

キャッシュフロー創出力を高める努力としての資産運用

－ 伝統的な資産管理方法の根本的な刷新 －

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
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
（社）日本証券投資顧問業協会

2010.10.13



概要	2
概要(続き)	3
常識的な考え方における四つの基本的論点	4
価値と価格、損失の可能性と単なる価格変動	5
総合収益の分解	6
事業キャッシュフローを分配する仕組みと投資	7
資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体	8
多様な資金調達の方法(=複雑化するキャピタルストラクチャ)	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
キャピタルストラクチャの多様化	11
市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル	12
キャッシュフローの量と質を高める	13
資産選択の軸	14
社会的資金需要への資金供給	15
「オルタナティブ」の再構成	16

資産とはキャッシュフローを生むもの

資産の前提となるのは、キャッシュフローを生み出す事業の仕組みです。有価証券や不動産などという具体的な資産は、その生み出された事業キャッシュフローの分配を受け取る権利のことで、投資は、「事業」への投資であって、「証券」への投資は、投資の便法です。

資産はキャッシュフローを受取る法律上の権利

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(債権)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。

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。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。

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創出力を高めること

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。

キャッシュフローの量と質(安定性)

キャッシュフロー創出力には、二つの側面があります。キャッシュフローの量と質(安定性)です。質は予測可能性のことです。合理的に将来キャッシュフローを推計できる程度が、高ければ高いほど、資産の価値は高いのです。

創出力を高める三つの方法

原理的に、キャッシュフロー創出力を高めるには、三つの方向があります。第一に、事業の適時適切な選択と配分、第二に、事業キャッシュフローの質と量を高めるための積極的な関与、第三に、キャッシュフロー分配の権利に関する優先順位(キャピタルストラクチャ)の最適な選択、この三つです。

概要(続き)

事業の選択

伝統的な考え方では、事業の選択は、銘柄選択(および、一部資産配分)の問題となります。ある事業に投資するという判断が先にあり、その後で、その事業のキャピタルストラクチャ選択(例えば、株式か社債か)がくるのか、伝統的資産選択(株式か社債か)が先にあって、その後で、どの事業に投資するのかという伝統的銘柄選択がくるのか、どちらが素直でしょうか。事業選択を捨象した「インデックス運用」は、どうしたら正当化されるでしょうか。

投資対象への積極的な関与

伝統的な考え方では、投資対象への積極的関与は、バリューアップ(不動産、プライベートエクイティ、アクティビズムなどにみられるもの)の問題となります。資本市場での売買を通じたリスク管理と、プライベートな関係性の中でのリスク管理と、どちらが有効でしょうか(11月10日の月例セミナー「非流動資産への投資の魅力」のテーマです)。

キャピタルストラクチャの選択

伝統的な考え方では、キャピタルストラクチャの選択は、資産配分の一部の問題です。最も劣後している株式に投資できる条件を徹底的に見極めないで、なぜ、株式投資ができるのでしょうか。

ポートフォリオ構築の方法論

資産配分の問題以前に、資産定義と資産選択という基本問題が先行しなければ、おかしいことになります。キャッシュフロー創出力を高めるという視点は、この基本的論点を整理するために、提供したものです。大雑把に言えば、キャッシュフローの、質の視点で資産定義し、量の視点で資産選択する、ということになるのではないのでしょうか。

管理体制のあり方

伝統的な四資産配分(といわゆる「オルタナティブ」)を用いた管理体制には、その枠の中での改善余地よりも、枠自体を変えることによる改善余地のほうが、もはや大きいのではないのでしょうか。

