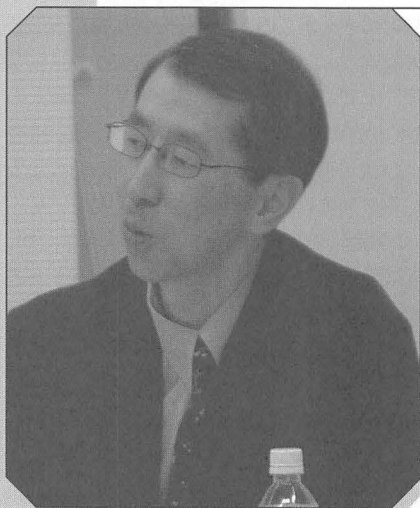


私が見た、聞いた、感動した

尊敬する投資家たち

海外の著名な投資家に触れる、という機会はそれほど多くありません。Web上や新聞などで見かけたことはあっても、その人物像というものはなかなか見えてこないのではないのでしょうか。そこで本誌編集委員が“師”と仰ぐ投資家を、編集委員自らが実際に肌で感じた経験をもとに、その伝説像を語ります。



村山甲三郎編集委員

part1 壮大な長期投資で成功し、短期取引で失敗した ディック・ストロング

(ストロングキャピタルマネジメント社創設者／アメリカ)

「投資」とは何だろう!?

「投資」という概念は意外と幅広いものです。「自分の資金を株式市場に投じて、株の値上がりによってリターンを得る」のが、最も一般的な「投資」のイメージでしょうが、例えば「学校に通って高度な知識を得る」のも「時間と資金とエネルギーを投入して、結果としてより良いものを手に入れる」という意味では「投資」のひとつです。

すべての人にとって「時間」は平等です。自分の「時間」をどのように「投資」するのか? というのも私たちすべてにとっての大きな課題だと思います。「時間」はすべての人に平等に与えられているので、私たちはその「当たり

前」の時間という資源をどのようにに何に投下すべきか? という問いかけを、はっきり意識して「投資」する人と、あいまいなまに時間を流してしまう人との違いが出てきてしまいます。

こんなことをくみだしく書いたのも、「尊敬する投資家」という範疇から少しはみ出した人物のことをご紹介しようと思っているからです。彼の名前は、リチャード・ストロング。私が以前勤務していた資産運用会社の創始者であり、会長だった人物です。「リチャード」という名前は、普段呼びかける時には「ディック」となります。

彼は、会社の従業員が彼に話しかける時に必ず「ディック」と呼ぶように言っていました。「ミスター・ストロング」と呼ばれるのを嫌

リチャード・ストロング
(=ディック・ストロング)

1940年、米国ノースダコタ州ワーブタウンに生まれる
ポールドウィンワラス大学卒、ウイソコンシン大学経営学修士
1974年、ストロングキャピタルマネジメント社創立
2004年、同社会長職を辞任。約85%所有していた同社株をウェルズファーゴ銀行に売却

っていたのです。それは「会社はひとつのファミリーで、従業員は皆家族である」という彼の考え方からでした。

ディック・ストロングの投資哲学

1974年に「ディック・ストロング」はストロングキャピタルマネジメント社を設立しました。

いわゆる投資顧問業ですが、これといって顧客がいるわけではありません。すり減ったタイヤの中古車に乗って、自分の「投資哲学」を話すために潜在的な顧客を訪問することを繰り返し始めました。すなわち、ディック・ストロングにとって、投資は彼の業務であると同時に、彼自身の時間も人生もその仕事に「投資」することになったのです。

投資顧問業を開始する環境として、もしそのころの時代を評価するコンサルタントがいたとしたら、開業を勧める理由を探すのに苦労したことでしょう。そのころの時代背景といえば、ニクソン大統領の「ウォーターゲート」スキャンダルであり、ベトナム戦争で揺れる不安の時代でした。オイルショックによる二桁インフレで経済環境は極めて厳しく、投資顧問業者に対する米政府の規制はがんにがらめ、新規参入には極めて冷たいものでした。

あえて表現すれば、当時の「投資顧問業」は、株式用語でいう「売り」であり、悲観的な材料ばかり集まっていたといえるでしょう。

しかし、ディック・ストロング

の投資顧問業は逆境にもかかわらず、(あるいは「逆境のおかげで」と言うべきか) ゼロからスタートして順調に伸びたのです。1980年には、事業会社から数億円単位の契約をもらうようになり、契約資産は4千万ドルを超えていきました。

「双子の赤字」時代背景のなか、投資信託業に進出

1981年に、ディック・ストロングは投資信託業に進出。ここでも投信ビジネスを取り巻く環境は決して「追い風が吹いている」とは言えませんでした。1980年代といえば、アメリカは財政と経常収支の「双子の赤字」と高いインフレに悩んでいました。しかしディック・ストロングを動かして、彼の時間とエネルギーを「投資」に投資させていたのは、「このビジネスは儲かりそうだ」という見通しではありませんでした。いや、正確に言えばこのビジネスで大いに利益を上げたいという希望はあったでしょうが、はっきりと説明がつくような成功への道筋は描けておらず、むしろ彼の頭にあったのは「夢」だったのかもしれませんが。

「投資信託」によって個人の小口資金の運用を行い、それを通じて広く多くの人々が自分たちの老後資金や子どもの教育資金を築き上げる……。ディック・ストロングは若くして両親を亡くし、親戚に育てられました。「お金」がないことによる苦労は、人一倍してきたのです。多くの人の資産作りを援助するためには「投資信託」がどうしても必要で、自分はそのビ

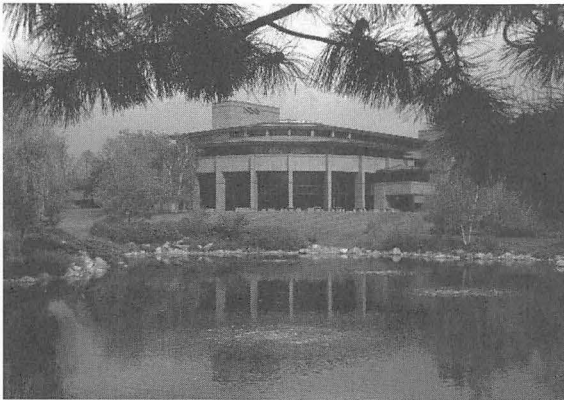
ジネスを育てるのだ、という強い意志が、彼に己のすべてを「投資」に投資させることになったのです。

