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

HCアセットマネジメント月例セミナ　2013年第7回

# 「バリュー（割安）」運用の真の意味

－　本源的価値、割安状況、割安状況解消の道筋（カタリスト）　－

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　　一般社団法人日本投資顧問業協会

2013.07.10

HC asset management

# 目次

概要 ……… 2～4
総合収益の分解 ……… 5
投資手法についての基本的な考え方 ……… 6
バリュー投資を考える際の基本的論点 ……… 7
バリュー投資の期待収益率 ……… 8
価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか ……… 9
価格変化と需給不均衡の拡大効果 ……… 10
株式投資におけるバリューとカタリストの例 ……… 11
カタリストの前提となる経営への信頼と信頼が裏切られたときの問題 ……… 12
信用リスクと表面金利の関係におけるバリュー ……… 13
バリューとグロースの投資機会 ……… 14
他人の基準がわかる冷静さ（客観性） ……… 15
絶対評価と相対基準 ……… 16


All rights reserved. HC Asset Management CO.,LTD. 2006

# 概要

**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。

**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。


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

# 概要（続き）

**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。

**バリュー投資**
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。

**バリュー判断の誤り**
価格の下落は、バリューではありません。原則としては、価格の下落の裏に価値の低下を見るべきだからです。バリューは、価値の低下に起因しない価格の下落、純粋に市場要因による価格の下落です。価値の毀損に起因しない価格の下落を見極めること、ここにバリュー投資の基本があります。

**価値の毀損に起因しない価格下落の原因**
一般論として、そのようなバリューの原因をあげることはできません。全て、個別の事情によるのです。その事情にかかわる見極めが、バリュー運用の基本です。敢えて、例を挙げれば、需給均衡の崩壊による市場の機能不全、即時に影響を判断できないような「出来事」の発生などです。

**保守的運用としてのバリュー投資**
バリュー投資は、本来は、価格が価値に対して割高になることまでを、想定するものではないのです。割安なとき、即ち、バリューのあるときにのみ投資し、バリューが解消（価格が適正価格まで上昇）してしまえば、配分をなくすか、本来の基本配分へ戻す、というのが基本です。

**保守的運用とマージン・オブ・セイフティ**
マージン・オブ・セイフティとは、margin of safetyであり、安全性の厚みのことです。価格が価値を下回る部分、即ち、バリュー部分が、価格の下落に対する緩衝材（安全性の厚み）の役割を演じるという意味でも、バリュー投資は、保守的な投資といえます。

**バリューの解消**
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。


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

# 概要（続き）

**カタリスト**
カタリストは、catalystであり、化学でいう触媒です。価格が価値に向かって動いていく、その価格の上昇（あるいは相対的上昇）を化学反応に喩えた上で、その反応速度に影響する働きをするもの、を意味しています。

**「万年割安」とバリュートラップ**
「万年割安」ということがあり得るのです。バリューがあるには違いないが、そのバリューが解消するまでの時間が読めない、つまり、カタリストが働かない状況があり得ます。このように、バリューのままで放置されることを、バリュートラップ（value trap　バリューの「罠」）といいます。解消しないバリューは、出口が来ないという意味で、まさに、罠であるわけです。

**バリュー解消の道筋とカタリスト**
バリューが生まれる原因を徹底的に考えることから、バリュー解消の道筋が見えてきます。要は、バリューになった原因を逆転させれば、バリューは解消するであろうと考えるのが、一番素直だからです。バリューになった原因を逆転させるきっかけがカタリストです。

