

講演録

「株式のアクティブ運用・再考—証券投資の大家に学ぶ—」

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 高橋 文郎

1. はじめに

本日は「実学としてのパーソナルファイナンス」の出版記念講演会ということで、「株式のアクティブ運用・再考—証券投資の大家に学ぶ—」というテーマでお話したいと思います。私は「実学としてのパーソナルファイナンス」の第5章「個人家計の具体的資産運用 1 投資商品」を執筆したのですが、今日はここに書いた中で株式の運用方法について、テキストの内容は一般論なので、少し踏み込んで具体的にどういう発想の運用方法があり得るかという話をしたいと思っております。

今日の話は、副題の「証券投資の大家に学ぶ」とありますように、私の考えというよりも、バートン・マルキール、ウォーレン・バフェット、ジェレミー・シーゲルという3人の学者や投資家の考えについて、私流に解釈するとどうなるかということをもとめたものです。

2. 市場の効率性と株式の運用戦略

まずは教科書的な話からいたしますが、テキストに書いたように、証券投資でどのような運用を行うかということを考える場合に1つ考えるべきことは「市場が効率的であるか」ということです。

効率的市場というのはどういう市場かといいますと、「市場参加者にもたらされる情報が常に瞬時のうちに正当に価格に織り込まれる市場」のことです。つまり、世の中で何か出来事が起こったときにそのニュースをすぐに証券価格が織り込むような市場だということです。こういった市場では株価は内在価値あるいは理論価格に等しくなる。つまり割高、割安の株式というのは存在する余地がなく、常に正当な価格になっています。

したがって、こういった完全に効率的な市場では、市場で入手可能な情報や世間で流れているようなニュースを用いただけでは市場のリターンを上回ることはできない。少し学問的に申しますと、リスクを調整した後で市場平均を上回るような投資リターンを得ることはできないわけです。

したがって、市場が効率的なのか、どうなのか

によって運用戦略が異なることになります。株式市場は効率的で割高、割安の銘柄が存在する余地がないという立場に立ちますと、パッシブ運用(消極運用)を採用します。代表的なやり方としてはインデックスファンドを持つことが挙げられます。

インデックスファンドというのは、例えばTOPIX(東証株価指数)や日経平均などの株価指数に連動するようなファンドです。簡単にいうとTOPIXに連動するインデックスファンドは、東証1部の上場銘柄をすべて持つようなファンドです。

これに対して、市場は効率的ではない、割高、割安の銘柄が存在する余地があると考えると、企業の将来収益や株式の理論価値を予測して、割安の銘柄を買って、割高の銘柄を売って、市場平均を上回るリターンを追求するアクティブ運用を行うということになります。

では、実際の運用手法はどうかといいますと、多くの機関投資家や個人投資家はインデックス運用とアクティブ運用を併用しているだろうと思います。

このテキストでは最近よく使われている手法としてコアサテライト戦略を紹介しております。これは簡単に言いますと、コアつまり中核部分ではインデックスファンドを持ち、周辺部分では多少リスクをとった運用を行うという、そういう発想です。実際にはプロの機関投資家もこのような運用を行っているということです。

以上が教科書的な説明ですが、今日は実際にはどういう運用があり得るのかということ、さきほど名前を挙げた3人の大家に学んで、まとめてみたいと思います。

3. バートン・マルキールに学ぶ

まず1人目がバートン・マルキールです。

マルキールはプリンストン大学の教授で「ウォール街のランダム・ウォーカー」、英語名は「A Random Walk Down Wall Street」という本の著者として有名です。この本は1973年に第

1版が出まして、今、第10版まで出ていますが、累計で150万部以上売れているという大ベストセラーです。私は、株式投資について何か1冊いい本はないかと聞かれましたら、間違いなくこの本を勧めます。

その理由の1つはおもしろいことです。この本は、株式投資の歴史から始まっています。これは株式ではありませんが、例えば17世紀に歴史上記録に残っている世界最初のパブルとして、オランダでチューリップの球根の値段が跳ね上がった話が紹介されていたり、その他のパブルの話もたくさん出てきます。

