

## 「バリュー(割安)」運用の真の意味

- 本源的価値、割安状況、割安状況解消の道筋(カタリスト) -

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商)第430号  
加入協会 (社)日本証券投資顧問業協会

2010.02.10



要旨1	2
要旨2	3
fromHC 関連コラム「価値の変動と価格の変動」(2009年12月17日)より抜粋	4
fromHC 関連コラム「価値と価格とインカムとバリュー」(2010年1月14日)より抜粋	5
fromHC 関連コラム「バリューとカタリスト」(2010年1月28日)より抜粋	6
投資手法についての基本的な考え方	7
「バリュー」に基づくアクティブ運用を考える際の基本的論点	8
「バリュー」と「カタリスト」の例	9
カタリストの前提となる経営への信頼と信頼が裏切られたときの出口	10
バリューの失敗	11
「売り」から入る	12
絶対評価基準	13

# 要旨 1

## 本源的収益

資産を所有することに必然的に付随してくる金融収益です。そもそも、債券・貸付金・預金等の金利、株式の配当、不動産の賃料などのように、利息配当金収入の期待値を内包しないようなものは、資産ではあり得ません。

## 本源的価値

本源的収益を前提にして資産の価格形成が行われている状態というのは、様々な資産が適正価格、即ち、価値そのもので、取引されている状態です。このときに、各資産の価値(本源的価値、あるいは適正価格)は、本源的収益の期待値の現在価値ということになります。

## 価値と価格

価値(本源的価値)と価格(市場時価)は一致しない場合が多いのです。理論は、価格の変化は、価値(市場参加者の評価の集積という意味での価値)の変化の反映であることを仮定していますが、現実には、市場の需給により勝手に価格変動することのほうが多いのです。

## バリュー(value価値)

投資の世界では、バリューは価値そのものではなくて、価格と価値の差(価格を上回る価値の部分)のことです。そのような特別な意味をこめて、敢えてカタカナでバリューと呼ばれます。

## バリュー投資

仮に適正価格(価値をそのまま体現した価格、言い換えれば、バリューがない価格)で資産を取得しても、投資収益はあります。それが本源的収益です。バリュー投資とは、適正価格を下回るところで投資をして、本源的収益を上回る追加的収益を挙げようとする試みです。

## 保守的運用としてのバリュー投資

バリュー投資は、本来は、価格が価値に対して割高になることまでを、想定するものではないのです。割安なとき、即ち、バリューのあるときにのみ投資し、バリューが解消してしまえば、配分をなくすか、本来の基本配分へ戻す、というのが基本です。

## マージン・オブ・セイフティ(margin of safety 安全性の厚み)

価格が価値を下回る部分、即ち、バリュー部分が、価格の下落に対するクッションの役割を演じるという意味でも、バリュー投資は、保守的な投資といえます。

## 要旨 2

### カタリスト(catalyst 触媒)

カタリストは、化学でいう触媒です。価格が価値に向かって動いていく、その価格の相対的上昇を化学反応に喩えた上で、その反応速度に影響する働きをするもの、を意味しています。

### 時間の要素と「万年割安」

理屈上は、バリューは自律的に解消する、と仮定するのが市場原理です。しかし、投資の収益率にとって決定的な要素は、時間です。時間を縮める働きをするのがカタリストです。一方、「万年割安」ということがあり得るのです。バリューがあるには違いないが、そのバリューが実現するまでの時間が読めない、つまり、カタリストが働かない状況があり得ます。

### バリュートラップvalue trap(バリューの「罠」)

カタリストがないが故に、バリューのままに放置されることを、バリュートラップvalue trap(バリューの「罠」)といいます。解消しないバリューは、見かけのバリューに過ぎないという意味で、まさに、罠であるわけです。

### バリュー解消の道筋とカタリスト

バリューが生まれる原因を徹底的に考えることから、バリュー解消の道筋が見えてきます。要は、バリューになった原因を逆転させれば、バリューは解消するであろうと考えるのが、一番素直だからです。バリューになった原因を逆転させるきっかけがカタリストです。

### 日本の株式市場のバリュー

バリューは、たくさんあるのでしょうか。しかも、そのバリューが解消に向かう道筋についても、概ね、議論が尽きているのだと思っています。なのに、カタリストがない。カタリストがないのです。ここに、深刻な問題があります。

