

社会常識でわかる投資の基本

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

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ

東京	2016.05.17
大阪	2016.05.30
名古屋	2016.05.31



目次

概要	2-3
「好循環」	4
投資の意思決定の要素	5
人間的効用と経済的利益	6
投資の世界の古い格言	7
統計の誤用に陥らないための戦略的発想	8
経営の言語による資産運用	9
乳牛と牛乳についての古い格言	10
投資対象の適格性	11
資産運用の四つの原則	12
総合収益の分解	13
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖	14
オルタナティブの再構成	15
極めて大きな取引費用と機会費用	16
リスク分散かリスク追加か	17
投資機会の回転	18
年金財政の仕組みと資産運用の目的	19
長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と短期の評価	20
銀行が作り出す不均衡と投資の機会	21

概要①

資金運用は資金調達の反対勘定

投資は、資金の運用です。資金運用と資金調達と、二つのものがあるわけではありません。一つの資金交換取引に、運用側と調達側という二当事者がいるだけです。資金の調達を理解しない企業など、あるはずがありません。ならば、投資、即ち、資金の運用を理解できない企業など、あるはずもないのです。

企業人の常識の範囲内での投資

企業という組織は、経済合理的な行動規範で貫かれた主体であり、金融面からみれば、合理的な資金調達主体として、資金運用の対象となり得るものです。その企業の合理性のなかで、合理的な投資は完結し得るはずで、企業人としての常識を超える投資など、あり得ません。あり得るとすれば、投資というよりも、投機でしょう。

非常識な理論

もしも、企業の常識のなかで理解されない資産運用の方法や説明があるとしたら、それは、理解する側の理解力の問題ではなくて、その資産運用の方法や説明の論理の側に、企業の常識を超えるもの、即ち、非常識なものがあるからではないでしょうか。

曖昧な用語の濫用

企業の常識として、リスクという用語を用いれば、まさか、収益率の標準偏差と考える人はいません。リスクは、どう考えても、常識的に、損失の可能性であって、損失の可能性を大きくして、収益があがると考える人は、まず、いません。ならば、「ハイリスク、ハイリターン」などということが、理解されないのは、当然です。

リスクはとるものではなくて、制御するもの

企業経営に、リスク、即ち、損失の可能性は、つきものです。故に、企業はリスクをとっているのです。しかし、それは、リスクを制御できる限りにおいてのみです。事業のリスクは、事業の専門家として、制御できるからこそ、企業は成り立っているのです。資産運用においても、リスク、即ち、損失の可能性は、専門家によって制御されることが前提となつてはじめて、成り立つのです。

価値の変動と価格の変化

損失とは、投資価値の毀損です。それは、確定的に失われた価値です。ところが、価値は変動しなくとも、価格は変化します。単なる価格の下落は、損失ではありません。単なる価格の下落ではなくて、価値の毀損による価格の下落である場合に、確定的な損失になるのです。これは、企業の株価の変化が企業の価値の変動とは異なるものであることを意味しますが、このことを理解しない経営者はいないでしょう。

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。

概要②

回収してこそリターン

リターンとは、収益である以前に、英語の原義通りに、回収です。回収してはじめて、リターン、即ち収益として認識されるのです。単なる価格の上昇は、リターンではありません。それは、単なる価格の下落が損失でないと同様です。

リターンの源泉となるキャッシュフローの創出

投資対象において、新たなキャッシュフローが創出されるのでない限り、リターンは生まれ得ません。つまり、投資した資金が投資対象のなかで回転して、その過程において、新たなキャッシュフローを創出して初めて、リターンを生むのです。これは、投資の本質である以前に、企業活動の本質そのものです。故に、投資の本質を理解できない企業など、あり得ないのです。

キャッシュフローの源泉へ

投資判断の基本は、キャッシュフローの源泉の分析に基礎をおかなくてはなりません。キャッシュフローを生まないものは、投資対象ではありません。株式や社債が投資対象であるのは、発行体である企業がキャッシュフローを生む限りにおいてです。そもそも、キャッシュフローを生まないものは企業ですらありません。国債に投資価値があるのは、国として、キャッシュフローを生んでいる限りにおいてです。

投資の社会的機能

資金運用は資金調達に反対勘定であるということは、投資は、常に、産業界の資金調達需要に応えるものとして、社会的機能を持ち、その機能に対して、合理的な投資収益をあげるものです。この機能を欠いたものは、投資対象になり得ません。

投資と融資

産業界の資金調達需要には、銀行等の融資が応えています。投資が融資と別に成立するためには、原理的に、融資では取り組めない領域にこそ、投資固有の付加価値がなければなりません。と同時に、産業界の立場からみれば、投資と融資が緊密に連携してこそ、効率的に、資金調達需要が満たされるということでもあります。

オルタナティブという資産などない

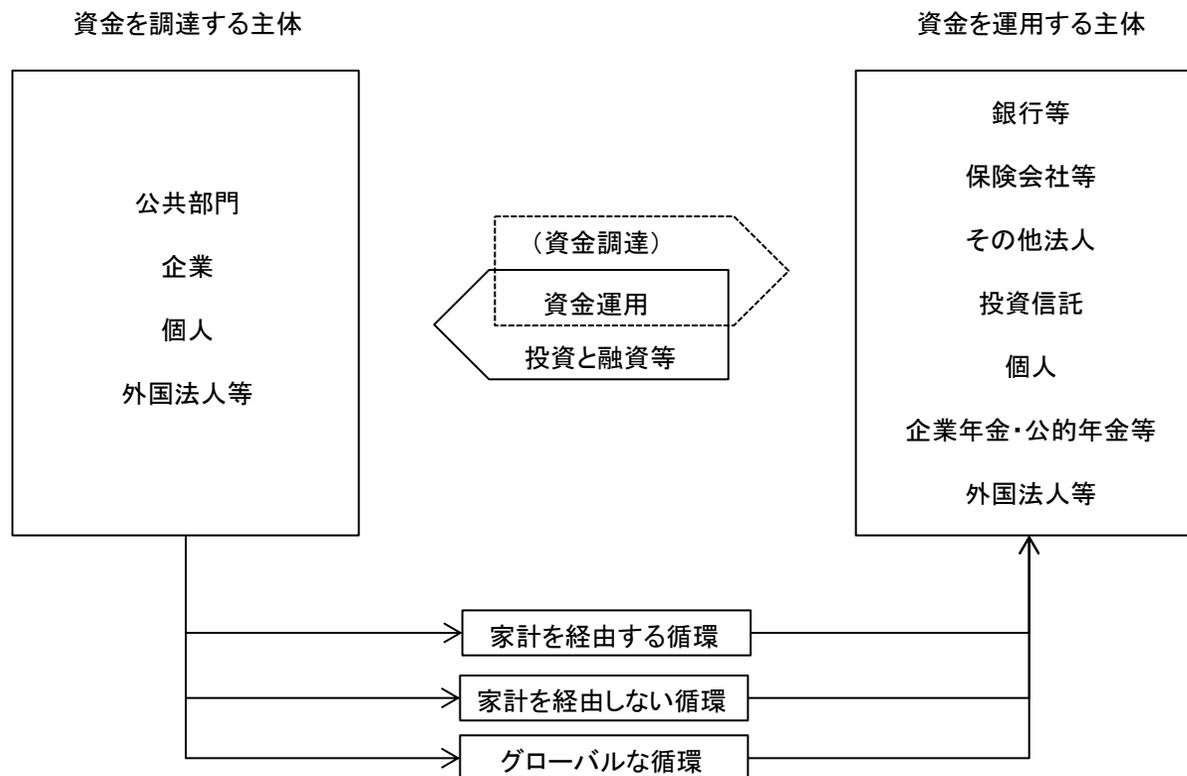
オルタナティブというのは、伝統的な金融の技法、即ち、債券、融資、株式等では対応できない状況に対する資金調達手法の提供として、はじめて、投資価値を持ちます。

