



2015年 バフェットの株主総会に参加して

対談:尾藤 峰男氏、岡本 和久

尾藤 峰男氏

1978年、早稲田大学法学部卒業。日興証券に1999年3月まで21年在籍、投資アドバイス・債券発行・事業法人営業など主要証券業務に携わり、英国、カナダ、オーストラリア(現地法人社長)の3カ国に勤務。2000年7月、びとろファイナンシャルサービス株式会社設立、現在に至る。金融機関から完全独立のFP・資産運用アドバイザーとして、お客様利益を最優先に、個人の金融資産や退職金の運用助言・ライフプランニングサービスを提供している。商工会議所での講演、日本経済新聞、日経マネー、東洋経済などへ執筆多数。テレビ東京、日経CNBCにも出演多数。著書に「いまこそ始めよう 外国株投資入門」(日本経済新聞出版社、平成22年刊)

現在日本 CFA 協会ウェルス・マネジメント・フォーラム幹事。東京商工会議所会員。投資助言・代理業登録 関東財務局長(金商)第905号

岡本 | 尾藤さんは二年連続でウォーレン・バフェットさん会社、バークシャー・ハサウェイの株主総会に出席されましたね。今日はその感想をお聞きしたいのですが、その前にバークシャー・ハサウェイという会社について少し説明をしてください。

尾藤 | はい。バークシャー・ハサウェイという会社は米国の有名な投資家、ウォーレン・バフェットが会長兼 CEO を務める世界最大の持ち株会社です。本社はアメリカ・ネブラスカ州のオマハにあります。アメリカのほぼど





長期投資仲間通信「インベストラ이프」

真ん中ですね。この会社の株主になるということは、この会社が所有している企業を間接的に保有していることとなり、その意味では株式会社の形態をした投資ファンドでもありません。私は株主としてその株主総会に出席しました。

岡本 | それでバフェットさんを間近に見てどうでした？オーラは(笑)？

尾藤 | まあ、普通のおじいさんなのですが(笑)、とにかく周りの人の見る目がものすごいですよね。今回はパークシャー・ハサウェイを 1964 年に買収をして 50 周年ということもあり、4 万人を超える株主とその家族が株主総会に参加しました。

岡本 | 株主以外の家族も参加できる？

尾藤 | はい、株主に対して 4 枚の参加証がもらえますので小学生まで家族で参加している人も多いのです。参加人数はこれまでの最高です。最初の株主総会の参加者は 12 名で町のカフェテリアで行われたそうです。二人のカップルを除いて後はすべて家族と知人(笑)だったと言っていました。

株主総会は一日です。投資先企業が色々なイベントを企画したりブースを出して商品を販売したりしています。前日、ピクニックがあったり、カクテル・パーティがあったり。商品販売の売り上げも結構大きいだろうと思います。GEICO の自動車保険まで販売していました。売り上げは企業の収益ですが、結局、それは株主であるパークシャー・ハサウェイの収益にもなる(笑)。また、5 キロ・ランなど、色々な催しがありました。

岡本 | 尾藤さんのメルマガでパークシャー・ハサウェイの株主総会に出席して「つくづく思うこと」というのを書かれていましたね。ちょっと紹介してください。

尾藤 | ああ、あれですね。五つのポイントを書きました。まず、バフェットの言葉から学ぶことが大変多い、バフェットの学び続ける姿勢に励まされる、バフェットが言っていること、行っていることは誰でもできる、私欲がなく、周りをみんな幸せにするよう行動する、ですね。印象が強いのは参加者の表情がみなやすらぎ感に満ちていることです。ふくよかな顔つきなんですね。まあ、そういう意味ではバフェット教的なところはあ
るのかも知れません。





長期投資仲間通信「インベストラيف」

岡本 | 株主は富裕層が多いのでしょうか？

尾藤 | それははっきりとはわかりません。ただ、わざわざ飛行機でオマハまで来る人が大部分ですから、それを考えると中流以上だろうとは思いますが。厳密にはわかりませんが……。バフェット自身はあんまり区別をしていないように思います。1990年代中ごろまではA株と言って一株22万ドルだけでしたが、いまは一株145ドルぐらいで買えるB株があります。ですから普通の人でも買いやすい。特徴としては長期投資であるということです。ですから株主の入れ替わりは非常に少ない。

