

短期投資家のバフェット氏

日本経済新聞社 編集委員 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学
教養学部教養学科卒、日本経済新
聞社に入り、産業部、神戸支社、
証券部、ワシントン支局勤務など
を経て1997年証券部編集委員、
2010年日本経済研究センターに出
向、2013年4月から現職。

日本の大手商社株への投資で話題になった米投資会社
パークシャー・ハザウェイの2020年の運用状況が公表さ
れた。同社は著名投資家のウォーレン・バフェット氏が
最高経営責任者（CEO）として率いており、一挙手一投
足が世界中で話題になる。コカ・コーラなどに超長期投
資をしているため、日本では「割安株の長期投資家」の
イメージが強いが、米証券取引委員会（SEC）に四半期
ごとに提出される保有銘柄報告書（13F）を細かく分析
すると、異なる実態が浮き彫りになる。

〈90歳の誕生日に公表〉

パークシャー・ハザウェイの株式投資動向は保有銘柄
報告書のほか、毎年2月末ごろに年次報告書とともに公
表される「株主への手紙」によって知ることができる。

保有銘柄報告書は米国市場上場銘柄だけなので、米州預託証券（ADR）を通じて投資し
ている場合を除いて、外国株の保有状況はわからない。「株主への手紙」は主な保有銘柄
だけしか掲載されていないが、2021年2月27日に公表された2020年版には、珍しく外国株
2銘柄が載っていた（図表1）。

1つは中国・深圳市に本社を置く電気自動車メーカー、BYD（比亞迪）だ。過去の報
道をみると、最初に投資したのは2008年9月26日で、投資額は2億3,200万ドル（約260億円）

(図表1) 「株主への手紙」に記載されたパークシャー・ハザウェイの保有株

保有株数 (株)	企業名	保有比率 (%)	取得コスト(百万ドル)	時価 (百万ドル)
25,533,082	アッヴィ	1.4	2,333	2,736
151,610,700	アメリカン・エクスプレス	18.8	1,287	18,331
907,559,761	アップル	5.4	31,089	120,424
1,032,852,006	バンク・オブ・アメリカ	11.9	14,631	31,306
66,835,615	ニューヨークメロン銀行	7.5	2,918	2,837
225,000,000	比亞迪 (BYD)	8.2	232	5,897
5,213,461	チャーター・コミュニケーションズ	2.7	904	3,449
48,498,965	シェブロン	2.5	4,024	4,096
400,000,000	コカ・コーラ	9.3	1,299	21,936
52,975,000	ゼネラル・モーターズ (GM)	3.7	1,616	2,206
81,304,200	伊藤忠商事	5.1	1,862	2,336
28,697,435	メルク	1.1	2,390	2,347
24,669,778	ムーディーズ	13.2	248	7,160
148,176,166	USバンコプ	9.8	5,638	6,904
146,716,496	ベライゾン・コミュニケーションズ	3.5	8,691	8,620
	その他		29,458	40,585
	合計		108,620	281,170

(注) 2020年12月末現在

(出所) パークシャー・ハザウェイ「株主への手紙」2020年版 (2021年2月27日公表)

だった。今回の「株主への手紙」でも取得コスト (投資元本) は2億3,200万ドルのままだから、途中での買い増しもなかったようだ。2020年末の時価評価額は58億9,700万ドルに達したという。

投資期間を無視してこんな計算をするのは誤解を招くかもしれないが、2020年末の時価評価額は投資元本の25.4倍になった。「株主への手紙」に掲載された15銘柄のなかでは、超長期保有銘柄の1つである米ムーディーズの28.9倍に次ぐ高倍率で、バフェット流を象徴する米コカ・コーラの16.9倍よりも投資効率がよかった。

もう1つの銘柄が日本の伊藤忠商事だ。他の大手商社4社 (三菱商事、三井物産、住友商事、丸紅) とともに、保有を明らかにしたのは、バフェット氏がちょうど90歳を迎えた2020年8月30日だった。2019年と2020年に2回に分けて円建て債を発行し、総額6,255億円を調達したが、これを商社株に振り向けたようだ。

当日のパークシャー・ハザウェイの発表文によると、1社当たりの出資比率は5%をわずかに超えた程度だという。「将来、最大限9.9%まで買い増す可能性がある」とも書いて

ある。ただ、これは日本の商社に将来性を感じて投資を拡大することを示唆しているわけではない点に、注意が必要だ。

中国企業が日本企業を買いあさるのをけん制するため、2020年6月7日に改正外為法が全面適用された。このとき、海外機関投資家の日本株投資が細らないように、「外国金融機関による10%未満の保有」ならば、経営参画などを目的にしない限り、事前、事後とも届け出を免除することにした。パークシャー・ハザウェイが発表文にあえて上限9.9%と書いたのは、買い増しの意向表明ではなく、今回の5%強の投資が「届け出不要」の枠内であることを明確にするためだろう。

商社株の実際の取得日が不明なため、今回の「株主への手紙」で18億6,200万ドル（約2,030億円）と公表された伊藤忠商事を除いて、正確な投資元本はわからないが、保有の公表で株価が跳ね上がった直前（2020年8月28日）の終値で発行済み株式の5%を取得したと仮定すれば、三菱商事が1,732億円、三井物産が1,530億円、住友商事が788億円、丸紅が507億円と試算できる。

