

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

2009.08.11



概要	2
概要(続き)	3
投資の本質と乳牛の値段の関係(fromHCコラム 2008年9月18日)	4
「より確からしいもの」に基づく判断	5
常識的な考え方における四つの基本的論点	6
事業価値と投資価値(本源的価値)	7
事業キャッシュフローを分配する仕組みと投資	8
株価と配当額および配当性向	9
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)	10
「本源的価値」の理論的意味	11
「価値変動」の理論的意味	12
総合収益の分解	13
金利(割引率)の変化の意味	14
ALMと金利変動の意味	15
価値と価格、損失の可能性と単なる価格変動	16
価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか	17
価格変化と需給不均衡の拡大効果	18
変質した資本市場の仕組み	19
相手に選択権を与えることの危険さ	20
「簿価主義」の一定の真実	21

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。

リターン(戻ること)とは、投資資金の回収のこと

投資額以上のキャッシュフローを回収するから、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となります。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。

キャピタルストラクチャ(資本構成)

キャピタルストラクチャというのは、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、キャピタルストラクチャ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、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)されるはずですが、その限りでは、理論価値と取引価格は連動するはずですが、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が。

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

企業の本来の収益力が改善し、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、賃料収入は増え、ビル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。

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、資産の持つ本来の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。(10月13日の月例セミナー「キャッシュフローの創出力を高める努力としての資産運用」のテーマです)

投資の基本を表す格言の一つに、「豚よりも牛」というものがあります。「牛」というのは、食肉用の牛のことでなくて、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、というようなリ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なように、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。

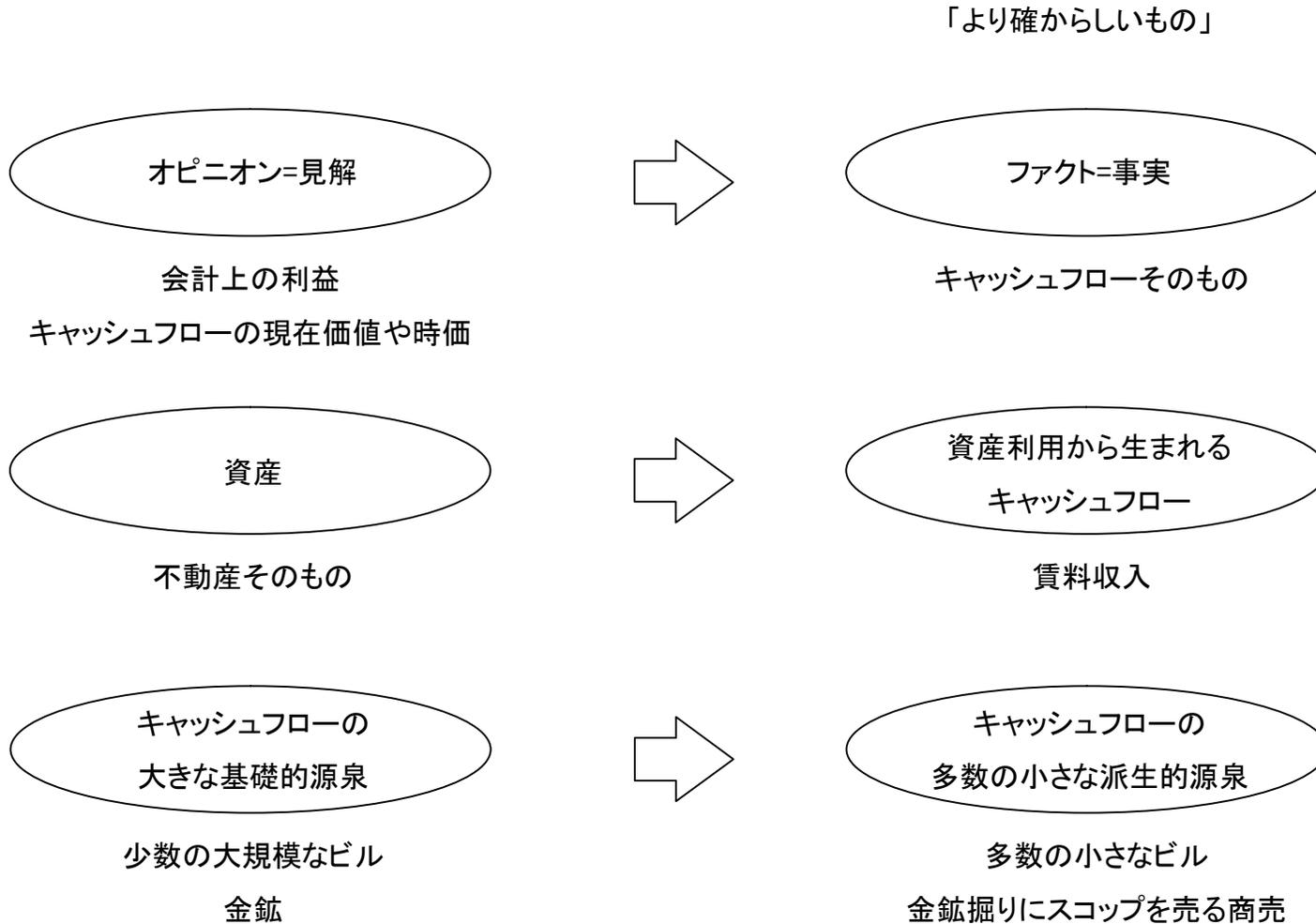
コストを価格に転嫁できるかどうかの重要なポイントは、牛乳のブランド力でしょう。例えば、「北海道は十勝のなんとか農園の牛乳」というブランドが全国的に確立しているのであれば、価格を上げても販売量は落ちないかもしれません。

