All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

2017年度HCアセットマネジメント月例セミナー　11月

# 資産運用の高度化

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

| | |
|---|---|
| 東京 | 2017.11.21 |
| 名古屋 | 2017.11.13 |
| 大阪 | 2017.11.14 |

HC asset management

# 目次


概要 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 3-4

投資対象の分類・選択・配分 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 5

資産運用の四つの原則 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 6

事業キャッシュフローとインカム ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 7

インカムと損失の可能性（リスク） ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 8

インカムの配分の第一段階 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 9

バリューの基本的論点 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 10

インカムの配分の第二段階 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 11

バリューの回転 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 12

資産の分類の軸 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 13

資産を分類する二つの基本軸 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 14

グローバル化と通貨をめぐる問題 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 15

伝統金融から代替的金融へ ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 16

「メザニン」の投資機会 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 17

オブジェクトファイナンスの拡大（企業金融から事業金融へ） ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 18

オブジェクトファイナンスと企業統治 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 19

多様な資金調達の方法 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 20

資金調達の構造変化による伝統資産の解体・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 21


HC asset management



All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# 目次

「オルタナティブ」の再構成 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 22

リスク管理の階層化と事業性（キャッシュフロー創造力）評価に基づく投融資 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 23

リスク管理からリスクテイク・リターン管理へ ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 24

バンカビリティを高めるディリスキング（De-Risking） ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 25

投資の機会の収益化 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 26

二つの文化と流動性の再考 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 27



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 概要①

**差異の認識と分類**

分類は、異なるものとして区分された二つのものの間に、差異があるのでなくては、成立しません。分類は、差異の認識です。差異は、もの自体に内在するのではなくて、認識主体である人間の側において、知識の整理のために、設けるものです。つまり、差異に従って、分類するのではなくて、分類という目的に従って、差異を見出すのです。

**分類の自由さ**

分類は、どうとでもなるのだと思われます。しかし、自由すぎても困るわけです。分類を律する原理がなくてはいけません。いわば、分類の基本的な軸です。そして、その基軸は、分類の目的に依存するわけです。なにしろ、目的に従って分類するのですから。

**分類の目的**

投資という行為について考える限り、資産の分類の目的は、資産配分の効率化です。投資の目的に即して資産を配分できるためには、配分の効率性と便宜に即して、前もって上手に資産の分類がなされていなくてはならないのです。

**分類し、選択し、配分する**

分類以前の問題として、資産とは何かという外縁の確定が先決事項になります。配分には選択が先行し、選択には分類が先行し、分類には範囲の確定が先行する、資産配分をめぐる論議は、常に、原点への遡及を意図しているのです。

**資産とは何か**

資産は、キャッシュフローを創造するものです。従って、資産の分類の原点には、常に、事業キャッシュフローがあります。


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.LTD. 2006

# 概要②

**事業キャッシュフローの源泉**

資産分類の基本は、事業キャッシュフローが生まれてくる源泉の違いです。代表的には、国等の地域、あるいは産業の別があります。地域と並んで、通貨の違いも重要です。

**資本構成**

投資対象となっているのは、多くの場合、事業キャッシュフローの源泉そのものではなくて、事業キャッシュフローを分配する権利上の差異、即ち、資本構成上の位置です。これが、代表的な資産分類である債権（債券）と株式の別です。

**資金調達の主体**

通常は、事業キャッシュフローを生み出す事業主体は、同時に、資金調達の主体です。企業の発行する社債や株式は、資産の代表例です。しかし、企業ではなくて、資産、プロジェクト、取引なども、独立させて投資対象に構成することができます。これが、コーポレートファイナンスからオブジェクトファイナンスへという新しい潮流です。

**プライベートなもの**

これまでは、債券にしても、株式にしても、公開市場で取引されるものを、投資対象としてきました。しかし、資金取引は、融資のように、実は、私的な関係性のなかで行われるものが多いのです。今では、こうしたプライベートなものも、投資対象になっています。

**非常態の投資**

投資は、事業キャッシュフローへの投資ですから、前提として、現に、事業キャッシュフローが創出されていることが原則となります。しかし、事業キャッシュフローを生む以前の状態（例えば、創業や不動産開発）や、事業キャッシュフローが一時的に途絶えてしまった状態（事業再編、経営不振など）も、投資対象に構成できます。


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 投資対象の分類・選択・配分

⇒ 論理的に、投資対象の配分（アロケーション）には、選択（セレクション）が先行し、選択には、分類が先行する

⇒ 分類は、選択の都合に応じてなされるべきであるから、投資対象の選択基準こそ、原点にあるべきものである

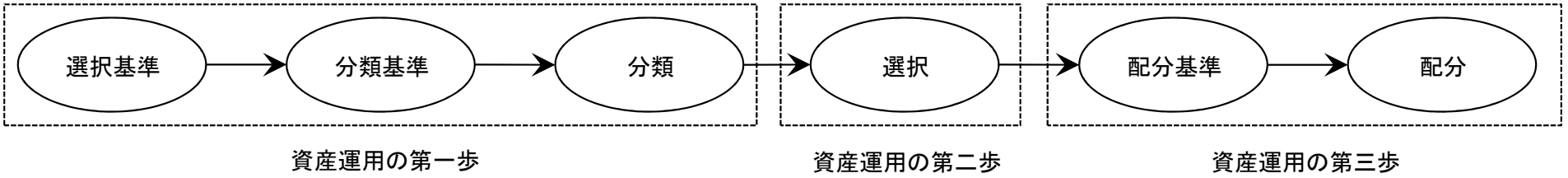
⇒ 投資対象を分類する軸を厳密にしない限り、選択はできない。分類と定義を厳密化していけば、投資対象は、資産というよりも、戦略となる

⇒ 投資対象の分類・定義と選択基準こそが、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

理屈上は、

現実には、分類は、選択の都合に応じてなされるものだから、

選択されたものに対する配分の基準は、選択の基準とは異なり得るから、






All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# 資産運用の四つの原則

**本源的価値（インカム）**

- 資産が生み出す将来キャッシュフロー（利息配当金や賃料等のインカム）の現在価値
- 資産運用の課題　＝　インカムを高める（価値の増大を目指す）努力
- 期待インカム　＝　現在のインカム　＋　将来のインカムの変動（価値変動）

**損失の可能性（リスク）**

- 期待インカムの毀損　⇒　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）**

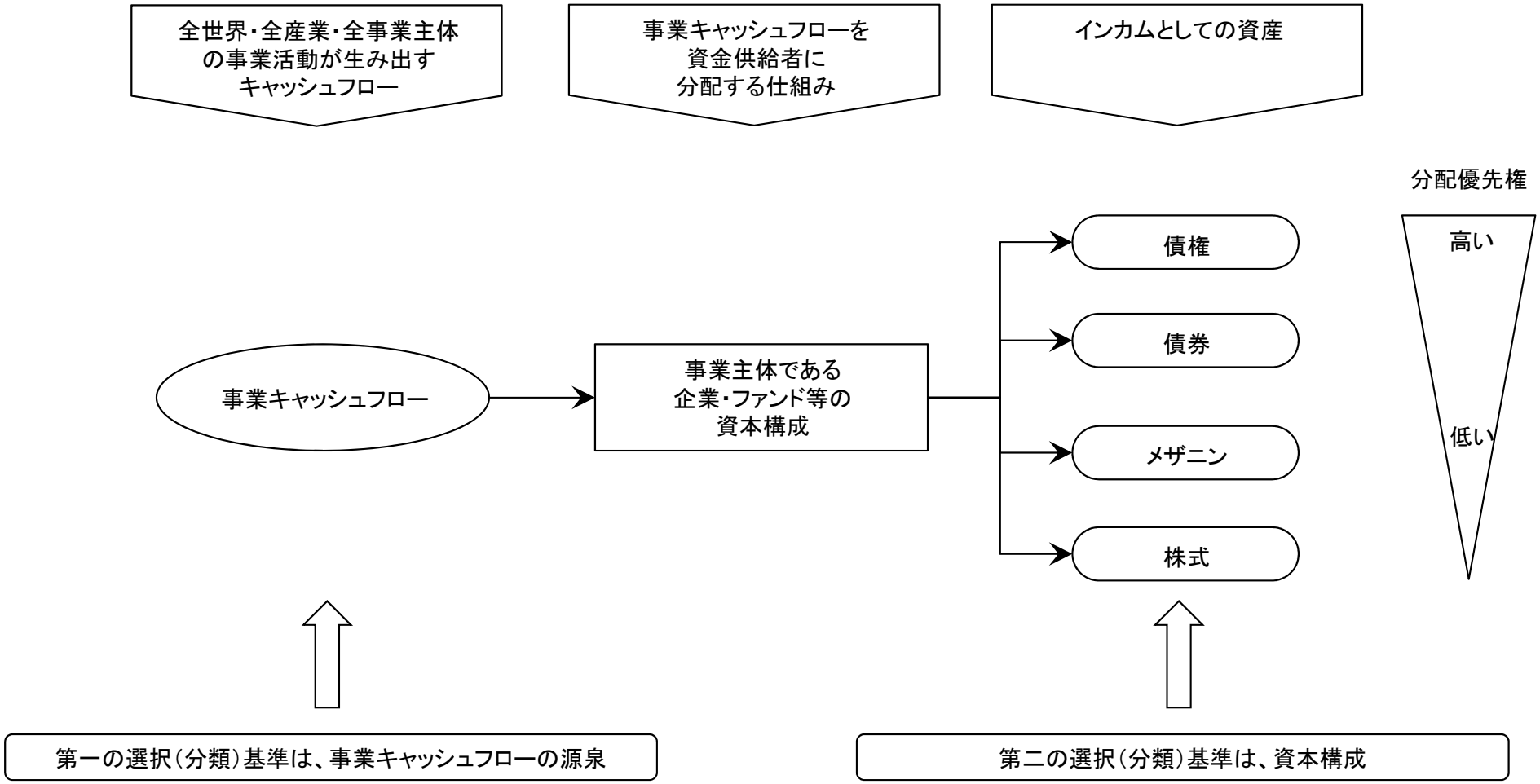
- 価値の周辺における市場価格の変動
- 価格が価値よりも低いとき（価値と価格の差がバリュー）　＝　投資の機会