### 二つの道筋

日本の株式市場のカタリストについては、二つの可能性が考えられるのでしょうか。第一に、良い会社でも、自律的にカタリストがでてくるような良い会社でも、バリューになる状況というのがあるのではないかと、ということ、第二は、カタリストのないバリューに、どうしたらカタリストを作ることができるのか、ということ。

資産の価値は、キャッシュフローを創出する力です。キャッシュフローを生まないものは、無価値とまではいいませんが、少なくとも、機関投資家にとっての、「適格な」投資対象ではありません。

本来、資産の理論的価値は、その資産が生み出す将来のキャッシュフローの総額の現在価値であるべきです。これは、会計上の資産査定等における基本的な考え方として、広く受け入れられているものです。例えば、単なる土地(更地)は、何らかの収益物件を、その土地の上に構築できる可能性がない限り、資産価値はないこととなります。この理屈からいえば、キャッシュフローを生む力に変動がなければ、資産の本源的価値は変動し得ないのです。一方、当たり前ですが、キャッシュフローを生む力が増せば、資産価値は上昇し、逆にキャッシュフローを生む力が低下すれば、資産価値は下落するのです。

ここで重要なことは、理論価値の測定が可能である限り、市場価格の変動は、価値変化と関係のない単なる振幅(まさに市場リスク)にすぎないので、長期的に無視し得る、即ち、理論価値の変動だけに注目した、長期の視点での運用ができる、ということです。つまり、理論価値変動に関係のない価格変動を、「市場のノイズ(雑音)」として捉える、一種の余裕、あるいは、理論価値に変動がないのだという確信をもつこと、これが、プロの運用者に求められるものだ、ということです。

その確信は、思い込みではありません。真のプロとしての確信は、資産の価値の、即ち、将来キャッシュフローを稼ぎ出す力の、徹底した調査分析からしか、生まれません。そして、その確信の強さが、理論価値よりも安い市場価格で買う(当然に、逆に、理論価値よりも高い市場価格で売る)という、機会を巧みに捉えた運用、まさにプロの運用を、可能にするのです。

株価は、理論的には、将来キャッシュフロー(償還しないので、永遠に続く将来配当)の現在価値です。理論株式価値の変動は、配当原資になる事業キャッシュフローの期待値の増減というファンダメンタルな条件に規定されているはずですが、一方で、市場価格としての株価は、おそらくは、理論価値変動よりも、よほど大きな振幅をもっています。市場価格変動は、ファンダメンタルな条件の変化よりも、その変化の期待値という、投機的もしくは心理的な要素や、テクニカルな需給要因によって、より多く規定されているだろうからです。

株式運用の代表的なものは、バリュー運用です。バリューとは、Value、まさに価値です。バリュー運用は、理論価値(本源的価値 intrinsic value)よりも安い(つまり、割安な)市場価格で、株式へ投資することです。株価が安くなっても、割安とは限りません。本源的価値が低いのであれば、株価も低い、要は、万年割安になるだけです。

資産運用は長期の視点で、とは誰にでもいえます。しかし、その具体的意味は、何でしょうか。長期の視点で資産の価値を把握するからこそ、短期的な市場価格変動に惑わされないのです。本源的価値の徹底した分析自体が、長期の視点に立たなければ、できない行為です。その結果、本源的価値の変動を認めるならば、即座に、行動しなければならぬ。市場価格の変動に過ぎないことに対しては動かず、本源的価値の変動には即座に動く、これが、真の長期運用です。時価の変動が問題なのではありません。その時価変動の内容について、本源的価値要因と市場要因とを識別できることが重要なのです。二つが区別できるからこそ、危機が機会(オポチュニティ)になるのです。危機のときは、理論価値と市場価格が大きく乖離するからです。危機の中で、割安なもの(バリュー)を拾えるのは、真の運用者のみです。

バリューとは、valueであり、価値のことですが、投資の世界では、バリューは価値そのものではなくて、価格と価値の差(価格を上回る価値の部分)のことです。そのような特別な意味をこめて、敢えてカタカナでバリューと呼びましょう。

バリュー投資は、投資の基本です。しかし、もっと基本的なことは、仮に適正価格(価値をそのまま体現した価格、いいかえれば、バリューがない価格)で資産を取得しても、投資収益はあるということ、そのバリューがないところにおける投資収益の期待値が、まさに、投資の本源的収益であるということ、です。バリュー投資とは、適正価格を下回るところで投資をして、本源的収益を上回る追加的収益を挙げようとする試みであります。