ディック・ストロングの人生最大の投資

1987年には、ディック・ストロングは彼の生涯で最大の「投資」を行いました。ウィスコンシン州ミルウォーキーの郊外に300エーカー(36万坪)の土地を購入して、ストロングキャピタルマネジメントの本社を建てたのです。当時の従業員は約120名。それに対して1200名の人が働けるスペースを用意しました。ディックが目指したのは「200年間使える建物」。ところが、この年はウォール街で「ブラックマンデー」と呼ばれる株式市場の大暴落が起こった年です。10月19日のニューヨークダウ平均は、一日で508ドル下落、率にして約20%の暴落。今のダウ平均が1万ドルだったら、一日で2千ドルの下げですから、そのインパクトの大きさは想像がつくと思います。

ミルウォーキーは、人口60万位の「田舎の都会」のような街ですが、早速「ディック・ストロングは大馬鹿だ」とか「気が違っている」とかの批判が噴出しました。株式市場が暴落して証券会社が大量の人員整理をしている時に、こんな大規模な投資をするなんて、と思われたのです。

しかし、その後の展開は「ディック・ストロングの夢とビジョン」が正しかったことを市場が証明してくれました。当時2千ドル台だっ



美しいロケーションにあるストロングキャピタル社

たダウ平均がその後大きく上昇したように、ストロングキャピタルのビジネスも毎年二桁成長を続けて、顧客口座数は百万を超え、純資産も4兆円を大きく超えるようになったのです。

ストロングキャピタルが設立されて24年目の1998年に、私は初めてその本社を訪ねました。まさに「キャンパス」と呼ぶのにふさわしい、森と大きな池の側に佇む3階建ての明るいビルは、周囲の緑に溶け込み、働く場所としてはすばらしい環境でした。そのなかで働いている従業員は約1000名。早くもスペースが足りなくなって、広大な敷地の中に別の建物を建てていました。

それはまさに「ディック・ストロングの長期投資物語の大きな果実」を象徴するような景色でした。

「短期取引」によるまさかの失墜！

2003年の9月、ヘッジファンドとの違法取引の疑いが数社の投信会社で見つかりました。本来、長期投資のために短期売買を抑制す

るように投資家に呼びかけているにもかかわらず、その投信会社自身が、ヘッジファンドの「短期取引」を許していた、と非難されたのです。ストロングキャピタルもそのなかに含まれていました。さらに次々と疑惑をかけられた会社が現れ、業界全体

の問題へと発展しました。

そのなかで、特にストロングキャピタルとディック・ストロングが注目を浴びることになったのは、会長のディックが行っていた、自社のファンドの取引でした。「自分の会社のファンドを売り買いついて60万ドルの利益を得た」という記事が新聞に報道され、クローズアップされた「ディック」の写真が一面に大きく掲載され、彼の評価は一気に下落しました。

ディック・ストロングは「自分は違法行為は行っていない」と激しく反論し、数ヶ月の間司法当局と議論した後、結局ストロングキャピタル社の会長を辞任しました。彼が、おそらく自分の分身と思い定めていた会社も、会社売却に追い込まれました。ほんの数回自社のファンドを売買して、60万ドルというディック・ストロングにしてみれば「些細なお金」を稼いだことが命取りになったのです。ディックは「自分の時間を無駄にすることのできない」性格でした。

投資信託業をゼロから立ち上げて、多くの個人投資家のためにサ

ービスをするという「壮大な長期投資」を行いながら、「市場の動き」を追いかける、「トレーダーとしての獵犬のような本能」を抑えがたかったのでしょうか。自分の時間をいかに「投資するか」ということを、常に意識する人間だったディックが陥った、ある意味での陥穽が、この「短期取引」だったのかもしれない。

ストロングキャピタル社の会長を辞任した後のディック・ストロングは、聞くところによると、再び自分で運用するファンドを立ち上げたようです。65歳にはとても見えないエネルギーを持ち、常に夢を見る「長期投資家」気質の彼のことだから、ひょっとしたらまた「新しい夢」を見ているかもしれません。

ディック・ストロングの投信業にかけた「長期投資物語」を見てきた私にとっては、彼の最後の「蹟き」がとても残念でなりません。

長期投資を行っている人たちも、時には短期的なトレードがとても魅力的に見える時があるでしょう。法律や倫理に悖ることがなければ、短期トレードを行うことには、なんら問題はないのですが。

ただ、ディック・ストロングの生涯で、おそらく最大の失敗である「短期取引」のことを思うと、「人間の生き方には言葉にはできない難しいところがある」と思うと同時に、「投資」や「お金」にかかわることの「怖さ」を心に刻まなければならないと思っています。

(むらやま こうざぶろう／
ファンドマネジャー)



速水禎編集委員

part2 「投資」は自分自身の生き方を反映する ジェリー・ダッドソン

(パナサス・インベストメント社社長/アメリカ)

ウォーレン・バフェットやピーター・リンチなど、これまでに目覚ましい運用成績を上げてきたという点で尊敬すべき投資家は数多く存在しますが、投資家としての「生き方」の面で、私に大きな影響を与えたひとりの人物として、皆さんにジェリー・ダッドソン氏(以下、ジェリー氏)をご紹介しますと思います。

ジェリー氏は、米国サンフランシスコ市内にある投信運用会社パナサス・インベストメント社の社長であり、また同社のファンドマネージャーでもあります。実は、今までジェリー氏とお会いしたのはたった2回だけなのですが、彼の投資、そして人生に対する姿勢は、今の私の指針ともいえるものになっています。