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



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

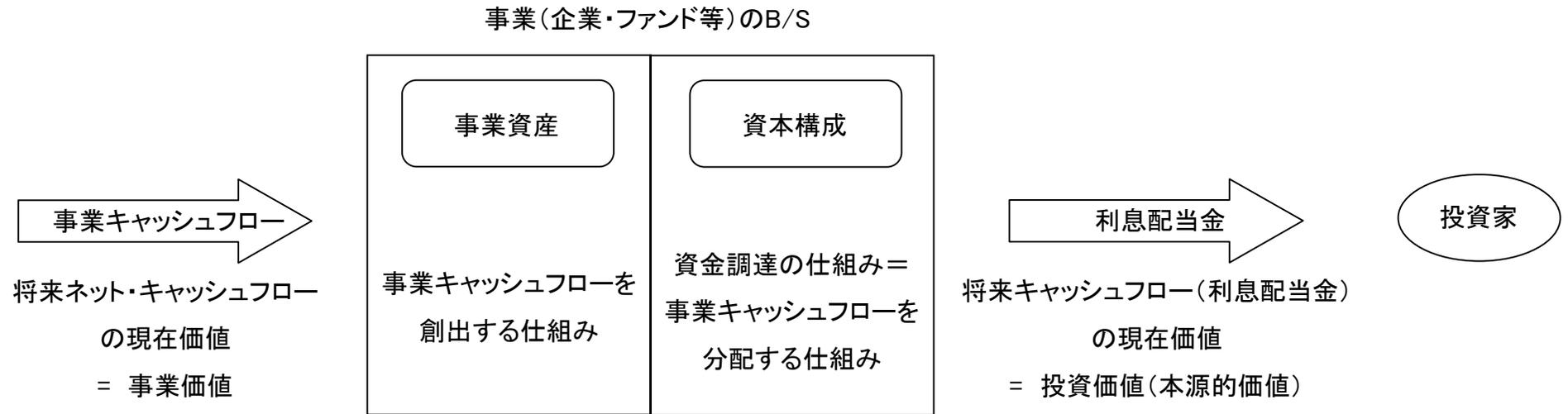
価格変動(ボラティリティ)

- ・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

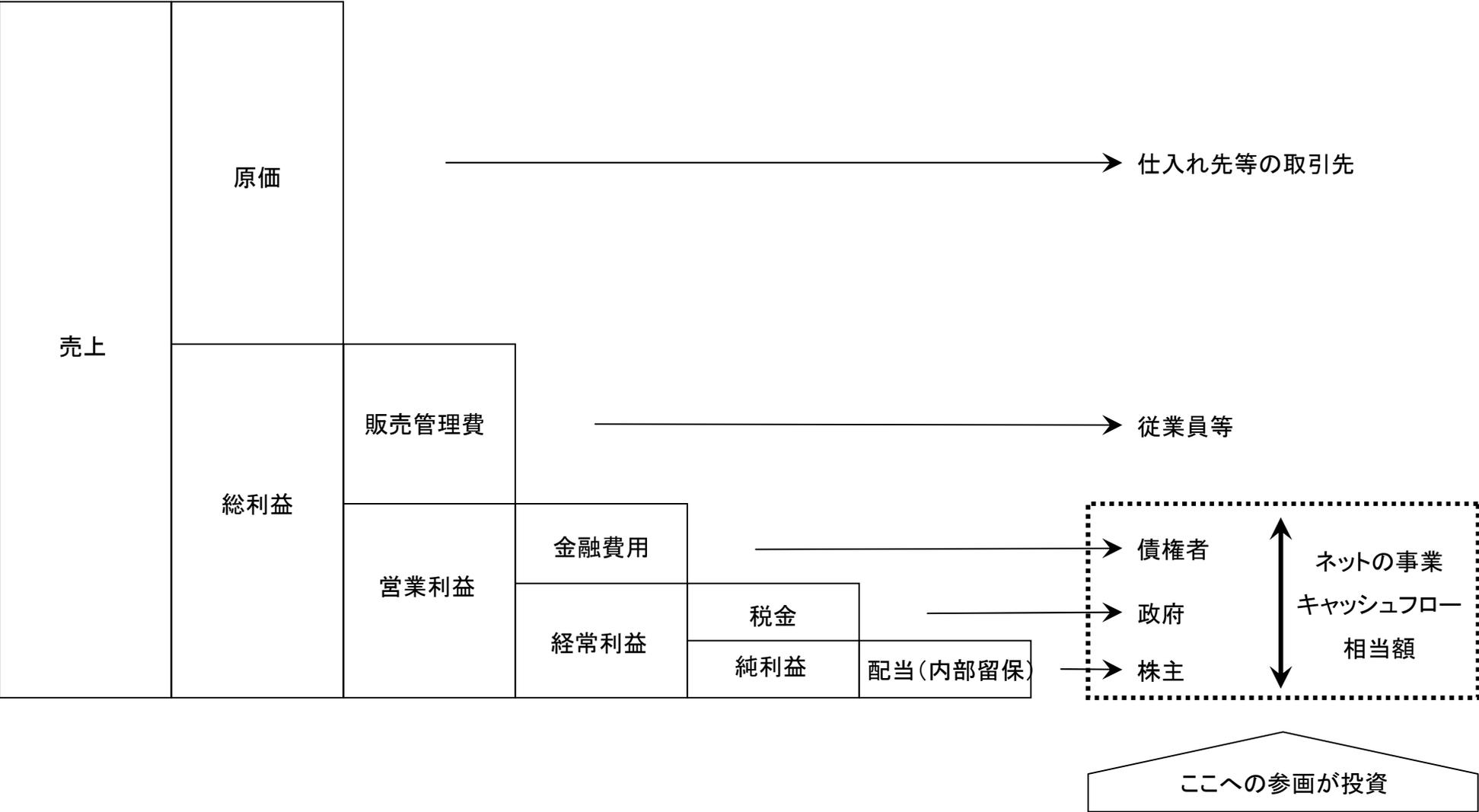
- ・将来キャッシュフローの推計における仮定設定の保守主義
- ・「安全性の厚み(マージン・オブ・セイフティ margin of safety)」＝価値と価格の差の大きさ
- ・合理的にできること⇒価値の判断
- ・合理的にできないこと⇒価格の予想

事業価値と投資価値(本源的価値)

