

Discussion Paper No.233

日本の株式市場で集中投資は報われるか

自由が丘産能短期大学能率科准教授

関 憲治

名古屋商科大学商学部教授

山田 隆

September 2014



INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH

Chuo University

Tokyo, Japan

日本の株式市場で集中投資は報われるか

| | | |
|----|--------------------------|-------------------------|
| 目次 | 1. はじめに | 5. 直近の日本企業の利益率の分布状況 |
| | 2. 集中投資とは | 6. 日本株式市場において集中投資は報われるか |
| | 3. 日本企業の業績格差について | 7. まとめと今後の課題 |
| | 4. ファンダメンタル・リターンから見た集中投資 | |

1. はじめに

堀江（2012）によると「集中投資」とは、アクティブ運用の一種で、概ね 30 社程度以下の少数の企業の株式に投資をする運用手法であり、アクティブ運用で主流となっている「分散投資」との対比で命名されたものであり、「厳選投資」と呼ぶ場合もあるという。また、日本において、この「集中投資」が新たなアクティブ運用のスタイルとして登場しているという。本研究では、日本における集中投資の現状を整理した上で、直近の日本の上場企業における利益率（株主資本利益率、以下 ROE および総資産事業利益率、以下 ROA）の状況を確認し、日本株式市場における集中投資の効果と課題について検討する。

2. 集中投資とは

（1）集中投資の分類

ここでは、主に堀江（2012）に基づき、集中投資について整理する。先述したように、集中投資とは、アクティブ運用の一種であり、概ね 30 社程度以下の少数の企業の株式に投資をする運用手法である。アクティブ運用で主流となっている「分散投資」との対比で命名されたものであり、「厳選投資」と呼ぶ場合もある。

日本の集中投資は、①長期企業価値評価型、②経営への積極関与型、③短中期カタリスト型、に分類できる。①は大企業を中心に長期の企業価値評価を行い、さまざまな環境変化が起こっても確実なキャッシュフローが稼げる、魅力の高い企業を特定し、投資を行う運用スタイルである。②は①と同様に長期の企業価値評価を行うとともに、企業価値向上を経営に働きかける。つまり、中小型の企業を中心として、キャッシュフローが稼げる魅力のある企業に投資をするだけでなく、ガバナンスの改善や IR（インベスター・リレーションズ）の見直し、財務戦略の提言、運用プロセスの改革、経営計画の策定、配当政策の見直しなど、多岐にわたる企業価値向上のための提案を経営陣に対して行い、さらなる長期的な株価向上を図る運用スタイルである。以上の①、②は共に長期投資を行うことに特徴がある。

一方で、③はアクティブ運用で主流となっている分散投資の拡張版である。例えば、向

う 1~2 年の業績予想を行うが、その際に他の投資家がまだ織り込んでいない情報で自社のみが知っている情報やカタリスト（株価を動かす何かのきっかけ）に基づいて、利益の急増が見込め、株価の急上昇が期待できる企業を選定し、集中投資する方法が多い。なお、この運用スタイルを採用する運用会社の多くが、同じ企業選択手法で分散型のファンドも同時に提供している。情報の確信度が高いファンドを集中型とし、確信度が相対的に低いファンドを分散型としている場合が多い。

（2）分散投資との比較

現在のアクティブ運用で主流となっている運用スタイルは、分散投資である。多くの分散投資型のファンドでは、ベンチマークとして東証株価指数（以下、TOPIX）などのインデックスを用いている。多くの運用会社では、ファンドマネージャーの業績評価にベンチマーク対比の超過リターンを用いるため、ファンドマネージャーはベンチマークを意識せざるを得なくなり、その結果として 100 社前後の企業に過剰に分散して投資を行うことが一般的になっているという。つまり、アクティブ運用でありながら、インデックスから乖離したポジションを取りにくくなっている。このような状況下で、ファンドマネージャーは実務的には、インデックスに大きくアンダーパフォームすることを回避するために、極力インデックスに追随しながら、機会を見てインデックスをやや上回るリターンを狙っていくという、アクティブとは言いながらも保守的な運用スタイルになりがちと思われる。