**保守主義**

- 予測可能性の高いインカム
- 将来インカム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）」　＝　価値と価格の差の大きさ
- 合理的に管理できること　⇒　価値の判断　⇒　損失（リスク）の回避
- 合理的に管理できないこと　⇒　価格の予想　⇒　ボラティリティは管理できない（受け入れるしかない）


All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# 事業キャッシュフローとインカム

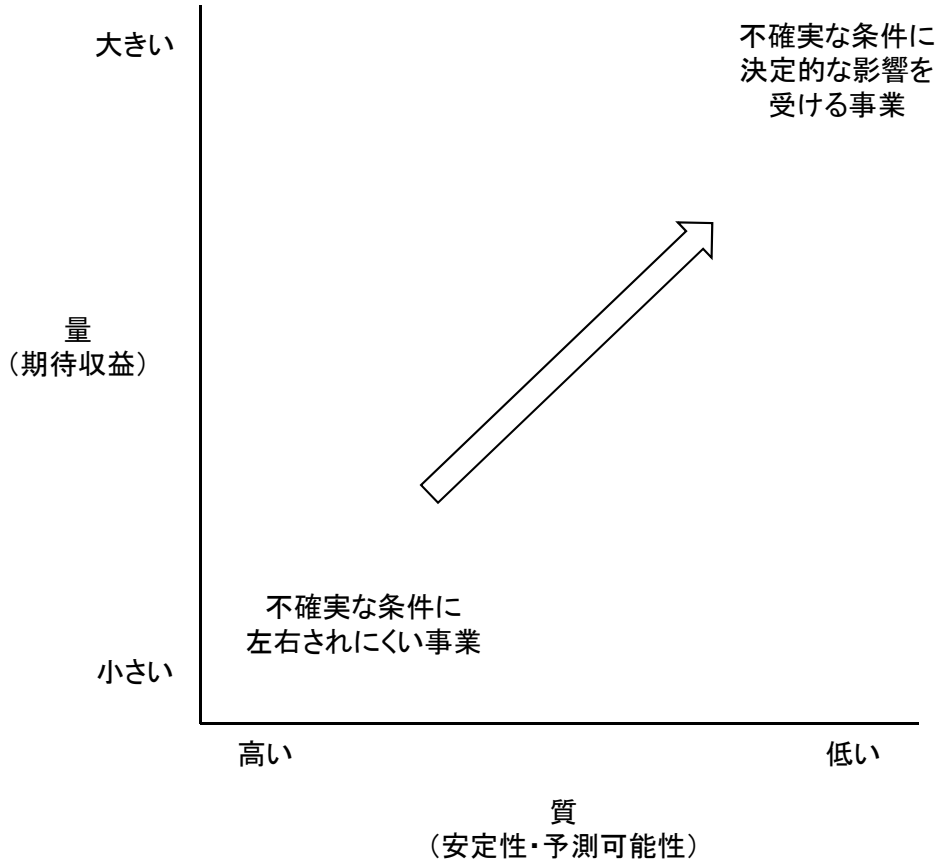




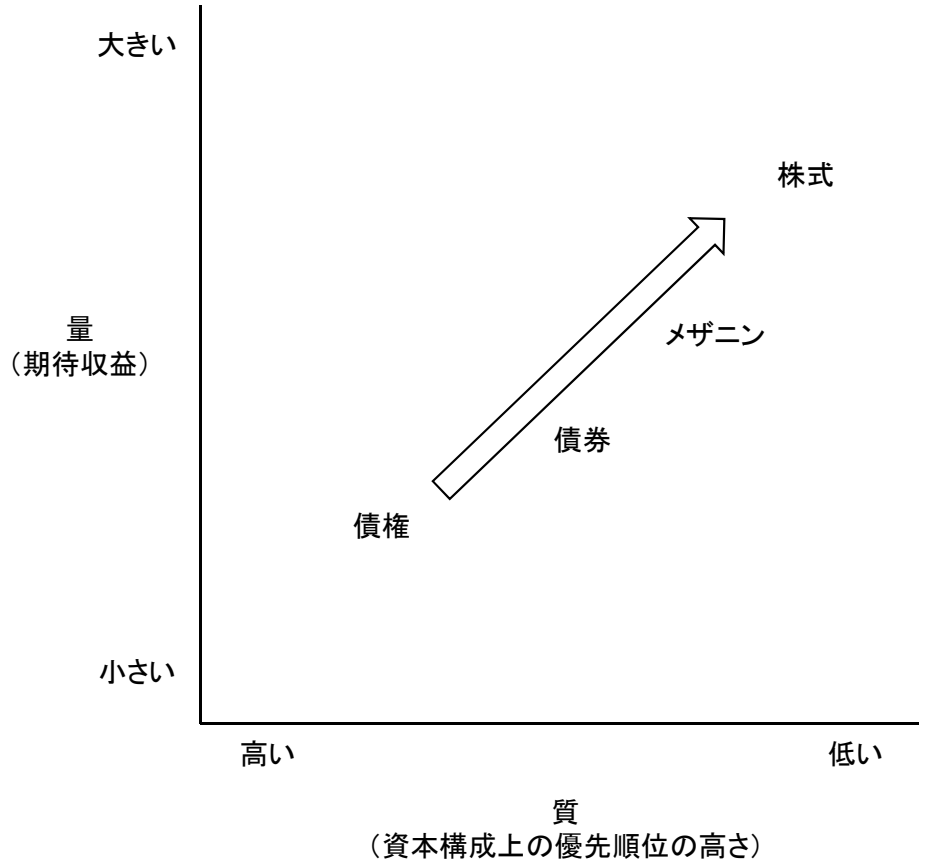

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.LTD. 2006

# インカムと損失の可能性（リスク）

事業キャッシュフロー




インカム

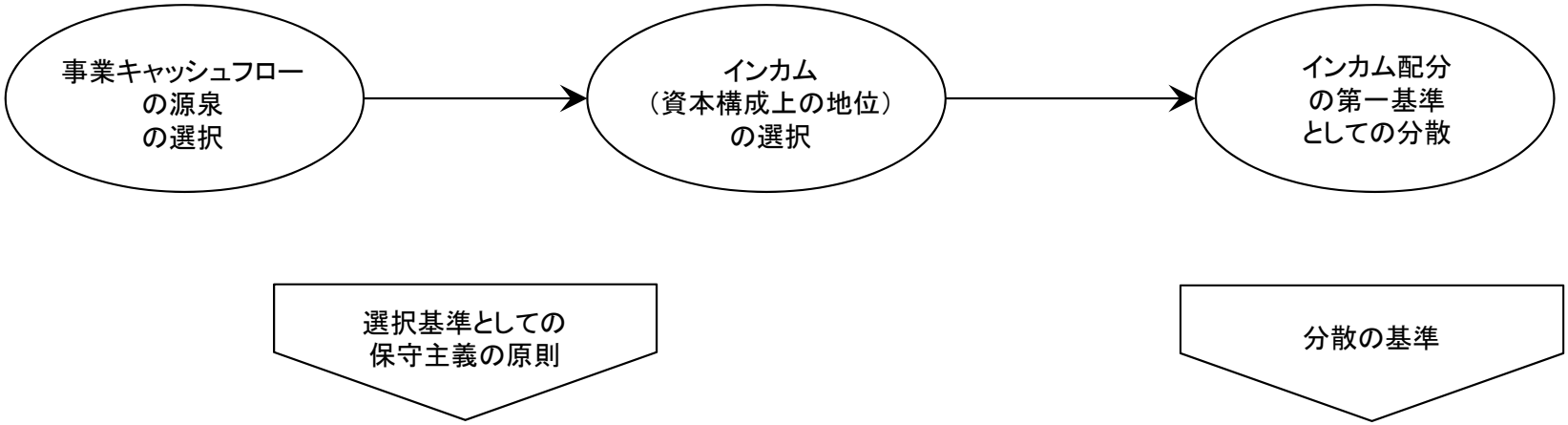



☞ リスクとは、事業キャッシュフロー（結果的に、インカム）の質が低く、毀損を生じる可能性のあること



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.LTD. 2006

# インカムの配分の第一段階




- 量より質
- より予測可能性の高い事業キャッシュフロー
- より優先順位の高い資本構成上の地位

- 本質的な事業キャッシュフローの源泉の相違
- 過剰分散を避けた源泉の厳選

☞ もしも、事業キャッシュフローのリスクが大きいのならば、資本構成上の上位を選択
☞ もしも、資本構成上の下位（株式）を選択するのならば、事業キャッシュフローのリスクは小さくなくてはならない


All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# バリューの基本的論点

三つの判断

本源的価値（＝適正価格）をどのように算定するか

- ●市場価格に替わる客観的な本源的価値の指標は存在し得ない以上、運用者の主観判断
- ●本源的価値は、資産がもつ本源的収益（インカム）の期待値
- ●本源的価値の基本算定方法は、一定の仮定の下での将来インカムの現在価値への割引