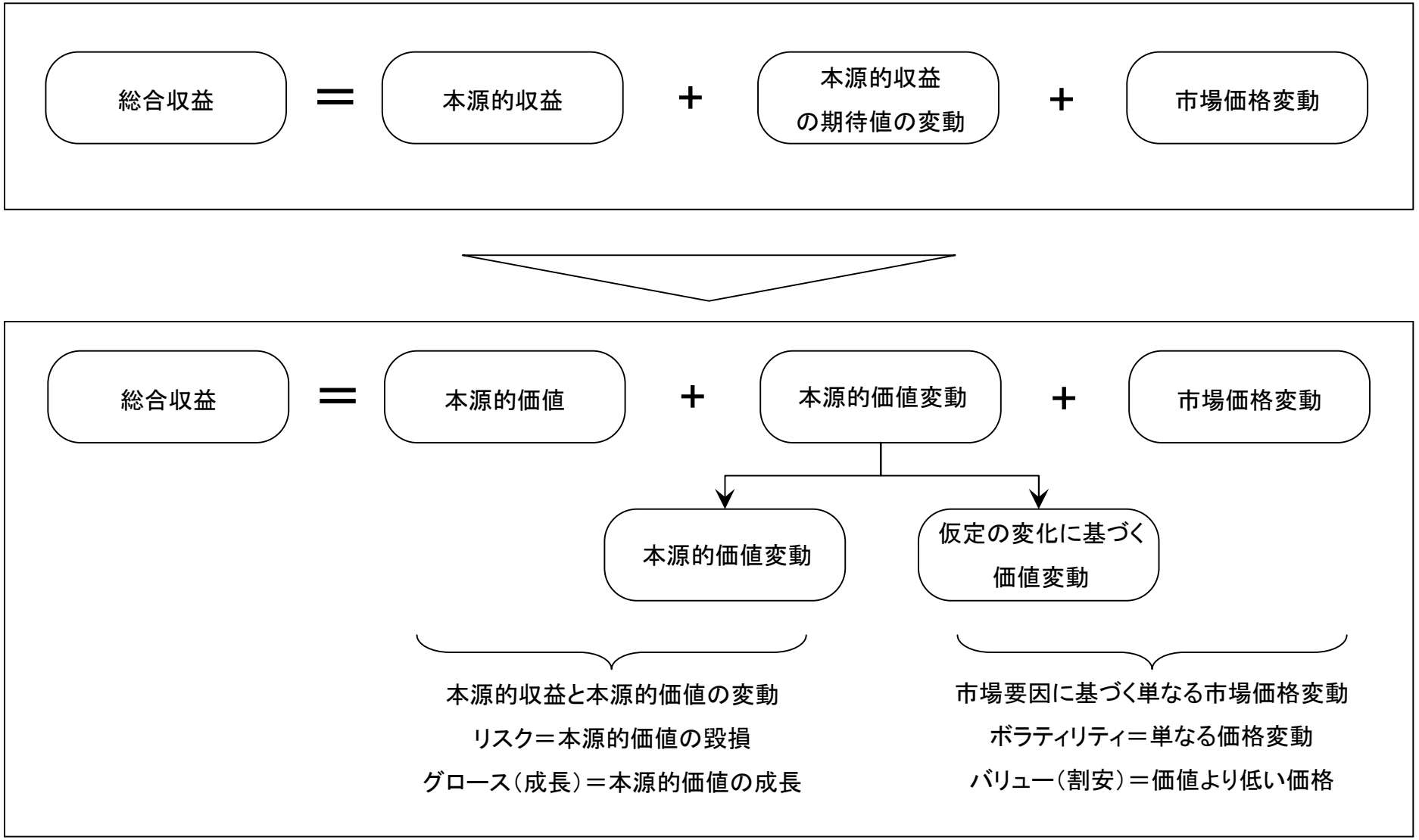
**グロースについて**
価値自体の上昇をグロース（growth　成長）といいます。グロースを追求する運用は、バリュー運用と対をなすものです。しかし、バリューもグロースも、運用者の評価する価値が価格よりも高いことを前提とした運用であることは、同じです。違いは、価値評価における、バリューの保守主義、グロースの積極主義、この差だけです。

**絶対バリューと相対バリュー**
価値と価格の差は、価格下落過程でも、相対的下落率の問題として解消し得ます。これが、バリューの相対評価です。それに対して、絶対的バリュー戦略の第一は、株価の絶対的上昇によって価値と価格の差が解消することを想定するものです。第二の戦略は、相対バリューを前提に、空売りを行うものです。

**利回り重視の投資戦略**
バリューのままで何がいけないのか。これは、一考に値する問題です。バリューなものは利回りが高い場合が多いでしょう。高利回りを安定的に享受できるなら、それで十分なのではないか。バリューの解消、即ち価格の上昇は、あくまでも結果的に発生することが期待されるものであって、そのことが目的ではないともいえます。


