

## 株式投資の哲学と戦略

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

2016.08.23



# 目次

• 概要(株式の意味)①	2
• 概要(株式の意味)②	3
• 概要(市場理論、株式の価値と価格)①	4
• 概要(市場理論、株式の価値と価格)②	5
• 概要(株式の投資戦略)①	6
• 概要(株式の投資戦略)②	7
• 概要(株式の投資戦略)③	8
• 株式投資に対する価値観の転換	9
• 事業価値と資本構成価値	10
• 株式と資本構成	11
• 株式投資の論理	12
• 配当と配当性向	13
• 配当の現在価値としての株式の価値	14
• 企業の清算価値と純資産	15
• 資本の運用効率	16
• 投資手法についての基本的な考え方	17
• バリューストック投資を考える際の基本的論点	18
• バリューストック投資の期待収益率	19
• 価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか	20
• 価格変化と需給不均衡の拡大効果	21
• 株式投資におけるバリューストックとカタリストの例	22
• 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	23
• 「グロース」と「バリューストック」	24
• グロースとバリューストックの投資機会	25
• 他人の基準がわかる冷静さ(客観性)	26
• 絶対評価と相対基準	27
• 議決権と企業統治	28
• 企業再編	29
• ESGの考え方	30

# 概要(株式の意味)①

## 株式の投資対象としての根源的意義の再検討

最初から株式へ投資することを前提にしたうえで、資産配分の問題として、その組入れ比率を上げるか、下げるか、という議論をすることに、どれだけの意味があるのでしょうか。必要なことは、株式への投資の意義を本質的に再検討することです。

## 本来の事業投資としての株式投資

株式という「紙」に投資しているわけではありません。株式を発行している企業の事業が生み出す事業キャッシュフローに投資しているのです。株式投資の根源は、事業投資です。投資対象としての株式の評価や銘柄選択が成り立つのは、その基礎になる事業の評価や選択が成り立つ限りにおいてです。

## 事業遂行のための資金調達

いかなる事業であれ、事業を遂行するためには、資金が必要です。企業とは、資金調達のための装置であり、企業統治とは、資金を供給するものに対する責務の履行を確かならしめる仕組みです。

## 債務の負担による資金調達

資金調達の手法は、借入による債務の負担が代表例ですが、債務には、定期的な利息の支払いと、期限での弁済が伴うので、元利金支払い原資としての事業キャッシュフローが安定していることが前提になります。

## 長期的な資金調達の手段としての株式

株式の発行は、企業に固有の特殊な資金調達手段です。株式には、定期的な利息の支払いや期限における弁済がないが故に、時間に拘束されない、という利点があります。それだけ、企業は、手取り資金を使って、企業の成長の基盤を築くための長期的な視点に立った設備投資等ができるのです。

## 資本構成

資金調達の方法は、負債調達と株式による調達、その中間に、いわゆるメザニン(債務に株式的性格を付与したもの)があって、企業の貸借対照表の右側に、短期負債を最上位にし、株式を最下位にして、記載されています。この貸借対照表の右側の構成を、資本構成といいます。

## 企業統治と資本構成の意味

資本構成は、貸借対照表の左側に記載されている資産の構成に対応しています。事業の遂行には、事業に必要な資産の保有が不可欠です。企業統治とは、資産の保有を、事業の遂行にとって、必要不可欠の最低限のものに制限し、その資産を保有するための資金の調達について、最適な資本構成を維持することを、経営の責任において、確実ならしめることです。

## 概要(株式の意味)②

### 資本構成の最下位としての株式

資本構成とは、本源的に創出された事業キャッシュフローの分配に関する権利の優先劣後関係です。最上位が負債であり、最下位が株式です。つまり、株式とは、資金供給者、即ち投資家の権利の保護が一番小さな投資対象なのです。そのような株式に、なぜ投資できるのでしょうか。

### 株主の権利

株主の権利は、たかだか、①配当を受け取る権利、②議決権、③残余財産分配権、の三つしかありません。そのうち、事業キャッシュフローに参画する権利としての株式の経済的価値は、将来にわたる配当を受け取る権利に帰着します。

### 本源的投資価値としての配当

株式を所有することの本来的な意味は、将来にわたる配当を受け取る権利を手に入れることです。株価の上昇があり得るとしたら、それは、将来の配当の期待値が上昇することの結果です。

### 配当性向と内部留保の効率的再投資

企業経営にとって、今の利益の適正な部分を株主に配当することと同時に、将来の配当余力を大きくするために、即ち成長のために、内部留保した利益を効率的に再投資することが、課題なのです。成長とは、株主の立場からいえば、配当の成長のことです。

### 内部留保と資本の毀損の可能性

企業の本質として、成長志向があります。しかし、成長のための内部留保は、配当性向を下げるだけでなく、留保資本の投資の非効率や失敗によって、資本を毀損する可能性を伴います。ここに、企業の経営責任の究極の姿があります。この点に関する経営への信頼がなければ、その企業の株式には投資できません。

### 事業キャッシュフローの源泉の厳選としての銘柄選択

事業投資という深みでの株式投資、つまり徹底した事業分析を行うという前提の投資では、そもそも、多数の銘柄を投資対象にできるはずもありません。対象に求められる厳格な条件が充足されない限り投資はあり得ず、厳格な条件を満たしたとき、満たした銘柄のみが、投資対象であり得るのです。

### 事業キャッシュフロー源泉に基づく分類と伝統的な表面的な分類

グローバル企業は、事業キャッシュフローの源泉が世界中に散らばっているという意味で、国籍がありません。理論的には、株式の分類は、上場地や業種や時価総額規模の問題ではなく、事業キャッシュフローの源泉の仕組みの特性によるべきです。

# 概要(市場理論、株式の価値と価格)①

## 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。

## 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。

## 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、取引費用、情報伝達の速度、取引に要する時間、情報の非対称性などにより、本源的価値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、一時的な(ただし、その期間は長くなり得る)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。

## 企業価値

事業の本源的収益は、事業キャッシュフローです。故に、事業の価値は、事業キャッシュフローの現在価値として算定されるものです。企業価値は、企業が営む全ての事業の価値の合計です。

## 株式価値

株式の本源的収益は、配当です。故に、株式の価値は、無限の将来にわたる配当の現在価値です。株式価値が変動するのは、将来配当の期待値が変動するからです。

## 概要(市場理論、株式の価値と価格)②

### 企業価値と株式価値

企業価値は、企業が保有する資産を稼働させて生み出した事業キャッシュフローの現在価値であり、理論的に、資本構成の全体が生み出すキャッシュフローの現在価値と一致します(貸借対照表の原理)。企業価値を一定としても、資本構成の仕組みを変えることで、株式価値は変動します。

### 最適資本構成と株式価値

最適資本構成とは、一般に、一定の企業価値のもとで、株式価値が最大化するような資本構成です。いうまでもなく、負債比率を上昇させれば、表面的には、株式価値が上昇しますが、同時に、事業キャッシュフローの一時的減少による破綻確率を高めることで、株式価値を低下させる可能性があります。故に、企業統治において、最適な負債比率の維持が求められるのです。

### 株式の価値と価格

株式の価値は変動します。同時に、価値の変動と関係なく、価格は変動します。市場理論の問題として、株式の価格は、株式の価値の周辺で、価値に向かいつつも、常時、価値とは不一致に動きます。

### 価値変動とリスク、価格変動とボラティリティ

株式の価値の毀損が真のリスクです。価値の周辺で、価格は変動します。価格変動の振幅のことをボラティリティといいます。株式投資で真に問題としなければならないことは、価値の毀損としてのリスク、即ち、真の損失の可能性です。単なる価格の下落は、真の損失ではありません。

# 概要(株式の投資戦略)①

## 投資家の主体的関与があって始めて市場の効率性が保証される

株式の価値判断に基づき、良いものを買ひ、悪いものを売る、という投資家の積極的関与(真のアクティブ運用です)があってこそ、市場の効率性が保証されます。その限りでのみ、労せずして効率的に分散された投資を実現するというインデックス運用が意味をもつのです。まともなアクティブ運用が機能しないとき、インデックス運用は意味をもちません。

