

## 資産運用の高度化

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  
一般社団法人投資信託協会

東京 2018.11.20  
名古屋 2018.11.12  
大阪 2018.11.13

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

**HC**  
*asset*  
management

# 目次

概要	3-4
資産運用の四つの原則	5
投資対象の分類・選択・配分	6
キャッシュフローの源泉を分類	7
事業キャッシュフローとインカム	8
インカムの配分の第一段階	9
インカムの配分の第二段階	10
バリューの基本的論点	11
リスク管理からリスクテイク・リターン管理へ	12
リスク管理の階層化と事業性(キャッシュフロー創造力)評価に基づく投融資	13
投資の技法 ①	14
投資の技法 ②	15
リスク分散かリスク追加か	16
多様な資金調達の方法	17
「メザニン」の投資機会	18
伝統金融から代替的金融へ	19
オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から事業金融へ)	20
オブジェクトファイナンスと企業統治	21

# 目次

---

資金調達の変容による伝統資産の解体	22
「オルタナティブ」の再構成	23
バンカビリティを高めるディリスキング (De-Risking)	24
投資の機会の収益化	25

# 概要①

## 差異の認識と分類

分類は、異なるものとして区分された二つのもの間に、差異があるのでなくては、成立しません。分類は、差異の認識です。差異は、もの自体に内在するのではなくて、認識主体である人間の側において、知識の整理のために、設けるものです。つまり、差異に従って、分類するのではなくて、分類という目的に従って、差異を見出すのです。

## 分類の自由さ

分類は、どうしてもなるのだと思われます。しかし、自由すぎても困るわけです。分類を律する原理がなくてははいけません。いわば、分類の基本的な軸です。そして、その基軸は、分類の目的に依存するわけです。なにしろ、目的に従って分類するのですから。

## 分類の目的

投資という行為について考える限り、資産の分類の目的は、資産配分の効率化です。投資の目的に即して資産を配分できるためには、配分の効率性と便宜に即して、前もって上手に資産の分類がなされていなくてはならないのです。

## 分類し、選択し、配分する

分類以前の問題として、資産とは何かという外縁の確定が先決事項になります。配分には選択が先行し、選択には分類が先行し、分類には範囲の確定が先行する、資産配分をめぐる論議は、常に、原点への遡及を意図しているのです。

## 資産とは何か

資産は、キャッシュフローを創造するものです。従って、資産の分類の原点には、常に、事業キャッシュフローがあります。

## 概要②

### 事業キャッシュフローの源泉

資産分類の基本は、事業キャッシュフローが生まれてくる源泉の違いです。代表的には、国等の地域、あるいは産業の別があります。地域と並んで、通貨の違いも重要です。

### 資本構成

投資対象となっているのは、多くの場合、事業キャッシュフローの源泉そのものではなくて、事業キャッシュフローを分配する権利上の差異、即ち、資本構成上の位置です。これが、代表的な資産分類である債権(債券)と株式の別です。

### 資金調達の主体

通常は、事業キャッシュフローを生み出す事業主体は、同時に、資金調達の主体です。企業の発行する社債や株式は、資産の代表例です。しかし、企業ではなくて、資産、プロジェクト、取引なども、独立させて投資対象に構成することができます。これが、コーポレートファイナンスからオブジェクトファイナンスへという新しい潮流です。

### プライベートなもの

これまでは、債券にしても、株式にしても、公開市場で取引されるものを、投資対象としてきました。しかし、資金取引は、融資のように、実は、私的な関係性のなかで行われるものが多いのです。今では、こうしたプライベートなものも、投資対象になっています。

### 非常態の投資

投資は、事業キャッシュフローへの投資ですから、前提として、現に、事業キャッシュフローが創出されていることが原則となります。しかし、事業キャッシュフローを生む以前の状態(例えば、創業や不動産開発)や、事業キャッシュフローが一時的に途絶えてしまった状態(事業再編、経営不振など)も、投資対象に構成できます。

# 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) = 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)

# 投資対象の分類・選択・配分

- ⇒ 論理的に、投資対象の配分(アロケーション)には、選択(セレクション)が先行し、選択には、分類が先行する
- ⇒ 分類は、選択の都合に応じてなされるべきであるから、投資対象の選択基準こそ、原点にあるべきものである
- ⇒ 投資対象を分類する軸を厳密にしない限り、選択はできない。分類と定義を厳密化していけば、投資対象は、資産というよりも、戦略となる
- ⇒ 投資対象の分類・定義と選択基準こそが、基本的な運用方針であり、同時に、運用会社の選択基準ともなる

