

投資対象としての「日本」の価値

- グローバル資本市場の中における日本の位置と資産配分 -

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
（社）日本証券投資顧問業協会

<http://www.fromhc.com>
<http://www.hcax.com>
<http://www.ventureza.jp>

2009.02.19

日本の株式市場は長期的に収益を生んでいません

1980年1月から数えて先月までで29年と1ヶ月。長期です。超長期といってもいいでしょう。この間の東京証券取引所市場第一部のリターン(配当収益を含む)は、年率2.9%に過ぎません。しかも、このリターンは、1985年までに実現したもので、1985年2月から計測するとリターンは、ほとんどゼロになります。ましてや、1990年1月からですと、なんとマイナスの年率5.8%です。

一方、日本の株式市場のリスクは高く、リターンの低さと、釣り合っていない

1980年1月からの29年と1ヶ月で、2.9%のリターンに対して、リターンの標準偏差(リスク)は、年率18.8%にもなります。1985年2月からですと、ゼロのリターンに対して、リスクは20.0%です。このように、著しくリターン/リスクの関係の悪い資産には、本来は、投資できないはずで、日本の投資家である以上、日本株式には投資しなければならないのだ、という固定観念抜きには、日本株投資は考えにくいとさえ思われます。

日本の株式市場の中での外国人投資家の比重は非常に大きなものです

外国人投資家は、日本株式の3割近くを所有しています。さらには、売買委託注文の過半が、外国人投資家によるものなのです。その結果、当然のこととして、株価形成における外国人投資家の役割は非常に大きなものになるはずで、そうした状況では、日本の視点での銘柄評価ではなくて、グローバルな視点での銘柄評価へと、すでに移行しているのではないかと、思われます。

平均株価の低迷が問題なのではなく、そこに埋もれた宝の発掘が問題なのです

日本にも多数のグローバル企業があります。規模の小さなローカル企業でも、世界に通じる高度な技術を持つ会社が沢山あります。アジアの成長から最も恩恵を受けるのも、アジア市場に強い日本企業でしょう。あるいは、経営の抜本的構造改革を断行することで、変身する会社も今後は、どんどん増えるでしょう。積極面を捉えれば、日本株式市場は、宝の山です。

宝の発掘には、方法論を工夫する必要があります

グローバルな価値観で日本株を運用するには、工夫が必要です。外国から外国の運用会社を使って日本株を運用するのも一つ、日本株という資産クラスを廃止して(あるいは削減して)、グローバル株式(またはアジア株式)へ統合するのも一つです。あるいは、経営の構造改革、日本固有の技術など、領域を絞った運用などもあるのかもしれない。

東証株価指数(一部総合)ヒストリカルグラフ



2009年2月10日まで

TOPIXの収益率実績(配当込み)

1980年1月-2009年1月の29年1ヶ月間の実績

年率リターン	2.90%
年率リスク(標準偏差)	18.82%

しかし、二つの期間に分けると……

1980年1月-1985年1月の5年1ヶ月間	
年率リターン	15.48%
年率リスク(標準偏差)	11.47%
1985年2月-2009年1月の24年間	
年率リターン	0.24%
年率リスク(標準偏差)	19.95%

1980年1月-1989年12月の10年間	
年率リターン	19.50%
年率リスク(標準偏差)	14.13%
1990年1月-2009年1月の19年1ヶ月間	
年率リターン	-5.79%
年率リスク(標準偏差)	20.42%

データ出所: 東京証券取引所

世界における日本

世界株式市場における存在感の低下と、世界国債(国の借金!)における異常な占率の高さ

	MSCI AC の時価構成比	シティグループ 世界国債指数 の時価構成比	バークレイズ・キャピタル グローバル総合指数 の時価構成比
日本	10.8%	33.6%	20.7%
米国	45.2%	21.8%	37.5%
英国	8.5%	6.0%	4.7%

データ出所: MSCI、LehmanLive、Citigroup

2009年1月末

27.6%

「外国人」の日本株式の保有比率

東京証券取引所ほか全5取引所の2008年3月末時点での「株式分布状況調査」結果

64.8%

東証一部の株式売買の委託注文に占める「外国人」の比率

東京証券取引所の「投資部門別株式売買状況調査」結果。数値は2008年1年間の売買金額代金合計における占率
ちなみに、2009年1月については、54.5%

8.0%

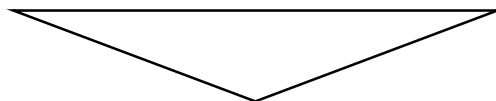
政府短期証券と国債・財融債の保有に占める「海外」の比率

日本銀行の資金循環統計(2008年9月末速報)によれば、政府短期証券と国債・財融債の残高合計は790兆円。その内、「海外」の保有額は64兆円

投資理論の通説:

「少なくとも50銘柄以上に投資しなければ個別銘柄リスクは分散され得ない」

(市場リスクの優越、すなわち、市場リスクは長期リターンをもたらすという「右肩上がり」を前提とした資本市場理論)

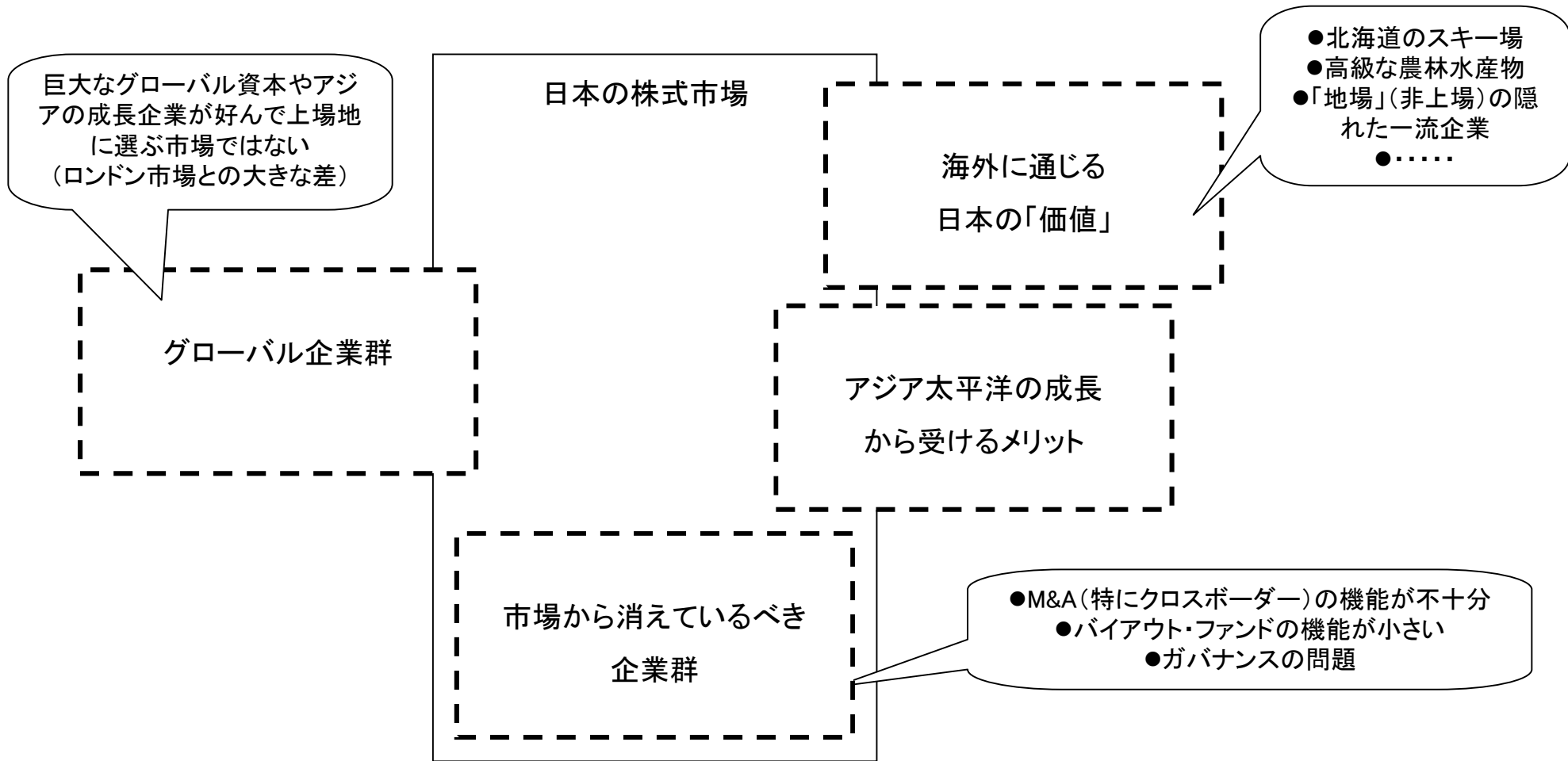


投資理論に対する逆説:

