

キャッシュフローを生む力としての資産価値

－ 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

<http://www.fromhc.com>

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

2011.08.10



概要	2、3
投資の世界の古い格言	4
常識的な考え方における四つの基本的論点	5
片仮名を使わない主義の片仮名辞典	6
投資対象の適格性	7
「より確からしいもの」に基づく判断	8
事業キャッシュフローを分配する仕組みと資本構成	9
事業価値と投資価値(本源的価値)	10
事業の本源的価値の理論的意味	11
総合収益の分解	12
価値と価格、損失の可能性と単なる価格変動	13
収益の源泉の選択と配分	14
利息配当金を基礎とした収益(基礎収益)と投資機会による収益(機会収益)	15
「簿価主義」の一定の真実	16
年金財政の仕組みと資産運用の目的	17
資産債務総合管理と金利変動の意味	18

資産とは、キャッシュフローを生むもの

資産は、利息配当金、元本償還金、賃料収入などのキャッシュフローを生むものです。キャッシュフローを生まないものは、資産ではありません。おそらくは、金(金の地金)だけが、キャッシュフローを生まない、例外的資産です。

投資収益とは、投資資金の回収(リターン=戻ること)

投資とは、現金を投じることであり、投資収益とは、投じた現金以上の現金(キャッシュフロー)を回収することです。回収するからこそ、収益(リターン)なのです。

資産はキャッシュフローを受け取る法律上の権利

例えば、不動産自体が投資対象なのではなくて、不動産が生み出す賃料収入が投資対象なのです。不動産の所有は、賃料収入を受け取る権利についての、法律上の対抗要件にすぎません。ですから、土地(上に何も無い更地)は、投資対象ではないことになります。同様に、債券は、利息と元本償還金を受け取る権利、株式は、配当と清算時の残余財産を受け取る権利です。

資本構成

資本構成というのは、キャッシュフローを受け取る権利の優先劣後関係のことです。資産の名称は、資本構成上の地位を表示します。債権と呼ばれるものは最上位(優先)、株式とよばれるものは最下位(劣後)です。

資産の価値は、将来キャッシュフローの現在価値

どんな資産でも、一定の仮定の下で、将来キャッシュフローの現在価値としての資産の価値を計算できます。

価値と価格

資産は、将来キャッシュフローの現在価値としての資産価値(理論価値)の近辺で、取引(売買)されるはずです。その限りで、理論価値と取引価格は連動するはずです。もしも、市場が完全に効率的ならば、投資対象の価値と価格は、常に一致するはずです。

市場の効率性(価値と価格が一致する条件)

効率的な価格とは、多数の取引参加者が各自の異なる思惑で売買する結果として生じる取引価格です。価格の妥当性(つまり価値との一致性)は、取引参加者が多数であること、取引量が非常に多いこと、多数のものが相互に全く独立な自己の判断で売買すること、などの条件に依存します。

価値と価格の乖離(時価の妥当性が疑われる場合)

多様な投資対象の取引において、いつも、妥当な市場価格が実現するとは限りません。個別性が高くて発行量の小さい銘柄が膨大に存在し、一つの銘柄の取引件数が少なく、かつ、売買当事者間の相対取引による場合には、価格の妥当性は保証されず、価値と価格は、乖離する場合があります。乖離は、しばしば、大きく、かつ長期にわたります。

キャッシュフローを稼ぎ出す力が上昇すれば、価値(=価格)は上昇する

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。不動産を改修し賃貸政策に工夫をこらせば、賃料収入は増え、不動産価格は上昇するでしょう。価格の上昇は、価値の上昇の結果であり、価値の上昇は、キャッシュフローを稼ぎ出す力の上昇の結果です。

概要(続き)

本質的なキャッシュフローの変動を伴わない価値(=価格)変動

将来キャッシュフローが不変でも、現在価値に引きなおすための仮定が変われば、資産の理論価値は変動し、価格も変動するでしょう。しかし、将来キャッシュフローが変わらない以上、何も本質的な変動はない、ともいえます。例えば債券。金利が低下すれば、価格は上昇するでしょう。しかし、キャッシュフローは少しも変化しません。

より確からしいものに基づく判断

将来キャッシュフローそのもの、その現在価値としての価値、その価値とは異なり得る価格、これらのどれが、より確からしいのでしょうか。もともと、財務分析の基本は、キャッシュフローの現在価値分析でした。しかし、一方では、価格に基礎をおく資本市場理論も普及しています。

資産運用の課題は、資産の持つ本来的なキャッシュフローを稼ぎ出す力を高めること

キャッシュフローを稼ぎ出す力が増せば、結果として、価値(=価格)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、資産から生まれるキャッシュフロー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。

リスクとは何か

リスクとは、損失の可能性です。損失とは、キャッシュフローを生み出す力の毀損であり、価値の毀損です。一方、キャッシュフローを生み出す力に変化がなくとも、価格は変動します。そのような価格の変動もリスクと呼ばれますが、リスクは、本来の意味通りに狭く解すべきです。

単なる価格変動は利益でも損失でもない

将来キャッシュフローを生み出す力としての価値の変動は、利益であり損失です。一方、価値変動を伴わない価格変動は、利益でも損失でもないでしょう。ただし、売却をすれば、売却代金が回収されて、実損益として確定されます。つまり、売却によってキャッシュフローを起こすことで、はじめて損益が確定するのです。

