

日本株運用における 長期集中投資の必要性

役割を終えたベンチマーク相対運用と新たな運用戦略の必要性

堀江貞之



CONTENTS

- I 機能不全をきたす従来の日本株アクティブ運用
- II 長期集中投資
- III 長期集中投資の2つの具体事例
- IV 日本における長期集中投資の普及の条件

要約

- 1 これまで日本株の運用マネージャーは、TOPIX（東証株価指数）などの市場全体の動向を示すベンチマーク（市場指標）を上回るリターンを獲得することを主目的として資産運用を行ってきた。しかし、日本が相対的に低成長フェーズに入ったと考えられる環境下でのベンチマーク対比の相対運用では、投資家に高いリターンを提供することができず、抜本的な見直しが必要である。
- 2 日本企業のなかには、成長性の高いアジアを中心に海外展開を図り高い収益を上げる企業群が存在する。このような企業価値の向上が期待できる企業群を見抜いたうえで投資を行い、その収益の果実を投資家に還元することが、運用マネージャーが本来すべきことである。このような投資戦略の一つが「長期集中投資」である。
- 3 長期集中投資は、企業の持つ長期のキャッシュフロー創出能力を正しく評価し、その能力が高い企業にのみ厳選投資をすることで、ベンチマークとは関係のない高リターンをねらうものである。財務情報を中心としたこれまでの方法とは大きく異なるため、銘柄選択の方法論を抜本的に変える必要性が高まる。
- 4 この運用方法を発展させるには、これを受け入れる年金ファンドなどの顧客の存在が欠かせない。運用会社と顧客が協力し、この運用方法を拡大させることが、最終的には日本企業の間での優勝劣敗を明確にし、日本の株式市場の活性化につながるであろう。

年金ファンドを含む日本の機関投資家の資産のなかで、日本株式投資はこれまで重要なリターン源泉の一つと考えられてきた。しかし1990年以降、日本株のリターンは長期にわたり低迷を続け、これが日本の機関投資家があまり高いリターンを稼ぐことができない原因の一つとなっている。企業年金のなかには、グローバルな視点から見た日本経済の地盤沈下や経済のグローバル化の進展もあり、日本株を一つの独立した資産クラスとは見なさず、グローバル株式のなかでのサブの資産クラスとするところも増加している。

本稿は、日本の機関投資家の資産のなかで依然として重要な位置を占める日本株を、これまでの発想とは異なる視点で運用すべきとの試論を述べたい。ポイントとなる考え方は、「長期投資」と「集中投資」である。

I 機能不全をきたす従来の日本株アクティブ運用

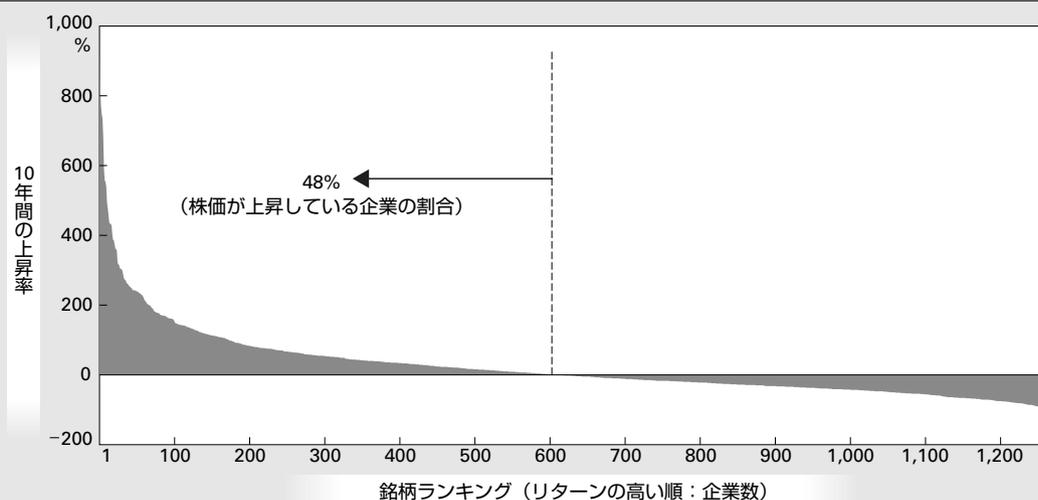
1 有望な日本企業が数多く存在

日本株はもはや投資するに値しない資産な

のか。個々の企業を見れば、アジアを含めたエマージング市場に進出し、高い利益率を上げる日本企業は多くある。たとえば2001～10年の10年間で、代表的な株式指数であるTOPIX（東証株価指数）で見ると、マイナス30%のリターン（配当含まず）となっているが、個別銘柄のリターンを高い順にランキングしてみると（図1）、48%の企業は株価が上昇している。日本の株式市場全体が低下傾向にあるからといって、必ずしも株式運用に悲観する必要はないのである。日本には上場企業は約3600社存在し、今後も株価が上昇する可能性が高い企業数は十分にあると考えられる。

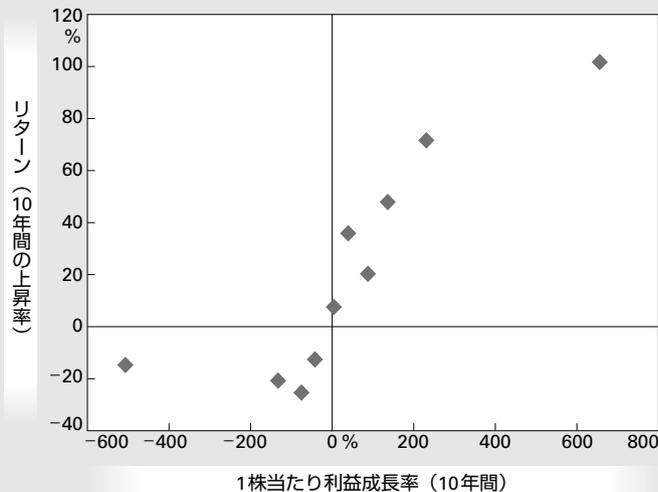
では、過去10年間で株価が上昇した企業の共通点は何であろうか。長期の株価と企業業績の間には高い相関があることが知られている。次ページの図2は、東証一部上場企業を株式リターン（10年間）の高い順に並べて10のクラスに分け、縦軸に各10分位クラスの平均リターン、横軸に各クラスの1株当たり利益の成長率を示したものである。同図から明らかのように、10年間といった長期間で見る

