

金融の社会的機能と資産運用

－ 産業の発展を金融的に支援するという投資の原点への回帰 －

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
（社）日本証券投資顧問業協会

2011.06.08



概要	2、3
日本型金融における融資と投資の社会的役割	4
常識の正しさ	5
事業価値と投資価値（本源的価値）	6
「本源的価値」が測定されなければならない	7
伝統的金融手法の限界と代替的企業金融の拡大	8
投資の「適格性」	9
「より確からしいもの」に基づく判断（＝保守主義）	10
株式運用における「成長への投資」と保守主義の原則	11
信用リスクについての誤解	12
限界事例について考えましょう	13
社会的資金重要への資金供給	14
「オルタナティブ」の再構成	15
広義の資本（成長資本の理念）	16
金融の社会的機能と成長資本の位置	17

金融の社会的機能

社会から需要される資金を供給することが、金融の社会的機能です。金融は産業の「裏方」に過ぎません。金融収益は、産業全体の利益の内数でしか、あり得ないのではないのでしょうか。金融全体の収益は、長期的には、全世界の名目GDPの成長率を超え得ないのではないのでしょうか。逆にいって、そもそも、機関投資家の資産運用の目標として、名目GDPの成長率以上を追求すべきでしょうか。

金融の社会的機能としての投資と融資

投資と融資が一緒になって、産業金融の社会的機能を果たしています（投融資という言葉があります）。伝統的な融資は銀行等の機能ですが、投資は資産運用の業界の機能です。

投資の機能と不確実性

銀行等の機能は、資金決済や運転資金のような短期的資金の供給を中心とし、投資は、設備投資などの長期的資金需要を対象としています。ですから、投資には、融資に比べて、より多くの将来にかかわる不確実性が伴うのです。逆にいえば、銀行機能を純化させる中で、銀行等が負い得ない不確実性が、投資の世界に移転してきているのです。その不確実性を引き受けることが、投資の機能です。

日本の特色

日本では、英米に比較して、銀行の機能が著しく大きく、長期資金需要も広く取り込んでいます。逆にいえば、投資の機能が小さくなっています。具体的には、社債や非公開株の市場が、英米に比較して、極端に小さくなっています。このことは、必ずしも「日本の金融の後進性」ではありません。世界的に統一された銀行資本規制の枠の中でも、各国固有の歴史と事情に応じた金融制度を設計する自由度は、きちんと確保できるはずなのですから。

投資の収益率

金融全体の収益率に融資を含むことを考慮すれば、投資を狭く考えた場合においては、その収益率は、ある程度は高くなり得ると考えられます。資本市場全体に、構造的な「レバレッジ」がかかっているようなものです。

バブルの問題

バブルとは、産業の実需要を超えた、もしくは存在し得ない需要に基づいた、資金需要のことだと思われます。要は、社会的な基盤がない資金需要です。このようなところからは、損失はあり得ても、投資収益はあり得ないようです。

投資と投機

社会的機能に裏打ちされている限り、投資の利益は、他人の損失の上に形成される利益ではあり得ません。投資収益は、社会全体の付加価値の創出の一部であるはずで、また、投資に伴う不確実性については、合理的な管理可能性がなくてはなりません。この二つの条件が、投資を、投機から一線を画するものにします。

許容できる「リスク(損失の可能性)」

一見、融資先にはなりえないような貧困層でも、社会的に必要な資金使途であり、かつ日常的債務者管理ができれば、十分に商業的な融資対象になり得ることを、マイクロファイナンスの事例は証明しています。リスクは、社会的必要度が高ければ高いほど、小さくなり得るのかもしれませんが、インフラストラクチャ投資も、同様の考えに立脚しているようにみえます。

概要(続き)

投資の「適格性」

投資が、適格な投資であるためには、投機ではない、というだけでは、十分ではありません。「適格性」は、もう少し狭く具体的に考えられるべきでしょう。それは、合理的な投資判断が可能である領域にとどまるべきだという保守主義の原則であり、理性の限界をわきまえた投資、ということだと思われます。

判断の合理性

価値判断に基づく投資は認められても、単なる価格予想に基づく投資は認めがたい。また、合理的に長期は展望できても、短期的な事象の予測はできない、などです。

保守主義の原則

判断を合理性の枠にとどめようとするのが、保守主義の原則であり、より確からしいものに基づく判断を志向するものです。資産の価格変動ではなく、資産が創出するキャッシュフローに着目するのは、保守主義の代表例です。

金融の社会的機能という側面からの「オルタナティブ」の選別

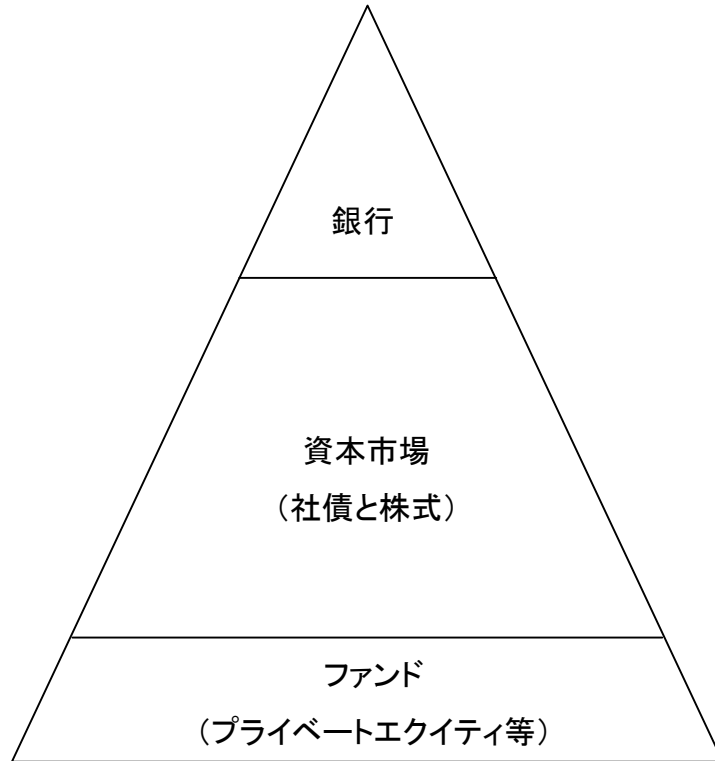
いわゆるヘッジファンドといわれるものの全てが、適格な投資対象とは限らないでしょう。同様に、プライベートエクイティや、アセットファイナンスから生まれる実物資産(リアルアセット)についても、金融の社会的機能という側面からの選別は必要なのでしょう。

