



昨年、『週刊SPA！』の企画により実現した証券業界の重鎮の座談会。『インストラライフ』では、その模様を6月号と7月号で掲載しました。昨年は3人合計で197歳でしたが、ひとつ歳をかさね、今年はトータル200歳！

三原さんは辛口の経済評論家として有名ですが、略歴をご紹介しますと、1959年日興証券入社、ロサンゼルス支店長を経た後で80年に独立し、(株)インパルス設立。99年東証ペン文化賞受賞。(社)日本商品投資販売業協会理事、日本IFA協会理事長、大阪経済大学大学院客員教授などを務める。レギュラー番組に「東京マーケット

TODAY」(BSイレブン)などがあり、執筆活動や講演など幅広く活動されています。

## 100年に一度の金融危機から1年たって

司会 | 前回、お三方にお集まりいただいたのは、「100年に一度の金融危機をどう対処すればいいか」ということでしたが、1年たちまして、あの危機っていうのは振り返ると何だったのか、立ち直ったと考えていいのか、これからどういう投資をみんなが行っていけばいいのかななどを伺えればと思っています。よろしくお願いします。

三原 | 一番肝心なことは、日本の投資家の人は何を買ったらいいのかということから発想するから、考えがそこで止まっちゃうんですよ。あのときは明らかに投げ売りでしょ。日経平均が7000円になって大騒ぎしてましたけど、それは単なる指標であって個別の銘柄を見たら願ってもない銘柄がたたき売られているのに、何が上がるかなんて当てっこしようとしているから、後になってあれは何だったんでしょうっていうふうになる。あのとき僕のところにインタビューに来れば、「絶好の買い場だ」と言っているよ(笑)。



リーマンショックのときもそうでしたよ。相場が下げることと企業の業績がどうなっていくかっていうのは、後になってしかわからない。相場の下げが一時的なものなら、損害は軽くてすむはずですから。恐怖で投げ売ってくるっていうのは企業に実体価値に比べてとんでもない安値がつくってことだから、そこを一緒に考えるから間違うんですよ。

株が下がっているからって、企業の価値が株価と一緒に下がるわけじゃないんですよ。企業の実態価値っていうのを自分なりに把握していれば、1株いくらが妥当な値段なんだろうかっていう自分なりの基準を持てるはず。そうすれば、「皆さん大騒ぎしているな。怖くてたまらなくて投げているのなら、それじゃ買ってあげよう」という気になりますよ。澤上さんは、「ありがとう、ありがとう」と言って買うけど、僕はそんなにお困りなら買って差し上げましょうという気持ちで買いますけどね。

澤上 | 2007年8月の1か月だけでも400億円買いましたよ。サブプライムが発生してから2009年3月10日までで、トータル1450億円買いましたね。だって企業価値は何も変わってないのに超ディスカウントで買わせてもらえるのだから、ありがとうって言ってね。

- 岡本 | だいたい上がりだしてから買おうと思ったって、買えるもんじゃないですよ。
- 澤上 | だから常に企業の価値を考えて買いたい銘柄を選んでおく。そして暴落相場などで、価値より下がれば買えばいいのであって。100年に一度って騒いだけど、1億人ぐらいの人たちが自殺したかっていうとそんなことはない。誰も自殺してないということは、みな飲んだり食べたりしているわけ。その分の生産や供給活動っていうのは、ずっと続いているし、何も変わってないわけ。
- 岡本 | 1000円の株がよく考えた結果、1500円の価値があるとすると。ところが株価が800円に下がった。さあどうですか？と聞くと、価値を修正して1300円の価値にするっていう人がいる。変わらないじゃないですか、価値っていうのは。マーケットばかり見てるから、何か起こると影響を受けやすい。
- 三原 | 日本では本当の意味での投資家っていうのがいないと思いますよ。トレーダーばかりで。これが日本の最大の欠陥。これじゃあ企業も育たない。