「社会的責任投資(SRI)」 の草分け

「社会的責任投資」という言葉が、日本でも最近よく話題に上ることが多くなりました。これを英語で表すとSocially Responsible Investment (略してSRI) となりますが、一般的には、投資の際に社会や環境の側面も考慮する投資手法といわれています。ジェリー氏は、そのSRI発祥の地ともいえる米国で、SRIの草分け的な存在のファンドマネージャーです。

ジェリー氏は、現在のパナサス社を1985年に設立し、同時に個人投資家向けの投資信託を設定して以来、20年にわたって同ファンドの運用を担当して、現在に至っています。

パナサス社を設立する経緯について、ジェリー氏は次のように話しています。

「1976～1982年にContinental Saving of America のCEOをしていたときに、ソーラー・システム(太陽発電装置)に融資する貯金商品を開発したところ、非常に大きな反響があり、世の中の人はいくんなにも環境問題に敏感だったのかと思い知らされた。私自身、個人的にもこのような考え方が自分の価値観に合っていた。つまり私は、最初はマネー・マーケット・ファンドのSRIマネージャーだった。その後、同じようにSRIの価値観をもって、より高いパフォーマンスが期待できる株式を対象にしたファンドを作ってみようと思った。つまりSRIの考え方と高パフォーマンスとを両立したファンドをやってみたくなった」

SRIと運用成績

私がジェリー氏と初めてお会いしたのは、2001年5月でした。サンフランシスコ市街のなかを斜めに突き抜けるマーケットストリー

ジェリー・ダッドソン

カリフォルニア大学バークレー校、ハーバード・ビジネススクール卒
1976～1982年、コンチネンタル・セービング・オブ・アメリカのCEO
1985年、パナサス・インベストメント社設立、現在も現役のファンドマネージャーとして活躍

●ジェリー氏のWebサイト

<http://www.parnassus.com/Dodson.html>

トという目抜き通りがありますが、その基点に位置する高層ビルの16階にオフィスを構えるジェリー氏を初めて訪問した時のことを、私は今でも鮮明に覚えています。

ジェリー氏は、その人柄を映し出したような温和で柔和な笑顔で、日本からの一人の訪問者を、自分の執務室に迎え入れてくれました。窓からは美しいサンフランシスコ湾とベイブリッジ、白いソファーセットに、壁には家族の写真が飾られていました。

当時、私のSRIへの関心は、その良好な運用実績にありました。SRIのなかに何か投資収益を上げる秘訣があるのではないかと思い、当時全米でトップクラスの運用成績を上げていたパナサス社に、その投資収益を上げる秘密を教えてもらおうと考えていました。

そんな私に対して、ジェリー氏はとても意外なことを話し始めました。

「自分は、SRIと運用成績は、まったく関係ないと思っている。環境や社会に対して責任ある行動をとる尊敬すべき会社も、利益が出せなければ株価が下がる。また、周りの社会のことを省みない自己中心的な企業でも、利益を出せば株価は上昇していくものだと考えている。

つまり、投資の際に環境や社会の側面を考慮する手法は、運用成績を向上させる要素にはなっていない。しかし、また同様に、ファンドの運用成績を低下させる要因にもなっていないと考えている」

この話を聞いた時の私は、正

直、とても混乱したことを覚えています。そして私は何度も確認するように、SRIについての考え方について議論をしました。

The way of my life

ジェリー氏も、企業が環境問題に取り組むことは、生産工程の改革によって品質を高め、経費を減らし、納期を短くすることができるので、コストが上昇するどころかむしろ、企業にとって多くの恩恵をもたらすと考えています。また、同じように社員を育て大事にする企業は、現場の士気も上がり、生産性を向上させる効果があると考えています。

しかし、そうした企業の株価パフォーマンスとなると、彼はファンドマネジャーとして、非常に冷静で厳しい見方に立ちます。

SRIの投資方法のなかに、運用成績を上げる秘訣があるに違いないと決めてかかっている私は、この最後の一点について、ジェリー氏と議論がなかなか噛み合うことができませんでした。そして、とうとう最後に、私は次のように質問をしました。

「SRIが運用成績を上げる理由にならないというのであれば、あなたはなぜSRIなどをやっているのですか。あなたにとってSRIとはいったい何なのですか」

少し苛立ち混じりの私を諭すように、ジェリー氏は静かに答えました。

「It's the way of my life.」

正直に申し上げると、私があのときのジェリー氏の答えが意味す

ることを、本当に理解できるようになったのは、それから3年も経ってからでした。

それは、SRIは投資する対象に制約をつけるものとはばかり考えていた私が、実は周りのことや、ときには自分自身にもとられることなく、自分の信条を振り所に、自らの意思によって自由に投資先を選びとることなのではないかと気づいたときでした。

「投資は自分自身の生き方」というジェリー氏は、あのとき私に向かって、とても大切なメッセージを送っていたのだと、ようやく気づくことができたときでした。

変わらないスタイル

2003年の10月に、米国カリフォルニア州とネバダ州の境にあるレイクタホの近くで行われたSRIの国際会議で、もう一度ジェリー氏とお会いすることがありました。笑顔も、話し方も、人柄も、そして「この仕事はじっくり取り組むことだよ。イージー・マネーやクイック・マネーを追いかけないよ」というアドバイスも、何も変わっていなかったことが印象に残っています。

自然環境や平和な社会、ファンドのお客様や会社の従業員、そして何よりも自分の生き方を大切にしているジェリー氏は、61歳となった現在も、変わることなく元気にファンドの運用を行っています。私はいつもその様子を、ファンドが発行する四半期、半期、年次レポートで知ることができます。

毎回「Dear Shareholder」で始

まるそのレポートの内容は、ジェリー氏の人柄を映し出すように、いつも誠実にファンドの状況について説明をしています。運用成績が好調だったときも、そして不振だったときはより詳しく、その原因について分析し、客観的に解説をしていきます。どのような考えに基づいてその銘柄に投資を行ったのか、そしてなぜ売却を行う判断に至ったのかについても。

