

## 本源的投資収益としての利息配当金

- 時価(キャッシュフローの現在価値)からキャッシュフローそのものへ -

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商)第430号  
加入協会 (社)日本証券投資顧問業協会

<http://www.fromhc.com>

<http://www.hcax.com>

2009.04.17



## 投資の目的は「リターン」を得ることです。

これは自明です。ところで、「リターン」とは「戻ってくる」ことに他なりません。「戻ってくる」とは投資した資金が回収されることです。投資するという入口が問題なのではなくて、「回収」という出口が問題なのです。

## 回収の基本は利息配当金です。

投資元本そのものを回収してしまうのは機関投資家の資産運用においては、あり得ないことです。例えば、企業年金においては、制度が存続する限り資産運用は継続するからであり、資産運用が必要なのは給付原資として利息配当金が必要だからです。

## 定常状態に達した企業年金では、掛金額と利息配当金の合計が給付額に一致します。

仮に4%が予定利率で資産額が1000億円あるならば、一年間に40億円の利息配当金を見込んでいるということです。そのとき給付年額が60億円ならば掛金年額は20億円で足りる、というのが事前積立制度としての企業年金の経済の基本です。

## 利息配当金と同じでも環境が変われば時価は変化します。

利回り5%の10年国債を100億円保有していると、毎年5億円の利息が入ります。いま、金利が低下して3%になったとすると、国債の時価は上昇します。時価が上昇したからといって毎年5億円の利息額は変わりません。環境が変われば時価は変わりますが、資産としての本来的な利息配当金を稼ぎ出す力は変わりません。

## 本来的な利息配当金を稼ぎ出す力が上昇すれば時価は上昇します。

企業の本来的な収益力が改善し、結果として配当が増えるならば、株価は上昇するでしょう。ビルを改修しテナント政策に工夫をこらせば、テナント料収入は増え、ビル価格は上昇するでしょう。時価の上昇は、目的であるよりも結果です。

## 資産運用の課題は、資産の持つ本来的な利息配当金を稼ぎ出す力を高めることです。

利息配当金を稼ぎ出す力が増えれば、結果として、時価は上昇します。資産運用とは、資産の配分を工夫し、また各資産の中での収益性改善努力を通じて、資産から生まれる利息配当金の期待収入額を増やすことです。これが、投資の基本です。基本中の基本です。

投資の基本を表す格言の一つに、「豚よりも牛」というものがあるようです。「牛」というのは、食肉用の牛のことではなくて、乳を搾るための乳牛のことです。豚から乳を搾るという話は聞いたことがありません。豚は食肉用のものです。この格言の意味は、牛へ投資するというのは牛乳を搾ることだということです。

これは以前、アメリカの有力な投資顧問会社ヘリサーチに行ったときに聞いた格言で、その会社の投資哲学なのです。この会社の特色ある運用戦略に実物資産投資があります。実物資産投資に、この格言を当てはめるとどうなるでしょうか。答えは、パイプライン投資です。石油や天然ガスそのものに投資することは、豚を飼う(買う)ことなのです。それに対して、その石油や天然ガスを流すパイプラインを買うことは、乳牛を飼う(買う)ことなのです。パイプラインからは、定期安定的に、 $g$ 用料(即ち牛乳)が生まれますが、本当の投資とは、この使用料を得ることなのだというのです。

ビジネスとしての投資は、投機ではあり得ません。科学的にリスクとリターンが管理されなければなりません。石油や天然ガスの値上がり益を期待するのは、単なる投機であって、投資ではありません。パイプラインの使用料は、流量に対して課金されるので、中を流れる石油等の価格変動に伴うリスクは限定的です。パイプライン投資のリスクは、オペレーショナルなリスクです。例えば、石油価格が下落して、油田の生産コストを下回れば、生産が停止してパイプラインも使われなくなる、というようなりスクへ投資するのが、パイプライン投資です。鍵は稼働率です。

実は、このパイプライン投資の考え方は、現在の不動産投資の考え方と全く同じです。科学としての、あるいはビジネスとしての不動産投資とは、収益物件への投資のことです。即ち、投資対象は、ビルそのものではなくて、そのビルが生み出すテナント料収入です。ビルが乳牛であって、テナント料が牛乳です。ビルそのものを取得するのは、テナント料収入を売る権利を法的に取得するための方便であり、投資の本質としては、ビルへの投資ではなくテナント料収入への投資です。

