

**今月の  
ひとこと**

ほとんどの投資家は「できるだけ早く」、「できるだけ安全に」、「できるだけたくさん」儲けたいという希望を持っています。実にごもっともな希望なのですが、これらの三つがすべて同時に、しかも継続的に満たされることはありません。少なくともどれか一つを犠牲にする必要があります。就労中の方で毎月の月給から積立投資をして老後に備えている人にとっては、「できるだけ早く」が一番、犠牲にしやすい項目でしょう。退職後の方ですでにある程度の財産を保有していて、それを使いながら楽しく充実した老後を過ごそうという人にとっては「できるだけたくさん」儲ける必要は少ないでしょう。また「できるだけ安全に」を犠牲にしても、できるだけ早く、たくさん儲けたいという投機好きの人もいるでしょう。しかし、できるだけ早く、たくさん儲けられるかというのは偶然性が支配する部分が大きく、なかなか難しいことなのです。安全性を犠牲にするということは、ハイリスクを取るといえることです。結局、十分に分散されたポートフォリオを長期で保有してそこそこのリターンを狙うというのは一番、簡単でかつ確実な投資手法だと言えるのです。

FACEBOOK上でクラブ・インベストライフの仲間が活発な議論をしています。FACEBOOKに登録している方、ぜひ、ご参加ください。(2014年8月14日現在で参加者数はちょうど2372名です。)

**クラブ・インベストライフとは?**

人生を通じての長期投資は孤独な長旅です。この長旅に耐え、大きな喜びを得るには、資産運用を行うための基礎となる知識と孤独な旅を支えあう仲間が必要です。「将来の自分はいまの自分が支える」ほかない時代、クラブ・インベストライフの活動は、豊かで幸せな人生のための投資を目指しています。

毎月、ネット上で会報誌を公開するほか、FACEBOOKやTwitter上で議論の場を提供し、各地でのセミナーを開催しています。

まったく投資の経験のない方も多数、参加しておられます。大手金融機関から完全に独立しているので、特定の商品をお勧めすることも販売することも一切ありません。

**<FACEBOOK、TWITTERへの投稿の際のお願い>**

1. 個別商品の販売・推奨、あるいはそれに類する投稿はご遠慮ください
2. 発言はあくまで個人としてのものとしてください
3. 企業広告のご遠慮ください

**資産運用黎明期から未来へ**

対談：清水 栄 氏、岡本 和久



清水さんは1956年に社会にでられ、信託銀行で証券市場関係のお仕事を始めてから、すでに58年マーケットとの関わりを持たれている私にとっても大先輩です。日本、そして世界の市場が半世紀以上にわたってどのような動きをしてきたか身を以て体験されてきたわけですが、今日は資産運用業界の黎明期のお話から、これから将来に向けての業界の在り方までお話を伺いました。

**I-Oウェルス・アドバイザーズのメール・マガジン**

メルマガへのご登録は下記のメールアドレス宛に、空メールを送信下さい。購読は無料です。

[mag@i-owa.com](mailto:mag@i-owa.com)

毎月15日配信 無料

**鎌倉投信 UPDATE**

講演：鎌田 恭幸氏、講演レポーター：川元 由喜子 Q&Aレポーター：赤堀 薫里



リーマンショックから2か月後の、2008年11月に鎌倉投信を起こし、実際のところ、なかなか簡単ではありませんでした。その時すぐく力を与えてくれたのは、3・11の大震災でした。株価が急落し、お客さんの反応がとても不安でしたが、蓋を開けてみると、圧倒的に買ってくださる方が多かったです。「こういう時だからこそ日本の企業の活動を絶やしちゃうメダ」、「企業を応援することで少しでも役に立てれば」と、たくさんの方が投資して下さいました。その思いを受けて、投資先の社長さん全員に手紙を書きました。

**Facebook**

Facebook上のグループ、クラブインベストライフ  
<http://www.facebook.com/groups/investlife/>

Facebookへの登録が必要です。リクエストボタンを押して入会申し込みをしてください。

Facebookへはこちらをクリック


**中国がわかるシリーズ22 煬帝の時代と唐の建国**

ライフネット生命株式会社 代表取締役会長兼CEO、出口 治明

604年、皇太子の楊広が即位しました。隋帝国2代、煬帝の登場です。煬帝は、洛陽を事実上の首都に定め、605年、南北を結ぶ大運河の建設を命じ、610年には南北2500 kmに及ぶ大運河網が開通しました。江南の豪

Twitter上のグループ  
 クラブインベストライフ  
[http://twitter.com/c\\_investlife](http://twitter.com/c_investlife)

Twitterへの登録が必要です

 @c\_investlifeさんをフォロー

奢に惹かれていた煬帝は、龍舟を仕立てて、江都（揚州）へ行幸しました。六朝時代を通じて、江南の生産力は急拡大していましたので、この大運河の開通は、中国に流通革命をもたらし、大唐世界帝国300年の繁栄の基盤となったのです。また、通済渠と、永濟渠の結節点に位置する開封は、その地政学的な重要性が著しく高まりました。煬帝は、まさに、開封の恩人になったのです。

バックナンバー

一覧

- [2014年07月15日発行 Vol.139](#)
- [2014年06月16日発行 Vol.138](#)
- [2014年05月15日発行 Vol.137](#)
- [2014年04月15日発行 Vol.136](#)
- [2014年03月17日発行 Vol.135](#)
- [2014年02月17日発行 Vol.134](#)
- [2014年01月15日発行 Vol.133](#)

## 最強の積立投資法 バリュースト平均法を学ぶ

講演：岡本 和久、講演レポーター：川元 喜子 Q&Aレポーター：赤堀 薫里



バリュースト平均法は、フォーミュラ型の積み立て投資、つまり投資方針のルールを定め、それに従って定期的に投資を実行していく手法の一つです。ドル・コスト平均法は、定時・定額で買い付けていきますが、バリュースト平均法は定時・変額でそれを行い、効果をさらに増幅します。バリュースト平均法の特徴は、投資の目的を、資産の時価残高に置いているところにあります。ドル・コスト平均法では投資の総額が目標値になっていて、その金額を確実に投資することができますが、バリュースト平均法では、株価が下がった時には買い付けを増額し、上昇した時には減額、もしくは売却することによって、目標の時価残高を達成するのです。投資の目的は「いくらにしたい」というところがあるのが普通でしょうから、そういう意味では目的に合致しているわけです。

バックナンバー

2012年12月までに発行されたインベストライフをご購入いただけます。



購入・詳細

インベストライフ応援団のブログ

あいうえお順、敬称略

紹介一覧はこちら

### [伊藤宏一の「近現代日本と貯蓄」ー貯蓄は美德なのかー](#)

伊藤 宏一

### [実践コーポレートガバナンス研究会・ブログ](#)

門多 丈

### [会長 澤上篤人のレポート](#)

澤上 篤人

### [真マネー原理](#)

滝沢 伯文

### [一日一言ブログ](#)

竹田 和平

### [積立王子のブログ](#)

中野 晴啓

### [SRIのすすめ 未来の測り方](#)

速水 禎

### [馬淵治好の凸凹珍道中](#)

馬淵 治好

### [右脳インタビュー](#)

片岡 秀太郎

### [鎌田泰幸のブログ](#)

鎌田 泰幸

### [世代を超える想いの滴](#)

渋谷 健

### [About Money, Today](#)

竹川 美奈子

### [出口治明の提言：日本の優先順位](#)

出口 治明

### [CFA流「さんない」投資塾](#)

日本CFA協会

### [毎週3分で、資産運用の成功へ導くメルマガ！](#)

尾藤 峰男

### [森本紀行はこう見る](#)

森本 紀行

## 参考データ・コーナー

### 基本ポートフォリオのパフォーマンス

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

4資産成長型の過去1年間のパフォーマンスが13.31%、2資産成長型では15.45%でした。

[読んでみる](#)

### 投信データ・ウォッチ

データ提供：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン/投信まとなび

日本に上場されているものだけでなく世界の主要ETFの比較表です。

[読んでみる](#)

## 連載 資産運用「茶飲み話」(5)

### 岡本 和久

●「根拠なき楽観」に安住するな！ ●「時間」という資産のアロケーションにもバランスが大切です ●健全なリターンは健全なポートフォリオに宿る ●運用でコントロールできるのは「A・R・C」

## 岡本和久のI-OWA日記

★I-OWAマンスリー・セミナー（7/20）が開催されました  
★資産運用「気づきのタネ」（123）なぜ、ROEが重要なのか  
★資産運用「気づきのタネ」（124）投資方針書を書こう  
★秋田で初のセミナー！ ★「大人と子供のためのハッピー・マネー教室」を開催しました

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

## セミナー案内

★I-OWAマンスリー・セミナー 8/17（日）12:30～16:30  
東京都渋谷区 ★「人生を通じてのお金との付き合い方」  
8/23（土）13:30～14:30 帯広 ★「資産運用実践法とステップアップ戦略」 8/24（日）13:30～14:30 札幌  
★I-OWAマンスリー・セミナー 9/21（日）12:30～16:30  
東京都渋谷区 ★『O & O Together 考えよう！ 確定拠出年金の利用法』 10/05（日）14:00～16:30 東京都千代田区

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

Page Top



### 資産運用：黎明期から未来へ

対談：清水 栄 氏、岡本 和久

岡本 | 清水さんは1956年に社会に出られ、信託銀行で証券市場関係のお仕事を始めてから、すでに58年マーケットとの関わりを持たれている、私にとっても大先輩です。日本、そして世界の市場が半世紀以上にわたってどのような動きをしてきたか身を以て体験されてきたわけですが、今日は資産運用業界の黎明期のお話から、これから将来に向けての業界の在り方までお話を伺いたいと思っています。まず、最初に清水さんのご経歴について少し話していただけますか。

清水 | そうですね。なぜ私が今の様な考えに至ったかということを理解していただくためには、私の経歴、私の生きざまを理解していただく必要があると思います。よく過去のことは参考にならないという意見があります。それはその通りだと思います。バートン・マルキールの「ウォール街のランダムウォーク」という名著があります。その中に述べられているのですが、「過去に起こった事は将来の参考にはならない」という事実が指摘されています。株式市場は気まぐれなものです。これは「一度起こった事は二度と起こらないよ」ということでもあります。そのように言うとチャーティストの皆さんからは「何を言ってるんだ」と怒られるかもしれません。確かにチャーティストの言うことも一理はあるかもしれません。しかし、それはあくまでも超短期の事なんですね。長期のトレンドを見ていくというインベストラ이프の読者の皆さんと一緒に勉強していることのためには、やはり、マルキールの言っていることは正しいと私は思います。



では、なぜ私が今ここで私の過去の事について話をするかというと、歴史は繰り返さないけれど、人間というものは過去の歴史から学んでいかなければいけないからです。私が80年間生きてきた間にいろいろな経験をしました。皆さん、誰でもそうですが、「人に歴史あり」で、



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

誰も決して平坦な道を歩んでいる訳ではないのです。多くの方が自分だけが波乱の人生を生きてきたと思うかもしれませんが、実は皆それぞれ山あり谷ありの人生を生きてきているのです。形は違うけど、みんな大なり小なり苦勞をして、いろいろなつらい目に遭って現在を生きているのです。そして、現在から将来に向けてまた生きていくのです。そして最後には墓場に入る。それが人生というものです。