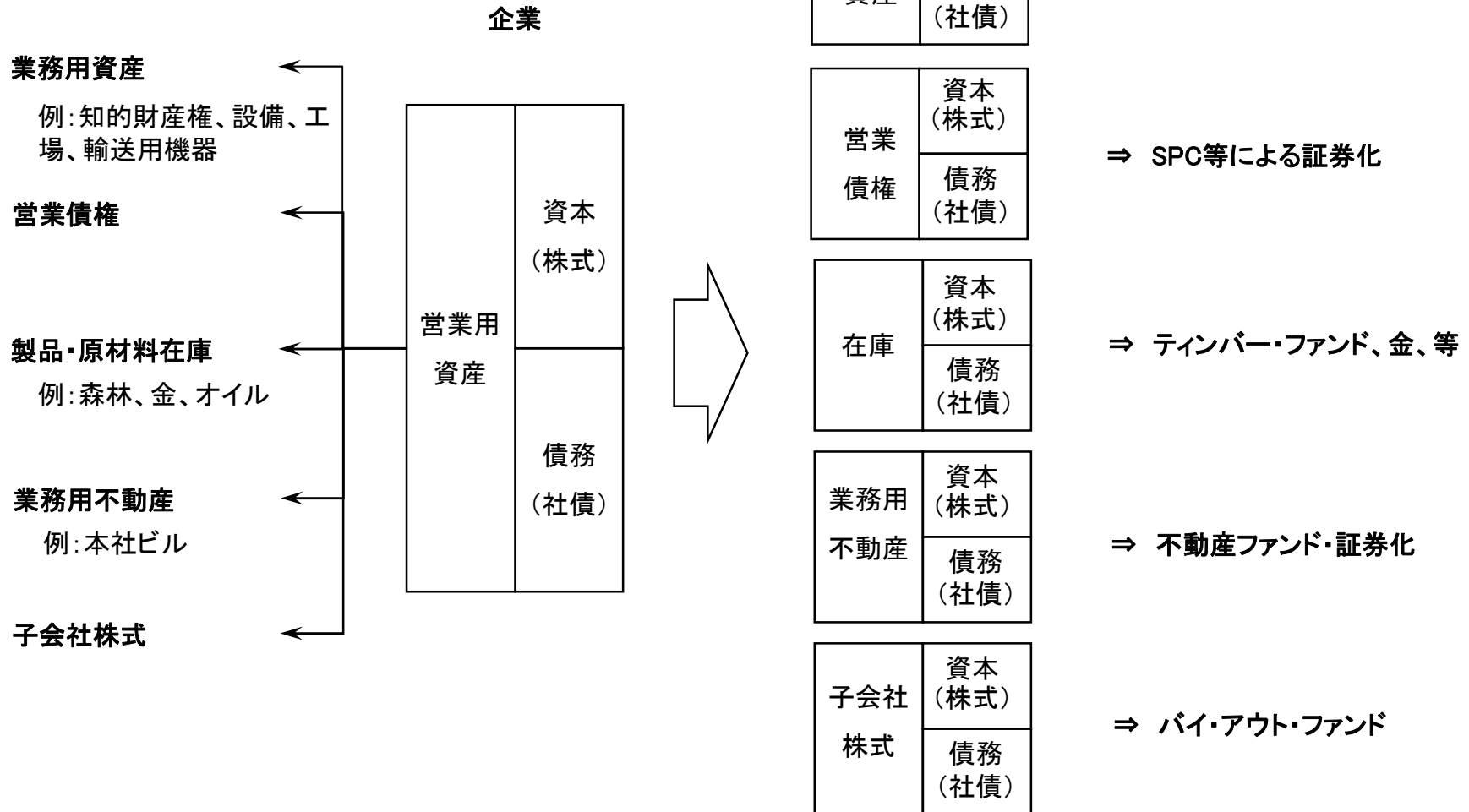
「多くても50銘柄以下に絞り込まなければ、市場リスクの優越を回避し得ない」

(銘柄リスクの優越、すなわち、市場変動にかかわらず、「良い企業」の株価は上がるはずだという一般人の常識)

