を示されることはほとんどなかった。かつて日本の企業の株価はPERで20倍などとも言われてきたが、その根拠は無いに等しかった。現在においても明確な株価を論理的に計算して算出し、投資をしている人はほとんどいないのではないだろうか。しかしそれでは損失をだしても仕方がない。結局は運任せの投資になってしまうだろう。

企業の価値の算出は確かに難しい。しかし業績の安定している企業に関しては別だ。成長率等

を計算し、適正株価の算出ができるからだ。株価を算出し、企業価値以下の価格で購入する事ができれば、損失を出す確率はぐっと低くなる。さらにそれが業績の安定している企業ならば損失をだすことはほぼないと言える。

## ●長期的に保有する

超一流企業の株式を企業価値以下の株価で購入する事ができれば、後は持ち続けるだけでよい。超一流企業の優秀な社員達が毎年業績を押し上げてくれ、株価は短期的には市場の気まぐれで浮き沈みがあるかもしれないが、結局は業績に沿って上昇していくものだ。

しかし、実行するとなるとこれが結構難しい。利益がでるだろうと頭で分かっている、長期的に保有している間に悪い材料が出てきたらどうしようと考えてしまうからだ。だが、それは単なる杞憂でしかない。投資対象にするのは世の中にはごく一部、おそらく全世界で20社程度ではあるが、たとえその企業への悪い材料があろうが無かろうが長期的にはほぼ確実に利益を増やし続けることができる企業だからだ。本書でたびたび登場するコカ・コーラ社もその一社である。

。

(※巻末には付録としてコカ・コーラ社の売上や利益などの財務分析も載っているので、それを見るだけでもいかに安定して利益を増やしているかを分かっていただけだと思う。)

ほぼ確実に利益を増やすことのできる企業を、その企業価値以下の株価で購入し、長期的に保有する。これこそが、シンプルながらも最も確実な投資法と言えるだろう。

## 目 次

はじめに

### 第1章

株式への長期投資が成功へのカギ

### 第2章

市場を独占している企業

### 第3章

強いブランド力による独占の強み

### 第4章

企業の強さは利益率に表れる

### 第5章

投資銘柄選定基準

### 第6章

買い場

### 付録

コカ・コーラカンパニー社の財務分析

おわりに

<本書に登場する主な財務指標>

-

- ・ EPS ～ 一株利益 (税引利益 ÷ 発行済株式数)
- ・ ROE ～ 株主資本利益率 (税引利益 ÷ 株主資本)
- ・ PER ～ 株価収益率 (株価 ÷ EPS)
- ・ ROA ～ 総資産利益率 (当期純利益 ÷ 総資産)

### 第1章 株式への長期投資が成功へのカギ

#### ●この世で最も優れた投資方法は株式への長期投資である

長期投資と短期投資、どちらがより優れた投資方法だと思いだろうか？

デイトレードや高倍率のレバレッジ取引、鞘抜き取引……など、短期投資のほうが圧倒的に儲かる投資方法であるように見える。しかし、事実として、この世で最も儲かる投資方法は株式への長期投資である。

いまや伝説の投資家、そして世界の富豪となったウォーレン・バフェットは約10万ドルの資産を2008年には約600億ドルにも増やすことに成功した。初期投資金額の約60万倍という、恐ろしい数字であるが、これは長期投資を中心として築き上げたものである。

勿論、短期投資において資産をこれだけ増やした例があるはずもない。事実として、この世で最も資産を増やすことができる投資方法は長期投資なのだ。

#### ●なぜ株式への長期投資が最も優れた投資方法なのか

それではなぜ株式への長期投資が最も優れた投資方法なのか。それは投資に対するリターンの期待値が他の投資方法に対して圧倒的に高いからである。米国の代表的な株価指数である、S&Pの上昇率は1965年から2011年までの平均で9.2%であった。投資の観点から見ると、株式の長期投資は米国の大企業へ適当に投資するだけでも9.2%程度のリターンが見込めるということになる。それだけ企業は（ここでは米企業だが）企業価値を高めてきたのである。大量生産をすることによって安価に物を作れるようになり、鉄道や自動車が移動時間を劇的に短縮するなど、企業の成長によって我々資本主義社会に生きる人々は多大な恩恵を受けてきた。その成長率は他の投資先と比べても格段に高く、株式への投資家は社会の成長とともに大きな利益を得てきたのである。

その一方、デイトレードなどの短期売買は手数料の分だけ期待収支は確実にマイナスになる。そもそも短期売買そのものがゼロサムゲーム（利益の合計と損失の合計がちょうど0になる）なので、手数料分だけマイナスになってしまうのだ（株式の売買においても売買頻度が高ければ高いほど平均の利益が減っている事は実証されている）。利益を得た人の裏にはそれ以上に損をした人がいるわけで、半分以上の人は確実に損をしている（損失を出した人はあまり人に言わないものだ）。