## 投資家と投機家

- 司会 | トレーダーと投資家ってどう違うんですか。
- 三原 | トレーダーは株価を買う人、投資家は企業に投資する人、企業の持ち主になる人。日本にはトレーダーと投機家はいるけど、投資家の数は極端に少ない。またそういうことに慣れてない。企業も投資家とともに栄えようっていう気持ちがない。
- 日本の場合、当局にも投資家を育てようっていう気がないんですよ。制度そのものがトレーダーを育てるようになってる。配当金への課税は大きいし、配当も10万円以上もらうと総合課税になる。株数が増えて配当金が増えると売らざるを得ないっていう、そんな理不尽な税制が長く続いたんだから。だから株で財をなした資産家がいらないじゃないですか。いるとしたら、売るに売れなかったオーナー株主。
- 司会 | 相続できますからね。
- 三原 | そういう制度を残して「どういう株がいいですか」なんてことばかりやってたのでは、企業が育たなくなる。安く買って高く売るのがトレーディングでしょ。皆が高くなって売っていたら、いつのまにか全部中国に乗っ取られちゃうよ。投資家は会社の応援団。投資家は売りませんよ。だけどトレーダーは売っちゃいますよ。僕は今そこにすごい危機感を持っている。今そういう大事な時期にあるんじゃないかな。すでに日本の企業は中国企業にM&Aされて傘下に入りつつあるじゃない。そういう危機感がなくて、どこで買ってどこで売ったらいいですかなんて人ばかりでしょ。日本は、怖いですよ。中国見てきてそう思いますよ。
- 司会 | 個人投資家としては、あれだけ下がってしまうともっと下がるんじゃないかと思って恐怖があるんですけど、でも澤上さんは「ありがとうございます」といって買われていたわけじゃないですか。今振り返ると、100年に一度っていわれた金融危機って、一体何だったっていうのか。実体がなかった危機なんですか。

- 澤上 | 「危機、危機」って言って騒ぎ過ぎなんですよ。危機って何なの？ 本当に危機で食べられなくなって、世界人口が68億3千万人のなかで3億人とか5億人とか自殺している？ 飢餓で死んでいる？ そういうニュースは一度もなかったですよ。人間、毎日飲んだり食ったりしているわけで、そういうものの生産や供給活動に企業は大きく寄与しているでしょ。われわれの投資要因は何も変わってない。たまたま金融危機でバブルが破裂したか知らんけど、それは当事者の問題であってわれわれの問題ではない。なんにも関係ない。



岡本 | 危機があったとすれば、投機をしていた人たちにとってですよ。持っているものが、目論見と全然反対の方にいっちゃったっていうね。投資家にとっては、別に何が変わったかっていうのはないじゃない(笑)。結局、株価とか価格に踊らされている。

三原 | もう忘れてるんじゃない。みんな元に戻ったんだから。

岡本 | 大底から少しずつ戻りだすと、何でもかんでもすぐすべてが良くなるように思うでしょう。これまた三寒四温で、良くなったり悪くなったりしながら、だんだん良くなっていくわけですよ。一日また寒い日が来ると、もう駄目だと思ふ人が多い。ちょっといい数字が出ると、「もう大丈夫」と、結局踊らされている。

## 投資の本質を見極めること

三原 | 今の日本を見ていると、落ち目の平家みたいなもので、何でも怖がっている。でも、本当の大変さというのを知らない。僕の証券会社時代、株価が下がるたびに部下が大変だ大変だと言うわけですよ。

僕が思うに大の男が「大変だ」っていうのは、命を取られそうになった時で、株が下がったくらいで大変だなんて何バカなこと言っているんだ。すべて大変だ大変だって言っていれば、働いている気になってるんだよね。

だけど本当の大変っていうのは、「大きく変わるって」書くように、時代がどう変わっていくかを見る目を養うのが大事なんです。

ピーター・ドラッカーが『断絶の時代』を書いたのは1960年。あのときは確かに過去の世界も新しく開ける世界も断絶で、東西冷戦の真ただ中だし、それが今度は再び断絶の時代になっている。そして、また新しい世界が開けようとしているわけね。過去の常識とか知識とか経験が役に立たない新しい時代が始まる。そういう意味で見れば、ギリシャ問題ごときで驚くことはない。新しい時代が始まっているんだから、こんなことはたびたび起こるかもしれない。じゃあわれわれは何をすべきかという、澤上さんの分野だけど、投資の本質を見極めて投資するってこと。

投資の原則っていうのは、投資した資金が何年で回収できるかってことですよ。たとえばラーメン屋を始めるAさんに100万円投資して、何年で元を取れるかを考えるのは当たり前ですよ。だから配当が大事になるんだけど、Aさんが1割配当を約束してくれたら10年で回収できる。そして店が残っていれば、それが価値ですよ。また、誰かほかの人が店の権利を売ってくれて言ってきたら、繁盛していて高配当していたら、200万円で売れるかもしれない。これがキャピタルゲインですよ。これが企業と株主の原則なのよ。

