

今月の ひとこと

今回の巻頭対談はファンドの運用に長く携わってこられた澤上さんと、企業再生を専門にされている川本さんとの座談会です。お二人とも日本にはすばらしい技術や人材がそろっている企業がたくさん存在するという点では一致しています。澤上さんはそのような企業が自分の力で生き延び、成長していく力のある企業に投資をすることで応援されてきました。川本さんはそのような企業をより経営面で直接的に支援し、その価値を顕在化する努力をされています。お二人のアプローチの違いはとても興味深いものです。是非、ご一読を。

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9月13日現在で参加者数は2462名です。）

なぜ日本は改革を実行できないのか

座談会 川本明氏、澤上篤人氏、岡本和久



企業再生、投資信託という視点から見た良い企業とは、そしてなぜ、日本では改革が実行できないのか、日本の強みとは。澤上さんと企業再生に長い実績を持つ川本さんと幅広い分野にわたる対談をさせていただきました。

[読んでみる](#)

I-OWAマンスリー・セミナー講演より 『人口動態』から読む次世代投資

講演：平山 賢一氏、レポーター：川元 由喜子



長期的な展望から人口動態と経済、市場などにつき平山さんの著書、「勝ち組投資家になりたいなら『統計』を読み！～人口動態から読む次世代投資」の内容をご紹介します。

[読んでみる](#)

I-OWAマンスリー・セミナー講演より インフレにどう備えるか

対談：平山 賢一氏、岡本 和久 レポーター：川元 由喜子



物価連動国債のメリット・デメリットやインフレ対策などマンスリー・セミナー受講者からの質問にお答えいただきました。

[読んでみる](#)

中国がわかるシリーズ23 貞観の治 （上）

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

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. 企業広告はご遠慮ください

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@iowa.com

毎月15日配信 無料

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](#)

Twitter上のグループ
クラブインベストライフ
http://twitter.com/c_investlife

Twitterへの登録が必要です

[@c_investlifeさんをフォロー](#)

唐の高祖から太宗へと時代は移ります。

[読んでみる](#)

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」―貯蓄は美德なのか―](#)

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

バックナンバー | 一覧

- 2014年08月15日発行 Vol.140
- 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

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

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

過去1年間の2資産・成長型のポートフォリオのリターンがほぼ20%となりました。

[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

今回は直販ファンドの比較です。純資産100億円を超えるファンドが6本になりました。

[読んでみる](#)

I-OWAたより

I-OWAマンスリー・セミナー講演より なぜROEが重要なのか

講演：岡本 和久、レポーター：川元 由喜子



今年の初めから公表されている、J P X 日経インデックス400という指数は、投資家にとって魅力の高い銘柄で構成されるとされていますが、その選定基準としてROEが用いられています。ではROEという指標は、なぜ重要なのでしょう。

[読んでみる](#)

岡本和久のI-OWA日記

★札幌で2年ぶりのセミナーを開催しました ★8月23日、帯広で初のセミナーをさせていただきました ★資産運用「気づきのタネ」(125) ディスプレイのむこう ★2014年8月のI-OWAマンスリー・セミナーが開催されました

[詳細はこちらをご覧ください。](#)

セミナー案内

★9/21 (日) 12:30～16:30 東京都渋谷区 I-OWAマンスリー・セミナー「退職後の資産運用のポイント」(岡本和久)、「一緒に考えよう『相続』! 司法書士 桑瀬登起子氏) ★10/05 (日) 14:00～16:30 東京都千代田区 O & O Together 『考えよう! 確定拠出年金の利用法』 講師: 大江英樹、岡本和久(受付終了) ★10/19 (日) 12:30～16:30 東京都渋谷区 I-OWAマンスリー・セミナー 講師: 出口治明氏、岡本和久

連載 資産運用「茶飲み話」(6)

岡本 和久

★応援する会社を買うのもよいが、生活を支えてくれる企業を

買うのもよい ★魚屋さんとお寿司屋さんの違い ★営業マン
はあなたの設計図を知らない ★ミドルはつらいよ～だから、
おカネにも働いてもらう ★株式市場では最大多数にとっても
っとも都合の悪いことが起こる、だから Buy and Forget!
[読んでみる](#)

[詳細はこちらをご覧ください。](#)



なぜ日本は改革を実行できないのか

対談 川本明、澤上篤人、岡本和久

川本明氏プロフィール

慶應義塾大学経済学部特任教授、再生投資のアスパラント・グループ、シニアパートナー。1981年東京大学法学部卒業後、通商産業省入省。86年、英国オックスフォード大学留学、同大学修士号を取得、大臣官房などを経て、経済企画庁に出向。95年OECD事務局に勤務、規制改革プロジェクトに参画、日本の規制改革審査も担当。99年経済産業省に復帰。通商調査室長として通商白書を担当、電力市場整備課長、内閣府科学技術政策担当参事官、RIETI(経済産業研究所)ディレクター、内閣参事官(社会保障国民会議)、経済産業政策局大臣官房審議官、企業再生支援機構専務執行役員を経て現職。著書に「規制改革」(中公新書)、「なぜ日本は改革を実行できないのか」(日本経済新聞出版社)など。

<企業再生という仕事>

岡本 | 川本さんの「なぜ日本では改革が実行できないのか」というご著書、とても興味深く拝読しました。澤上さんが投信業界で起こしたのも改革の波でした。

澤上 | まだ終わっていないけどね(笑)。

岡本 | 改革がなかなか進まない問題を提起されている川本さんと改革を進めてきた澤上さんを引き合わせて話し合ってみたら面白いのではないかと考え今日の座談会を設定させていただきました。まず、川本さんから自己紹介と現在の活動について少しお話いただけますか？

川本 | 私は現在、アスパラントグループという業績改善投資をするファンドを長年の友人とともに立ち上げ、そこで仕事をしています。まあ、それが本職、8割ぐらいで、2割ぐらいを慶應義塾大学で経済を教えています。友人は中村彰利といい、彼とは中学時代からの友人なのですが、官民ファンドでJALの再生などに一緒に尽力しました。ちょうど、私も経産省での任期が残り少なくなってきたので(笑)、中村氏の長年の夢だった自分たちのファンドと一緒にやらないかと誘われたというわけです。すでに80億円強の資金を集め、中堅企業への投資



長期投資仲間通信「インベストラيف」

を始めたところです。今年の3月、第一号投資として墨田区の三浦印刷という会社への投資を実行し、人も送って業績改善に取り組んでいるところです。さらに年内に2~3件投資を行いたいと思っています。第一号ファンドでは5~6件の投資を行い、その実績を見ていただき、規模も大きくして第二号、第三号ファンドに進みたいと思っています。資金規模が拡大すれば、大企業の事業部門を買い取って改善することも可能ではないかと夢見ています。



沢上 | 資金の出し手は企業？個人？

川本 | 第一号ファンドは最初の試みでもあるので、普通の企業はなかなか資金を出してくれません。それで昔からよく存じ上げている方を中心にお願いしています。大手や地方の金融機関、不動産会社、事業会社などです。企業再生支援機構で日本航空を再生したときに稲盛さんを招聘して立て直しをしました。その時に色々、ご指導をいただいたご縁で京セラからも出資をしていただいています。第二号ファンドではさらに幅広く、機関投資家などの皆様から資金を出していただきたいと思います。

岡本 | 年金資金などには向いている投資対象かも知れませんね。

川本 | 年金資金からも出資していただきたいですね。同じプライベート・エクイティではあっても、我々の場合はすでに市場に存在する企業を、改善の可能性をよく検証して投資していくので、リスクはベンチャーなどよりずっと少ないと考えています。つまり、すでにマーケットで実証されているきちんとした技術を持っている企業で経営管理、損益管理が十分にできていないところを改善し、持っている技術が収益に結び付くようにしようというアプローチです。多くの老舗企業などで、技術もあり、お客もいるのだけれど計数管理などが不十分なところが多いのです。内部の部門ごとに収益性が見えるようにし、各収益単位の責任者を明確化する。そうすると、黙っていても改善をし始めます。そのようなシステムを一緒に作るのが我々のやり方です。