実は、これはしゃれになっているのですが、球根というのは英語で言うとbulbです。だからbulbのbubbleだというわけで、英語ではしゃれになっています。

この本は、証券投資の歴史だけではなく、最新鋭の投資理論についても触れており、それらの理論的成果も踏まえて、最終章で個人投資家はどのような運用を行うべきかについて述べています。

その最終章の内容をかいつまんでお話ししたいと思いますが、マルキールは個人投資家がウォール街を歩く場合、いくつかの歩き方があると述べています。ウォール街の歩き方というのは要するに株式投資のやり方という意味です。

まず「思考停止型」の人間、つまり難しいことは考えたくない、ただ株式を買いたいという人間に対して、マルキールはインデックスファンドを買いなさいと言います。

マルキールが何でインデックスファンドを買いなさいと言うのかというと、別に彼は市場が効率的であると信じているわけではありません。むしろ彼の本を読むと、市場は効率的ではないと彼は信じているのではないかと思います。

では、なぜインデックスファンドを推奨するのかというと、1つの理由として、世の中にはたくさんファンドマネージャーはいますが、市場インデックスを安定して上回るようなリターンを上げるようなアクティブ運用ファンドは少ないということが挙げられます。これは日本でもそうだろうと思います。

もちろん例外はあります。アメリカにピーター・リンチという伝説的なファンドマネージャーがおり、彼の運用するマゼランファンドは10年以上にわたってトップクラスでした。しかし、そういったファンドがあることも確かですけれども、多くのファンドは平均すると市場平均を下回るという運用結果が出ています。

このマルキールの本では、既存のファンドを買うよりサルにダーツを投げさせて銘柄を当てさせ

て、投資したほうがずっとパフォーマンスはよくなるという言い方までしています。果たして本当にそうなるか、どうかはわかりませんが。

インデックスファンドをすすめるもう1つの理由は、アクティブファンドとインデックスファンドを比べますと、インデックスファンドというのは極端に言えば、市場にある銘柄全部に投資するので、銘柄の入れ替えが少ないことが挙げられます。新規上場があったり、あるいはその指数に採用される銘柄の変更があったりしたときに銘柄の入れ替えを行うだけなので、入れ替えに伴うコストが少ないわけです。

それに対して、アクティブ運用のファンドは売ったり買ったりするので売買コストがかかります。したがってファンド自体の運用手数料もアクティブ運用のファンドの方が高くなります。だから、運用手数料を考えるとインデックスファンドの方が低くて有利だとマルキールは言います。

ただしマルキールは、個人投資家の中にはインデックスファンドに飽き足らない人間もいることも理解しており、そのような投資家を「手作り型」の人間と読んでいます。やっぱりインデックスファンドではつまらない、もうちょっと別の投資をやりたい、自分で銘柄選択して株式投資を行いたいというような人はどういう投資を行ったらいいかという点にもきちんと触れているわけです。

マルキールはこのような「手作り型」の人間のウォール街の歩き方として、4つのルールを掲げています。

まず1番目のルールは、少なくとも5年間は1株当たり利益（EPS）が平均を上回る成長を期待できる銘柄のみを購入するということです。

これはどういう意味があるかといいますと、株価というのは1株当たり利益（EPS）と株価収益率（PER）の積で表されます。そうすると今後、EPSが急成長する銘柄はそれを反映してPERも高まる可能性がある一方で、EPSとPERの両方が高まるという恩恵に浴する可能性があります。したがって利益が伸びる銘柄を探しなさいと言うわけです。

それから2番目のルールは企業のファンダメンタル価値以上の価格で株式を買ってはならない。つまり割高の銘柄を買ってはいけないということです。

すでに何年も先まで成長を織り込んでいて、PERが非常に高くなっている銘柄というのがあります。例えばITバブルの頃に多くのIT関係の銘柄のPERが非常に高くなった、あるいは場合によっては利益も出ていないのに高い株価がついたということがありました。こういった銘柄には

手を出してはいけないということです。

それから3番目のルールとして、近い将来、「砂上の楼閣」作りが始まる土台となるような確固たる成長見通しのある銘柄を購入することを挙げています。

ここで「砂上の楼閣」という言葉が出てきますが、要するにこれは実力以上に株価がつく、要するにバブルが発生するという事です。マルキールはこういった「砂上の楼閣」、バブルが株式市場では発生することがあるという株価観に立っていると思います。ですから、今後、うまく成長するような銘柄を見つけることができれば、人気が集まって実力以上の株価がつくこともあるので、それも利用しなさいということです。