投資哲学

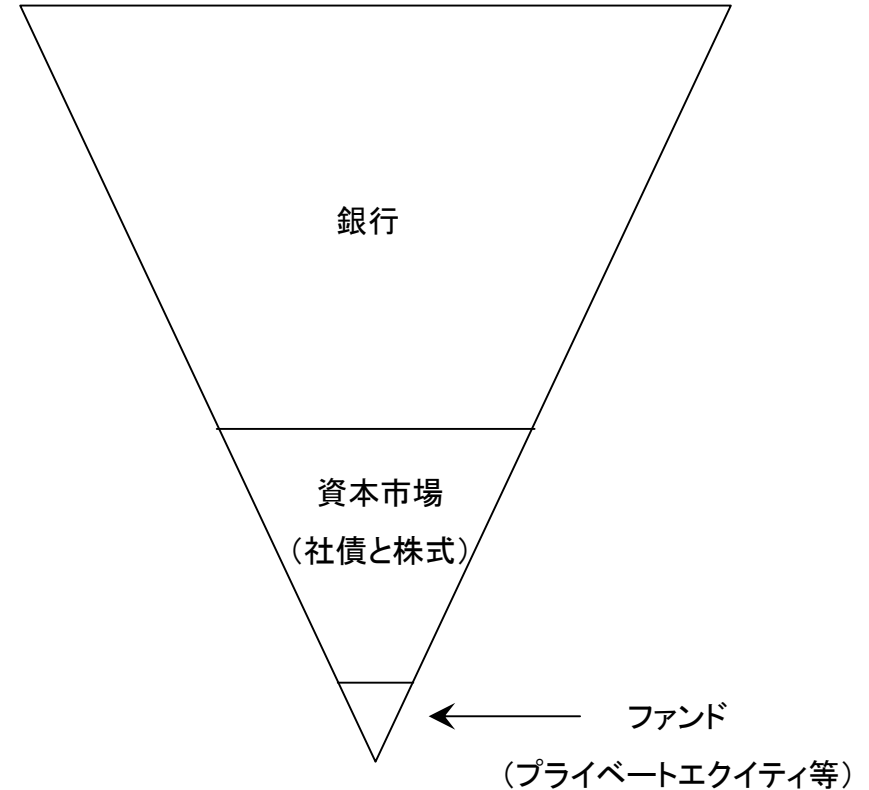
全ての社会的資金需要が投資対象になるわけではありません。だからこそ、投資対象を選択する基準が必要なのです。その基準を表現するものが、本当の「投資哲学」なのだと思います。

日本型金融における融資と投資の社会的役割

米国・英国型



日本型



- 30年遅れた日本(英国サッチャー、米国レーガンの時代の資本市場強化、富裕層・財団の形成)
- 日本型では、銀行が資本市場機能とファンド機能を代替してきた(いわゆる投融資という考え方)
- 日本型の金融構造に、銀行の資本規制を適用することには構造的難点がある

美術骨董品が値上がりする条件

「金持ちが欲しがるもの」

「一般の認識」

「必需性のあるもの」

「近代性のあるもの」

『美術骨董品投資の秘訣』(三宅久之助著 1953年実業之日本社刊)より

「アートは商品である前に、『作品』です」

「ウォーホルの作品を、単純に好きだという人が、アートとして評価する人が、時代を担う文化の象徴だと感じる人が、世界中に多勢いるからです」

『現代アートビジネス』(小山登美夫著 2008年アスキー・メディアワークス刊)より

貨幣を投資対象とする事への日本貨幣商協同組合の見解

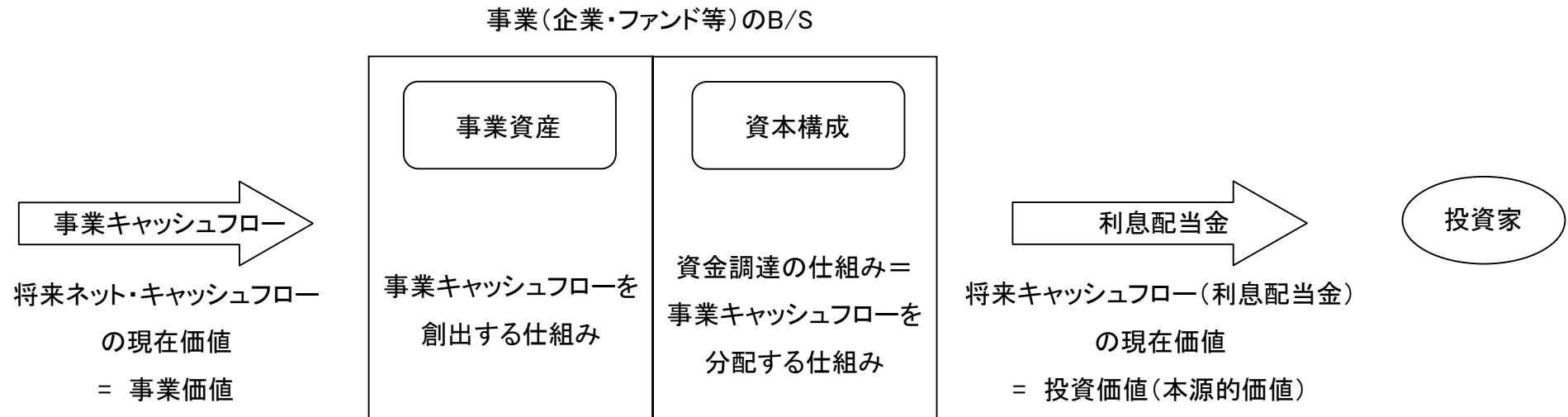
投資をして継続的に利益を得るためには、開かれた大きなマーケットの存在が不可欠ですが、現在貨幣に関しましては、株式市場や商品市場のようなマーケットは存在していません。貨幣に投資して2～3年の間に大きな投資利益が得られるとは考えにくく、貨幣をそのような投資対象として推奨する行為には疑問を持たざるを得ません。

