

## 新しい資産選択と配分の理論

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 2019.01.15  
名古屋 2019.02.04  
大阪 2019.02.05

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



● 概要①	2
● 概要②	3
● 概要③	4
● 投資対象の分類・選択・配分	5
● 四資産分類と配分の欠陥	6
● 資産運用の四つの原則	7
● 事業キャッシュフローとインカム	8
● 事業キャッシュフローの源泉を分類	9
● 伝統金融から代替金融へ	10
● 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)	11
● 多様な資金調達方法	12
● 社会的資金需要への資金供給	13
● 収益の源泉の選択と配分	14
● インカムと損失の可能性(リスク)	15
● インカムの配分の第一段階	16
● バリュウの基本的論点	17
● インカムの配分の第二段階	18
● バリュウの回転	19
● 資産の分類の軸	20
● 仮に四資産配分を使うとして、その再構成	21
● 仮に四資産配分を使うとして、その枠のなかに新しい思想を導入	22
● 四資産配分の枠組みを維持した革新	23

# 概要①

## 四資産配分の前提となっている四資産分類

年金等の資産運用で使われている四資産(国内債券、外国債券、国内株式、外国株式)の配分は、そもそも、四資産の分類を前提にしたものですが、この分類は、古い通念に従ったものであり、今日の資本市場の構造においては、もはや、十分な合理性をもち得ないものとなっています。

## 四資産分類に属さない投資対象

当然に、今日では、四資産分類に収まらない投資対象が拡大しています。ですから、実務上は、各資産の定義を柔軟に拡張して、枠に収まらない資産を適当に振分けたり、オルタナティブという第五の資産種類を強引に設けて、そこへ何にもかも放り込んだり、という乱暴なことが行われているのが実態です。このような便宜的手法では、科学的な基礎づけが不可能であり、投資手法の有効性の検証も不可能です。

## 資産配分の前に資産分類と資産選択

資産配分は投資の基本であるとされていますが、その基本が有効であるためには、配分以前の問題として、投資対象が適切に分類され、その分類された投資対象から投資すべきものが選択されていなければなりません。投資対象の分類と選択が適切でなければ、いかに配分を工夫しようが意味はありません。

## どうとでもなる資産分類

分類は、どうとでもなります。客観的に独立した分類が先にあって、そこから選択して配分するものではありません。分類は、選択と配分の基準の都合で、適宜なされればいいことです。分割して統治するとは、要は、統治の都合で分割するということです。

## 資産選択の前に選択の基準

第一に重要なことは、投資対象を選択する基準です。第二には、選択された投資対象に対して、総資産を配分する基準です。ここでは、選択基準として、本源的価値を、配分基準として、本源的価値と価格の差(バリュウ)を提示します。これは、代表的な投資手法の考え方です。

## 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、利息配当金収入等(インカム)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。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。

## 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。

## 概要②

### 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。

### 市場の効率性と適正価格

市場の効率性とは、本源的価値と市場価格の一致した状態をいいます。効率市場における市場価格を適正価格といいます。適正価格は、適正に価値を反映しています。

### 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や、大きな取引費用などにより、本源的価値(適正価格)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(ただし、その期間は長くなり得る)な現象であり、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。

### 投資の世界の特殊な用語としてのバリュー

一般用語としてのバリューは、価値のことですが、投資の世界では、バリュー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ーと呼ばれます。バリューに対応する日本語は割安です。

### 投資の機会としてのバリュー

仮に適正価格で資産を取得しても、いいかえればバリューのない(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。バリュー投資とは、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。これが投資の機会です。

### バリューの解消による追加収益

バリュー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、自律的なバリュー解消を待つだけでなく、バリュー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。

## 概要③

### 資産運用の第一歩としての投資対象の分類

投資対象の選択基準を確立し、その基準に従い投資対象の分類を行うことが、資産運用の第一歩です。ここでは、本源的収益を選択基準とし、本源的収益の源泉を分類基準とします。

### 資産運用の第二歩としての投資対象の選択

ここでは、本源的収益の魅力度(量と質)を選択基準とします。ただし、本源的収益の源泉が、相互に本質的に異なるように、複数の投資対象を選択する必要があります。この本源的収益の源泉の分散こそが、本来の分散投資の基本です。

### 資産運用の第三歩としての投資対象の配分

本源的収益の魅力度(量と質)において、より有利な投資の機会(バリュー)を発見して傾斜配分することが投資の第三歩です。当然に、価格が価値に向かって調整していく過程で、追加的な収益が得られます。

### 地の果てまで投資の機会を見つけに行く努力

世界の金融市場では、概ね価値と価格が一致しているとしても、投資の世界は広いので、世界のどこかに、必ず、投資の機会(バリュー)はあります。その機会を発見しに行く努力こそが、資産運用の基本です。

### 資産運用の第四歩としての売却規律(投資対象の入れ替え)

投資の機会の消滅(バリューの解消)により資産を再配分するのが投資の第四歩です。投資の機会が消滅したら、その資産についての投資の目的、換言すれば、その資産の機能も消滅したのです。そこで一旦は投資回収するのが原則です。これが、売却の規律です。売却すれば、必ず、その時点で、新たなる投資の機会を発掘し、再投資しなければなりません。

