

収益源泉としての「時間」

－ 期限の利益の意味、および成熟・熟成が生む価値 －

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>

2009.06.18



金融の原点

具体的な使途のない資金の保有者と、具体的な使途に対して資金が不足している事業者との間で、資金を融通しあうのが金融の原点です。このような資金需給の媒介が、ビジネスとしての金融サービス業であり、投資も、広義には、その中に属します。

時間を借りる

借りる側、資金の調達側は、「今」はお金がなくとも、返す当てが「先」にあるはずで、つまり、この「今」と「先」との間の時間、例えば設備投資が収益化するまでの時間が、問題のほうです。資金を借りるといっても、時間を借りるといっても、同じことです。

金利の意味

時間を借りる対価が、金利という調達コスト(資金供与側から見れば投資収益)に他なりません。ですから、金利は必ず時間との関係で規定されています。

時間とリスクとキャピタル・ストラクチャ(資本構成)

時間が長くなればなるほど、将来についての不確実性が増大しますから、リスクは大きくなります。企業は、事業固有のキャッシュフローの時間のリスクをコントロールするようにキャピタル・ストラクチャを工夫します。時間のリスクが小さいものは、中短期の確定債務(融資や社債)による調達がしやすい一方で、時間のリスクが大きいものは、長期債務によるか、株式による調達が主流になります。

投資判断の三つの要素

第一に、企業のもつ事業キャッシュフローの時間のリスクに対する評価、第二に、キャピタル・ストラクチャを通じてリスク管理する経営手腕の評価、第三に、キャピタル・ストラクチャのどこに投資するかという選択、これらが、重要な投資判断になります。

期限の利益

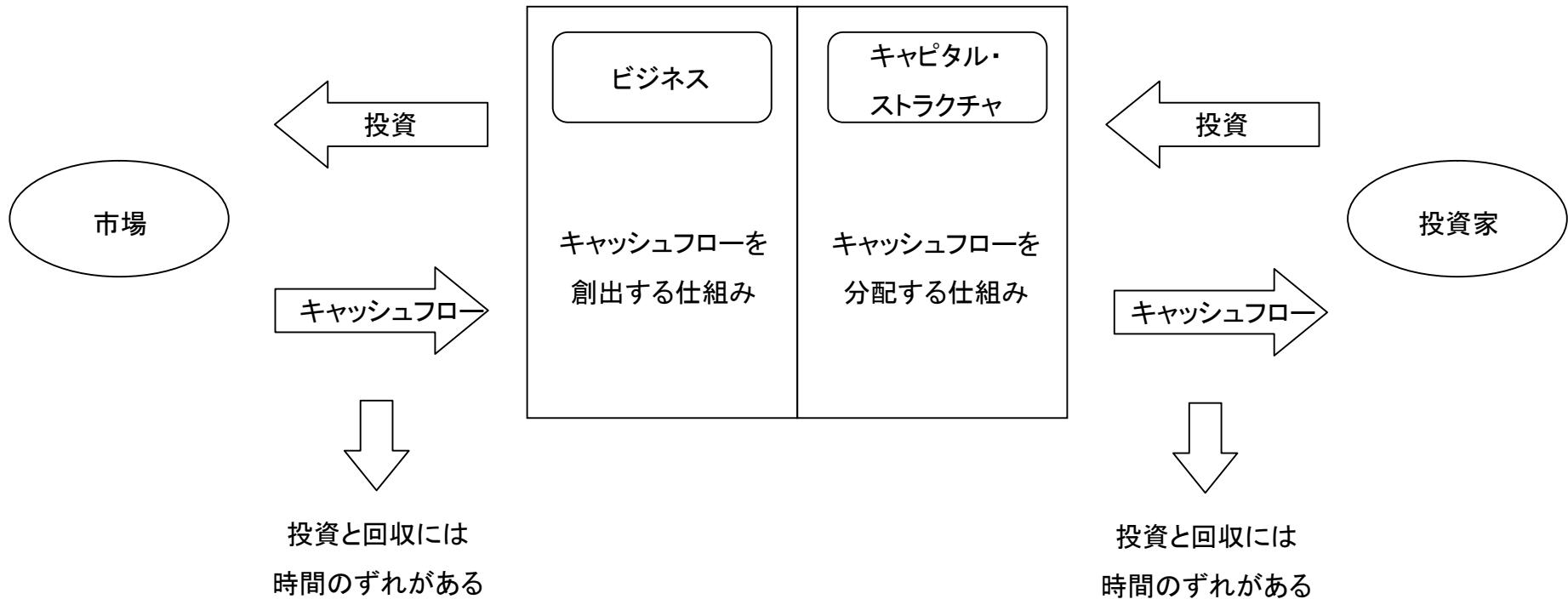
債務を期前弁済する必要が生じたり、満期のきた債務を借り替えることができなくなったりすると、時間を借りていることの基本前提が崩れます。いわゆる「期限の利益の喪失」は、キャピタル・ストラクチャを崩壊させるリスクを意味します。