さて、ビルの価値がビルの将来に亘るテナント料収入の価値だとすると、ビルの理論価格は、テナント料収入から諸費用を差し引いたネットキャッシュフローの現在価値ということになります。もちろん、実際の取引価格は理論価格とは異なるでしょうが、両者間の緊密な関係は常時保たれているはずで、市場の効率性とは、実際取引価格の予見可能性、すなわち理論価格への裁定可能性の高さによって測定されるものだと考えられます。

誰でも、「高い」とか、「安い」とか、いいます。しかし、何らかの価格の基準がない限り、高い、安い、の判断はできないはずで、この点を強調した言い方が、「割高」と「割安」です。この基準が、理論価格です。実際の取引価格が理論価格を下回る状況が、割安な状況ということです。繰り返しますが、投資は科学です。単なる感性で安いから買うというのは投資ではありません。科学的に計測された理論価格との比較によって、割高・割安を判別するのが投資です。問題は、理論価格が将来についての一定の仮定に基づいてしか計算され得ないことです。つまり、科学的投資におけるリスクとは、将来についての仮定の妥当性に係わるリスクだということです。

話を乳牛に戻しましょう。乳牛の理論価格は、これまでの説明で明らかのように、牛が生きている期間中に生み出す牛乳の売却総代金から飼料等の諸費用を差し引いたネットキャッシュフローの現在価値です。基本的仮定は、乳牛の余命と牛乳の量でしょう。