

頑張れ、日本株アクティブ運用！

－ 掘り出せ、忘れられた日本の価値 －

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
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

2011.01.12



概要	2
概要（続き）	3
概要（続き）	4
TOPIXの収益率実績（配当込み）	5
時価総額が小さすぎる日本企業	6
日本の株式市場に投資できる可能性	7
投資家の価値観の転換	8
いわゆる「バリュー」と「グロース」	9
企業金融の革新と株式市場の「外」の機会	10
日本の未来は明るい	11
具体的な日本の投資戦略	12

平均的には収益を生んでいないという事実

過去25年間、配当を考慮したとしても、日本株式市場の平均的収益率は、ほぼゼロです。しかも、年毎の収益の振幅は、かなり大きなものがあります。振れ幅(リスク)ばかりが大きくて、収益がない。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。

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)があつてこそ、市場の効率性が保証されます。その限りでのみ、労せずして効率的に分散された投資を実現するというインデックス運用が意味をもつのです。まともなアクティブ運用が機能しないとき、インデックス運用は意味をもちません。

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。

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、平均的に収益を生んでいないという状況からは、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、つまり徹底した事業分析を行うという前提のもとでは、そもそも、多数の銘柄を投資対象にできるはずありません。

概要(続き)

振幅が作り出す投資機会

振幅の下域では、そこら中に安くて良い企業が放置されるという、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。いわゆるヘッジファンド的な戦略の有効性、現金保有を認める運用など、自由な投資手法も検討しなくてはなりません。

高度に発達した市場

日本の株式市場は、流通市場としてみる限り、高度に発達した基盤に支えられた、多様な投資主体(持合の解消、海外投資家の大きな地位)の参加する市場です。多様な戦略の実現に関し、取引技術や取引費用の面での大きな制約はありません。

日本株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。

日本という概念自体にも見直す余地がある

人口減少は、ほぼ確定したことであり、不可避です。しかし、そのことが、直ちに日本経済の衰退を招くわけではありませんし、ましてや、日本企業の地位の低下を招くわけでもありません。日本には、規模ではなくて、質的な面での成長余力は十分にあると思われます。

時価総額が小さすぎる日本企業

大雑把にいうと、日本の場合、世界の基準を使うと、100社が大型株、200社が中型株、残りの全部が小型株です。グローバル株式の運用会社はたくさんあります。中小型株に投資する会社もありますが、主力は大型株です。グローバル株式運用の対象からは、ほとんどの日本企業が洩れてしまうのです。

概要(続き)

カタリストの不在とバリュートの罠

日本の株式市場の中に、どこかに価値が眠っているとしても、その眠った価値を起こすとしたら、何らかのきっかけが必要なのです。このきっかけのことを、英語では触媒(catalyst カタリスト)といいます。日本には、このカタリト(経営革新や被買収など)がないとされてきました。結果として割安が割安のまま放置される、いわゆるバリュートの罠(バリュートラップ value trap)が問題だとされてきたのです。

配当重視の投資戦略

割安のままでは、何がいけないのか。割安なものは配当利回りが高い場合が多いでしょう。高利回りを安定的に享受できるなら、それで十分なのではないか。割安の解消、即ち価格の上昇は、あくまでも結果的に発生することが期待されるものであって、そのことが目的ではないはずです。

いくらなんでも、確実に変革は進行する

カタリストを待ち望まない戦略は、結果として、カタリストを呼び込むのではないのか。そもそも、安定配当を継続できる会社は、良い会社です。良い会社は、適切な時期に適切な経営革新を行うはずなのではないか。企業の変革を促すような強い主張をもった投資、社会変革の視点に立脚した投資は、そのような自己変革に対して、建設的な助言として機能する、まさに変革の触媒(カタリスト)として機能するのではないか。

企業金融の高度化は不可避

株式と融資(プライベートな与信市場)に大きく依存する日本の資本市場構造が、株式市場の重石になっている可能性は否定できません。実物資産やプライベートエクイティを使った資金調達や、伝統融資に替わる(あるいは融資の多様化による)資金調達の方法が工夫されることで、株式市場の役割が変化する可能性は大きいと思われます。

