

Mr. Rene Grand



ピクテ銀行ファンドマネジャー。米国公認アナリスト。

1949年生まれ。スイスの大学で銀行学を修め、1970年にピクテ銀行入社。株式部門トレーダー、米国株アナリスト、日本株調査部長兼ファンドマネジャーを経て、1991年よりシニア・ポートフォリオマネジャー兼運用チームリーダー。生涯この道一筋と、プライベートバンカーの生き様を心より愛する長期投資家。

私の投資哲学

長期運用の基本的なスタイルとは？

ここ数年、投資の技術がずいぶん高度化・複雑化してきたし、いろいろな投資対象を組み合わせ、運用リターンを高めようとする考え方も次々と打ち出されたりしている。

まあ、運用の世界にはいつの時代でもいろいろな流行はあるが、投資の基本は何も変わらない。それは、ちょっとしたことではフラつかない、確固とした長期投資のスタイルを身につけることだ。

そしてもうひとつは、起こり得るさまざまなリスクへの対応を、個々の投資ではなく資産全体で考えていく訓練を積むことである。

ちょっとくらいのことではフラフラしない、投資の基本といったものを、株式投資でみてみよう。

目先の相場変動や価格下落に振りまわされず、「地に根を下ろした投資運用に徹しよう」という強い意思さえ持っていれば、「どう考えても売られ過ぎ」と思える株式を発掘するのは、そう難しいことではない。

ある程度の期間、たとえば3年か5年くらいの時間的余裕でみてみると、どこかで必ず市場がその企業本来の価値を評価しに行く動きが出るものだ。

本来の価値からかけ離れた価格を修正しようとする動きが出てくると（つまり、過小評価されていた株価を企業価値からみて適正と思える水準にまで織り込もうとする局面では）、何もしなくても投資収益が積み上がってくる。

多くの場合は逆で、市場が動く前に投資家自身のスタンスがあっちへ行ったり、こっちへ戻したりとブレてしまう。

次に、どのくらいの投資運用期間を想定するのか、あるいは資産規模や個人々のリスク許容度にもよるが、長期運用の核にする部分と遊びの運用部分とを区別することは重要である。

遊びの運用とは、時に応じてハイリスク・ハイリターンを狙うことであり、こういった余裕を持っていると結構おもしろい長期投資ができる。もちろん、すべての投資家におすすめというわけではないが。

企業価値を算出するプロセス

さて、私がプライベートバンキングでどんな株式投資を展開しているかを、ちょっと紹介してみよう。

まず、世界中の割安株を、コンピューター・スクリーニングや平均株価との乖離度でチェックすることができる。その時、財務内容が極端に悪い会社を除いたり、過去の業績に対する株価感応度を調べてみたり、長期のファンダメンタル・リサーチで将来の収益力を割り出したりしてみる。そして最後に、その株価は割安な状態にあるかどうかをチェックする。

要するに、世間一般の株式投資と大差ないが、それをものすごくていねいに実践するわけだ。これらを全部トータルして考え、はじめてポートフォリオ構築に取りかかることになる。

もう少し詳しく書いてみよう。

企業のキャッシュ・フローを取りあげてみると、通常は景気サイクルとの関連で収益動向を判断しようとするが、過去の大きな経済苦境時に収益力はどうかであったかもきちんと分析する必要がある。

大事なことは、経済環境全般から個々の企業活動にいたるまで、いろいろな角度から企業価値がどう高められているかを、徹底的に洗い出してみることである。

これらをきちんとやらないと、経済環境の変化が企業の資本効率や投下資本に対する収益力に及ぼす影響力を、読み誤ることになる。

こうしたプロセスは、いってみれば、その会社がどれだけ経済価値を高めているかをチェックする基本の基本である。

企業分析は「企業自身」と「企業をとりまく環境」の2面から考える

どれだけ経済価値を高めているかは、その企業の持続的な収益力を確認するものであり、長期の投資リターンにも直結してくる。

もちろん、個々の企業の投下資本に対する収益力と資本コストとの関係は、産業それぞれの構造や各産業におけるその企業の位置によって違ってくる。産業によって企業が与えられる競争条件は違うし、その企業が置かれた各産業内の位置によって競争優位度も違って当然だからである。