ですからマルキールは、株価というのは単に企業の業績だけじゃなくて、市場の心理も影響を与えると考えています。

それから4番目のルールは、売買の頻度を減らしなさいということです。

最近では、売買手数料が下がりましたが、そうは言ってもやはり売買すれば手数料がかかります。それから特に彼が言っているのは、値上がりすると税金がかかるので、売買すると税金をとられる。それならば売買しないで長い間持っていれば、最後に売ったときに税金を払えばいいので、税金の面を考えても売買の頻度は減らした方がいいと言っています。

4. ウォーレン・バフェットに学ぶ

2番目の大家がウォーレン・バフェットです。

彼はパークシャーハサウエイという投資会社のCEOです。もともとパークシャーハサウエイは投資会社ではなかったのですが、バフェットが買って、投資会社に性格を変えました。バフェットはその前はファンドマネージャーもしております。バフェットは、パークシャーハサウエイのCEOとして、年率20%から30%以上という驚異的なリターンを達成しています。

パークシャーハサウエイのWebサイトに行きますと、バフェットがアニュアルレポートに書いてある文章がダウンロードできます。バフェットが毎年どういう考えで投資をしてきたかということが理解できますので、ぜひWebサイトをご覧くださいと思います。

バフェットの銘柄選択基準は8つにまとめられます。これは、メアリー・バフェットとデビッド・クラークが書いた「億万長者をめざすバフェットの銘柄選択術」で紹介されている基準です。ちなみにこのメアリー・バフェットという人はウォーレン・バフェットの息子の元の奥さんだったです。

まず1番目の基準は、消費者独占力がある製品やサービスを持つ企業を投資対象にするということです。バフェットは、この消費者独占力を持つ企業と対比させて、コモディティ型の企業という言葉も使っており、コモディティ型の企業には絶対に投資しないと述べています。

これはどういうことかと言いますと、コモディティ型の企業とは他の企業が真似できる事業、要するに他の企業と同じような事業をやっており、差別化できないので、そういった企業は投資の対象にしないということです。これに対して、消費者独占力とは、強い競争力を持つ、あるいは強いブランド力を持つということで、そういった企業を投資対象とするということです。

それから基準2はEPSが力強い増加基調にあることです。これはさきほどのマルキールと同じ内容です。

それから3番目は多額の負債を抱えていないということです。バフェットの投資の特徴として、一言で言うと業績が安定していてリスクのない企業に投資するというのが挙げられます。多額の負債を持っている企業ですと、業績がいいうちはいいのですが、業績が悪くなったときに倒産の可能性も生まれてしまうので、そういった企業は避けるということです。

それから4番目の基準は自己資本利益率(ROE)が十分高いということです。自己資本利益率というのは、当期純利益を自己資本で割った指標です。どういう意味があるかと言いますと、自己資本というのは株主が投資したお金なので、ROEは自己資本を運用して、どれだけ当期純利益、要するに株主に帰属する利益を生んだかという、株主にとってのリターンを表す指標になります。ですからROEというのは最近では日本でもアメリカでも証券アナリストが1番重視する業績指標になっています。

また、ROEが高い企業はEPSの成長率も高くなります。ROEに(1-配当性向)をかけた指標(ROE×(1-配当性向))はサステナブル成長率とか内部成長率と呼ばれ、長期的なEPS成長率を示します。(配当性向は利益のうち何%配当するかという割合です。)したがってROEが十分に高い企業はEPSの成長力も高くなるといえます。

それから基準5は、現状の企業規模を維持するために、利益の大きな割合を内部留保する必要がない企業に投資するという事です。これは、それほど大きな投資をする必要がなく、配当余力がある企業ということの意味します。

これに関連して、基準6として、内部留保した

お金を既存事業ではなくて新規事業や自社株買いに使える企業を挙げています。

自社株買いについては、実は自社株買いを行うことが株価にプラスになるのか、どうかということは、理論的には微妙な問題がありまして、これだけでも1冊の本になるテーマです。理論的には、完全市場つまり理想的な市場においては、自社株買いは株価にとっては中立です。要するに自社株買いをやっても、理論価格で株を買うだけなので、自社株買いをやっても株価にはプラスにはならないというのが理論的な説明になっています。