価格変動が生み出す投資の機会

価格変動は、価値よりも安く買う機会と、価値よりも高く売る機会を作ります。

投資の収益源泉

投資の収益源泉は、第一に、キャッシュフローを得ること、第二に、キャッシュフローを生む力を高めること、そして、第三には、価格変動の中に機会をとらえることです。

投資の世界の古い格言

金鉱よりも鶴嘴

金鉱を掘り当てる事業よりも、金鉱掘りに鶴嘴を売る商売の方が、遥かに効率が良い

⇒より安定的なキャッシュフローを確保すること

⇒価値を維持すること

牛よりも牛乳

牛乳を搾るのが乳牛保有の目的であり、乳量を増やし管理育成費用を下げる努力が酪農の本質

⇒管理技術でキャッシュフローの増収を目指す

⇒価値を高めること

安く買って、高く売る

安いときに(安いものを)買って、高いときに(高くして)売る

⇒価値より低い価格で投資し、価値以上の価格で売却する

⇒埋もれた価値を実現すること

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
- 本源的収益＝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

- 将来キャッシュフローの毀損⇒本源的価値の低下⇒損失
- 資産運用の課題＝価値の毀損を回避する努力

価格変動

- 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(「割安」)＝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」＝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

片仮名を使わない主義の片仮名辞典

リスク: 損失(価値の毀損)の可能性

ボラティリティ: 価格変動の大きさ

リターン: 「掌にのった現金」としての収益が基本

バリュー: 「割安」であり、価格が価値よりも低いときの、その差分

マージン・オブ・セーフティー: 「安全性の厚み」であり、価値評価を保守的にしたとしても、価格が価値よりも低いと判断されるとき、その差分

敢えて片仮名を使う例外的事例

キャッシュフロー(文脈上、置き換え可能なときは、「現金」、「回収」、「売上」、「現金の流列」などの工夫をしています)

キャピタルストラクチャ(重要な概念であることを強調するときに使っていますが、できるだけ「資本構成」にしています)

アセットファイナンス(新規性を打ち出すために、わざと使っています)

HCアセットマネジメント(もはや変えようがありません。でも、変える機会があるとしたら……、秘密です)

ウェブサイト fromhc(どうしようもありません！)