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

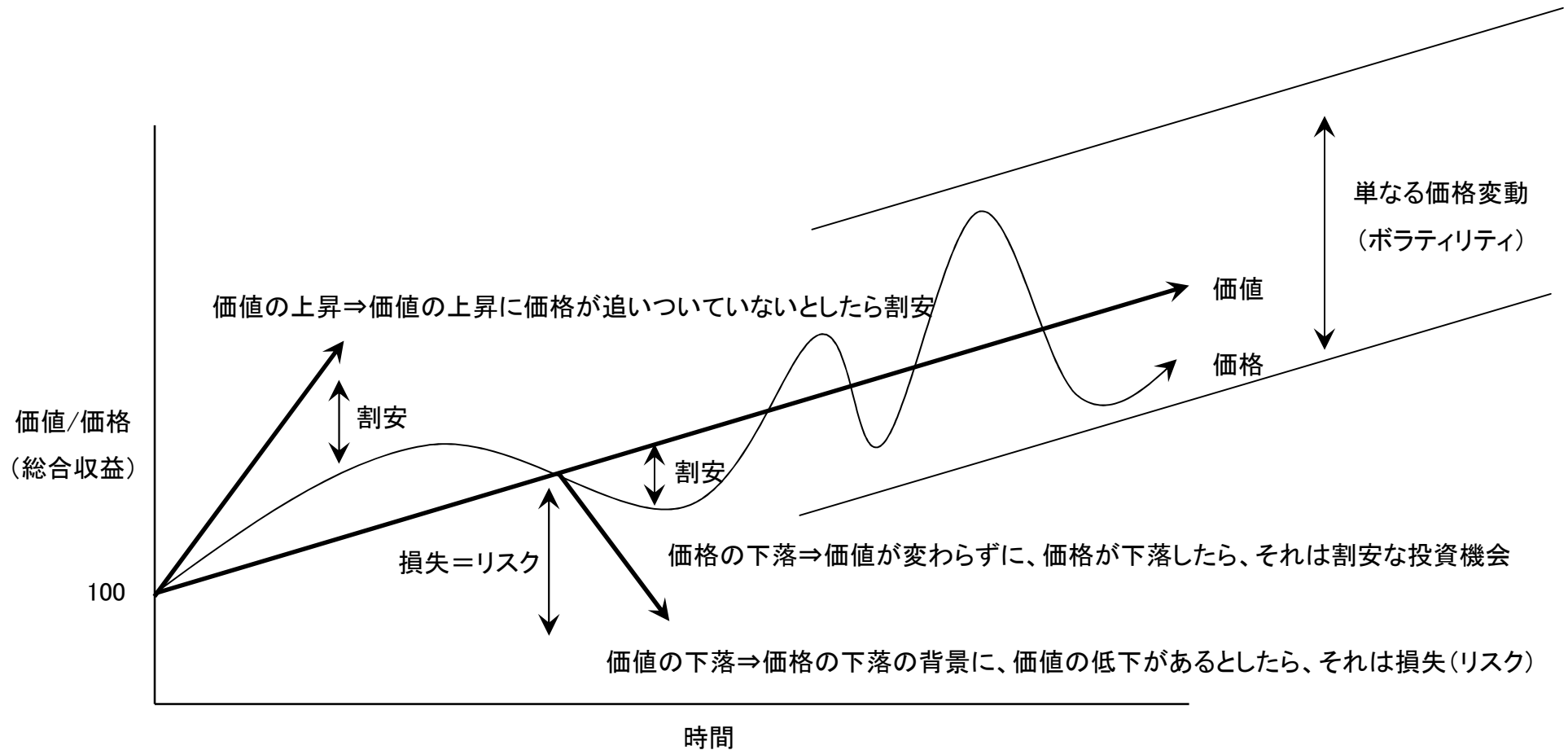
- ・将来キャッシュフローの推計における仮定設定の保守主義
- ・「安全性の厚み(マージン・オブ・セーフティ margin of safety)」＝価値と価格の差の大きさ
- ・合理的にできること⇒価値の判断
- ・合理的にできないこと⇒価格の予想