成育・熟成

農林水産業は、森林資源が代表例のように、時間そのものが付加価値を創出する事例が多くある一方で、金融サービスの導入の最も遅れている産業です。それゆえに、金融・投資の仕組みを工夫することで、新たなる成長を期待できると思われれます。

キャッシュフローの時間のずれ

ビジネス(企業・ファンド等)のB/S

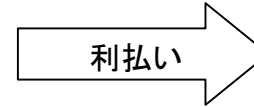
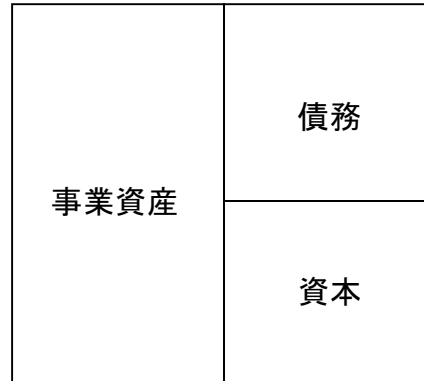


- 二つの時間のずれは、調和していなければならない
- ビジネスにおける回収の不確実性の大きさとキャピタル・ストラクチャは、調和していなければならない(不確実性が大きいほど株式の比率が大きい)

時間と不確実性



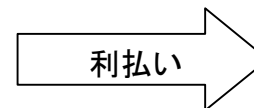
- 回収までの時間が長い(固定資産が大きい)
- 不確実性(変動率)が大きい



- 債務の比率を抑える
- 債務の期間を長くする
- 資本を厚くする(クッション)



- 回収までの時間が短い(固定資産が少ない)
- 不確実性(変動率)が小さい



- 債務(レバレッジ)を厚くできる
- 資本の効率を上げられる

キャッシュフローのギャップのファイナンス

製造設備、不動産等の建築期間におけるファイナンス ⇒収益化までの時間と、新たに生まれるキャッシュフロー額の不確実性が低い案件
⇒期間とキャッシュフローの不確実性を低くすることで、債務中心で構成できる場合が多い

- 開発型の収益不動産
- プラント・インフラ・資源開発などのプロジェクト・ファイナンス
- リストラクチャリングにおける資産の利用目的の転用
- 付加価値を上げるための製造期間の延長(熟成など)

一時的なバランスシートのリストラクチャリングのファイナンス ⇒借り換えなどのつなぎ融資や、維持的資本増強

- レバレッジドバイアウトにおける長期ファイナンス(ハイイールド発行)までの暫定的銀行融資
- 資産の減損等で一時的資本不足に陥った場合の資本増強⇒資本の稀薄化を避けるためのメザニン等の利用
- 民事再生等における、資産売却代金などが回収できるまでの暫定融資や、暫定的運転資金融資⇒DIPファイナンス