## 株式の価値の絶対値は、投資の期待収益率と無関係

株式の価値の高い低いは、その株式に投資したときの期待収益とは、関係がありません。理論的に、株式の価値と価格が一致する限り、また、価値が変化しない限り、投資時の価値(=価格)とは無関係に、全ての株式の期待収益率は等しくなります。なぜなら、価値の高いものは、価格も高いからです。

## 投資判断の第一は、価値の変化率

価値が上昇すれば、価格も上昇します。価値の上昇率の高い企業の株式の価値は、相対的に、より高く上昇するので、相対的に、より高い投資収益率になります。

## 投資判断の第二は、価値と価格の差

価値よりも低い(高い)価格で投資すれば、価格が価値に接近する過程で、相対的に、より高い(低い)投資収益率になります。

## 投資の世界の特殊な用語としてのバリュウ

一般用語としてのバリュウは、価値のことです。しかし、投資の世界では、バリュウ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ウと呼ばれます。バリュウに対応する日本語は割安です。

## バリュウ投資

仮に適正価格で資産を取得しても、いいかえればバリュウのない(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。バリュウ投資とは、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。

## バリュウ判断

価格の下落は、バリュウではありません。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。バリュウは、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、ここにバリュウ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

バリュウの原因を、一般論として、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、バリュウ運用の基本です。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。

## 概要(株式の投資戦略)②

### 保守的運用としてのバリュートラップ

バリュートラップは、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、バリュートラップのあるときにのみ投資し、バリュートラップが解消(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、安全性の厚みです。価格が価値を下回る部分、即ち、バリュートラップ部分が、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、バリュートラップ投資は、保守的な投資といえます。

### バリュートラップの解消

バリュートラップ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、自律的なバリュートラップ解消を待つだけでなく、バリュートラップ解消の時間を短くするような要因を求め、積極的にバリュートラップ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。

### カタリスト

カタリストは、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(あるいは相対の上昇)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」ということがあります。バリュートラップがあるには違いないが、そのバリュートラップ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ます。このように、バリュートラップのままに放置されることを、バリュートラップ、即ち、バリュートラップの「罠」といいます。解消しないバリュートラップは、出口が来ないという意味で、まさに、罠であるわけです。

### バリュートラップ解消の道筋とカタリスト

バリュートラップが生まれる原因を徹底的に考えることから、バリュートラップ解消の道筋が見えてきます。要は、バリュートラップになった原因を逆転させれば、バリュートラップは解消するであろうと考えるのが、一番素直だからです。バリュートラップ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(成長)といいます。グロースを追求する運用は、バリュートラップ運用と対をなすものです。しかし、バリュートラップもグロースも、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、バリュートラップの保守主義、グロースの積極主義、この差だけです。

### グロースにおける保守主義

価値の高いものが、より価値が高くなることは、非常に難しいことですが、価値の高いものが、価値が低下したとき、価格の下落は、大きくなります。逆に、価値の低いものへ投資することは、経営改革によって、価値が上昇する余地が大きくなるだけでなく、一般に、価値の低さにより、バリュートラップになっている可能性が高く、より保守的な投資となります。



# 概要(株式の投資戦略)③

## 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。

## 配当重視の投資戦略

割安のままでは、何がいけないのでしょうか。割安なものは配当利回りが高い場合が多いでしょうし、下値硬直性も高いでしょう。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でしょうか。割安の解消、即ち価格の相対的上昇は、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はずです。

## 成長しない企業の株式の意味と非公開化

理論的に、成長しない企業の株式の配当利回りは、社債金利を上回った状態で安定します。資本構成の下へいくほど、金利が高くなる理屈だからですし、配当性向が非常に高くなるはずだからです。しかし、そのような企業に上場の意味はないのです。非公開化もしくは被買収によって、市場から消えていくべきです。成長なきところ株式投資なし、です。

## 振幅が作り出す投資機会

株式投資の王道は、価値への投資です。しかし、株価の振幅そのものも、投資機会になり得ます。いわゆるヘッジファンド的な戦略の有効性、現金保有を認める運用など、自由な投資手法も検討しなくてはなりません。

## 事業内容と資本構成に及ぶ株主の主体的な関与

良い事業をもつ企業は、良い企業です。良い企業は、適切な時期に適切な経営革新を行うことで、事業価値が企業価値に現れてくるような変革や、事業価値を一層高めるような変革を行うはずで、企業の変革を促すような強い主張をもった投資、社会変革の視点に立脚した投資は、そのような自己変革に対して、建設的な助言として機能する、まさに変革の触媒(カタリスト)として機能するのではないのでしょうか。

## 買えないものに値段はない

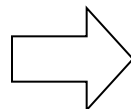
「被買収」の意味を徹底的に考え直さなければなりません。価値があるから手に入れたいのです。価値がないものは、いかに割安でも買収されない(そもそも、悪かろう、安かろうで、割安とはいわない)。割高でも買収されるような状況こそが、真の買収です。しかし、買収できない企業の株価には、値は付かないかもしれません。買えるものだけが投資対象です。

## ESG(環境配慮、社会性、企業統治)の思想

環境負荷の高い企業経営、社会的費用の高い企業経営、創業家の支配的経営などは、何らかの社会的価値観の転換による、企業価値評価の変動にさらされています。ESGは、社会の価値の転換による企業価値評価の変動の可能性(リスク)を明らかにした上で、投資判断を行うものです。

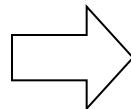
# 株式投資に対する価値観の転換

市場の中の個別企業  
市場指数(平均)を基準とする考え方



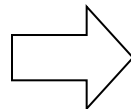
個別企業の集合としての市場  
徹底した銘柄分析と厳選

グローバル経済の中の企業  
成長を求めてエマージング市場へ



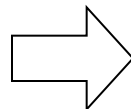
企業の中のグローバル経済  
エマージング経済の成長から恩恵を受ける企業

事業(企業)価値よりも株式価値  
株価は上がるべきという通念



株価上昇よりも事業(企業)価値上昇  
配当を中心とした収益の量と質(安定性)

市場原理  
資本市場に依存した資金調達

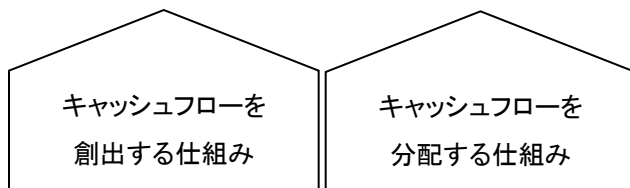


市場原理に替わる価値  
代替的資金調達の拡大

# 事業価値と資本構成価値

企業の貸借対照表

資産構成	資本構成
事業資産	優先部分 (債権、社債)
	(メザニン)
	劣後部分 (株式)