そして、投資判断が誤ったときは、それを正直に認めた上で、この先の見通しと投資戦略について、ファンドのお客様に真摯に理解を求めていく態度を、いつも変わることなく継続しています。

初めてジェリー氏にお会いした当時、彼の運用するファンドの運用成績はトップクラスでした。でも実は、その後3年間のパフォーマンスは株式市場の上昇に取り残された形で、彼自身が報告書で述べているように、「期待はずれ」の状況が続いています。それでも、1985年のファンドの開始以来、彼のファンドは年率10%以上の利回りを上げています。

ファンドの運用成績が「期待はずれ」の結果になったのは、主にファンドの株式の組入れ比率を低い水準に抑えていたからです。ジェリー氏にサンフランシスコで最初にお会いしていたときは、株式組入れ比率は、前年の9割近い水準から5割程度にまで落としていました。その理由を尋ねたところ、米国景気が後退局面入りしていること、そして株価が割高であるためだと説明していました。

その後もしばらく株式の組入れを抑制していた期間が長く続きましたが、あるときの運用レポートで、自分の投資判断が誤っていたことを正直に認めて、今後は組入れ比率を引き上げていく方針に転換することを丁寧に説明していました。

そのときの彼の説明は、私にはとても印象的なものでした。同じファンド運用担当者として、自らの誤りを認めることの難しさを良く理解できるからです。それにもかかわらずジェリー氏の説明は、決して開き直ることなく、また逆に卑屈になることもなく、実に冷静に、論理的に、そして誠実に、誰もが納得できる内容だったからです。

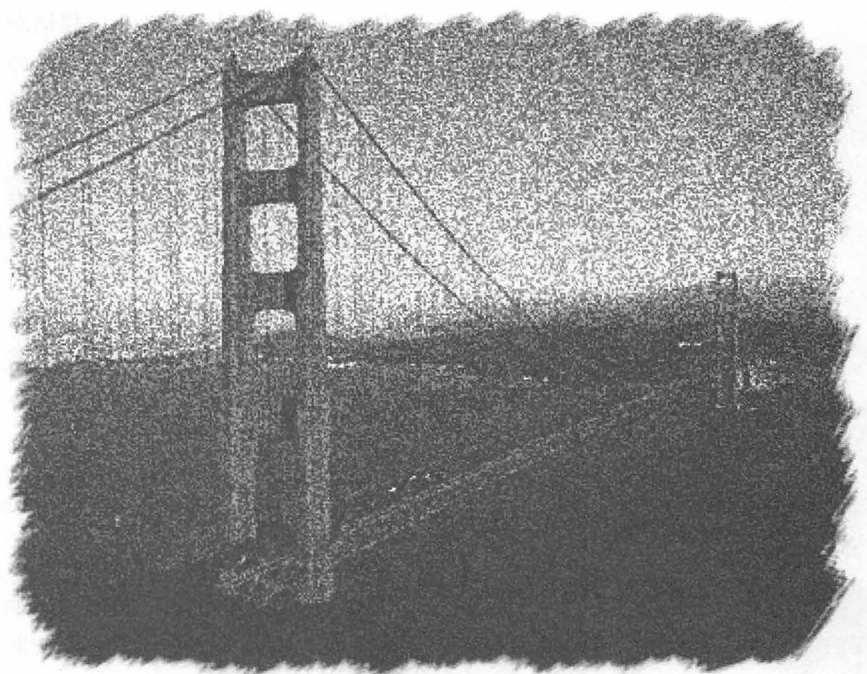
以前に投資先のヒューレット・パッカー社がコンパック・コンピュータ社を吸収合併する際、当時の経営陣と創業者一族との間

で、激しい委任状争奪戦が繰り広げられたことがありました。合併すべきか否かを、株主総会の投票で決定されることになった時です。

そのときも、当時のヒューレット社のCEOから直接電話があり、合併へ賛成票を投じるように説得されたことや、その電話でどのような会話がなされたかについて、そして最終的に合併には反対をするという結論に至ったけれども会社の経営陣を応援しようと考えているので株式の保有を継続すること、というようなことが克明に説明されていたこともありました。

そんな運用レポートを、いつも私はジェリー氏が執筆する姿を想像しながら、じっくり読むことを楽しみにしています。

いつの日か、私の投資も「The way of my life」と言える境地にたどり着くことを夢見ながら。
(はやみただし/ファンドマネジャー)





岡本和久編集委員

part3 投資で得た富は、世の人のために使う

ジョン・テンプレートン

(テンプレートン・ファンド/アメリカ)

私のニューヨーク時代、 伝説のテンプレートンに会う

私はかつて大手証券会社のニューヨーク店で、アナリスト兼セールスとして大手機関投資家を担当していたことがあります。そして、たくさんの素晴らしい投資のグルたちに鍛えてもらえるチャンスに恵まれました。

彼らこそ私の先生だったと言っても過言ではないでしょう。そのなかでも特に忘れ得ない人が、ジョン・テンプレートン氏です。あるとき、彼はこう言ったのです。

「どの国の株式であろうと、どのような業種であろうとかまわない。誰が見ても絶対的に割安で、かつ、誰も注目していない銘柄があったら勧めに来てほしい。そのような銘柄を教えてくださいだけで、大量の商いをしてあげよう」

そして私は自分なりに銘柄を選び、バハマにある彼のオフィスを訪問したのです。あの伝説のテンプレートンの胸を借りることができる……。とても緊張し、また興奮したことを覚えています。

そこへ、涼しげなカジュアル・シャツを着た氏がフラリと現れたのです。「あっ、テンプレートンだ!」と思った途端、彼の方から「I'm John Templeton」、と言って握手をしてくれたのです。柔らかなあ

たたかい手でした。あとはもう、必死で自分のレポートを説明し、興奮したままニューヨークへ戻ったのでした。

『テンプレートン・タッチ』 との出会い

翌日から何度も直接、彼から電話を受けました。レポートについて細かい質問がどンドンくるのです。「ああ、私のような若造のレポートを本当に真剣に読んでくれているのだなあ」と感激したものです。そして、ついに大きな注文をもらうことができたのです。