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

# 総合収益の分解






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

# 投資手法についての基本的な考え方

「良い」ものへ
「安い価格」で
投資すること

•「良さ」への傾斜＝「成長（グロース）」的
•「安さ」への傾斜＝「割安（バリュー）」的
•「安さ」の定義＝価値を下回る価格

「良い」ものも「悪い」ものも
常に適正価格（=本源的価値）で
取引される

「良い」ものは
「安く」ならない

•「市場の効率性」＝投資理論の基礎概念
•本源的価値は適正に価格に反映される
•「市場は正しい」⇒「パッシブ（インデクス）運用」への傾き
•ただし、極めて重要な問題は「常に」の妥当性

「良い」ものが
「一時的に安くなる状況」は
存在し得る

バリュー（割安）＝
価値を下回る価格

•「一時的に安くなった良いもの」＝「バリュー」もしくは「割安なもの」
•逆に「一時的に価値よりも高くなったもの」＝「割高なもの」
•市場理論の「常に」の定義に時間幅をもうければ、「一時的に」は、価格は適正価格（＝本源的価値）よりも低く（高く）なり得る


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

# バリュー投資を考える際の基本的論点

三つの
投資判断

## 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（利息配当金などの将来キャッシュフロー）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キャッシュフロー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
- ●将来のキャッシュフローが生まれる仕組み（＝資産の本源的価値）は毀損していないという判断
- ●一時的に安く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「売り規律」