これについては、おそらくは、酪農産業の長年の歴史の中で、妥当な推計値を算出するに足る統計が整備されているはずで(もしも整備されていないならば、酪農産業の発展と乳牛取引の効率化のために整備すべきです)。次は、牛乳の販売価格ですが、こちらは市況があるでしょうから、読みにくいものとなります。そして、同じくらい分からないものが、飼料価格です。

仮定の不確実性が大きければ大きいほど、理論価格の妥当性は不確かになり、取引価格の妥当性検証が難しくなります。つまり、乳牛への投資リスクが大きくなります。別の言い方をすれば、取引の効率性は低くなります。そして、多くの場合、取引価格の低迷の原因になります。

では、どうすれば、仮定の不確実性が低下するのか。鍵は、コストの価格への転嫁力の強さです。飼料代の上昇(これが、おそらくは、今の畜産農家の最大の悩みではないでしょうか)を、牛乳の販売価格に転嫁できれば、ネットキャッシュフローは安定しますから、理論価格も安定します。コストを転嫁できなければ、ネットキャッシュフローが減少しますから、理論価格は低下してしまいます。

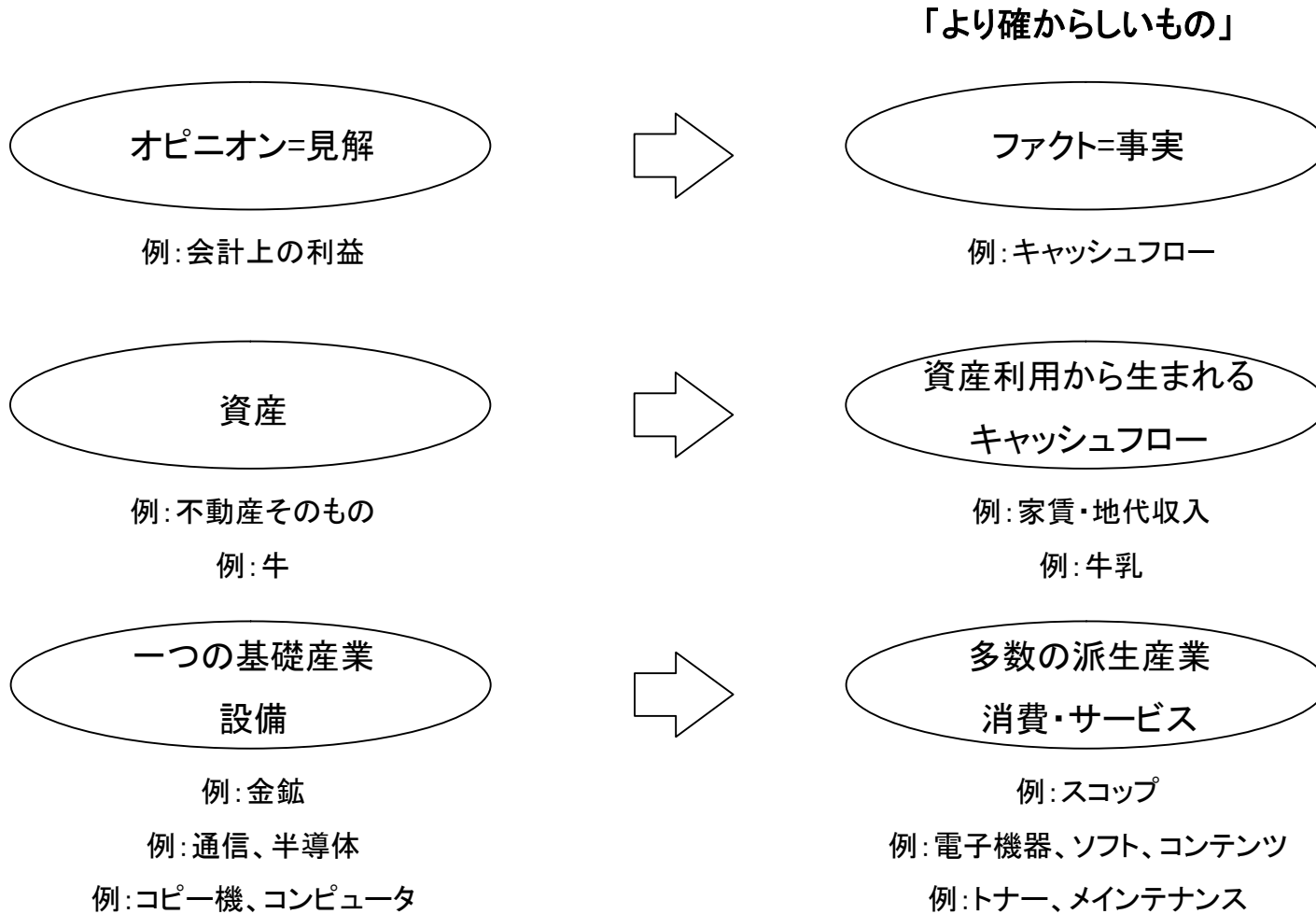
コストを価格に転嫁できるかどうかの重要なポイントは、牛乳のブランド力でしょう。例えば、「北海道は十勝のなんとか農園の牛乳」というブランドが全国的に確立しているのであれば、価格を上げても販売量は落ちないかもしれません。