その後、私が1990年に『勝者のゲームを闘う法』（東洋経済新報社刊）という本を執筆するに際して、彼の投資哲学について勉強をするため、再度、彼とコンタクトを取りました。その時、「この本を読むといいよ」ということで、彼の著書をプレゼントしてくれたのです。それが『テンプレートン・タッチ』という本だったのです。

ジョン・テンプレートン という人物

ジョン・マークス・テンプレートンは1912年生まれ。そして50年にわたる国際投資で大成功を収め、超人的なパフォーマンスを残した伝説の人物です。

例えば1954年、テンプレートン・グ

ジョン・マークス・テンプレートン

1912年、米国生まれ。

1954年、テンプレートン・グロース・ファンドを設立

グローバル投資とバーゲン・ハンティングの教祖的存在

徹底した調査と確信を守り通す忍耐力で知られる

現在はビジネスを売却し、バハマ在住

ローズ・ファンドの設立時に1万ドルを投資し、ファンドから受け取った配当金とキャピタルゲインの分配金を再投資したとすると、1989年末の資産は128万ドル以上になっていたこととなります。

この間、生計費の上昇は4.7倍のみでした。1950年代からの日本株での成功や、80年代における米国株の高騰の予言などは特に有名となっています。

テンブルトンは投資における精神的な面を非常に重視しています。例えば、「祈ること」「雑事を離れること」「富を人々と分かち合うこと」が、投資において非常に重要であると述べています。1973年に彼は基金を設け、世界中のあらゆる宗教の発展に貢献した人に対して賞*を与えています。その賞金額はノーベル賞を凌ぐともいわれています。その第1回目の受賞者がマザー・テレサでした。

テンブルトンの投資哲学のルーツ

ギリシャ神話に、手に触れるものすべてを、黄金に変える力を神に授けてもらったミダス王の話があります。彼が何かに触れると、それが黄金になるのです。それゆえミダス・タッチと言われていました。しかしその結果、彼は自らを滅ぼすことになってしまうのでした。彼は物欲の象徴です。富によって人間が幸せになるためには、富を蓄積することに精神的満足をもたらすような目的がなければならぬのです。

テンブルトンの哲学は、このミ

ダス王と両極端をなすことから「テンブルトン・タッチ」と呼ばれています。

前述の『テンブルトン・タッチ』という本で、彼は自分の投資哲学を紹介しています。そのなかから、個人投資家の方にも有用であると思われるものを紹介しましょう。

- ◆もっとも重要なことは、証券の実態価値と比べて、株価が異常に安い株式のみを買うことだ。
- ◆最大の投資機会は、他の人々が注目していない無視された分野にある。
- ◆分散投資をしないで良い投資家は、常に100%正しい判断を下せる人だけだ。
- ◆他の投資家よりも、はるかに長期的な視点から投資を行うことが成功の秘訣だ。
- ◆「見通し」や「トレンド」に注目をしている投資家は多数いる。だから「価値」に注目することが何より大きな利益を生む。
- ◆他の投資家と同じ銘柄を買っている限り、投資成果も他の投資家並みとなる。
- ◆大多数の人と違うことをしない限り、人より優れたパフォーマンスは得られない。
- ◆悲観論が最大になったときが最良の買い場、楽観論が最大になったときが最良の売り場。
- ◆売却をするのは保有期間とは関係がない。割安でなくなればいつでも売る。
- ◆投資の世界でもっとも高くつく四つの言葉はThis time it's different〔今度だけは違う〕だ。
- ◆祈りをもって投資を始めれば、思考が明瞭になり、間違いも犯さなくなる。

一つひとつに味わいがあるコメントだと思います。彼の投資哲学

は、結局、①株価が実態価値から見て極端に割安に放置され、②誰も見向きもしないような銘柄を、③他の投資家がそれに気づくまで長期に保有し続ける、ということころにあると思います。

自分の判断に確信をもって孤独に耐えることが、長期投資のスタンス

膨大な調査をたった一人で続け、誰も注目していない時に自分の判断に確信をもって投資をし、それを市場の動きと関係なく持ち続けるということなのですから、それは本当に「孤独な道」だと思っています。

このような孤独に耐えられるのは、マーケットの表面的な現象にとらわれることなく、本質を見つづける強固な精神力が必要なのだらうと思います。そこで前述の「祈ること」「雑事を離れること」「富を人々と分かち合うこと」、という要素が重要になるのでしょうか。

雑事を離れて物事の本質を見る、祈りを通してゆるぎない静寂な心を保ち続ける、そして、投資で得た富を世のため人のために使う。これらの動機があるからこそ、彼のような投資スタイルが可能なのではないかと思います。

(おかもとかずひさ/
投資顧問会社経営)

※「テンブルトン賞」：科学を宗教に結びつけることに貢献した人を対象に、ジョン・テンブルトン氏が設けたもの。賞金は79万5000ポンド（約1億5000万円）で、2004年度の実績者は、南アフリカ・ケープタウン大学のジョージ・F・R・エリス氏（応用数学教授）となっている。

私が見た、聞いた、感動した

尊敬する投資家たち(2)

前回、好評を博した本誌編集委員が“師と仰ぐ”海外の著名な投資家たち。今回はその続編です。

編集委員自らが感じた体験をもとに、今まであまり知らなかった海外の投資家の素顔に触れてみてください。



澤上篤人編集委員

part4 「世の中のために俺はリスクをとる」と自問自答して成功を収めた T.H.チャン

(恒隆／香港)