価値と価格、損失の可能性と単なる価格変動

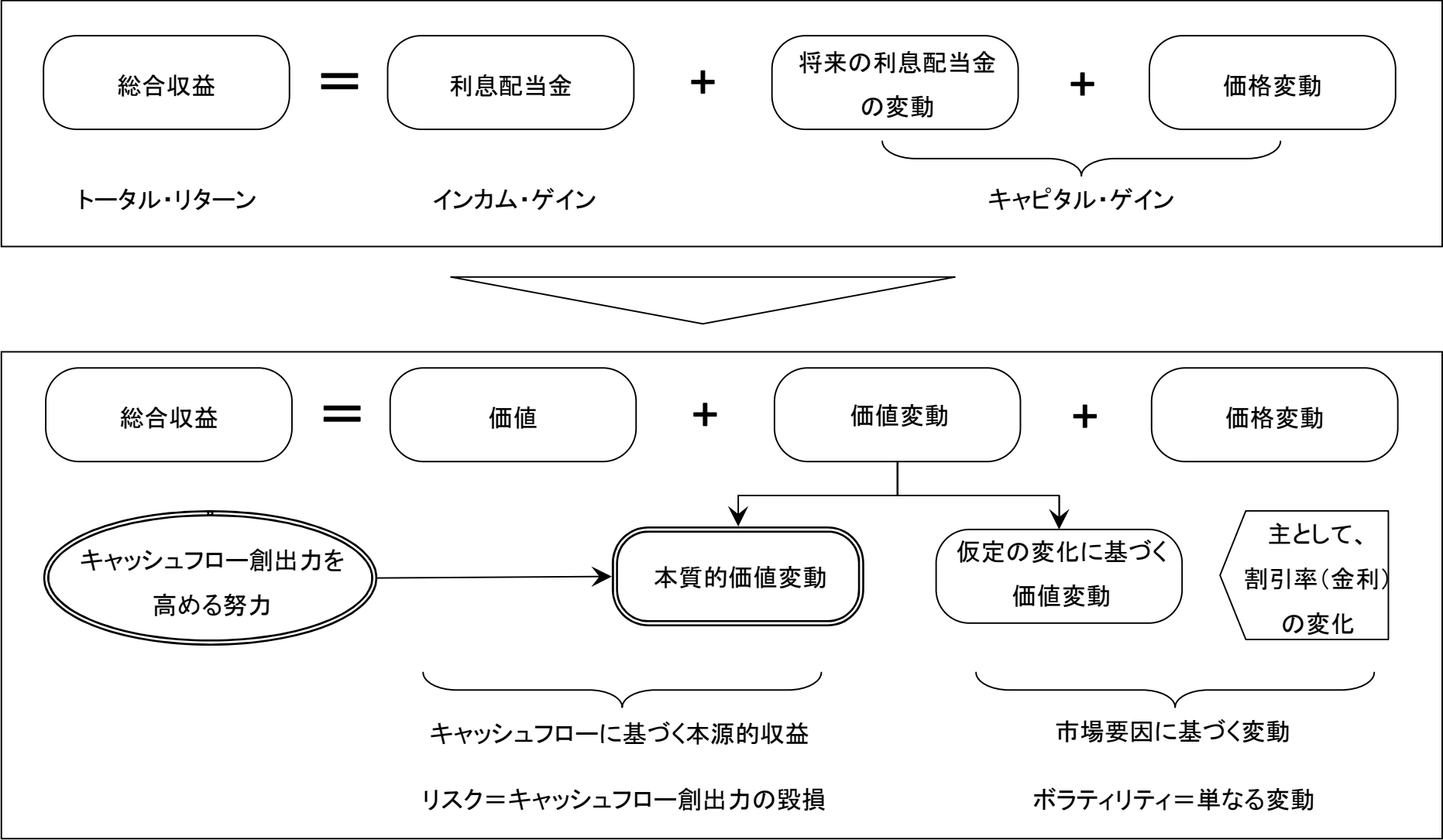
価格の下落の背景に、価値の低下があるときは、損失。損失の可能性＝リスク

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いない)