# 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

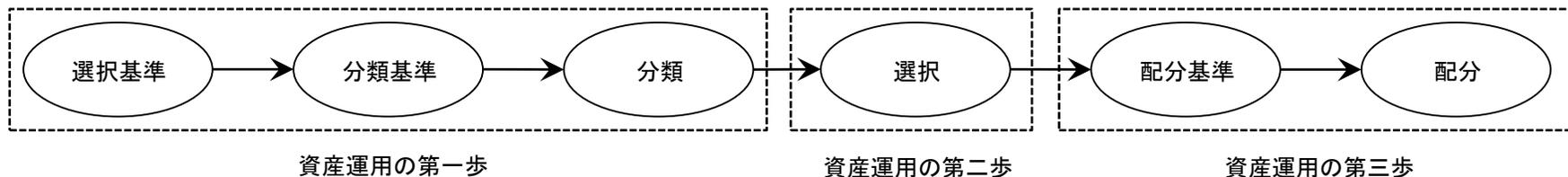
理屈上は、



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、

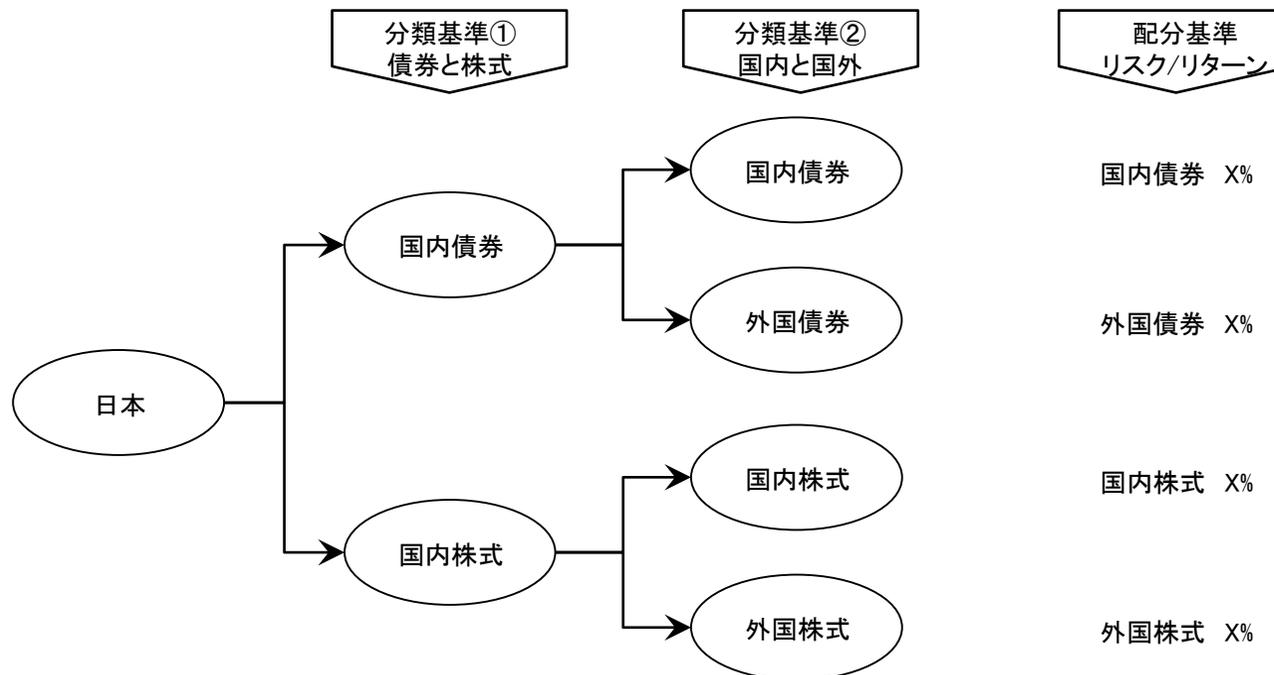


選択されたものに対する配分の基準は、選択の基準とは異なり得るから、



# 四資産分類と配分の欠陥

- ⇒ 四資産分類は、債券・株式という選択基準の軸と、日本の内と外という選択基準の軸を適用した結果、できた分類である
- ⇒ はじめから、四資産分の全てに投資することを前提にしたものであり、そこに、投資対象の選択という軸はない
- ⇒ 四資産の配分基準は、通常は、歴史的な統計を基にした月次収益(リターン)と、その標準偏差(リスク)を用いて、最適解(一定リスクに対する最大リターン、もしくは、一定リターンに対する最少リスク)を求めることに帰せられる



致命的問題点

- 債券と株式以外の投資対象については、所在がない
- 日本の内と外という基準は、日本の外の外延が不明確だし、そもそも、グローバル化の時代では、不適切
- 選択という決定的に重要な段階を欠いている
- 配分基準は、過去の一定期間の統計に基づくにすぎず、何ら、科学的根拠がない
- 四資産分類に属し得ないものを、オルタナティブと称して、一つの分類にするなど、あまりにも便宜的で、全く、合理的根拠がない

# 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

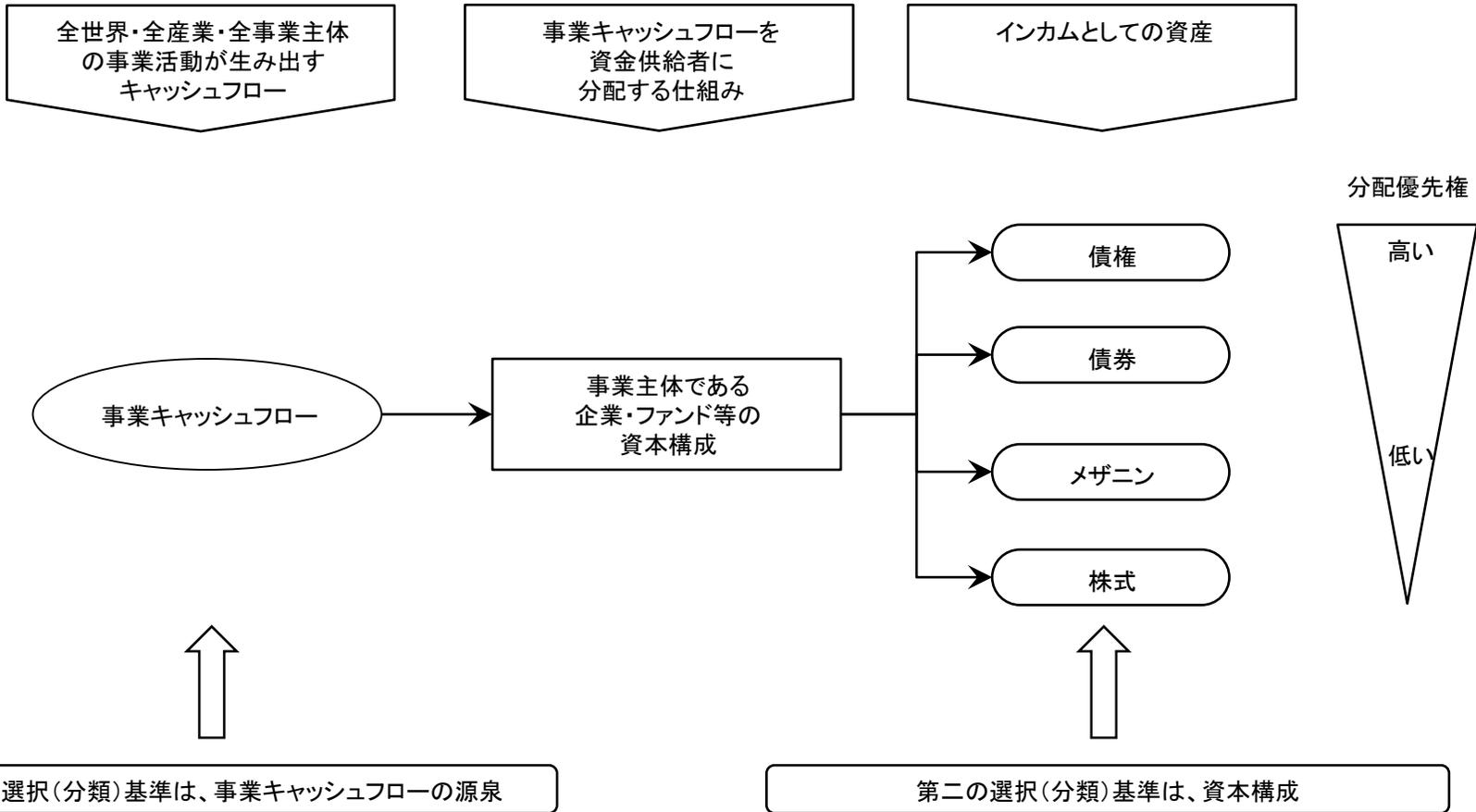
## 価格変動(ボラティリティ)