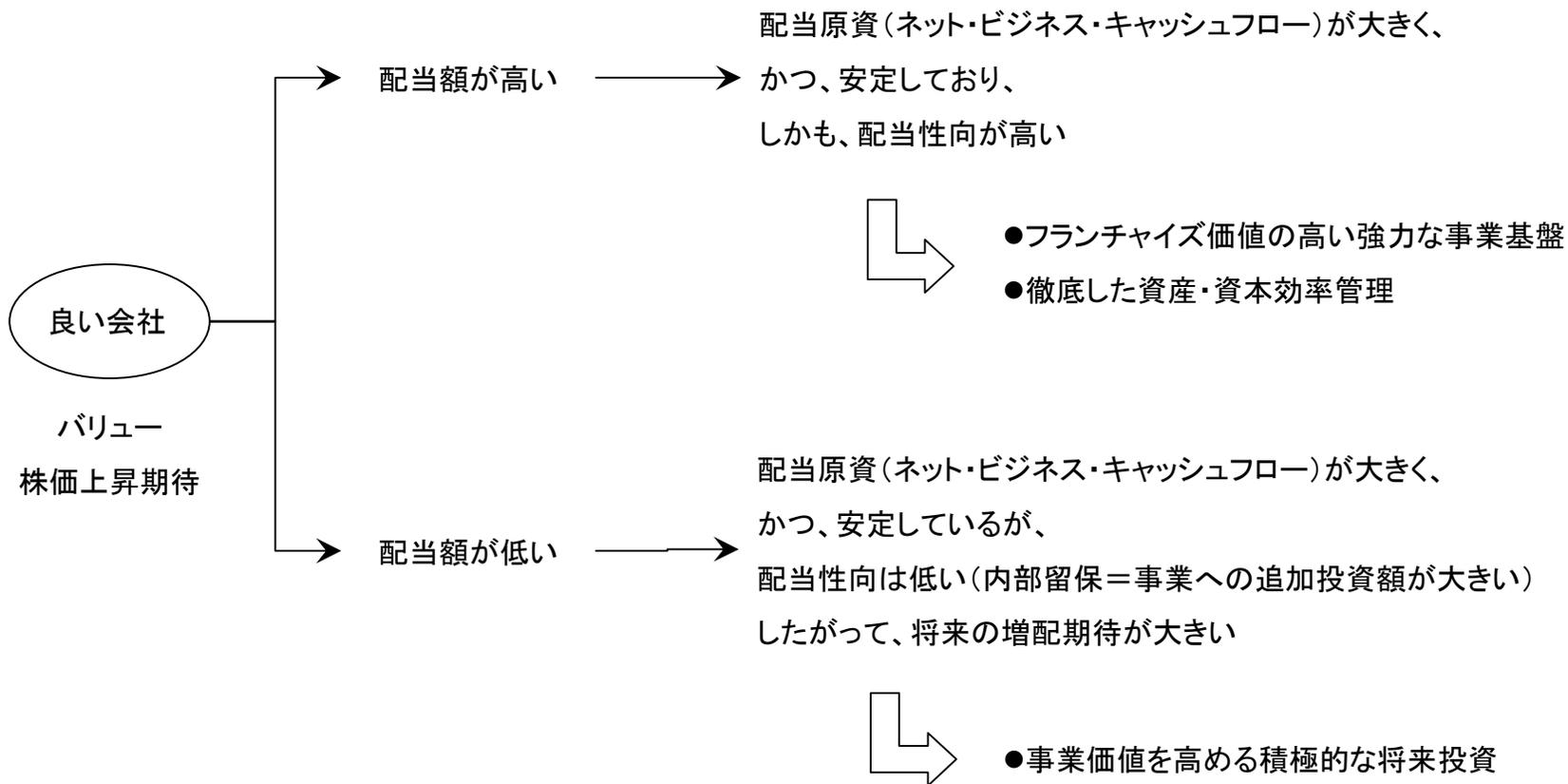


- 「利息配当金を基礎にした収益(本源的収益)」=「利息配当金そのもの」+「将来利息配当金の上昇(下落)=価値変動」
- ・「利息配当金を基礎にした収益(本源的収益)」は、価値変動(に伴う価格変動)を含むので、一定の「キャピタルゲイン(ロス)」を当然に含む
- ・将来利息配当金の期待値が下がれば、価値は下がり、価格も連動して下がる。このときの、価格下落は本質的損失であり、まさにリスクである。投資とは、リスクを回避する努力である
- ・価値が変動しなくても、価格は変動する(価格変動=ボラティリティ)。そのような価格変動は、本質的リスクではなく、長期的に無視し得る一方で、価格が価値を下回るときは、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

事業キャッシュフローを分配する仕組みと投資

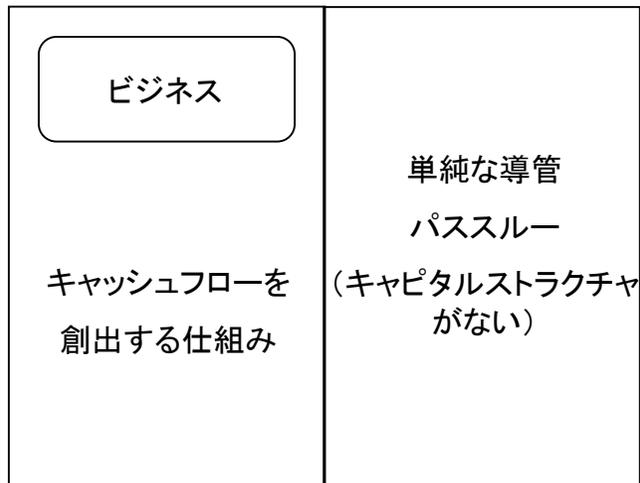


株価と配当額および配当性向

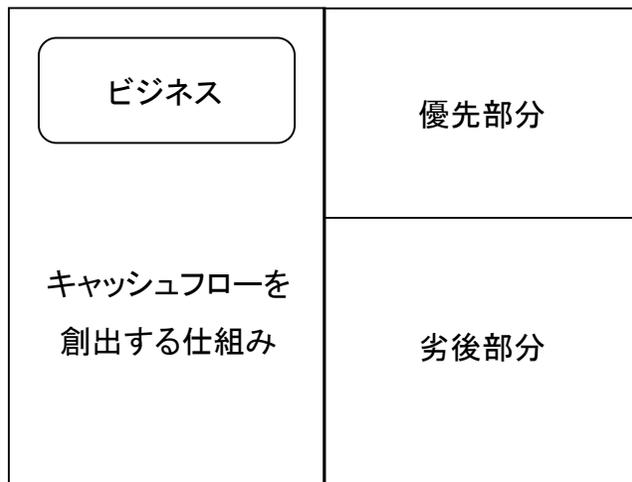


キャッシュフロー分配の優先順位 (=キャピタルストラクチャ)