成功した個人投資家やファンドマネジャーに共通するもの

投資運用や運用ビジネスは、結果を出せてなんぼの世界である。世の中すごいなと尊敬したくなる投資家やファンドマネジャーは、それなりにすごい結果を残している。

個人投資家として大きな財産を築き上げた人もいれば、ファンドマネジャーとして長年にわたり立派な運用成績を残している人もいる。

どちらにも共通していると思われる点が、二つある。一つは、一時の運だけで成功を収めた人は、いつかどこかで落ちこぼれていく。運はそうそう続かないということ。

ずっと勝ち残るのは、それぞれの投資スタイルというか、勝ちパターンを確立した人たちのみと、

昔から相場は決まっている。これが二つ目のポイントである。

長いこと投資運用の世界に身を置いてきたおかげで、幾多のすごい投資家やファンドマネジャーに出会うことができた。世界には、とんでもなくすごい人たちがいるものだなあとつくづく思う。本当に尊敬したくなるすごい人たちは、自身を厳しく律することで結果を出していく強さを有している。

その強さはどこから出てくるのか。いくつかのポイントに焦点を当てて、畏敬する投資家の一人を紹介してみたい。

暴落時に平気な顔をしてリスクをとって巨富を成した、T.H.チャン

中国からの難民あがりである香港経済界の大立者となった、いわゆる

伝説的タイクーン(大君)の一人。

香港へ流れ込んできた当初は、闇屋的な仕事で小金を貯めていったそうだが、チャンさんにお目にかかった70年代半ばには、もう既に不動産ビジネスや開発事業で巨富を成していた。

チャンさんは自分の成功談など過去を語ることには興味なく、いつでも新たなビジネス意欲に燃えていた。お亡くなりになるまで、厳しくかわいがっていただいた20年間のエピソードをいくつか紹介しよう。

香港の経済全般や不動産価格は60年代からずっと暴騰したり、暴落したりを繰り返した。香港の地下鉄建設が計画されてからも、実際に工事が始まって完成に至るまで、香港経済は幾度も世界経済の荒波に翻弄された。78年からの中国政府の解放政策に乗ったブームも、すぐ第二次石油ショック後の世界的なデフレーションに引きずられてしまったりの荒っばい展開が続いた。

そんななか、チャンさんは香港不動産暴落のたびに、平気な顔で借金を目いっぱい膨らませては、売り物を拾っていった。その都度、「恒隆のT.H.Chanは、これで終わりだ」といったウワサが流れたものだ。ここぞというときには、それほどに借金の額を増やしていったし、事業投資の積極拡大もしていった。

地下鉄建設でも、2駅3駅分の開発を全部一括して引き受けてしまう。世界的な金融不安とかで皆が逃げ惑っているときに、チャン

さんは駅の周囲の開発やインフラ作りをすべて自分が受けようと提案する。儲かりそうな物件だけ開発するのではない。一般的には、どう考えても手を出したくないときに、儲かる可能性の極めて低いものまで、まとめて引き受けてしまう。

一度、尋ねたことがある。「チャンさん、そんなに投資して大丈夫ですか? ひとつ間違えたら、大変なことになるでしょう」それに対しチャンさんは、ワハハハと大笑いし「澤上さん、ワシが破産したってウチの会社がつぶれたって、香港のオフィス・ビルや地下鉄は残る。それらを後の人たちが利用し活用してくれれば、それで良いではないか。誰かがリスクをとってやらなければ、いつまでたっても何も生まれぬ」と教えてくれた。

経済や社会での役割を果たそうとする強い意思

一般的な表現だと、鋭い時代感覚と冷徹な読み、そして常人を超えた胆力で途方もなくリスクをとって成功した巨人、ということになるのだろう。確かに、チャンさんに関しては、それらのすべてが当てはまる。

しかし、チャンさんの身近で鷹揚せまらぬ雰囲気と接していると、そういった切れ味は一切感じさせない。むしろ、「世の中あるいは香港の将来のために、自分は何ができるか」をずっと自問しつつ果敢に行動する事業家魂の塊という感じ。

こんなこともあった。恒隆は香港の中心街に豪華で立派な本社ビ

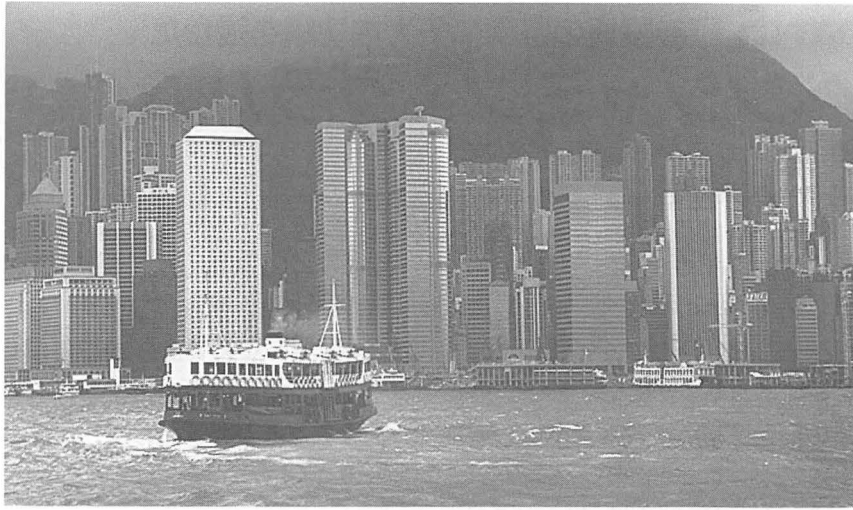
ルを構えていた。ビルの内装は大理石でしゃれているのに、各階のエレベーターの横に小さな古びた机が置いてある。「チャンさん、せっかくの立派なビルなのに、各階の机は見苦しいのでは」と尋ねると、「澤上さん、考え方が違う」と即座に返事が戻ってきた。

「確かに、ワシは運良くここまで来れた。もちろん、これからもワシは事業をどんどん大きくしていく。しかしながら、若い人たちにもどんどん伸びてもらわないといけない。ワシはそのお手伝いをしたいのだ。ただし、若い人たちに金や商売を与えて甘えさせては、スモール・ポテトかせいぜいミディアム・ポテトぐらいの事業家で終わってしまう。ワシはな、事業意欲の強い若い連中にワシのオフィス・ビルという住所、つまりワシの信用を使わせてやり、後は本人たちの才覚と努力でビッグ・ポテトにまで伸びていってもらいたいのだ」と言っておられた。