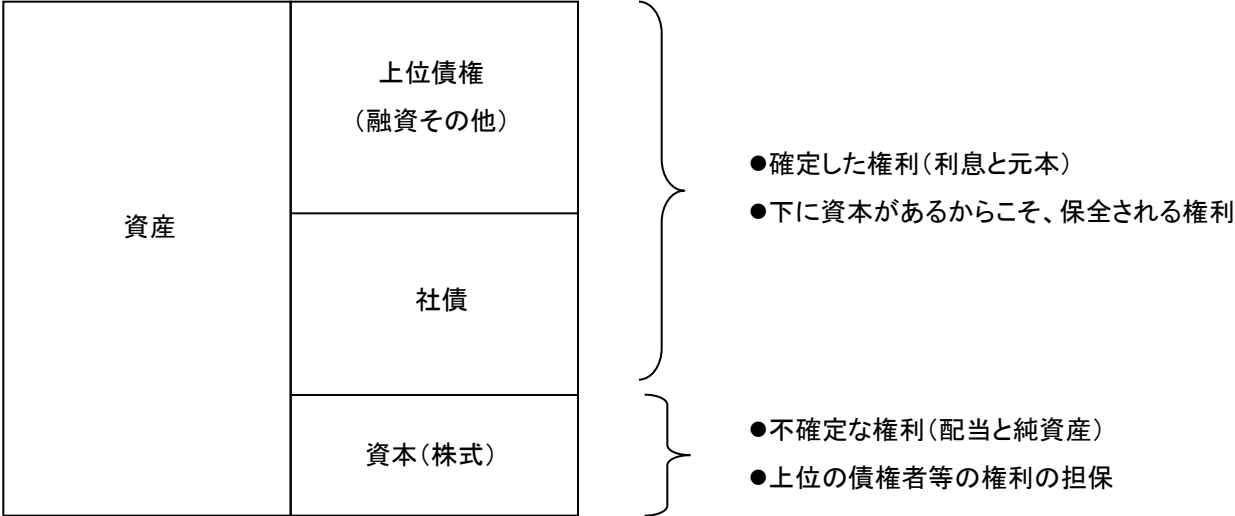
## 論理的な帰結

- ⇒ 事業価値は資産構成で規定される
  - ⇒ 事業価値の改善は、資産構成を変化させ、結果的に、資本構成を変化させる
  - ⇒ 資産構成価値(事業価値)の総計は資本構成価値の総計に等しい
  - ⇒ 資本構成を操作することによっては、事業価値の改善はなし得ない
  - ⇒ 事業価値を大きく変えることなく、資産構成を変化できる(資産流動化=アセットファイナンスの可能性)
- ⇒ 資本構成の総体の価値が変動しなくても、構成の変動は、各要素の価値を変動させる
  - ⇒ 債務を増やせば、資本効率は上昇するが、財務不安定性が増す(債務の効果と弊害)
  - ⇒ 債務を減らせば、資本効率は低下するが、財務安定性は増す
  - ⇒ 理論的には、財務安定性を調整した後の株式の収益率は、同じになるのではないか(理論的に、総計が変わらないのだから)
  - ⇒ 保守的な株式投資の見地からは、債務比率の高い企業は危険ではないのか。逆に、株式投資の立場からみたとき、企業の大きな債務負担を正当化する条件とは何か

# 株式と資本構成

- ⇒ 企業は、事業に必要な運転資金・在庫・設備などの資産の保有を、債務や資本を通じて資金調達することで行っている。この資産と債務・資本の均衡を示すものが、企業の貸借対照表である。
- ⇒ 貸借対照表の右側、即ち、債務・資本の構成を、資本構成(キャピタルストラクチャ)という。
- ⇒ 株式は、キャピタルストラクチャの最下位に位置する。最下位に位置するということは、株主の権利は、債権者や社債保有者の権利に劣後するということである。株式に投資価値があるとすれば、この地位の劣後を補って余りある魅力がなければならない。
- ⇒ 株主の権利は、①配当を受け取る権利、②清算時の残余財産の配分を受ける権利、③議決権、だけである。

企業の貸借対照表



キャッシュフロー分配の地位の選択  
(資本構成選択)

最下位(最劣後)の株式に、投資できる条件を徹底的に保守的に検討する  
上位の債務の重みに潰されたり、債権者の権利に左右されたりしない銘柄の選択

キャッシュフロー源泉の選択  
(事業選択)

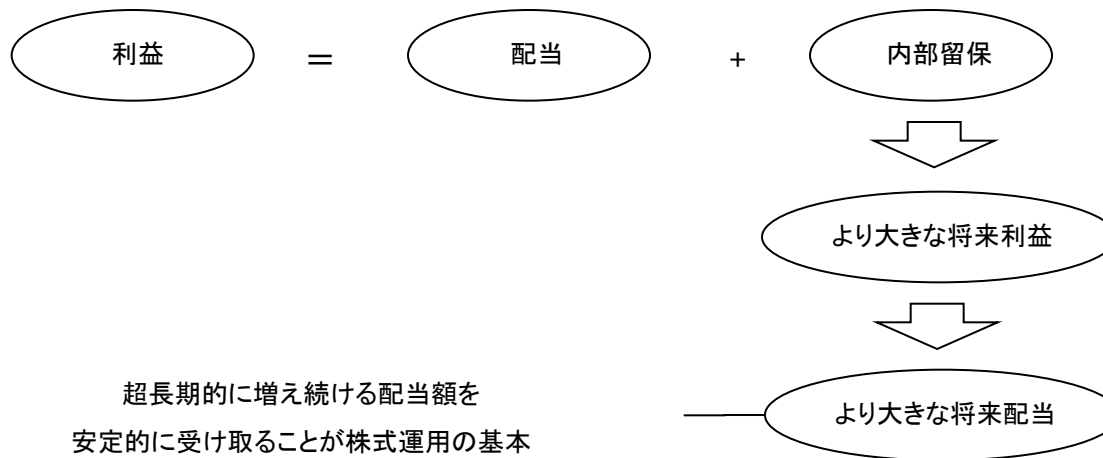
源泉を厳選する  
源泉を分散する

キャッシュフロー源泉と配分への関与  
(事業改善、資本構成改善)

友好的な株主として、経営へ助言する  
経営者と共同して、事業キャッシュフローの質と量を高める努力をする

# 配当と配当性向

- ⇒ 株主に帰属する利益は配当される。この配当が、株式投資の本質的収益源泉である。
- ⇒ 経営者は、経営裁量により、利益額のうちから配当に振り向ける額を決めることができる。この利益額に対する配当額の比率を、配当性向（ペイアウト率）という。
- ⇒ 配当されないで留保された額は、翌期以降の企業の投資活動に振り向けられる。この留保額を内部留保という。利益額＝配当額+内部留保額である。
- ⇒ 一般に、成熟して将来成長力が相対的に低下した企業では、配当性向は上がるはずである。逆に、成長途上で、旺盛な資金需要がある企業では、内部留保を厚くすべきであろう。実際、成長企業では、配当を払わない例も多い。
- ⇒ 内部留保の正当性は、事業への再投資の効率に依存する。内部留保を効率的に投資活用できないならば、もっと明瞭に言えば、将来利益の増大（即ち、より大きな配当期待）につながらないならば、配当性向を高めるべきだということになる。



# 配当の現在価値としての株式の価値

- ⇒ 継続企業として考えるならば、企業の株主に対する責任は、超長期的に配当を増やし続けることである。
- ⇒ 内部留保の目的は、効率的再投資を通じて利益を増やすこと、そして最終的には、配当を高めることに帰着するはずである。
- ⇒ したがって、理論的には、株式の価値は、将来配当の無限流列の現在価値になるはずである。この考え方を、配当割引モデル(DDM)という。
- ⇒ いま、配当性向を将来にわたって一定とすると、株式に投資することの期待収益率は、現在の配当利回りと配当の伸率の合計値になる。このとき、配当の伸率は、将来利益の伸率と同じである。一方、利益の伸率は、内部留保された金額の企業内部における再投資収益率に、内部留保率をかけたものである。

$$\begin{aligned} \text{株式の期待収益率} &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の配当の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の利益の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times \text{内部留保率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{現在株価} &= \frac{\text{現在配当額}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})} \\ &= \frac{\text{現在利益} \times \text{配当性向}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})} \end{aligned}$$

# 企業の清算価値と純資産

- ⇒ 理論的には、ある企業の株式の時価総額は、その企業の純資産(資本勘定)以上でなければならない。純資産は清算価値でもあるので、企業の時価総額は、理論的には、継続企業基準では、純資産を上回り、非継続(清算)となっても、純資産を下回り得ないということである。
- ⇒ 時価総額を純資産で除した値を、純資産倍率(PBR)というが、通常は、PBRは1以上であるはずである。
- ⇒ しかし、現実には、PBR1以下の銘柄は、少なからず存在する。これが、割安な状態なのかは、重要な投資判断である(割安性指標)。一方、PBRが1を大きく越えるということは、継続企業としての成長期待を反映しているとみられる(成長性指標)。

