

## 第1部

基礎的な利息配当金を確保するための運用戦略

## 第2部

投資機会をとらえて追加的収益を目指すための運用戦術

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



## 第一部「基礎的な利息配当金を確保するための運用戦略」

年金基金の財政の基本は、「給付支払=掛金収入+利息配当金収入(インカム)」という等式の成立です。年金資産とは、このインカム(「子」)を生む元本(「元」)のことです。「元も子もない」とは、「元」がなくなれば、「子」もなくなることをいうのです。資産運用とは、元本の保全をはかりながら、インカムの安定的稼得をめざすことです。

では、今のインカムの妥当値はいくらか。ずばり、2.5%といきましょう。なぜ、2.5%なのか。2.5%を実現する具体的資産配分とは何か。インカムを軸に考えたときに、株式投資や、いわゆる「オルタナティブ」は、どのような意味を持つのか。この問題に、明確に答えます。

- 日本国債の投資価値と海外の債券投資の機会
- 株式投資の意義と、インカムを軸にした運用戦略、運用会社の選択
- インカムの視点からみた、ヘッジファンドとプライベートエクイティ、運用会社の選択
- 不動産・インフラストラクチャなど実物資産の評価、運用会社の選択
- インカムを構成する資産配分の決め方

## 第二部「投資機会をとらえて追加的収益を目指すための運用戦術」

資産の価値と資産の価格は、連動しますが、常に一致しているとは限りません。価格が価値を大きく下回る状況は、投資機会としての魅力があります。本来の資産選択とは、インカム運用の基本枠の中で、そのような投資機会へ、傾斜配分をかけることをいいます。

簡単な例を出しましょう。もしも、10%割安な資産があったらどうでしょうか。そこへ10%の配分を行う。そして割安が1年で解消すれば、その資産は10%の追加的収益をもたらす。10%の傾斜配分は、全体の収益率を1%押し上げる。

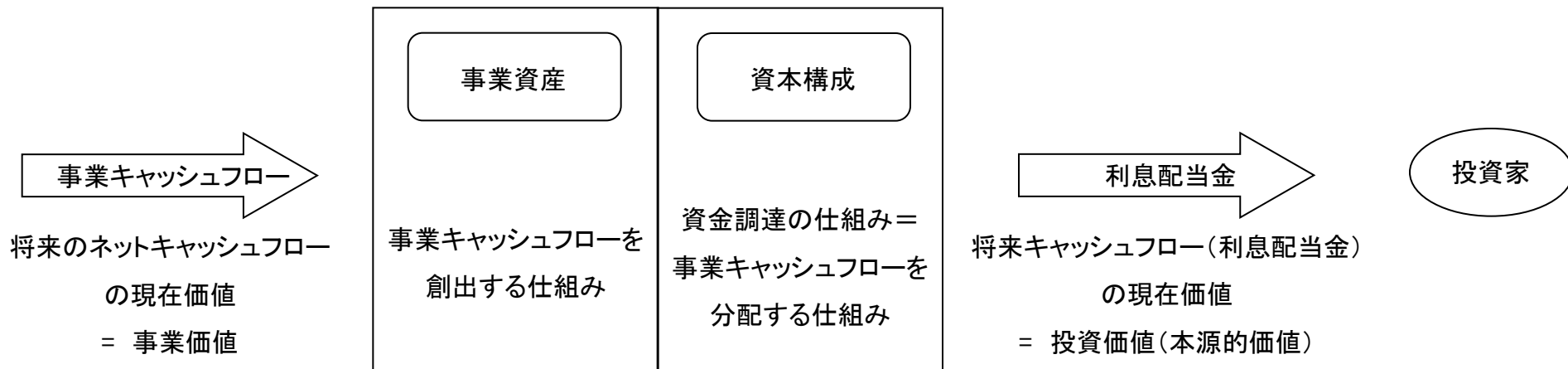
では、これからの3年くらいを見通したときに、どこに投資機会があり得るのか、どのように投資機会を認識するのか、また、どのようにして、投資機会へ「機動的に」資産を動かすことができるのか、など、具体的な課題を検討します。

- 価値の変動と価格の変動の不一致が作り出す投資機会
- 割安な状況の定義と、安全性を見込んだ割安度の測定
- 割安な資産へ傾斜させる方法
- 年金基金と運用会社との間の機能の分担
- 注目する投資機会と運用会社の選択

1. 事業価値と投資価値(本源的価値)
2. 「本源的価値」の理論的意味
3. 「価値変動」の理論的意味
4. 投資の基本的な考え方
5. 価値の成長と価値より低い価格(割安)
6. 常識的な考え方における四つの基本的論点
7. 投資の理論的枠組み
8. 総合収益の分解
9. 収益の源泉の選択と配分
10. 社会的資金需要に裏付けられた投資(=安全性の基礎)
11. 「オルタナティブ」の再構成
12. 非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)
13. 資産(戦略)の選択と配分
14. 利息配当金を基礎とした収益と投資機会による収益

# 事業価値と投資価値(本源的価値)

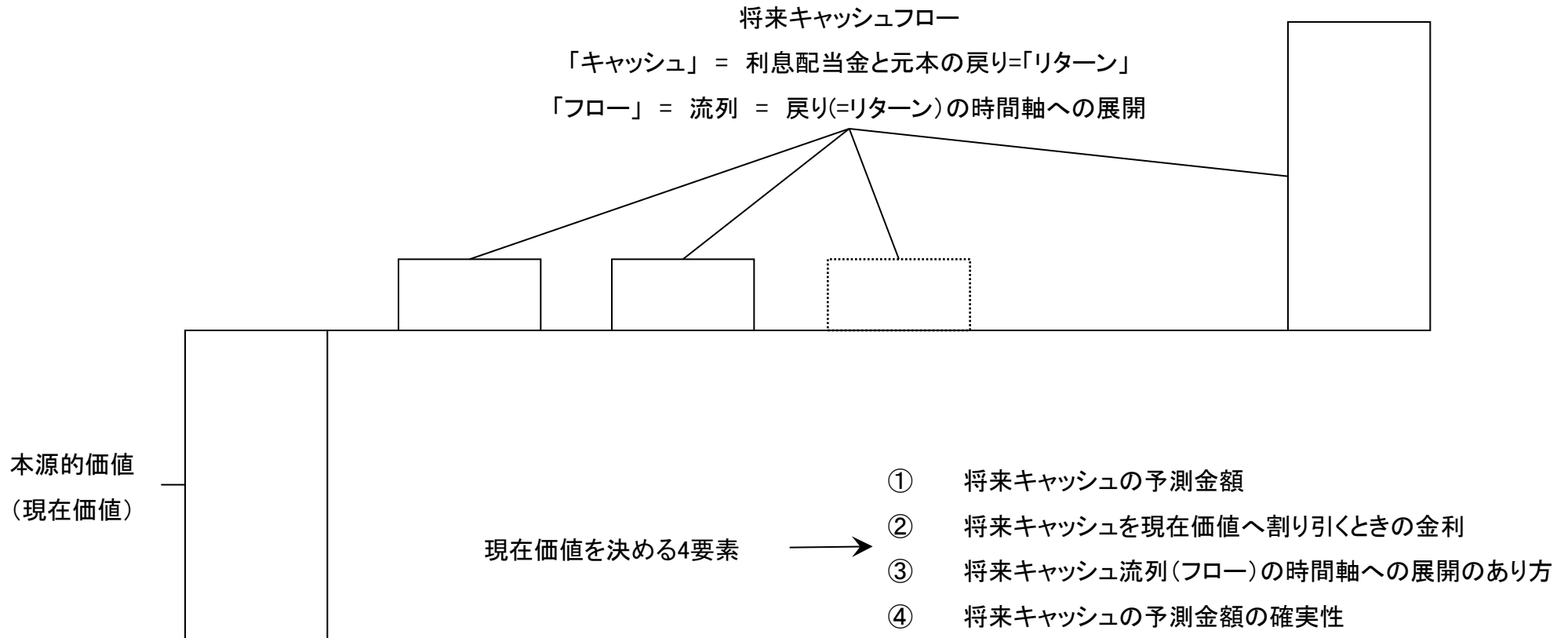
事業(企業やファンド等)の貸借対照表



- 「利息配当金を基礎にした収益(本源的収益)」=「利息配当金そのもの」+「将来利息配当金の上昇(下落) = 価値変動」
- 「利息配当金を基礎にした収益(本源的収益)」は、価値変動(に伴う価格変動)を含むので、一定の価格変動損益を含む
- 将来利息配当金の期待値が下がれば、価値は下がり、価格も連動して下がる。このときの、価格下落は本質的損失であり、まさにリスクである。投資とは、リスクを回避する努力である
- 価値が変動しなくても、価格は変動する(価格変動=ボラティリティ)。そのような価格変動は、本質的リスクではなく、長期的に無視し得る一方で、価格が価値を下回るときは、有利な投資機会を作る

# 「本源的価値」の理論的意味

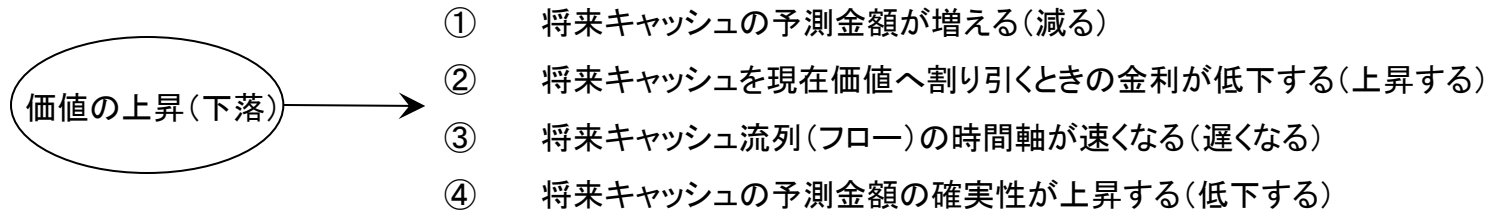
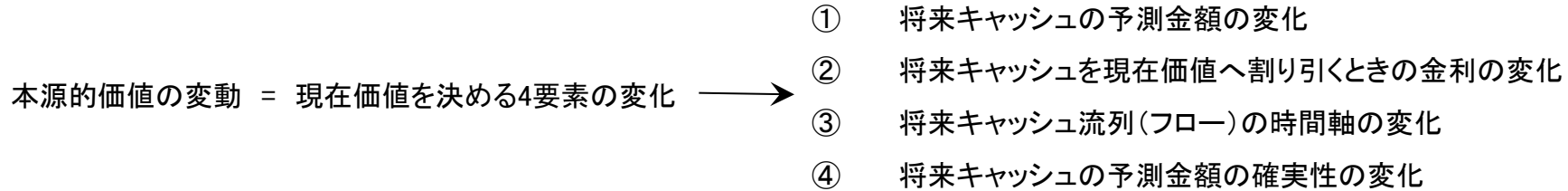
「本源的価値」 = 「将来キャッシュフローの現在価値」



要点

- 株式の本源的価値 = 将来配当の現在価値
- 債券の本源的価値 = 利息と元本の現在価値
- 不動産の本源的価値 = 地代・家賃収入(-諸費用)の現在価値
- 乳牛の本源的価値 = 牛乳の将来販売価格(-諸費用)の現在価値

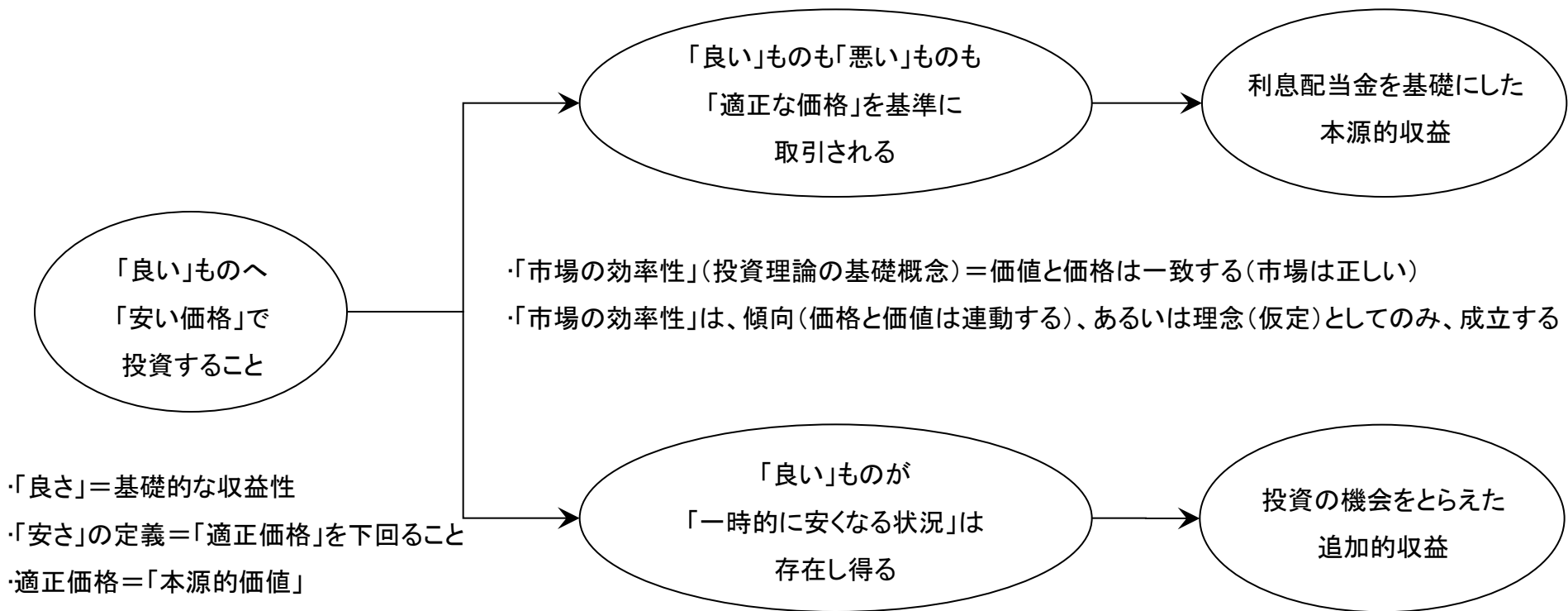
# 「価値変動」の理論的意味



## 要点

- ④の将来キャッシュの確実性の変化が、資産価値変動の最大の要因(=即ち、投資における最大の「リスク」)であること
- キャッシュを生まない資産はゼロ価値であること
- 株式における配当性向の問題は、配当を高くすることが時間軸の前倒しになる点で株式価値の上昇要因である一方、内部留保=「将来キャッシュ創造への投資」を減らすという意味で株式価値の下落要因

