

**第1部 伝統的の四資産に替わる資産定義の再構築**

**第2部 伝統的資産配分に替わる資産選択の再構築**

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  
加入協会

関東財務局長（金商）第430号  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
日本証券業協会

2015.03.16 大阪  
2015.03.17 名古屋  
2015.03.23 東京

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



第1部 伝統的資産に替わる資産定義の再構築	3
資産の基本性格と本源的価値	4
資産を分類する基本的な二つの軸	5
グローバル化と通貨をめぐる問題	6
事業価値と資本構成価値	7
高度化する資本構成(キャピタルストラクチャ)	8
資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体	9
市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル	10
パブリックとプライベートの二重の関係	11
常態と非常態	12
「オルタナティブ」の再構成	13
投資対象の「適格性」	14
株式、債券(権)、実物資産の投資価値判断	15
第2部 伝統的資産配分に替わる資産選択の再構築	16
古い格言(乳牛と牛乳)	17
常識的な考え方における四つの基本的論点	18
キャッシュフローの量と質を高める方法	19
保守主義の原則	20
総合収益の分解	21
資産運用の基本としての資産(戦略)の分類・選択・配分	22
利息配当金を基礎とした収益(インカム)と投資機会による収益(インカムプラス)	23
収益の源泉の選択と配分	24
伝統的「四資産配分」の再構成	25

伝統的「四資産配分」の枠の中への再構成 .....	26
伝統的「四資産配分」の抜本的革新または枠組みの維持 .....	27
望ましい収益率の分布のあり方 .....	28
マイナスを避けつつ収益をあげることの意味 .....	29
「成長株(グロース)」と「バリュー」の投資機会 .....	30
「成長株(グロース)」と「バリュー」の投資機会 .....	31
「明日」の機会を考えることの「今日」における意味 .....	32

# 第1部 伝統的資産に替わる資産定義の再構築

いわゆる「四資産分類」とは、どういう分類基準なのでしょう。株式(国内と外国)と債券(国内と外国)の区分を基本軸にしたものなのでしょうか。それとも、国内(株式と債券)と外国(株式と債券)の区分を基本軸にしたものなのでしょうか。また、いわゆる「オルタナティブ」とは、何でしょうか。「その他」というような曖昧な分類があり得ていいものなのでしょうか。

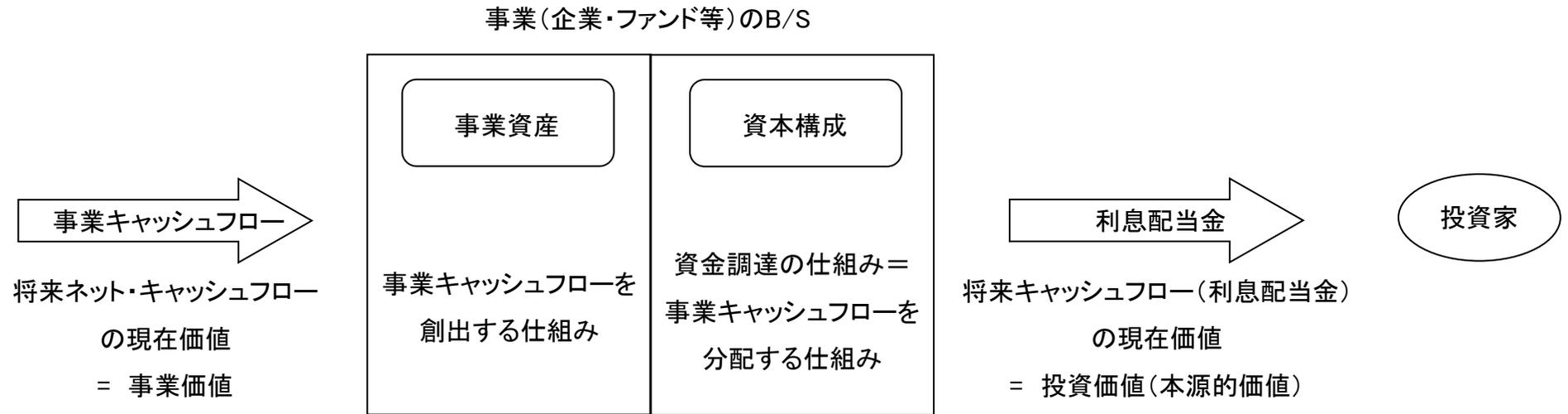
株式と債券の区別は、資本構成(キャピタルストラクチャ)上の地位の区分です。しかし、現在、高度に複雑化した資金調達手法が普及し、資本構成が多様化する中で、このような単純な二分割の有効性は疑問です。ましてや、国内と国外という区分は、グローバル化の時代にそぐいません。

資産を分類する軸は、株式と債券、国内と国外、以外にも多様にあり得ます。オルタナティブが、「その他」になってしまう理由は、二つの軸で整理できないからです。軸を変えれば、オルタナティブを統合して管理することは可能です。

答えは一つではありません。今回は、いくつかの分類軸を提示し、各年金基金が自分の実情にふさわしい分類の枠組みを作ることができるようにしたいと思います。

- キャッシュフローの源泉(事業・産業構造・成長のテーマなど)の軸
- 資本構成(キャピタルストラクチャ)の軸
- 地域(国と世界)の軸
- 流動性(パブリックとプライベート)の軸
- 常態における金融機能と非常時(経営不振・破綻・合併再編など)の金融機能
- オルタナティブ・の分解

# 資産の基本性格と本源的価値



・自分の資産は、他人の債務。資産と債務は同じ一つのコインの裏表

・「利息配当金を基礎にした収益(本源的収益)」＝「利息配当金そのもの」+「将来利息配当金の上昇(下落)＝価値変動」

・「利息配当金を基礎にした収益(本源的収益)」は、価値変動(に伴う価格変動)を含むので、一定の「キャピタルゲイン(ロス)」を当然に含む

・将来利息配当金の期待値が下がれば、価値は下がり、価格も連動して下がる。このときの、価格下落は本質的損失であり、まさにリスクである。投資とは、リスクを回避する努力である

・価値が変動しなくても、価格は変動する(価格変動＝ボラティリティ)。そのような価格変動は、本質的リスクではなく、長期的に無視し得る一方で、価格が価値を下回るときは、有利な投資機会を作る

# 資産を分類する基本的な二つの軸

## 事業キャッシュフローの源泉の軸

国・地域別

産業別

事業資産

事業キャッシュフローを  
創出する仕組み

資本構成

資金調達の仕組み＝  
事業キャッシュフローを  
分配する仕組み

## 資本構成(キャピタルストラクチャ)上の軸

位置別  
(最上位債権-最下位株式)

パブリック/プライベート

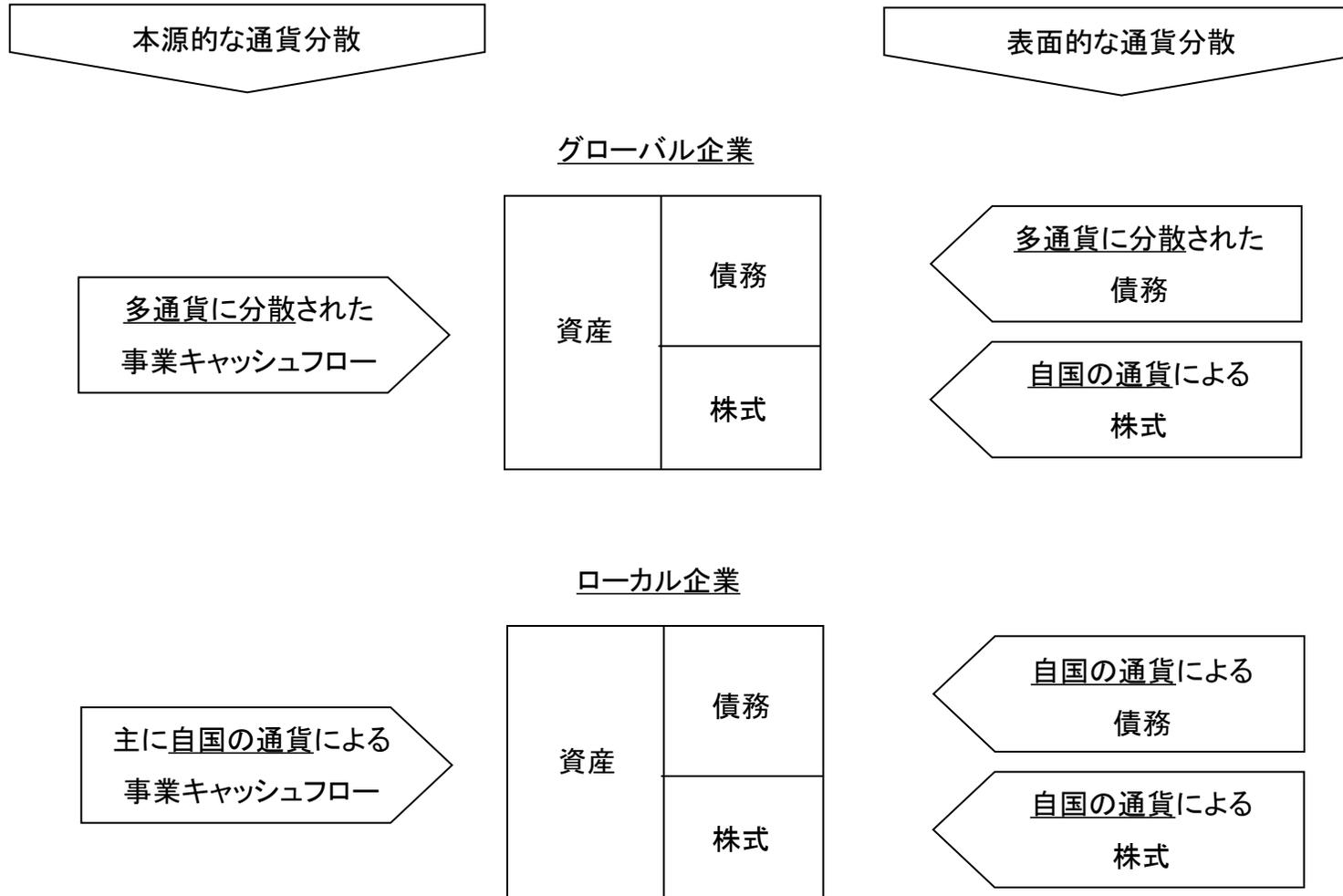
常態/非常態

事業キャッシュフローの通貨分散

投資対象の通貨分散

# グローバル化と通貨をめぐる問題

グローバル化に伴い、本源的な事業キャッシュフローの源泉における通貨分散の意味が増大してくる



# 事業価値と資本構成価値

事業(企業・ファンド等)の貸借対照表

資産構成	資本構成
事業資産	優先部分 (債権、社債)
	(メザニン)
	劣後部分 (株式)

