

資産配分から投資収益源泉の選択による機能配分へ

－ 本源的収益源泉の選択と価値と価格の差が作る投資機会の選択 －

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

2012.11.14



目次

概要	2
概要(続き)	3
概要(続き)	4
古い格言(乳牛と牛乳)	5
投資の基本的な考え方	6
バリュート投資を考える際の基本的論点	7
バリュート投資の期待収益率	8
総合収益の分解	9
常識的な考え方における四つの基本的論点	10
資産運用の基本としての資産(戦略)の分類・選択・配分	11
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)	12
収益の源泉の選択と配分	13
マイナスを避けつつ収益をあげることの意味	14
価値の成長と価値より低い価格(割安)	15
バリュートとグロースの投資機会	16
「明日」の機会を考えることの「今日」における意味	17

概要

四資産配分の限界

年金等の資産運用で広く行われている四資産（国内債券、外国債券、国内株式、外国株式）の配分では、まともな資産運用になり得ません。ですから、実務上は、各資産の定義を柔軟に拡張して、枠に収まらない資産を適当に振分けたり、オルタナティブという第五の資産種類を強引に設けて、そこへ何にもかも放り込んだり、という乱暴なことが行われているのが実態です。このような便宜的手法では、科学的な基礎づけが不可能であり、投資手法の有効性の検証も不可能です。

資産配分の前に資産選択

資産配分は投資の基本であるとされていますが、その基本が有効であるためには、配分以前の問題として、配分対象の資産が適切に選択されていなければなりません。資産の区分と選択が適切でなければ、いかに配分を工夫しようが意味はありません。

資産選択の前に選択の基準

大切なことは、どの資産（あるいは投資機会）を、どのような基準で選択するかです。その資産選択の基準には、本源的収益および価値と価格の差という二つがあります。

本源的収益

資産を所有することには、本源的収益が付随しています。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、投資対象という意味での資産ではあり得ません。

本源的価値

資産の本源的価値とは、その資産が内包する本源的収益が将来に亘って実現していくと仮定したときに、将来期待収益を適正な金利で現在価値に割り引いたものの総計です。以下、端的に価値といえば、原則として、本源的価値を指します。

市場価格

資産が市場で取引される限り、その現実の取引価格として、資産には市場価格が付きます。市場価格は、本源的価値と無関係には形成され得ないと想定される一方で、常に本源的価値と一致しているとも限りません。

効率市場仮説

多数の独立した参加者によって形成される市場において、小さな取引費用で多数の連続的な取引が行われているのであれば、市場価格と本源的価値は概ね一致した状態が維持されるであろう、というのが効率市場仮説です。つまり、市場参加者の評価の集積としての市場価格は本源的価値を反映する、あるいは逆に、本源的価値とは市場参加者の評価の集積としての市場価格にほかならない、とする仮説です。

概要(続き)

市場の効率性と適正価格

市場の効率性とは、本源的価値と市場価格の一致した状態をいいます。効率市場における市場価格を適正価格といいます。適正価格は、適正に価値を反映しています。

本源的価値と市場価格が一致しない現実の市場

効率市場仮説が成り立つ条件は、実は、かなり厳しいものです。現実には、参加者の偏在による需給の一時的な不均衡や、大きな取引費用などにより、本源的価値(適正価格)と市場価格が乖離する状況が発生します。

枠組みとしての効率市場仮説と現実の市場

市場の効率性が常に実現しているわけではないとしても、そのことで効率市場仮説の有効性が否定されるものでもありません。本源的価値と市場価格との不一致が頻繁に生起するとしても、それは、一時的(ただし、その期間は長くなり得る)な現象であり、市場価格には本源的価値に向かって動いていく力が働いている、と想定することは、十分に現実を反映しており、経験的にも信じるに足るものです。

投資の世界の特殊な用語としてのバリュー

一般用語としてのバリューは、valueであり、価値のことです。しかし、投資の世界では、バリューは価値そのものではなくて、本源的価値が市場価格を上回る部分のことをいいます。そのような特別な意味をこめて、敢えて片仮名でバリューと呼ばれます。バリューに対応する日本語は「割安」です。

投資の機会としてのバリュー

仮に適正価格で資産を取得しても、いいかえればバリューのない(割安でない、と同時に割高でもない)状態で投資したとしても、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、適正価格を下回る価格で投資をして、価格が適正価格(本源的価値)に向かって上昇する過程で、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。これが投資の機会です。

バリューの解消による追加収益

バリューは自律的に解消する、と仮定するのが効率市場仮説です。しかし、投資の収益率にとって決定的な要素は、時間です。投資家は、自律的なバリュー解消を待つだけでなく、バリュー解消の時間を短くするような要因を求める、積極的にバリュー解消を促進させる努力をする、あるいは、すべきだ、と考えられています。

概要(続き)

投資戦略の組み立ての第一歩

本源的収益の源泉を選択して分散することが投資の第一歩です。資産配分ではなくて、本源的収益の源泉の配分です。

投資が成り立つ基礎前提

債務費用の見積もりが適正である限り、必ず、本源的収益のみで収支均衡するというのが、金融の基礎です。

投資戦略の組み立ての第二歩

投資の機会を発見して傾斜配分することが投資の第二歩です。当然に、価格が価値に向かって調整していく過程で、追加的な収益が得られます。

地の果てまで投資の機会を見つけに行く努力

世界の金融市場では、概ね価値と価格が一致しているとしても、投資の世界は広いので、世界のどこかに必ず、バリュー言い換えれば投資の機会があります。その機会を発見しに行く努力こそが、資産運用の基本です。