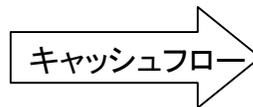
ビジネス(企業・ファンド等)のB/S



全ての投資家に同一分配



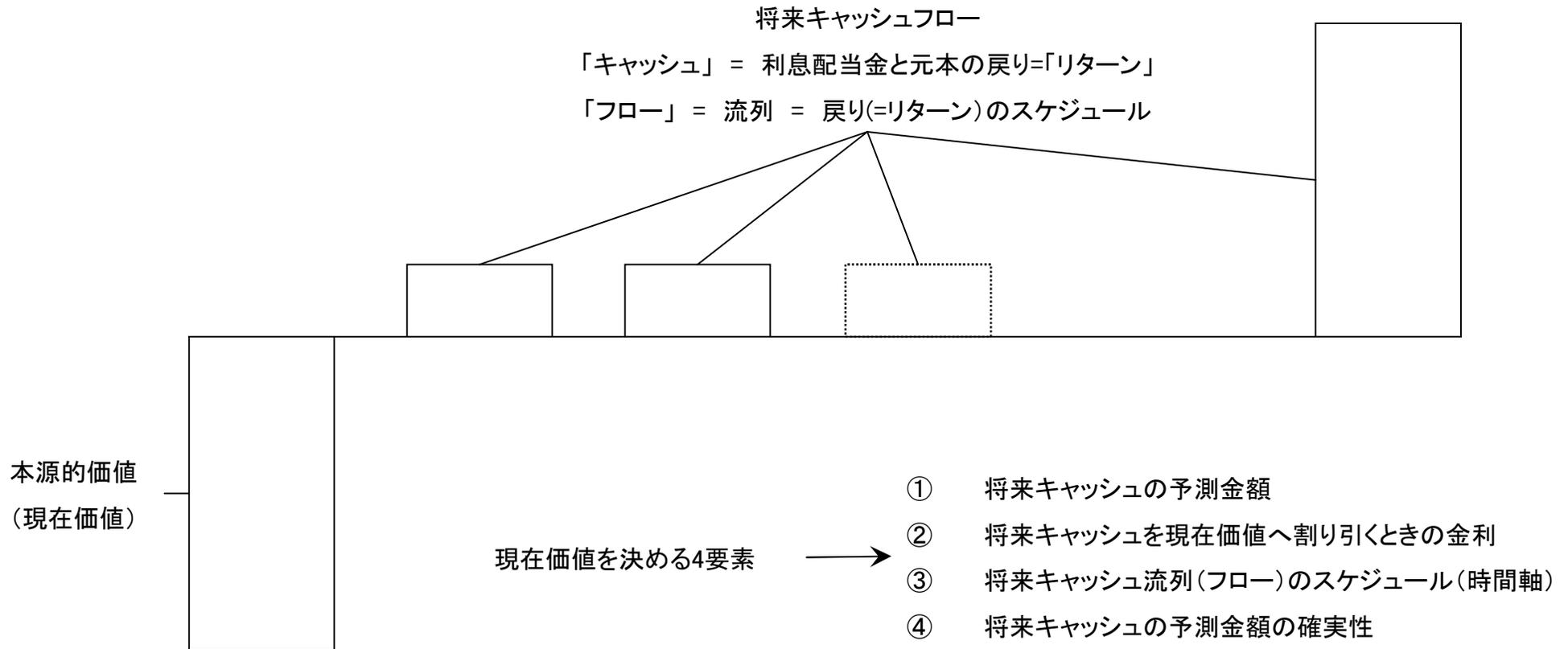
ビジネスからのキャッシュフローの変動にかかわらず固定



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

「本源的価値」の理論的意味

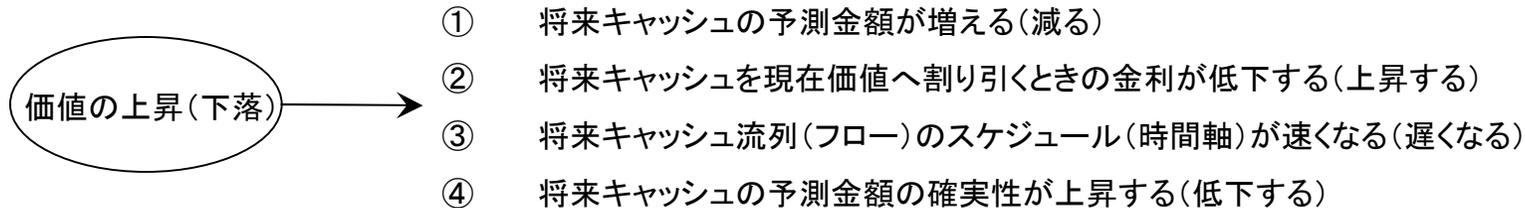
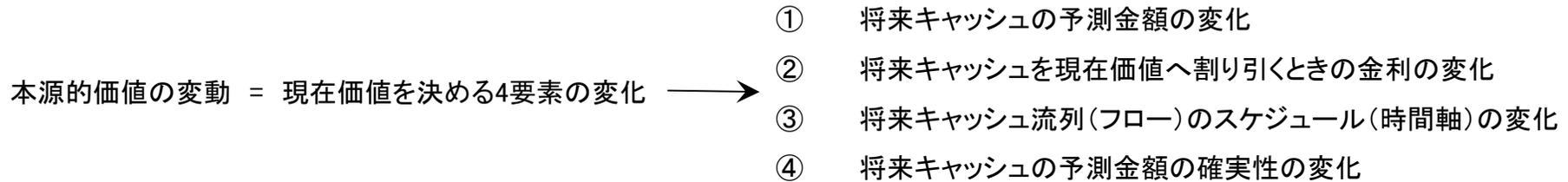
「本源的価値」 = 「将来キャッシュフローの現在価値」