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、いかに割安でも買収されない(そもそも、悪かろう、安かろうで、割安とはいわない)。割高でも買収されるような状況こそが、真の買収です。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。

TOPIXの収益率実績(配当込み)

長期的にみても、また配当を考慮したとしても、日本の株式市場(TOPIX配当込み)の収益率は、きわめて低い。
一方で、月次の収益率の年率標準偏差(リスク)は、大きい。

	<u>年率収益率(%)</u>	<u>月次収益率の年率標準偏差(%)</u>
過去30年(1981-2010)	3.12	19.07
過去25年(1986-2010)	0.37	20.10
過去20年(1991-2010)	-2.18	18.89
過去15年(1996-2010)	-2.55	18.06
過去10年(2001-2010)	-2.20	18.22
過去5年(2006-2010)	-9.99	20.02

データ出所: 東京証券取引所

時価総額が小さすぎる日本企業

世界標準では、大型株は時価総額100億ドル(\$1=83円として、8300億円)以上、中型株は20億ドル(1660億円)以上。

大雑把にいて、日本の場合、100社が大型株、200社が中型株、その他全てが小型株。

グローバル株式運用の対象になる銘柄は少数であり、大半が、無視されやすい。無視された中での変革は見過ごされやすい。

2011年1月7日の終値基準

<u>時価総額順位</u>	<u>企業名</u>	<u>時価総額(10億円)</u>
1	トヨタ自動車	11,913
86	三洋電機	831
350	日立キャピタル	166

ちなみに、\$1=100円とすると

64	NKSJホールディングス	1,005
298	千代田化工建設	202

日本の株式市場に投資できる可能性

長期的に収益を生んでいない日本の株式市場に投資できるとしたら、可能性は三つしかないのではないかな。

過去からの断絶といえるほどの、本質的かつ抜本的な変革が、将来に向かって起きること

- 日本国の構造転換（人口動態の推移と高付加価値分野での強み）
- 日本企業の経営革新（グローバル化と企業金融の多様化）
- 投資家の価値観の転換（収益率の質）

平均値の低迷の中にも、個々の企業に着目する限り、いくらでも優れた投資先を見つけることができるのではないかな

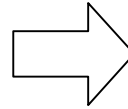
- 徹底した銘柄の厳選・集中
- 事業キャッシュフローへの投資（株式という「紙」を買っているのではない）
- 株主としての友好的な提言（経営と株主の協働）

収益率の変動が大きく、多種多様な投資家が参加する高度に発達した取引市場であることの中に機会があるのではないかな

- 多様な投資主体（持合の解消は進んでいる。外国投資家は取引金額の約6割を占め、時価総額の約4分の一を所有）
- 世界の中では、時価総額の約9%を占めるに過ぎないが、取引基盤としては高度に発達した流通市場である
- 資産配分の視点、現金保有の可否、短期的価格変動の投資機会化など、工夫の余地は大きい