私が生まれたのは、ちょうど世界大恐慌から立ち直りかけた時、1933年です。父は石川県の金沢で地場証券をやっておりました。もちろん、私は、赤ん坊だったので知りませんが大恐慌の最中、父は相当の苦勞をしたものと思います。そこからなんとか生き残り、立ち直り、第二次世界大戦の前、日本が中国に侵攻した時代に事業を広げて大成功したんです。当時、今で言うコングロマリットの事業展開で証券会社からスタートして軍需産業からホテル、百貨店、いろいろな事業を地元でやって大成功をしました。お金の使いようがなくて、自分自身は中国へ遊びに行ったりする。当時まだ誰も普通の方が持っていなかった自家用車を買って、私の兄がそれを乗り回していました。その中で、私も本当にぬくぬくと育ったのです。しかし、第二次世界大戦が始まる前に、父は事業で大失敗し破産をしました。今まで住んでいた家からなにかから全て差し押さえられました。その時のことは私もよく覚えています。お袋が泣きながら、それに耐えていた。今まで使っていた家具、ピアノなどすべて差し押さえられて持っていかれる。そういう生活を子供の時に、そう、小学校に入ったばかりの頃に見て育ちました。それで身一つで東京へ出てきたのです。父はその時に韓国に行き、相当苦勞し、危ない仕事をしたのではないかと思います。なんとか東京にいる私も家族の生活の面倒を見ていました。そんな時に苦勞しながら、「自分はこんな生活を自分の家族にさせてはいけないんだよな」という事を子ども心ながら思ったのを覚えております。

岡本さんも以前勤めていた日興証券、当時は川島屋証券と言ったのですが、その創始者、遠山元一さんという方がいたのですが、その遠山さんと私の父は親交がありました。遠山さんの関係で、父はその当時、ソウルと満州の日興証券の子会社の経営を担当していたのです。私もソウルに参りました。そういう生活の中で、私はつぶさに韓国の方々がどのような生活をしたかをよく見ました。ですから、私の韓国に対する見方は一般の日本人の方とはかなり違うように思います。従軍慰安婦問題など色々ありますが、私は、本当に日本は韓国に対して心から詫びなければいけないと思っています。本当に酷い仕打ちを私たち日本人はしたと思います。そのようなことを、身を以って経験していますからよくわかります。そのようなことも私の人間形成の一つの要素だと思っています。

帰国後は金沢で高等学校まで卒業し、東京で岡本さんと同じ慶應義塾大学を卒業しました。そして三井信託銀行に入行したのです。そして途中でスライスをして外資系に転職をし、現在に至っているわけです。資産運用の世界に入ったのはもう50年以上前の話です。その後、何が起こったか。私が社会に出た時は、まだ為替変動がない固定レート、1ドル＝360



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

円の時代でした。その時代、1968年に私は35歳で初めてアメリカへ参りました。

もともと私は、機関投資家ビジネスを40年以上やってきました。スタートは証券部でしたが、その当時は、まだ余裕もあって、三井信託も自由な活動をさせてくれました。68年、35歳の時に初めて会社から論功行賞という意味もあったのかと思うのですが、「なんでもいいからとにかくアメリカに行って現地を見てこい」という指令が出ました。まだ1ドル360円の時代でしたが、アメリカに初めて行ったのです。もともと私は三井信託の調査部に8年間いました。企業調査を専門にやって、日本全国の色々な業種の企業を駆け巡り、工場も260ぐらいは見てきました。ですから、例えばトヨタのどこの工場に行けばどこのコーナーにどこの機械が入っているかということが分かっているぐらい勉強をしていました。ですから、アメリカに行ってアメリカの産業はどのくらい日本と違うのか、というのを見たかったんですね。アメリカに行っているいろいろな会社を4ヶ月半かけて駆け回りました。その時に思ったのが、重厚長大については日本はすごい。ところが当時すでに芽生え始めていたIT革命については、日本はアメリカに大きく遅れをとっている。テキサス・インスツルメンツの人と話をしている「なるほど、これからはこういう産業が大きく成長するのか、日本も今のままではまずいぞ」ということを感じたのです。

日本に帰ってきて、どうしても自分はアメリカのビジネス・スクールで勉強がしたいということを会社に言いました。会社としてはビジネス・スクールに2年間も留学をさせるほどの余裕は無い。しかし、もし、お前がツテを使ってアメリカに行き、勉強したいのであれば行っても良いという答えがありました。最初にアメリカに行った時に世話になったユナイテッド・カリフォルニア銀行の偉い方がとても私を気に入ってくれていました。そして、「シゲル、もし、君がアメリカで勉強をしたいと言うのであれば、自分が紹介をする」と言ってくれていたのです。たまたま、ユナイテッド・カリフォルニア銀行のコンサルタントをしていた方がUCLAの、ファイナンスのヘッドだったことから、その先生を紹介してもらいました。1970年に再びロスに行きユナイテッド・カリフォルニア銀行で、本格的な証券分析の仕事をすると同時にUCLAで、ファイナンスの勉強を始めました。2学期を終えたところで、あと1年、本当は残りがかったのですが、三井信託は「もしかしたら清水は会社を辞めてしまうかもしれない」という危惧を持ち、帰国するように命が下ったのです。結局、泣く泣く日本に帰国を余儀なくされました。そして、日本では三井信託の証券部に配属になり、当時、始まったばかりの企業年金の運用を始めたのです。まあ、いま思えばママゴトのようなやり方でした。

岡本 | プルデンシャルにいらっしゃったのはいつですか

清水 | 1971年からです。1970年にアメリカで勉強していた時1970年8月に野村證券が日本の機関投資家を集めてアメリカの投資のセミナーを行ったのです。三井信託は当時、海外にはオフィスがなかったので、たまたまロスにいた私がそれに参加をしました。それで、ニュー



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ヨークに行ってセミナーに出たのです。その時に講師の一人として出てきたのがプルデンシャルのインベストメントのヘッドをしていたドクター・バンスという人だったのです。

岡本 | バンスさんには私も清水さんに紹介していただきました。大きなプールのある彼の自宅にも招待されたことをよく覚えています。

清水 | 彼といろいろな話をして、少しばかりビジネス・スクールで投資理論も勉強したので私も若気の至りでこまっちゃくれた質問を彼にしたんですね。そうしたら、なぜか彼は私に興味を示してお前どうせロスに帰るのであれば、ニューワークの空港から帰ればいいのだからプルデンシャルのオフィスに來いと言ったのです。「面白そうだな、アメリカで一番大きな保険会社の様子を見ることできるな」と思って訪問をしました。そうしたらバンス氏は「シゲル、実は日本株投資を少し始めているが、誰もわかる奴がいない。お前来てくれないか」と言うのです。そう言っても私は三井信託からアメリカに來ている身分です。「三井信託には借りもあるし、そうはいかないよ」と断りました。そこでバンス氏が言ったのは自分が三井信託との交渉はすべてする。だから、会社にお前の意向を聞かれたら、お前も「來たい」と答えてくれと言うのです。それで、私が日本に帰ったら、バンス氏は三井信託のトップと交渉を始め、とにかく「二年間、シミズ・シゲルという男をプルデンシャルに使わせます。契約はすべて清水個人とプルデンシャルの間とする」ということで合意ができたのです。一応、三井信託を離れたような形で、まあ実際には籍は残してくれたのですが、とにかく二年間ということでプルデンシャルに行きました。ちょうどニクソン・ショックがあり、円が1ドル360円から260円ぐらいまで上昇しました。私はまだまだ日本の実力は強いと思ったので、日本株の投資を強くすすめていきました。それが大当たりをしたのです。

当時は、まだアメリカには金利平衡税がありました。つまり、アメリカの機関投資家は簡単には日本株の投資ができなかったのです。そこでADRを使ってソニー、松下、本田、富士フイルム、日立など数社を対象としてそれらをできるだけ買いまくりました。それが結果として大当たりをしたのです。ドクター・バンスが「プルデンシャルの正門の前にお前の銅像を立てようか」という冗談まで言ってくれたほどでした。そんなことでプルデンシャルでの仕事をしていました。はじめは二年という契約だったのが、結局10年間、プルデンシャルに勤めました。ちょうどその頃に岡本さんとの出会いがあったわけです。その後、一度、三井信託に戻り、仕事しました。

岡本さんとはね、途中ちょっと距離があいたこともありますが、30年くらいの付き合いですね。一緒に仕事をした事はありませんが、私がプルデンシャルにいた頃に、岡本さんが日興のニューヨーク店でいろいろと手数をかけたと言うことがあるぐらいです。昔から思っていたのは岡本さんという人は非常にまともな人なんですね。ご存知のように、この業界はキツネ、タヌキ、オオカミの化かし合いのような業界で10人いたら9人ぐらいは悪い奴だと思っ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

た方がいいような社会だった。まあ、今はどうだか知りません。その中で、岡本さんは非常にまともに仕事をしている人だなと思っていました。しかも最終的に私がバンガードでパッシブ運用をやることになった時に、すでに岡本さんは、機関投資家相手にウェルズ・ファーゴ銀行の年金運用部門の日本法人を立ち上げていました。ある意味、バンガードとは、競争相手のような立場にありました。まあ、バンガードは個人投資家向け、ウェルズ・ファーゴは、機関投資家向けという違いはありました。しかし、狙っているところは同じでした。私はよほど物好きな人以外、個人投資家はパッシブですべきだという考え方を持っていました。その意味では岡本さんの行動には非常に関心がありました。たまたま、今回、私が自分の考えをまとめた小冊子を出したのですが、それがご縁で、また関係が復活した状態です。

岡本 | 私が就職をしたのが1971年ですから、その頃に既に清水さんはプルデンシャルとの関わりが始まりつつあったということですね。私は、2年東京で国際金融部に勤務し、その後、2年ブラジルのサンパウロに転勤になりました。ブラジルのための日本からの資金調達がメインの仕事だったのですが、オイルショックがすぐに起こり、日本はとてもカネを貸せる状態ではなくなり、また、ブラジルもカネを貸せる相手ではなくなりました。それで、あまり仕事もなくちょっとさびしい思いをしていたのですが、1975年にニューヨークに配属になりました。その時から、私は証券アナリストの仕事を担当するようになったのです。当時、日興ニューヨークにはジェームス・ローゼンワールドというおじいちゃんのアナリストがいました。

清水 | あの損保株の分析で有名だった方ですね。

岡本 | そうです。彼は証券アナリストの父と言われるベンジャミン・グレアムの最初の弟子だったというのが自慢でした。なぜか彼から気に入られ証券分析、今から思えばバリバリのバリュウー分析だったのですが、その基礎をさんざん教え込まれました。他にも色々仕事があって忙しいのにベッタリと隣に座われ、あれをやれ、これをやれと色々な指示を出されて、正直、ちょっと辟易したものです。ローゼンワールドの仕事に興味を持つ一方、私自身、本格的な証券分析をもっと深く学びたいと思い、いろいろな本を探して勉強したのですが、その時に出会ったのが、エド・ジンバーグなどが書いた「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」という本だったのです。この本を読んで、私は本当に目から鱗が落ちるような思いをしたのをよく覚えています。日本の証券分析のテキストなどを読んででも全然、納得できなかったことが実にクリアーに書いてあった。そのジンバーグ氏はプルデンシャルの株式運用のトップの人だったので余計、プルデンシャルには興味を持っていました。

