

# 金融、経済の「謎」



左から速水禎編集委員、平山賢一編集委員、澤上篤人編集委員、岡本和久さん

## 良い銘柄を見つける秘訣とは？

### ■「金貨」は必ず評価される

平山：本誌『インベストライフ』では、読者の方からの運用や金融・経済に関する質問を募集しています。

いつもは編集委員が個別に「Q&A 運用・何でも相談室」のコーナーでお答えしていますが、今回はいろいろと面白い質問が集まっていますし、多面的に光を当ててみようということで、座談会形式でお答えする運びとなりました。

澤上：うふー、それにしても、いい質問がたくさん集まってるねー。

岡本さん、どれから行きます？

岡本：そうですね、まず①の「良い銘柄を見つける秘訣は何ですか？」。これ、まさに運用の核心を突いた質問ですけど、答えるのは実に難しいですね(笑)。ある意味、プロもアマもみんなこれがわからなくて困っている。

平山：一般論はともかくとして、ご自分の経験から

考えてどうでしょうか？

岡本：経験的に言って、とにかく極端に割安だけれど、だれも買わない銘柄というのは、発見できたら儲かると思いますね。減多にないかもしれませんが。

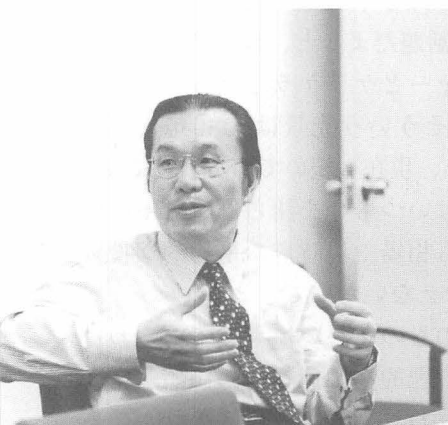
たとえば1980年代中頃のホンダなどですが、連結ベースのPER (price earnings ratio: 株価収益率。株価を1株当たりの企業の利益で割った倍率) が2倍くらいで本当に割安でした。これを外国人の投資家などにも勧めてみたのですが、彼らは「日本ではみんなが単体決算に注目しているから、連結決算ベースでいくら割安でもだめじゃないのか」と言ったりして、あまり買いませんでした。ところが後になると、ご存じの通り株価がぐっと上がっていったのですね。

それから、これも1980年代前半の損保株ですが、彼らが買い入れて運用しているポートフォリオの時価が1株当たり1000円くらいあるのに、株価はたったの200円程度なんですね。

株価が、その企業が実際に保有している有価証券の価値の5分の1にしか評価されていないんですから、それを買って持っていれば、いずれ誰かが正当に評価して上がり出すのは当然ですよ。こちらで

# に答える (その1)

岡本和久、澤上篤人、平山賢一、速水禎



普段、何気なく使われていても、一步踏み込んで意味を考えはじめると、クエスチョンマークが止まない金融・経済の概念や用語。

読者のみなさんから寄せられた質問に、

本誌編集委員と特別ゲストが基本から解説します。

も顧客をずいぶん儲けさせてあげることができたと記憶しています。

私に証券分析のことを教えてくれたジェームズ・ローゼンバーグという人がいたのですが、この人は1960年代の初め、まだ誰も日本株などに注目していなかった頃に「シンデレラ・ストック」と呼んで日本株に投資を始めた人なんです。

彼からこんなことを言われたのを印象深く記憶しています。

「道端に金貨が落ちていたとして、最初に通った人は見過ごすかもしれない。次に通った人も見過ごすかもしれない。でも、必ず誰かががいつかは拾うのだ。だから、その金貨を見つけることが大切」と。