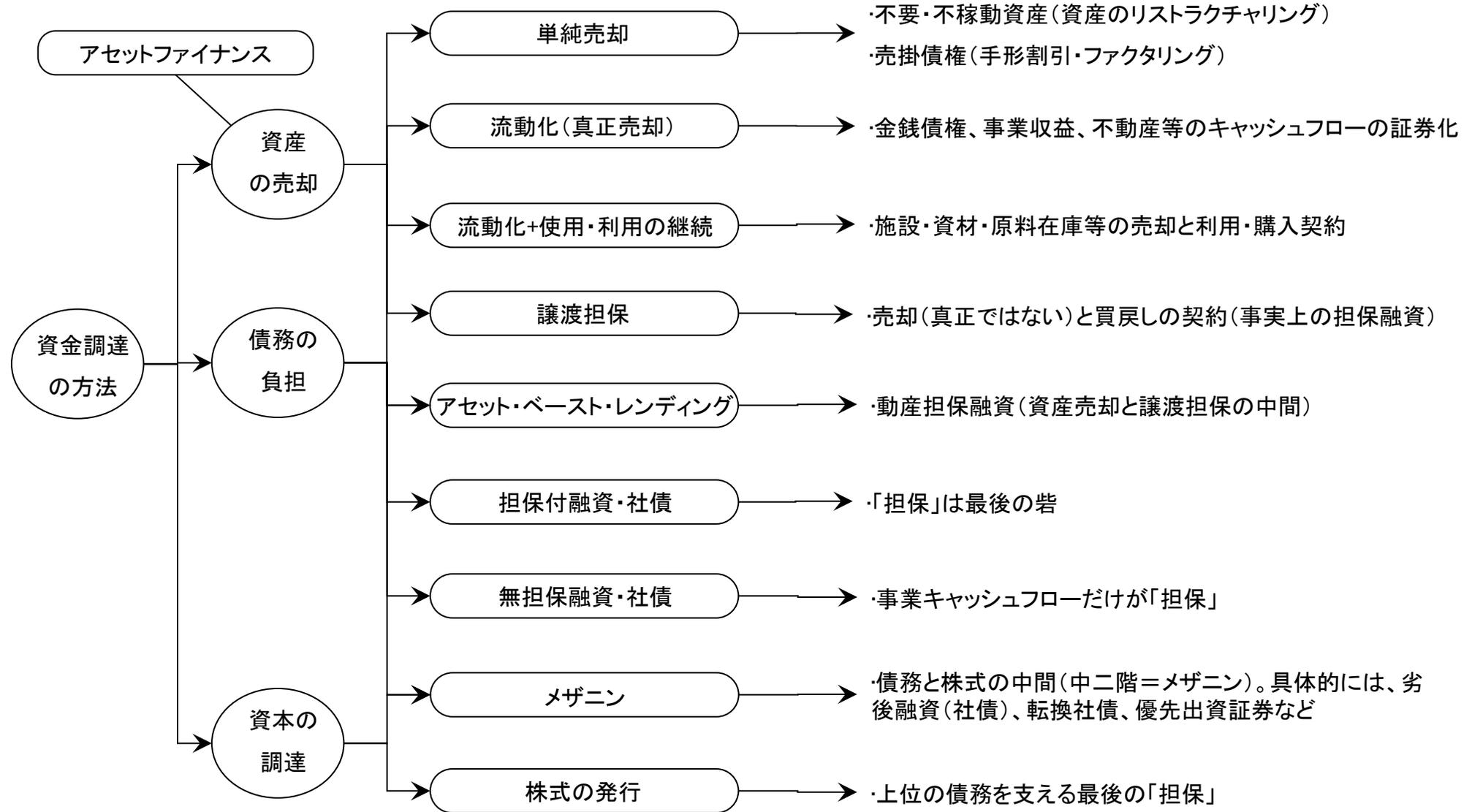
  

キャッシュフローを 創出する仕組み	キャッシュフローを 分配する仕組み
----------------------	----------------------

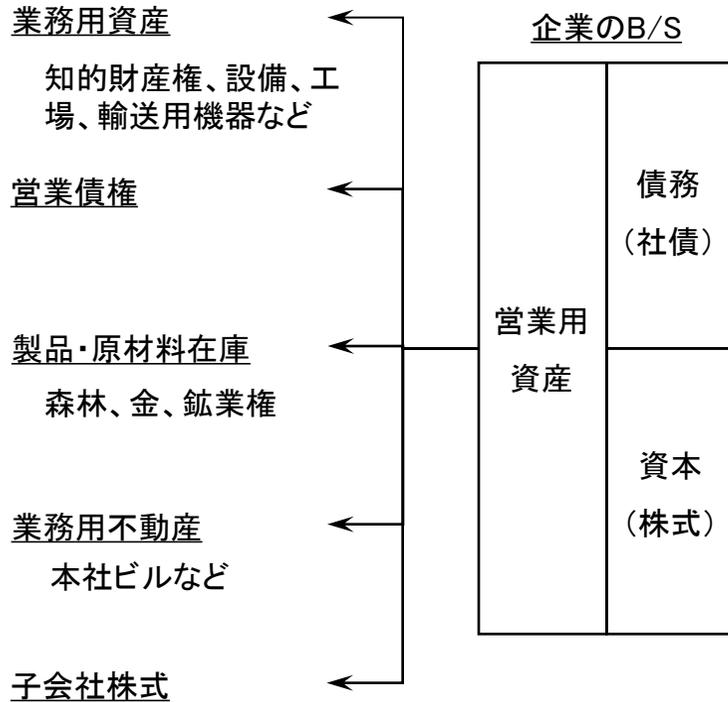
## 論理的な帰結

- ⇒ 事業価値は資産構成で規定される
  - ⇒ 事業価値の改善は、資産構成を変化させ、結果的に、資本構成を変化させる
  - ⇒ 資産構成価値(事業価値)の総計は資本構成価値の総計に等しい
  - ⇒ 資本構成を操作することによっては、事業価値の改善はなし得ない
  - ⇒ 事業価値を大きく変えることなく、資産構成を変化できる(資産流動化=アセットファイナンスの可能性)
- ⇒ 資本構成の総体の価値が変動しなくても、構成の変動は、各要素の価値を変動させる
  - ⇒ 債務を増やせば、資本効率は上昇するが、財務不安定性が増す(レバレッジの効果と弊害)
  - ⇒ 債務を減らせば、資本効率は低下するが、財務安定性は増す
  - ⇒ 理論的には、財務リスクを調整した後の株式の収益率は、同じになるのではないか(理論的に、総計が変わらないのだから)
  - ⇒ 保守的な株式投資の見地からは、レバレッジは不要ではないか
  - ⇒ 逆に、株式投資において、レバレッジを正当化する条件とは何か

# 高度化する資本構成(キャピタルストラクチャ)



# 資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体



営業債権	債務 (社債)
	資本 (株式)

⇒ 証券化

業務用資産	債務 (社債)
	資本 (株式)

⇒ 実物資産ファンド、リース債権

在庫	債務 (社債)
	資本 (株式)

⇒ 森林資源ファンドなど

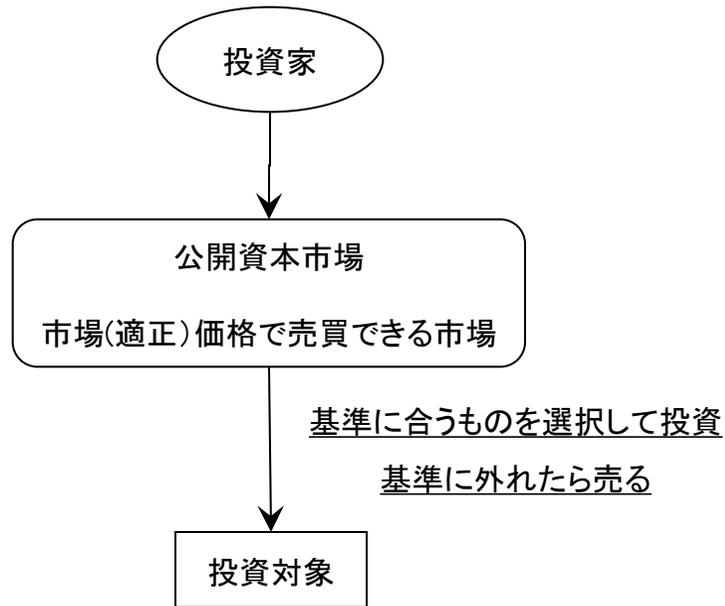
業務用不動産	債務 (社債)
	資本 (株式)