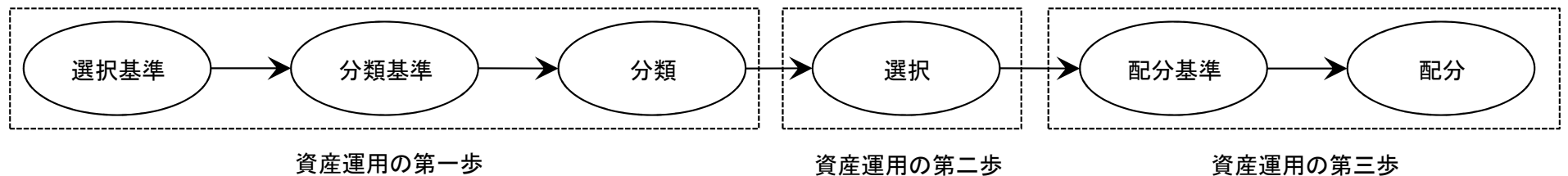
理屈上は、



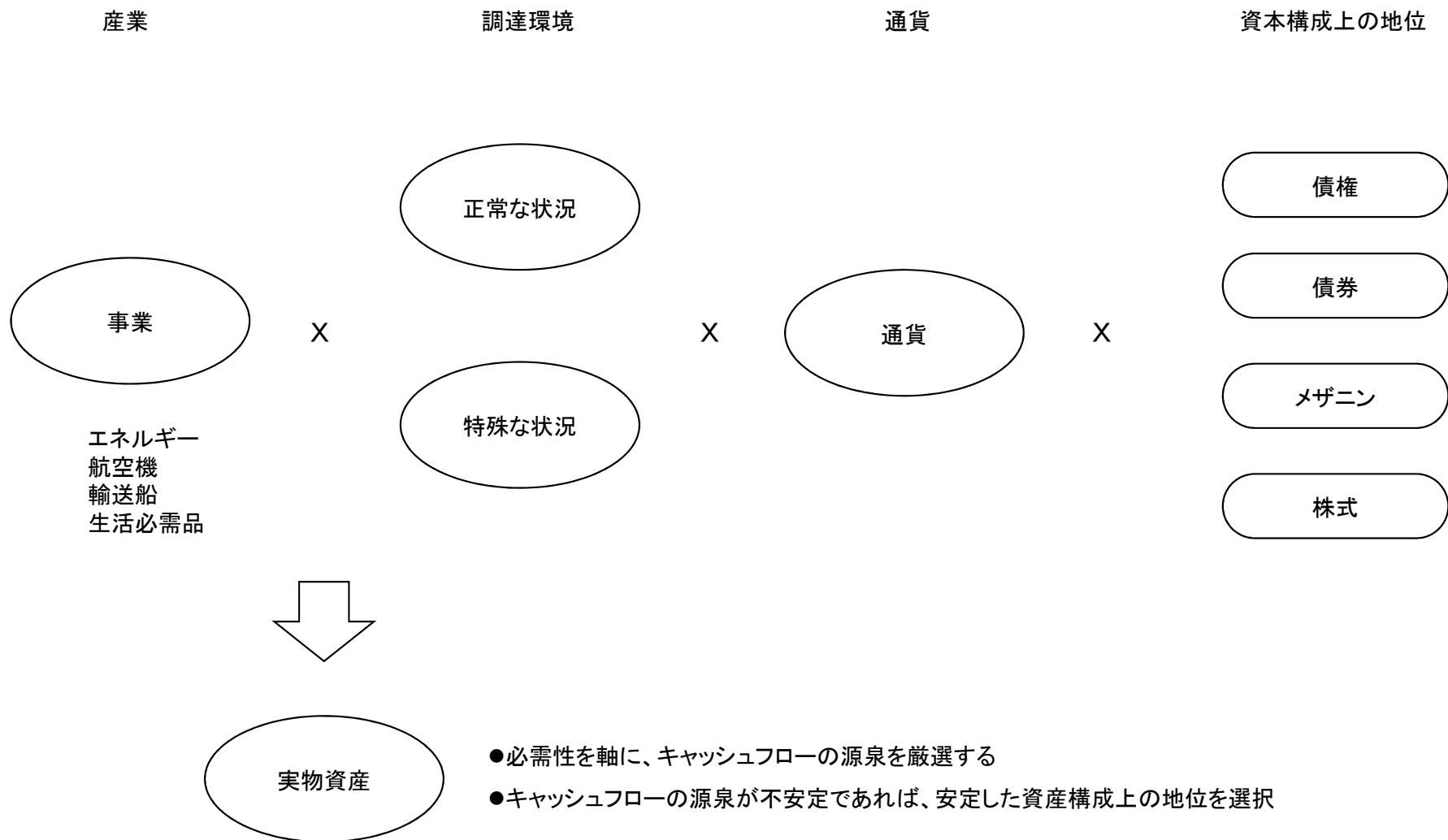
現実には、分類は、選択の都合に応じてなされるものだから、



選択されたものに対する配分の基準は、選択の基準とは異なり得るから、

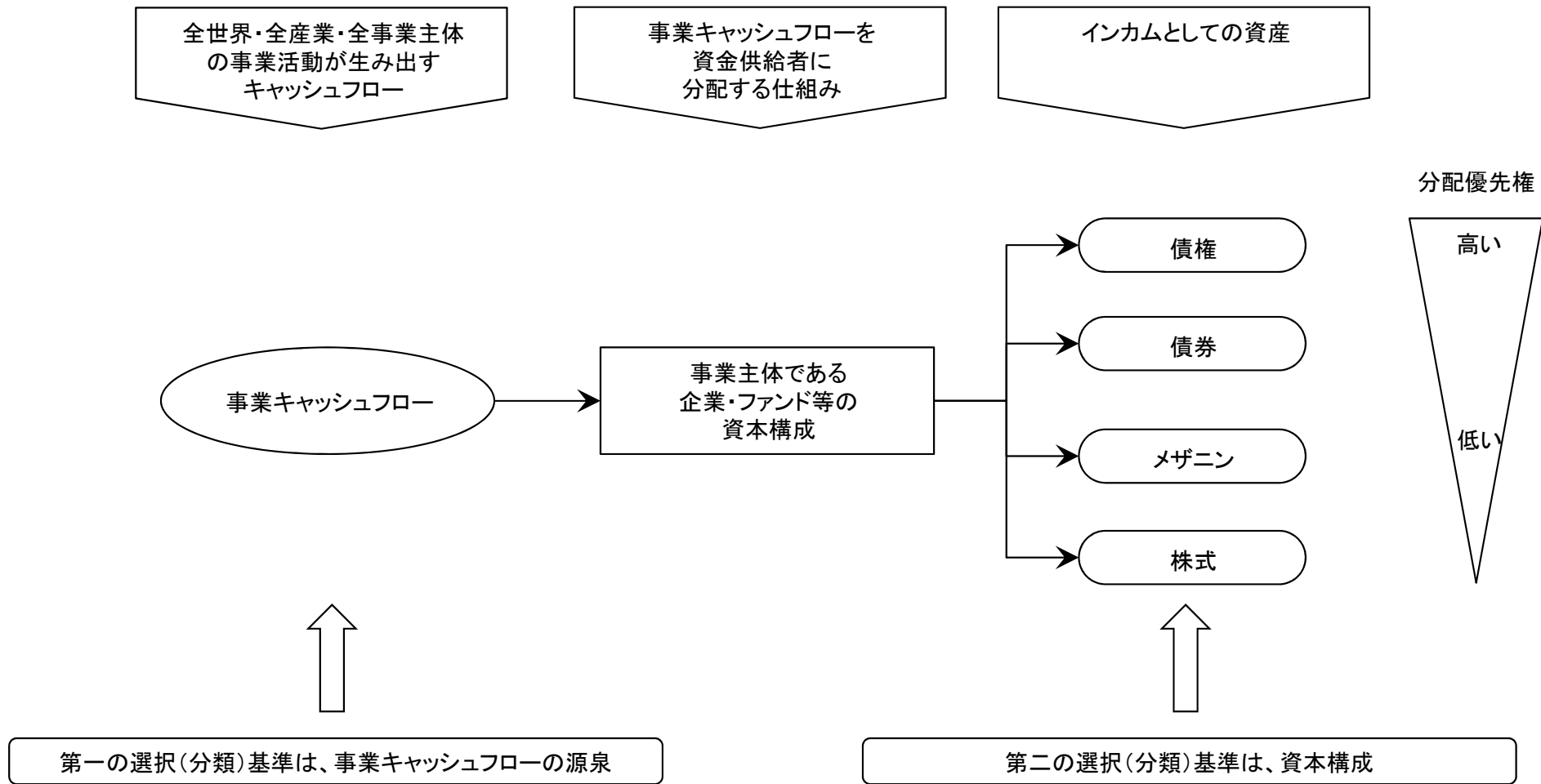


# キャッシュフローの源泉を分類

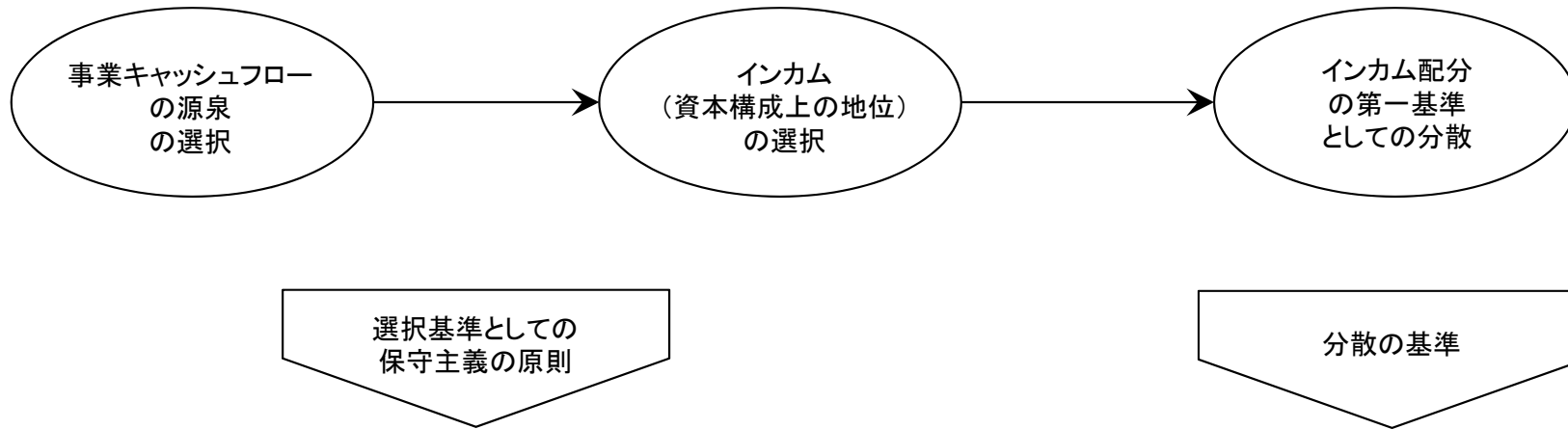




# 事業キャッシュフローとインカム

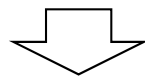


# インカムの配分の第一段階



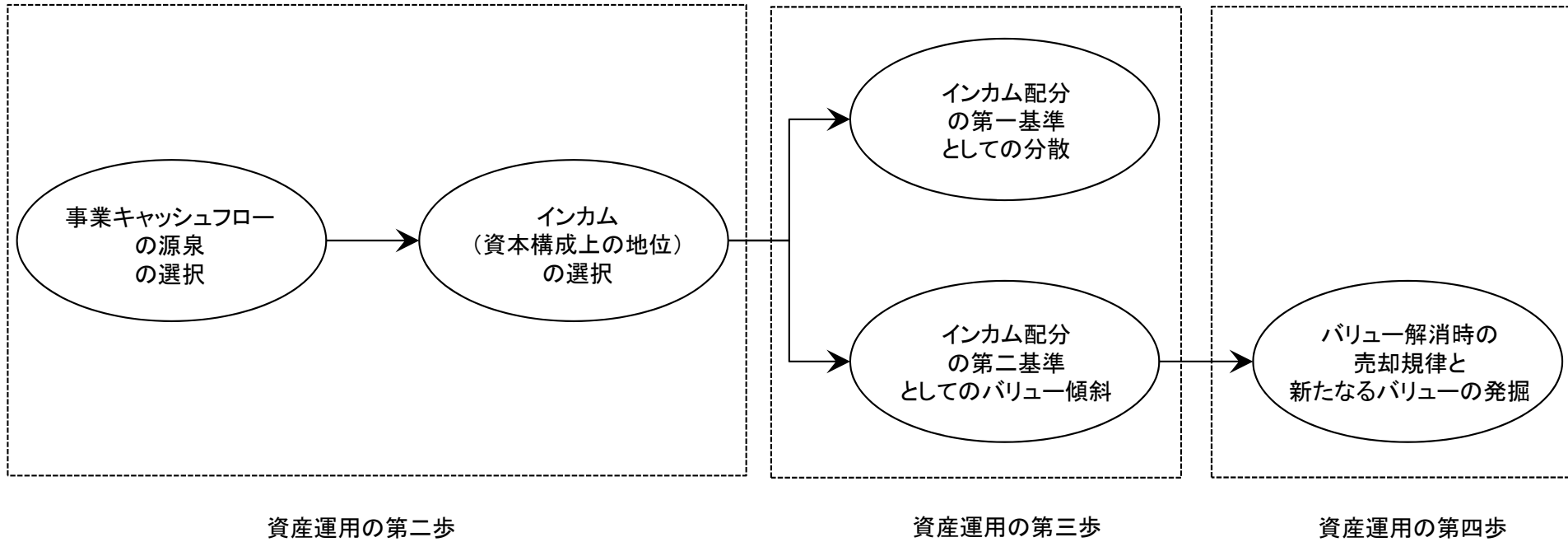
- 量より質
- より予測可能性の高い事業キャッシュフロー
- より優先順位の高い資本構成上の地位

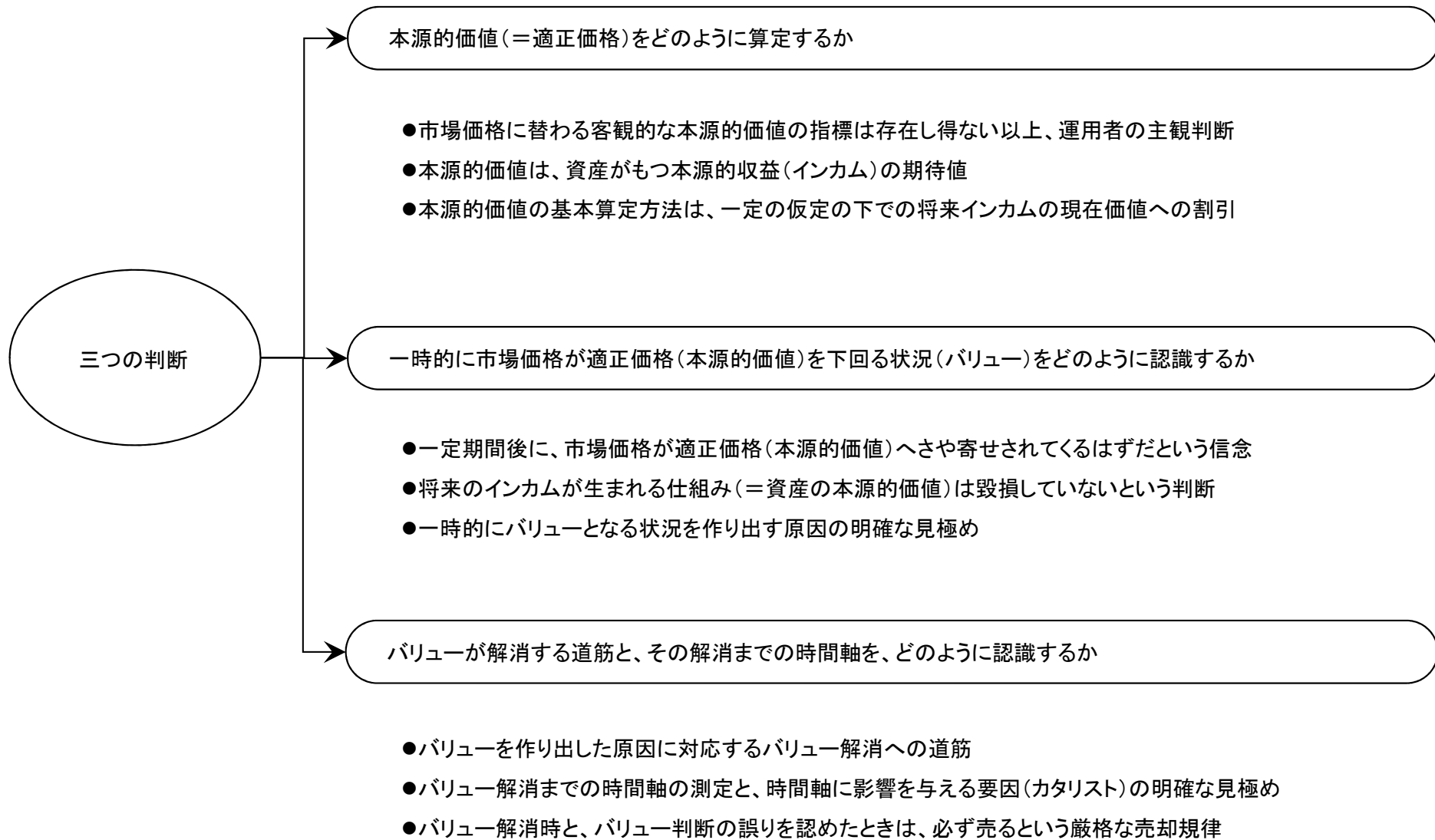
- 本質的な事業キャッシュフローの源泉の相違
- 過剰分散を避けた源泉の厳選



- ☞ もしも、事業キャッシュフローのリスクが大きいのであれば、資本構成上の上位を選択