一時的に市場価格が適正価格（本源的価値）を下回る状況（バリュー）をどのように認識するか

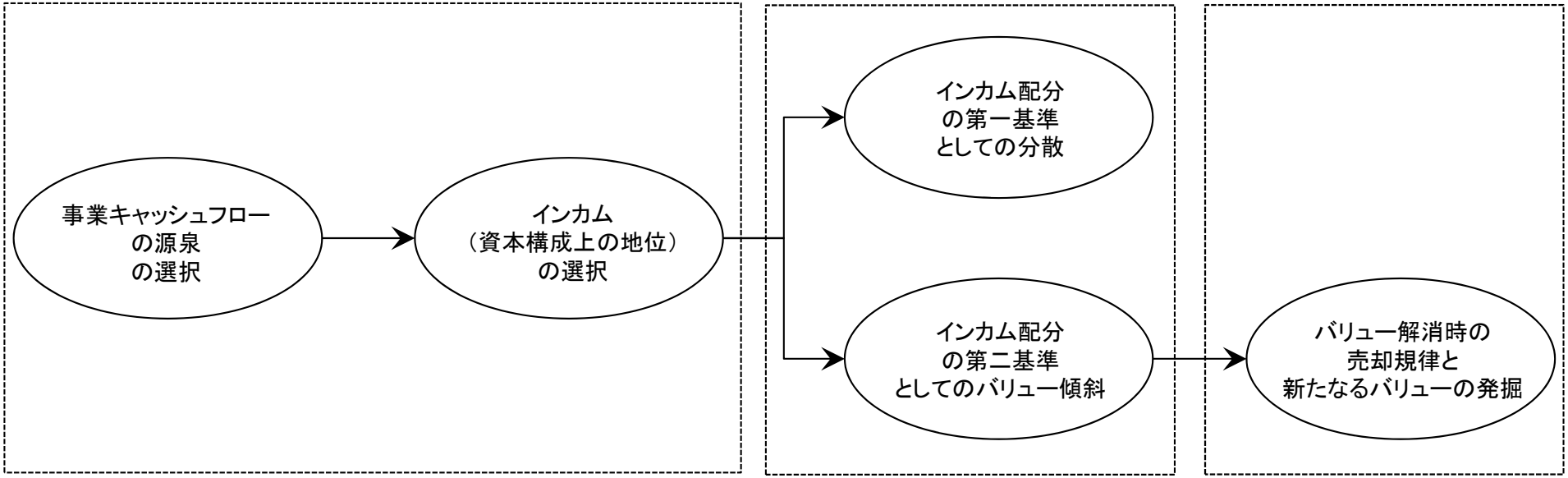
- ●一定期間後に、市場価格が適正価格（本源的価値）へさや寄せされてくるはずだという信念
- ●将来のインカムが生まれる仕組み（＝資産の本源的価値）は毀損していないという判断
- ●一時的にバリューとなる状況を作り出す原因の明確な見極め

バリューが解消する道筋と、その解消までの時間軸を、どのように認識するか

- ●バリューを作り出した原因に対応するバリュー解消への道筋
- ●バリュー解消までの時間軸の測定と、時間軸に影響を与える要因（カタリスト）の明確な見極め
- ●バリュー解消時と、バリュー判断の誤りを認めたときは、必ず売るという厳格な売却規律


