

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
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会

2015.02.12

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



概要	2~4
日本型金融における融資と投資の社会的役割	5
産業資本の形成と成長を支える年金を核とした資金循環	6
常識の正しさ	7
企業の総資産利益率や平均資本利潤率と年金基金の収益率	8
伝統的金融手法の限界と代替的企業金融の拡大	9
投資の「適格性」	10
「より確からしいもの」に基づく判断(=保守主義)	11
株式運用における「成長への投資」と保守主義の原則	12
限界事例について考えましょう	13
社会的資金需要への資金供給	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

投資収益は目的ではなく結果である

金融の社会的機能は、単なる利殖や富の増殖を目的とするものではありません。投資は、少なくとも機関投資家の投資は、金融の社会的機能のひとつの形態である以上、投資収益は結果であって目的ではないのです。

金融の社会的機能と産業が創出する付加価値の内数としての収益

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。金融は産業の資金需要を支える裏方にすぎません。結果としての金融収益は、産業全体の利益の内数でしかあり得ない一方で、産業全体が付加価値を創出し続ける限り、常に生まれ続けるものです。

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(日本語には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あります。

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。

概要(続き)

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すが、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するのです。

資金使途の正当性と投資の安全性

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。

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。

概要(続き)

金融の社会的機能という側面からの「オルタナティブ」の再構成

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。

投資対象にし得ない「オルタナティブ」

一般に、プライベートエクイティやアセットファイナンスなどは、企業金融の自然な形態から創出される投資対象です。また、ヘッジファンドの一部の戦略は、市場に流動性を供給するという意味で、間接的に企業金融に関連つけられるものです。しかし、いわゆる「オルタナティブ」には、企業金融とはかかわりのないものも含まれることに留意がいきます。

投資哲学

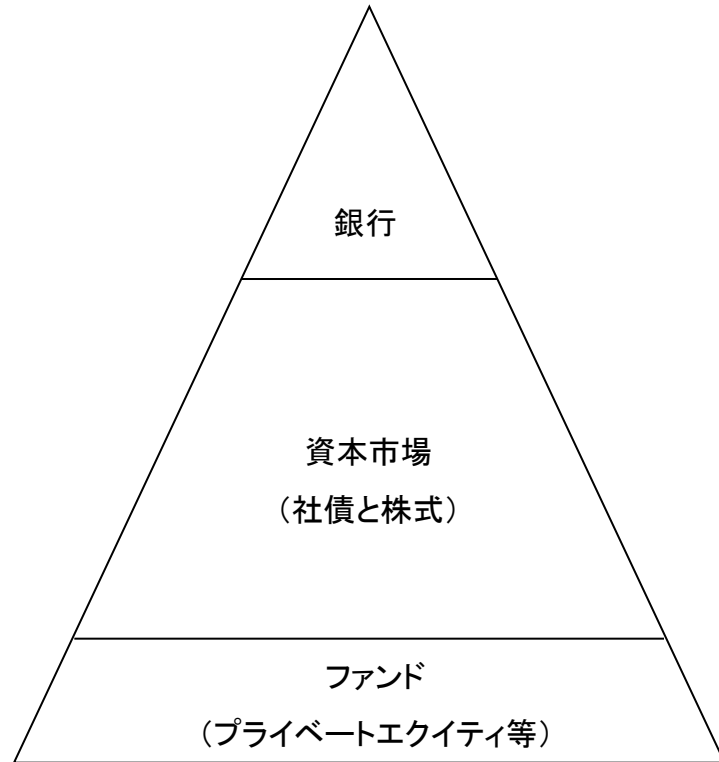
全ての社会的資金需要が投資対象になるわけではありません。だからこそ、投資対象を選択する基準が必要なのです。その基準を表現するのが、本当の「投資哲学」なのだと思います。このことは、株式や債券のようなものから、「オルタナティブ」に至るまで、同じことです。

資産配分との関連

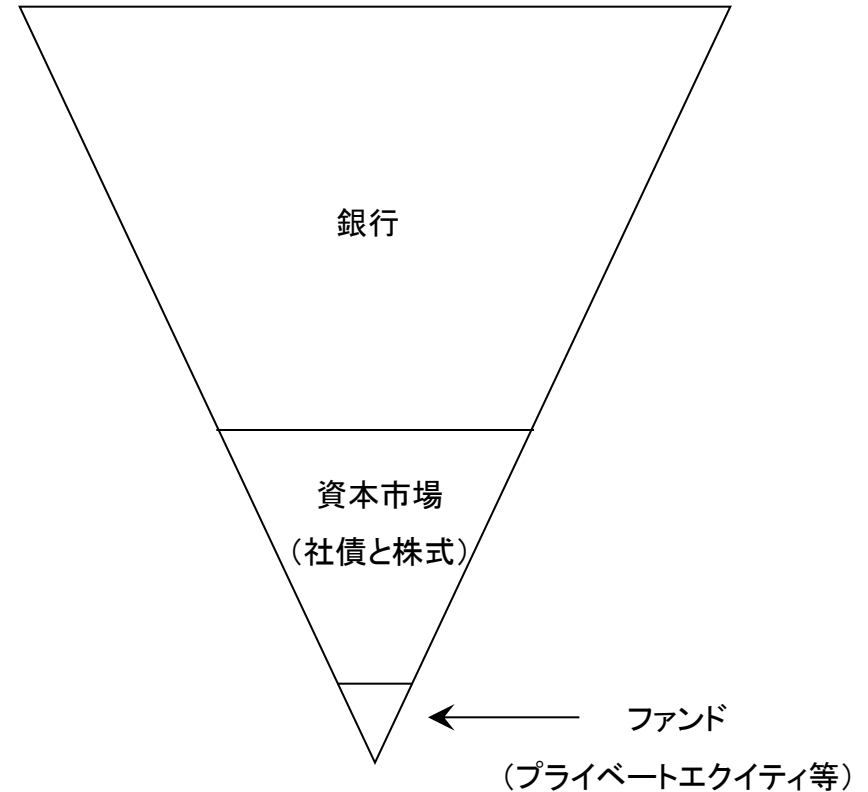
資産とは誰かの負債・資本ですから、マクロの総計として両者が均衡するならば、資産配分は同時に負債・資本の配分でもあるはずです。ということは、合理的な資産配分は、マクロ総計としての資本構成(キャピタルストラクチャ)をある程度は反映したものになるはずです。