- ☞ もしも、資本構成上の下位(株式)を選択するのならば、事業キャッシュフローのリスクは小さくなくてはならない

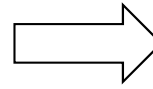
# インカムの配分の第二段階





# リスク管理からリスクテイク・リターン管理へ

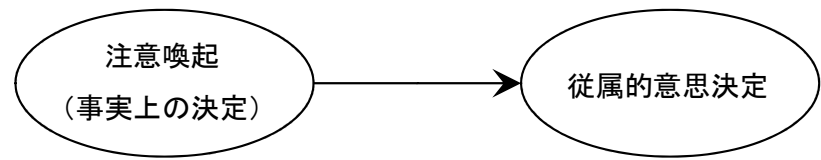
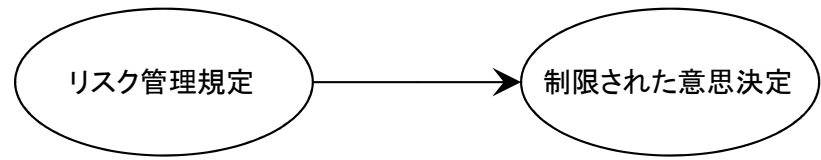
リスク管理の優越  
静態的な組織の思考と行動



リターン管理の復権  
動的で自由な機能の発現

リスク管理部門

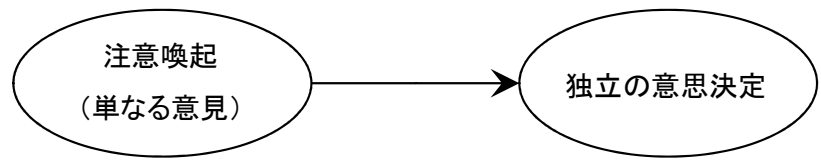
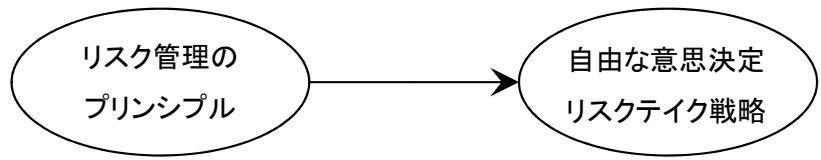
投融資部門



- リスクとボラティリティーの混同
- 心理のコスト: 経済合理性を超えた妙なこだわり(歴史的経緯など)、直近事象の過大評価、横並びの安心感
- 組織のコスト: 集団的意思決定の愚、組織内部論理の横行、決定の遅さ、合議の無決定
- 説明のコスト: 執拗に説明を求める習性(事実上の否定)