企業の貸借対照表





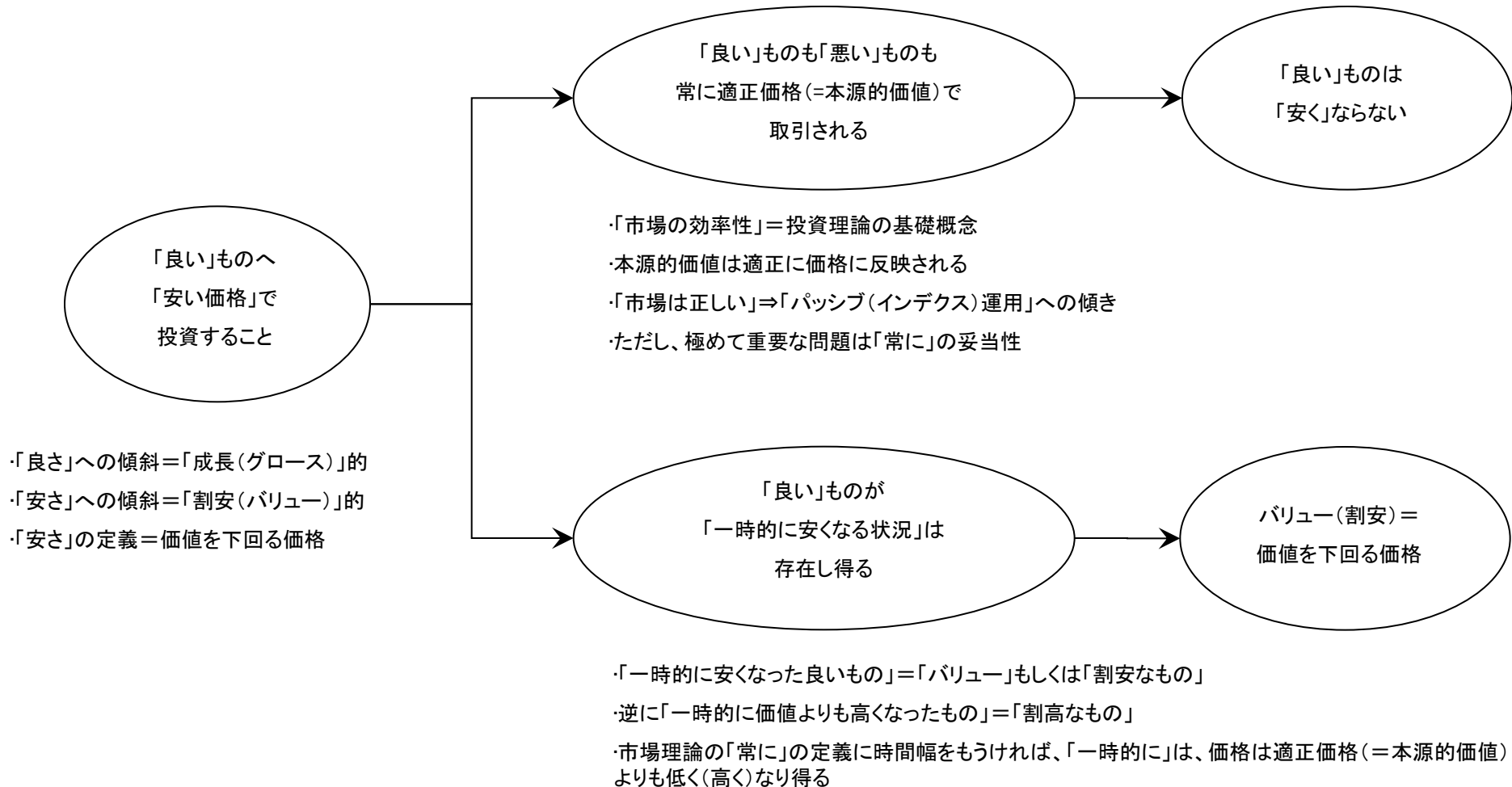
# 資本の運用効率

- ⇒ 株式の投資価値を規定するのは、企業が資本を事業投資するときの効率性である。効率性の代表的指標は、利益を時価総額で除した益利回り、あるいは、その逆数の株価収益率 (PER)、および利益概念を EBITDA などにした指標、時価総額に換えて純資産を用いるものなど、いろいろある。利益を純資産で除した自己資本利益率 (ROE) も、代表的指標。
- ⇒ 資本の運用効率を規定するのは、総資産全体の利益率である。総資産全体の運用効率の代表的指標は、利益を総資産で除した総資産利益率 (ROA) である。

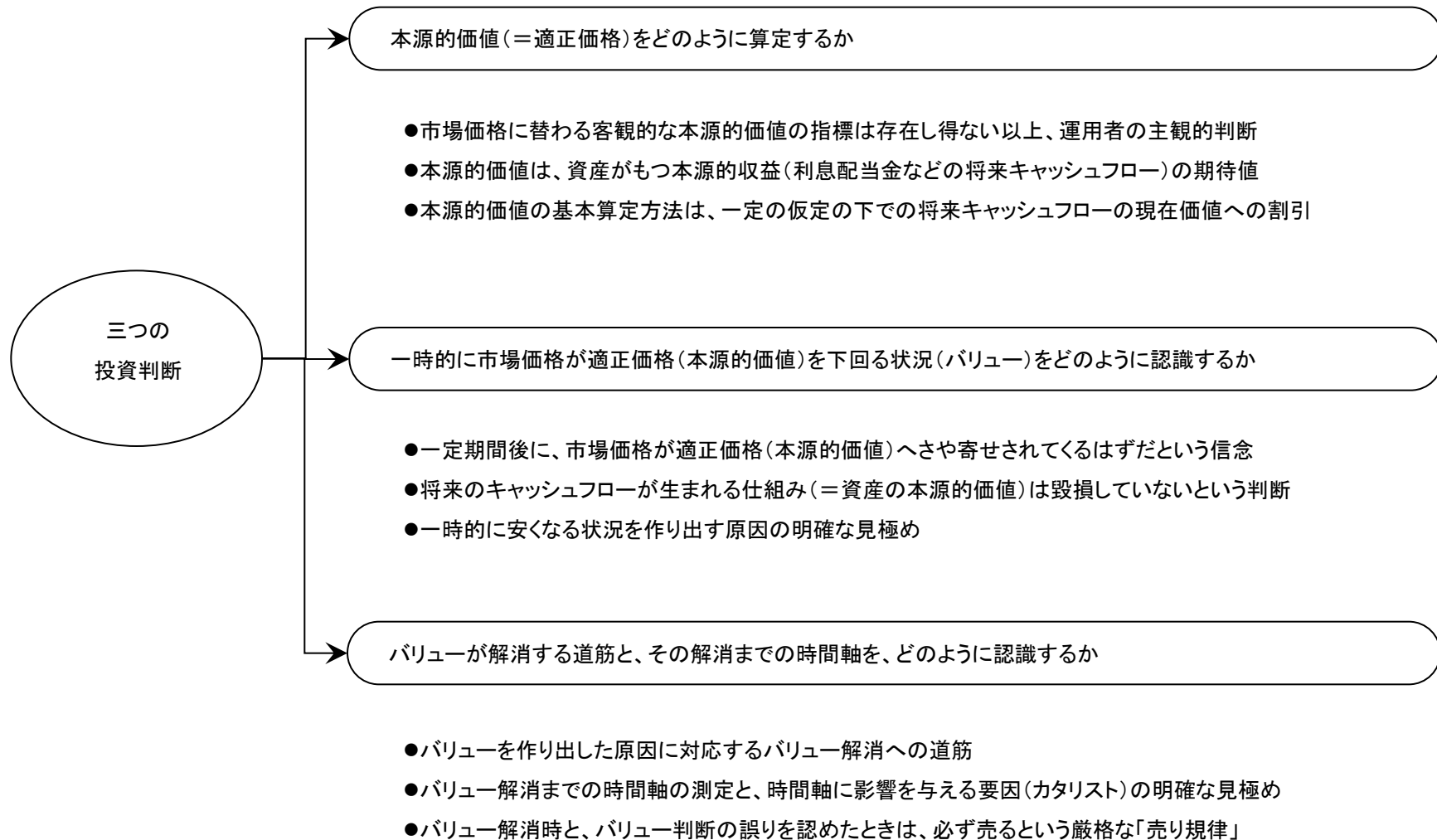
総資産利益率 (ROA)

$$\begin{aligned} \text{自己資本利益率 (ROE)} &= \frac{\text{利益}}{\text{自己資本 (純資産)}} = \frac{\text{利益}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本 (純資産)}} \\ &= \frac{\text{利益}}{\text{売上げ}} \times \frac{\text{売上げ}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本 (純資産)}} \\ &\quad \text{売上高利益率} \qquad \text{総資産回転率} \qquad \text{自己資本比率 (逆数)} \end{aligned}$$

