

第1部 「債券運用の基本」

第2部 「株式運用の基本」

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

2011.04.18 大阪
2011.04.19 名古屋
2011.04.22 東京



第1部 「債券運用の基本」

債券から得られる金利収入は、投資収益の基本をなすものです。債券投資は投資の基本です。

現在の世界の債券市場は高度に発達しており、そこでは、多種多様な債券が取引されています。特に、米国の債券市場は、その深みと厚みにおいて、他を圧倒します。わが国では、米国をはじめとする世界の巨大な債券市場の中の投資機会が、十分に理解され受け入れられているとは限らないようです。

債務を意識した運用への傾斜が強まる中、債券への配分は増加する傾向にあります。債券運用の中で、投資機会を確保することの重要性は増しています。

今回は、債券投資の基礎理論から、多様な債券市場の概観にいたるまで、幅広い話題を取り上げて解説したいと思います。

- 債券の価格変動と金利変動の関係
- 信用のリスク
- 資本構成と優先劣後構造
- 特殊償還条項
- 通貨変動と為替ヘッジ
- 資産担保証券
- エマージング債
- 保険リスクの移転による災害債券

現在価値への割引

- ⇒ 将来の受取金額を現在価値(省略して現価)へ引き直すことを割引と呼ぶ。
- ⇒ 現在価値へ割引くときに用いる金利を割引率と呼ぶ。
- ⇒ 同じ割引率ならば、割引く期間が長いほど、現在価値は小さくなる。
- ⇒ 同じ期間なら、割引率が高いほど、現在価値は小さくなる。

将来の100の現在価値

		割引期間(年)							
		1	2	3	4	5	10	20	30
割引率(%)	2	98.04	96.12	94.23	92.38	90.57	82.03	67.30	55.21
	3	97.09	94.26	91.51	88.85	86.26	74.41	55.37	41.20
	4	96.15	92.46	88.90	85.48	82.19	61.56	45.64	30.83
	5	95.24	90.70	86.38	82.27	78.35	61.39	37.69	23.14

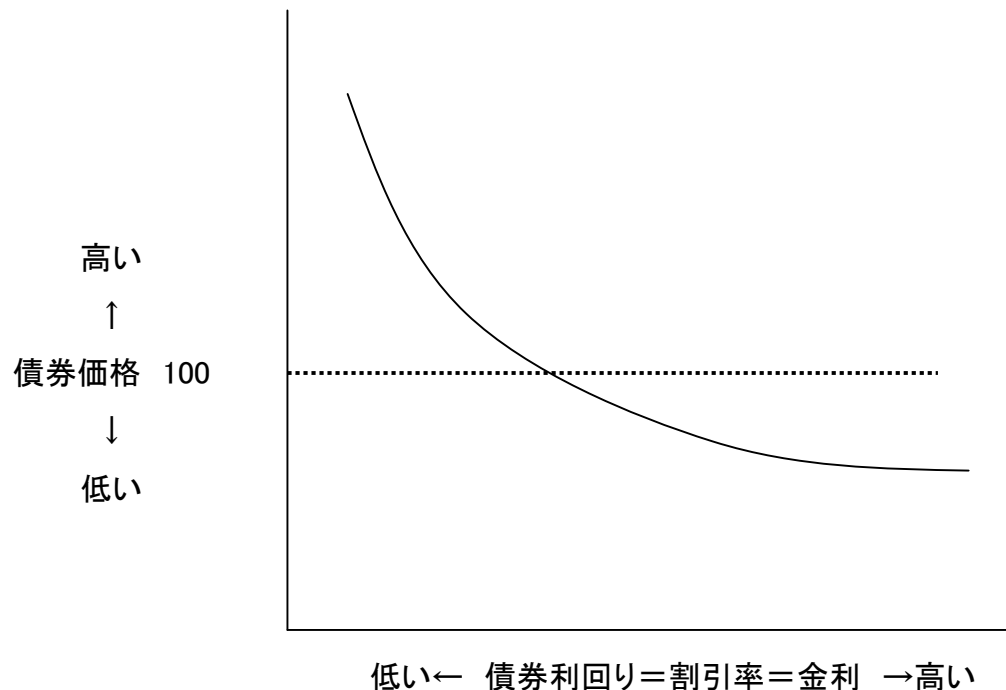
債券価格の理論的意味

⇒ 利息(coupon クーポン)5%、年1回の利息支払(後払い)、満期5年の債券を、価格100で投資するということの経済的意味は、債券の利率(表面利息)を割引率としたとき、将来の受取金額(利息と元本償還のキャッシュフロー)の現在価値が100になるということ。

	支払額	将来受取額	将来受取額の現在価値
投資時点	100		
1年後		5	$5 \times (1/(1+0.05)^1) = 4.76$
2年後		5	$5 \times (1/(1+0.05)^2) = 4.54$
3年後		5	$5 \times (1/(1+0.05)^3) = 4.32$
4年後		5	$5 \times (1/(1+0.05)^4) = 4.11$
5年後		105 (利息と元本償還)	$105 \times (1/(1+0.05)^5) = 82.27$
合計	100	125	100

債券価格と利回り

- ⇒ 債券の利回りとは、債券の現時点の価格と、債券から発生する将来のキャッシュフロー(利息と元本償還)の現在価値とを一致させる割引率のことをいう。
- ⇒ したがって、利回りが上昇する(=金利が上昇する)ということは、債券価格が下落することと同じになる。
- ⇒ 同様に、利回りが低下する(=金利が低下する)ということは、債券価格が上昇することと同じになる。



- 債券価格と利回りの関係を右のグラフのように示すとき、グラフの形状は下に凸になる。
- この凸度をコンベクシティ(convexity)という。

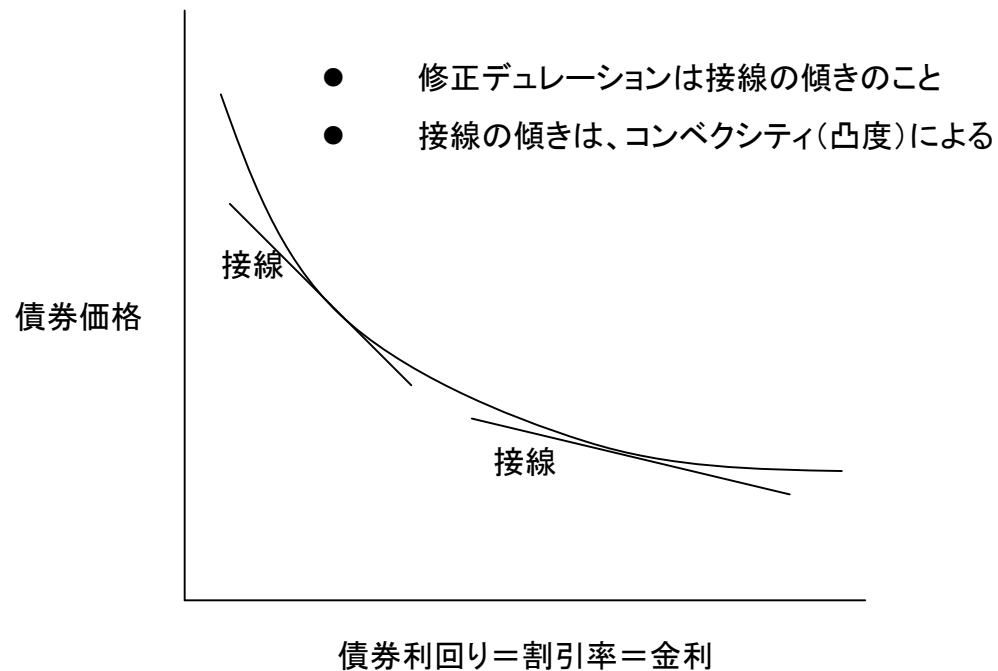
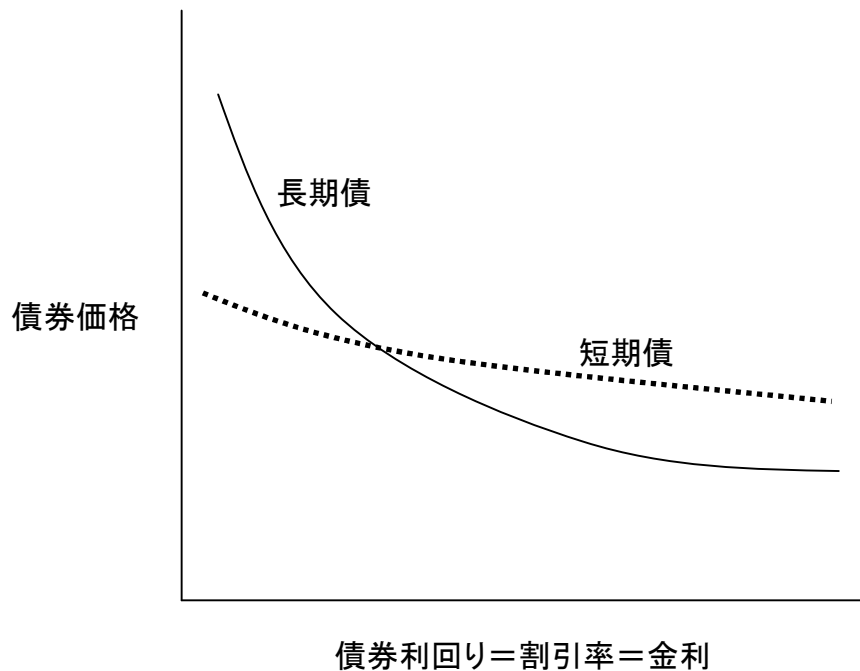
債券の満期と平均回収期間

- ⇒ 債券の満期は、満期前に利息を受け取ることを考慮すると、最後の回収時点であり、投資額の平均的回収期間ではない。
- ⇒ 投資回収の平均期間は、各受取額を受け取るまでの期間の、現在価値の加重をかけた平均期間である。
- ⇒ この加重平均期間のことをデュレーション(duration)と呼ぶ

将来受取額	回収期間(年)	現在価値 割引率=4%	現在価値 割引率=5%	現在価値 割引率=6%
5	1	4.81	4.76	4.72
5	2	4.62	4.54	4.45
5	3	4.44	4.32	4.20
5	4	4.27	4.11	3.96
105	5	86.30	82.27	78.46
計=価格		104.45	100.00	95.79
デュレーション= 現在価値加重の平均回収期間(年)		4.76	4.55	4.34