- 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

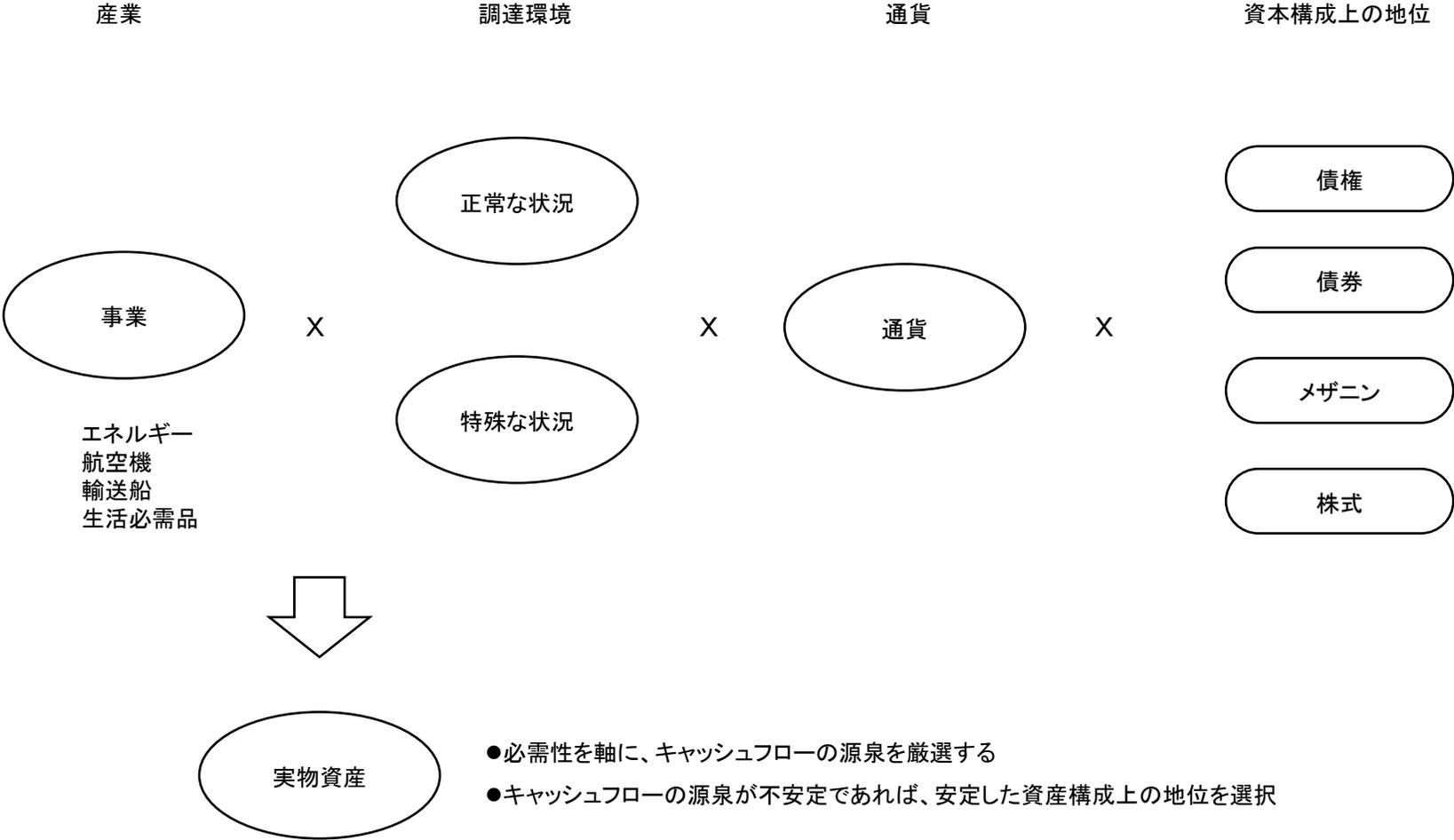
## 保守主義

- 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)

# 事業キャッシュフローとインカム



# キャッシュフローの源泉を分類



# 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



伝統的資金調達方法  
(オンバランス)

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

短期

長期

危険準備金

→ リスクファイナンス

無期



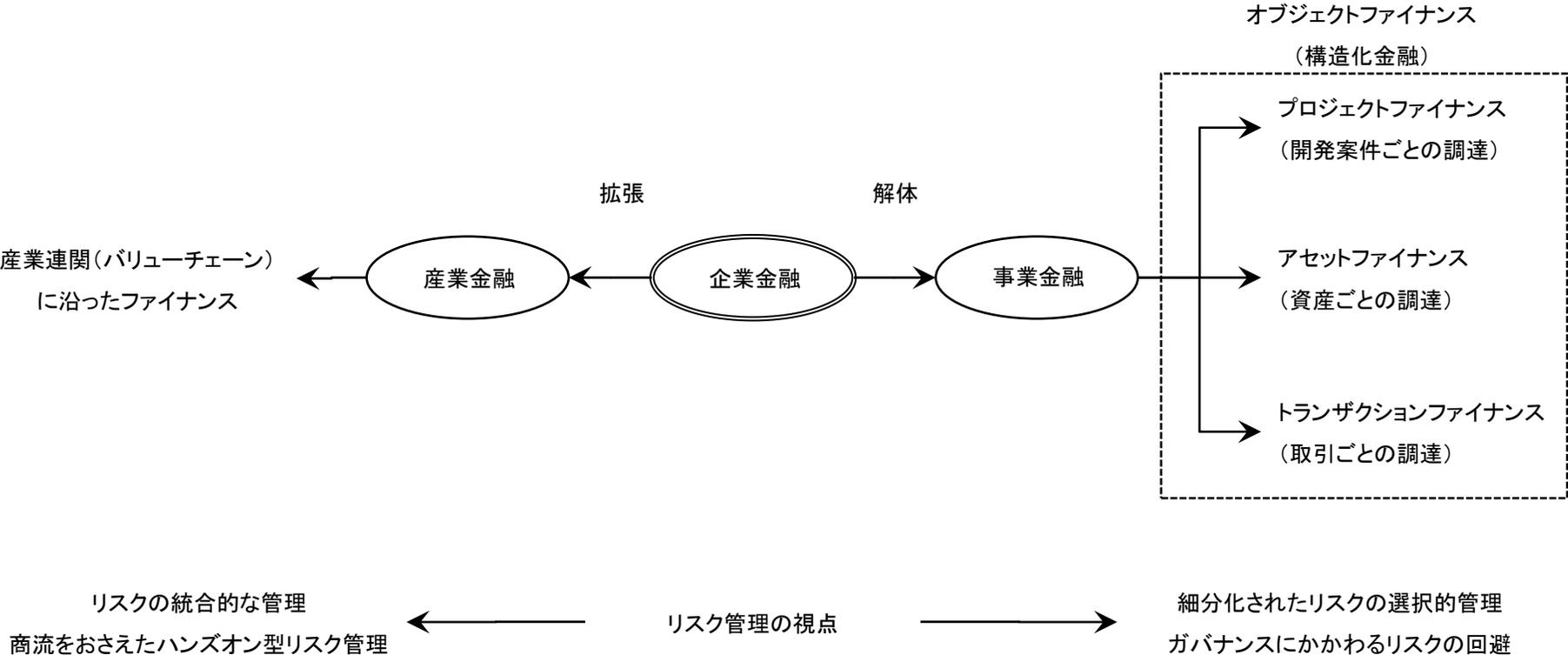
代替的資金調達方法  
(オフバランス)

