

## 事業価値とキャピタル・ストラクチャ

- 資本市場の構造変化とファンド資本主義 -

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>

2009.08.20



概要	2
問題意識	3
事業キャッシュフローとキャピタル・ストラクチャ	4
事業価値と投資価値	5
キャッシュフロー分配の優先順位(=キャピタル・ストラクチャ)	6
キャピタル・ストラクチャと事業価値	7
資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体	8
伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法	9
キャピタル・ストラクチャーの多様化	10
キャピタル・ストラクチャのシニョリティ秩序	11
事業者リスクと事業関連の実物資産リスク	12
価格のリスクから稼働率・オペレーションのリスクへ	13
真正売却と倒産隔離	14
実物資産ファンドの基本概念図	15

## 企業の資金調達のための二つの基本形

第一に、債務を増やすなり、資本を増やすなりする伝統的方法と、第二に、資産を売ることによる調達(アセット・ファイナンス)です。

## いわゆる流動化とファンドの利用

アセット・ファイナンスによる資産売却は、資金調達目的を明確にするために、「売却」ではなく「流動化」と呼ばれます。流動化に際しては、ファンドの利用(即ちファンドへの資産売却)がよく見られます。これらのファンドに代表される流動化商品の発展は、投資対象の拡大を意味しています。

## 事業キャッシュフローとキャピタル・ストラクチャ

キャピタル・ストラクチャは、企業が事業活動を通じて生み出したキャッシュフローを、リスク特性に応じて投資家に再配分する仕組みです。具体的には、株式と債務、およびその中間的性格のもの(メザニン)の組合せになります。

## キャピタル・ストラクチャの多様化

キャピタル・ストラクチャの設計においては、様々な種類の債務・メザニン・株式の組合せが進行し、高度に多様化・複雑化してきています。投資家の立場から見れば、ここでも、投資対象の選択肢が増えているのです。

## ファンドのキャピタル・ストラクチャ

アセット・ファイナンスから生まれたファンドにも、複雑なキャピタル・ストラクチャを導入することがあります。

## ファンドの積極的な資産創出機能

企業再編等においては、ファンドが直接に企業等から株式やメザニンなどを引き受け、また融資等を実行します。ファンドが投資銀行機能を果たし、融資も行うという意味では、銀行機能すら果たしているのです。

## 事業価値とキャピタル・ストラクチャ

事業価値が、ネット事業キャッシュフローの現在価値であるならば、その再配分の仕組みに過ぎないキャピタル・ストラクチャを工夫することによっては、事業価値は、本質的には変り得ません。キャピタル・ストラクチャの多様化は、リスクの細分化であり、投資家の選択肢の拡大を意味するに過ぎません。

⇒キャピタル・ストラクチャの最下位に過ぎない株式の収益率が、キャピタル・ストラクチャ上位の融資・社債の収益率を上回るための条件を徹底的に検証しない限り、株式投資はできない

⇒キャピタル・ストラクチャを、いかに工夫したところで、ネット事業キャッシュフローの現在価値としての事業価値を改善できる程度は、金利費用の合理化に限られる。しかしながら、株価に与える影響は、必ずしも、その範囲にとどまらないかもしれない。

⇒徹底的にアセット・ファイナンスを推進し、資産の流動化を行って、バランス・シートを最小化させていくと、株式のハードな資産による裏づけが弱くなる一方で、株式の意味が、より純粋に事業価値を創出する経営能力そのものの反映に近づく。

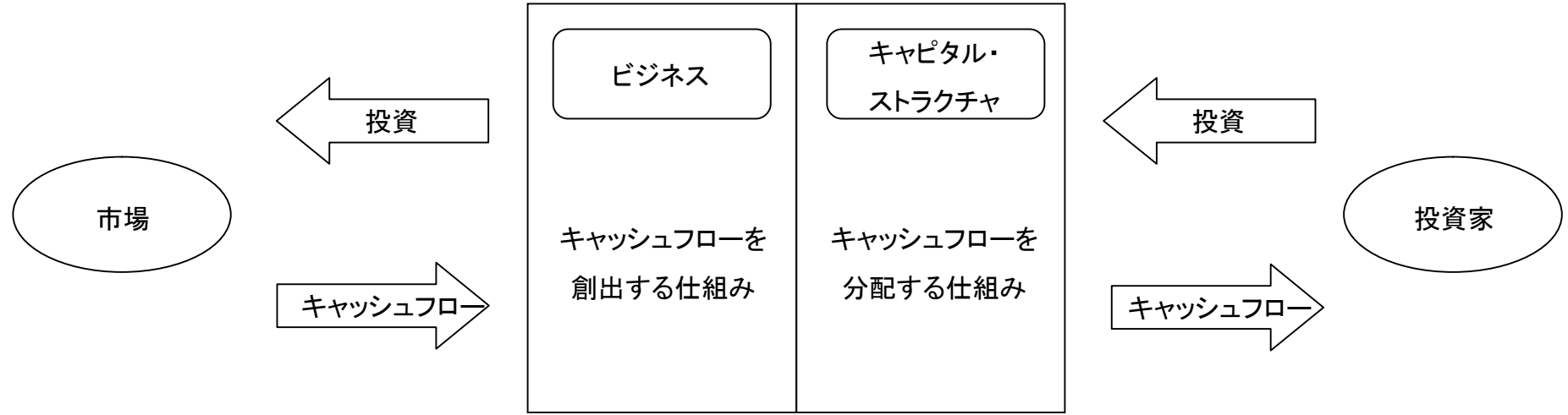
⇒キャピタル・ストラクチャの上位にある債権者と、下位の株主の利害は、相反する可能性がある。代表例が、債務の借換ができずに、資金繰破綻する場合。