もしも私が「乳牛ファンド」を作って乳牛投資をしたら、自らの投資の収益性と安全性の改善のために、最大限の努力をします。酪農経営は、もちろんプロの農家に任せるわけですが、任せっぱなしには決してしません。牛乳のブランド価値を高めるような努力を委託先の農家と共同で行います。そのような努力の対価としてのみ、ファンド運用の管理報酬があるのは当然ではないでしょうか。

これが、ビジネスとしての資産運用業の本質です。

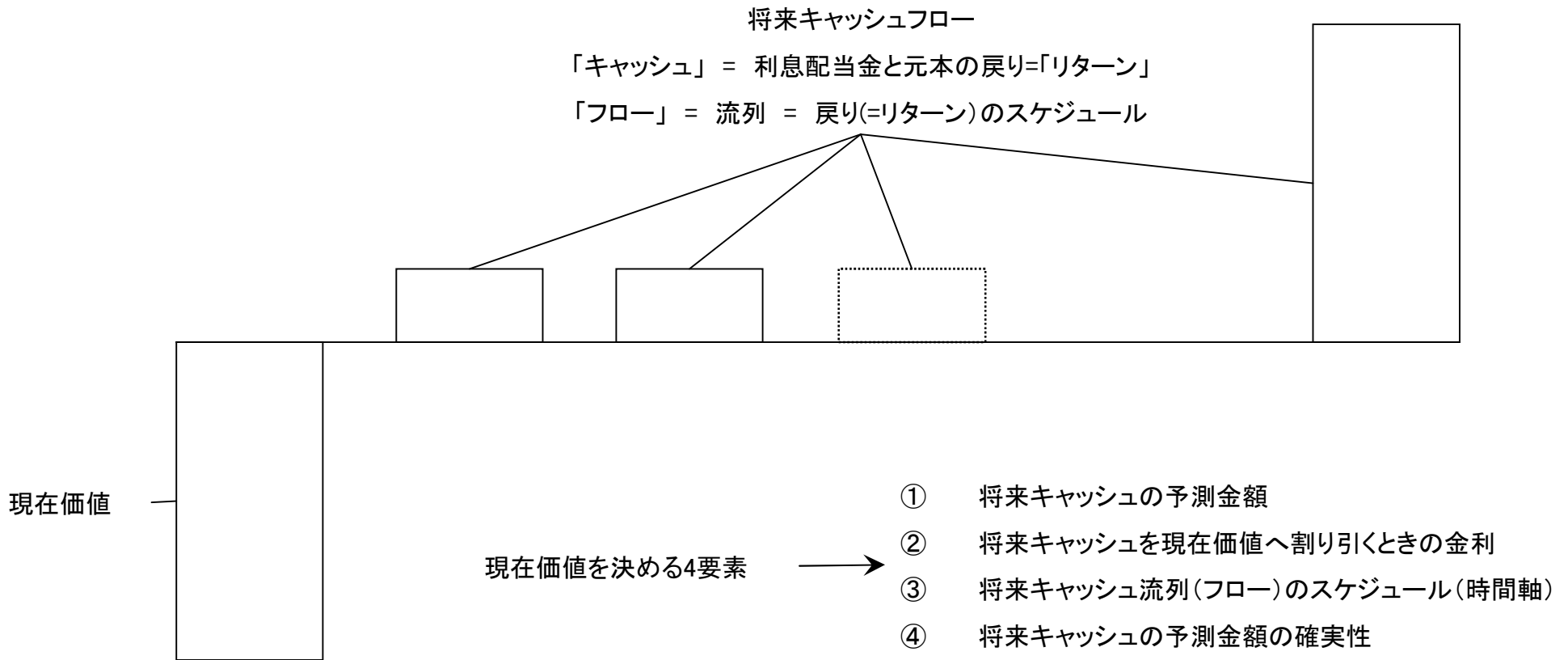
# 「より確からしいもの」に基づく判断

「科学的な資産運用」 = 判断の基準を「より確からしいもの」に置くこと



# 「時価」の理論的意味

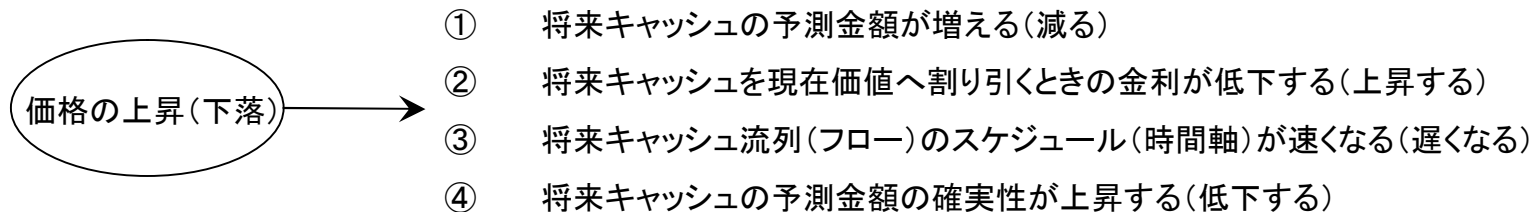
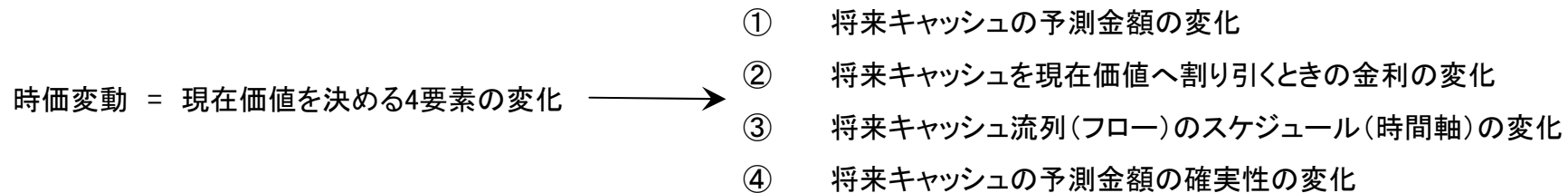
「時価」 = 「将来キャッシュフローの現在価値」



- 株価 = 将来配当の現在価値
- 債券価格 = 利息と元本の現在価値
- 不動産価格 = 地代・家賃収入(-諸費用)の現在価値
- 乳牛の値段 = 牛乳の将来販売価格(-諸費用)の現在価値