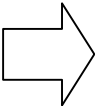
投資対象の適格性

常識

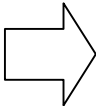
金融理論的裏付け

投資の適格性

社会が広く受容している
社会が広く認知している

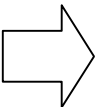


市場の存在

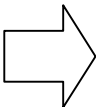


技術的(法律的)に、投資対象として
構成できる

社会が必要としている
社会の需要の裏付けがある

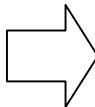


資金回収が読める

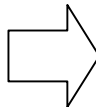


合理的に価値を評価できる
損失の可能性を制御できる

社会常識という制約
社会制度上の制約



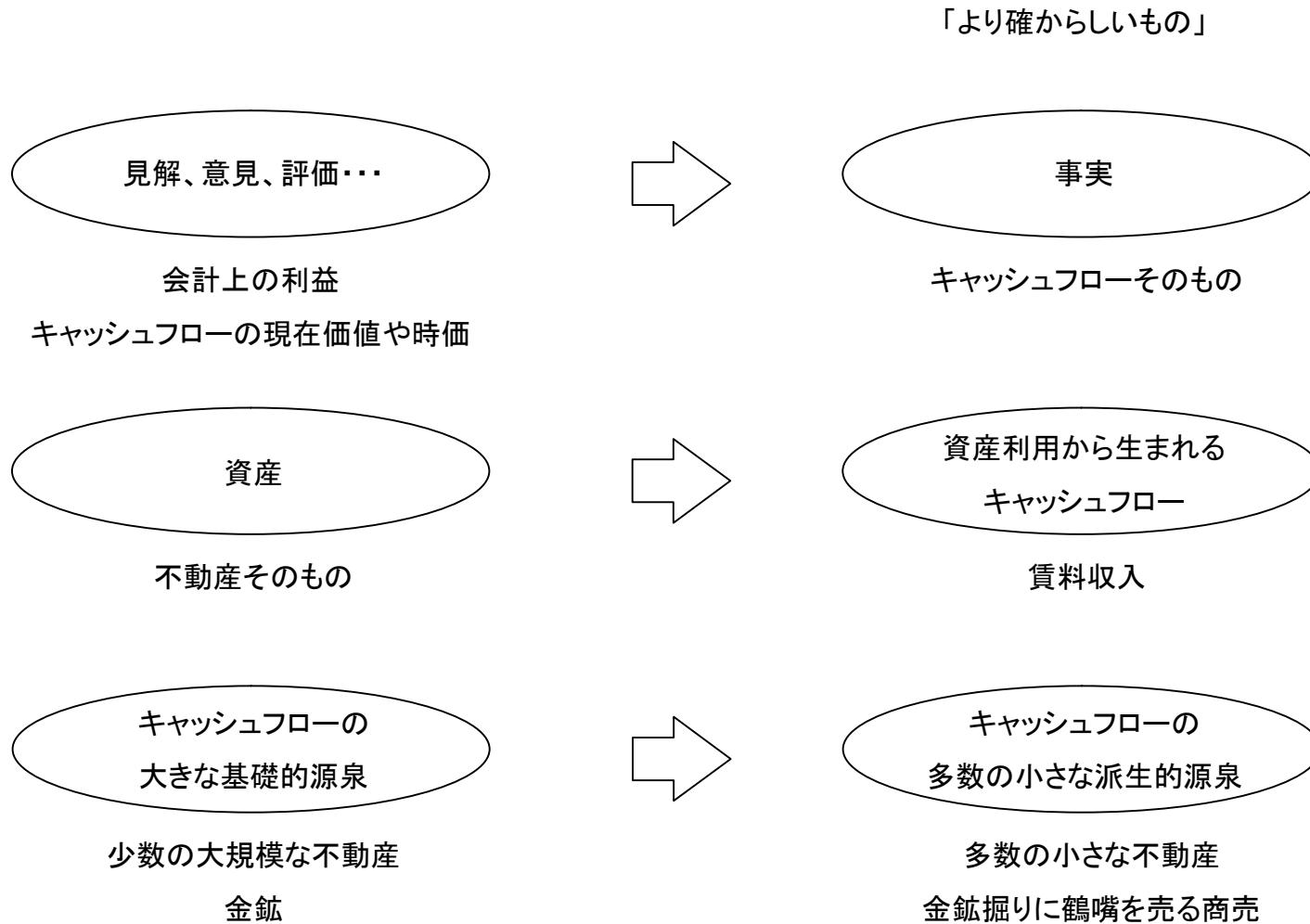
金融の社会的費用



構造的な非効率
投資の技法

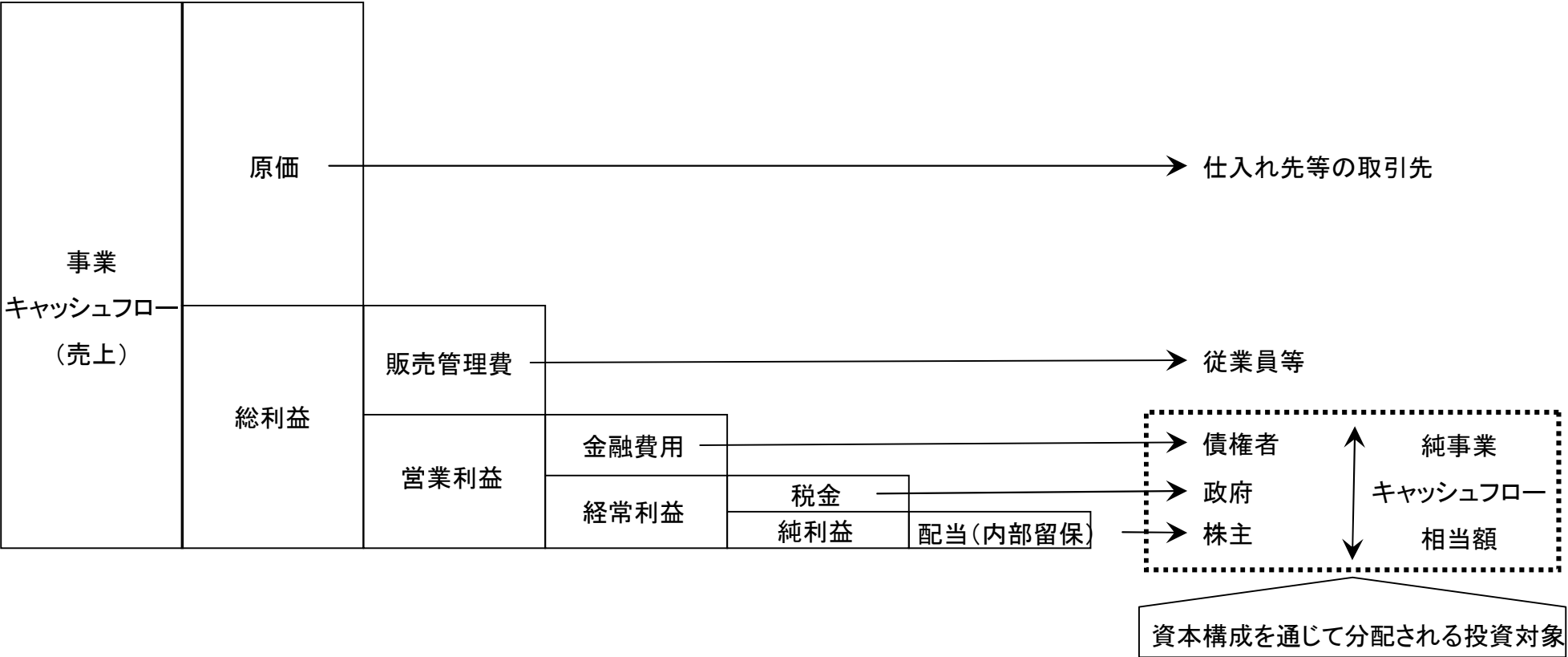
「より確からしいもの」に基づく判断

「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

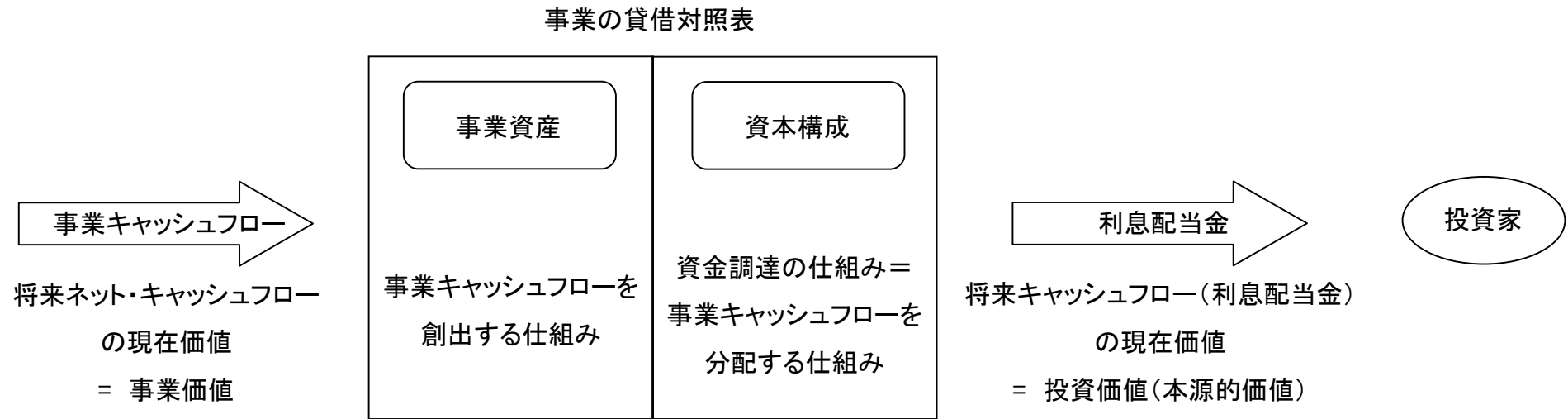


事業キャッシュフローを分配する仕組みと資本構成

- ⇒ 事業からの売上げ(事業キャッシュフロー)は、順次、優先順位に従って、利害関係者に分配される
- ⇒ 営業利益の分配が、投資の領域である。この分配の仕組みが、資本構成