⇒キャピタル・ストラクチャの最下位にあるからこそ、株主は自己の利益を守る手立てを工夫しなければならない。プライベート・エクイティやアクティビズムの効用。

⇒本来の投資の意思決定とは、第一に事業価値分析があつて、次にキャピタル・ストラクチャの選択を行うという、二段階のはずである。先に融資ありきでの銀行の審査、先に社債ありきでの社債の中での銘柄選択、先に株式ありきでの株式の中での銘柄選択、という現状は、分業化された金融サービスの都合に過ぎない。

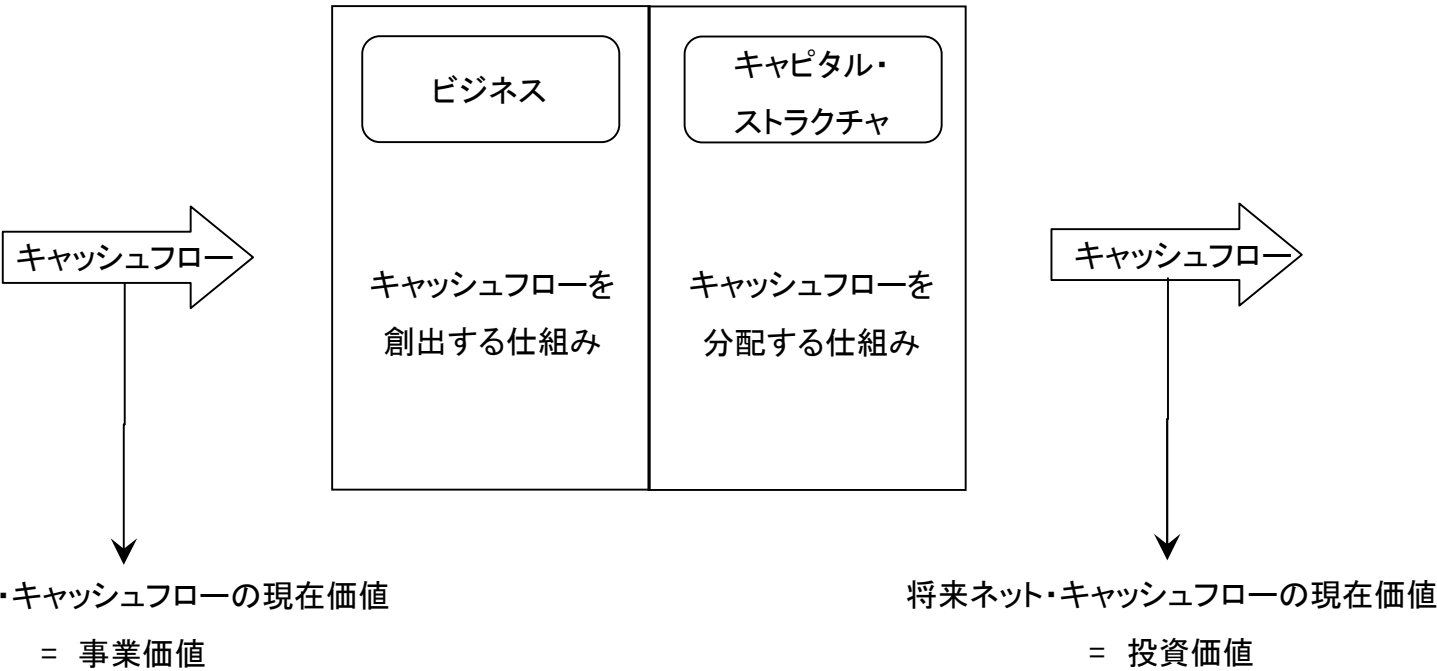
# 事業キャッシュフローとキャピタル・ストラクチャ

ビジネス(企業・ファンド等)のB/S



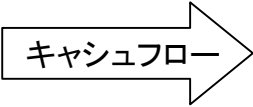
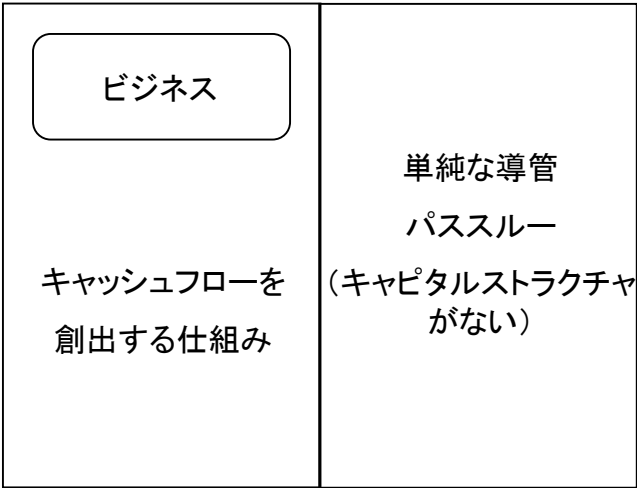
# 事業価値と投資価値

ビジネス(企業・ファンド等)のB/S

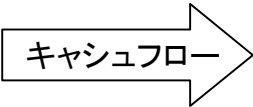
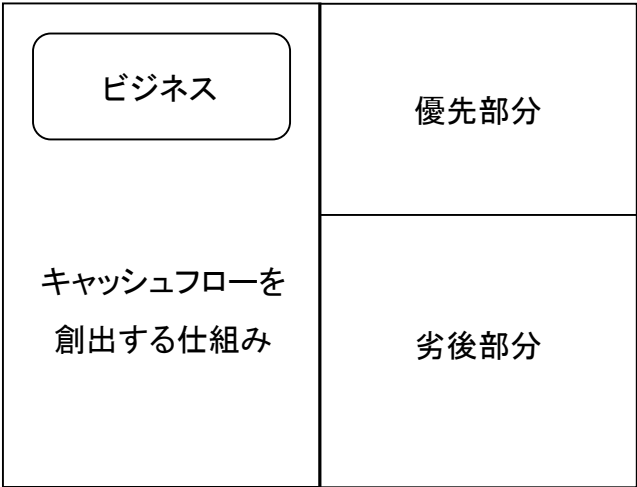