売上代金等の回収までの期間のファイナンス ⇒伝統的金融分野の代表例

- 手形割引
- 貿易金融
- 在庫担保融資(アセット・ベースト・レンディング)

期限(期間)の利益の喪失

ニューシティ・レジデンス投資法人のニュースリリース(2008年9月25日)より

……不動産関連の新規融資、資本市場による資金調達及び借入金のリファイナンス等が円滑に進まなくなる等、本投資法人を取り巻く外部環境は著しく悪化しております。

このような状況の中、本投資法人は、本年9月末日を返済期日とする短期借入金125億円につきリファイナンスが困難であったため、保有資産の譲渡により回収した資金等によって全額返済(110億円を期限前弁済、15億円を期日弁済予定)することが、本投資法人の今後の資金調達環境の改善に資すると判断し、本日3物件の譲渡(以下「本譲渡」といいます。)を決定し実行するものです。

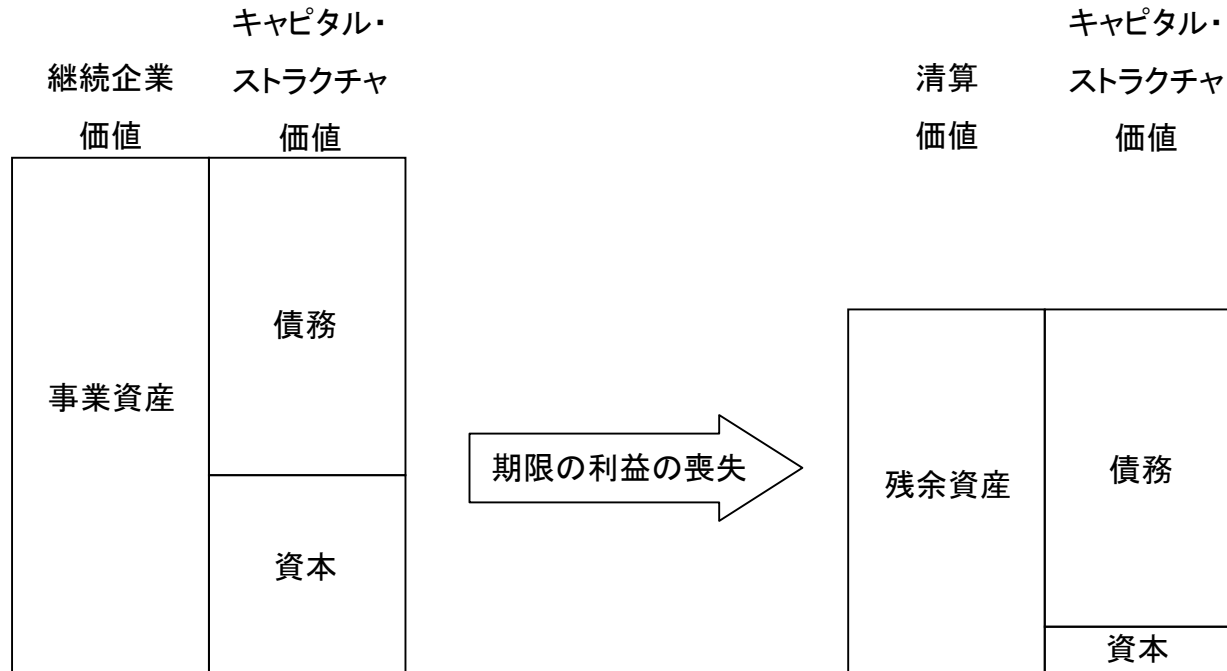
本譲渡については、これまで多数の譲渡先と交渉を重ね、譲渡先の資金調達力・信用力及び譲渡額について比較検討し、本投資法人に最も有利な条件を提示した相手を譲渡先に選定し、また、本投資法人のポートフォリオの毀損を最小限にとどめるべく、譲渡資産を選別いたしました。しかしながら昨今の不動産市況の急激な悪化は、本譲渡にも多大な影響を与え、誠に遺憾ながら本譲渡に伴い約12億円の売却損が発生することとなりました。……