また、先述した堀江（2012）は、分散投資型アクティブ運用では、他の投資家がまだ織り込んでいない情報で自社のみが知っている情報やカタリストに基づいて、利益の急増などの理由により株価の急上昇が期待できる企業に幅広く投資していくことが多いこと、つまり集中投資が投資判断を企業業績で行っていることに対して、分散投資では投資判断を株価で行っていることを指摘している。その上で、投資期間が長期であれば、株価に比べて企業業績を予測する際のノイズの量は少なくなるので、集中投資は分散投資に比べて予測の中に「運」が入り込む余地が小さくなり、過去の運用成績が将来に継続する可能性が高いと述べている。

なお、運用にかかるコストを考慮した上で、幅広く分散されたポートフォリオにより運用を行うのであれば、アクティブ運用としての分散投資ではなく、インデックス運用を選択すれば良い。アクティブ運用としての分散投資がベンチマークとしての代表的インデックスから乖離したポジションをとれない上に、一般的には、インデックス運用の方が、アクティブ運用を行う場合に比べて、運用にかかるコストが低い傾向がある。したがって、幅広く分散されたポートフォリオによる運用を行うのであれば、コスト面から考えても、アクティブ運用としての分散投資ではなく、インデックス運用を行うことが望ましいと思われる。

ところで、現在の日本の株式市場では、インデックス運用が望ましくないという意見も多い。例えば、堀江（2012）は、1980年代までの日本は高度経済成長下にあり、市場全体で株価が上昇していたため、投資する企業の選別の良し悪しにあまり関係なく、多くの投資家はプラスのリターンを得ることができたことを指摘している。しかし、1990年代以降は下落もしくはボックス圏相場がほとんどで、業績の優れた企業を選別することがプラスのリターンを獲得する上で重要になったと述べている。具体的には、2002年～2011年までの10年間のTOPIXは約20%下落しているが、個別企業に投資した場合の株式リターンを高い順にランキングすると、ちょうど中位の企業では約2%のプラスリターンであったことから、数の上では約半数以上の企業の株価が上昇しており、投資先の企業選択をうまく行えば、市場全体がマイナス、つまりインデックス運用ではマイナスであったとしても、プラスのリターンを獲得できる機会は多かったと述べている。

また、川北（2012）は、企業の利益率が資本コストを下回っている現在の日本の株式市場においては、年金のように中長期の投資収益を目標とする投資家に対して、インデック運用を推奨できないと述べている。その理由として、①企業ごとの「業績のばらつき」（総資産営業利益率の標準偏差と平均値の比率）と経済成長率（名目GDP成長率）の間に逆相関が見られることから、高い経済成長が望めない今後の日本においては、企業間の業績格差が拡大する可能性が高いこと、②表面上は売上高や利益が成長しても、利益率が資本コストを下回っていれば、株価純資産倍率（以下、PBR）で評価した株価水準は低下すること、③現在（2012年時点）の日本の上場企業の利益率は資本コストを上回っていないこと、を挙げている。その上で、個別企業について資本コストを計測した上で、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ことが望ましいと主張している。

（3）分散投資から集中投資へ

堀江（2012）は、集中投資が万人向けの運用商品ではないことを指摘した上で、日本で普及するための条件として、①集中投資を理解する顧客の重要性、②受託者責任の再定義、③ファンドマネージャーへの運用ガイドライン制定の必要性、④ベンチマークの再定義、の4つを挙げている。なお、③ファンドマネージャーへの運用ガイドライン制定の必要性に関して、ファンドマネージャーが投資先企業に対してどのような関与を行なうのかをディスクロズさせてはどうかという議論も起こっているという。そして、運用会社が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必要であると述べている。また、④のベンチマークの再定義とは、「上場の意義」を考え直し、上場に値する企業だけを対象とするベンチマークを考案することである。