きちんとした価値のある銘柄（金貨）を買って10年、20年と持っている。すると、必ず正当な評価になるということなのですね。

## ■「人と異なる」合理的な基準を持つ

平山：そうすると、良い銘柄が見つけれられないというのは、やっぱり何か違うものばかり見えていて、道端に金貨が落ちていることに気がつかないからだ。

澤上：というか、市場っていつも金貨の基準が変化

## 本誌読者より寄せられた質問

- ①良い銘柄を見つける秘訣は何ですか？
- ②個別に銘柄を選択するアクティブ運用は、インデックスファンドのように市場全体を買うパッシブ運用に勝てないという説があります(※11ページの注1、注2参照)。私自身は個別株の選択に投資妙味があると思っているのですが、どうなのでしょう？
- ③外国資本による日本企業の買収が続いていますが、日本経済にどんな影響がありますか？
- ④アジアの債券市場をつくろうという動きがありますが、これでアジアの経済の流れはどう変わのでしょうか？
- ⑤株式市場がなくなることはあるのでしょうか？

しているような感じだからですね。

いろんな時代、いろんな経済局面によって、金貨の性格は変わる。だけど、その金貨に気がつく人と、いつも見過ごす人がいるように思います。面白いことに、見過ごす人の方が圧倒的に多いように思うんですね。



岡本和久さん  
(外資系投資顧問会会社社長)

**岡本：**やはり人と同じことをやっているのは、パフォーマンスは上がらないのです。それでは人と同じパフォーマンスしか得られない。その意味で、たとえば時間軸の取り方も重要です。

2ヵ月とか3ヵ月、せいぜい1年くらいの時間軸でみんなが利益を追いかけている時に、一人だけ10年の長期投資だなんて夢みたくいことを言っていた方が(笑)、実は儲かるのです。その理由のひとつは、やっぱり人と投資の基準が違うから。

ですから良い銘柄を見つけるには、人と違う基準で観察していて、しかもその基準が合理的であることが鍵ではないかと思います。

**澤上：**ところが株価を追いかけて、市場を見て市場から判断することばかりをやっていると、どうしても市場で語られる評価の方が合理的に見えてくるんですね。

フット、ファンダメンタルズ(経済の基礎的な条件)や、本当の経済の合理性というものを忘れてしまっただけ。

**平山：**本誌でも小笹俊一さんが「長期投資家が知っておきたい情報のメカニズム」を連載中ですが、マスコミ情報もプレやすいということがありますね。

メディアはどうしても、もっともらしい理由をつけなくては行けないし、それに締め切りもあるから、目先の状況を見てストーリーをつくったりします。

今年の4月、5月の日経平均が8000円割れという状況の時も、マスコミは「外国人投資家が売っている」「年金の代行返上がある」といった理由を挙げて、「株価は当分上がらない」と言っていました。

ところが、外国人投資家もすぐに買いに転じました。

その後、あれよという間に日経平均は1万円台を回復するわけですが、そのように市場でもっともら

しく語られている評価が、実勢から乖離<sup>かいり</sup>している時にこそ行動しなければいけないということですね。

## ■水面下で着々と変化を遂げる企業を見出す

**澤上：**そういうメディア情報のズレっていうのは、昔からあるんですよ。

1970年代のニューヨークとかロサンゼルスでも毎朝、『ウォールストリート・ジャーナル』の相場欄のコメントを見ては、「何を単純なことを言ってる」「そんなの今日だけの話題だよ」と、現場のアナリストやファンドマネジャーとケラケラと笑っていたものです。もちろん、そういう光景は1980年代にも1990年代にもあったし、現在も続いているわけです。

これは、マスコミはいつも今を語らなくちゃいけないから、どうしても相場や現時点の平均的な投資家動向を報道せざるをえないためでしょう。

でも、その相場そのものが勢いに乗っているわけだから、往々にして合理的な価値判断、価値基準から相当に離れてしまうわけです。さらにそれが語られているうちに、ズレがどんどん増幅されるという現象が起きるわけです。

**平山：**だからこそいつでも、だれも注目していない良い銘柄を見つけることによって、儲けるチャンスはあると。

**岡本：**視点を長く取ればね。今日は澤上さんと話が合いすぎて、これでは議論にならなくなってしまうが(笑)。

結局、やっぱりチャンスというのは、だれかが売っているところで買うというよりは、だれも売りもしない、買いもしないで完全に放置されている状態の時なんですね。「そんな銘柄あったっけ？」と思われる中で、段々変わっている企業というのはあるんです。

