



2026年3月12日 森本紀行はこう見る

株式は投資の手段ではあっても対象ではないのだから

投資対象は現金を創造する仕組みであって、その仕組みを適切に分割し、効率的に統合し、投資家の選好に応じて、最適な投資手段を設計するところに、金融の高度な技法があるのです。

投資対象になり得るものは、現金を創造する仕組みであって、その代表例が事業活動です。事業活動に投資するためには、事業主体に投資することになり、それが企業の形態をとっているのならば、企業の発行する株式への投資になるわけです。賃貸に供されている不動産も、賃料という現金を創造する仕組みとして、代表的な投資対象であって、不動産を直接に所有するのが普通の投資方法です。

投資対象と投資手段とは異なるわけですか。

株式投資は、形式上の事実としては、株式という有価証券を取得することですから、発行体である企業の事業活動は、有価証券の属性であるかのように錯覚されがちです。しかし、これは思考の倒錯で、株式投資においては、投資対象は発行体企業の事業活動なのであって、株式の取得は投資手段にすぎません。

故に、株式投資の要諦は、投資対象である事業活動の実態を注視して、投資手段にすぎない株式の価格変動に惑わされないことになるのです。よく株式の長期投資の重要性がいわれませんが、その真の意味は、株価が大きく変動したとしても、その背後に事業活動の大きな変化があることは稀ですから、事業活動の長期趨勢的な変化だけに注意を払い、短期的な株価変動を無視すべきだということです。

不動産の所有においては、投資対象と投資手段は一致していませんか。

不動産の所有目的が投資なのならば、投資対象は賃料を創造する賃貸契約なのであって、所有は投資手段にすぎません。逆にいえば、不動産を所有していても、それだけでは賃料は創造されないのので、投資になりません。投資対象は賃貸契約ですから、賃料の安定と最大化のためには、それなりの技術を駆使して工夫することが必要なものであって、故に、それを専門家に一任する不動産投資法人への投資という選択肢があるわけです。

投資対象が同じでも、投資手段は異なり得るわけですか。

ある企業の事業活動に投資するには、複数の異なる手段があります。代表的なのは、その企業の発行する株式に投資することですが、社債も発行されているのであれば、社債に投資することもできます。ここで重要なのは、企業が創造した現金は、優先的に社債に配分され、株式に配分される現金は、法人税控除後の最終的な残余だけだという点です。

残余とはいっても、企業の創造する現金が増加するとき、社債へ配分される現金は変動しませんが、残余は増大します。逆に、企業の創造する現金が縮小するとき、残余は減少するどころか、負の値にもなり得ますが、社債へ配分される現金は変動しません。つまり、投資対象としての企業の現金創造は同じでも、そこに投資する手段の選択によって、投資から得られる現金の不確実性と期待値を変え得るのです。逆にいえば、投資家の選好に応じて、事業活動が創造する現金の配分方法を適切に設計するところに、金融の技法があるわけです。

ほかにも企業の事業活動に投資する手段がありますか。

ホテル事業に投資するには、ホテル事業を行う企業の株式や社債に投資する方法のほかに、ホテルの建物を賃貸することができます。この場合、極めて重要なことは、ホテル事業が創造した現金は、社債よりも更に優先して、ホテルの建物に賃料として配分されることです。しかも、ホテル事業者が破綻したとき、投資手段としての株式や社債の価値は大きく毀損しても、別の企業が事業を承継するのであれば、投資対象としてのホテル事業は存続して、投資手段としてのホテルの建物の価値は変化しないのです。

かくいえば、当然に、ホテルの建物を所有することは、ホテル事業への投資ではなくて、不動産への投資ではないのかという疑問が生じます。しかし、ホテルの建物は、ホテルを運営する事業者がいなければ、現金を創造しないので、不動産ではあっても、投資対象にはなり得ません。つまり、投資対象はホテル事業なのであって、ホテルの建物は、事業者と一体となり、事業者の使用する設備になることで、投資手段になるわけです。

では、空運事業に投資するときは、航空機が最適な投資手段になるわけですか。

空運事業における航空機は、ホテル事業におけるホテルの建物と同様の位置にありま

す。しかし、ホテルの建物は動かない不動産ですが、航空機は動く動産だという点に非常に重要な差異があります。この差異は、事業者が破綻したときに意味をもつのであって、ホテルの建物の場合は、新たな事業者の発見が困難であり得るのに対して、航空機の場合は、世界に数多ある空運業者に容易に貸し直すことができるわけです。

つまり、航空機という投資手段については、背後の投資対象は、特定の空運業者の事業活動というよりも、世界の空運業全体だといえるのです。普通の投資においては、例えば、株式という投資手段が先にあって、投資対象として、特定の銘柄、即ち、特定の企業の事業活動が選択されるのですが、航空機の事例では、投資対象、即ち、特定の企業の事業活動が先にあって、最適な投資手段を検討することで、世界の空運業全体という投資対象に到達しているのです。

投資対象としての空運事業から、別の投資対象としての航空機リース事業が分離したということでしょうか。

かつての空運事業では、事業者が航空機を所有していましたが、産業構造改革によって、航空機を借りて運航することが一般化し、新たな投資対象としての航空機リース事業が発展して、そこへの投資手段の一つとして、航空機が位置付けられるようになったのです。

同様に、かつてのホテル事業では、事業者がホテルの建物を所有していましたが、現在では、建物を賃借することが珍しくなくなって、ホテルの建物を保有して賃貸する不動産事業という新たな投資対象が生まれたのです。その代表的な事業者がホテルに特化した不動産投資法人なのであって、広く一般の投資家に、投資口という便利な投資手段を提供しているのです。

現金創造の仕組みは、任意に分割され得るのでしょうか。

現金創造の仕組みは、分割されることに合理性があれば、分割されるべきです。空運事業の場合は、世界的な規制緩和によって、参入障壁が著しく低くなり、大量の新規参入が促された結果、競争によって産業全体の成長がもたらされたものの、個々の事業者の破綻確率は大幅に上昇しました。そこで、事業者による航空機購入のための資金調達に困難となって、航空機リース事業が一気に成長したのです。

ホテル事業の場合は、建物の所有に資本を投じて固定化させるよりも、賃借することで

資本の運転効率を高めようとする事業者の経営判断のもとで、ホテルの建物の保有が分離されてきたのです。こうした資本効率を高めようとする経営戦略は、ホテル事業に限らず、どの事業でも普及してきているので、今後、様々な領域で、不動産等を保有して賃貸する新たな事業が生まれて、投資対象が拡大していくのです。

では、逆に、合理的な理由があれば、現金創造の仕組みの統合もあり得るのでしょうか。

かつての電気事業は、発電し、送電し、顧客に電気をとどけることまで、三段階を一貫した一つの現金創造の仕組みでしたが、現在では、電気事業改革の結果として、この三つは独立した現金創造の仕組みになっています。一つだったものを三つに分割できたのなら、逆転して、三つを一つに統合することも、技術的には容易にできるわけです。

論点は統合することの合理性だけですが、多くの場合、分離が効率化をもたらすのならば、統合は非効率化の原因になりやすいわけです。そこで、例えば、観念的にいえば、データセンター事業において、電気の発電と消費を統合して、消費電力を自家発電で賄う巨大な設備を作るとして、その設備を保有する事業と、その運用を行う事業とを分離するというような方向になるのでしょうか。