では、この本源的収益とは何でしょうか。簡単です。広義の金利的要素です。資産を所有することに必然的に付随してくる金融収益です。そもそも、債券・貸付金・預金等の金利、株式の配当、不動産の賃料などのように、利息配当金収入の期待値を内包しないようなものは、資産ではあり得ません。ですから、定義により、資産を所有すれば、金利的な収益の要素が、必ず付随するのです。それが本源的収益なのですが、その金利的要素を明確にする意味で、ここでは、インカムと呼びましょう。

このような基準金利(インカムの期待値)を前提にして資産の価格形成が行われている状態というのは、様々な資産が適正価格、即ち、価値そのもので、より本源的収益としてのインカムとの関係を明確にしていえば、本源的価値そのもので、取引されている状態です。このときに、各資産は、それぞれの固有のインカム期待値を持つこととなります。逆にいえば、そもそも、資産価値(あるいは適正価格)とは、インカムの期待値の現在価値ということですね。

しかし、価値と価格は一致しない場合が多いのです。ある資産の価格が価値を上回ったときは、割高なのだから、その資産の配分を減らし、逆に、価格が価値を下回ったとき、つまりバリューのある時は、配分を増やす、このようにして、資産配分のリバランスを行うこと、これが資産運用の第二の課題です。インカムが資産運用の第一課題とすれば、第二課題はバリューです。

バリュー運用は、本来は、極めて保守的なものなのだろうと思います。つまり、価格が価値に対して割高になることまでを、想定するものではないのです。割安なとき、即ち、バリューのあるときにのみ、新規に配分を振り向け、もしくは配分を増やし、バリューが解消してしまえば、配分をなくすか、本来の基本配分へ戻す、というのがバリュー運用の基本なのだろうと思います。

つまり、バリューのあるときだけ、バリュー運用がある、という保守的なものが、本来のバリュー運用なのです。なぜ、保守的なのかというと、価格が価値を下回る部分、即ち、バリュー部分が、価格の下落に対するクッションの役割を演じるからです。

そもそも、インカムに基づく資産配分そのものが、極めて保守的なものです。インカムは、資産の基礎的収益であって、価値(と同時に価格)の上昇期待を含まないものだからです。バリューは、価格の上昇を見込んでいますが、価値の上昇までは見込んでいません。あくまでも、価格が価値に追いつく、その部分だけを見込んでに過ぎません。本来の資産運用は、現在の資産の価格を前提にして、将来の価値の上昇を見込まないで、あくまでも、現時点の資本市場の現実を基準にして、行われるものなのです。現時点の事実に基づいた、冷静で保守的な営みなのです。

## fromHC 関連コラム「バリューとカタリスト」(2010年1月28日)より抜粋

カタリストは、catalystのことで、化学でいう触媒です。触媒というのは、手元の岩波の国語辞典によれば、「化学反応の際に、それ自身は変化せず、他の物質の反応速度に影響する働きをする物質」のことです。投資の世界では、カタリストは、バリューとの関連で比喩的に使われる用語です。バリューとは、資産の価格が資産の価値を下回っている部分のことをいうのです。

さて、問題は、割安のままでは、バリューは実現しないということです。投資手法としてのバリューは、価格が価値に向かって動いていく、その価格の相対的上昇を狙うものだからです。バリューという状況には、市場に内在する力によって自律的にバリューが解消に向かう、つまり、価値へ向かっての価格の相対的上昇が起きる、ことが予定されているのです。そうでなければ、バリューという投資の考え方は成り立ちません。

さて、カタリストという化学の言葉を用いた比喩は、このバリューが解消に向かう動きを化学反応に喩えた上で、その動きの「反応速度に影響する働きをする」ものを意味しているのです。この「反応速度」というところが重要なのです。理屈上は、バリューは、いずれは解消するのです。そう仮定するのが、市場原理です。ただし、投資の収益率にとって決定的な要素は、時間です。時間を縮める働きをするのがカタリストです。ですから、有効なカタリストを得ることは、バリュー投資にとって、極めて重要なのです。

実は、「万年割安」ということがあり得るのです。割安には違いない、バリューがあるには違いないが、そのバリューが実現するまでの時間が読めない、つまり、カタリストが働かない、そのような状況があり得るのです。