岡本 | なるほど、そのような自動的に改善が進んでゆくメカニズムを作っておけるわけですね。

川本 | コンサルタントが入りトップダウンで命令を下すのではなかなか本当には良くならない。ボトムアップのシステムを変えるとみんなが問題を共有してその改善に向かって進みます。JALなどは、それが比較的うまくいった例だと思います。かつては規制に守られた有名などんぶり勘定の会社だったのですが、そこに現代的な損益勘定を導入したら、もともと優秀な人が多かっただけに目の色が変わってくるのですね。路線別、機体別の責任者を決め、昨日の収支が分かるようにした。そうしたら瞬く間にこの機体は儲からないから止めようとか、この



長期投資仲間通信「インベストラيف」

路線は採算に乗らないので運行をやめようなどというアイデアが中からどんどん出てきた。もちろん、その間稲盛さんが会議に出て、じっと見ているのですけれどね。どんどん、儲からない機体や路線を廃止する話が出てきて、役所筋もびっくりしていました。

岡本 | 一度、良い循環に入ると自動的に良い方向に進み始める。

川本 | これまでの業務の積み重ねで効率の悪い部分が増えてしまっていました。例えば整備で使う軍手を使用後に捨てて毎回新しいものを使っていたみたい、そんなカルチャーだった。それが月に一回、整備の人、パイロット、客室乗務員、空港担当者などがビールを飲みながら稲盛さんの哲学を語り合うというような、地道な取り組みの積み重ねで意識改革が行われました。

澤上 | 非常に日本的なやり方なのできっと浸透していくでしょうね。一部の外資系のようにけばけばしくないしね。軌道に乗ってきたらどこかの段階でイグジット(売却)するのでしょうか。

川本 | はい、そうです。ファンドとしての存続は10年というのが投資家さんとの取り決めです。最初の5年間で投資します。すでに1年経っているので残り4年ですね。契約上はその10年の存続期間中に売却をするということですが、我々としては投資後3年ぐらいをメドに売却できる事業価値にすることを目標としています。

岡本 | 投資先企業には人を派遣するわけですよね。そのための人材の確保をどうするのか、人材のプールが必要ですね。

川本 | まさに、それはいつも議論している点です。人材派遣や紹介サービスの会社とも話はしています。しかし、企業の置かれている状況はみな違うし、また、候補者の方々の状況も様々です。幅広くネットワークは張っているのですが、具体的に案件が固まってくる段階で急速に絞り込みをします。現在、アスパラントの人間が三浦印刷に行っていますが、同じ人間がほかの企業をいくつか担当することもあります。特に、社長を変えなければならないような場合には、人材確保は非常に大きな課題になりますね。まあ、最近日本でも少しずつ色々な企業に入って経営を良くした実績のある人も増えてきているとは思いますが。

岡本 | いま、事業を始められて一番大きな壁になっているのは？

川本 | やはり、社内の人の問題でしょう。目標が低くなったり、何のためにやっているのかわからなくなったりしている場合がやはり多いと思います。新しいビジネスチャンスを探し出すような、頭の柔軟性がなくなっているケースも多いのです。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | やはり、企業は人ですからね。どのようにそのような人たちを活性化するのですか？

川本 | 部門別の損益をできるだけ早く毎月集計して、全員がそれをシェアし、どこが良くてどこが悪いのか、なぜか、を理解する。そういうやり方についていけるよう、意識も変えていかなければならない。そこが分かれ目ですね。

＜投信改革にはそれほど抵抗はなかった！＞

岡本 | 澤上さんが注目している企業で同じような改革が進んでいる企業はありますか？

澤上 | 事業を大きくしてきたオヤジさんが歳になり引退したい。子供は稼業を継ぎたくない。しかし、事業の素質は良いので何らかの形で残したい。そういう会社にはファンドが入ってきて資金を出してオヤジさんには引退してもらう。同時に従業員がビジネスをマネジメント・バイアウトする。そのようなプロセスを資金提供も含めて行っていく。従業員は自分たちの良いと思う方針で事業を継続できるのでやる気も出てくる。オヤジさんは手にした資金で別のビジネスを支援することもできる。資本家としてファンドに参加するわけです。そのような循環ができてくると面白い。

川本 | なるほど。まさしく我々もそのような仕事をしているのです。そういう案件は結構、多いんですよ。従業員に最初お金がない場合には私たちが投資し、買った株式が価値を生むようになったら彼らに買い取ってもらう。そういうケースもあり得ます。製造業関係、飲食関係、医療などのサービス関係など、色々な分野でよくあります。

澤上 | 私の場合は経営のテーマが決まっています。一つは技術です。企業を選ぶ際に良い技術を持っているところに投資をする。もう一つは資金の出し手を個人としていることです。預貯金に 800 兆円以上、GDP の 1.7 倍にも及ぶ資金が眠っている。こいつを動かすことが日本経済の活性化に不可欠です。

岡本 | 澤上さんも初の独立系直販投信を立ち上げた時は色々な困難や抵抗勢力からの圧力などもあったのでは？



澤上 | いや、そうでもなかったです(笑)。大手の投信会社はみんな金融規制の壁の内側にいたでしょう。うちは外にいた。ですからどっちみち彼等とは方向が違っていった。向こうもこっちも好きにやっていた(笑)。お互いに「吾、関せず」だった。こちらはとにかく生活者の自分年金作りや財産づくりを目指してやってきた。もちろん、それはなかなか大変な道で今でもまだ受益者は 12 万人。しかも、この 6 年間は横ばい状態です。いつかはブレイクするのだろうけれ



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

どなかなか簡単ではない。

岡本 | さわかみファンドの成功モデルは積立投資に重点を置いたことでしょう。相場が良くても悪くてもネットで資金が流入していた。

澤上 | それが運用成績にも影響する。お客様の財産づくりにもなるのです。

岡本 | 今でも多くのところが積み立ててお客様の財産を増やすというより、投信の販売で儲けようとしている。つまり、トータルでみた残高を増やし、信託報酬を稼ぐ一方で乗り換え、乗り換えで販売手数料も稼ごうとしている。そこに大きな違いがあったのだと思いますね。

澤上 | 個人に焦点を当ててどうしたらこの人たちの財産を増やすことができるだろうという原点から考えれば自然に積立投資ということになる。まあ、最初からきちんと計画があったわけではなく原点を押さえていたら自然にそのようなビジネス・モデルになっていった。

岡本 | 澤上さんとは 30 年のお付き合いですが、1990 年から私は年金の世界に入った。私にとっては「こんな年金運用のやり方ではダメだ」という思いがあったのです。同じころ澤上さんも個人の世界に入った。やはり同じように現状を打破したいという気持ちがあったのだと思います。まあ、なんとか二人とも生き残ってきました。それはやはり、「合理性」のあること、真にお客のためになることにフォーカスしてきたからではないかと思いますね。

<日本はなぜ改革が進まないのか>

岡本 | 少し話題を変えて川本さんの著書を読んで思うのは、日本は本当に政、官、財、学、報(報道)、民すべてが改革を嫌うような傾向で貫かれているような気がしました。全部、おんなじ論理が浸透していてそれが改革を実行しにくくしている。

川本 | いやー、本当にその通りです。

澤上 | 常々言っているのは、高度成長経済のパターンをいまだに引きずっているということです。経済は高度成長を過ぎれば必ず成熟段階に入る。成熟段階に入ると政策から何かからすべて修正が必要になる。しかし、それが全然変わらないし、変えようもしない。一番わかりやすい例が税の問題です。経済が成長しているときは法人税と個人所得税が増えていた。だから直接税で足りていた。経済が成熟するほど成長率は鈍ります。当然、直接税だけでは間に合わなくなる。一方で成熟化が進むほど社会保障費が増大する。どうしても間接税の比率を高めねばならない。しかし、それはご法度でやらないできた。無理に無理を重ねてきた結果が巨額の財政赤字です。成長期には、みんながそれなりに成功して落ちこぼれがなかった。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

