

(年金運用)：フォーカス投資の特性を探る

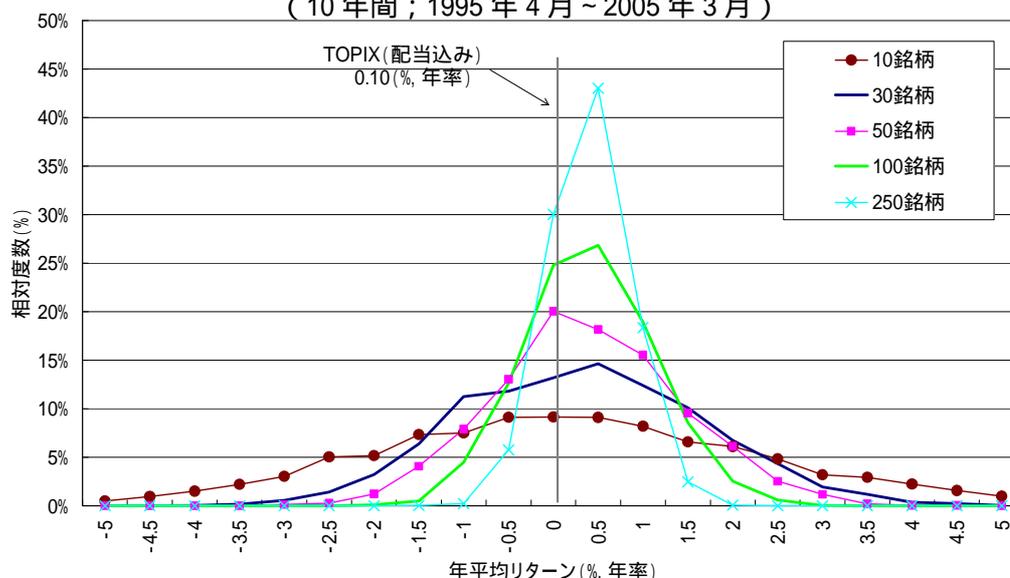
年金基金のポートフォリオのリターン源泉として、これまで以上に、運用力の結晶である「アルファ」を重視する場合、銘柄数を少数に絞り込む「フォーカス(集中)投資」は、従来と同様のロングオンリー制約の条件下では、スムーズに実践できる有力な選択肢の1つであろう。

従来型アクティブと同様のロングオンリー(空売り禁止)制約を維持した状態で、ベータ(市場リターン)よりアルファ(マネージャーの運用スキル)に重きを置く株式アクティブ運用戦略の1つとして、有望な少数の企業に集中投資する「フォーカス投資」が挙げられる。米国の高名な投資家であるウォーレン・バフェット氏の投資手法として紹介されることが多いが、どのように少数の企業を選択するか等の着眼点や投資期間は、実際のところ、マネージャーによって大きく異なると思われる。そこで、フォーカス投資を「銘柄数を少数に絞り込んで長期保有する投資戦略」と定義し、その特性をシミュレーションを行うことにより探ってみたい。

シミュレーション方法としては、1995年4月から2005年3月までの10年間で、開始時点の東証1部上場1233銘柄の中から所与の銘柄数を無作為に抽出し、それらの銘柄からなる等加重ポートフォリオを構築し、バイ・アンド・ホールドするものとする。具体的には、10銘柄、30銘柄、50銘柄、100銘柄および250銘柄からなるポートフォリオを各々3000個、すなわち合計1万5000個のポートフォリオを組成する。なお、「無作為抽出により銘柄選択=特別な運用力を持たない」という状態を想定し、「銘柄数の違いのみ」の影響を浮き彫りにする。

図表1：投資銘柄数別ポートフォリオの年平均リターン分布状況

(10年間；1995年4月～2005年3月)



*横目盛りの「0.5」は「0.0超0.5以下」を意味、他も同様のパターン。

	ポートフォリオ					市場 TOPIX (配当込み)
	10銘柄	30銘柄	50銘柄	100銘柄	250銘柄	
平均値 (%、年率)	0.06	0.08	0.13	0.15	0.15	0.10
(中央値) (%、年率)	0.13	0.08	0.09	0.13	0.15	
標準偏差 (%、年率)	2.29	1.35	1.04	0.71	0.42	
市場を年率2%以上上回る確率 (%)	18.7	9.5	5.2	0.7	0.0	
市場を年率2%以上下回る確率 (%)	17.9	4.6	1.2	0.1	0.0	