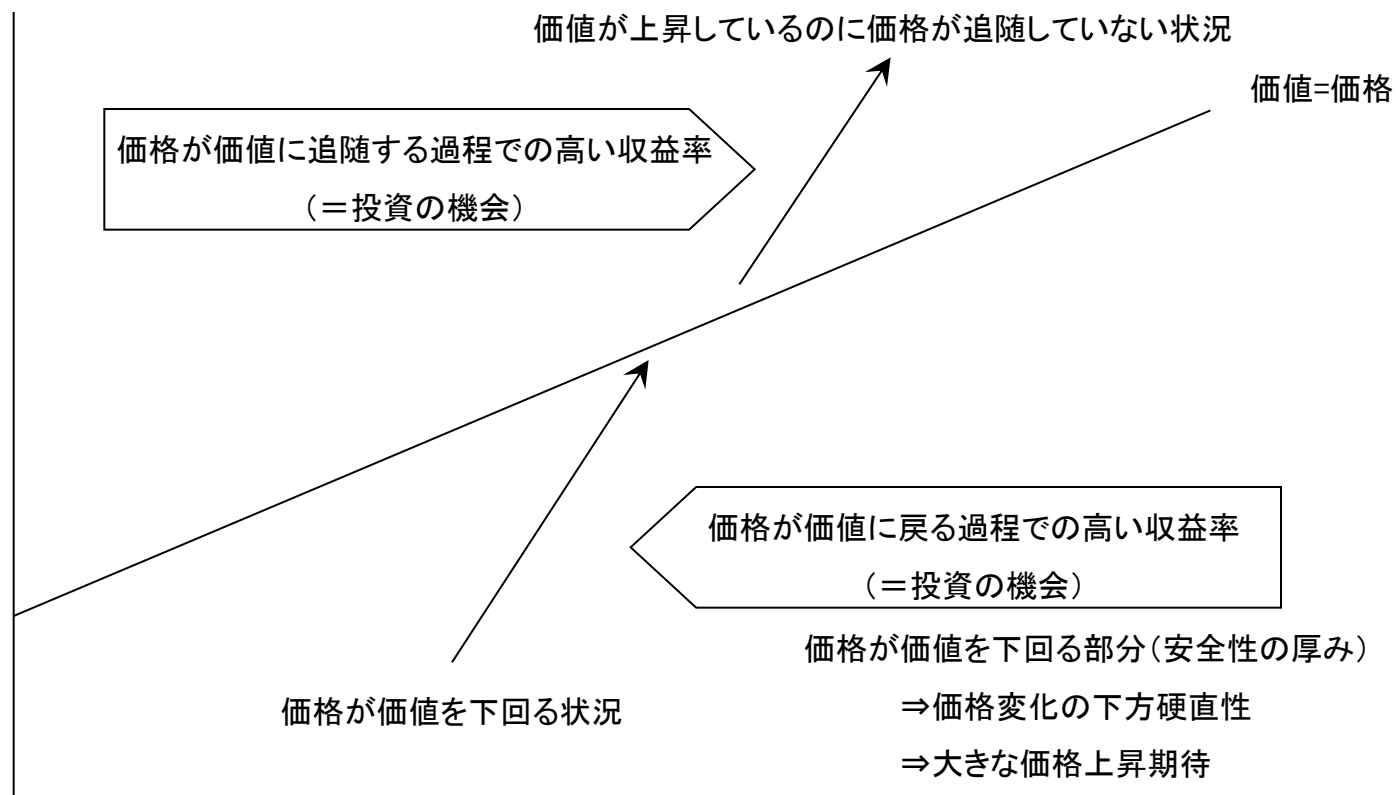
# 投資の基本的な考え方



- ・「市場の効率性」は、傾向(価格と価値の幅を持った連動性)として成立する = 価値と価格はずれる
- ・「一時的に安くなること」 = 割安(価値と価格の差) 価格 = 投資の機会
- ・一時的に安くなったものは、本来の価値の方向へ戻る(平均へ、ではなくて) = 効率性による裏づけ

## 価値の成長と価値より低い価格(割安)

- ⇒ 事業価値が上昇すれば、その他の要因にして同じならば、資産価値は上がるはずである。そのような投資対象の価値の成長(グロース)を目指すのは、投資の一つの基本です。
- ⇒ 一方、投資のもう一つの基本は、価格が理論価値を下回っている機会をとらえることです。このとき、価格は理論価値へ収束していくと考えるのが、割安(バリュウ)運用です。





# 常識的な考え方における四つの基本的論点

## 本源的価値

- 資産が生み出す将来キャッシュフローの現在価値
- 資産運用の課題＝将来キャッシュフローを高める(価値の増大を目指す)努力
- 基礎インカム＝現在利息配当金 + 将来利息配当金の上昇(価値上昇)

## 損失の可能性(リスク)

- 将来キャッシュフローの毀損⇒本源的価値の低下⇒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)

- 本源的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

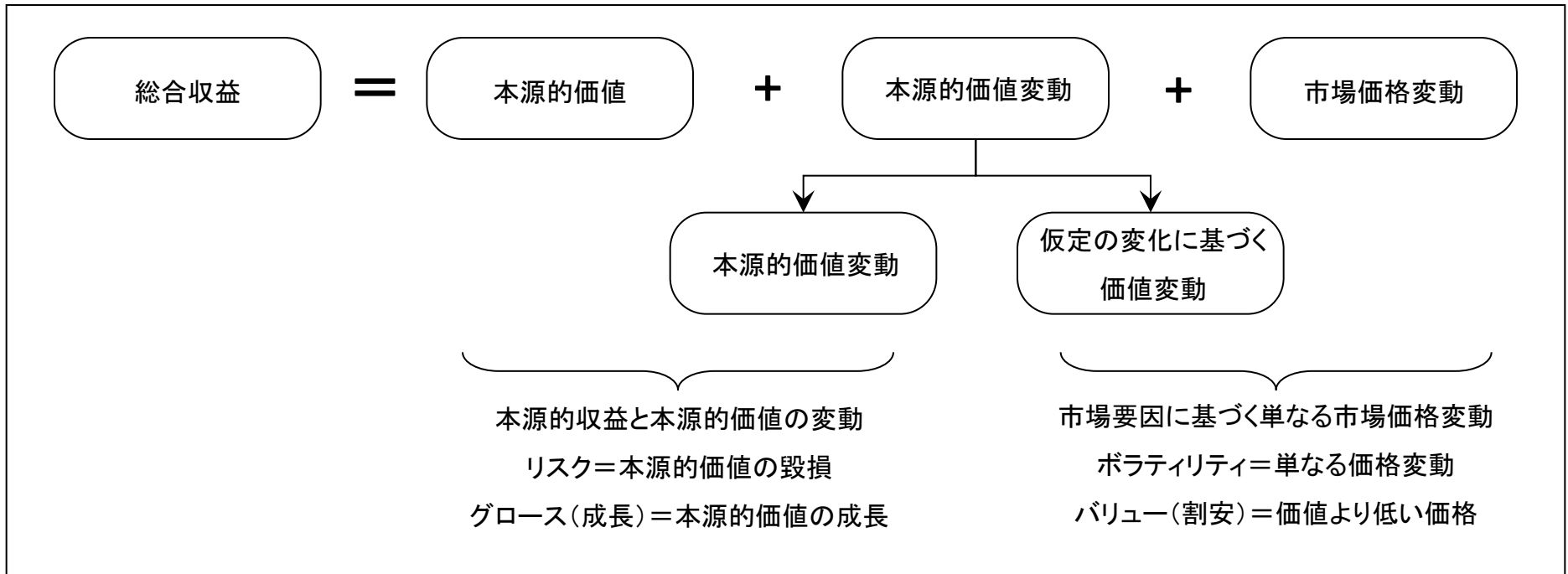
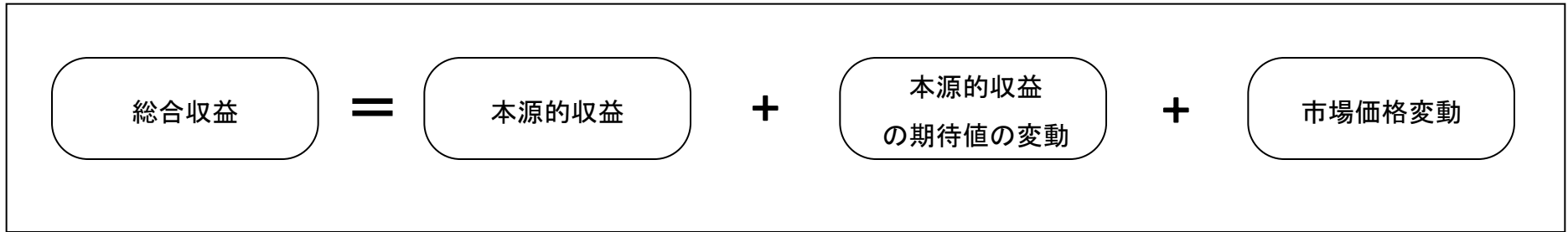
## 保守主義

- 将来キャッシュフロー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 margin of safety)」＝価値と価格の差の大きさ
- 合理的にできること⇒価値の判断
- 合理的にできないこと⇒価格の予想

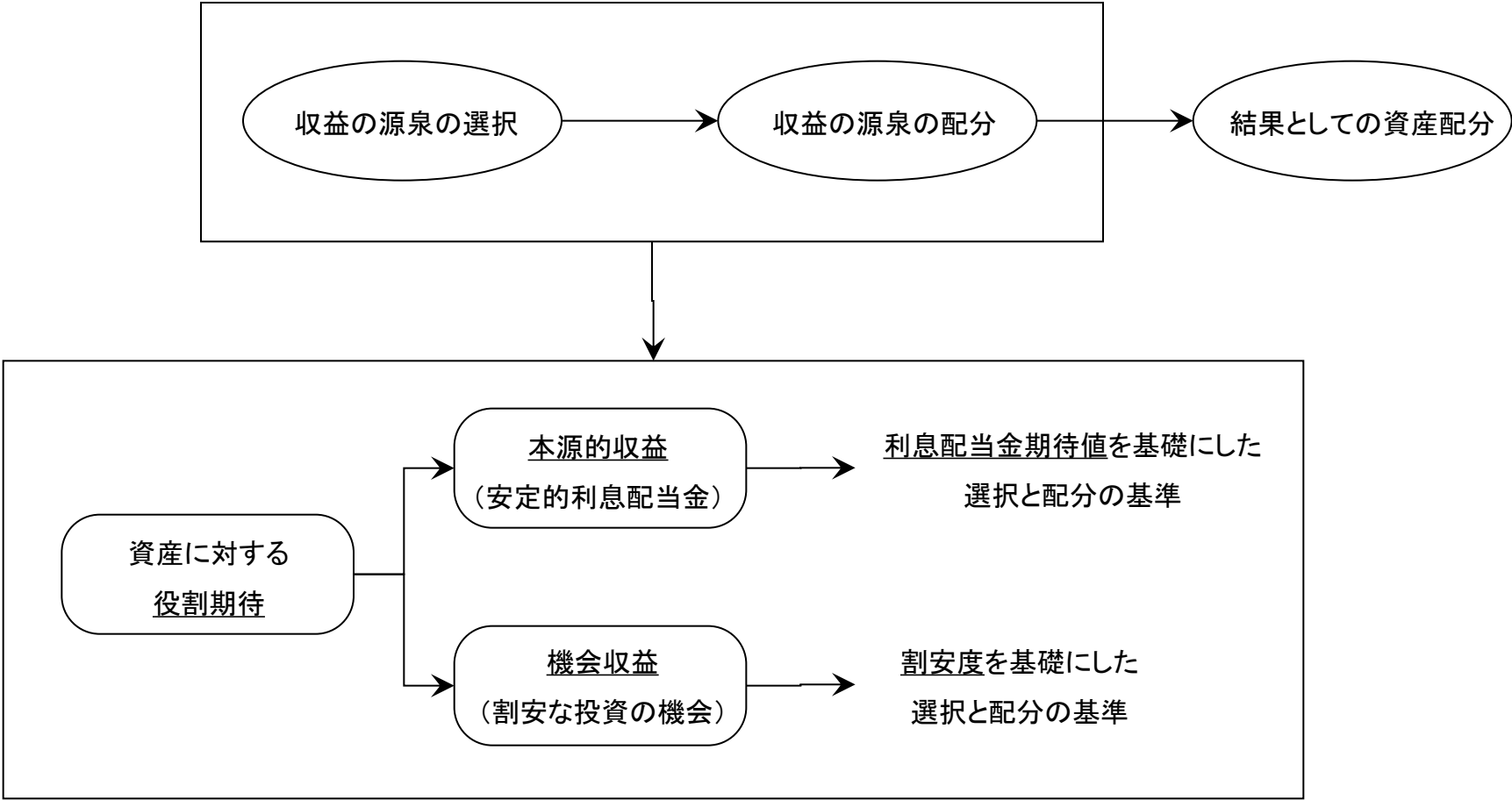
# 投資の理論的枠組み

	旧来の「理論」の適用	常識的な実践
リターン	<p>本源的収益 = 価値 = 価格</p>	<p>本源的収益 = 価値 価値と価格は異なる</p>
リスク	<p>価値変動 = リスク = ボラティリティ 「リスクをとる」</p>	<p>リスク = 価値下落による損失 ⇒ 管理可能な対象 = 「リスクを避ける」 ボラティリティ = 価格の変動 ⇒ 基本的に受け入れるしかない</p>
資産配分	<p>選択された範囲での配分 (アロケーション) 原点における選択の根拠は？</p>	<p>価値の選択 (セレクション) 機会 (価格が価値を下回る状況) の選択</p>
統計の誤用	<p>過去統計 ⇒ 将来戦略</p>	<p>将来戦略 ⇒ 統計による検証</p>