それに対し株式への長期投資はほとんどの人が（おそらく8割以上）利益を手にする事ができる。さらに市場平均よりも上回ることができるのならば、多大なりターンを得る事ができる。

繰り返すが、バフェットは資産を10万倍に増やし、600億ドル（約5兆円）もの資産を築きあげた。事実として最も勝率が高く、最もリターンが多い投資方法は株式への長期投資なのだ。

### 第2章 市場を独占している企業

我々がまずすべきなのは毎年増益を続ける超一流企業を探す事だが、それらの企業には共通した強みがある。それは市場を独占することによって安定した経営を実現しているということだ。市場を独占すれば消費者はその企業の製品やサービスを利用せざるを得なくなり、その場合は消費者には価格で製品やサービスを選ぶという選択肢もなくなるので価格競争に陥る事はない。よって、そのような企業は高収益を享受することができる。

#### ●市場の独占している企業とは

もしある山奥の村で、食料品を扱っている店が1店しかなかったとしよう。その村にはその店の他に食料を入手する手段はないものとする。その場合はどうなるだろうか。村人はたとえその店の食料の値段が高くても、その店から食料を購入しなければならない。店側とすればライバルは存在せず、値上げも自由にできるわけで、高収益のお店を安定的に運営する事が出来る。このように、ある企業の製品やサービスを消費者が利用せざるを得ない場合、その製品やサービスは価格競争から解放され、したがって企業は多大な利益を期待できる、競争力のある企業となる。いわば市場を独占することによって利益を享受することができる企業であり、多くの利益を確実に手に入れる事ができるのだ。また、数社での寡占状態でも企業は多くの利益が期待できる。

このような独占・寡占状態は企業の技術的な場合もあるし、政府の規制などによって生まれる場合もある。いわば他社にとっての参入障壁であり、市場を独占している企業にとってみれば他社の攻勢から身を守る盾となる。我々が探すべきなのはその市場への参入障壁が高く、市場を独占している企業だ。独占にも様々なタイプがあるので、それらを見ていこう。

#### 【規制による独占型】

電気などの公益・公共的事業は政府や自治体などの規制が有り、企業は勝手にその事業に参入できない。そしてそこは独占的状态になる。独占とはいっても公益性が高いためにその企業の製品やサービスを非常な高値にすることはできないが、適正な利潤を確保できる水準には保たれる。原油高になれば自動的に電気料金が上昇するといったように、コストを価格に転嫁できる場合が多いのだ。

そしてこのような事業では需要が安定している場合が多く、これは非常に大きな利点だ。公共・公益的事業ということは生活に必要不可欠なので需要が安定する。需要が安定すれば事業計画も立てやすく、設備投資の負担が重くなっても赤字に陥る確率は非常に少なくなる。さすがに日

本のように人口減社会になっていると不利であるが、欧米では他の優良企業に負けにくいくらい利益を伸ばしている企業もある。

### 【強いブランド力による独占型】

ブランドについて説明すると、ブランドはファッション分野での高級品のみを指すものではない。ブランドとは消費者が製品や企業名そのものに持っているイメージであり、特定の製品や企業が他の製品や企業と区別されるものはすべて含まれる。例えば、炭酸飲料の「コカ・コーラ」、おむつの「パンパース」、企業名での「トヨタ」、「ソニー」といったものはすべてブランドに含まれる。

それでは強いブランド力を持つ企業がなぜ市場を独占する力を持つのだろうか。たとえば、ブランドもののバッグなどを買う時のことを考えてみると分かりやすい。人々がブランドを選ぶ際には好みがあり、どのブランドでもよいというわけではない。好きなブランドを買いたいから買うのであり、他の商品、特にノンブランドの商品が安いからといって、価格のみで安いノンブランドの商品を買うという訳ではない。また、たとえ材質などが同じバッグより数万円、または数十万円高かったとしても、ブランドのバッグを買う人は買うだろう。そのブランドであるというだけで、それだけの価値があり、満足感を得られるのである。こう考えてみると、消費者が特定のブランドを好むようになると、他のノンブランドの商品などを買う選択肢が排除されてゆく。この状態はいわばそのブランドによってある種の独占状態であるとも言い換えることができる。その企業のブランドが消費者の好みを独占しているのだ。こうなると何度も説明したようにその企業は価格競争から解放され、そのブランド力を生かして高収益を享受することができるのだ。

そしてブランドイメージはそう簡単には変わらない。なぜならば人は一旦好きになったモノはなかなか変わらないものであるからである。このことをより理解しやすいよう例を挙げて説明しよう。

あなたは食べ物の好みが頻繁に変わるだろうか。ステーキが好き、ハンバーグが好きといったように好きな食べ物は色々あると思うが、翌日、いや翌年であってもそう簡単に好みが変わることはないだろう。数年、または数十年して好きでなくなることもあるだろうが、いずれにしろ長期にわたって「好き」という状態が続くものである。