その結果、落ちこぼれを作ってはいけないという変な考えが浸透した。それはおかしいですよ。経済は落ちこぼれがあって当たり前です。常に適者生存が必要不可欠です。日本経済は成長をしていたので落ちこぼれをつくらずにやってくることができたが、すでにその時代は終わっている。

岡本 | 国民もみんな落ちこぼれることがあるとは思っていなかった。

澤上 | 非常にアバウトな試算ですが、国民のうち税金で生活している人、つまり、公務員や天下り役員などの比率は 45% でした。製造業従事者は 10 数% でした。成長期には 45% もの税金に依存している人を支える余力があったのです。でも今はもうないんですよ。でも、相変わらず既得権として引きずっている面がたくさんある。



岡本 | 問題はそれが国レベルだけではなく個別の企業の中にも似たような体質があるということです。あまり働いていないのに高い給料をもらっている人も結構いる。何か国全体がそのような体制になっていて、それが否定されない雰囲気になっている。

澤上 | ある意味、高齢者もそのような既得権益を受けている。しかし、それを改革しようという政治家はあまりいない。だから私は、生活者が自分たちでやれることをやっていこうと考えている。その時に個人の持つ金融資産が有効な武器になる。政治は遅れていても、我々は先に行ってしまう方がいい。そう思っているのです。

岡本 | そこで一番悩ましい問題が生活者の意識をどのように変えていくかということでしょう。

澤上 | 生活者全体の意識を変えるのはとても難しい。そこで気がついた人から少しずつ変わっていけばそれが徐々に広がりをもっていくのではないかと考えています。置いてけぼりにされているという感じが出てくればみんな慌てて飛び乗るようになる。変えようというよりも変わってしまう、という感じかもしれない。

岡本 | 川本さんの本の中で大きな既得権益に立ち向かって改革を成し遂げた例として、リンカーンのことが出ていました。その話を少ししていただけないでしょうか。

川本 | はい。今の世界情勢を考えると、アメリカが全世界の中でリーダーシップを維持しているからこそ安定している現実があります。その今の現実に至る歴史上の分岐点は、南北戦争の時にアメリカという国家が最終的には分裂せずに統一を保った所にあった。なぜあの戦争が起こったのか。それは巨大な既得権をめぐる争いだったと言えます。奴隷制度というのは非常に大きな既得権でした。アメリカの建国をした時の憲法ではですね、いわゆる定数不均衡



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

がビルトインされていて、南部は黒人を奴隷として使っているながら奴隷の人口を含めて議席を持っていたのです。そして、人権を全く無視する権利を財産権として絶対に守ろうとしていたのです。その大きな既得権を廃止できるかが争いになった。最終的にはそれが血を流すところまで行ってしまった。当時、北部の人たちも物欲は南部の人と同様に強く、北部の犠牲を最小限にできるなら、南部の既得権を認めてやってもいいと言う雰囲気もありました。奴隷制を廃止するために戦い続けるべきか、北部でも国論が二分される。その問へのリンカーンの答がゲティスバーグ演説だったのです。それは、アメリカという国は民主主義の実験をしている。立派な憲法に書いてあることを本当に守る国になれるかどうか、それがこの戦争であり、また命を落とした人々に対する我々の責任であることを主張し、そして皆が納得をした。アメリカ建国以来の汚点となった奴隷制という既得権をなくすため、国民は犠牲を払うことを受け入れた。リーダーの力そのものによってアメリカの歴史、ひいては世界の歴史は変わってしまったかもしれない。そういう事態だったのです。これはまさに企業のレベルでも国家のレベルでも言えることです。リーダーの言葉によって歴史が変わっていく。それを考えるべきだと言いたかったのです。

岡本 | 現在の日本も農業とか医療とか様々な分野で規制に守られている産業がある。非常に大きな分野で既得権益を享受している人たちもいる。まあアメリカの南北戦争とはスケールはだいぶ違いますかね。だからこそ、リンカーンでなくともできるとも言える。

川本 | そうです。でも日本にもそのような歴史はあるのです。明治維新なんですからけれどもね、明治維新で大政奉還があり、戊辰戦争で幕府側が降伏しても、実は全く日本という国は変わらなかった。三百諸藩があって、それぞれが全然違う制度とか行動をとっていた。お互い「吾聞せず」という状況は維新後もそのまま続いた。それを一挙に変えたのが廃藩置県だったわけです。三百の各藩に封建領主やその家臣がまだいたにもかかわらず、どのようにして下級の武士だけで新政府を作ったのか。どのようにして封建領主などの武士たちの既得権をなくしていったのか。それはやはり危機感があったと思います。それを乗り越え、とにかく一つの統一した国にしたという事は大変なことだったと思います。日本は既得権があるからしょうがないとか、あるいはそれが日本の文化だなどと言う人もいるんだけれど、そんなことはないんです。

岡本 | 結局、廃藩置県によって日本という国は出来上がった。ある意味、そこに住む国民たちの意識が藩という狭い範囲から日本という国に広がった。いわば意識の拡大があったわけです。そこで、今、我々が直面しているチャレンジというのは、いかにして日本人の意識を日本という狭い国だけではなく、グローバルに広げていくか、いわば廃国置世界のようなことが必要な時代になってきているのではないかと感じています。ただ、よく、グローバル化が進むと日本の文化がなくなるという人もいます。しかし、そんなことはない。グローバル・シチズンとして自分の出自をしっかり押さえ、その文化を大切にすることこそ本当のグローバル化です。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

つまり、グローバル化というのは、それぞれの国の文化などの違いを容認しつつ共有できることを共有していくということなのでしょう。まあ、これは日本だけの問題では無いと言えるのですが。同時にまた、なんといってもやはり世界の第一の大国であるアメリカはグローバル化を推し進める時にアメリカ的グローバル化を他の国や地域に押し付けていくというののもまた間違いだと思います。世界全体で見れば、資本主義がある意味、世界共通言語になりつつありますが、そこには、アメリカ的資本主義、日本的資本主義、ロシア的資本主義、欧州の資本主義など様々な方言があってもいいと思います。そのような地域性を容認しつつ、共有できることを共有化していくというのが本当の意味でのグローバリゼーションではないかと私は思っています。どうして廃藩置県を成し遂げることができた国がグローバル化にこれだけ遅れをとっているのでしょうか。

川本 | それはやはり澤上さんがおっしゃっていた高度成長期の成功体験がいまだに人々の中に残っているということでしょう。一つには雇用形態も影響していると思います。高度成長を成し遂げて偉くなった人々が企業のトップに立ち、その人たちによって引き上げられた人たちがまた企業のトップに立っている。日本を代表するような組織にそのような連鎖があるので、なかなか改革の波が広がらない。かつてはソニーだって、パナソニックだって、まさにベンチャー精神の企業だったのが、今やある意味、役所的な面も非常に強くなってしまっている。元役所で働いていた私が言うのもなんですが(笑)、非常に官僚的になっている部分はあると思います。もっと独立した精神を持った人たちが上に立つことが必要だと思います。日本は何か大きな組織に連なっていることでやっていけるという幻想というか、先入観を持っているように思います。澤上さんなどはそのような面にチャレンジし続けてこられた方なのでしょう。

<生活者の視点>

澤上 | そのような面で私たちは主張しているのは、生活者投資家です。自分の目で見たいと思う製品を買って企業の売り上げに貢献する。応援しなければいけないと思う企業の株主になって企業を支えていく。消費者として、そして株主として企業をチェックしてゆく。そのようなチェックに支えられた企業が伸びていくことになる。生活者からの支えがなければ、結局、企業というのは、成長していくことが出来ない。その生活者というのは今日、明日の生活者だけでは無い。5年後、10年後、20年先の生活者も含んでいるわけです。そこに持続性だとか、社会だとか、環境だとか、生活の持つ色々な意識を消費行動や投資行動に表していく。そのような人がたくさん生まれてくれば、それに耐えられるような企業は本当に生き延び成長していくことになる。そのためにも、生活者の意識を高めていかなければいけない。生活者のそのような消費者としての、そして、投資家としての意識が、良い企業も育て良い社会を作っていくことになる。そういう価値観を植え付けるべく、われわれは活動をしています。そうなってくれば、既得権があるとか無いとかという事は大きな問題ではなくなってくる。長い時間が経てばそのような既得権に守られた組織というのは消え去っていくだけのことでしょ。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