一方で貨幣のコレクションが資産性を持つことも事実ではありますが、それは長年収集を楽しんで頂いた結果、資産価値を持つ貨幣が手元に蓄積されていく、そのような形での資産形成であると考えております。

同組合のウェブサイトより

<http://www.fromhc.com> 掲載のコラム「『美術骨董品投資の秘訣』の話」と「投資機会としての現代アート」(コラム＞投資小話)をご参照ください。

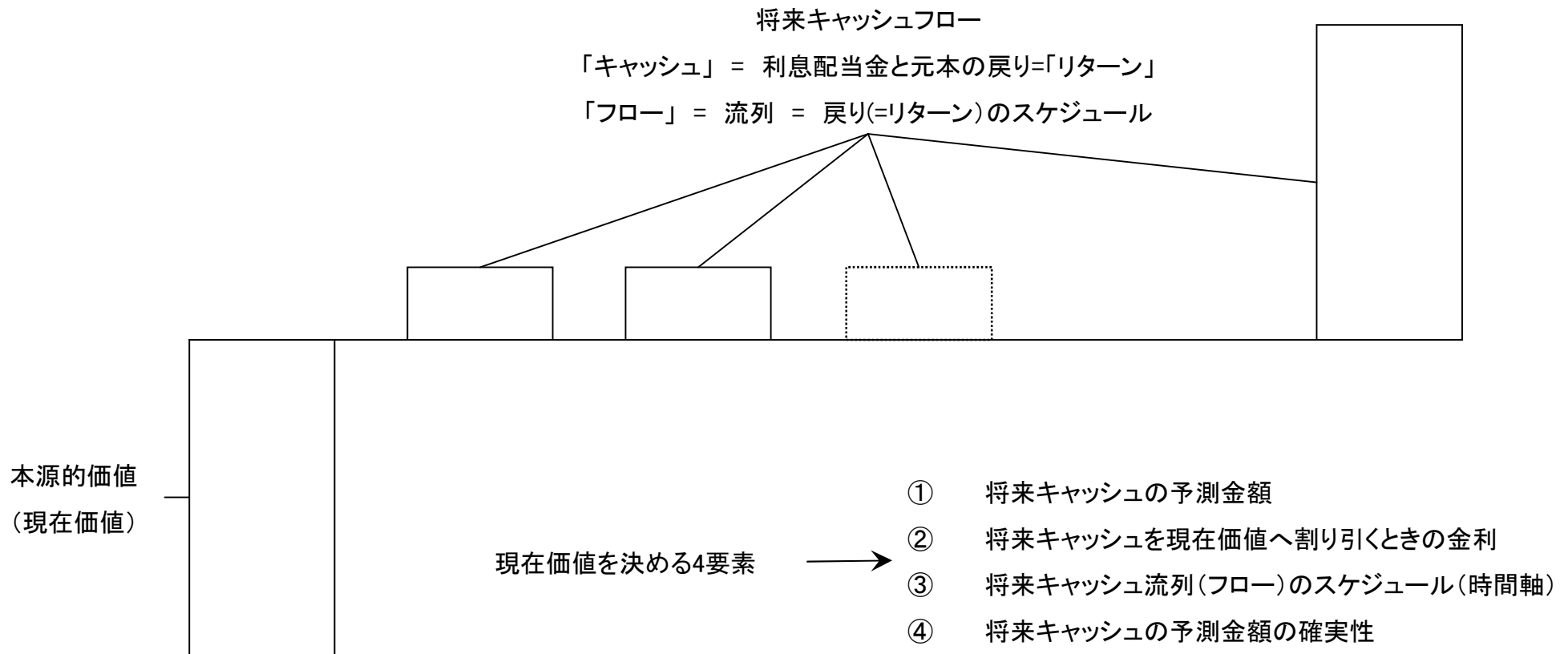
事業価値と投資価値(本源的价值)



- ・「利息配当金を基礎にした収益(本源的利益)」＝「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(本源的利益)」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