市場の構造問題



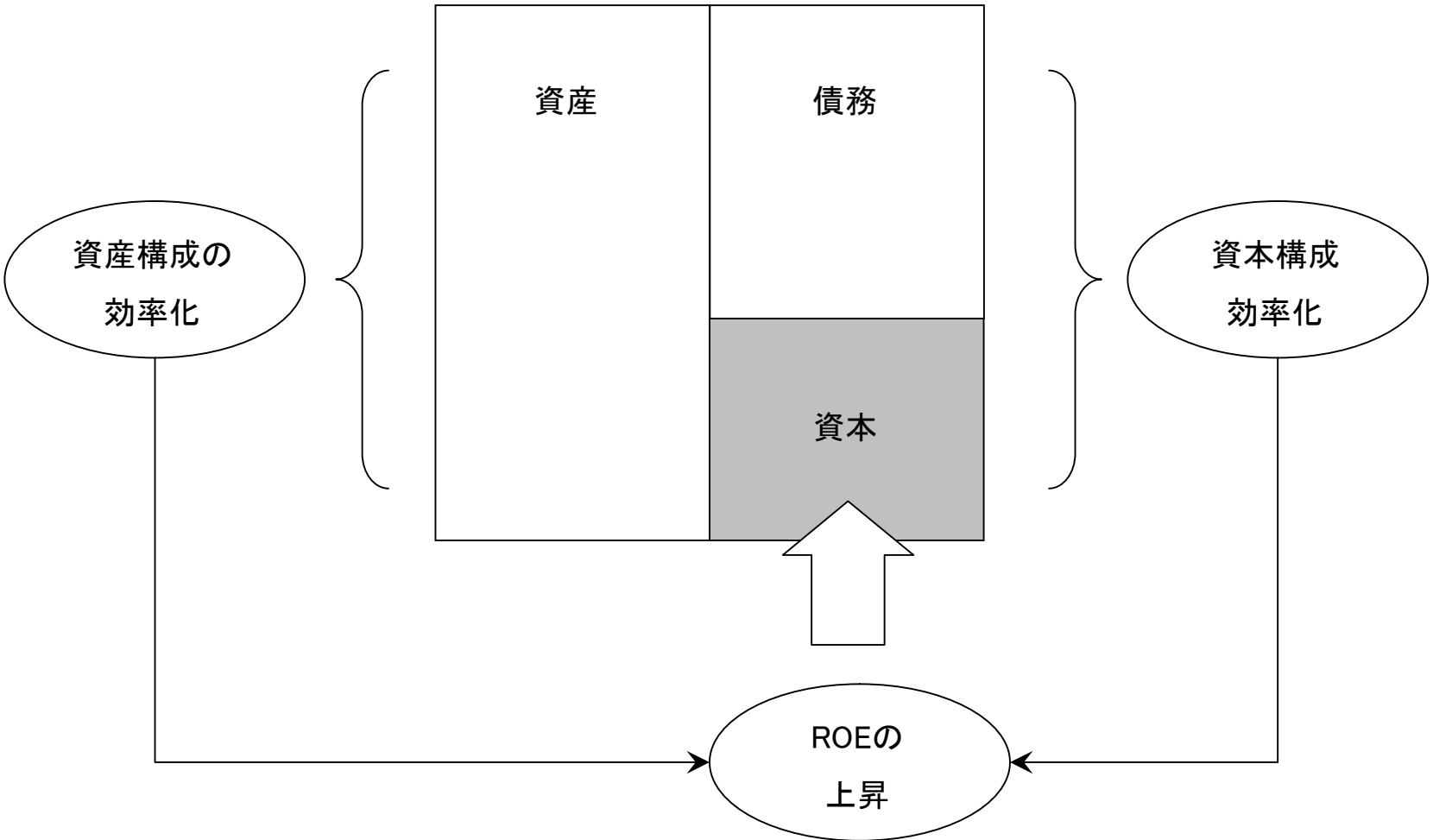
資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体