図1 東証一部上場企業のリターン（2001～10年）



出所) 東京証券取引所のデータより作成

図2 東証一部上場企業のリターンと1株当たり利益成長率の関係



出所) 東京証券取引所のデータより作成

と、株価と利益の間には高い相関があることが確認できる。株価が上昇したこれらの企業の多くが、厳しい経営環境下で利益を上げてきたのである。

したがって、将来長期にわたって株価が上昇する企業を見極めるには、企業業績に関する高い予測スキル（技能）が必要となる。しかし、このスキルを短期運用で磨くことは困難だと考えられる。それは短期運用では株価の予測が主業務になるからである。

2 投資期間の違いによる 運用スキルの違い

投資先企業の多くは取引所に上場され自由に売買でき、高い流動性がある。1年単位のような短期間での勝負の場合、保有することで得られる配当だけでなく、その期間中に高い価格で売却して利益獲得する必要がある。配当利回り（インカムゲイン）はあまり高くないので、短期間でリターンを稼ぐには売買による株式売買利益（キャピタルゲイン）の

獲得が重要である。その獲得には、短い期間で株価を予測することを主要な業務としなければならない。

では、短期で株価を当てるにはどのようにすればよいか。株価（Price）は、「PER（株価収益率：株価を1株当たり利益で割った指標）」と「1株当たり利益」の掛け算で示される。つまり、PERは、1株当たり利益に対して、その株式を買うために何倍のお金を支払うかを示している。いわばその企業の将来に対する投資家の「期待」を表した指標である。このPERは、企業に対する人々の「期待」が変化することで短期的に大きく変化することが知られている。一方、業種により差はあるが、1株当たり利益はPERに比べると変化率が小さいことが多い。

したがって単純化していうと、短期で株価を当てようとする、業績よりも人々の期待の変化を当てるのがより重要になる。そのため短期運用では、業績よりも投資家の期待を予測することに時間をかけるのが理にかなっている。

また、市場で売買されている時価は、市場参加者各々が知っている情報を基に成立した値段である。その価格の短期予測には、四半期や1年といった短期業績の予測のほか、他の投資家の保有情報や予測価格、売買する際の投資家の当該企業の将来への期待、それらが時価にどの程度織り込まれているのかの推測——などの市場参加者の既知情報および期待の評価が不可欠になる。

1年単位で勝負に勝とうとすれば、長期の企業業績を予測することだけに頼るのではなく、業績予測とはかなり異なる活動をする必要がある。このスキルは長期の業績予想とは

かなり異なるものであるといつてよい。

3 弊害の多い相対運用と 過剰な分散投資

もう一つの問題は、ベンチマーク（市場指標）を意識した運用にある。日本にかぎらず、年金ファンドを含む機関投資家を対象に提供される運用会社の株式運用は、TOPIXなどのベンチマークを基準にしたものが主流である。ベンチマーク相対運用は、1970年代以降、米国を中心に定着し、今ではベンチマークを意識しない運用など考えられないほどである。機関投資家から見ても、ベンチマークは一般的に使い勝手がよい。資産クラスごとにベンチマークを設定し、それを基準に運用の良し悪しが判断でき、また市場の魅力度や効率性、運用マネージャーの能力などを見極めて運用内容を検討できるからである。

一方、ベンチマークが普及しすぎたためにさまざまな弊害も生じている。まず、運用マネージャーはベンチマーク相対の超過リターン（アルファ）で評価されるため、アクティブ運用（ベンチマーク超過を目的とする運用）といつても、ベンチマークとあまり乖離したポジションを取らない傾向がある。賭けが裏目に出て超過リターンが大きなマイナスになり、解約されることをおそれるからである。運用会社の顧客側も、過去数年間のリターンがベンチマークよりも低ければ機械的に解約する傾向が強いこともそのような行動を助長していると考えられる。そのため集中投資は行わず、保有銘柄に確たる見通しがなくても、リスク管理を目的として100銘柄以上に分散投資するケースが多く見られる。企業業績予想に自信があったとしても、ベンチマ

ークと大きく乖離するポジションを取らない傾向が強く出ているのである。

ベンチマークを意識しすぎると、日本株で高いリターンが得られないのではないかという危惧もある。日本株が低リターンなのはさまざまな要因があるだろうが、ROE（株主資本利益率）が低いなど、資本効率が国際的に見て低い水準にとどまっていることが大きな原因となっている。株価成長の長期の源泉は企業利益であり、国内市場に限られた日本ではなく、広く海外にビジネス展開を図り、利益を大きく伸ばさないかぎり、日本の株式市場のリターン回復はあまり期待できない。企業利益の回復が期待薄であれば、広範囲をカバーするベンチマークを意識しすぎる運用では高いリターンが期待できないであろう。採用した運用マネージャーが有能であっても、低いリターンにたかだか数パーセントを上乗せできるだけであり、株式投資からのリターンで見れば大した貢献はできないはずである。

さらにベンチマークを意識した過剰な分散投資の弊害は、別の観点で英国でも指摘されている。2009年2月に、当時の英国のジェームズ・ゴードン・ブラウン首相からデイビッド・ウォーカー卿（英国モルガン・スタンレー代表）に対して、「金融危機に際して英国銀行のシステムが経験した未曾有の損失や失敗の経験に鑑み、英国銀行のコーポレートガバナンス（企業統治）の見直し」を依頼した。その見直し案のなかで、「金融危機を引き起こした金融機関の経営戦略の失敗は、会社全体のリスク管理を監督する取締役会に対する機関投資家のチェックの甘さが一つの重要な原因であった」との指摘がなされたので

ある^{注1}。そのチェックの甘さの原因となったのが過剰な分散投資であり、数多くの企業に投資をしているため、一つひとつの企業に対する機関投資家の監視が行き届かなかったとしている。

相対運用に基づく分散投資の弊害は、株式市場全体のリターンが過去20年以上にわたり停滞している日本株で顕在化していると考えられる。分散投資の行き過ぎにより、投資先企業のガバナンス監視が不十分であったという英国での指摘は、ただでさえ、コーポレートガバナンス不全を指摘されることの多い日本企業に対して運用マネージャーの監督規律が効かないという日本株運用において、より当てはまるのではないか。

つまり、これまでの運用方法、すなわちベンチマークを意識した短期運用を踏襲していたのでは、最終的な目的である「高いリターン」を日本株で獲得することはできないと考えられる。

それでは短期運用ではなく、しかもベンチマークを意識しない運用とはどのようなものなのか。その方法の一つが、「長期集中投資」である。

II 長期集中投資

長期集中投資とは、文字どおり投資期間を長期に設定したうえで、投資先企業の数をかなり絞った運用方法である。長期投資であれば、短期間の運用成績をあまり気にせず企業業績の長期の予測に集中でき、さらに絞った企業に集中投資することで、ベンチマークとは違うリターンをねらえる可能性が高まる。