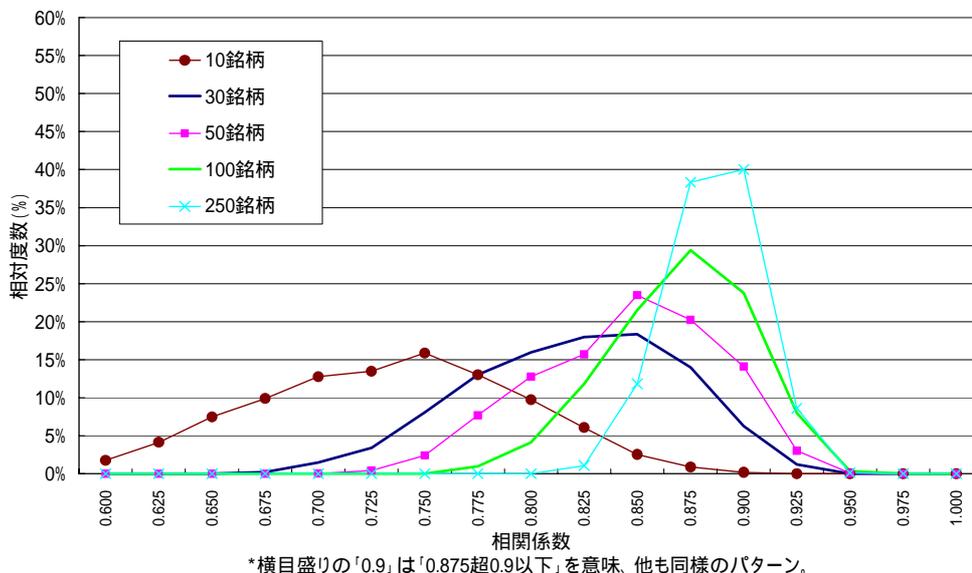
*「ポートフォリオ3000個の内、562個」の意味 (=562/3000)

図表 1 から一目で分かるのは、銘柄数を絞り込むほど、年平均リターン分布の中央付近が下方に押しつぶされると同時に左右に広がっていることである。これは、少数銘柄に集中投資するほど、平均から大きく外れたリターンが実現しやすいことを意味している。図表 1 の下段の表より、10 年間で「市場を年率 2% 以上上回る確率」は、10 銘柄ポートフォリオで 18.7% だったが、ポートフォリオの銘柄数が増えるに従い、その確率が減少していくことが確認できる。

つまり、銘柄数が 10~30 銘柄程度のフォーカス投資は、従来型アクティブ（およそ 100 銘柄以上）と比べて、市場を上回る（または下回る）可能性では大差ないが、市場を「大きく」上回る（または「大きく」下回る）可能性はより高くなるのである。したがって、年金基金にとって、従来型アクティブ以上に、フォーカス投資マネージャーの運用スキルの見極めが重要になるだろう。一方、この結果は、マネージャーサイドにも重要な示唆を与えている。もし有望な企業を目利きできる高い能力があるならば、投資銘柄数をある程度絞らないと、長期的にはパフォーマンスが市場並みに落ち着いてしまい、せっかくの銘柄選択能力も宝の持ち腐れとなることを示唆しているのである。

次に、図表 2 に、投資銘柄数別ポートフォリオと TOPIX との相関係数（月次リターンベース）の分布状況を示した。銘柄数を絞り込むほど分布が左に広がり、市場との相関がやや小さくなるケースが増えることが分かる。ただし、銘柄数を 10 銘柄とかなり絞り込んでも、相関係数は 0.6 以上の範囲（かなりの正の相関）にあり、依然、市場変動要因が大きいことが分かる。

図表 2：投資銘柄数別ポートフォリオと TOPIX との相関係数（月次リターンベース）分布状況（10 年間；1995 年 4 月～2005 年 3 月）



つまり、銘柄数を少数に絞り込んで長期保有するフォーカス投資の場合、従来型アクティブと同様のロングオンリー制約下にあるため、市場変動要因の排除に一定の限界があるのである。したがって、市場動向やベンチマークを意識しないアルファ重視型の運用戦略を標榜していても、絶対収益を必ずしも確保できるわけではない点には留意が必要である。

（佐々木 進）