3. 日本企業の業績格差について

川北（2012）は企業ごとの業績のばらつき（総資産営業利益率の標準偏差と平均値の比率）と経済成長率（名目 GDP 成長率）との逆相関が見られることから、高い経済成長が望めない今後の日本においては、企業間の業績格差が拡大する可能性が高いことを指摘している。具体的には、1999 年～2010 年度まで継続して上場している東証 1 部上場企業の業績（総資産営業利益率）と経済成長率（名目 GDP 成長率）との関係を調査し、「業績のばらつき」（総資産営業利益率の標準偏差と平均値の比率）と経済成長率の間には、逆相関の関係が見られることを示している。このことから、経済成長率が低下すれば企業業績のばらつきは拡大することが予想され、今後の日本経済には高い経済成長は望めないことから、企業間の業績格差が広がると予測している。

一方、中野（2009）は、日本企業の利益率（ROE あるいは ROA の中央値）は、欧米の企業、特に米国を始めとするアングロサクソン諸国に比べると低いが、企業間の利益率格差も小さいことを指摘している。そして、利益率格差（利益率の分散）をリスクと捉えた場合には、リスク 1 単位あたりの利益率は、アングロサクソン諸国に比べて決して低いとは言えず、日本企業の利益率のリスクとリターンの関係は、ローリスク・ローリターンであることを指摘している。また、日本の企業の多くが財務政策に依存して ROE の向上を図ろうとしていることを挙げ、それは個別企業やマクロ（日本の企業全体）の ROE のリスクを高めることに繋がることを指摘している。そして、日本において業績格差が小さいことの理由として、株式市場の機能・役割の異質性を指摘している。つまり、日本は「上場するための競争」が厳しい国であり、ある程度の業績履歴を持つエスタブリッシュメントでないと上場が困難なことが、業績格差が小さいことの原因の 1 つであると述べている。

4. ファンダメンタル・リターンから見た集中投資

（1）ファンダメンタル・リターンとは

Estep（1987）は、個別企業の予想財務指標を用いて株式期待収益率を予測するフレームワークとして、T モデルを考案している。この T モデルは、ROE、株主資本の内部成長率および株価純資産倍率（以下、PBR）変化率を用いて、株式期待収益率を予測するモデルで、具体的には以下に示した①式のとおりである。

$$TR_t = g_t + \frac{ROE_t - g_t}{PB_{t-1}} + \frac{\Delta PB_t}{PB_{t-1}}(1 + g_t) \quad \text{①}$$

TR_t : t 期の株式投資収益率（トータル・リターン）

g_t : t 期の株主資本の内部成長率

ROE_t : t 期の株主資本利益率

PB_t : t 期の株価純資産倍率 (PBR)

ΔPB_t : t 期中の PBR の変化 ($PB_t - PB_{t-1}$)

上記①式の右辺第 3 項を変形すると、 $P_t/P_{t-1} - B_t/B_{t-1}$ となり、株価上昇率と簿価の成長率との差に相当することが分かる。すなわち、右辺第 3 項は、バリュエーションの変化 (バリュエーション変動リターン) を表す。右辺第 1 項は投資による簿価の成長率でバリュエーション変動リターンを除いた株価の成長を表す。したがって、右辺第 1 項と右辺第 3 項の和を取ると株価成長 (キャピタル・ゲイン) になる。さらに、右辺第 2 項は $(E_t - \Delta B_t) / P_{t-1}$ と整理できる。ここで、 E_t は利益を表し、 ΔB_t は内部留保による投資額を表すので、右辺第 2 項は配当利回り (インカム・ゲイン) を表している。右辺第 1 項と第 2 項の和をファンダメンタル・リターンという。なお、山口 (2009) などの指摘によると、バリュエーション変動リターンの長期的な期待値はゼロである。

(2) ファンダメンタル・リターンから見た集中投資

先に示した①式右辺第 1 項と第 2 項の和であるファンダメンタル・リターンは、以下の②式に書き換えられる。

$$FR_t = \left\{ 1 - \delta \left(1 - \frac{1}{PB_{t-1}} \right) \right\} ROE_t \quad \text{②}$$

FR_t : t 期のファンダメンタル・リターン

ROE_t : t 期の株主資本利益率

PB_t : t 期の株価純資産倍率 (PBR)