ニューシティ・レジデンス投資法人の民事再生手続開始申立てに関するニュースリリース(2008年10月9日)より

……本投資法人は、取得予定資産の決済資金及び借入金の返済資金を容易に調達することができない状態に立ち至りました。

かかる環境のもと、本投資法人はこれまで所要資金の調達を模索してまいりましたが、……不動産関連の新規融資、資本市場による資金調達及び借入金のリファイナンス、保有資産の売却等が円滑に進まなくなっております。このような状況の中、今月末までに取得予定の資産の決済資金及び今月返済期限の到来する借入金についての調達の目途が立たない状況となったため、やむを得ず、民事再生手続の申立てに至った次第です。

継続企業価値と清算価値



継続企業として保有している資産の価値に比較して、操業停止した企業の残余財産の価値は低い

債務額は変動しないので、継続企業価値の清算価値への低下による損失は、全て、資本の負担になる

熟成(時間)が生み出す価値

沖縄の泡盛を代表する瑞泉酒造のウェブサイトにある公式価格です

おもろ10年熟成古酒(43度)	720ml	¥3,675
おもろ15年熟成古酒(43度)	720ml	¥5,187
おもろ17年熟成古酒(40度)	720ml	¥8,453

みやぎ生協のウェブサイトで紹介されている志津川湾の牡蠣の話です



「左が1年物、右が2年物です。志津川湾産は2年物が出荷されます。2年物でも成長が遅れ小さいものもあります。そのような小さいものはもう一年養殖期間を伸ばし、大きくしてから出荷されます」

育成途上の資源

森林、牡蠣、……

熟成途上の産品

ワインや焼酎のような酒類、酢、梅干……

世の中には、時間の経過とともに価値の上昇するものが少なくありません。特に、農林水産業関連の産品に、その例が多くあります。例えば、今、焼酎ブームだそうですが、焼酎も熟成させた古酒となれば、値段が高くなるはずで、一般に、お酒や酢などは、長期熟成させたものほど、値段が高いようです。生きている農林水産物にも、長期育成することにより、価格が上昇していくものがあります。ワサビも、高級な鮭屋で使うような太くて大きなものは、何年もかけて育てたもので、値段がとても高いのです。養殖の牡蠣は、普通は一年で出荷するのですが、二年、三年と長く育てたものもあって、こちらは、高級品として取引されます。

さて、私が焼酎の生産者であって、年間1億円出荷しているとします。低価格の普通の焼酎ビジネスからの脱却を目指して、10年熟成物に切り替えようとするわけです。一番簡単なのは、10年間出荷を停止して、10年後から全量を10年物として出荷再開すればいいのですが、そんなことをすれば、10年間売り上げがゼロになってしまいます。収支トントンくらいで、経営しているとすると、概ね10億円の資金調達をしないと、いけないのです。そんなことはあり得ないのですが、もし、出荷前の焼酎在庫を担保にお金を貸してくれる銀行がいて、しかも担保掛目なしで、毎年1億円を10年後の元利一括返済で、総額10億円貸してくれるのであれば、なんとかなります。

年率7%の金利で1億円を10年間借りて元利一括返済すると、返済額は約2億円です。ということは、7%の金利を払っても、10年熟成することで、2倍以上の価格で売れるのならば、投資価値はあるということです。一般に、資産(焼酎、牡蠣、ワサビなど)の価格の伸び率の期待値が、債務の伸び率を上回る限り、ビジネスとして機能するということです。ビジネスとして機能するものは、一般に、投資対象としても構成できます。森林資源ファンドのような、農林水産業ファンドに注目が集まる所以です。

