

第 13 回 日本橋ファイナンス・フォーラム

「投資活動の必要十分条件」

～投資をする時のものの考え方やフィロソフィー～

報告者：能見 公一氏（一橋大学大学院国際企業戦略研究科 教授）

日 時：2008 年 9 月 16 日（火）16:00～17:30

場 所：早稲田大学日本橋キャンパス ホール

【報告】

リーマン・ブラザーズが経営破綻し、金融不安が高まっているなかで、投資活動の必要十分条件について、これまでの経験を踏まえて、話をしてみたい。経済学や金融工学といった学問が、100 年に 1 度起こるかどうかわからない不確実性に対応できるとは限らない。学問は参考になるが、限界も意識すべきだ。投資活動について、若い人たちはテクニカルな方法や最先端のものをキャッチアップしたがる。しかし、本当に大切なのは、投資に対する哲学、人間に対する理解力である。

1. 現在をしっかりと見よう！

2005 年 12 月にニューヨークに行った時、投資に一家言をもつユダヤ人から教わった格言が「賢い人は将来を予言する。もっと賢い人は現在をしっかりと見据える」だった。たとえば、将来の金利は変化するとはしか言えない。予測できない将来を、予測してみても成功しないと、ユダヤ人は言いたかったようだ。

有名な投資家のウォーレン・バフェットも「安く売って高く売るのが投資であるが、不規則に変動する市場で成功することは極めて困難である。結局は真の価値より相当割安になっている銘柄を買うことである」というベンジャミン・グレアムの法則を守って、投資している。

今、あるがままの姿をしっかりと見つめて、投資するということだ。何を持っているのか、何を与えられるのか、何を捨てられるのか。自分のリスク許容度は？ といった自己ポジションの確認は言うまでもない。

2. 情報・知識・常識の怪しさ、危うさ

投機家ともいわれるジョージ・ソロスは「金融市場を理解するポイントは、人々の将来予測が偏見に満ちているということを理解することだ。偏見に満ちた認識は真実をも変えてしまう。客観性などというものは、砂上の楼閣にすぎない」と言っている。

ホリエモン（堀江貴文）のライブドア株をあの時、買った人と買わない人の違いは何か。フィデリティ投信や野村アセットマネジメントなど、大手の投信会社も買っていた。でも、

ビジネスのキャッシュフローをよく見てみると、株価が高すぎる。

当時、私はアセットマネジメント会社の社長をしていたが、投資先としては疑問視していた。知り合いのファンドマネージャーに電話してみると、「長続きしない」と言い切る。ライブドアの時価総額は東証マザーズ市場の10%を占めていた。しかし、可能な限りはずすように指示した。いま考えると、砂上の楼閣だったのだろう。

元通産官僚の村上世彰が率いた村上ファンドも、最初は道に落ちている財布を拾い集め、お礼をもらうようなせこい会社（地味な会社）だった。それが阪神電気鉄道の株を買い占めるようになってから、変節した。お金儲けはこっそりやるもので、「お金儲けは悪いものですか？」と居直って、説教するようになったら、人々の嫉妬を誘う。

3．ストーリーを描こう！

巷に広がる情報を、投資活動にどう使うのか。情報を得ただけでは、実行できない。投資の判断や行動の基準を持つためには、自分でストーリーを描く必要がある。アナリストや投資コンサルタントの予測的中率が50%程度に過ぎない。参考にしてもいいが、全面的に頼ってはいけない。

情報を分析し、理解する「目線」が大切である。私は絵を見るのが好きだから、セザンヌの絵に透視力を学んだ。彼は本質をキャンパスに描いた。ものごとは見る角度に違う。それらを再構築したのがセザンヌの絵だった。こうした手法はピカソに引き継がれていく。

ストーリーを描くのに重要になるのが、私が「カンセイの法則」と呼んでいるものだ。バブル崩壊後、10数年下降トレンドが続いたが、これは慣性の法則。落とし穴にはまるのが陥穽の法則で、それを防ぐのが感性の法則である。

農林中金の時代に危機管理のお手伝いをしていただいた警視庁の方が、迷宮入り事件を解決する人に共通するのは、小さい頃からの異常なぐらいの好奇心と話していた。感性は好奇心×経験年数×1/2という方程式で表されるだろう。