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

# バリュー投資の期待収益率

バリュー投資の期待収益率 ＝ 資産の本源的期待収益率 ＋ （本源的価値（適正価格） － 市場価格） ／ バリュー解消までの時間（年）

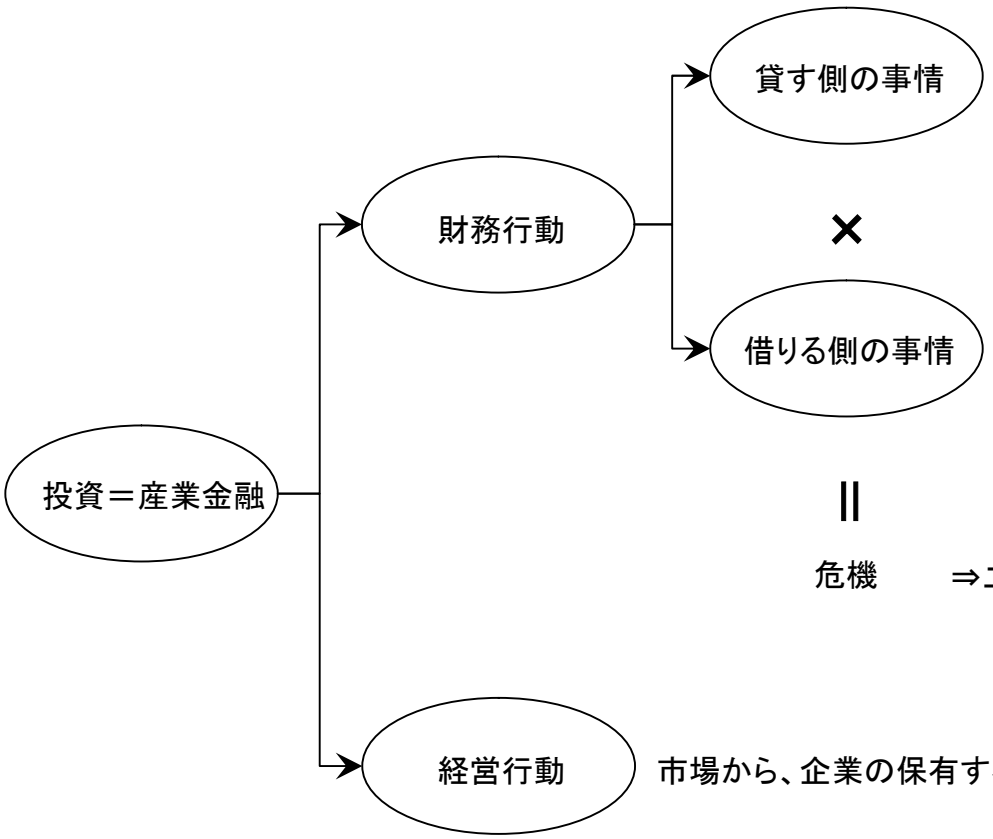
（本源的価値（適正価格） － 市場価格）：バリュー

⇒ 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、期待収益率は高い

⇒ バリュー解消までの時間が短いほど、期待収益率は高いので、カタリストが重要になる


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

# 価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか




資本規制⇒「貸す力」の低下⇒増資や資産売却⇒資産価格下落
資産価格下落⇒評価損⇒資本不足⇒「貸す力」の低下
融資回収⇒借りる側の資金繰りに反作用

収益悪化⇒「借りる力」の低下⇒増資や資産売却⇒資産価格下落

⇒二つの要因が、重層的に重なると、連鎖的な資産価格下落が生じる

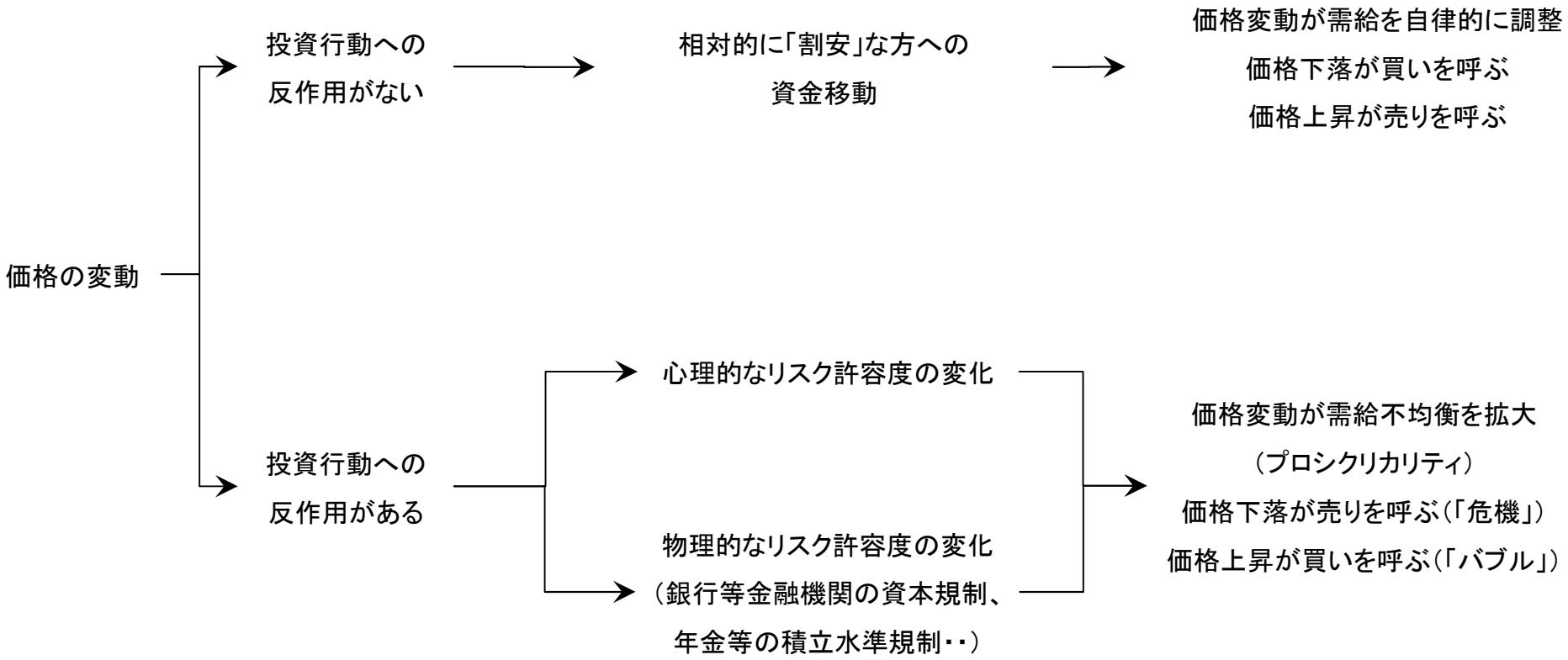
市場から、企業の保有する資産の価値を低下させるのでは、との懸念をもって評価される経営行動