岡本 | よく言われるウォール街的な強欲さは投資家サイドにもあまりないということですね。

尾藤 | ウォール街はサヤ取りを中心としたトレーディングですね。デリバティブスを使ったりして。それとはかなり違うと思います。こちらの株主総会は全然、それとは雰囲気の違いがありました。バフェットさんが50年来のパートナー、マンガーと二人が登場したときは会場全体が「ワー」这种感觉で盛り上がりました、

岡本 | そして、式次第は？

尾藤 | 会場は7:00に開きました。8:30まではエキシビション・ホールでの傘下企業の展示を見たり買い物をしたりします。色々ありますよ。バフェットとマンガーのキャラクター・グッズ、ハインツの商品、これ50%OFFの2ドルでした。50周年記念のでっかいパンツ、「次のウォーレン・バフェット」と書いてあるTシャツ、シーズ・キャンデーなどたくさんの商品が展示即売されていました。

岡本 | 前日の5キロ・ランはもちろん尾藤さんも走った。

尾藤 | もちろんです。

岡本 | バフェットは？

尾藤 | バフェットは人形が走っていました。



岡本 | この「ノリ」がいいですね。当然、株主総会でメインの話とも関連すると思いますが、尾藤さんから見てバフェットの投資法の中核は何だと思えますか？



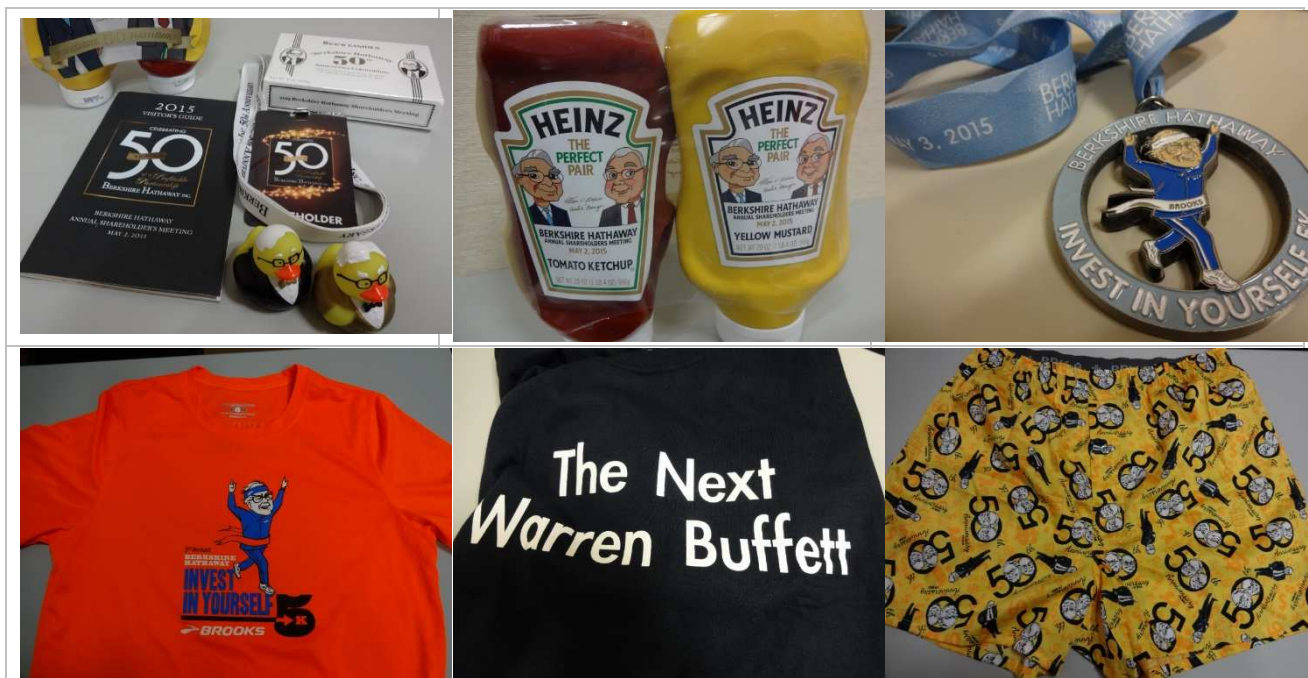
長期投資仲間通信「インベストライフ」

尾藤 | やはり、「手堅い投資」ということではないでしょうか。1%であっても不用心があってはいけない。100%用心していなければいけないということです。パークシャー・ハサウェイの株主のことを最も考える。バフェットにとって最も大切なことは、パークシャー・ハサウェイがすくすくと育っていることだといっていました。なぜなら株主が一番大切だからだ、それゆえ、100%用心しなければならないということなのです。とにかく株主のことをものすごく考えている。企業経営も含めてすべてはそこからスタートしています。



岡本 | そして、1%の不用心を消すためにはどんなことをしているのですか？

尾藤 | 勉強し続けることです。84歳でも勉強を続けている。まだ、知らないことがある。1日の仕事の時間の80%を読むことに使う。そして、20%を考えることに使う。要するに知らないことをなくすように最大限の努力をしている。いまでも好奇心をもって勉強している。



岡本 | そのような努力を行うのはまさに株主のためということですね。これは本当に見習うべきことですね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