⇒ 不動産ファンド

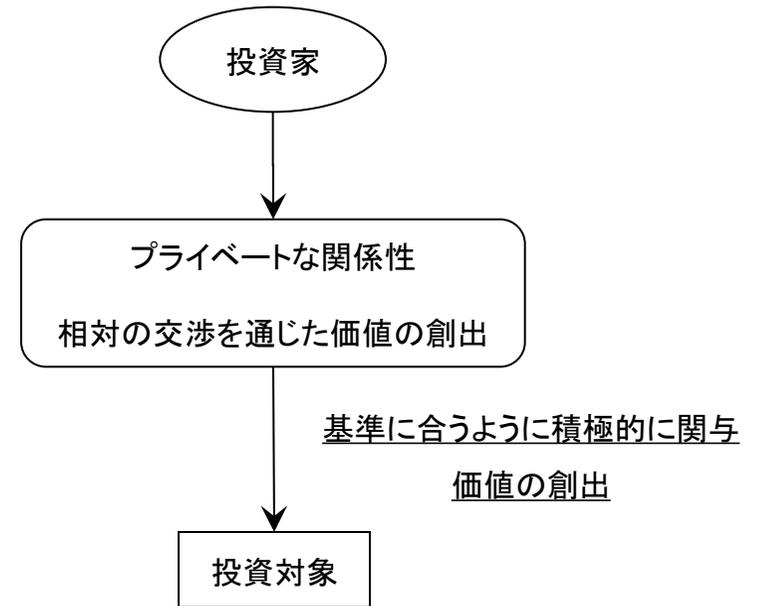
子会社株式	債務 (社債)
	資本 (株式)

⇒ プライベートエクイティのファンド

# 市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル

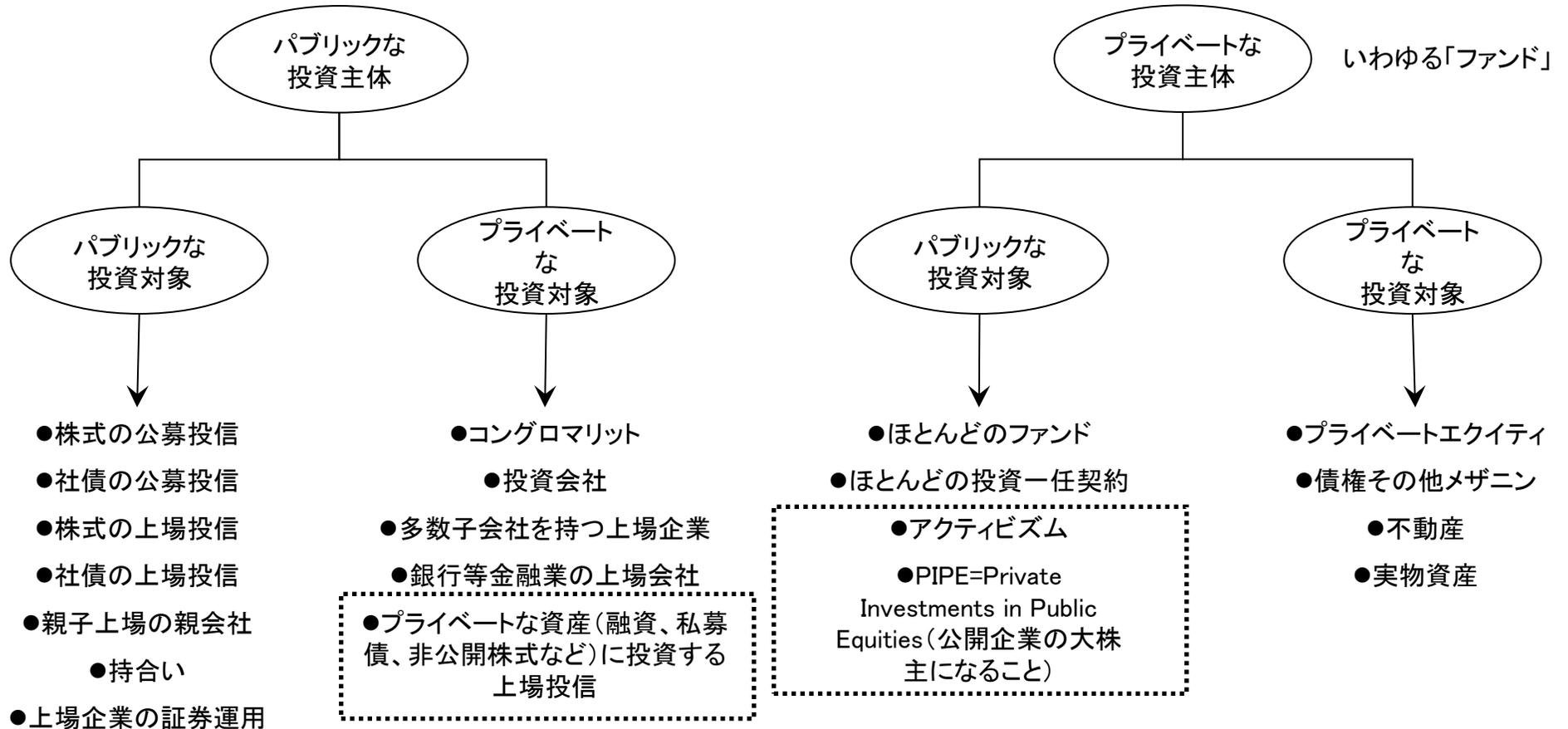


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い

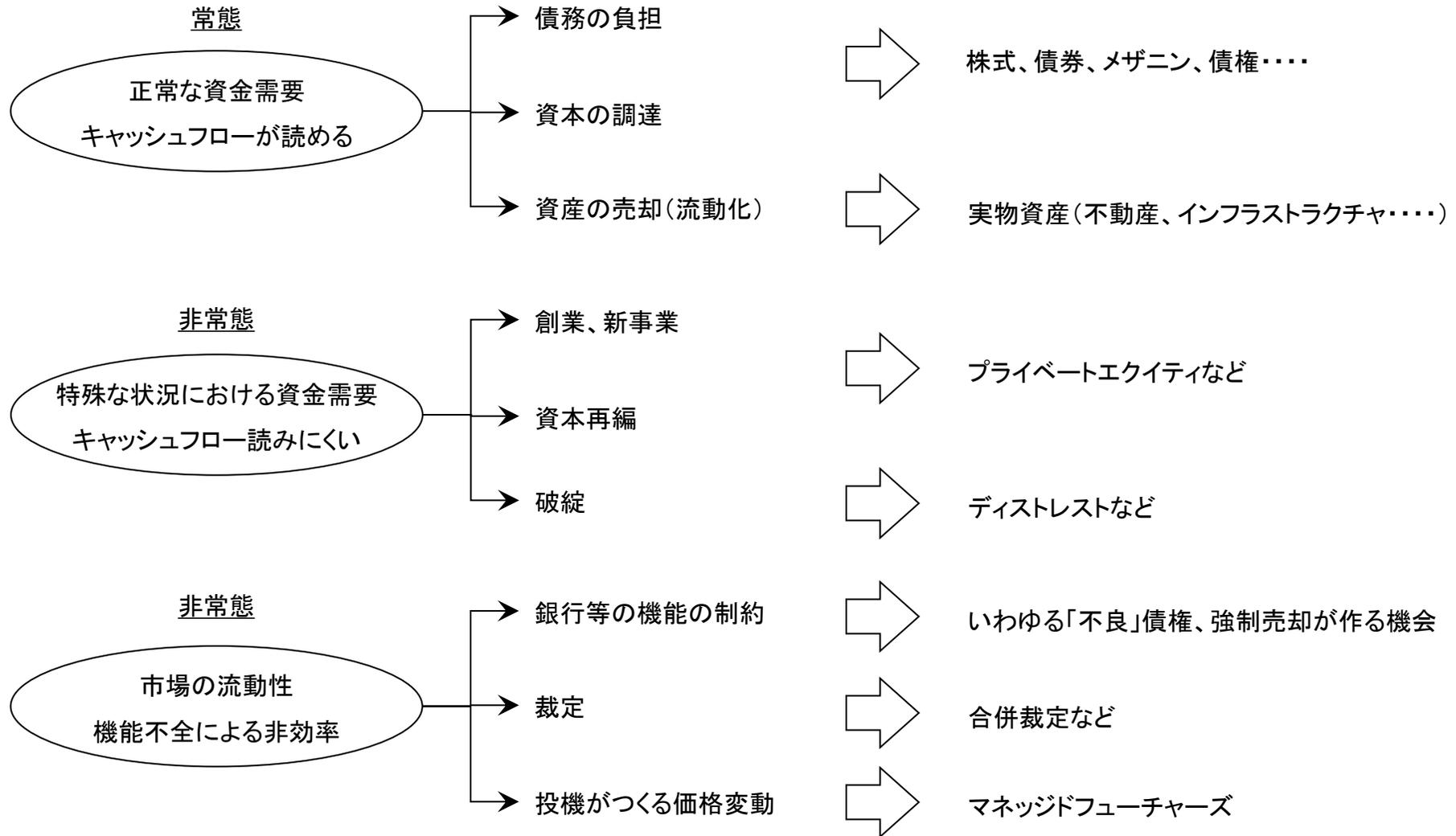


- ⇒ 関係性によるリスク管理=リスクの直接的管理
- ⇒ いわゆる「バリューアップ value up」
- ⇒ 積極的な行動による価値の創出=経営陣との協働
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