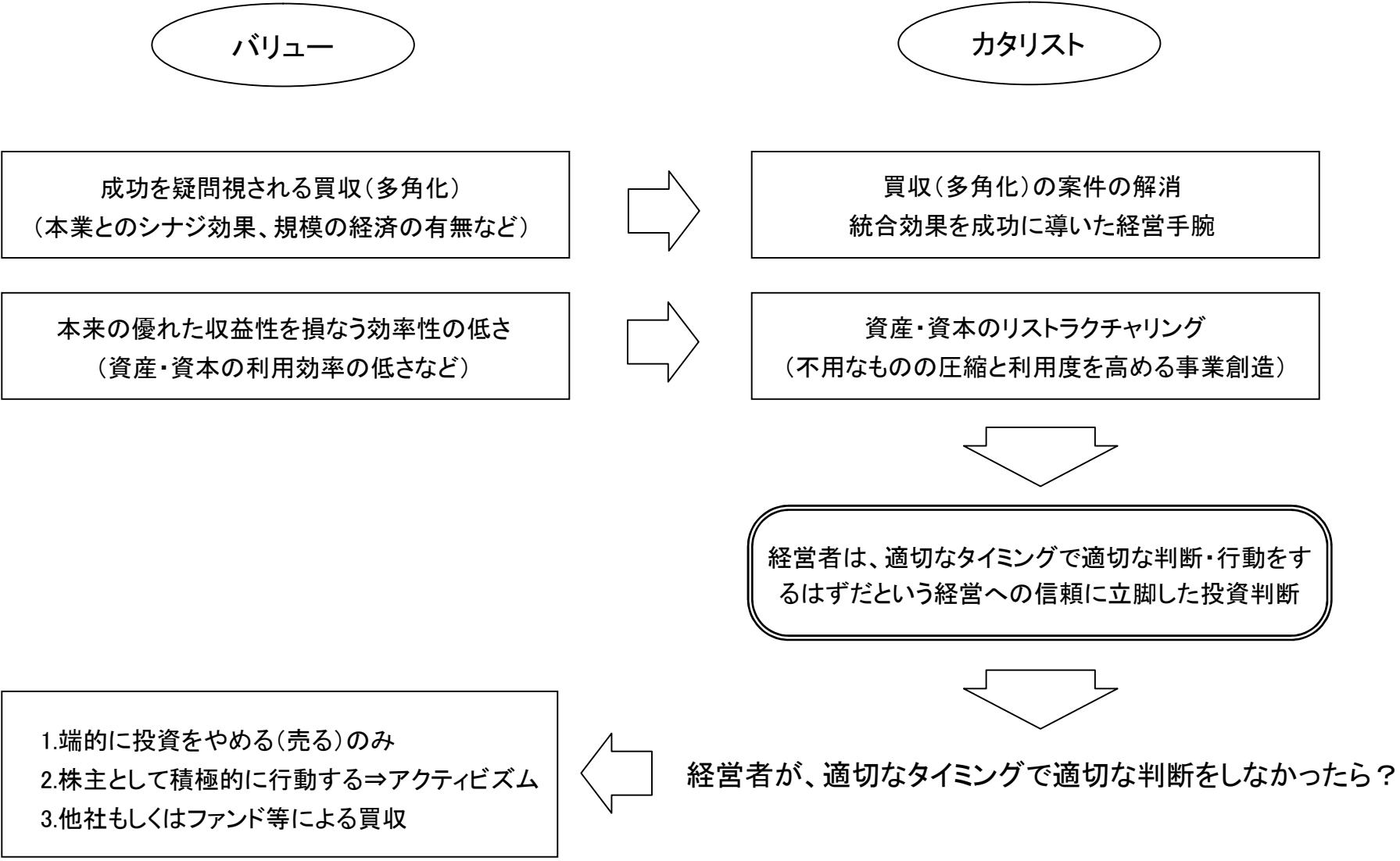
キャピタル・ストラクチャーの多様化



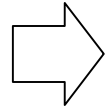
資産/債務(資本)両面の効率性



カタリストの前提となる経営への信頼と信頼が裏切られたときの出口

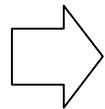


成功を疑問視される買収(多角化)
(本業とのシナジ効果、規模の経済の有無など)

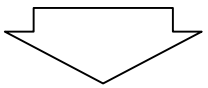


買収(多角化)の案件の解消
統合効果を成功に導いた経営手腕

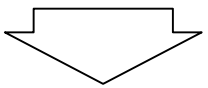
本来の優れた収益性を損なう効率性の低さ
(資産・資本の利用効率の低さなど)