漫然たる長期などない

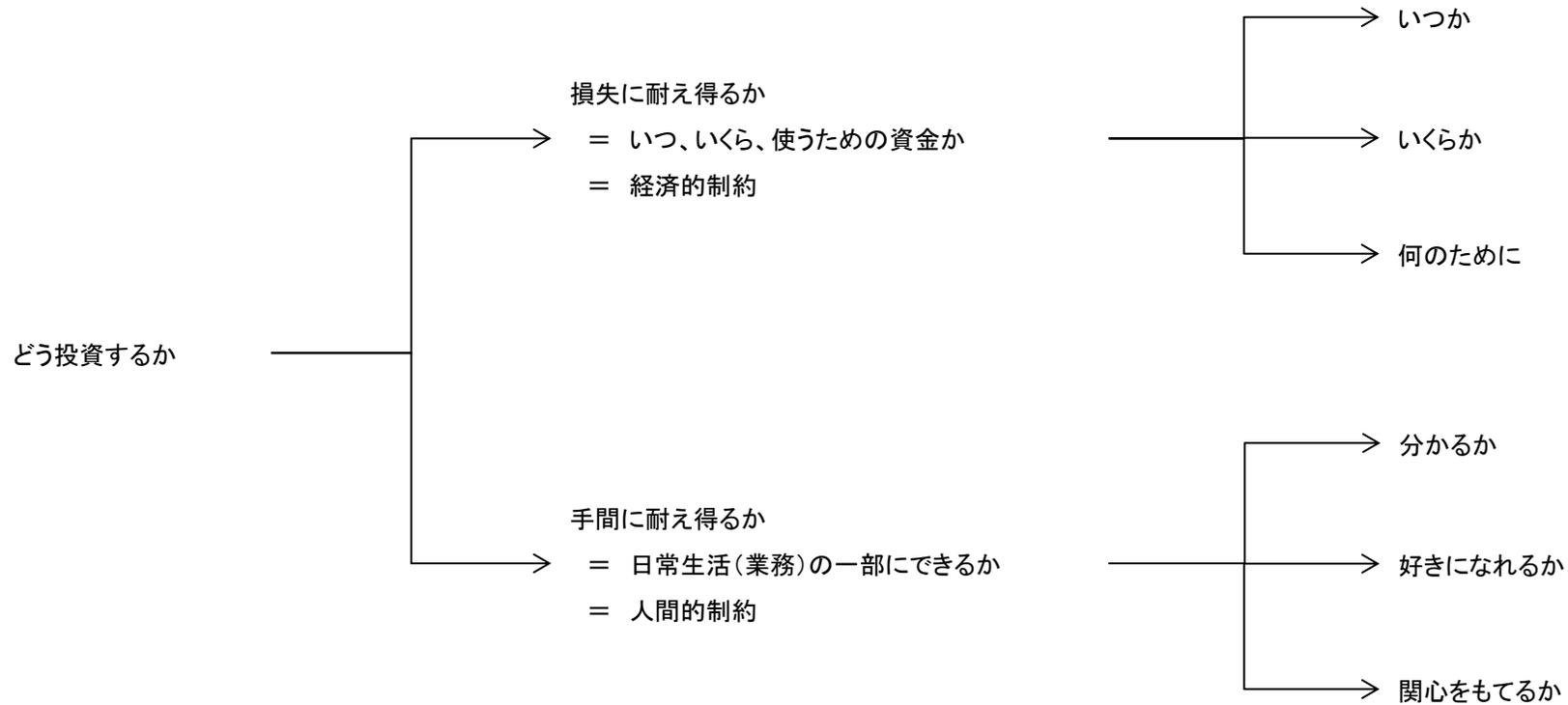
企業経営の時間軸には、3年を超える長期計画はあり得ません。それを超えるものは、ビジョンです。3年の中期経営計画は、数値的に達成可能なものとして策定されます。資産運用の時間軸も、同様でなければなりません。通常、長期運用と呼ばれているものは、ビジョンでなければなりません。長期のビジョンをもって、今、行動すること、それが、真の長期運用です。

「好循環」

- 資金の調達と資金の運用、二つのものがあるのではない。一つの資金交換取引における出し手と受け手という二側面があるにすぎない。債権と負債の二つがあるのではない。一つの融資契約において、債権者(資金の出し手)と債務者(資金の受け手)の二当事者がいるにすぎない。
- 資金の出し手と受け手の間には、資金が循環する。安倍政権の政策課題である「好循環」とは、循環を通じて、経済が拡大し、資金も拡大することをいう。
- 資金調達を理解しない企業など、あるはずもない。ならば、資金運用を理解できない企業など、あるはずもない。



投資の意思決定の要素



人間的効用と経済的利益

経済合理的な期待収益

大
↑
経済的利益
↓
小

心理的行動の損失

● 社会的常識人の投資
それなりの知識、手間、努力、工夫、
良識

● 理想的投資家、真のプロ
好きこそもの上手なれ
動揺しない強さ、知的満足の高さ

投資の常識へ

● ギャンブルの快楽を求める投機
● 投資しない機会損失

心配
煩わしさ

小 ← 人間的効用 → 大

快樂
安心

投資の世界の古い格言

「実践に役立つ相場格言」(1980年頃に当時の立花証券社長石井久氏が作った営業用冊子)より

知っているものだけ買え
買いたい銘柄が無くなったら売れ
株価は価値プラス、需給プラス、人気
長期投資は株価より企業力を買え
相場に過去はない。過去に学べ、しかし過去は繰返さず
評価益を呑むな(儲かっているは、儲かったではない)
資金を限定せよ。而して運用範囲を内輪にせよ
理屈と人気を離れろ