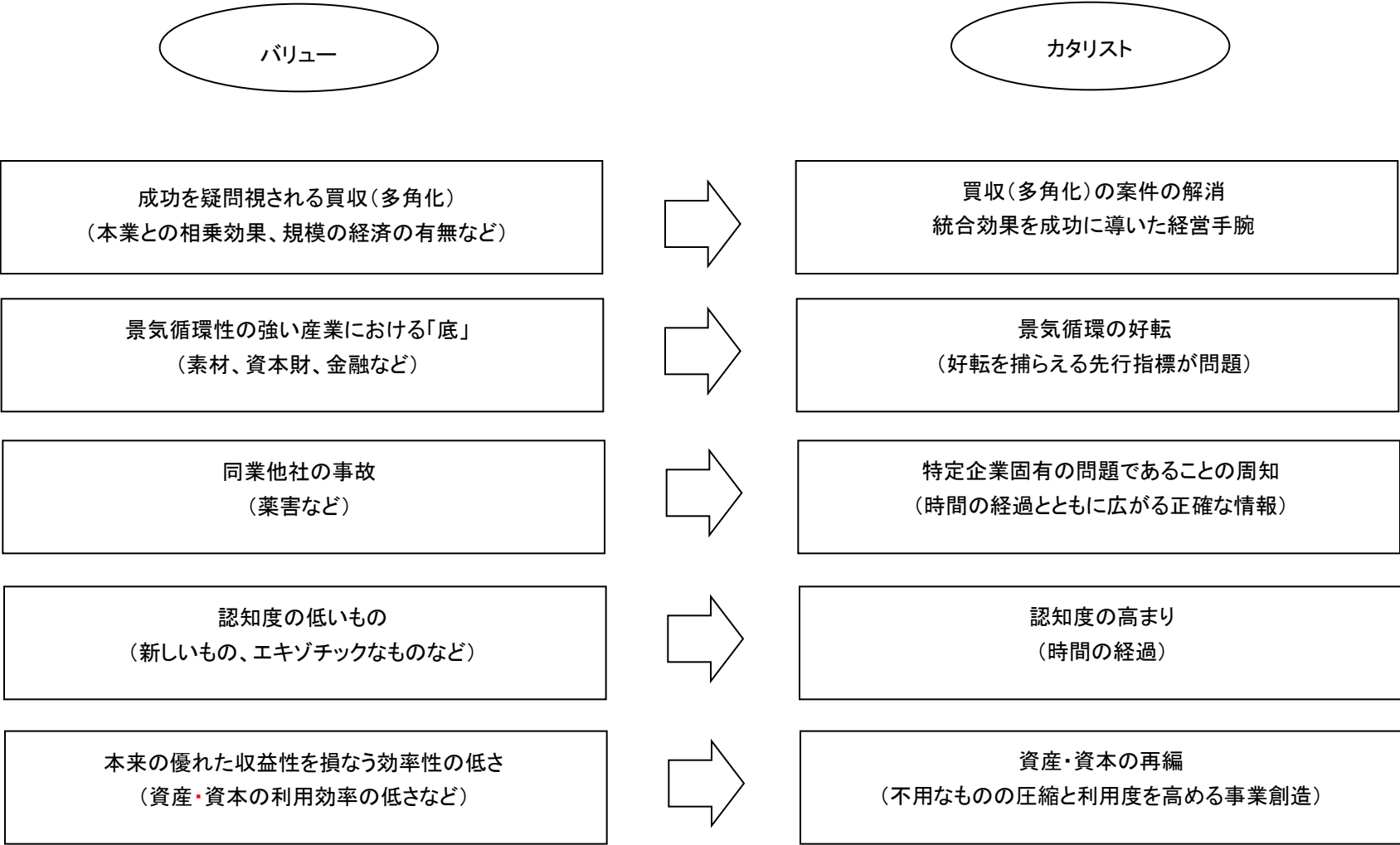
# 投資手法についての基本的な考え方



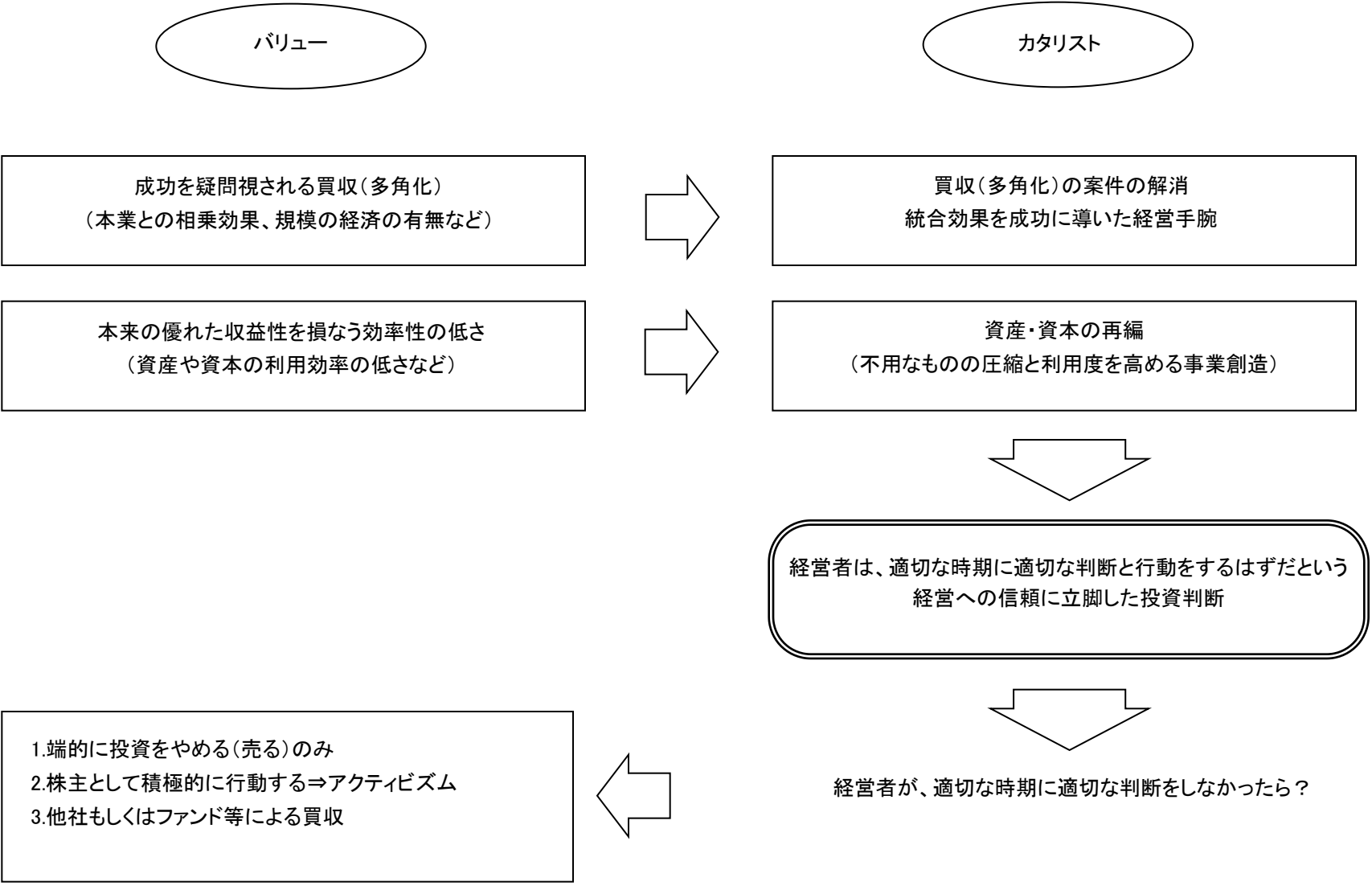
# バリュート投資を考える際の基本的論点



# 株式投資におけるバリューとカタリストの例



# 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

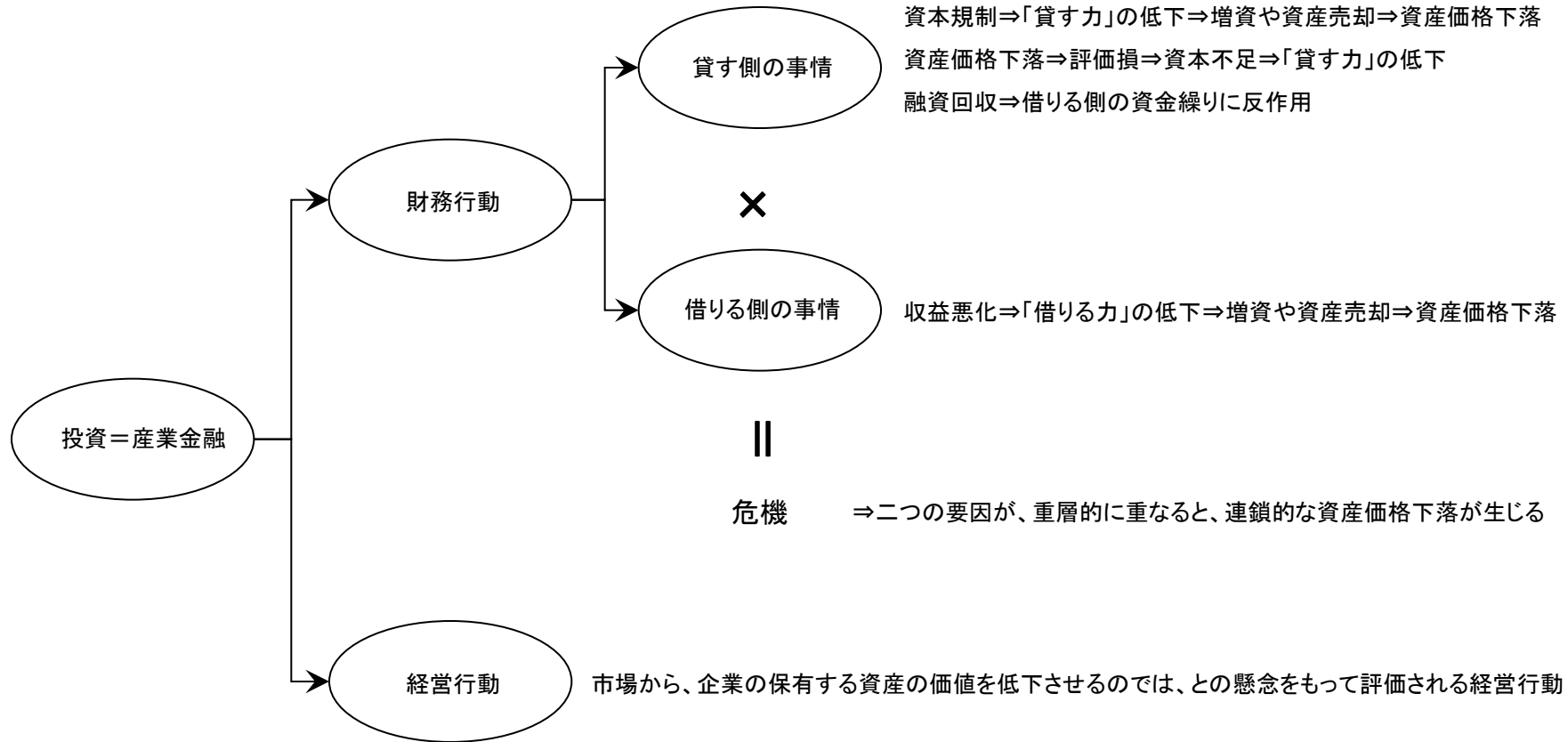