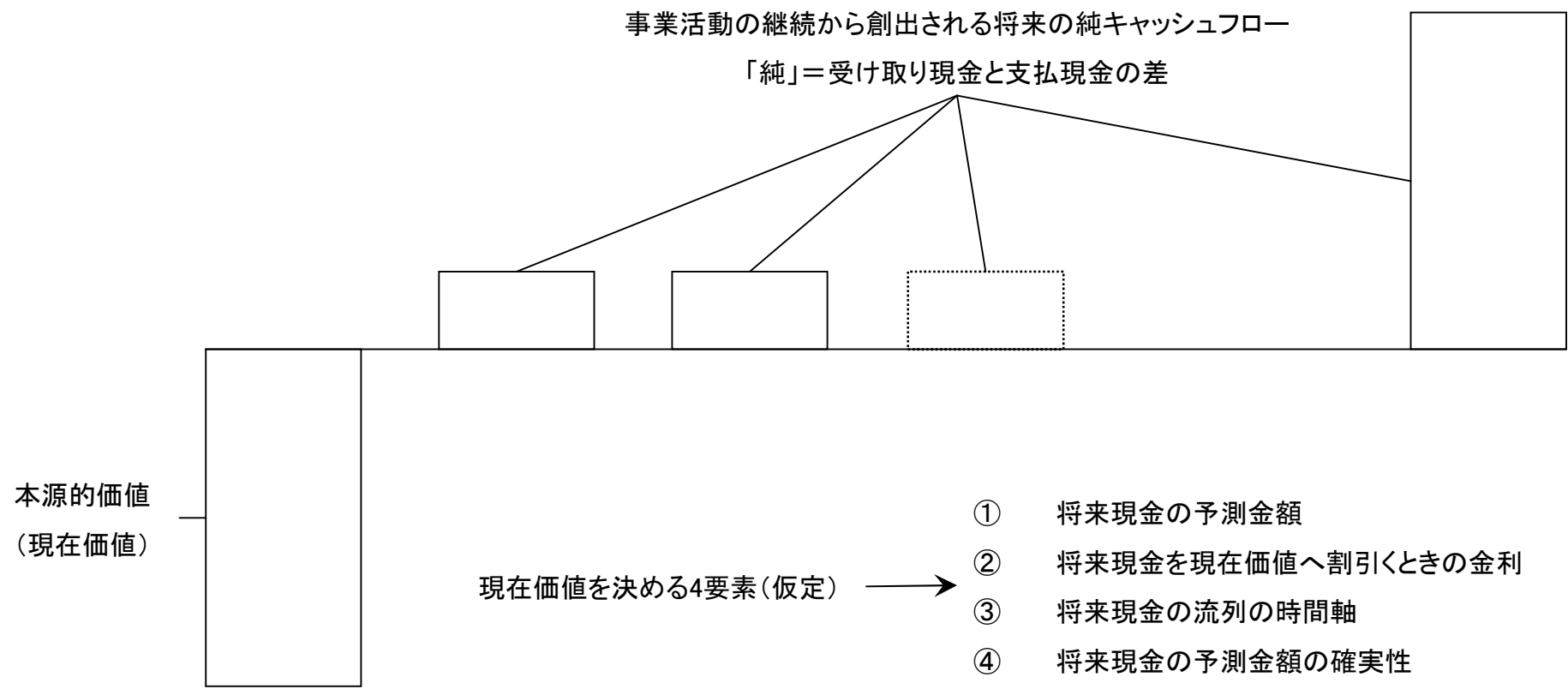
事業価値と投資価値(本源的价值)



