

30年目線の長期投資《コモンズ30ファンド》の 三人に訊いた「長期投資の考え方と運用法」

長期投資再入門

急落後低迷が続く株式市場は、長期投資を始めるチャンスといえよう。そんななか、30年目線での長期投資を標榜するファンドとして、いまもっとも注目を集めているのが「コモンズ30ファンド」だ。今回は、そのファンドを運用するコモンズ投信の3人に長期投資の考え方と運用法について訊いた。

取材・文/大西洋平、本誌編集部 写真/和田健久

コモンズ投信株式会社 会長

渋谷 健

Ken Shibusawa

Profile

財団法人日本国際交流センター、ファースト・ボストン証券会社(NY)、JPモルガン銀行(東京)、JPモルガン証券会社(東京)、ゴールドマン・サックス証券会社(東京)、大手ヘッジファンドのムーア・キャピタル・マネジメント(NY)を経て、シブサワ・アンド・カンパニー株式会社を創業し代表取締役役に就任。2008年9月にコモンズ投信会長職も兼任。経済同友会幹事、渋沢栄一記念財団理事、日本医療政策機構理事、健康医療評価研究機構理事、学校法人文学学園評議員



これから個人投資家は どうすれば いいののか?

もはや5年、10年のスパンでは 安定的な成果を期待しづらい時代

長期投資と聞くと、多くの人は5年、10年といったスパンを連想しがちだろう。しかしながら、こうして回顧してみると、その程度の運用期間では相場のおねりに翻弄されるだけのようだ。終戦後の高度成長期においては、30数年間に渡って右肩上がりの経済が続いてきた。このため、5年、10年といった単位で細切れのような運用を行なっても、金太郎飴のようにほとんど変わらない成果が得られてきた。

いや、それどころか、所得も着実に増加し、運用の必要性さえ問われなかった。これに対し、バブル崩壊から今日までの動きは明らかに非連続的だ。かつては「10年ひと昔」と言われたが、今の時代はその程度の歳月で、必ずしもつねに満足できる結果は得られない。おのずと当たり外れが生じるのだ。だとすれば、本当の長期投資はもつと長いスパンで取り組むべきものなのかも……。大きな代償を払いながらも、このような答えが導かれたらどうだろうか？

30年後の繁栄が期待される 30銘柄に投資するファンド

そんな矢先、ついに日本にも30年スパンの運用を提唱する人物が現れた。第一国立銀行(現みずほ銀行)や東京証券取引所、日本郵船などの設立・経営に携わり、「日本資本主義の父」と崇められる渋沢栄一公の玄孫に当たる渋谷健氏だ。大手外資系証券や大手ヘッジファンドなどで運用に携わった後、渋谷氏は独立系運用会社「コモンズ投信」の設立に参画し、同社会長に就任した。

運用会社を興したのは、30年スパンの運用を行なう長期投資専門の直販ファンドを立ち上げるためである。その名も「コモンズ30ファンド」(コモンズ・サテーター・ファンド)で、今年1月19日から運用をスタートしている。ちなみに「コモンズ」とは、「共有地」を意味する「Common ground」(コモングラウンド)と「投資顧問」を掛け合わせたネーミングだという。「30」という数字は30年という運用スパンとともに、「30銘柄を組み入れる」という

意味合いももたせている。

30年のスパンで大きな成長を遂げるであろう30社を組み入れるファンド。しかも、実践するのは「企業と運用者、そして個人投資家との対話を重視した長期投資」という本邦初のアプローチである。

ただ、これまでの激しい相場変動で辛酸をなめてきた投資家の中には、30年という歳月の意味に対して懐疑的かもしれない。おそらく彼らは、こういぶかるはずだ。「ついでの間まで、日経平均株価は30年近く前の水準に逆戻りしていた」と。渋谷氏はこうした声に対して、きっぱりと次のように答える。