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

# 価格変化と需給不均衡の拡大効果

価格の絶対値ではなくて、価格の変化率が、価格形成の重要な役割を演じている ⇒ 価格理論（価格による需給調整）が機能しない





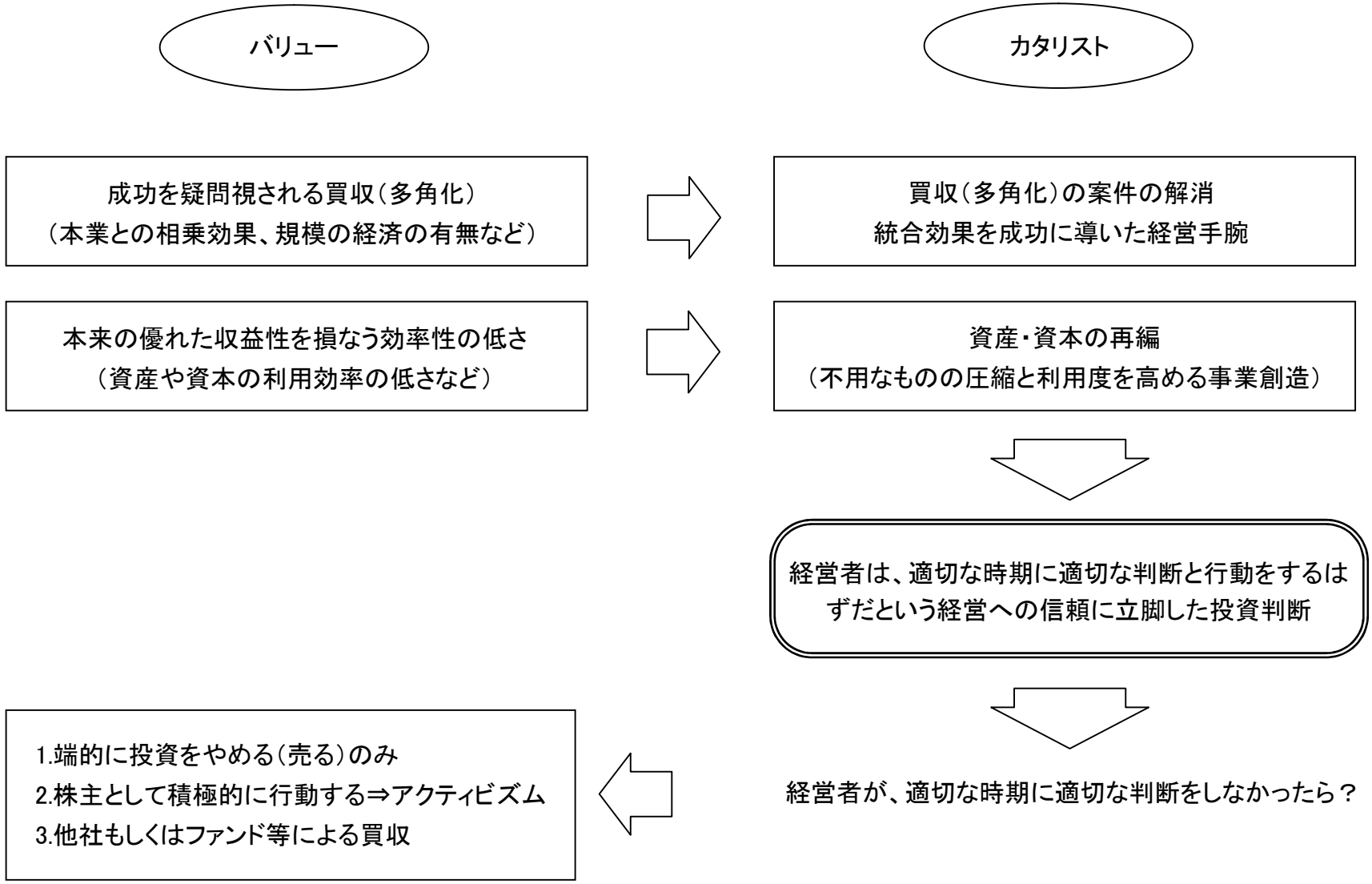

All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 株式投資におけるバリューとカタリストの例

| バリュー | カタリスト |
| --- | --- |
| 成功を疑問視される買収（多角化）<br>（本業との相乗効果、規模の経済の有無など） | 買収（多角化）の案件の解消<br>統合効果を成功に導いた経営手腕 |
| 景気循環性の強い産業における「底」<br>（素材、資本財、金融など） | 景気循環の好転<br>（好転を捕らえる先行指標が問題） |
| 同業他社の事故<br>（薬害など） | 特定企業固有の問題であることの周知<br>（時間の経過とともに広がる正確な情報） |
| 認知度の低いもの<br>（新しいもの、エキゾチックなものなど） | 認知度の高まり<br>（時間の経過） |
| 本来の優れた収益性を損なう効率性の低さ<br>（資産や資本の利用効率の低さなど） | 資産や資本の再編<br>（不用なものの圧縮と利用度を高める事業創造） |