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

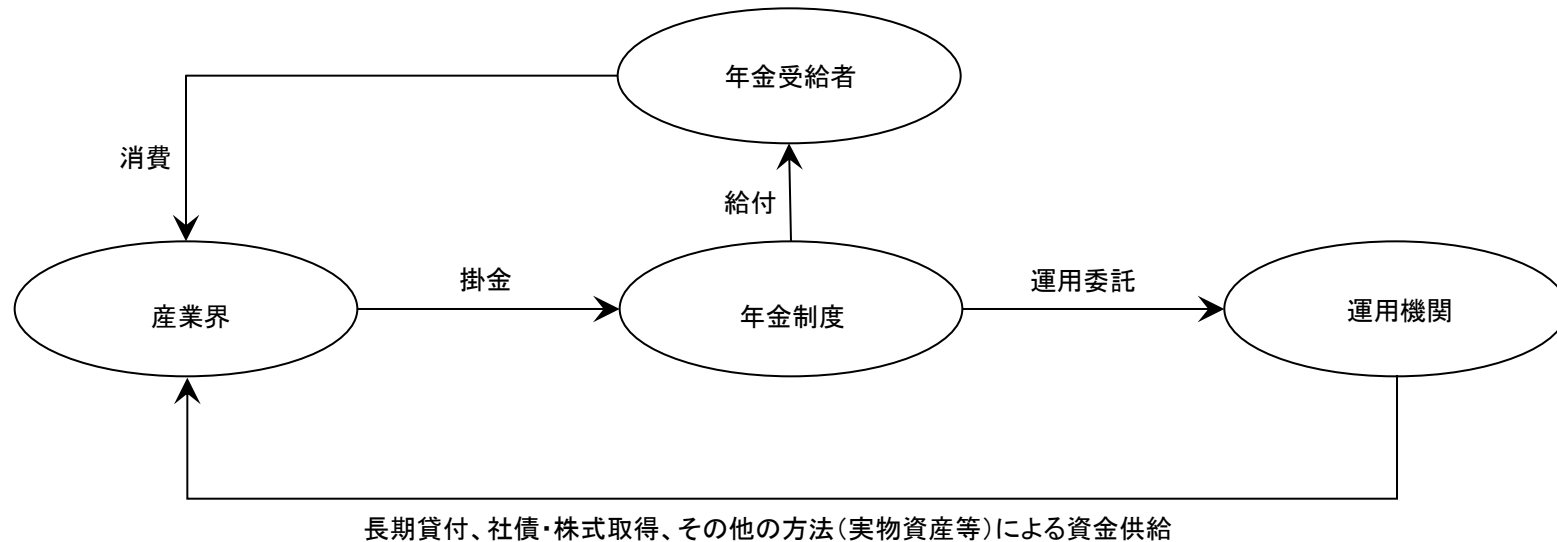


- 30年以上遅れた日本(英国サッチャー、米国レーガンの時代の資本市場強化、富裕層・財団の形成)
- 日本型では、銀行が資本市場機能とファンド機能を代替してきた(いわゆる投融資という考え方)
- 日本型の金融構造に、銀行の資本規制を適用することには構造的難点がある

産業資本の形成と成長を支える年金を核とした資金循環

今、公的年金と企業年金とを合わせた年金資産は、日本のなかでは、唯一ともいえるリスク耐性の高い長期資本の供給源である。同時に、年金給付は、日本経済の消費を支える重要な意義を担っている。

- ⇒ 年金資産の活用は、成長資本の調達に不可欠。
- ⇒ 年金資産運用の収益率の改善は、年金給付費の実質的削減となる効果がある(少ない費用で、豊かな給付)。



- ⇒ 常に、海外に投資機会を求め続けてきた日本の年金運用の歴史は、日本における投資機会の縮小の効果として、やむを得ないが、ならば、日本に新たな投資機会を創出しようとするとき、当然に、日本回帰があつてしかるべきではないか。
- ⇒ 日本の企業年金制度は、長期産業資本の確保という政策のなかで始まり、発足後の長い間、信託銀行と生命保険会社(ともに、当時の金融政策では、長期金融機関と位置付けられていた)の独占受託が認められてきた経緯がある。そのマクロ政策的意義は、今日も有効。