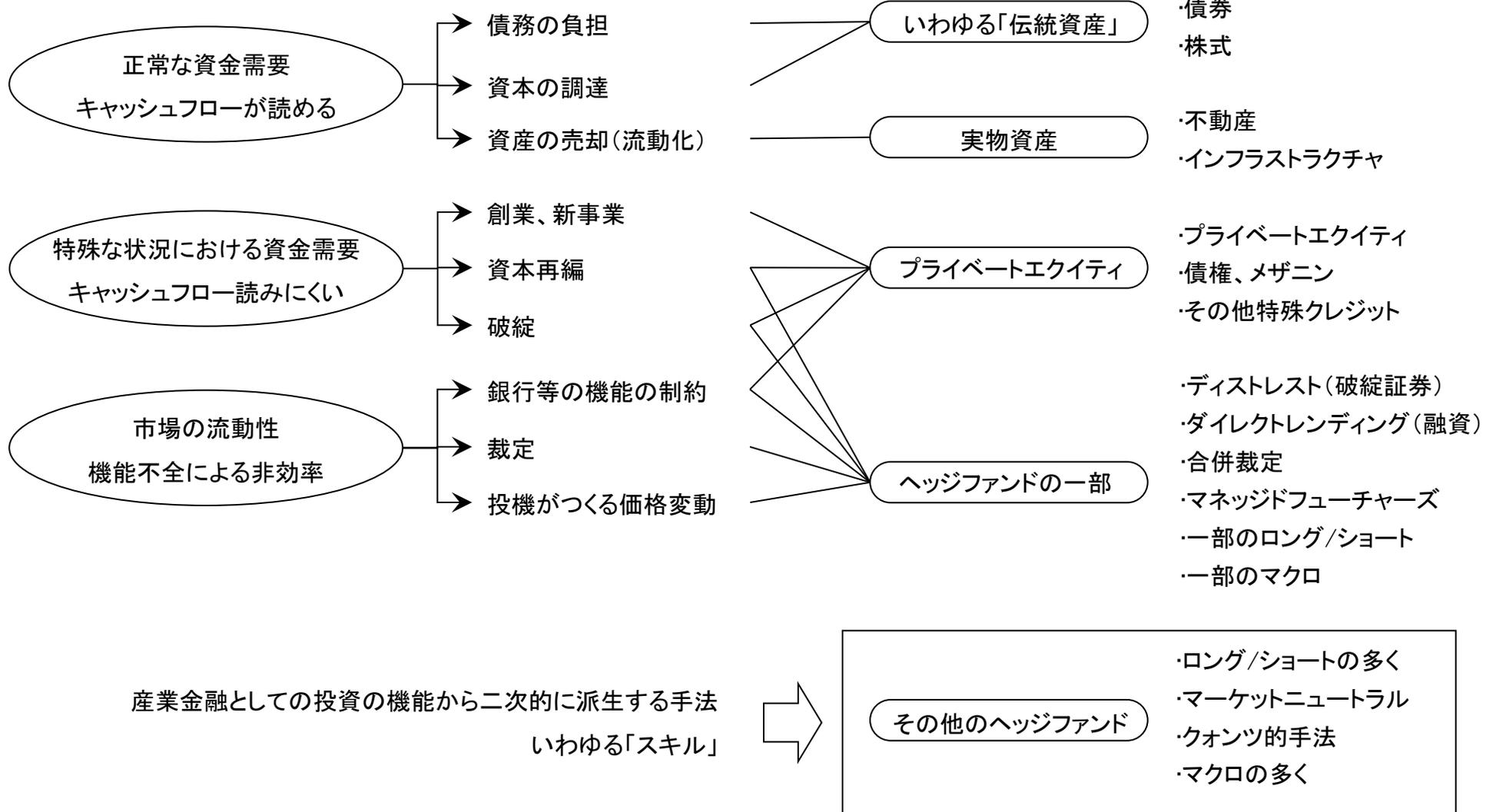
# パブリックとプライベートの二重の関係



# 常態と非常態



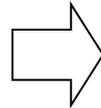
# 「オルタナティブ」の再構成



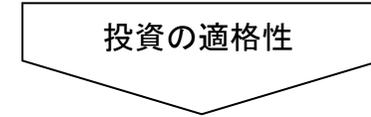
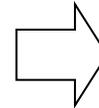
# 投資対象の「適格性」



社会が広く受容している  
社会が広く認知している

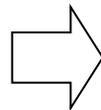


市場の存在

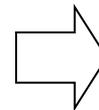


技術的(法律的)に、投資対象として  
構成できる  
しかし、格付や市場指数の盲信は危険

社会が必要としている  
社会の需要の裏付けがある

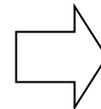


キャッシュフローが読める

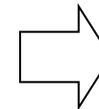


合理的に価値を評価できる  
リスク(損失可能性)を管理できる

社会常識という「制約」  
社会制度上の制約



金融の社会的コスト

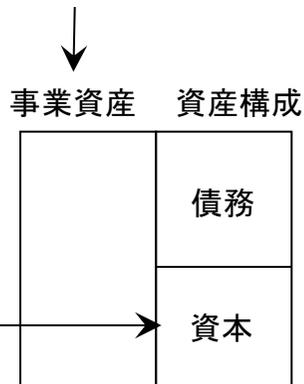


構造的な非効率  
いわゆる「スキル」

# 株式、債券(権)、実物資産の投資価値判断

## 株式投資の論理

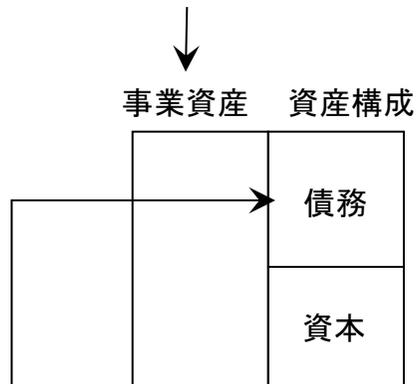
①事業厳選



- ②最下位を選択できる条件  
⇒債務の重みに潰されないこと  
⇒債権者の権利に左右されないこと
- ③株主の権利行使  
⇒経営者(事業)厳選  
⇒友好的大株主

## 債券(権)投資の論理

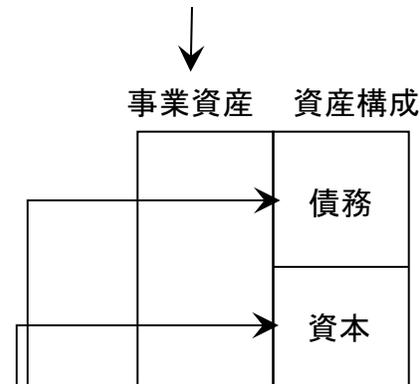
①事業厳選



- ②債権・債券相互の優先順位選択  
⇒優劣を反映した金利秩序の確認
- ③債権者の権利行使  
⇒下位(メザニン・株式)の厚み(安全性)  
⇒担保性のある資産価値

## 実物資産投資の論理

①事業厳選



- ②A債権・債券相互の優先順位選択  
⇒優劣を反映した金利秩序の確認
- ③A債権者の権利行使  
⇒下位(メザニン・株式)の厚み(安全性)
- ②B最下位を選択できる条件  
⇒債務の重みに潰されないこと  
⇒債権者の権利に左右されないこと  
⇒フルエクイティ(実物そのもの)
- ③Bエクイティ投資家の権利行使  
⇒一定の拒否権や承諾権

## 第2部 伝統的資産配分に替わる資産選択の再構築

資産の前提となるのは、キャッシュフローを生み出す事業の仕組みです。資産というのは、その生み出されたキャッシュフローの分配を受け取る権利のことで、そして資産の分類とは、キャッシュフローの源泉の違いであり、また、分配を受ける権利優先順位の区分等のことです。投資とは、そのようなキャッシュフローを生む本源的力、即ち価値を内包した資産を、保有することです。

価値には、二つの側面があります。キャッシュフローの量と質(安定性)です。原理的に、その創出力を高めるには、三つの方向があります。第一に、事業の適時適切な選択と配分、第二に、事業キャッシュフローの質と量を高めるための積極的な関与、第三に、キャッシュフロー分配の権利に関する優先順位の最適な選択、この三つです。

これらのことを、伝統的な資産運用の用語で表せば、第一が銘柄選択(および、一部資産配分)の問題、第二がバリューアップ(不動産、プライベートエクイティ、アクティビズムなどにみられるもの)の問題、第三が資産配分の一部の問題です。

また、資産の価値と資産の価格は、連動しますが、常に位置しているとは限りません。価格が価値を大きく下回る状況は、投資機会としての魅力があります。その機会へ資産を動かすことも投資の重要な課題です。

以上、資産を保有する基準、資産価値を高める基準、投資機会を捉える基準、の三つの基本問題について、具体的方法を検討します。

- 価値とリスク(損失の可能性)、価格とボラティリティ(価格変動)
- 価値の基づく基礎インカム戦略と、ボラティリティが作る投資機会
- 事業キャッシュフローの予測可能性と安定キャッシュフローの確保
- 割安な状況の定義と、安全性を見込んだ割安度の測定
- プライベートな関係性の中でのバリューアップ、関与による損失回避
- キャピタルストラクチャ選択と株式投資が成り立つ条件
- 管理運営体制の問題と、運用会社との間の機能の分担

## 古い格言(乳牛と牛乳)

⇒乳牛への投資は、ネットの事業キャッシュフロー(牛乳の売却代金から飼料代等の飼育費を控除したもの)を得ることが目的である

⇒乳牛の価格(価値)は、当該乳牛から期待されるネット事業キャッシュフローの現在価値である



- ① いい乳牛を買う(キャッシュフローの源泉の厳選)
- ② 飼育技術を改善する(飼料や飼育環境の工夫)
- ③ 資金調達(逆の立場からいえば乳牛投資)の方法を工夫する

# 常識的な考え方における四つの基本的論点

## 本源的価値

- ・資産が生み出す将来キャッシュフローの現在価値
- ・資産運用の課題＝将来キャッシュフローを高める(価値の増大を目指す)努力
- ・基礎インカム＝現在利息配当金 + 将来利息配当金の上昇(価値上昇)