「株主への手紙」に伊藤忠商事だけ記載したのは、社名がアルファベット順で最初に出てくるからということもあるが、投資元本が最も大きいうえに、株価の上昇による2020年12月末までの収益率が米ドルベースで25.5%と満足できる水準だったからではないだろうか。手元の試算では5社合わせての円ベースの収益率は2020年12月末までに10.2%、2021年3月18日までに36.7%に達する。

〈眼力の衰えか相場の性格か〉

バフェット氏の運用力や経営力の測り方はいろいろある。「株主への手紙」に載っているのは、上場企業でもあるパークシャー・ハザウェイの株価騰落率と、配当込みS&P500との比較だ。パークシャー・ハザウェイは無配だから、配当込みの指数値と比べるのが妥当で、今回の2020年版をみると、1964年から2020年までの累積収益率はパークシャー・ハザウェイ株が281万526%、S&P500が2万3,454%となっている。年率で換算すれば、片や20.0%、片や10.2%になる。

これはバフェット氏の運用力というよりも、保険会社を中心とした複合企業パークシャー・ハザウェイを会長兼最高経営責任者（CEO）として率いる能力を示している。もう1つ、経営力を測る指標として、バフェット氏はパークシャー・ハザウェイの1株当たり純資産（BPS）の増減率も重視している。純資産総額が同じでも、自社株買いによって発行済み株式数が減れば、1株当たり純資産は増加する。これも配当込みS&P500との比較

(図表2) バフェット氏の運用力・経営力を示す多様な指標

	パークシャー・ハザウェイのパフォーマンス			株式ポートフォリオのリターン	
	1株純資産	株価（無配）	配当込み S&P500騰落率	株式投資の収益率 （配当別）	配当別 S&P500騰落率
2000	6.5	26.6	▲ 9.1	5.0	▲ 10.1
2001	▲ 6.2	6.5	▲ 11.9	▲ 16.4	▲ 13.0
2002	10.0	▲ 3.8	▲ 22.1	▲ 2.4	▲ 23.4
2003	21.0	15.8	28.7	24.2	26.4
2004	10.5	4.3	10.9	5.9	9.0
2005	6.4	0.8	4.9	5.5	3.0
2006	18.4	24.1	15.8	14.7	13.6
2007	11.0	28.7	5.5	▲ 1.5	3.5
2008	▲ 9.6	▲ 31.8	▲ 37.0	▲ 24.5	▲ 38.5
2009	19.8	2.7	26.5	16.3	23.5
2010	13.0	21.4	15.1	11.5	12.8
2011	4.6	▲ 4.7	2.1	3.0	▲ 0.0
2012	14.4	16.8	16.0	13.6	13.4
2013	18.2	32.7	32.4	26.0	29.6
2014	8.3	27.0	13.7	5.3	11.4
2015	6.4	▲ 12.5	1.4	▲ 6.8	▲ 0.7
2016	10.7	23.4	12.0	10.3	9.5
2017	23.4	21.9	21.8	12.7	19.4
2018	0.4	2.8	▲ 4.4	▲ 15.3	▲ 6.2
2019	23.0	11.0	31.5	36.7	28.9
2020	9.8	2.4	18.4	18.7	16.3
2000～2010累積	151.4	114.5	4.7	31.2	▲ 14.4
2011～2020累積	175.0	181.7	210.0	108.5	156.9
2000～2020累積	591.3	504.2	224.5	173.5	119.9

(注) 網掛けはアウトパフォーマンスを示す。株式ポートフォリオのリターンはすべての売買を四半期末に実施したと仮定した場合の推計値

(出所) パークシャー・ハザウェイ「年次報告書」2020年版ほか

が妥当だ。

運用力は株式ポートフォリオのリターンで測定できる。ただ、いついくらで売買したかの詳細なデータは公表されていない。第三者が体系的に得られる情報は、四半期ごとの保有銘柄報告書だけなので、リターンといっても、すべての売買を四半期末に集中させたと仮定した場合の近似値のみだ。保有銘柄報告書には外国株は掲載されていないので、米国市場上場銘柄の収益率だけしか計算できない。

四半期末の保有株数と株価の騰落からリターンを計算するので、配当は含まない。計算結果は配当を別にした通常のS&P500と比較するのが妥当だ。

図表2は2000年以降のこれらの指標をまとめたものだ。ベンチマークのS&P500を上回った年も下回った年もある。直近の2020年はパークシャー・ハザウェイの1株当たり純資

産が9.8%増、株価が2.4%上昇したが、配当込みS&P500の上昇率の18.4%を下回った。株式ポートフォリオのリターンは18.7%に達し、配当別S&P500の上昇率の16.3%を上回った。

2000年から2020年までの21年間の累積では1株当たり純資産が591%増、パークシャー・ハザウェイの株価が504%高となり、配当込みS&P500のプラス224%を大幅にアウトパフォーマンスした。株式ポートフォリオのリターンもプラス173%と、配当別S&P500の119%高を上回った。