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。

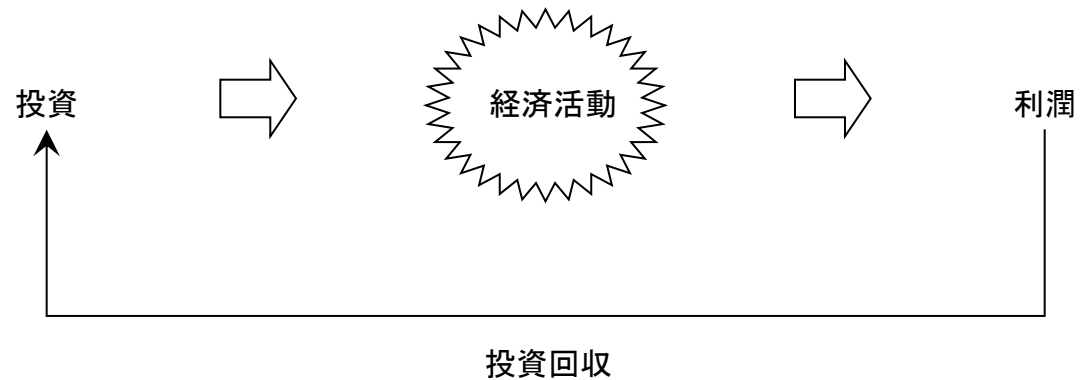
一方で貨幣のコレクションが資産性を持つことも事実ではありますが、それは長年収集を楽しんで頂いた結果、資産価値を持つ貨幣が手元に蓄積されていく、そのような形での資産形成であると考えております。

