

## 頑張れ、日本株アクティブ運用！

- 掘り出せ、世界に通じる日本の価値 -

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第430号  
加入協会 （社）日本証券投資顧問業協会

2010.01.13



|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 要旨                              | 2  |
| 東証株価指数(一部総合)ヒストリカルグラフ           | 3  |
| TOPIXの収益率実績(配当込み)               | 4  |
| 世界における日本                        | 5  |
| 日本における「外国人」                     | 6  |
| 徹底した銘柄の厳選                       | 7  |
| 市場の構造問題                         | 8  |
| 資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体           | 9  |
| キャピタル・ストラクチャーの多様化               | 10 |
| 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 | 11 |
| バリューの失敗の典型例としての日本株              | 12 |
| 日本のバリュー                         | 13 |
| グローバルの中の日本                      | 14 |
| 「右肩上がらない」市場での投資                 | 15 |

## 投資家の主体的関与があって始めて、市場の効率性が保証される

良いものを買ひ、悪いものを売る、という投資家の積極的関与(真のアクティブ運用です)があってこそ、市場の効率性が保証されます。その限りでのみ、労せずして効率的ポートフォリオを手に入れるインデックス運用が意味を持つのです。まともなアクティブ運用が機能しないときAインデックス運用は意味を持ちません。

## 本来の事業投資としての株式投資

株式という「紙」を買っているのではありません。株式を発行している企業の事業に投資しているのです。事業の「平均」に投資するという発想よりも、良い事業を選んで投資するという発想のほうが、より常識的で、自然ではないでしょうか。

## 平均株価が上がらないという事実

今の日本の平均株価は、25年前の水準と変わらないのです。これは、事実です。しかも、振幅は、かなり大きなものがあります。リスクばかりが大きくて、リターンがない。投資対象としての適格性すら、問題になりかねない状況です。

## 銘柄を厳選するほど、市場連動性は低下

銘柄を厳選すれば、市場連動性は低下します。逆にいって、銘柄を厳選しない限り、平均株価の高リスク・低リターンという状況から、脱却できません。事業投資という深みでのアクティブ運用では、そもそも、多数の銘柄をカバーできるはずありません。

## 振幅が作り出す投資機会

振幅の下域では、大バーゲン、宝の山になりがちです。また、理屈上は、振幅そのものが投資機会になります。ヘッジ、ショートセリング、現金保有など、自由な投資手法も検討しなくてはなりません。

## 日本企業という概念自体が意味を失っている

日本企業ではなくて、日本に上場しているグローバルに通用する企業が投資対象です。世界の中の日本、日本の中の世界が問題です。アジア(距離の優位からいって、特に中国でしょうね)の成長から大きな恩恵を受ける日本企業、海外から高く評価されている企業は、いくらもあります。

## いくらなんでも、日本でも、確実に変革は進行している

企業の変革を促すような、強い主張をもった投資、社会変革のビジョンに立脚した投資が必要です。

## 買えないものに値段はない

「被買収」の意味を徹底的に考え直さなければなりません。価値があるから手に入れたいのです。価値がないものは、ディスカウントでも買収されない。プレミアムで買収されるような状況こそが、カタリストです。しかし、買収できない企業の株価には、値は付かないかもしれません。買えるものだけが投資対象です。

# 東証株価指数(一部総合)ヒストリカルグラフ



2009年12月30日=907.59 まで

# TOPIXの収益率実績(配当込み)

1980年1月-2009年12月の30年間の実績

|             |        |
|-------------|--------|
| 年率リターン      | 3.32%  |
| 年率リスク(標準偏差) | 18.79% |

しかし、二つの期間に分けると……

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 1980年1月-1985年12月の6年間  |        |
| 年率リターン                | 15.23% |
| 年率リスク(標準偏差)           | 11.19% |
| 1986年1月-2009年12月の24年間 |        |
| 年率リターン                | 0.35%  |
| 年率リスク(標準偏差)           | 20.15% |

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 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12月の20年間 |        |
| 年率リターン                | -4.76% |
| 年率リスク(標準偏差)           | 20.33% |