- 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

ポイント

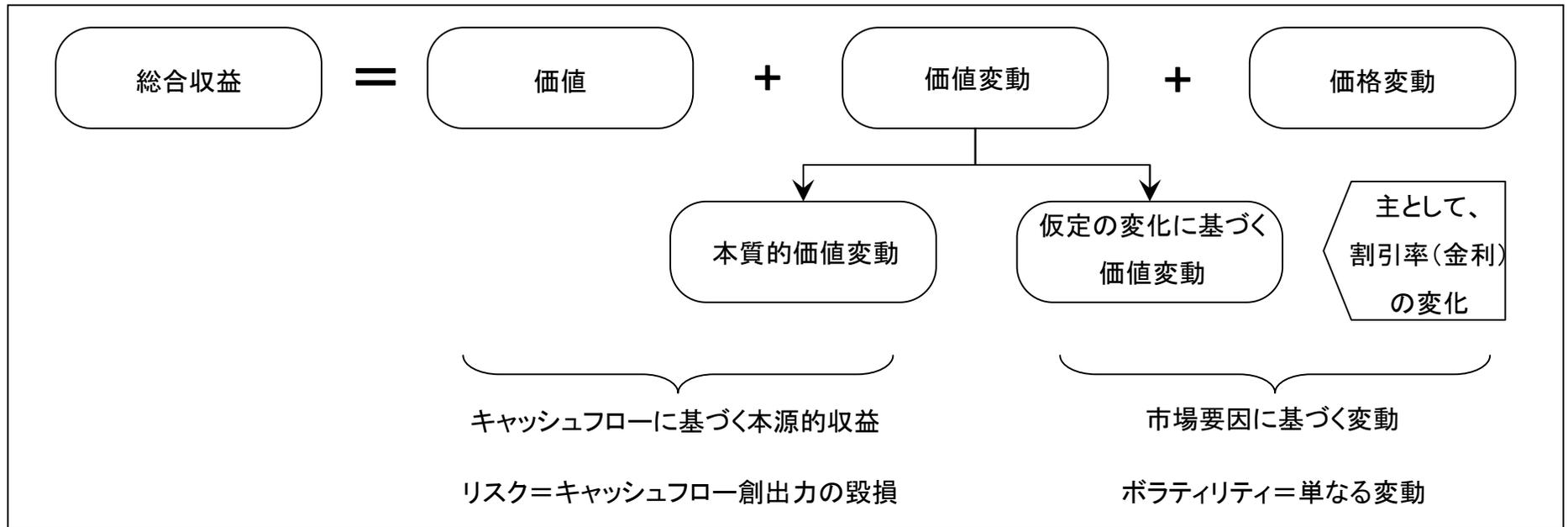
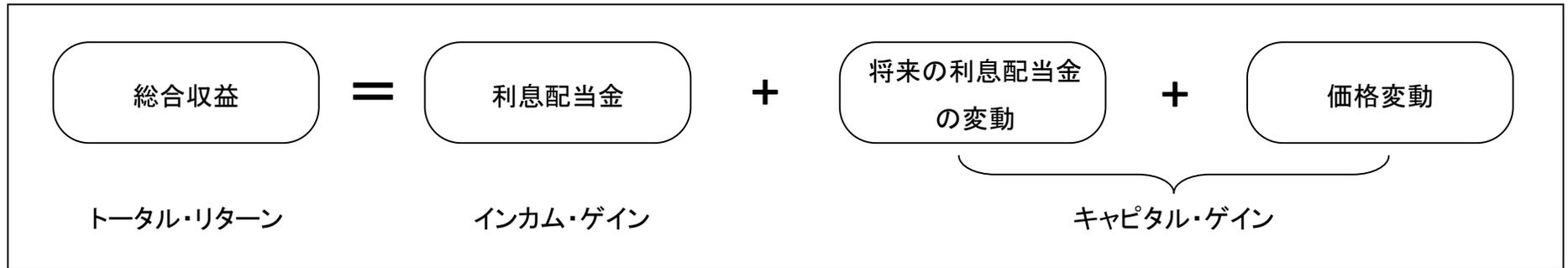
「価値変動」の理論的意味



ポイント

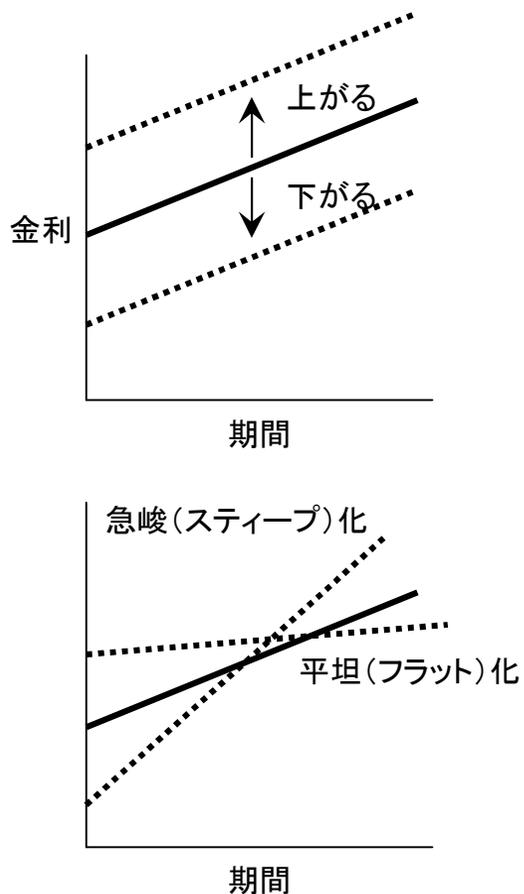
- ④の将来キャッシュの確実性の変化が、資産価値変動の最大の要因(=即ち、投資における最大の「リスク」)であること
- キャッシュを生まない資産はゼロ価値であること
- 株式における配当性向の問題は、配当を高くすることがスケジュールの前倒しになる点で株式価値の上昇要因である一方、内部留保=「将来キャッシュ創造への投資」を減らすという意味で株式価値の下落要因

総合収益の分解

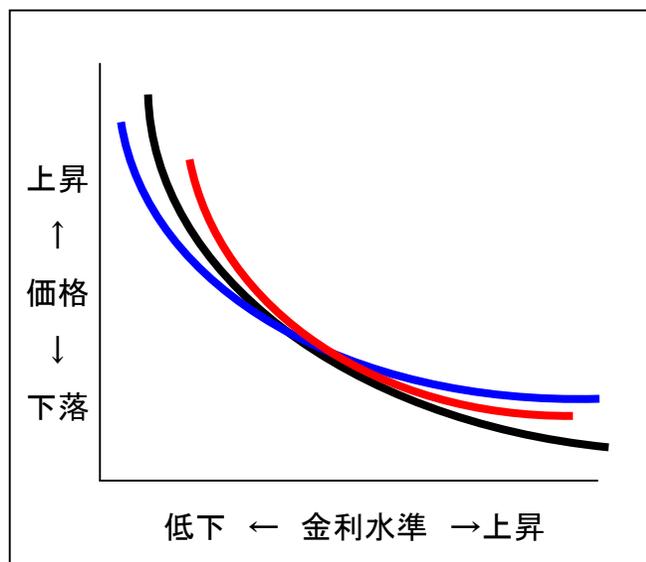


金利(割引率)の変化の意味

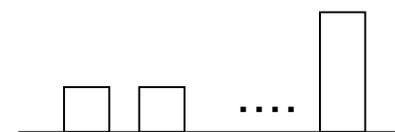
- 資産価値は将来キャッシュフローの現在価値だから、現在価値に割り引く金利の変動に対して、どの資産も、価値(価格)が変動する
- 各資産の特性に応じて、金利変化に対する価値(価格)変動の影響度は異なる