清水 | あの本は素晴らしい本です。是非皆さん読んでみるといいと思います。ジンバーグという人を通して、私は現代ポートフォリオ理論の理解を深めることができました。非常に仕事熱心な人でした。時にはそれがちょっと困ったことにもなりました。私は、本当は岡本さんと同じようにCFAの資格を取りたかった。それをジンバーグに相談をしたところ、「お前、なんでそ

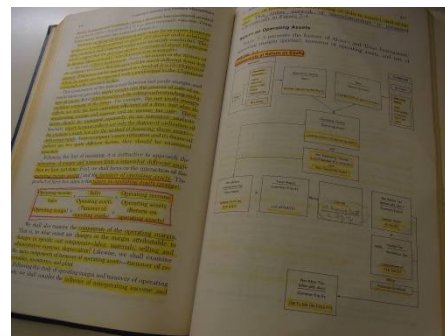
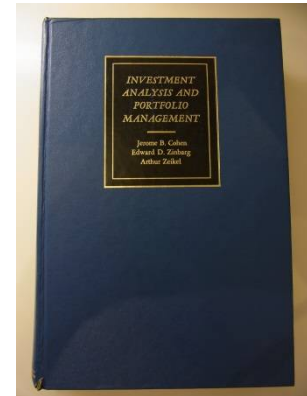




## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

んなものをとろうとするのだ。俺はお前の実力をわかっているのだから、今更 CFA など取る必要ない」と言われてしまったのです。「そんな勉強しているヒマがあるなら、会社のためにレポートを一つでも書け」と言われてしまった。それは、今でも少し残念なことだと思っています(笑)。

岡本 | あの本は、確かテキサス・インスツルメンツとアルコアの二社の比較をしながら、それぞれの企業価値と成長性を、非常にわかりやすく明確に分析する手法を解説していました。そのようなことで、ニューヨーク支店で証券アナリストの第一歩を踏み出しつつあるところで、「お前プルデンシャルを担当しろ、プルデンシャルには清水さんというとてもすごい人がいるから胸を借りて勉強しろ」という事を支店長から言われたのです。そうして清水さんとのコンタクトが始まりました。ある時、清水さんから、ニコンのことを調べたい。ついては、過去10年分のアニュアル・レポートを取り寄せてほしいという依頼を受けたのです。当時の私は、何で過去10年分もの資料が必要なのかもあまりよくわからなかったのです。「なんで10年分も？」と思いつつ、とにかく、東京の本社に要請をして取り寄せて清水さんにお渡しました。それからたぶん半年ぐらいだったでしょうか、清水さんは精緻な分析をされて、沢山の質問を頂き、それに応えていたのですが、その結果、「買わない」という結論を出されたのです(笑)。当然、私はガックリしましたが、同時に証券アナリストという仕事の厳しさを痛感したのをよく覚えています。



清水 | それには実は裏話があります。岡本さんがそのように本社に依頼を出したのですが、プルデンシャルはニコンに興味を持っているということが、岡本さんの会社の金融法人部に伝わったのです。そして金融法人の担当者が三井信託に行き、「今度、プルデンシャルがニコンのADRを買うそうですね」ということを話したようなのです。その話が私のところに回ってきて、私自身、「それはとんでもないことだ、そのような事を私が認めたら、私は罪を犯したことになる。そんな事は絶対にできない」ということで強烈なクレームを東京に対して出した事を覚えています。まあ、日本ではそんなことが当たり前に行われていた時代だったということなのです。

岡本 | ある投資顧問会社の社長にゴルフの誘いが証券会社からあった。気楽に「いいよ」と言うことで約束をしたら、翌日、高価なゴルフ・クラブのフルセットが送られてきたというような話も聞いたことがあります。そんなことが普通に行われていた。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

清水 | それを受けないと「あいつは変人だ」と言われてしまった。

岡本 | じゃあ、清水さんは変人中の変人だと思われていた(笑)。まあ、今はかなり改まっているだろうとは思いますが。私自身、1984年にニューヨークから帰国し、海外で行われていることと、日本で行われていることの差に愕然としたのをよく覚えています。もちろん証券分析の分野もその通りです。ほとんど勤と度胸の「エイ・ヤ」の世界でしたから。しかし、それをきちんとしたものに改善すればかなり大きなチャンスがあるなということも確信できたのです。たぶん日本の証券会社の中でも先端的だったと思いますが、スタッフ全員に本格的な証券分析の手法を教え、レポート類もきちんと分類をし、新たな体裁で機関投資家や外人投資家の購読にも耐えうるようなものに変えていった。もちろん、日本語と英語で同じ内容のものを出して行ったのです。

ちょうどバブルが発生し始めたころだったのですが、その意味ではいいタイミングで良い仕事をさせてもらえたと思っています。おかげさまで、それなりに高い評価をいただけるようになったのが80年代も終わりぐらいでした。ある意味、本格的な証券分析が日本の中でも定着をしていったということが、バブルの崩壊に結びついていったということも言えるのではないかと思います。そして、1990年にご縁があって、米国のウェルズ・ファーゴ銀行の運用部門が日本に進出をしていきたいという話が舞い込んできました。現地で20名位の経営陣、役員と面談をしたのですが、この時も、日本における年金運用と米国における年金運用の差に愕然としました。そして、その時、はっきりと自分が今まで日興証券で歩んできた道はすべてここに通じる道だったということが理解できたのです。それから、年金運用の仕事を社長として15年間行うことになったのです。

清水さんがバンガードで体験されたと同じように私も最初の5年ぐらいは非常に苦しい時期が続きました。しかし、90年代の中ごろぐらいから各種の規制緩和、市場開放が進み始め、少しずつフォロワーの風が吹き始めました。特に幸いだっただのは、やはり、マーケットの環境が非常に悪かったということだと思います。逆説的ではあったのですが、投資環境が苦しいほど年金は必死になって合理性のある低コストの運用を求めるものです。そのような中で、私たちが標榜し続けてきた運用手法が公的・企業年金に受け入れられるようになってきたのです。

あの当時、いろいろな新しい運用の手法を導入しました。当時は、まだ固定手数料制度が残っていましたが、これは証券取引所が定めた会員証券会社に対する規則でした。しかし、投資顧問会社は証券取引所の会員では無いのですから、この規則は本来あてはまらないものです。そこで考えたのが証券取引所の会員ではない海外の証券会社に、日本株の発注をするというスキームです。これによって海外の自由化された株式手数料で日本株を取



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

引きできる。それは大変なコスト削減になります。

これを実施しようとした時に信託銀行から猛烈な反対の声が上がりました。当時、信託銀行は日本の証券会社から委託売買手数料のキックバックを受けていたのです。しかし、海外の証券会社経由での取引となると、その収入が減ってしまうと言うのです。あまりの反対の力の強さに真夜中にサンフランシスコ本社の会長を電話で起こし、事情を説明しました。彼が最初に私に聞いたのは、それは合法的な行為なのかということでした。もちろん、弁護士の意見書も何通か取り、法律的には全く問題がないと答えました。次に彼が聞いたのは、それは本当にお客のためになるのかという事でした。これも私は間違いなく膨大なコストの削減につながり、お客のためになると答えたのです。そこで、彼が言った言葉は今でもはっきり覚えています。「そうならば、絶対にこれはやれ、すべて自分のせいにしてもらって構わない」と言ったのです。こうして多くの反対を押し切り、無理矢理したことによって、日本の年金は大きなコストの削減ができました。その後、ご存知のように株式手数料は自由化されるのですが、ある意味この事件は固定手数料というダムに開いた小さな穴だったのだと思っています。これは一つの例ですが、様々な今まで行われていなかったような運用上のイノベーションを打ち出していくことがある意味、大きな成功につながったのだと思います。時代がだいぶ進んでしまいましたが、ここで 80 年代に話を戻すと、清水さんにも大きな変化がありましたね。

清水| そうです。JP モルガンから「年金の資産運用を日本でやりたいのでやってくれないか」という声が掛かったのです。自分としては迷ったのですが、当時、三井信託のトップは非常に理解のある人で、私は「どうしてもモルガンの仕事をしてみたい。私がそこで何かをつかめば、将来必ずそれは三井信託のためになるはずだ」と言ったんですね。そうしたら、「俺は一切、紐をつけないから行ってこい、お前の好きなようにやれ」と言ってくれたのです。当時は今と違って、三井系の人々が外資に移るなど大変な問題だったのです。そんな環境のなかですべて三井信託のトップが三井系のグループ会社の合意を得てくれたんです。それで私は三井信託を辞めて、JP モルガンに転職をしました。それが 1980 年でした。当時は、まだ外資の信託銀行が日本にありませんでしたので、その設立準備をしてそれで 1985 年までそこで仕事をしました。アメリカと日本の間を行ったり来たりの生活で、多いときには月に 4 回往復をしたこともありました。

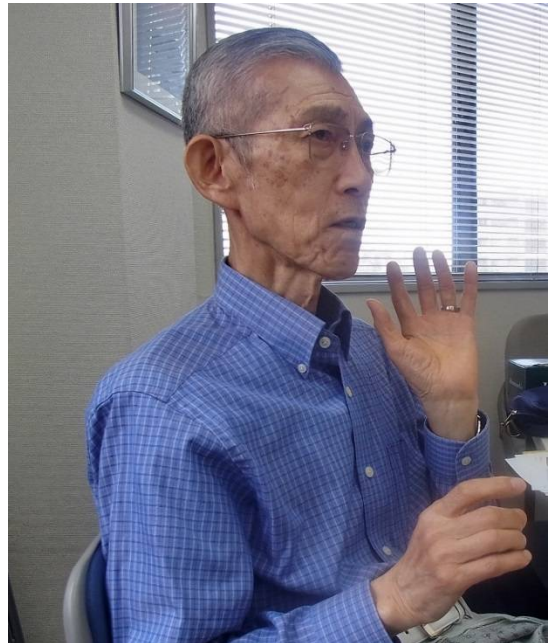
当時、信託銀行分野に外資が参入するということにはなかったのです。その時に、大蔵省で私のカウンターパートになってくれたのが東大卒のキャリア組の男なのですが、かなり型破りな人で私の言う事をよく聞いてくれ、真剣に議論してくれました。喧嘩もとことんやりましたよ。でも、本当に親しくなって、今でも仲良く付き合っています。そのようにして JP モルガンが日本に進出ができたのが 1985 年だったのです。先ほど、岡本さんの話にもありましたが、当時、日本とアメリカの年金運用の手法はまさに月とスッポンの感がありました。年金運用



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

と言っても、日本では運用の管理がほとんどできていない。年金基金で運用を担当しているのは、運用に無縁だった厚生省の人たちが天下りでやっている。理事長も常務理事も運用担当もみんなそうでした。本当に私自身びっくりをしてこんなことをしていたら、日本はダメになってしまう、と感じたものです。

知り合いだった東大の若杉先生とも「これ、なんとかしましょう」という話を始めました。それで始めたのが、まだ日本では導入されていなかった時間加重収益率による年金資産の管理だったのです。それをいろいろやったのですが、かなり時間がかかりました。その当時はちょうど岡本さんが日本での年金運用を始められた頃だったのです。結局、80年代の半ばから私はそれをやり始めて、ある程度その重要性はみんなにわかるようになってきたのが、90年代の前半頃でしょう。機関投資家ですら、日本ではそのような当たり前の投資の原則がわかっていなかった。投資理論などもほとんど知られていなかった。ようやく90年代の半ばごろから、それらが浸透をするようになってきたのです。その辺から日本の本格的な運用ビジネスが始まったとすれば、まだこの業界の歴史は20年程度ということになります。