川本 | 既得権に立ち向かうために大切なのは、自分が既得権に依存しないようになることでしょう。

澤上 | その通りです。まさに、生活者投資家というのは、自分の価値観を持って、自分の判断で働かせる。お金に働いてもらうのが左足、自分が働くのが右足です。両方のバランスをとってしっかりと両足で立つことが大事なのです。自助自立ということです。結局、お金を働かせる時にそのお金の働いてもらい方に自分の意思を込める。そうすると、全てが繋がってくる。

岡本 | 生活者というのは最終的にはすべての資本の出し手ですね。間に何段階ものエージェント(仲介者)は入っているけれども、最終的には、企業においては個人が持っている資金が活用されているのです。オーナー企業の社長であったとしても、その人は、やはり生活者には違いはありません。



だから、その資金をどう使うかという意識が非常に重要です。さらに、すべての企業による生産物、財やサービスの購入者というのも生活者です。従ってその消費活動のあり方、ただ安いから買うのではなく、世の中に役立っている良い企業の製品を買う、これはある意味、企業にとっては一番大きな影響力を持っています。お客がいなければ、企業は成り立たないのですから。そしてまた、ほとんどの生活者がどこかの企業の従業員でもあるわけです。ですから、本当は生活者としての従業員が企業に対してどのように働きかけるかというのも非常に重要なのです。ただその点についてはあまり語られていない。従業員として自分の所属する組織や企業に物申すことがどのくらいできるのか。これは言ってみればプロフェッショナルリズムの話だと思います。プロの倫理観からして企業の活動におかしいところがあれば、それははっきりと企業に対して提言する。企業というのは、それによって、より良い存在になっていくとも言えるのです。ただ、どうしても先ほど来話が出ているように一般的に日本の中に「寄らば大樹の陰」、あるいは「長いものには巻かれろ」のような風習がある。さらに気になるのは会社のためだったらば、ある程度、危ない橋を渡るのも容認するという社会的風潮もあるように思います。例えば企業のために罪を犯した場合、どちらかというとその人をかばおうとする傾向もあるように思います。それも、私は非常に大きな日本の抱える問題だと思っています。

澤上 | 結局、そういうことも含めてすべて自分の行動と社会との関係を考え直してみる。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本 | その通りですね。若者が就職をする時も入れてくれるところに入社するのではなく、応援したい会社に入社してそこでがんばるぐらいの意識があってもいいと思います。その意味で、今、多くの生活者は自分が本来持っている力を認識していないし、またそれを発揮しようとも思っていない。私はその一番典型的な例が選挙に行かないということだと思っています。先日の終戦記念日、町の人々の声として「戦争のない平和な国を作ってほしい」と言う人が非常に多かったのですが、それは作ってもらうのではなく、自分が投票行動を通じて作っていくものでもあるのです。

<働くということ>

川本 | 今、働くということが一番問題になっていますよね。相変わらず、労働市場の硬直性も高いし、今の職場を失ったら次はあるのだろうかというような不安は一般的にみんなが抱えているのではないのでしょうか。

岡本 | 結局、企業が能力を買うのではなく頭数を買うのが就職だった。その意味では採用されるほうも学生時代に遊んで過ごしていても、どの大学でどの位の成績であればどのぐらいの企業に入れるというのが暗黙のうちに決まっていた。これからは本当に能力を買うのが企業サイドの選択基準になるし、就職をする側は自分の能力を売り物として就職活動をする必要があります。多分そうしないと、日本の企業は国際競争になかなか勝てなくなってしまうのではないのでしょうか。川本さんは大学で教えておられますが、その辺はどんな感じでしょうか。学生サイドに少し変化は見られますか。

川本 | その点は少し心配をしています。先ほど応援したい企業に就職するという話がありましたが、大量に一括採用をやりますと、企業が学生に提供している情報が十分かどうかという問題がとても重要になります。

岡本 | その意味では学生サイドも自分が何をしたいのかという事をもっと明確にし、そのために学生時代からその分野の能力を磨いておくことが必要だと思うし、また企業サイドも頭数をそろえるのではなく、どのような職種の人を何人ずつ欲しいのかというようなことをもっと明確にする必要があるのではないかと思います。その意味でも、やはり通年採用への移行というのは必要なのではないかと思います。

川本 | そうなんです。その意味で一番遅れているのはやはり採用ということではないのでしょうか。量で採用していますからね。学生もあまりそういう意識で勉強していないし。また、企業からの一方的な情報は学生にとって正確に判断が難しい。なかには、「我々の会社はグローバル化を推し進め、世界にチャレンジする」というようなことを言っているが入社してみたら全然そんなことがない会社も結構ある(笑)。こういう場合は、企業は学生を騙しているというこ



長期投資仲間通信「インベストラيف」

とになりますよね。

澤上 | 学生もまた、大企業ばかりに就職したがるけれど、今の企業がこれからも大企業であり続けるとは限らない。むしろ成熟期を終えて衰退していく企業だってあるだろうと思う。

川本 | そういう話を学生にもしていただきたいですね。就職ってある意味で投資だと思うんですね。自分という資産を自分が選んだ企業に投資をして行く。

澤上 | 大学生への授業は東大ですでに4年やっています。しかし、あまりそのようなチャレンジ精神を持った反応はありませんねえ。「よく考えてごらん。大学生の就職希望ランキングというのがあるだろう。みんなが選ぶトップの会社というのは、今から10年たったらもうダメになっているかもしれない。みんなは今がピークの会社を選ぼうとしている。そういう考えを変えなさい。そこで何をやりたいのか、それを面白がってやれるのか。みんなが面白がって仕事をしているような企業はこれから伸びていく。そういうところで自分がチャレンジした方が楽しいし報われることも大きい」そんな話をします。常時350人ぐらい学生がいるけれども、そのような話に反応する生徒は本当に少ない。

岡本 | 何年か前に澤上さんと早稲田大学で授業やったことがありますよね。質疑応答の時に学生から「定年退職までにいくらお金をためておいたらいいのですか」という質問を受けてびっくりしたことがあります。そんなことよりも、学生時代から一生稼げる腕を磨いておけと言いたいですね。

澤上 | 地方の大学なんかの場合、学生にとって良い就職先は公務員(県庁)、地銀。対象はそこしかなくて親たちもそれを期待している。

川本 | まあ、地域再生とか言っていますけれども、そのような考え方の人が多いようだ、実現は難しいと思いますね。

澤上 | 結局、みんな揃ってジリ貧になる。そしてジリ貧になってから慌てる。だから、そういう人はほっておこう。「新しい生きざまを、われわれは生み出していこうよ。わかった人は一緒に進もう」と言うことです。みんな一緒にいきっているけれども、もうみんな一緒という事はありません。そこが分からない。いや、わかろうとしない。

<良い企業とは>

岡本 | 学生にも色々あると思いますが、良い企業もダメな企業もあるでしょう。澤上さんから見て良い企業とはどんな企業でしょうか。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