ファンドというのは、銀行等が融資(債権)という形では資金供給を行えない場合に、求められる代替的金融手段です。実際、焼酎担保に、担保掛目なしで、年商1億円の零細業者に、最大10億円、しかも元利一括返済などという破格な条件で融資する銀行などあり得ません。しかし、ファンドという形式で投資するならば、焼酎価格が10年で2倍以上になるならば、結果的にファンドの出資者に7%以上のリターンを還元できるのだから、十分に成り立つ仕組みなのです。融資は金利等を事前に約束する仕組みなので、将来の不確実性(リスク)が大きい熟成焼酎ビジネスには向かないとしても、ファンドは、結果的・事後的に収益を還元する仕組みなので、投資家が不確実性(リスク)を承知している限り、問題なく、成立する仕組みなのです。

ポイントは、時間の利益です。時間が価値を高めるからこそ、時間を買わなければならない。時間を買うことが、生産者(債務者)立場から見たときの資金調達であり、投資家(銀行等の債権者や、ファンド投資家)の立場から見たときの資金供給になります。金融とは、時間の利益を供与することです。そして、時間の値段が金利です。一方、時間が生み出す付加価値を、生産者と投資家との間でリスクに応じて公平に(いうまでもなく均等ということではなく、公正に、英語でいうとフェアに)、分ける仕組みが、金融の仕組みに他なりません。

リスクは、投資対象ごとに、非常に異なるものになり得ます。時間の長さそのものが、リスクを大きくします。将来の生産物価格と競争力の予測は、時間が長くなればなるほど、困難になるからです。径の大きな成木は超長期を要する生産物であって、投資時点での将来価格リスクはきわめて大きいと考えられます。米国では、森林資源ファンドは、最も注目される投資対象ですが、日本では森林担保融資は、不良債権の代表例です。その差の原因は、もちろん、米国と日本の森林資源価格の競争力にあったわけですが、それだけではなく、金融の仕組みにも、あったはずで、そもそも、森林資源には、その超長期性に鑑みて、融資という仕組み自体がなじまない可能性があります。

その他、ファンドと融資には、重要な差が沢山あります。例えば、森林の所有権自体をファンドに移転させるファンドと、抵当権を設置するのみの融資とは、法律上の権利が違います。また、ファンドは、森林経営という事業そのものへの投資であるのに対して、融資は、森林経営者という事業者への融資です。技術的な差は重要です。しかし、より、重要なのは、時間とリターン/リスクの本質的關係です。時間のリスクがリターンを規定するのです。農林水産業ファンドの本質は、時間が生む価値の獲得です。

不動産に投資することと、不動産ファンドに投資することとは、同じではありません。決定的な違いは、不動産ファンドが負担する債務です。つまり、現金で不動産を取得することと、一定割合の借入れを行って不動産を取得することの違いです。最近のJ-REITの株価の大幅な下落の背景にあるのは、不動産価格の下落でしょうか。空室率の上昇や不動産価格の弱含みが一因であるのは間違いないでしょうが、J-REITの下落率の大きさを、それだけで説明できるでしょうか。実は、主因は、不動産そのものの価格下落ではなくて、弁済期の近づいた借入金の借り換えに関する不確実性だったのではないかと、思われます。

J-REITの場合は、私募の不動産ファンドに比べると、有利子負債の比率は低いのですが、それでも、ファンド総資産に対する借入金額の比率でみて、50-60%程度の借入れはあります。負債の内訳は、銀行等からの短期借入金と長期借入金、および投資法人債の発行で構成されています。問題になっているのは、弁済期の近づいた銀行等からの借入金です。不動産市況に変化がない限り、融資に関するリスクも、ほとんど変動をしないはずなので、銀行等は、借換えに応じると考えるのが自然ですし、実際、ほとんどのJ-REITが、そのような楽観的仮定に立脚していたと思われま