ところで、カタリストは、化学反応そのものではありません。「それ自身は変化せず」というのが、カタリストなのです。化学反応の可能性、即ち、バリューが解消していく道筋が見えていても、なんらかのきっかけ、即ち、カタリストがなければ、バリューは解消しないのです。このような、カタリストがないが故に、バリューのまま放置されることを、バリュートラップvalue trap(バリューの「罠」)といいます。解消しないバリューは、見かけのバリューに過ぎないという意味で、まさに、罠であるわけです。

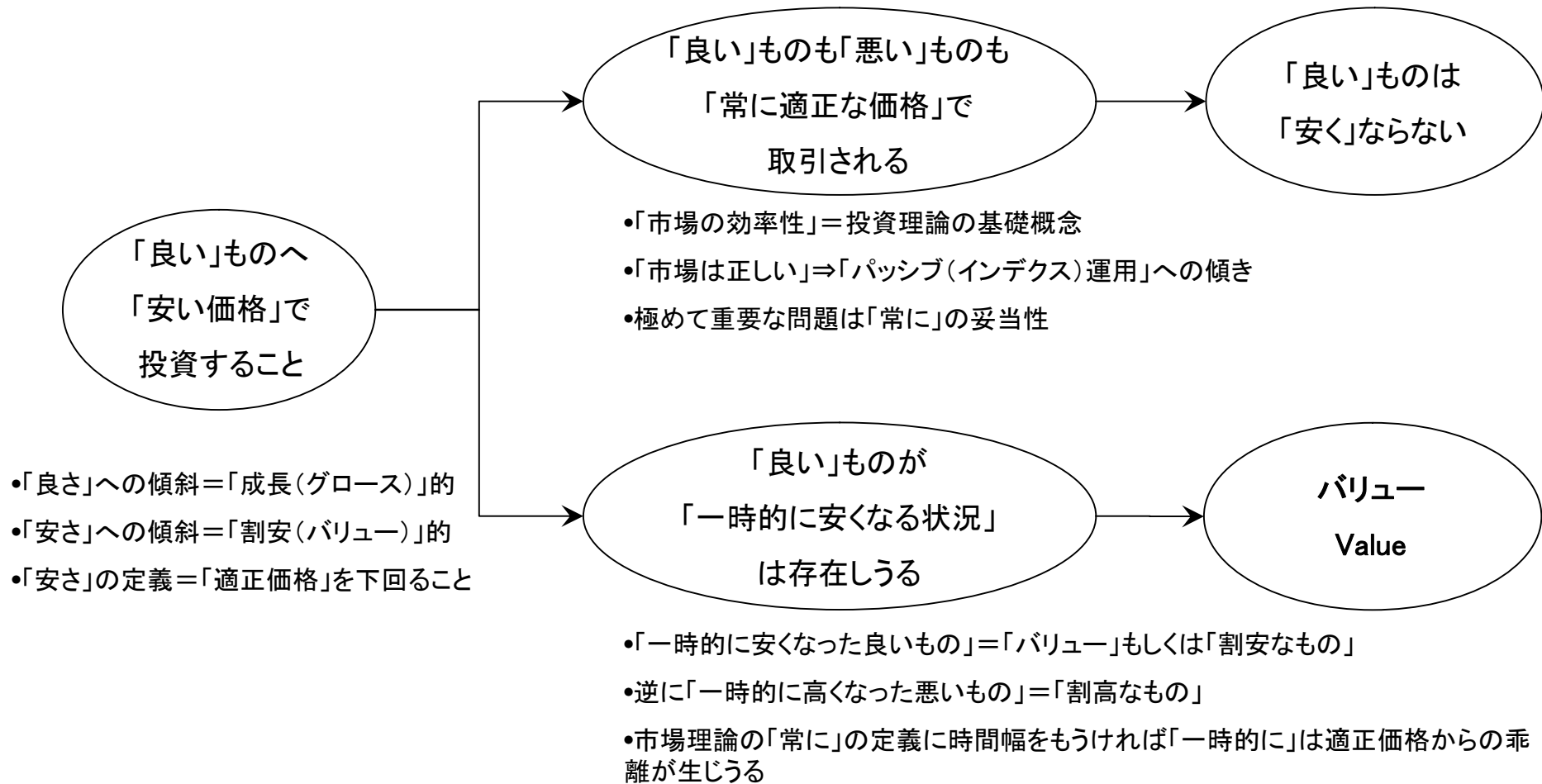
原点に戻って、そもそも、なぜに割安になってしまうのか、なぜバリューになってしまうのかを考えましょう。バリューというのは、価格が価値(本源的な価値、理論的な価値)を下回っている状態なのですが、なぜ、そのようなことになるのでしょうか。実は、ここを徹底的に考えておかないと、バリュー解消の道筋が見えてこないはず。要は、バリューになった原因を逆転させれば、バリューは解消するであろうと考えるのが、一番素直だからです。