資産毎に様々な異なる価値(価格)変動



資産毎に様々な異なる
将来キャッシュフローの分布



償還のある債券型



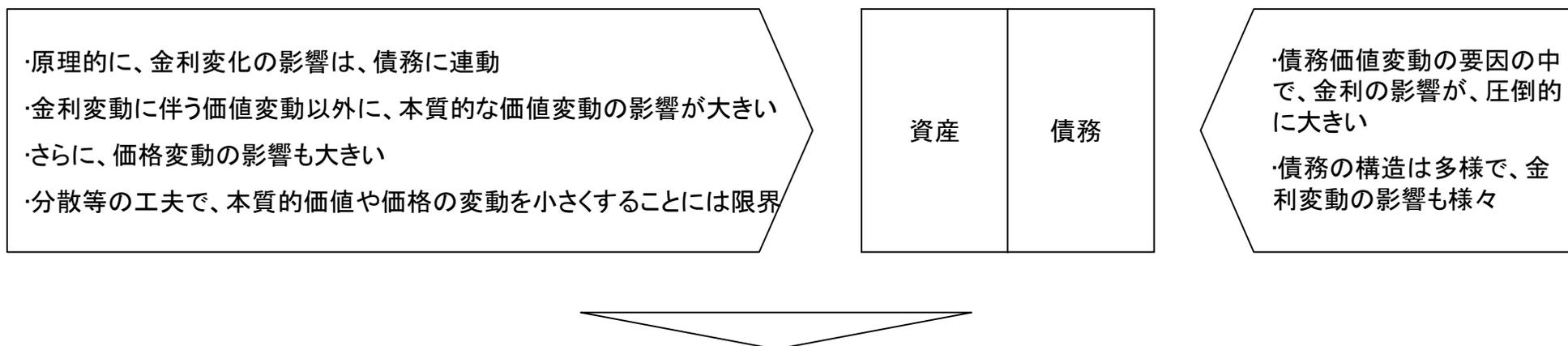
似たような金額が続く年金型



不定期なもの

ALM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）



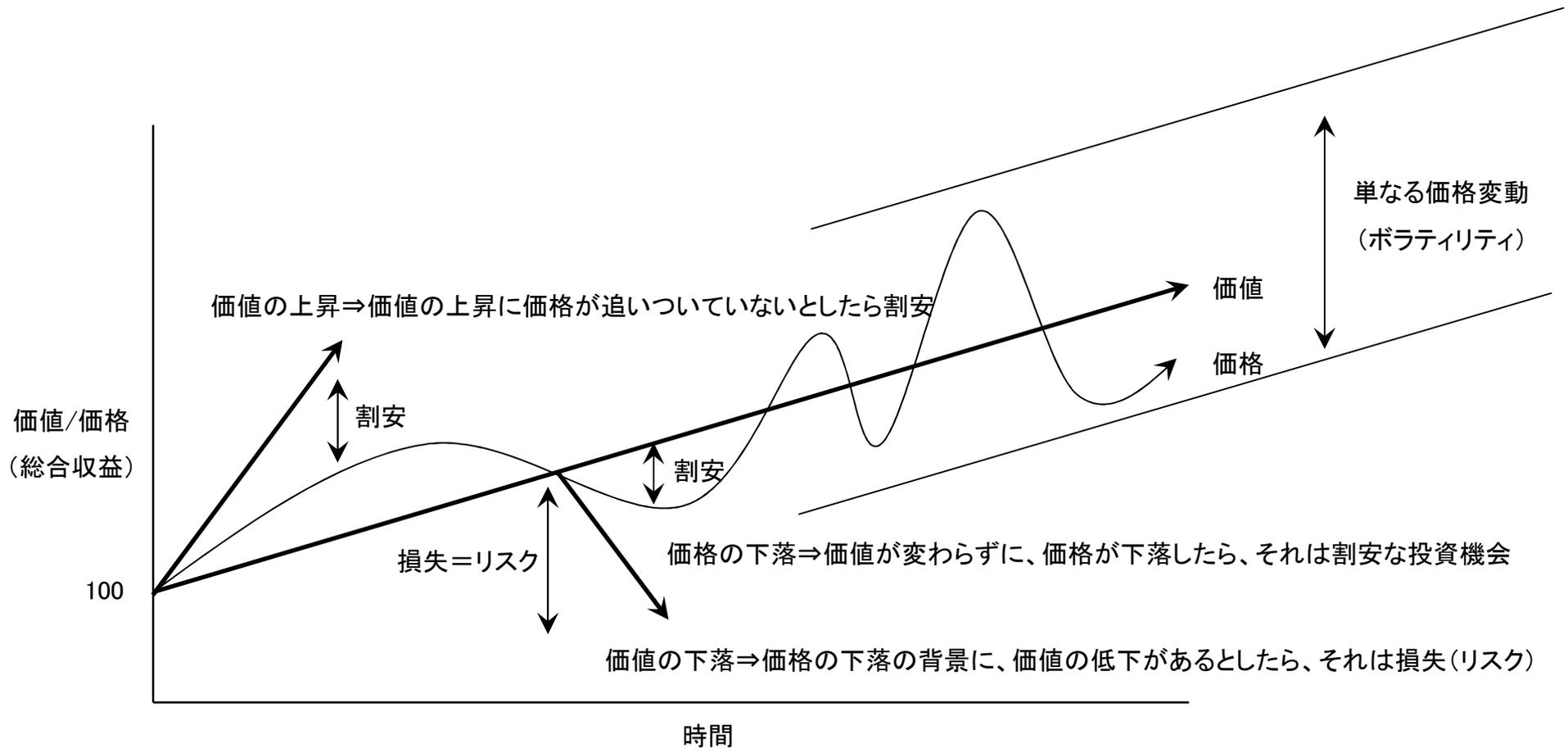
- もしも、現在価値のレベルで、資産と債務の連動性を高めようとするれば、資産は、長期国債中心の運用にならざるを得ない
 - ・確かに、一つの潮流だが、資産運用というのは、本当にそのようなものなのか、それでいいのか
- そもそも、評価基準が違う（債務は理論価値、資産は市場価格）のに、現在価値での一致性に、どれだけの意味があるのか
 - ・将来のキャッシュ流出とキャッシュ流入との均衡が、ある程度の蓋然性をもって、示せることが、本来のALMではないのか
 - ・現在価値から、キャッシュフローそのものへ