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<br>の時価構成比 | シティグループ<br>世界国債指数<br>の時価構成比 | バークレイズ・キャピタル<br>グローバル総合指数<br>の時価構成比 |
|--------|-------------------|-----------------------------|-------------------------------------|
| 日本     | 8.45%             | 29.10%                      | 17.24%                              |
| 米国     | 41.92%            | 23.83%                      | 36.46%                              |
| 英国     | 8.84%             | 5.41%                       | 5.41%                               |
| エマージング | 13.05%            |                             |                                     |

データ出所: MSCI、LehmanLive、Citigroup

2009年12月末

## 23.6%

「外国人」の日本株式の保有比率（保有金額ベース）

東京証券取引所ほか全5取引所の2009年3月末時点での「株式分布状況調査」結果  
ちなみに、最高は2007年3月末の28.0%、初めて20%を超えたのが、2004年3月末

## 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11月については、58.3%

## 6.6%

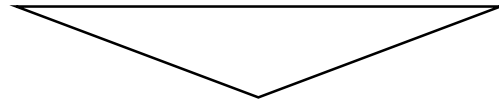
政府短期証券と国債・財融債の保有に占める「海外」の比率

日本銀行の資金循環統計（2009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820兆円。その内、「海外」の保有額は54兆円

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)

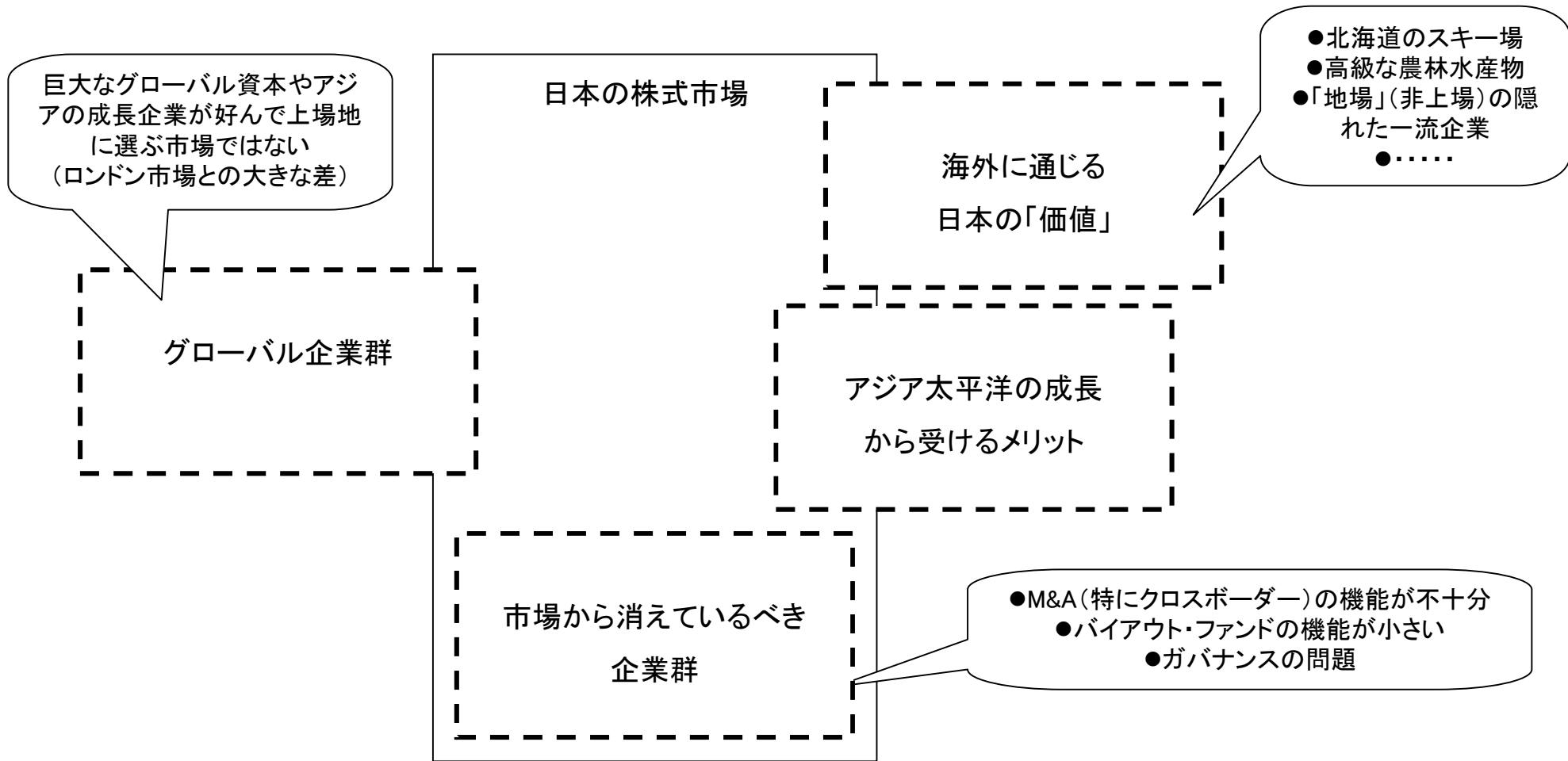


投資理論に対する逆説:

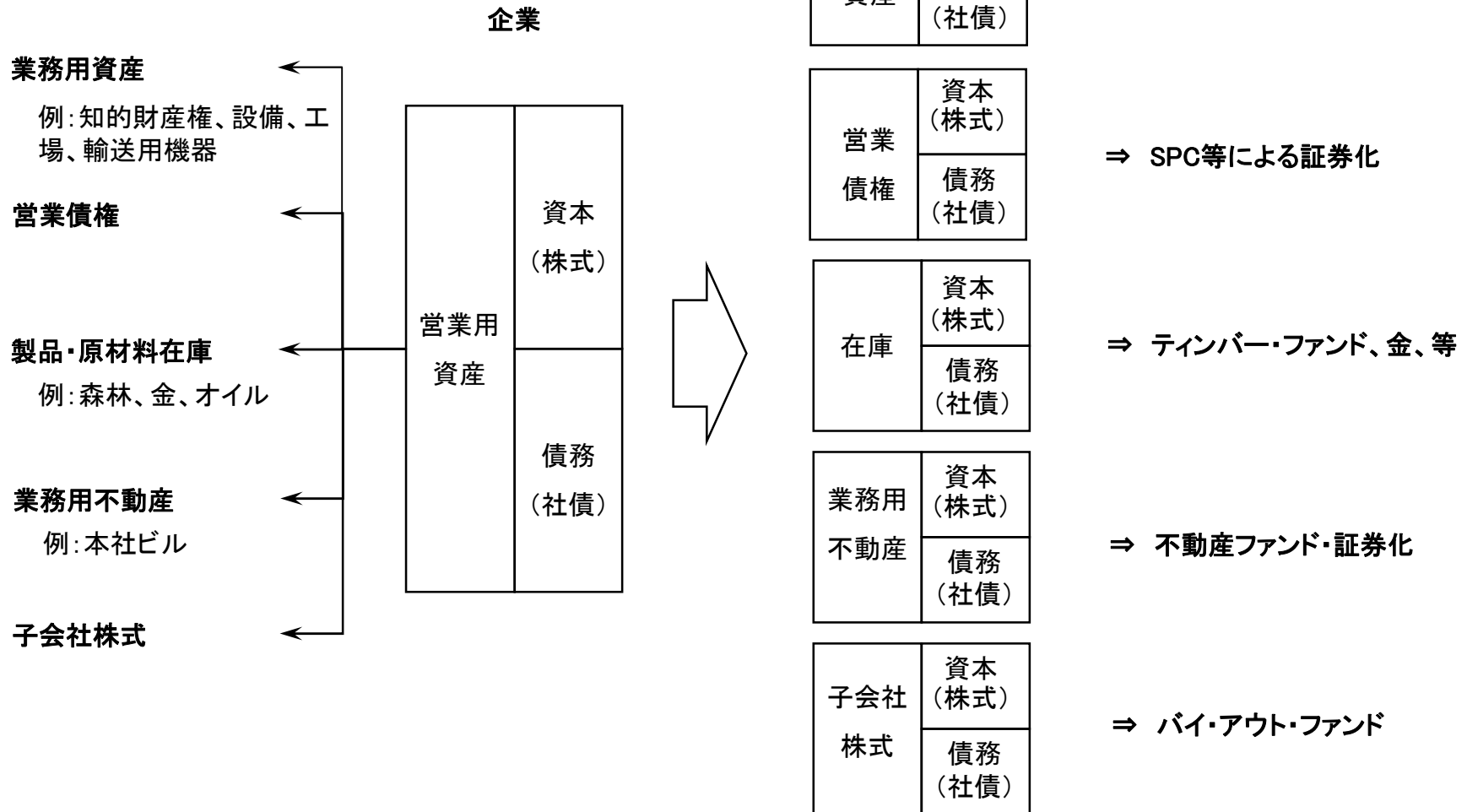
**「多くても50銘柄以下に絞り込まなければ、市場リスクの優越を回避し得ない」**