澤上 | 誰が何と言おうと、周りは無駄だと思おうとやることをやる。「そこそこ利益が出ればいいんでしょう、本当に大事なことから、我々はここで頑張る」、そういうことを言い切る企業がある。一部の株主はそのような態度に不満を持つかもしれない。しかし、そのような短期志向の株主に対しては立ち向かっていく。逆に我々のような長期志向の株主はそのような企業を大いに応援したい。存続していくことが大切、本当に大切なことを守っていくことが大切、それが将来の消費需要を作っていくことになる。短期的な目標のためにその大きな方針を曲げてしまうような企業は良くない。持続性のない一時の利益を求めても仕方がない。けげんばしい企業は、われわれは興味がない。そういう会社は他の投資家を買えば良い。もっと地味でしっかり付加価値を生み出している企業を保有したいと考えている。そういう会社は10年、30年、40年かかるような研究を平気でやっている。韓国などのメーカーも注目されているが、彼らはロジックを覚え、後は金を投入して短期的な成功を収めているだけだ。しかし、我々が注目する企業は練りものや混ぜもの、どのような温度環境、圧力環境で生産をするのか、それらは単なるロジックでは決してわからないものに技術の基礎をおいている。こだわりを持っているということが技術を開発していく上で最も重要なことだ。

岡本 | そのような技術の伝承というのはうまくいっているのでしょうか。

澤上 | それがまさに経営だ。よく言われているように、軍手をはめていながらミクロンの違いを感じることができる。そのような技術を次の世代に伝えていく仕組みを作っている。それが会社のDNAということになる。そしてそれは規模にあまり関係なく大きな企業も小さな企業も様々存在する。従業員10数名の企業で、しかも大企業の孫請けの孫請けのそのまた孫請けのような小さな企業。その会社の2代目の社長が父親の前社長から300万円だけを出してもらい、パリの航空ショーに製品を出展した。その瞬間に、エアバスとJAXAが飛びついてきた。そこで大きな商売を得ることができた。要するに技術があるから大きな展開もできた。ちょっとした経営の判断で、その技術が花を開いた。こういう事はいくつもあります。

岡本 | そのような宝をたくさん持っている企業が本当はある。そこに経営の適切な判断が加わることによって、それが大きなビジネスチャンスに結びつく。その意味では川本さんがしていることも澤上さんがしていることも非常に似ている面がありますね。今日は貴重なお話をありがとうございました。



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 『人口動態』から読む次世代投資

講演: 平山 賢一氏、レポーター: 川元 由喜子

最近は人口問題に、だいぶん関心が集まっていますが、日本だけではなく、中国でも人口減少や低成長といったことを気にする風潮になっているようですし、米国でも、低成長に対する怖れは強くなってきています。

人口そのものは世界的にどんどん増えている、だから世界は成長する、だから投資したほうがいい、という議論もあります。でもそれは違うんじゃないかと思えます。人口そのものより、成長率のほうが大事ではないかと思うのです。人口の増加率はもう増えていない。逆に下がってきている。これは経済にも投資にも影響を与えます。



世界の人口は、現在 70 億ぐらいですが、歴史的には 1 億人ぐらいで横ばいの時期が長く、19 世紀から急激に増加しました。1820 年ごろの成長率は、人口増加率・経済成長率ともに 0.5%ぐらいですが、産業革命、特に動力革命が経済成長に大きく影響し、経済はそこから人口の倍以上のペースで伸び始めます。

人類史上、最も経済成長したのは 1960 年代。これがピークです。人口増加率は 2%ぐらい、経済成長は 5%ぐらいまで上がりました。背景にあったのは、灌漑、肥料、品種改良などにより、面積当たりの農産物の収量がものすごく増えた「グリーン革命」です。それに戦争でたくさんの人が亡くなりましたから、戦後はその反動で、「ベビーブーマー」や「団塊の世代」と言われる人口急増がありました。人口がどんどん増えるので、経済成長もその 2 倍くらいのペースで進みました。

人口増加率は、今は、もう 1.1~1.2%です。予測をみると、10~20 年先には 1%を下回ります。経済成長率も右往左往しながら、だんだん下がってきています。80・90 年代は、先進国で 35~54 歳



長期投資仲間通信「インベストラيف」

の多消費世代が経済成長を牽引・維持し、2000 年代に入ってから、新興国・地域が伸びたので嵩上げされました。それでも、経済成長率のトレンドは下向きなのです。

60 年代のピーク以降は、一人あたりの成長率も下がって来ています。これは、人類のイノベーションが、1960 年代以降あまり進んでないということです。IT 革命や情報革命は、多くの人に、成長の果実を与えるものではありません。なぜなら、これらは少ない人数で多くのことができてしまうという革命だからです。

今、時代は生産の時代から消費の時代に移って行っていると思うのです。川上から川下のほうへ移っていく。世界全体の多消費年齢人口の比率と、生産年齢人口（15～64 歳）の比率を対比してみると、2013 年から 30 年までは、生産する人口より消費する人口の比率が増えるのです。ただ多消費年齢人口は、南アジアとアフリカに集中していきます。グローバルな経済戦略としては、この地域の所得を上げなければいけないということになります。所得が上がらなければ、自動車のようなぜいたく品を買うのは苦しいかもしれませんが、生活必需品の需要は伸びるでしょう。

講演では、人口動態の歴史について、また今後の金融市場への影響についても、さらに詳しいお話を伺いました。また、今後、しばらくはアクティブ投資がより有利な時代が続くという見通しや、小型株効果についてもお話いただきました。



I-OWA マンスリー・セミナー講演より インフレにどう備えるか

対談: 平山 賢一氏、岡本 和久

レポーター: 岡本 和久

岡本| 平山さんと言うとインフレ到来という話がずっとあり(笑)、それがいま当たってきましたよね。かなり前から、物価連動国債のお話をされていましたが、私も物価連動債には注目をしていました。ネット会員さんから一つ質問があります。質問を読ませていただきます。

「2015 年から物価連動国債の個人向けが解禁されます。以前にも物価連動国債を使用した投資手法があるということ、マンスリー・セミナーで取り上げていただきましたが、その時の講演が、私の投資計画に大きく影響を与えました。よく調べてみると、デフレの時に元本が減額されない。インフレ時には物価に連動して上昇し、かつ、毎年利息も入る。また、ファンドではないので、信託報酬もかからない。利率も 10 年物の変動国債と比較して有利と、いいこと尽くめに感じます。そこで物価連動国債のリスクやデメリットを是非教えてください。また、アセットアロケーションの中で、どういう位置づけにすればいいのか、その辺の注意点について教えてください。」この質問について、いかがでしょうか。

平山| 良く勉強をされていてとても良い質問ですね。物価連動国債については、シーゲルさんが本に書かれていた時から注目していました。世界の物価連動国債のシェアを見てみると、日本は今、1.7%なんですね。ところが日本の普通の国債は、世界全体に占める比率が1/4 位です。普通の国債は、誰でも、ほとんど好きなだけ買えますし、日銀さんもいっぱい買っていますが、物価連動債は、今、日本で買おうと思うと、大変、競争率が高いです。世界全体の物価連動債の 1.7%しかないわけですからね。買いたくても買えません。だから、価格が下がらないですよ。しかも今、アベノミクスと騒がれ、どうやら物価があがるらしいと言われる中、物価連動国債に投資するあるファンドの残高も、ここ 2 年間で 50 億位だったものが、8 倍の 400 億円位になりました。物凄いフィーバーです。今、日本の物価連動債が加熱しています。つまり割高なのです。これが注意点の一つです。

2 点目です。世界の物価連動債は、アメリカとイギリスを中心として発行されています。世界



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

に投資すればいいかというと、世界の物価連動債の平均的な残存期間は、普通の国債の残存年限の倍あります。超長期債券が多いのでその点を、気を付けてください。イギリスという国は、企業年金は物価に応じて予定利率が変わるので、それだけ物価連動債に投資するニーズが高いのです。しかも長い方がニーズは高い。ですから、世界の物価連動債に投資して、金利が動いた時の影響度は、通常の債券の倍あるということに気を付けてください。

3 番目の注意点は、物価連動債にインデックスで投資する場合と、単品一本で買うのとは、考え方が全然違うということです。アメリカでは、財務省から直接物価連動債を買うことが出来ます。ダイレクトですから、販売手数料は取られずいいですよ。しかも、地方税が非課税の所が、一部あります。ですから個人投資家は、年金代わりに買っています。例えば、10