**澤上：**だれも見向きもしないのに、中身がどんどん変わっている。それに気がついた時というのは「ウワーッ」という感じでうれしいですよ。

**岡本：**もう、うれしくて、うれしくて。

アナリスト時代、会社訪問したりしていてそんな銘柄を見つけた時は、「これはすごいぞ」という思いが湧きあがってくる。もうとにかく早く会社に帰りたい。それで「すぐにレポートを書いてお客のファンドマネジャーに知らせなくては行けない」と、そんな感じがするものです。

## アクティブ運用か？ パッシブ運用か？

### ■ インデックスで良い時、いけない時

澤上：次に②の「アクティブ運用（※注1）か？ インデックス運用（※注2）か？」という議論ですが、これは徹底して個別銘柄を選別投資するアクティブ運用でなくてはいけない時と、一方、インデックス運用みたいなパッシブでも大丈夫な時があるということなんです。



澤上篤人編集委員

どういうことかという、今のように良いものも悪いものも一緒くたにされて売り込まれている時は、徹底してアクティブに個別銘柄を選別しなくてはならないということです。

奈落の底へ落ちこちて行くものがいっぱいある時に、悪いものを買っても仕方がないですから。

ところが、いったん市場全体が回復して上昇気流に乗り始めたら、ある程度はインデックス運用でもいいんです。どんな銘柄でも上がるという状況だから、コンピュータのプログラムとかに任せておいて、その分、さらなる変動に備えたりサーチの方向にエネルギーを割くということが出来るわけです。

岡本：それから、アクティブ運用とインデックス運用でどちらが有利かについてはその投資家が、どれだけの資金量を運用するかということも関係してきますね。

たとえば個人投資家の場合、かなりの資産家が何億円か投資するといっても、市場全体の中ではごくごく小さな部分に過ぎませんよね。

ところが、年金基金のように何千億円といった莫大な資金を運用するとなると、「ソニーでこれだけ儲かった」、「トヨタでこんなに儲かった」、などといっても、全体の中におけるパフォーマンスには大した影響を与えないわけです。

では、そういう中でどうすれば効率の良い運用ができるかといえば、もう、市場全体を買って、市場全体が値上がりするリターンを稼いでいくことしかできないという面があります。

### ■ インデックス運用の歴史

平山：このインデックス運用も、いろいろと投資理論や投資手法上の歴史を経て発達してきたという経緯がありますね。

岡本：そうですね。インデックス運用の理論的な発展過程ですが、まず最初に出てきたのが「効率的市場仮説」というものです。

これは「効率的な市場では、世の中にある情報はすでにみんな株価に織り込まれているのだから、新たな情報を元に株を売買しても儲からない」、というものです。そんなところからインデックス運用という発想が出てきたわけです。

それから1970年代の中頃から出てきたのが、いわゆる「ルーザーズ・ゲーム（敗者のゲーム）」という発想です。これはチャールズ・エリスという人が言い出したのですが、結局、機関投資家、特に年金基金が非常に大きくなってきて、自分自身が市場を支配するようになってしまった。その結果、大きな投資家は自分自身である市場に勝つことができなくなってしまった。したがって、市場と同じ動きをするインデックス運用をすることが最も合理的であるという考え方です。

さらに1980年代に入って出てきたのは、ウィリアム・シャープの「アクティブ運用の算術」という考え方です。

この考え方は、アクティブ運用をしている人すべてを集めるとマーケットができる、ということは、アクティブ運用者全体のパフォーマンスは、マーケットと同じになるというものです。

この中で、それぞれの投資家は隣の投資家に勝とうとして売買をするわけですが、その分コストがかかってしまいます。それは売買手数料だけでなく、買いに行くと上がってしまう、あるいは売りに行くと下がってしまうというようなマーケットの中のコ