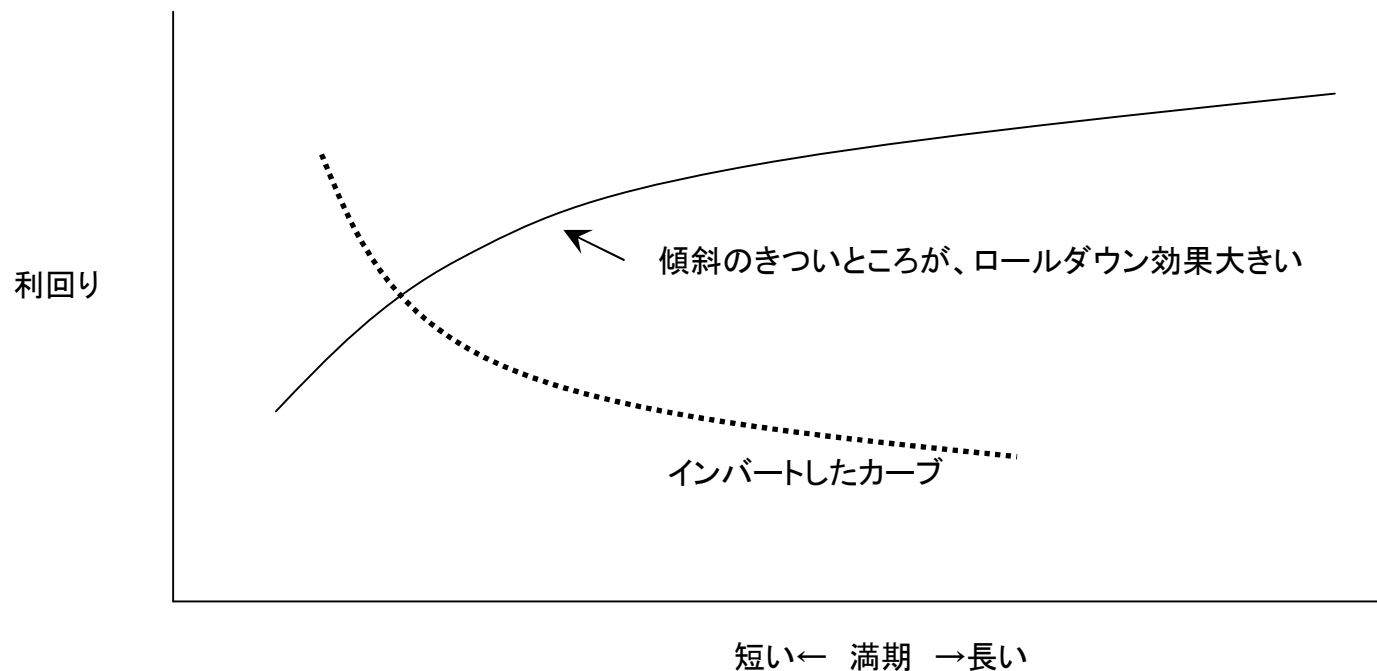
債券価格の金利感応度

- ⇒ 金利が変動したときに債券価格が変動する度合いを金利感応度という。
- ⇒ 債券価格の金利感応度は、デュレーションが長いほど大きい。
- ⇒ 1%の金利変動に対する価格変動率は、デュレーションを1+割引率で除した値に近似する。この値を修正デュレーション(modified duration)と呼ぶ。
- ⇒ 修正デュレーション自身が、金利変化に応じて変化する。その度合いは、コンベクシティの大きさによる



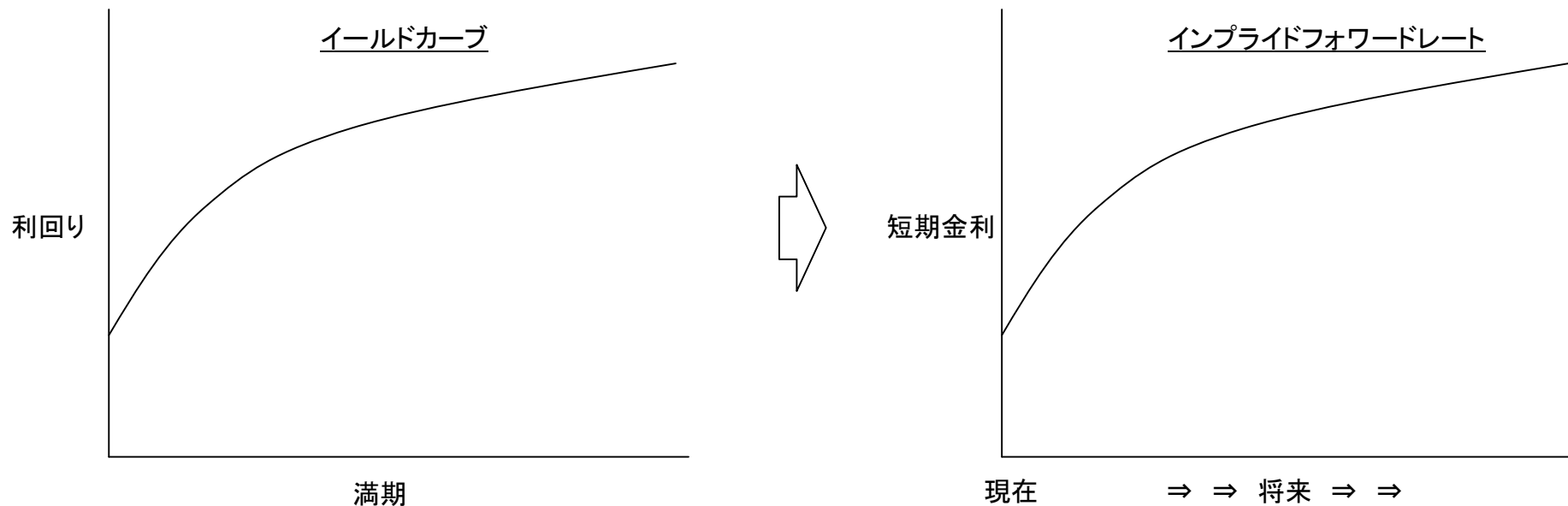
債券利回りと満期の関係

- ⇒ 債券の利回りは、満期の長さによって異なるのが現実の市場の構造である。
- ⇒ 満期までの年限と債券利回りとの関係をグラフ化したものを、イールドカーブ(yield curve イールドは利回りのこと)と呼ぶ。
- ⇒ イールドカーブは、一般に、右肩上がり(満期の長いほうが、利回り高い)になるが、逆になることもある(インバート inverted yield curve)。
- ⇒ もしも、その他の要因にして何ら変化しなければ、債券を保有していれば、満期が短くなる分、カーブに沿った形で保有債券の利回りは変化していくはずである。右肩上がりのカーブのもとでは、利回りは下がる(価格は上がる)はずである。これを、ロールダウン(roll down)の効果という。ロールダウン効果は、傾斜のきついところほど、大きい。



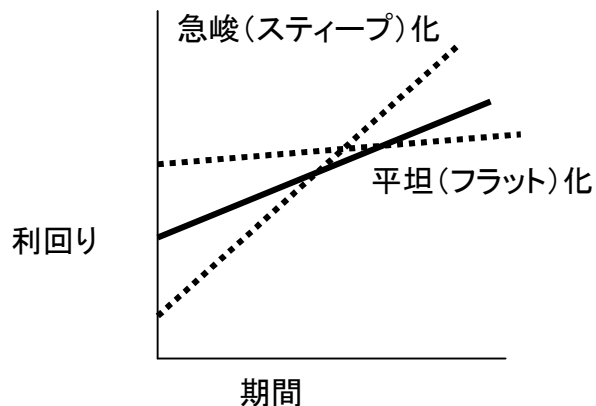
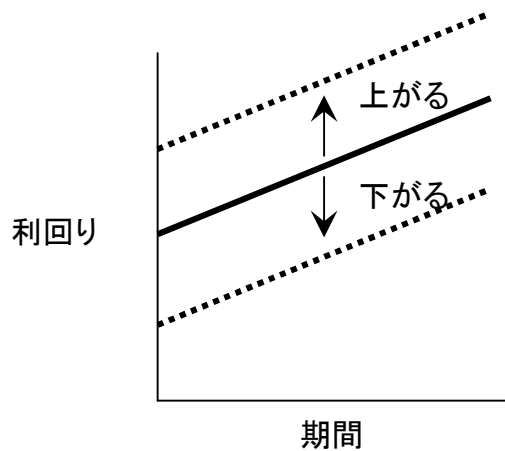
イールドカーブと将来の利回りの推移

- ⇒ 理論的には、2年ものの債券に投資するのと、1年ものの債券を2年連続して投資するのとは、同じ期待収益率でなければならない。少なくとも、そのような期待を反映して、1年もの、2年ものの債券の価格は形成されているはずである。
- ⇒ したがって、もしも、2年ものの債券の利回りが、1年ものの債券の利回りよりも高いならば、1年後の1年ものの債券の利回りは、今よりも高くなることが期待されていることになる。
- ⇒ イールドカーブは、ある短い単位期間の金利(例えば1年もの、あるいは3月もの)の将来にわたる推移を表現していることになる。この将来金利を、インプライドフォワードレート(implied forward rate 市場内包的に予測されている金利)と呼ぶ。

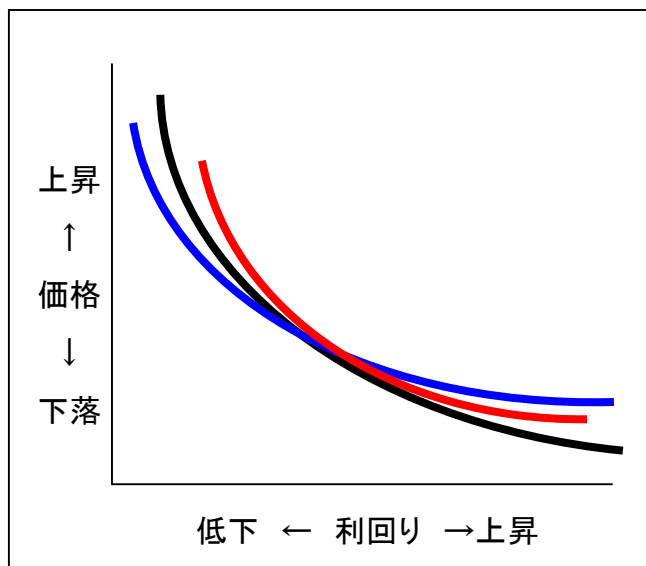


イールドカーブの形状変化と債券価格の変動

- ⇒ イールドカーブは、利回り水準が上下に変動するだけでなく、その形状も変化する。長短金利差が大きくなる、即ち、右肩上がりのカーブが急峻になることを、スティープ(steep)化といい、逆に長短金利差が小さくなること、即ち、カーブが平らになることを、フラット(flat)化という。
- ⇒ イールドカーブの水準や形状の変化は、債券価格に影響与えるが、その程度は、債券の属性によって、異なる。