「確かに日経平均株価はその通りかもしれないませんが、個別銘柄の中にはバブル期よりも高値をつけているものが存在します。我々のファンドはインデックス(平均株価)に投資するわけではありませんし、インデックスのことはまったく念頭に置いていません。「コモンズ30ファンド」とは、4000社程度の上場銘柄の中で日本を代表する優良企業30社に投資するアクティブ運用のファンドです」

アクティブ運用とは、高いパフォーマンスが期待される個別銘柄を厳選し、インデックスを凌ぐ成果を追求する手法である。現実には、インデックス運用を上回るアクティブ運用のファンドはそう多くないとの検証結果もあるが、「それは右肩上がりの時代のデータがかなり加味されていることが影響しているからではないか」と渋谷氏は指摘する。

「経済が右肩上がりではなくなってくると、着実に収益を伸ばせる企業ごく一部に限られてくる可能性があります。ならば、インデックスではなく、そういった企業を選び抜いた運用のほうが好結果をもたらすことが期待できるでしょう」(渋谷氏)

リーマンショック後、日本株を 積極的に買った個人は正しい

いまだかつてない相場環境の下でほとんどの個人投資家は迷いに迷っている。リーマンショックからほぼ1カ月が過ぎた10月以降、安いと感じたら拾っておくべきだという経験則をもとに、個人投資家は日本株を買い始めた。その一方で、相場を牽引してきた外国人投資家はひたすら日本株を売り越している。信託銀行経由でGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)からの買いが入っているとの観測もあったが、多くの機関投資家は追従せず、個人がすっかり孤立無援の状態に陥っている。

そのうえ、さらに株安が進行し、買ったことを後悔している個人も少なくないだろう。果たして、その行動は正しかったのだろうか？ 渋谷氏はこう返答する。

「教科書的に言えば、相場が下落して株式の配分比率が下がった場合は買い増しして、アセットアロケーション(資産配分)のリバランス(調整)を図るのがセオリーです。ところが、今のような状況に陥ったことで、企業年金などはむしろ株式のウェイトを減らしていると報道されています。目先の話として捉えれば、そういった行動に出るのは無理のないことかもしれません。しかしながら、長期的な展望に立てば、今こそ当初に定めたアセットアロケーションに従って株式を買い増しする局面です。そして、1年後になるのか、それとも10年後、20年後になるのかはわかりませんが、いつか株価が上昇した局面で売るのが正しい行動でしょう。安く買って高く売

るのが投資の鉄則ですから……」

どうやら、個人投資家はもつと自信をもつていいようだ。機関投資家にしても、すっかり安くなった日本株に妙味を抱いていても、なかなか手を出せない事情があるらしい。

「機関投資家には組織としての縛りがいるとあるので、どうしてもこの足を踏まざるをえなくなるのです。これに対し、個人投資家には決算もありませんから、安くなったと思ったら素直に買って、高くなるのを気長に待つてから売ればいい」(渋谷氏)

今後グローバルに活躍することが期待される優良企業まで十把一絡げで叩き売られてきたのだから、長期保有を前提に買うことに迷いは無用ということだ。現に、「コモンズ30ファンド」は30年目線です。そういった銘柄を続々と組み込み始めている。いたずらに悲観視せず、株主として応援し続ける価値のある企業が存在することを見失わないようにしたいものだ。多くの投資家を実践できていれば、そもそも日本株はここまで下がらなかつたとも言える。

「リーマンショック後、震源地の米国株以上に日本株が下がってしまったのは、投資家の層が薄いからです。これまで長年、日本の企業は株式の持ち合いを続けてきました。そして、90年代にこうした体制が崩壊し、その穴を埋めたのが、安くなった日本株を積極的に買った外国人投資家でした。しかし、リーマンショックでホームマーケット(本国市場)が大変なことになって、彼らがいつせいに資金を引き揚げたら、国内にはその穴を埋める存在がなかったわけです」

