



### 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的な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ね。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料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」

の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ってしまった。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・ジンバークなどが書いた「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。そのジンバーク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。

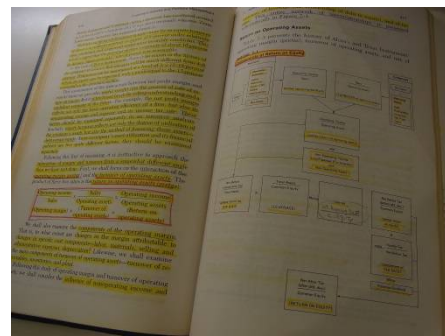
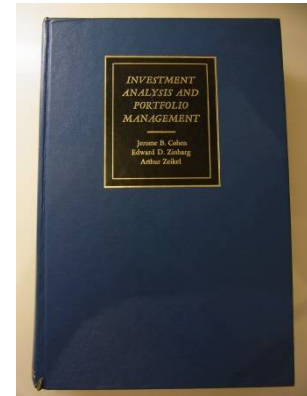
清水 | あの本は素晴らしい本です。是非皆さん読んでみるといいと思います。ジンバークという人を通して、私は現代ポートフォリオ理論の理解を深めることができました。非常に仕事熱心な人でした。時にはそれがちょっと困ったことにもなりました。私は、本当は岡本さんと同じようにCFAの資格を取りたかった。それをジンバークに相談をしたところ、「お前、なんでそ



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

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上長を電話で起こし、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」という声がかかったのです。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はありませんでした。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

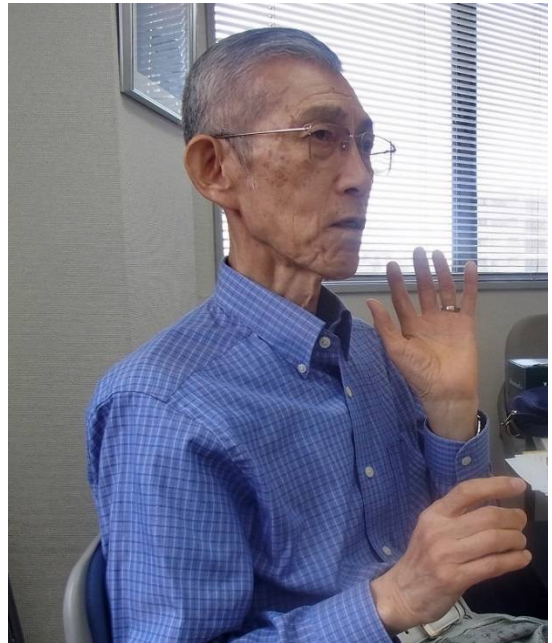




## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

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。それをいろいろやりましたが、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のも、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、くどくどと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できないのです。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、個人にはそれが無い。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流出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))