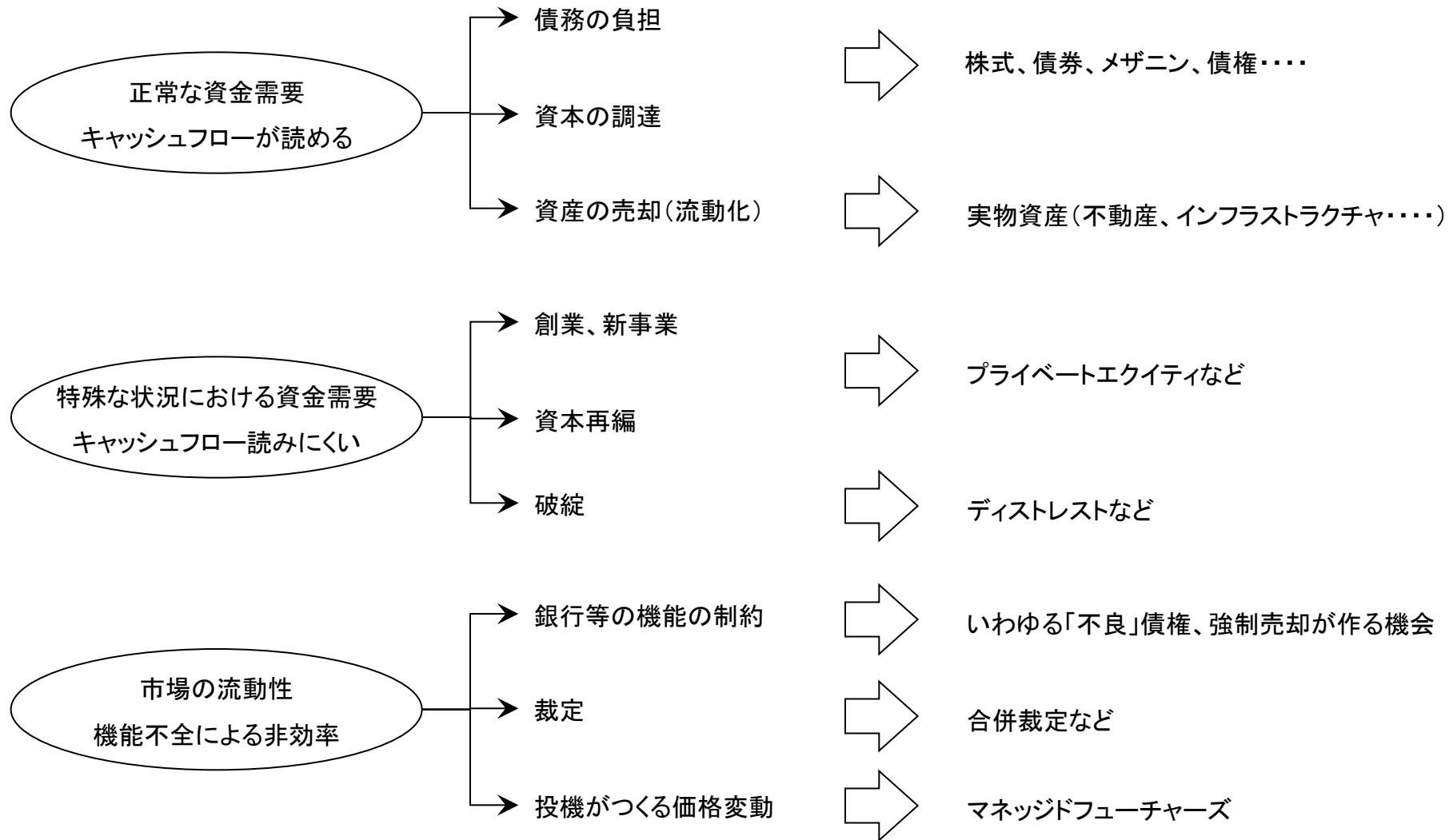
# 総合収益の分解



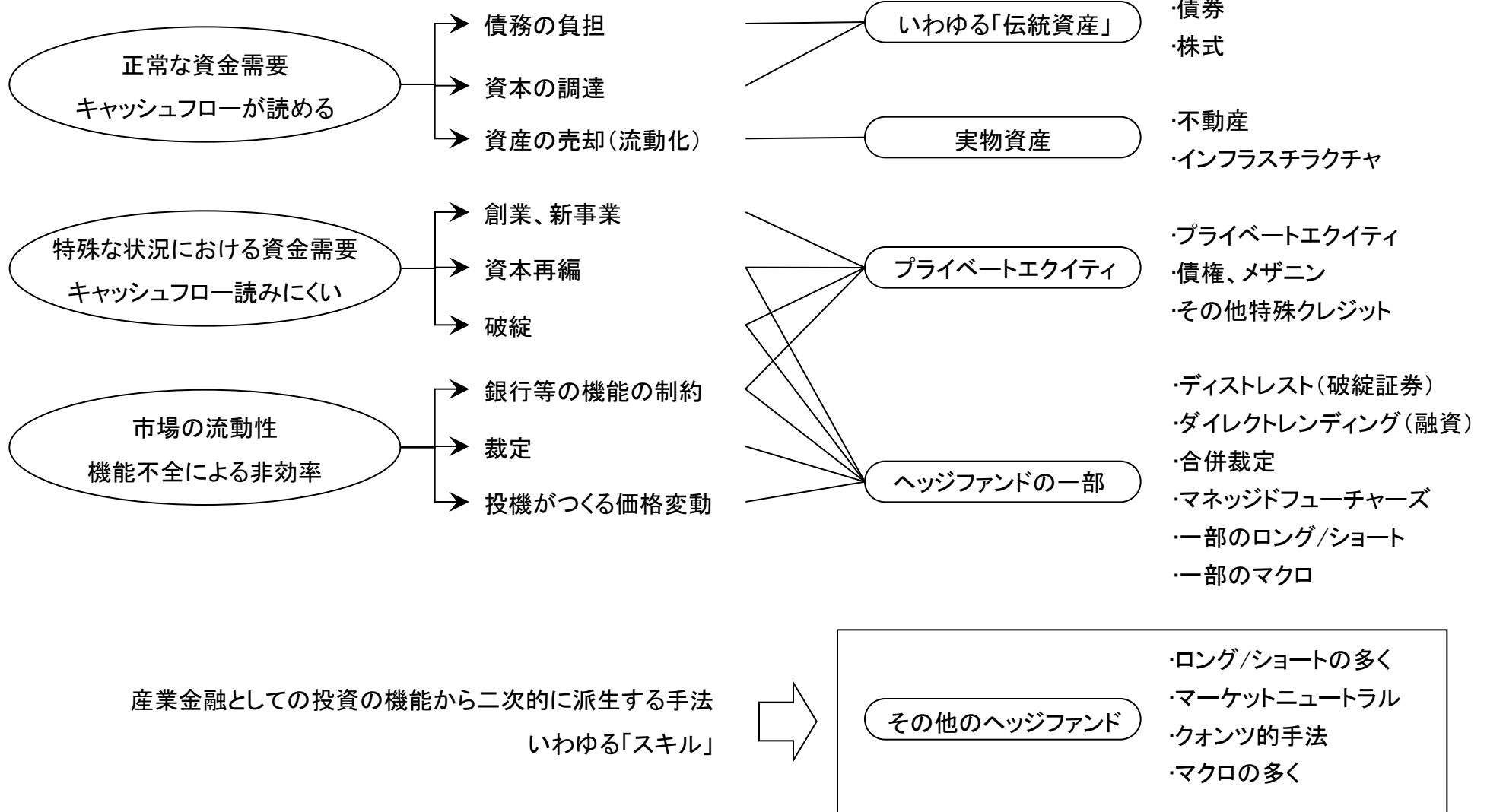
# 収益の源泉の選択と配分



# 社会的資金需要に裏付けられた投資(=安全性の基礎)



# 「オルタナティブ」の再構成



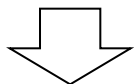
# 非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)

長期運用における「流動性」とは、「売却できる」ことではなくて、安定的キャッシュフローを生む仕組みに構造化すること

安定的なネットのキャッシュフロー(新規投資金額-回収金額)=NCF

・NCF/V=目標利回り  
・分散によるNCFの安定化

将来達成すべき構成を考えた計画的なコミットメント  
機会を捉えて安いときに適切な戦略にコミットする工夫



プライベートエクイティ  
・バイアウト  
・グロース  
・ベンチャー  
・その他特殊クレジット

実物資産  
・不動産  
・インフラストラクチャ  
・その他

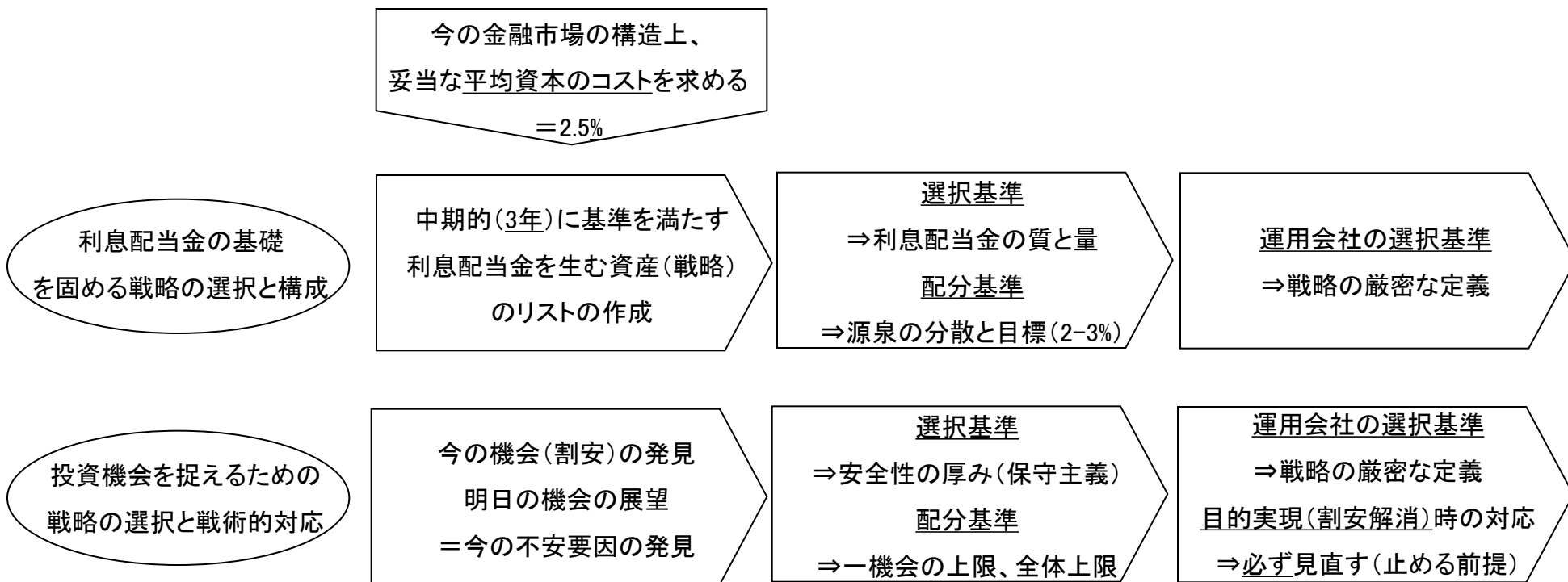
分散されたポートフォリオ  
投資済みの総額=V

投資開始時

7-10年くらい先

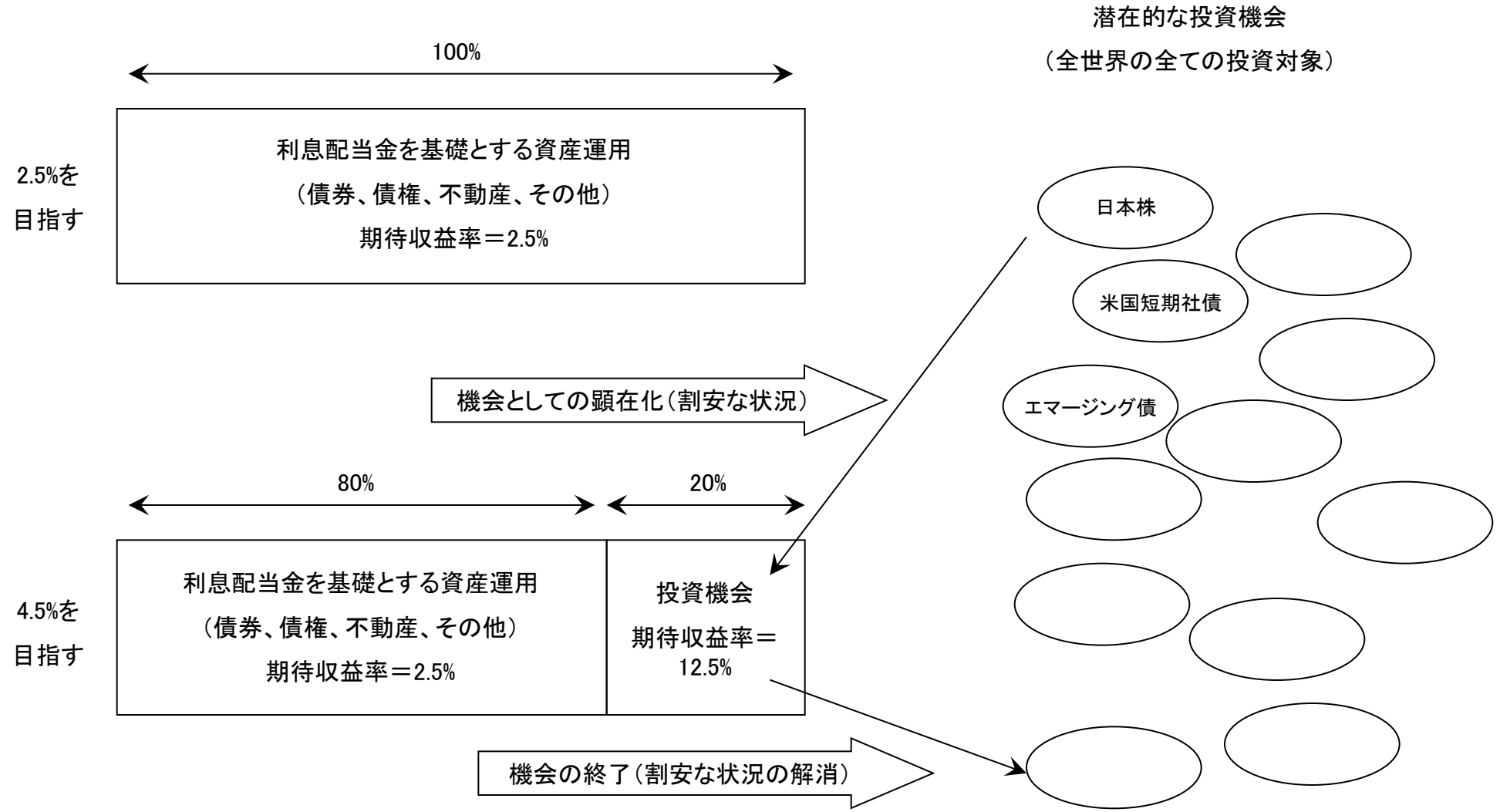
# 資産(戦略)の選択と配分

資産配分(アロケーション)には、論理的に、資産選択(セレクション)が先行する。選択した範囲でのみ、配分が問題になる  
資産定義を厳密にしない限り、選択はできない。厳密化していけば、「資産」というよりも、戦略となる  
資産定義と資産選択基準が、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  
選択の基準は、価値判断である。投資対象の価値判断が、投資の本質である





# 利息配当金を基礎とした収益と投資機会による収益



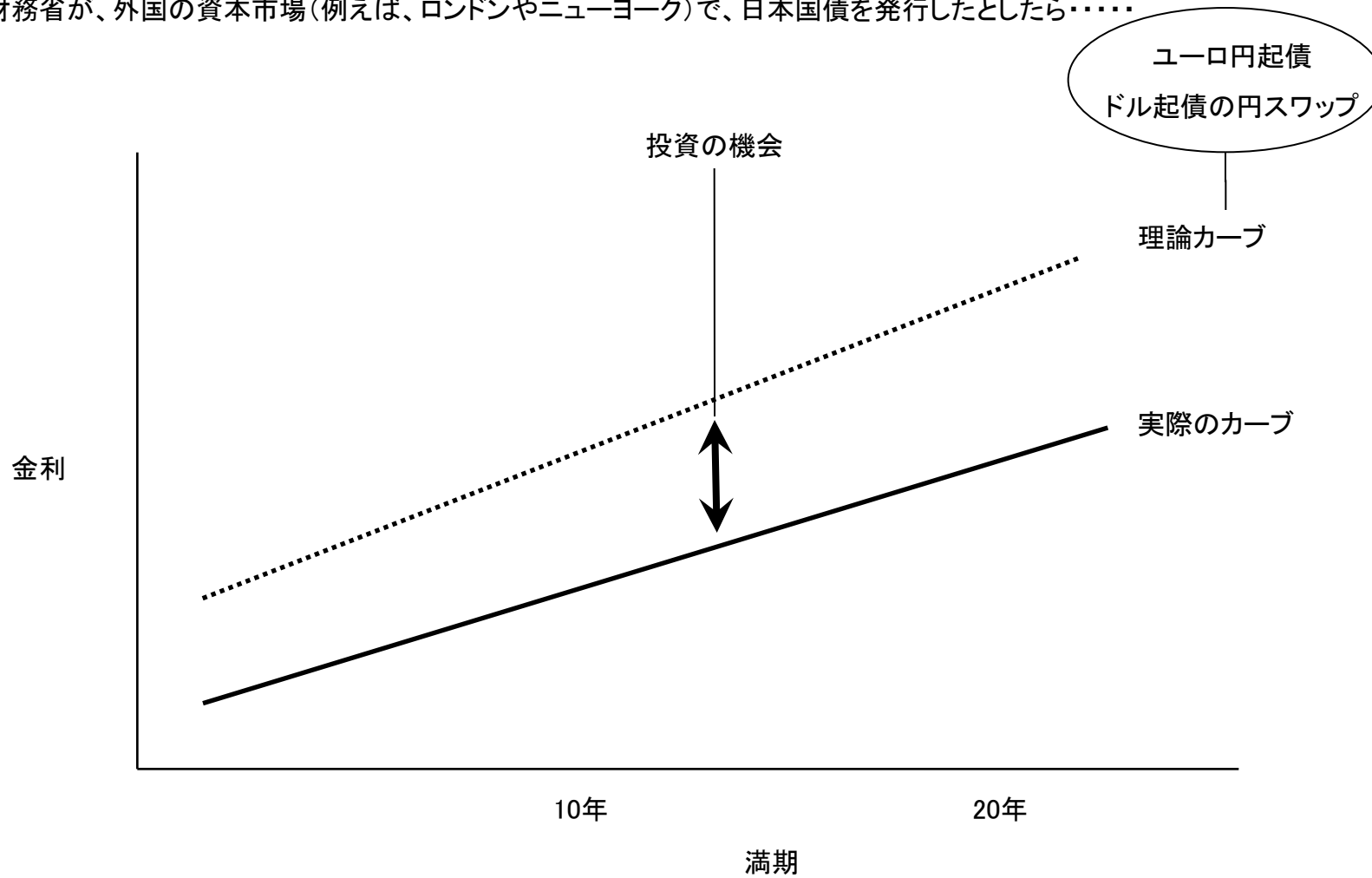
# 第1部 基礎的な利息配当金を確保するための運用戦略

---

1. 日本国債の利回りは基準金利か
2. USドルのヘッジコスト
3. 具体的な投資領域
4. 債券は額面で償還すること
5. 信用リスクと表面金利の関係におけるバリュー
6. 信用リスクの誤解
7. 信用リスクと表面金利の関係における「投資適格」という制約の影響
8. コンベクシティによる付加価値
9. 資産担保証券の難しさと機会
10. 配当と配当性向
11. 実物資産そのものではなく、キャッシュフローを生み出す契約関係