より良きストーリーを描くためには、ネットワークづくりを勧めたい。あおぞら銀行の会長をしていた時、ある行政の局長から聞いた規制強化の話が、たいへんに参考になった記憶がある。読書や新聞の切り抜き、情報発信などもお勧めだ。

4．果断に行動しよう！

米国大手保険会社の会長が2005年に日本株式市場についてのヒヤリングにやってきた。「日本株についてみんなが強気なのに日本勢は売り越している。」と言うので、「質問の仕方が悪いのでは」と言い返した。「それで、ポジションはいくら取っている」と聞くべきだった。情報はどこにでもあるが、いかに情報の実践が大切か、その時しみじみと気づいた。

サラリーマンはミスをしないことが大事で、最初の一步を踏み出さない。勇気をもって、果断に行動しよう。北方謙三の『水滸伝』はビジネスの参考になる。「立ち止まらずに考える。闘いながら考える。それで見えてくるものがある。立ち止まっていれば、いまと同じ

ものしか見えん。そういうものだぞ」という言葉があった。

5 . Give and Take

「安全・有利」の神話がある。30年以上という長期的な視点に立てば、別の話になるが、数年という短期間では、安全かつ効率的な商品は存在しない。国の債券なら安全だろうと考えていたら、アルゼンチン債のデフォルト（債務不履行）のような事件が起こった。唯一な例外的な存在が、かつての郵貯の定額貯金だ。

銀行が推奨する大人気商品は、銀行が儲かる商品だ。特約付き外貨預金は、為替のエクステンジで儲けている。最低保障型変額年金保険は、保険料を預ける人が支払う仕組み。毎月分配型投資信託は複利効果がなく、税金を取られ、円高になると、元本を損なう恐れがある。3つとも必ずしも良い投資商品とはいえない。

投資活動では、時間価値を意識しよう。3カ月は売買のタイミングを計る時、1年は決算、1年半は多くのエコノミストの時間軸、3年は長期投資の入り口になる。

小倉千加子の『結婚の条件』という本が面白い。男性は女性の美貌、女性は男性のキャリア（一流企業）が条件になるが、結局、結婚とは男女の資源の交換といえる。美貌は劣化するので、男性は短期投資。キャリアが生む富は定年まで続くので、女性は長期投資と考えることもできる。

6 . 投資活動の必要十分条件

投資理論や金融工学、市場情報、市場分析、トレーディングスキル、リスク管理、システム、事務管理、コンプライアンスといった「サイエンス」の上に、投資哲学、ガバナンス、意思決定プロセス、組織・人材、リーダーシップといった「アート」を積み上げると、一定の面積ができる。

しかし、それでも投資活動の必要十分条件にならない。過去のことをどんなに調べても、計り知れないことが起こる。だから、一定の面積の上に運が舞い降りてこない、うまく行かない。人間は、神様が住みやすいところをつくるだけだ。

うまく行っても、たまたまかもしれない。人智を超えるものの存在を意識しておいた方がいい。「サイエンス」や「アート」を積み上げ、「運」を呼び込み、「運」を用いて成功を願う。これが「運用」である。

Q&A セッション

Q . 現在のような不透明で将来予測がつきにくい時代を、どう見据えていけばいいのか。

A . 100年に1度のことが起きたとしても、大きな流れに巻き込まれて、一緒になぎ倒されないようにしたい。リーマン・ブラザーズの経営破綻が凶と出るのか吉と出るのか、まだわからない。何もかも悪いわけではないので、よく見て、流れを見極める必要がある。

Q . 平時でなく、今回のような戦時の判断で大事なことは何か。

A . 最大なものは、決断力の速さだ。何か行動を起こす時は、瞬間で、シナリオは1つしかない。判断が間違った時は、撤退も辞さない。戦時では、リーダーシップも大事になる。

Q . 投資のプロの育成には、幅広い経験を積ませた方がいいのか、それとも感性を磨かせた方がいいのか。

A . 投資の習熟度を上げるためには、長くやらせるのが大事。若いうちに幅広い経験を積ませるのもいい。私は青森で水産担当をしていた時、朝5時頃から八戸の港に入った経験がある。そこでは、板切れでサバの大きさを大中小に分けて、それぞれのアセットクラス毎に値決めがなされていた。つまり、日本の債券市場以上に効率的な市場が形成されていたことになる。好奇心が強ければ、金融工学の最先端の知識をどこにでも学べるような気がする。

(以上)