これと同じように一旦好きになったブランドはなかなか変わらない。コカ・コーラが100年以上愛されているのがなによりの証拠である。もちろんこの間、コカ・コーラは他の製品の攻勢を受け続けてきた。無数の新商品が生まれ、コカ・コーラに戦いを挑んできたのだ。しかし、コカ・コーラはそれらすべての戦いに勝ってきたと断言していい。そのすべてに、だ。

このことはコカ・コーラが一番先にブランドの優位性を築いたことが一番の要因である。もはや多くの人にとって「コカ・コーラ＝美味しい（好きな）飲み物」が定着してしまっているのだ。コカ・コーラこそが美味しい（好きな）飲み物であるなら、他の製品の方が美味しいとはなりやうがない。この先もずっと愛されていくことになるだろう。これは好みの問題であるので、いくら大金をかけて製品を作ろうとも消費者の好みを変える事は非常に難しいのだ。

消費者は自身の好みを変えようとはわざわざ思わないし、実際に好みが変わることはあまり

ない。このようにして定番のブランド力のある商品は消費者に愛され続けることができるのだ。

#### 【多大な資本による独占型】

多大な資本が必要である事業では他社はそう簡単にその市場に参入できない。例えば鉄道事業などでは莫大な資本が必要であり、新しい企業が全国に鉄道網をカバーするといったことは非常に難しい（日本の私鉄のように一部区間で運用することはできるだろうが）。とするとすでに全国に鉄道網をカバーしている企業は非常に大きなアドバンテージがある。利便性において一部区間をカバーしているのと全国をカバーしているのでは格段の差がでるからである。さらにライバルが存在しない区間では文字通り独占しているのもあって、利用者はその企業以外に選択肢はないことになる。

このように多大な資本が必要であるということはそれ自体が参入障壁となり、すでに事業を行っている企業による独占状態となる。

#### 【資源に限りがある場合の独占型】

これはもっとも分かりやすいだろう。石油などの資源は限りがあり、簡単に採掘し、生産するというわけにはいかない。新興国が経済成長し、石油の需要は増え続けているのに、供給量は比較的少なく、したがって石油価格は高値で推移している。

ここで、資源価格が高値で推移するという事は大きな利益を期待できるために、他の企業が参入してきそうなものだが、そう簡単にはいかない。資源自体が限られているために、すべての企業がその資源を採掘し、生産するわけにはいかないからだ。つまり、限りある資源での分野へはそれだけの参入障壁があるのだ。

このように資源に限りがある場合は利益が見込めるからといってそう簡単に他の企業が参入するわけにもいかず、現在石油などの採掘権を持っている企業で独占または寡占状態を維持する事ができる。

#### ●独占状態は将来に渡って持続するか

投資の対象となるには、現在市場を独占している企業であっても将来に渡ってその独占状態を維持していなければならない。そういった意味ではアップル社は投資の対象とするには非常に危険である。アップルは携帯音楽プレーヤーのiPod（アイポッド）やスマートフォンのiPhone（アイフォン）などの爆発的なヒットにより、現在最も利益をたたき出している企業の一つであるが、現在の独占状態が将来に渡って維持されているかどうかを考えると、確実であるとは言い難い。他社からもっと革新的で魅力的な商品が発売され、アップルの独占状態が崩壊する可能性もあるからだ。このような業界では数年するたびに新製品が発売されるので、その戦いに勝ち続けることは容易ではない。

このこととは対照的に食品ブランドでは新製品を発売する必要性はぐっと低くなる（もちろん新製品の開発・販売はしていくが）。コカ・コーラではニューコークとしてコーラの味を変えたら消費者の反発を買い、味を元に戻したくらいだ。企業からしてみれば変わらない商品を販売し続ければよいわけで、市場の独占状態は非常に維持しやすい。

このように独占状態を維持できるであろう企業には条件（というよりも特性）があり、以下の特性を持った企業はリスクが少なく、言い換えるとリスク要因に対して耐性がある。それは、

#### 特性1 需要が今後も確実にある製品やサービスを扱っている企業

これは大前提として必要なことである。たとえ時代が変化していっても食品などのように今後も確実に需要があればあるほどリスクは低下する。また、その需要が今後も伸びていけばさらに良いことは言うまでもない。インターネット販売が増えても食品スーパーはなくなることはないだろうし、金融機関なども社会に必要であるので、今後も確実に需要があるだろう。

#### 特性2 製品の寿命が長い（製品のサイクルが長い）

先ほどの例に挙げたように、食品ブランドなどにおいては個人の嗜好はあまり変わるものではないので、製品の寿命が非常に長く、それだけ確実に独占状態を維持できる。逆に電化製品やIT機器、自動車といったものは個人の嗜好よりも製品の質の高さが重要視され、他社よりも質の高い製品を開発し続けなければならない。特に近年では新興国も含めた技術力の向上スピードが速くなってきており、新製品が発売されるサイクルが短くなってきている。これでは独占状態を維持する事が難しくなってしまう。製品のサイクルは長い（遅い）ほどよいのだ。食料品の他には日用品なども挙げられる。昔から製品の内容が変わらず、今後もあまり変わらないであろうほどよい。