ポイント

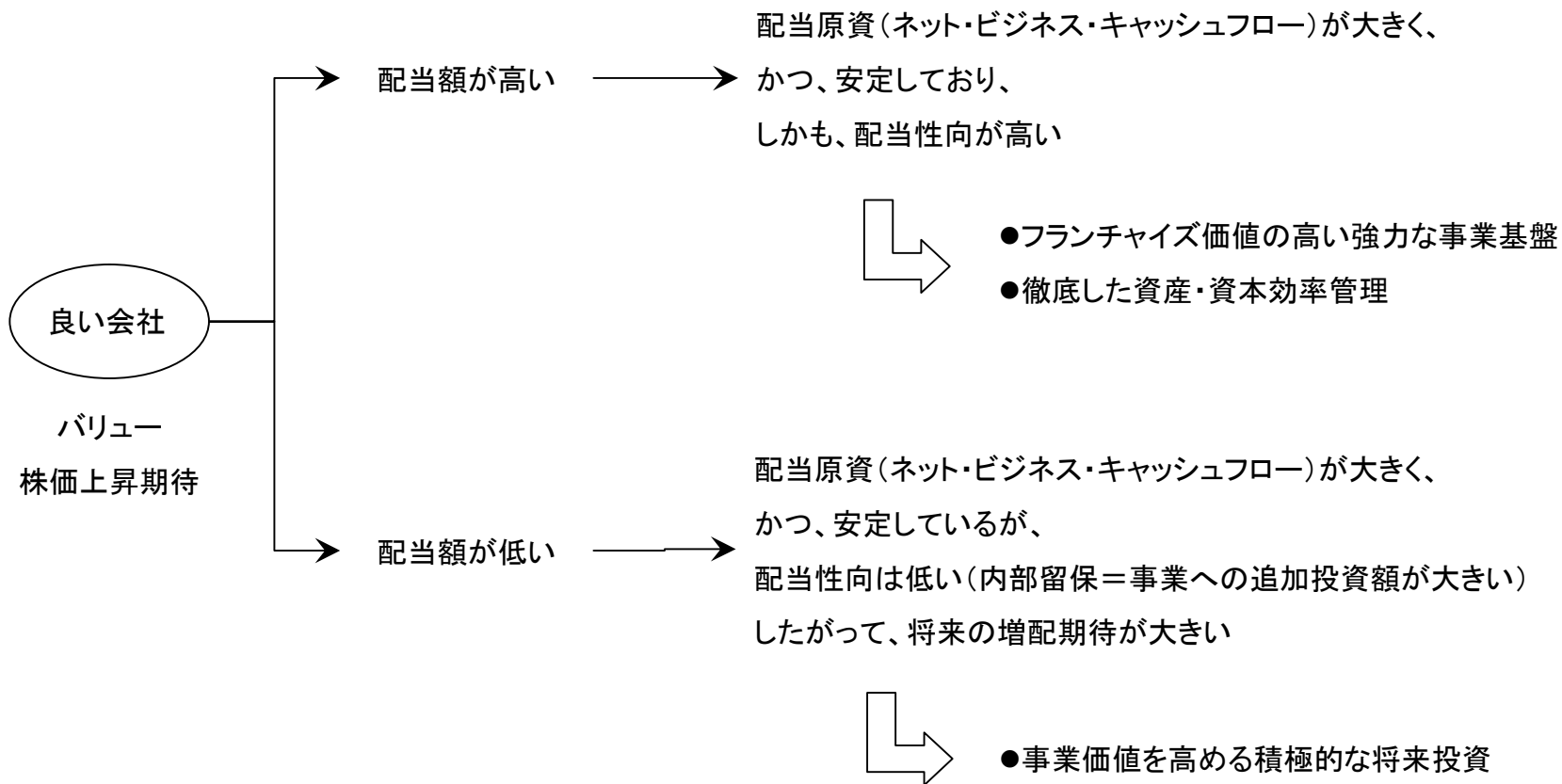
# 「価格変動」の理論的意味



## ポイント

- ④の将来キャッシュの確実性の変化が、資産価格変動の最大の要因(=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スケジュールの前倒しになる点で株価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価下落要因

# 株価と配当額および配当性向



# 市場取引の「時価」の問題

- ブローカー気配値の妥当性
  - ブローカーが在庫リスクをとれる状況にないとき、万が一にヒットしても安全なような極端に低いビッドを出す
  - forced to sellによる投売りを待つ投資家は、急いで買う必要性を感じないので、非常に低いところにビッドを入れる「待ち伏せ」の戦略をとる
  - 例えば、3社のブローカーの気配値の平均をとるような手法だと、一つの異常に低い気配値に引きずられる
- 証券会社等の在庫処分等(まさにforced to sell)の本当の売り
  - 極端に低いビッドが、本当にヒットしてしまい、取引価格としての正当性を得てしまう
  - 可能性としては、取引金額の100倍以上の「時価」が消えてしまう
  - 流動性の低い小型株取引の場合、100万円の取引金額で、時価総額100億円の銘柄の株価が、5%下がる(5億円、すなわち、取引金額の500倍)ことは珍しくないことと比較できる。ローンや社債の場合、一銘柄の発行額が小さく、膨大な数の銘柄数が、相対で取引されるのだから、上場小型株取引よりも、条件が悪い可能性
- 連鎖的時価下落と底打ち
  - 時価下落⇒より多くのforced to sell状況⇒更なる時価下落⇒より多くのforced to sell状況⇒更なる時価下落⇒……
  - 回復のシナリオは、ディストレスト・ファンドや、リスク耐性の強い投資家の待ち伏せ的なビッドが、ヒットするとき