価値と価格、損失の可能性と単なる価格変動

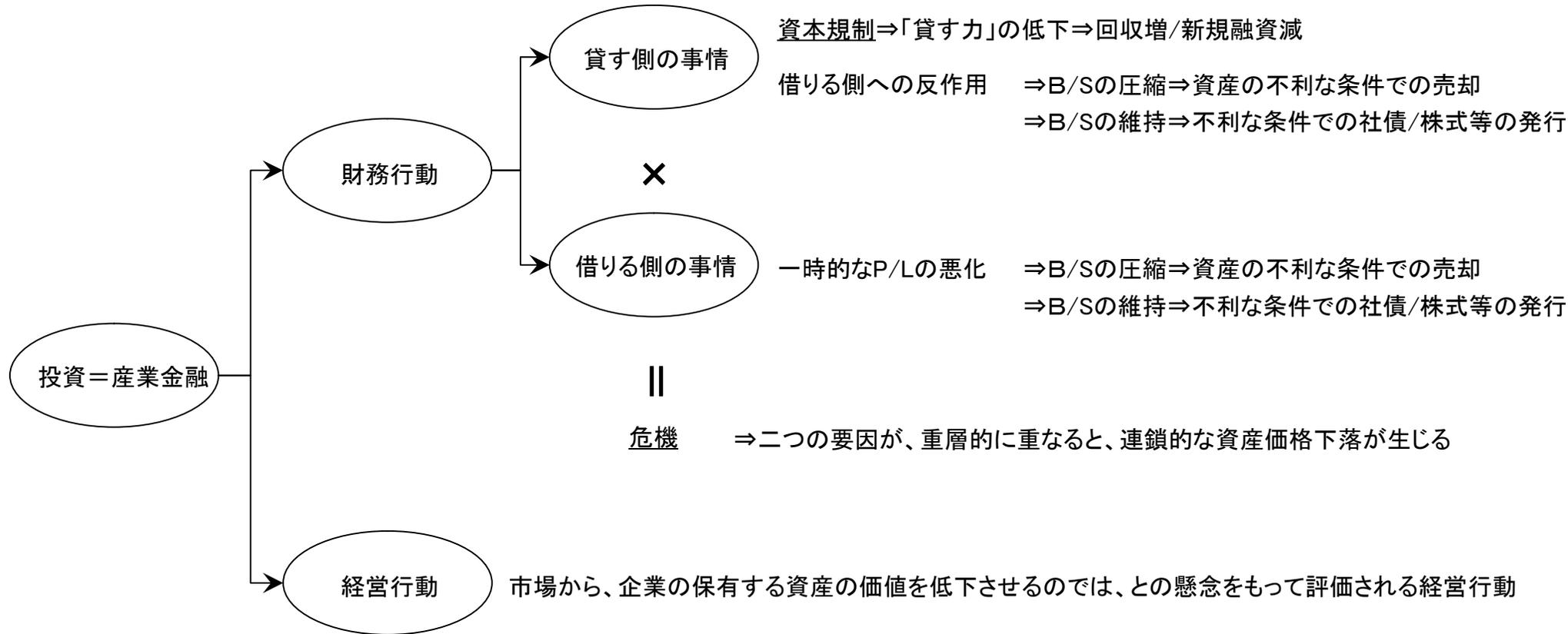
価格の下落の背景に、価値の低下があるときは、損失。損失の可能性＝リスク

運用の基本＝リスクを避けること(リスクをとることでは決してない)

一方、価格変動(ボラティリティ)は、避けられない(受け入れるしかないもの)