1 ベンチマークから離れるには 集中投資が必要

集中投資でなければ、結局、ベンチマークと大差ないリターンになってしまい、日本株の市場指数のリターンが低ければそれと同様の低リターンに陥る。やや特殊なケースであるが、数式を簡略化するために等金額ポートフォリオ（すべての銘柄に等金額を投資したポートフォリオ）をベンチマークとして、簡単な数値例で集中投資の必要性を示してみよう。投資対象銘柄数をNとして、n銘柄に等金額投資したケースを考える。Nが数千と大きな数の場合、N銘柄の等金額ポートフォリオをベンチマークとすると、n銘柄からなる等金額ポートフォリオのベンチマークからの乖離度（ σ_n ）はNには拠らず、以下の式で示されることがわかっている。ここで σ は、一定期間（たとえば1カ月間）の個別銘柄のリターンをN銘柄それぞれに計算し、そのリターンのばらつきを示す。

$$\sigma_n \cong \frac{\sigma}{\sqrt{n}}$$

この式は、ベンチマークからのリターンの乖離度であるトラッキングエラーが「保有銘柄数の平方根」に比例し小さくなっていくことを示している。

単純な例として、1カ月間のリターンのクロスセクションのばらつき（ σ ）を30%^{注2}と仮定する。この場合、上記の式に当てはめて計算すると、100銘柄に等金額投資したポートフォリオの、N銘柄等金額ベンチマークとのトラッキングエラーは、個別銘柄のばらつき（30%）の10分の1、つまり3%になる。いくら運用マネージャーが銘柄選択に優れていたとしても、ベンチマークからプラス

マイナス3%の範囲内に収まる確率が、平均的には3分の2になるのである。

このケースでトラッキングエラーを10%以上にするには、銘柄数を9以下に限定しなければならないことがわかる（9の平方根は3であり、上記の式より $30\% \div 3 = 10\%$ ）。トラッキングエラーが10%以上あれば、ベンチマークのリターンが低かったとしても十分に高いリターンがねらえる。

市場で実際に利用されているベンチマークは時価総額ベースの指数であることが多い。過去のデータから計算したところ、時価総額ベースのベンチマークであるTOPIXと東証一部上場企業をベースとした等金額ポートフォリオの間には、平均的に10%程度の乖離がある。したがって、TOPIXのような時価総額ベースのベンチマークを対象とする場合、ポートフォリオを等金額に維持するのであれば、銘柄数が9銘柄より多くても10%以上のトラッキングエラーを実現できると考えられる。銘柄数は銘柄間のリターン格差の状況によって変化するが、20銘柄が一つのめどになるのではないか。いずれにしろ、「低いベータ（市場に連動するリターン）の呪縛」から逃れようとするれば、かなりの集中投資が必要になるということである。

2 長期集中投資の特徴

ここまで長期投資とベンチマークを意識しない投資の重要性を述べ、さらにベンチマークを意識しない投資の一例として集中投資について説明してきた。この両方を組み合わせた、「長期の企業業績に焦点を合わせた集中投資」が日本株運用の改革の一つの姿になると考えられる。この運用は伝統的なアクティ

ブ運用とは大きく異なる。この投資方法の特徴を明確にし、投資する場合の注意点を示しておきたい。

(1) 運用目標（ベンチマーク）

この投資の前提条件として、株式市場全体の成長性に対する懐疑的な見方がある。したがって、運用目標はTOPIXのようなベンチマークに勝つことではなく、たとえば2桁以上の高いリターンの獲得ということになる。一例として、1年単位の運用なら短期金利を上回ることが運用目標になり、長期運用であればその投資期間に対応する長期金利が運用目標となるだろう。

機関投資家がポートフォリオ全体のリスク管理を目的として市場指数を使うのは当然であるが、運用マネージャーの個別管理には必ずしも必要はない。ファンド全体の管理と運用マネージャーの個別管理とを峻別しておくことが重要である。

この投資はベンチマークを意識しそれに勝つことを目的としたものではなく、ベンチマークの高低にかかわらず一定のプラスリターンを獲得することを目的としている。そのため、想定どおりベンチマークのリターンが低ければ、結果的にベンチマークに勝つという副産物も期待できる。

(2) 銘柄選択の指標と異なる判断基準

長期の企業業績を予測するには、財務諸表の分析だけでなく、経営者の資質、ビジネスの競争条件、さらに「ESG」と呼ばれる「環境・社会的責任・ガバナンス」といった企業の持続可能性に関係のある指標を考慮する必要がある。長期にわたる企業の強さは長期業

績と密接な関係があるからである。

また運用プロセスにおける銘柄選択の良し悪しを判断する基準も変更する必要がある。通常の銘柄選択の良し悪しは「株価」によって評価する。キャピタルゲインを主たるリターン源泉とする短期運用では、株価の高低によって投資判断を行う必要があるからである。

一方、長期投資の主たるリターン源泉は株式の売買によるキャピタルゲインではなく、企業が生み出す利益を含むキャッシュフローである。そのため、将来長期にわたりキャッシュフローを生み出す能力が企業にあるのかどうかを常に確認することが必要になる。その確認に短期的な株価変動はほとんど関係がない。企業がキャッシュフローの創出能力があるかどうかを判断するには、経営の質、ビジネスの質といった項目を定性的に評価するプロセスが必要になる。これは、投資の良し悪しを株価によって判断する短期運用とは根本的に異なるものである。

(3) 変動性

集中投資であるため、ポートフォリオの変動性はベンチマークよりかなり高くなる可能性がある。つまり、ベンチマークのリターンとは短期的に大きく乖離することが避けられない。長期的に高いリターンが獲得できたとしても、短期的にはベンチマークから大きく劣後するリターンになることも覚悟しなければならない。

年金ファンドなどの顧客にとっては、このようにベンチマークからリターンが短期的に大きく乖離することが、長期集中投資を採用する場合の最大の懸念点になると考えられ

る。この点は次章で詳述する。

(4) ロングオンリーとロングショート

高リターンを獲得するためには、利益率の高い企業の株式のみに集中投資するだけでなく、株価指数が下がるという見通しを持って先物をショートする（売る）ことも考えられる。ただし、銘柄選択のスキルと市場指数の低下を予測する能力は別物であり、ロングショート（ロング〈買い〉・ショート〈売り〉同時投資）戦略には別のリスクが潜むことに注意が必要である。