ただ、この21年間で2000年から2010年までの前半11年間と、2011年から2020年までの後半10年間に分けると、前半の5つの指標は順に151%増（1株純資産）、114%高（株価）、プラス4%（配当込み指数）、プラス31%（株式ポートのリターン）、マイナス14%（配当別指数）と好調だったが、後半の5つの指標は174%増、181%高、プラス210%、プラス108%、プラス156%の順になった。

絶対的な騰落率ではなく、あくまでもベンチマークとの比較だが、バフェット氏が80歳代になった後半10年間の失速ぶりは否めない。眼力が衰えたのか、ハイテク株などグロース（成長）株優位の相場が続き、バリューストック（割安）株投資を得意とするバフェット氏の本領が発揮できなかったのかはわからないが、やや名声にも陰りが出た。

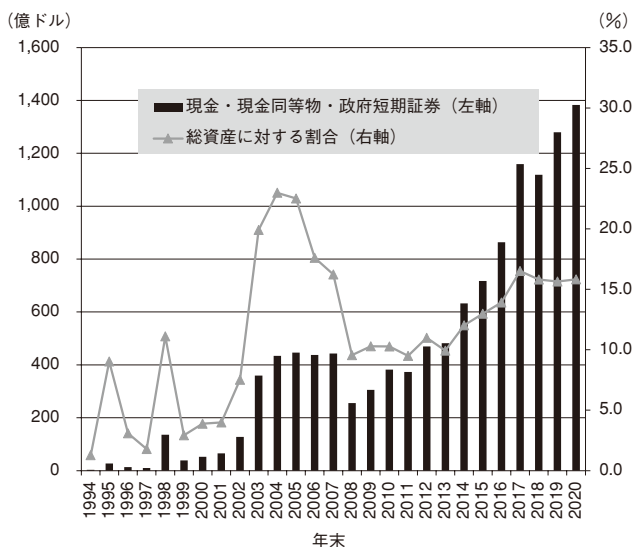
〈高すぎる米国株〉

パークシャー・ハザウェイの株式運用を困難にしているのは、バフェット氏のめがねにかなうほど割安な銘柄が、米国にはほとんど見当たらないためでもある。バフェット氏はかつて投資の極意を「吸い殻投資」と表現したことがある。道ばたに落ちていたばこの吸い殻でも、気持ち悪ささえいとわなければ、拾って火をつけて少なくとも最後の一口は味わうことができるだろうという意味だ。

ところが、米国市場にはそういう割安株が見当たらなくなったから、パークシャー・ハザウェイの貸借対照表の借方の部には「現金」がたまる一方になっている。「現金」といっても金庫にドル紙幣が入っているわけではなく、一般に預金などの現金同等物と、いつでも換金できる政府短期証券を合わせて「キャッシュポジション」と呼ぶのだが、この総額が2020年末には1,382億9,000万ドル（約14兆5,000億円）と過去最高の水準に達した（図表3）。

パークシャー・ハザウェイの総資産に占めるキャッシュポジションの割合は15.8%と、2004年末の23.0%などに比べれば低いが、2020年末の株式の保有残高の2,699億ドル（外国

(図表 3) バークシャー・ハザウェイのキャッシュポジション



(出所) バークシャー・ハザウェイ「年次報告書」各年版

株も含めれば2,811億ドル)に比べると、いかにも待機資金が多い。「全力投資」(フルインベストメント)にはほど遠い状態だ。日本の商社株を買ったのは、米国に投資候補が見当たらないなか、伊藤忠商事を除いてPBR(株価純資産倍率)が1倍を割っているので、吸い殻程度の価値は認めたのかもしれない。

投資難のなかで、バークシャー・ハザウェイがもうひとつ取り組んだのが自社株買いだ。年末の発行済み株式数(クラスA)の推移を見ると、2016年末から2019年末にかけては164万4,000株から162万5,000株へ1万9,000株減っただけだが、2020年末には154万4,000株と1年間で8万1,000株、率にして5.0%も減少した。従来はPBRが1倍を大きく超えた局面での自社株買いには消極的だった。最近では株価が出遅れた自社株が最も有利な投資対象とみているようだ。

バフェット氏自身がどこまで信奉しているのかはわからないが、株式市場全体の時価総額をその国の名目国内総生産(GDP)で割った値はバフェット指標と呼ばれ、相場全体の割高・割安を測る目安として使われている。100%を超えれば割高、100%を下回れば割安と考えるという、かなりざっくりした指標だ。

米国にはニューヨーク証券取引所、ナスダック店頭市場、アメリカン証券取引所に上場する約7,000銘柄を対象に計算しているウィルシャー5000という株価指数がある。3月15

日現在で4万2,198という水準だが、バフェット指標計算時には、この10億ドル倍に当たる42兆1,980億ドルを米国株全体の時価総額の代わりとしている。

米国の2021年の名目GDPは国際通貨基金（IMF）の見通しでは21兆9,200億ドルなので、時価総額をこれで割ると192%になる（図表4）。バフェット指標信奉者の目には、米国株は未曾有の高値まで買われたように映っているだろう。