投資戦略の組み立ての第三歩

投資の機会の消滅(割安の解消)により資産を再配分するのが投資の第三歩です。投資の機会が消滅したら、その資産についての投資の目的、言い換えれば、その資産の機能も消滅したのです。そこで一旦は投資回収するのが原則でしょう。これが、いわゆる「売却の規律」です。

古い格言(乳牛と牛乳)

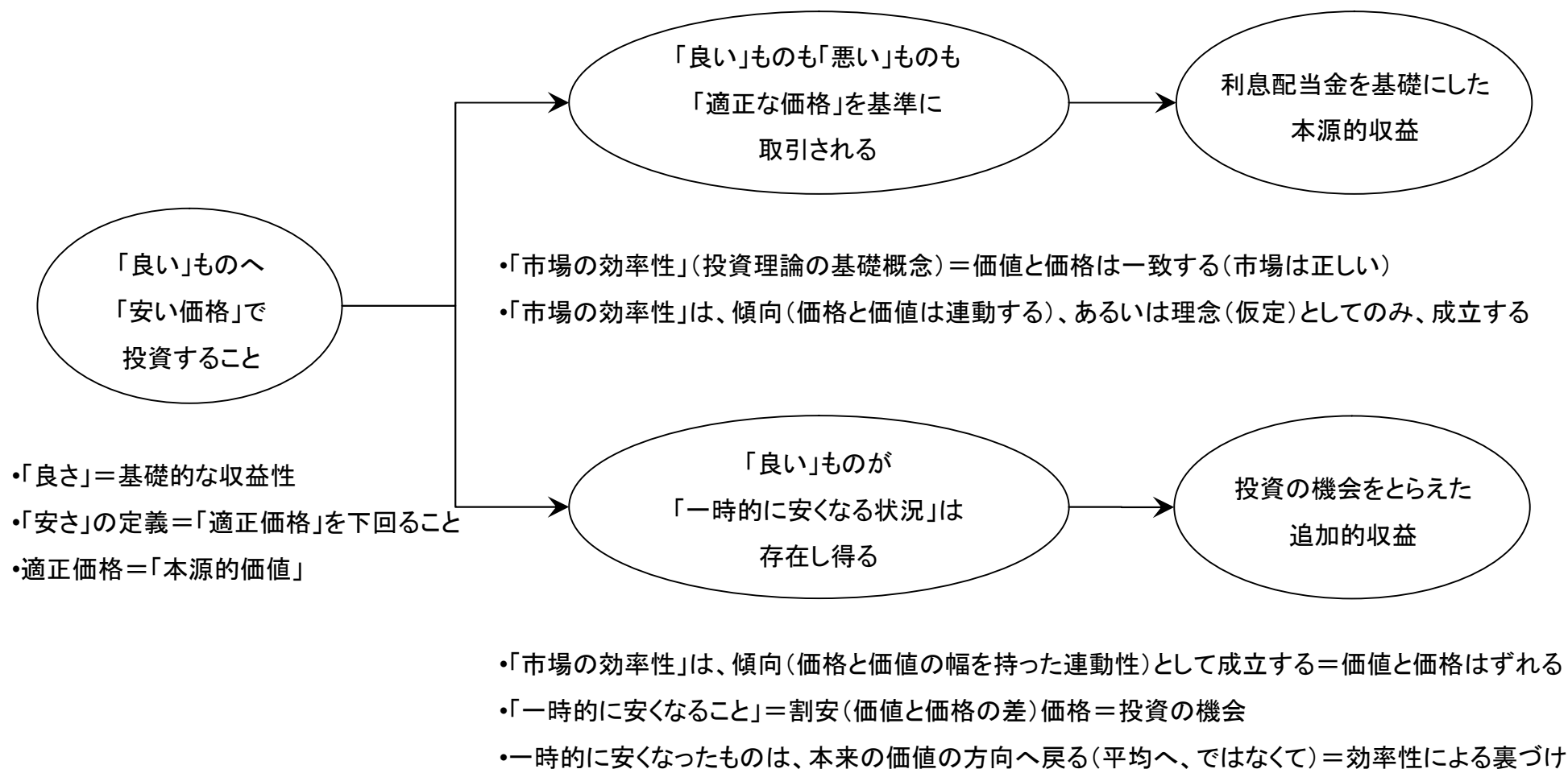
⇒乳牛への投資は、ネットの事業キャッシュフロー(牛乳の売却代金から飼料代等の飼育費を控除したもの)を得ることが目的である