## 損失の可能性(リスク)

- ・将来キャッシュフローの毀損⇒本源的価値の低下⇒損失(リスク)
- ・資産運用の課題＝価値の毀損を回避する(リスクを避ける)努力

## 価格変動(ボラティリティ)

- ・本源的価値の周辺における市場価格の変動
- ・価格が価値よりも低いとき(価値と価格の差がバリュー)＝投資の機会

## 保守主義

- ・将来キャッシュフローの推計における仮定設定の保守主義
- ・「安全性の厚み(マージン・オブ・セイフティ margin of safety)」＝価値と価格の差の大きさ
- ・合理的にできること⇒価値の判断
- ・合理的にできないこと⇒価格の予想

# キャッシュフローの量と質を高める方法

キャッシュフロー分配の地位の選択  
(資本構成選択)

下位(劣後)に、特に株式に、投資できる条件を徹底的に保守的に検討する  
法律上の権利を守る工夫を凝らす

キャッシュフロー源泉の選択  
(事業選択)

源泉を厳選する  
源泉を分散する

キャッシュフロー源泉と配分への関与  
(事業改善、資本構成改善)

事業構造の改善 ⇒ 債権者として、株主として、経営へ助言する  
資本構成の改善 ⇒ 債権者として、株主として、改革を主導する

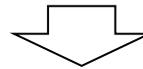
# 保守主義の原則

---

保守主義の原則 = キャッシュフローの質(予測可能性の高さ)を追求することで、結果的に、キャッシュフローの量もたらされる

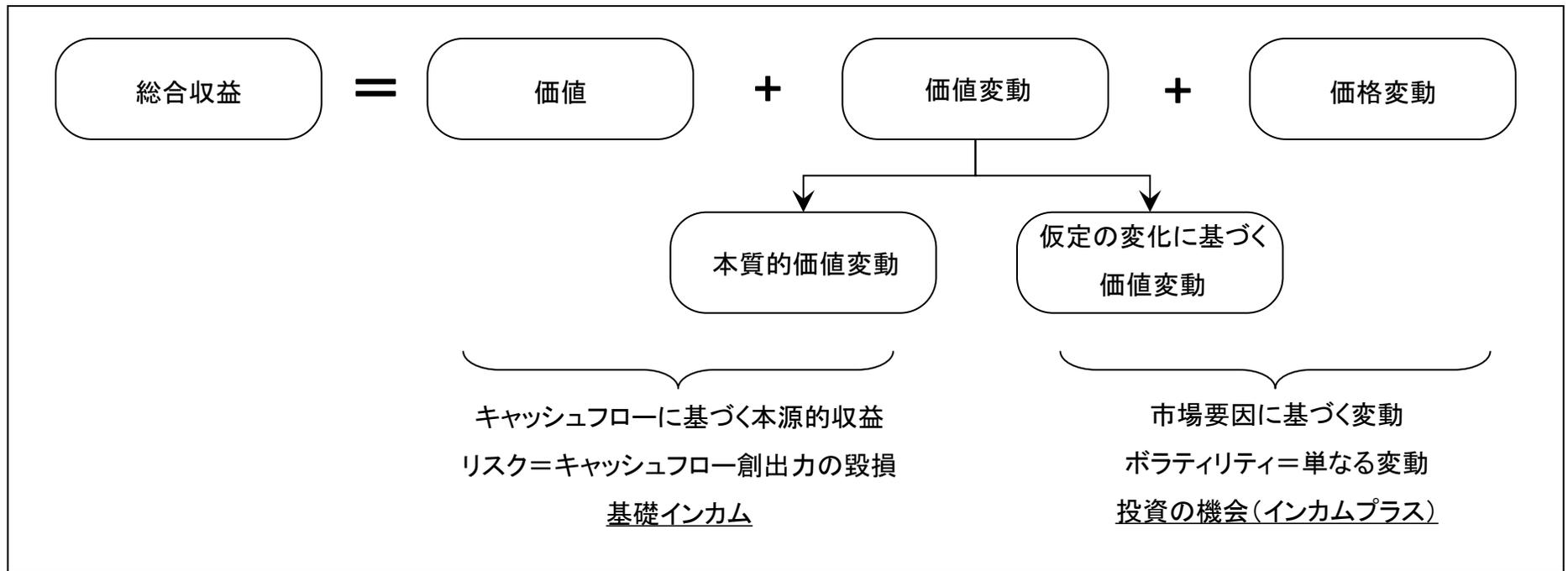
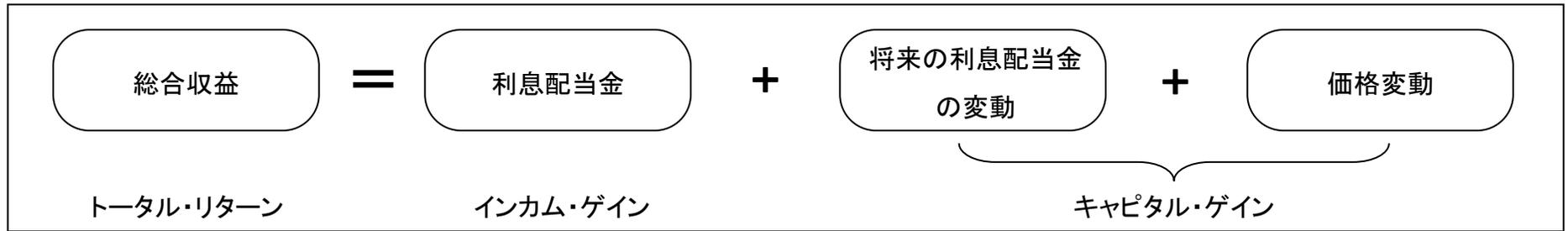
キャッシュフローの質を高める努力

- ⇒ 資本構成の上位への投資を原則とし、下位(株式)へ投資するときには、厳格な条件の下で行う
- ⇒ 事業キャッシュフローの源泉を厳選し、厳選した範囲の中で分散する
- ⇒ 可能な限りで、積極的な経営関与を行う



結果的に、キャッシュフローの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していく

# 総合収益の分解



# 資産運用の基本としての資産(戦略)の分類・選択・配分

資産配分(アロケーション)には、論理的に、資産選択(セレクション)が先行する。選択した範囲でのみ、配分が問題になる  
資産定義(資産を分類する軸)を厳密にしない限り、選択はできない。分類と定義を厳密化していけば、「資産」というよりも、戦略となる  
資産定義と資産選択基準が、基本的な運用方針であり、同時に、運用会社の選択基準ともなる  
選択の基準は、価値判断である。投資対象の価値判断が、投資の本質である