⇒ オブジェクトファイナンス

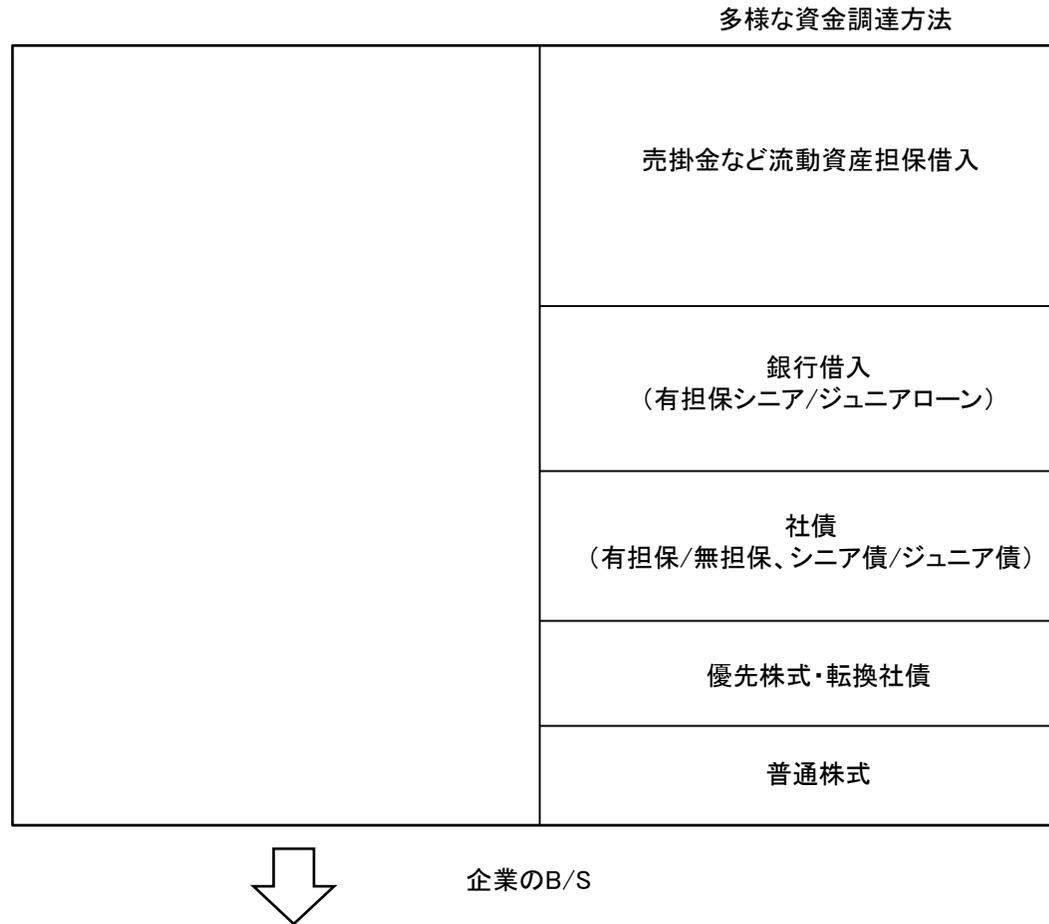
# オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から事業金融へ)