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

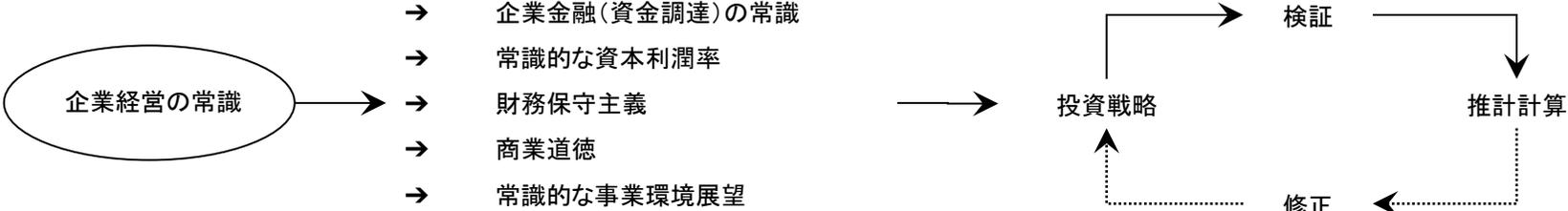
投資をして継続的に利益を得るためには、開かれた大きなマーケットの存在が不可欠ですが、現在貨幣に関しましては、株式市場や商品市場のようなマーケットは存在していません。貨幣に投資して2~3年の間に大きな投資利益が得られるとは考えにくく、貨幣をそのような投資対象として推奨する行為には疑問を持たざるを得ません。

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

統計の誤用に陥らないための戦略的発想

- 統計からは何も創造されない。過去の数値の統計からは、投資戦略も資産配分もでてこない。過去の数値を使った検証ができるにすぎない。
- 検証に先立って、検証されるべき投資戦略がある。
- 投資戦略は、企業経営の延長としての戦略的発想からしか生まれ得ない。そのことに、資産運用の高度な専門性は不必要である。むしろ、企業経営の常識が必要なのである。
- 投資戦略は、必ずしも伝統的資産配分と同じではない。
- リスク管理から、リターン管理へ。



経営の言語による資産運用

資産運用の特殊専門用語を、企業経営者や一般の人が理解しないのは、むしろ当然である。かといって、その経営者や一般人に、専門性の高い分野の詳細を理解してもらうというのは、無理である。説明側の義務として、専門用語ではなくて経営の言語による説明をしなければいけない。

- リスク
- リスクは損失の可能性
 - 「収益をあげるためにリスクをとる」ことはあり得ない
 - 損失の可能性は、避ける、もしくは管理可能な状態に置く
 - リスク分散ではなく、単なる分散ではなく、確信度の高いところの厳選である

- リターン
- リターンは投資資金の回収
 - 単なる時価の上昇は収益ではなく、売却による回収ではじめて収益になる
 - 単なる時価の下落は損失ではなく、背後に価値の毀損があってはじめて損失になる
 - 単なる時価の下落ならば、その価格の回復について確約がほしい

- ベンチマーク
- もしもベンチマークがあるなら、それは自己に課した達成可能な目標である
 - あるいは、企業財務にとってのベンチマークは、企業の平均資本コストである

- ⇒ 経営は、損失の可能性を問題にしているのではなくて、その可能性が管理下にあるのかどうかを問題にしているのではないのか
- ⇒ 経営は、資産運用の本質を理解するがゆえに、表面的な片仮名で説明される資産運用に不信を抱いているのではないのか
- ⇒ 経営が欲しいのは、事実(現金)としての収益であって、短期的な時価変動に関心がないのではないのか

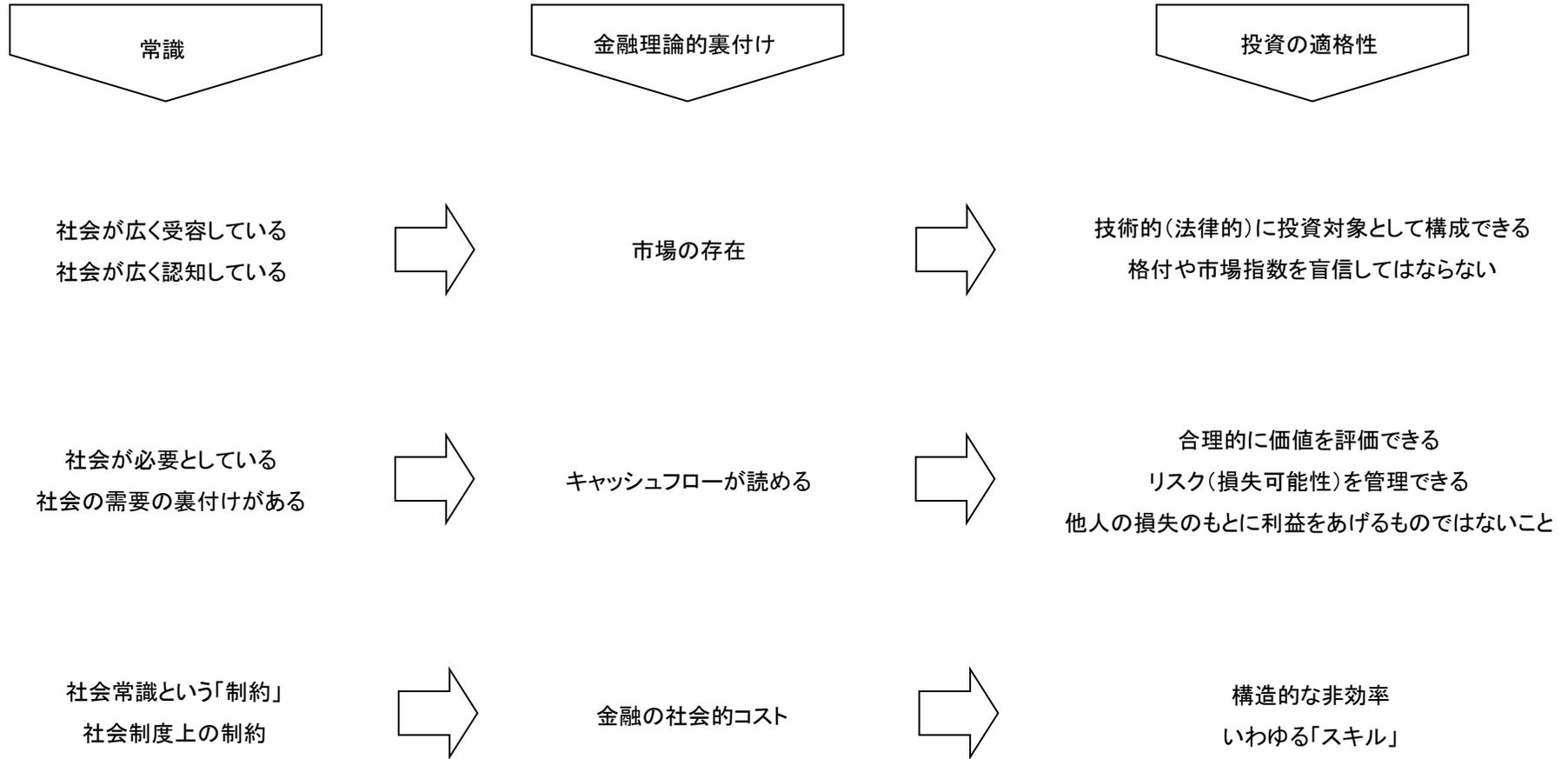
乳牛と牛乳についての古い格言

- 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

投資対象の適格性



資産運用の四つの原則

本源的価値(インカム)