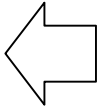
資産・資本のリストラクチャリング
(不用なものの圧縮と利用度を高める事業創造)



経営者は、適切なタイミングで適切な判断・行動をするはずだという経営への信頼に立脚した投資判断



経営者が、適切なタイミングで適切な判断をしなかったら？



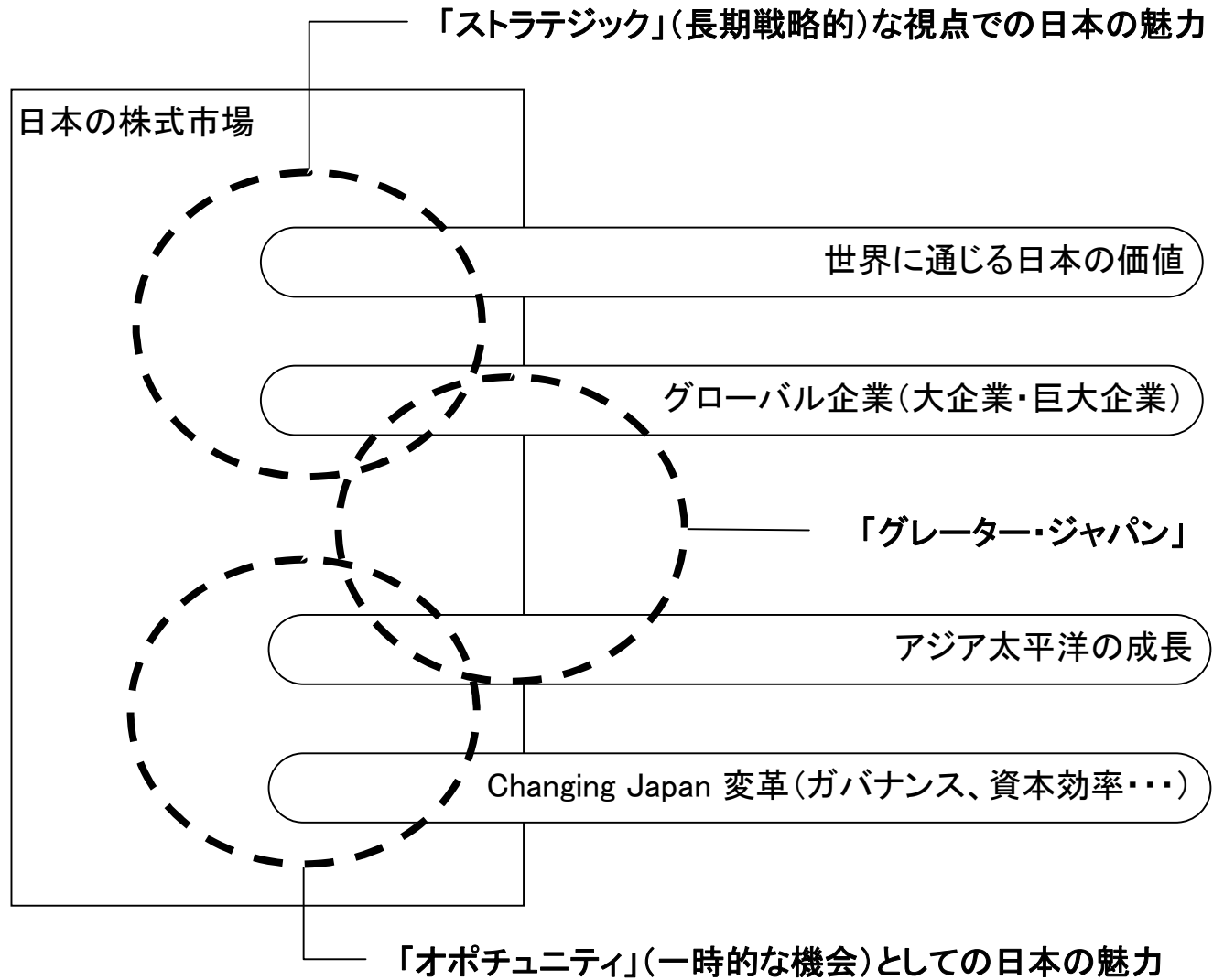
- 1. 端的に投資をやめる(売る)のみ
- 2. 株主として積極的に行動する⇒アクティビズム
- 3. 他社もしくはファンド等による買収