(※注1) アクティブ運用：潜在的な価値や成長性のある個別の銘柄を探し出し、投資する運用スタイル。

(※注2) インデックス運用：何らかのマーケットの指標（インデックス）に連動するよう、プログラムのポートフォリオ（資産配分）を組む投資方法。個別銘柄のリサーチを行わず、機械的に処理を行う分だけコストを安く抑えられる。

ストといったものも含まれます。

そうしたコストを全部トータルすると、総体として見たアクティブ運用ファンドマネジャーは、コスト分だけ必ずインデックス運用に負けてしまうという考え方ができるわけです。

巨額の資金になるほど、すべて勝つ銘柄だけを買うというのは難しくなるので、できるだけ運用のコストを安く抑えて、市場全体のリターンを稼いでいこうという発想が出てきたわけです。

ですから、「アクティブ運用か？ インデックス運用か？」という時に重要なのは、資金規模の問題なのでですね。

個人投資家は、個別銘柄で勝負できるチャンスが多くあるけれど、機関投資家は多くの資金を運用しなければならぬがゆえに、投資行動に縛りがあるという宿命的なものがあるわけです。そんな中で、インデックス運用が考案されて普及してきたという経緯があります。

## ■インデックスをつくるのはやはり人間

澤上：それにもう一点、注意したいのは、インデックス運用といっても、これにも実は人為的な要素がいろいろと入ってくることでですね。

だって、そもそも市場全体を買うことはできないし、その中から銘柄をピックアップして、市場を追いかけるプログラムをつくるのはやはり人間なんですから。

岡本：そうですね。一見、機械的、客観的に見えるけれど、インデックス（運用指標）の設定は、無限に考えられるわけです。

たとえば「日経225」でも、やはり設定時にある尺度を持って「225」の銘柄を選んでいるわけです。

たとえばバリュー（潜在的な価値の高い）銘柄で分けるか、グロース（成長性を見込める）銘柄で分けるか、あるいは大型株で分けるか、中小型株で分けるか、さらに国別、業種別などそれぞれに指数をつくるのが可能です。

したがって一口にインデックスといっても、どのイ

ンデックスに連動するかによってたくさんの選択肢があるわけです。

澤上：もっと言えば、個別銘柄を選別して投資するアクティブ運用をする人がいなければ市場は動かないのだから、インデックス自体も動かないんですね。

やはり自分の価値観で企業を選別する投資家たちがいなかったら、市場とはいえないわけです。この事もおぼえておいてよいと思います。

## ■個別銘柄の選定の前に 基本的な資産配分を決定することが必要

平山：ところで、やはり多額の資金でパッシブ運用をしていて、そのパフォーマンスが良い時でも、アセット・アロケーション（※注3）の変更は意識的に行うべきなのでしょうか？

岡本：その通りでしょうね。長期投資家のパフォーマンス

は、大体9割以上がアセット・アロケーションによって説明できるといわれていますから。

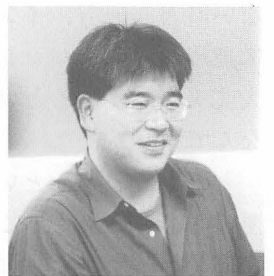
大切なのは、戦術的な視点と戦略的な視点を分けて考えることです。

アメリカの年金基金などを見ていると、全体の25%くらいは比較的中期の、たとえば四半期ベースから1年くらいのレンジの戦術的な視点から、相対的な魅力度を判断して株式を増やしたり、あるいは債券を増やしたり、もしくは国内外の資産のバランスを変えたりして、積極的に利益を取りにいくようなポートフォリオを組んでいるようです。

そして残りの75%はコアな部分として、長期の債務構造に合わせたポートフォリオを組んでいるところが多いように思いますが、これが戦略的な部分だと位置づけられます。

澤上：やっぱり運用において最も基本となるのは、アセット・アロケーションをどう組むかということですからね。

いつも申し上げていますが、現在のように不況で



平山賢一さん

（※注3）アセット・アロケーション：投資運用をする際、株式、債券、現預金など主要な投資先に対し、運用資産の配分比率を決めること。

有名なBrinson、Hood、Beebowerによる研究では、投資のパフォーマンスを決定する因子としては、個別銘柄の選択や市場タイミングを計った売買よりも、大本の投資政策を決定するアセット・アロケーションによるものが最も多く、9割以上に達するという結果が出ている。