債券種類毎に様々な異なる価格変動



債券の属性

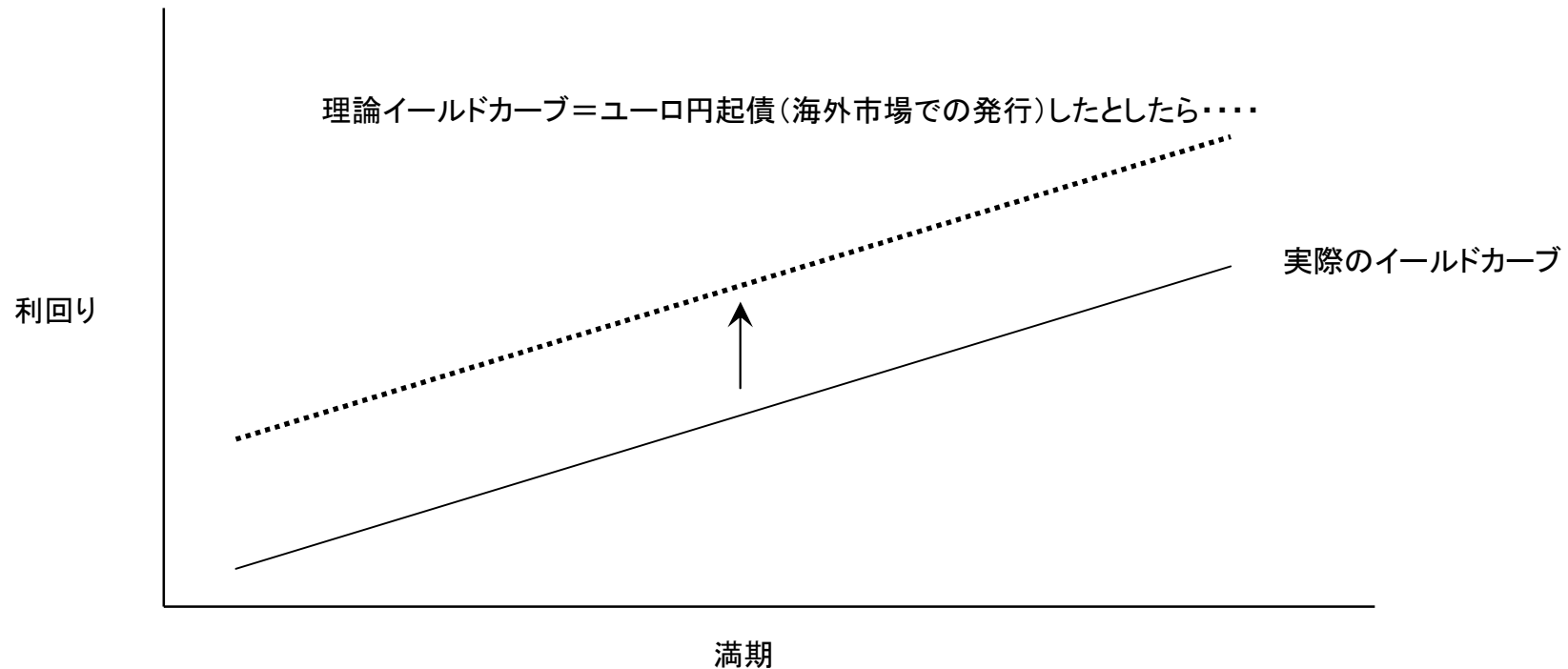
- デュレーション
- コンベクシティ
- 特殊償還条項
- クーポン水準
- ……

債券の発行体と信用リスク

- ⇒ 債券の発行体には、公的機関(国、政府機関、地方自治体など)、私的企業他、様々な種類がある。発行体毎に、利息と償還金の支払いの確実性は異なる。
- ⇒ また、同じ発行体の債券でも、利息と償還金の優先順位に差のある複数のものがあり得る。
- ⇒ 利息と償還金の支払の確実性の程度を、信用リスク(credit risk クレジットリスク)と呼ぶ。信用リスクは、利息と償還金の支払が停止する可能性の尺度である。利息と償還金の支払が停止する事態を、債務不履行(default デフォルト)という。
- ⇒ デフォルトは、債券の価値がゼロになることではない。法的手続きを通じて債務者の残余財産が配当される。この配当される金額の割合を回収率(recovery rate リカバリーレート)という。
- ⇒ 理論的には、債券の利回りは、デフォルト確率と回収率を加味した上で予測される損失を、利回りの高さで補償するようになるはずである。ゆえに、信用リスクの大きなものほど、利回りは高くなる。
- ⇒ 信用リスクの目安がなければ、普通の投資家には、債券に投資することができない。そこで、発行体は、発行する債券毎に、客観的な機関から、信用リスク格付(rating)の付与を受けるのが通例である。利回りは、一般的には、格付の高い債券ほど、低くなるように取引されている。
- ⇒ 機関投資家の世界では、格付の低い債券を分離して管理するのが通例である。基準格付以上の債券を投資適格(investment grade インベストメントグレード)といい、それより下をハイイールド(high yield)とよぶ。
- ⇒ 一般に、どの国でも、国債は最も信用リスクが低いとされる、というか、信用リスクがないとみなされる。その他の債券の利回りは、国債よりも高くなることになるが、その差をスプレッド(spread 上乗せ金利)と呼ぶ。スプレッドは、信用リスクが大きな債券ほど、大きくなる。

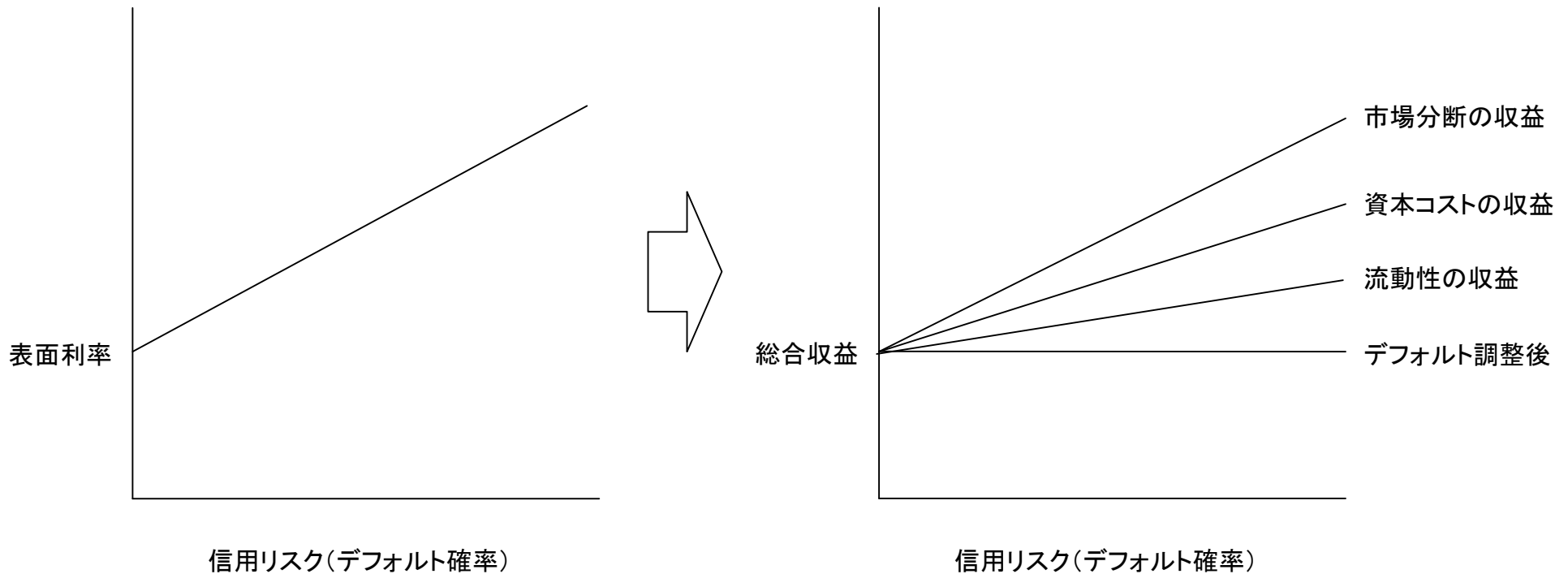
日本国債に信用リスクはないのか

- ⇒ 日本国債は、そのほぼ全て(95%程度)を、日本の金融機関等が保有している。金融機関にとっては、信用リスクのない資産と見なし得るからである。
- ⇒ 一方、海外投資家などの、純投資家からみれば、それなりの信用リスクがあると考えられる。
- ⇒ 市場で推計される日本国債の信用リスクを織り込めば、理論的な国債利回りは、かなり高くなる可能性がある。