⇒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

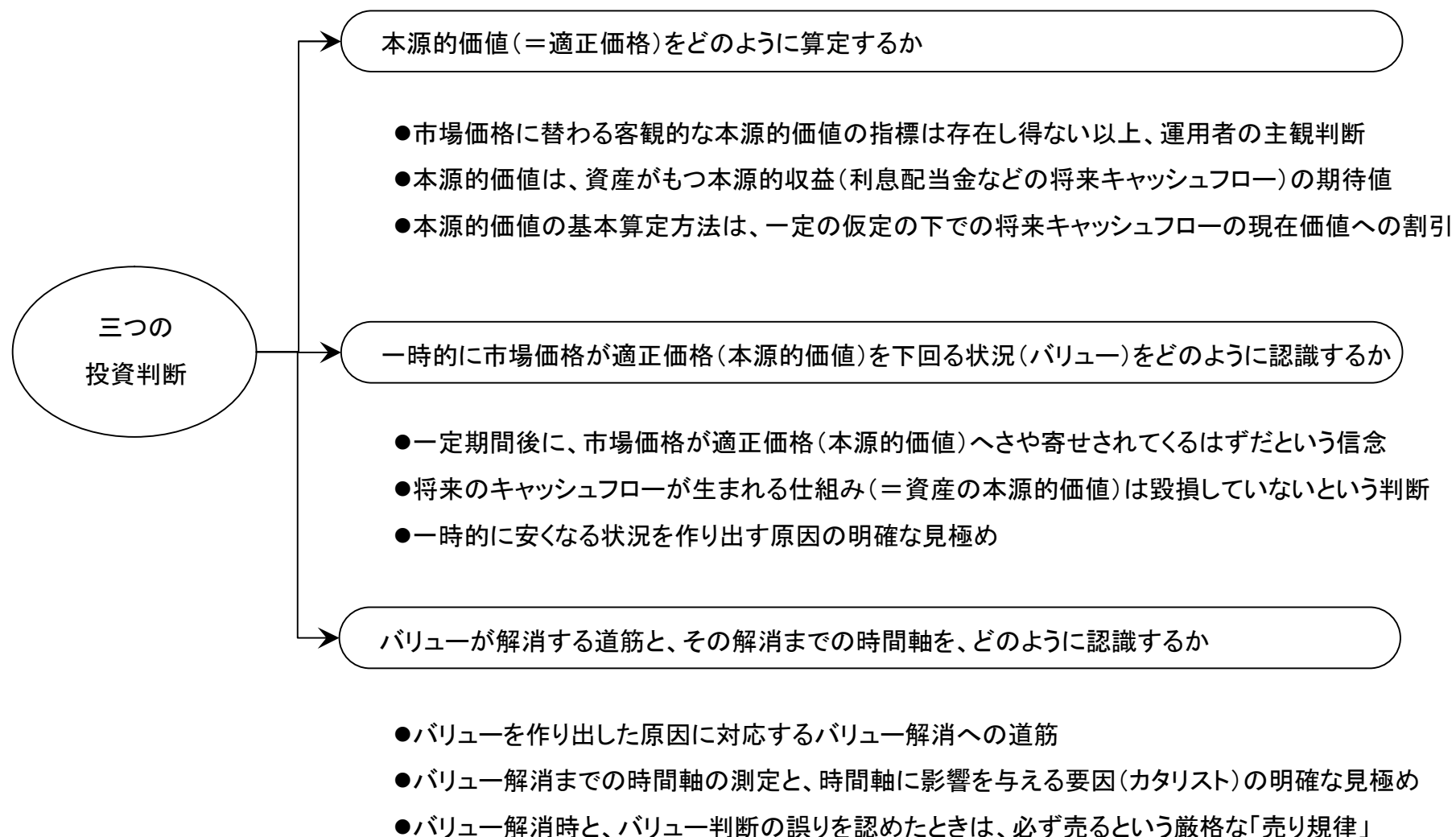


- ① いい乳牛を買う(キャッシュフローの源泉の厳選)
- ② 飼育技術を改善する(飼料や飼育環境の工夫)
- ③ 資金調達(逆の立場からいえば乳牛投資)の方法を工夫する