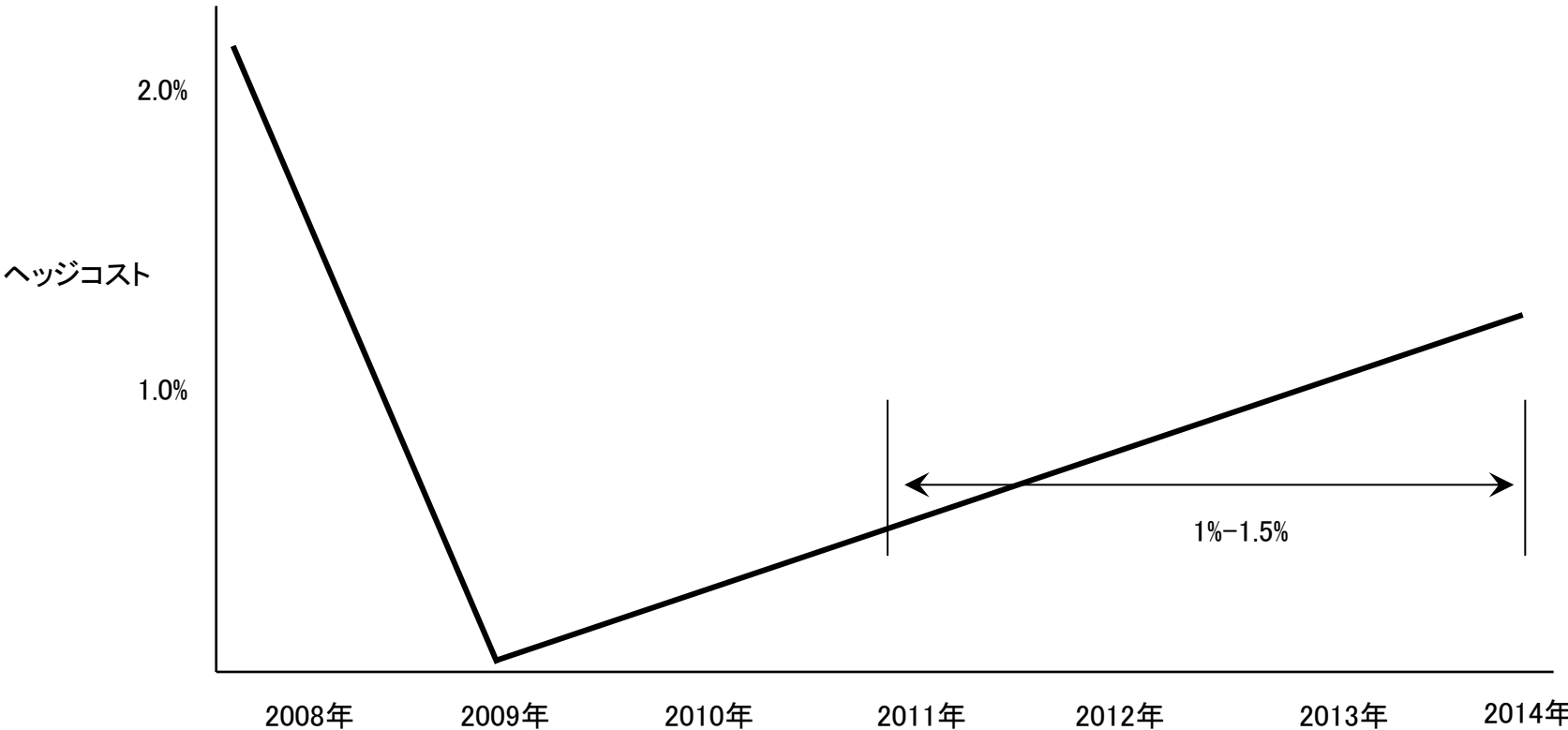
# 日本国債の利回りは基準金利か

財務省が、外国の資本市場（例えば、ロンドンやニューヨーク）で、日本国債を発行したとしたら……

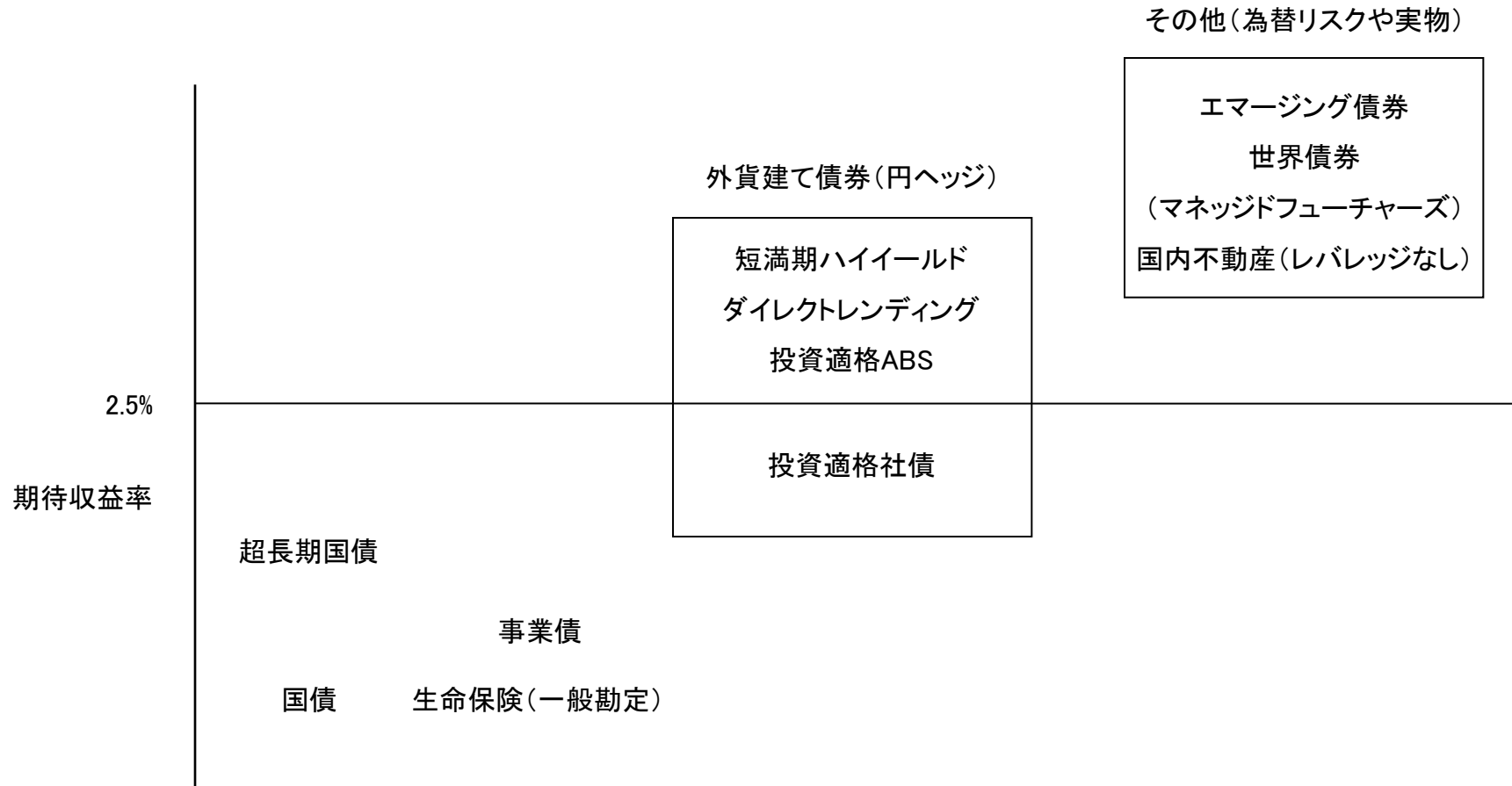


# USドルのヘッジコスト

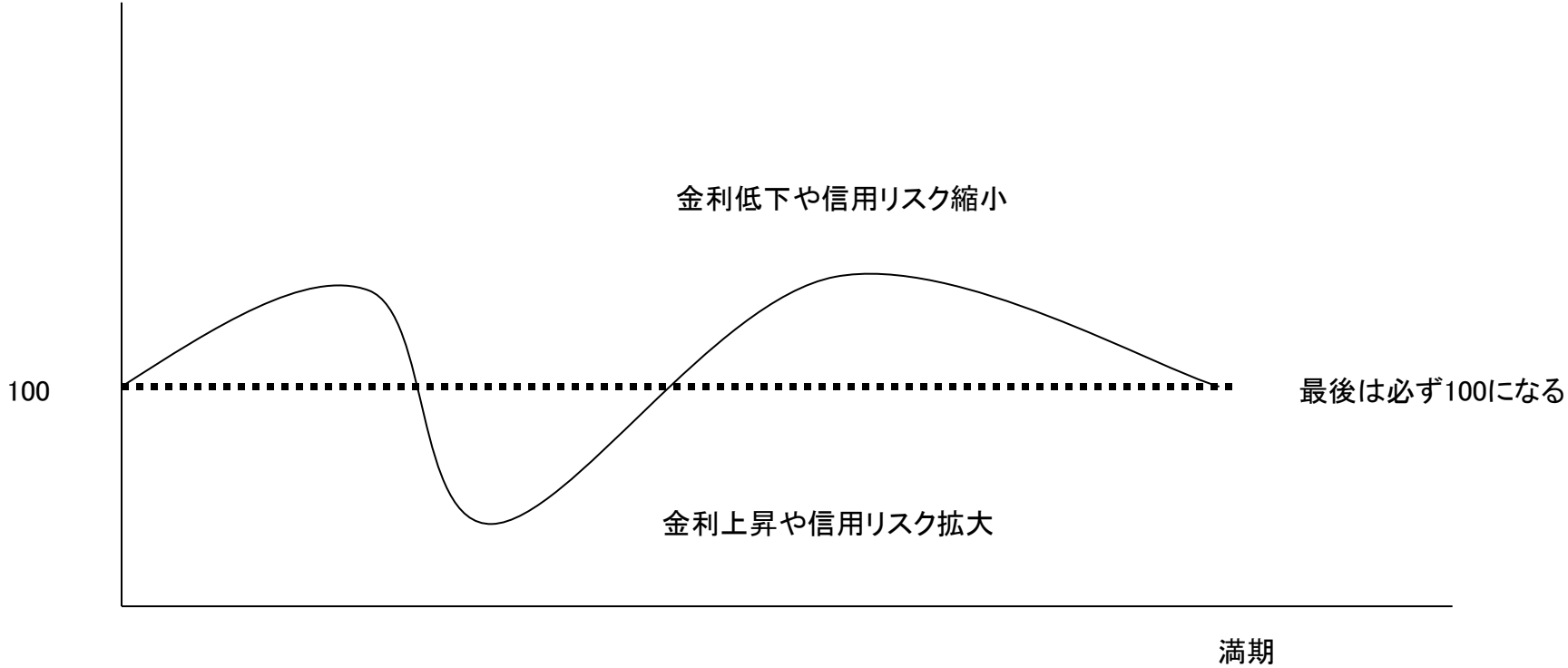
3年の投資期間を想定したときの円の2.5% = US\$の3.5-4% - 3年の推計ヘッジコスト1-1.5%