バリューになった原因を逆転させるきっかけがカタリストなのだとして、どこにカタリストがあるかを考えるには、そもそも、バリューになったきっかけを考えるのが、一番簡単でありましょう。何らかのきっかけでバリューに転じたのだから、その原初のきっかけの逆の方向に、バリュー解消のきっかけ、即ち、カタリストがあると考えるのが、素直なわけです。

私は、日本の株式市場には、たくさんのバリューがあるのだと信じています。しかも、そのバリューが解消に向かう道筋についても、概ね、議論が尽きているのだと思っています。なのに、カタリストがない。カタリストがないのです。

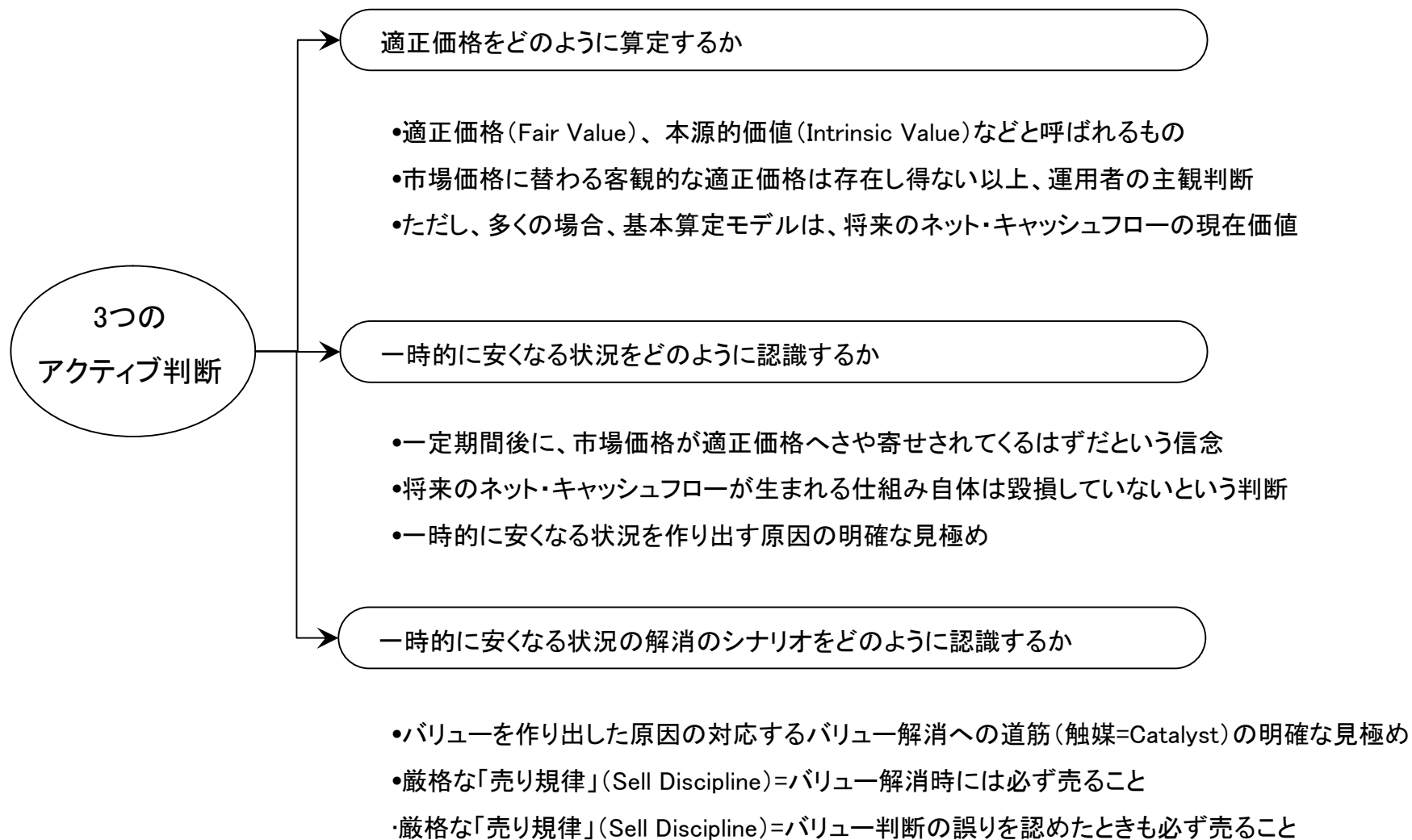
二つのことを考えるしかないでしょう。良い会社でも、自律的にカタリストがでてくるような良い会社でも、バリューになる状況というのがあるのではないか、ということ、これが第一。第二は、カタリストのないバリューに、どうしたらカタリストを作ることができるのか。