岡本 | アメリカでも時間加重収益率を含めて年金運用の本格的見直しが始まったのは60年代末、そして、1973年のオイルショックでニフティ・フィフティ株に浮かれていた年金基金に大きな打撃が生じて、それからメイデイ(証券取引手数料の自由化)やチャーリー・エリスの敗者のゲーム論などが出てきて、本格的に運用革命が始まったのはやはり1980年代になってからでした。日本もアメリカと同じようなルートを辿っているというのは興味深いですね。

清水 | そのようなことがあってモルガンでは楽しく仕事ができただけですが、1995年にドイツのコメルツ銀行が、日本で年金の運用やりたいので、やってくれないかという話が来たのです。私はアメリカの経験が長かったのですが、ヨーロッパのことをあまりよく知らない。「少しヨーロッパを見てみたいな」という気持ちもあり、そのオファーを受けました。行ってみたら案の定、ドイツはある意味、日本と似ているところがあり、同じヨーロッパであっても、イギリスとヨーロッパ大陸、大陸の中でもドイツ、スイス、フランスがそれぞれ異なっている。そのようなことも初めて身を以って認識しました。

しかし、どうしてもドイツの気風は自分には合わなかったのです。そう思っているところに、



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

私が70年代、プルデンシャルで仕事をしていた時の同僚が1989年にバンガードに移っていたのですが、彼と話をする機会がありました。日本のビックバンは1998年ごろに起こっていました。投信なども少しずつ規制が緩和をされつつありました。私は「もしかするとバンガードは日本でビジネスができるかもしれない、しかし自信があるわけではないけどね」という話をしたのです。彼は「まあ、それはいいから、とにかく一度、当社を訪問してみろ」と言うのです。日本の実情をバンガードのCEOに話をしてくれと言うのです。それで、1998年秋に私がバンガードを訪問してバンガードの役員会で話をしました。日本の投資運用について話をしたのです。私は「決して楽観はしていない、しかし自分としてはこれでいいと思っていない。私はバンガードのようなところが日本に上陸してくれてやってくれるのであればありがたい」ということを言ったのです。

当時CEOはボーグルからブレナンに変わったばかりの時でした。ボーグルとも何度も会いましたが、直接の交渉相手はブレナンでした。結局、ブレナンから「バンガードが日本に進出をして本当に成功できるかどうかマーケットリサーチをしてくれ。一年間、スタッフも出すので調査をしてほしい」という依頼を受けたのです。1999年、一年間、調査をしました。そして、「日本の投信ビジネスが個人投資家ビジネスとして成り立っていくようであれば、バンガードとして非常に大きなチャンスがあるであろう。ただ、それがいつになるかは、はっきりとは分からない」という結論になりました。その時、今、思えば少しお粗末なのですが、「5年ぐらい経てばなんとかなるかもしれない」ということを言いました。それに対してブレナンから、「わかった。それでは、10年間は赤字を覚悟するからやってみてほしい」と言われたのです。そして1999年暮れに、それが決まり、2000年の1月に日本法人は設立されました。それがバンガード・ジャパンです。

こうしてバンガード・ジャパンのビジネスがスタートしたのですが、案の定ビジネスは非常に苦しい。その当時、唯一、私の言うことを聞いてくれたのが松本大、今のマネックス証券を立ち上げていました。当時は、ネット証券が始まったばかりでした。私が松本に「バンガードの考え方というのはローコストでなければいけない。そうなるとお前のところにもそれほど手数料は落とさない。高い手数料を要求するのであれば、俺はお前のところとは仕事ができない」と言い、ほんのわずかな手数料だけを提示して「これでできないか」ということ言ったのです。よく覚えているのですが、彼は会議室に自分のパソコンを持ってきて「清水さん、ちょっと待ってください」といい、パソコンを操作しだしたのです。そして、「清水さん、その手数料でなんとかなるからやりましょう」といったのです。僕はその時、「本当にあれは偉いな」と思いました。それでバンガードの最初の3つのファンドを出したのですが案の定、それが全然売れない。バンガードというのはご存知のように、広告宣伝費を全然使わない。ですから、新聞やテレビなどのメディアで宣伝することはなく、すべて口コミだけです。ですから、日本のそのような状況で、しかも手数料は安くて、取扱う証券会社は限られている。うまくいくはずがないんですよ。でもそれがバンガードなんだから、それを貫いていかなければいけ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ない。そうでなければ、バンガードが日本に来る意味がない。事業の赤字が累積していきます。バンガードは、それは覚悟していると動ずることはなかった。

こうしてバンガードの仕事をしているうちに、私自身も70歳になった。だんだん私の中で、これは、やはり若い人に任せた方が良くと思うようになってきた。ただ、バンガードのそのような考え方を理解してくれる人はなかなかいない。その当時、シュローダーを辞め、古民家ビジネスか何かをしている加藤隆という男がいることを知った。私は彼と12時間にわたってマラソン・インタビューをしました。色々なことを話して、私は彼にバンガード・ジャパンを任せられると確信したので、彼を後任として決めたのです。そして加藤氏に経営を任せて私は代表権のない役員として残ることになりました。

私自身、1999年に、セゾン投信などはまだなかったのですが、昔から知っていたセゾン・グループのセゾン・ファイナンスとコンタクトし可能性を探ったことはあったのですが、当時、セゾンにはまだそのような体制もなかったため、社内の統一ができなかった。それで、私は、これはまだちょっと無理だなと諦めたことがありました。加藤氏は以前からセゾンとコンタクトがあったのでアプローチを再開し、セゾンと組んでセゾン・バンガード・グローバルバランスファンドを作ったのです。これも最初はなかなか増えなかったが、徐々に資産の増加をし、これでバンガードも何とか黒字になってきた。また、機関投資家にバンガードの考え方を説明して、それがある程度ビジネスのベースになり、その上に個人投資家のビジネスが上乗せされる形になり、バンガードのビジネスは良くなってきた。約束通りちょうど10年で2010年に期間損益でとにかく黒字になりました。これで私もほっとしたわけです。でも、なかなか未だに苦勞をしているようです。これが日本の投資のビジネスの実態なのだろうと思います。そういうことを言いたくて、くどくどここまでお話をしたわけです。

岡本 | 清水さんからご覧になっていま個人投資家の資産運用の中で大きな問題になっている点はどのようなところにあるとお思いですか。

清水 | 岡本さんと私とは時代的にもかなりダブっているところがあり考え方も似ている。世の中に多くの投資の本が出ています。もちろん、ミーハー的な本で「何を買えばどれくらい儲かる」といったような内容のものもあります。あるいは、「私はこうやってこれだけ儲けました」という類から、もう少しまともに投資の仕方を説明し、どのような商品があるかを解説しているようなものもあります。ポートフォリオ運用の手法について書かれているものもあります。そのあたりまでは書かれている本はあるのですが、それを実践する前提として、自分の資産運用の実態をきちんと把握していることが実は大前提なのです。そのためには時間加重投資収益率とそれに基づくリスクがはっきりと捉えられていなければいけないのです。だからスタートのところが無いんですね。こんなおかしな話は無い。色々と見てみたのですが、機関投資家向けの本は別として、個人投資家にそのようなことを書いてある本は何もないので



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

すね。これではいくら政府が「貯蓄から投資」と大きな声で叫んでもうまくいかないのではないか、仮にある程度の資金は投資に回ったとしても、それは従来と同じ考え方で投資でしかない。本当の意味で個人投資家が資産運用することにはならないのではないか。それはおかしい。それは怖い。それを何とかしなければいけない。それが私の問題意識です。

では、個人はポートフォリオの最適化や時間加重収益率に基づくリスクなどを分析するというのはどうしたらいいのか。それをやろうとするといくつか、そこにテクニカルな問題があります。つまり、そのような計算を個人投資家ができるようなシステムを作り上げないとできないわけですね。私自身、今まで、そのようなシステムのある運用会社にいたから運用ができたのです。しかし、個人にはそれがない。金融機関もお客からそのような要求が無い以上、そのような余分な物にお金をかけるつもりがない。できるだけ売りまくって手数料が入ればいい。そう思っている以上、そのようなことをやるはずがない。それならとにかく自分で作ってみようという気持ちで、3年前からこの問題に取り組み始めました。私は今までほとんどコンピュータのプログラミングなどはしたことがなかったのですが、色々調べてみると、エクセルに VBA というプログラミングの簡易言語が付いているということを知った。VBAについては何も知らなかったので本を10冊ぐらい買い込んで片っ端から読んだのです。それでなんとか全体が理解できてきました。個人投資家が自分でポートフォリオ組んでそれにデータを打ち込んで時間加重収益率が計算できるようなシステムを作ったのです。それをやるのに2年ほどかかりました。

しかし、出来上がったものをみるととてもこれでは個人投資家が使えるはずは無いというような代物になってしまっていました。これができるようになるのには、10年20年かかるかもしれないだろうということ。岡本さんとも相談を始めました。個人投資家に直に話しても実践していただけないとすれば個人投資家にいろいろアドバイスをする方、FPあるいは銀行や証券会社などの窓口でお客と接する人たちに時間加重収益率などを理解していただき、お客のために投資管理をする。その中からお客にとって重要なことを要約してわかりやすく説明するという方式がいいのかなという結論になったのです。しかしFPや金融機関の窓口の担当者も顧客から要求がなければ「リターンとリスク」の算定は行いません。ここが悩ましいところです。

岡本 | リターンというのは投資の成果物です。ですから、おっしゃる通り、成果が明確に測定されていないようではリターンから求められるリスクも、そのあとに続く最適化などのプロセスもあまり意味をなさなくなってしまう。米国で現代ポートフォリオ理論が進化をしたのもシカゴ大学を中心とする証券の長期リターンの研究がその始まりだと言ってもいいでしょう。年金運用でも1968年には米国銀行経営者協会が時間加重収益率の採用を提言しています。そして、リターンの測定が厳密化するにつれて、運用のパフォーマンス評価も精緻にな



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

っていきました。

日本では、私が年金運用の世界に足を踏み入れた 1990 年ごろにはほとんどの年金基金が使っている収益率は実現利回り、総合利回り、修正総合利回り程度でした。それが、徐々に金額加重収益率や時間加重収益率が浸透をしていったのです。個人投資家の世界ではまだ分配「金額」に注目する人も多いし、パフォーマンスそのものに対する厳密な測定に注意を払う人は投資家サイドにも販売サイドにも運用サイドにもあまり見当たりません。その点では清水さんがご指摘の「正しいリターンの測定」は個人の資産運用が高度化していくためのどうしても必要な礎石だろうと思います。それをどのような形で普及させていくのか、残念ながら現時点ではこれという解決策は思い当たりませんが、微力ながら私も模索を続けていきたいと思っています。今日はとても価値のあるお話をありがとうございました。

### 金額加重収益率と時間加重収益率

#### **金額加重収益率**

金額加重収益率は、期初の資産総額、および、期中の新たな資金の追加、引出しを複利運用したとして算出される。同じ運用を行っていても資金の流出入の時期や量によって収益率に違いが生ずる。資金の流出入の決定権者である顧客が用いる収益率としてはこの金額加重収益率が正しい概念である。しかし、資金の流出入をコントロールできない運用者側の運用能力評価尺度としては適切でない。