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



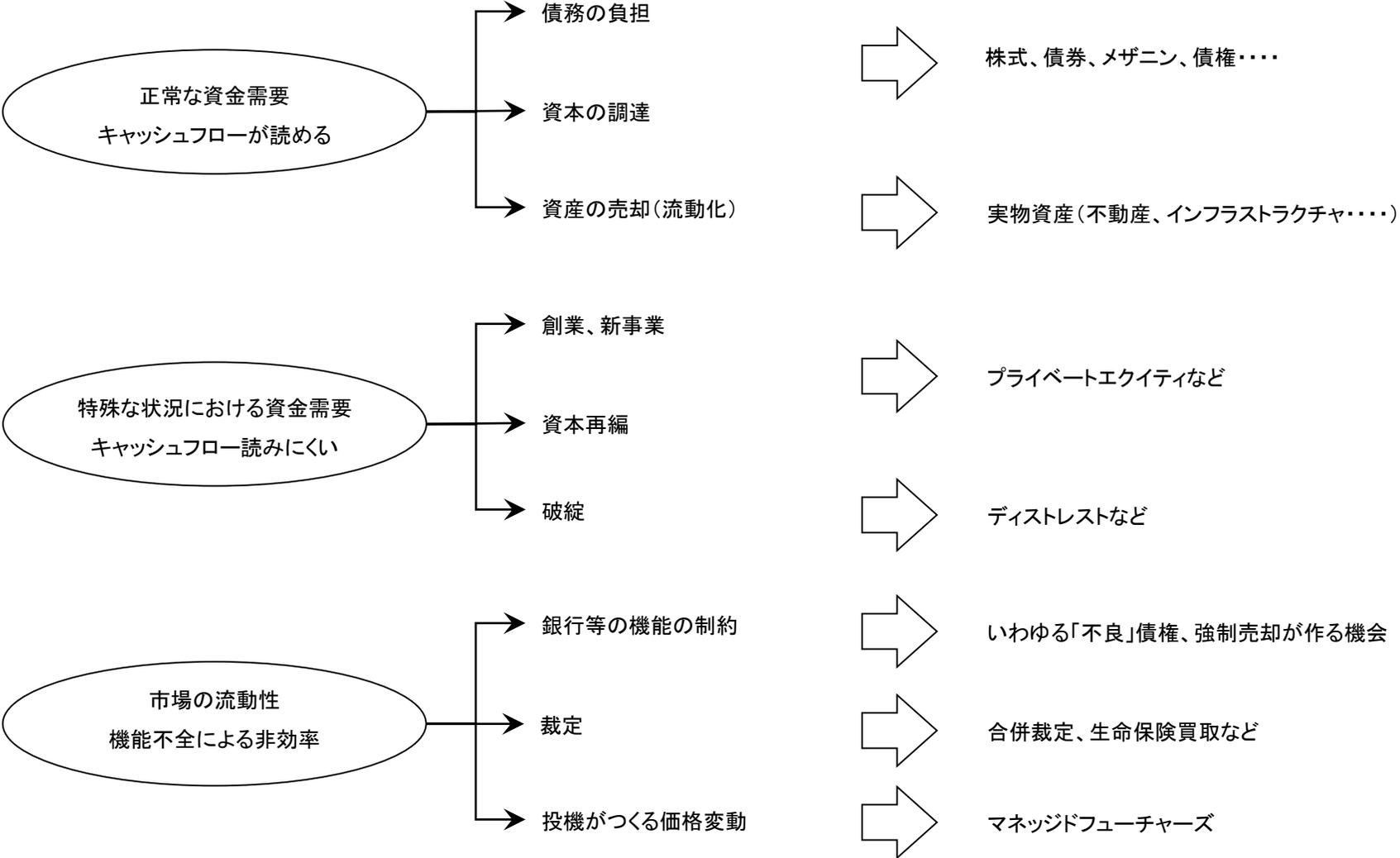
# 多様な資金調達方法



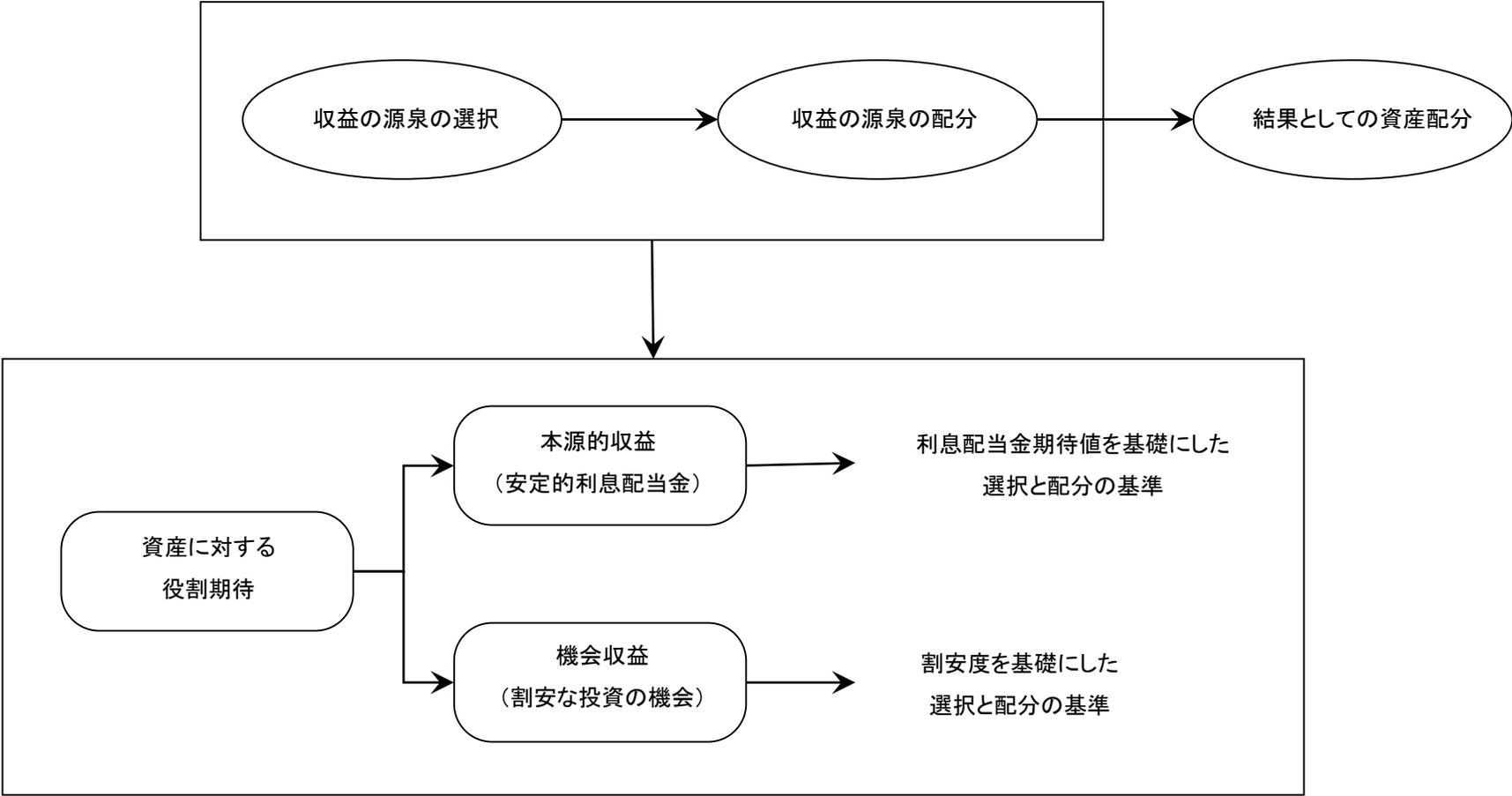
資産の現金化によるB/S圧縮

- アセットファイナンス、セール&リースバック(事業の中核をなす施設・資産を継続利用)
- 非中核資産・非稼働資産の売却

# 社会的資金需要への資金供給

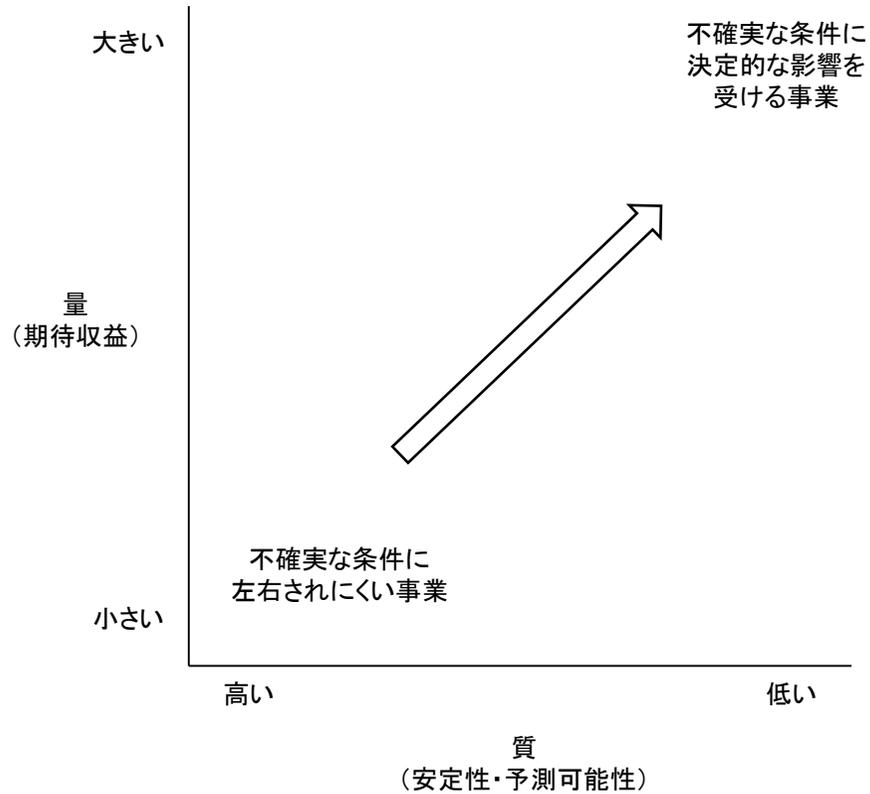