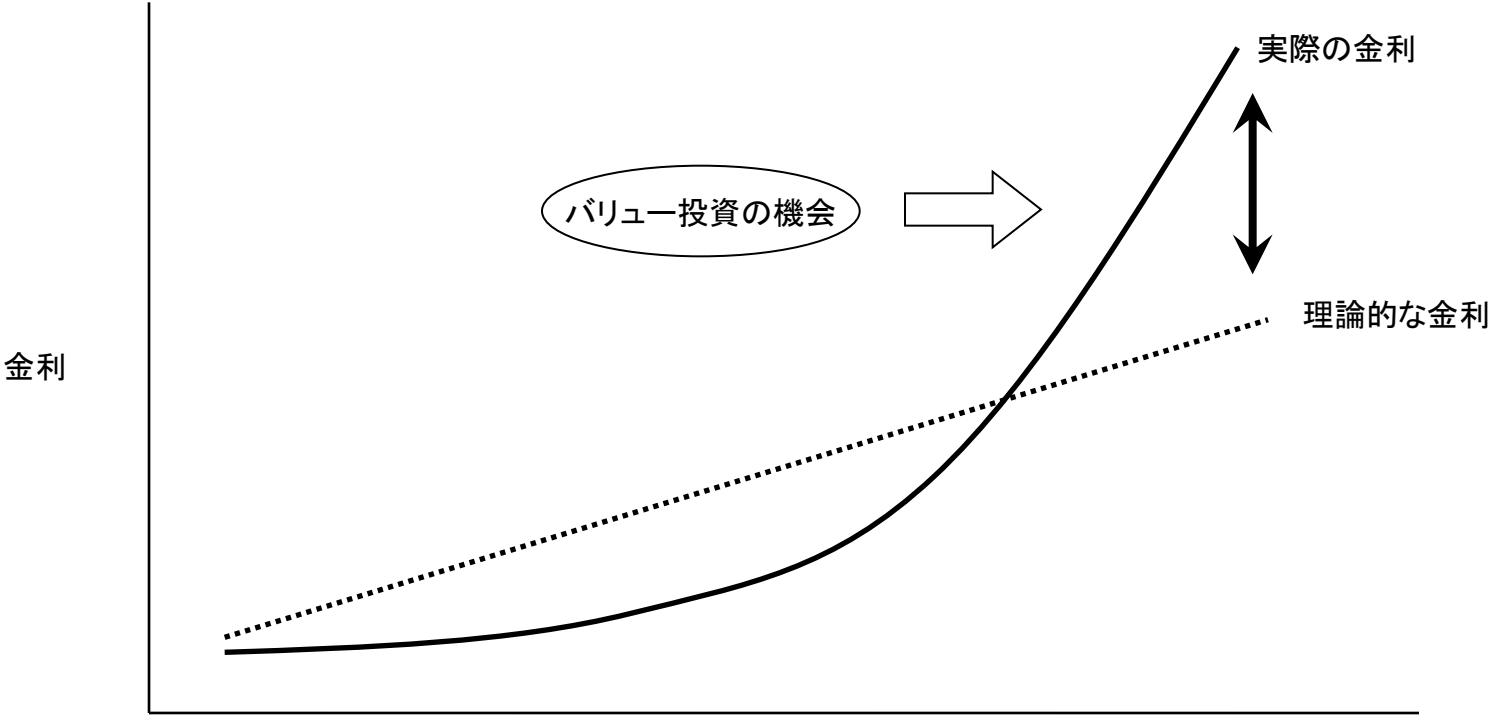
# 具体的な投資領域



# 債券は額面で償還するということ

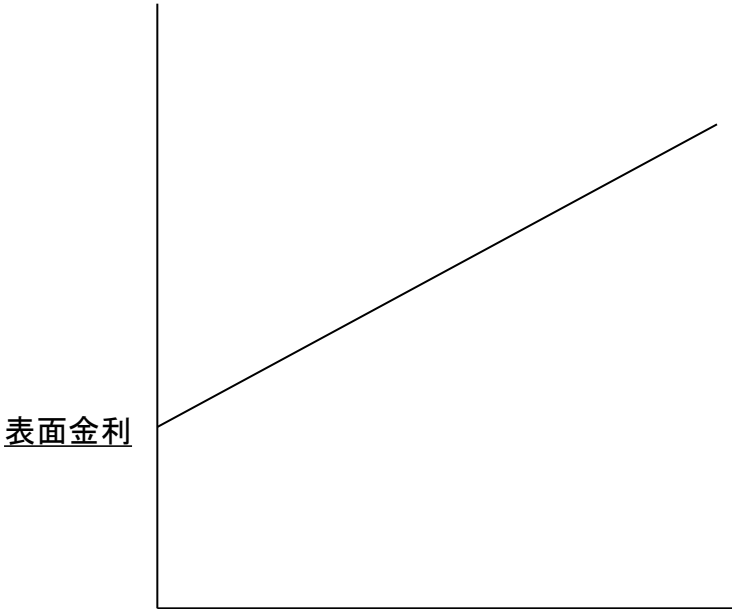


# 信用リスクと表面金利の関係におけるバリュー

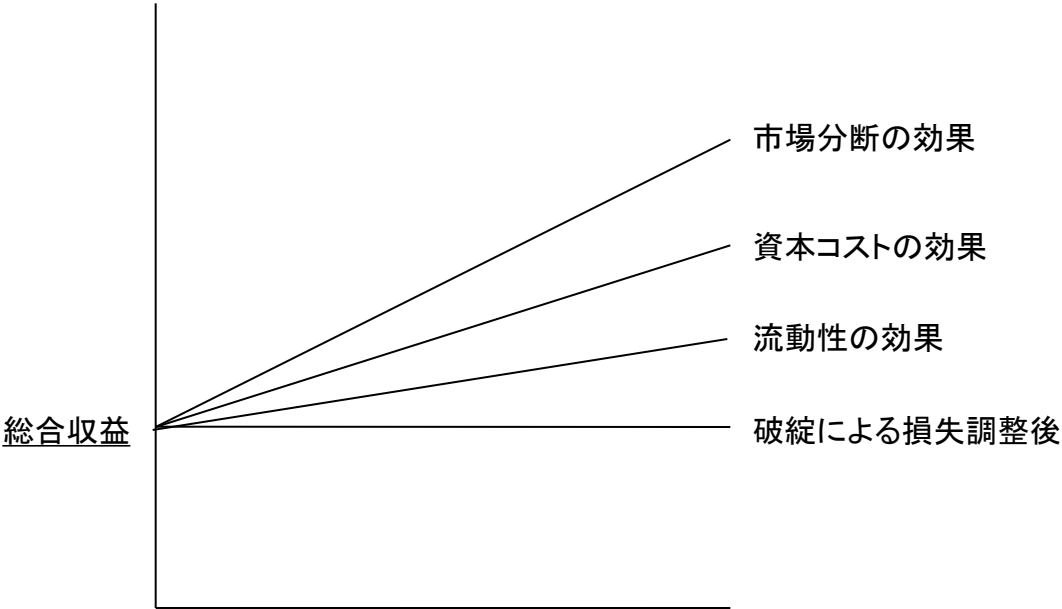
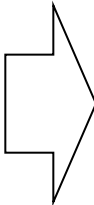


低 ←信用リスク→ 高  
高 ←認知度→ 低  
高 ←流動性→ 低  
単純 ←構造→ 複雑

# 信用リスクの誤解



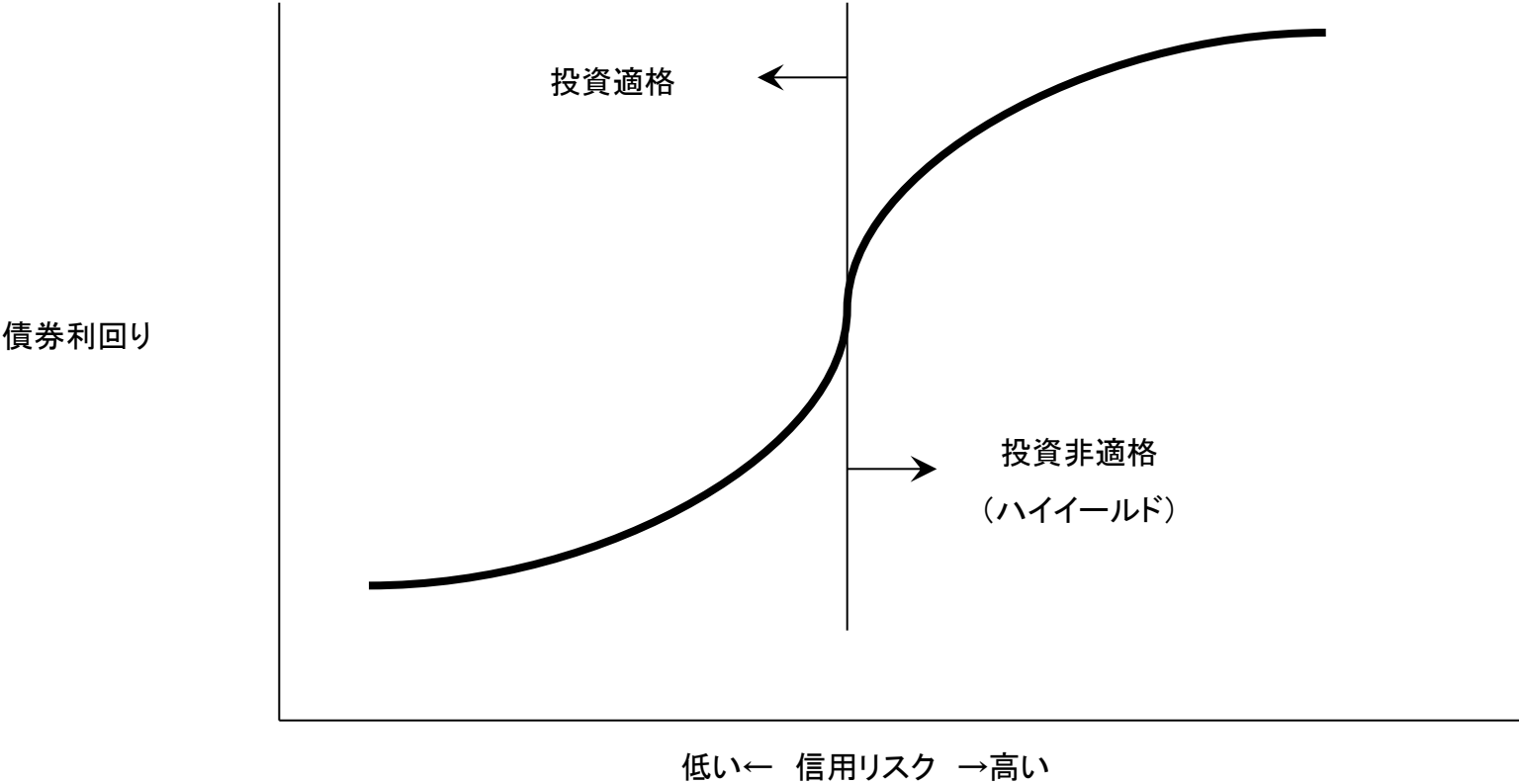
信用リスク(破綻確率)



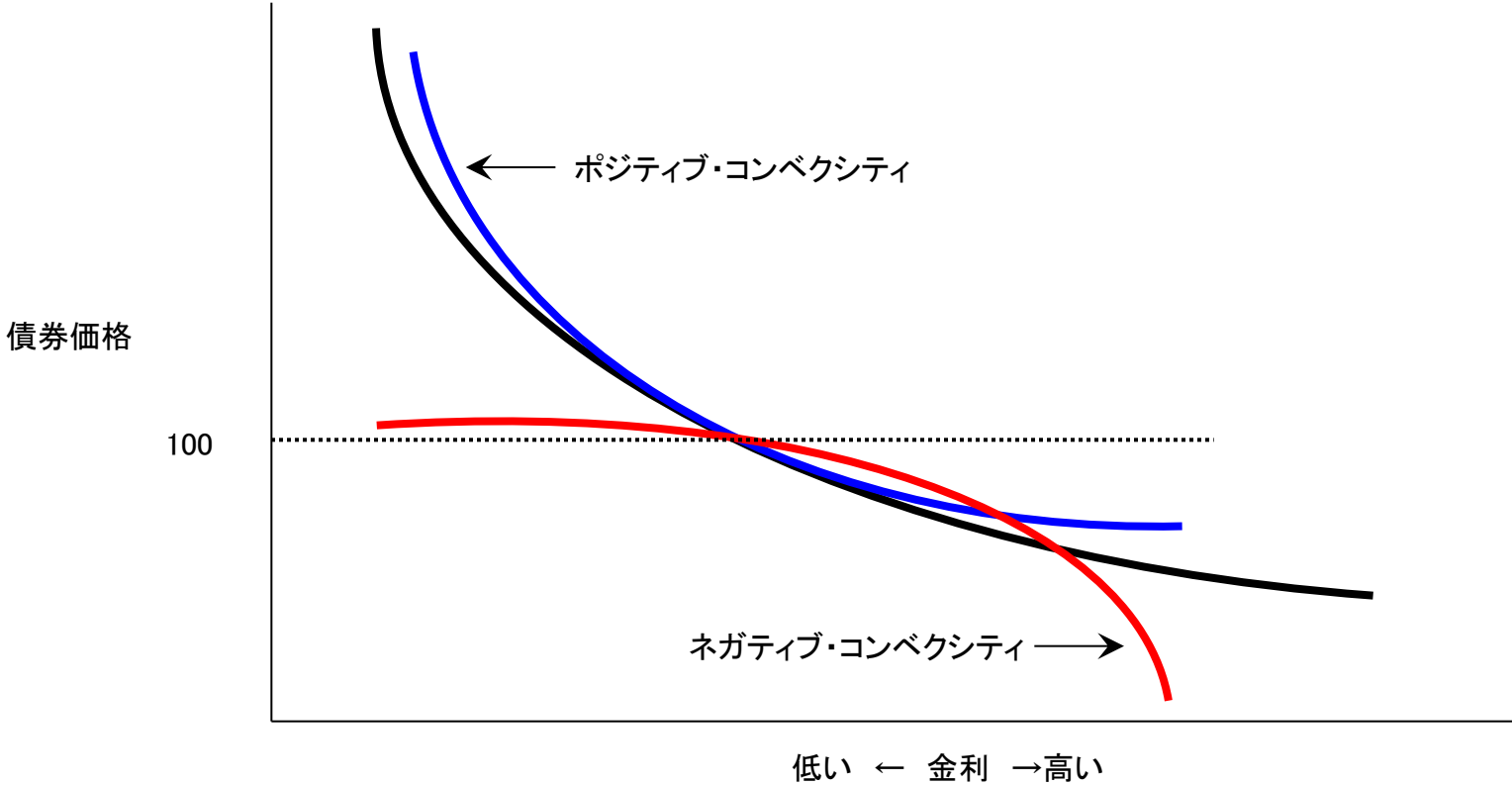
信用リスク(破綻確率)