δ : 配当性向

②式より、ファンダメンタル・リターンと ROE には正の相関があることがわかる。したがって、日本においては、ROE の企業間格差と同様に、株式投資収益率、特にファンダメンタル・リターンの企業間格差も小さいことが推測される。

ところで、ラッセル・インベストメント社は、日本株式を投資対象とした「本源的価値志向」(堀江 (2012) の「長期企業価値評価型」とほぼ同じ定義) に分類される 13 の運用会社の投資先企業の重なりを分析しているが、意外にも投資先企業の重なりが少なく、多数の企業に投資が行われている (2011 年末に 328 社) ことを指摘している。なお、日本よりも上場企業数が多い米国で、長期企業価値評価型で優れた運用成績を 10 年以上にわたって達成している運用会社は、投資先候補となりえる企業は 160 社に過ぎないという。このことに対して、堀江 (2012) は、①「優良企業」の定義には多様性があり、案外重なりが少ない可能性、②重なる企業数は少ないが、保有比率は高く、ポートフォリオ全体として見た場合の重なる企業への投資比率は実質的に高い可能性、③運用会社間で購入時期が異なるため、割安・割高の判断に違いが生じ、結果として企業数が多くなる可能性、

を指摘している。しかし、既に見たとおり、日本においては、少なくともこれまでは、企業業績のばらつきが米国に比べて小さい。また、ファンダメンタル・リターンのばらつきも米国に比べて小さいと考えられる。したがって、日本においては、集中投資の対象となる「優良企業」を見出すことが困難という可能性は考えられないだろうか。このような状況下では、長期的に集中投資を行ったとしても、結果的に分散投資やインデックス運用にかなり近いパフォーマンス、あるいは分散投資やインデックス運用を多少上回る程度のパフォーマンス（運用成果）しか得られず、高い運用コストを考慮すると、結果的には分散投資やインデックス運用とほとんど変わらない成果しか得られないという可能性は考えられないだろうか。

そこで、本研究では、はじめに中野（2009）に倣い直近の日本の上場企業における利益率（ROE と ROA）格差の状況を確認する。次に、対象期間の ROE、ROA の平均値が共に上位 10%以内に位置づけられる企業を集中投資の対象となり得る企業の候補として抽出し、それらの企業のファンダメンタル・リターンを算出し検討することで、日本株式市場における集中投資の効果について検討する。なお、ここでいう集中投資は先に示した「長期企業価値評価型」（堀江（2012）の分類）に限定することとする。

5. 直近の日本企業の利益率の分布状況

ここでは、中野（2009）と同様の方法を用いて、近年の日本企業の利益率（ROA と ROE）格差を確認する。使用するデータ¹日本経済研究所の「産業別財務データ個別企業編（CD-ROM）2013 年度版」に収録されている連結決算のデータである。したがって、対象企業は 2013 年 3 月末時点で東京、大阪、名古屋の 3 証券取引所の 1 部、2 部いずれかに 11 年以上上場を続けている企業（金融・保険を除く）である。なお、対象期間は、2002 年度～2012 年度である。対象年度毎および対象期間平均の ROA の分布状況を図表 1 に、ROE の分布状況を図表 2 に示す。なお、ここでは ROA として使用総資本事業利益率を、ROE として自己資本税引後利益率を使用している。

図表 1、2 より、対象期間の平均 ROA が上位 10%に位置する企業の ROA は 9.83%であり、下位 10%に位置する企業の ROA は 1.71%であることが読み取れる。また、対象期間の平均 ROE が上位 10%に位置する企業の ROE は 10.94%であり、下位 10%に位置する企業の ROE は▲2.23%であることが読み取れる。なお、対象期間の平均 ROA の中央値は 4.53%で、対象期間の平均 ROE の中央値は 4.60%である。したがって、対象企業のうち、全体の 80%の企業の ROA が 9.83%から 1.71%の範囲内にあり（中央値は 4.53%）、ROE が 10.94%から▲2.23%の範囲内にある（中央値は 4.60%）ことが分かった。