# 収益の源泉の選択と配分

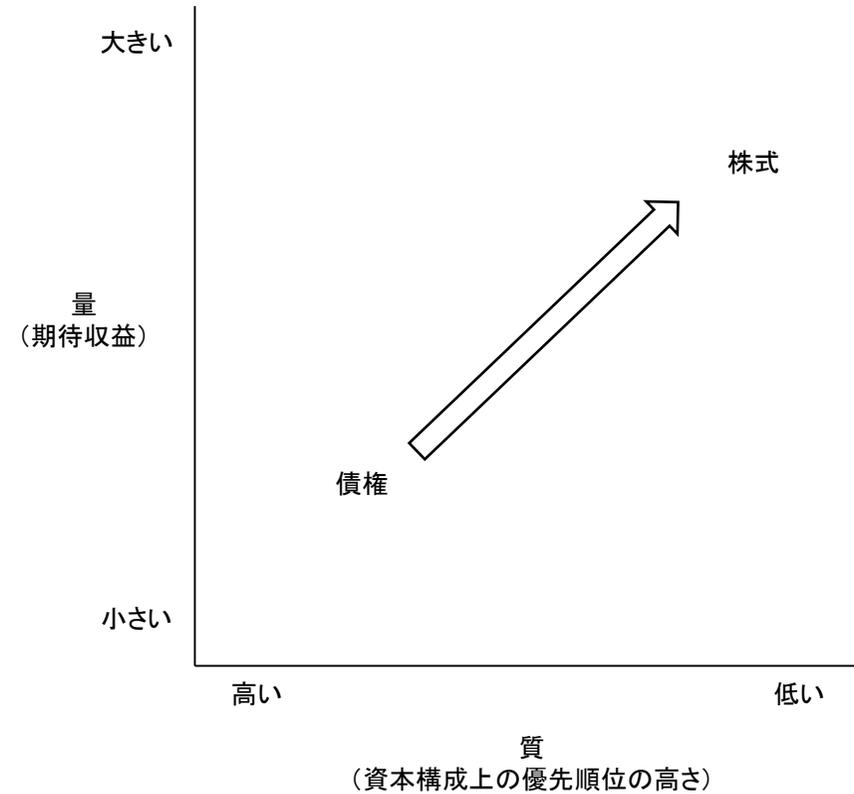


# インカムと損失の可能性(リスク)

事業キャッシュフロー

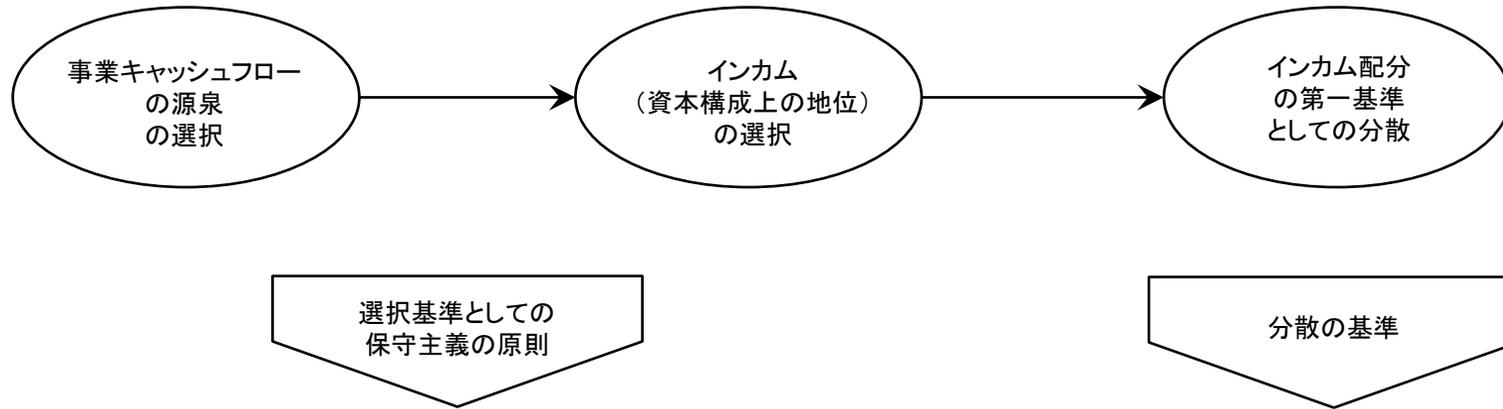


インカム



☞ リスクとは、事業キャッシュフロー(結果的に、インカム)の質が低く、毀損を生じる可能性のあること

# インカムの配分の第一段階



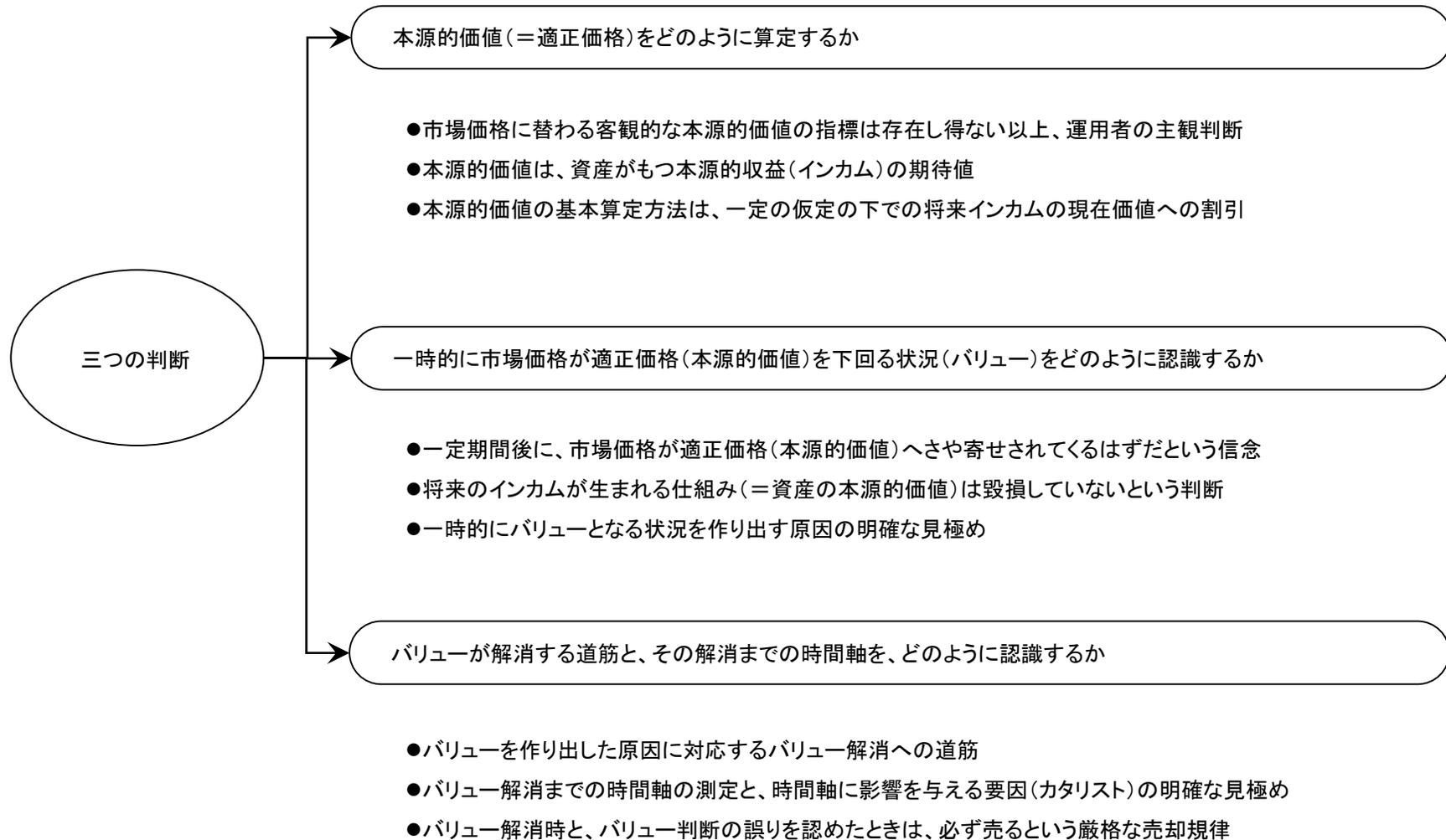
- 量より質
- より予測可能性の高い事業キャッシュフロー
- より優先順位の高い資本構成上の地位