# キャッシュフロー分配の優先順位 (=キャピタル・ストラクチャ)

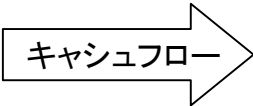
ビジネス(企業・ファンド等)のB/S



全ての投資家に同一分配



ビジネスからのキャッシュフローの変動  
にかかわらず固定



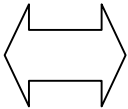
ビジネスからのキャッシュフローのうち  
優先部分の残余を分配

# キャピタル・ストラクチャと事業価値

キャピタル・ストラクチャの差は、事業価値に影響を与えない。しかし、固定債務の利払い負担や、借換えに関する不確実性が、事業の継続に影響を与える可能性はある。

例) 不動産ファンド

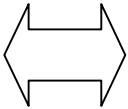
収益不動産	レバレッジ
	エクイティ



収益不動産	エクイティ
-------	-------

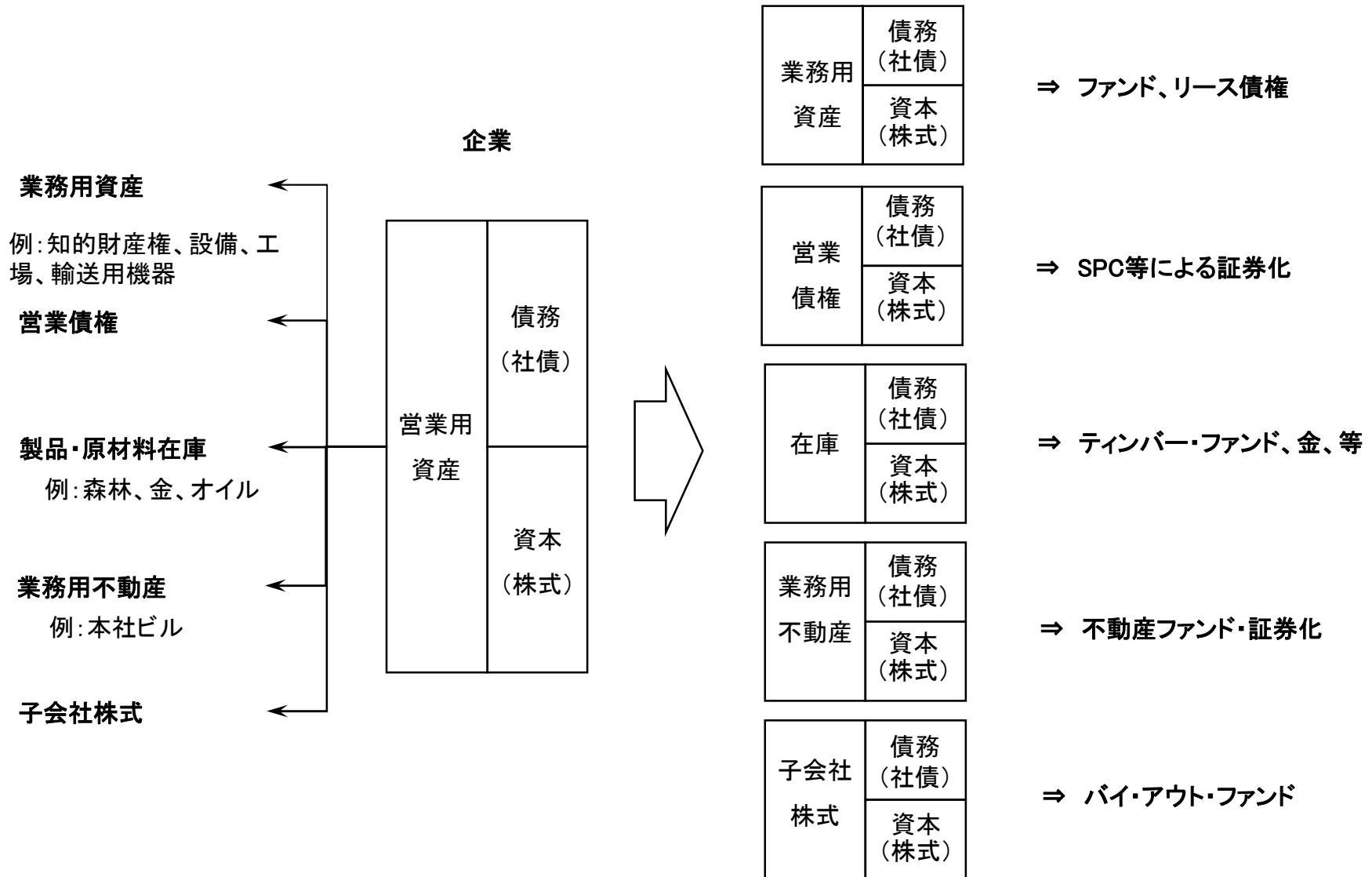