#### **時間加重収益率**

期中のキャッシュフローの時期や量による収益率の違いを排除した収益率である。運用者がコントロールできない資金の流出入の影響を排除したより公正で、的確な時価ベースの測定方法である。この収益率は、欧米では広く定着しており、運用機関側の純粋なファンド運用の巧拙を評価する計算方法として正しい概念である。

以下、例をあげて説明しよう。

例 1) パフォーマンス評価期間は 2 年、期中にキャッシュフローは発生しない。期初の投資資産 100 億円 1 年目の収益率は 10% で期末資産は 110 億円になった。2 年目の収益率は 20% で 2 年目の期末の資産は 132 億円になった。

例 2) 1 年目は例 1 と同様に 100 億円でスタートした。初年度の収益率は 10% で資産は期末には 110 億円となった。さらに 2 年目のはじめに 100 億円の資金追加があった。2 年目の収益率は例 1 と同じ 20% であったので、期初 210 億円の資産は期末には 252 億円になった。

例 3) 資金の流入は例 2 と同じ。ただし、収益率は初年度 20%、2 年目 10% であった。その結果、初年度はじめての





## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

100億円は1年目の末に120億円になった。ここで100億円の資金の追加があり2年目に期初220億円の資産は期末には242億円となった。

まず、金額加重収益率を試算してみよう。例1の場合は、100億円の資金が2年間で132億円になった。そこで2年で1.32倍になるような複利利回りを求めればよい。

$$100 \times (1+r)^2 = 132 \quad \text{答 } r=14.9\%$$

例2の金額加重収益率はどうか。この場合は少しことが面倒である。つまり、100億円の資金を2期と100億円の資金を1期運用して合計が252億円になるような複利利回り(内部収益率という)は何かを求めるのである。

$$100(1+r)^2 + 100(1+r) = 252 \quad \text{答 } r=16.4\%$$

金額加重収益率で例3を計算してみよう。この場合の前提はやはり例2とほとんど同じだが、最終的な資産額が242億円にしかっていない。

$$100(1+r)^2 + 100(1+r) = 242 \quad \text{答 } r=13.4\%$$

なぜ例2と例3の金額加重収益率に差がでたのであろうか。これは、運用スキルによるものではなく、例2ではたまたま運用者が相場の強かった時に多額の資金を持っていたにすぎない。これが金額加重収益率の問題点なのである。これを修正したものが時間加重収益率である。

例2の時間加重収益率は以下の前提で計算される。100億円が1年後に1.1倍になった。2年目は期初210億円が252億円へと1.2倍になった。つまり2年間で運用者のスキルによる資産増加率は $1.1 \times 1.2 = 1.32$ 倍である。これを年率に直せば14.9% ( $1.149 \times 1.149 = 1.32$ )の収益率である。これは例1の収益率と同じ数値である。

$$r = (1.1 \times 1.2)^{1/2} - 1 \quad \text{答 } r=14.9\%$$

例3の場合もまず、初年度に100億円が120億円へと1.2倍に、2年目に220億円が242億円へと1.1倍になっている。したがって、運用者のスキルによる増加率は二年間で $1.2 \times 1.1 = 1.32$ 倍である。これは年率14.9%の収益率である。ここで、時間加重収益率では例2と例3の結果が同じになっている。

$$r = (1.2 \times 1.1)^{1/2} - 1 \quad \text{答 } r=14.9\%$$

収益率の計算方法としては時間加重収益率が最善であることは明白である。ただし、上の例は非常に単純なケースであり、現実に行うのは計算が面倒な点に欠点がある。つまり、一定の期間の単位ごとにその時点



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

の時価総額と現金の流入をすべて把握して計算をする必要がある。そこで、時間加重収益率を計算する場合の簡便法としてディーツ(Dietz)方式と BAI 方式の二つが考案されている。

ディーツ方式は、キャッシュフローがすべて期央で発生したとして、前期末と当期末に2分の1ずつ振り分けたものである。通常、月次ベースの収益率を算出する場合にこの簡便法を利用する。BAI 方式は、1968 年米国の銀行経営協会(Bank Administration Institute) によって提唱されたものである。この方法では、すべてのキャッシュフローが期央で発生し、それを複利で運用したとして算出している。これらの方式は、対象ポートフォリオの期初と期末時点の時価とキャッシュフローの総額だけが入手できれば計算可能で、あり、簡便かつ実用的な方法である。しかし、期中のキャッシュフローを総額としてしかとらえていないことやキャッシュフローの発生時期をすべて期央としているため、厳密な意味では計算誤差が大きくなる場合があることに注意する必要がある。

(岡本和久著、「新時代の投資戦略」(東洋経済新報社、1991 年))



### 鎌倉投信 UPDATE

講演: 鎌田 恭幸氏

講演レポーター: 川元 由喜子

Q&A レポーター: 赤堀 薫里

日本の良い会社に投資しようということで取り組んできて、ちょうど4年くらい経ちました。悪戦苦闘の連続で、ようやくここまで来たところです。「結2101」という公募投信を直販で売っていることを続けているわけですが、受益者数がこの5月末で7500人くらい、ファンドは96億円になりました。設定来のパフォーマンスは46%、年率10%位となっています。

リーマンショックから2か月後の、2008年11月に鎌倉投信を起し、実際のところ、なかなか簡単ではありませんでした。その時すごく力を与えてくれたのは、3・11の大震災でした。株価が急落し、お客さんの反応がとても不安でしたが、蓋を開けてみると、圧倒的に買ってくださる方が多かったです。「こういう時だからこそ日本の企業の活動を絶やしちゃダメだ」、「企業を応援することで少しでも役に立てれば」と、たくさんの方が投資して下さいました。その思いを受けて、投資先の社長さん全員に手紙を書きました。この時、預かったお金をどのように生かしていくかが、本当に大事なんだと思ったのです。良い会社に投資を続け、その会社のことを多くの投資家に知ってもらい、信頼に根差したお金の循環を創る。金融を通じて平和への祈りを捧げる、ということをお金の生き方の軸にしようと決めました。



こだわり続けているのは直販ということです。とにかく直接対話の中で、預かったお金がどうい



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ころに投資をされ、その投資先が何をやることによって社会に価値が生まれているのかをしっかりと伝える。そうやって企業価値が高まり、資産形成につながっているんだと感ずることが出来るような金融商品にしよう、と思っているわけです。

お客様との対話の代表的な取り組みが、「受益者総会」です。お客様と最終投資先の会社との距離を、一気に縮めて行こうという空間です。なるべく多くの方にお出でいただいて、特に社長の話を、是非聞いてほしいですね。なぜなら会社というものは、トップの器以上には大きくなるものだからです。上に立つ人が、どういう人格を持ち、どういう志向を持ち、どういうリーダーシップを持っているのか、実際肌で感じてもらうと、その会社の本当の強さが見えてくるのです。

受益者総会の場では、社長としての生き様のようなもの、そもそも何のためにこの仕事をやっているのかという事業に対する想いとか、会社のビジョンとか、そういうことを語ってくださるようお願いしています。そこに何かお客様に共感するものがあれば、利益を求める前にしっかりと応援しよう、というスタンスにもなります。お客様自身の価値観がガラッと変わる瞬間もたくさんあります。本当にいい投資というのは人を成長させ、人格を磨きます。そういう投資家をどんどん増やしたいなあと思います。

講演では、鎌倉投信設立に至るまでの経緯に始まり、古民家を再生した社屋についてもお話いただきました。さらに、良い会社を率いる社長に共通するものは何か、企業が本業で社会に貢献するという事、それを見る「人」「共生」「匠」という座標軸、事業サイクルの分散という考え方、これからの企業経営者に必要な資質、等々、魅力的な投資先企業の実例を数多くご紹介いただきながら、盛りだくさんの内容でした。

### <質疑応答>

Q 鎌田さんの投資フィロソフィーはすごく良いと思います。そのフィロソフィーは自分自身で形成してきたものですか？それとも人の助けを借りましたか？どのように形成してきましたか？

鎌田 人の助けが圧倒的に多いですね。

Q もう一つ質問です。今の大規模な会社の大部分が、行き詰っているということでしょうか？それは社会の変化ですか？

鎌田 最初のご質問ですが、やはりいろいろな経営者さんと接していますので、自分自身が磨かれ、いろいろな方から哲学的なものは学びました。ただ、一番の私の原点は、以前、岡本さ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

んがインベストラ이프で紹介してくれましたが、私の母親が田舎で商売をやっていたことにあります。お金に対する価値観は、知らず知らずのうち母親から学びました。今で言うコンビニをやっていたんですね。とにかく「お客様を大切にしろ、おカネは、全て人と人との信用だ」と言っていました。今でいう与信取引なんですけど、当時は帳面で、貸し借りを付けていて、月末にまとめて支払ってもらっていました。いつも「この人は信用できる」と言っていました。お金と信用は僕の中でイコールなんですね。幼少時代、お客さんの所に母親について行くと、必ず母親が頼まれた物以上のお土産みたいなものを、お客さんの所に持って行っていたんですね。チロル・チョコレートみたいなものですが。当時、僕は、これは無駄じゃないかと思っていましたが、実は10円、20円というものが、信頼関係を築いていたんだ、今となつては、なるほどと思います。こういう仕事をやり始めて、その原点を辿っていくと、幼少体験として、母親の商売を後ろで見っていたことが、僕の仕事の原点です。ちなみに鎌倉投信の創業メンバー4人は、皆自営業の出なんです。サラリーマンの家庭は誰もいないです。これはたまたまなんですけどね。その点も面白いと思います。

2点目の構造変化ですが、これは会社によってまちまちだと思いますが、日本の今の大企業は、ある意味、成功してきたんですね。技術的イノベーション、モノ不足からモノ充足の時代に、良いモノを効率的に生み出すという面では、すごく大成功しました。かなり端折って言うと、一部の人達が作ったビジネス・モデルなり、生産モデルを、多くの人々が、それを正確にやるという面では、優れた組織を作っていた。ただ、いざ、新しいモノを考えろと言われても、思考性という観点では、今迄完全に使ってこなかったもので切り替えができない。ある種の過去の成功体験からの脱却というものが、苦しみながらできている所と、できていない所が、まだら状態だと思っています。

一つ、ソニーさんで感じたことですが、90年代半ばに、「この会社大丈夫かな？」と思ったことがありました。当時、出井さんが社長をされていた時です。当時に見てみたら、時代の最先端をいった組織体系だと思えますが、事業部制を導入したり、執行役制や、外部取締役を入れたりして組織改革をしていました。その時に外から出入りした私のような業者から見ると、人間関係が冷たい会社だと感じました。縦割りの組織になり、隣の部署がライバル。出入りの業者さんも完全にコストで切り詰められていった。今迄ソニーが好きだった人達が離れていきましたね。本当であれば、色々な部署の人が知恵を出し合って、今迄にない商品サービスを売らなくてはならない時に、縦割りで、能率性、効率性を追求してきたので、それが逆戻りできなくなりました。今はどうかわかりませんが、本来あのタイミングでやってはいけない時に、思い切って舵をきってしまったなど、その時思いましたね。様々な事情はあると思いますが。組織体系とか、現場にいる一人一人の方々の主体性がそうして弱くなってきたと思います。