年後に使いたいものがある場合は、10 年後に償還を迎えるものを買えばいい。10 年経った時に、多少コストがかかるかもしれませんが、物価に応じたプライスで財務省が買い取ってくれます。今、蜜柑を 100 個買うのに 1000 円かかったとします。1,000 円で物価連動債を買っておけば、10 年後、蜜柑がいくら値上がりしたとしても、同じ個数の蜜柑が買えます。つまり価値が変わらないということです。

もう一つ、個別の債券ではなくて、インデックス投資をした時、世界全体の物価連動債に投資をした時、確かにインフレになって、経済が不調な時は物価連動債は値上がりします。ところが、インフレになっても経済成長が高水準の時は、逆に値下がりすることがあります。このことに気が付く人は少ない。物価に連動するのですが、経済成長率が上がった時には、物価連動債の実質利回りは良くないのです。ですから、よい金利上昇の時、これから景気もどんどん良くなって、インフレになる時は、インフレでも物価連動債は値下がりします。その代り、70 年代のように景気が悪くて、インフレになる時は値上がりします。インデックスに投資すると、全部に投資していますので、値下がりしていた時は、基準価格が下がります。多少インフレでも緩やかなインフレで、経済成長が好調の時は、物価連動債が値下がりします。そこで解約して何かものを買おうとおもってもうまいかないのです。例えば蜜柑 100 個ではなくて 30 個、40 個分しか買えないということは十分ありえます。大事なことは、自分がお金を使いたい時に合わせた物価連動債を買うのが、一番いいということです。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

す。アメリカの場合は、財務省ダイレクトでそれができます。そして、自分が使いたい時に、ちょっとコストを払えば、そのプライスで買い取ってくれる。日本の場合 2015 年から OK になるのは、今、機関投資家が買っているのと同じものをリテールで買えるということだけなんです。私がずっと主張しているのは、アメリカと同じような個人向けの物価連動債をだしてくれといっています。これが出てくると、自分が必要な時、例えば 5 年後の為に 5 年債の物価連動債を買う。10 年後の為に 10 年債を買うというように、使いたい時期に揃えていくわけです。要は、お金を増やすと言っても、利殖だけの為ではなくて、使う為に増やすわけですから、使う時の時限を定めてやる。時限を定めることでうまみがあるわけですね。そうではなくて、漫然と儲けてやろうといっても、マーケットは上下しますからね。しかも日本の物価連動債についていえば、誰もが買いたくても買えない状態です。弊社も物価連動債に 100% 投資するファンドがありますが、もし、2 億円お金が入ってきたら、ファンドマネージャーは顔を青くして困ってしまうほど、ものすごく流動性が低い状態です。今、フィーバーしちゃっています。できれば、個人向けの物価連動債がでることを行政にも要請しているところです。2016 年から税の一体課税が始まります。その時に「個人向けの物価連動債を出してください」と、私達は言い続けているので、少しずつそういう方向には向かっていますが、まだ実現していません。

岡本| 加熱しているということは、期待インフレ率が非常に高まっているということですか？

平山| そういう見方もありますが、今まで買ってなかった所が買い始めていることですね。

岡本| 投信の残高もすごい勢いで増えていますよね。

平山| 投信もそうなんですが、一部の年金が今まで買わなかったのに買い始めたことが、物凄い大きな影響を与えています。その為買いたくても買えない。

岡本| 特に大きな公的年金の場合などは、私募形式で買い付けてはどうなのでしょう。。

平山| アメリカの場合は、OASDI という基礎年金に相当する社会保障基金は、全て満額非市場性国債です。つまり引き受けです。

岡本| もう一つ、これは国債であるわけですから、国債というクレジットの問題が常にあると思いますが、ある意味いいスウィートナー（甘味）を付けないと売れなくなってきたということはないんですか？

平山| 物価連動がないと売れないということはないと思います。日本でも、たくさん買いたいという銀行も一行ありますし、実際に買っています。ただ、世界の常識としては、物価連動債を出



長期投資仲間通信「インベストラيف」

すという意義は、「インフレにしないぞ」というメッセージなんですね。インフレになると、自分達の利払いがあがっちゃうので。イギリスが出したのは1980年代から90年代かけて、インフレ率を抑えこんでいく局面でした。そして、メッセージ通りインフレ率が落ち着いてきました。今は、ちょっと、逆なんですよ。インフレ連動債をたくさん出すということと、インフレにするという政策は整合性がないのです。

岡本| 個人向け物価連動国債を買う時に、必ずしもインデックスでもなくていいのですが、ファンドで買った場合と、単品で買う場合と、それぞれのメリット、デメリットはどうなんでしょうか？

平山| 投信で買うと、信託報酬が間違いなくかかるので、その点は間違いなく不利です。今、投資信託の物価連動インデックスファンドも、既発のものは殆んど買えないので、新発債を買いに行きます。それしか買えないのでね。そうすると、今から買おうという時に、自分で買うのと投信で買うのとほとんど大差ないわけです。ただ、証券会社さんや銀行さんが、物価連動債の債券を来年からお客様に販売する時に、窓口で「2,000万円以上にしてください」と言われたら、ちょっと買えないですよ。商売上、「額が大きくないと売りません」と言われたら「1万円ずつ買いたいんですけど！」と言っても買えない可能性があります。アメリカの場合は、財務相ダイレクトはもっと小さな単位で、数10ドル単位で問題なくやっています。よくやっているのは、非課税枠内で、毎月財務省ダイレクトのコツコツ投資を定時定型で買って行き、そしてそれを自分の年金代わりにするということをやっていますね。

岡本| 個人にとっては新しい商品ということになりますが、海外の例を見ても、このタイプの商品は個人の資産運用に非常に重要な役割を担っています。ネット会員で質問をいただいた方はかなり関心をもっておられますが、ぜひ、みなさんも研究をしてみてはいかがでしょうか？今日はありがとうございました。



中国がわかるシリーズ 23 貞観の治（上）

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

唐の高祖李淵は、隋の制度をほぼそのまま受け継ぎました。より正確に言えば、煬帝時代を否定し、開皇の治に戻ろうとしたのです（大業律令の廃止と開皇律令の復活）。隋と唐の関係は、始皇帝と劉邦の関係に極めて近いものがあります。厳格な農民支配が隋末の大反乱を引き起こしたとの反省から、郷里制は残したものの、郷正を廃止して、その運営は（里を束ねる）里正に任せて、農民の自治を尊重しました。なお、散村は村正が、都市の区画（坊）は坊正が（里正同様）統括するシステムになっていました。621 年、高祖は通貨改革を行い、それまでの五銖銭に代えて、開通元宝（開元通宝、と読むのは間違いである）を発行しました（開通元宝は、唐の 300 年、機軸通貨の地位を保つことになります）。624 年には、新律令（武徳律令）を發布し、均田制や租庸調を定めました。

高祖は長男、李建成を皇太子としていましたが、次男、李世民の能力、声望は群を抜いていました。建成の忠臣、魏徴（「人生意気に感ず」で有名）は、皇太子に世民を除くことを訴え続けましたが、皇太子の容れるところとはなりません。626 年、世民は、玄武門の変で、皇太子と実弟を殺害し、高祖を軟禁して自ら即位しました。世民こそが、後に、中国史上最高の名君の 1 人と謳われることになる唐の太宗（～649）です。太宗の前に曳き立てられた魏徴は、太宗を痛罵しました。以降、太宗は、魏徴を重く用いて、常にその諫言を聴くことになるのです。627 年、元号が貞観と改正されました。太宗は、房玄齡や杜如晦などの有能な家臣を用いて政務に励みました（貞観の治）。太宗と臣下の問答録は、後に「貞観政要」として纏められ、漢字文化圏における政治のバイブルとなりました（なお、私たちが現在目にしている「貞観政要」は、大元ウルスの時代に整理、校訂されたものです。クビライが愛読し、魏徴のような人材を広く求めたと言われています）。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