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.LTD. 2006

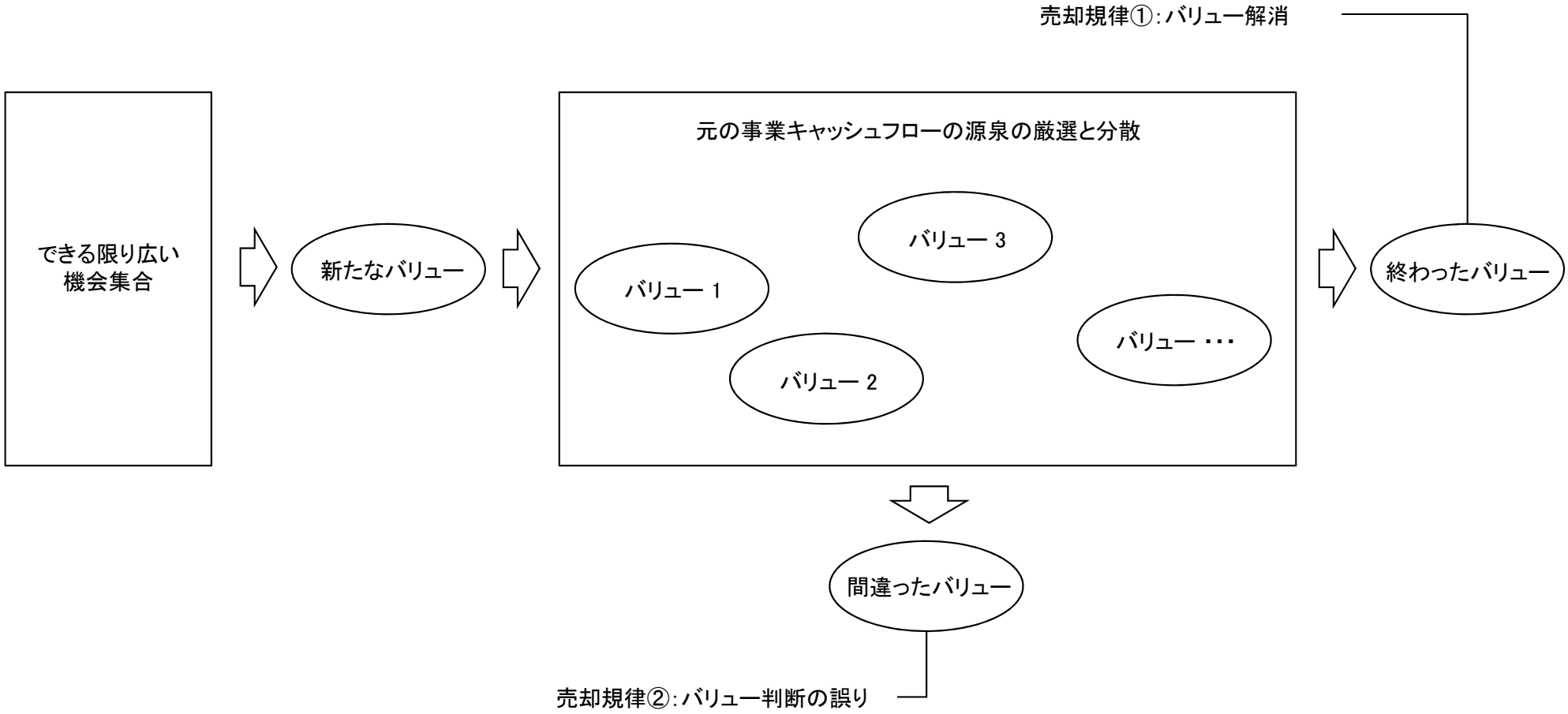
# インカムの配分の第二段階






All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

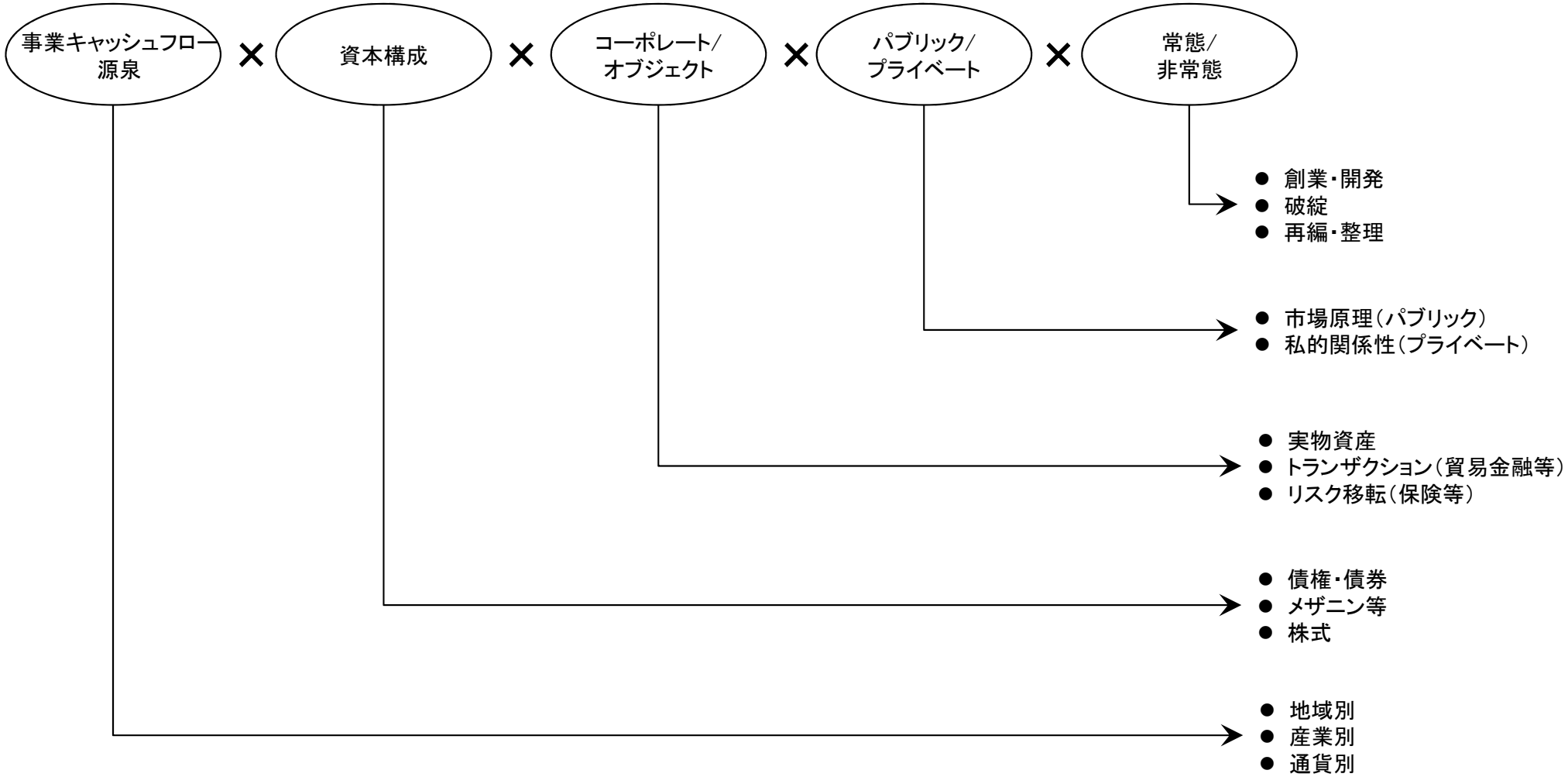
# バリューの回転






All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.LTD. 2006

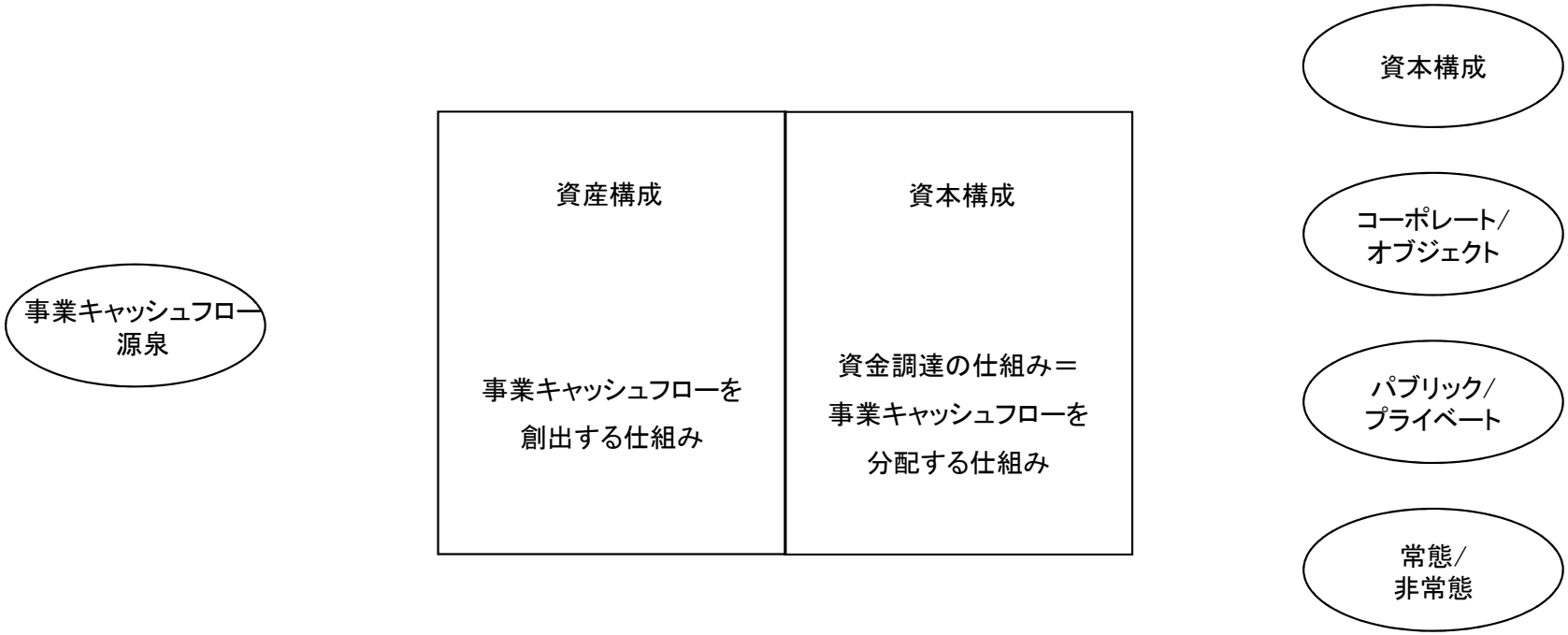
# 資産の分類の軸






All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.LTD. 2006

# 資産を分類する二つの基本軸

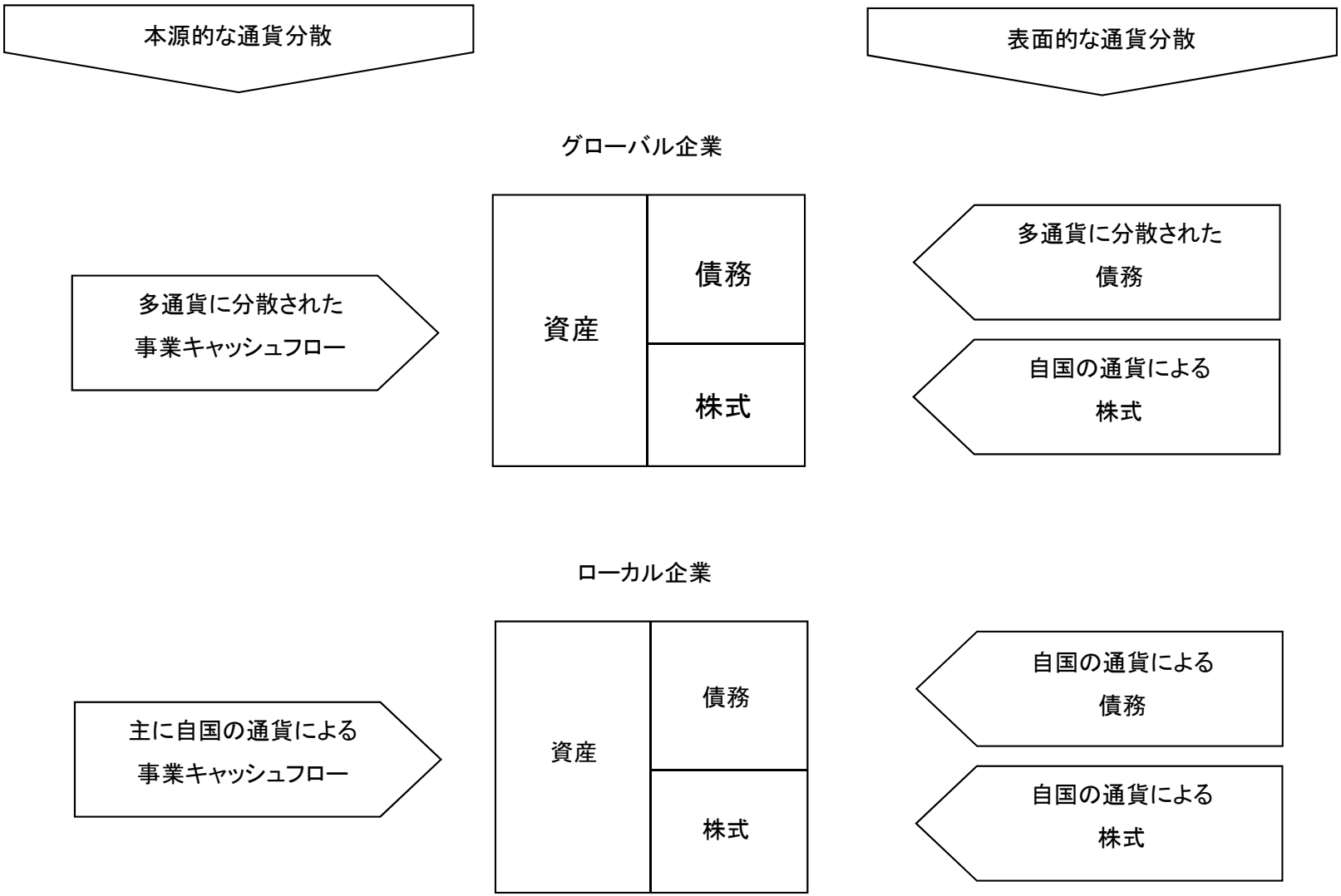





All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 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