リスク管理機能

投融資実行機能



- リスクとボラティリティーの峻別
- 戦略的リスクテイクとリスクカルチャー
- リスク管理規定(ルール)の簡素化(廃止?)とプリシプル化
- 投融資部門のプロアクティブな姿勢
- 緊張感のある建設的な対話(挑戦と反論)
- 対話(挑戦と反論)のなかでのリスク要因の特定と共有
- 執行責任の明確化(リスク管理は単なる意見)
- プロフェッショナリズム(自分で考えて決める力)の醸成

# リスク管理の階層化と事業性(キャッシュフロー創造力)評価に基づく投融資

リスク管理の階層化

リスク  
アペタイト  
フレームワーク

アペタイト(意図的にとること)の対象としての戦略的リスクテイク

- 金融庁のいう事業性評価とは、投融資対象のもつキャッシュフロー創造力の評価のこと
- 投融資先のネット事業キャッシュフローの変動をもたらす不確実性、即ち、投資価値の変動性、特に、価値の毀損の可能性
- 事業性評価の対象、積極的關係性構築(エンゲイジメント)によるディリスク(De-risk)と共通価値へ向けたリスクシェア
- 事業の社会的必需性、産業連関的構造化

アペタイトの対象ではないが付随してくるリスク制御(マネッジ、コントロール)

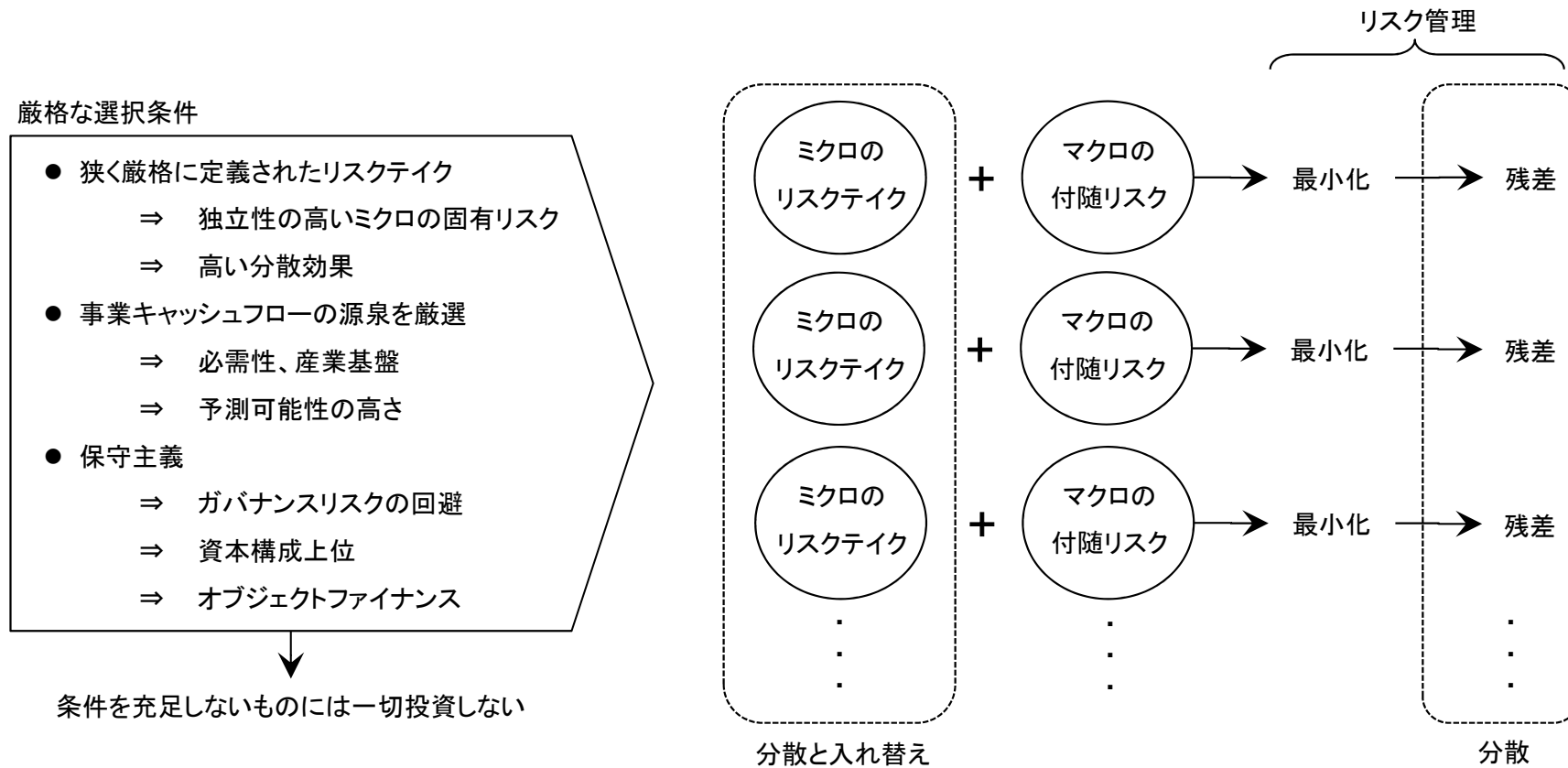
- 戦略的リスクテイクに不可避に付随するリスクであって、意図せざるもの、不要なものとして、制御され、最小化されるべきもの
- ガバナンスのリスク等、個別的に、積極的關係性構築(エンゲイジメント)によって制御されるもの
- 価格変動(ボラティリティ)、マクロリスク(金利、為替、市場変動等)等、統合的に、分散や資本引当等によって制御されるもの

決してアペタイトの対象にしてはいけない非本源的リスクの回避

- 金融機関の社会的機能からの逸脱を回避すること
- 顧客の利益と矛盾する金融機関自身の利益の追求を絶対に阻止すること
- リスクカルチャー、組織文化、経営哲学の地平