尾藤 | いまでも1日に500ページ読むと言っていました。部下のファンドマネジャーにも1日500ページの読書を課しているそうです。アニュアルレポートや新聞などは当然ですが、古典的名著、アダム・スミスやケインズ、リカードなどです。特にアダム・スミスの国富論を読むことは株主総会でも言っていました。あと、岡本さんが監修して日本で出版した「投資家のヨットはどこにある？」も必読書としてあげていました。

岡本 | あれは不変の真理を描いた名著ですね。2011年に私が監修をさせてもらってパンローリング社から出版されました。インベストラ이프の読者にもぜひ、読んでもらいたい本です。

尾藤 | バフェットも「ぜひ、読め」と言っていました(笑)。

岡本 | 投資対象の選び方については何か言っていましたか？

尾藤 | はい、「理解できる銘柄を買え」ということです。「自分が理解できることが重要です。ですからハイテク・バブルなどがあつたときもバフェットは「よくわからない」ということで見向きもしなかった。



岡本 | その点は個人投資家にもすごく重要なことですよね。自分が理解できるというときの、「自分が」という点が重要。派生証券などを組み込んだ難しい仕組みの投資対象が時々ありますが、分からなければ買わなくても良い。買うべきではない。他人がわかって勧めてくれても、結果は自分のところに来るのですから。投資信託でも個別銘柄でもね。

尾藤 | ユーフォリアに惑わされないことですよね。ものすごく簡単で当たり前のことですけれどね。重要なことです。

岡本 | 多くの場合、予測は「昨日、晴れていたから今日も晴れるでしょう」という天気予報が信頼できないのと同じですよ。「昨日、上がっていたんだから今日もきっと上がりますよ。みんな買ってますから」という話ですよ(笑)。バフェット自身、自分のアプローチの85%はベンジャミン・グレアム、15%はフィリップ・フィッシャーから成り立っているということを言っていますが、グレアム的アプローチについては何か言っていましたか？

尾藤 | 証券アナリストの父、グレアムですね。彼の「賢明なる投資家」はまさにバフェットにとって



長期投資仲間通信「インベストライフ」

座右の書です。「ベンジャミン・グレアムは私の師である」と明言しています。ただ、少し違いもあります。グレアムの割安というのは「とにかく割安なものを探す」のが基本です。ですから、道に落ちているあと一口吸えるタバコでも価格が妥当なら買う価値があるということです。バフェットも割安株投資ですが、バフェットはグレアムの考え方を進化させています。その好例がシーズ・キャンデーです。パートナーのマンガーに 3000 万ドルでの投資を勧められたのですが、最初は納得できなかった。結局、値段を 2500 万ドルに下げて買い付けた。割安株であっても買い付け価格を値引きした。それがバフェットの真骨頂です。いまとなつては何 10 億ドルの利益が出ている。