# 投資手法についての基本的な考え方





# 「バリュウ」に基づくアクティブ運用を考える際の基本的論点



# 「バリュー」と「カタリスト」の例

## バリュー

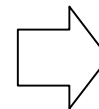
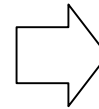
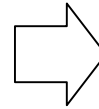
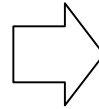
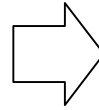
成功を疑問視される買収(多角化)  
(本業とのシナジ効果、規模の経済の有無など)

景気循環性の強い産業における「底」  
(素材、資本財、金融など)

同業他社の事故  
(薬害など)

認知度の低いもの  
(新しいもの、エキゾチックなものなど)

本来の優れた収益性を損なう効率性の低さ  
(資産・資本の利用効率の低さなど)



## カタリスト

買収(多角化)の案件の解消  
統合効果を成功に導いた経営手腕

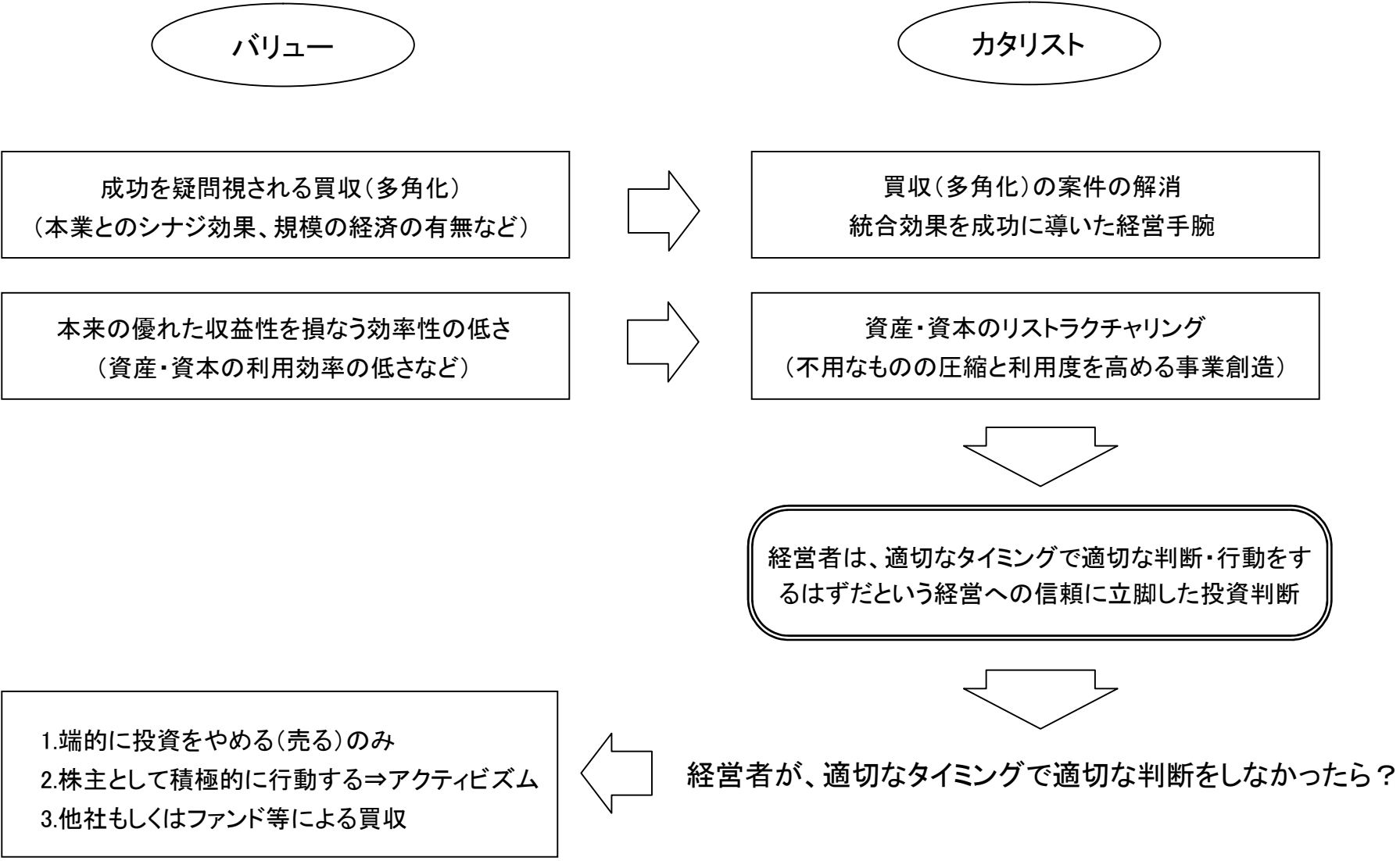
景気サイクルの好転  
(好転を捕らえる先行指標が問題)