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

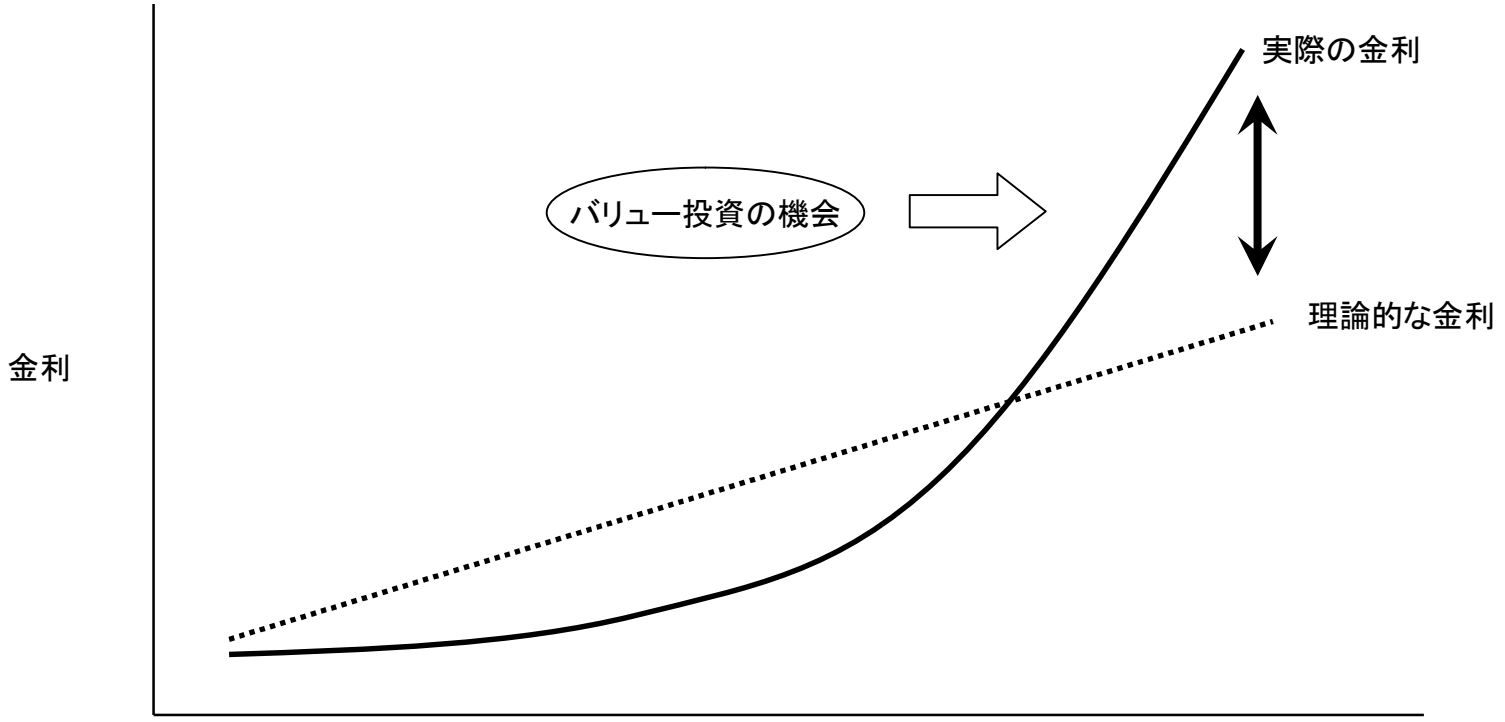
# カタリストの前提となる経営への信頼と信頼が裏切られたときの問題






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

# 信用リスクと表面金利の関係におけるバリュー




低　←信用リスク→　高

高　←認知度→　低

高　←流動性→　低

単純　←構造→　複雑

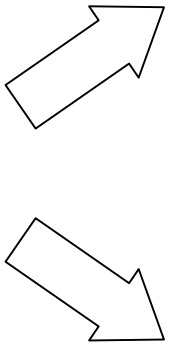


All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