- 資産が生み出す将来キャッシュフロー(利息配当金や賃料等のインカム)の現在価値
- 資産運用の課題 = インカムを高める(価値の増大を目指す)努力
- 期待インカム = 現在のインカム + 将来のインカムの変動(価値変動)

損失の可能性(リスク)

- 期待インカムの毀損 ⇒ 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

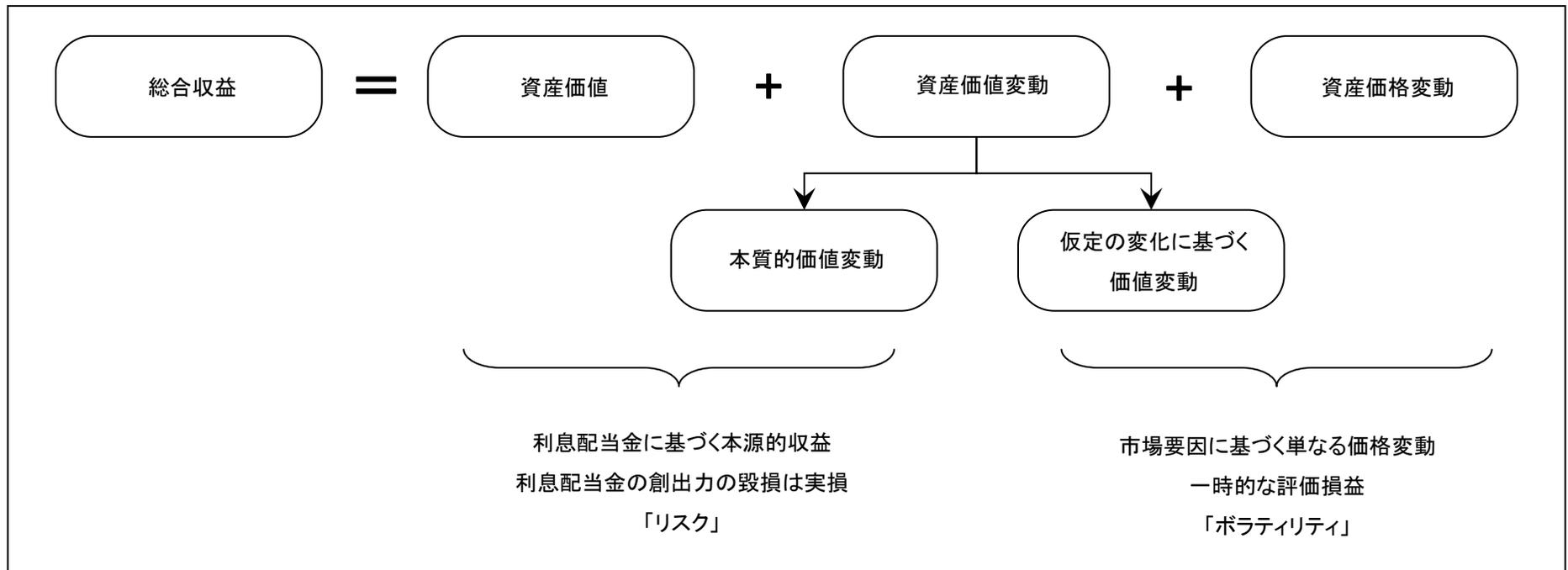
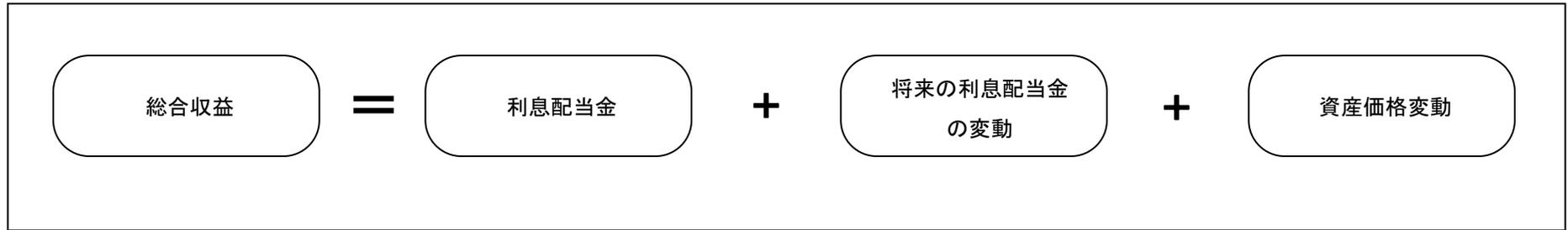
価格変動(ボラティリティ)

- 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

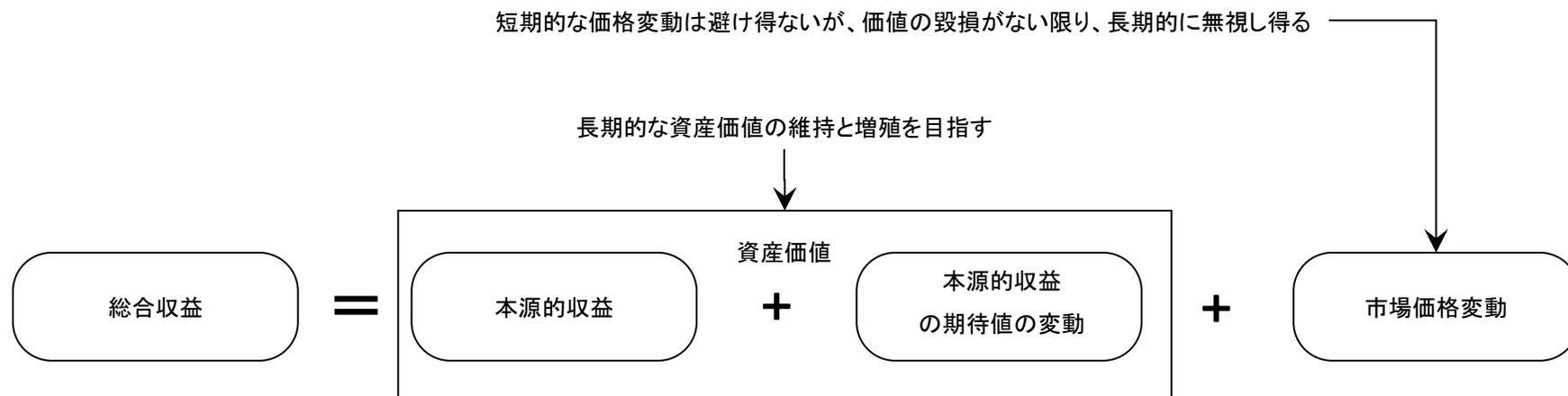
- 予測可能性の高いインカム
- 将来インカムの推計における仮定設定の保守主義
- 「安全性の厚み(マージン・オブ・セイフティ)」 = 価値と価格の差の大きさ
- 合理的に管理できること ⇒ 価値の判断 ⇒ 損失(リスク)の回避
- 合理的に管理できないこと ⇒ 価格の予想 ⇒ ボラティリティは管理できない(受け入れるしかない)