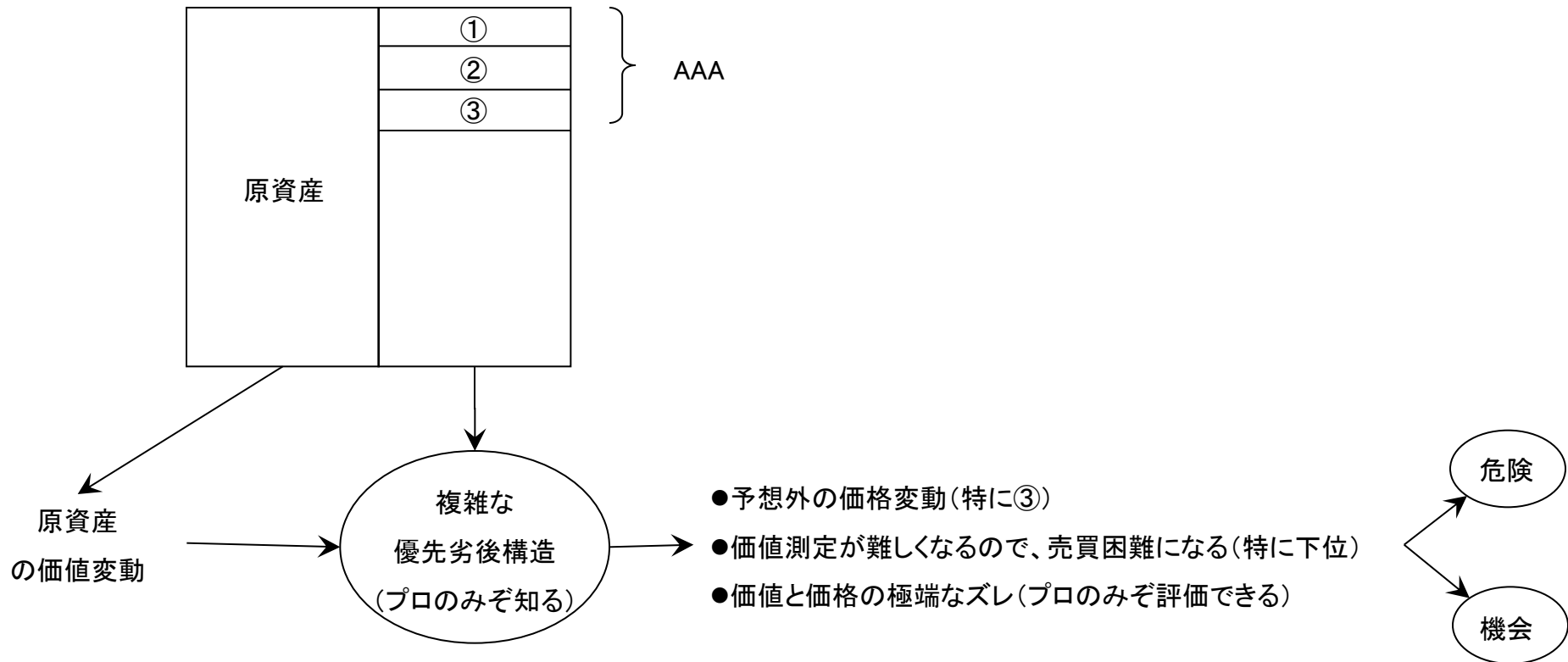
# 信用リスクと表面金利の関係における「投資適格」という制約の影響



# コンベクシティによる付加価値

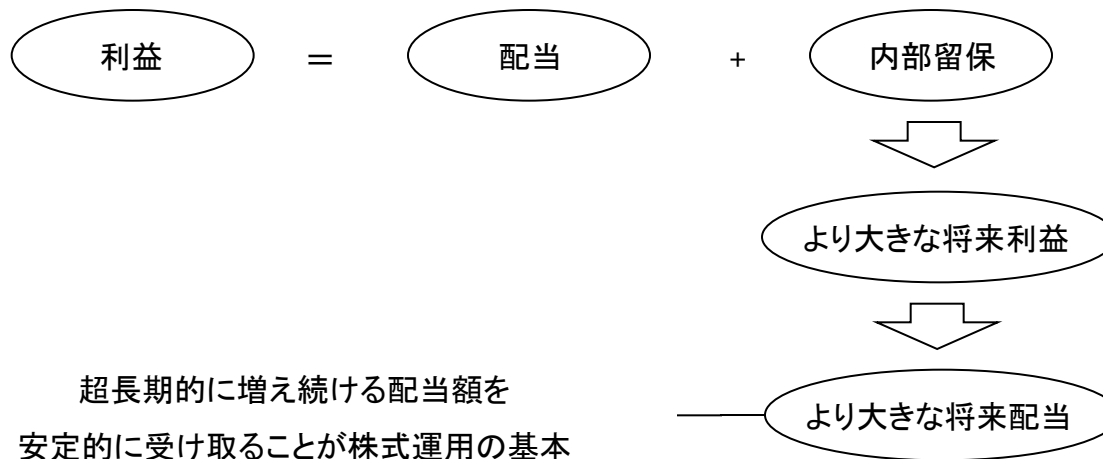


# 資産担保証券の難しさと機会

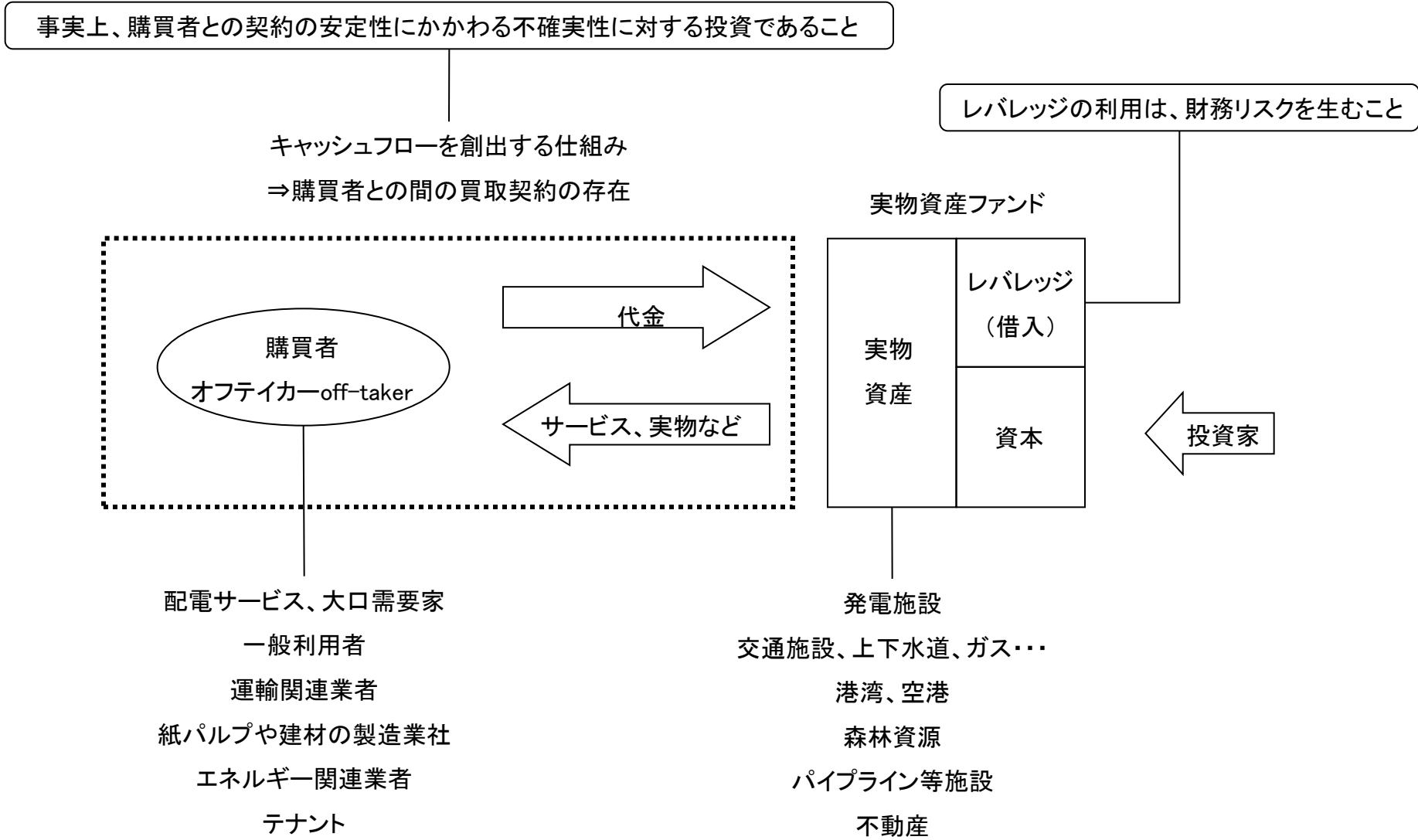


# 配当と配当性向

- ⇒ 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。内部留保が効率的に投資活用できないならば、もっと明瞭いえば、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。



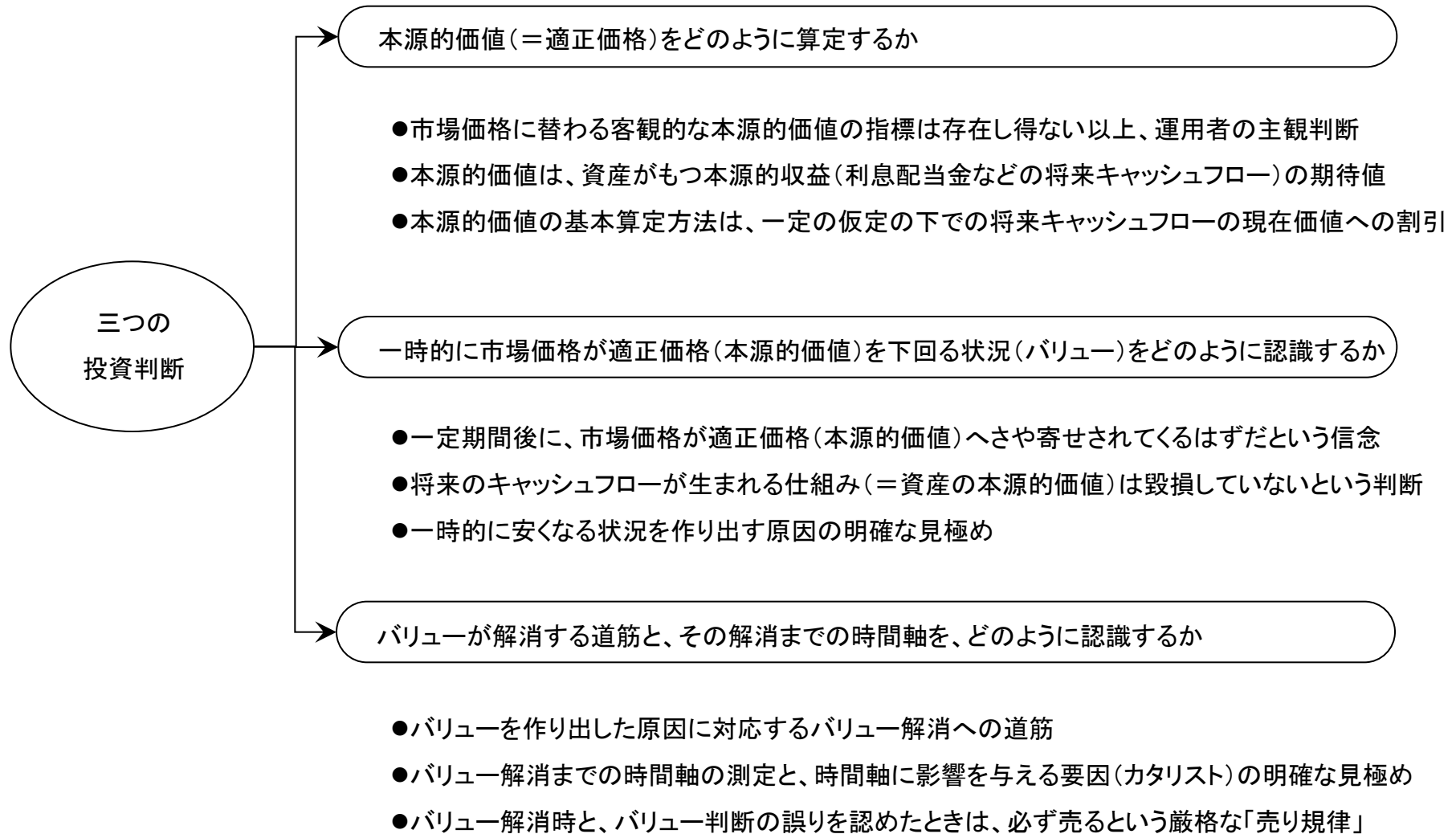
# 実物資産そのものではなく、キャッシュフローを生み出す契約関係



## 第2部 投資機会をとらえて追加的収益を目指すための運用戦術

1. バリューストック投資を考える際の基本的論点
2. バリューストック投資の期待収益率
3. 価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか
4. 価格変化と需給不均衡の拡大効果
5. 変質した資本市場の仕組み
6. 相手に選択権を与えることの危険さ
7. 信用の収縮と代替的与信方法の拡大
8. 実物資産の創出(アセットファイナンス)
9. 「メザニン」の投資機会
10. 「不良債権」の投資機会
11. 企業再編とプライベートエクイティの投資機会
12. 株式運用における「バリューストック」の例
13. 株式運用における「成長への投資」と保守主義の原則
14. 日本株の投資機会
15. 絶対評価と相対基準
16. 「明日」の機会を考えることの「今日」における意味