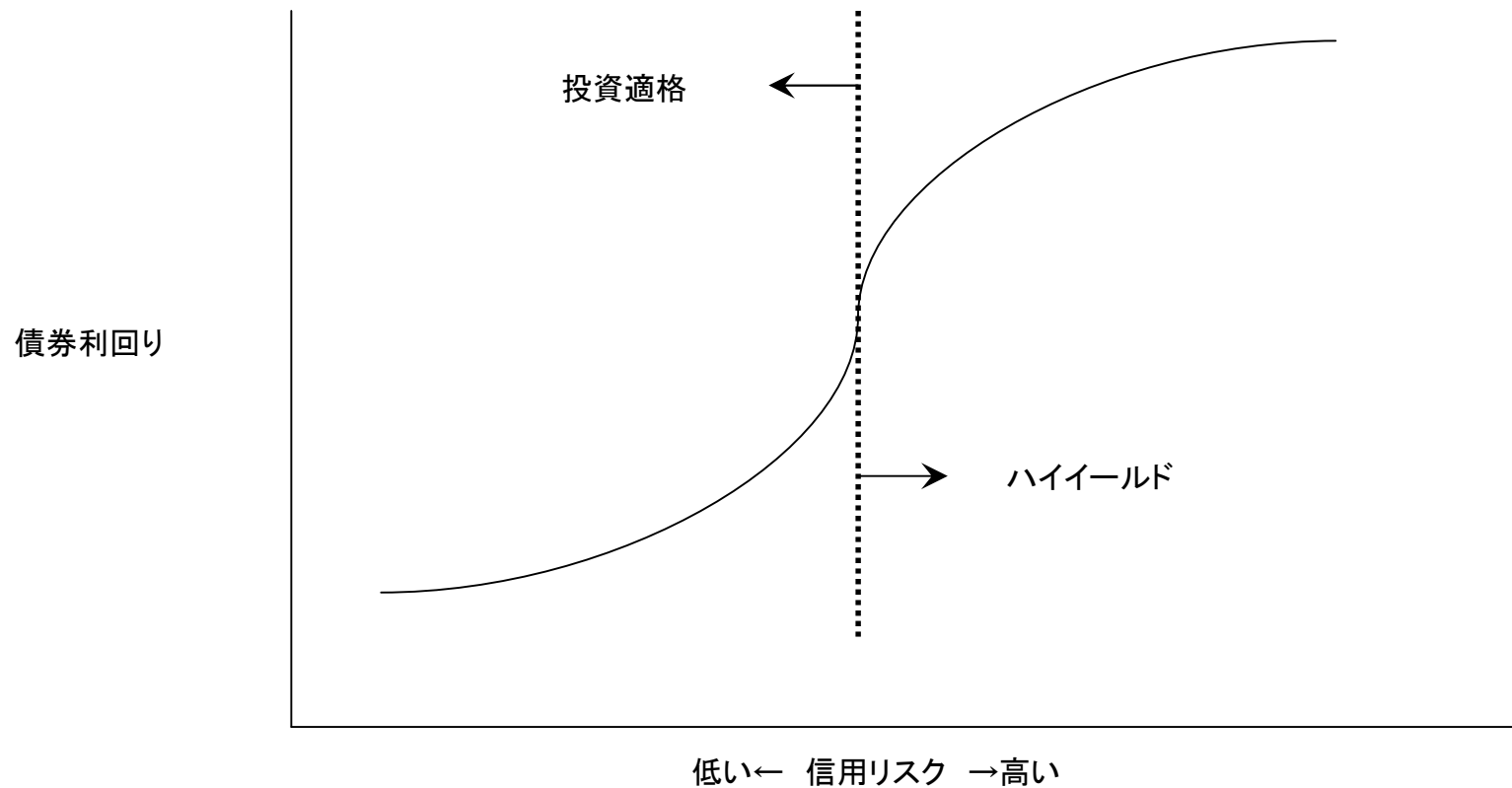
信用リスクのスプレッドと信用リスクに起因する超過収益

- ⇒ 債券の表面利率は、信用リスク(デフォルト確率と回収率を加味した損失可能性)を補償するだけ、高くならねばならない。
- ⇒ 理論的には、損失確率を調整した後では、信用リスクの差にかかわらず、どの債券も同じ期待収益率(債券を満期までもつときの総合収益)にならなければならない。
- ⇒ ところが、実際には、一般に、信用リスクの高い債券ほど、総合収益の期待値も高くなる。その追加収益の源泉には、少なくとも、市場分断・資本コスト・流動性の三要素が考えられる。



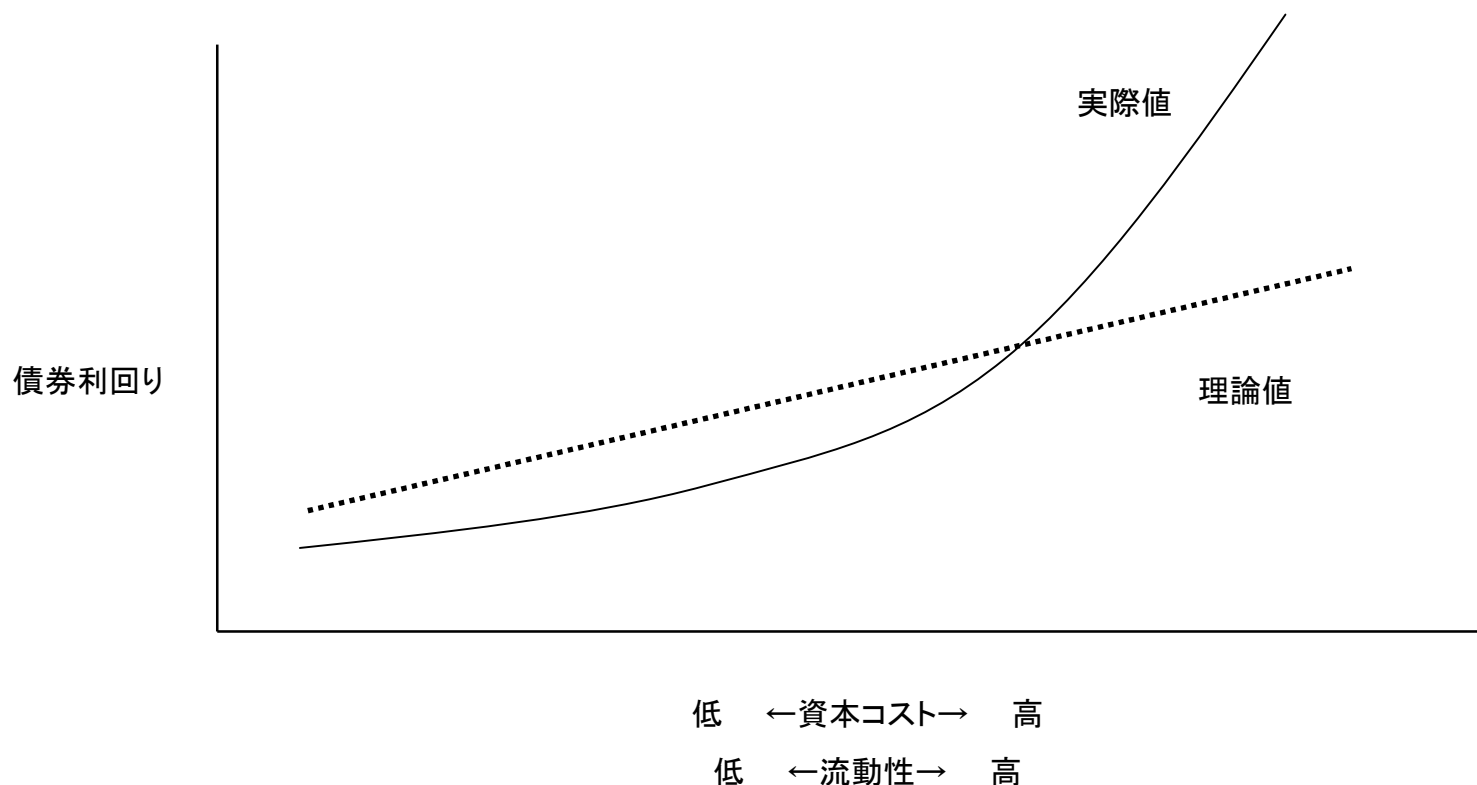
信用リスクを超える収益源泉(ハイイールドの例)

- ⇒ 機関投資家は、ハイイールドを別枠管理するので、格付が低下して、ハイイールドに分類されてしまうと、需給が一気に悪くなり、価格下落(利回りは上昇)する。これが、市場分断によるプレミアムの代表例である。



信用リスクを超える収益源泉(金融機関の選好の例)

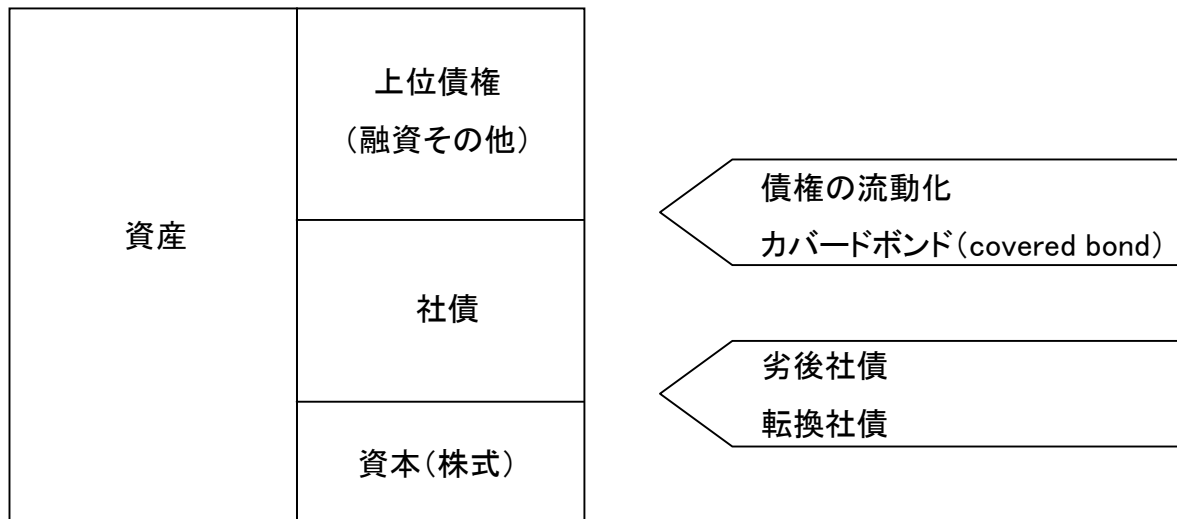
- ⇒ 金融機関は資本規制を受けるので、信用リスクの大きなものには、リスク以上の追加収益(資本コスト)を求める。金融機関の資本コストを反映する部分が、追加収益源泉である。
- ⇒ 金融機関は、即時に売却し易い債券を好む。売却の容易性を流動性(liquidity リクイディティ)というが、流動性の低い債券は、買い手が少なく、低い価格(高い利回り)で取引されやすい。これが、流動性による追加収益源泉である。