ちなみに東証1部時価総額を日本の名目GDPで割った日本株のバフェット指標は、東証株価指数（TOPIX）が年初来高値を付けた3月19日に139%まで上昇した（図表5）。日本のバブル相場のピークの1989年末のバフェット指標は140%だったから、東京株式相場の割高感は当時に匹敵すると考えてもいい。

〈アップルさまさま〉

パークシャー・ハザウェイがアップル株で大当たりを引いたことは、バフェットファンならば誰もが知るところだ。米証券取引委員会に提出する保有銘柄報告書への初掲載は2016年3月末だった。バフェット氏はその時点でも買うタイミングが遅かったと感じていた。アップル株は当時の水準からさらに大きく値上がりし、パークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオの中核を占めるようになった。

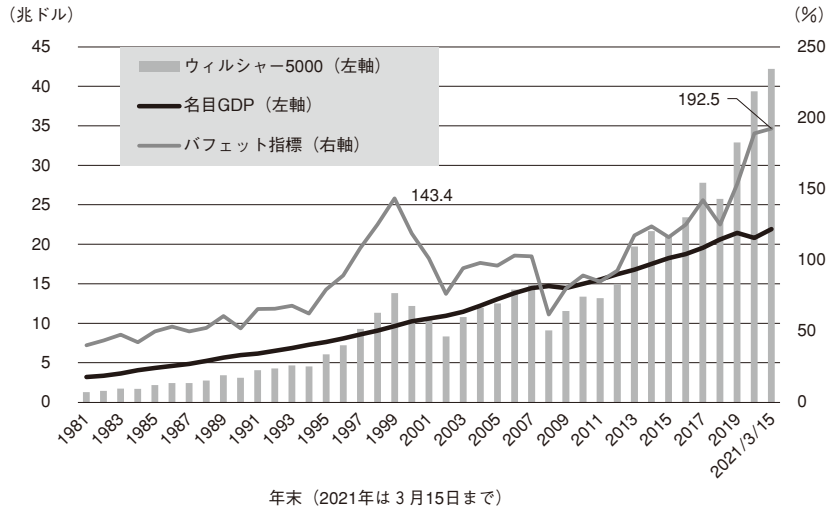
短期的な動きだけで全体を語るのはミスリーディングかもしれないが、図表6は2019年末から2021年3月18日までのパークシャー・ハザウェイが持つ株式の時価評価額の推移と、ベンチマークであるS&P500の動向を示している。いずれも2019年末を100とした指数値であり、実額ではない。

もし、パークシャー・ハザウェイがアップル株を保有していなければ、株式ポートフォリオの時価評価額の推移は最も下の線になっていたはずで、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて2020年3月に急落した後も、回復力は鈍く、資産運用としては失敗の部類に属していた。90歳のバフェット氏が何とか体面を保っているのは、大量保有したアップル株のパフォーマンスが優れていたからだ。

なお、パークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオのリターンを記載した図表2（バフェット氏の運用力・経営力を示す多様な指標）の2020年の欄をみると、株式投資の収益率はプラス18.7%と、S&P500の上昇率の16.3%を上回っている。図表6のグラフと矛盾するとの指摘があるかもしれない。

どちらも四半期末の株式保有状況とその後の株価の推移をもとに、収益率をはじいているが、実際には期中に株式を売買しているため、新しい保有銘柄報告書が提出されて四半

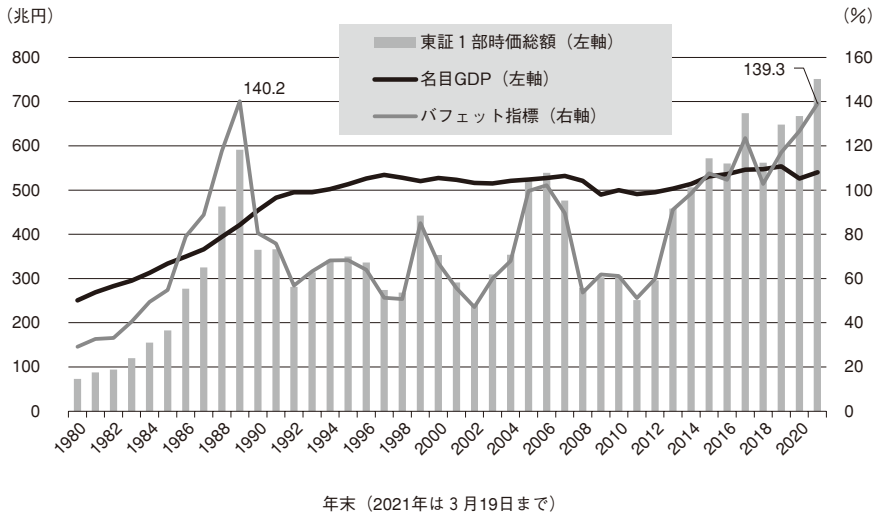
(図表4) 米国株式市場のバフェット指標



年末 (2021年は3月15日まで)

(出所) 名目GDPは国際通貨基金 (IMF)