しかし、現実のマーケットにおいては、これは日本でもアメリカでも自社株買いをやると株価にプラスになったという実証結果が出ています。

これはいろいろな解釈が可能ですが、例えば企業が自社株買いをやるということは、今の自社の株価が理論価格より割安だというメッセージを与えるという考え方があります。今の株価が妥当な水準よりも割高であれば自社株買いをやる企業というのはないので、したがって企業が自社株買いを行うということは今の株価が割安であり、今の株価に織り込まれていない何かいいニュースがあるのではないかとというメッセージを投資家に与えるわけです。これが自社株買いが株価にプラスになるという論拠の1つとして挙げられています。

それから基準7は、インフレを価格に転嫁できる企業です。

最近ではインフレの世の中ではありませんが、万一、インフレが起こって原材料が上がっても製品価格を上げることができれば、収益力を保つことができるので、このような企業に投資するということです。

最後に、基準8は内部留保の再投資によって利益が成長している企業で、これまでの内部留保が生かされて利益が成長しているということです。

バフェットは、こういった銘柄選択基準を挙げているのですが、具体的にどういった企業に投資しているのかというと、彼は医薬品とか、ITとか、ハイテク企業には見向きもしません。先ほど消費者独占型と言いましたが、高収益を安定的に保っており、業務内容が非常にわかりやすい企業に投資しています。

具体例で言うと、例えばマクドナルド、コカ・コーラ、ジョンソン&ジョンソン、プロクター&ギャンブル、アメリカン・エキスプレスなど誰もが知っているような企業に投資しています。要するに事業内容がわかりやすく、他の企業が真似できないような競争力やブランド力を持っているような消費者独占型企業に長期間にわたって投資しています。バフェットの投資基準の1つに、安定

して高いROEが見込めるというのがありましたが、これらの企業は、実際に20%から30%という非常に高いROEを長期間にわたって保っています。

アメリカでは、1980年代頃まではROE15%が優良企業の目安と言われたのですが、1990年代以降はROE20%以上が優良企業の目安と言われており、ROEが高い企業は30%くらいのROEを安定的に保っています。それに対して日本企業の場合、最近、やっとROEが回復してきましたけれども、20%以上のROEを安定的に保っている企業というのは非常に少ないだろうと思います。ROEが高い企業で10%台で、多くの企業は1桁のROEです。日米にはそのような差があります。

5. ジェレミー・シーゲルに学ぶ

3人目の大家がジェレミー・シーゲルです。この人はペンシルベニア大学のウォートンスクールの教授で、あるアメリカの雑誌の全世界ビジネススクール教授ランキングでナンバーワンに選ばれたこともある人です。

シーゲルは「株式投資の未来」という本を書いており、この本の中でS & P500指数（スタンダード&プアーズ社が選んだ500銘柄を組み入れた指数）の開始時（1957年）に含まれていた銘柄を持ち続けると、新たな採用銘柄を組み入れてS & P 500指数を忠実に複製したインデックスファンドよりもリターンが高かったと述べています。

シーゲルは、それ以前は様々な分析を行って、インデックスファンドのパフォーマンスが一番良くて、インデックスファンドを超えるような投資手法を探すのはなかなか難しいと言っていました。ところが、日本語版が2005年に出た「株式投資の未来」においては、S & P 500指数に当初から含まれていた銘柄に投資してずっと持ち続けられればS & P 500のインデックスファンドよりもリターンが高くなったということを発見したわけですね。

このことは何を意味するかというと、アメリカでは成熟産業で生き残ったようなリーディングカンパニーは高い収益性と配当を維持してきたということです。

このシーゲルの発見した事柄は、ハイテク企業ではなくオールド・アメリカ企業とでも呼べるような、昔から存続してきた高収益企業が投資対象としてよいというバフェットの考え方と共通点があります。

6. 3人の大家に学ぶ株式投資の留意点

以上、3人の株式投資の専門家の意見について

紹介してきましたが、これらを踏まえて、現時点での私の考えをまとめてみたいと思います。もちろん株式投資というのは唯一の正解があるわけではありませんので、3人の大家の考え方を参考にするとこのような手法があり得るのではないかという、あくまでも問題提起です。