¹ 中野（2009）では、トムソン・ロイター社提供の Worldscope データベースを用いて、ジャスダック、マザーズ等の新興市場に上場している企業もカバーしている。

中野（2009）では、全体の 80%の企業の ROA が 6.0%から▲0.9%の範囲内に、ROE が 14.0%から▲5.6%の範囲内にあることが示されていた。これに対して、本稿において我々が確認した結果は中野（2009）に比して、ROA（対象期間の平均 ROA）は上位 10%に位置する企業の値も下位 10%に位置する企業の値もいずれも高い。また、ROE（対象期間の平均 ROE）は全体の 80%の企業が存在する範囲が狭く、中野（2009）が指摘したよりも、さらに企業間格差が小さい。これらの要因には、対象とした期間の違いなども考えられると思われるが、大きな要因の 1 つは使用したデータの違いであると考えられる。具体的には、中野（2009）ではジャスダックやマザーズ等の新興市場に上場する企業もカバーしていたが、我々は東京、大阪、名古屋の 3 証券取引所の 1 部、2 部に上場する企業のみを対象としている。また、ROA として使用総資本事業利益率を、ROE として自己資本税引後利益率を使用している。このように中野（2009）との違いはあるものの、直近の日本の上場企業においても中野（2009）が指摘したように、利益率（特に ROE）の格差は小さいことが見て取れた。ここから類推できることは、日本の上場企業のファンダメンタル・リターンの格差も相応に小さいのではないかということである。

図表 1 ROA の分布状況 (単位：%)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 平均 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 上位 10% | 10.10 | 11.20 | 11.94 | 12.20 | 12.40 | 12.63 | 10.50 | 9.40 | 10.70 | 10.20 | 9.90 | 9.83 |
| 中央値 | 3.70 | 4.40 | 5.10 | 5.30 | 5.40 | 5.40 | 3.50 | 3.20 | 4.65 | 4.40 | 4.20 | 4.53 |
| 下位 10% | 0.70 | 1.50 | 1.70 | 1.50 | 1.70 | 1.60 | -1.50 | -1.63 | 1.30 | 1.00 | 0.70 | 1.71 |

出所：株式会社日本経済研究所（2013）「産業別財務データ個別企業編（CD-ROM）2013 年度版」より筆者作成

図表 2 ROE の分布状況 (単位：%)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 平均 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 上位 10% | 12.20 | 15.15 | 16.70 | 16.50 | 16.20 | 15.80 | 10.90 | 11.90 | 14.10 | 12.80 | 12.93 | 10.94 |
| 中央値 | 3.50 | 5.30 | 6.40 | 6.60 | 6.90 | 6.20 | 2.40 | 3.30 | 5.00 | 4.80 | 5.40 | 4.60 |
| 下位 10% | -7.70 | -0.55 | 0.70 | -1.03 | 0.90 | -0.83 | -18.00 | -10.20 | -0.73 | -2.00 | -1.63 | -2.23 |

出所：株式会社日本経済研究所（2013）「産業別財務データ個別企業編（CD-ROM）2013 年度版」より筆者作成

6. 日本株式市場において集中投資は報われるか

ここでは、日本株式市場における集中投資の効果を検討する。集中投資型のポートフォリオを構築するために、集中投資の対象となりうる企業の候補として、ROA および ROE の平均値がともに上位 10%以内に位置する企業を抽出した。なお、ここで ROE のみではなく ROA も加味したのは、財務政策として過小資本にしている、もしくは業績不振から過小資本になっているために ROE が高い企業を除くためである。その結果、集中投資の

対象となりうる企業の候補として抽出した数は、77社であった。もちろん、実際に集中投資を行うためには、これらの候補企業について、さらに様々な定性的・定量的な分析を行った上で、投資対象とするかの意思決定や投資タイミングの検討を行う必要があると思われる。また、集中投資の対象となりうる企業の候補を選定する方法にも、様々な方法があると思われるが、ここでは上記のとおり、ROAとROEによる方法を用いた。