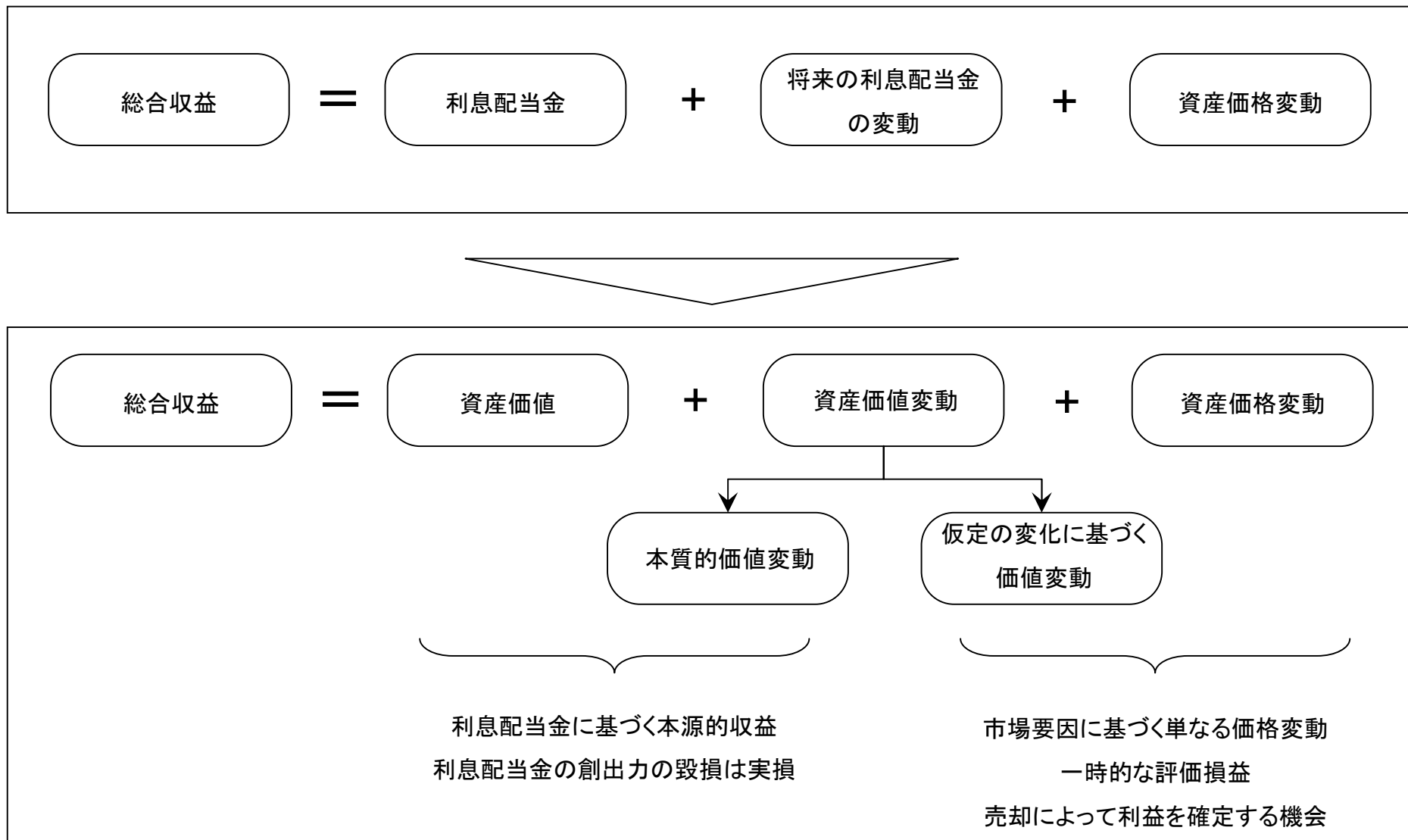
- ⇒ 「利息配当金を基礎にした収益(本源的利益)」＝「利息配当金そのもの」+「将来利息配当金の上昇(下落)＝価値変動」
- ⇒ 「利息配当金を基礎にした収益(本源的利益)」には、本源的价值が変動する結果として生じる価格変動をも含むことに留意
- ⇒ 将来利息配当金の期待値が下がれば、価値は下がり、価格も連動して下がる。このときの、価格下落は本質的損失である。投資とは、損失の可能性を回避する努力である
- ⇒ 価値が変動しなくても、価格は変動する。そのような価格変動は、損失(あるいは利益)ではない。長期的には無視し得る一方で、価格が価値を下回るときは、有利な投資機会を作る
- ⇒ 事業資産価値と資本構成価値は、理論的に一致する。また、資本構成を変えることでは、事業価値は変化し得ない