バフェットはこれを忠実に実行しただけの話。だから彼が考えているのはいつも安全余裕度ですよ。回収も大事だけど、この会社が5年後10年後も存続し続けているかっていうことをベースに会社を分析している。安全度が高いとか、何年で回収できますかっていうことを考えている。その回収っていうのは売らなくてもいいわけ。企業の価値が増えていくのだから。バフェットは売買であれだけの資産を築いたんじゃない、投資した先の企業の価値が上がっていったから金持ちになった。株価が上がったんじゃない、企業の価値が上がった。その基本を日本の投資家たちは忘れてる。儲けた人がいると、たたくからね。日本では企業家も育たないよね。

澤上 | 三原さんがおっしゃった通り、日本にはまともな投資家っていうのは存在していない。唯一あったのは、企業の持ち合い(笑)。法人株主は買収防衛とか持ちあいで、買えばなしで売らない。結果的に、とんでもない長期投資になったわけ。そしてみんなが頑張って働いたから、日本経済はすごく成長した。そんなことで企業の価値、投資先としての価値がすごく上がっていった。だからバブル崩壊前までの日本の株式市場の平均リターンは1952年から1989年末までで年率20.2%。

三原 | そうそう。ジャパンアズナンバーワンっていわれた時代の日本の構造は、持ちあいで持ってた。

澤上 | 結果として持ちあいという最高の長期投資をやっちゃったけど、法人株主たちは投資しているという概念がなかった。まったく勉強もしないでいた。だから、バブルはじけたら大変だといって我れ先に売り逃げようとして、株価を大暴落させてしまった。あのときは総発行株式数の54%を持ちあいしていたもんね。

三原 | だからバフェットは買わなかった。本来は他社株を買う余裕資金で自社のための再投資をする必要があったね。彼はそういう企業を選んでいるわけだから。投資の基本である企業が、投資とは何かとか、資本主義とは何かとかわかってなかったのが日本なんだよね。

## 依存体質をやめて想像する楽しみを

司会 | 皆さんほどの方が、僕らの想定しない時代が起こる、新たな時代になるとおっしゃることに驚いたのですが。

三原 | だから面白いんじゃない。自分で想定すればいいんだから。だからね、日本は今、依存症なのよ。会社員は交際費依存で、企業は派遣依存で、寄りかかって、寄りかかって、自分で考えることを止めている。ちょっと自分で考えれば今ほど楽しい時代はないんじゃないの。5年先、10年先の風景を思い浮かべるだけでも、様々なヒントがあるじゃない。

たとえば、走っている自動車の音がなくなっちゃうとか、屋根には電子パネルがあって、庭先には電気自動車が家と繋がっていて、電気が行ったり来たりさせるような時代になったら、どういう絵が描けますか？ 未来を自分で描けば楽しいじゃない。こんなものは過去に経験のないものでしょ。だからバフェットはバーリントンノーザンという斜陽産業と思われていた鉄道株を買ったわけでしょ。彼は80歳になろうとしているのに、10年先見ているんだよ。アメリカでエコが問題になっていたら、そうすると鉄道輸送が一番エコじゃないかと。しかも今インフラを作ろうとしたらものすごいお金が要るじゃない。



岡本 | アメリカだって、鉄道はその昔、最も重要な交通機関だった。

澤上 | 大陸横断鉄道とかね。

岡本 | それが高速度道路がどんどんできていって自動車に切り替わって、それがまた行きつくところまでいきつくと、また鉄道に替わる。60年代を考えればアメリカで最も素晴らしい企業っていうのは、GMだった。それが潰れるわけでしょ。日本車がこれだけ繁盛するっていうのは、最初は誰も想像してなかったでしょ。そして今はトヨタが問題起こしている。要するに変わるんですよ。そういう現象面が出てくるのは常に変わっていくんだと思います。



三原 | 現象面が出てきて気がつか、イメージで気がつかのの違いですよ。どんな時代になるかなってイメージしてみれば興味がわいてくる。興味を持ったところにイノベーションが起こってくる。夢ぐらい誰でも見るだろ。今の若者、夢がないとかいうけど、夢ぐらい見てほしいね。

司会 | 皆さんの柔軟性というか、アニマルな感じが今の若い人にはないような気がしますね。変化があったときには、みな恐怖で引っ込んでしまいますよ。想定できない恐怖に対してね。