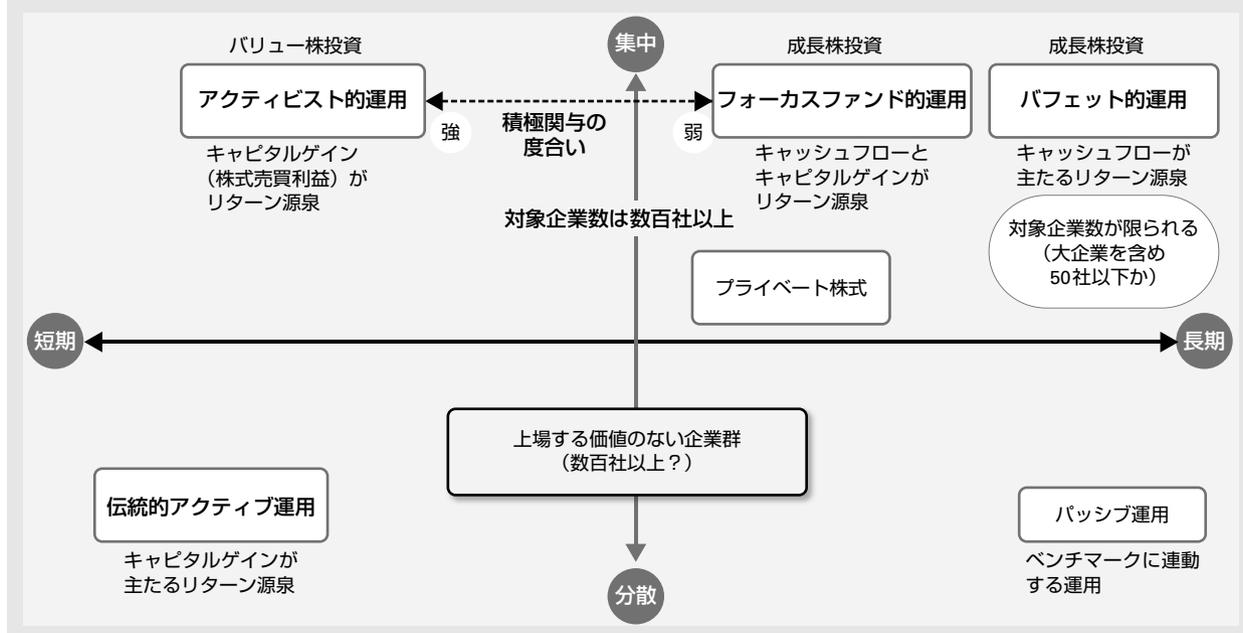
また、次章で述べるように、長期集中投資は投資先企業との関係を強化することで、当該企業の経営プロセスをより深く理解でき、リターンを高めることができるという側面がある。ショートポジションを取るということは、企業に対してネガティブな見方をしていることを表しており、投資先企業と前向きな会話をするのは困難であろう。ヘッジファンドに見られるようなショートポジションを許容する運用は、長期集中投資には適当ではないと思われる。あくまでロングオンリー（買いのみの投資）で、企業成長の果実を投資家と企業が共に分かち合う運用が望ましいのではないか。

Ⅲ 長期集中投資の2つの具体事例

ここまで、日本企業の価値向上を図るための長期集中投資の重要性について説明してきた。次に、長期集中投資としてどのような種類の戦略があるのかを説明したい。

長期集中投資には、大別して2つの投資戦略がある。1つは米国の著名な投資家である

図3 長期集中投資の類型化



ウォーレン・バフェット氏の「バフェット型（長期バイアンドホールド型）」であり、もう1つは「積極関与型（Active Engagement：企業経営者に対する投資家からの何らかの働きかけの総称）」である。図3にその違いをまとめた。

1 バフェット型

バフェット型のアプローチは、経営者の資質や企業の置かれたビジネスの競争条件などを勘案し、将来的に多くのキャッシュフローを生み出せる能力があるにもかかわらず株価が割安に放置されている企業を発見し、その銘柄を長期保有することで高リターンの獲得をねらう運用である。リターン源泉は企業が生み出すキャッシュフローである。短期売買で生み出されるキャピタルゲインをねらう運用とは大きく異なる。対象企業は中小企業にかぎらない。このような基準に適合する企業

は大企業であっても存在するからである。

日本の複数の運用会社が、数年前からすでに日本企業を対象としてバフェット型での運用を開始している。今のところ年金ファンドなどの機関投資家向けが中心であるが、個人投資家向けの公募投資信託でも、「長期厳選投資」と謳ったファンドが現れている。現時点では、資産規模が相対的に小さな運用会社が多いが、大手運用会社にヒアリングしたところ、この運用方法をスタートさせたいとする会社が複数存在した。今後、運用方法の一つとして拡大することが期待される。

ある運用会社では、予想に反してファンドの価格変動性が低下している。財務基盤が強く下値抵抗のある銘柄が多く、集中投資による価格変動性増加の影響を、銘柄選択の効果が相殺しているようである。しかし、この効果が持続性を持つかどうかは現時点では定かでない。

この運用方法の一つの難点は、条件を満たす企業数がさほど多くないことであろう。キャッシュフロー創出能力が高くしかも割安であるという条件は、参加者が多くなれば割安度が低下し、候補銘柄数が減少するという特徴を持っている。本稿の冒頭で述べたように、企業業績が長期的に良好で、株価が上昇する銘柄群は多数存在すると考えられるが、人気が集まれば株価が上昇し割高になり、今後見込めるリターンが低下することになってしまうからである。したがって、企業業績が良好で、しかも株価が割安で将来高いリターンが見込める企業数は、この運用方法が普及するほど少なくなるという宿命を負っている。現在はこの運用が普及していないため、候補となる企業数はかなり多いと思われるが、人気が出るにつれてその数は徐々に少なくなり、日本の上場企業のなかで、せいぜい50社程度しかこの条件を満たせなくなるのではないかとの意見もある。市場規模という点で見たとき、投資戦略としては一定の限界があるということであろう。

2 積極関与型

積極関与型の運用は、バフェット型のような何も働きかけをしなくても高いキャッシュフローを生み出すことのできる企業ではなく、キャッシュフローを創出する「潜在力」に注目している点が異なる。つまり、現在の経営力では高いキャッシュフローを生み出すことはできないが、投資家が経営者に対して何らかのアドバイスをすることでキャッシュフローが改善する可能性がある企業に投資するのである。

(1) 物言う株主の分類

この運用方法は、いわゆる「物言う株主」の一種と捉えることが可能である。物言う株主とは、経営者に対してコーポレートガバナンスの改善など何らかの提案をする株主を指す。経営者が気に入らなければ、「売却」という手段で「物言わず退出する株主」と区別した表現である。米国では1970年代後半から敵対的買収が起こり始め、80年代後半以降、CaPERS（カルパース〈カリフォルニア州職員退職年金基金〉）を代表とする巨大公務員年金が、パッシブ運用（ベンチマーク連動運用）の一環としてコーポレートガバナンスの改善を要求するようになり、この言葉が一般にも知られるようになった。