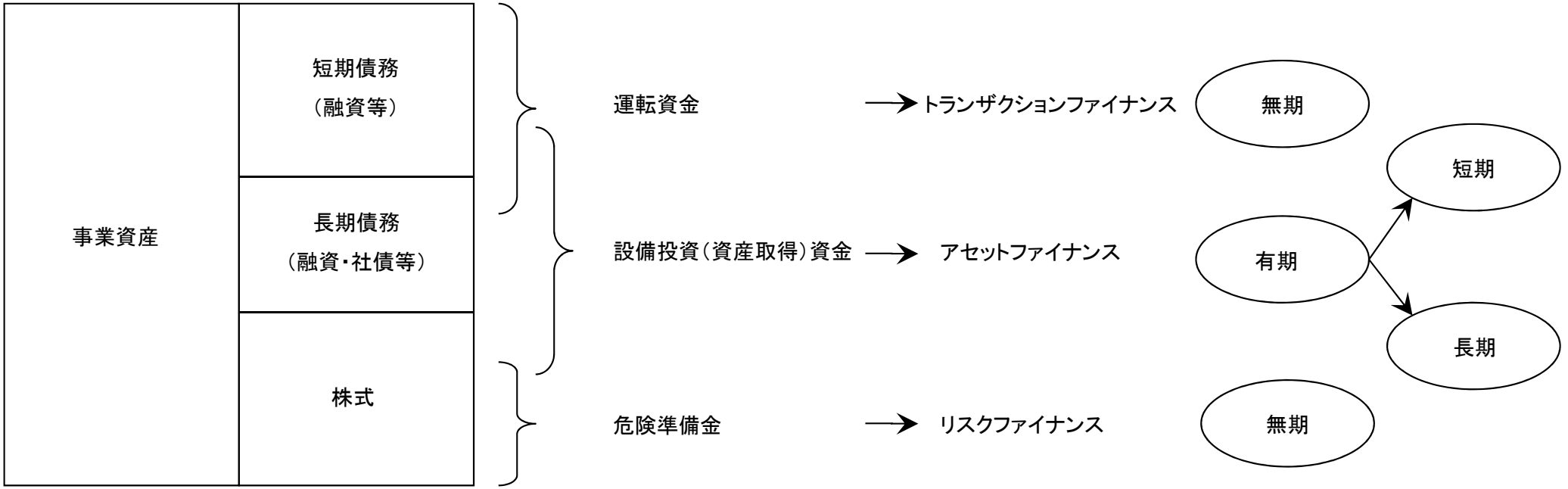





All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 伝統金融から代替的金融へ

企業の貸借対照表




伝統的資金調達方法

（オンバランス）

代替的資金調達方法

（オフバランス）

⇒ オブジェクトファイナンス



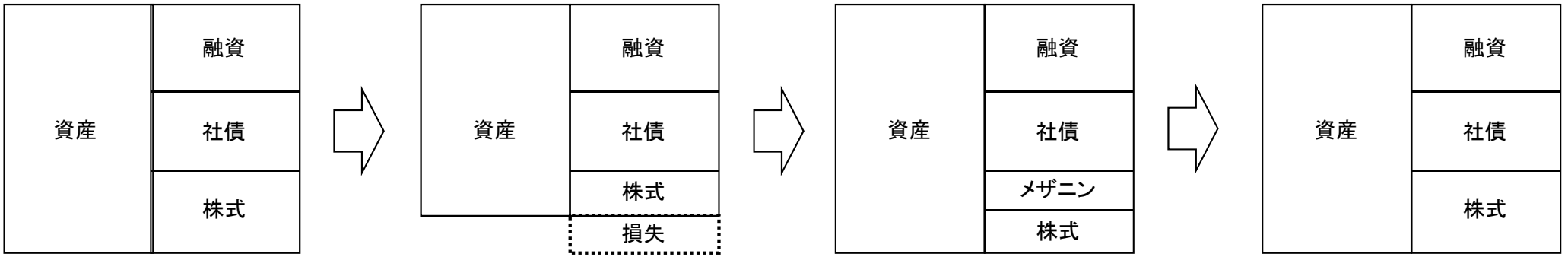
All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 「メザニン」の投資機会

·メザニン（mezzanine）とは、建物の中二階のこと。一階を資本（株式）、二階を債務（融資や社債）としたときの、中間部分のこと

·具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース

⇒劣後債権（ローン）、劣後社債、転換社債など




一時的な業況の悪化で、純資産が減少

⇒融資を減らされる可能性

⇒社債の格付が下がる可能性

メザニンによる資本補完

⇒融資額の維持

⇒社債の格付を維持

⇒株式の希薄化阻止

業況回復とともに、メザニンを償還

株式転換は、原則、望ましくない

調達コストが割高でも、優越する課題を達成するためには、止むを得ない

⇒有利な投資機会

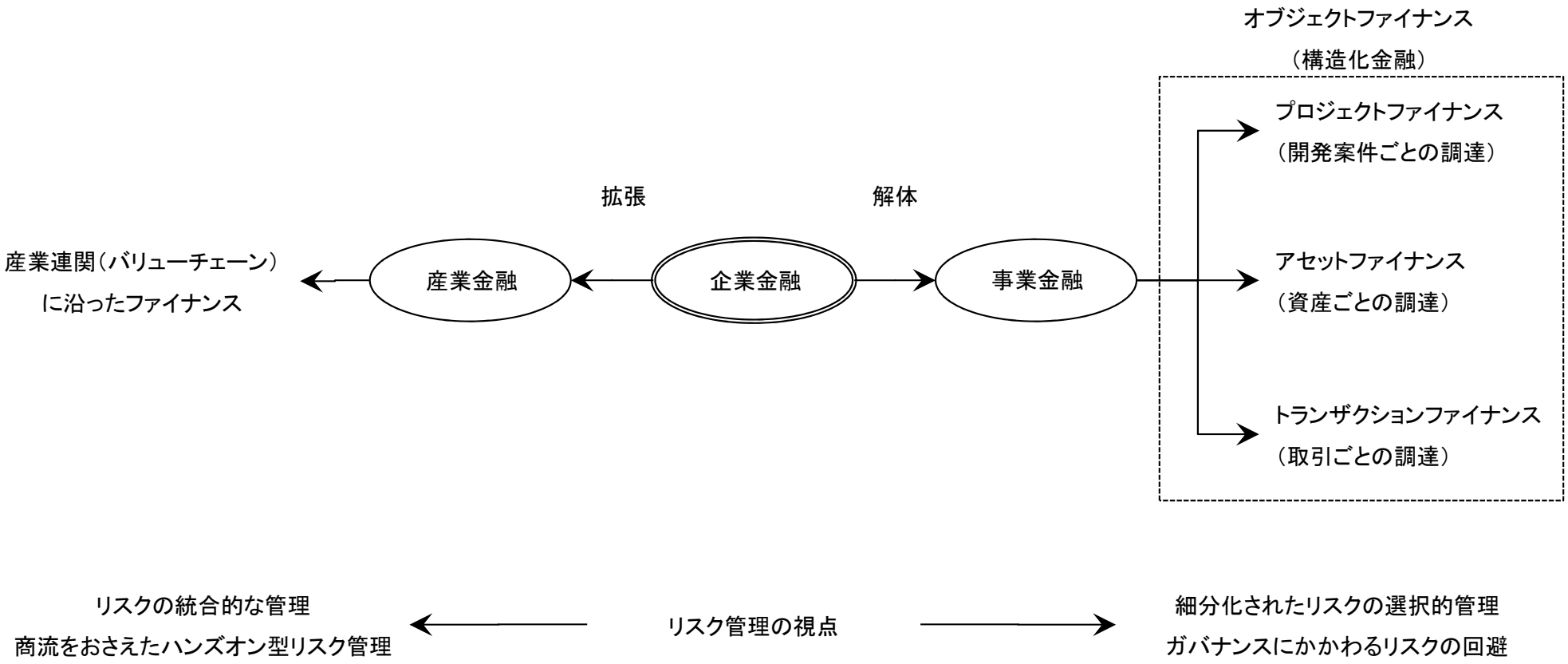


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# オブジェクトファイナンスの拡大（企業金融から事業金融へ）

株式や債券・融資などの伝統的な資産は、伝統的な企業金融のあり方を前提にしたものである。その企業金融の構造が変われば、資産の構造が変わるのは自明の理

- 新しい資産が生まれる（いわゆるオルタナティブ）
- リスク管理の視点が変わる
- 企業統治（ガバナンス）の視点が変わる。即ち、伝統的な企業金融では、企業統治こそが最大の、かつ管理困難なリスクだが、事業金融は、そのリスクを特定事業の範囲内に限定できる






All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# オブジェクトファイナンスと企業統治

伝統的な企業金融では、投下された資本の運用効率は、企業における統治のあり方に規定される。故に、企業金融においては、企業統治の改革が極めて重要な論点となる。しかし、他方では、企業統治に依存しない金融のあり方も工夫されるべきである。それが、優れた統治を必要としないように構造化されたオブジェクトに対する金融である。