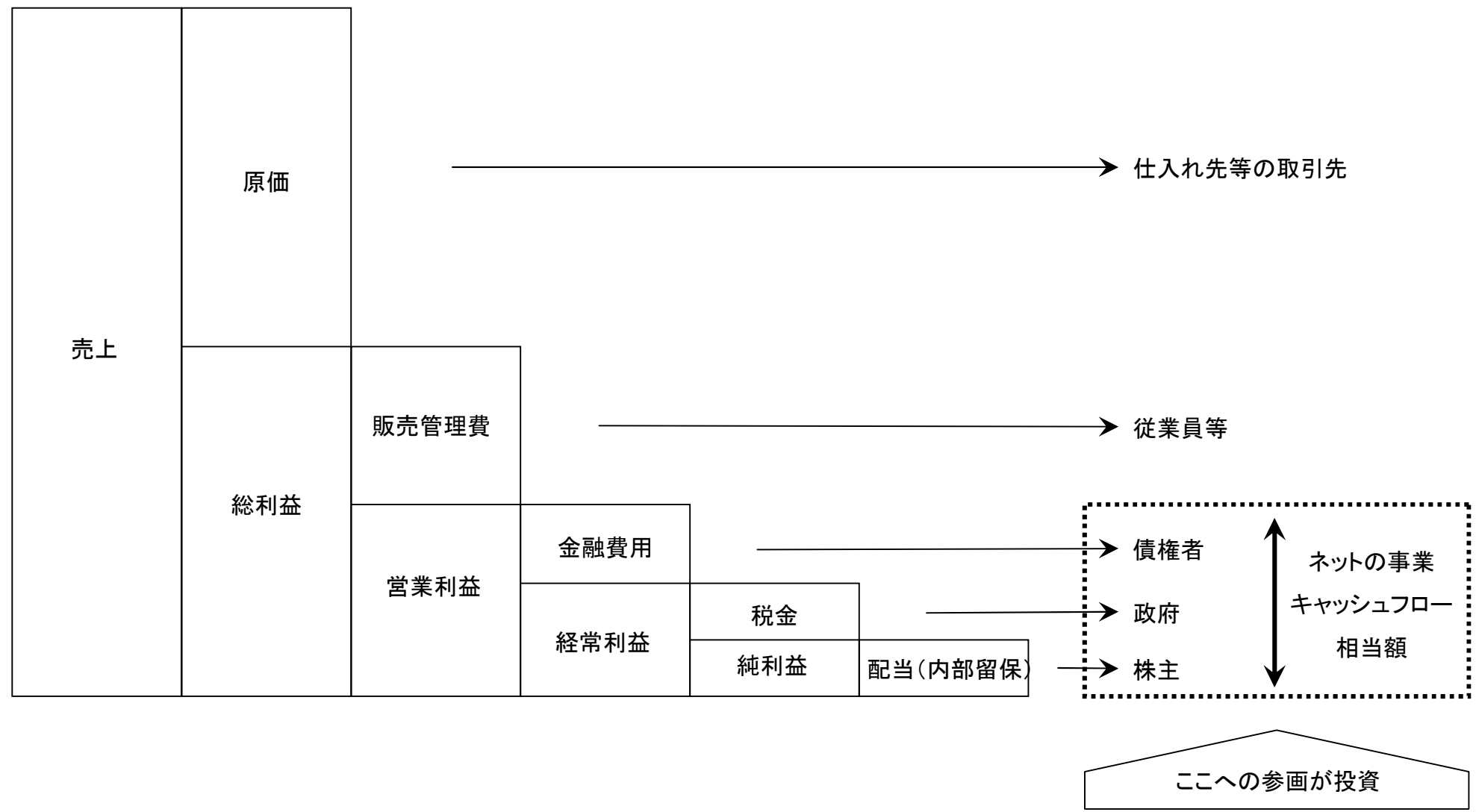
一方、価格変動(ボラティリティ)は、避けられない(受け入れるしかないもの)