- 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

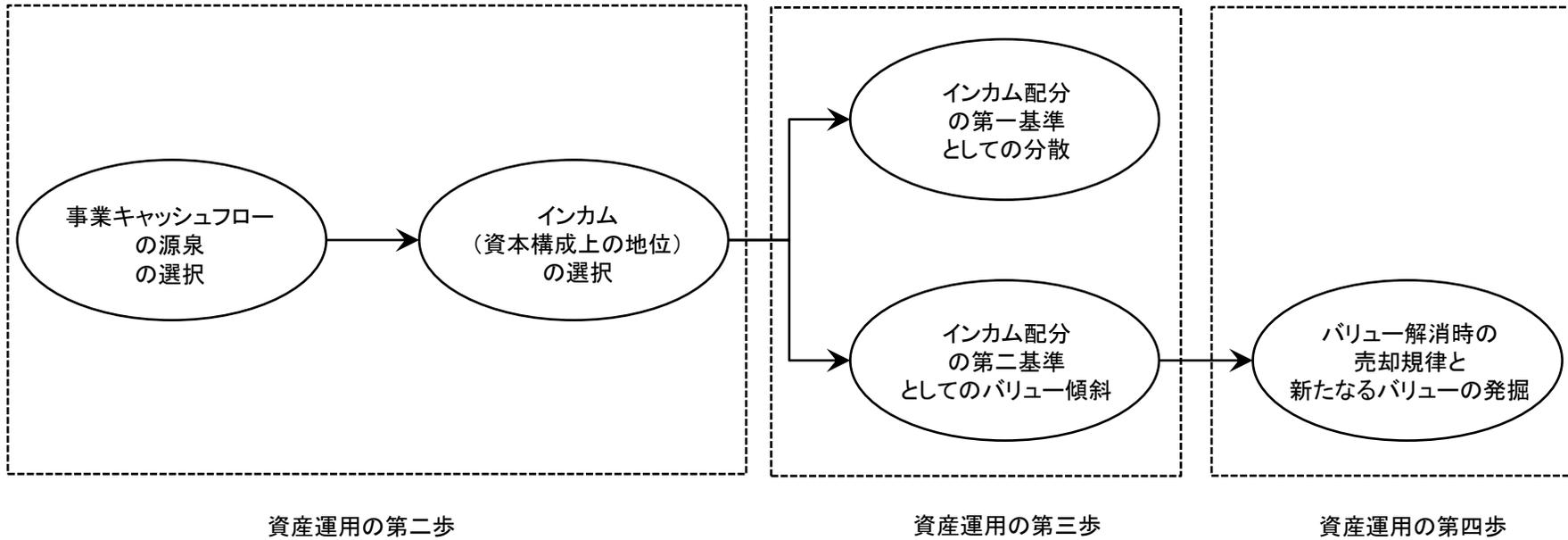


- ☞ もしも、事業キャッシュフローのリスクが大きいのであれば、資本構成上の上位を選択
- ☞ もしも、資本構成上の下位(株式)を選択するのならば、事業キャッシュフローのリスクは小さくなくてはならない