社債と資本構成

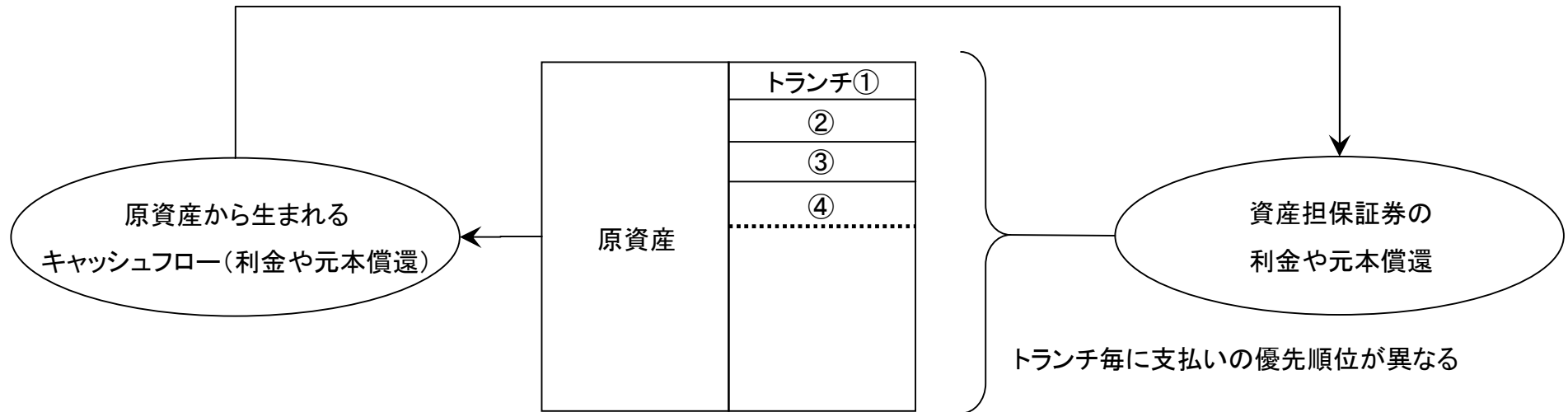
- ⇒ 企業は、事業に必要な運転資金・在庫・設備などの資産の保有を、債務や資本を通じて資金調達することで行っている。この資産と債務・資本の均衡を示すものが、企業の貸借対照表 (balance sheet バランスシート) である。
- ⇒ バランスシートの右側、即ち、債務・資本の構成を、資本構成 (capital structure キャピタルストラクチャ) という。
- ⇒ 社債は、キャピタルストラクチャの最上位の債権と、最下位の株式の中間に位置する。
- ⇒ 社債の種類として、より上位債権に近いものと、より下位の株式に近いものがあり得る。

企業のバランスシート



資産担保証券

- ⇒ 資産担保証券 (asset-backed securities ABS) は、その名の通り、債権等の資産を裏づけに、その資産から発生する収益 (債権の金利や償還金) を、債券の金利支払と元本の償還に充当するものをいう。
- ⇒ 仕組み上、原資産は、安定的なキャッシュフローを生むものでなければいけないので、多くの場合、貸付債権が使われる。
- ⇒ 貸付債権は、債権管理の必要性の低いものでなければならず、住宅ローン、不動産向け融資、消費者ローンなどが主流。
- ⇒ 一般に、これら資産担保証券は、住宅ローン等の貸金業者の資金調達の方法として、発行される。
- ⇒ 資産担保証券は、原資産の集合 (pool プール) に対して、優先順位の異なる複数の種類の証券 (tranche トランチ) が発行される。当然に、優先順位の高いものは、格付が高い。

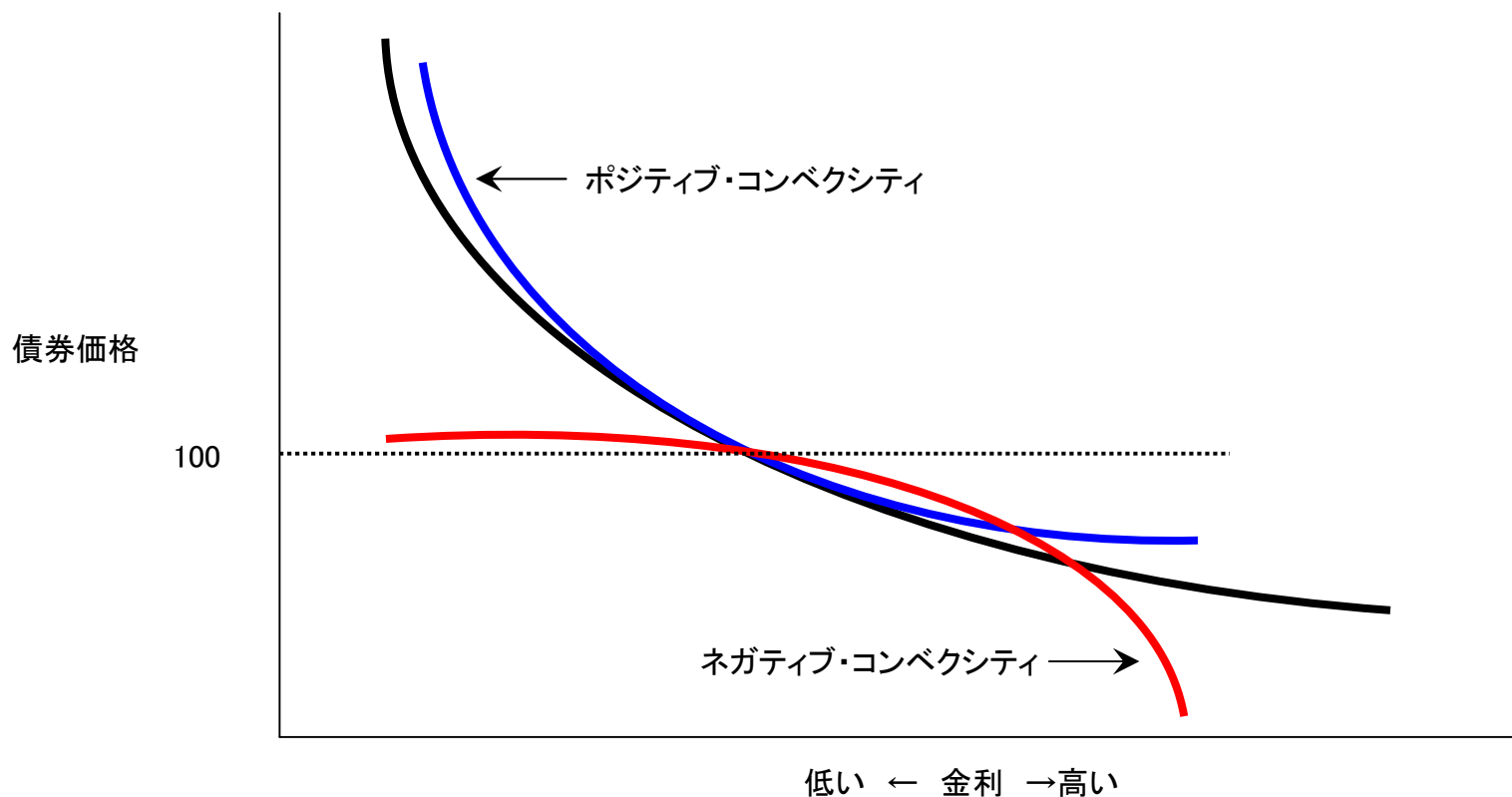


特殊償還条項

- ⇒ 債券は、通常は、事前に定められた満期時点で、一括償還される。このような満期一括償還をブレット(bullet)型という。現在では、一部の資産担保証券以外は、ブレットが普通である。
- ⇒ 発行体が、満期以前に償還のできる権利を留保することもある。この発行体が留保する権利を、コールオプション(call option)という。これは、金利が低下したときに、借換が容易にできるようにする仕組みであり、発行体有利である、その分、利回りは高くなる(オプション料の受け取り)。金利が低下(価格が上昇)しても、償還は100で行われるので、価格の上昇は抑制される(投資家不利)。このような債券は、コーラブル(callable)と呼ばれる。
- ⇒ コーラブル債券の代表例は、米国の住宅ローンを使った資産担保証券(mortgage-backed securities MBS)である。米国の住宅ローンは、手数料なしで借換え自由なので、金利が低下すると、原資産の償還が加速する。米国のMBSは、原資産の償還を全て債券の償還に充当する(パススルー pass through)仕組みになっている。
- ⇒ その他、投資家側が満期前に償還を要求できる債券(プッタブル puttable)、分割償還される債券(減債基金 sinking fund)など、様々な償還条項をもつ債券がある。

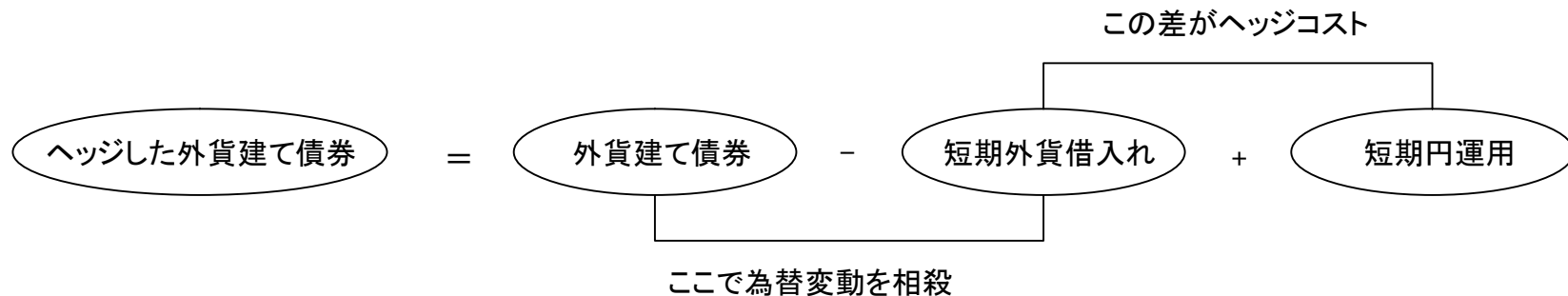
コンベクシティの重要性

- ⇒ 米国のMBSのようなコーラブルな債券は、通常の債券と異なり、コンベクシティが下に凸ではなくて、上に凸になる。これを、ネガティブ・コンベクシティ(negative convexity)という。
- ⇒ また、プッタブルな債券や、超長期債(100年債など)は、コンベクシティが、普通の債券よりも大きくなる。これを、ポジティブ・コンベクシティ(positive convexity)という。
- ⇒ ネガティブ・コンベクシティは、金利変動が小さいときに有利で、ポジティブ・コンベクシティは、金利変動が大きいときに有利。