### 第3章 強いブランド力による独占の強み

これまで市場を独占する企業について見てきたが、強いブランド力による独占型のメリットについてもう少し説明していく。

#### ●ブランド=財産

ブランドイメージはそう簡単には変わらない。そしてそれを裏返して言えば、その企業の製品や企業名自体にブランド価値を持つ企業はそれだけの財産を所有していることになる。ブランドそのものは土地や建物のように目に見えるものではない無形のものであるが、そこには消費者を引き付ける確かな価値が存在する。

そしてブランドという財産を所有する企業はリスクにも強い。大多数の企業は経営上の失敗が会社の存続リスクに直結してしまうが、ブランドを所有する企業は立ち直る確率が高い。消費者に支持されているからだ。

かつてペプシ・コーラを製造するペプシコはレストラン事業などに多角化して失敗したし、マクドナルドは低価格戦略で失敗した。そしてクレジットカード会社であるアメリカン・エクスプレスは子会社が15億ドルもの詐欺にあい、多大な損害を被った。しかし消費者はペプシ・コーラを飲み続けたし、マクドナルドのハンバーガーは食べ続け、アメリカン・エクスプレスのクレジットカードを使い続けた。消費者がこれらの企業または製品を支持していることは変わらないからだ。

このように経営上の失敗や事故はどんな企業でも起こりうる。しかしブランドという財産を持つ企業はそのような時でも消費者に支持され続けるため、圧倒的に立ち直る確率が高いのである。

#### ●利益率の悪い事業を他社にまかせることができる

強いブランド力を持つ企業は、利益率の悪い事業を他社にまかせることができる。それによって自社のみがリスクなしで高収益を実現することができるのだ。

そんなうまい話はないとお思いだろうか？それなら例えば、土地などの資産（ただの土地ではなく一等地など）を持った人について考えてみるとよい。そのような人は一生経済的に不自由しないだろう。アパート経営など、資産を運用することによって手堅く収入を得ることができるからだ。その土地などが利用価値の低い資産では意味はないが、一等地など、利用価値が高ければ使い道はいくらでもある。そして企業もまったくこれと同じなのだ。ブランドという資産を持った企業はその資産を活用することによってリスクなしで高収益を実現することができるのだ。それでは実際に強いブランド力を持つ企業はどのような方法を使うのか。それは、

・製品の生産を他社に委託する

・フランチャイズ化する

の二つが一般的である。前者ではコカ・コーラは傘下のボトラー会社に実際の製品の生産を委託しているし、ナイキも他社に生産を委託している。そして後者はマクドナルドが有名である。他社やその他のオーナーに経営をまかせ、一定のブランド使用料を支払わせるのだ。

このようにして事業の一部を他社にまかせることによって、自社は高収益を確保することができるのだが、それは以下のメリットを有するからである。そのメリットとは、

・設備投資を抑えることができる

・減価償却費や税金の支払いを抑えることができる

・原材料高などのリスクを回避できる

である。

《設備投資を抑えることができる》

これはもう一つのメリットにもかかわってくる事だが、事業を他社にまかせるので設備投資を自社でする必要が無くなるというメリットがある。

それでは、例えば工場への設備投資をしないで済むメリットを挙げていこう。まずは、設備投資をしないことによって、資金に余裕ができる。これは非常に大きなことで、このような企業は毎年利益の大半がフリーキャッシュフローとして余ることになる。このお金は他社の買収に充ててもよいし、配当として株主に還元してもよい。

そして次のメリットが、人件費がかからないということである。工場を運営するとなると、少なからず人を雇うことになる。しかし、事業を他社にまかせていけばこのような費用も無くなるのだ。

《減価償却費や税金の支払いを抑えることができる》

ここでも引き続き、工場を例に挙げていこう。工場を建て、機械を入れるとなると、減価償却費がどうしてもかかってくる。これはどういうことかということ、機械などは使っていくと消耗し最後は使えなくなるので、その分価値が下がっていく。その分を減価償却費として費用に計上しなければならないのだ。逆に工場へ設備投資をしないで済むならば、その分の減価償却費を抑えることができる。

そしてもう一つ。工場、そしてその土地など固定資産を所有していると、固定資産税などを支払わなければならない。工場などへ設備投資を行わなければ、このような税金も払う必要からも解

放されるのだ。

### 《原材料高などのリスクを回避できる》

そして最後に、原材料高などのリスクを回避できるというメリットがある。現在原材料は昔に比べて高くなってきているが、中国やインドなどの大国の発展により、金属や原油、その他の原材料の値が上がっていくことは確実な情勢である。このような状況下において、このメリットは非常に大きい。なにしろ商品の生産は自社で行っていないので、原材料高のリスクから解放されるのだ。そのリスクはすべて生産を委託される側に転嫁されることになる。