ひとくちに物言う株主といっても、そこには多様な運用方法が存在する。表1は、現時点で考えられる運用方法を示したもので、主として欧米での投資家の分類を示している。バフェット型は積極関与型ではないが、運用方法の差を明確にするために掲載している。

海外ではさまざまな名称で呼ばれる積極関与型ファンドがすでに存在する。日本でも、通称「経営者支援ファンド」と呼ばれているファンドは、この積極関与型の代表例と考えられる。

(2) 積極関与型の特徴

この運用方法が対象候補にできる銘柄数は、バフェット型よりもかなり多いと考えられる。日本の株式市場が低迷している理由の一つとして、潜在力はあるながら利益を生み出すことのできない企業群が多いと考えられるからである。経営力を高めることで利益を改善できる企業群は多数存在するであろう。

この運用方法の特徴の一つは、どちらかという小規模の企業が対象の中心となる点である。経営者に対して投資家が影響力を行使し経営方針を変更させるには、一定規模の株式保有が前提となる。資産規模が大きなファンドであれば大企業に対して物言うことが可能かもしれないが、投資資金が限られている場合、対象企業は比較的少額で一定の株式保有比率が得られる時価総額の小さな企業になると考えられるからである。したがって、パフェット型が大規模の企業でも対象にできるのに対し、積極関与型の運用は小規模の企業が中心となる可能性が高い。

(3) 必要なスキルセットは誰が持つのか

この手法の難点の一つは、企業経営者に対し利益向上に資する提言をできる能力のある運用マネージャーが少ない点にある。利益を高める提言には、金融だけでなく産業分野の知識が不可欠である。実業の世界で利益を上

げるアドバイスやコンサルティングを行うことが求められており、これまでの運用マネージャーの業務およびスキルとは大きな違いがあると考えられる。

実業で利益を上げるためのスキルは資産運用業界では稀少だが、広く産業界に目を移せば存在する可能性がある。たとえば、近年の総合商社の活動からは、彼らにはそのような潜在能力があると考えられる。さらにいえば、日本の商業銀行が債権者として企業経営者に対して従前から行っているサポート活動の一部は、本稿でイメージしているものに近いように思われる。人数からいえばこの分野の銀行スタッフが一番多いであろうから、そのようなスキルを資産運用業界が活用することも一つの方法であろう。また、1990年代の証券会社所属のアナリスト（通称セルサイドアナリスト。アナリストとは証券投資分野で、投資価格を評価するプロフェッショナルの総称）は産業再編や経営戦略などを提言し

表1 「物言う株主」の分類

投資家の種類（積極関与から見た分類）	資産規模 (%は対市場比率)	平均的な 投資期間	積極関与活動の特徴（運用方法の違い）	
パッシブ運用	30～50% (米国のケース)	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> 一定割合を持ち続ける必要性があり、必然的に長期投資 コスト制約があり、詳細な積極関与活動は困難 規模の経済を活かし、協調行動を取る場合が多い 	
アクティブ運用 (中長期)	保険会社・独立系	10%以上	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> 保険会社、年金ファンド（自家運用）、独立系運用会社の一部 ESG（環境・社会的責任・ガバナンス）分析をメインストリームのアクティブ運用プロセスに統合する
	サステナビリティ・パフェット型	数%？	5年以上	<ul style="list-style-type: none"> ESG項目などを考慮に入れた投資プロセスを実行 一般的に積極関与活動を行わなくてもよい企業に投資
	フォーカスファンド、アクティビストファンド、経営者支援ファンドなど	1%以下	3～5年	<ul style="list-style-type: none"> Hermes、F&C、RAILPENなどはフォーカスファンドを運営 Knight Vinke、Polygonなどはアクティビストに分類 少数銘柄（通常30銘柄以下）に絞り、（非公開での）詳細な積極関与活動（資本構成変更、経営戦略変更、事業売却、ガバナンス改善など）により株主価値の向上を図る 日本ではあすかCAなどが経営者支援ファンドを運用
	特殊アクティビスト	1%以下	2年以下	<ul style="list-style-type: none"> TCI、スティール・パートナーズ？ 長期投資家を装い、短期のEXITでキャピタルゲインをねらう
プライベート株式	100～200兆円	5～10年	<ul style="list-style-type: none"> 少数・多数株主にかかわらず、インサイダーとしてEXIT制限条項のもとに、経営・業務執行支援などにより企業価値向上を図る 	

注) EXIT：株式を売却し、利益を得ること、ガバナンス：統治

ていたこともあり、積極関与型のスキルを持っていたとも考えられる。しかし、規制を含む環境変化によって、現在このスキルを持ち合わせたアナリストが少なくなっているように思われる。この点については後述する。

(4) アウトサイダーでの積極関与は可能か

運用マネージャーが上述のようなスキルを持ち合わせていたとしても、上場会社の内部情報を持たないアウトサイダーである同マネージャーが、経営者へ適切な助言やアドバイスをすることが果たして可能か、という懸念の声も聞かれる。

この運用手法で求められるスキルは、金融よりも企業のなかに入って事業を改善する産業スキルであろう。このスキルはプライベート株式マネージャーが持つスキルと本質的な差はない。つまり、非上場化してインサイダーとなり、タイムリーな内部情報を活用しないと抜本的な事業改善ができないのではないかと懸念である。しかし、ヘッジファンドの一部には、上場会社に対して上述のような事業改善を提案して成果を上げているところもあり、非上場会社でないと難しいということではないとする意見もある。

3 長期投資の共通点

2つの投資戦略を紹介したが、長期投資としては、前述のESG項目のように財務諸表以外の指標を加味して、長期間での高いリターンを目指そうとする投資戦略もある。前ページの表1で「サステナビリティ投資」に分類した運用スタイルはその一つの形態であり、バフェット型と大差はない。また、欧州の年金ファンドや保険会社が行おうとしている、

従来の運用方法のなかにESG項目の評価を統合して長期で高いリターンを目指す運用も、運用方法はここで述べたバフェット型や積極関与型とよく似ている。

集中投資をしているかどうかはともかく、長期投資に共通するのは、将来の長期キャッシュフローが高い企業を見極めることに注力している点にある。企業経営に積極関与するか否かにかかわらず、企業価値に対する深い洞察力が長期投資の成功のポイントであることを再度強調しておきたい。

IV 日本における長期集中投資の普及の条件

最後に、日本企業の価値向上を図るための長期集中投資が日本で発展するための条件について考えたい。この運用方法が普及するには、さまざまなハードルを越える必要があるからである。

1 顧客の協力が不可欠な長期集中投資の実践

長期集中投資は運用マネージャーだけの努力で拡大するのか。年金ファンドなどの機関投資家の運用管理担当者の多くは、運用マネージャーの能力が高ければこのような運用が可能であると考えているのではないか。しかし、資産運用業界で著名な思想家であったピーター・L・バーンスタインはそうは考えていなかった。彼は『アルファを求める男たち——金融理論を投資戦略に進化させた17人の物語』で、以下のように述べている。