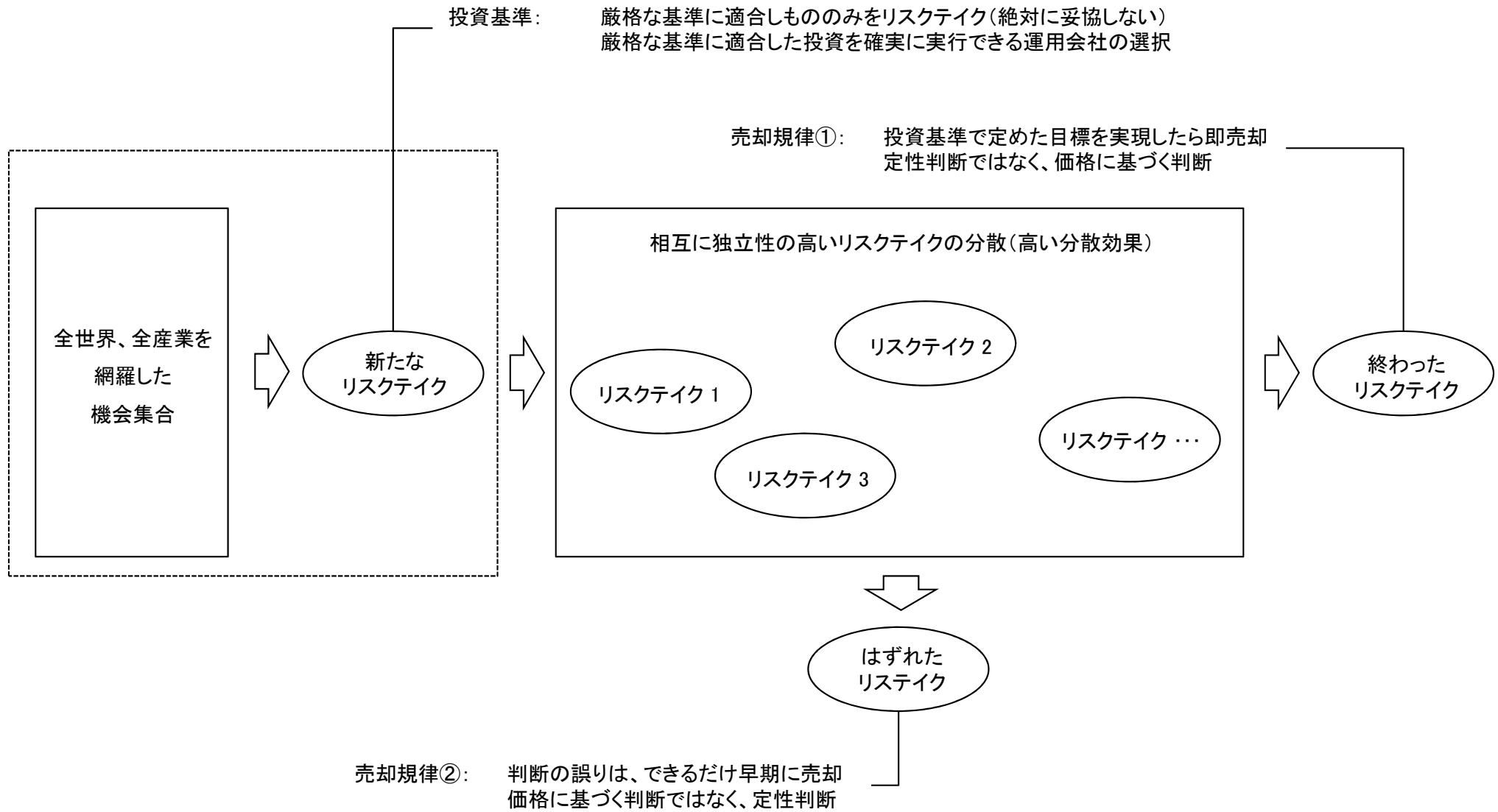
# 投資の技法 ①

リスクアペタイトフレームワークの最高度な適用＝①意図的なリスクテイク、②付随する意図せざるリスクの最小化、③テイクしないリスク(テイクするリスクの厳格な制限)



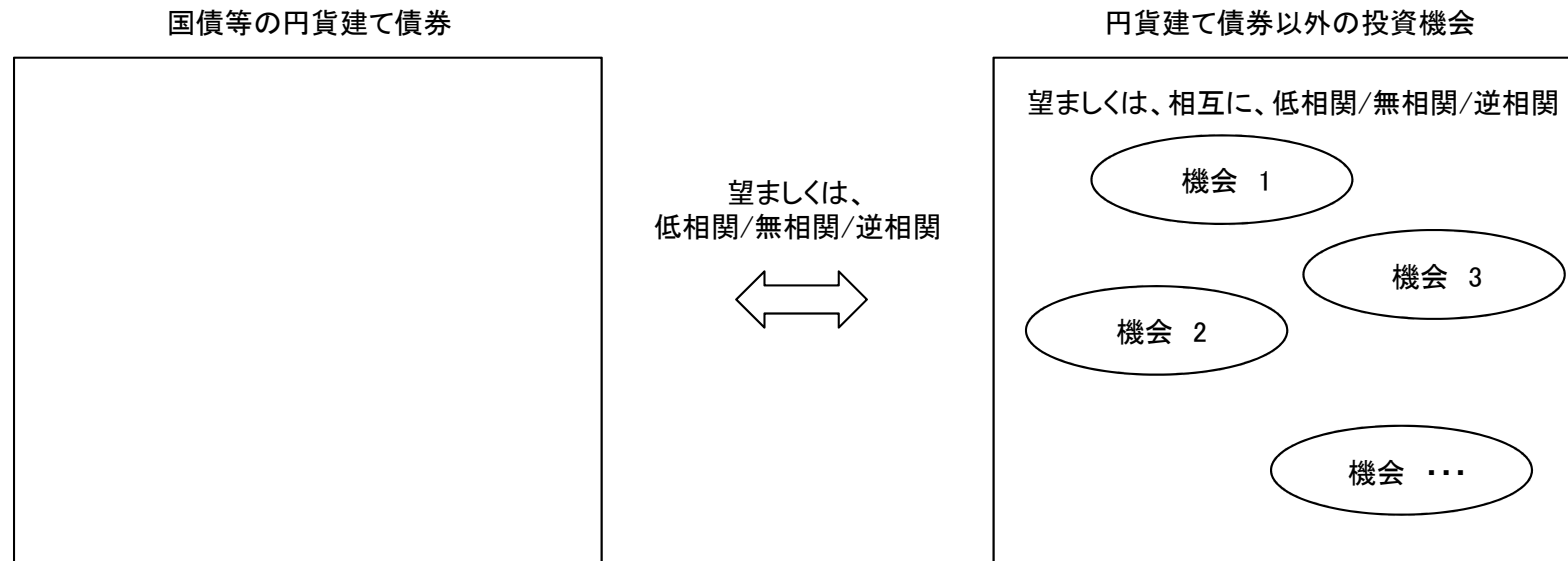
- ☞ 顧客が異なる条件を定めない限り、全ての投資対象、全ての顧客に共通の原則として機能する
- ☞ 例えば、株式投資についていえば、銘柄の厳選(ガバナンスリスク回避等)と必需性の高い産業への傾斜となり、債券についていえば、金利・為替リスクを最小化して、信用リスク等における銘柄の厳選となる。また、総合型戦略(インカムプラス)では、資産種類の伝統的定義を解体して、事業キャッシュフロー源泉に遡って再構築する戦略になる
- ☞ 投資の実行は、全て、外部の運用会社の選定を通じて行うので、原則は、同時に、運用会社選択の原則として機能する

# 投資の技法 ②





# リスク分散かリスク追加か



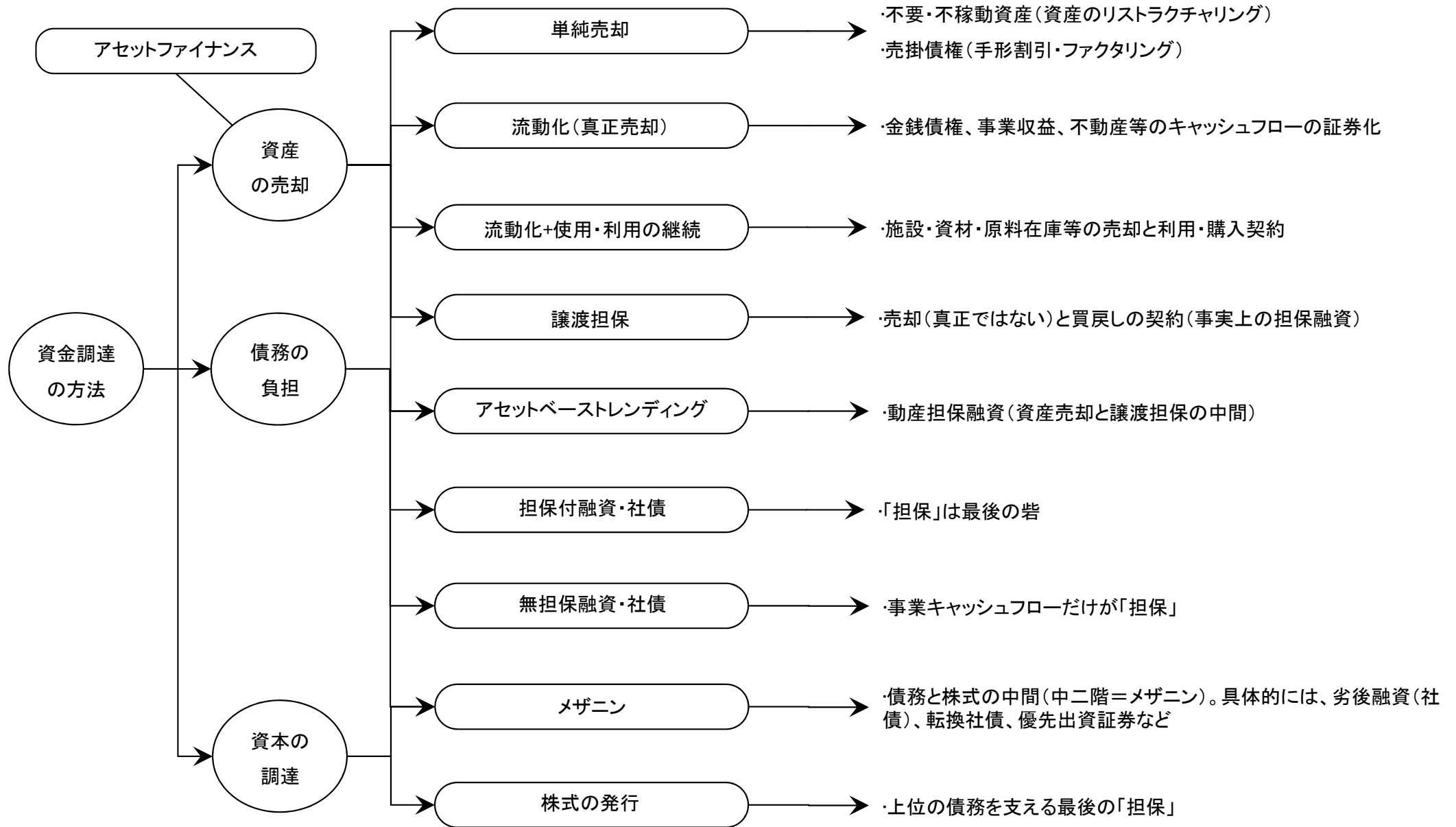
- リスク分散効果を積極的に狙う投資の考え方では、あるリスクをとることは、全体リスクの削減として正当化され得る

$$\text{証券のリスク総量} = \text{国債等の円貨建て債券のリスク} + \text{機会 1} + \dots + \text{機会 ...} - \text{分散効果}$$

