

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 太田浩司

今月号の特集テーマである株式集中投資とは、その名の示す通り、少数の銘柄の株式に集中的に投資する運用手法である。この集中投資は、古くから存在するアクティブ運用の一種であり、決して真新しいものではない。本号の特集テーマは、座談会と2本の論文から構成されているが、その中の1つである堀江論文では、集中投資の代表例として、米国の著名な投資家ウォーレン・バフェットが率いるバークシャー・ハサウェイを挙げている。それによると、バークシャー・ハサウェイは、1995年以降、少ない年では6社、多い年でも18社に全体投資額の8割以上を集中的に投資しているという。

一方、現代ファイナンス理論の根幹をなすポートフォリオ理論に基づけば、投資の原則は、「集中投資」ではなく「分散投資」である。

では、なぜ今、集中投資が注目を集めており、本誌でも特集テーマとして取り上げることになったのであろうか。この点に関して、本号の全ての論稿がその背景として指摘しているのが、日本の株式市場の長期低迷である。分散投資の基本は、多数の銘柄に時価総額をウェイトとして投資することであり、その行き着くところはインデックス投資である。ところが、わが国の株式市場は、周知のように、バブル経済崩壊の90年代以降、ほ

ぼ一貫して下落もしくはボックス圏で推移しており、TOPIXは過去10年間で年率-3.4%、過去20年間では年率-4.2%下落している。つまり、インデックス運用やインデックスをベンチマークとするパッシブ運用では、過去数十年にわたって平均的に正のリターンが得られていないのである。

基本的に、インデックス投資に代表される分散投資は、市場に負けないための投資理論である。したがって、市場が右肩上がりの時には、非システムティックリスクを最小限に抑えて安定的に正のリターンを獲得できる。しかしながら、わが国のように、市場の下降トレンドが断続的に何十年も続いているような状況では、分散投資ではいつになっても正のリターンを獲得できないのである。

それでは、このような経済状況下では正のリターンを獲得する機会が全くないのかと言えば、実はそうでもなく、堀江論文によると、過去10年間のTOPIX構成銘柄をリターンの大ききでランキングすると、そのちょうど真ん中の企業で約2%の正のリターンを確保しているという。つまり、この10年間の下落相場の状況下でも、半数以上の企業の株価は上昇していたわけで、投資先の企業選択さえ上手に行えば、正のリターンを確保できる機会は十分に存在していたのである。株式集

中投資が、現在注目を集めている理由の1つがそこに隠されているといえる。

また、本号の全ての論稿が、集中投資には市場における効率的な資金配分を促し、経営者の規律を向上させる効果があるということを指摘している点も興味深い。確かに、インデックスに組み入れられているという理由だけであらゆる銘柄を無差別に購入するインデックス投資には、ステイタスクオを助長してしまい、適正な価格形成を阻害してしまうという側面がある。一方、集中投資では、選ばれる企業と選ばれない企業の間で優勝劣敗が明確になるので、効率的な資金配分が行われるようになり、市場に規律が生まれる。そしてその市場の規律が、経営者の規律の向上にもつながるのである。集中投資には、そのような効果が期待されている。

特集テーマの第1は、**座談会「株式集中投資」**である。投資家の立場から近藤英男氏（DIC企業年金基金）、運用者の立場から伊井哲朗氏（コモンズ投信）、コンサルタントの立場から大藤康博氏（大和ファンド・コンサルティング）の3氏が参加し、司会は菅原周一氏（本誌編集委員）が行っている。なお、座談会における主要なトピックスは、「株式集中投資が注目されている背景」「株式集中投資は投資家の期待に応えられるのか」「株式集中投資の位置付けと課題」「株式集中投資がもたらすメリット」の4つである。

最初に、「株式集中投資が注目されている背景」に関しては、長期間にわたる株式市場の低迷が指摘された。そして、投資家サイドからは、低成長経済の下でアクティブ運用拡大の動きがあり、そのオプションの1つとして、2000年代中頃から株式集中投資を既に取り入れているという発言があった。また、運用者サイドからは、3年前に始めた日本株集中投資ファンドのパフォーマンスが

非常に良く、また、リスクも小さく抑えられているということから、良質な企業を厳選することの重要性を説く発言がなされた。

次に、「株式集中投資は投資家の期待に応えられるのか」というトピックスに関しては、質の高い企業を選ぶことの重要性が議論された。そしてその銘柄選択時のポイントとしては、企業が創出するキャッシュフローの安定性や持続性、財務情報はもとより非財務情報への着目、そして長期投資のスタンスの重要性などが指摘された。

3番目の「株式集中投資の位置付けと課題」という論題に関しては、運用者サイドから、個人投資家にとっては、投資先企業のIR担当者や経営者を招いてのセミナー等を通じて、自分のお金がどこに投資されてどう活用されているかが分かりやすくなるという利点が指摘された。一方、コンサルタントの立場からは、現在、マスコミ等で集中投資が大きく取り上げられ、株式集中投資を掲げる新規ファンドが次々に立ち上げられているが、何か集中投資ファンドを作ること自体が目的化してしまっている感があるので、トラック・レコードもない現状においては、そのようなファンドへの投資には注意が必要であるという諫言（かんげん）がなされた。