# バリュー投資を考える際の基本的論点



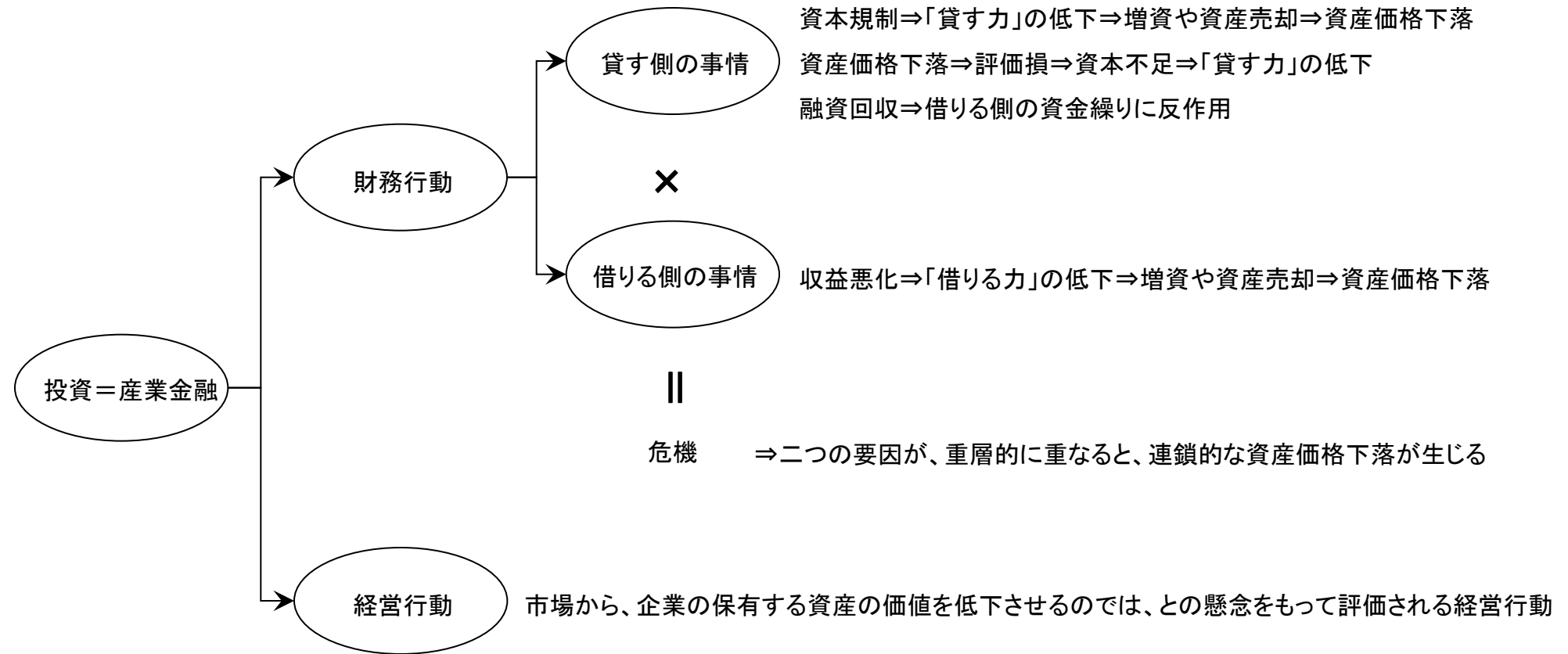
# バリュート投資の期待収益率

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

- ⇒ 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

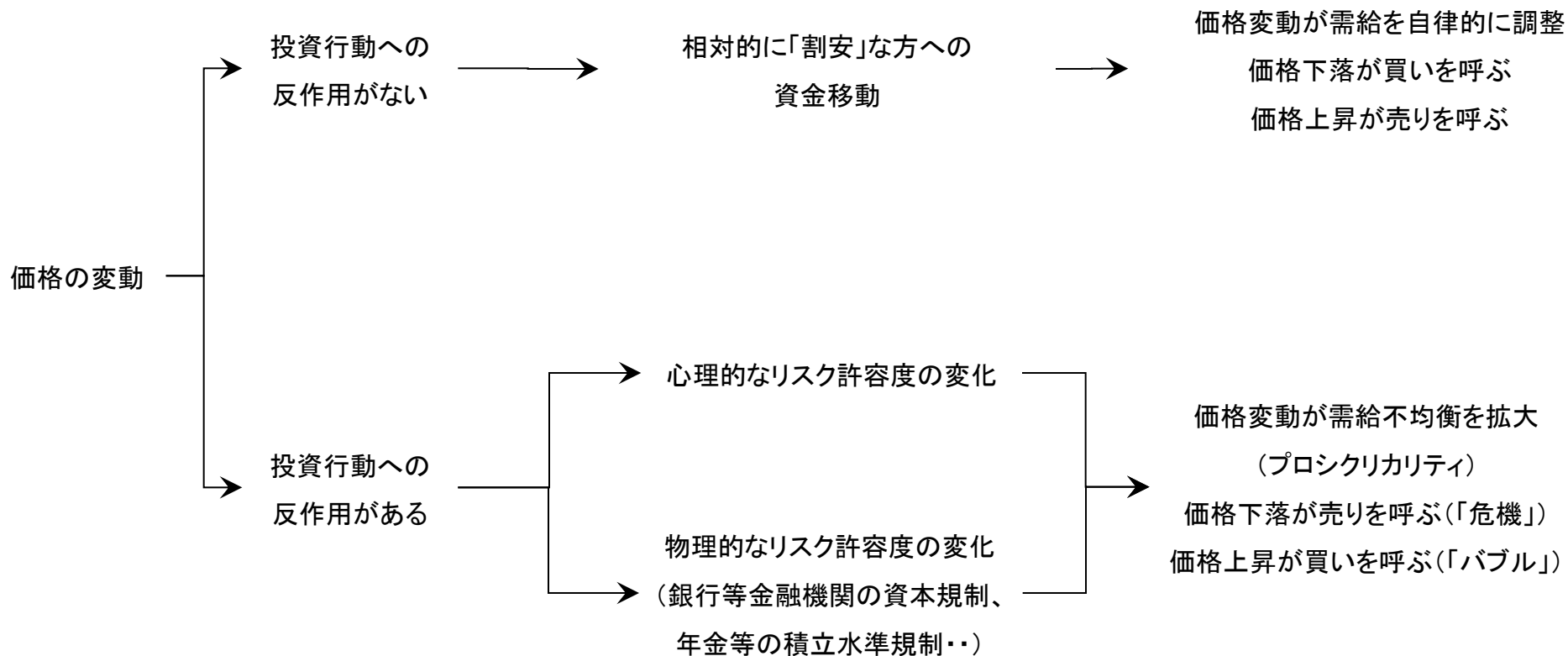


# 価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか

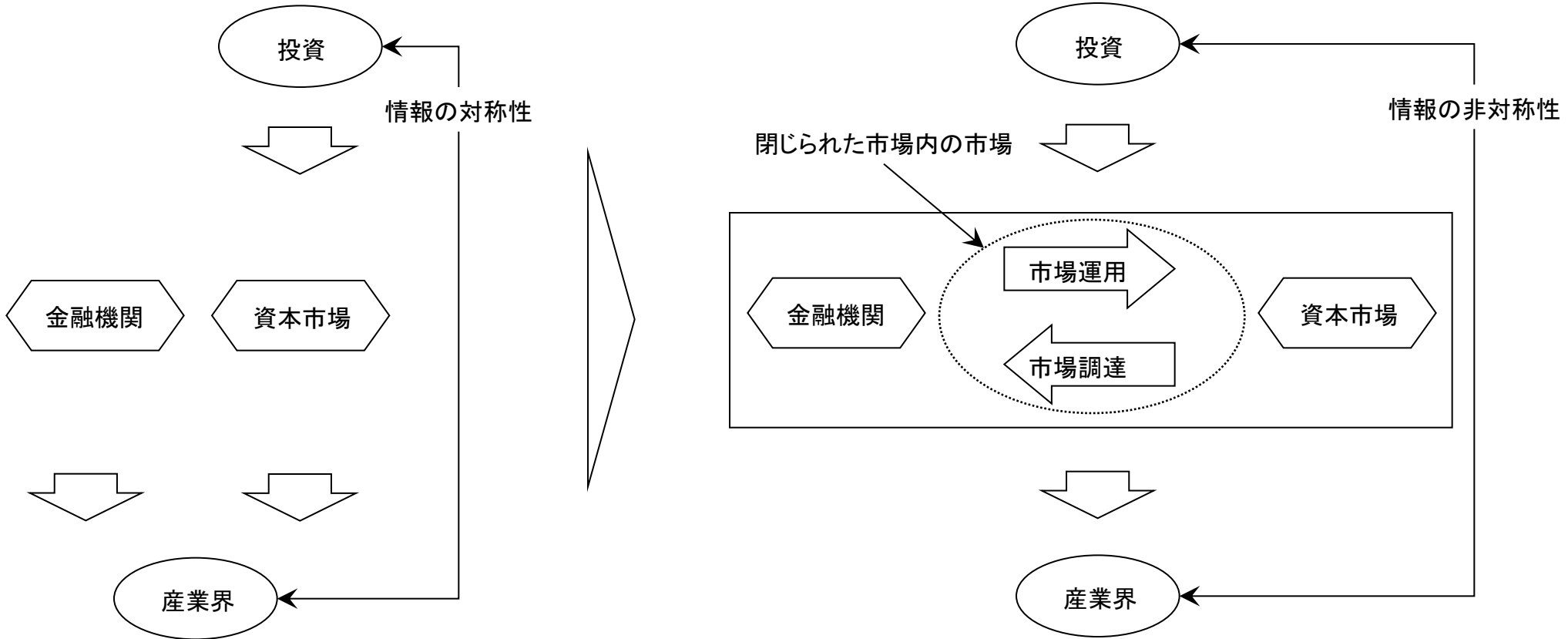


# 価格変化と需給不均衡の拡大効果

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



# 変質した資本市場の仕組み



# 相手に選択権を与えることの危険さ

- 金融取引において、相手に選択権(オプション option)を与えることは、相手の選択権行使により、巨額な損失を招く可能性がある
- 個々の具体的な取引の仕組みの中で、どこに選択権が潜んでいるかは、わかりにくい場合が多い
- 取引の中に選択権の対価の受け取りが内包されているとしても、対価の妥当性は科学的に測定され得ないことも多い

## 例1 債権者がもつ「貸すかどうかの選択権」

- 短期間の融資の連続借換え(長期融資ではなくて)  
⇒銀行が借換えに応じないとき、債務者は苦境におちいることもある
- 与信枠(クレジットライン)を設定する銀行は、債務者に融資を受ける権利を与えている  
⇒金融危機時など、銀行に余裕の少ないときに行使されると、銀行は苦しくなる
- 変動利付債(および融資)の投資家は、債務者に、定期的に連続借換えできる権利を与えている  
⇒短満期の債券であれば、100で償還になるが、信用格付の悪化した変動利付債は、利金改定時にも100に戻らない

## 例2 いわゆる「損切り(ロスカット)」のルール

- 画一的なルールの適用は、判断(選択)の自由を失わせる  
⇒最悪のタイミングでの売却になることも多い

## 例3 ファンド投資家がもつ「解約の選択権」

- ファンドの運用者は、解約の自由という権利を投資家に与えている  
⇒最悪のタイミングでの解約を受けると、運用自体が困難になるほか、他の投資家に不利益を与えることが多い



多くの場合、「売らざるを得ない(forced to sell、売却を強制される)状況」を生み、価格の価値以下への下落を招く

# 信用の収縮と代替的与信方法の拡大

資産	融資
	資本

資産の売却による資金調達(アセットファイナンス)  
⇒事業売却=プライベートエクイティの投資機会  
⇒実物資産の投資機会

銀行等の資本規制

資産	融資
	資本

信用の収縮

資産	融資
	<u>メザニン</u>
	資本

メザニン(株式と債務の間)を使った一時的資金調達

資産	融資
	資本

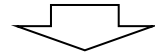
ダイレクトレンディング(銀行等以外からの直接借入)  
⇒ファンド(資本規制を受けない)が直接に貸す仕組み

# 実物資産の創出(アセットファイナンス)

- ・資産(安定的なキャッシュフローを生む収益資産)の売却による資金調達(アセットファイナンス)が、実物資産を創出する
- ・政府(地方政府)の財政難によるアセットファイナンスが、インフラストラクチャを投資対象にする

例1 不動産開発業者

	債務
収益 物件	株式



	債務
現金	株式

+

不動産のファンド化

収益 物件	債務
	株式

資産売却  
による資金調達

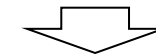


収益物件という  
実物資産の創出



例2 エネルギー関連業者

	債務
諸設備	株式



	債務
現金	株式

+

発電所のファンド化

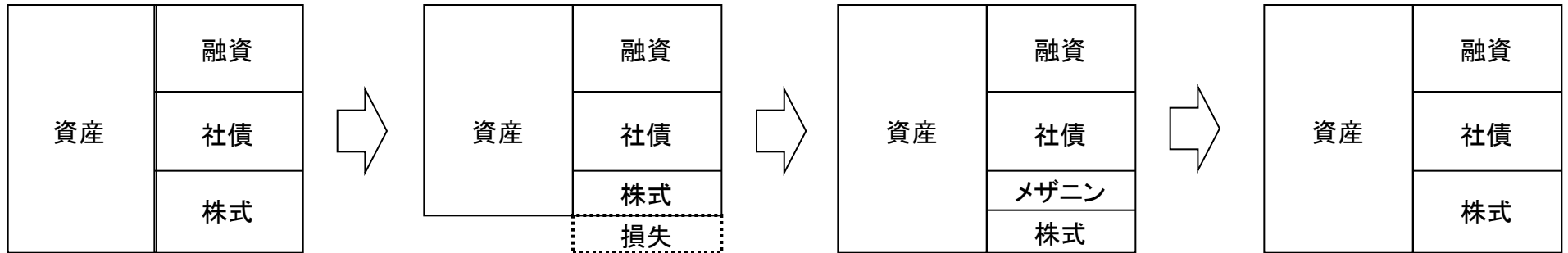
発電所	債務
	株式

パイプラインのファンド化

パイプ ライン	債務
	株式

# 「メザニン」の投資機会

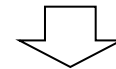
- ・メザニン (mezzanine) とは、建物の中二階のこと。一階を資本 (株式)、二階を債務 (融資や社債) としたときの、中間部分のこと
- ・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース  
⇒劣後債権 (ローン)、劣後社債、転換社債など



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

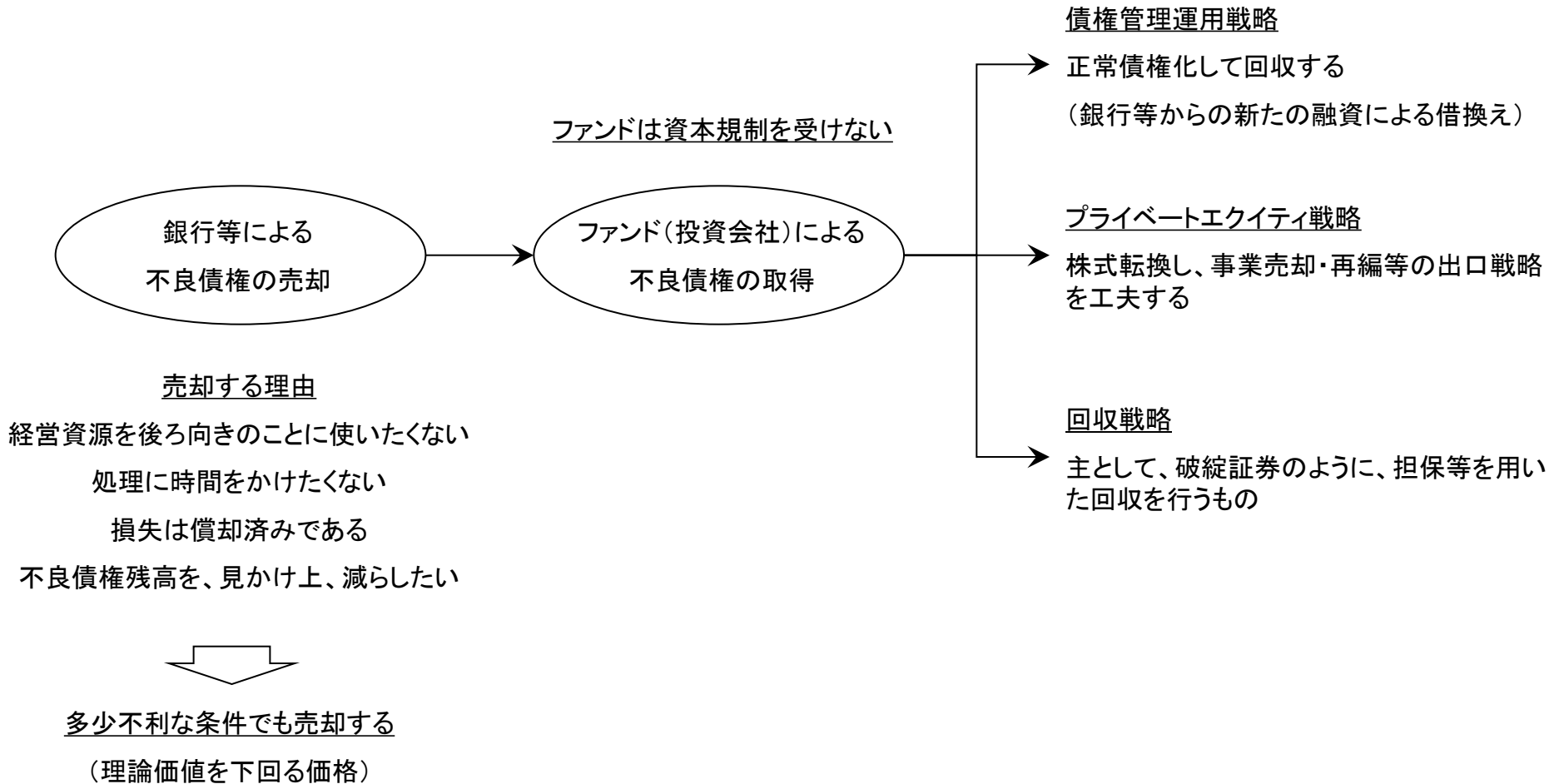
業況回復とともに、メザニンを償還  
株式転換は、原則、望ましくない



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

# 「不良債権」の投資機会

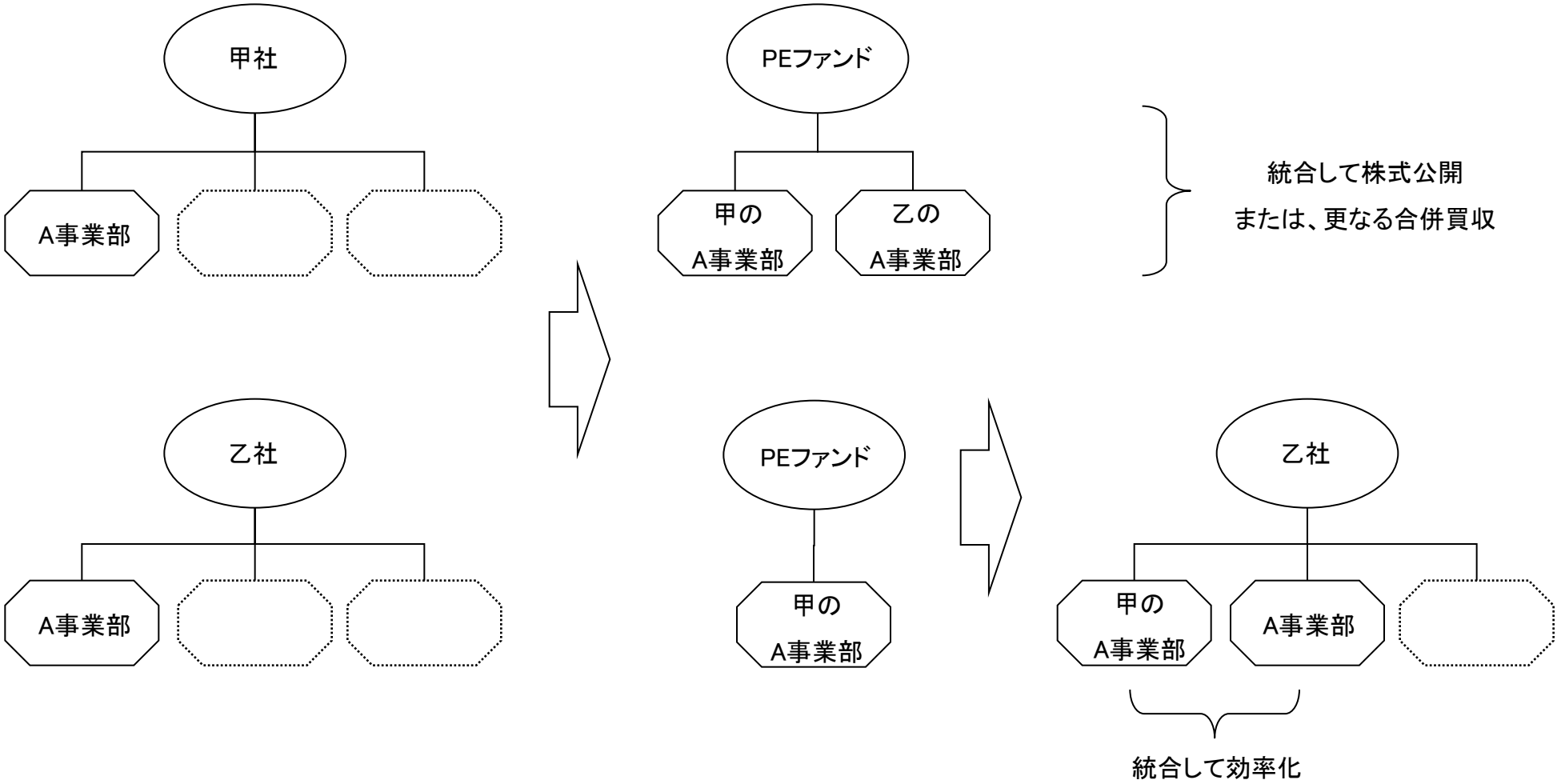
今や、不良債権の処理は、銀行等の与信機関の固有の業務から、投資ファンドの業務へと、「外部化」が進んでいる