「本源的価値」が測定されなければならない

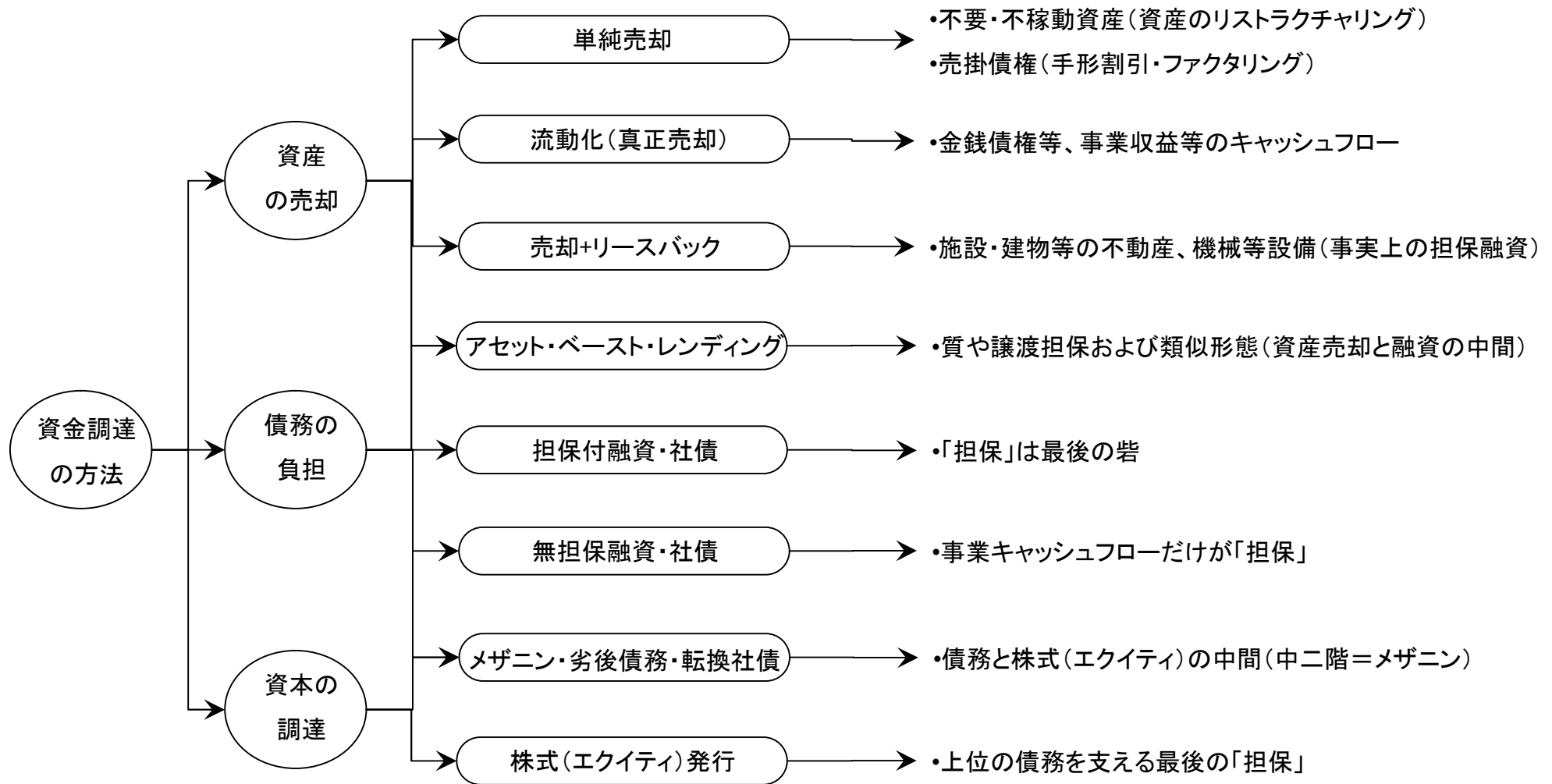
「本源的価値」 = 「将来キャッシュフローの現在価値」



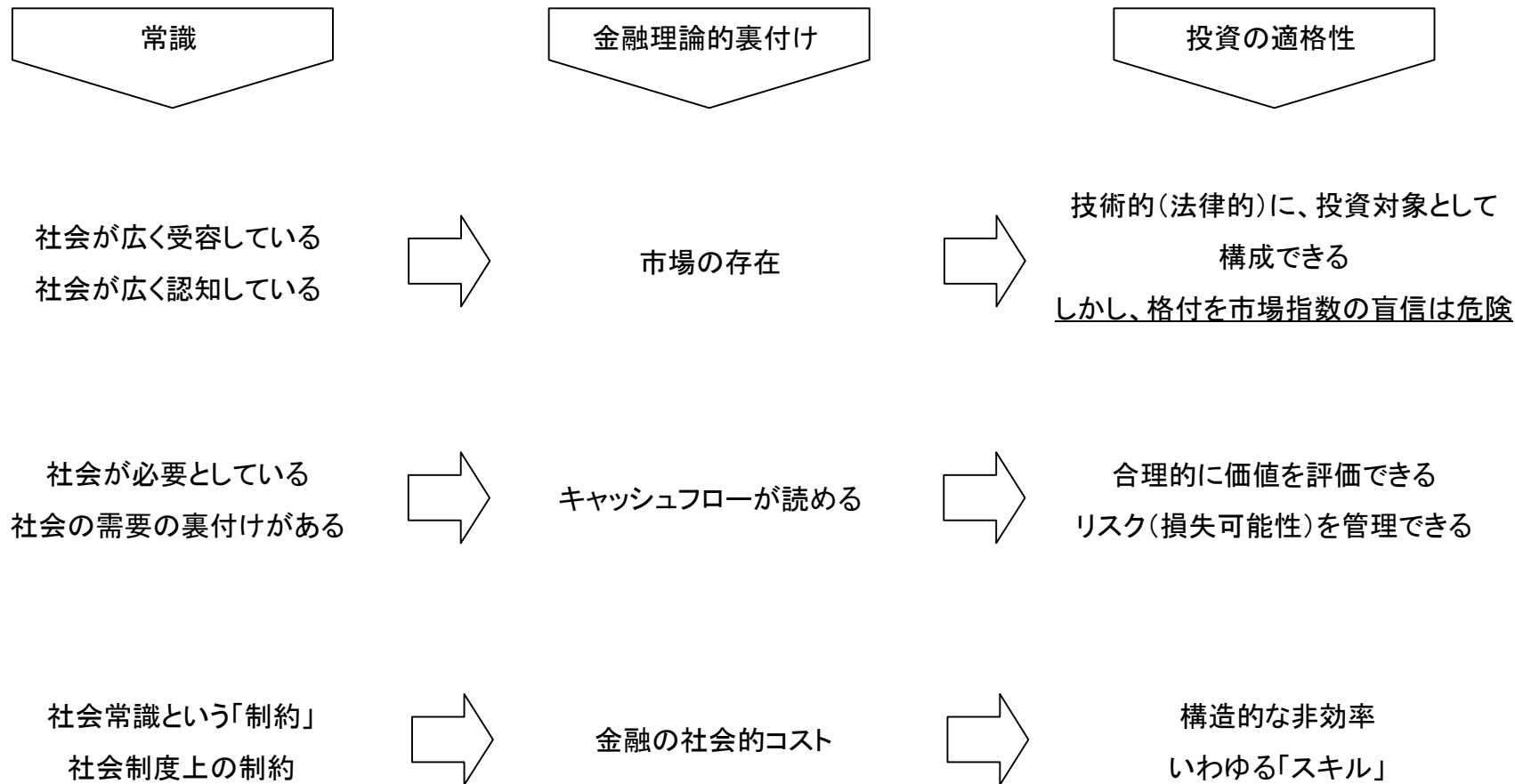
- 株式の本源的価値 = 将来配当の現在価値
- 債券の本源的価値 = 利息と元本の現在価値
- 不動産の本源的価値 = 地代・家賃収入(-諸費用)の現在価値
- 乳牛の本源的価値 = 牛乳の将来販売価格(-諸費用)の現在価値