まず第1に、利益成長が期待できる企業の株式に投資するという事です。マルキールは5年間成長する企業に投資しなさいと言っています。とはいっても実際にはなかなか5年間の予測というのは難しいので、せめて今期と来期、増益が期待できるような銘柄に投資するということが現実的ではないかと思えます。

それからもう1つは単に利益がよくなるだけではなくて、高いROEを保っている企業が有望な投資対象になるのではないかということです。さきほども述べましたけれども、ROEというのは利益の源泉であり、成長の源泉であるからです。

それからもう1つ、ROEが安定している企業に投資するという事はリスクを避けるという意味もあると思えます。つまりROEが安定している企業に投資するという事は業績変動のリスクが少ない企業に投資することにつながるということです。

もちろん株価というのは業績だけで決まるものではありません。人気や心理的な要素で決まるという側面もありますが、業績が安定している企業に投資しておけば、長期的には大きく株価が下がるということも少なく、株価が下がってもその後、回復する可能性が高いだろうということです。このような発想がバフェットやシーゲルの考え方にあるのではないかと思えます。

ですから、これは私にとっては1つの発見だったのですが、リスク管理というのは単に銘柄数を増やすだけではなく、業績の変動が少ない企業を探して、それに投資するというのも1つのリスク管理になりうるということです。

それから2番目に、これはマルキールも言っていることですが、割高でない株式に投資することです。株価の割高、割安を判断する指標としては、PER以外にも、PBR（株価純資産倍率、株価／1株当たり自己資本）や、配当利回り（1株当たり配当／株価）などがあります。このように株価の評価尺度はいろいろありますけれども、そういった尺度を使って割高でない企業に投資するということが重要だということです。

つまり、いくら業績がよくても割高になっている企業に投資したのでは、あまり高いリターンを得られないだろうということで、例えば、PERが市場平均や業界平均以下の企業に投資すると

いったことが考えられます。

それから、3番目に分散投資を行うということです。現代投資理論によりますと、株式を対象にして考えると、だいたい20銘柄から30銘柄投資すればかなりリスクは低減し、それ以上銘柄数を増やしてもリスクはあまり低減しないと言われています。

ただ、個人投資家の場合、20銘柄も30銘柄も投資できるお金は持つ人は限られると思えます。ウォーレン・バフェットは、個人の場合は数銘柄から10銘柄で十分だと言っています。ただし、業種やセクターを分散させることがその前提になります。

次に、銘柄の入れ替えの頻度を少なくして長期投資を行うことが挙げられます。これはマルキールも言っていますし、バフェットは徹底的な長期投資を行っています。

それでは、具体的に銘柄の入れ替えはどうするかということですが、個人投資家の場合、例えば業績予想が変化したかとか、PERなどでみて株価水準が高くなり過ぎているか、という点に基づく銘柄入れ替えは毎年1回でも十分ではないかと思えます。

ただし、もちろん何か経済危機が起こったりすると想定外の株価の変動があるわけで、そのような場合にポートフォリオを見直すといったことは当然あり得ると思えます。また、ある企業の業績が急激に変化した場合にも銘柄の見直しということはあるだろうと思えます。

バフェットは、安定した業績を保つ優良銘柄への超長期投資という投資手法を採用しているわけですが、もし日本でも安定して高いROEを生み続けるような企業があればバフェット流の超長期投資の対象となり得ると思えます。問題は、はたしてこういう企業があるだろうかということです。このような分析を行うことが投資家のみなさんの腕の見せどころだろうと思えます。

さきほど投資銘柄数は10銘柄でも十分ではないかと申し上げましたが、実際には10銘柄投資しようと思えばその倍以上の銘柄について分析する必要があります。いや、そんなに企業の分析を行う余裕もない、自信もないという人は、マルキールが言うようにインデックスファンドを買うという選択になるのではないかと思えます。

私がこのマルキールの意見に同意するのはなぜかといいますと、日本でもインデックスファンドを上回るリターンを上げ続けているファンドというのは極めて少ないと思うからです。特に日本の場合、アクティブ運用のファンドの多くは銘柄数では100銘柄以上で、極端に言うと疑似インデッ