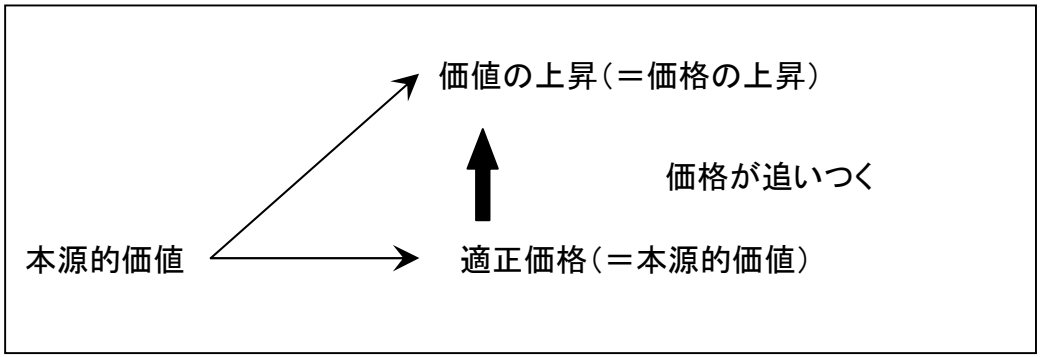
# バリューとグロースの投資機会

市場の均衡と効率性、
あるいは、市場原理の「正しさ」

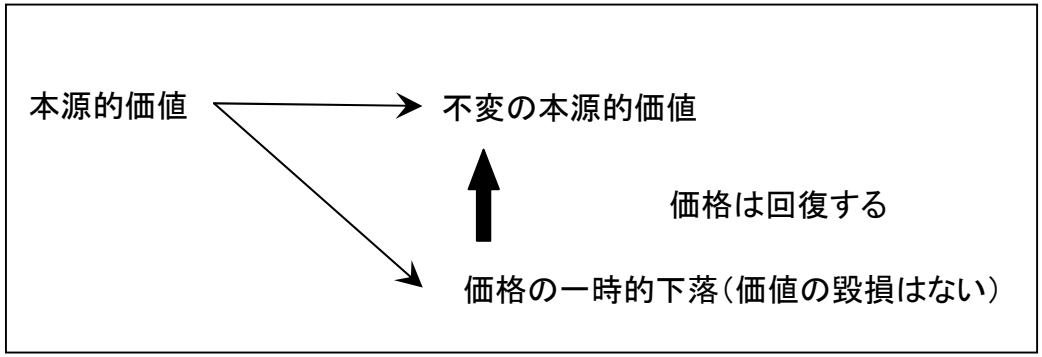
本源的価値　＝　価格



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）



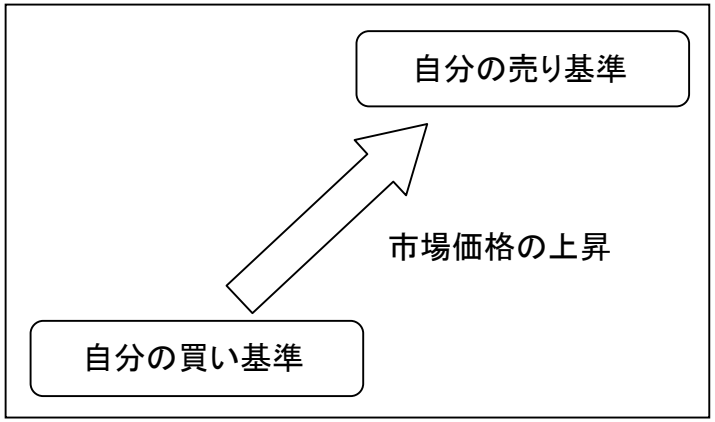

通常のバリュー投資

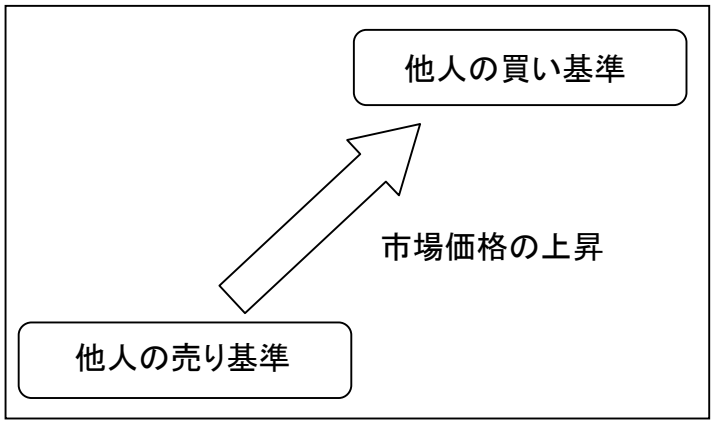





All rights reserved. HC ASSET MANAGEMENT CO.,LTD. 2006

# 他人の基準がわかる冷静さ（客観性）




自己の価値判断に基づいて買いたいものを買う