総合収益の分解



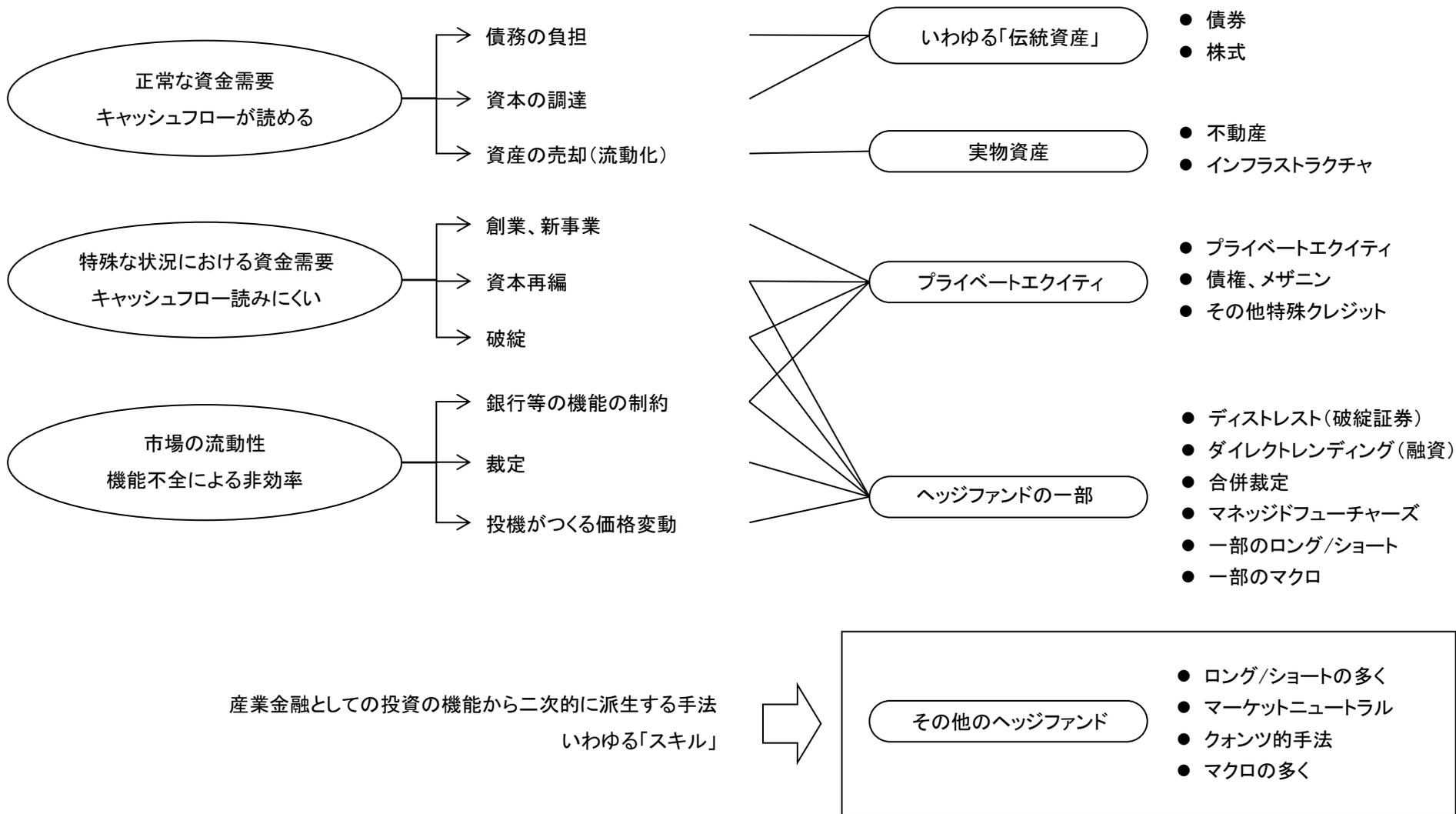
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖

資産は、それ自体に本源的な収益を内包したものです。例えば、債券における金利が本源的収益です。逆に、本源的収益を内包したもののみが資産という名に値し、適格な投資対象と認定されるのです。本源的収益が資産の価値ですが、その資産の価格は市場原理によって形成されるので、必ずしも価値と一致しません。投資の対象は価値です。価格変動は管理できず受け入れるしかないものです。価格変動を避けようとするれば、価値自体もとることができません。



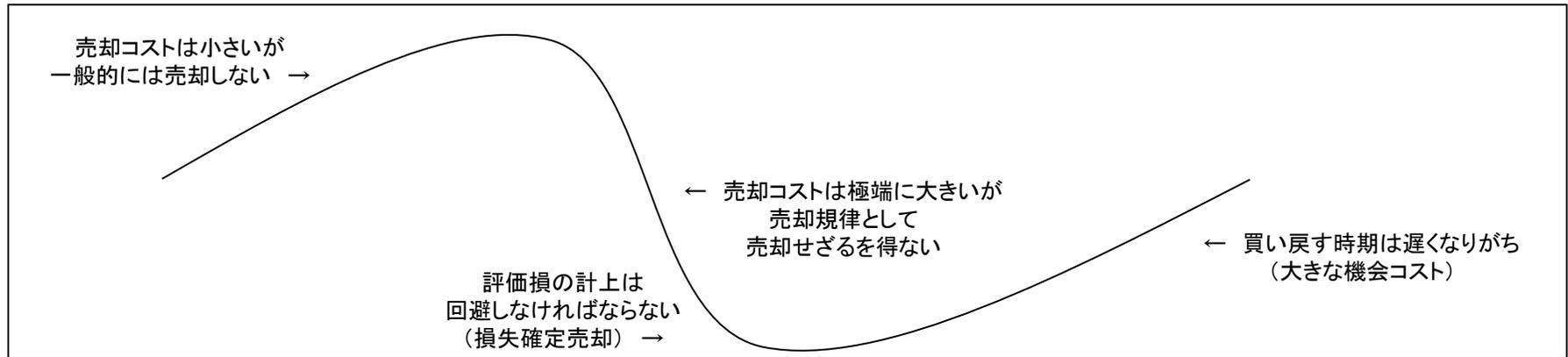
- ⇒ 資産価格の下落のときに、その背後に価値の毀損がないことを確信できるかどうか、資産運用の本質ではないのか
- ⇒ 価値の維持と増殖を図ることは長期の営みだが、毀損(とその可能性)を認めたときは、直ちに対策を講じるべきではないのか
- ⇒ 真の長期の視点は、価値と価格の峻別を前提にしたものではないのか