岡本 | 「もう一声」と負けさせるところがすごいですね。

尾藤 | そのときにバフェットが目にしたのがブランド価値ということです。これが大きな決断のきっかけだったのです。このような価値はグレアム的アプローチには入ってこないかも知れない。この視点からコカ・コーラ、ジレット、アメックスなど高ブランド価値の企業が選ばれています。ブランド価値の高い企業はモート(堀)が深いと言っています。要するに競争相手が容易に入ることができない。それによって一時的なショックなども乗り越えることができる。価格支配力も強いのでインフレにも対抗できる。単に株価が割安であるだけでなく、そのようなエコノミック・モートの深い企業が良いという発想に進化していったのです。



岡本 | 例えば今後の収益予想などについてはどの程度、重視しているのでしょうかね。

尾藤 | まあ、それは当然のこととして考慮の対象にはなっていると思います。

岡本 | そうでしょうか。将来の収益を支える基盤としてエコノミック・モートなどを重視するのでしょうかね。そのあたりがグレアムだけでなく、15%はフィッシャーと明言している所以なのでしょう。グレアムと言えば、私の証券アナリストの最初の師はジェームズ・ローゼンワルドという人で彼はグレアムの最初の弟子だったというのが自慢でした。その意味では私はグレアムの孫弟子(笑)。私がいた証券会社のニューヨーク店でアナリストとして活躍していました。1975 年、私がニューヨークに転勤になったところ、ちょうど手頃な若造が来たということで(笑)資料を渡され膨大な計算をしろと言われました。もちろんパソコンなんてない時代。電卓です。ローゼンワルド氏は計算尺をいつも胸ポケットに入れていて計算尺で計算してい



長期投資仲間通信「インベストライフ」

ましたっけ。

尾藤 | 面白い話ですね。

岡本 | 当時、彼は損保株をしきりに勧めていました。中小損保が中心でしたが株価が200~300円なのに対してポートフォリオの価値が1000円近くあるという。私がマーケットで人気の成長株などを調べているといつも「どうしてお前はそんなゴミ(ガーベッジ)のような銘柄ばかり調べるのだ。そんなもんは捨ててしまい、私の銘柄をしっかり分析しろ」などと怒られたものでしたね(笑)。そして、最後はいつも「道端に金貨が落ちていたとしよう。最初に通り過ぎる人は気づかないかも知れない。二人目も通り過ぎるかも知れない。しかし、本当に価値のあるものだったらいつか誰かが気づいてそれを拾うだろう。それがバリュー株投資だ」と言っていました。懐かしい思い出です。



尾藤 | 岡本さんの原点ですね。

岡本 | まあ、わかりませんが若い頃、証券分析について大きな影響を与えてくれた人であることは間違いないですね。ですから、いまだにグレアム的な考え方は私の中にあるように思います。ところで尾藤さんがお客に話すときにバフェットの考え方で何か参考になっていることはありますか？

尾藤 | やはり、一番大事なことは長期の視点で見るということです。ということはちょっと株価が上がったから売るとか、ちょっと下がったからといって心配したりすることは必要ないということです。長い目で見るということです。そして10年、20年、持つに足るような銘柄を買うのです。持ち続けられる会社を買う。市場全体が下がれば一時的には株価も下がるでしょう。しかし、長期的に価値が増加し、株価が盛り返してくることのできる銘柄を買うということです。ということで安心して観ていてくださいという点を強調しますね。

岡本 | リーマンショックのようなことがあっても数年で回復する。それは短期投資家から見れば気が遠くなるほど長期でも長期投資家から見れば長い旅の途中の一つの風景でしかない。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

尾藤 | そう、そう。その通りです。そうして持ちこたえることができるようにしてあげるのが私のアドバイザーとしての仕事です。

岡本 | 腕の見せ所ですね。尾藤さんというとグローバル投資を重視するので有名ですが。

尾藤 | 私はシームレスで外も内も見ます。別に株式市場は日本だけにあるわけではありません。日本だけを見るよりも世界を見た方がずっとたくさんの良い投資機会があります。

岡本 | その場合、銘柄選択の基準は？

尾藤 | それは株主重視ということです。その点では海外に非常に優れた企業がたくさんありますね。例えば VISA、ムーディーズ、ウェルズ・ファーゴ、コストコなど成長力の点から魅力があります。それから経営という点からはエクソンとか、ジョンソン・エンド・ジョンソンとか。