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。

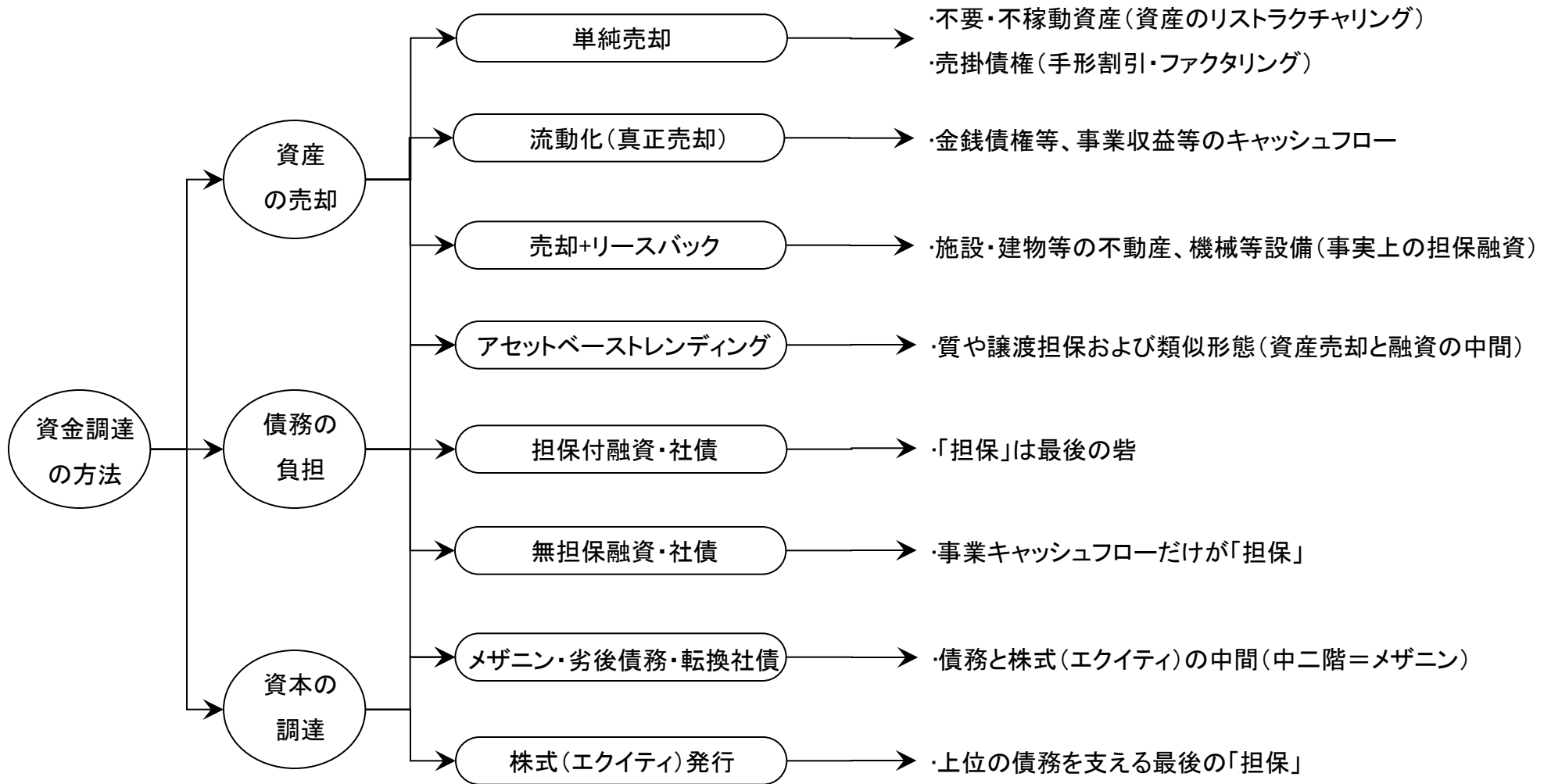
企業の総資産利益率や平均資本利潤率と年金基金の収益率

企業活動の一つの見方は、企業が保有する資産を稼働させて利益をあげる、ということです。その限り、年金基金の資産運用と同じことです。企業経営において、それなりの水準の総資産利益率が安定的に実現している(経済的に当然ですが)以上、年金基金においても、一定の収益率が安定的に実現しなければならないはずで、また、年金基金の資産運用によって、理論的にも常識的にも、産業界の平均資本利潤率が実現できるはずで、それが投資の原則、といよりも投資を成り立たせる条件です。



- ⇒ 個々の事業ごとには、赤字になるものもあるが、経済総体では、構造的に黒字であるのだから、年金資産のように投資対象の分散がなされている限り、年金資産全体としては、安定的に黒字にならないといけないのではないか
- ⇒ 企業の総資産利益や平均資本利潤率と年金基金の収益率の一つの重要な違いは、時価評価の有無であるが、年金の場合でも、時価評価による変動を時間軸上で調整すれば、長期傾向的に利益がでていしかるべきではないか