す。ところが、不動産市況に重要な転換点が来ているとの認識が一般化するにつれて、銀行等は、融資の継続に慎重になってきたとされます。そうすると、俄然、状況は一変します。借換えができない限り、J-REITは不動産を売却して現金をつくるか、増資をするしかありません。そもそも、不動産取引の急減が、市況の転換の理由なので、不動産の現金化は困難ですし、強行すれば、著しく安い価格での売却となり、投資家に損失を与えます。借換えが困難な状況では、増資はもつと困難です。残された方法は、低い株価での第三者割当増資ですが、そのような増資自体が、J-REIT株価の下落要素となります。完全な八方塞がりの状況が、今のJ-REITです。

債務負担することなく、端的に収益不動産を所有しているだけならば、このような問題は起こりえません。つまり、不動産に投資しているだけであれば、借入金に係わる財務リスクは発生しないのです。しかし、不動産ファンドに投資すれば、借入金に係わる財務リスクは不可避ですし、現在のJ-REITの状況ですと、主役である不動産固有リスクよりも、従属的要素である財務リスクのほうが優越してしまっています。これでは、不動産へ投資することの投資意義は、失われてしまいます。まさに、本末転倒ですし、不動産ファンドへ投資する投資家の期待を裏切るものともいえます。

ファンドの本来の機能は、小口でも分散されたポートフォリオへ投資できる仕組みを提供することです。借入金をするとは、あくまでも補助的機能のほうです。複数の収益不動産に分散投資することは、巨大な投資家にしかできないことです。ですから、分散投資のためには、ファンドは必要なのです。本来のファンド機能と借入れとは、直接関係ありません。本来は、財務リスクを排除し、借入金を最小限に抑えた不動産ファンドがあるべきなのです。まさに今、J-REITは、その存在意義を問われているのだと思います。投資家のためのJ-REITだったのか、不動産関連業界のためのJ-REITだったのか。

それにしても、J-REITの問題は、多数の興味深い論点を提供してくれています。以下、いくつか挙げてみますので、皆さんも、考えてみて下さい。

実は、J-REITの全時価総額よりも、私募ファンドの総額の方が、何倍か大きいとされています。しかも、私募ファンドのほうが、ファンド総資産に対する借入金額の比率が高いとされています。実態の見えない私募ファンドですが、J-REITの現状から私募ファンドの状況を類推するとしたら、いったいどうなるのでしょうか。

ファンドB/Sの左側、即ち、不動産価値自体に大きな変動がない中で、ファンドB/Sの右側の債務に関する不確実性によって、同じ右側の資本勘定の急減を招いた、というのが今のJ-REITですが、これは、実は、バリューといわれる状況なのではないでしょうか。ファンドB/Sの右側(資本構成あるいはキャピタル・ストラクチャ)に上手に参画することで、ファンドB/Sの左側のバリューを取ることで、これが、バリュー投資の王道だとすると、まさに、今がチャンスともいえるのです。では、「キャピタル・ストラクチャに上手に参画すること」とは、具体的に、どういうことなのか。ここに、資産運用ビジネスの基本的課題があるのです。しかも、「キャピタル・ストラクチャに上手に参画すること」は、別に、J-REITに限ったことではないでしょう。そもそも、企業とは、事業価値(B/Sの左)をキャピタル・ストラクチャ価値(B/Sの右)でバランスさせているものです。事業価値にキャピタル・ストラクチャを通じて割安に投資すること、これが資産運用です。

しかし、事態は、もう少し複雑です。もしも、キャピタル・ストラクチャが本当に崩れてしまったらどうなるでしょうか。継続基準(ゴーイング・コンサーン基準)の事業価値は、一気に、清算価値(通常は、継続基準価値よりも、かなり低い)へ変わってしまいます。そうなると、実は、今のJ-REIT株価が妥当だということになります。清算価値すらも下回る株価という、もう一つのバリューが考えられる所以です。

注意事項

- 本セミナーは、資産運用における収益源泉としての時間の意味について解説・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。
- なお、本セミナーは、資産運用における収益源泉としての時間の意味について解説・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。