投資の基本的な考え方



バリュー投資を考える際の基本的論点

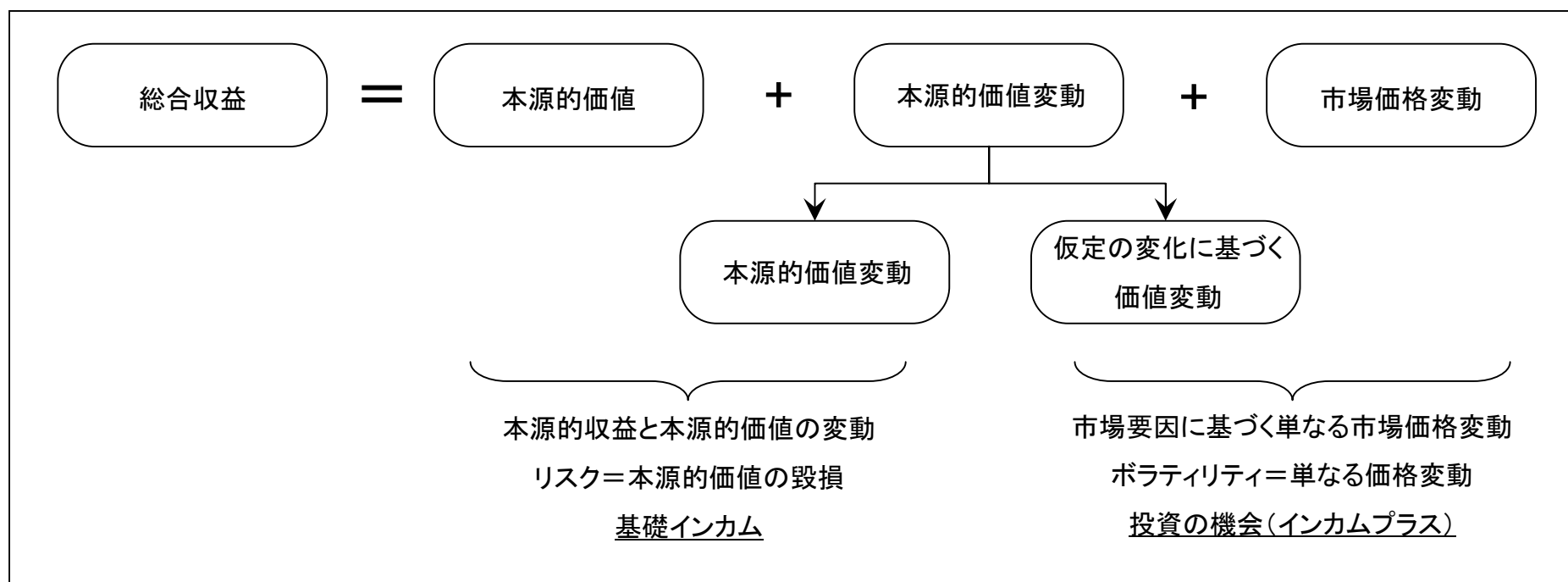
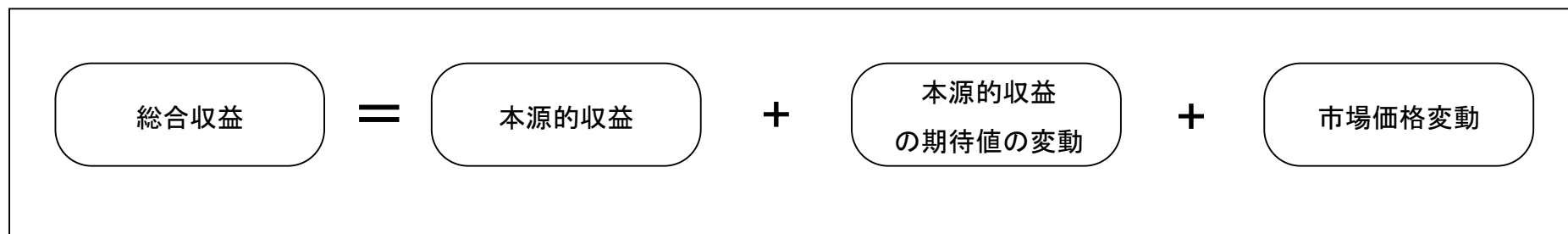


バリュー投資の期待収益率

$$\begin{array}{ccccccc} \text{バリュー投資} & & & & & & \\ \text{の期待収益率} & = & \text{資産の} & + & \left(\begin{array}{cc} \text{本源的価値} & - \text{市場価格} \\ \text{(適正価格)} & \end{array} \right) & / & \text{バリュー解消までの時間(年)} \\ & & \text{本源的期待収益率} & & & & \\ & & & & \underbrace{\hspace{10em}} & & \\ & & & & \text{バリュー} & & \end{array}$$

- ⇒ 本源的価値(適正価格)と市場価格の差(=バリュー)が大きいほど、期待収益率が高い
- ⇒ バリュー解消までの時間が短いほど、期待収益率が高いので、カタリストが重要になる

総合収益の分解



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スプレッド)＝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・セーフティ 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