I-OWA マンスリー・セミナー講演より なぜ ROE が重要なのか

講演: 岡本 和久、レポーター: 川元 由喜子

今年の初めから、日本経済新聞社と東京証券取引所が、JPX 日経インデックス 400 という指数の発表を始めました。この指数は、投資家にとって魅力の高い銘柄で構成されるとされていますが、その選定基準として ROE が用いられています。では ROE という指標は、なぜ重要なのでしょうか。

ROE はまず、投資価値の判断基準として重要です。企業活動から当期の利益があがって、一部が配当金として支払われます。残りは内部留保になって、前期の株主資本に上乗せされて今期の株主資本になります。この株主資本の生み出す利益の率が ROE です。配当金に対しては配当利回り、株主資本に対しては PBR、予想利益に対しては PER といった基準によって、株価が決まってくるから、確かに ROE が非常に中心的な役割を果たしていることがわかります。



また ROE を用いて、収益力の源泉を分析することができます。アメリカの化学会社の DuPont を分析するのに用いられたことからデュポン・フォーミュラと呼ばれている手法で、ROE を、資本効率、収益性、税率、安定性の 4 つの要素に分解します。

$$\text{ROE} = \text{総資産回転率} \times \text{税引前利益率} \times \text{税金留保率} \times \text{レバレッジ}$$

(右辺は、分子と分母が消しあって、分子に税引後利益、分母に株主資本が残る)

つまり ROE はこれら 4 つを統合した指標なのです。これは非常に優れた分析方法です。つまり、ただ、ROE が向上したとか、低下したというだけでなく、その背景にある財務比率の変化を発見することができるのです。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

企業の変遷を見ていく際に大事なものは、産業の成熟度、そして業界内の相対マーケットシェアです。相対マーケットシェアが高いほど、資金を生み出す力が大きく、一方、成長率は高いほど、設備投資が必要でお金がかかります。低成長で高シェアの部門は普通、高収益率です。そのような部門が資金を稼ぎ、それを高成長だけれど低シェアの部門に先行投資として注ぎ込む。そうした中のひとつがうまく成長期に入ってくると、相対マーケットシェアが高くてしかも成長期にある、という部門が生まれる。そしていずれその産業も成熟して、資金を生み出す部門に移行していき、また、新しい部門を支える。これが望ましい循環です。こうしたことが、ROE を中心とした数字だけを見ていてもわかってくるのです。

企業が内部資金で達成することのできる成長率を、内部成長率といって、 $ROE \times \text{利益留保率}$ であらわされます。ROE=10%が維持され、配当性向 30%(内部留保率 70%)ならば $10\% \times 0.7 = 7\%$ で、株主資本も利益も年 7%で伸びていく、という成長モデルです。

そこで、内部留保として株主資本に加えた資金をどう使うかということが、問題になります。現在の ROE 以上の利益率の分野に投資すれば、全体の ROE は上昇し、それがさらに成長率の上昇にもつながる。でも、もし、現在の ROE 以下の使い方をするならば、ROE も成長率も、低下してしまうのです。

講演ではこの後、企業は内部資金によって成長できることが望ましいという議論、配当割引モデルによる理論株価について、また ROE をめぐる「企業の成長モデル」と「人の成長モデル」は案外共通するところがあるという意外な議論もありました。デュポン・フォーミュラによる分析では、富士フィルムを例にとり、具体的に解説していただきました。

最後には、最近 CD が制作された「ハッピー・マネー・ソング」が披露されました。



連載 資産運用「茶飲み話」(6)

岡本 和久



応援する会社を買うのもよいが、生活を支えてくれる企業を買うのもよい

「応援したい会社が苦しんでいるときに、株式を買うのが良い」というのはよく言われることです。これは、真理です。応援したい会社であれば長期に持つこともできます。しかも、あなたが「応援したい」と思うほど、世の中のために役立っている会社なのです。そして、その会社が苦しんでいるとき、普通、株価も安くなっているものです。ですから、本当に好きな会社の株式が割安のときに買えるという意味でこれは非常にポイントを得たアドバイスだと思います。

同時に私は、我々の生活を支えてくれている企業に対して「ありがとう」という感謝の気持ちを込めて株主になるのも大切ではないかと思っています。我々の生活は世界中の、あらゆる産業・企業によって支えられています。これらをすべてまとめて買う。つまり、グローバルなインデックス投信を買うということです。当然、日本の企業も、先進国、新興国などできる限り幅広く企業のオーナーとなるのです。具体的には世界の株式インデックス・ファンドを持つのです。今日、ありがたいことに 5000 円とか、1 万円で世界中の企業の株式をひとまとめに買えるのです。

私は前者を「応援の投資」、後者を「感謝の投資」と呼んでいます。結果として、応援の投資はアクティブ運用でリターンを狙う、感謝の投資はインデックス・コアとしてリスク削減を狙うということになります。株式の長期投資をするときに、単に「上がりそう」というだけの理由で売り買いするのではなく、応援とか、感謝というような「気持ち」を込めるということとはとても大切だと思います。

魚屋さんとお寿司屋さんの違い

証券会社に勤めている人は、何か、きっと儲かるいい銘柄を知っているのではないかと思います。つい、「ちょっと教えてよ」などと聞きたくなるのも人情というものですね。でも、それは



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

大きな間違いです。おそらく、そのような質問を受けて、ホンネで一番困っているのは証券マン本人でしょう。「もし、それがわかったらオレは会社勤めしてないよ…」と。(でも、多くの場合、「知らない」とは言わず、何かもっともらしいことを話してしまうのは人間の性でしょうか)

証券マンは確かに商品については深い知識を持っています(いるはずですが)。しかし、彼のスキルはその商品を売ることにあり、その商品を用いて資産を運用することではないのです。信託銀行、投資顧問、投信会社など資産運用会社は証券を用いてお客さまのために資産を運用することが仕事です。つまり、金融商品は運用というサービスを行うための素材なのです。

これは魚屋さんとお寿司屋さんの関係と似ています。魚屋さんの仕事はいきの良い魚を売ることです。お寿司屋さんの仕事は新鮮な魚を加工しておいしいお寿司にすることです。知識の範囲が全然違うのです。いくら千客万来のお寿司屋さんでも魚屋さんはできませんし、また、大成功している魚屋さんもお寿司屋さんにはなれません。

日本では資産運用会社の多くが銀行や証券会社の系列に入っています。いわば、お寿司屋さんが魚屋さんの子会社になっているのです。私は資産運用会社がもっと独立した業界に育つことがとても大切だと思っています。お寿司屋さんは、魚屋さんを喜ばすことではなく、お客が一番喜んでくれるお寿司をだすのが仕事なのです。同じように投資家が本当に喜ぶ運用サービスを運用会社には望みたいものだと思います。

営業マンはあなたの設計図を知らない

長期的なパフォーマンスに圧倒的な影響力を持つのが、株式と債券の比率、国内と海外の比率などの大きな資産クラスをどのように配分するかという、アセット・アロケーション(資産配分)です。これは、いわば資産運用の設計図です。

それぞれの個人が自分のライフステージや資産の額、収入の額と安定性などを勘案して設計図を描きます。そして、その設計図に沿ったポートフォリオを作るために素材、部品となる金融商品を買集めるのです。

ふつう、銀行や証券会社の営業マンはあなたの全財産の設計図がどのようなものであるかは知りません。ですから、あなたが何を必要としているかとは関係なく、現在、人気のある投資信託などを勧めてきます。

彼等には決して悪意があるわけではありません。おそらく非常にナイーブにこの商品はとても人気があるから、きっとお客も喜んでくれるのではないかって推奨してくるのでしょう。でも、残念な



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

がら、それが、あなたが必要とするものである可能性はむしろ小さいだろうと思います。

大切なことは、お客であるあなたが、自分の設計図をきちんと持ち、自分の必要とする商品を営業マンに説明できることです。そして、できれば営業マンが持ってくる商品を、いくつか比較して最も自分のニーズにあっている商品を選ぶことです。手っ取り早く上がりそうな銘柄を教えてもらい、短期で一儲けと思ってもそれは長期的な資産運用の役には立たないものです。