今の金融市場の構造上、  
妥当な平均資本のコストを求める

## インカム

利息配当金の基礎  
を固める戦略の選択と構成

中期的(3年)に基準を満たす  
利息配当金を生む資産(戦略)  
のリストの作成

選択基準  
⇒利息配当金の質と量  
配分基準  
⇒源泉の分散と目標

運用会社の選択基準  
⇒戦略の厳密な定義

## インカムプラス

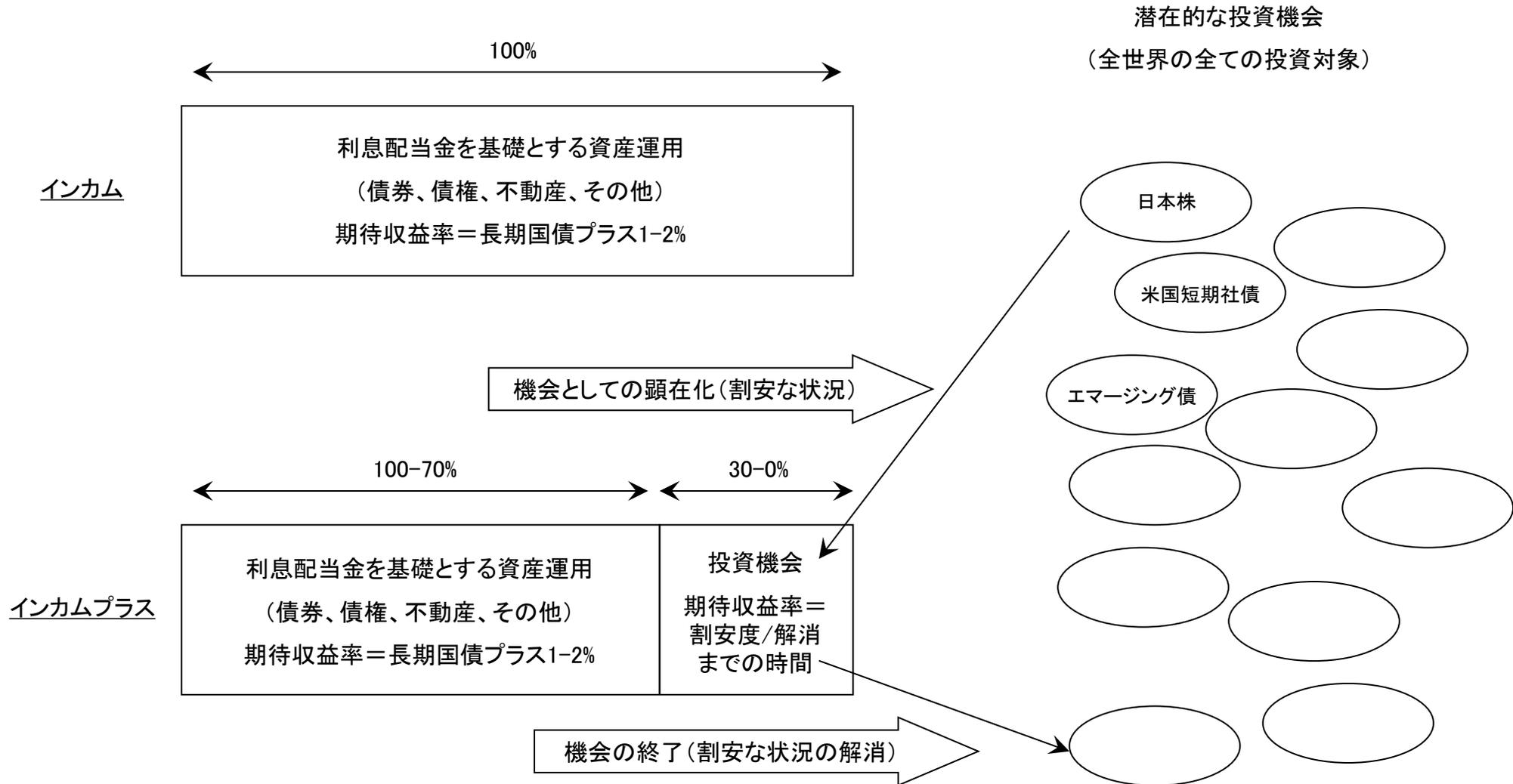
投資機会を捉えるための  
戦略の選択と戦術的対応

今の機会(割安)の発見  
明日の機会の展望  
=今の不安要因の発見

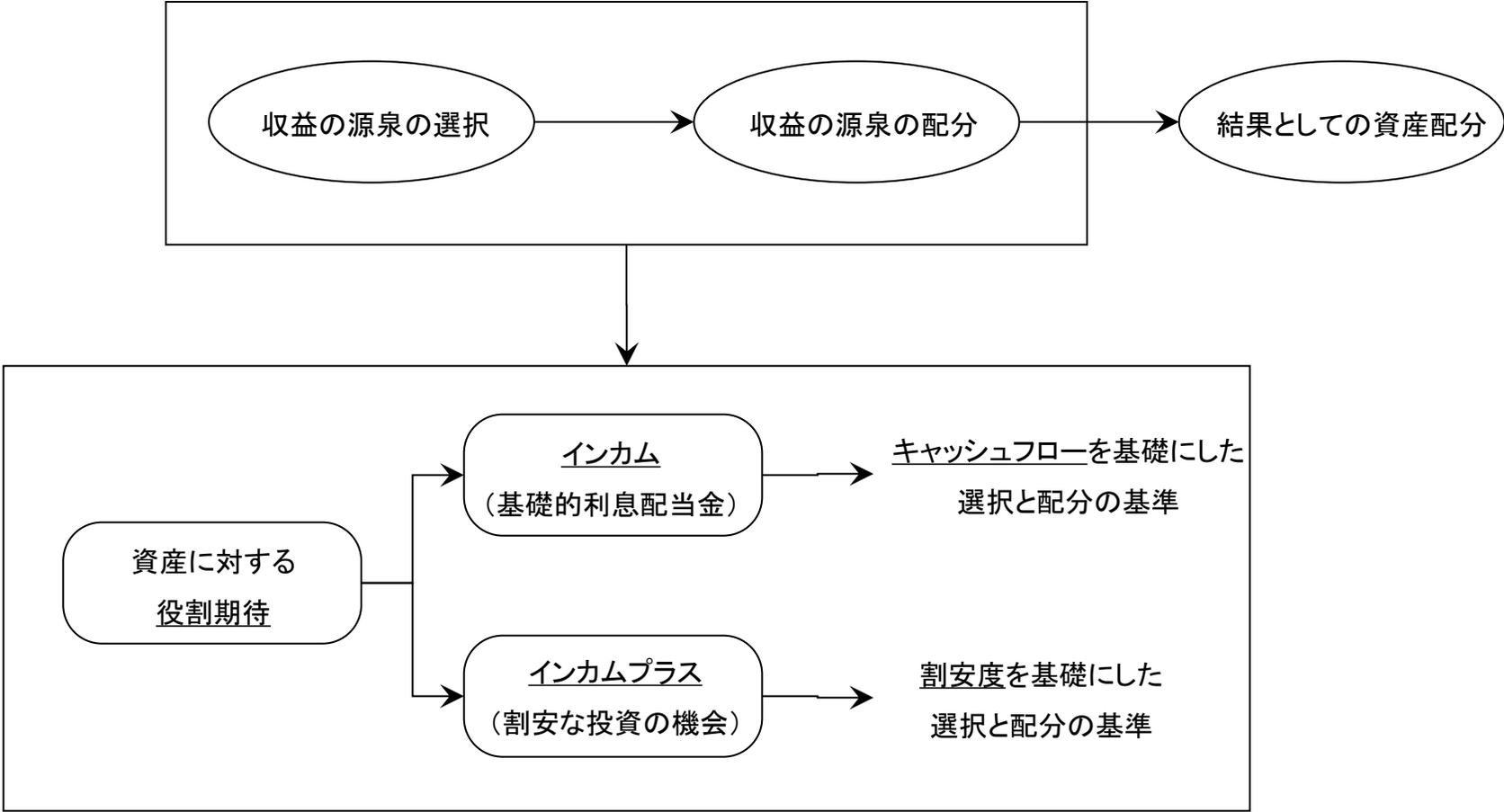
選択基準  
⇒安全性の厚み(保守主義)  
配分基準  
⇒一機会上限、全体上限

運用会社の選択基準  
⇒戦略の厳密な定義  
目的実現(割安解消)時の対応  
⇒必ず見直す(止める前提)