例) レバレッジド・バイアウト

ビジネス	債務
	公開株式

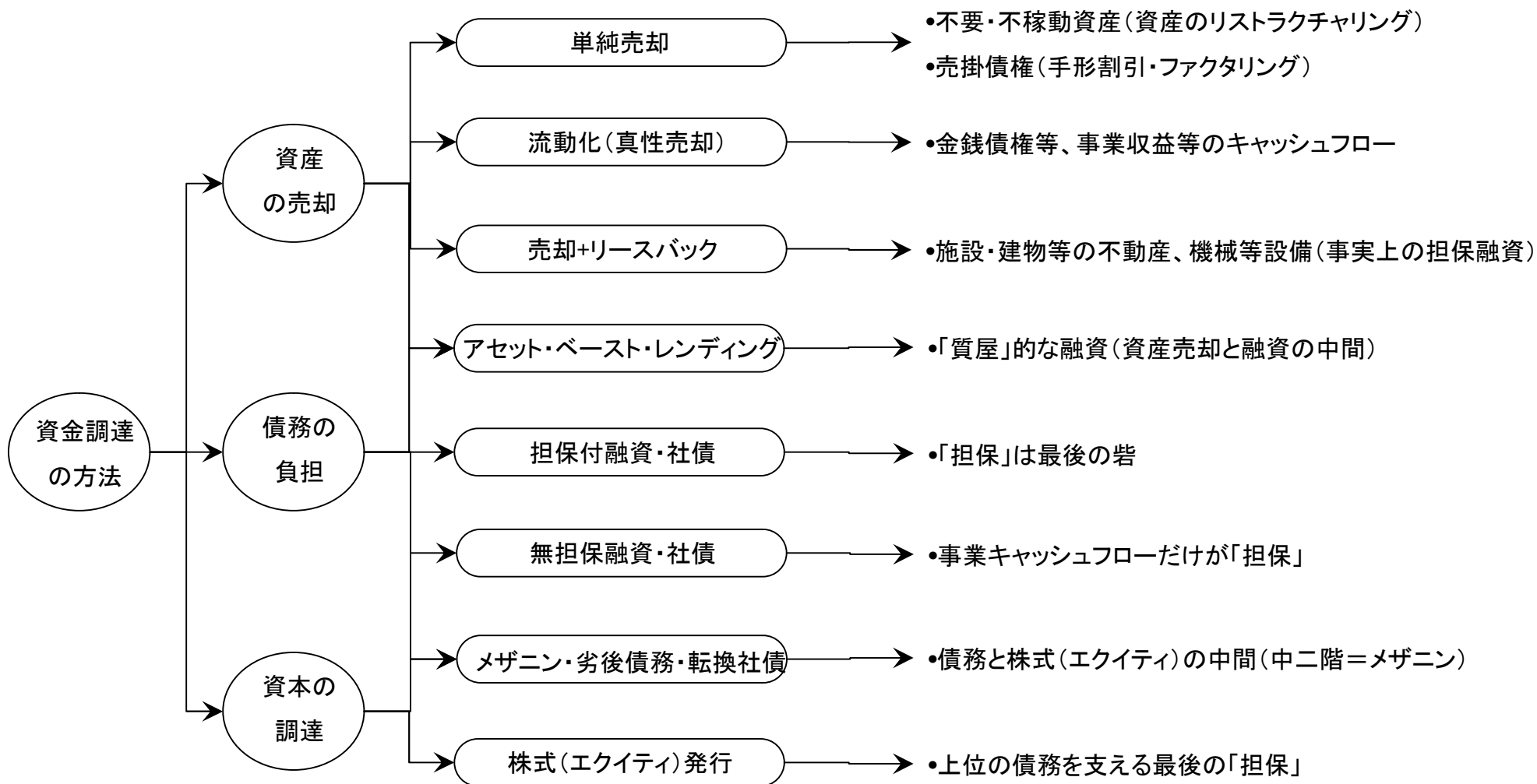


ビジネス	レバレッジド・ローン ハイ・イールド
	非公開株式

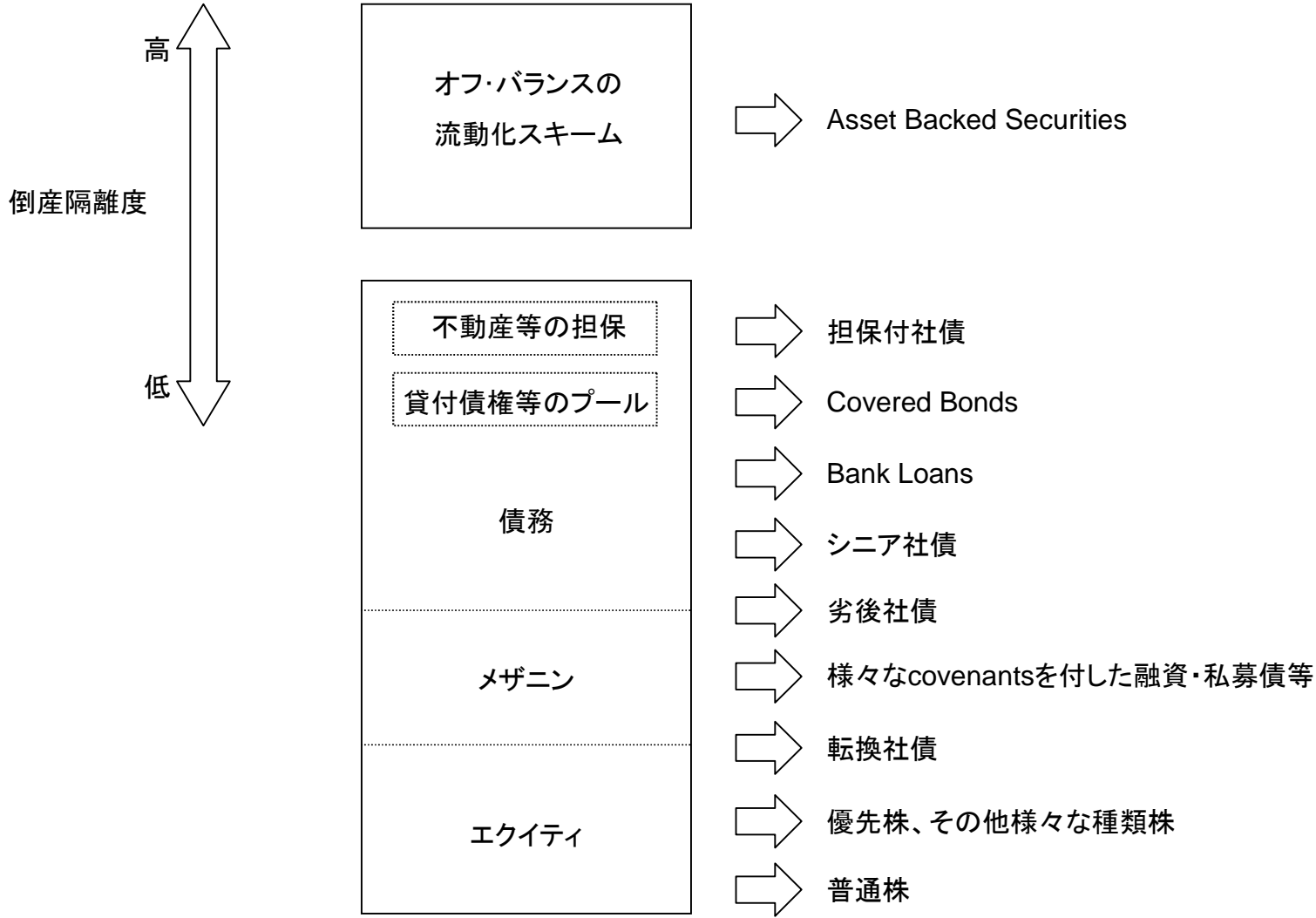
# 資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体