⇒ 価値判断の誤り

⇒ バリューの罠の可能性

自己の価値判断に基づいて価値より下の価格を探す

⇒ 他人が売る理由の確認

⇒ 確度の高いバリュー

自己の価値判断と、市場に聞く謙虚な態度の融合



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

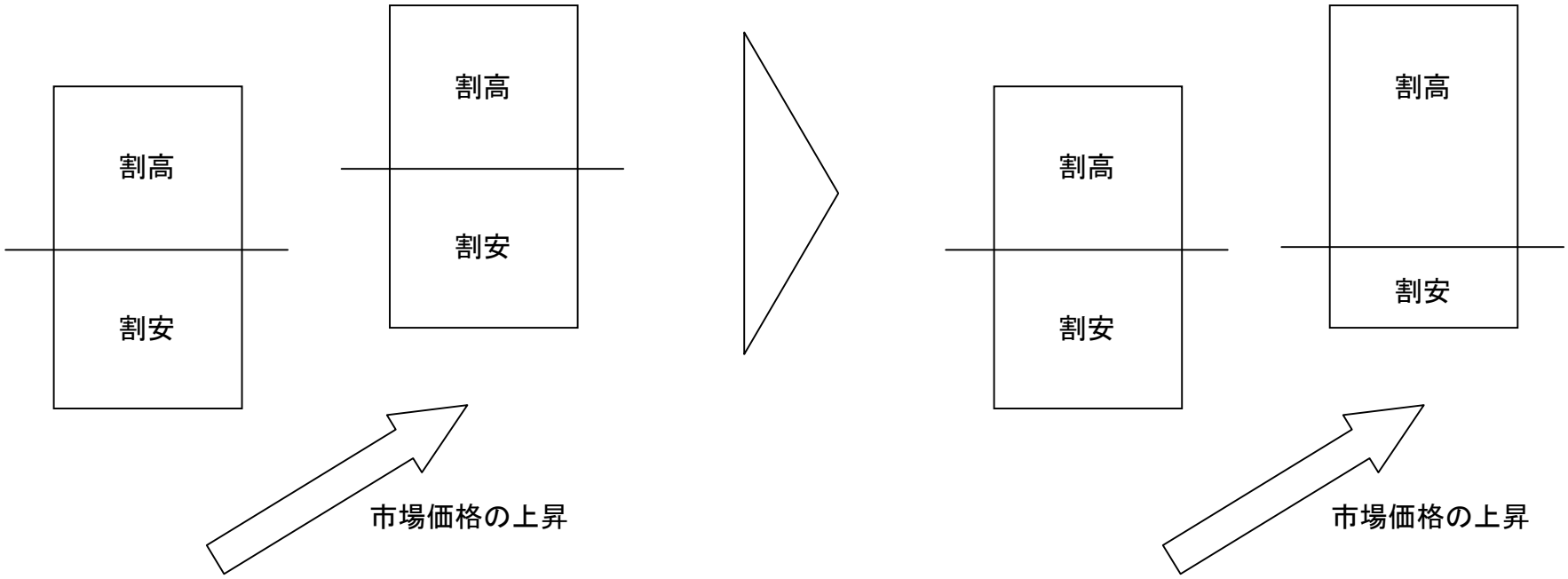
# 絶対評価と相対基準

相対評価基準

「常に、半分は、相対的に安い」

絶対評価基準

「割安に買えるものが少なくなる」






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。


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