# 企業再編とプライベートエクイティの投資機会

企業が、事業再編を急ぐとき、「一時的な事業の保管管理」として、プライベートエクイティに、投資機会が生まれる



# 株式運用における「バリュウ」の例

## 価格が安くなる原因

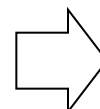
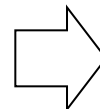
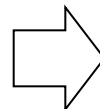
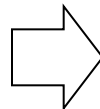
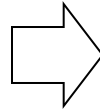
成功を疑問視される買収(多角化)  
(本業とのシナジ効果、規模の経済の有無など)

景気循環性の強い産業における「底」  
(素材、資本財、金融など)

同業他社の事故  
(薬害など)

認知度の低いもの  
(新しいもの、エキゾチックなものなど)

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)



## 価格が戻る理由 カタリスト(触媒 catalyst)

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

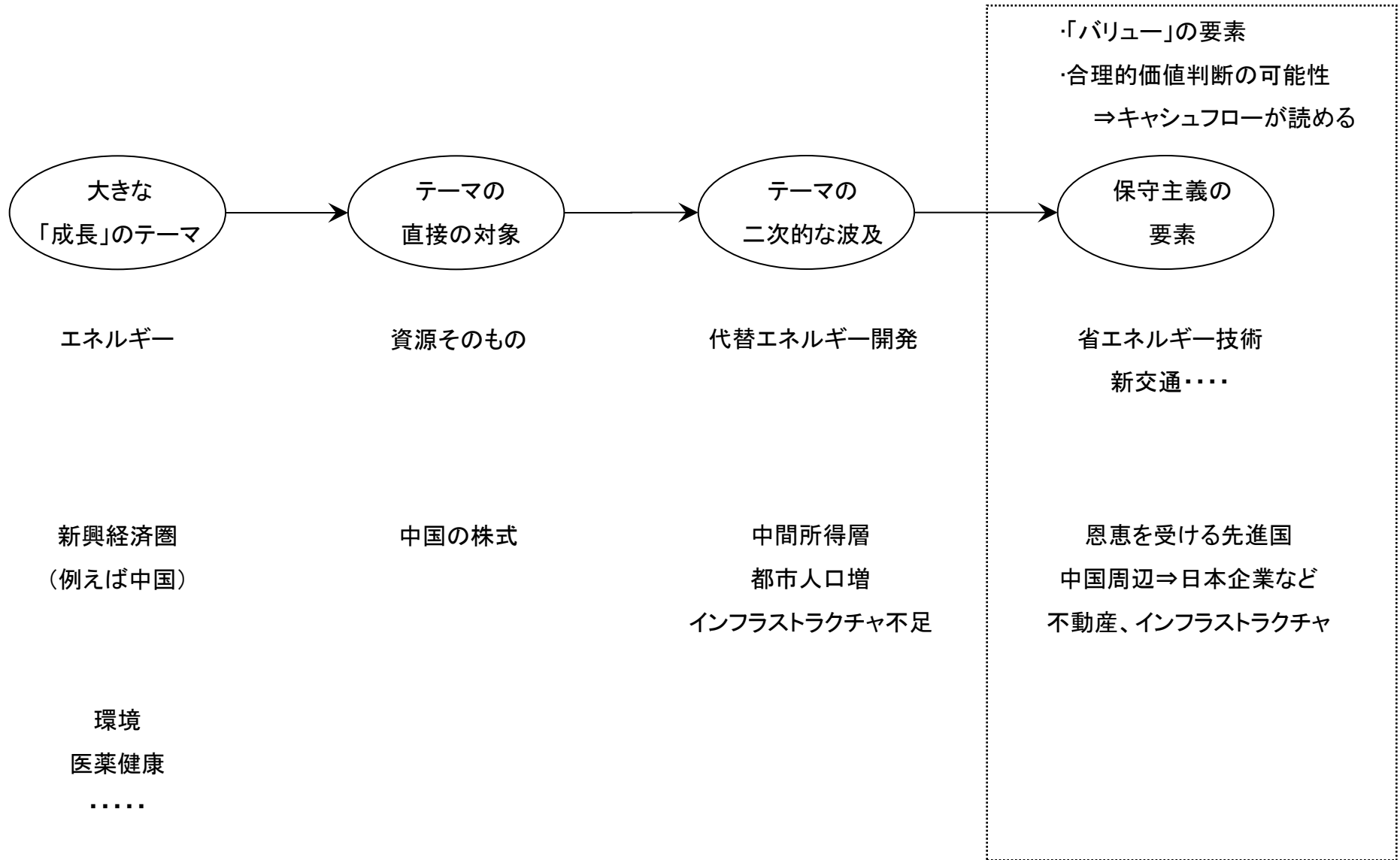
景気サイクルの好転  
(好転を捕らえる先行指標が問題)

特定企業固有の問題であることの周知  
(時間の経過とともに広がる正確な情報)

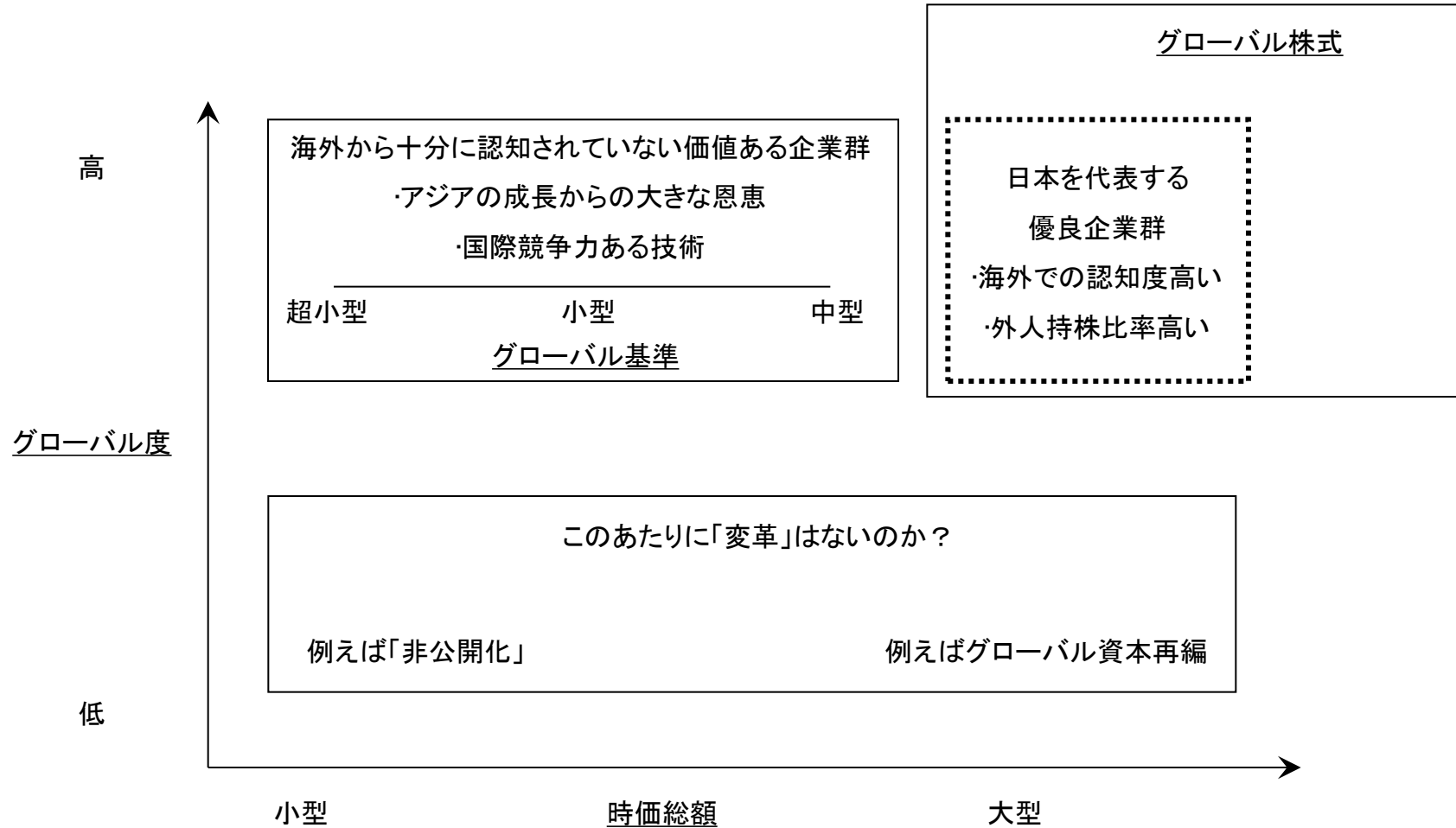
認知度の高まり  
(時間の経過)

資産・資本のリストラクチャリング  
(不要なものの圧縮と利用度を高める事業創造)

# 株式運用における「成長への投資」と保守主義の原則



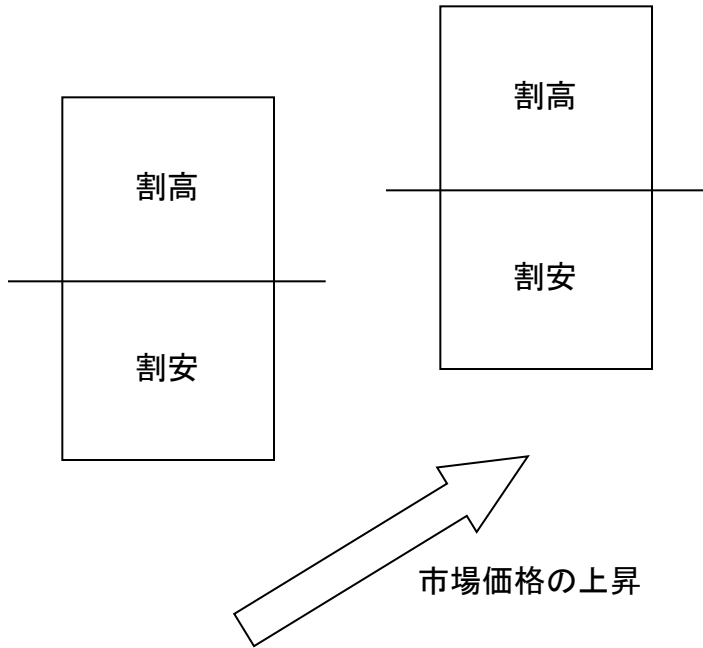
# 日本株の投資機会



# 絶対評価と相対基準

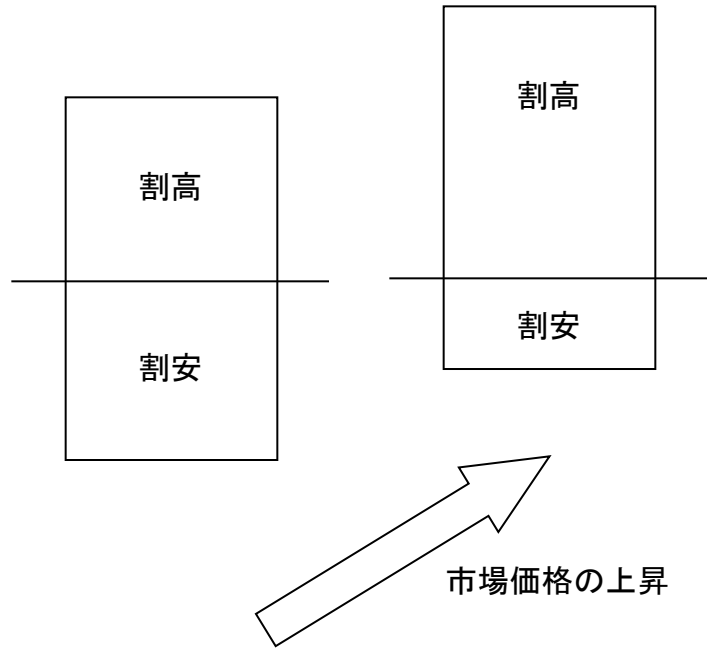
相対評価基準

「常に、半分は、相対的に安い」



絶対評価基準

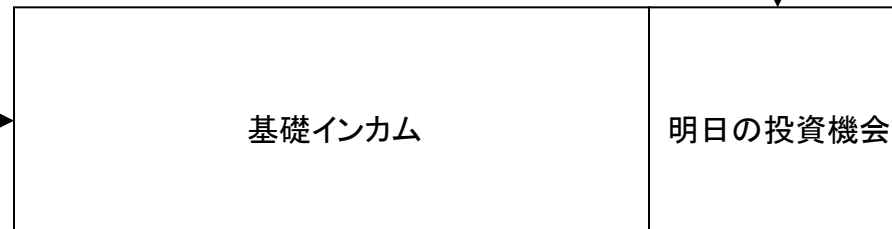
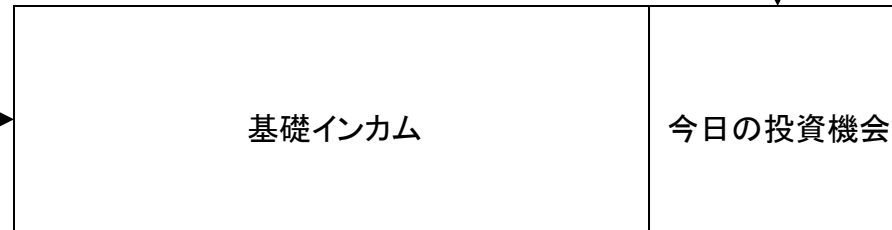
「割安に買えるものが少なくなる」



# 「明日」の機会を考えることの「今日」における意味

当初の目的を果たした機会は、必ず見直す  
原則として撤退の方向

- 価値低下(損失の危険)は、回避されているか
  - 価格変動は、避け得ないにしても、可能性にかかわる十分な検討がなされているか
- ⇒ 防御的な対応の余地の検討  
⇒ 「明日」の機会の検討



- 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。