ポイント

伝統的金融手法の限界と代替的企業金融の拡大

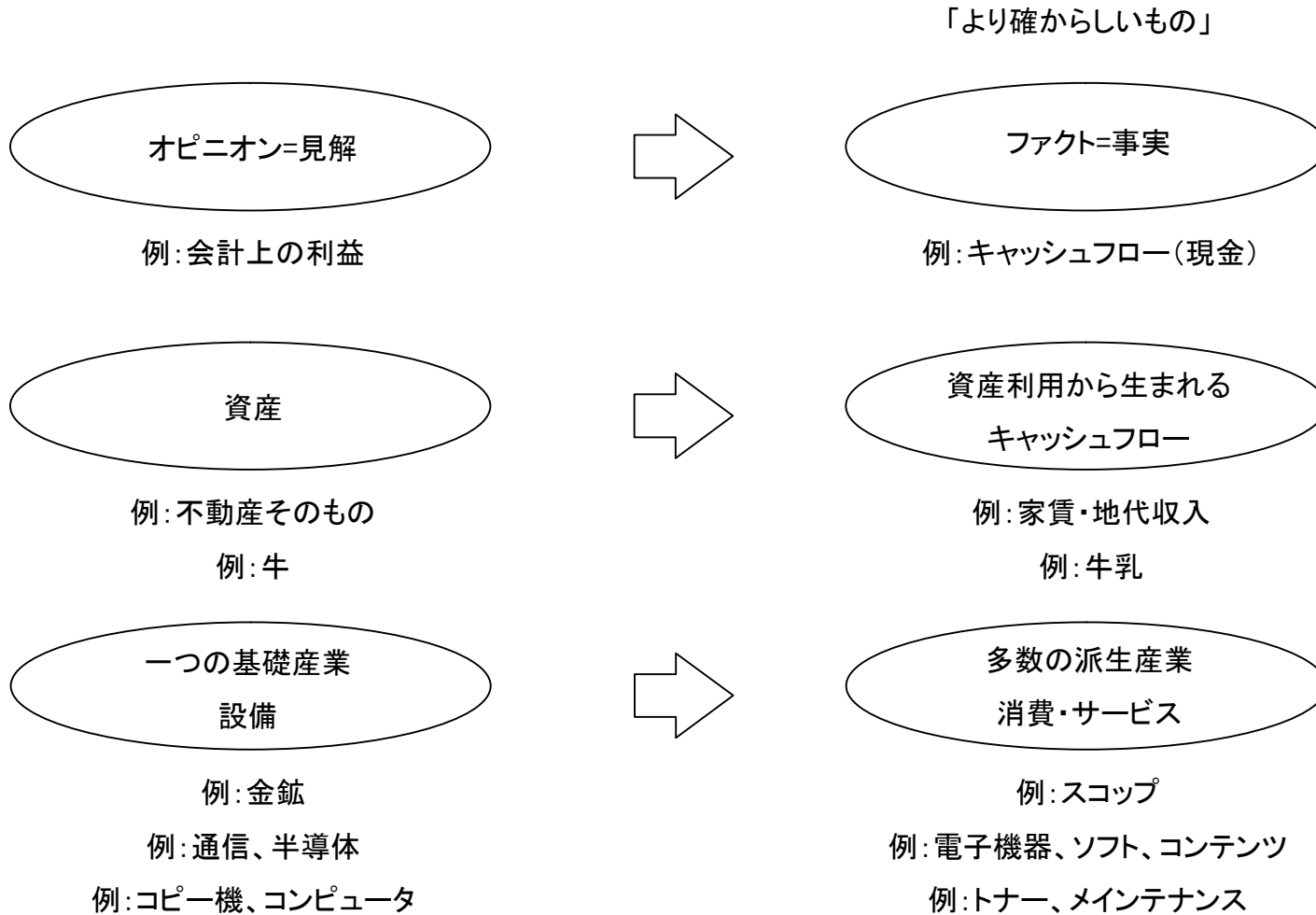


投資の「適格性」



「より確からしいもの」に基づく判断(=保守主義)