三原 | 夢なんて破れる夢がほとんどなんだけど、夢を見ない人生なんて寂しいじゃん。

- 岡本 | でも、むしろ想定したことが起こるケースのほうが少ないんじゃないですか。
- 三原 | そうだね。
- 司会 | 三原さんの年齢で予測がつかない、自分がわからないことがあるから面白いって言えるのはすごいと思います。澤上さんは、運用なさっている立場として、自分でも想定外のことが起こることに対する心構えは？
- 澤上 | 起こったっていいじゃない。想定外って、本当の想定外というのは自分が死んでることよ。死んだら考える必要何にもない。
- 三原 | 澤上さんが恐怖に駆られていたら、もう何度も首をつっているよ。
- 澤上 | 生きてるってことは、何とかなっているわけですよ(笑)。
- 三原 | あれだけのお金を預かって運用していて恐怖に駆られてらさ、毎日毎日首つらなければならぬ。耐えられるものじゃないですよ。将来に対する確固たるイメージを持っているから、そんなものは一時のさざ波だと。
- 澤上 | 何もかもわかろうとしないわけよ。必要ないもん。バフェットも言ってますよね。わかったことしかやらなきゃいい。わからないことは手を出さなければいい。無視すればいい。あれもこれも儲けようっていうのは、発想が貧しい。
- 三原 | そう。バフェットは自分の理解しているものしか買わない。理解できるものを買っていけば恐怖にさらされるわけないよね。リーマンショックで明日から世界中の人がコココーラを飲むのを止めるかっていうとそうじゃない。ひげをそることを止めるか、止めるわけがない。彼はそういうのしか買ってないから。安心でできるものしか。毎晩安心して眠られるような企業の投資しかしてない。わかるところしか買ってないなら、恐怖に陥るわけがない(笑)。
- 澤上 | 先のことがわからないのは当たり前で、わからないからおもしろいんじゃない。わからないから投資チャンスが起きるのでしょ。わかったらつまんない。
- よく間違えるのは、みんな先を見通した不透明な投資はできないとか、景気の状態を確認してからじゃないと投資できないというけど、これは投資じゃなくて単に資金運用。投資って未知の世界に踏み込んでいくことだから、初めからわからないところにいかなきゃ意味ない。わかったところには投資のリターンも何も無いよ。
- 岡本 | やはりなんかね、みんな一つの正解を求めようとしているね。これはマル、あとはバツみたいな。そういう基本で物事考えている。
- 三原 | 僕は営業で働いた経験から言うと、アメリカの投資家と日本の投資家の違いっていうのは、リスクに対する感覚だよ。日本人はリスクを極端に恐れて怖いものと思っている。アメリカ人はリスクがあるからチャンスがあると思っている。
- たとえば、マイクロソフトやグーグルが成功したのは有名な話だけれど、同じようなことをやってるアメリカ企業は最初のころは山ほどあった。日本人はリスクが高いといって、そのなかから1社選ぼうとする。ところがアメリカの投資家は、おそらく潰れそうにもない順番で上から初期の段階で5つとか分散して買うでしょ。何年かたったらほとんどが潰れても、マイクロソフトが生き残る。日本の投資家だったら、「しまった！ あっち買ってなくてこれ買ってたらもっと儲かった。損した！」と。僕は証券の営業マンだったからわかるけど、ある客にマイクロソフトみたいなものを6つ勧めて5つ潰れてマイクロソフトだけが残ったとしても、良かったね、って言ってくれる人はいないよね。何でこんな4つを買わしたんだって、言われちゃう。
- 岡本 | 1勝4敗じゃないか(笑)。でもその1勝で4敗分の損を取り返して、もっと大きなおつりがくる。

三原 | だから澤上さんは苦労していると思うよ(笑)。

澤上 | だから自分のところはお金の集め方そのものの仕組みを変えちゃったわけ。

三原 | よく理解している人に自発的に投資してもらおうと。

澤上 | 一切営業しない。宣伝しない。

三原 | そういう営業スタイルを取らなければいけないというのは不幸だよな、本当は。もっと理解してもらって、澤上ファンドを応援してくれる人が出ないとね。儲けたのは俺が正しい、損したのはお前が悪いっていう人がほとんどだもんね。