個人投資家が結果すれば、その穴を埋めることは決して不可能ではないだろう。



コモンズ投信では「対話」というキーワードを大切にしており、セミナーを随時開催している。この日のセミナーでは、CIOである吉野氏が企業調査、銘柄選定アプローチについて話した後、投資先であるエーザイの藤吉彰執行役をゲストに招いてトークセッションが行われた。

伊井哲朗

Tetsuro Ii

Profile

山一証券で営業企画部に約10年間在籍。マーケティング、商品戦略、当高対応などを担当したほか、機関投資家向け債券セールスなども経験。その後、メルリリンチ日本証券、三菱UFJメルリリンチPB証券でミドルマーケットおよびウエルスマネジメント業務を約10年間経験し、2008年9月にコモンズ投信代表取締役社長に就任。



企業・運用者・投資家が対話する長期投資ファンドとは？

企業経営者と同じ時間軸で投資について考えている

澤上篤人氏が率いる「さわかみファンド」や藤野英人氏が立ち上げた「ひふみ投信」など、すでに長期投資をモットーとするファンドはいくつか存在する。「30」という明確な数字を掲げて、コモンズ投信代表取締役社長の伊井哲朗氏は語った。

「長期投資といっても、具体的にどの程度のスパンとして捉えるのか、そのイメージは人によって千差万別でしょう。我々はあえて30年という数字を掲げ

のファンドの特徴は「30」という数字だけにはとまらない。「企業と運用者、そして投資家との対話を重視した長期投資」をめざしている点も他に例を見ないだろう。

前述した企業訪問におけるディスカッションの内容から、投資先やその候補との対話（コミュニケーション）に関して並々ならぬ思いがこもっていることは、容易に想像がつくだろう。企業側と対話するという意味では、ステイールパートナーズや、かつての村上ファンドのようなアクティビストファンドと同義のような印象をもつ。だが、意見が受け入れなければ強硬手段に出るアクティビストファンドとは違い、長期投資を大前提とするコモンズ投信の場合は、企業との共生・繁栄を切望している。この点も個人の長期投資とまったく共通する部分だ。「さらに、我々はお客様である投資家の皆様との対話も重視しております。不定期にランチタイムやアフター5の時間帯で社内の一部を開放し、出席された投資家の方々と率直に議論し合うオープンオフィスという企画はその一環です。投資信託は「商品

たうえで、長期投資をコミットしています。とはいえ、必ずしも30銘柄のすべてに対してバイ・アンド・ホールドを前提に臨むわけではありません。大幅に上昇したものは利益を確定させる一方、我々が想定している企業価値とかけ離れて下がっているものは買い増しするなど、バイ・アンド・メンテナンスのスタンスで運用を行います」

メンテナンスを欠かさないとはいえ、長くなれば30年間に及ぶ付き合いとなる銘柄を選び抜くだけに、企業リサーチの内容も他のファンドや証券会社のアナリストとは一線を画しているようだ。

「企業の決算説明会に出席しても、他社のアナリストが口にするのは今年度の数字に関する質問が多いようです。我々の投資はまったく時間軸が異なっており、足元の収益よりもさらに先の展望を見据えています。だからこそ、我々はアニュアルレポート（年次報告書）をじっくりと読み込んで、その内容に関して質問するのです。財務データについても、過去30年間に渡って振り返ったうえで、企業側に確認すべきポイントをピックアップします」（伊井氏）

目にしたことのある読者も多いだろうが、アニュアルレポートは株式を上場している企業が事業年度の終了後に公表する報告書で、経営の状況や財務内容などに関して詳しい説明がなされている。ところが、「日本のことをよく知らない海外の投資家は熱心に目を通すが、国内の投資家にはあまり注目されていないのが実情」（伊井氏）だという。自分のペー