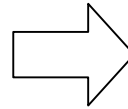
投資家の価値観の転換

市場の中の個別企業
市場指数(平均)を基準とする考え方



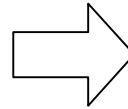
個別企業の集合としての市場
徹底した銘柄分析と厳選

グローバルの中の日本企業
日本市場のグローバル化の遅れ



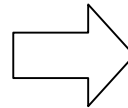
日本企業の中のグローバル
グローバル経済の成長からの恩恵

収益率の高さ
株価は上がるべきという発想



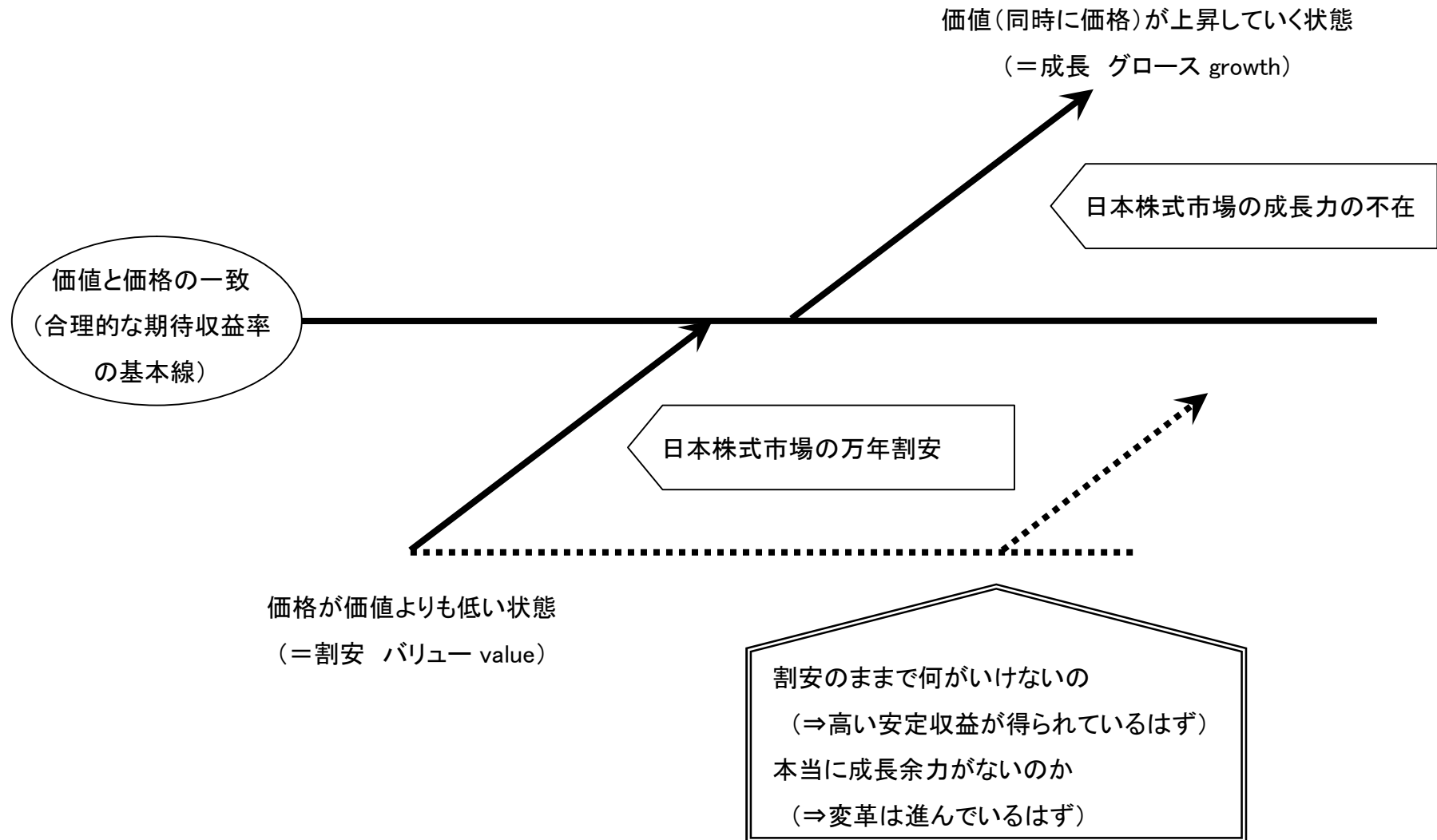
収益率の質(安定性)
配当の量と安定性

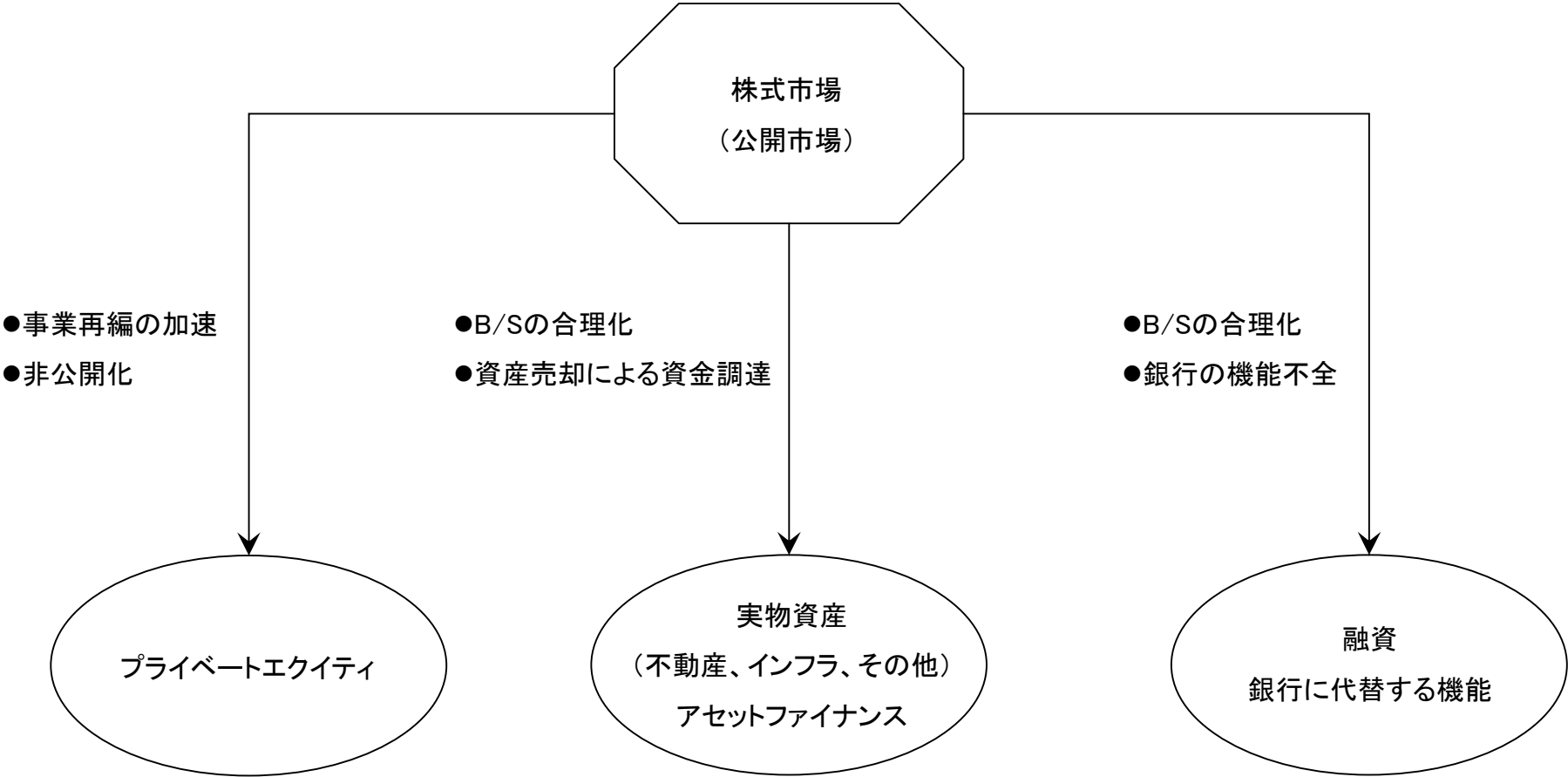
日本の金融の後進性
市場原理の不貫徹



世界に先駆けた超成熟化と先進性
市場原理に替わる価値

いわゆる「バリュー」と「グロース」