伝統的金融手法の限界と代替的企業金融の拡大



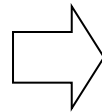
投資の「適格性」

常識

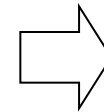
金融理論的裏付け

投資の適格性

社会が広く受容している
社会が広く認知している

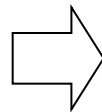


市場の存在

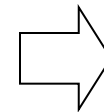


技術的(法律的)に、投資対象として
構成できる

社会が必要としている
社会の需要の裏付けがある

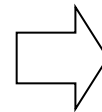


キャッシュフローが読める

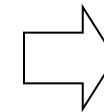


合理的に価値を評価できる
損失可能性(リスク)を管理できる

社会常識という「制約」
社会制度上の制約



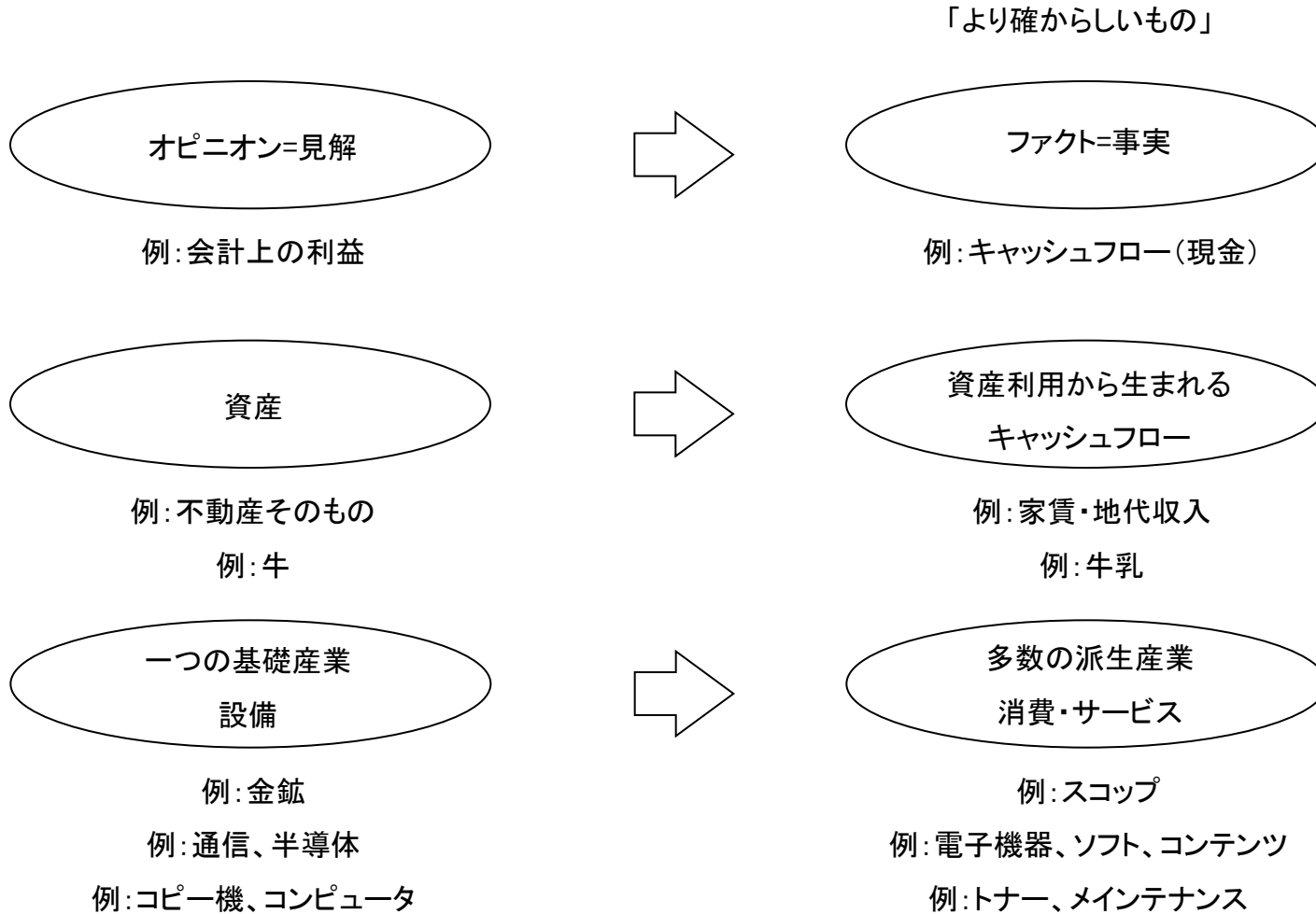
金融の社会的コスト



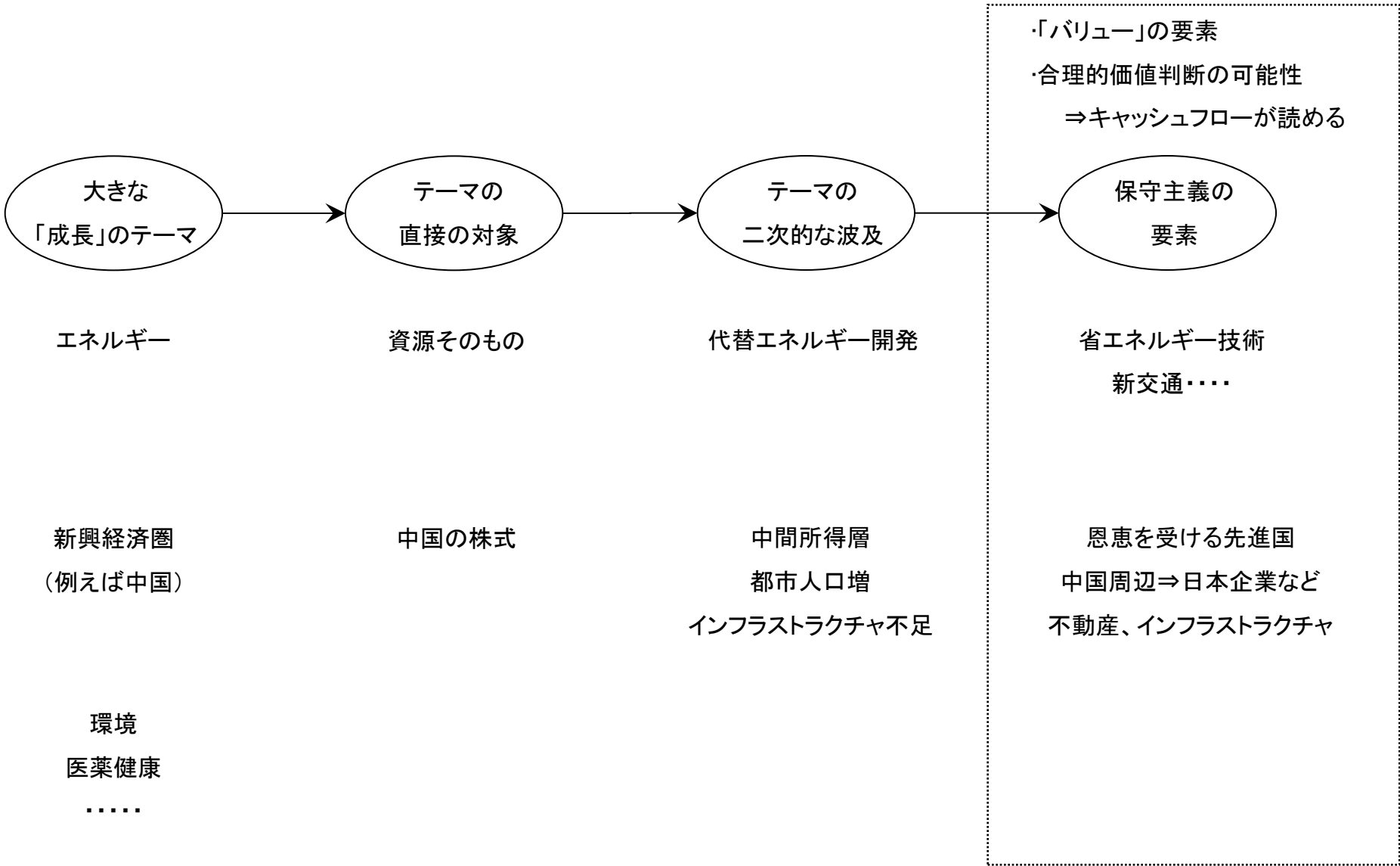
構造的な非効率
いわゆる「スキル」

「より確からしいもの」に基づく判断(=保守主義)