# バリュート投資の期待収益率

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

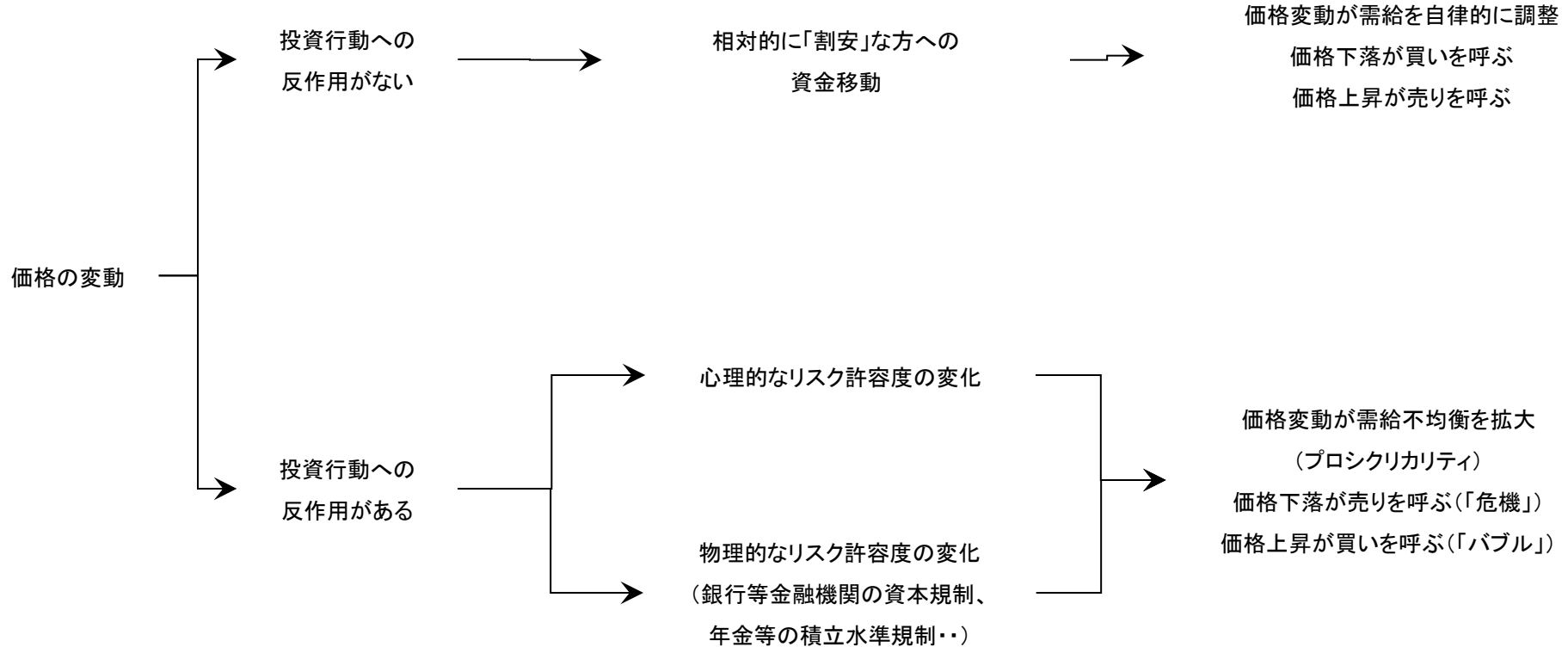
- ⇒ 本源的価値(適正価格)と市場価格の差(=バリュート)が大きいほど、期待収益率は高い
- ⇒ バリュート解消までの時間が短いほど、期待収益率は高いので、カタリストが重要になる