大きな組織内部の高度な統治に
依存する伝統的な企業金融

統治された組織に対する金融

CEOの強力な機能

- 大きな構想力と将来を見通す力
- 的確で速い決断

＋

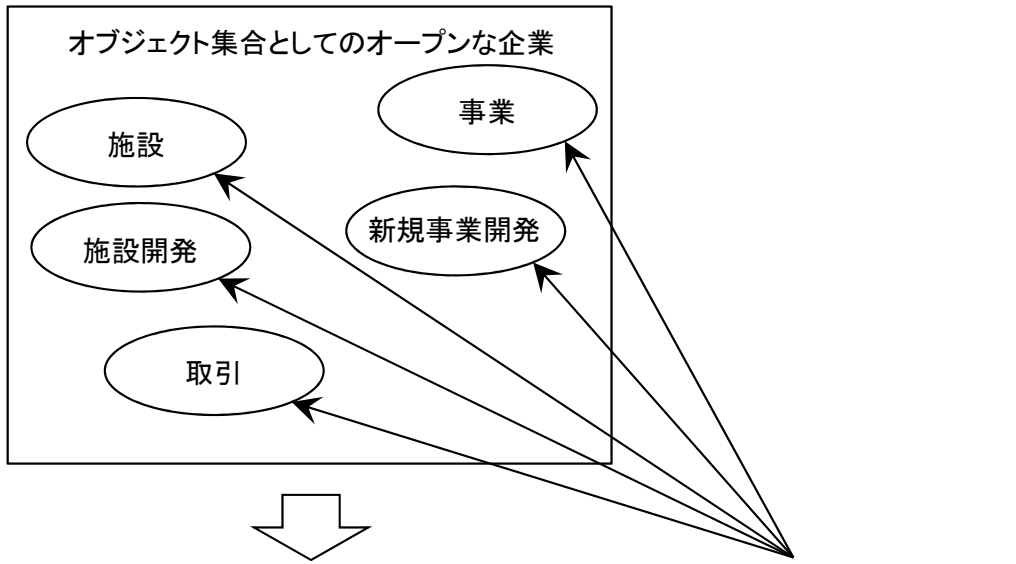
CFOの強力な機能

- 各事業部への最適な資本配賦
- 各事業部への最適な資源配賦

- 社会全体の最適資源配置
- 経済成長＝金融の成長（適正利潤）

高度に管理された小さなオブジェクトを
対象とした新しい金融のあり方

構造化されたオブジェクトに対する金融



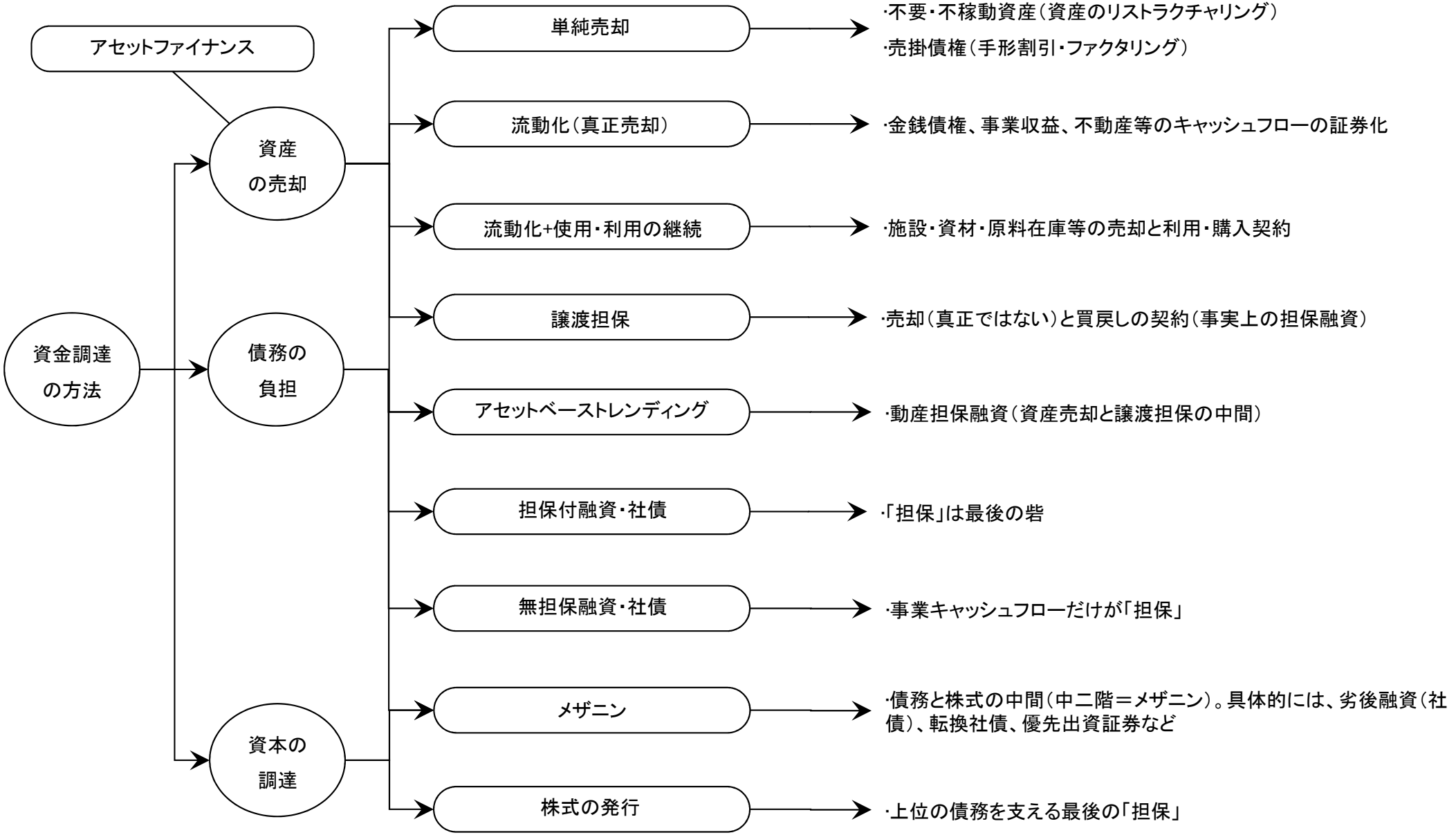

- 資源配置の組み換えが随時可能
- 組み換えによるイノベーション

効率的管理が可能な規模に
細分化・標準化・構造化がなされた
オブジェクト毎の金融



All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

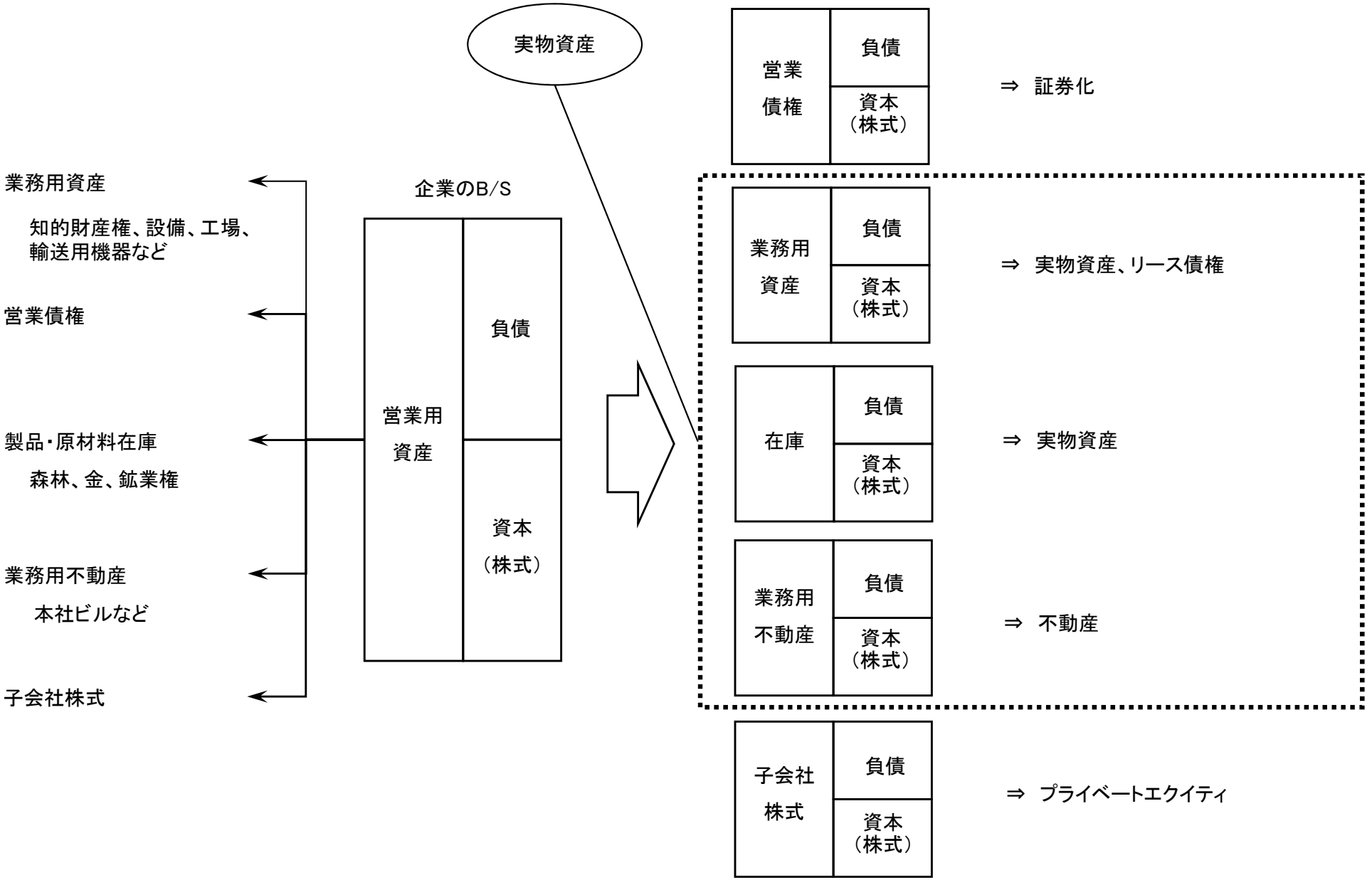
# 多様な資金調達の方法






All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

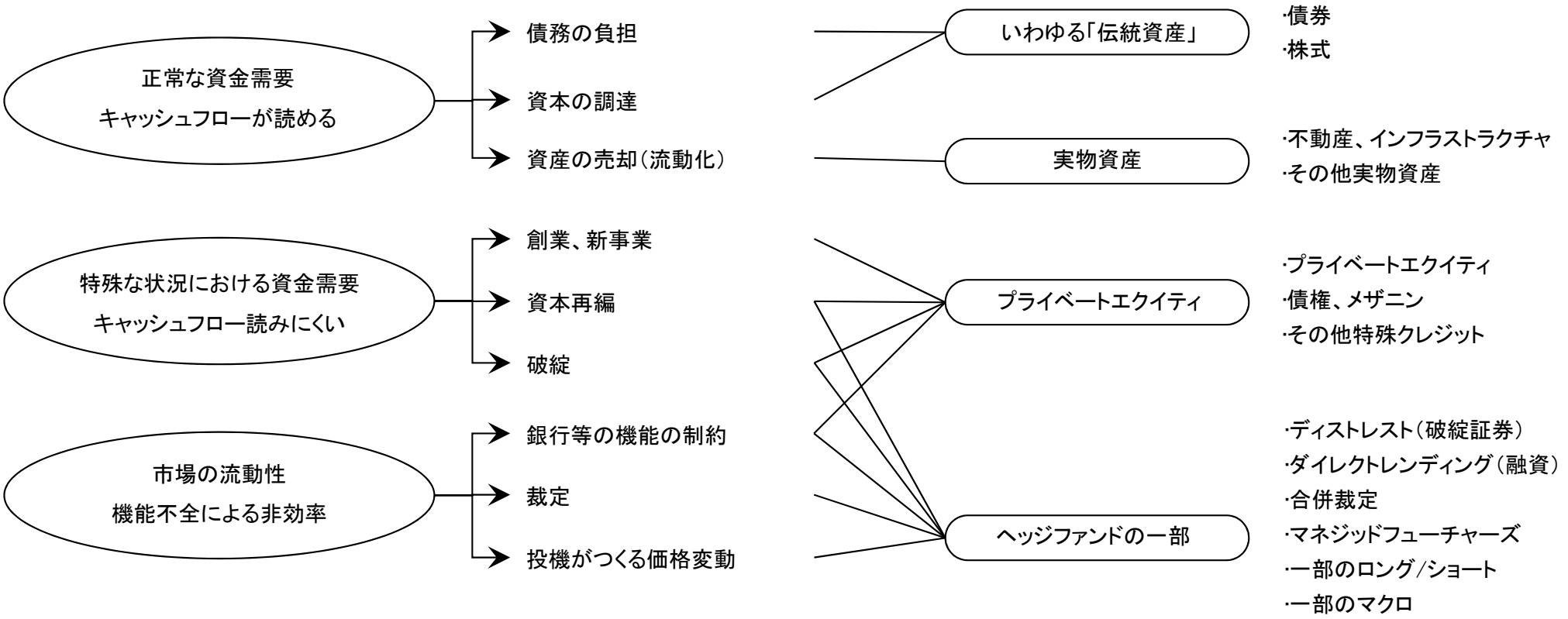