(図表5) 東京株式市場のバフェット指標



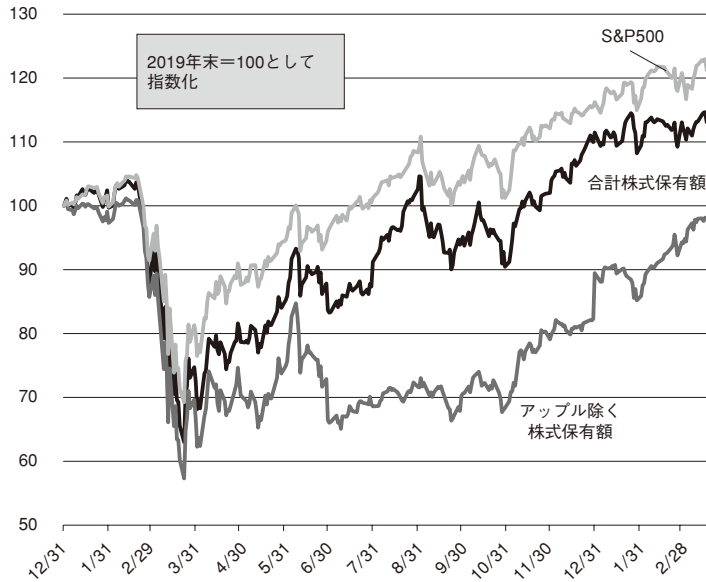
年末 (2021年は3月19日まで)

(出所) 東京証券取引所、国際通貨基金 (IMF)

期末のデータが更新されるたびに、推計値とのギャップができてしまう。

例えば、2020年3月末は推計値が1,774億ドル、実績が1,755億ドルだった。同様に6月末は推計値が2,146億ドル、実績が2,024億ドル、9月末は推計値が2,304億ドル、実績が

(図表6) バークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオとS&P500



(注) グラフは四半期中の株式の売買はないと仮定して描いてあるが、実際には
売買をしているため、各四半期末の株式保有額には若干のギャップがある
(出所) 各四半期末のデータは保有銘柄報告書 (13F)、期中の変化は筆者試算

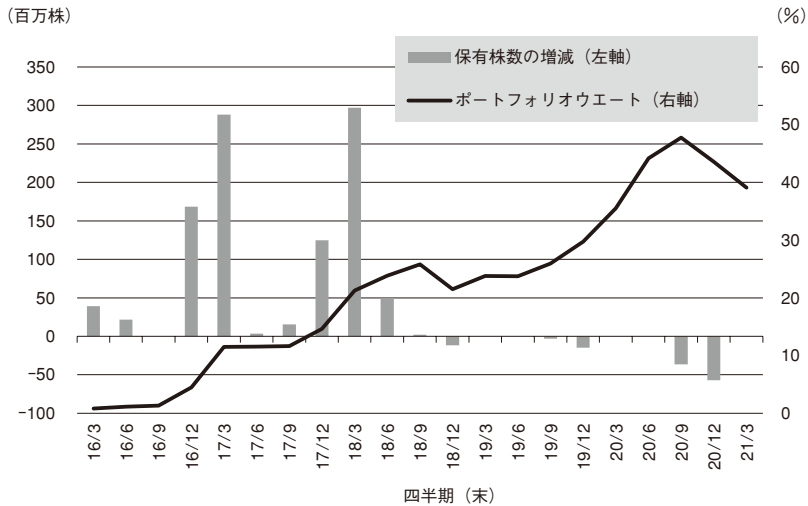
2,289億ドル、12月末は推計値が2,663億ドル、実績が2,699億ドルだった。この差を完全に埋めるように数字をつなぎ合わせて時価総額の推移を示すグラフを描けば、2020年は運用成績がS&P500に勝ったように表現できるかもしれない。

こうすれば、図表2と図表6との矛盾は表面的には解消する。ただ、本当に勝ったのかどうかは実際の売買日や売買価格のデータがなければ、何ともいえない。いずれにしてもアップルさまさまだったことだけは明らかだ。

ただ、バークシャー・ハザウェイは保険会社であり、バフェット氏の個人資産の運用ではないのだから、アップル1社への依存度が高すぎることはリスク管理上の問題がある。アップル株の買い増しを2018年9月末までで終え、その後は少しずつ売却しているのは、そのためだろう(図表7)。ピーク時の保有株数は10億株強(株式分割の権利落ち調整済みの株数)だったが、2020年7~9月期には3,600万株、10~12月期には5,700万株を売却し、2020年12月末の保有株数は8億8,700万株となった。

株式ポートフォリオ(外国株は除く)に占めるウエートも、2020年9月末の報告値は47.8%だったが、12月末には43.6%に低下した。それでもまだ高すぎるだろう。いくらト

(図表7) バークシャー・ハザウェイのアップル株の売買と構成比



(出所) 保有銘柄報告書 (13F) を基に筆者試算

ヨタ自動車は日本経済の希望の星だったとしても、日本生命保険の株式ポートフォリオの4割がトヨタ株だったら、やはり問題になるのではないかな。

2021年に入ってからはアップル株を売買していないと仮定すると、株価の下落によって、バークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオに占めるアップル株のウェイトは3月8日には38.4%まで低下した。2カ月ちょっとの間にアップル株の含み益は1兆円以上目減りした計算だ。特定銘柄に偏るリスクの一部が顕在化したともいえる。