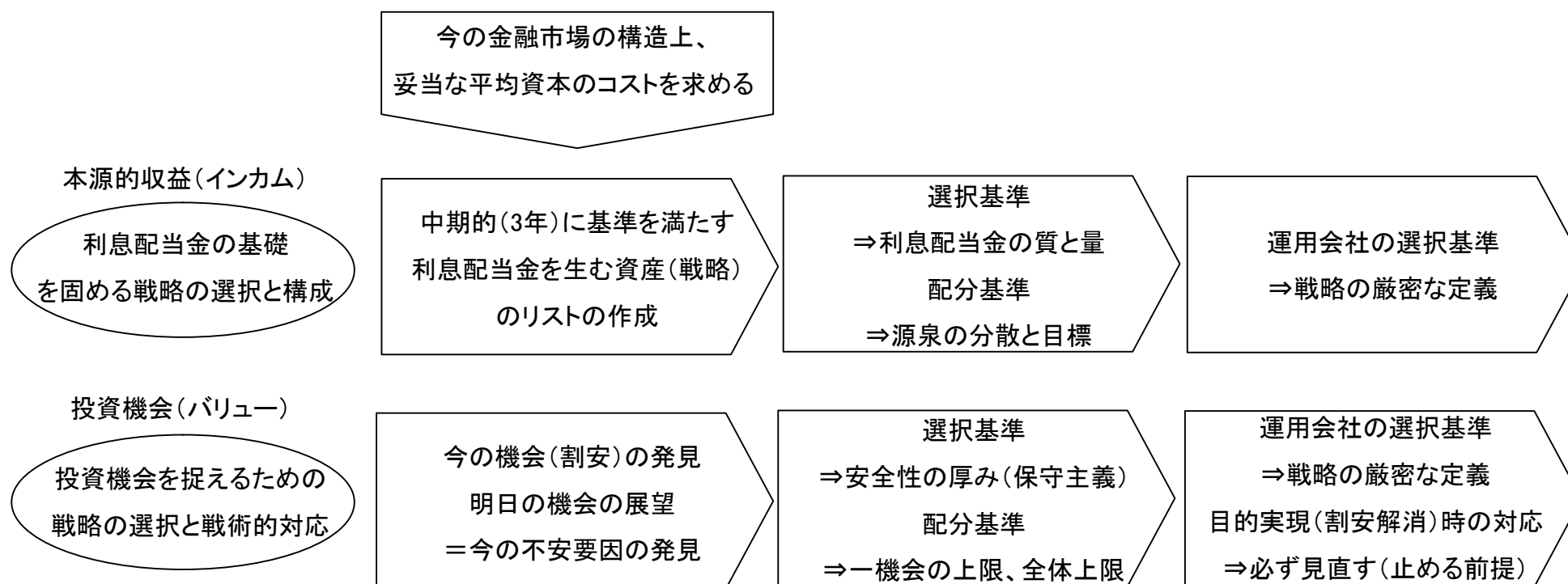
資産運用の基本としての資産(戦略)の分類・選択・配分

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

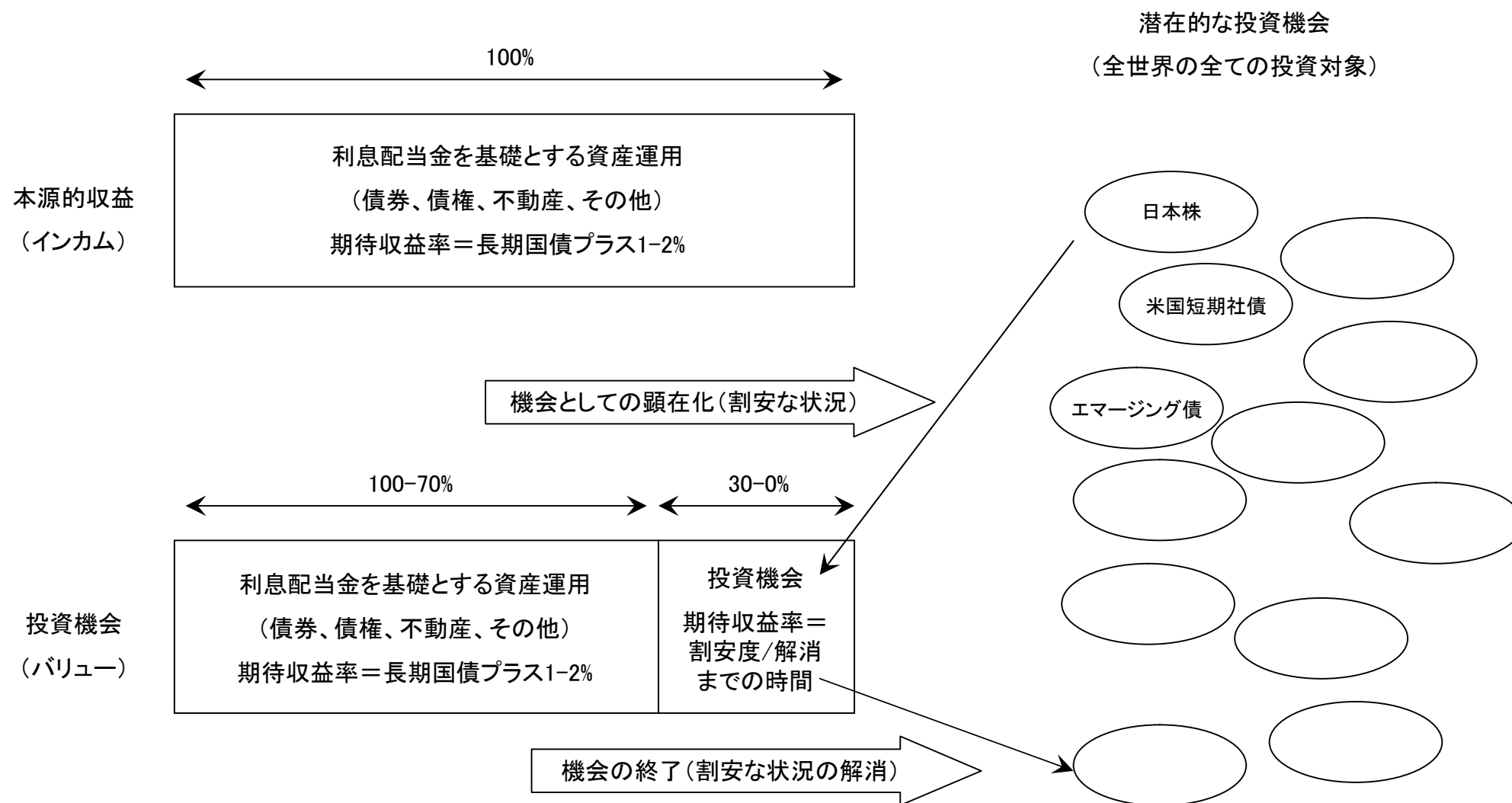
資産定義(資産を分類する軸)を厳密にしない限り、選択はできない。分類と定義を厳密化していけば、「資産」というよりも、戦略となる