次に、上記の方法で選定した集中投資の対象となりうる候補企業の分析対象期間におけるファンダメンタル・リターンと、トータル・リターンを算出した。なお、ここでは先に示したデータに加えて、公益財団法人日本証券経済研究所の「株式投資収益率 2012年 CD-ROM (Excel版)」を使用した。その為、先に抽出した企業のうち、「株式投資収益率 2012年 CD-ROM (Excel版)」に収録されている企業、つまり、東京証券取引所(1部および2部)に上場している企業に限定した。その結果、期間の途中から収録されている企業を含めて、候補企業は70社となった。候補企業ごとに算出したファンダメンタル・リターンとトータル・リターンの値をそれぞれ平均した結果を図表3に示す。図表3の各リターンは、候補企業の株式に金額ベースで均等に投資した場合のリターンを意味する。

図表3 候補企業の平均ファンダメンタル・リターン等 (単位：%)

| 年次 | 候補企業 | | | (参考値) 東証1部全体 | | |
|------|---------------|-------|-------|--------------|---------------|---------------------------|
| | ファンダメンタル・リターン | | | トータル・リターン | ファンダメンタル・リターン | トータル・リターン (配当込み TOPIX) |
| | 内部成長率 | 配当利回り | 計 | | | |
| 2002 | 11.01 | 0.97 | 11.98 | 1.34 | -2.72 | -17.50 |
| 2003 | 13.13 | 1.18 | 14.31 | 20.17 | 0.67 | 25.19 |
| 2004 | 16.33 | 1.37 | 17.69 | 56.59 | 5.74 | 11.34 |
| 2005 | 14.87 | 1.22 | 16.09 | 32.16 | 7.06 | 45.23 |
| 2006 | 14.00 | 1.29 | 15.29 | 30.09 | 9.57 | 3.02 |
| 2007 | 12.05 | 1.34 | 13.39 | 3.00 | 7.72 | -11.11 |
| 2008 | 8.74 | 1.63 | 10.37 | -18.39 | 7.59 | -40.62 |
| 2009 | 8.76 | 2.23 | 10.99 | -10.34 | -0.55 | 7.62 |
| 2010 | 10.12 | 2.58 | 12.70 | 13.24 | 3.50 | 0.96 |
| 2011 | 8.23 | 2.56 | 10.78 | 4.47 | 5.74 | -17.00 |
| 2012 | 8.04 | 2.67 | 10.71 | 7.29 | 5.27 | 20.86 |
| 算術平均 | 11.39 | 1.73 | 13.12 | 12.69 | 4.51 | 2.54 |
| 幾何平均 | 11.35 | 1.73 | 13.09 | 10.95 | 4.44 | -0.09 |

出所：本文中に示したデータより筆者作成

また、東証1部全体のファンダメンタル・リターンとトータル・リターン(配当込み

TOPIX) を参考値²として図表 3 に併記する。なお、東証 1 部全体のファンダメンタル・リターンは、日本経済新聞社朝刊に掲載されている東証一部全銘柄の株価収益率 (PER 実績) と平均配当利回り (加重平均) および東京証券取引所が公表している東証一部の時価総額と TOPIX を用いて算出した。東証 1 部全体のリターンに関するデータは全て (配当込み TOPIX を含めて) 各年末のデータを使用した。

図表 3 より、今回集中投資の候補として抽出した企業の分析対象期間におけるファンダメンタル・リターンおよびトータル・リターンは (参考値である) 東証一部全体よりも高かったことが見て取れる。この期間には、リーマンショックおよびその後の景気低迷期が含まれているが、それでも平均年率は算術平均、幾何平均ともに 10% を上回っている。したがって、多くの分散投資が TOPIX 等のインデックスから離れられないことを考え合わせると、少なくとも 2002 年度～2012 年度においては、集中投資は分散投資に比べて、高いリターンを確保できた可能性が示唆され、集中投資は報われたものと考えられる。