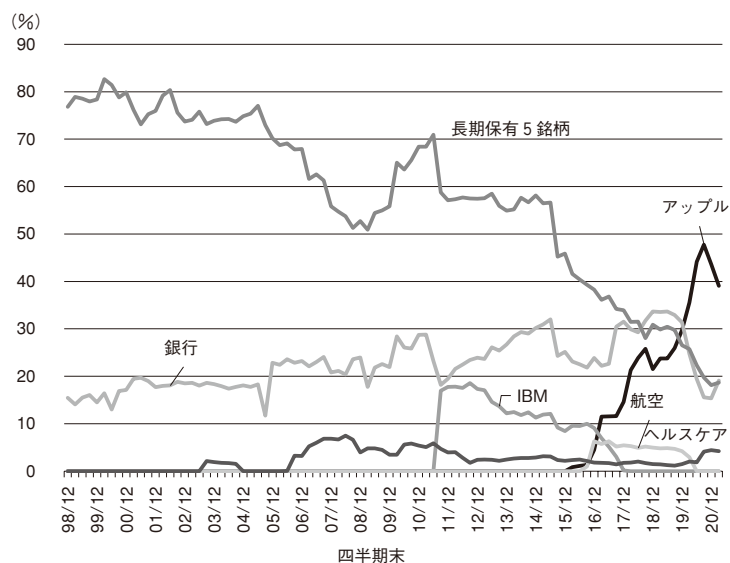
〈今は昔の長期投資〉

「理解できる銘柄だけを割安に買い、長期に保有する」。ウォーレン・バフェット氏の投資手法にこんなイメージを持つ人はなお多いだろうが、2011年にIBMに投資し始めたあたりから、宗旨変えをしたようだ。図表8のグラフは1998年以降にバークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオの性格がどう変わってきたかを簡潔に示している。

大手銀行のウェルズ・ファーゴは長期保有5銘柄にも銀行株にもカウントされているから、特定の年の比率を全部足すと100%になるわけではない。1998年以降に投資が確認できる銘柄は全部で175あり、個々の投資額はそう大きくないものの、グラフに表した分類から外れる銘柄も多い。

長期保有5銘柄はコカ・コーラ、アメリカン・エキスプレス、ムーディーズ、ウェルズ

(図表 8) バークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオの変化



(出所) 保有銘柄報告書 (13F) を基に筆者試算。2021年3月は18日現在。ウェルズ・ファーゴは長期保有5銘柄と銀行株の両方にカウントされている

・ファーゴ、プロクター・アンド・ギャンブル (P&G、買収前のジレットを含む) を指している。以前は新聞社のワシントン・ポストも長期保有していたが、アマゾン・ドット・コムの創業経営者のジェフ・ベゾス氏が買収した後に、新聞事業をベゾス氏の個人投資会社の傘下に移し、非公開化したため、新聞事業を持たないグラハム・ホールディングス (ワシントン・ポストから社名変更) の株式は売却してしまった。

ただ、ウェルズ・ファーゴはピーク時に4億7,970万株を持っていたが、2020年12月末には5,242万株しか持っていない。P&Gもピーク時には1億584万株を保有していたが、直近では31万5,400株を持つだけだ。しっかり持ち続けているのは3銘柄だけと考えてもいいだろう。

だから、かつては80%以上を占めていた株式ポートフォリオに占める長期保有5銘柄のウエートは、2010年ごろを境に低下の一途をたどっている。コカ・コーラ、アメリカン・エクスプレス、ムーディーズの3銘柄は特に売却したわけではないが、他の銘柄の保有が増えたため、金額で見たウエートが低下した。長期保有5銘柄を合計すると、ウエートは2020年9月末に19.7%と初めて20%を下回り、12月末には19.3%と一段と低下した。

アップルの絶好調の陰に隠されているが、宗旨変え後の投資は失敗も多い。2011年から

(図表9) バークシャー・ハザウェイのこの10年

年	バフェット氏の主な投資と売却
2010	ニューヨークメロン銀行に投資
2011	IBM、VISAに投資
2012	フィリップス66に投資
2013	エクソンモービル、ゴールドマン・サックスに投資。ワシントン・ポストがグラハムHDに社名変更
2014	チャーター・コミュニケーションズに投資。コノコフィリップスとエクソンモービルを売却
2015	クラフトフーズがクラフト・ハインツと合併
2016	アップル、デルタ航空、サウスウエスト航空、アメリカン航空、ユナイテッド航空に投資
2017	バンク・オブ・アメリカに投資。グラハムHDを売却
2018	JPモルガン・チェース、テバ・ファーマスーティカルに投資。IBM、ウォルマートを売却
2020	バリック・ゴールド、日本の大手商社5社、ファイザー、メルクなど医薬品4社に投資。フィリップス66、航空会社4社、ゴールドマン・サックス、JPモルガン・チェースを売却。投資したばかりのバリック・ゴールド、ファイザーも売却