# 資金調達の構造変化による伝統資産の解体



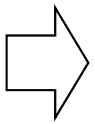


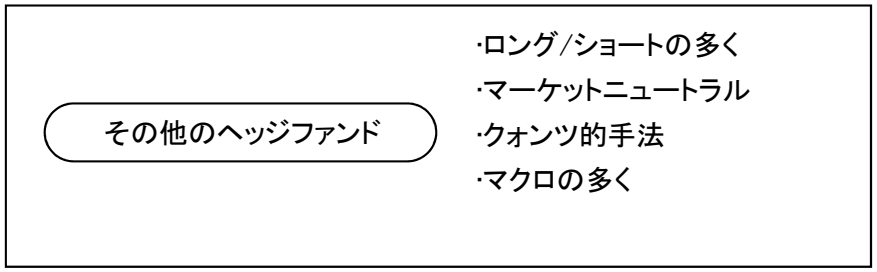

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 「オルタナティブ」の再構成




産業金融としての投資の機能から二次的に派生する手法
いわゆる「スキル」

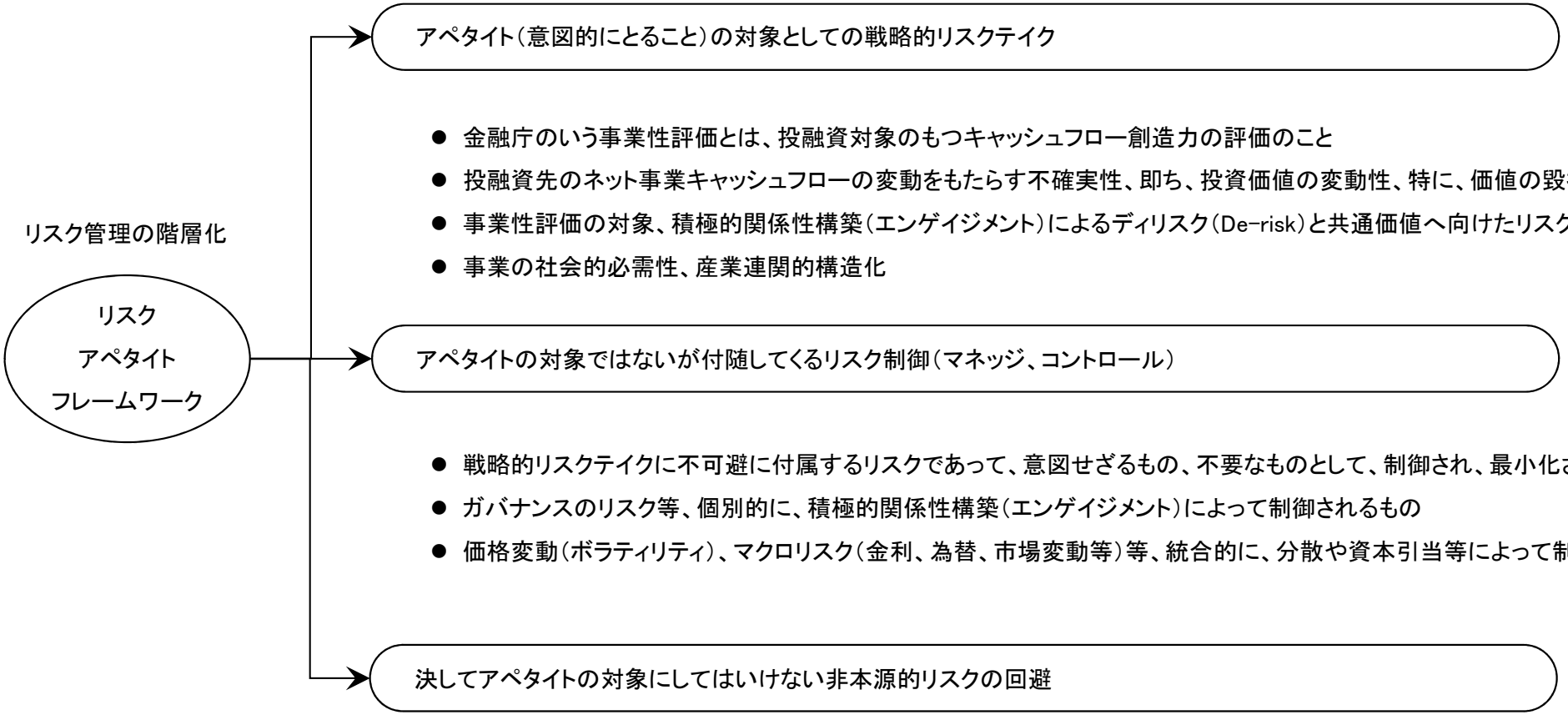







All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

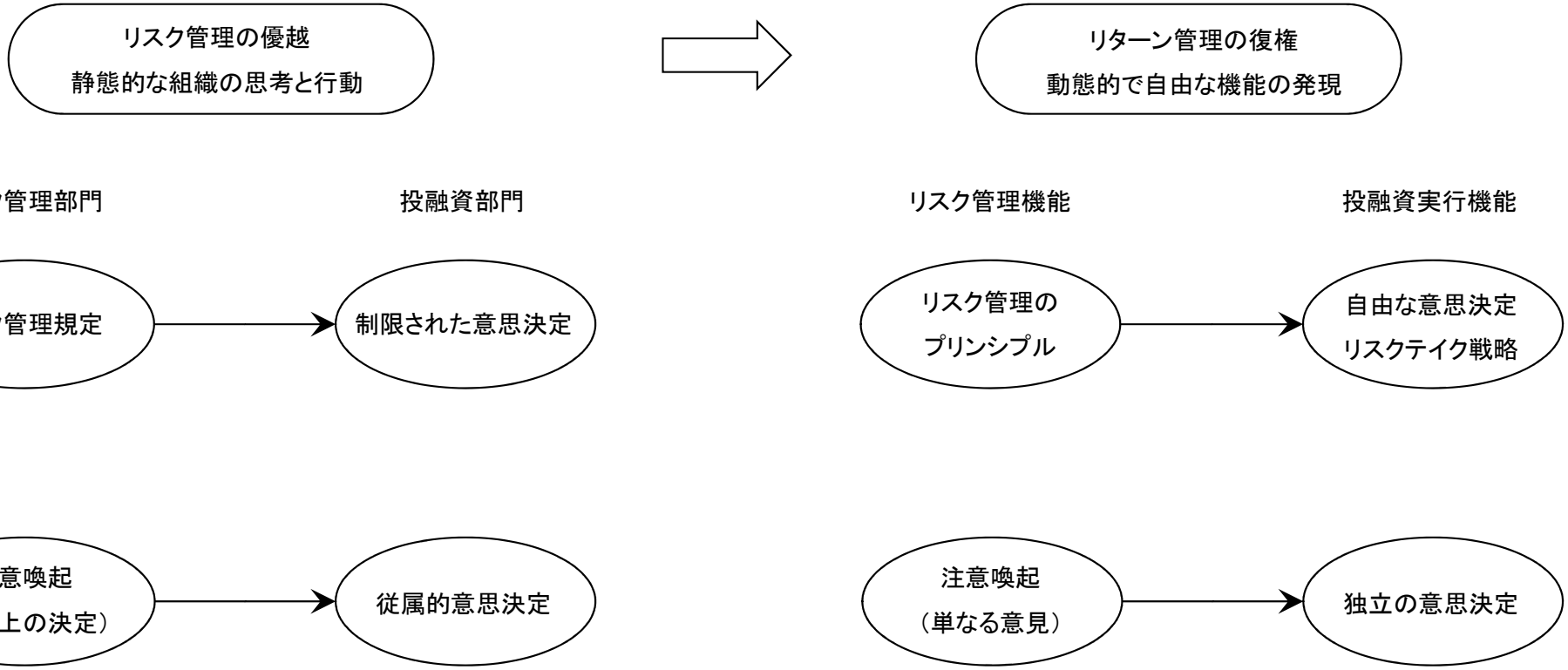
# リスク管理の階層化と事業性（キャッシュフロー創造力）評価に基づく投融資






All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# リスク管理からリスクテイク・リターン管理へ




- リスクとボラティリティーの混同
- 心理のコスト：経済合理性を超えた妙なこだわり（歴史的経緯など）、直近事象の過大評価、横並びの安心感
- 組織のコスト：集団的意思決定の愚、組織内部論理の横行、決定の遅さ、合議の無決定
- 説明のコスト：執拗に説明を求める習性（事実上の否定）