最後に、「株式集中投資がもたらすメリット」に関しては、司会者も含めた4氏から、投資の本来のあり方を再考する良い機会を与えてくれている、投資対象企業の選抜を通じて経営者に強いメッセージを送っている、市場における価値発見機能が高まり企業価値創造につながる、企業の再編や効率化を推し進める原動力となり日本経済の活性化の有効な手段となり得るというような、集中投資に関して肯定的な意見が多く述べられた。

特集テーマの第2は、**堀江論文「日本株式の集中投資の現状と課題—原点回帰した株式の運用ス**

「タイラー」である。堀江論文は、集中投資とは何かということから始まって、集中投資の特徴、集中投資の類型化、集中投資を実施する際の注意点、集中投資が普及するための条件等々、集中投資に関する論点を網羅的にカバーしている。したがって、現在注目を集めている集中投資とは一体何なのか、どのような利点があり、また問題点が存在しているのかといった、集中投資の全貌を理解したい読者にはお勧めの論文である。また、集中投資マネジャーに求められるスキルセットや優れたマネジャーの選び方といった、実務上のガイドライン的な要素まで盛り込んだ論文であるので、実際の運用を考えている機関投資家や運用会社の人々たちにとっても役立つ論文である。

堀江論文の内容は、上述のように多岐にわたっているため、この解題では全てを取り上げられませんが、第9章の「集中投資普及の条件」は、読んでいて大変興味深かったため、以下でその概要について述べる。

論文では、集中投資普及の条件の1つに「集中投資を理解する顧客の重要性」を挙げている。集中投資では、リターンがベンチマークから上下に乖離することが多くなるので、時にはベンチマークを大きく下回るケースも発生するが、そのような場合に、すぐに資金を引き揚げてしまうような投資家は集中投資には向かないという。つまり、集中投資を行う投資家には、確固たる投資信念と、運用マネジャーの方針を十分に理解できる能力が必要なのである。論文では、そのことを、バーンスタインの言葉を引用して次のように述べている。「スキルのない運用マネジャーにアルファを生み出すことはできない。しかし、熱いオープンの上で立ち続けることができる我慢強い顧客が存在しなければ、どのようにスキルの高いマネジャーであっても、長期間持続し、統計的に有意な

水準と考えられるほど大きなアルファを生み出すことはできない。(一部省略)」

さらに、論文では、集中投資普及の条件として「ベンチマークの再定義」の必要性を挙げている。集中投資の意義は、市場における効率的な資金配分機能を実際に発揮させることにあるので、自ずと投資対象企業を限定する必要性が生じる。そこで、市場における資金調達回数や業績予想の精度などさまざまな視点から、上場に値する企業だけをスクリーニングして選んで、集中投資における新たなベンチマークとして設定するというのである。

要約すると、集中投資が普及するためには、投資する側とされる側、つまりは投資家と企業の両方に、相応の覚悟が必要であるというのである。

堀江論文は、柔らかい表現を用いているので一見そうは感じないのだが、よく読んでみるとかなり手厳しい主張を行っている、そんな論文である。

特集テーマの第3は、川北論文「平均的な日本株式は投資対象となり得るか」である。この問いに対する解答を最初に述べると、NOである。川北論文は、このNOという結論を導き出すために、企業の利益率と資本コストとの関係を調査している。

東証一部上場企業の平均PBRは、2001年から04年までの期間と、08年以降から現在に至るまで1倍を下回っている。PBRが1を切るというのは、企業にとって一種異常な状態であるのだが、企業の利益率が資本コストを下回る状況では、理論的にあり得ることである。つまり、企業が自らの企業価値を破壊しながら事業活動を行っているという状態がそれである。

そこで、川北論文では、各種の仮定の下で資本コストを計算し、全産業2.6%、製造業2.9%、非製造業2.2%という値をはじき出している。一方、企業の利益率として税引後総資産営業利益率を用

いると、2002年から11年までの10年間の平均値が、全産業2.2%、製造業2.3%、非製造業2.1%であった。つまり、平均的な日本の企業は、この10年間、資本コストを賄えるだけの利益を生み出せておらず、企業価値を毀損させながら事業を行ってきたのである。

川北論文では、平均的な日本企業の姿がこのような状態である状況下で、無差別にどのような企業の株式でも購入するインデックス運用は、日本の株式市場のますますの劣化を招きかねないと批判している。そして、長期間にわたって利益率が資本コストを下回っている企業を投資ユニバースから外すという投資スタンスを堅持するだけでも、日本株式の長期的な投資パフォーマンスの向上が図れるだろうと述べている。この主張は、堀

江論文の提案する、上場に値する企業だけを選んで、集中投資における新たなベンチマークとして設定するという考え方と同じである。

川北論文は、盛り沢山の堀江論文と比べて、利益率と資本コストの関係という1つの軸を中心に論文を展開しているので、論旨が明快で主張が明瞭である。

以上、座談会と2本の論文について解題を行ったが、いずれも出席者や筆者の経験と知見の豊かさがしみ出しており、素晴らしい内容となっている。最後に、解題を書くためにこれらの論稿を精読した後、株式集中投資がわが国市場にもたらすポジティブな効果に大いに期待している自身がいることに気が付いた。