

投資成果の測定

HCアセットマネジメント株式会社

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
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2023.09.19

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



本源的収益

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。

価値と価格

市場理論は、資産の市場価格が、資産の価値に一致していると仮定しています。仮定を認めるにしても、現実には、常時、価値と価格が一致しているわけではなく、一定期間、乖離している事態は、普通に、生じています。

リスクとボラティリティ

リスクを損失の可能性と定義すれば、それは、価値の変動の尺度です。それに対して、単なる価格変動の尺度をボラティリティと呼べば、「投資の理論」(と称する非常識)のもとで、「リスク」と呼ばれているものは、ボラティリティにすぎないことがわかります。「ハイボラティリティ、ハイリターン」にならないことは、ほぼ自明です。

時間加重収益率

評価期間における資金の出入りによる影響を取り除いた幾何平均収益率を指します。流動性があり一括発注できる有価証券の評価に適切です。

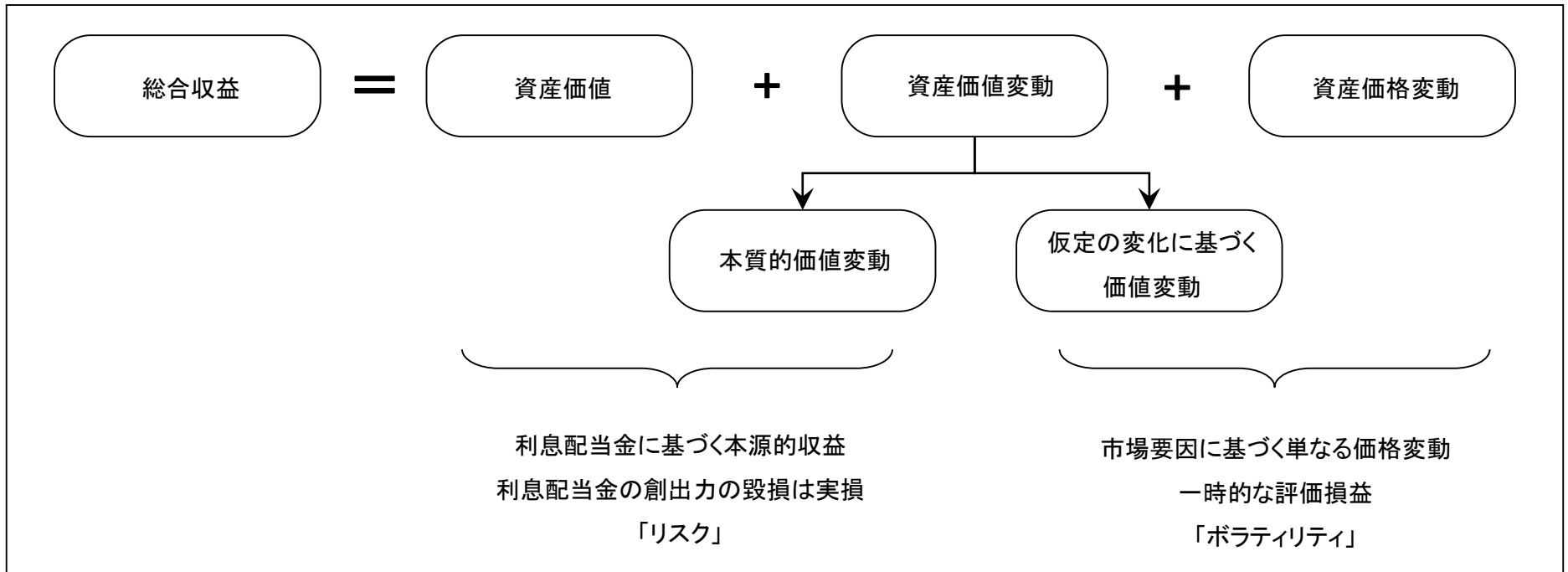
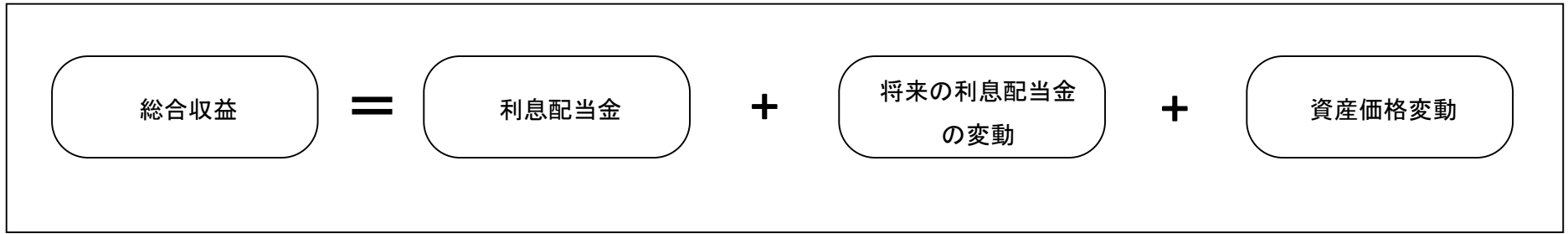
金額加重収益率