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

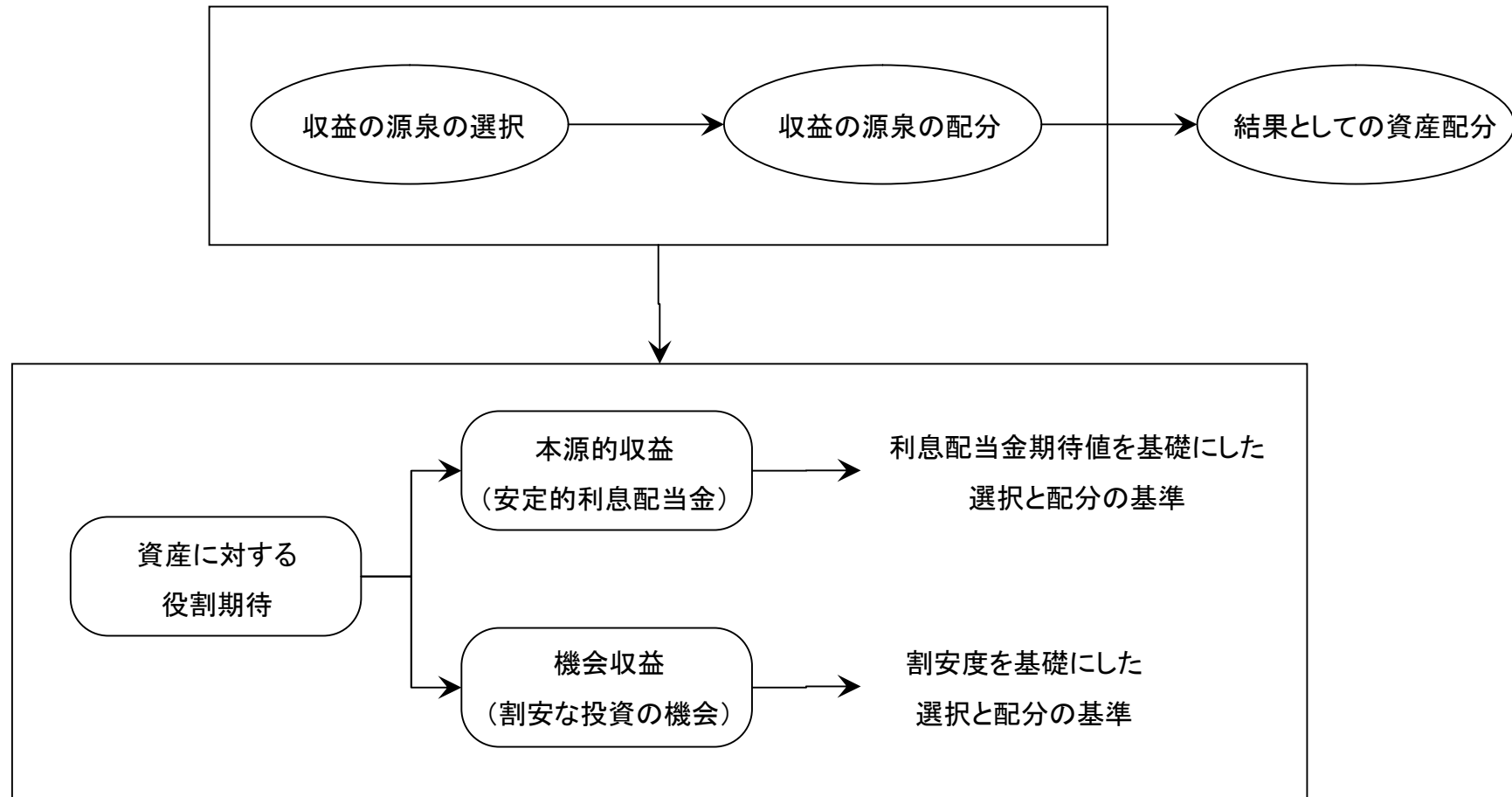
選択の基準は、価値判断である。投資対象の価値判断が、投資の本質である



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)