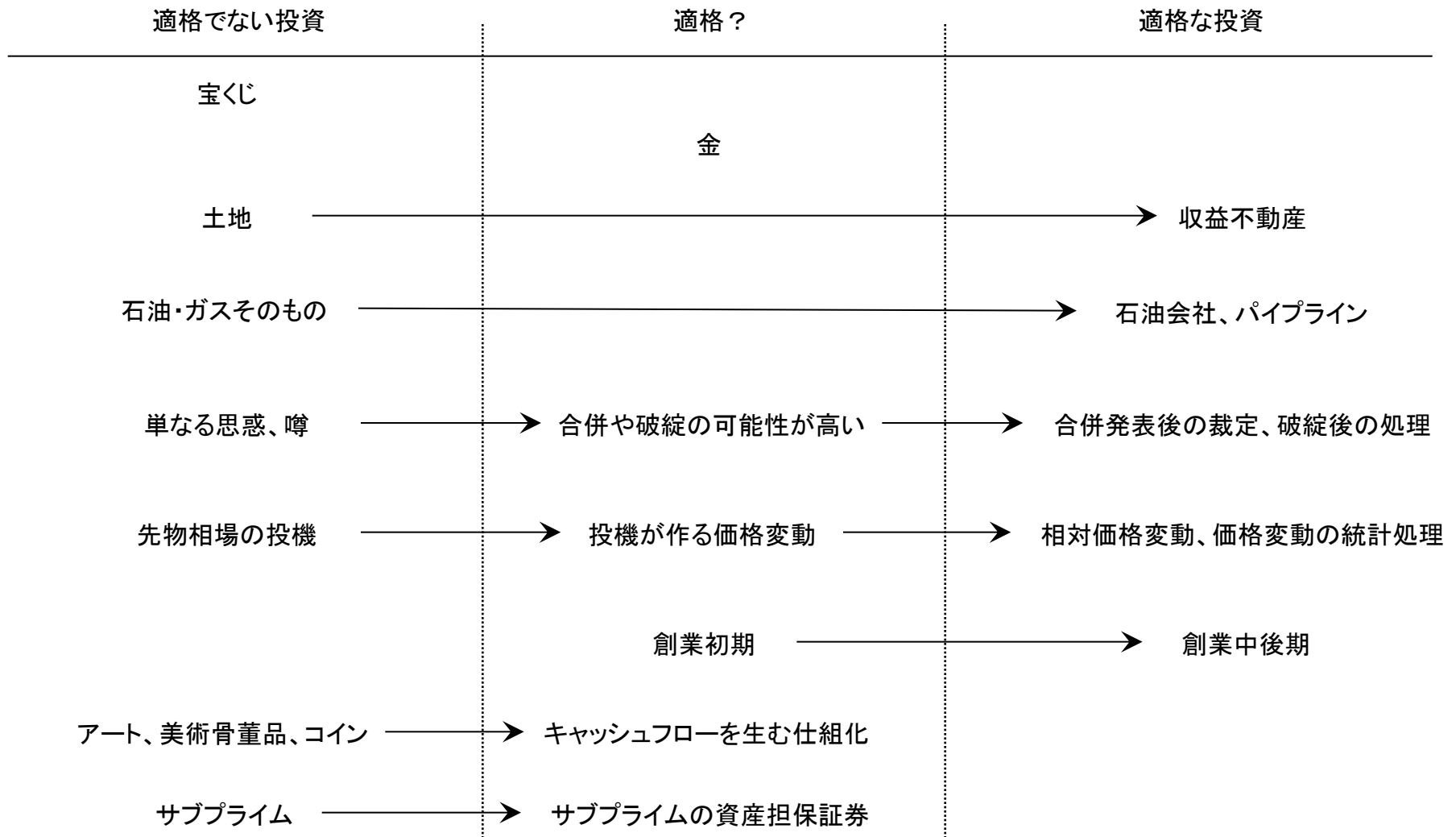
「科学的な資産運用」 = 判断の基準を「より確からしいもの」に置くこと



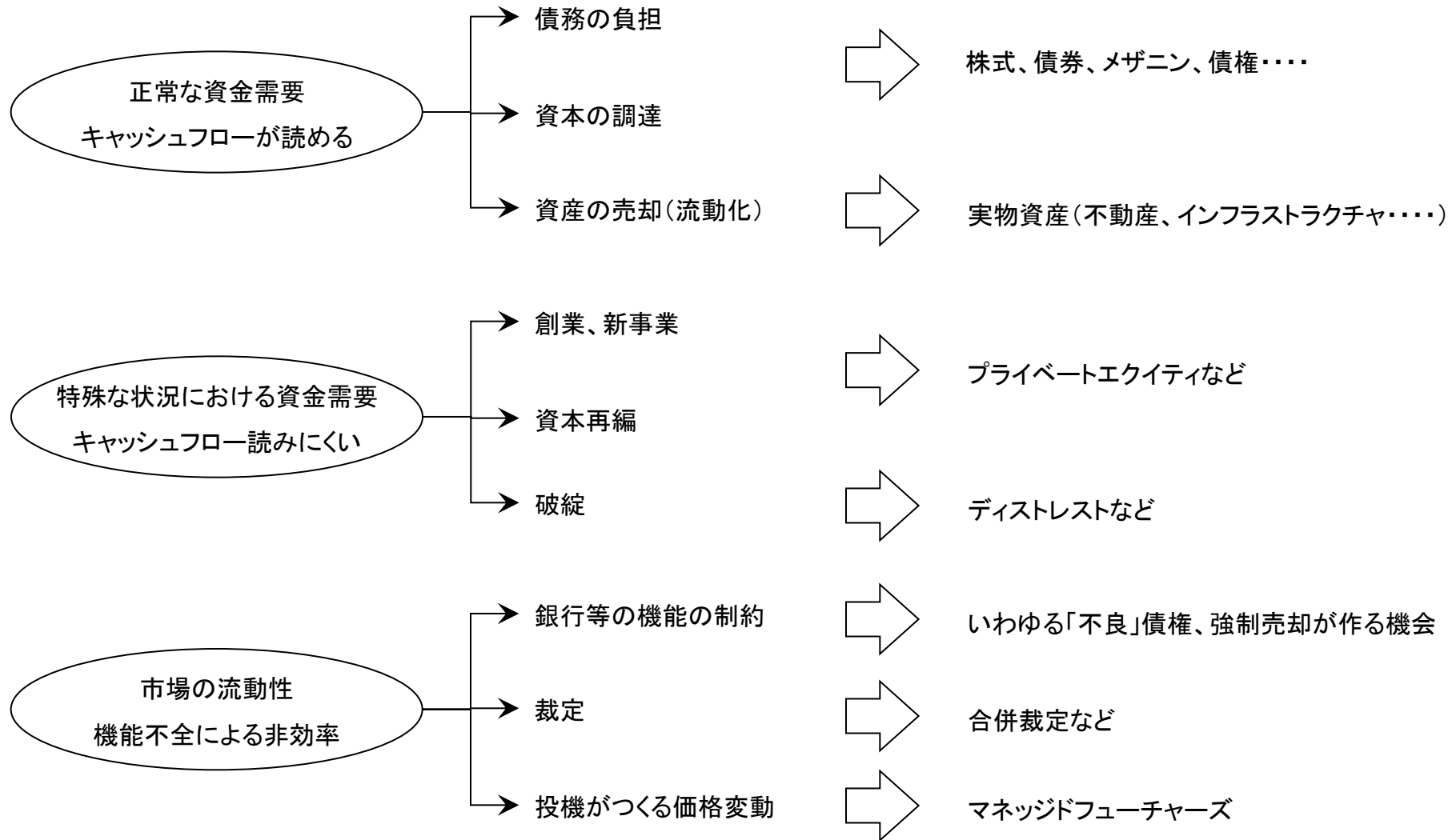
株式運用における「成長への投資」と保守主義の原則