### 第4章 企業の強さは利益率に表れる

#### ●企業の強さは利益率に表れる

企業の強さは利益率に表れる。このことは野球のバッター例えると分かりやすい。利益は安打数、利益率は打率といったところだろうか。どれだけ安打が打てる優秀なバッターかを見極めるためには、安打数よりも打率で判断するはずである。いくら安打数が多くても打席数がそれ以上に多ければ打率は下がってしまう。これは企業においても同じ事で、優秀な企業は利益だけではなく、ROE、ROA、売上高利益率といった利益率も他社よりも総じて高い。言い換えると、そういった利益率の高さが企業の本質的強さの判断材料になるのである。

このことをデータで示すため、米国ではダウ平均に採用されている30社、日本では時価総額の大きい企業から20社を選んで業績との関連を調べた。2003年から2005年における利益率（ROE、ROA、売上高利益率）の平均を算出し、その後のEPS増減と関連しているかどうかを調べた（EPSは2003年から2005年平均と2009年から2011年平均を比較）。

アルコア	トラベラーズ
アメリカン・エクスプレス	ユナイテッド・テクノロジーズ
ボーイング	ベライゾン・コミュニケーションズ
バンク・オブ・アメリカ	ウォルマート・ストアーズ
キャタピラー	エクソンモービル
シスコシステムズ	トヨタ自動車
シェブロン	エヌ・ティ・ティ・ドコモ
デュポン	三菱UFJフィナンシャル・グループ
ウォルト・ディズニー・カンパニー	本田技研工業
ゼネラル・エレクトリック	キヤノン
ホームデポ	日本電信電話
ヒューレット・パッカード	日本たばこ産業
アイ・ビー・エム	日産自動車
インテル	三井住友フィナンシャルグループ
ジョンソン・エンド・ジョンソン	ファナック
JPモルガン・チェース	みずほフィナンシャルグループ
クラフトフーズ	三菱商事

ザ コカ・コーラ カンパニー	武田薬品工業
マクドナルド	ソフトバンク
スリーエム	日立製作所
メルク	三井物産
マイクロソフト	小松製作所
ファイザー	デンソー
プロクター・アンド・ギャンブル (P&G)	東日本旅客鉄道
エーティーアンドティー	信越化学工業

この企業群において、2003年から2005年における日米代表的企業50社の平均利益率は以下の通りである。

- ・平均**ROE** 13.3%
- ・平均**ROA** 5.9%
- ・平均売上高利益率 9.2%

そして50社のうち、売上高利益率の全てにおいて平均を上回っているのは以下の12社である。

	企業名	ROE(03-05)	ROA(03-05)	売上高利益率(03-05)	03-05EPS平均	09-11EPS平均	EPS増加率
CSCO	シスコシステムズ	18.9	13.5	21.5	0.69	1.18	71%
INTC	インテル	19.4	15.2	21	1.14	1.72	51%
JNJ	ジョンソン・エンド・ジョンソン	27.2	15.5	17.6	2.43	4.58	88%
KO	ザ コカ・コーラ カンパニー	30.4	16	21.4	1.94	3.89	101%
MCD	マクドナルド	15.2	7.5	11.5	1.66	4.65	180%
MMM	スリーエム	29.4	14.2	14.1	3.54	5.37	52%
MRK	メルク	33.9	13.4	25.2	2.55	2.65	4%
MSFT	マイクロソフト	16	11.7	25.5	0.85	2.14	152%

PG	プロクター・アンド・ギャンブル (P&G)	34.1	11	11.7	2.09	3.62	73%
9437	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	14.6	8.9	11.2	11279	11610	3%
7751	キヤノン	15	9.3	9.6	251	170	-32%
4502	武田薬品工業	15.7	12.1	25.6	314	326	4%

この12社のうち、EPSを減らしてしまったのはキヤノン1社のみであった。12社のうち11社がEPSを増加させることができ、その確率は90%を超えた。50社平均では増益は37社、74%であるので、利益率と業績との相関関係がみてとれる。

### ●市場を独占していれば高い利益率となる

ここまではデータで見てきたが、論理的に考えても市場を独占している企業であれば、他社よりも利益率は高くなるはずである。先ほど述べたように、市場を独占していれば価格競争をする必要もなく、他社よりも高い値段で製品やサービスを売ることができるからだ。逆に言えば一見市場を独占しているように見える企業でも、利益率が伴わなければ市場を独占していると言い難いし、もし仮に市場を独占しているとしても投資対象とはならない。この章でのデータが示す通り、利益率が企業の強さを示すバロメーターであるからだ。

実際にコカ・コーラ社やマクドナルド社といった市場を独占している企業をみるといい。平均よりもはるかに高い利益率をあげている。逆に銀行、自動車、航空といった利益の安定しない企業は総じてROAなどの利益率が低い。利益率は企業の強さを計る上で、大きな判断材料になるのである。