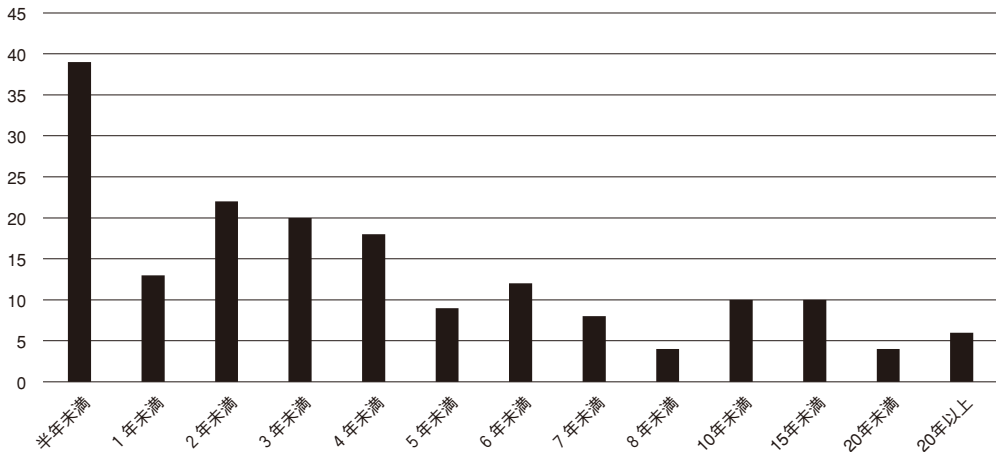
2018年まで7年間保有したIBM株からは結局、11億4,500万ドルの損失が出たと推計される。2016年に投資し、新型コロナウイルスの感染症拡大を受けて2020年4月に売却した航空4社（アメリカン航空、デルタ航空、ユナイテッド航空、サウスウエスト航空）からは、合計で32億7,100万ドルの損失が出たもようだ。

図表9に示すように、2011年以降の10年間にバークシャー・ハザウェイはかなりドタンバタンと保有銘柄を入れ替えた。2013年に投資し、2020年に売却したゴールドマン・サックスは保有銘柄報告書を分析する限りでは3億ドル強の損失が出たもようだが、「株主への手紙」の情報を加味すると、11億6,100万ドルの利益が出た。市場で売買しただけでなく、新株予約権などを通じて割安に株式を入手した可能性がある。

2018年に投資し、2020年に売却したJPモルガン・チェースからは7億6,600万ドルの損失が出た。2020年6月末の保有銘柄報告書に初掲載され、「バフェット氏が金を買った」と話題になった金鉱株のバリック・ゴールドも2020年12月末にはリストから消えていた。正確な売買価格はわからないが、4,000万ドル程度の損失が出た可能性がある。

新型コロナウイルスのワクチン接種に関連して話題にならない日がないといってもいい米ファイザーも2020年9月末に保有が明らかになったのに、3カ月後の12月末には消えていた。米国に同じ相場格言があるかどうか知らないが、「見切り千両、損切り万両」ということのように。

(図表10) バークシャー・ハザウェイは長期投資家か



(注) 米証券取引委員会 (SEC) に保有を1回報告するたびに3カ月弱保有したと仮定して計算
(出所) 保有銘柄報告書 (13F) を基に筆者試算

〈平均保有期間は4.5年〉

バリック・ゴールドやファイザーに限らず、見切りが早すぎると感じる銘柄も散見されるが、実際、バークシャー・ハザウェイの平均投資期間はどれくらいなのだろうか。どんな銘柄を保有しているかは、四半期末の状況を示した保有銘柄報告書が基準日から約45日後に公表される。ここに一度登場したとして、保有期間は1日かもしれないし、限りなく6カ月に近いかもしれない。2回続けて登場すれば最短3カ月、最長9カ月の保有ということになる。

平均値を計算するために、保有銘柄報告書に登場するたびに3カ月弱保有したと仮定する。この結果、1998年以降に投資が明らかになった175銘柄のうち、39銘柄は半年未満の保有 (報告書に1～2回の登場)、13銘柄は6カ月以上1年未満の保有 (同3～4回)、22銘柄は1年以上2年未満の保有 (同5～8回)、20銘柄は2年以上3年未満の保有 (同9～12回) にとどまっている (図表10)。

つまり、全体の53.7%に当たる94銘柄は買ってから3年もたたないうちに売却したか、まだ持っていたとしても、2020年末までの保有期間が3年に満たないかのどちらかだ。デイトレーダーから見れば十分な長期投資だろうが、割安株の長期投資家のイメージからはかなり異なる。パフェット氏の投資動向を分析している専門家は短期投資家ならぬ「短気」投資家ではないかとみていた。

(図表11) バフェット氏の選択眼

これまでに投資した173銘柄のうち、2020年末に上場している127銘柄を調べると			
取得時から2020年末まで持ち続けていたら、S&P500に勝った	47銘柄	負けた	80銘柄
売却済みの132銘柄（2020年末に上場廃止になっている銘柄を含む）を調べると			
保有期間中の株価騰落率がS&P500に勝った	71銘柄	負けた	61銘柄
2020年末に上場している127銘柄のうち、2020年9月末までに売却した81銘柄を調べると			
持ち続けていたら、S&P500に勝った（売らなければよかった）	33銘柄	負けた（売ったのは正解だった）	48銘柄