# バリューとバリューを収穫できる条件

「バリュー」 = キャッシュフローの現在価値としての「本源的価値」と市場時価の差

時間の利益を確保すること(売る必要がなく長く持てること)

⇒年金資産運用(長期運用)の真の意味、は時間の利益を活かすこと

⇒資産配分(リスク分散)の真の意味は、一部資産の時価下落が全体に対して重大な問題を引き起こさないようにすること

バリューを獲得できる条件

Forced to sell の状況に追い込まれないこと

あるいは、積極的に他社をForced to sell に追い込む力

JPモルガンとベア・スターンズの力の差

# 「簿価主義」の一定の真実

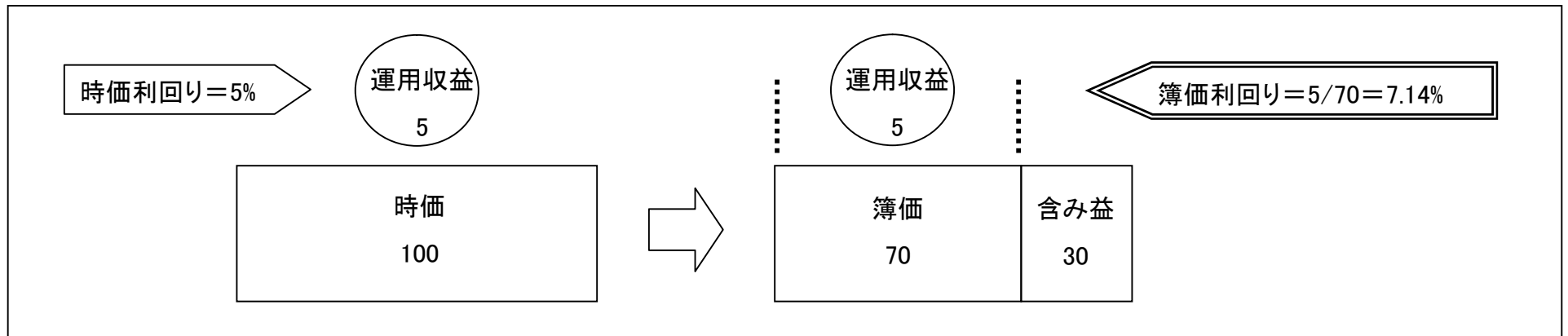