事業の本源的価値の理論的意味

⇒ 事業価値は、事業活動が生み出す将来の純事業キャッシュフローの現在価値である。

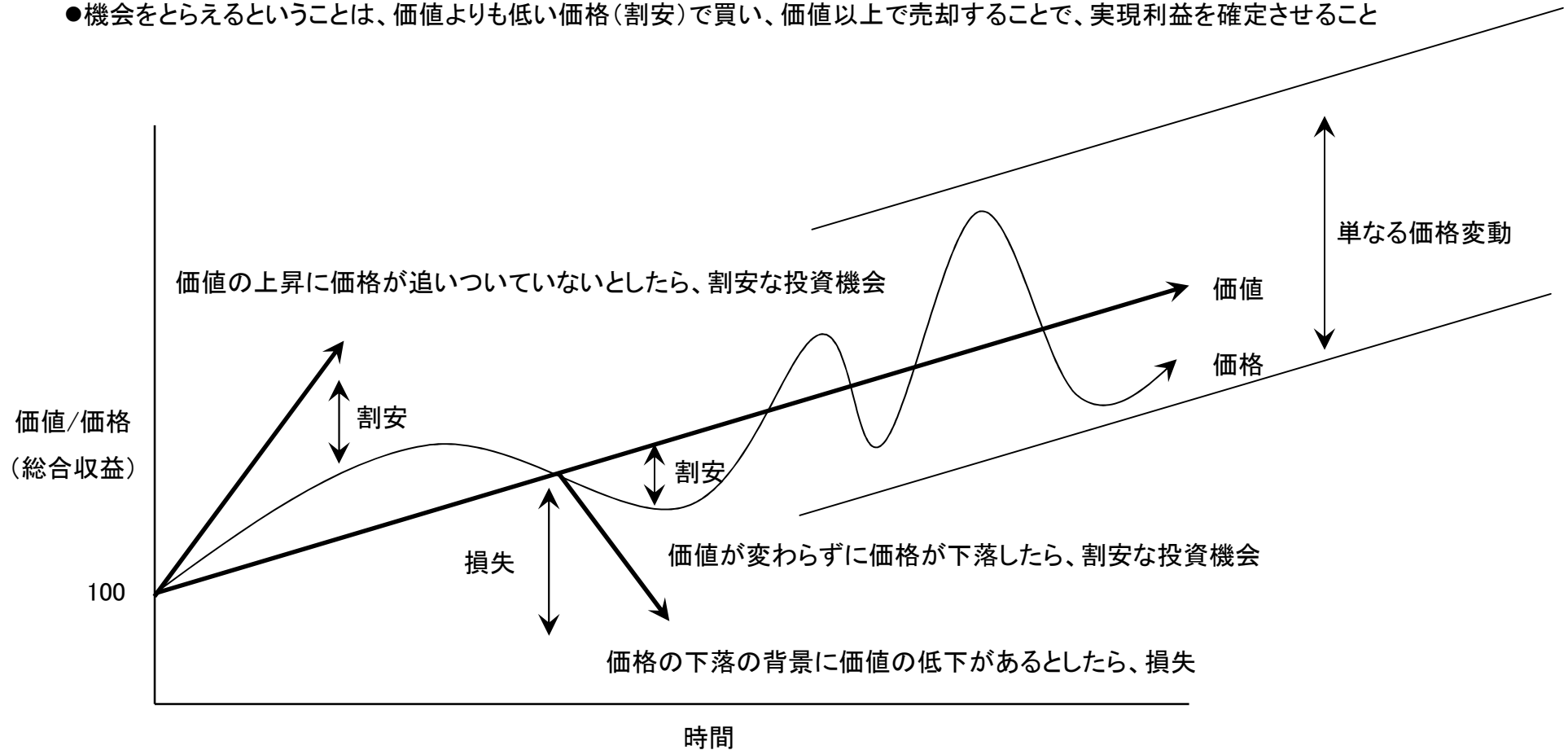


総合収益の分解

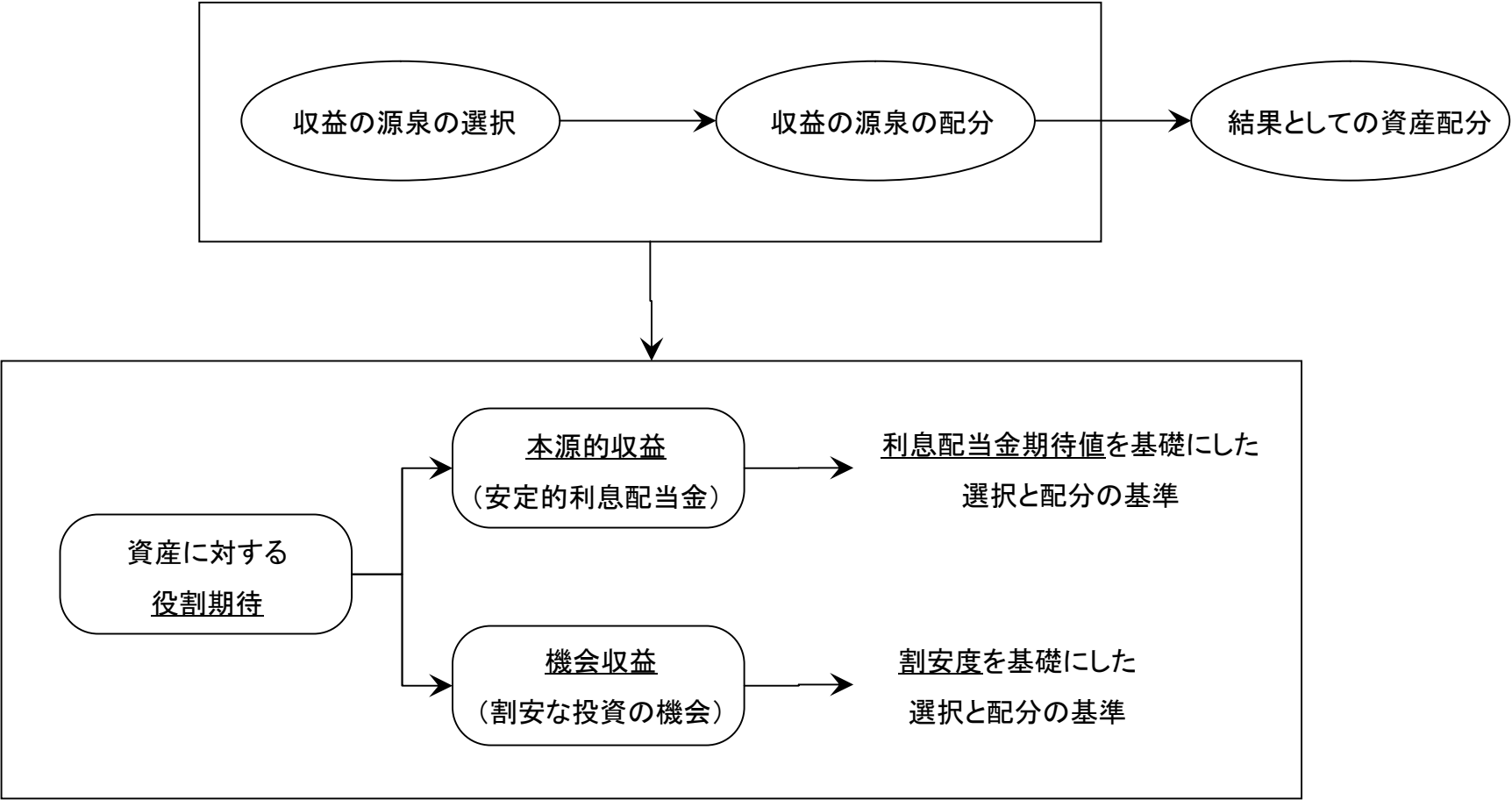


価値と価格、損失の可能性と単なる価格変動

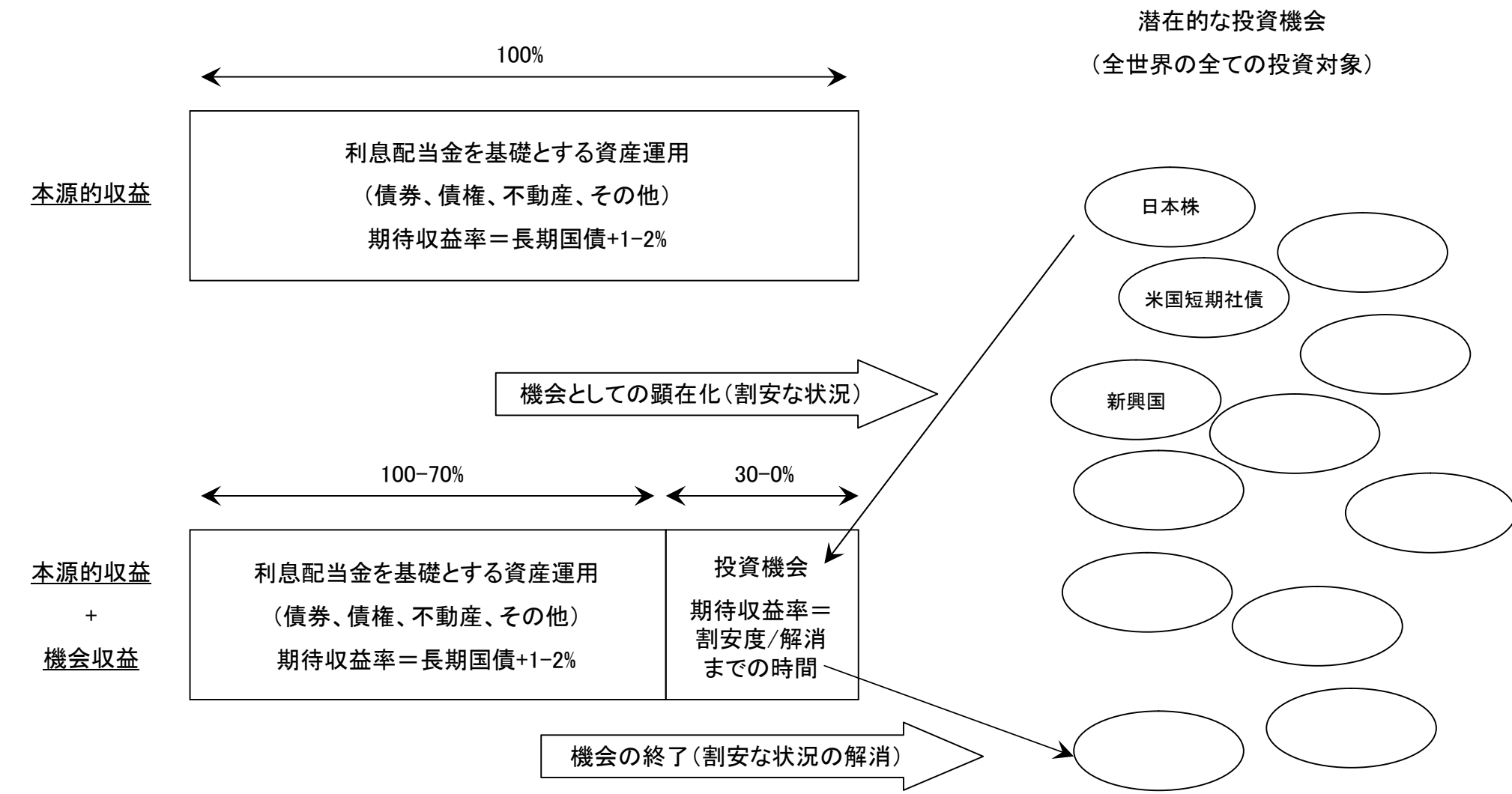
- 価格の下落の背景に、価値の低下があるときは、損失
- 運用の基本は、損失の可能性を避けることであって、損失の可能性を積極的に受け入れることではない
- 一方、価格変動は避けられず、受け入れるしかないもの
- 機会をとらえるということは、価値よりも低い価格(割安)で買い、価値以上で売却することで、実現利益を確定させること



収益の源泉の選択と配分



利息配当金を基礎とした収益(基礎収益)と投資機会による収益(機会収益)