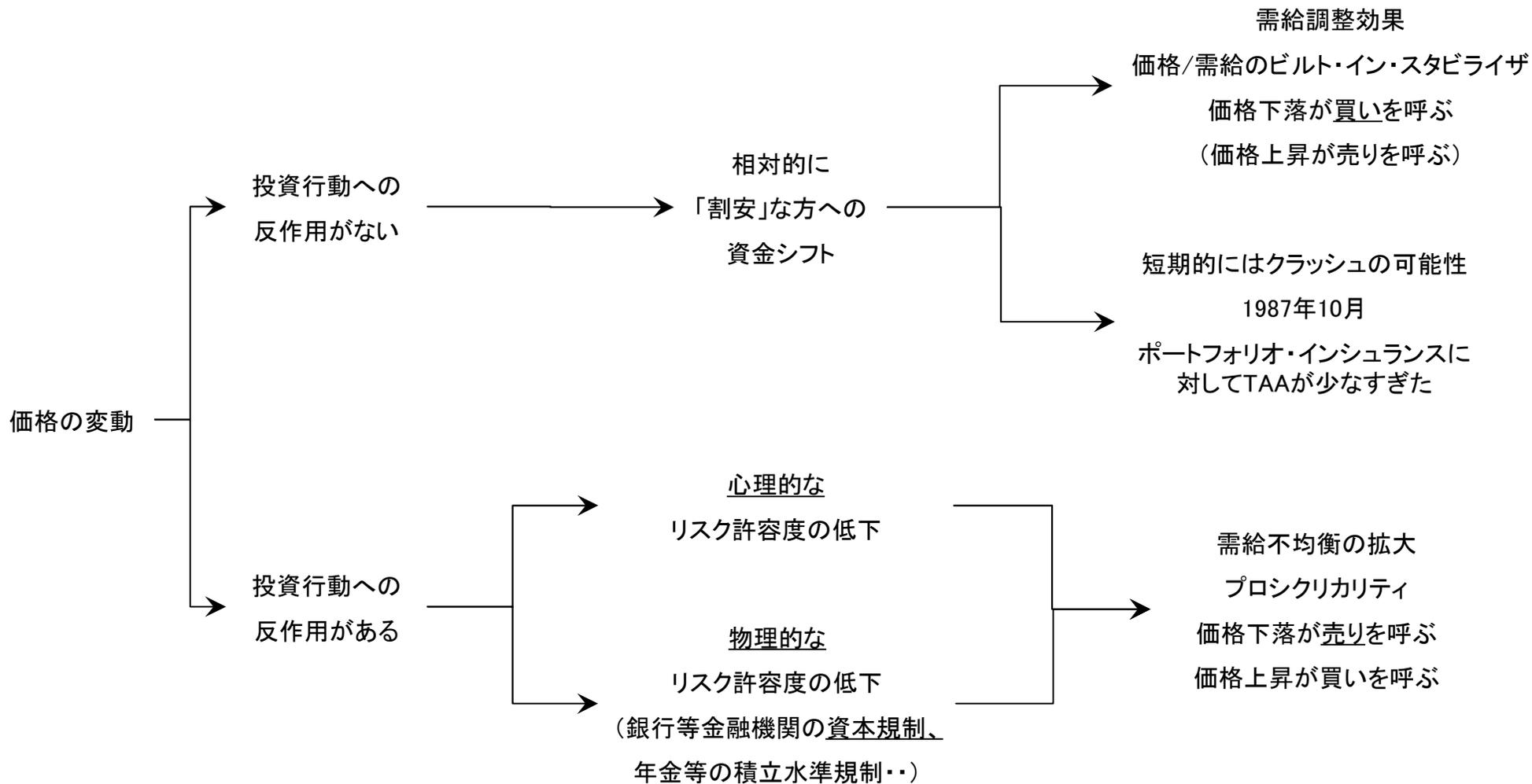


価格が価値を下回る状況は、なぜ生じるのか

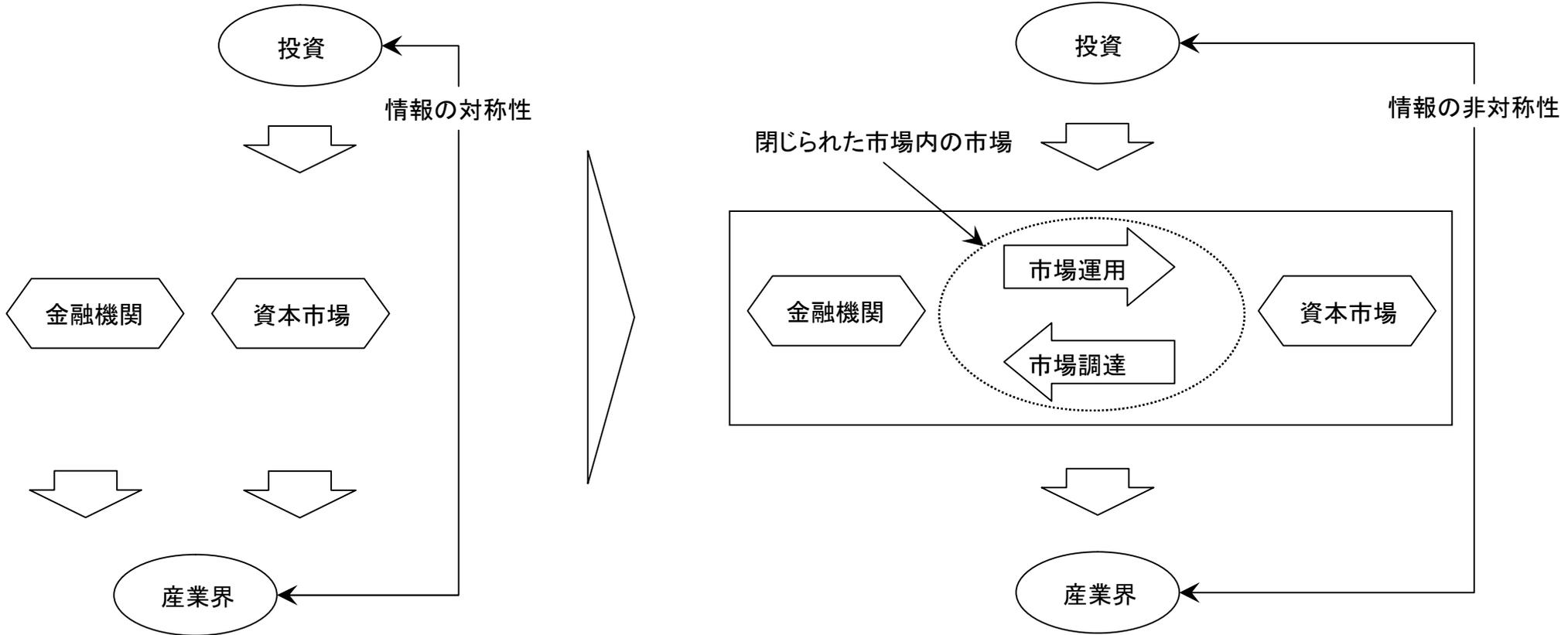


価格変化と需給不均衡の拡大効果

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

「簿価主義」の一定の真実

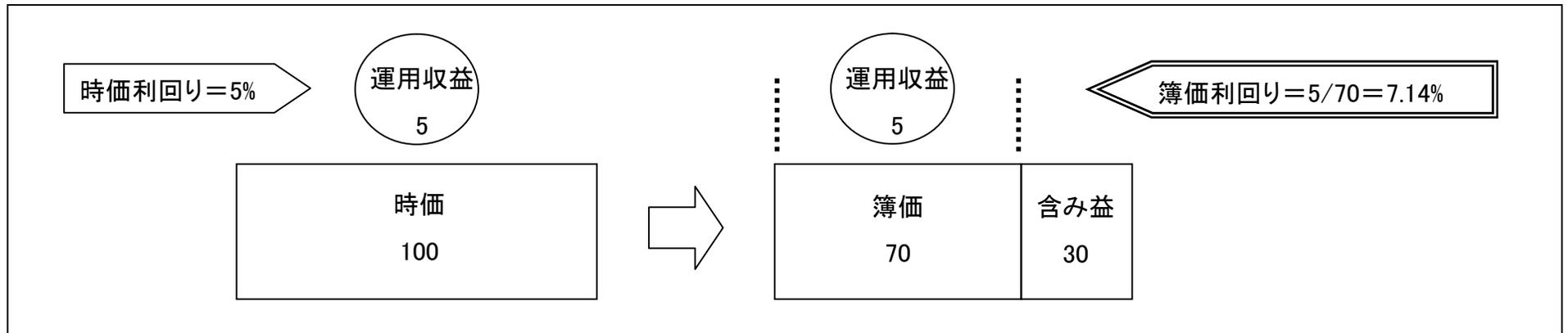
80年代初頭の「含み益」経営ということ

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)

- 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。