「もちろん、その歴史もきちんと勉強したうえで企

ですが、それを提供する我々の「顔」や、その先にある投資先（企業）の「顔」も、ぜひともお客様に見ていただきたいのです」（伊井氏）

長期スパンで投資を捉えているだけあって、コモンズ投信はさらに大局的な視点から投資先・顧客との共生・繁栄を求めているようだ。

「お客様に運用面で満足していただくことはもちろん、次世代に豊かさをつなぐ超長期投資という発想から、社会貢献にも力を入れたいと考えております。信託報酬における当社収益分の一部を、社会貢献に関わる活動・事業の支援プログラムに寄付する方針です」

すぐに上がると思っていた株が下がると、長期投資に作戦を切り替えるという口実のもとに塩漬けと化すなど、とかく個人投資家のスタンスは揺るぎやすい。今こそ、性根を据えて本当の長期投資に取り組むべき場面だ。

コモンズ投信株式会社 取締役CIO 吉野永之助

Einosuke Yoshino

Profile

勸業証券入社、朝日投信に異動後、20年に渡り株式・公社債投信を運用。その後、米國大手運用会社キャピタル・グループに入社。アナリスト、ファンドマネージャーを経て、日本法人であるキャピタル・インターナショナル株式会社代表取締役就任。日本で最も運用経験の長いファンド・マネージャーの一人。2008年7月コモンズ投信取締役CIO（チーフ・インベストメント・オフィサー）に就任。



業訪問に臨みます。その結果、今まで取材を受けた中で一番楽しい内容だったとか、久々に頭脳をフル回転させて回答したとかいった言葉を投げかけていただいています。結局のところ、数十年スパンで事業の行く末を展望する企業の経営者と我々は同じ時間軸で投資を考えているのです」（伊井氏）

投資先、投資家と積極的にコミュニケーションを図る

ただ、個人投資家でも30銘柄以上を保有しているケースが少なくないし、数を絞り込みすぎではないかと思っただ読者もいるかもしれない。確かに、大勢の投資家から資金を集めて運用するファンドなのだから、もつと対象を広げてもよさそうな気がする。

「1〜2年程度のスパンで臨むなら、何百もの銘柄に分散しておかないと不安でしょう。その点、我々は企業の本質的な価値を精査して長期投資を行なうので、分散よりも集中で30銘柄への投資が可能となります」（伊井氏）

加えて、「企業との対話を考えると、投資先は30銘柄程度が妥当」（渡澤氏）ともいう。実は、この「対話」という言葉も重要な意味をもっている。こ

30年目線の長期投資では、どういう視点で銘柄を選ぶ？

株を通じて社会を見つめる。それが長期投資

「コモンズ30ファンド」を立ち上げるに当たって、渡澤氏らは大手外資系投資顧問会社のキャピタル・グループでファンドマネージャー兼日本法人社長を務めていた吉野永之助氏をCIO（チーフ・インベストメント・オフィサー）運用責任者）として迎え入れた。本誌読者にとっては、連載記事「良い投資家 悪い投資家」の著者としても馴染み深い人物である。債券から株式まで熟知し、日本で最もキャリアの長いファンドマネージャーとして名高い吉野氏に白羽の矢を立てたのは、「コモンズ30ファンド」の運用に関して、並々ならぬこだわりがあったからこそである。

では、「コモンズ30ファンド」ではどのようなアプローチに基づいて30年目線の運用を行なっているのか？ 具体的な銘柄選定法について触れる前に、まず吉野氏はこう言及する。

「足元のマーケットが荒れ模様で短期投資がうまくいかないから、長期投資に避難してくるというパターンが多い。すっかりアテが外れてしまった塩漬け株をそう呼んでいるわけです。しかしながら、

短期投資と長期投資は似て非なるもので、アカウント（口座）も分けて管理したほうがいい」

端的に言って、短期投資と長期投資はどういった点が根本的に異なるのか？ この問いかけに、吉野氏は次のように答える。

「マーケットの変動に身を委ねてサーフィンを繰り返す短期投資は、ロクに企業の中味を十分に理解せずとも収益を追求できます。一見、面白いのですが、売買の回転が増えるほど勝率は下がってきます。明日の株価が上昇するか否かの確率は2分の1ですが、この売買を毎日繰り返していくと、どんどん2分の1が乗じられていって、確率が低下の一途を辿るのです。しかも、短期投資は配当や無償増資も放棄することになるし、そもそも自分の視野が狭くなってしまふ。これに対し、株を通じて社会を見つめるのが長期投資です」