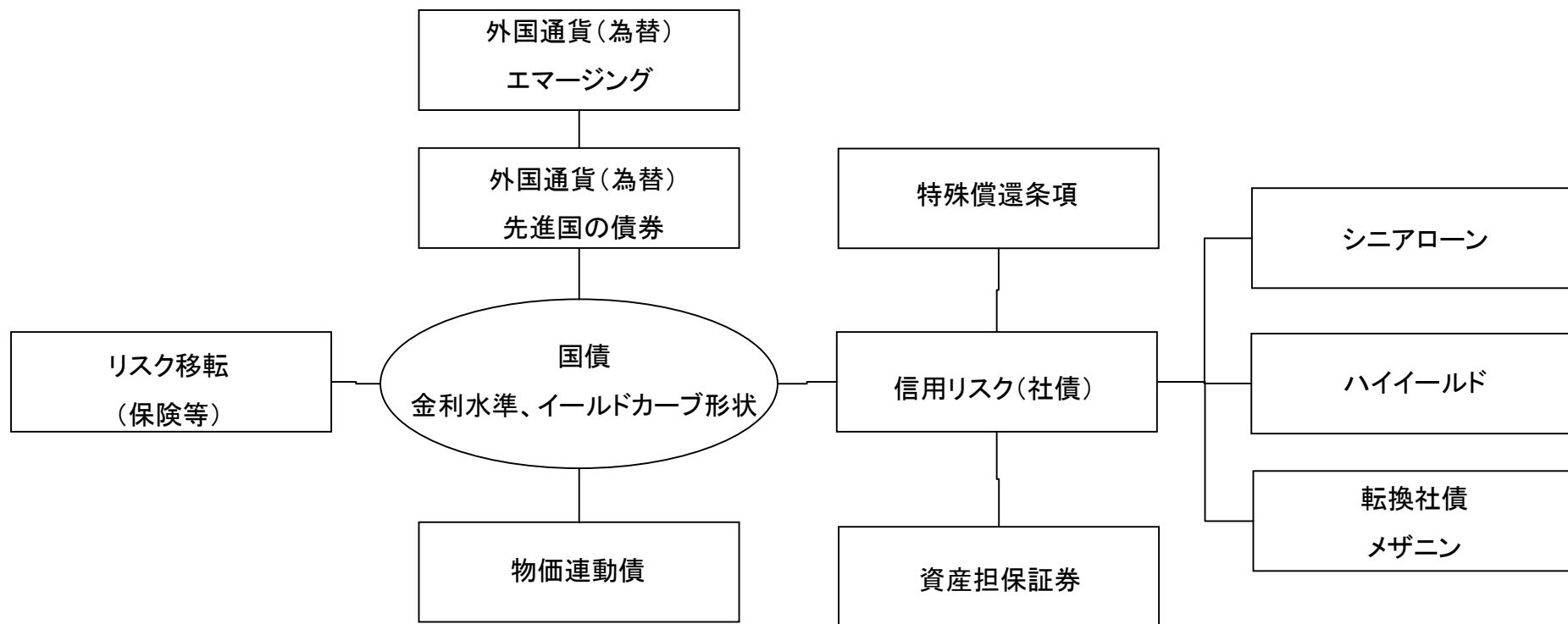
為替ヘッジをした外貨建て債券

- ⇒ 為替の取引には、即時に決済を行うスポット (spot) 取引と、将来の先日付で取引を約定するフォワード (forward) 取引がある。
- ⇒ 為替ヘッジとは、フォワード取引を通じて、予め外貨を売却しておくことである。こうすることで、保有している外貨建て債券の為替変動損益を、フォワードの変動損益と相殺する仕組みである。
- ⇒ 一般に、フォワードの期間は、1ヶ月、3ヶ月、長くて6ヶ月である。
- ⇒ 経済取引としては、フォワードの売却は、外貨の短期借入れと同期間の円の短期運用を行うのと同じである。この間の金利の払いと受け取りの差が、ヘッジコストである。外貨の短期金利が円の短期金利よりも高いときは、コストはマイナスとなり、逆のときは、コストがプラス (ヘッジ収益が生まれる) になる。
- ⇒ また、別な表現をすれば、為替ヘッジの外国債券は、円の短期金利に、外貨の長短金利差を足したものである。



広い債券運用の領域

- ⇒ 債券は非常に範囲が広い。理論的には、どのような種類の特殊なリスクも、債券の仕組みの中に取り入れることができる。
- ⇒ 損害保険のリスクのうち、特に天災のリスク(カタストロフィ catastrophe)を移転したもの(キャットボンドCAT bond)、転換社債のように、株式のリスクを内包したもの、物価連動債のように、物価指数を内包したものなど、様々なものがあり得る。
- ⇒ 外貨建ての債券は、為替変動のリスクを内包する。
- ⇒ 特殊償還条項は、金利オプションを内包したものである。



第2部 「株式運用の基本」

株式というのは、まさに資本主義を象徴するものであり、金融の市場原理の基本です。しかし、株価が長期的には必ず上昇するものだと信じる根拠は、明確ではありません。事実、日本の株式市場、長期にわたって上昇していません。

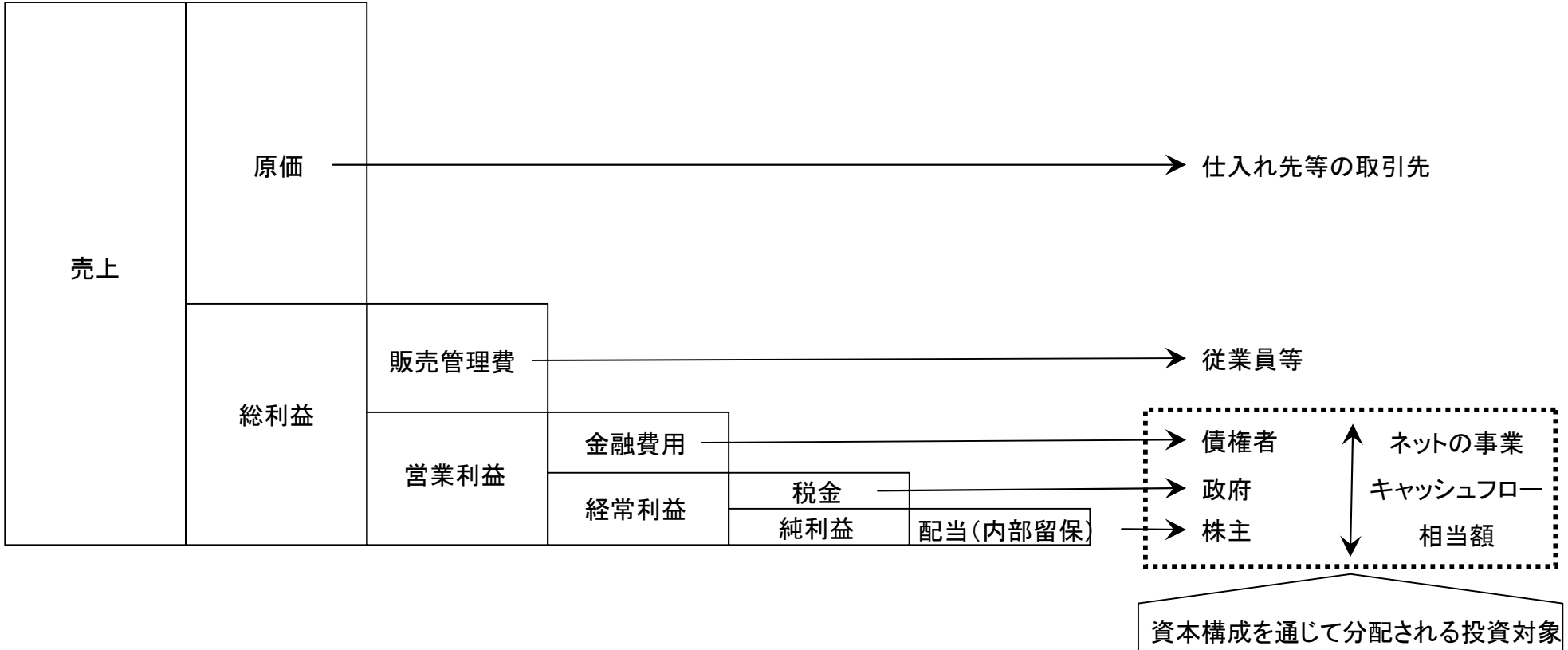
一方、株価が上昇しなくとも、高い配当利回りがあれば、それで十分ともいえます。むしろ、株式投資の基本は、配当収益を得ることなのかもしれません。また、ある企業の株式に投資することは、その企業の事業に参画することでもあります。株式投資は、事業投資なのです。

今回は、株式というものの基本的意味に遡り、株式が本来的にもつ投資価値と、その背後にある投資の危険について解説したいと思います。

- 株価が上がる条件
- 配当の意味
- 純資産価値と継続企業価値
- 成長(グロース)と割安(バリュウ)
- 事業再編の投資機会
- 議決権と企業統治
- ESGの視点