オルタナティブの再構成

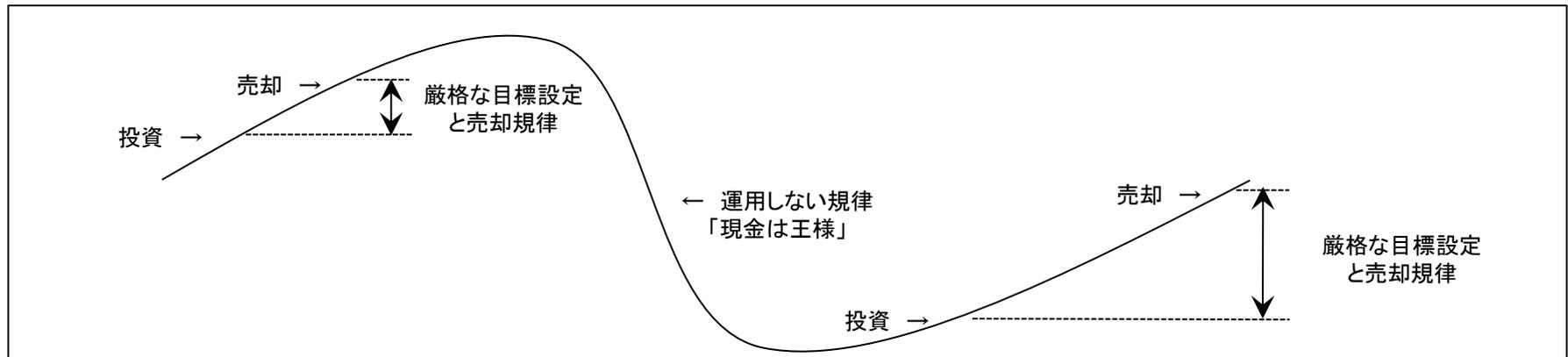


極めて大きな取引費用と機会費用

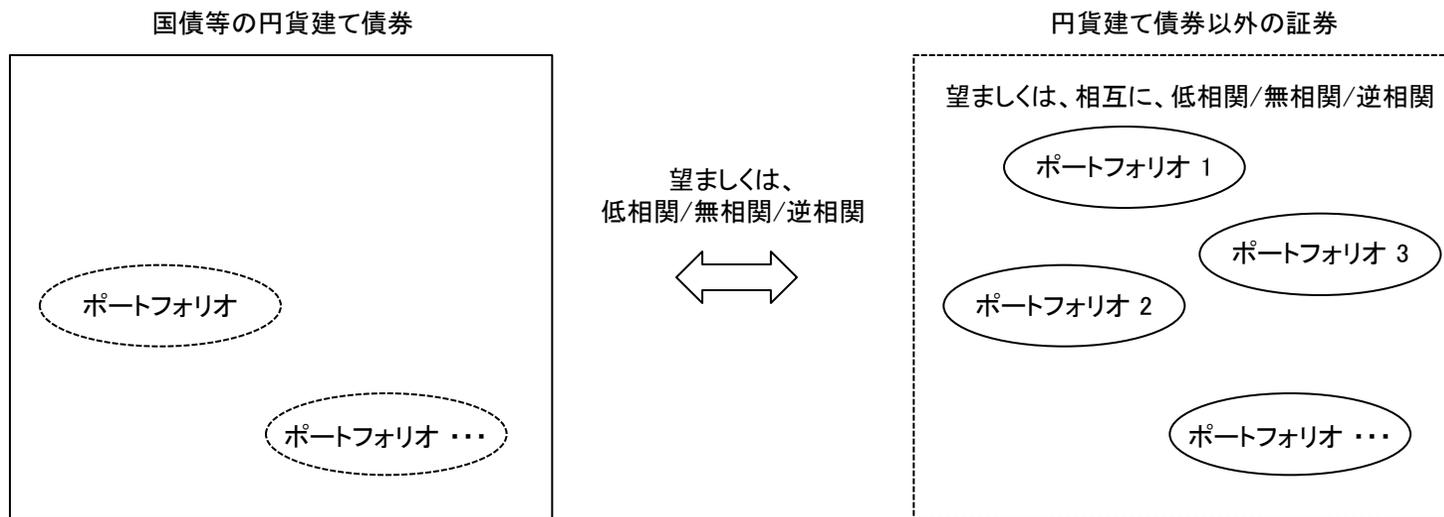
損失を積み重ねるだけの利益が出ない証券投資に陥りかねない危険性がある



下落時の売却規律は有効ではなく、投資した段階で事前設定された目標の達成に伴う売却規律を徹底するほかない (早く売りすぎる機会コストが一番安い)