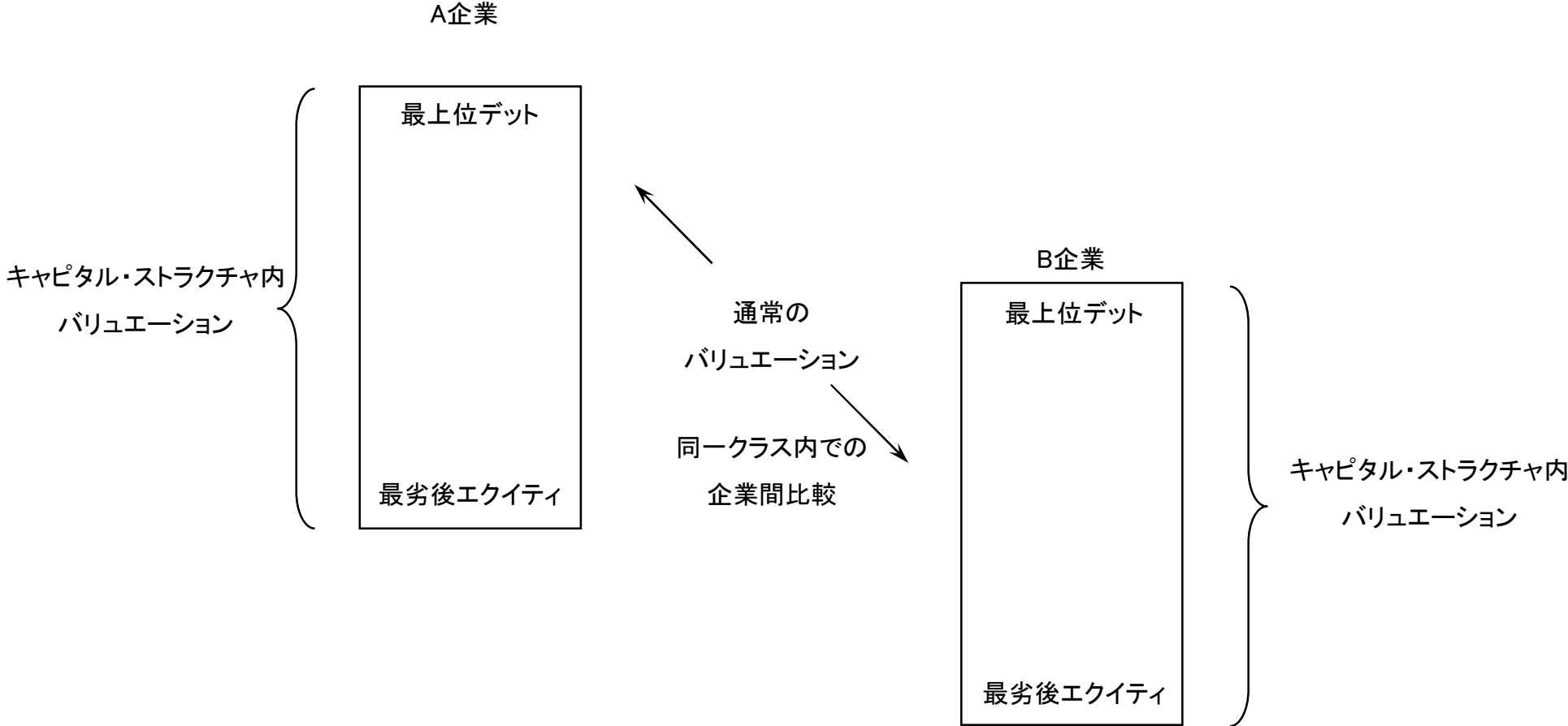
# 伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法