香港を代表する経済人が、功なり名を遂げた誇りでもある立派な自社ビルの各層に、見すばらしい机を置かせて何とも思わない。そんなことよりも、若い事業家たちが実力を涵養しつつ自分の力で大きく伸びていってくれることを願う。その連中が将来の競争相手になろうがなるまいが、まったくお構いなしで。

甘えを許さない、自分に対する厳しさ

ここまで書いてくると、事業家としてのチャンさんの偉大さはわ



かった。で、投資家としてどこがすごい？ もう少し具体的な話を、と期待されるかもしれない。一言、チャンさんは「価値あるものを、安く買うことに徹していた」と書くのみ。

当時、日本の代表者として日本株の運用を委^{まか}されていたが、香港へ報告に伺うたびに買い値ばかりしつこくしつこくチェックされた。

「香港有数の大金持だから、3円、5円ぐらいの買い値の違いなんか気にせんでも良いのに」は、まったく通用しない。「どうして、4円も高く買ってしまったのか」と、買いのタイミングに関してトコトン質問してくる。

「でもチャンさん、今回のオペレーションでも、ウン億円儲けているのだから、そんなに買い値を気にしなくても」では許してもらえない。「違う、澤上さん。ウン億円の儲けは結果にすぎない。確かに、前回は今回もずっと利益が出ているから、銘柄選択は文句なし。ただ、たまたまうまくいっただけだ。ワシはフワッと買いに入った甘

さが気に入らない」と、文句は延々と続く。

恒隆の本社ビル最上階をブチ抜いた会長室で、香港や台湾特有のエアコンをガンガン効かせてくるので、こちらの身も心も寒いこと。

ようやく、ポートフォリオ全体のチェックが終わって、「OK、澤上さん。お昼にしよう」となる。こちらは若かったが、「待ってました。どんなおいしいものを食べさせてもらえるのだろう」と、甘い期待はしない。毎度のことだが、近くの昼飯屋から店屋物を運ばせては、世界経済の見通しなどを語り合いながら食べるお決まりのパターンが待っているだけ。

ドケチ？ まったくの正反対。チャンさんは自分に投資の厳しさをずっと叩き込んでくれたのだ。勝負は勝負で、一切の甘さを排除して勝ちに行く。それでいて、ビジネスや投資で得た利益は気前よくあちこちに寄付してしまう。それも、毎年100億円近い金額をポンと出す。

昼の店屋物？ あの超多忙のチ

ャンさんが朝から昼食まで4時間を割いてくれるのだ。それも、レストランへ出かけて行く時間を惜しんで、厳しく鍛えてもらった。どんなごちそうよりもありがたかった。

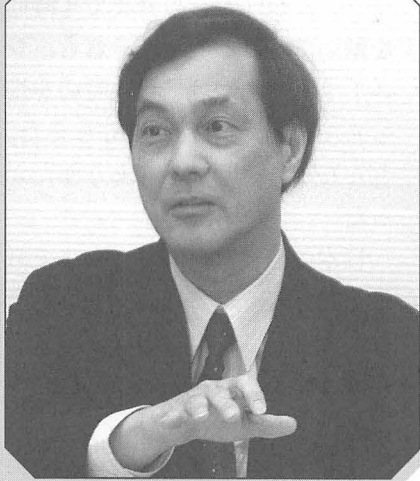
日本の若僧に対してここまで厳しく接してくれるのは、とりも直さずチャンさん自身がビジネスや投資に対し、峻^{しんげん}厳きわまりないからだ。

ありとあらゆる投資機会に、のべつくまなしで顔をつっ込むのではない。この勝負は乗ってやろうというときだけは、すさまじいまでの集中力で勝ちに行く。それも、儲けよう儲けようでガツガツするのではなく、投資もビジネスもひとつの勝負として勝ちに行く。

だから、仕事の打ち合わせ以外はすべてに温かい。香港空港へは毎回チャンさん自身が奥さんと一緒に出迎えてくれ、そのままピークといわれる香港で最高の住居地区にある自宅へ直行。若くても日本における自分の代表者だからと、礼を失しないようあらゆる配慮をしてもらった。日本や米国の金融トップが表敬訪問しても、せいぜい会長室でミーティングを持つだけというのに。

横へそれだが、「自分のペースでリズム良く投資運用していくには、それだけ自分に対する厳しさが前提となる」ことを学ばせてもらった。あのエアコンがガンガン効いた、だだっ広い会長室で、徹底的に鍛えられたものだ。

(さわかみ あつと/
ファンドマネジャー)



菱川精記編集委員

ベンジャミン・グラハム(1894-1976)
ロンドン生まれ。1歳の時、家族とともにニューヨークに移住。1914年コロンビア大学卒業後、債券のアナリストとしてウォール街で働く。1926年グラハム・ニューマン社を設立し、運用業務開始。割安株投資の創始者として、ウォーレン・バフェットなどに多大な影響を与えた。『証券分析』、『賢明なる投資家』は今でも幅広く読まれている古典的名著。



part5 ^{けいもう}証券投資の啓蒙に多大な功績を残した ベンジャミン・グラハム

(長期バリュー投資家元祖/アメリカ)

私は1975年の5月に、転勤で初めてアメリカのロスアンゼルスに行きました。そこで5年間、証券営業に携わることになりましたが、そのときに初めて買った証券に関する本がベンジャミン・グラハムの書いた、『証券分析 (Security Analysis)』と『賢明なる投資家 (Intelligent Investors)』の2冊です。2冊ともかなり厚い本で、まだ当時の私の証券分析に関する能力と英語力ではとても読みこなせるものではありませんでした。結局、今日に至るまで30年間いわゆる(積読)となってしまいました。もし当時、精読して理解し、なおかつ実践していたら、今ごろはかなりの資産をなしていたかもしれません。遅まきながら、最近本格的に読み始めたところです。もしかしたら10年後ぐらいには、運用成果を皆さまに披露できるかもしれません。