# 利息配当金を基礎とした収益(インカム)と投資機会による収益(インカムプラス)

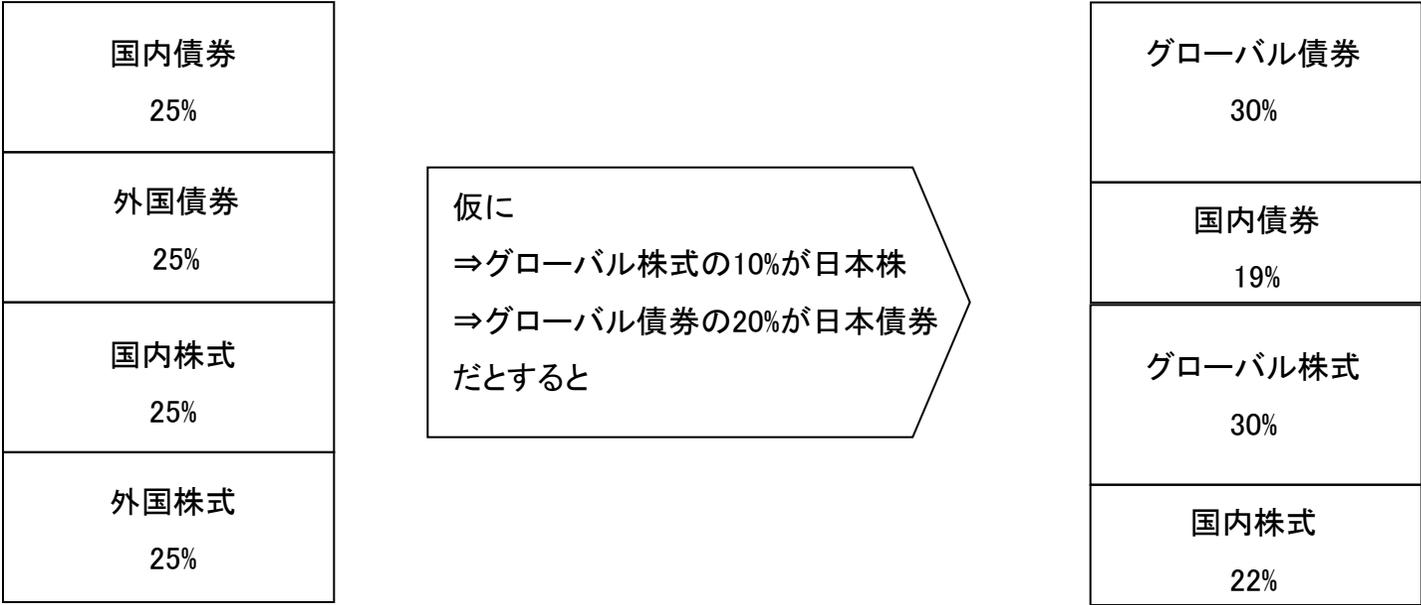


# 収益の源泉の選択と配分



# 伝統的「四資産配分」の再構成

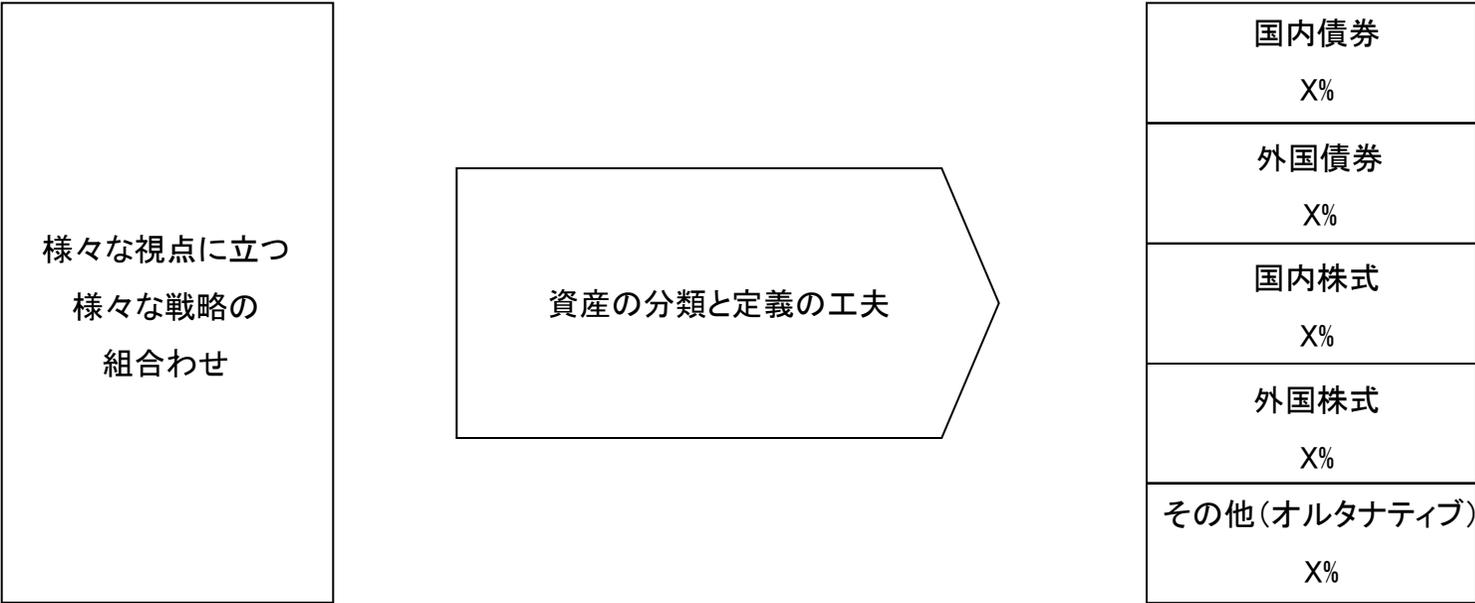
伝統的な「四資産分類」は、別の形にも表現できる



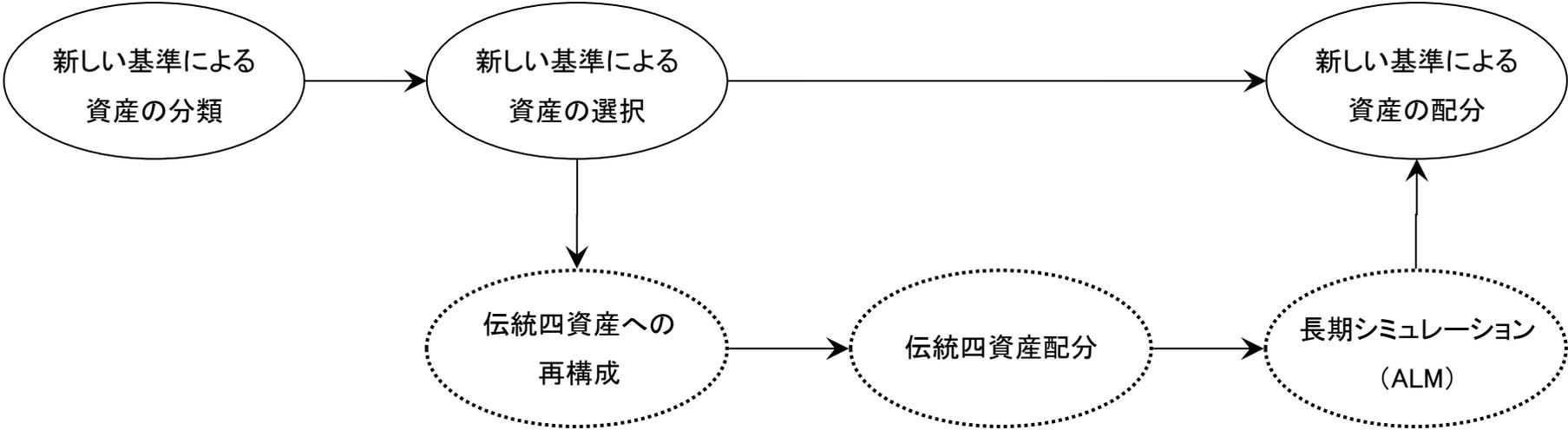
「四資産分類」を別の形に表現することは、単に形を変えるだけでなく、委託の構造(運用会社に対する期待)も変える  
⇒例えば、上の例では、グローバル株式・債券における日本への配分比率