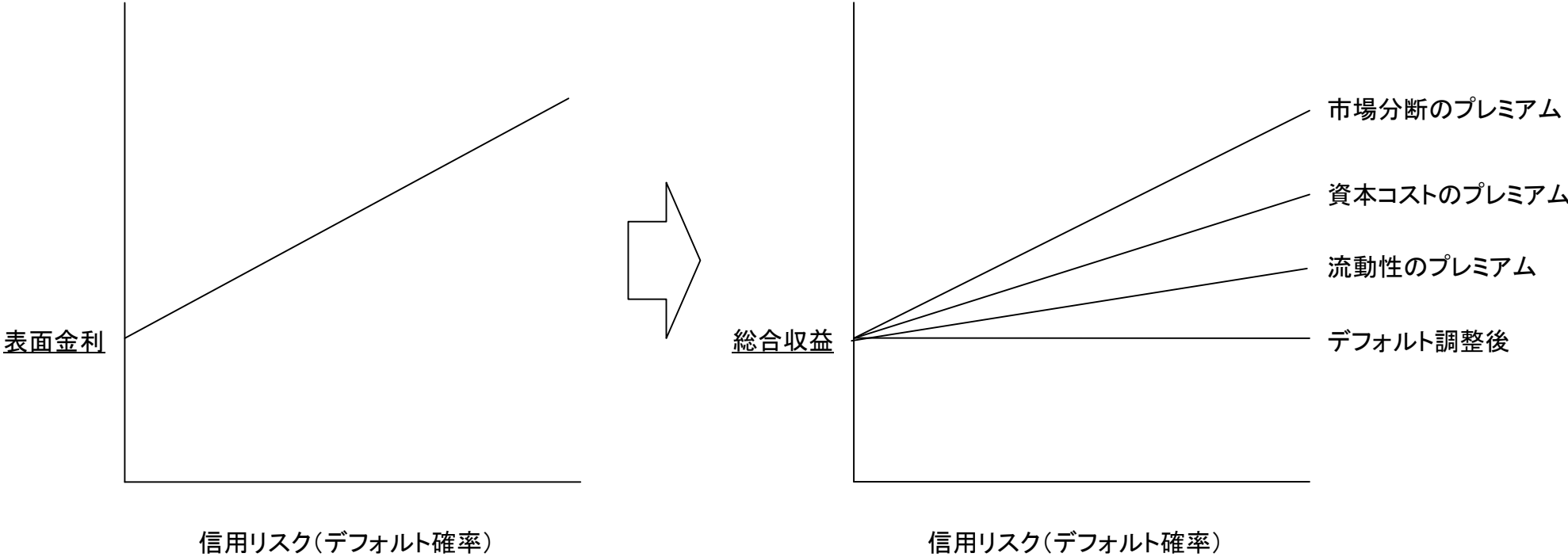
「科学的な資産運用」 = 判断の基準を「より確からしいもの」に置くこと



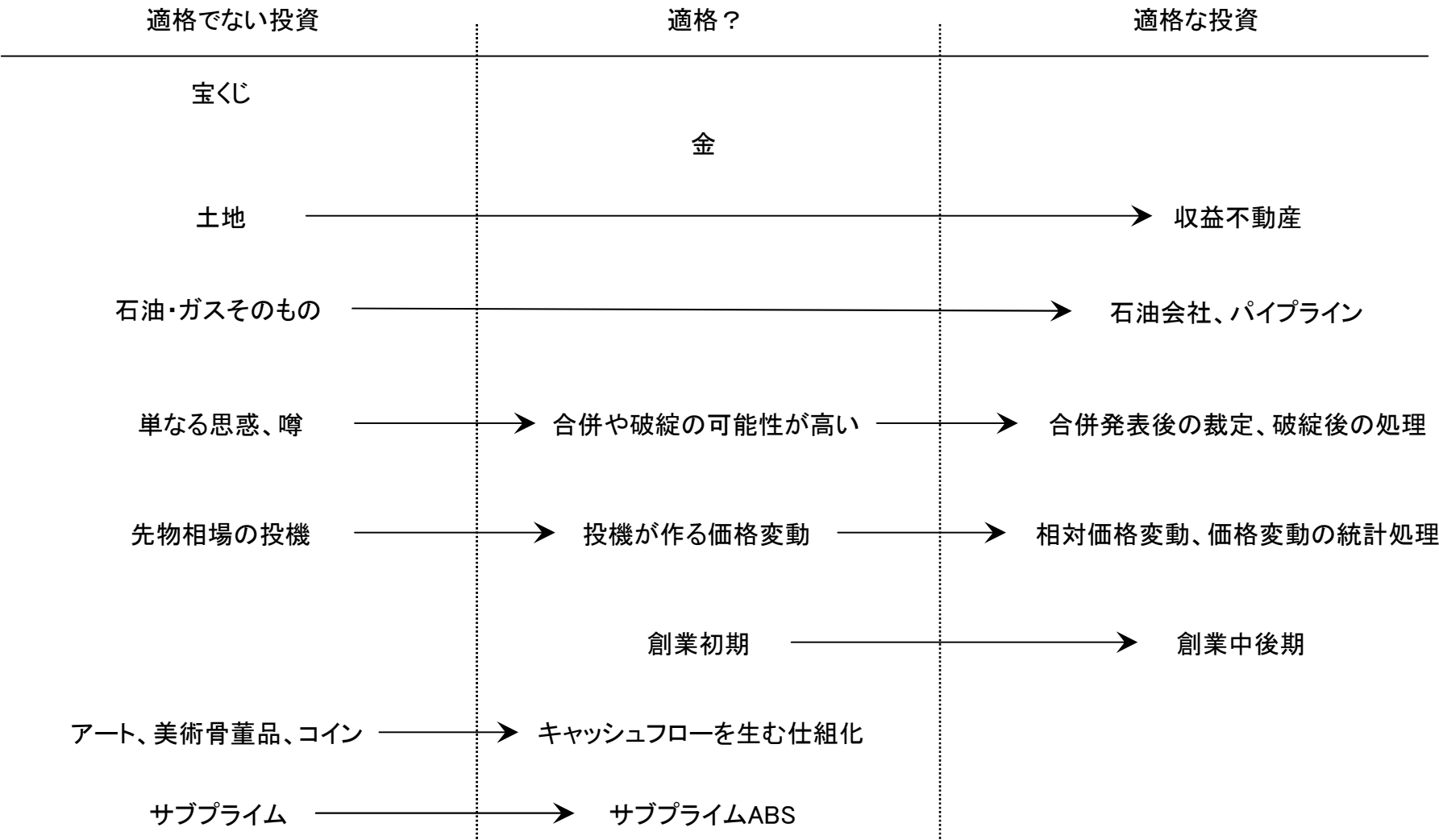
HC
asset
management



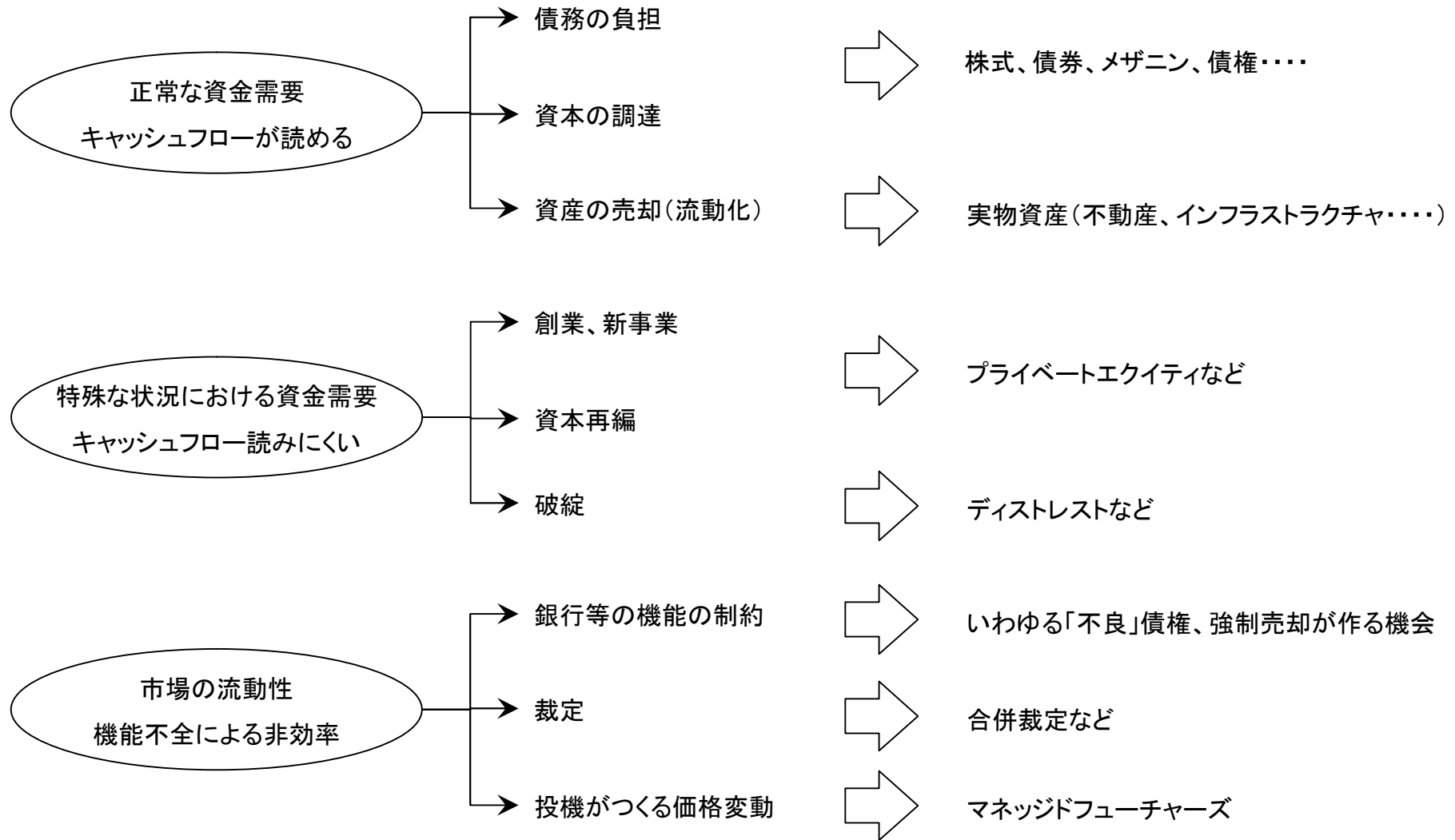
信用リスクについての誤解



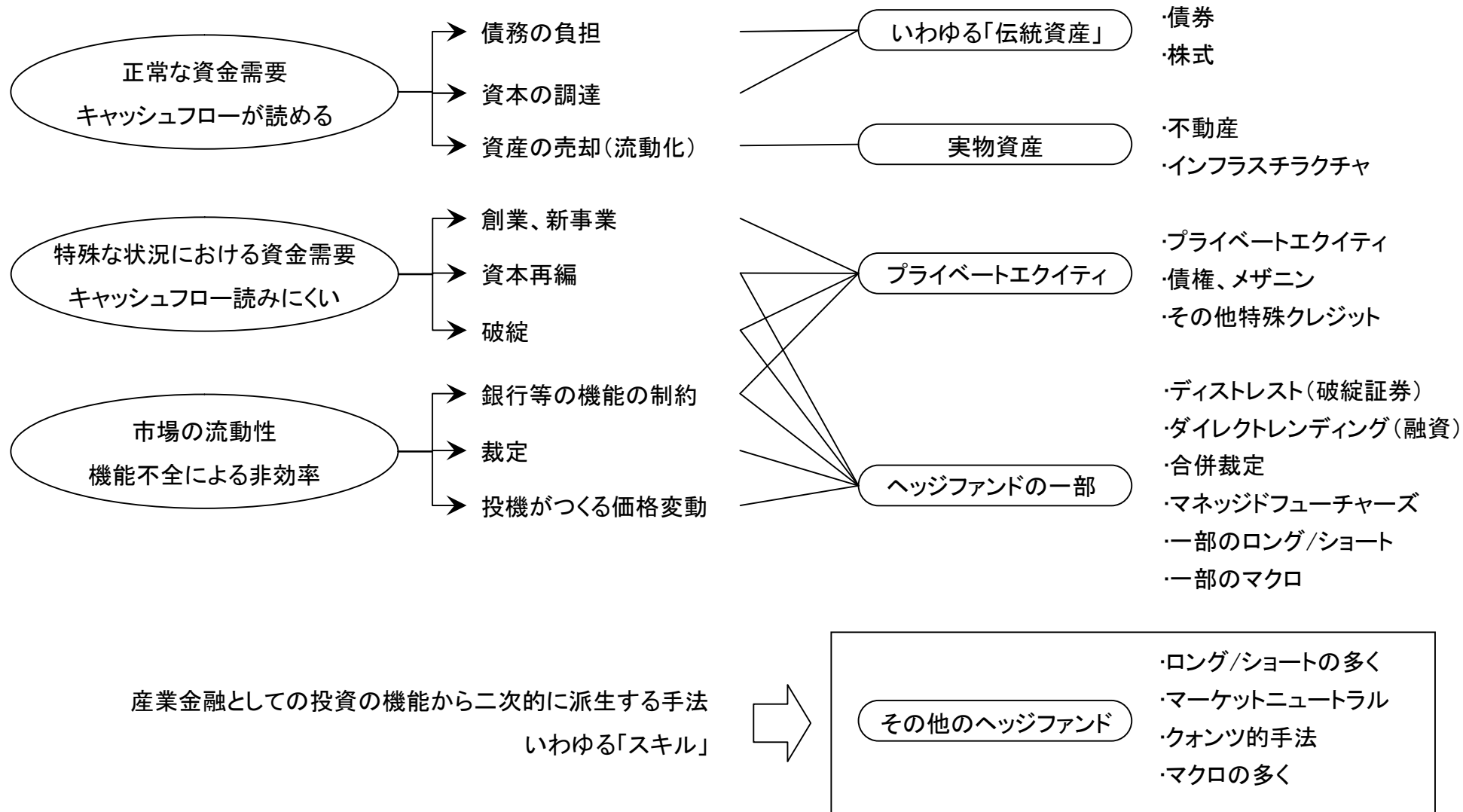
限界事例について考えましょう