(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



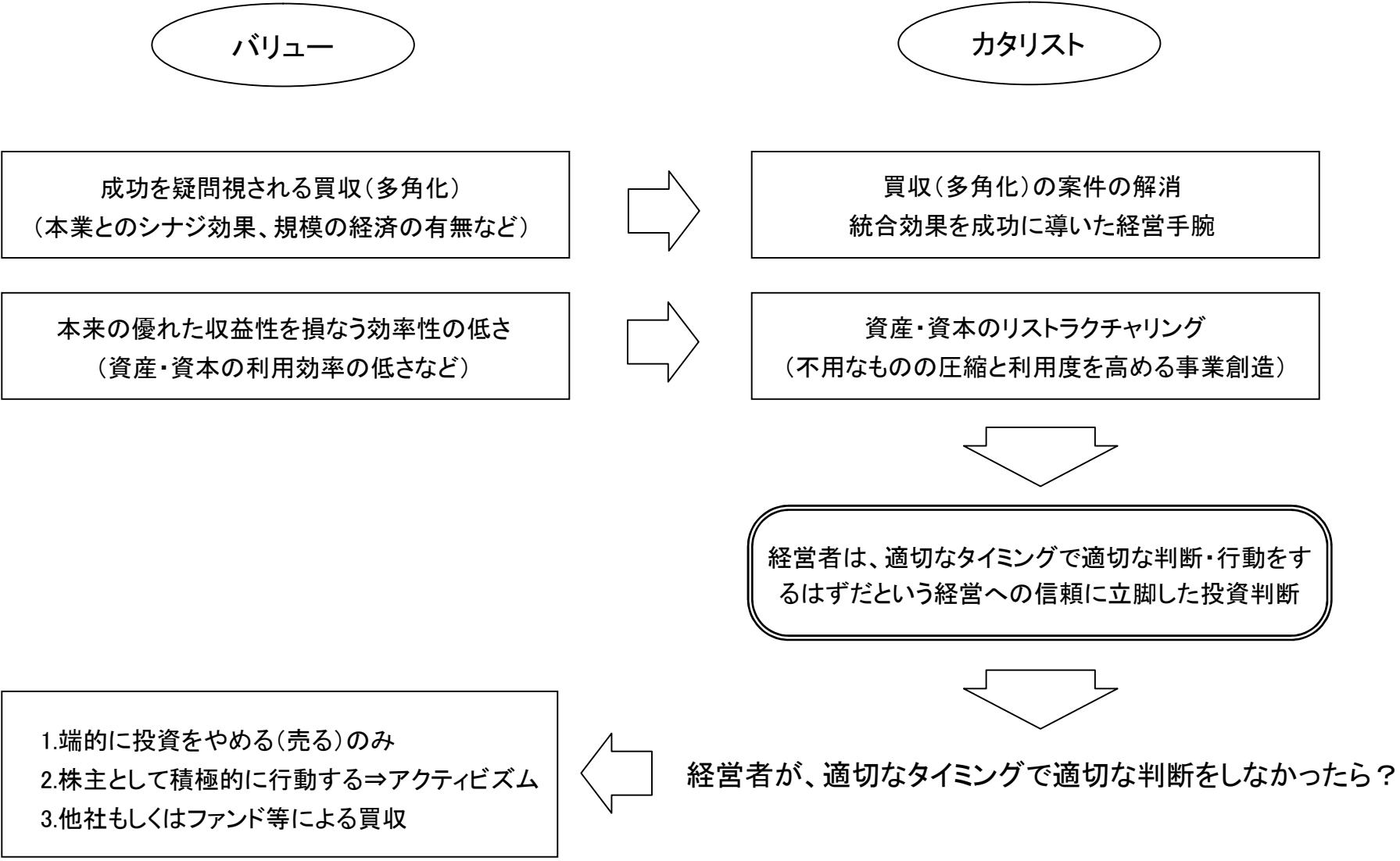
# 資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体