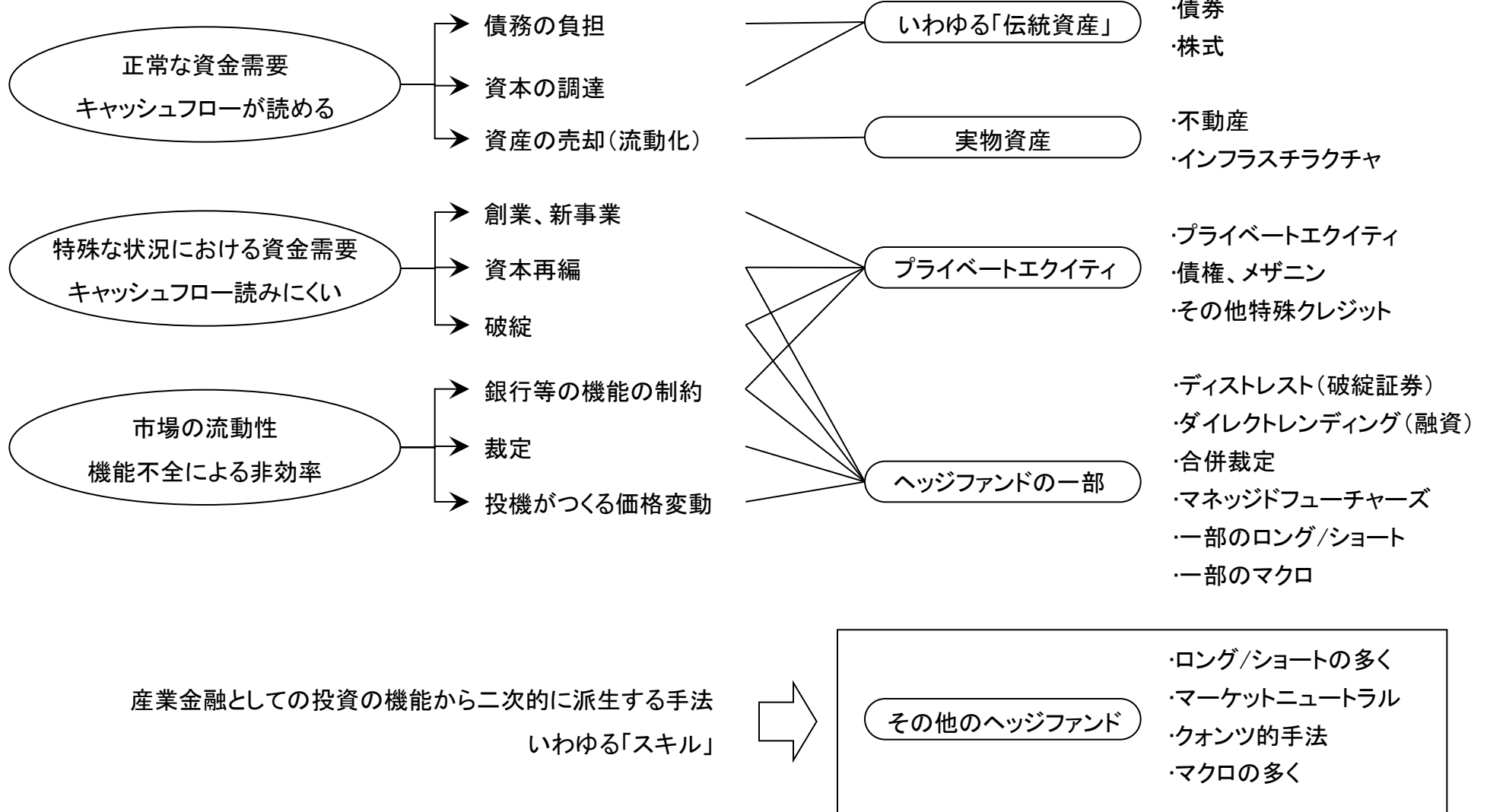
限界事例について考えましょう



社会的資金需要への資金供給



「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	資産	融資
	成長資本		資本
	資本		