クスファンドになっているので、それならば運用手数料が安いインデックスファンドを買うという選択があり得ると思います。

もちろん、わが国でも独自の運用哲学を持って、いいパフォーマンスを上げているファンドもあると思いますし、そのファンドに投資するのもあり得ると思います。ただそのようなファンドを見つけるのにはまた労力を要するのも確かです。

7. 残された問題点

この講演の最後に、残された問題点ということで、いくつか述べたいと思います。まず私の株式市場の見方なのですが、資本主義が続く限り、経済危機や株式市場のバブルや暴落はつきものだろうと思います。

そうすると、これから株式市場を見た場合に、経済が順調な時には企業が利益を上げて株価は上がる。危機が起これば下がるという繰り返しになるだろうと思います。この繰り返しが続くと、はたして長期的に見て株価水準が上がるのかといった問題は残るだろうと思います。このようなことを考えると、危機が起こったときにうまく現金に逃げるということを仮に行えたら、要するに上がったときは買う、下がったときは現金化してしまふことができたら、非常に高いパフォーマンスになるだろうと思います。

特に私もそうですが、多少お金の余裕ができたので、過去10年ぐらい株式投資を行ったら、途端にリーマンショックなんか遭遇してしまい、リターンも大きく損ねてしまったということが起こるわけです。今後もこういうことが起こりうるのなら、危機の際にうまく逃げられないだろうかということですね。

ただし、実際には東日本大震災のあとに株価が下がったときに、私は自分のポートフォリオを一度現金化して、下がったところで買おうと思ったのですが、これも実はなかなか難しいのです。

危機が起こったときに、株価はどの程度の期間下がるのだろうか、どの程度まで下がるのだろうかという予測は難しいわけです。ですから、自信のある方はやっていいと思いますけれども、必要以上のリスクをとりたくないのならば、現金化など考えず、一貫した運用方針を持ち続けるというのも1つの方法ではないかと思っています。

それから、もう1つの問題ですが、分析する余裕とか自信のない人はインデックスファンドを買いなさいと言いましたが、はたして日本のインデックスファンドはいい投資対象なのかという疑問は残ると思います。

といいますのは、アメリカでは多くの企業がROEを経営目標として掲げているので、過去の実績を見ると、インデックスファンドでも長期的には金利を上回るようなリターンをもたらしてきたわけです。ところが日本の場合は80年代のバブルが崩壊して、失われた10年、あるいは15年、ROEも低迷したので、これまではインデックスファンドに投資して高いリターンを得ることができなかったわけです。

90年代以降、多くの日本企業はリストラクチャリングを行ってきており、ROEを回復してきた企業も多いとは思いますが、まだリストラクチャリングが不十分な企業もあると思いますし、これから更なるリストラクチャリングが必要な業種もあると思います。

このように考えると、インデックスファンドに含まれている銘柄、要するに上場している銘柄の中には、まだ高いROEを生み出せる体質になっていない企業もあるので、そういった企業も含まれているインデックスファンドでいいのだろうかという疑問は残ると思います。

そうすると、1つの発想として、高いROEを生み出せるような体質になった企業のみを選んで長期的に保有すれば、インデックスファンドよりも高いリターンを生み出すことができるのではないだろうかとも思うわけです。ただし、その場合、高いROEを生み出せる企業のみをそんなにうまく選ぶことができるのだろうかという問題が残ります。これは今後の課題だと思います。

今日は、バートン・マルキール、ウォーレン・バフェット、ジェレミー・シーゲルという証券投資の3人の専門家に学ぶと、どういう株式投資のあり方が考えられるだろうかという問題提起をさせていただきました。ご清聴ありがとうございました。

(2013年3月22日収録)

参考文献

- メアリー・バフェット／デビッド・クラーク著、井手正介／中熊靖和訳（2002）『億万長者を目指すバフェットの銘柄選択術』日本経済新聞出版社。
- バートン・マルキール著、井手正介訳（2011）『ウォール街のランダム・ウォーカー（原著第10版）』日本経済新聞出版社。
- ジェレミー・シーゲル著、瑞穂のりこ訳（2005）『株式投資の未来』日経BP社。