岡本 さっき鎌田さんの話にもあったけど、経営の中で、トップがどのようにスタッフをサポートする



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

かということが、如何に大事かということです。私も昔、そういう立場におりました。トップには、3 つだけ仕事があると思います。1 つは、ビジョンを明確にして、常にそれを語り続けること。2 番目は、全てのポジションで自分より能力の高い人をおくこと。だから鎌田さんにきてもらったんですがね(笑)。それぞれの分野で最高の能力の人を集めること。3 番目は、彼らのサーバント(召使)になること。彼らをサポートすることで、彼らが能力を発揮できるようにする。その 3 つをやっていると、自然に到達できると思います。ちょっと、日本企業はそういう発想が少ないなと感じますね。

Q 現金比率の管理はどのようにしているのですか。

鎌田 お金が入ってきていますから、どちらかという現金比率が上がっていて、4 割くらいの現金比率になっています。無理して買うことはしません。下がった時に仕込むようにしたいので、今は辛抱の時期です。一番、現金比率が高い時は、45%でしたので、その時よりは下がっていますけどね。高い所で買ってしまつと、どんないい企業でも反動がきますからね。

Q 小型株中心の運用だと、資金が入りすぎて困ることはありませんか？あるファンドによっては、募集できなくなるということもありますよね。そこまでにはまだ大丈夫ですか？

鎌田 まだ大丈夫です。大きさを追及するファンドはありませんので。やはり、投資しづらくなつたらソフト・クローズして、入金に制約をかけていくつもりです。適正な規模というものがありますからね。小さな企業に投資していますから、1000 億とかは無理ですね。これから投資したいと思っている会社が 100~150 ありますので、おそらく 200 銘柄当たりで、一社当たりの投資可能金額をかけると 300 億から 500 億位が適正ではないかなと思います。それ以上になりますと、ファンドのクオリティーが下がりますから、なんらかの募集の制限をかけ始めると思います。最初の話に戻りますが、入出金の出入りをコントロールする時に、直販であるということとはすごくありがたいです。お金の出入りが計算できますし、相手も見えます。一番大きな投資家は 6 億円ですが、彼らとは常にコミュニケーションをとっているため、急に資金が流出入することはありません。また個人の投資家の 3 人に 2 人は積立投資をされていますから、非常にお金の出入りが安定しています。実は、運用パフォーマンスを左右する、おそらく 1/3 くらいは、お客様の質だと思っています。急に出たり入ったりするお客様が多いファンドは、パフォーマンスが劣化すると思います。キャッシュフローが計算できないと、思うようなポートフォリオが作れませんから。ですから直販で、大体どういう風なお金の出入りがあるのかということ、頭の中に入れておくと、結果としてパフォーマンスがよくなります。パフォーマンスの 1/3 はお客様が作るものだと僕は思います。販社を使う時の難しさはそこにあると思います。

Q 一般的な投資信託との一番いい対照的な状況を作ってくれていますね。お客様と作って



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

くと意識している大手は、ほとんどないですよ。販社が間に入ってしまうと、いくらそういう風に思ってもなかなか難しいですからね。そこはすごく大きなメリットだと思います。

岡本 鎌倉投信はある意味、世界的にも珍しい投資信託かも知れません。それだけに、大きく育てほしいと思っています。どうか、きちんとするべきことを実行して夢をかなえてください。今日は明確な投資哲学を披歴していただきありがとうございました。



### 中国がわかるシリーズ 22 煬帝の時代と唐の建国

ライフネット生命株式会社

代表取締役会長兼 CEO、出口 治明

604 年、高祖文帝が没し(楊広によって殺されたとの説もあります)、皇太子の楊広が即位しました。隋帝国 2 代、煬帝の登場です。煬帝は、洛陽を事実上の首都に定め、605 年、南北を結ぶ大運河の建設を命じました。淮水と長江の間は文帝の時代に開削されていたので、黄河と淮水を結ぶ通済渠、黄河と天津を結ぶ永済渠、長江から杭州に至る江南河を開削し、610 年には南北 2500km に及ぶ大運河網が開通しました。江南の豪奢に惹かれていた煬帝は、龍舟を仕立てて、江都(揚州)へ行幸しました。六朝時代を通じて、江南の生産力は急拡大していましたので、この大運河の開通は、中国に流通革命をもたらし、大唐世界帝国 300 年の繁栄の基盤となったのです。また、通済渠と、永済渠の結節点に位置する開封は、その地政学的な重要性が著しく高まりました。煬帝は、まさに、開封の恩人になったのです。

607 年に律令(大業律令)を公布して法制を整えた煬帝は、外征にも熱意を示しました。青海で中継貿易により巨利を得ていたチベット系の吐谷渾(支配層は鮮卑)を服属させて、西域の交易ルートを確認し、610 年には、洛陽で西域の族長を集めて大国際交易会(博覧会の先駆け)を催しました。また、南部では林邑(ベトナム)にまで版図を拡げましたが、3 次にわたる高句麗への攻撃(612~614)には失敗しました。大運河の開削や相次ぐ外征に疲弊した民衆が全国各地で反乱を起こし、煬帝は、為す術も無く 616 年から江都に引き籠りました。618 年、煬帝は臣下に殺されて隋はあっけなく滅びます。

617 年に、東突厥から兵を借りて挙兵していた李淵(高祖~626)が即位し、唐を起こしました。なお、李淵は煬帝のいとこに当たります。この時点の唐は、東突厥に臣属する群雄勢力の 1 つに過ぎませんでした。しかし、20 を超えた各地の有力群雄勢力は、623 年頃までに、天才的な軍略の冴えを見せた高祖の次男、李世民によって全て平定されてしまいました。この情勢を見て、新羅は、621 年、いち早く唐に朝貢し、高句麗、百済もそれに続いたのです。こうして、大唐世界帝国の幕が開きました。





### 最強の積立投資法 バリュー平均法を学ぶ

講演: 岡本 和久

講演レポーター: 川元 由喜子

Q&A レポーター: 赤堀 薫里

バリュー平均法は、フォーミュラ型の積み立て投資、つまり投資方針のルールを定め、それに従って定期的に投資を実行していく手法の一つです。ドル・コスト平均法は、定時・定額で買い付けていきますが、バリュー平均法は定時・変額でそれを行い、効果をさらに増幅します。アメリカでは専門家から高い評価を受けていますが、どの程度、投資家の間に普及しているのかは不明です。

バリュー平均法の特徴は、投資の目的を、資産の時価残高に置いているところにあります。ドル・コスト平均法では投資の総額が目標値になっていて、その金額を確実に投資することができますが、バリュー平均法では、株価が下がった時には買い付けを増額し、上昇した時には減額、もしくは売却することによって、目標の時価残高を達成するのです。投資の目的は「いくらにしたい」というところがあるのが普通でしょうから、そういう意味では目的に合致しているわけです。



この手法の非常に重要なコンセプトが「バリュー・パス(バリュー経路)」と言われるもの。いつの時点で時価残高をいくらにするか、という道筋を事前に決めるのです。例えば 10 万円ずつ増やしていくとすると、第一期目 10 万円、第二期目 20 万円、第三期目 30 万円、という具合です。毎期の売買金額は、そのバリュー・パスとして定められた金額から現在の保有残高の時価(現在の保有口数×現在の価格)を引いたものとなります。時価が上がって残高がバリュー・パスを上回れば、売却することになります。

試しに上昇相場、下降相場、下降後反発、といったケースでドル・コスト平均法と比較してみると、いずれもバリュー平均法のパフォーマンスが良くなります。安くなったらより多く買い、高くなったら買付額を減額したり、時には売却をするので、結果的により良くなるのは当然です。それを一つのフォーミュラに作り上げたところが優れているのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

バリュート平均法の最大の問題点は、下がれば下がるほどたくさんの資金を投下しなければならないことです。それを回避するためには、投資額に「キャップ」をつけたらよいのではないかと考えています。当然、制約なしの場合に比べ、効果が薄れる可能性はありますが、やはり投資資金がどんどん増加して生活が圧迫されるようなことになると問題です。実用のためにどのようなやり方が一番いいのか、今後の研究課題でしょう。

実際の売買は、どういう頻度で行うのが良いのでしょうか。あまり頻繁だと手間もコストもかさみます。またバリュート平均法というのは、相場が変動する時にメリットが大きいので、マーケットが出来ただけ違う方向に動いている間隔が望ましいわけです。過去のデータから試算してみると、四半期ぐらいが良いのではないかと思います。

講演では、実際に売買金額を計算してシートに書き込むなど、実践的な方法を教えていただきました。様々なシミュレーション、キャップを使ったフォーミュラの紹介、どの口座を使うかというアセット・ロケーションの議論、バリュート・パスの設定の方法など、詳しく教えていただきました。今回のテーマを盛り込んだ近著のご紹介もありました。

### <質疑応答>

岡本 ご質問があればどうぞ

Q 売買のコストを考えると、どういうものを買えばいいのかな？と疑問を持ちました。今回の試算に売買のコストは含まれていませんよね？実際どれくらいプラスなのか、もしくはマイナスなのかを見たい時に、コストまで考えるとより複雑になってしまいますよね。

岡本 本来ならば、コストを含んだものと、含まないものを比較してみる必要があります。しかし、コストを含んで試算をしてみても、過去のある一時期を切り取って行っているだけで、実際にその時のパフォーマンスが、また再現されるわけではないですよ。難しい所です。今回の試算ではおっしゃる通り、コストは含んでいません。ただ、ドル・コスト平均法でもコストはかかります。コストの問題と手法の効果そのものは、別にして考えた方がいいでしょう。そういう視点から両方ともコストなしで考えています。

Q 積立てている途中で売りが発生するということは、売って利益が出ると、税金を払わなくてはならない。そうすると、売った方がいいと思っても、やっぱり私は売らないと思ってしまうんですよ。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

- 岡本 ですから、確定拠出年金の枠でやるということが望ましいのです。課税口座で割り切ってやるということもありますが、その場合は売却益が出れば税金というコストが発生します。もちろん、年間を通してみれば損益通算ができる可能性もあるのですが、そうなってくると相場展開次第ということになってしまいます。ですから、一般化した議論は難しいかも知れません。
- Q やっぱり売った時にだけ税金がかかるわけですから、売らないにこしたことがない。やっぱり確定拠出年金がアセット・ロケーションとしては最適ですね。
- 岡本 そうですね。そういうわけで、確定拠出年金の本でこの手法を紹介したという経緯になります。アメリカの論文などを見ていると同じ点が指摘されていて No-sell(売りなし)のバリュースコア平均法も考えられています。
- Q 確定拠出年金で出来たお金を、現金化して、入れる場所がありますか？確定拠出年金の場合は、MMF はほとんどないですね。定期預金か、保険です。生保がやっているところは保険が多いですね。保険はいったん入れると、解約時に元本割れをしてしまうことがあるので、そこが難しいです。普通預金もないし、現金もありません。定期預金か保険しかなく、ごく一部のところで MMF がありますが、MRF もないです。定期預金も大体 5 年か 10 年が多いです。
- 岡本 MMFを確定拠出年金で使えない場合には債券投信を使えばよいと思います。むしろ、若干ではあっても利回りをアップするのに効果があるとも言えます。
- Q 確定拠出年金のスイッチングには、日にちがかかります。切り替えに 1 週間くらいかかる為、当初この値段でやりたいと思っても、一週間で大きく値段が変わってしまうことがあることが、悩ましいところです。技術的な問題ではそんなところがあると思います。
- 岡本 ただ、もともとフォーミュラ投資ですから、価格をみながら発注をしているわけではない。その点ではスイッチングにかかる日数もフォーミュラの一部と考えておけばいいでしょう。
- Q 後は、確定拠出年金加入者 470 万人のうち、この手法を理解して出来るのは 100 人もいないのではないかなと思います。もう少し単純化しないといけないのかなと。ただ理論的には、この方法はすごくいい方法だと思います。今私がやっている仕事の中で、年寄りの資産運用にぴったりだなと感じています。
- 岡本 退職後のための資産形成以外では、一番典型的には、退職金をもらって、それをどう投資するのかということがあります。その場合、問題になってくるのは、どれくらいの期間で完結