岡本 | 上場投資信託 (ETF) と個別銘柄の使い分けはどうしていますか。

尾藤 | ETF は結構、使っています。これは分散投資目的です。特に欧州とか新興国などですね。アメリカは個別で結構、大所を持っているのでかなり市場全体のエクスポージャーもそれらを通じてとっています。ただ、小型株となると手薄なのでそのような ETF を買うというアプローチです。そして、大型株と小型株、先進国と新興国、国内株と海外株というような配分比率を見て全体を決めています。

岡本 | 日本株はどう見ているのですか。

尾藤 | 以前は「こりゃあ、だめだ」と思っていたんですが(笑)、最近は少し良くなってきているという感じを持ちます。株価の動きということではなく、ROE 重視、株主還元、ガバナンスの見直しなど、株主を意識した動きが出てきている点の評価をしています。問題は、キャピタル・アロケーションとか資本コストなど理解できているのかということです。キャッシュフローがマイナスでも売り上げが伸びていればよいとか、自己資本比率が低下すれば増資をすればよいという





長期投資仲間通信「インベストラ이프」

ような本質を理解していない経営者も多いということです。ですから、やらされているからやっているのではなく、本質を理解して経営体質を強化していく企業が増えることを期待したいですね。

岡本 | 本当ですね。アベノミクスで株価が上がっているのは企業の外的要因によるところが大きい。本当のブル・マーケットは個別企業の経営体質の強化、改善が進むことによって実現するものです。そこに期待したいですね。今日は幅広いお話をありがとうございました。

尾藤さんのメモより

バフェットの株主総会 質問・回答編

質問：10年後まで利益が予測できると信じられる企業の特徴を教えてください

マンガー：一律に決められるフォーミュラはない。だから我々は学び続ける。バークシャーは過去の案件から学んでいる。

バフェット：大事なことはその会社の人間とパートナー関係を組めるかを見極めることだ。

質問：バフェット亡き後のバークシャーを投資家はどのように判断したらいいか

バフェット：我々がなくなったあとバークシャー。のカルチャーが生き続けているのは、個人の力ではないことが明らかになるだろう。

質問：株主でない人の生活により大きな影響を及ぼすために企業は何をすべきか

バフェット：もっと慈善活動を増やすべきということには同意する。しかし、それは個人レベルの話で企業レベルではない。会社の資金から慈善事業のために小切手を書くのは私の仕事ではない。会社のお金は私のものではなく、株主のものだ。

質問：現在の株式時価総額や企業利益の対 GNP 比は歴史的に高いと見た方がいいか

バフェット：高いと言えるかも知れないが、金利が歴史的に見て非常に低いことも考慮したほうがいいだろう。アメリカのビジネスは驚くほど繁栄した。マクロ要因で投資を見送ったことは今までない。

質問：新しい産業を学ぶには

バフェット：我々はこれから 10 年、どういうビジネスが利益をあげるか、わかる会社を探すだけだ。我々はすばらしい結果をもたらすチャンスを探求するのではなく、良い結果を得られると確信できるものに目を向けていた。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

マンガー:我々は幸運のいくらかを好奇心を持つことで得てきた。すばらしい人々を見分けるバックグラウンドがあったこともよかった。

質問:若かりし頃の投資成功のもっとも大きな要因は何だったか

バフェット:ベンジャミン・グレアムという偉大な先生がいたこと。例外すぎるほどの集中、本来あるべき平常心、気持ちの安定性だ。

質問:ほとんどの遺産を寄付する誓約をしたのはなぜか

バフェット:遺産の99%超を慈善事業に寄付する誓約をした。大切なことは、そのお金がどこでもっとも活かされるかということだ。これらのお金は私にはいらぬお金で、他の人には大変、価値のあるお金だ。

質問:最も大切なことは何で、それはなぜか

バフェット:私にとって最も大切なことは、パークシャーが順調に行くことだ。パークシャーにかかわる人は100万人以上いる。会社がうまくやれなかったらしあわせではない。

マンガー:我々は人さまのお金を失うことが大嫌いだ。

(一部、抜粋、字句の修正を若干してあります)