長期投資の基本は、 企業の見えない価値を 見極めること

無論、この財産形成のための長期投資を貴くのが「コモンズ30ファンド」である。ファンドマネージャーが生活者の視点に立ち、単に足元の業績の推移を評価するのではなく、30年という超長期的な視野で真の優良企業を選び抜くという。投資対象を絞り込む際の視点について、吉野氏はこのように説明する。

「基本は、ものの本質を見極めること。言い換えれば、見えない価値を探ることです。ただ見るだけでは不十分で、ずっと奥まで見通すことが肝心。えて

して、本質は表には出ていません。もつと具体的に言えば、個々の企業のビジネスモデルをきちんと理解することです。すなわち、それは儲かる仕組みであり、企業の成長の源泉。たとえば、海外市場をターゲットに製品を供給し、ほとんど現地調達で部材をまかなっていたとしたら、その企業は円高リスクとは無縁だという強みをもっていることになりまふ。他にも、社長の態度や社員の笑顔、工場の清潔さなど、個々の企業は様々な見えない価値を有しています。我々は自らの経験を生かしながら、こうした見えない価値を見極めようとしています」

企業リサーチに当たっては、

- ① 30年間の財務のヒストリーを振り返る、
- ② 360度のインタビュアー・対話を心掛ける、
- ③ アニュアルレポートを読む――

という3つのキーワードを掲げているという。

「過去を知ることが未来を見つめるカギとなりますし、企業は過去の赤字で大きな教訓を得ているものです。また、社長の個性やリーダーシップ、社員各自の意識（共有する思い）も企業の将来を大きく左右しますし、会社そのものであるアニュアルレポートを読み込むことは極めて重要です。実は、これら3つのキーワードは従来の投資においてあまり重視されてきませんでした」（吉野氏）

インターネット上をあらゆる情報が飛び交う時代の今、個々の企業の歴史を振り返ることは昔と比べて容易になっている。加えて、近頃は個人投資家向けの会社説明会も増えてきた。一人一人の投資家が自分なりに、「コモンズ30ファンド」と同じ視点から企業の見えない価値を探っていくことは不可能ではないはずだ。

コモンズ30ファンドの主な投資銘柄とその選択理由

銘柄	選択の視点
エーザイ	患者家族まで心を配る徹底したステークホルダー経営 世界的な競争力のある創薬メーカーであり、企業理念を定款にまで載せたり、役員選任理由を明確にした200ページの株主総会招集通知を作るなどガバナンスの基本観がとてもしっかりして感動しました。
コマツ	世界のインフラを作る日本のモノづくり力&IT力 多角化の失敗から学ぶ姿勢、キャピラーに並ぶ競争力、それを支えるコマツウエイ(文化)、建設機械をインターネットに繋ぐ新しいビジネスモデルにぐっと来ました。
資生堂	銀座もアジアも美しく 巨大市場の中国、アジアで認められた美の感性、アジア人の肌を知り尽くした技術、おもてなしの心(接客力)に強く惹かれました。
トヨタ	圧倒的な「KAIZEN力」、世界に誇るビジョナリーカンパニー 求心力と遠心力、攻めと守りなど、どちらか(or)ではなく両方(and)で考える人材を育てる力が競争力の源泉。モノ作りのノウハウを集約した会社であり、自動車業界の中の一社という位置づけではなく、モノ作りの日本代表として強さを感じました。
任天堂	日本のコンテンツ力で世界を笑顔にする会社 世界中のリビングに笑顔を輸出。カリスマ経営者から若い優れた経営者へのバトンタッチの数少ない成功例としても素晴らしいと思いました。

出典：「コモンズレター」(2009年2月28日発行)