- 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

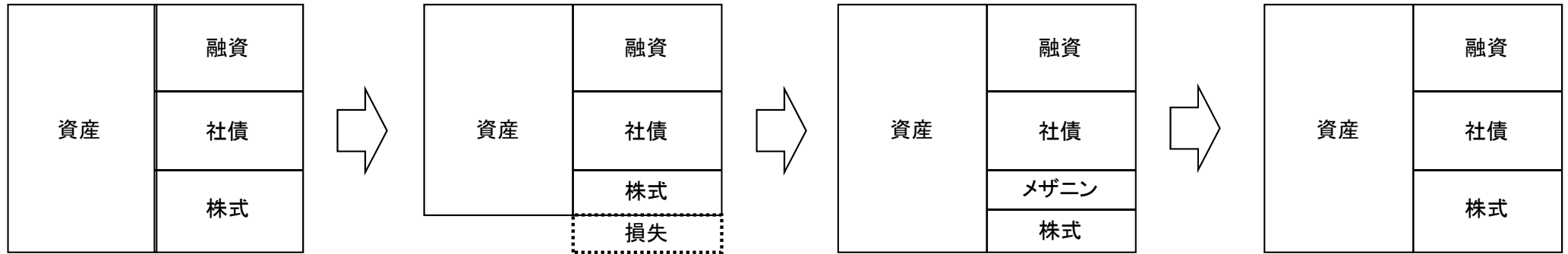
$$\text{証券のリスク総量} = \text{国債等の円貨建て債券のリスク} + \text{機会 1} + \dots + \text{機会 ...}$$

# 多様な資金調達の方法



# 「メザニン」の投資機会

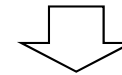
- ・メザニン (mezzanine) とは、建物の中二階のこと。一階を資本 (株式)、二階を債務 (融資や社債) としたときの、中間部分のこと
- ・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース  
⇒ 劣後債権 (ローン)、劣後社債、転換社債など



一時的な業況の悪化で、純資産が減少  
⇒ 融資を減らされる可能性  
⇒ 社債の格付が下がる可能性

メザニンによる資本補完  
⇒ 融資額の維持  
⇒ 社債の格付を維持  
⇒ 株式の希薄化阻止

業況回復とともに、メザニンを償還  
株式転換は、原則、望ましくない



調達コストが割高でも、優越する課題を達成するためには、止むを得ない  
⇒ 有利な投資機会

# 伝統金融から代替的金融へ

企業の貸借対照表

事業資産	短期債務 (融資等)
	長期債務 (融資・社債等)
	株式

運転資金

→ トランザクションファイナンス

無期

設備投資(資産取得)資金

→ アセットファイナンス

有期

危険準備金

→ リスクファイナンス

無期

短期

長期



伝統的資金調達方法  
(オンバランス)

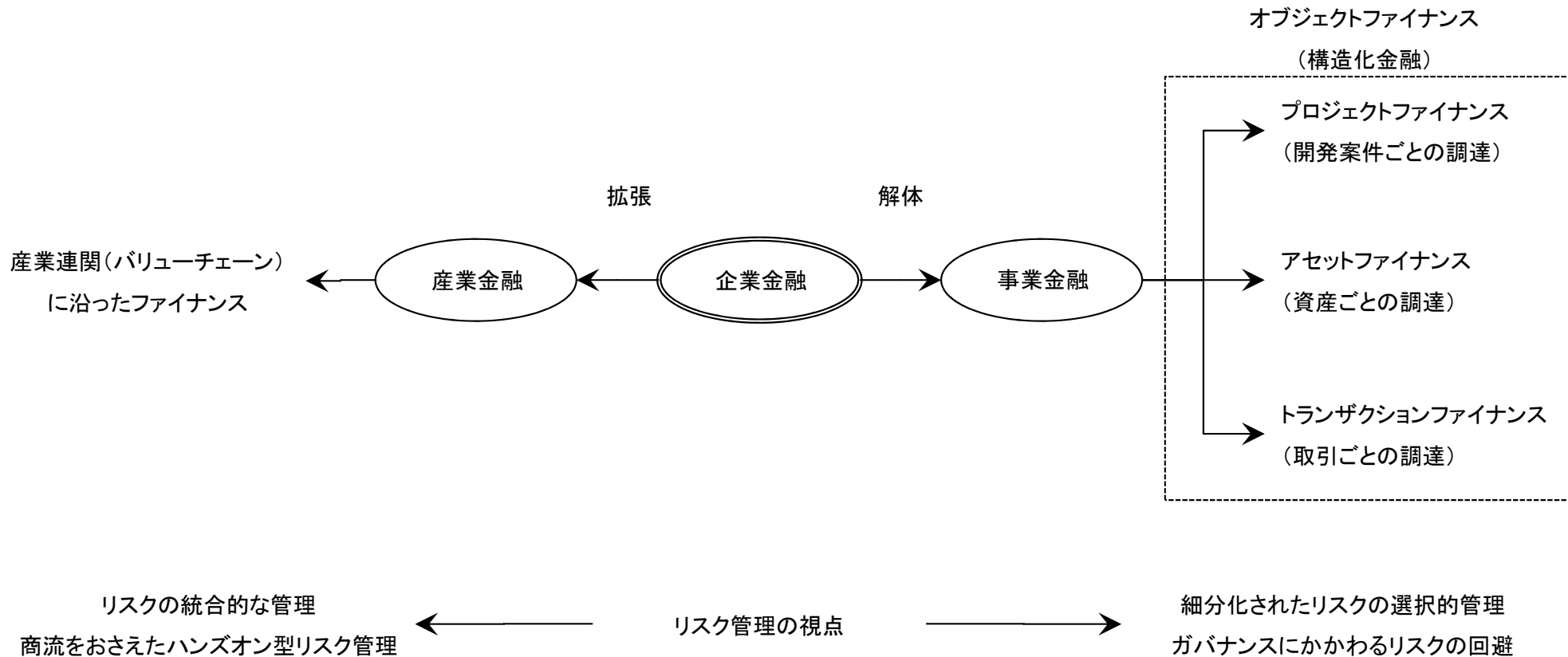


代替的資金調達方法  
(オフバランス)  
⇒ オブジェクトファイナンス

# オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から事業金融へ)

株式や債券・融資などの伝統的な資産は、伝統的な企業金融のあり方を前提にしたものである。その企業金融の構造が変われば、資産の構造が変わるのは自明の理

- 新しい資産が生まれる(いわゆるオルタナティブ)
- リスク管理の視点が変わる
- 企業統治(ガバナンス)の視点が変わる。即ち、伝統的な企業金融では、企業統治こそが最大の、かつ管理困難なリスクだが、事業金融は、そのリスクを特定事業の範囲内に限定できる

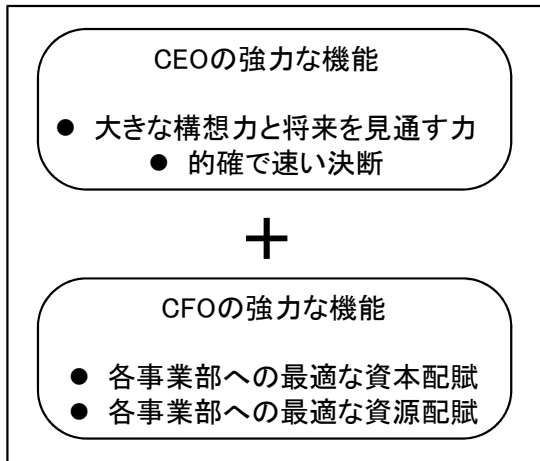


# オブジェクトファイナンスと企業統治

伝統的な企業金融では、投下された資本の運用効率は、企業における統治のあり方に規定される。故に、企業金融においては、企業統治の改革が極めて重要な論点となる。しかし、他方では、企業統治に依存しない金融のあり方も工夫されるべきである。それが、優れた統治を必要としないように構造化されたオブジェクトに対する金融である。