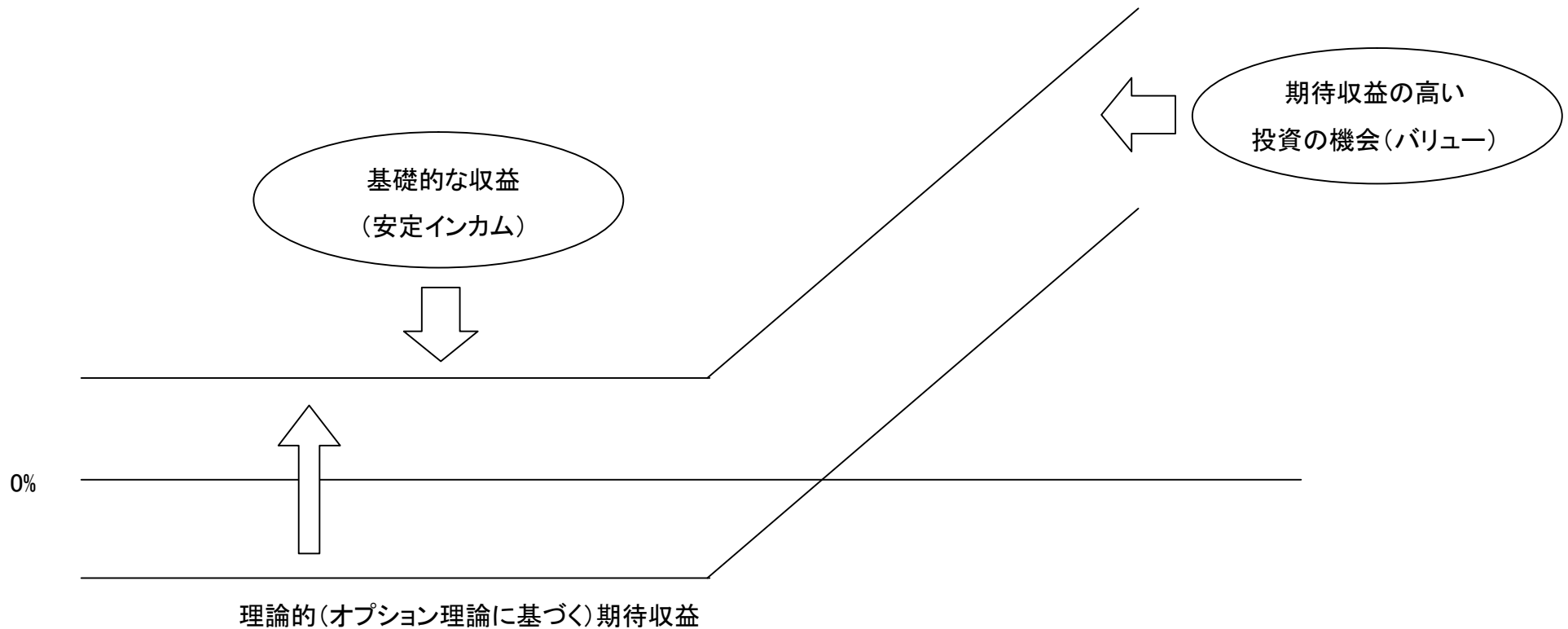


収益の源泉の選択と配分



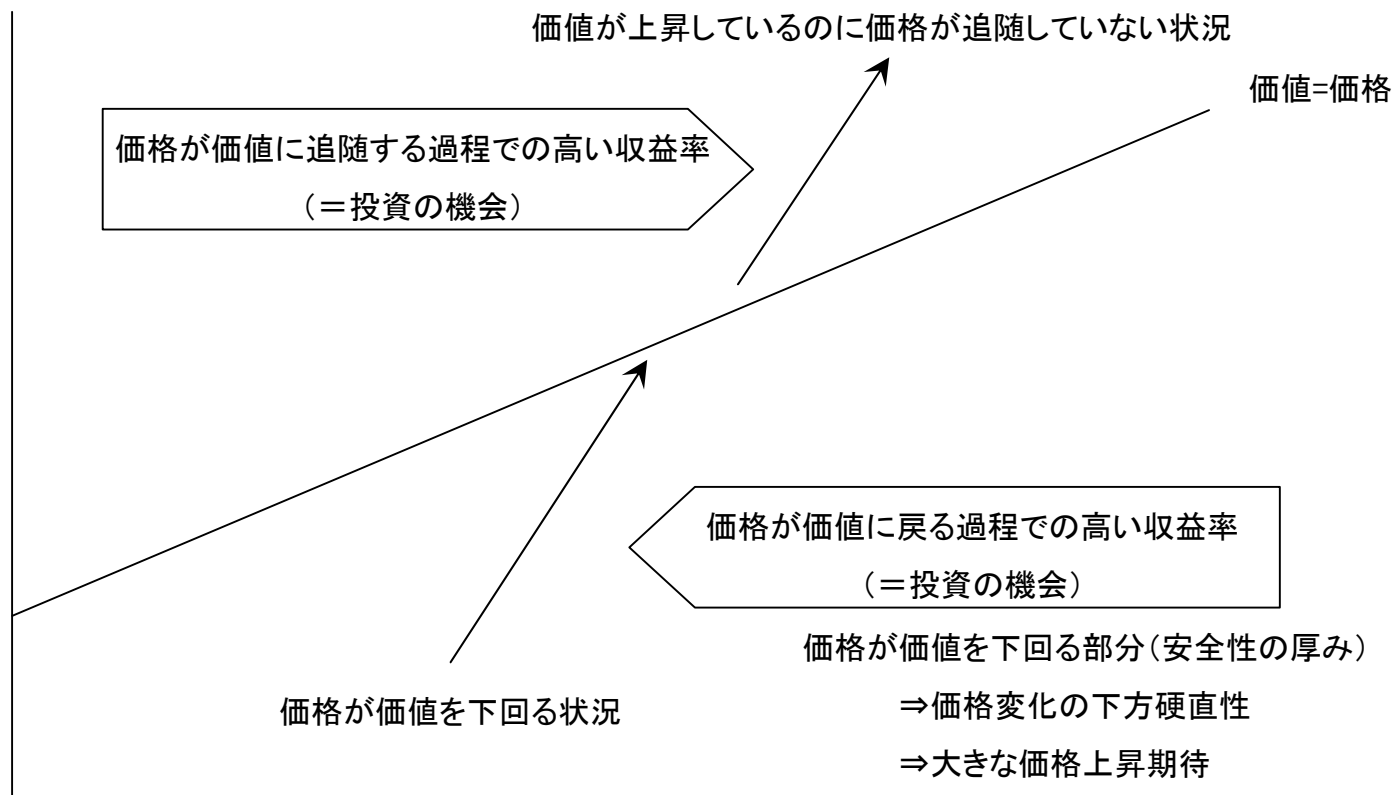
マイナスを避けつつ収益をあげることの意味

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



価値の成長と価値より低い価格(割安)