期初の元本額および期中に流入・流出した資金を一定の収益率で運用した結果、期末の時価評価額となる場合の収益率。キャッシュ・フローも含めた収益率を測定するのに適しているため、売買の裁量を持つ投資家の投資成果や、払込や払戻の権限がGPに属するLimited Partnershipの運用成果を評価するのに適切です。

内部収益率(IRR: Internal Rate of Return)

投資とは、現時点で資金を投じ、将来投資資金を回収することで、投資収益率とは、総回収額と初期投資額を比較したときの増加率ですが、数学的には、内部収益率として定義されています。つまり、内部収益率とは、回収額の現在価値が初期投資額と一致するようになる割引率のことです。

総合収益の分解



時間加重収益率と金額加重収益率

	期初時価総額 (万円)	期末時価総額 (万円)	資金流入/流出 (万円)
投資時点	100		
1年後	100	150	200
2年後	350	300	- 50
3年後	250	301	- 300
4年後	1	0	0

時間加重収益率: キャッシュフローが発生する毎に投資価値を計算する方法で、資金流入/流出の影響が除かれた収益率となる。
上記の例では、

$$(1+r)^3 = \frac{150}{100} \times \frac{300}{350} \times \frac{301}{250} \times \frac{0}{1} \quad r = -100\%$$

金額加重収益率: 期末の時価総額が、期初元本総額および期中のキャッシュフローを一定の収益率で運用した結果であるとする場合の収益率。
上記の例では、

$$100 \times (1+r)^4 + 200 \times (1+r)^3 - 50 \times (1+r)^2 - 300 \times (1+r)^1 - 0 \times (1+r)^0 = 0 \quad r \doteq 7.3\%$$

運用成果の評価(有価証券)

投資成果の測定には、投資対象に応じて適切な評価方法を選ぶ必要がある。

有価証券

- 時間加重収益率
売買しない前提での、戦略評価の指標として用いる。
- 金額加重収益率(Investor Return)
時価を見て投資家が売買することを加味した投資家自身のリターン
 - ⇒ アクティブファンドのPMは、株価を見て売買するため、ファンドのリターンはPMのインベスターリターンになる。
 - ⇒ 最終投資家はさらにファンドを売買できるため、個人のインベスターリターンが存在しえる。
- シャープレシオ、インフォメーションレシオ
同じ年率リターンでもコンスタントに上がるものと、ボラティリティが高いものとは性質が異なる。

運用機関(企業年金や財団)

- ⇒ 掛金や給付による資金の増減を伴うため、運用機関の意思によってコントロールできないキャッシュ・フローの影響を排除し、金額加重収益率で管理することが合理的である。
- ⇒ 時間加重収益率は、そのような影響を排除して求めた収益率であり、運用機関の運用能力を評価するのに適切である。

運用成果の評価(払込型)

投資成果の測定には、投資対象に応じて適切な評価方法を選ぶ必要がある。

Limited Partnership

- 金額加重収益率 (Internal Rate of Return)

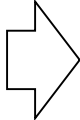
GPの意思で払込、分配が決まるため投資家には関与の余地はない。よって、期間中のキャッシュフロー含めた運用評価となる。IRRは同じなら、投資倍率に注目する必要がある。以下の例にあるように、CファンドとDファンドは同じIRRだが、Dファンドは回収額が多く、投資倍率も高い。

- 投資倍率

回収額を投資した資金で除した評価(時間の概念がない)。金額加重収益率はキャッシュフローの影響を大きく受けるので、投資倍率も併用して評価することが望ましい。以下の例にあるように、直近のキャッシュフローが大きく、将来のキャッシュフローが小さいAファンドのほうが、金額加重収益率が高くなるが、投資倍率では同じである。

同じ投資倍率なら、早く回収できるほうが、IRRが高くなる。

	初期投資	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目		回収額	倍率	IRR
Aファンド	-300	+100	+290	0	0	0		390	1.3	16.4%
Bファンド	-300	+100	+100	+40	+50	+100		390	1.3	10.0%

	初期投資	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目		回収額	倍率	IRR
Cファンド	-300	+110	+200	+46	0	0		356	1.2	10.0%
Dファンド	-300	+100	+100	+40	+50	+100		390	1.3	10.0%

講演後アンケート

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/qaCGbyWAcznSudkr7>

- 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。