### 第5章 投資銘柄選定基準

ここまで投資原則を述べてきたが、それでは実際に投資銘柄を決めるうえでの選定基準を述べていこう。

#### ①市場を独占していると思われるか

その企業は市場を独占していると思われるか。

【規制による独占型】

【規制による独占型】

【強いブランド力による独占型】

【多大な資本による独占型】

【資源に限りがある場合の独占型】

このいずれか（またはいくつかの複合型）にあてはまり、市場に対する独占的力を持っているだろうか。

#### ②独占状態は将来に渡って持続するか

独占状態は現在だけではなく、将来にも渡って持続するだろうか。そのためには需要が今後も確実にある製品やサービスを扱っている企業であることが大前提であり、その企業が扱っている製品やサービスが食品などのように寿命が長い事が必要である。

#### ③安定して高いROA（平均で8%以上）をあげているか

ここで重要なのが「一貫して高いROAをあげ続けているのかどうか」ということ。例えば景気が良いときにだけ高いROAをあげたからといって、良い企業であるとは言えない。そこで、そのような企業と優良企業とを見分けるために、最低でも7年、できれば10年分のROAを用意し、平均値が高い企業（最低でも8%以上）を探す必要がある。

その他にもROEや売上高利益率といった利益率を示すものがあるが、最も重要視すべきものはROAである（詳しくは上級編で述べる）。ROAだけでも凡庸な企業をはじき出すことができる。

#### ④負債は少ないか（負債が当期純利益の8年分以内か）

利益率の低い、凡庸な企業がROEを高める方法が一つだけある。それは「多大な借金をし、そのお金を使って利益を増やす」という方法である。このような企業は確かにROEは高いのだが、キャッシュを稼ぐ力が弱いために借金をせざるを得ない企業なのであり、優良企業と言えるはずもない。ROEは投資基準に組み入れないとしても、大きな負債は常にリスクを抱えることになる。

そこで企業の負債額をチェックする必要が出てくる。その年の負債額を当期純利益で割り、その数が8以内であれば大丈夫である（もちろん少なければ少ないほど良い）。これで借金に頼らずとも高い利益を稼ぐ企業を探し出せたことになる。

#### ⑤EPSは順調に増加しているか

次にチェックする項目はEPSが順調に増加しているかどうかである。たびたび赤字や大幅減益になっている企業はなにか経営上の問題を抱えていると考えてよいだろう。そのような企業に投資してはならない。

逆に景気後退期に増益、または小幅な減益で済んでいる企業は優良企業である確率が高い。過去10年分の業績、特に景気後退期の業績をチェックし、そのような企業を探そう。

最近ではインターネットバブルが崩壊した後の2001年頃の業績と、世界的に経済危機が起こった後の2008年頃の業績をチェックするといいたいだろう。

#### ⑥売上と利益は増加しているか

①～③の項目をクリアした企業はもはや優良企業と言ってよいのだが、投資するにあたり、念のためにこの項目もチェックする必要がある。なぜかという、利益は増えているのだが売上が減少している場合や、EPSは増加しているのだが利益は減っている場合も稀にあるからである。

まずは利益は増えているのだが売上が減少している場合から考えてみよう。これは需要の減少、またはシェアの喪失によって売上が減っているが、経費削減や一時的利益の計上（株式や不動産の売却益など）によって利益を確保している場合が考えられる。

もう一つのEPSは増加しているのだが利益は減っている場合だが、これは自社株買いによって起こりうる。自社株買いをするとEPSが増加するため、経営状態が思わしくなく、利益が減少していてもEPSを増加させることができるのである。

# 第6章 買い場

確実に成長する企業を見つけ出せたら、あとは適切な株価（企業価値以下の価格）で購入するだけである。しかし、確実に成長する優良企業は株価が高値で推移していることも多く、すぐに購入するというわけにはいかない。適切な株価になるまで待つことも必要である。

### ●時間は個人投資家の味方

個人投資家にはこの上ない強力な味方がいる。それは、「時間」という味方である。ファンドの運営者などのプロとは違い、個人投資家は確実に儲けられる株価になるまで待つ事ができる。

もし、そのような株価にならないならば、投資を行わなければいいだけである。いかに優良企業ともいえども、高値で購入すれば株価が下落する危険性もあり、そのような時にわざわざ危険を冒して投資をする必要はないのだ。プロとは違い、常に売買を行う必要はない。投資を行わなければ損をすることもないのである。個人投資家はどれだけ時間をかけてチャンスを待ってもよいのであり、不確かな状況、つまり株価が高値の状態では手をだす必要性はない。

そして優良企業の株価が下落して買うチャンスが訪れたならば、そこで買えばよい。確実に成長をする優良企業を適切な株価で買う事ができれば、損をすることなどありえない。待っているのは大きなりターンだけである。このように個人投資家はチャンスが来るまでいつまでも待つてよいのであり、損をすることのない確実な状況でのみ投資を行えばよいのである。