# キャピタル・ストラクチャーの多様化



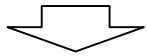
# キャピタル・ストラクチャのシニョリティ秩序



# 事業者リスクと事業関連の実物資産リスク

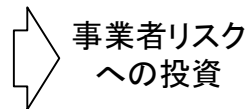
不動産開発業者

収益 物件	債務
	株式



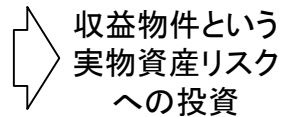
不動産開発業者

資産	債務
	株式



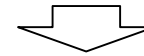
収益物件のファンド化

収益 物件	債務
	株式



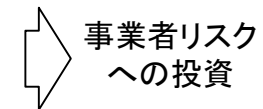
エネルギー関連業者

諸設備	債務
	株式



エネルギー関連業者

資産	債務
	株式

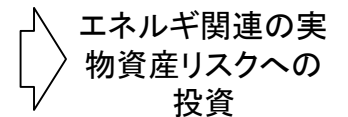


発電所のファンド化

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



# 価格のリスクから稼働率・オペレーションのリスクへ

パイプライン



- パイプライン利用料は、油量等(原油等の価格ではない)にリンク
- 原油価格等が下落しても、稼働率が下がらない限り、収益を生む

発電所



- 原油等の価格を売電価格に転嫁できる限り、価格リスクからは中立
- 施設マネジメントのオペレーショナル・リスクが鍵

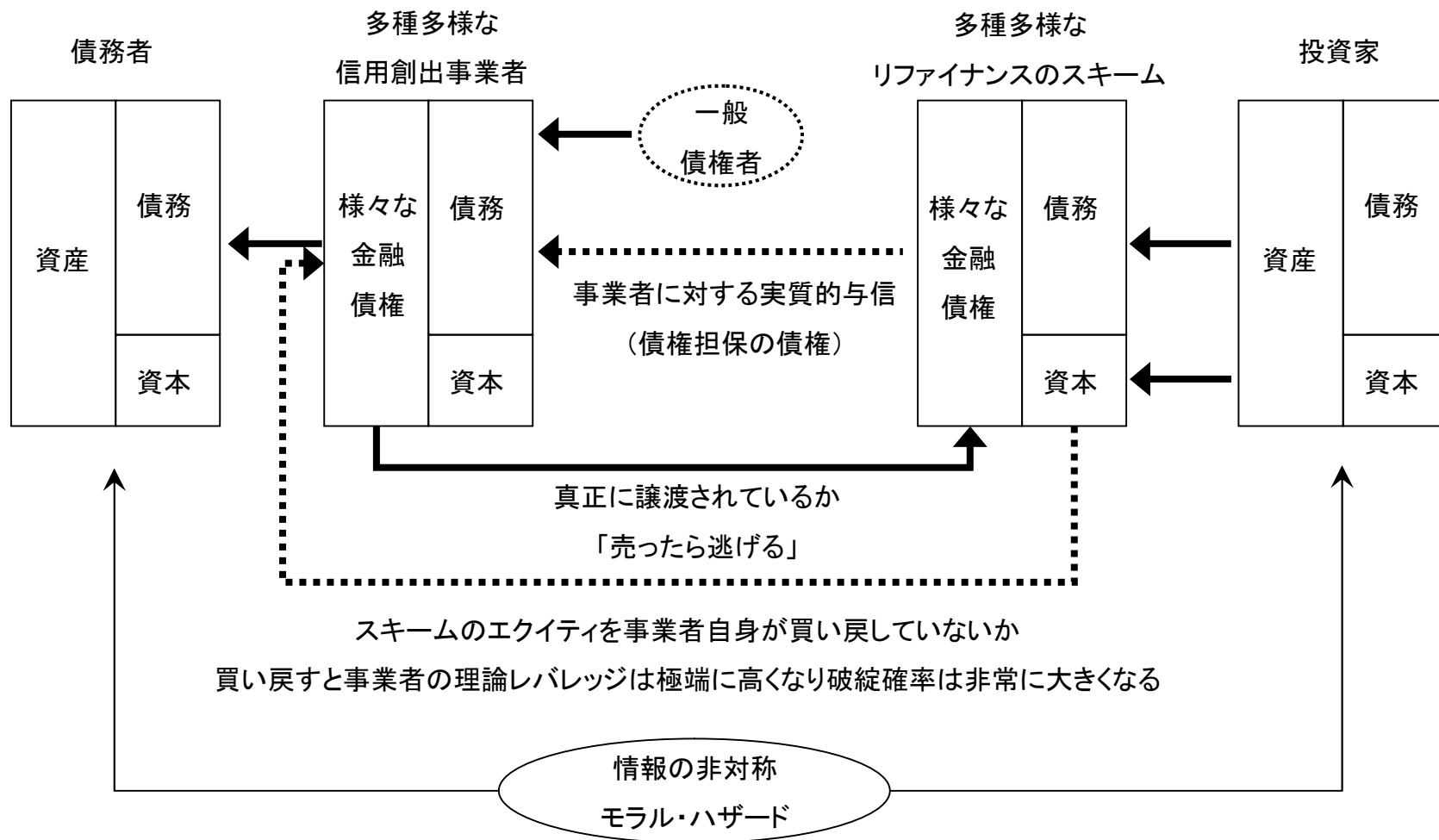
不動産収益物件



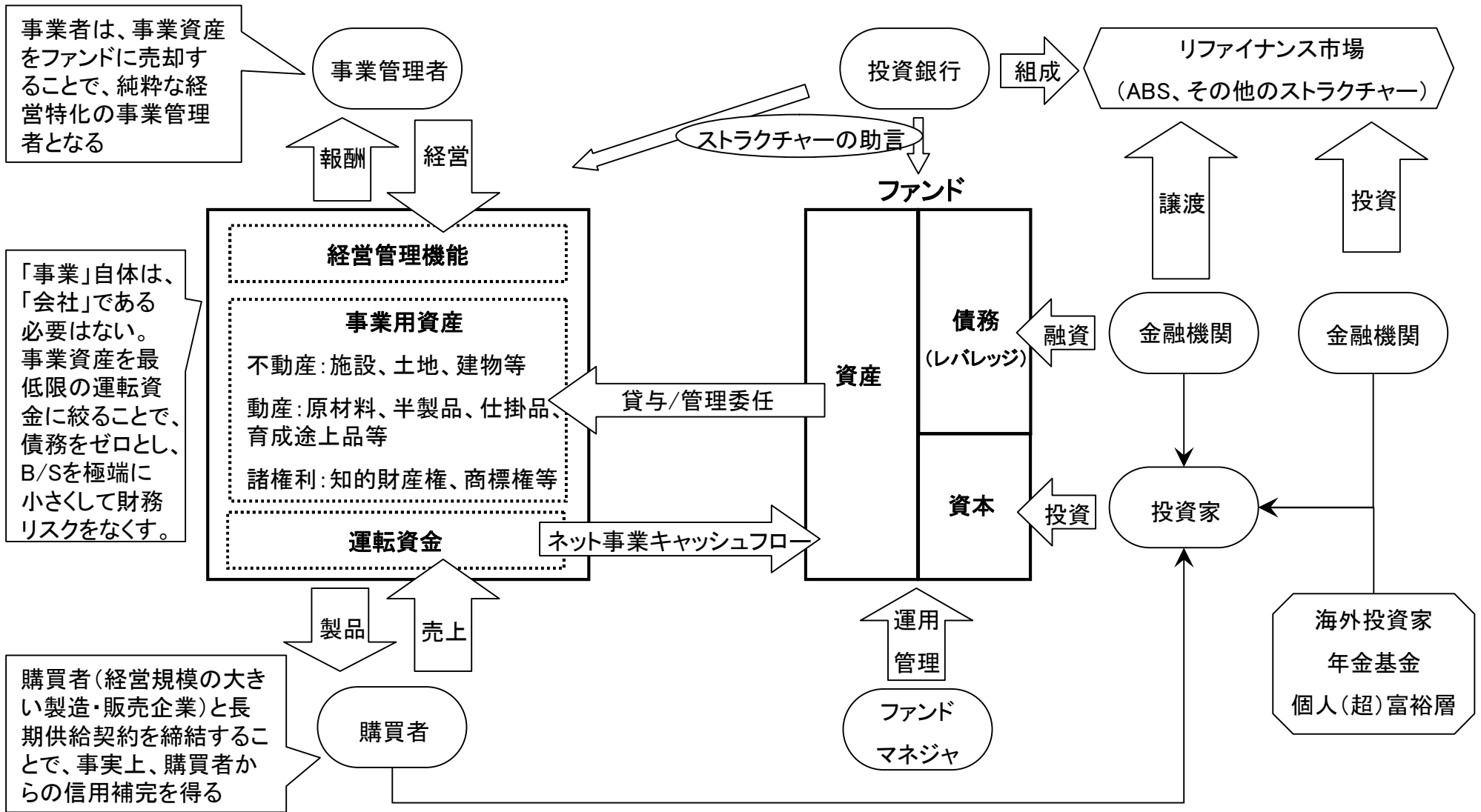
- 賃料の変動率は、不動産価格の変動率よりも小さい
- 本質的なリスクは空室率の上昇(稼働率の低下)
- テナント政策などのマネジメント・スキルが鍵

# 真正売却と倒産隔離

原債権がリファイナンス・スキームに対して真正売却されていることなど、信用創出事業者の破綻からの隔離が前提となる



# 実物資産ファンドの基本概念図



- 本セミナーは、資本市場の構造変化に伴う新しい投資対象の創出について解説・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、本セミナーは資本市場の構造変化に伴う新しい投資対象の創出について解説・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。