「アルファは、運用マネージャーだけで生み出すものではない。アルファは運用マネージ

ヤーと顧客（年金ファンド）の共同の産物である」

高いアルファを獲得できる特徴のある運用には顧客の協力が不可欠で、顧客が何らかの要件を満たす必要があるとっているのである。

それでは、このような運用をサポートできる顧客の条件とは何か。バーンスタインの言葉を借りれば、「ただ一人きりで間違えぬ勇気を持つ顧客」（前掲書）である。他の運用マネージャーと大きく異なる運用方法の運用マネージャーを採用し、しかもときにより、そのマネージャーがベンチマークに大きく負け越すことを覚悟する勇気が必要である。

エール大学寄贈基金のCFO（最高財務責任者）であるデイビッド・スウェンセン氏の米国株ポートフォリオの運用は、その勇気を持つことの重要性と同時に、その困難さを示す好例であろう。同基金の米国株ポートフォリオは、名の知れた大規模な運用会社は一社も採用しておらず、特定の業種などに集中投資する小規模な運用会社ばかりである。ときには3銘柄しか保有していないケースもあるという。

このような運用会社を採用しているのは、効率性の高い米国株式市場でベンチマークを上回ろうとすれば、ベンチマークと大きく乖離したポートフォリオ構成が必要だとスウェンセン氏は考えているからである。集中投資をしているがゆえに、リターンはベンチマークから上下に大きく乖離することが多くなる。エール大学寄贈基金の米国株ポートフォリオのリターンは、1995～98年の4年間でベンチマーク対比で年率4.3%（最悪時の99年1月末には年率4.7%）も劣後することとなっ

た。しかし、その時点で採用していた運用会社を解約せず契約し続けることで、2002年末までの8年間で、結局ベンチマークを年率11.2%も上回るリターンを獲得した。

前述のバーンスタインはこうも述べている。

「スキルのない運用マネー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、銀行預金のようにいつでも好きなときに引き出せるものではなく、一定期間引き出しができないファンドと契約できる顧客が存在しなければ、どのようにスキルの高い運用マネージャーであっても、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。ウォーレン・バフェットも、資金の引き出しが自由なオープンエンド形式のファンドで運用していれば、あのような素晴らしいリターンを獲得できたかどうかは疑わしい」（前掲書）

エール大学寄贈基金でこのような運用が可能となった背景として、ポートフォリオ全体に対する米国株の比率を20%とし、運用会社のリターン悪化がポートフォリオ全体に及ぼす影響を最小限にとどめるという慎重なリスク管理を行っていたことも指摘できる。また運用管理チームの忍耐強さの背景には、各運用会社の保有銘柄とその保有理由をすべて詳細に理解し、表面上のリターン悪化の裏で、その状況が継続するのか否かについて、同チームがある程度の見通しを持っていたことを挙げることもできる。

バーンスタインがいうように、運用会社にアルファを継続して稼いでもらうには、運用会社に対する顧客側（上述の場合はエール大

学寄贈基金)の深い理解、慎重なリスク管理プロセス、運用マネージャーが執行に専念できる明確なガバナンス構造などが必要なのである。アルファを獲得するには、顧客である機関投資家にも厳しい条件が課されることを覚悟すべきである。

2 受託者責任の再定義

(1) 何が受託者責任か

長期集中投資を普及させるには、受託者責任を再定義することも不可欠であるように思う。受託者責任は、主として忠実義務と善管注意義務から構成され、機関投資家は受益者だけの利益を考えて行動することが求められる。しかし、その責任を果たすためにどのような投資プロセスを構築しなければならないかは明文化されておらず、曖昧なままである。

たとえば年金ファンドの受託者責任とは、受給者・加入者に対して約束した年金を確実に給付することである。株式運用でその責任を果たそうと思えば、年金給付に必要な利回り以上の高いリターンが求められる。目的はTOPIXのようなベンチマークに勝つことではなく、高リターンなのである。そのためには、投資先企業の企業価値が長期的に向上し、利益の増大を通じて配当や株価が上昇することが必要になる。投資先企業の企業価値を向上させることが受託者責任を果たすことであり、ベンチマークに勝つことは目的ではないはずである。

(2) 社会責任投資での事例

受託者責任で参考になる事例は、企業の社会的責任の視点で投資銘柄を選んだ投資信託

である社会責任投資(SRI)ファンドの採用に際しての議論である。このファンドはもともとベンチマークよりもリターンが低い可能性があり、投資すること自体受託者責任違反に問われるという議論である。すなわち、受託者責任を果たすとは、決められたリスクのもとで受益者のために最大のリターンを獲得することであり、SRIファンドのリターンが高くなければ、その投資は受託者責任違反であるという論理展開である。社会責任を含むESG項目を投資の意思決定に加えることが法的に問題ないかどうかについては欧米の年金ファンドも注意を払っており、法律家に意見を求めるケースが増えているといわれている。受託者責任として利益の最大化が求められる。そのような責任に対して、こうした項目を考慮することが違反しないかが議論となっているのである。

この議論は2つの視点で考える必要がある。1つはベンチマーク対比でのリターンの視点、もう1つは、企業価値向上への寄与という視点である。ベンチマークよりもリターンが低いと予想されるファンドに資金を投資することは、受託者責任に違反することになるであろう。少なくとも、長期ではベンチマーク以上のリターンを獲得する見込みがなくはならない。

しかし、受託者責任を果たすかどうかを確認するには、リターンだけでなくその投資が企業価値を向上させるのに寄与したかどうかをチェックすることも必要である。(社会責任投資もその一部を含む)ESG項目のような非財務情報を含む幅広い視点で企業価値を評価することが企業価値向上が期待できる企業の人気を高め、企業間の優勝劣敗を明確に

し、日本企業全体の企業価値向上につながるのではないかと。

つまり、社会責任投資を含め幅広い項目を考慮し、長期の視点に立って銘柄選択をする投資家がおらず短期投資家ばかりであると、投資先の企業価値が向上せず、ひいては株式市場全体の長期リターンを低いレベルにとどめる可能性がある。受託者責任の範囲をリターンだけに限定すると、市場全体、つまりベンチマークのリターンが低いレベルにとどまるという合成の誤謬が生じることになるかもしれないのである。最終的には、長期の視点に立った銘柄選択を行わないかぎり、長期リターンが向上せず、最終受益者のためにならないことになる。