特定企業固有の問題であることの周知  
(時間の経過とともに広がる正確な情報)

認知度の高まり  
(時間の経過)

資産・資本のリストラクチャリング  
(不要なものの圧縮と利用度を高める事業創造)

# カタリストの前提となる経営への信頼と信頼が裏切られたときの出口



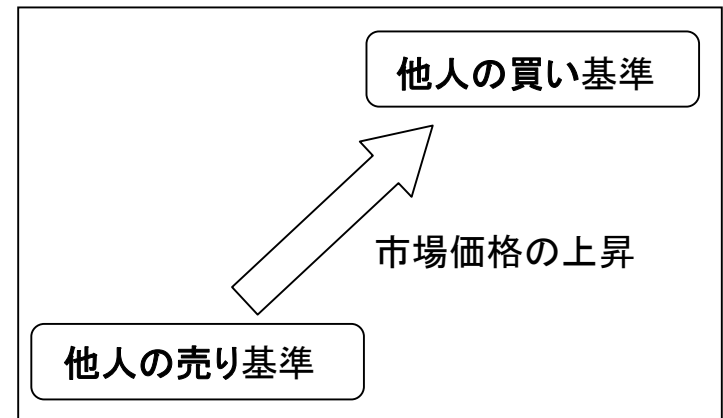
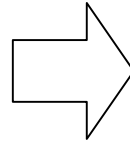
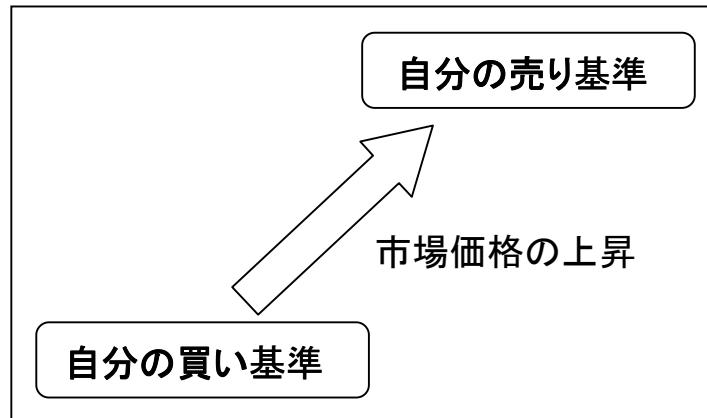
## 適正価格が適正でない(すなわち、安さがバリュウではない)

- いわゆる「バリュウのわな」(Value Trap)
- 一時的に安いのではなく、実は、本来の事業モデル自体の収益性や競争力が低下していた
- ローカルな視点での適正価格が、グローバルな視点では通用しなくなっている可能性