(注) すべて売買は四半期末に実施したと仮定した

(出所) 保有銘柄報告書(13F)を基に筆者試算

20年以上保有しているのが6銘柄、10年以上20年未満の保有が14銘柄だった。前項で「長期保有5銘柄」と書いたが、パークシャー・ハザウェイはもう1銘柄、地方銀行のM&Tバンクを少額ながら1998年以前から保有していた。2000年3月末と6月末の保有銘柄報告書からはなぜか漏れていたのも、集計の都合で前項では長期保有銘柄に加えなかった。このM&Tバンクも2020年12月末の保有銘柄報告書には掲載されていなかった。2020年10～12月に売却したようだ。

175銘柄のうちすでに売却した132銘柄（うち1銘柄＝ベライゾン・コミュニケーションズ＝は2020年12月末のリストに再登場）の保有期間と、2020年末に保有している44銘柄のこれまでの保有期間とを総平均すると、4年6カ月になる。175銘柄を保有期間の短い方から順に並べ、ちょうど中央の88番目に来る銘柄の保有期間、つまり中央値は3年だ。最頻値は3カ月で23銘柄がここに属している。

こうしてみると、周到な調査をして投資したように見える日本の商社株も、いつまで保有するかわからない。外国株でも中国のBYD（比亞迪）は12年以上保有しているが、米国市場でADRを通じて投資した中国石油天然気（ペトロチャイナ）は4年6カ月、イスラエルのテバ・ファーマシューティカル・インダストリーズは2年3カ月、スイスのネスレは1年3カ月の保有にとどまる。ツモ切り（マージャンでツモしてきた牌をそのまま捨てること）のようなことはないだろうが、株式ポートフォリオのコア銘柄に育つかどうかは何ともいえない。

〈買いよりも売りの名人〉

バフェット氏は「投資の神様」とも「オマハの賢人」とも呼ばれている。オマハとはバフェット氏が住むネブラスカ州の人口約40万人の都市の名前だ。バフェット氏が目を付け、パークシャー・ハザウェイの株式ポートフォリオに組み入れられた銘柄は「バフェット銘柄

柄」とのレッテルが貼られ、長期的に高いリターンが約束されているように受け止められることがある。

しかし、バフェット銘柄として箔が付いた銘柄が長期にわたって本当に市場平均を上回る値上がりを示してきたかという点、実態は異なる。1998年以降に投資が明らかになった175銘柄のうち、2020年12月末に初めて保有銘柄報告書に登場した2銘柄を除く173銘柄をみると、このうち127銘柄は2020年12月末現在でも上場しているので、バフェット銘柄になってから2020年12月末までの騰落率を、S&P500と比較することができる。

S&P500よりも上昇率が大きかったり、下落率が小幅だった場合を「勝ち」、見劣りした場合を「負け」とすると、127銘柄の勝敗は47勝80敗と大幅に負け越しになっている。バフェット銘柄という「看板」に引かれて投資をすると、インデックスファンドを下回るパフォーマンスしか残せない可能性のほうが大きいといえるだろう。

ただ、この結果はバフェット氏が保有銘柄を売却した後も、後生大事に抱えていることがいけないのではないかという議論を招くかもしれない。そこでせめてパークシャー・ハザウェイが株式ポートフォリオに組み入れている期間中だけでも、S&P500に勝ったのかどうかを検証してみたい。

対象銘柄は売却済みの132銘柄だ。これには売却後に上場廃止になった銘柄も含んでいる。勝ち負けの定義は同じだとすると、スコアは71勝61敗だった。勝率でいうと54%になる。壁に新聞の相場表を張り、猿にダーツを投げさせて投資対象の銘柄を選んでも、50%程度は当たるだろうから、勝率54%はそれほど高いようには思われなくてもいい。

しかし、公平にいうと、猿よりも少しでもましなリターンを出し続けることは、投資の世界では重要なことである。勝率が54%とはいえ、バフェット氏の選別眼は一応、評価していい。

ただ、もっとバフェット氏が得意なことがある。バフェット氏が売却した銘柄のその後の騰落率は、S&P500を下回ることが多いのだ。もし、売却した銘柄の株価がその後にS&P500を上回っていたとすれば、「売らなければよかった」ということになる。売却後の株価がさえなければ、「売って正解だった」ということになる。

前者を「負け」、後者を「勝ち」として2020年末に上場している127銘柄のうち、2020年9月末までに売却した81銘柄の売却後の株価動向を調べると、48勝33敗だった。勝率は59%だ。

もともとバフェット氏が買ったから買う、バフェット氏が売ったから売るという投資にはあまり賛成できないが、バフェット氏から学ぶのなら「買い」よりも「売り」という

のが統計的な事実である。もし将来、バフェット氏が日本の商社株を売却したら、ちょっと緊張感を持って日本株投資に臨んだほうがいいかもしれない。