大きな組織内部の高度な統治に  
依存する伝統的な企業金融

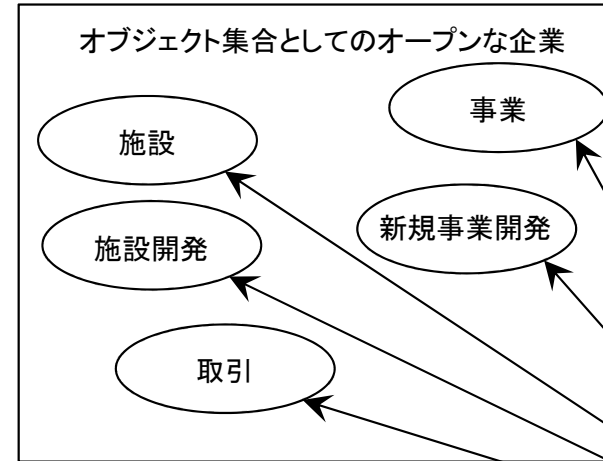
統治された組織に対する金融



- 社会全体の最適資源配置
- 経済成長 = 金融の成長 (適正利潤)

高度に管理された小さなオブジェクトを  
対象とした新しい金融のあり方

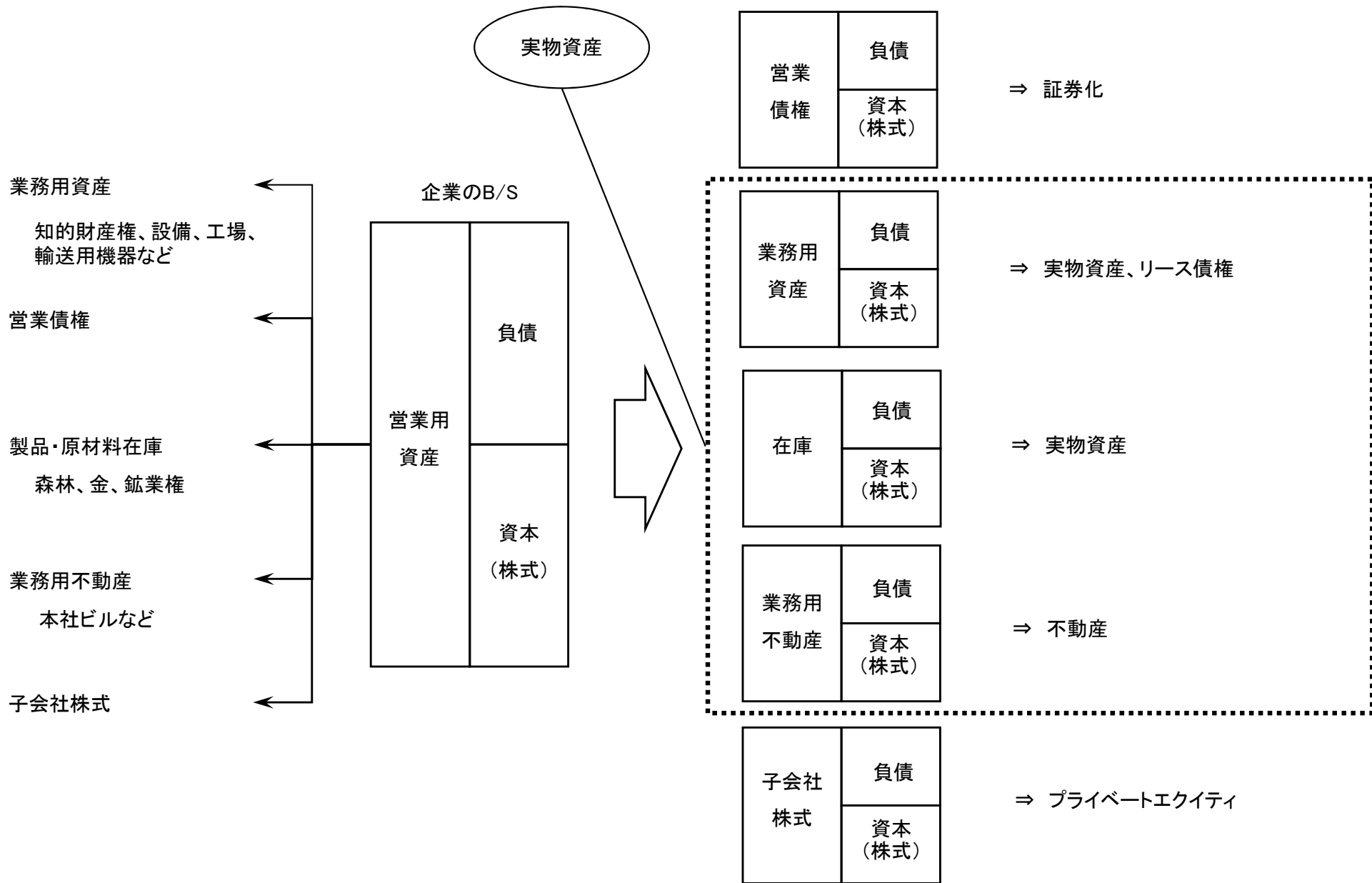
構造化されたオブジェクトに対する金融



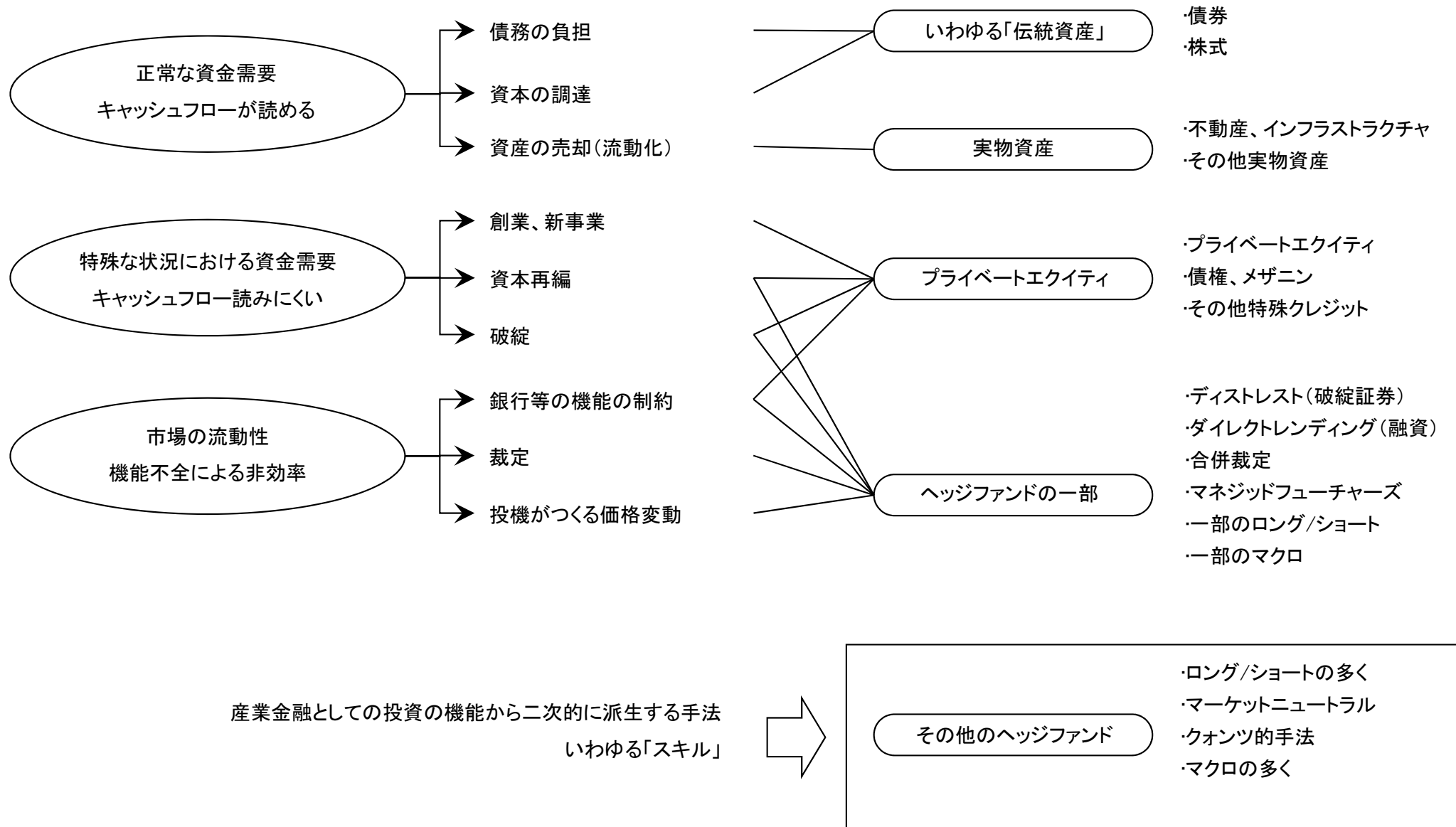
- 資源配置の組み換えが随時可能
- 組み換えによるイノベーション

効率的な管理が可能な規模に  
細分化・標準化・構造化がなされた  
オブジェクト毎の金融

# 資金調達構造変化による伝統資産の解体



# 「オルタナティブ」の再構成





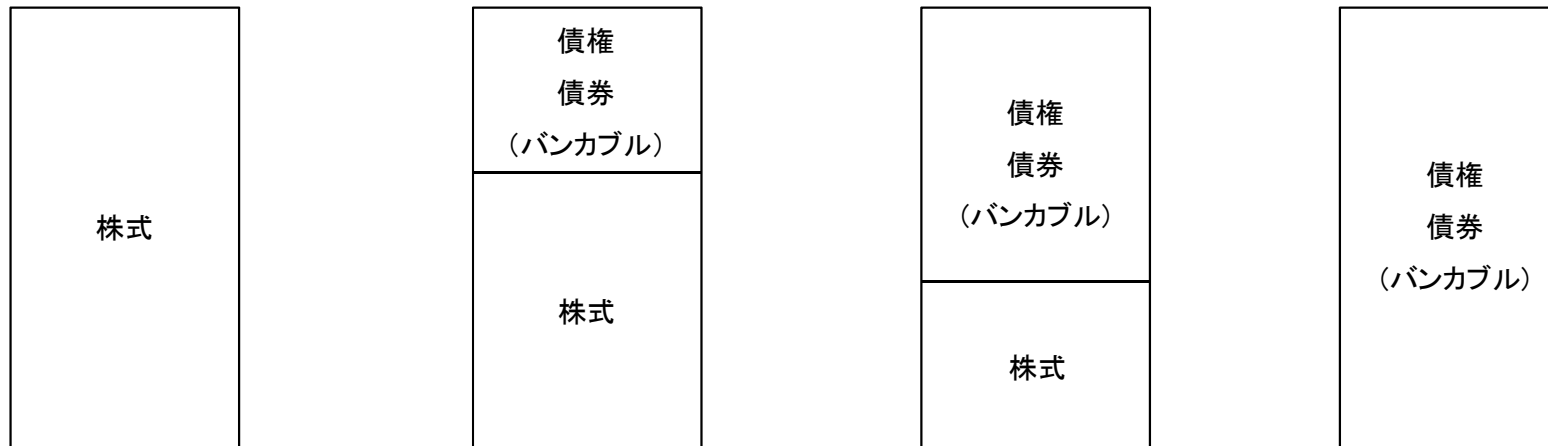
# バンカビリティを高めるディリスキング (De-Risking)

バンカブルな状況とは、事業キャッシュフロー合理的予測が可能な状況、即ち、予測される危険が一定の許容範囲に収まると考えられる状況であり、故に、銀行等の立場から見たときに、融資という負債形態の資金供給が可能なときである

- 問題は、バンカブルでない状況における金融機能である