# キャピタル・ストラクチャーの多様化



# 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

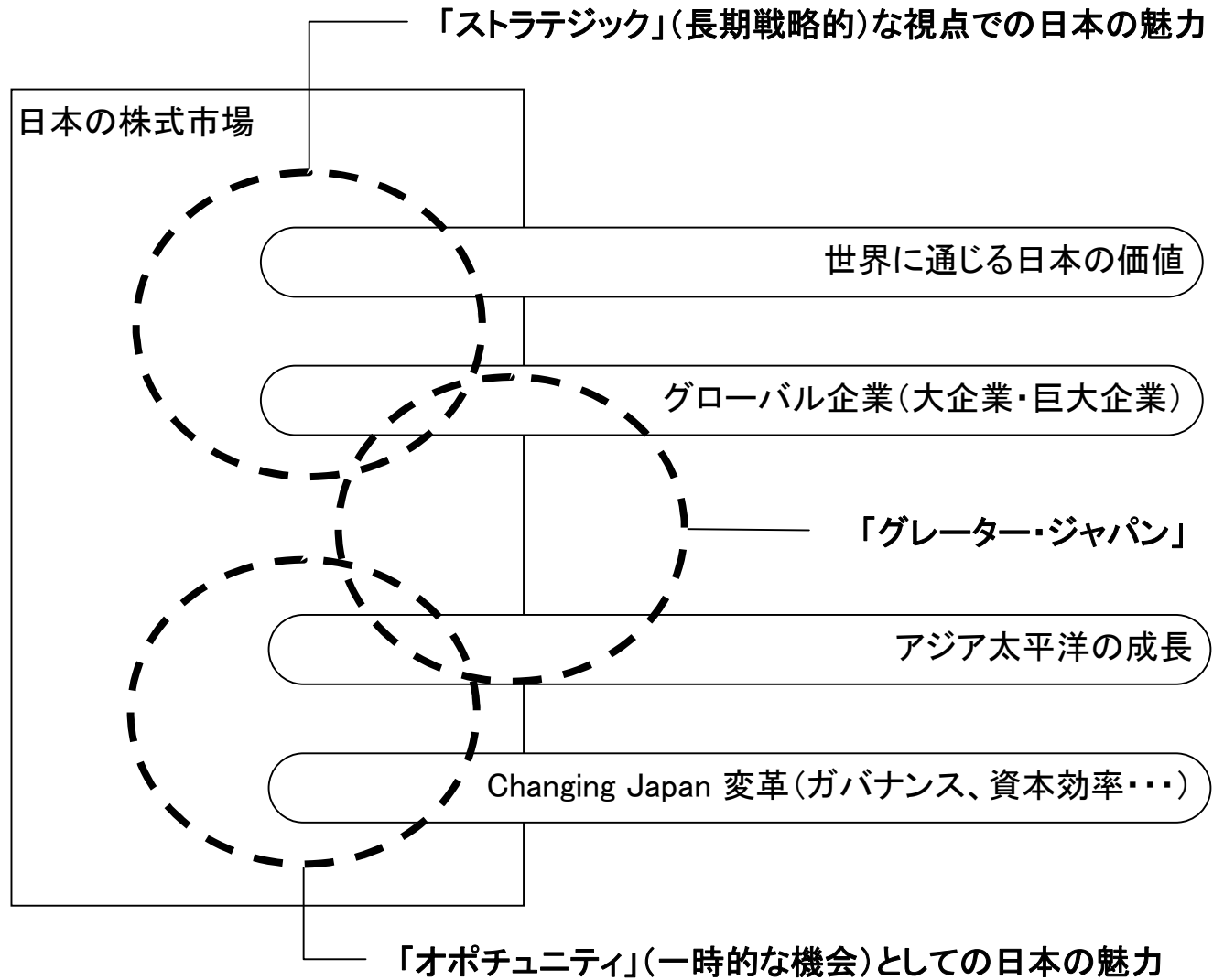


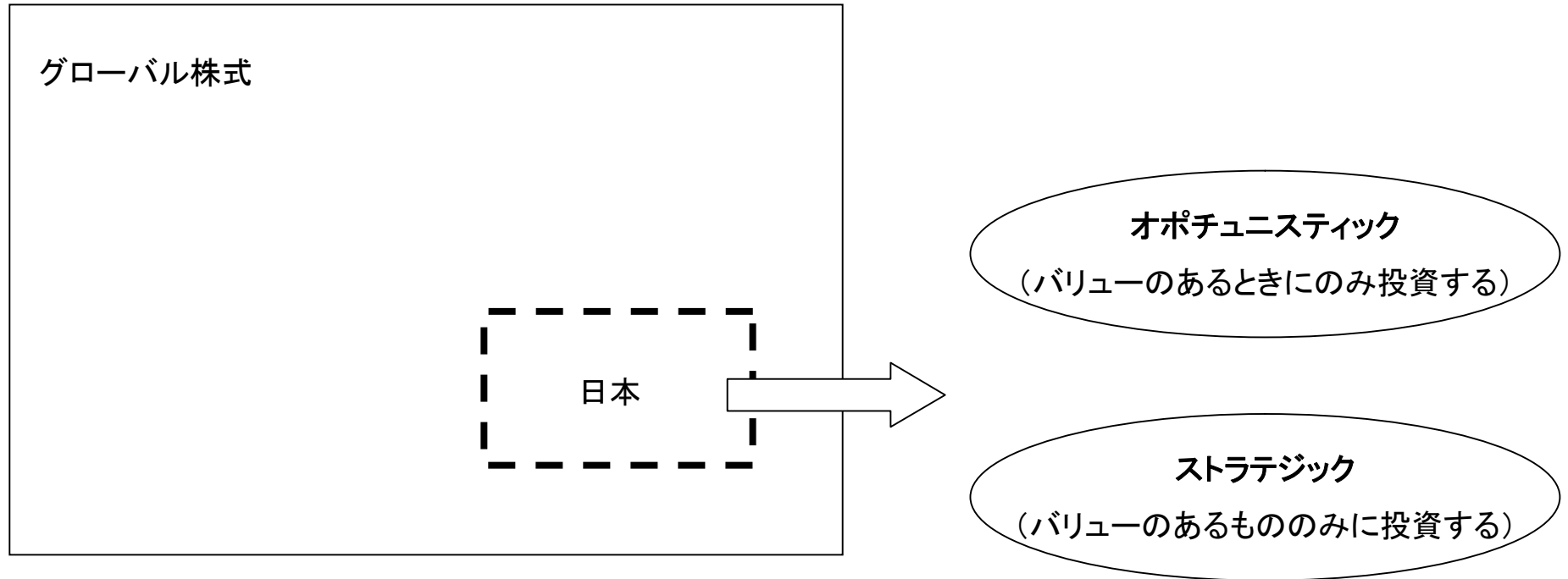
## 適正価格が適正でない(すなわち、安さがバリュートではない)

- いわゆる「バリュートのわな」(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





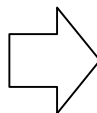
## 基本テーマ

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、日本株のアクティブ運用について解説・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、本セミナーは日本株のアクティブ運用について解説・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。