リスク分散かリスク追加か



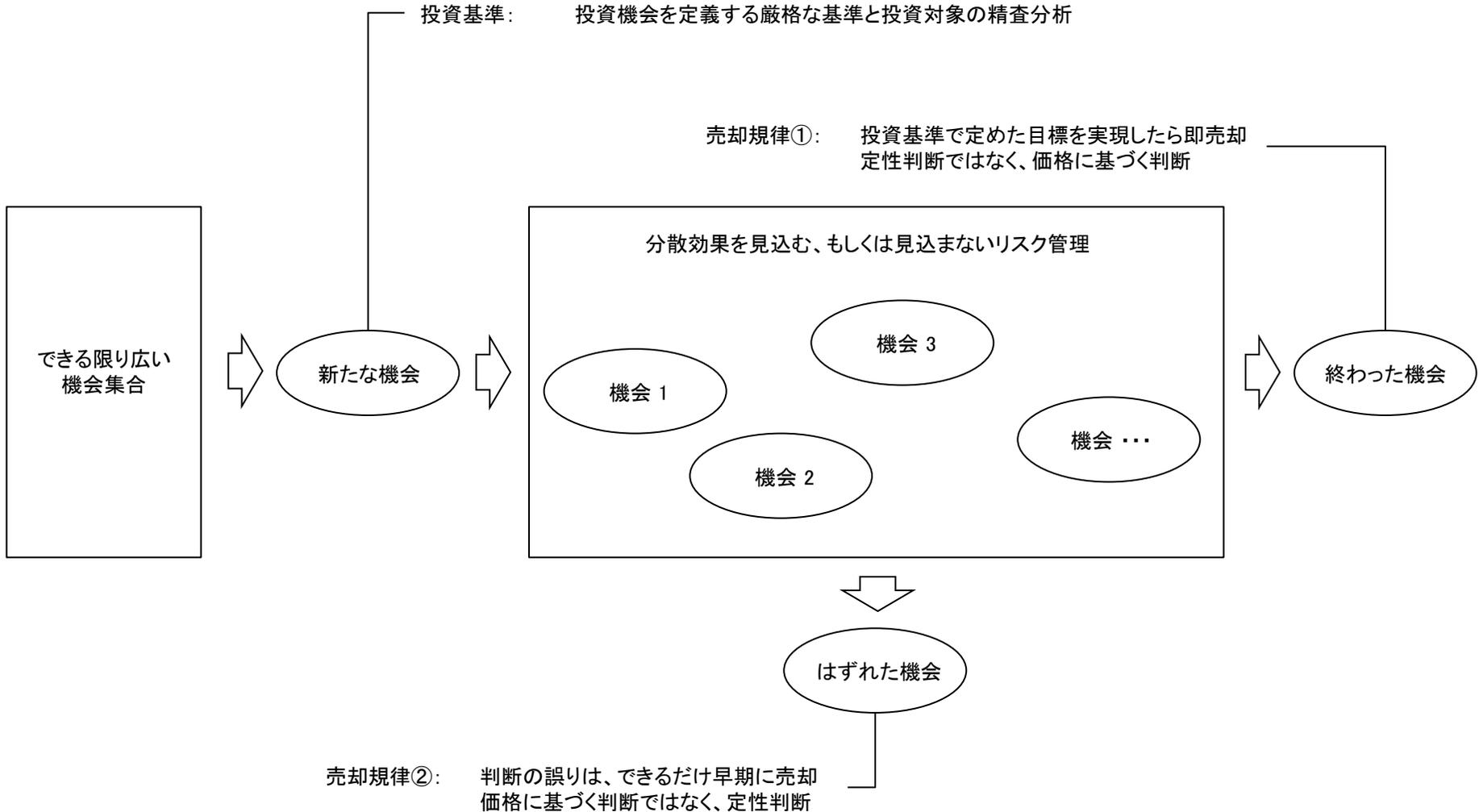
- リスク分散効果を積極的に狙う投資の考え方では、あるリスクをとることは、全体リスクの削減として正当化され得る

$$\text{証券のリスク総量} = \text{国債等の円貨建て債券のリスク} + \text{ポートフォリオ1のリスク} + \dots + \text{ポートフォリオ・・・のリスク} - \text{分散効果}$$

- リスク分散効果を想定しない保守主義(ストレスシナリオ)では、あるリスクをとることは、常に、リスクをとることとして認識される

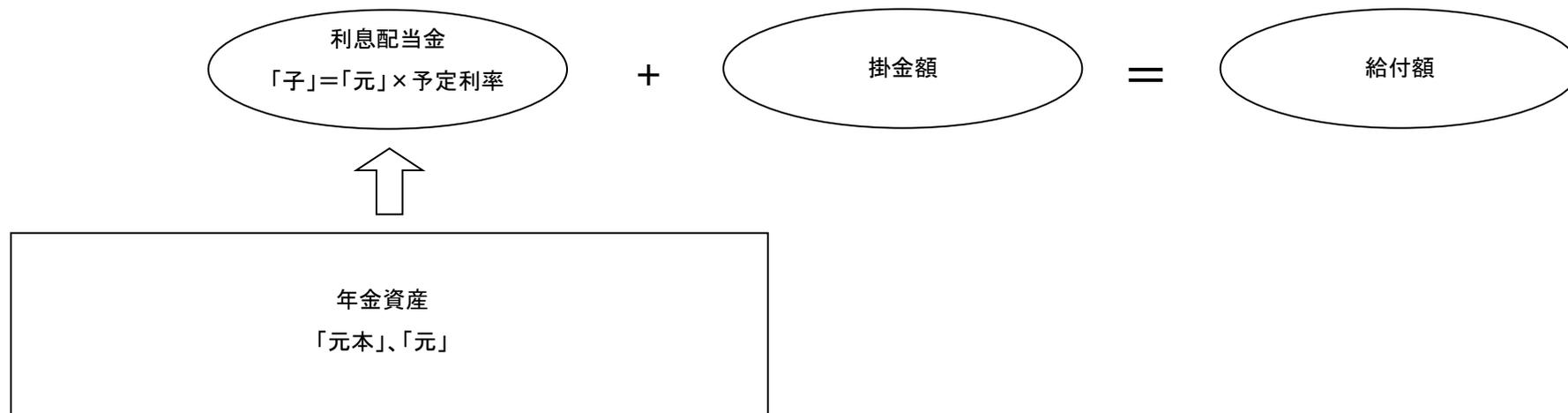
$$\text{証券のリスク総量} = \text{国債等の円貨建て債券のリスク} + \text{ポートフォリオ1のリスク} + \dots + \text{ポートフォリオ・・・のリスク}$$