ミドルはつらいよ～だから、おカネにも働いてもらう

人生 100 年時代は、ほぼ三分の一ずつ、三つの期間に分かれます。学びの時代、働きの時代、遊びの時代です。学びの時代は、赤ちゃんとしてこの世に生れてから社会にでて一人前になるまでです。この期間の費用は、ほとんど親がだしてくれます。退職後の遊びの時代はこれまで形成してきた資産を活用して、自分の好きなことをすることで世の中の役に立ってゆく時期です。

さて、問題は真ん中の働きの時代です。仕事で一人前になる 30 代の前半から、定年退職する 60 代の前半までの 30～35 年ぐらいの期間です。長い人生でおカネをしっかり稼げるのはこの時期です。そのおカネは、①子供の養育費(自分も親の世話になったのでこれは仕方ない)、②いまの生活費、③退職後の生活資金という三種類の資金を稼がなければならないのです。人生 100 年分をこの 30 数年で稼がなければならないのです。

だから、自分で働いて稼ぐのに加えて、稼いだおカネにも稼いでもらわなければならないのです。おカネを眠らせていてはいけないのです。働きの時代は資産形成期ですが、この時期にどのようにおカネを運用するかは人生全体に大きな影響を与えます。

株式市場では最大多数にとってもっとも都合の悪いことが起こる、だから Buy and Forget!

株式市場では最大多数にとってもっとも都合の悪いことが起こる、これは永遠の真理です。市場に参加している大多数の投資家が、株価が上がってほしいと思っているときは、株価は下がります。逆にみんなが、株価が下がってほしいと思っているときは、株価は上がります。

考えてみれば、それは当然です。なぜ、みんなが上がってほしいかと言えば、みんなが株式をすでに持っていて、値上りしたら売りたいと思っているからです。つまり、これ以上、買ってくれる人が少なくなっているということです。みんなが下がってほしいということは、みんな株式を持っていないで下がったら買いたい、と思っているからです。これは下値が固いということです。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

アメリカの「より馬鹿理論」も同じことです。誰かが株式を買うとき、世の中に自分よりもっと馬鹿な奴がいて、自分の買値よりも高い値段でその株式を買ってくれるという前提に立っています。売りの場合は逆です。

人と同じことをしていても絶対に儲からないという格言はいくらでもあります。ほとんどの人は、売り買いして儲けようとします。だから、ずっと持っていることが儲かる秘訣なのです。Buy and Forget! (買ったら忘れよう!)

<モデルポートフォリオ:2014年8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ヵ月	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~ 176万円
4資産型	積極型	1.35	20.89	10.89	5.50	16.51	7.82	52.62	47.68	57.85
	成長型	1.25	16.25	8.53	4.94	11.66	6.25	39.24	38.92	50.49
	安定型	1.15	11.69	6.04	4.14	7.29	4.68	26.74	29.76	41.73
2資産型	積極型	2.93	25.20	13.09	7.28	18.79	9.97	58.59	59.97	76.25
	成長型	2.39	19.98	10.18	6.25	13.75	8.00	45.23	48.25	65.12
	安定型	1.84	14.90	7.15	4.98	9.33	6.06	32.67	36.18	52.38

* 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8月末に1万円投資資金を積み立て始め、

2014年7月末の投資資金までとする(2014年8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)

		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)
4資産型	積極型	40%	40%	10%	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%	

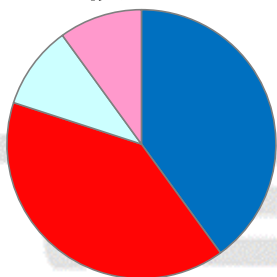
ポートフォリオは「インベストラيف」が参考のために考案した資産配分に基づき、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンがデータを算出しています。
特定の資産配分による投資の推奨を行うものではありません。

「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/>

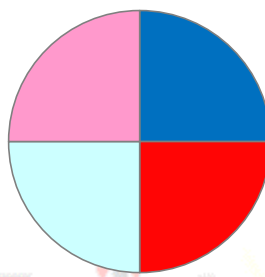
4資産

- 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)

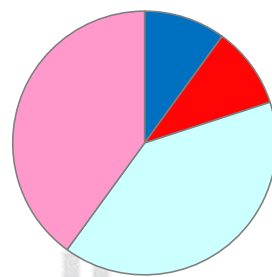
積極型



成長型



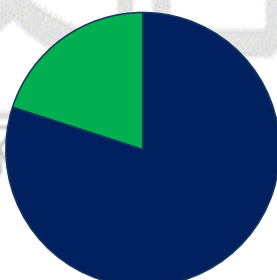
安定型



2資産型

- 世界株式: MSCI ACWI (含む日本)
- 世界債券: Citi WGBI (含む日本)

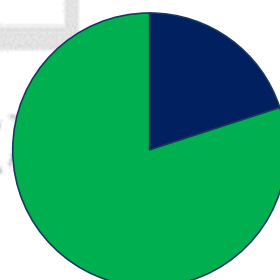
積極型



成長型



安定型



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「投信まとなび」でそのファンド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/>

<直販ファンド:2014年8月末の運用状況>

運用会社名	ファンド名	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				1万円ずつ積み立てた場合の 月末資産額				2014年8月末		2014年 5月末	2014年 8月中
		1ヵ月	1年	5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 ~176万円	1年 12万円	5年 60万円	10年 120万円	2000年1月 ~176万円	純資産 (億円)	基準価額 (円)	(前回掲載時) 基準価額 (円)	推計資金 純流入額 (億円)
さわかみ投信	さわかみファンド	-1.51	21.61	7.28	3.76	19.78	6.77	44.23	34.52	48.50	12.81	86.54	161.42	261.36	2,948.6	18,185	17,172	-17.91
セゾン投信	セゾン・バンガード・ グローバルバランスファンド	1.23	18.36	9.15	-	-	7.10	42.42	-	-	12.85	85.45	-	-	784.6	12,094	11,677	8.58
セゾン投信	セゾン 資産形成の達人ファンド	2.53	26.15	16.03	-	-	10.15	74.63	-	-	13.22	104.78	-	-	155.6	13,971	13,175	4.77
レオス・ キャピタルワークス	ひふみ投信	1.69	34.28	16.97	-	-	12.81	84.14	-	-	13.54	110.49	-	-	143.8	26,320	23,555	-0.60
ありがとう投信	ありがとうファンド	0.22	18.60	9.31	-	-	7.00	48.42	-	-	12.84	89.05	-	-	108.6	13,858	13,216	-0.10
鎌倉投信	結い 2101	0.31	10.87	-	-	-	5.61	-	-	-	12.67	-	-	-	106.8	14,815	14,051	3.03
コモンズ投信	コモンズ30ファンド	0.02	15.00	8.79	-	-	6.24	43.52	-	-	12.75	86.11	-	-	47.1	19,339	18,267	0.59
クローバー・アセット	コドモ ファンド	0.63	18.84	-	-	-	8.80	-	-	-	13.06	-	-	-	32.5	11,511	10,623	0.13
ユニオン投信	ユニオンファンド	2.03	21.59	9.63	-	-	8.36	43.70	-	-	13.00	86.22	-	-	28.2	20,078	19,186	0.55
コモンズ投信	ザ・2020ビジョン	1.11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.7	11,345	10,192	1.37
クローバー・アセット	浪花おふくろファンド	0.13	21.88	10.02	-	-	7.69	47.04	-	-	12.92	88.22	-	-	8.2	14,024	13,335	-0.26
クローバー・アセット	らくちんファンド	-0.35	20.43	8.44	-	-	7.68	40.48	-	-	12.92	84.29	-	-	6.6	12,369	11,742	0.01
クローバー・アセット	かいたくファンド	1.25	23.72	10.28	-	-	9.33	46.70	-	-	13.12	88.02	-	-	5.4	14,178	13,452	-0.02

*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8月末に1万円で積み立てを開始し、2014年7月末投資分までの8月末における運用成果とする(8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「投信まとなび」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。