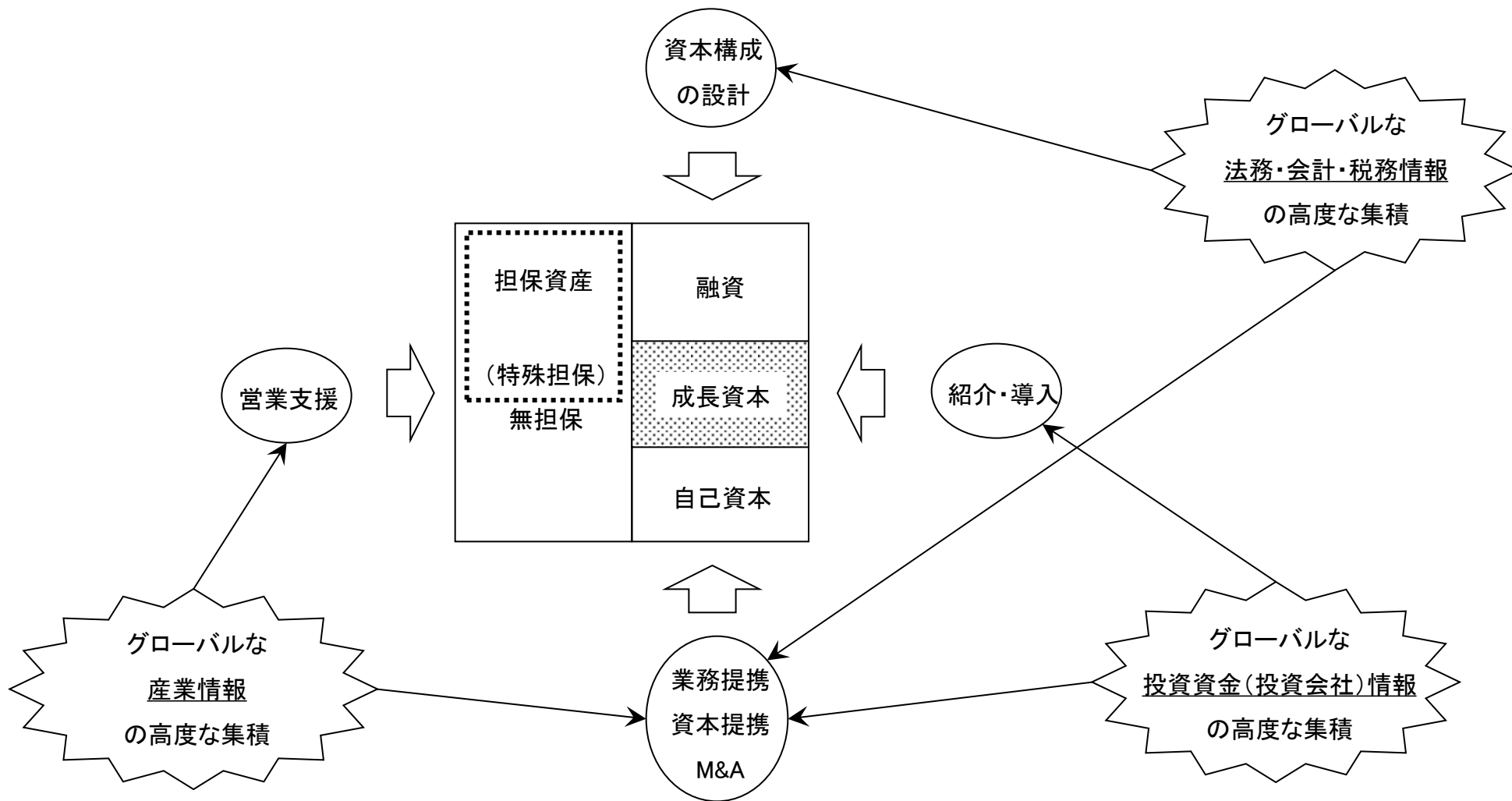
株式転換(ベスト・シナリオ、またはワースト・シナリオ)

資産	融資	資産	融資
	成長資本		資本
	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。