社会的資金重要への資金供給



「オルタナティブ」の再構成



広義の資本(成長資本の理念)

成長資本の導入

拡大成長型
(本来の姿)

資産	融資
	成長資本
	資本

再成長型
(いわゆる「再生」)

資産	融資
	再成長資本
	資本

成長資本の回収

リファイナンスによる回収(メイン・シナリオ)

資産	融資
	成長資本
	資本

資産	融資
	資本

株式転換(ベスト・シナリオ、またはワースト・シナリオ)

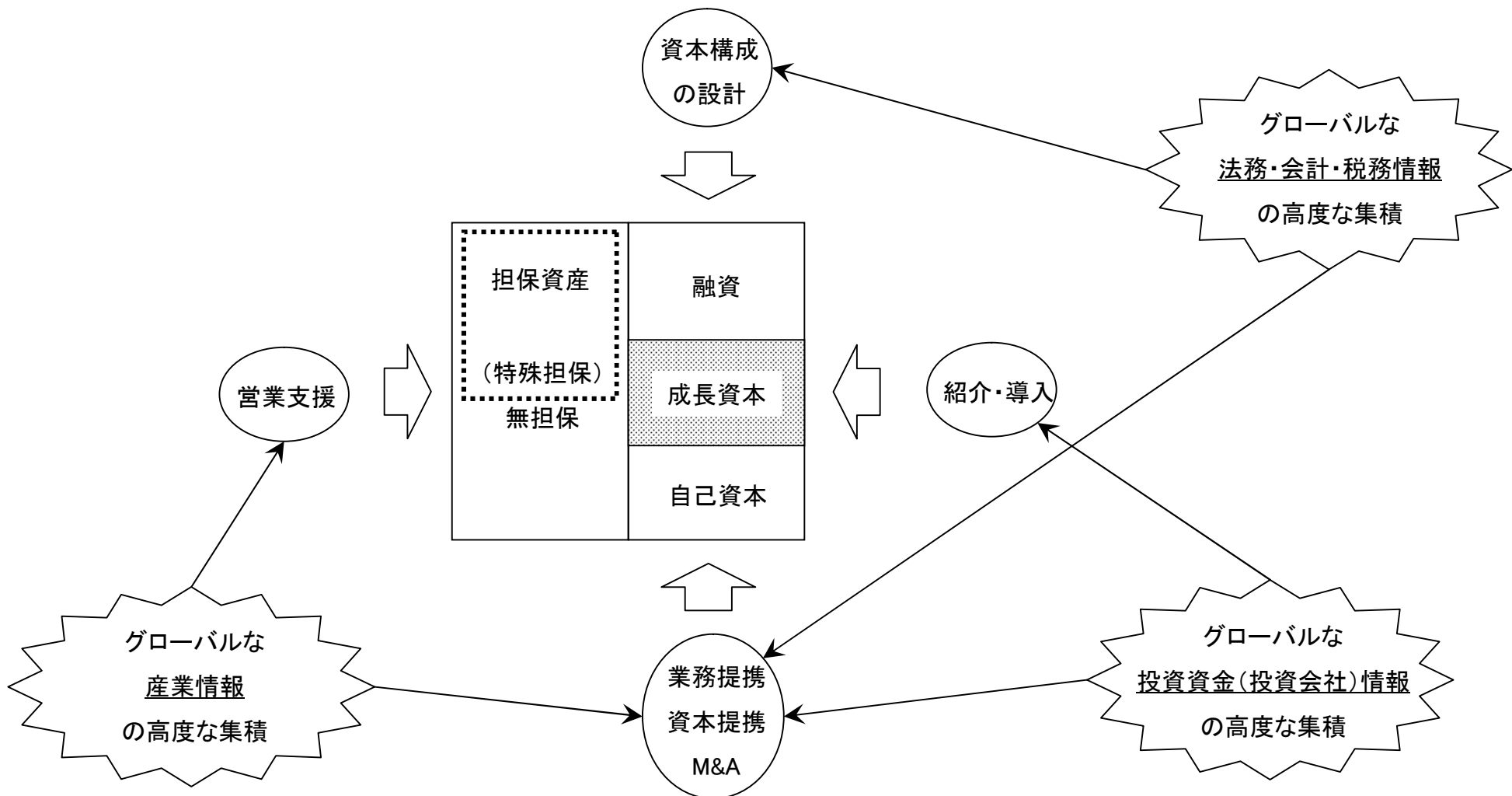
資産	融資
	成長資本
	資本

資産	融資
	資本

ベスト・シナリオ＝更なる成長戦略⇒IPO

ワースト・シナリオ＝株式強制転換条項へ抵触⇒被M&A

金融の社会的機能と成長資本の位置



- 本資料は、投資の社会的機能について解説・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、投資の社会的機能についての解説・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。