# 価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか



# 価格変化と需給不均衡の拡大効果

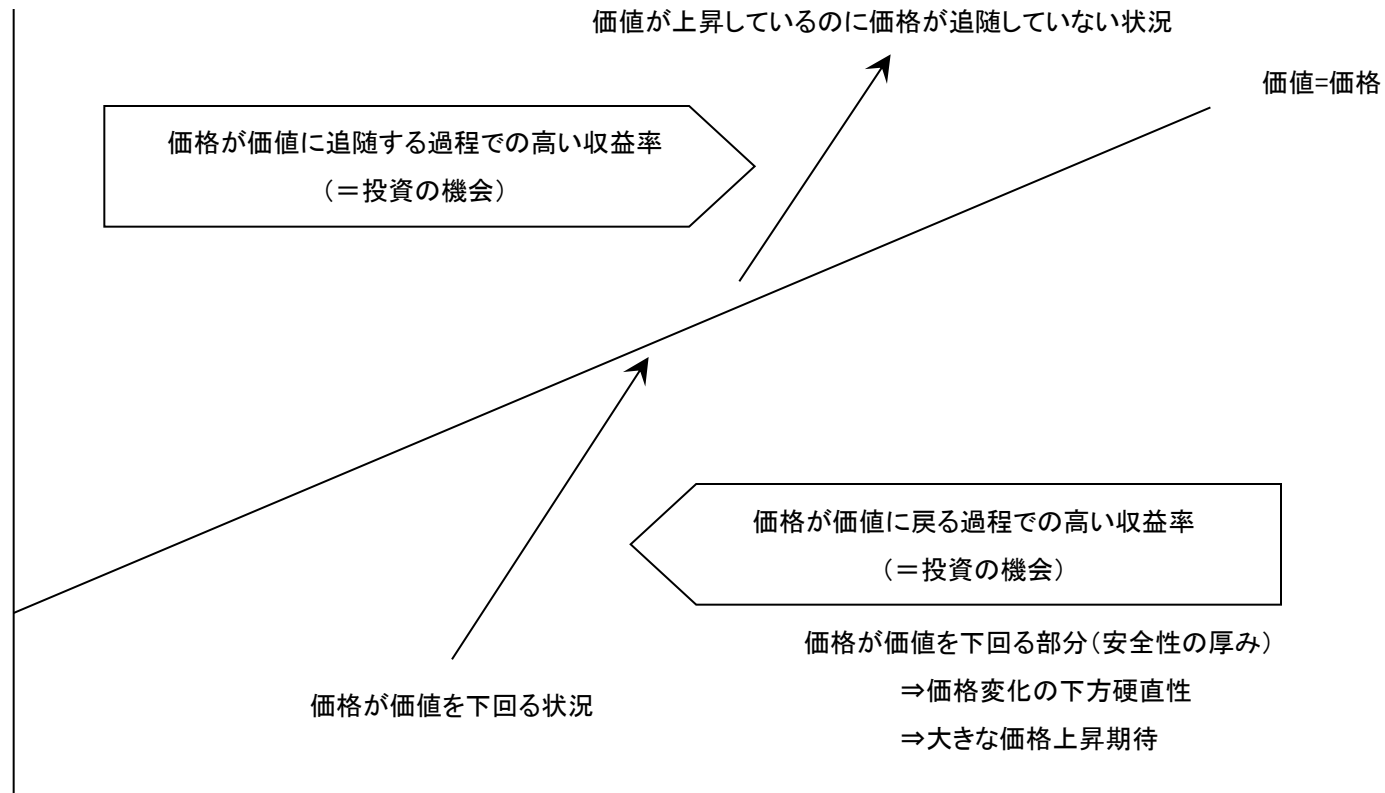
価格の絶対値ではなくて、価格の変化率が、価格形成の重要な役割を演じている ⇒ 価格理論(価格による需給調整)が機能しない





# 「グロース」と「バリュー」

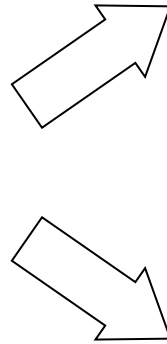
- ⇒ 事業価値が上昇すれば、その他の要因が同じならば、株価は上がるはずである。このような企業に投資していかうとする考え方を成長株運用(グロース)という。
- ⇒ 株価は、しばしば、株式の理論価値を下回る。このとき、株価は理論価値へ収束していくと考えるのが、割安株運用(バリュー)である。