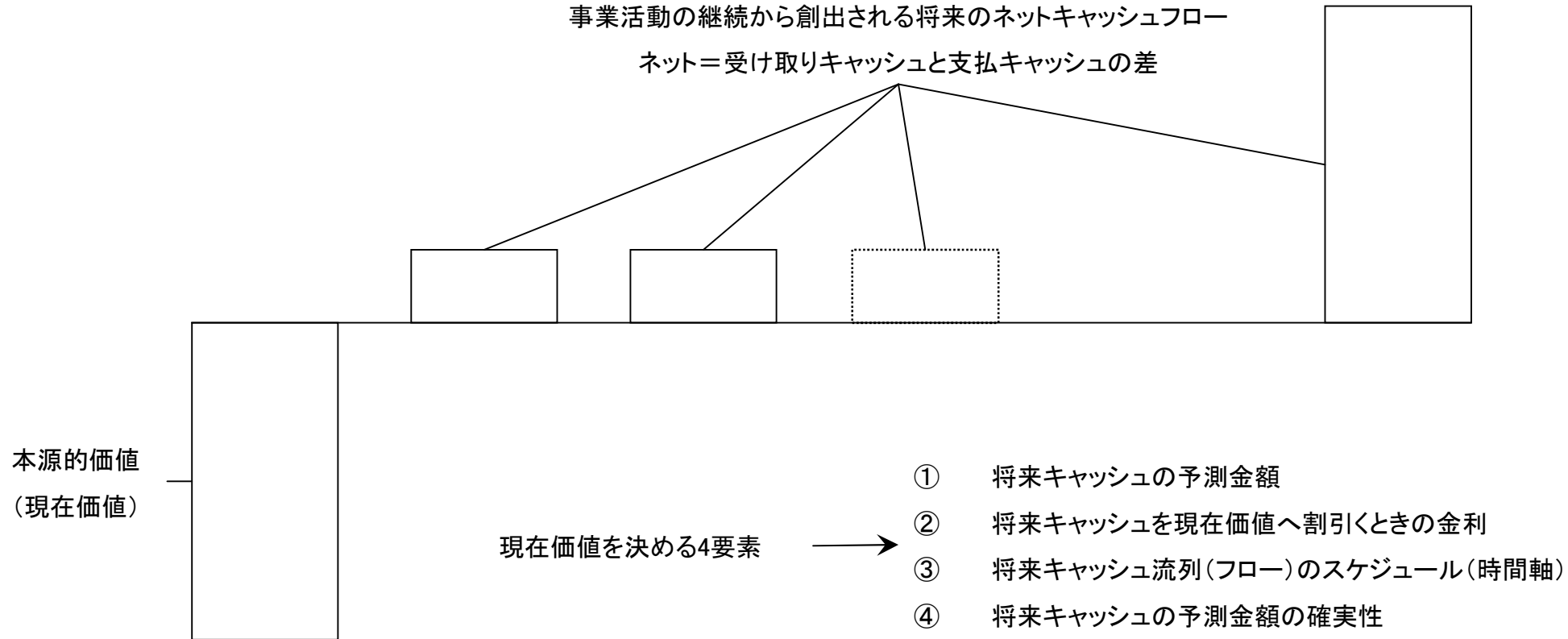
事業キャッシュフローを分配する仕組みと資本構成

- ⇒ 企業の売上げ(キャッシュフロー)は、順次、優先順位に従って、利害関係者に分配される。この利害関係者は、ステークホルダー(stake holder)と呼ばれる。
- ⇒ 営業利益の分配が、投資の領域である。この分配の仕組みが、資本構成(キャピタルストラクチャ)である。



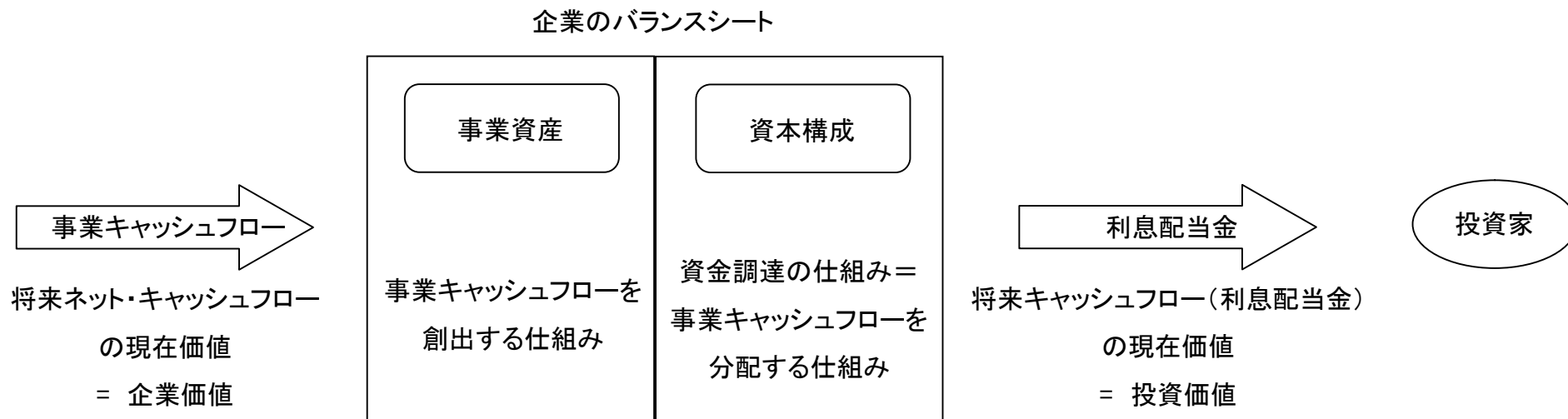
企業の本源的価値の理論的意味

⇒ 企業価値は、企業活動が生み出す将来のネットの事業キャッシュフローの現在価値である。



事業価値と資本構成の総額

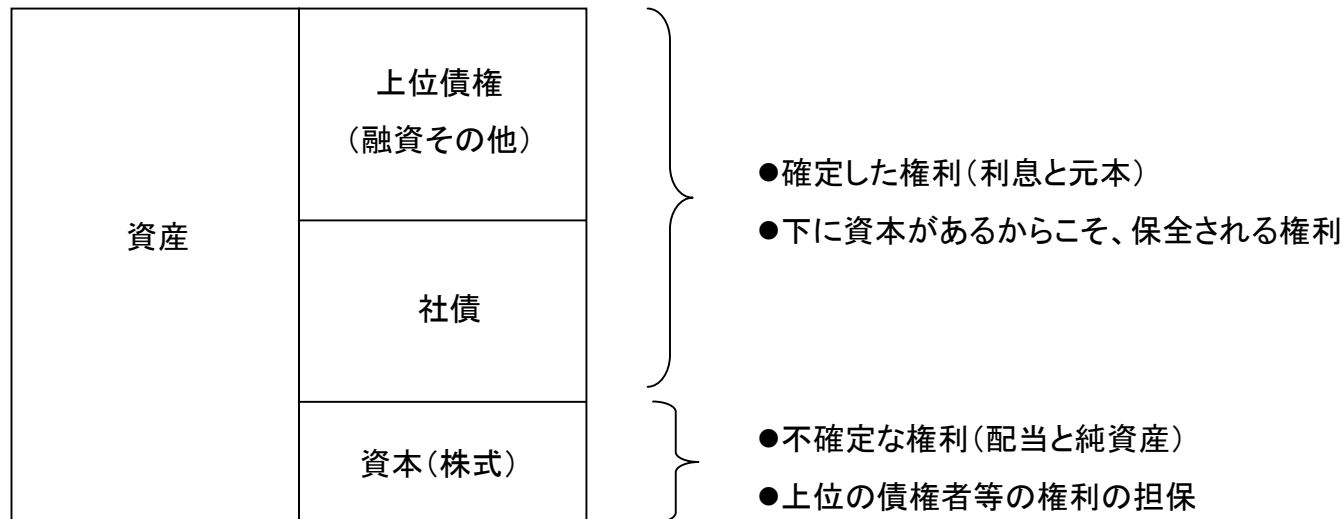
- ⇒ ネットのキャッシュフローの現在価値としての企業価値と、それを分配する仕組みである資本構成の価値総額とは、一致する。
- ⇒ 資本構成を変えることでは、企業価値は変化し得ない。
- ⇒ 企業価値の上昇は、事業のネットのキャッシュフローの改善に依存する。



株式と資本構成

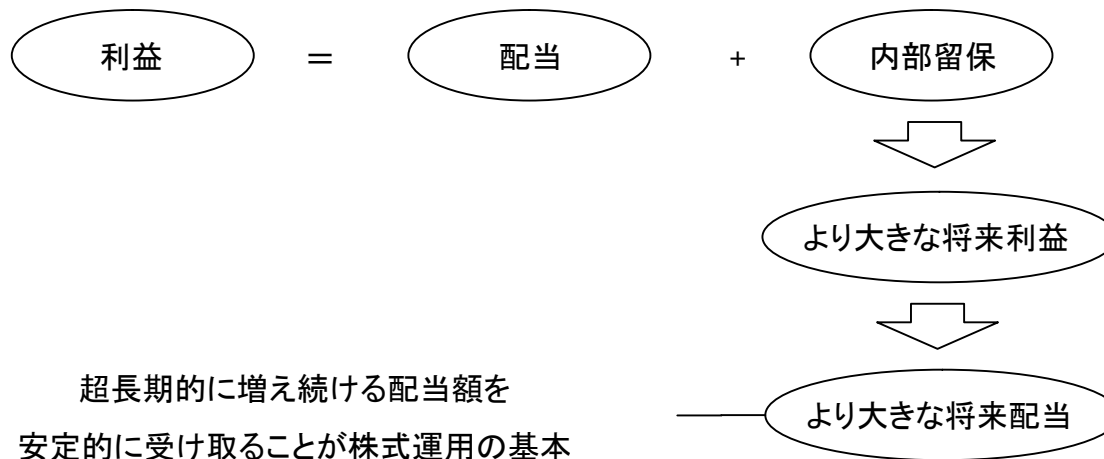
- ⇒ 企業は、事業に必要な運転資金・在庫・設備などの資産の保有を、債務や資本を通じて資金調達することで行っている。この資産と債務・資本の均衡を示すものが、企業の貸借対照表 (balance sheet バランスシート) である。
- ⇒ バランスシートの右側、即ち、債務・資本の構成を、資本構成 (capital structure キャピタルストラクチャ) という。
- ⇒ 株式は、キャピタルストラクチャの最下位に位置する。最下位に位置するということは、株主の権利は、債権者や社債保有者の権利に劣後するということである。株式に投資価値があるとすれば、この地位の劣後を補って余りある魅力がなければならない。
- ⇒ 株主の権利は、①配当を受け取る権利、②清算時の残余財産の配分を受ける権利、③議決権、だけである。

企業のバランスシート



配当と配当性向

- ⇒ 株主に帰属する利益は配当される。この配当が、株式投資の本質的収益源泉である。
- ⇒ 経営者は、経営裁量により、利益額のうちから配当に振り向ける額を決めることができる。この利益額に対する配当額の比率を、配当性向 (payout ratio ペイアウト率) という。
- ⇒ 配当されないで留保された額は、翌期以降の企業の投資活動に振り向けられる。この留保額を内部留保 (retained earnings) という。利益額 = 配当額 + 内部留保額である。
- ⇒ 一般に、成熟して将来成長力が相対的に低下した企業では、配当性向は上がるはずである。逆に、成長途上で、旺盛な資金需要がある企業では、内部留保を厚くすべきであろう。実際、成長企業では、配当を払わない例も多い。
- ⇒ 内部留保の正当性は、事業への再投資の効率に依存する。内部留保が効率的に投資活用できないならば、もっと明瞭に言えば、将来利益の増大 (即ち、より大きな配当期待) につながらないならば、配当性向を高めるべきだということになる。