80年代初頭の「含み益」経営ということ

当時の基本的思想



運用収益 = 利息配当金収入

- 70年代に米国で形成された現代資本市場理論以前の伝統的枠組み
- 古い会計制度に基づく簿価主義
- トータルリターンの考え方は全くなかった

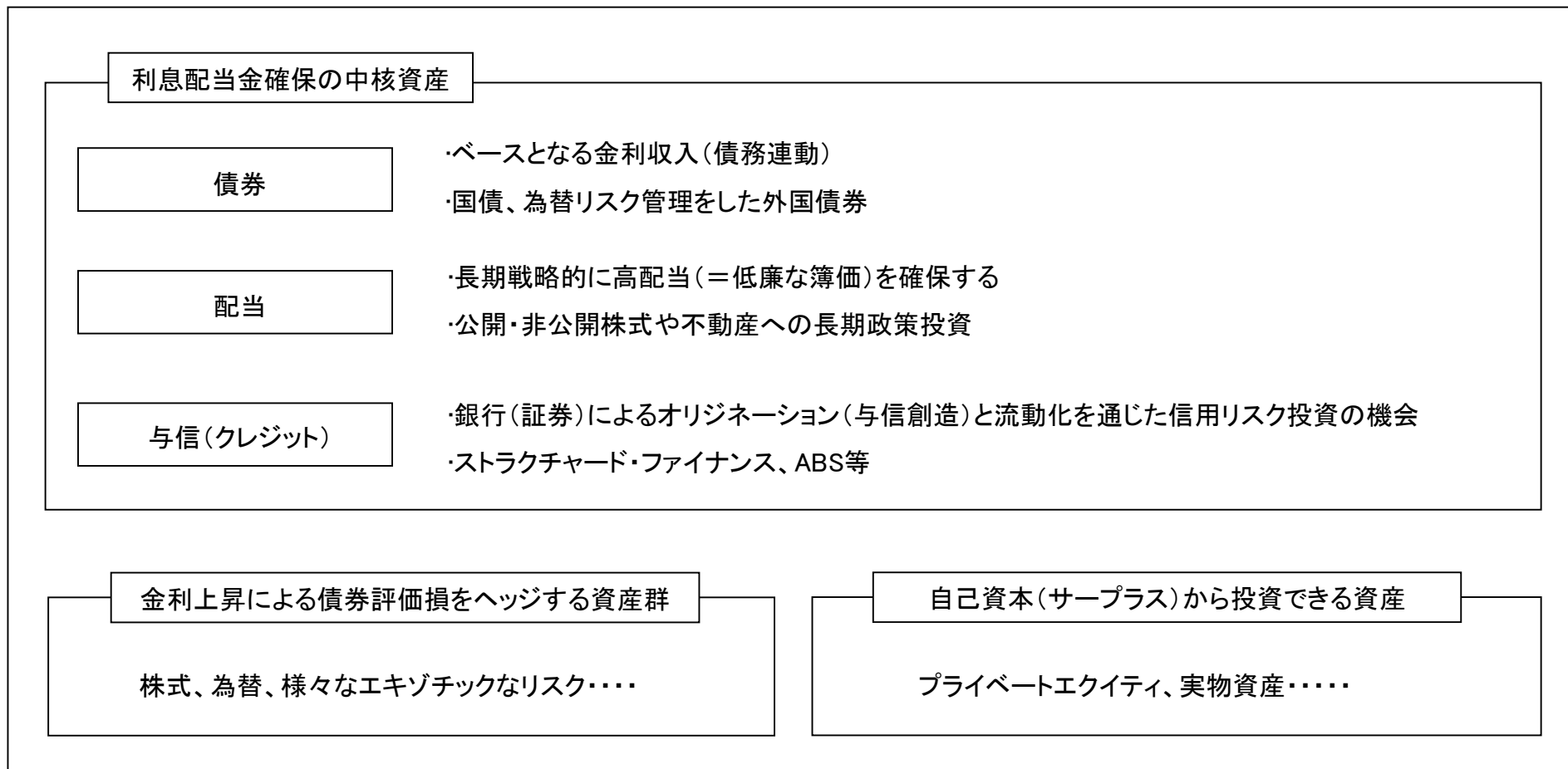


「含み益」の形成

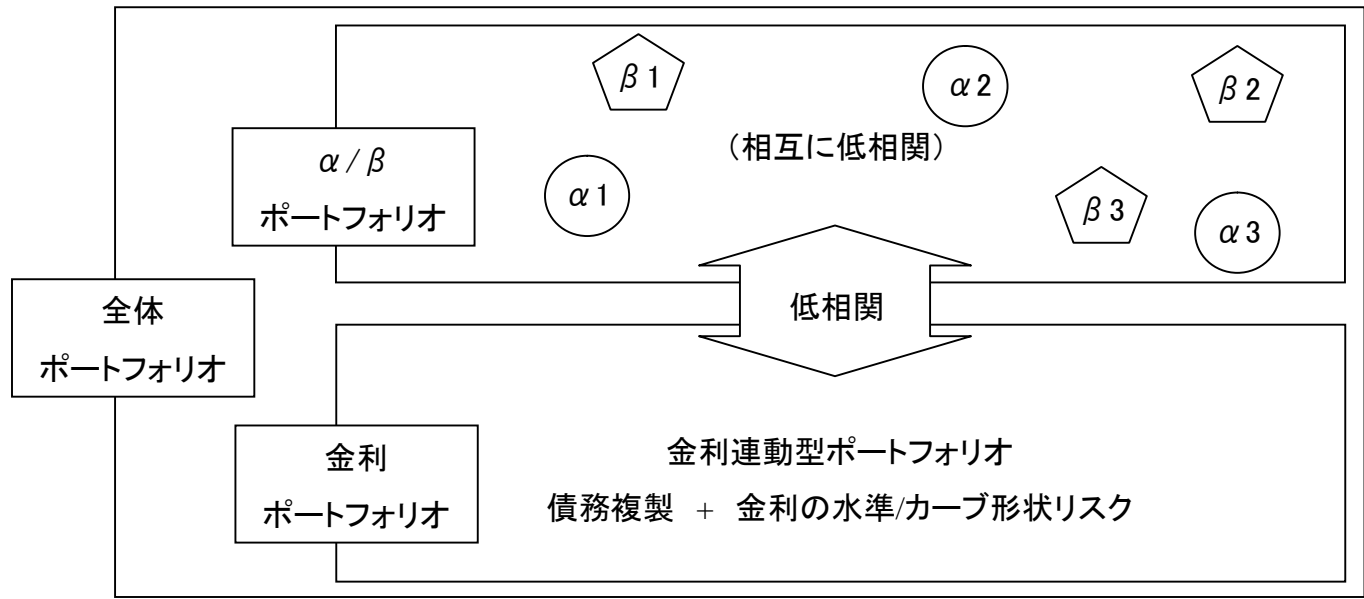


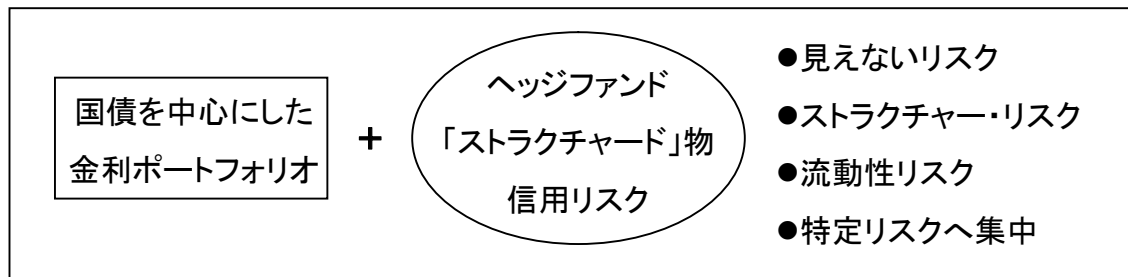
- 株価の上昇
- 不動産価格の上昇(および不動産の減価償却)

# 利息配当金収入を意識した運用



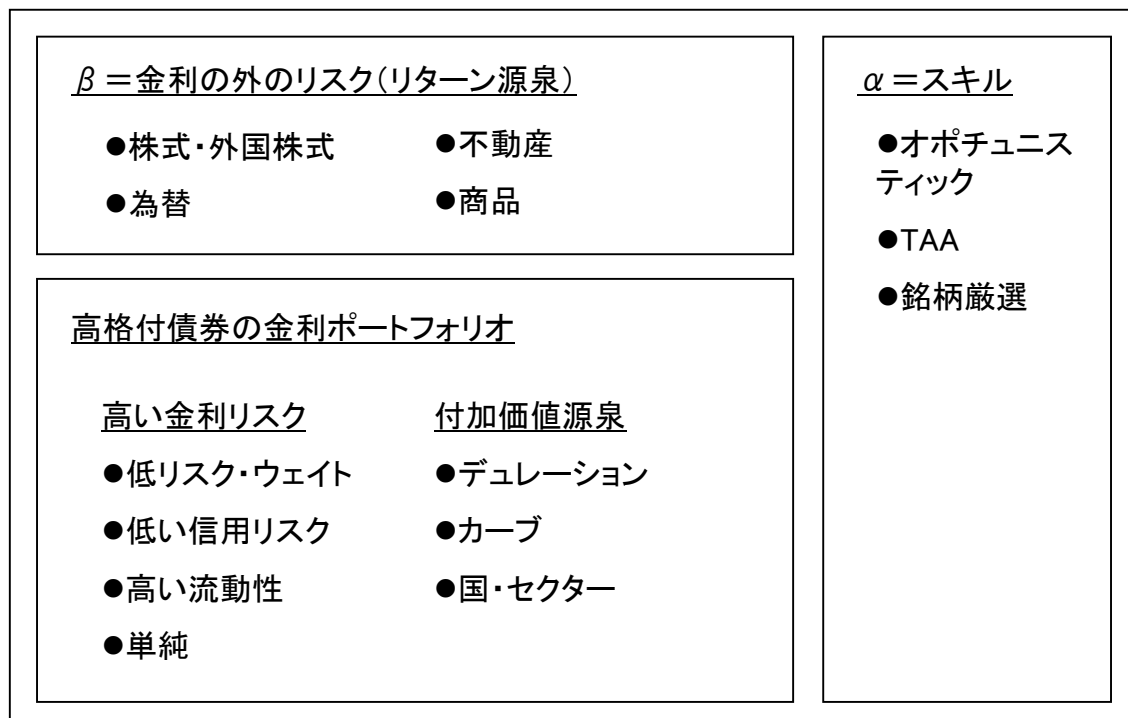
# 資産運用の概念図





## リスク概念

- 管理できるリスク
  - 明示的なリスク
  - 単純なリスク
- 金利に対する相対リスク
  - 動的リスク



- 本資料は、本源的投資収益としての利息配当金について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- 本資料は、本源的投資収益としての利息配当金について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに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。