株式運用の割合をうんと高めておかなければいけない時に、債券をたくさん抱え込んではいけません（アセット・アロケーションの基本的な考え方については、本誌第10号・37ページ、第3号・24ページなどを参照）。

逆に、景気が下り坂の局面では、株式より債券投資にうま味があるから、債券投資の割合を増やします。決して逆をやってはいけません。

個別銘柄を買う前にまず、「現在の時点で投資の軸は株式なのか？ 債券なのか？」、あるいは「どの国にどのくらいの割合で投資するのか？」ということ、あらかじめ決めておかななくてはならないということです。

ヨーロッパの運用先進国で、結構長い間生き残っていて、なおかつそこそこのパフォーマンスを上げているしっかりした運用会社には、よく絶対的な権限を持っている古株のおじさんがいたりします。

この人はどういう人かという、アセット・アロケーター、つまりアセット・アロケーションを決定する人なんです。

彼の権限で、会社全体として株式に何割、債券に何割、あるいは、どの地域や通貨にどれだけの資産を振り当てて運用するかということが決められるわけです。

で、往々にして若いファンドマネジャーたちは、彼の決定に対して不満タラタラなことが多い。

というのは、「ここで日本株への投資を7%増やすから、買いを入れろ」とか言われるわけですが、「何で今、そんなことをしなければならないの？ もっと儲かる所がたくさんあるのに。おっさん古いよ」「何でオレの持ち分を取っちゃうの？」という感じで、その場その場の短期的な状況では、往々にして理不

尽に見えることを命令するからです。

平山さんもアセット・アロケーターをされていますが、結構、同じような体験があるんじゃないですか？

**平山：**やはり日々、ファンドマネジャーやアナリストたちとはだいぶ、議論をしますね。もう1ベース（100分の1%）単位で。

最初に大枠の資産配分を間違えると、これが後々大きく影響してきますから。

**澤上：**やっぱり、個別の銘柄以上に、全体の資産バランスを見ることが重要なんですね。

それで、時間が経って1ラウンド終わると、結局そのおじさんの指示が当たっていることが多いわけです。

彼は資金のトータルな調和を見ていて、全体のバランスを乱すようだったら、小さい部分のリターンはあえて捨ててしまうわけです。

20年、30年という経験と実績があるから、会社も彼の判断に絶対的な信頼を置く。

それに、お客さん自身も運用を知っていて、「年率20%とか30%のリターンを追いかけたって続きはしないよ。どこかで反動が出るから、かえって怖い。平均して年10%くらいで回ってくればいいんじゃない」という気持ちで集まり、ほかの運用会社へ浮気もせずにつき合う。

アセット・アロケーター、運用者、お客さんがみんな一体になってやっているわけですが、そういう土壤ができてくると、極端な話、マーケットのことは無視して、マイペースの運用ができてしまう。

そんな基盤をつくらなくてはいけないけれど、これが実現できたとしたら運用というのはずいぶん楽なものになりますよ。（次号へ続く）



## ✂ 単行本プレゼントのお知らせ

本誌編集委員の真壁昭夫さん、平山賢一さんが共同執筆している単行本『リスクマネー・チェンジ』を5名様にプレゼントします。

本書では、低インフレ期に突入するこれからの時代の投資運用について、歴史的な観点も交えつつ、さまざまな提言が行われています。

お申し込みは巻末の本誌編集部まで、氏名、住所、電話番号、さらに「『リスクマネー・チェンジ』を希望」と明記の上、電子メール、FAX、郵便などでお寄せ下さい。

（※希望者の多い場合は抽選となります。また当選の発表は、発送をもって代えさせていただきます）



（東洋経済新報社、2003年10月刊行）