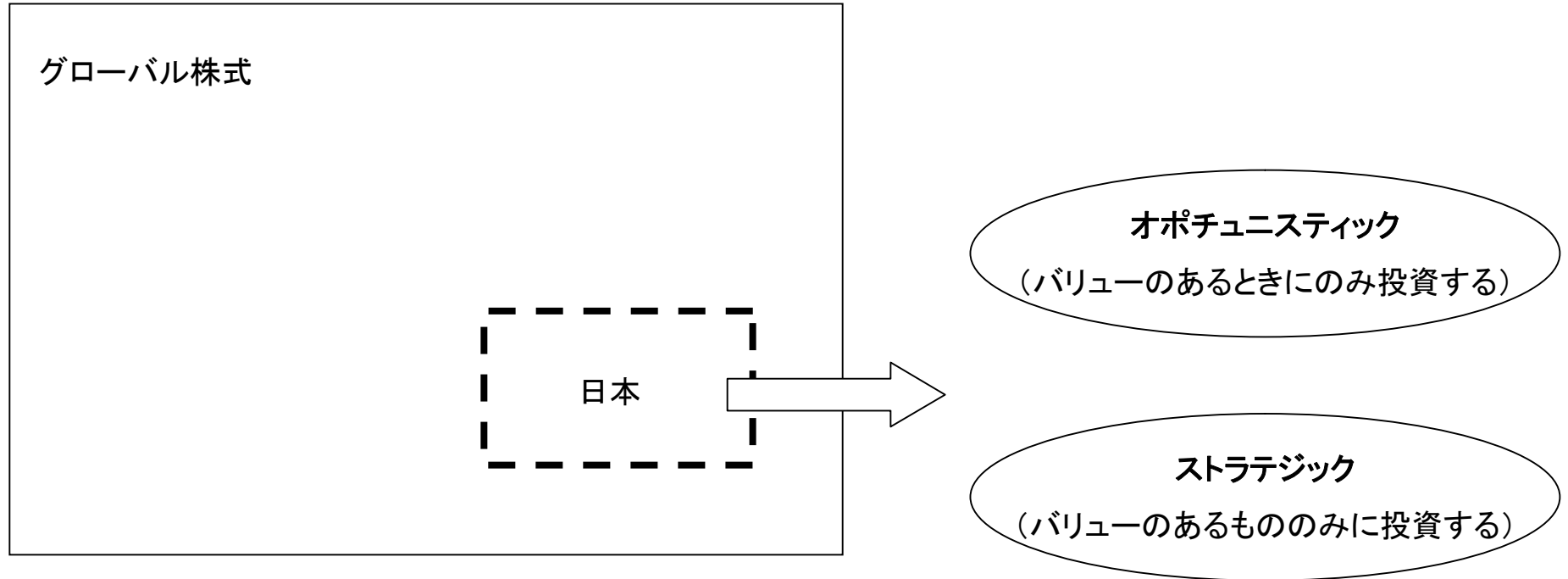
適正価格が適正でない(すなわち、安さがバリュウではない)

- いわゆる「バリュウのわな」(Value Trap)
- 一時的に安いのではなく、実は、本来の事業モデル自体の収益性や競争力が低下していた
- ローカルな視点での適正価格が、グローバルな視点では通用しなくなっている可能性

経営への信頼がなり立たないときの出口がない

- アクティビズムが機能しない
- 敵対的買収や国境をまたぐ買収が成功しない
- 買収ファンド等の機能や規模が小さい





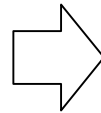
基本テーマ

資本再編・再構築(リストラクチャリング)

オポチュニスティック

本質的に良いものは良い

エマージング経済の成長への参画



- ヘッジファンド的戦略
 - キャピタル・ストラクチャー・アービトレッジ
 - ロング/ショート
- アクティビズム
- プライベート・エクイティ的戦略
 - Private Investment in Public Equities
- 自由度の高い運用
 - キャッシュ・社債・CB保有
- 銘柄厳選(集中)
- グローバル運用へ統合

- 本セミナーは、グローバル資本市場の中における日本の位置を考え直すことにより投資対象としての「日本」の価値について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- なお、本セミナーは投資対象としての「日本」の価値について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。