- ⇒ 事業価値が上昇すれば、その他の要因にして同じならば、資産価値は上がるはずである。そのような投資対象の価値の成長(グロース)を目指すのは、投資の一つの基本です。
- ⇒ 一方、投資のもう一つの基本は、価格が理論価値を下回っている機会をとらえることです。このとき、価格は理論価値へ収束していくと考えるのが、割安(バリュー)運用です。

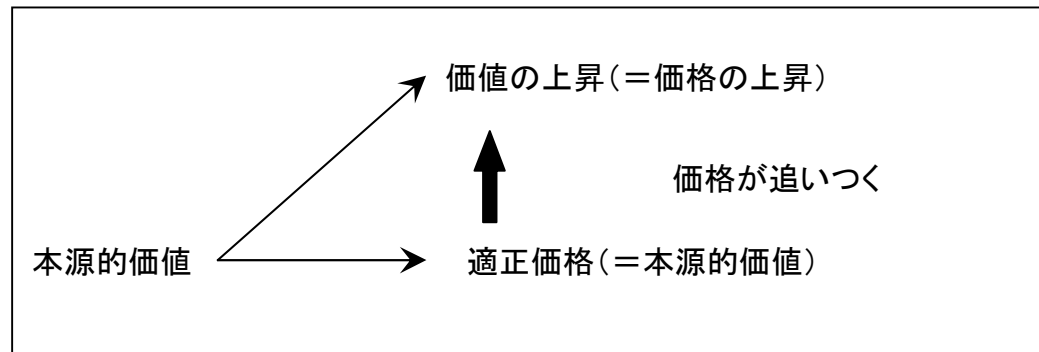


バリューとグロースの投資機会

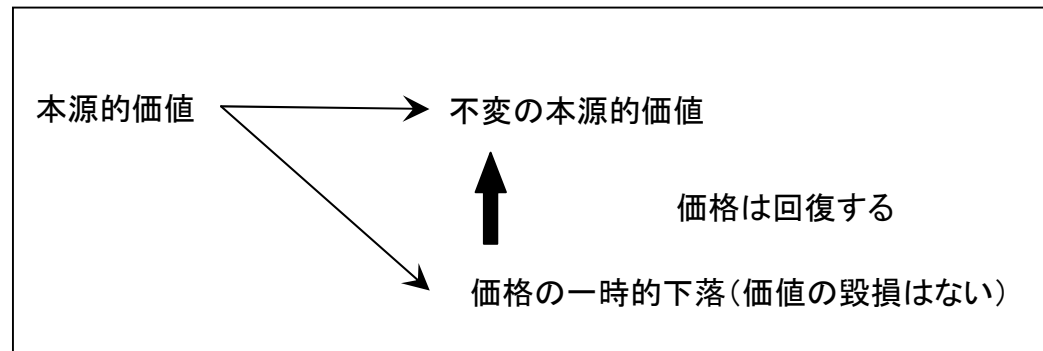
市場の均衡と効率性、
あるいは、市場原理の「正しさ」

本源的価値 = 価格

グロース投資(実は、これもバリュー投資と自称する運用会社も多い)



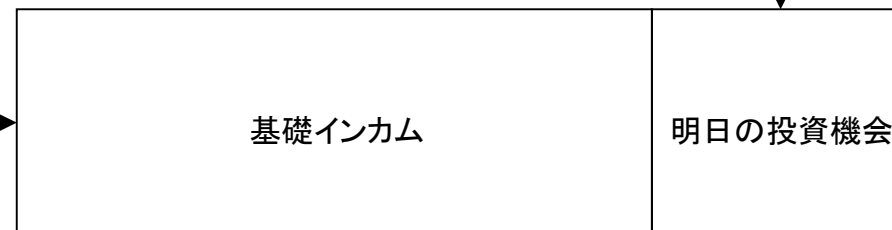
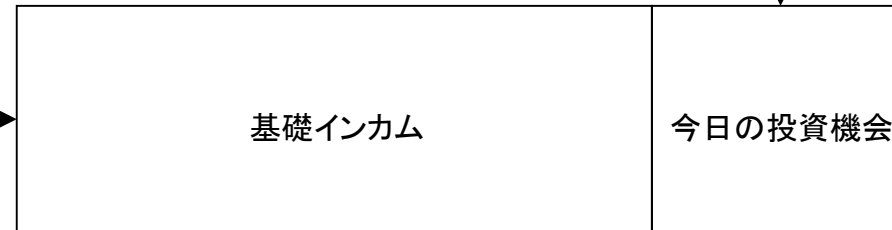
通常のバリュー投資



「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



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、当社が行う投資運用業、投資助言・代理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。