7. まとめと今後の課題

本研究では、中野 (2009) が指摘しているように日本企業の利益率、特に ROE の格差は、米国等に比べて小さい (中央値も低い) ため、株式投資収益率、特にファンダメンタル・リターンも格差が小さく、例え集中投資を行ったとしても、分散投資やインデックス運用とあまり変わらないリターンしか得られないのではないかという予想に反し、集中投資は日本の株式市場においても報われる可能性があることを示唆する結果を得られた。

ところで、他人の財産を運用する職業的運用者に課せられる義務は分散投資である。分散投資の哲学とは、将来が不確実なことに加え、個別銘柄のユニーク・リスクを軽減するために行う、ということである。我々はこのこと自体を否定するものではない。しかし、パフォーマンスの向上に貢献しない保守的な運用姿勢からくる過度な分散投資やファンドマネージャーの人事評価といった個別の事情からくる疑似的なインデックス運用の弊害を指摘したい。

今回の分析結果において、集中投資の候補として抽出した企業群で組成したポートフォリオのファンダメンタル・リターンおよびトータル・リターンは東証 1 部全体よりも十分に高かった。日本の株式市場において、運用のプロフェッショナルとしての的確かつ科学的なリサーチを行い、利益率の高い企業を選別して集中投資を行えば、顧客を十分に満足させる運用成果が期待できるのではないだろうか。しかし、現実的には集中投資を方針としているファンドは多くない。そこには運用側の問題と顧客側の問題が存在しているものと思われる。運用側の問題としては、ファンドの解約対応のための換金売りである。オープ

² データソースが違うことからファンダメンタル・リターンの算出方法が若干異なる為、参考値とした。

ンエンド型の集中投資型ファンドの場合、大口の解約に対応するためには、例えば、集中投資部分をファンド全体の約 4~6 割程度とした上で、残りをインデックスに準じた運用としておく方法が考えられるだろう。大口の解約があった場合には、インデックスに準ずる部分を売却していく方法が現実的だからである。つまり、組入上位銘柄には大きなウェイトを掛けるが、それ以外はインデックス運用に近い形で広く銘柄を低ウェイトで分散させるというものである。オープンエンド型の投資信託などの場合には、このように銘柄数を絞り込まず、組入上位銘柄に大きなウェイトを掛ける手法も集中投資として認識するかは議論が分かれるかもしれない。

一方、顧客側の問題としては、インデックスからの乖離を投資家が理解できない可能性がある。インデックスファンドもしくはインデックスをベンチマークにしている分散型ファンドであれば、自分が保有しているファンドの動きをインデックスの変動を確認することで理解できる。しかし、インデックスの動きから乖離する傾向の強い集中投資においては、投資家はファンドの基準価額の動きを理解しにくいと言える。特に個人投資家向けのファンドなどの場合には、インデックスから乖離して基準価額が上昇している場合にはさほど問題は生じないが、インデックスから大きく乖離して下落している場合には、投資家の理解が得られない可能性は十分に考えられる。そこで、やはり堀江（2012）が既に指摘しているように、集中投資型のファンドは万人向けのファンドではなく、投資経験が充分にある投資家が、その性質を十分に理解した上で投資するファンドであると思われる。運用会社もしくは販売会社が、長期投資の視点に立ち、いかに投資家への啓蒙を進めるかが、今後の大きな課題である。このように、運用側の実務上の問題の解消と顧客側の集中投資型ファンドに対する理解が、集中投資といった高パフォーマンスを実現する可能性が高い運用手法の普及にとって肝要である。

【参考文献】

- 川北英隆（2012）「平均的な日本株式は投資対象となり得るか」『証券アナリストジャーナル』 Vol.50 No.6 pp.43-52
- 中野誠（2009）『業績格差と無形資産』 東洋経済新報社
- 堀江貞之（2012）「日本株式の集中投資の現状と課題」『証券アナリストジャーナル』 Vol. 50 No.6 pp.28-42
- 山口勝業（2009）「株式リスクプレミアムの「長期期待の状態」」『証券アナリストジャーナル』 Vol.47 No.5 pp.51-66
- Estep, Tony (1987) “Security Analysis and Stock Selection: Turning Financial Information into Return Forecasts” *Financial Analysts Journal*, July/August 1987 pp. 34-43