投資機会の回転



年金財政の仕組みと資産運用の目的

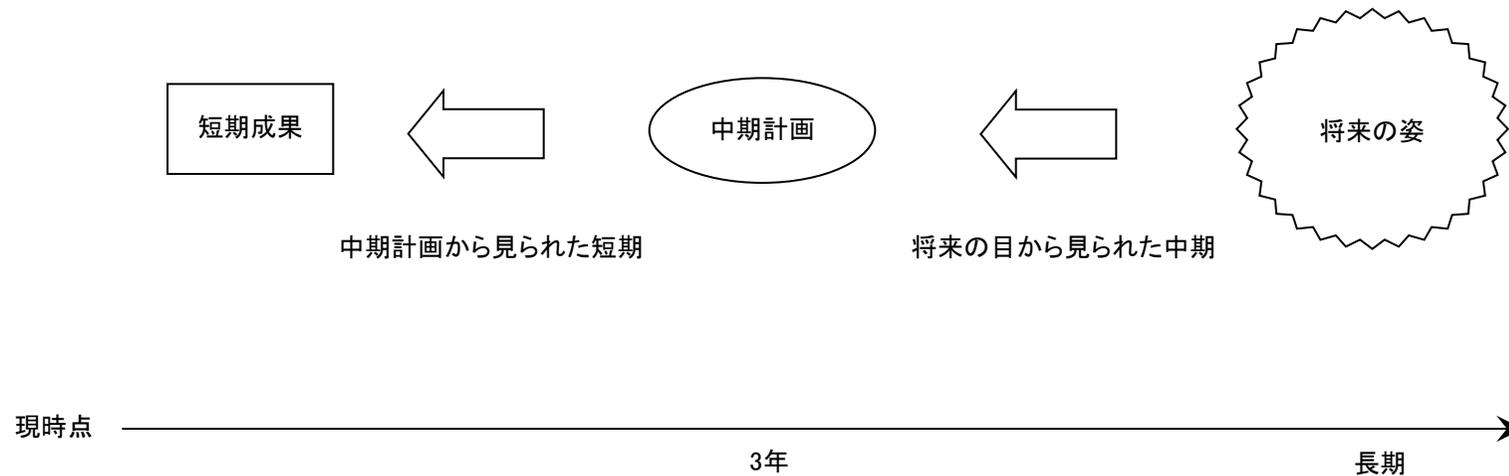
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



- ⇒ 積立不足がある状態のもとでは、構造的に予定利率を実現してすら、不足が拡大していく。その場合、当然に掛金による填補が前提なのだが、それが現実には容易でない中で、どこまで運用の努力による回復が可能なのか、
- ⇒ 給付支出が掛金収入を上回り始めたなかでは、現金としての運用収益の確保が重要になっているのではないか

長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と短期の評価

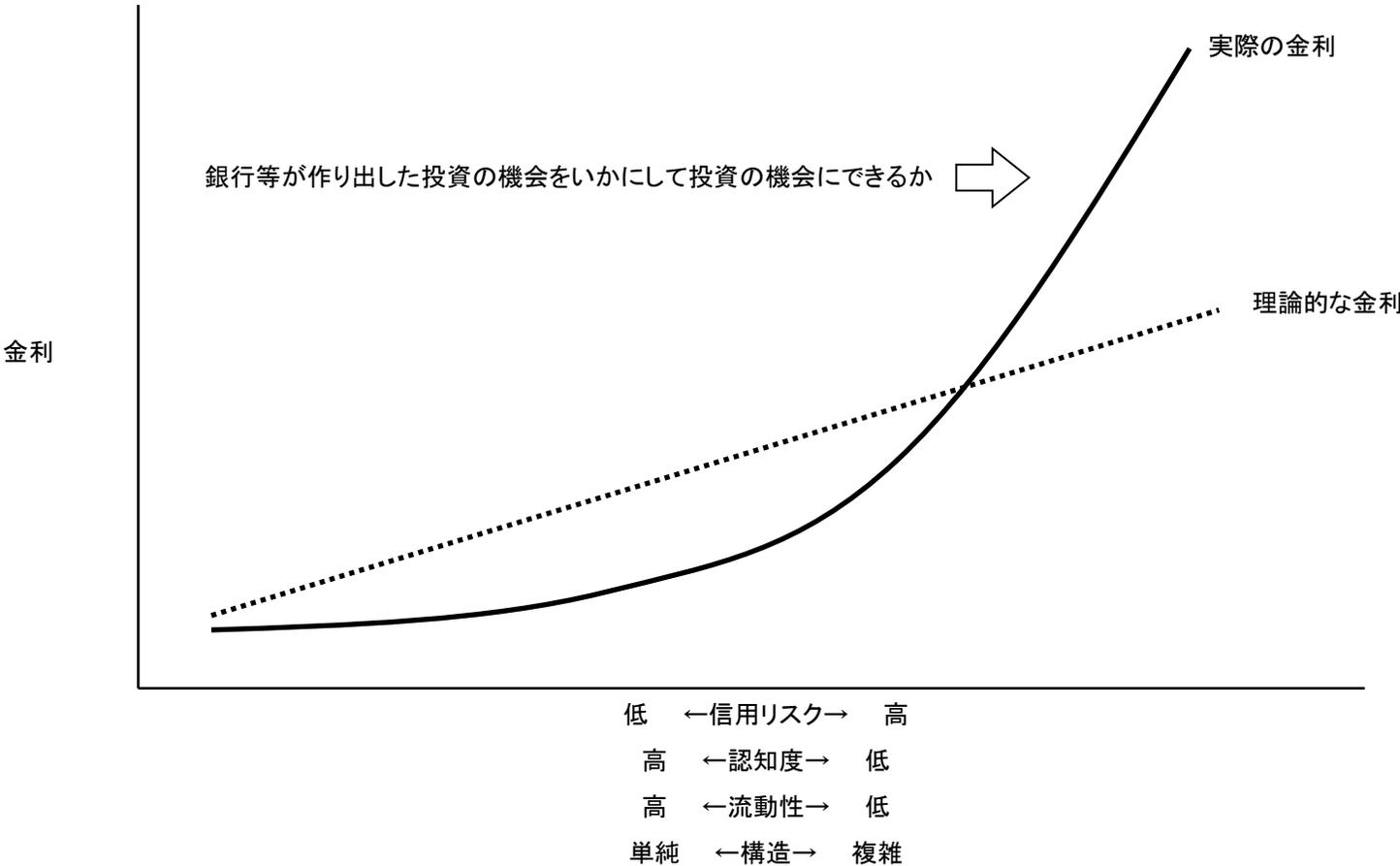
企業経営においては、3年という中期が、具体的計画を立てるときの一番長い時間です。一方で、企業の経営戦略は、3年よりもずっと長い時間軸で展開されています。つまり、長期的に設定された将来像のもとで、中期(3年)の計画管理があり、更に3か月、単年度という短い期間での評価と調整がなされているのです。年金基金の資産運用も、同様な時間軸で行われるべきでしょう。それこそが、真の長期の視点です。



- ⇒ 例えば、積立水準回復を10年で計画するとして、その間の掛金投入と運用の付加価値の配分を決め、運用目標を決め、それを実現できる戦略を定め、その中期における展開を具体的な計画に落とし、短期における計画進捗を測定し、必要ならば計画を見直していく、それが、常識的に考えて、年金基金の資産運用ではないのか
- ⇒ 将来の像は、年金基金が決めることではなく、母体企業が定めることではないのか
- ⇒ 一方、中期の計画は、年金基金が責任をもって定め、その執行を責任をもって管理していくのではないのか

銀行が作り出す不均衡と投資の機会

銀行等の金融機関は、資本規制上、融資先と投資先の選好に高度な制約を受けるため、資金需給の不均衡を作っていると思われる。この不均衡を均衡させてきたのが、年金等の長期投資家の投資行動である。



- 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。