## 経営への信頼がなり立たないときの出口がない

- アクティビズムが機能しない
- 敵対的買収や国境をまたぐ買収が成功しない
- 買収ファンド等の機能や規模が小さい

# 「売り」から入る



買えるものを探す

⇒ 売れるかどうかのリスク

安いがゆえに買う

⇒ バリュートの罠のリスク

市場価格の誤りをとる

⇒ 誤りの是正 = 全体市場均衡の正しさ

市場に対峙する外部の運用者

売れるものを探す

⇒ 着実な売却益の積み上げ

売れるがゆえに安い

⇒ 確度の高いバリュー

市場価格の正しさをとる

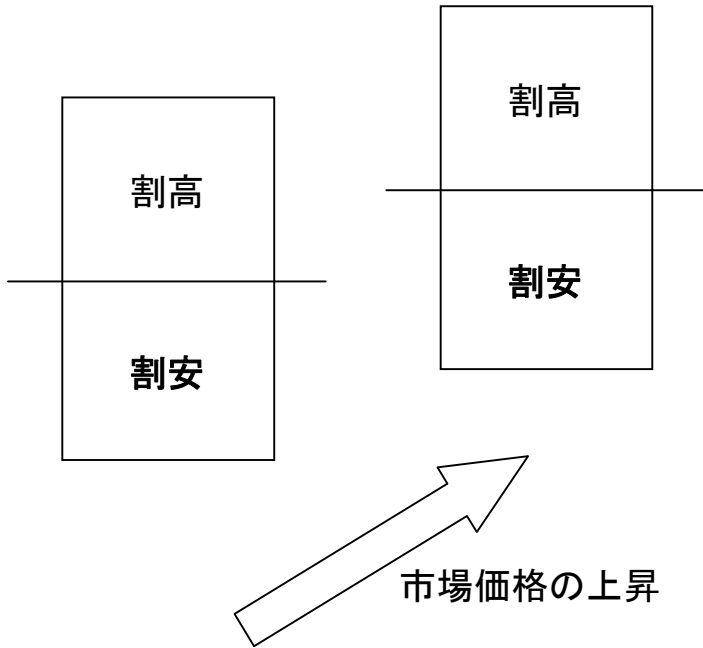
⇒ 正しさは動く = 全体市場均衡の誤り

市場の中の一要素としての運用者

# 絶対評価基準

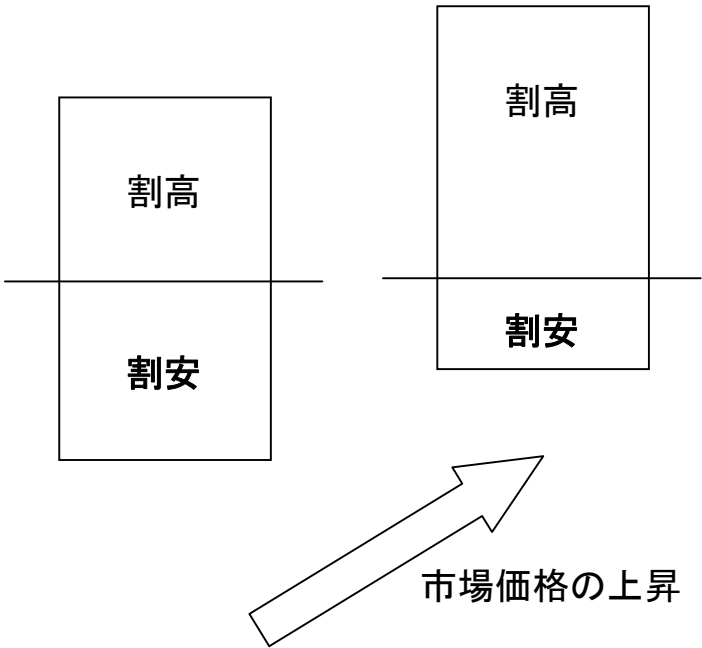
## 相対評価基準

「常に、半分は、相対的に安い」



## 絶対評価基準

「割安に買えるものが少なくなる」



- 本セミナーは、バリュー運用の基礎要素に基づいて、主として株式運用の領域におけるバリュー運用について基本から解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたバリュー運用についてのご理解を今後の投資判断のご参考としてお役立て下さい。
- 本セミナーはバリュー運用についての解説・検討を行うものであり、本セミナーのテーマに関連する特定の金融商品等の推奨・勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。