人口動態

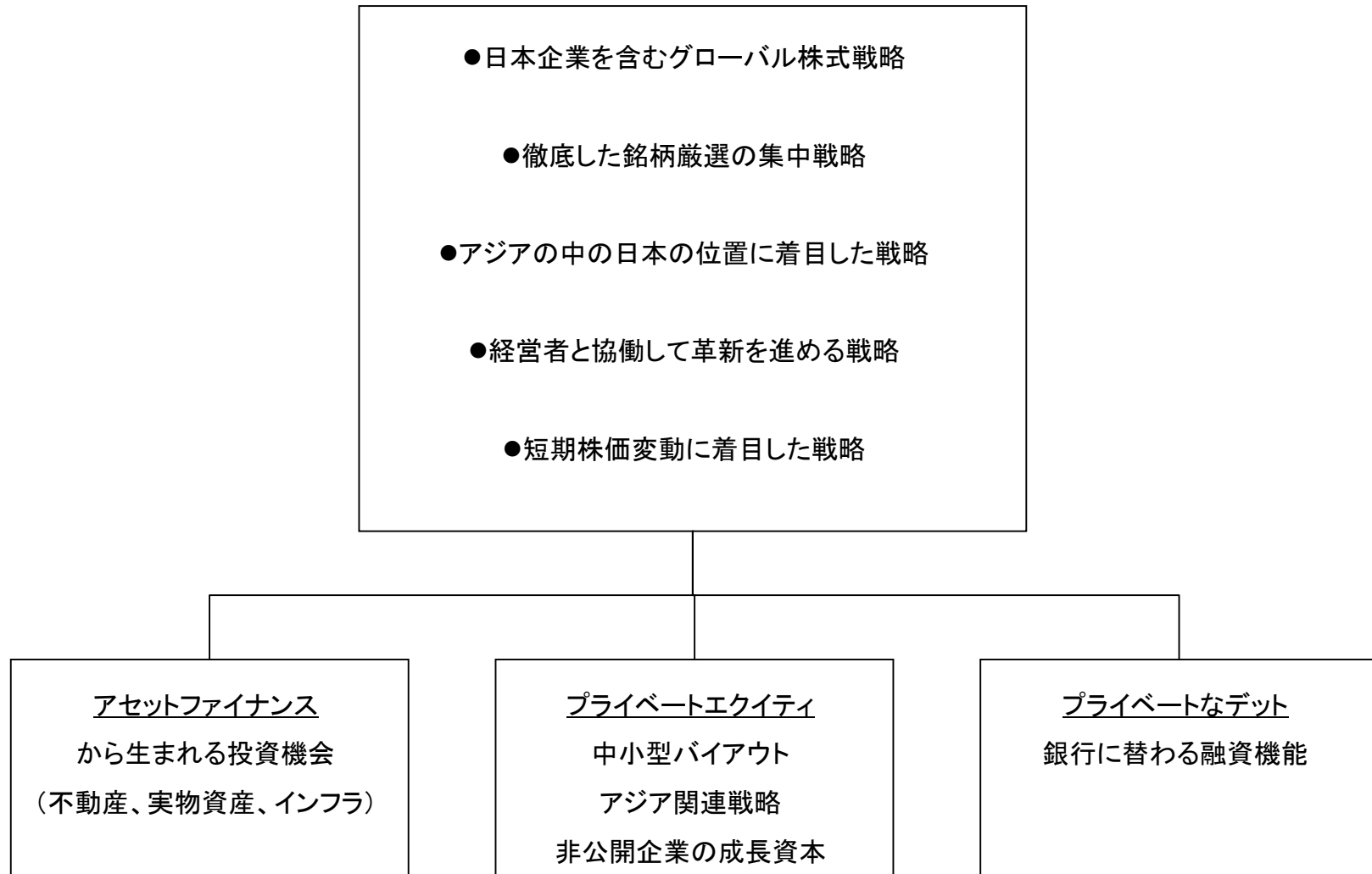
人口減少に伴う「若返り」

国際競争力

エマージングの賃金上昇による相対優位の回復
品質に基づく価格競争力

超成熟化の先進的経験

特異な環境の中での経験に基づく新しい投資の価値観
デフレ・低金利の資産運用戦略



- 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。