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

すべきか、ということです。65歳で退職して、10年かけてポートフォリオを完成させるのは時間がかかり過ぎます。5年でも長いかもしれない。「相場は、大回り3年、小回り3カ月」といいますから、2~3年くらいというのが一つのめどかなという気がします。ただ、過去の相場サイクルを、グローバルなマーケットで見ると、上昇が長く下落が短いですね。上昇は3~5年くらい続いて、下落は1~2年くらいの感じ。それがそのまま当てはまるのかという問題もあります。あともう一つ、ライフステージとして、いつまでもその資金を投資しないで、持ち続けているというのもどうかと思います。

Q この手法、非常に面白いのですが、他に問題になりそうな点はどんなところにありますか？

岡本 一つの問題点は、価格が下落すると買い付ける金額が増加します。その結果、底入れする前に資金が尽きてしまう恐れがあります。あるいは、上昇相場ですと、いつまでも買いが完結しないということもありえます。ただ、例えば子どもが、10年後に大学に行くので、それまでに幾らいくら貯めておきたい、というような、はっきり目標が決まっている場合には向いていると思います。

Q さっき岡本さんもおっしゃっていたように、これを個人の方がやるのは、なかなか難しいので、むしろFPの方が、3カ月に1回とか、定期的に中身をチェックしてあげてアドバイスをしてあげるといことは、役に立つ、いい一つのビジネスになるのではないのでしょうか。

岡本 FPさんには、新しいビジネスの、一つの種になるのではないのかなと思っているんですけどね。

Q FPの教科書には載っていない所でしたので、今日はすごく勉強になりました。相場が上昇してきて、「長期投資だから、売ったらあかんのかな」と思っていたら、結局、またもとに戻ったという時に、こういう知識があったらよかったなと思います。

岡本 ドル・コスト平均法は、上昇相場の時も、同じ金額を投入していきますから、投下資金との比率から見ればバリュート平均の方がよくても、絶対額では、ドル・コスト平均法の方が儲けの金額は大きいですね。投資金額を減らさず、ずっと買い続けていますから。そうすると、比率は少なくとも、金額で儲かったという喜びはあるかも知れませんね。まあ、あまり知られていない投資手法としては結構面白いし、有用なのだと思います。ドル・コスト平均法をずっとやってきて、少し退屈してくる人もいますよね。人任せでしょ？投資しているといっても、一度も自分で発注したことがないと言う人もいます。そこから一歩踏み出すということでは、いいと思いますね。今日はありがとうございました。



### 連載 資産運用「茶飲み話」(5)

岡本 和久



「根拠なき楽観」に安住するな！

日本は非常に明確な四季のある国です。さらに季節を細かく分けて二十四節気があるほどです。「大寒」、「啓蟄」、「春分」、「夏至」、「立秋」など、これらはすべて二十四節気によって決められた季節を表したものです。日本人には、季節というものの細かい変化を楽しむ文化が根付いているのです。

加えて、四季折々のお祭りがあり、季節が変わるごとに、皆が集まってお祭りをしたり、食事をしたり、お酒を飲んだりしながら、楽しみを分かち合います。どんなに寒い冬でも、じっと我慢していればいつか必ず春がくる。まさに「冬来たりなば、春遠からじ」です。そんな考え方が我々の DNA の中にしっかり埋め込まれているのではないのでしょうか。

「がまんする」というのは悪いことではありません。しかし、がまんは、循環的な問題に対しては有効ですが、構造的な変化には対応できません。通常の季節の巡りとは異なり、基本的な環境が変わっているからです。現在の日本の抱えている困難な問題、例えば、経済、社会、外交、さらには雇用の問題、年金の問題等々、みな構造的な変化が底流にあります。それは、日本という国の成熟化と人口構成の変化、そのなかで地球規模でのグローバル化・情報化が進展しているところにあるのではないのでしょうか。ですから、同じがまんをするのでも、何もしないでじっと耐えるのではなく、変化に伴う一時的な影響に立ち向かうことが必要なのです。

四季の巡りに慣れた日本人は「いずれ良くなる」という「根拠なき楽観」に陥りがちです。でも、構造が変化しているときはいくら我慢して待っていても状態は良くなりません。将来の自分を支えてくれるのはいまの自分しかいないのです。いま、一步を踏み出し、長期的な視野で資産形成を始めることしか、構造変化に対応することはできないのです。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

「時間」という資産のアロケーションにもバランスが大切です

長期投資ではアセット・アロケーション(資産配分)がパフォーマンスのほとんどを決めることが知られています。つまり、国内外の株式、債券などにどのように自分の資産を配分するかがもっとも重要であり、銘柄選択やタイミングなどの要素はそれほど大きな役割を果たしていないのです。

人間にとっておカネは大切なものですが、実はもっと、もっと大切な「資産」があります。それは「時間」です。アセット・アロケーションが重要であるのは金融資産だけではなく、時間という資産にも当てはまります。「平成 23 年度社会生活基本調査」に「1 日の時間をどのように使っているか」という調査結果が掲載されています。ミドルエイジの代表として 40～44 歳の人を見てみましょう。男性は通勤時間も含めた仕事に平日は約 10 時間(週全体では約 8 時間 16 分)使っています。一方、女性は 4 時間 45 分(同 4 時間 15 分)を使っています。

驚くのは家事で、男性はわずか 8 分(同 11 分)、女性は 3 時間半(同 3 時間 24 分)です。仕事と家事を合計すると週全体で男性は 8 時間 27 分、女性は 7 時間 39 分で、その差は 1 時間のみです。しかし、男性の時間という資産のアセット・アロケーションが大きくゆがんでいるのがわかります。

このバランスを欠いた男性の時間のポートフォリオは将来の大きな問題をはらんでいます。誰もいずれは仕事を離れ、家庭に戻ってくるのです。そのときに「自分のいるべき場所がない」という大きなリスクです。人生の目的は「しあわせ持ち」になることです。幸福な家庭はしあわせのインフラです。そのインフラがきちんとできていなければ、いくら経済基盤だけがあっても良い人生とは言えないでしょう。ミドルエイジの方々、いまから時間資産のアセット・アロケーションをバランスあるものにするようお勧めします。

健全なリターンは健全なポートフォリオに宿る

健全なリターンとは何でしょうか。それは最終的に自分の必要とする資産額をできるだけ小さい変動で実現するために必要なリターンです。そのようなリターンを生み出してくれるのが健全なポートフォリオです。自分の求めるリターンを、一番少ないリスクで達成できるポートフォリオの設計図を描くことがまず必要です。高いリスクの株式や低いリスクの債券などをどのような比率で調合するかを決めるのです。

そして、その設計図にあわせて最適な素材を選択することが必要です。つまり、十分に分散された、長期に保有していても鮮度の落ちない、そして、コストの低い投資対象を候補として絞り込みます。その素材が、株式や債券に投資をする投資信託です。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

次にそれらの素材を組み立てます。これは売買執行の段階です。若い方なら毎月の給料から積立投資をするのが一般的です。退職後の方であまり投資に習熟していない方であれば、何回かに分けて買う方が下落したときのショックは少ないでしょう。つまり、買付時には時間分散が効果的なことが多いのです

最後が定期点検です。モニタリングと呼ばれますが、年に3~4回、現在の状況と計画を検証します。大切なことは短期的なマーケットの動きにあたふたしないことです。視野を長くとってどっしり構えていけばいいのです。もし、ある資産が設計図の比率から大きくかい離れた場合は、それを調整します。これがリバランスと言われる操作です。

大切なことは、健全なリターンはきちんとした構造を持つポートフォリオから生れるのだということです。一発勝負で投機をすれば、たまたま当たることはあるでしょうが、それは健全なリターンではありません。できるだけ、計画されたリターンを生み出してくれる確率が高いのが健全なポートフォリオであり、その健全性を維持していくのが人生を通じての資産運用なのです。

### 運用でコントロールできるのは「A・R・C」

「神よ、私が変えることのできないことを受け入れる冷静さを、変えることのできることを変える勇気を、そして、それらの違いを判断できる知恵を与えたまえ」(ラインホルド・ニーバー)

この言葉は人生の生き方の教えです。資産運用でもコントロールできることと、コントロールできないことがあります。コントロールできないことの代表はリターンです。リターンがコントロールできるなら、投資はこれほどやさしいものはありません。しかし、残念ながらこれはできない。

では、コントロールできることとはなにか。それらは「A・R・C」です。

「A」は Allocation。つまり、資産配分です。株式と債券の比率、海外と国内の比率をどうするかは自分でコントロールできます。そして、長期にわたる配分比率がパフォーマンスの大部分を決めるのです。

「R」は Risk です。リスクは「不確実性」ですが、これはコントロールできます。その方法が分散投資。つまり、色々な銘柄を持っていればリターンの高いもの、低いものが相殺しあって安定したリターンになります。

そして最後の「C」が Cost です。資産運用にはコストが付きものです。売買をすればコストがかかる



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

し、投信を持っていればコストがかかります。税金もまたコストです。そして、わずかに見えるコストも長期間のうちには大きな差をもたらします。ですから、無駄なコストをかけないというのは投資で成功するための重要な秘訣です。

「A・R・C」は自分の意志でコントロールできるのです。これらをしっかりコントロールすれば、その結果として良い投資成果が得られるのです。しかし、多くの人は結果であるリターンをコントロールしようとするからなかなかうまくいかないのです。まさに冒頭のニーバーの言葉を玩味すべきです。



# ＜モデルポートフォリオ：2014年7月末の運用状況＞

単位：％

		トータルリターン				リスク	1万円ずつ積み立てた場合の投資額に対する騰落率			
		1か月	1年	5年 (年率)	10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月～ 175万円
4資産型	積極型	0.82	17.02	10.86	5.30	16.48	7.80	51.71	46.28	56.06
	成長型	0.68	13.31	8.41	4.81	11.65	6.05	38.35	37.70	48.91
	安定型	0.53	9.60	5.82	4.08	7.28	4.29	25.84	28.70	40.35
2資産型	積極型	0.36	19.25	12.58	6.91	18.72	8.45	55.42	56.20	71.64
	成長型	0.43	15.45	9.70	6.00	13.71	6.77	42.82	45.46	61.62
	安定型	0.51	11.68	6.70	4.84	9.30	5.11	30.91	34.22	49.90

\* 投資にかかるコストは控除していない。積み立ては、税引き前分配金再投資。ポートフォリオは毎月リバランスをしたものとする。積み立ては計算月数分を運用したものとする。例えば1年の場合は2013年7月末に1万円投資資金を積み立て始め、2014年6月末の投資資金までとする(2014年7月末積み立て分は運用期間がないため含めていない)。出所：イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがMorningstar Directにより作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まとなび」のお問い合わせメール( <https://www.matonavi.jp/inquiry> )にてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンまで。