グラハムは1960年に運用業務からリタイアし、ロスアンゼルスUCLAのビジネススクールで証券分析の教鞭(きょうべん)をとり、1976年に亡くなりました。私がアメリカに行った一年後に亡くなられたわけで、残念ながら会う機会には恵まれませんでした。

私は現在、米国に本拠を持つ証券アナリストの協会(CFA協会)に勤務しておりますが、この協会

ならびにCFAという証券アナリスト資格試験の創設者もグラハムです。私も、この資格を1985年にとりましたが、証券運用業務に長く携わることができたのも、グラハムのおかげだと感謝しています。

バリュー投資で成功

グラハムは1894年にロンドンで生まれ、1歳の時にニューヨークに移住しました。コロンビア大学では、語学、哲学、数学できわめて優秀な成績を収め、20歳で卒業し、大学で教員として残るよう要請されました。しかし幼いころ父親を亡くし、家計を支えるために1914年に、ウォール街の投資会社に債券のアナリストとして就職することになりました。その後1926年には同僚のニューマンとグラハム・ニューマン社を立ち上げ、投資運用業務に専念することになりました。1929年の大恐慌で一時的に打撃を受けたものの、1956年までの30年間にわたり、素晴らしい運用成果を残しています。

主な運用手法は割安株投資で、この運用哲学はその後、先月号で紹介のあったジョン・テンブルトンやウォーレン・バフェットなどの著名な長期バリュー投資家に現在でも引き継がれています。特にバフェットはグラハムから多大な影響を若い時から受けました。

またグラハム・ニューマン社は
転換社債と株式のヘッジ取引、企
業の合併、株式交換に伴う裁定取
引なども行っています。これは今
日流行しているヘッジファンドの
運用手法に幅広く取り入れられて
います。

証券投資の啓蒙活動に 力を注ぐ

グラハムは運用業務のみならず、
証券投資の啓蒙活動にも注力しま
した。米国の株式市場の歴史は、
1792年のニューヨーク証券取引所
の設立にさかのぼることができま
す。しかし1930年以前までの米国の
証券市場はきわめて投機的色彩
が強く、科学的な証券分析が発展
する土壌は乏しかったこともあり、
主にチャート分析、口コミ、イン
サイダー情報に基づくものが主流
でした。株式市場は1929年の大恐
慌により大暴落し、従来の証券分
析に代わる新しいパラダイムが求
められました。1930年代に入り、
グラハムによって初めて証券分析
が科学的に集大成されました。

1934年に出版された『証券分
析』は、証券分析に携わる専門家
にとって今でもバイブルとなっ
ています。グラハムは株式投資とは
短期的な売買ではなく、包括的な
財務分析に基づいて長期的な視点
に立ち、割安な株価で投資するこ
とを初めて提唱しました。

グラハムはまた個人投資家のた
めの証券投資の啓蒙にも多大な功
績を残しました。1949年に出版さ
れた『賢明なる投資家』は、時代
の変遷とともに5年ごとに改訂版

を重ね、今でもベストセラーにな
っています。グラハムは、賢明な
投資に必要なのは単なる学術的
な知識でなく、洞察力、決断力、
忍耐力、向学心などの心理的、情
緒的な側面が重要であると述べて
います。今では古典的投資手法に
なっている一定の投資金額を定期
的に投資するドルコスト平均法を
初めて提唱したのもグラハムです。

グラハムが証券分析の対象とし
たアメリカの株式市場（1970年以
前）と今日の市場はかなり異なっ
ておりますが、彼の株式投資の基
本的な考え方は、時代を超越し
た、普遍的な真理と考えられます。
株式投資を行うにあたり、参考に
なるグラハムの投資哲学をここ
でいくつか紹介させていただきます。

◆投資と投機

投資とは、本源的価値より安い価格
で株式を買い付け、会社の一部を長期
にわたって所有するものである。

一方、投機とは本源的価値を評価す
ることなく、自分の買い付けた株価よ
りも高い株価で誰かほかの人が買っ
てくれることを期待して、株式を時価
ですぐに買い付けることである（いわ
ゆる Bigger fool theory—自分より
もさらに愚かな人が、より高い株価
で買ってくれることを期待する考え）。

◆安全域の原則 (Margin of Safety Principle)

本源的価値よりもさらに安い株価で
投資を行うべきである。30%ぐらい
安い株価で投資することが理想的であ
る。本源的価値は、株価純資産倍率、
株価流動資本比率、株価収益率、配
当利回り、長期的配当支払い実績など
を総合的に評価して、会社の価値を策
定する。

◆リスク

株価の変動をリスクと一般的には呼

んでいることもあるが、本来のリスク
とは、本源的価値よりも高い株価で株
式を買い付けることをいう。逆に本
源的価値よりも大幅に低い株価で投
資を行えば、リスクを軽減すること
になる。株式を買う時はできるだけ
安く買うことを心がける。

女性投資家には、株式を買う時は
香水ではなく、スーパーで食品を買
う感覚で、少しでも安く買うように
提唱している。

◆分散投資

十分な安全域で投資を行うととも
に、投資銘柄も分散したほうが良い。
20~30銘柄ぐらいが最適銘柄数だ
ろう。また買い付けタイミングも分
散したほうが良い。個人投資家には
ドルコスト平均法を推奨している。

職業倫理観の重要性に注目

また最後に グラハムが偉大であ
ったのは、1929年の大恐慌の経験
を生かし、証券分析に新しい分析
アプローチを提供したばかりでな
く、証券アナリストやファンドマ
ネジャーの職業倫理観の重要性に
初めて注目したことです。1937年
にはニューヨーク証券アナリスト
協会の設立、1960年にはCFA協会
の創設を行い、証券アナリストな
どの社会的認知度向上、倫理観の
確立を目指しました。

最近では、世界中でいろいろな
問題が証券、金融界で頻発してい
ます。投資運用の世界では、運用
成果のみならず、倫理的高潔性も
同時に追究すべきであると思われ
ます。グラハムの投資哲学の現代
的意義を、改めて再認識する必要
があると思います。

(ひしかわ せいき /

日本CFA協会事務総長)