(3) 投資家への運用ガイドライン制定の必要性

受託者責任の見直しのなかで、運用会社に対して、投資先企業への積極的関与の内容をディスクロズ（情報開示）させるべきとの議論も英国で始まった。年金ファンドなどの機関投資家から運用委託を受けた運用会社にも受託者責任があり、その定義のなかで、投資家としての運用会社の責任を明確化しようという動きである。伝統的なアクティブ運用やパッシブ運用では、多数の企業への分散投資が投資先企業への無関心につながり、ひいては投資先企業に対する投資家からの規律が働かず、株式市場全体のリターンそのものが高まらないという結果につながっていると見られることもできるからである。

2008年秋のリーマン・ショックの金融危機以降、英国で起こっている前述のコーポレートガバナンス改善に関する議論は、投資家の

このような態度が社会的に大きなコスト増を招いたのではないかと問題提起から始まった。そして、「スチュワードシップコード（Stewardship Code）」と呼ばれる投資先企業への運用会社の積極的関与の方法について機関投資家にディスクロズを求めるガイドラインの制定にまで議論が進んでいる。

ましてや日本は、国際的に見て経済成長率が相対的に低い国と考えられる。長期の株式リターンはマクロレベルの経済成長率と連動する可能性が高く、自ら企業に働きかけることで株式市場の平均リターンを高めることが、受託者責任であると考えられるべきなのではないか。

3 セルサイドアナリストの再活用

セルサイドアナリストの役割を今一度見直すべきではないかという議論もある。ここで述べた非財務情報の分析や投資先企業への積極的関与といった活動は、前述のように、1990年代は主としてセルサイドアナリストが担ってきたと考えられるからである。

セルサイドアナリストは、財務諸表分析や経営者へのインタビューなどを通じて、企業価値を評価する専門家と見なされている。1990年代はM&A（企業合併・買収）や資金調達など、セルサイドアナリストの役割は投資家への売買推奨以外の分野にも拡大し、経営者に対しても積極的な経営提言を行ってきた。

しかし、現在のセルサイドアナリストは、さまざまな理由で1990年代に見られたような積極的関与の機能をかなり失ってしまったように思われる。その理由の一つは、米国におけるセルサイドアナリストの利益相反問題が

端緒となって、日本でも投資銀行案件へのセルサイドアナリストの関与が禁止され、経営戦略などに関する経営者との対話が減少したためだと考えられる。実際、現在の証券会社のアナリスト体制を見ると、投資銀行業務および運用会社をサポートするアナリストに機能分化している会社が多いようである。

運用会社をサポートするセルサイドアナリストは、四半期決算や年度決算に関係する事項に焦点を当て、短期指向になっているとの批判もある。この現象に対しては、顧客である運用会社自身が短期指向であるためとの理由づけがなされる場合が多い。しかし、長期の経営戦略を考える役割が投資銀行業務に移っていることを考え合わせると、企業を長期の視点で評価できる能力自体が低下しているとも考えられる。

ニワトリとタマゴの関係であることは事実であるが、運用会社のなかに長期投資の運用方法が増加してくれば、セルサイドアナリストの役割も自ずと変化すると期待できるのではないか。運用会社が運用方法を変化させることで、その方法を支えるセルサイドアナリストが育ち、企業に対してガバナンス改善などを通じた経営規律を働かせるという、好循環をつくり出すことができると考えられる。セルサイドアナリストが、長期投資を後押しする触媒としての機能を高めることを期待したい。

4 投資先企業側の課題

(1) 経営者に必要な投資家の理解と対応

長期投資を進めるうえでは、日本の企業経営者の役割もきわめて重要である。まず行うべきは、上場会社として企業価値を長期的に

上げる努力をし、その行動を投資家に正確に伝えることである。収益源としての企業そのものの魅力が高まることが重要であるのは論を待たないが、それを投資家に的確に伝えることが、適正な時価が市場で付く条件の一つになる。しかし現状は企業から投資家に対して、企業価値を判断するための十分な情報提供がなされているとは言い難い。

これには2つの理由があると思われる。1つは、そもそも投資家を意識した経営を行っている経営者の絶対数が不足していること、もう1つは、たとえ投資家を意識していたとしても、経営者による投資家理解の解像度が低いことである。

1点目は、年次報告書の冒頭に書かれることの多い経営者の「株主へのメッセージ」の中身を、日本企業と欧米企業と比較すれば明らかである。日本企業の同メッセージに営業利益率やROEなどに関する数値のコミットメント（達成目標）が記載されるケースは少数であり、「今後はかくかくしかじかの努力をして参りますので暖かいご支援をお願いします」といった抽象的な内容が多い。投資家（株主）に対して経営目標を数値として示し、その目標に向かって経営の施策をある程度具体的に描くことが投資家へのメッセージであるべきである。具体的な目標が記述されれば、投資家が将来の企業価値を判断するうえで参考になるだろう。

2番目の投資家理解の解像度が低いというのは、市場には実にさまざまな投資家が存在しているが、それぞれの投資家の特徴を経営者がよく理解していないという意味である。経営者は、利害を共有できる投資家を見極めて適切な情報を提供することが、経営を長期

継続的に行ううえで重要になる。

たとえば、パッシブ運用マネージャー（年金ファンドを含む）やコーポレートガバナンス強化を求める海外の投資家の業界団体²³は、社会のなかで企業が業務を行ううえで最低限の行動規範を提示している投資家と捉えることができる。彼らからの外部の独立取締役の選任を含むガバナンス体制の向上要求は、特定企業の価値向上を目指すというよりも、上場企業が正しい方向に経営の舵を取り、不祥事を起こさないために上場会社が守るべき最低限のルールと考えられるからである。

これに対して長期集中投資を行う投資家の一部には、経営者により深いレベルで積極関与し、企業に詳細な提案をしてくるため、個別対応が不可欠である。その対応でポイントとなるのは、投資家のリターン源泉が何かを明確に知ることである。表面上はどの投資家も、「長期で企業価値を上げることが目的」といった耳当たりの良いことをいうことが多い。しかし、彼らのリターン源泉には違いがあり、場合によっては長期に企業価値を高めるといふ企業の経営方針とは対立することも考えられる。したがって、経営者は投資家からの提案内容を自らの経営方針と照らし合わせて是々非々で対応すべきだろう。

さまざまな投資家がいるなかで、経営者はここで述べた長期の企業価値向上を目的とした長期投資家と積極的なコンタクトを進めるべきである。彼らは無形資産にまで評価対象を広げており、彼らの利害と経営者の利害はほぼ一致していると考えてよい。彼らは対象企業の内容を詳細に調べており、経営者から見ても参考になる意見を提案してくる可能性

が高いと考えられる。

(2) 非財務情報の充実

長期投資を後押しするうえで経営者と投資家の対話のほかに重要なのは、企業側から提供される非財務情報の充実である。従来型のアクティブマネージャーは、財務諸表分析を基本に銘柄選択をしてきたが、長期投資では、財務情報のほかに経営やビジネスの質といった非財務諸表の分析が不可欠になる。