# 伝統的「四資産配分」の枠の中への再構成

大抵の資産配分は、定義と区分を工夫することで、伝統的「四資産分類」+「その他(オルタナティブ)」の枠の中に再構成できる

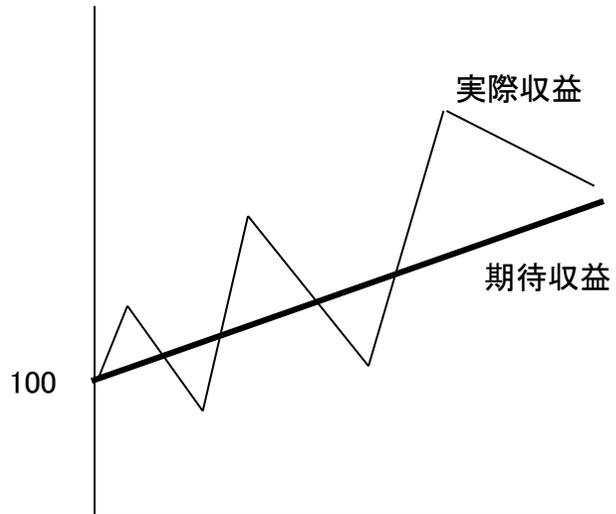


# 伝統的「四資産配分」の抜本的革新または枠組みの維持

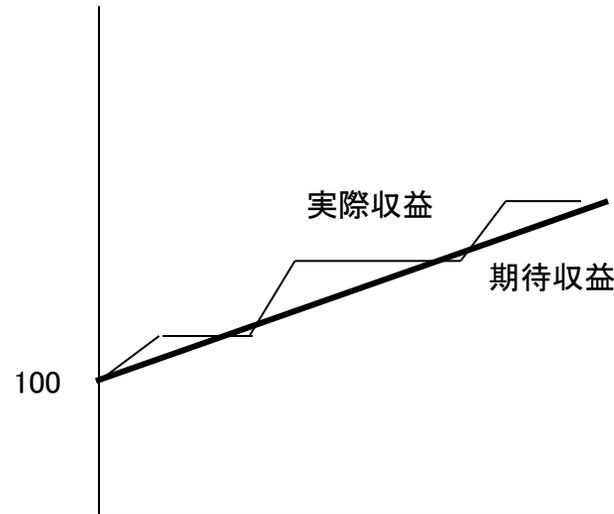


# 望ましい収益率の分布のあり方

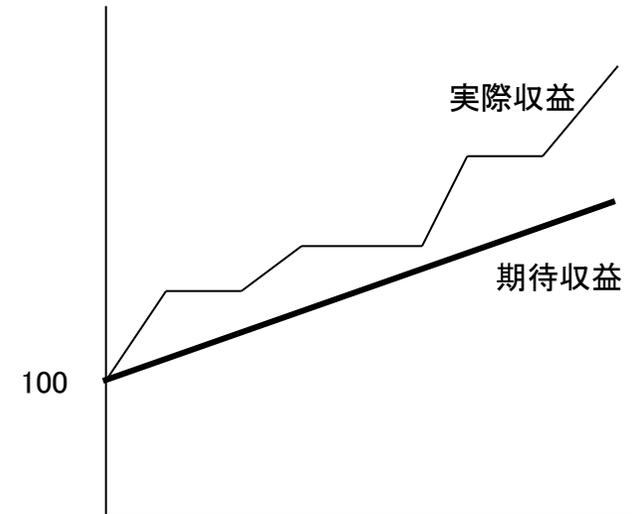
収益率の変動はあっても、長期的には、期待収益率を実現していること



収益率の変動はあっても、マイナスは避けたい

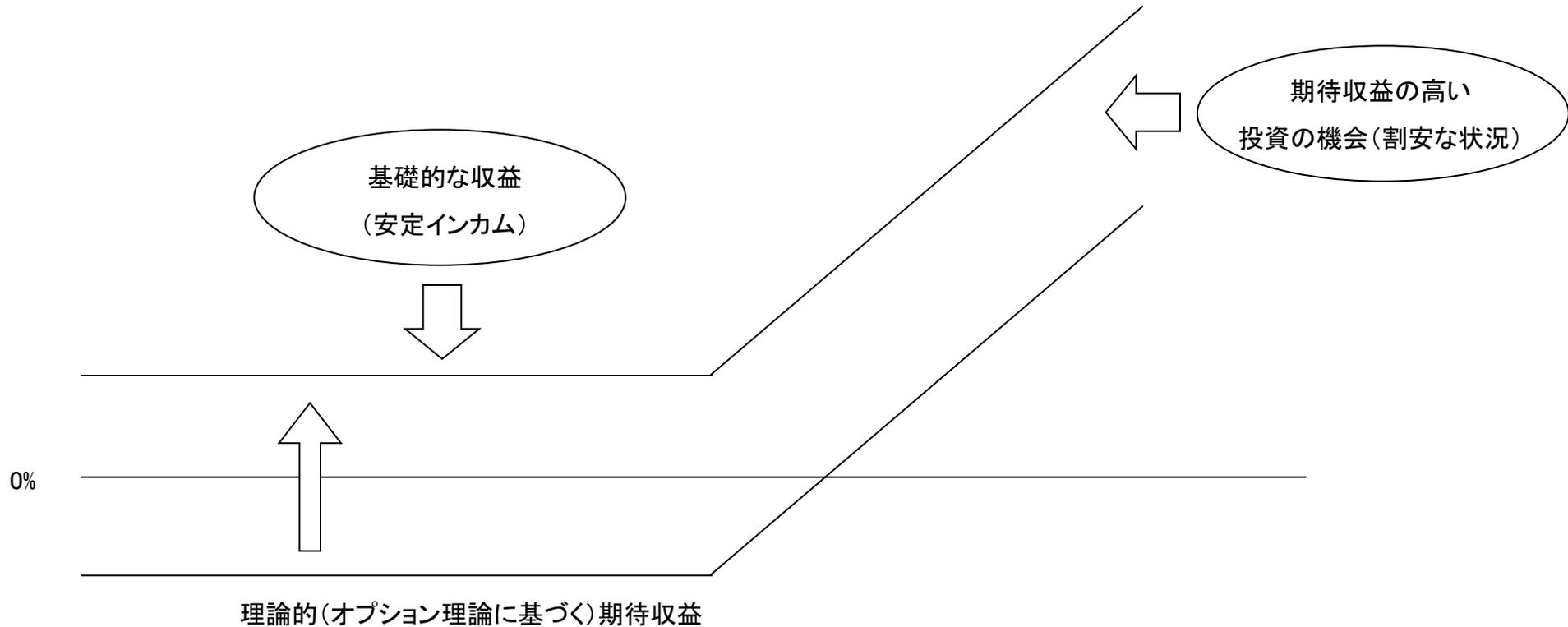


マイナスを避けつつ、長期的に、期待収益率を上回りたい

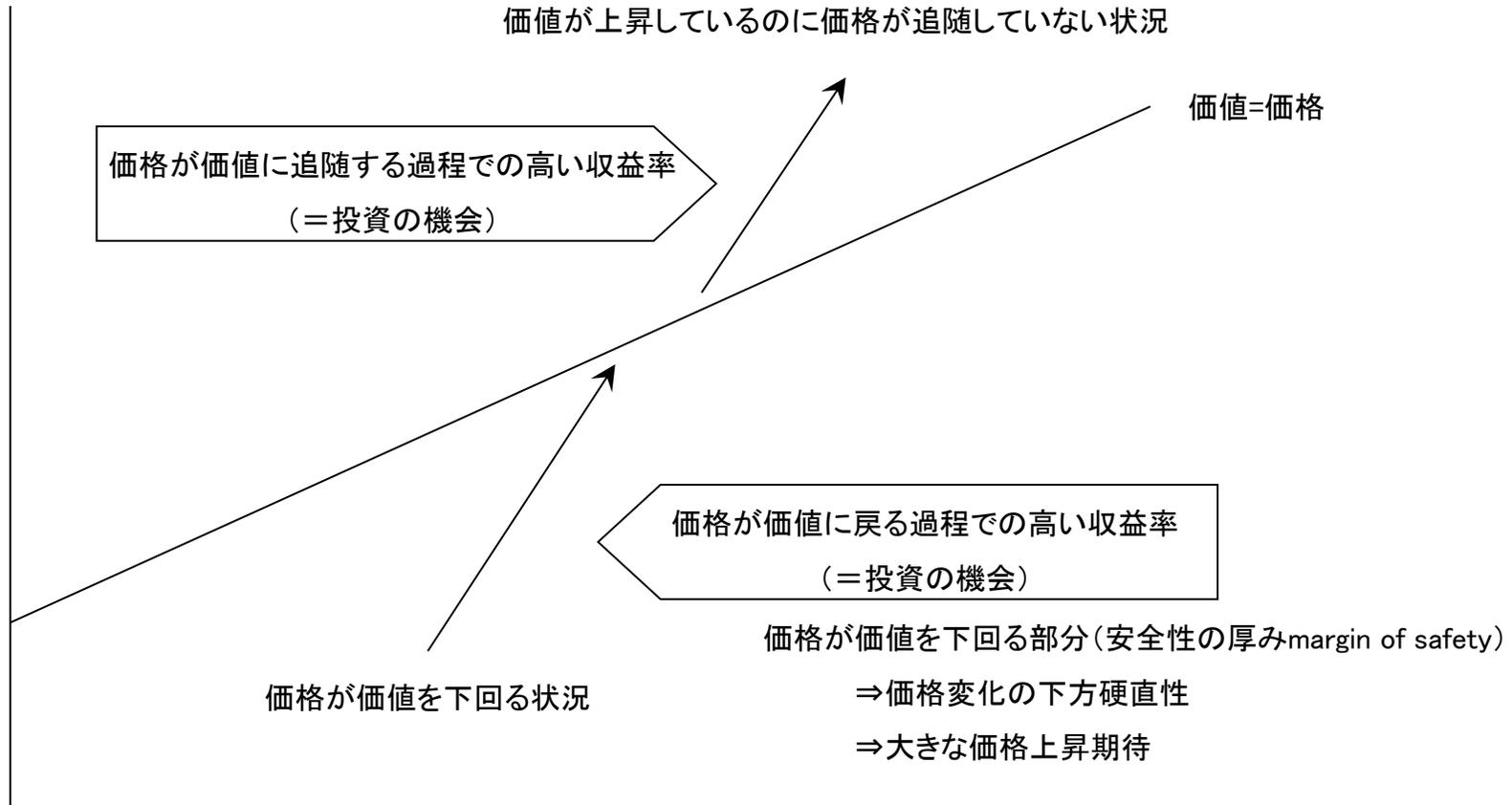


# マイナスを避けつつ収益をあげることの意味

投資の機会にかかわるリスク(およびボラティリティ)を吸収し得るだけの基礎的収益力を確保すること  
故に、長期的視点で、投資の機会の実現を待つことができるということ



# 「成長株(グロース)」と「バリュー」の投資機会

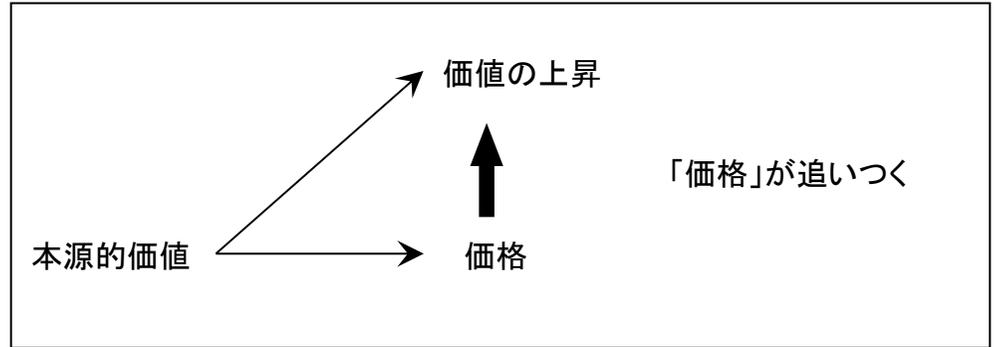


# 「成長株(グロース)」と「バリュー」の投資機会

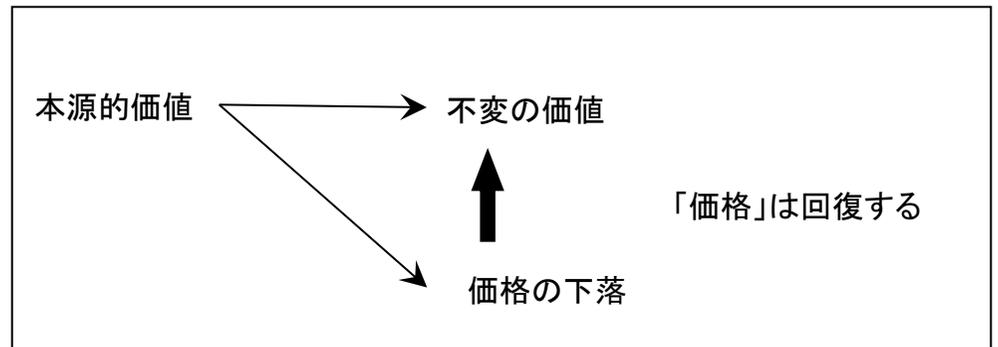
市場の均衡、あるいは、市場原理の「正しさ」

$$\begin{array}{l} \text{本源的価値} \\ \text{Intrinsic value} \end{array} = \text{価格}$$

おそらくは、「成長株(グロース growth)」運用(バリュー運用という人も多い)



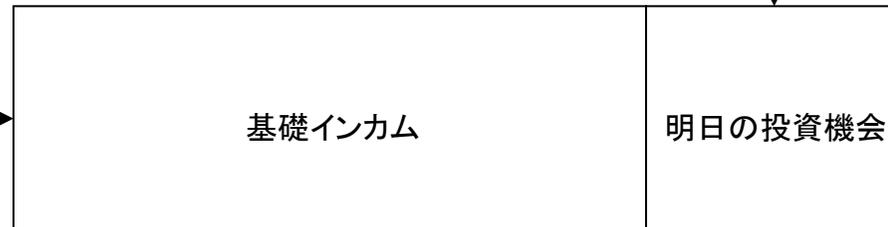
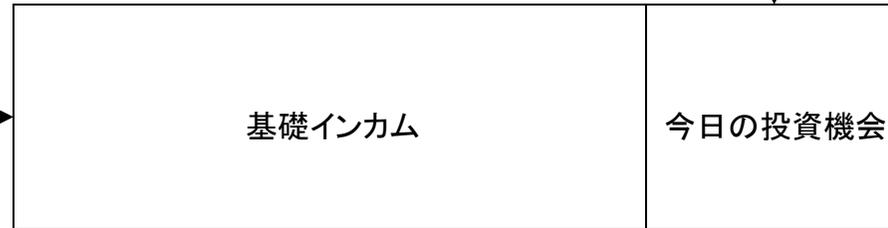
通常の「割安株(バリュー value)」運用



# 「明日」の機会を考えることの「今日」における意味

当初の目的を果たした機会は、必ず見直す  
原則として撤退の方向

- 価値低下(損失の危険)は、回避されているか
  - 価格変動は、避け得ないにしても、可能性にかかわる十分な検討がなされているか
- ⇒ 防御的な対応の余地の検討  
⇒ 「明日」の機会の検討



- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の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。