「簿価主義」の一定の真実

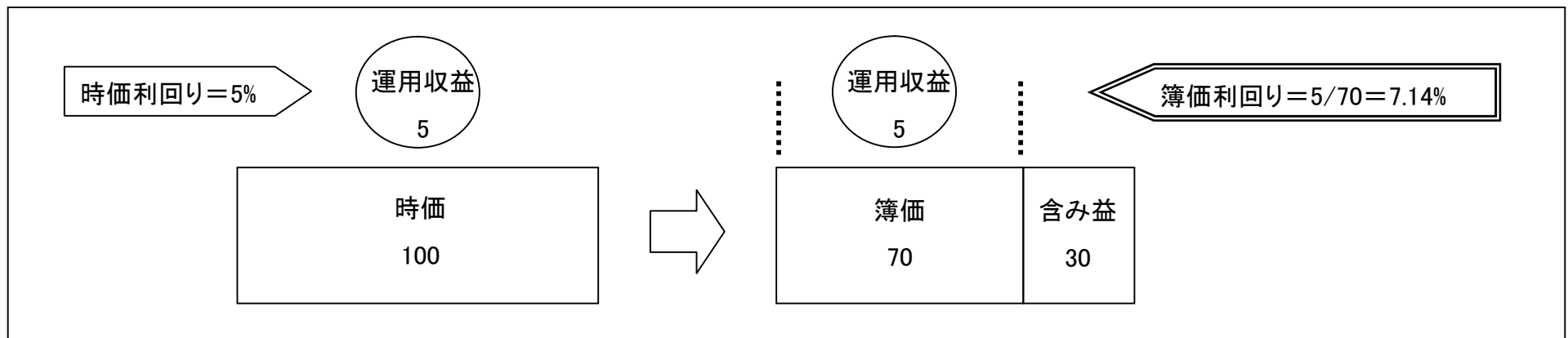
80年代初頭の「含み益」経営ということ

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
- 総合収益の考え方は全くなかった



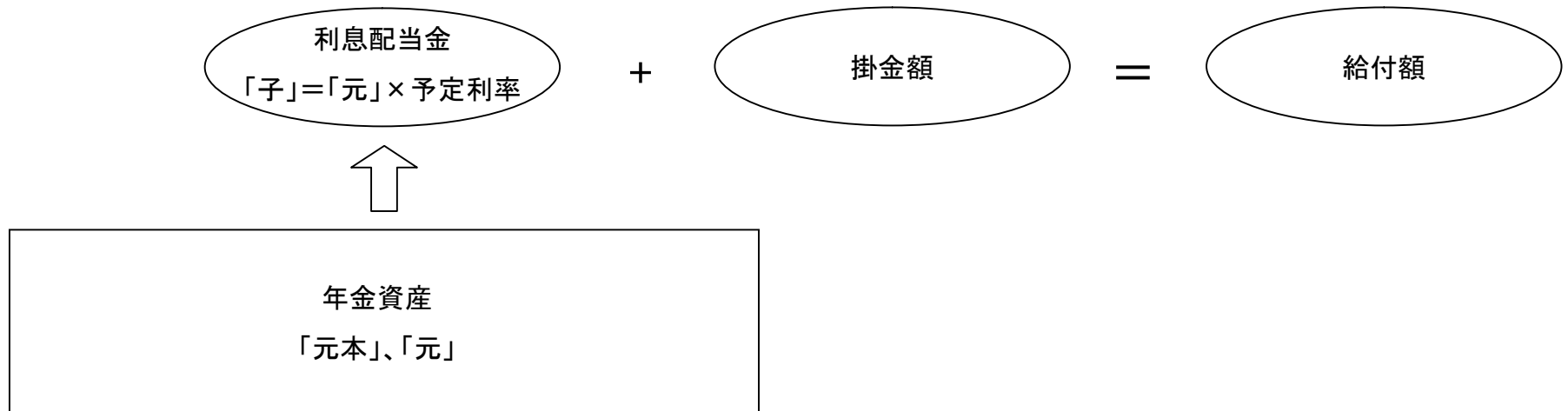
「含み益」の形成



- 株価の上昇
- 不動産価格の上昇(および不動産の減価償却)

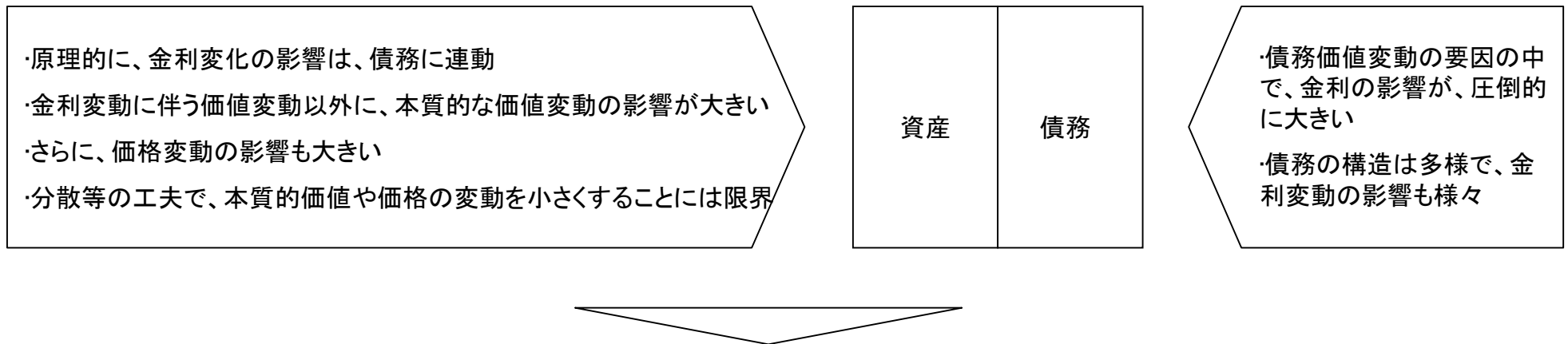
年金財政の仕組みと資産運用の目的

- 年金の資産運用の目的は、給付原資の確保である
- 元本(年金資産)が毀損すれば予定収益不足になる ⇒「元も子もなくなる」
- 元本の取り崩しは予定されていない
- 含み益がある、もしくは、積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える
- 逆に、含み損がある、もしくは積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り、給付原資不足になる



資産債務総合管理と金利変動の意味

- 現在価値に割り引く金利の変動に対して、価値が変動するのは、債務も同じ
- 債務の特性に応じて、金利変化に対する価値変動の影響度は異なる
- 債務の評価は、理論的現在価値なのに対して、資産の評価は、時価（理論価値ではなくて、市場価格）



- もしも、現在価値として、資産と債務の連動性を高めようとするれば、資産は、長期国債中心の運用にならざるを得ない
 - ・確かに、一つの潮流だが、資産運用というのは、本当にそのようなものなのか、それでいいのか
- そもそも、評価基準が違う（債務は理論価値、資産は市場価格）のに、現在価値での一致性に、どれだけの意味があるのか
 - ・将来の現金流出と現金流入との均衡が、ある程度の蓋然性をもって、示せることが、本来の資産債務総合管理ではないのか
 - ・現在価値から、キャッシュフローそのものへ

- 本資料は、キャッシュフローを生む力としての資産価値について解説・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、キャッシュフローを生む力としての資産価値について解説・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、本セミナーの主題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。