澤上 | それなら自分でやればいいのかね。

三原 | 人に任せといてね、文句だけ言う(笑)。

## 将来の危機に対して備えるのが投資

司会 | 今、円高が進んでいて輸出産業がメインの日本企業にダメージを与えていますが、これってどこまで続くと思われませんか？

三原 | 投資をしないと将来の変化に備えられないよ。いつまでもあると思うな、円高と親と金。でも、今の国力のままで円高が続くと思う？ 膨大な財政赤字とジリ貧になっているGDPと人口で、この国の通貨が強くなるっていう、かろうじて経常収支が黒字だからもってるけどね。企業が出ていけみたいな政府の政策でね、最低賃金1000円とかにしたら、軽工業の類は全部日本から出ていって雇用は減るよ。円高のおかげでデフレの心配しているけど、逆に1ドル200円になったときの備えがありますか？ それを支えてくれるのは企業の価値ですよ。

日本で唯一のウリといえば、伸びる企業の価値ですよ。グローバルに活躍している企業の価値は落ちませんよ。むしろ増えていくところに投資しておけばいい。だから投資の本質ってそこなんです。うまくやることじゃないんですよ。危機に備える。危機っていつも起こるんだから。だけど、危機っていう言葉は「危険の危と機会の機」からできている。危機をチャンスに変えるには常に備えてなければいけない。投資の本質っていうのはそこですよ。

今日買って1カ月後に売って10万円儲けてどうすんのよ。10万円でも100万円でも、1ドル200円になったら泡みたいなものだよ(笑)。これから日本を担うのは、30代40代の人なんだから、一回立ち止まってゆっくり将来を考えること。自ずから何をしなければいけないか見えてくる。もう僕は先が長くないけど、心配しながら死ぬの嫌だよ(笑)。この国は大丈夫と安心して逝きたいよ。

司会 | イメージしろって言われたのにこんなこと聞くのもなんですけど、危機に備えるには具体的に何を勉強したり、何を見ればいいのか。

三原 | それを自分で考えるのよ。ネットなんかで答えが出てくるわけがない(笑)。

司会 | やはり経験を積みばよいかと思ってたんですけど、そういう問題ではないような気が。

三原 | それは澤上さんに答えがあると思いますよ。30年後も世界に隆々と羽ばたいている日本の企業の株主になっておけば。

澤上 | 世界経済がどんどん伸びていって皆が豊かになっていく。豊かになればなるほど、世界に何が必要かと、それを誰が供給するのかと、それをイメージしたりして考えていけばいいじゃない。その方向に乗っていけそうな会社を見つけ株を買っとけばいい。

- 三原 | そして心配しないでいいよな、おどおどしないでいいよな、自分の許容範囲のお金をそこに置いておけばいいんですよ。
- 岡本 | イマジネーションしやすいのが、日本の60年代と似た状態が世界でいくらでもあるってことですよ。たとえば今、中国は先頭切っているかもしれないけど、ベトナムだってインドネシア、ブラジルも伸びているでしょ。今まで布のおむつでたらいで川に洗濯に来ていた人たちが、洗濯機を持つようになったり、紙おむつを使ったり。われわれがたどってきた歴史がそのまま起こってくるでしょう。いろんなことが起こってくるんですけど、自分のわかる範囲で考えたらいいんじゃないかな。
- 三原 | わからないことにのめり込むから、余計にわからなくなる。パフェットだってわかるものしか見ない。はっきりしてることは数字で出てるでしょ。日本の人口はいずれ1億人を割ると、世界の人口は90億人になると。そうすると投資の本質っていうのは金儲けだけじゃないと。子どもたちを教育するための原資ってこともあるわけ。
- 言葉だって同じで日本語だけでいいわけじゃない。グローバル化の時代で、行った所の情報をしっかり持って帰ってくるぐらいの言葉の力が必要だよ。英語圏に行ったら、僕とか岡本さん、澤上さんは困らないから、持って帰ってくる情報量は言葉がわからない人に比べて相当多いよね。
- たとえば、日本の株ばかり見ているんじゃなくて、中国株やインド株、ベトナム株だってあるわけでしょ。翻訳されている情報に頼るのか、向こうにある豊富な情報を自分で探れるのかで大きな差がつくからね。そんなふうには物事を考えないといけないわけ。でも、これに対して今の若者は恐怖感を持つてるわけでしょ。GDPが細れば賃金も上がらない、売り上げも上がらない。それはその通りですよ。そこで思考が止まっちゃうんじゃないかと力を働かす。その先に行くことぐらいは、そんなに難しいことじゃないし、自分のストーリー作ると楽しいじゃない。
- 岡本 | 日本で仕事ができなければ、海外行って働けばいいんですよ。中国語とか覚えて。ものすごく大変なことやるわけでもないでしょ。
- 三原 | 1人2役3役できる人間と、1人1役しかできない人間の差がつくのは、こういうことだよな。

(次号へ続く)