- リスクとボラティリティーの峻別
- 戦略的リスクテイクとリスクカルチャー
- リスク管理規定（ルール）の簡素化（廃止？）とプリシプル化
- 投融資部門のプロアクティブな姿勢
- 緊張感のある建設的な対話（挑戦と反論）
- 対話（挑戦と反論）のなかでのリスク要因の特定と共有
- 執行責任の明確化（リスク管理は単なる意見）
- プロフェッショナリズム（自分で考えて決める力）の醸成


All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

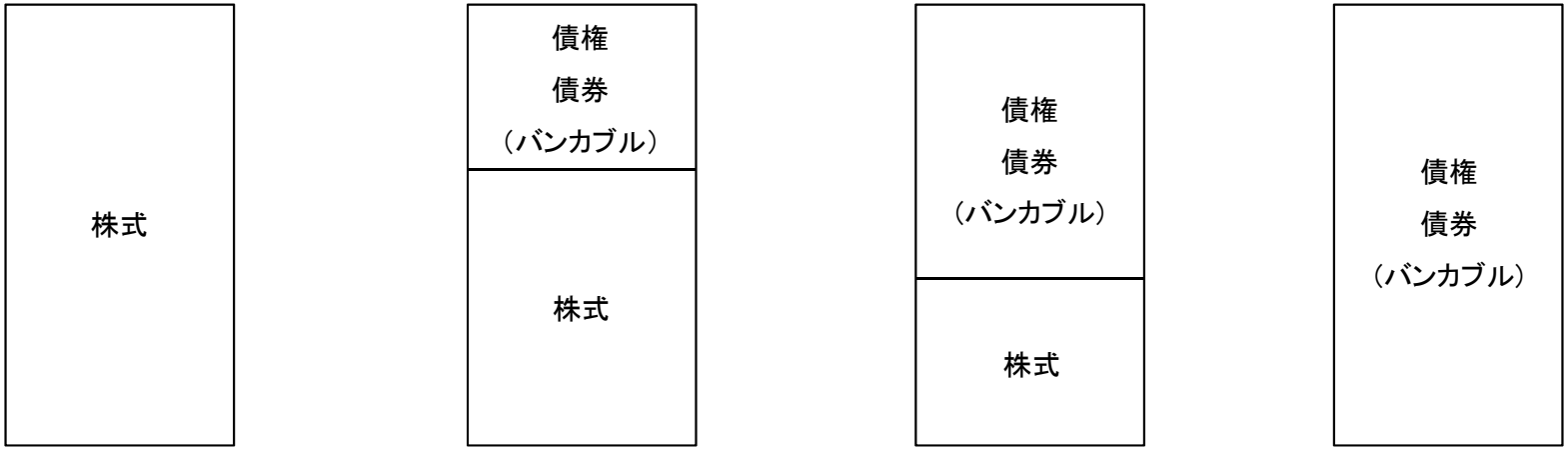
# バンカビリティを高めるディリスキング（De-Risking）

バンカブルな状況とは、事業キャッシュフロー合理的予測が可能な状況、即ち、予測される危険が一定の許容範囲に収まると考えられる状況であり、故に、銀行等の立場からみたときに、融資という負債形態の資金供給が可能なときである

- 問題は、バンカブルでない状況における金融機能である
  - ⇒ バンカブルでない状況の代表例は、起業（創業）、事業構造転換、一時的な業績不振、担保がとれない業種（農業など）など
  - ⇒ バンカブルでないものには、資本構成上の融資以外の別な資金供給（調達）形態を創造的に工夫すべき
  - ⇒ 企業としてバンカブルでなくとも、バンカブルなオブジェクト（資産、オブジェクト、取引など）はある
- バンカブルでない状況を、バンカブルにすることこそが、真の融資創造（投資と金融の本質であり、その社会的機能）

バンカビリティを高めていくディリスキング（De-Risking）の技術

- 資本構成の動態的変動
- オブジェクトファイナンス
- 商流設計（ハンズオン、あるいは顧客密着バンキング）



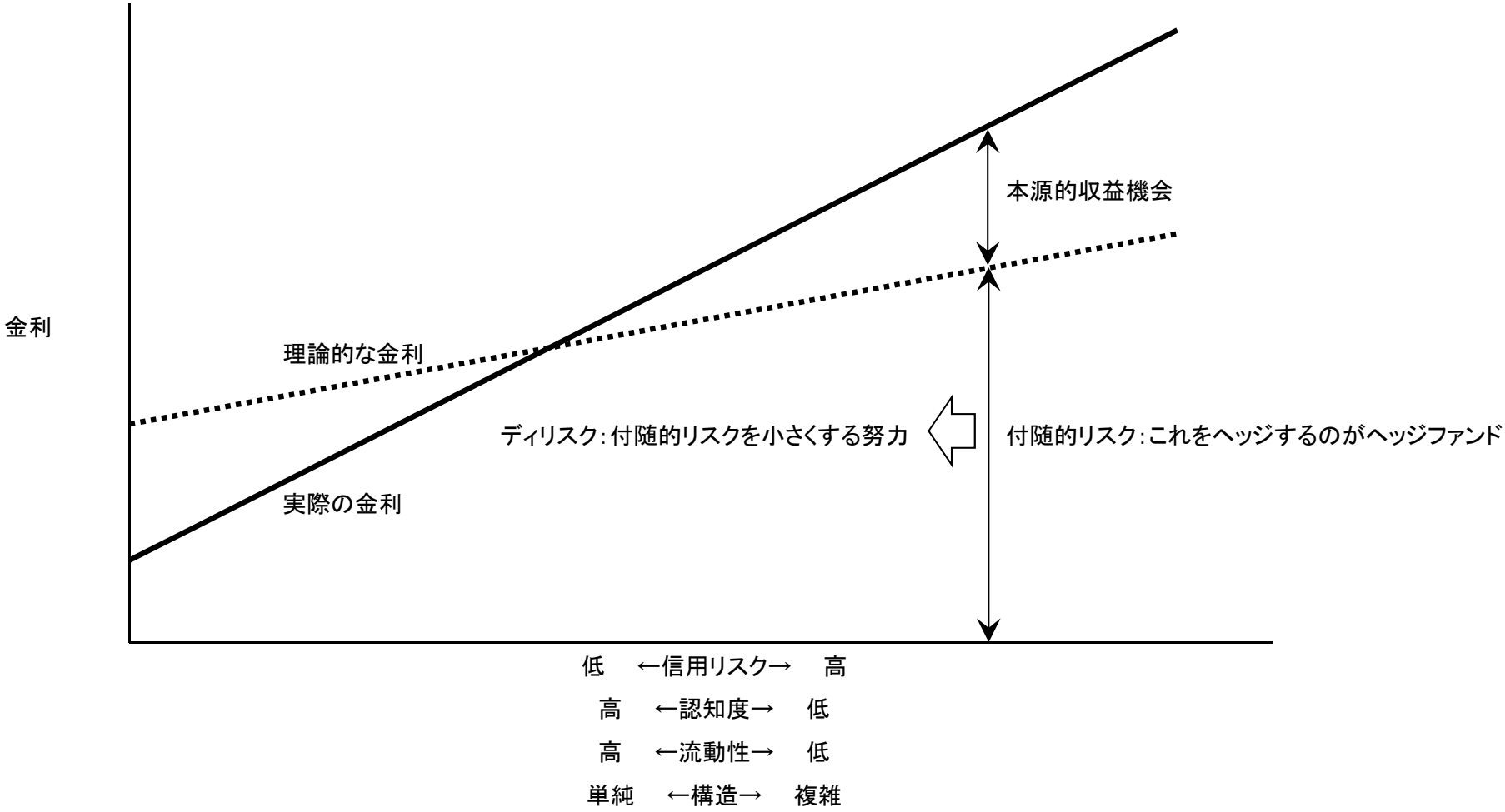



All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 投資の機会の収益化

⇒ 表層的な金利の高さにつられて、安易に右のほうへ移動していくことは、個人の投資信託にしろ、金融機関の証券運用にしろ、金融庁が問題視しているように、極めて稚拙な行為として、厳に戒められるべきことである。しかし、現実には、安易な投資が多い。

⇒ 本源的な収益源泉を市場の非効率に見出し、その獲得に際しては、付随的なリスクを厳格に管理する必要がある。






All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# 二つの文化と流動性の再考

「投資の文化」： 証券投資は「売れる前提」での与信

- 流動性
- 売却することによる信用リスク管理
- 厳格な出口（売却規律）
- パブリックな市場
- 債務者にリアクティブ（受動的）
- 市場価格変動のリスクが極めて大きい
- 小さな組織運営

「融資の文化」：「売らない」前提での与信

- 非流動性
- 分析することによる信用リスク管理
- 厳格な入口（審査規律）
- プライベートな関係
- 債務者にプロアクティブ（積極関与）
- 市場価格変動のリスクはない
- 巨大な装置のような組織

「第三の道」：「売らない前提」での投資

- 非流動性
- 証券投資的な入口（銘柄分析）
- プライベートな市場
- 債務者にプロアクティブ（積極関与）
- 市場価格変動のリスクはない
- 組織全体の連携（役割分担）


All rights reserved. HC Asset Management co.,ltd. 2006

# 注意事項

- 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。


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006