### ●買い場のチャンスが訪れる2つのケース

それではどのような場合に優良企業の株価が下がり、買い場が訪れるのだろうか。それは、

#### ・景気後退期

#### ・悪いニュースがあった時

である。景気後退期にはほとんどの企業の業績が悪化し、株価も下げるが、たとえ景気後退期に業績が悪化しない企業であっても株価は下落する場合が多い。

コカ・コーラは業績が安定している代表格であり、2008年から2009年にかけての景気後退期においても業績が悪化する事はなかった。2006年に2.16であったEPSは2007年には2.57、2008年には2.49となったが、2009年には2.93にまでなっている。2008年には前年割れをしているが、企業の業績というものは毎年特別な利益や損失というものがあり、多少上下するもので、特に2008年に業績が悪化したわけではない。しかし、株価

の推移を見てみると、2007年に約62ドルの高値を付けた後、2009年前半には約41ドルにまで下落している。コカ・コーラは景気後退下において順調に業績を伸ばしていたにも関わらず、約62ドルから30%以上も株価が下落したのである。コカ・コーラが最安値を記録したのはダウ平均や日経平均が最安値を記録した時期であり、他の株価が下落したことによってコカ・コーラの株価もつられて下落したことは明白である。景気後退期に業績を伸ばしている他の企業であっても、ほぼ全ての企業で株価は下落、それも大幅に下落した。このように、景気後退下においてはいかに優良企業といえども株価は下落する。そして、優良企業に投資をするチャンスとなるのである。

また、悪いニュースがあった時なども株価が下落するので投資のチャンスとなりえる。いかに優良企業ともいえども時には悪いニュースが流れれば、投資家はそれを懸念して株価は下落するのだ。この時は投資のチャンスであるが、企業がその要因から立ち直ることができることが条件である。ブランド力など、その企業の営業上の強みが損なわれていなければ、たとえ大きな損害であってもそれは一時的なものであり、長期的に見ればその企業は立ち直る事ができるだろう。特に優良企業においてはそう簡単に強みがなくなるものではなく、1、2年もすれば何事もなかったかのように業績は回復することが多い。

クレジットカード事業などを行うアメリカン・エクスプレスは1963年に子会社が詐欺に遭い、15億ドルの損失を被った。その後は当然のことながら株価は暴落するが、本業のクレジットカード事業は詐欺事件の後も順調であった。アメリカン・エクスプレスのクレジットカードを所有する事は一種のステータスであり、非常にブランド力もある。詐欺に遭ったからといっても本業のクレジットカード事業とは関係は薄く、人々は変わりなくアメリカン・エクスプレスのクレジットカードを使用していたのである。翌年からは業績は回復し、それにもなって株価も当然ながら上昇した。

一時的な要因による悪いニュースの場合、その要因が無くなれば業績は回復し、株価も上昇する。ここで重要なのは、その企業がその要因から立ち直る事ができるかどうかである。営業上は問題ないならば、絶好の投資機会となるだろう。だが、もし判断がつかない場合は投資を見送ればよい。

買値は**PER** 15倍以下

それでは実際にどのくらいの買値ならばよいのだろうか。勿論株価が安ければ安いほどよいのだが、これらの銘柄を買ってもよいのは**PER**で15倍以下の時である。全企業の平均**PER**は15倍程度と言われているので、先の企業選別基準によって厳選された優良企業は**PER**が15倍でも十分適切な株価（企業価値以下の株価）であると考えられるからだ。この基準をクリアー出来る企業は世界中で10～20社程度しかないはずであり、**EPS**は10年で3倍程度になる企業も多い。もちろんそれ以上**EPS**が伸びる企業もあるが、10年で**EPS**が3倍になるならば、**PER**が15倍で購入しても10年後に損失をだしている事は考えにくい。

※しかしこのPER 15倍以下というのは簡易的な基準であるということは覚えておいてほしい。厳選された優良企業といっても一社一社企業価値は違うものであるし、論理的に算出したものではないからだ。企業価値の計算方法は複雑であるので、ここでは基礎編ということで誰でも簡単に投資できるようにとあえて省いた次第である。企業価値の算出方法は、後に執筆予定の上級編に掲載する予定である。

## 付録

付録として実際のデータを使って企業分析をしていこう。売上や利益の推移を見渡すためにも、以下の表のようにデータをまとめるとよい。経済の習熟度においてキャッシュフローや投下資本利益率、売上高利益率などの数字もチェックしていくとよいのだが、この表における項目が最も重要であり、これだけでも投資の判断はできるだろう。