たとえば、長期投資家の多くは業界内での各企業の競争条件を明確にするためにSWOT分析（Strengths：強み、Weaknesses：弱み、Opportunities：機会、Threats：脅威）を行っている場合が多い。現在は投資家が自身で詳細な分析および評価をしているが、企業側から情報提供されればそのような分析の手間がある程度省けるかもしれない。企業訪問により経営者の資質を見極めることも重要であるが、それ以外にもこうした非財務情報が企業側から投資家サイドに提供され、定性分析が簡単にできる環境を整える必要がある。効率的に分析ができれば、投資家の裾野が拡大すると考えられる。

5 非財務情報インフラの必要性

企業側からの非財務情報の開示が充実したとしても、長期投資家には別の困難が立ちほだかっている。まず情報開示に関しては、「マネジメントアプローチ」と呼ばれる、経営の視点に即したセグメントディスクロージャーが進み、財務情報そのものが個別化する方向にあるが、企業価値に関連する非財務情報もなれば、各企業の独自性がますます強まることは避けられない。投資家の立場からする

と、企業価値に関する情報が得にくいいうえに、横比較する手間がますます増えると考えられる。

非財務情報は非定型情報の塊であり、相対比較が難しい。非財務情報を統一した仕様で横比較を可能にする情報サービスが発展する必要があるのではないか。企業と投資家の間に立った情報サービスの役割は、投資家のさまざまな企業価値評価の視点を最大公約数的な情報に翻訳し、その情報を企業に伝えること、また、企業からフィードバックされた情報を投資家に再度伝達することである。

現在、日本に存在する長期投資を行っている投資家は、独自の基準によりそれぞれ個別に企業にコンタクトし、投資家の独自仕様に沿って情報を横比較している。もちろん、投資ノウハウに属する情報収集は今後も差別化の鍵として投資家自身が行うことになるが、第一次スクリーニング（選別）情報として、企業の長期的な強み・弱みを最低限理解するための情報を情報サービス会社が提供することで、この運用方法を採用する投資家の裾野が拡大すると期待できる。

6 新たな日本株運用の成長に向けて

本稿で述べた運用方法が簡単に実行できるものでないことは、筆者も十分に理解しているつもりである。パフェット型の運用はその対象企業数が少ないことから万人のソリューション（課題解決策）とはなりえない。

また積極関与型の運用は、そのスキルセットを持ち合わせた運用マネージャーが少ないという人材問題を抱えている。企業価値に係る非財務情報の充実が企業側からなされなければ、対象となる企業数が拡大しないと

いう問題もある。非財務情報を簡便に横比較できる情報サービスが充実しないと、運用に大変な手間がかかり、普及しないとも考えられる。さらに、このような運用を運用マネージャーが提案しても、短期的な変動が大きく、他のマネージャーと大きく異なるリターンを生じることは避けられないため、サラリーマン的な運用管理を行っている機関投資家には採用されにくい面を持つとも考えられる。

一方で、このような運用が成長すると、個別銘柄間のリターン格差が大きくなる可能性がある。優良企業に資金が集まり、そうではない企業は株価が低迷し、市場から退場を促される効果を持つからである。逆説的ではあるが、アクティブマネージャーによる適切な資金配分が進むことで市場が活性化し、諸外国の市場と比べて日本の株式市場全体のベータ（リターン）が向上する可能性がある。高いアルファをねらうアクティブマネージャーの活動により、結果として市場全体（ベンチマーク）のリターンが向上する効果が期待できるのである。

この運用方法が拡大する一番の早道は、この方法による成功事例が多く生まれることである。日本企業の価値向上に貢献する運用会社が登場し成功を収めることで、この運用方法の人气が高まることを期待したい。この運用方法は困難であるが、運用会社と年金ファンドをはじめとする機関投資家が協力し、また、企業からの情報提供も充実することで長期集中投資の裾野が拡大して日本企業の復活の手助けをしなければ、日本株の本格的な回復はないという思いを、顧客である年金ファンドを含む機関投資家や運用会社、企業経営

者が共有すべきではないか。

本稿は筆者の「日本株運用に分散投資は必要か？——絶対リターンを目指す長期集中投資の必要性」『NRI国際年金研究シリーズVol.4』（野村総合研究所、2010年9月）に、事業会社の視点を加えて加筆修正し作成したものである。また長期集中投資を行っている運用会社の方々から有益なコメントをいただいた。記して感謝申し上げる。

注

- 1 この見直し案は、「Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry（通称ウォーカーレビュー）」と呼ばれている
- 2 東証一部上場銘柄の、2005年以降の月次リターンのクロスセクションでのばらつきを年率換算した数値。この数値は月ごとに20～50%といった幅で大きく変動する
- 3 たとえば、International Corporate Governance Network (ICGN) など

参考文献

- 1 明田雅昭「パフォーマンス評価におけるポートフォリオ規模の調整」野村総合研究所、1991年9月
- 2 佐藤明「日本企業のガバナンスに関する調査研究——市場ガバナンスの視点から」バリュエトリエイト、2006年
- 3 堀江貞之「資産運用会社の『深層の運用能力』——株式運用を例に長期の運用能力の源泉を探る」『知的資産創造』2005年7月号、野村総合研

究所

- 4 堀江貞之「企業価値向上を目指す投資家と企業経営者の関係のあり方——投資家のEngagement活動に込められた多様な企業価値の視点（1）（2）」『FUND MANAGEMENT（ファンドマネジメント）』2009年春季・夏季号、野村アセットマネジメント
- 5 堀江貞之「高まる機関投資家の投資責任——長期の企業価値向上における投資家責任の重要性の高まり」『FUND MANAGEMENT（ファンドマネジメント）』2010年春季号、野村アセットマネジメント
- 6 堀江貞之「日本株運用に分散投資は必要か？——絶対リターンを目指す長期集中投資の必要性」『NRI国際年金研究シリーズ Vol.4』2010年9月、野村総合研究所
- 7 堀江貞之「資産運用会社の新成長戦略を探る」『証券アナリストジャーナル』2011年3月号、日本証券アナリスト協会
- 8 Peter L. Bernstein 'Alpha: The Real Thing, or Chimerical?,' "Economics & Portfolio Strategy," March 15, 2005
- 9 ピーター・L・バーンスタイン著、山口勝業訳『アルファを求める男たち——金融理論を投資戦略に進化させた17人の物語』東洋経済新報社、2009年

著者

堀江貞之（ほりえさだゆき）

金融ITイノベーション研究部上席研究員

専門は資産運用関連の先端動向調査・研究