競争優位度は通常の価格競争力と、プレミアム価格を設定できるかどうかといった差別化能力とに分けられる。

ファンダメンタル・リサーチで大事なことは、その産業全般に影響を与える諸要因と、その企業固有の要因とを切り離して別々に考えることである。

個々の産業分析では、その産業の構造を深く分析し、収益基盤はどこにあるのか、どのような長期的魅力があるのかなどをきちんとみてみたい。

個々の企業の位置づけだが、競争相手との相対的

な力関係を徹底的に分析するし、価格優位性や差別化能力、あるいはブランド力など、持続的と思える競争条件をチェックする。

持続的な競争優位性という点、有形無形の社内資源を有効活用して経済価値を高めるだけではない。類似品の脅威や産業そのものの地盤沈下に、経営サイドはどう対応していくかまでチェックする。

このような検討項目を踏まえた上で、個々の企業の予想されるキャッシュ・フローを、最悪から最上までのビジネス環境の可能性を、いろいろなシナリオで計算してみる。

それだけでは、まだ終わらない。いまださしたるキャッシュ・フロー数字として表面化していない投資勘定も、将来の可能性として見落とさずにチェックしておくことも重要である。

そのほかにも、社内はもちろん、世界中のエコノミストやストラテジストの見解も参考にしながら、どのような投資リターンを期待できるかをじっくり考えてみる。

以上のようなプロセスを経て、顧客のニーズに沿って投資戦略とポートフォリオを構築していくのである。

生真面目なるプライベートバンカー、ルネ・グラン

澤上篤人

ルネ・グランとは、20数年來の友人であり、同じ長期投資仲間である。

「おい、ルネ、われわれの『インストラライフ』への寄稿を頼む。30年におよぶ長期運用の経験から学んだ長期投資のエッセンスとか、投資哲学とかいったものを自由に書いてよ」と頼んだ。それも、週末を控えた金曜日に突然。

彼らにとって週末は家族と過ごす大事なひと時。なのに、「どうせ暇だろう。この原稿で汗を流すと、体のシェイプアップになる」といって、翌週早々までの原稿を一方向的に頼んだ。そしたら、週明けにきちんと送ってきた。さすがに几帳面である。

原稿を読んで、プウッと笑ってしまった。「なに、これ？ どこか学会で発表するのか？」と、オチオクリたくなるほどの生真面目さ。「もっと気楽に書けばいいのに」

実は、これがプライベート・バンカーの素顔である。本格派のプライベート・バンキングでは、長期スタンスでやや保守的な運用を展開しながら、顧客資産の保全、ならびに増殖をはかるのが基本の基本。

長期運用だから、のべつまくなく投資売買をしているわけ

ではない。ドタバタ動かないが、その間ずっと勉強している。ちょうどルネが書いてくれたように、長期投資を続けるに足る徹底的なリサーチを重ね、その上でじっくり考えることはプライベート・バンカーの必須条件。

10年はおろか、20年、30年を越えて顧客との信頼関係をどんどん高めていくには、その長期運用サービスが真にブランド物でなければならない。そう、本格派のプライベート・バンキングはブランド品そのものである。

ブランド品を自認する以上、中身が「超」のつく一級品でなければ話にならない。それも、5年、10年、30年と時間が経てば経つほどに価値評価が高まるような。

プライベート・バンキングにおけるブランド価値とは、世の変動や一時的な流行にフラフラすることなく、どっしりとした長期運用を淡々と貫くことである。そのための下準備という投資リサーチは、半端でないほど生真面目にやり通す。その一部をルネは紹介してくれた。

どれだけ勉強しているかは、別に学会で発表するものでもない。時間が経てば、顧客からのより一層の信頼という形で自然と表面化する。時の審判はそれほど厳しいものだ。