  - ⇒ バンカブルでない状況の代表例は、起業(創業)、事業構造転換、一時的な業績不振、担保がとれない業種(農業など)など
  - ⇒ バンカブルでないものには、資本構成上の融資以外の別な資金供給(調達)形態を創造的に工夫すべき
  - ⇒ 企業としてバンカブルでなくとも、バンカブルなオブジェクト(資産、オブジェクト、取引など)はある
- バンカブルでない状況を、バンカブルにすることこそが、真の融資創造(投資と金融の本質であり、その社会的機能)

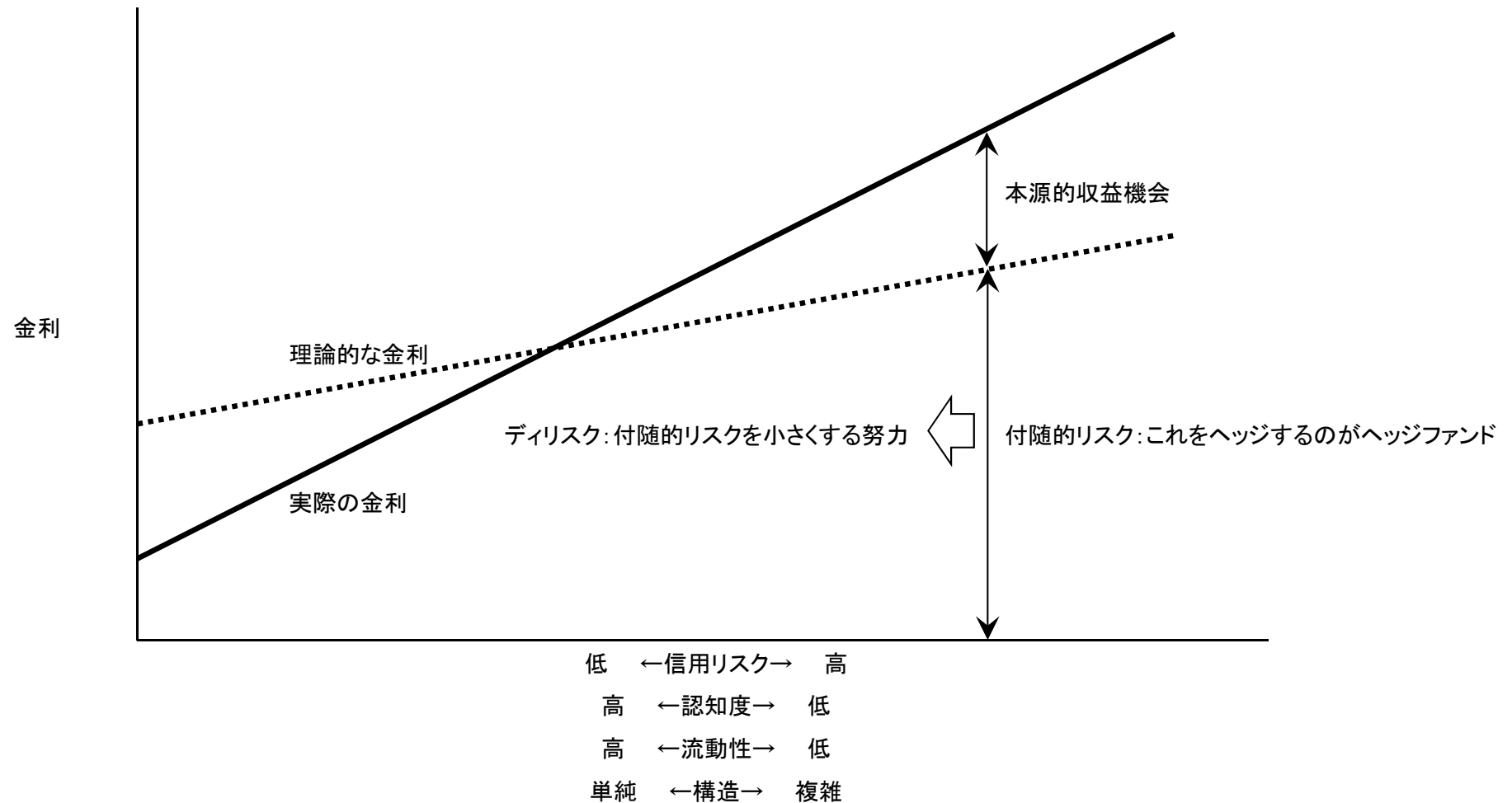
バンカビリティを高めていくディリスキング (De-Risking) の技術

- 資本構成の動的変動
- オブジェクトファイナンス
- 商流設計(ハンズオン、あるいは顧客密着バンキング)



# 投資の機会の収益化

- ⇒ 表層的な金利の高さにつられて、安易に右のほうへ移動していくことは、個人の投資信託にしる、金融機関の証券運用にしる、金融庁が問題視しているように、極めて稚拙な行為として、厳に戒められるべきことである。しかし、現実には、安易な投資が多い。
- ⇒ 本源的な収益源泉を市場の非効率に見出し、その獲得に際しては、付随的なリスクを厳格に管理する必要がある。



- 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。