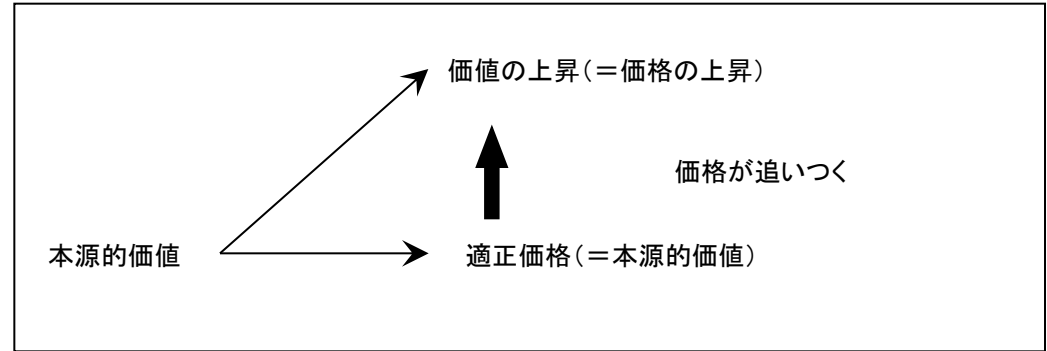
# グロースとバリューの投資機会

市場の均衡と効率性、  
あるいは、市場原理の「正しさ」

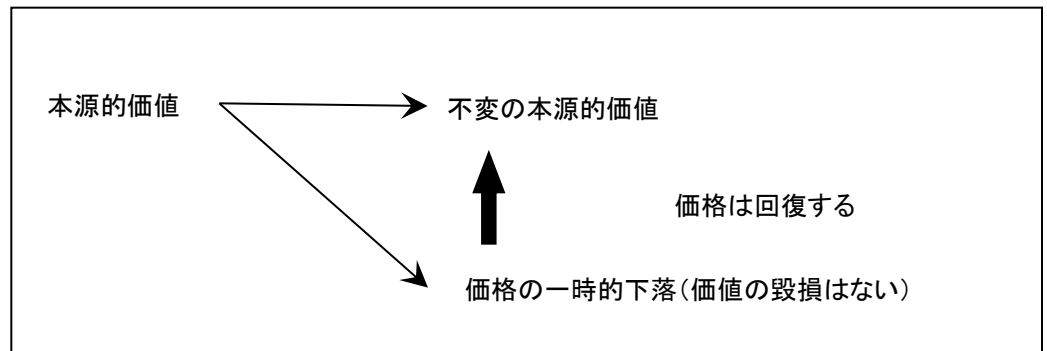
本源的価値 = 価格



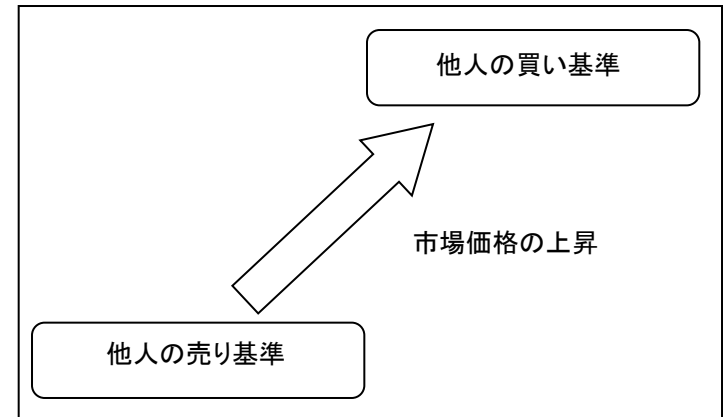
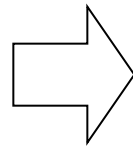
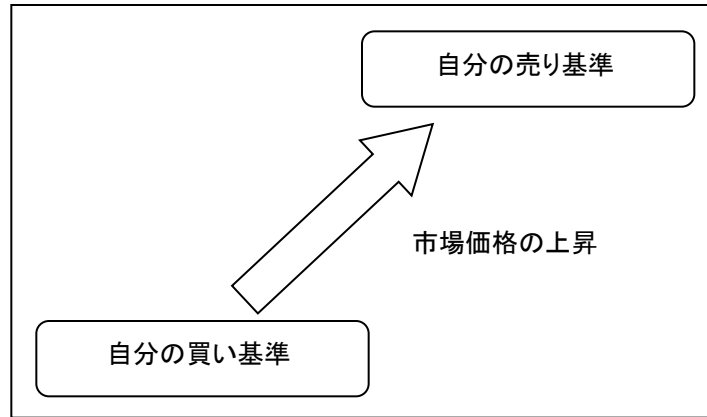
グロース投資(実は、これもバリュー投資と自称する運用会社も多い)



通常のパリュウ投資



# 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
- ⇒ バリューストックの可能性

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

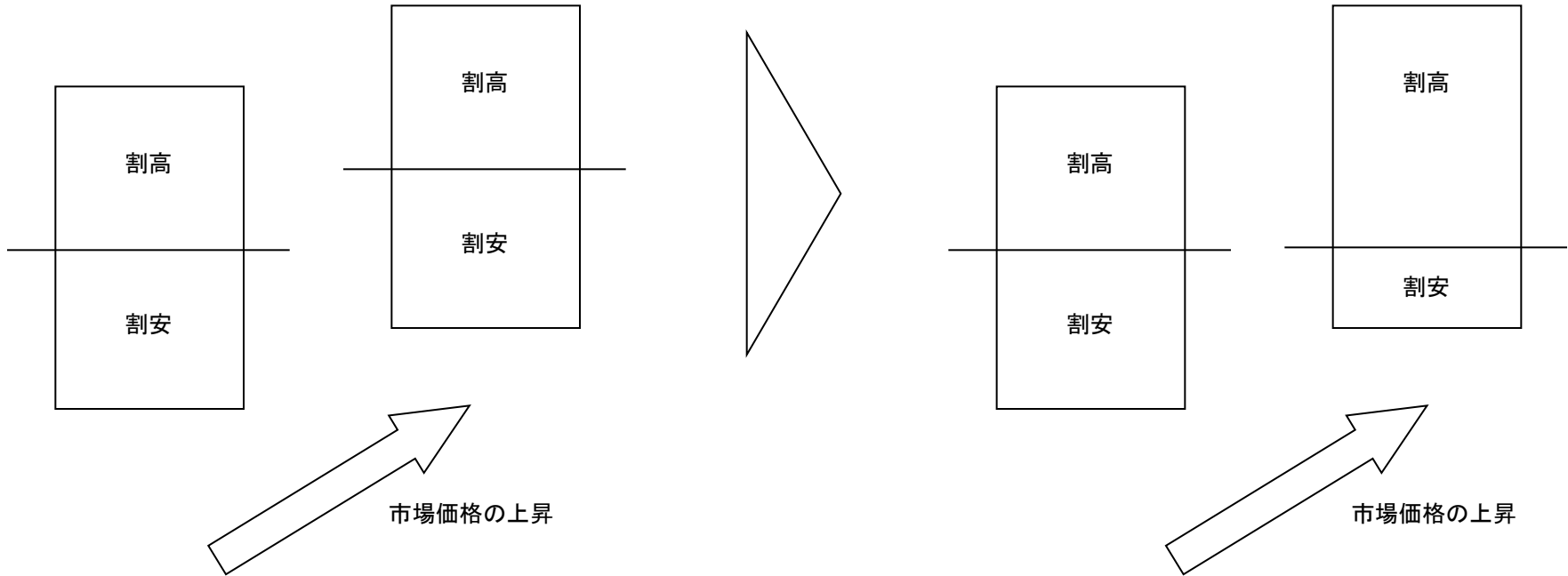
# 絶対評価と相対基準

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」



# 議決権と企業統治

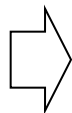
- ⇒ 株式投資は、企業経営者に対する信頼が基礎になっている。その信頼が裏切られない限り、積極的な議決権の行使は、想定されていない。
- ⇒ 株主と経営者の対立は、不毛である。相互信頼に基づく、建設的な協力関係の構築が、本来の投資である。
- ⇒ 一方、信頼が裏切られたとき、議決権の行使は、投資家としての権利を守るための最後の手段となる。しかし、これは、普通の事態ではない。

## 市場から評価されない経営行動の例

成功を疑問視される買収(多角化)  
(本業との相乗効果、規模の経済の有無など)

本来の優れた収益性を損なう効率性の低さ  
(資産・資本の利用効率の低さなど)

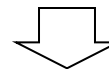
株主として積極的に議決権を行使する投資行動  
⇒アクティビズム



## 市場から期待される経営行動の例

買収(多角化)の案件の解消  
統合効果を成功に導いた経営手腕

資産・資本の構造的改善  
(不要なものの圧縮と利用度を高める事業創造)



経営者は適切な時期で適切な判断・行動をするはずだ、という  
経営への信頼に立脚した投資判断が、もしも裏切られたら？

- ⇒ 企業間の合併による統合、他企業の買収による統合は、統合後の企業の資産・資本の利用効率の改善を目的としたものである。友好的な合意によるものが普通であるが、敵対的なものもあり得る。
- ⇒ 上場していることは、公募増資を通じた資金調達や買収等を行わない限り、経営に大きな利点のない場合も多い。そのような場合、非公開化が行われることもある。
- ⇒ 上場企業が、子会社を上場することは、一方で、株主に個別事業部門ごとの収益に直接に参画できる機会を与えると同時に、経営の独立していない企業の上場には、企業統治など様々な問題も多い。上場子会社を完全子会社にする動きもある。
- ⇒ 統合の逆で、子会社を完全分離して、他社に売却したり、事業を分割する過程で、企業自体も分割されることもある。
- ⇒ 破綻は、民事再生や会社更生などの法的手続への移行のことである。多くの場合、株式価値は大きく毀損(ほぼゼロになることが多い)する。

# ESGの考え方

---

- ⇒ ESGとは、Environmental, Social, Governance の頭文字である。直訳すれば、「環境配慮、社会性、企業統治」である。
- ⇒ ESGは、必ずしも、企業行動に道徳的・倫理的制約を課そうとするものではない。倫理的な価値には、人類共通の普遍性をもつ基本原則だけではなく、歴史的・文化的・民族的・慣習的な多様な価値観に根ざすものをも多数含む。それらについて一般論を展開することは不可能だし、経済取引へ過剰な価値観の対立をとりこむことは、好ましいことでもない。タバコや、ガソリン自動車などは、反対する人も、そうでない人もいる。
- ⇒ 一方、環境負荷の高い企業経営、社会的費用の高い企業経営、創業家の支配的経営などは、何らかの社会的価値観の転換による、企業価値評価の変動にさらされているともいえる。
- ⇒ ESGは、社会の価値の転換による企業価値評価の変動の可能性(リスク)を明らかにした上で、投資判断を行うものである。

- 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。