## ポートフォリオの資産配分比率(外貨建て資産は円換算ベース)

4資産型		国内株式: TOPIX	外国株式: MSCI KOKUSAI	国内債券: NOMURA- BPI (総合)	外国債券: Citi WGBI (除く日本)
		積極型	40%	40%	10%
成長型	25%	25%	25%	25%	
安定型	10%	10%	40%	40%	
2資産型		世界株式: MSCI ACWI (含む日本)		世界債券: Citi WGBI (含む日本)	
		積極型	80%	20%	
		成長型	50%	50%	
		安定型	20%	80%	

ポートフォリオは「インベストラيف」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出しています。特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「長期投資仲間」通信『インベストラيف』のその他の記事はこちらからご覧ください。  
<http://www.investlife.jp/>

### 4資産

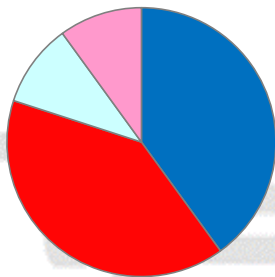
■ 国内株式:  
TOPIX

■ 外国株式:  
MSCI KOKUSAI

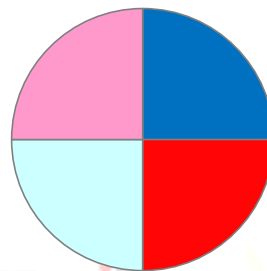
■ 国内債券:  
NOMURA-BPI  
(総合)

■ 外国債券:  
Citi WGBI  
(除く日本)

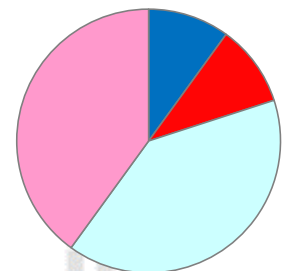
### 積極型



### 成長型



### 安定型

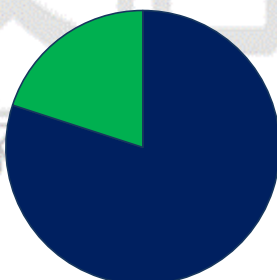


### 2資産型

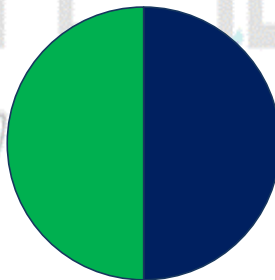
■ 世界株式:  
MSCI ACWI  
(含む日本)

■ 世界債券:  
Citi WGBI  
(含む日本)

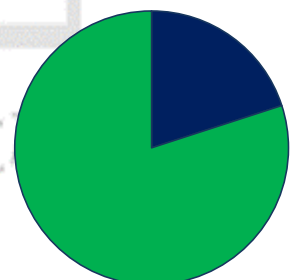
### 積極型



### 成長型



### 安定型



<国内で購入可能な代表的ETF:2014年7月末の運用状況>

当資料は「インベストラ이프」のために、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出、作成しています。特定の投資信託による投資の推奨を行うものではありません。※ファンド名をクリックするとそのファンドの詳細を見ることができます。

「長期投資仲間」通信「インベストラ이프」のその他の記事はこちらをご覧ください。http://www.investlife.jp/

\* 投信ブログ 「梅屋敷商店街のランダムウォーカー(インデックス投資実践)」の管理人、水瀬ケンイチさんのご協力で銘柄を選定しました。  
 なお、国内株式、債券、コモディティについては「インベストラ이프」が選定しました。

Ticker	ファンド名	トータルリターン (米ドル換算)					トータルリターン (円換算)					リスク (円換算)	リスク (米ドル換算)	1万円ずつ積み立てた場合の 投資額に対する騰落率				1万円ずつ積み立てた場合の 月末資産額				純資産 2014年7月末		総資産 または 信託報酬 (%)	イボットソン 分類	連動を目指す 投資対象指数
		1ヵ月	1年	5年 (年率)	7年 (年率)	10年 (年率)	1ヵ月	1年	5年 (年率)	7年 (年率)	10年 (年率)			10年 (年率)	10年 (年率)	1年 12万円	5年 60万円	7年 84万円	10年 120万円	1年 12万円	5年 60万円	7年 84万円	10年 120万円			
1308	上場インデックスファンドTOPIX (日興AM)	0.60	11.01	6.76	0.03	3.82	2.12	16.07	8.42	-2.04	2.99	19.62	16.00	12.99	89.92	121.08	159.62	8.26	49.86	44.15	33.01	7,825	8,047	0.10	国内株式・ 大型ブレンド型	TOPIX(配当込み)
1348	MAXIS トピックス上場投信 (三菱UFJ投信)	0.60	11.00	6.75	-	-	2.12	16.05	8.41	-	-	-	-	12.99	89.89	-	-	8.25	49.82	-	-	2,059	2,117	0.08	国内株式・ 大型ブレンド型	TOPIX(配当込み)
1554	上場インデックスファンド世界株式 (MSCI ACWI)除く日本(日興AM)	0.42	17.67	-	-	-	1.94	23.03	-	-	-	-	-	13.29	-	-	-	10.72	-	-	-	24	24	0.32	外国株式・ 世界型(除く日本)	MSCI ACWI ex Japan指数(円換算)
VT	Vanguard・トータル・ワールド・ストックETF	-1.72	15.68	12.19	-	-	-0.24	20.95	13.94	-	-	-	-	13.07	97.55	-	-	8.92	62.58	-	-	3,548	3,649	0.18	外国株式・世界型	FTSE グローバル・オールキャップ指数
IOO	iShares® グローバル 100 ETF	-1.62	13.11	10.63	2.86	6.09	-0.13	18.26	12.35	0.73	5.24	20.92	16.90	12.89	94.91	131.82	181.43	7.39	58.19	56.93	51.19	1,682	1,729	0.40	外国株式・世界型	S&P グローバル 100 指数
TOK	iShares® MSCI コクサイ ETF	-1.78	16.80	13.64	-	-	-0.29	22.12	15.41	-	-	-	-	13.11	101.47	-	-	9.23	69.12	-	-	487	501	0.25	外国株式・世界型	MSCI KOKUSAI(コクサイ)指数
EFA	iShares® MSCI EAFE ETF	-1.98	14.89	9.25	0.82	6.95	-0.50	20.12	10.95	-1.27	6.09	23.26	19.73	12.84	92.47	127.08	174.88	6.99	54.12	51.29	45.73	55,102	56,664	0.34	外国株式・ 大型ブレンド型	MSCI EAFE 指数
VSS	Vanguard・FTSE・オールワールド (除く米国)スモールキャップETF	-2.70	17.96	11.80	-	-	-1.23	23.33	13.54	-	-	-	-	13.02	92.42	-	-	8.54	54.03	-	-	2,075	2,133	0.20	外国株式・ 中・小型ブレンド型	FTSEグローバル・ スモールキャップ(除く米国)指数
VTI	Vanguard・トータル・ストック・マーケットETF	-1.96	16.35	17.18	6.89	8.63	-0.48	21.65	19.00	4.67	7.76	21.41	16.69	13.16	109.46	157.96	220.29	9.63	82.44	88.05	83.58	44,009	45,257	0.05	米国株式・ 大型ブレンド型	CRSP UST-ータル・マーケット指数
VB	Vanguard・スモールキャップETF	-4.94	12.73	18.87	8.43	10.33	-3.50	17.86	20.72	6.18	9.44	26.58	22.00	12.71	110.28	164.72	233.33	5.93	83.80	96.10	94.44	8,817	9,067	0.09	米国株式・ 小型ブレンド型	CRSP USスモールキャップ指数
EEM	iShares® MSCI エマージング・ マーケット ETF	1.85	14.69	6.13	1.67	11.69	3.38	19.91	7.78	-0.43	10.79	30.37	27.08	13.34	78.99	113.00	174.57	11.20	31.64	34.52	45.48	42,470	43,674	0.67	外国株式・ 新興国型(複数国)	MSCI エマージング・マーケット指数
VWO	Vanguard・FTSE・ エマージング・マーケットETF	1.48	14.56	6.89	1.58	-	3.02	19.78	8.56	-0.52	-	-	-	13.43	79.51	114.62	-	11.93	32.51	36.46	-	48,363	49,734	0.15	外国株式・ 新興国型(複数国)	FTSEエマージング指数
FM	iShares® MSCI フロンティア 100 ETF	4.73	27.24	-	-	-	6.31	33.04	-	-	-	-	-	14.15	-	-	-	17.90	-	-	-	755	776	0.79	外国株式・ その他地域	MSCI フロンティア・マーケット 100 指数
IGOV	iShares® 世界国債(除く米国)ETF	-1.39	6.55	2.69	-	-	0.10	11.40	4.29	-	-	-	-	12.58	75.87	-	-	4.81	26.45	-	-	586	603	0.35	外国債券・世界型	S&Pシティグループ・ インターナショナル・ トレジャリー・ボンド指数(除く米国)
AGG	iShares®・コア 米国総合債券市場 ETF	-0.23	3.98	4.31	5.04	4.62	1.27	8.72	5.93	2.87	3.78	8.95	3.45	12.50	76.51	107.99	156.62	4.20	27.52	28.56	30.52	17,942	18,451	0.08	米国債券・ 中長期型	パークレイズ米国総合指数
TIP	iShares®・米国物価連動国債 ETF	0.00	3.63	5.39	5.41	5.01	1.51	8.35	7.03	3.23	4.17	9.80	6.59	12.62	76.55	108.68	158.45	5.14	27.58	29.38	32.04	13,292	13,669	0.20	米国債券・ インフレヘッジ型	パークレイズ米国TIPS指数(シリーズL)
RWX	SPDR ダウ ジョーンズ インターナショナル リアル エステート ETF	-0.03	15.00	13.51	0.67	-	1.48	20.24	15.27	-1.42	-	-	-	13.32	96.56	136.62	-	11.02	60.94	62.64	-	4,907	5,046	0.59	海外不動産 (除く米国)セクター型	ダウ・ジョーンズ・ グローバル(除く米国)セレクト・ リアル・エステート・セキュリティーズ指数
IYR	iShares®・米国不動産 ETF	-0.18	12.00	19.28	4.66	8.06	1.33	17.10	21.14	2.49	7.20	29.70	27.61	13.46	98.49	145.61	196.26	12.21	64.16	73.35	63.55	5,152	5,299	0.46	米国不動産 セクター型	ダウ・ジョーンズ米国不動産指数
GSG	iShares® S&P GSCI コモディティ・ インデックス・トラスト	-5.41	-1.33	1.34	-4.64	-	-3.98	3.17	2.92	-6.61	-	-	-	11.97	69.76	89.10	-	-0.23	16.26	6.07	-	1,139	1,171	0.75	コモディティ・総合	S&P GSCI商品指数
GLD	SPDR®ゴールド・シェア	-2.30	-2.61	6.06	9.42	-	-0.82	1.82	7.71	7.15	-	-	-	12.11	64.98	100.02	-	0.94	8.30	19.07	-	33,118	34,057	0.40	コモディティ・貴金属	金地金価格 (ロンドン午後決め値)

\*積み立ては税引き前分配金再投資、計算月数分を運用したものとします。例えば1年の場合は2013年7月末に1万円で積み立てを開始し、2014年6月末投資分までの2014年7月末における運用成果とする(2014年7月の積み立て額は入れない)。

出所: MorningstarDirect のデータを用いてイボットソン・アソシエイツ・ジャパンが作成。MorningstarDirectについてのお問い合わせは「投信まなび」のお問い合わせメール( <https://www.matonavi.jp/inquiry> )にてお気軽にご送信ください。