## コカ・コーラカンパニー

	売上	利益	EPS	負債	ROE	ROA
2011	465	85.7	3.69	483	27.1	10.7
2010	351	118.1	5.06	419	38.1	16.2
2009	310	68.2	2.93	239	27.5	14
2008	319	58.1	2.49	201	28.4	14.3
2007	289	59.8	2.57	215	27.5	13.8
2006	241	50.8	2.16	130	30	17
2005	231	48.7	2.04	130	29.8	16.6
2004	217	48.5	2	155	30.4	15.4
2003	209	43.5	1.77	133	30.9	15.9
2002	196	39.8	1.6	126	33.7	16.3

※売上、利益、負債は億ドル  
ROE、ROAは%

①市場を独占していると思

われるか ——クリア

言うまでもなく【強いブランド力による独占型】であり、そのブランド価値は6兆円とも言われ、企業のブランド価値ランキングではほぼ毎年1位を記録している。コーラ市場におけるライバルはペプシコ社だけであり、その市場占有率は高い。

②独占状態は将来に渡って持続するか ——クリア

飲料という消費財である上、非常に高いブランド力によって消費者は繰り返し消費をする。現在まで数十年に渡ってトップブランドを維持してきた事が示すように、食品・飲料のブランドに関しては嗜好による常習性が高い。これからの将来に渡ってブランド力による市場独占は続くと思われる。

③安定して高いROA（平均で8%以上）をあげているか ——クリア

2011年は傘下のボトラー会社を買収したために（ボトラー会社立て直しのため）ROAが低くなっているが、それ以前は15%前後と非常に高い利益率となっている。

④負債は少ないか（負債が当期純利益の8年分以内か） ———クリア

ボトラー会社の買収によって負債は大きく増えたが、それでも負債は当期純利益に比べて6倍以内である。

⑤EPSは順調に増加しているか ———クリア

非常に安定して増加している。特筆すべきは2008年から2009年にかけての金融危機時においても安定してEPSが伸びていることだ。景気が悪化してもコカ・コーラ社は経営が悪化しないのである。2010年はボトラー買収に関しての特別益が含まれるので無視して良い。

⑥売上と利益は増加しているか ———クリア

売上、利益ともに非常に安定して増加している。先進国においての市場はある程度飽和していて売上の伸びは鈍化しているので、コカ・コーラ社にとっても新興国で売上を伸ばせているかどうか重要になってくるが、新興国においてもトップブランドであり、順調に売上は伸びている。

。

地域	2008	2009	2010	2011	2007~2011
北アメリカ	5.7%	-0.1%	※35.5%	※83.6%	162.5%
ユーラシア・アフリカ	10.3%	-0.6%	16.3%	11.2%	34.7%
ヨーロッパ	9.6%	-10.3%	0.9%	4.3%	3.4%
ラテンアメリカ	17.9%	1.5%	6.2%	13.8%	44.5%
太平洋	6.6%	3.8%	8.1%	10.8%	32.5%

上記の表はコカ・コーラ社の地域別売上の

増減（前年比、一番右の列は2011年における2007年比）であり、ユーラシア・アフリカ・ラテンアメリカ・太平洋の各地域は大幅に、かつ安定して増加している。これからも新興国の経済成長とともに売上は安定して増加し続ける見込みであり、先進国で売上が鈍化したとしてもコカ・コーラ社の成長性は決して低いとは言えないだろう。（※ここでもまたボトラー会社買収の影響によって北アメリカの売上が2010年、2011年と大幅に増加している）

●総論

売上、利益、その他の経済指標においても特に安定性においては他のどのような企業と比較しても群を抜いている。経営の安定性という意味では全世界の企業の中でおそらく一番である。

### おわりに

いかがだったでしょうか。ここでは基礎編ということで「誰にでも簡単に投資を行える」ように書いてきましたが、投資の本質はまだこんなものではありません。

例えば、現在我々が目にしている企業の利益「どこどこの企業が100億円の利益を稼いだ」などということは、現在の会計基準での一種の目安でしかないのです。会計基準が変われば利益などいくらでも変動しますし、企業の持っている商品の在庫の数をいじるだけでも利益は変動します。そこで投資に精通している人はキャッシュフロー、つまり現金の流れに注目し、会計基準がどうであれ、企業のありのままを示しているキャッシュフローもあわせて分析します。

このように投資はまだ奥深いものであり、皆さんに知っていただきたいこともまだまだあります。そこで、今回基礎編には収録しなかった上級者向けの内容を上級編として執筆をする予定です。特に企業価値の計算方法については投資の核をなすものであり、ぜひ上級編で学んでいただきたい内容です。

執筆の予定のあるものとしましては、

- 企業統治、コーポレートガバナンス
- 会計上の利益と実際の利益
- 各経営指標を使いこなす（ROE、ROA、売上高利益率など）
- キャッシュフローの重要性
- 企業価値計算方法
- 期待値、確率を使って、「損をしない」ポートフォリオを作成する

になります。それではまた上級編でお会いしましょう。

合同会社アクロス  
代表社員社長 渡辺徹平