配当の現在価値としての株式の価値

- ⇒ 継続企業として考えるならば、企業の株主に対する責任は、超長期的に配当を増やし続けることである。
- ⇒ 内部留保の目的は、効率的再投資を通じて利益を増やすこと、そして最終的には、配当を高めることに帰着するはずである。
- ⇒ したがって、理論的には、株式の価値は、将来配当の無限流列の現在価値になるはずである。この考え方を、配当割引モデル(dividend discount model)という。
- ⇒ いま、配当性向を将来にわたって一定にすると、株式に投資することの期待収益率は、現在の配当利回りと配当の伸率の合計値になる。このとき、配当の伸率は、将来利益の伸率と同じである。一方、利益の伸率は、内部留保された金額の企業内部における再投資収益率に、内部留保率をかけたものである。

$$\begin{aligned} \text{株式の期待収益率} &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の配当の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の利益の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times \text{内部留保率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{現在株価} &= \frac{\text{現在配当額}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})} \\ &= \frac{\text{現在利益} \times \text{配当性向}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})} \end{aligned}$$

企業の清算価値と純資産

- ⇒ 理論的には、ある企業の株式の時価総額は、その企業の純資産（資本勘定）以上でなければならない。純資産は清算価値でもあるので、企業の時価総額は、理論的には、継続企業基準では、純資産を上回り、非継続（清算）となっても、純資産を下回り得ないということである。
- ⇒ 時価総額を純資産で除した値を、純資産倍率（price to book ratio PBR）というが、通常は、PBRは1以上であるはずである。
- ⇒ しかし、現実には、PBR 1以下の銘柄は、少なからず存在する。これが、割安な状態なのかは、重要な投資判断である（割安性指標）。一方、PBRが1を大きく越えるということは、継続企業としての成長期待を反映しているとみられる（成長性指標）。

企業のバランスシート



資本の運用効率

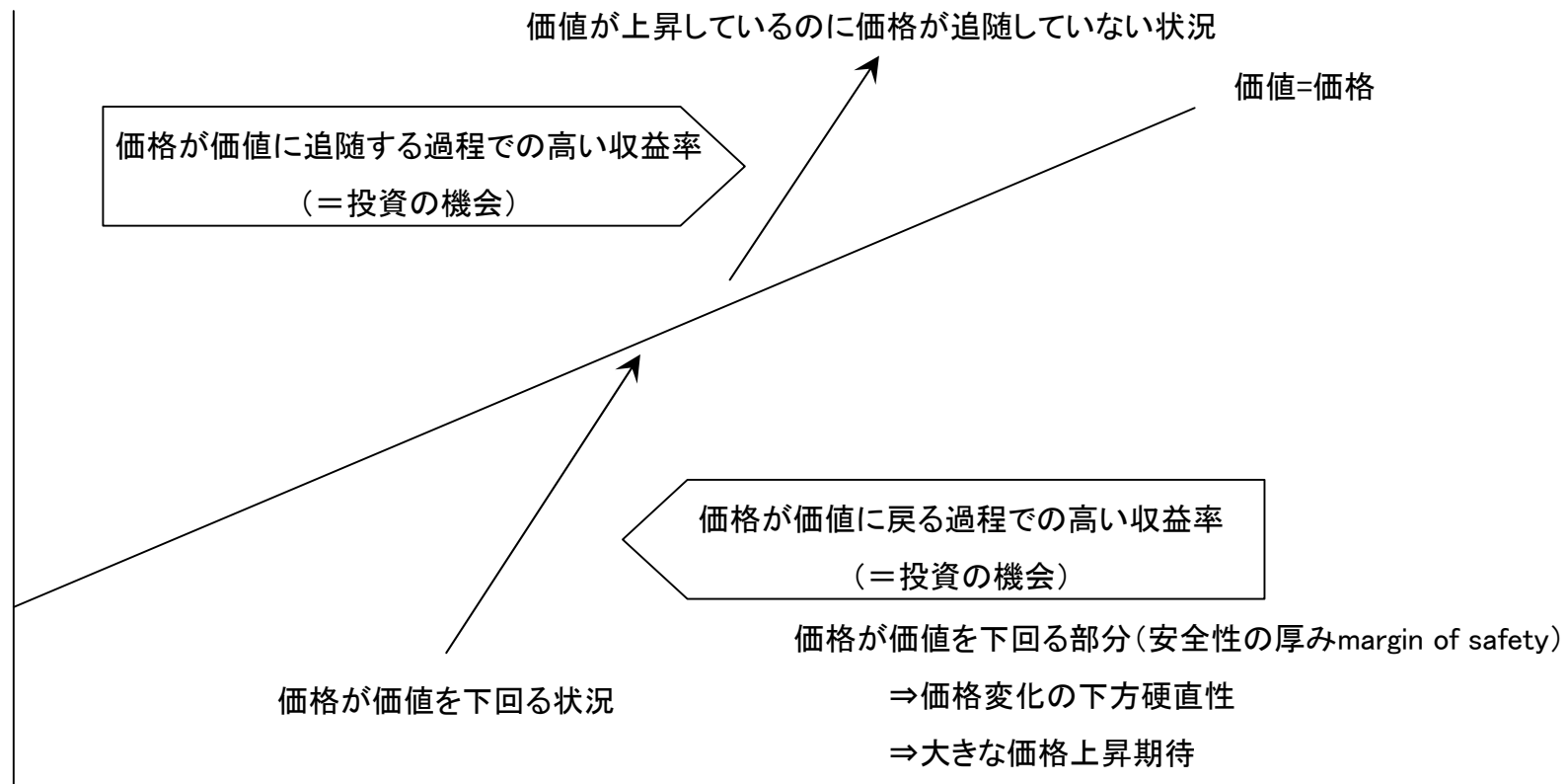
- ⇒ 株式の投資価値を規定するのは、企業が資本を事業投資するときの効率性である。効率性の代表的指標は、利益を時価総額で除した益利回り (earning yield)、あるいは、その逆数の株価収益率 (price earnings ratio PER)、および利益概念を EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) などにした指標、時価総額に換えて純資産を用いるのものなど、いろいろある。利益を純資産で除した自己資本利益率 (return on equity ROE) も、代表的指標。
- ⇒ 資本の運用効率を規定するのは、総資産全体の利益率である。総資産全体の運用効率の代表的指標は、利益を総資産で除した総資産利益率 (return on assets ROA) である。

$$\begin{array}{c}
 \text{総資産利益率 (ROA)} \\
 \uparrow \\
 \text{自己資本利益率 (ROE)} = \frac{\text{利益}}{\text{自己資本 (純資産)}} = \frac{\text{利益}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本 (純資産)}} \\
 \\
 = \frac{\text{利益}}{\text{売上げ}} \times \frac{\text{売上げ}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本 (純資産)}} \\
 \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \qquad \qquad \qquad \downarrow \\
 \text{売上高利益率} \qquad \qquad \text{総資産回転率} \qquad \qquad \text{自己資本比率 (逆数)}
 \end{array}$$

- ⇒ 企業間の合併による統合、他企業の買収による統合は、統合後の企業の資産・資本の利用効率の改善を目的としたものである。友好的な合意によるものが普通であるが、敵対的なものもあり得る。
- ⇒ 上場していることは、公募増資を通じた資金調達や買収等を行わない限り、経営に大きな利点のない場合も多い。そのような場合、非公開化が行われることもある。
- ⇒ 上場企業が、子会社を上場することは、一方で、株主に個別事業部門ごとの収益に直接に参画できる機会を与えると同時に、経営の独立していない企業の上場には、企業統治など様々な問題も多い。上場子会社を完全子会社にする動きもある。
- ⇒ 統合の逆で、子会社を完全分離して、他社に売却したり、事業を分割する過程で、企業自体も分割されることもある。
- ⇒ 破綻は、民事再生や会社更生などの法的手続への移行のことである。多くの場合、株式価値は大きく毀損（ほぼゼロになることが多い）する。

「グロース」と「バリュー」

- ⇒ 事業価値が上昇すれば、その他の要因にして同じならば、株価は上がるはずである。このような企業に投資していこうとする考え方を成長株運用 (growthグロース) という。
- ⇒ 株価は、しばしば、株式の理論価値を下回る。このとき、株価は理論価値へ収束していくと考えるのが、割安株運用 (valueバリュー) である。



議決権と企業統治

- ⇒ 株式投資は、企業経営者に対する信頼が基礎になっている。その信頼が裏切られない限り、積極的な議決権の行使は、想定されていない。
- ⇒ 株主と経営者の対立は、不毛である。相互信頼に基づく、建設的な協力関係の構築が、本来の投資である。
- ⇒ 一方、信頼が裏切られたとき、議決権の行使は、投資家としての権利を守るための最後の手段となる。しかし、これは、普通の事態ではない。

市場から評価されない経営行動の例

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)

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)

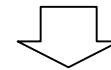
株主として積極的に議決権を行使する投資行動
⇒アクティビズム



市場から期待される経営行動の例

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

資産・資本の構造的改善
(不要なものの圧縮と利用度を高める事業創造)



経営者は適切な時期で適切な判断・行動をするはずだ、という経営への信頼に立脚した投資判断が、もしも裏切られたら？

- ⇒ ESGとは、Environmental, Social, Governance の頭文字である。直訳すれば、「環境配慮、社会性、企業統治」である。
- ⇒ ESGは、必ずしも、企業行動に道徳的・倫理的制約を課そうとするものではない。倫理的な価値には、人類共通の普遍性をもつ基本原則だけではなく、歴史的・文化的・民族的・慣習的な多様な価値観に根ざすものをも多数含む。それらについて一般論を展開すること不可能だし、経済取引へ過剰な価値観の対立をとりこむことは、好ましいことでもない。タバコや、ガソリン自動車などは、反対する人も、そうでない人もいる。
- ⇒ 一方、環境負荷の高い企業経営、社会的費用の高い企業経営、創業家の支配的経営などは、何らかの社会的価値観の転換による、企業価値評価の変動にさらされているともいえる。
- ⇒ ESGは、社会の価値の転換による企業価値評価の変動の可能性(リスク)を明らかにした上で、投資判断を行うものである。

- 本資料は、年金資産運用の基本的な考え方について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- 本資料は、年金資産運用の基本的な考え方について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに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。