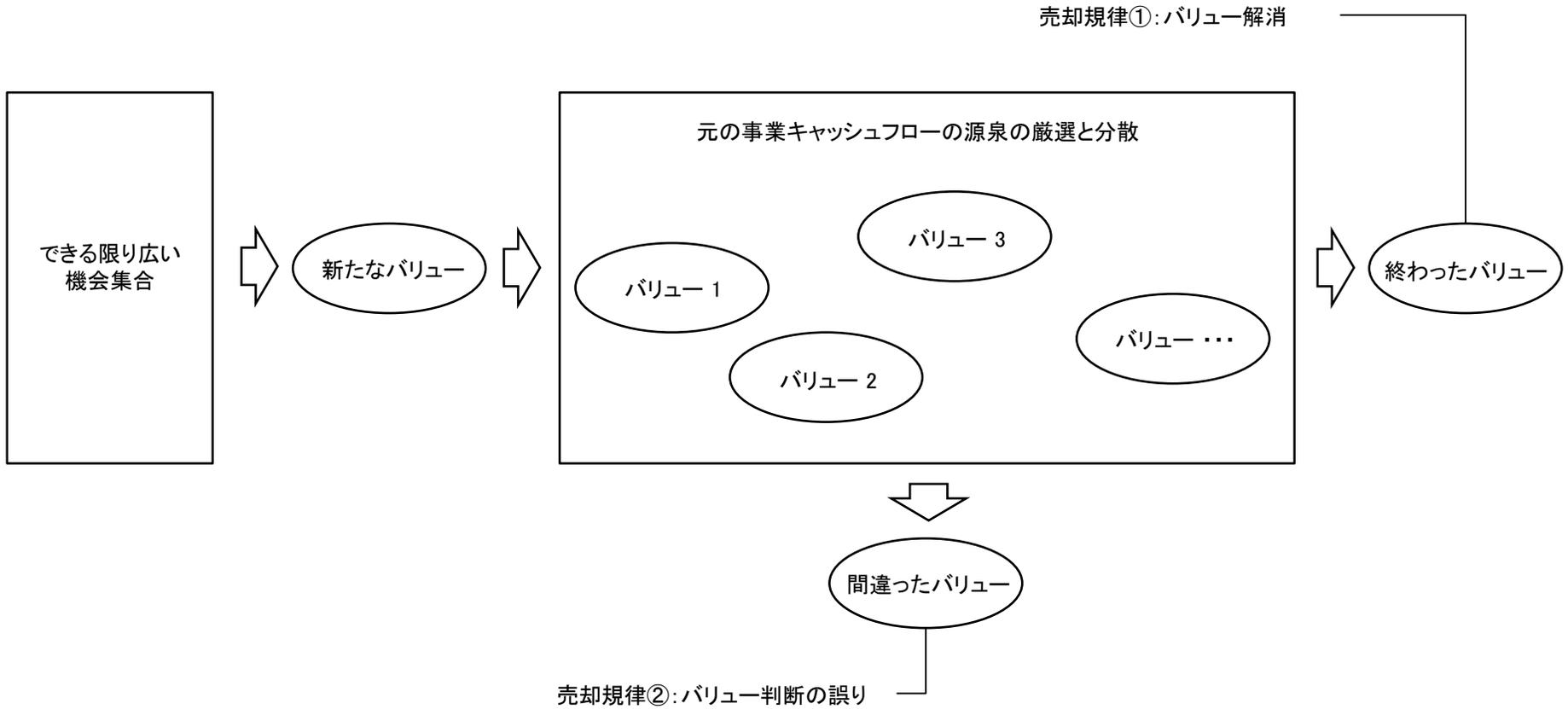
# バリューの基本的論点



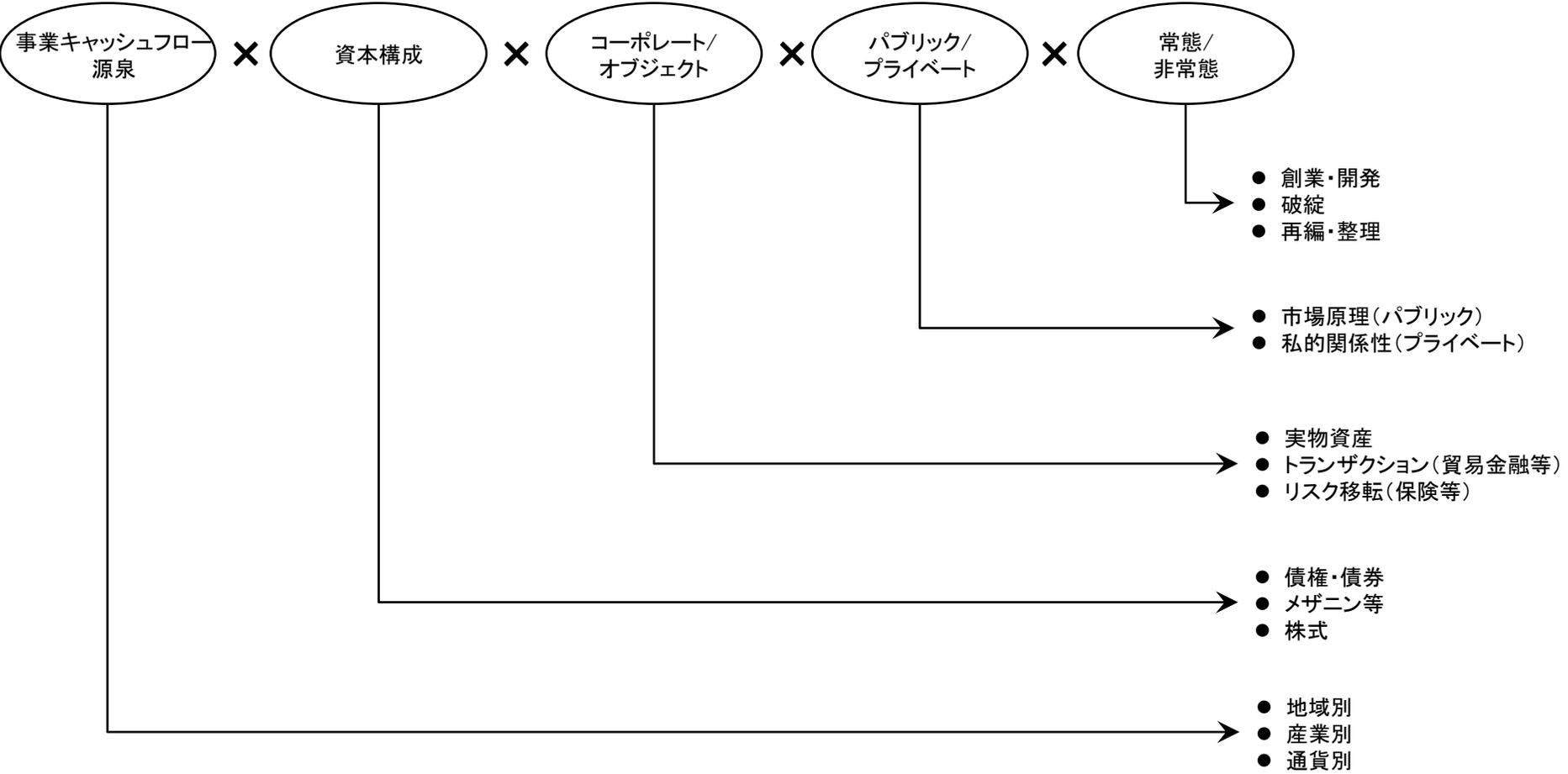
# インカムの配分の第二段階



# バリューの回転

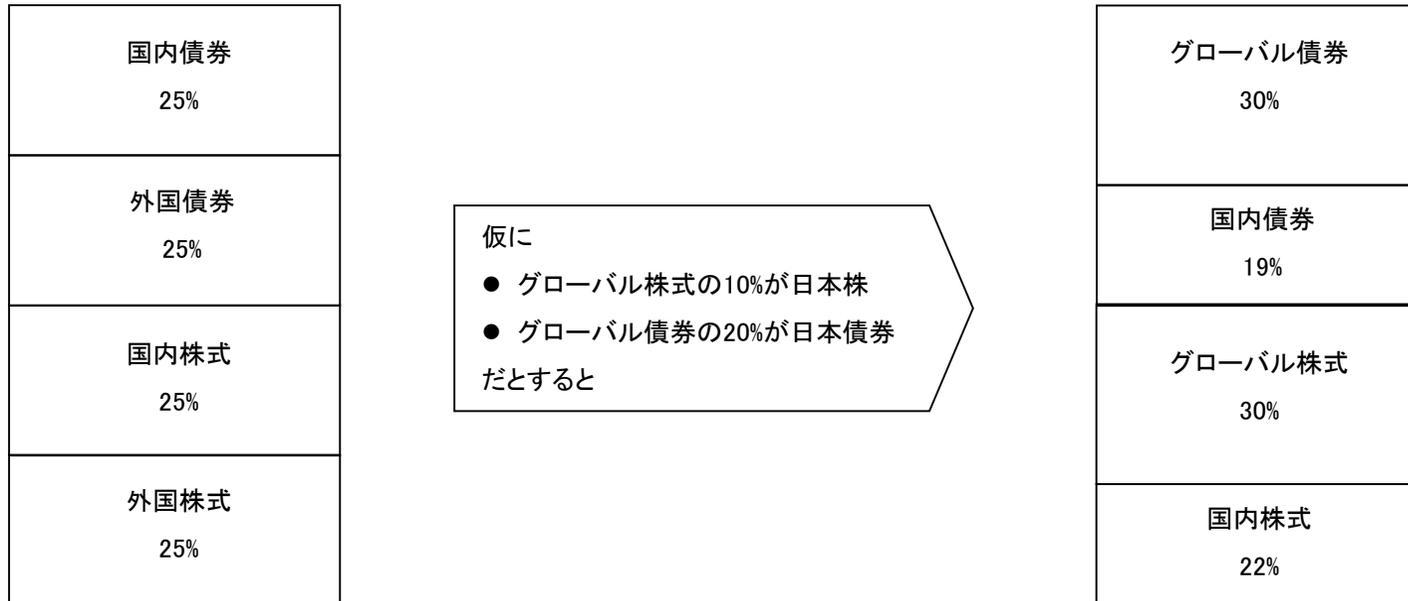


# 資産の分類の軸



# 仮に四資産配分を使うとして、その再構成

伝統的な四資産分類は、別の形にも表現できる



四資産分類を別の形に表現することは、単に形を変えるだけでなく、委託の構造(運用会社に対する期待)も変える

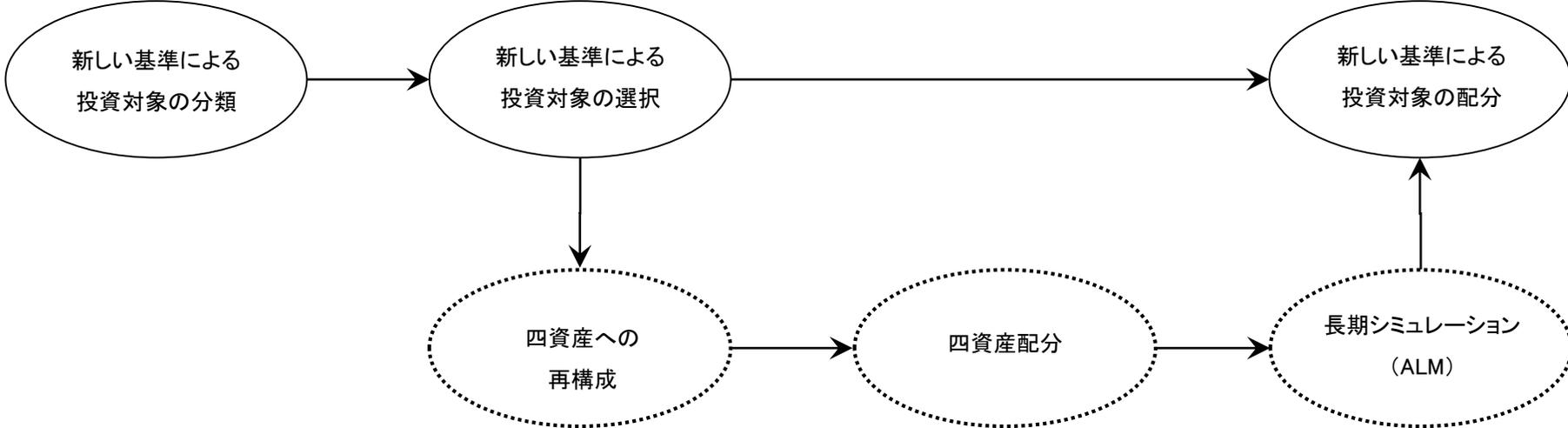
⇒例えば、上の例では、グローバル株式・債券における日本への配分比率の決定も、運用会社の責任になる

# 仮に四資産配分を使うとして、その枠のなかに新しい思想を導入

大抵の資産配分は、定義と区分を工夫することで、「四資産分類+その他(オルタナティブ)」の枠のなかに再構成できる



# 四資産配分の枠組みを維持した革新



- 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。