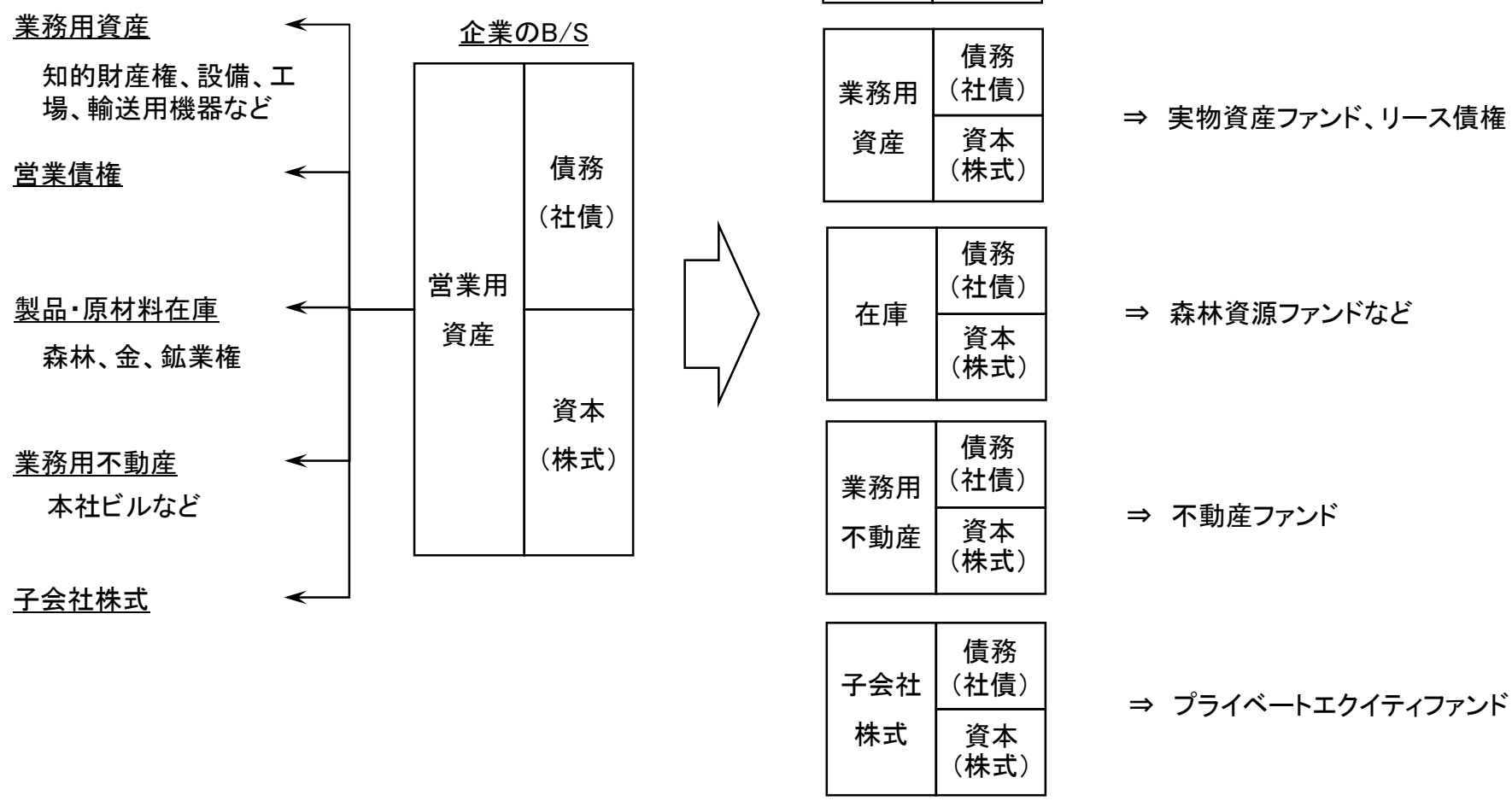
総合収益の分解



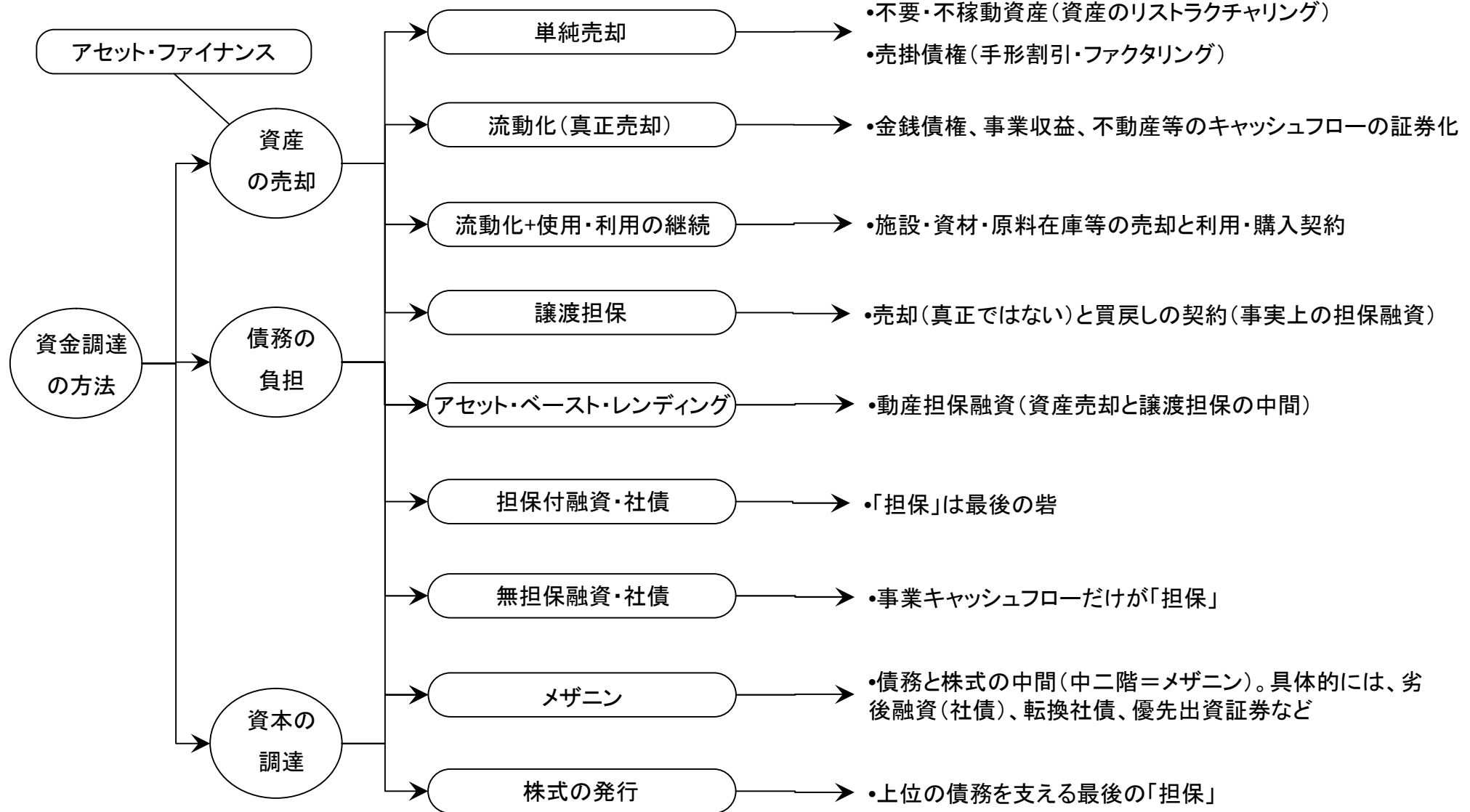
事業キャッシュフローを分配する仕組みと投資



資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体

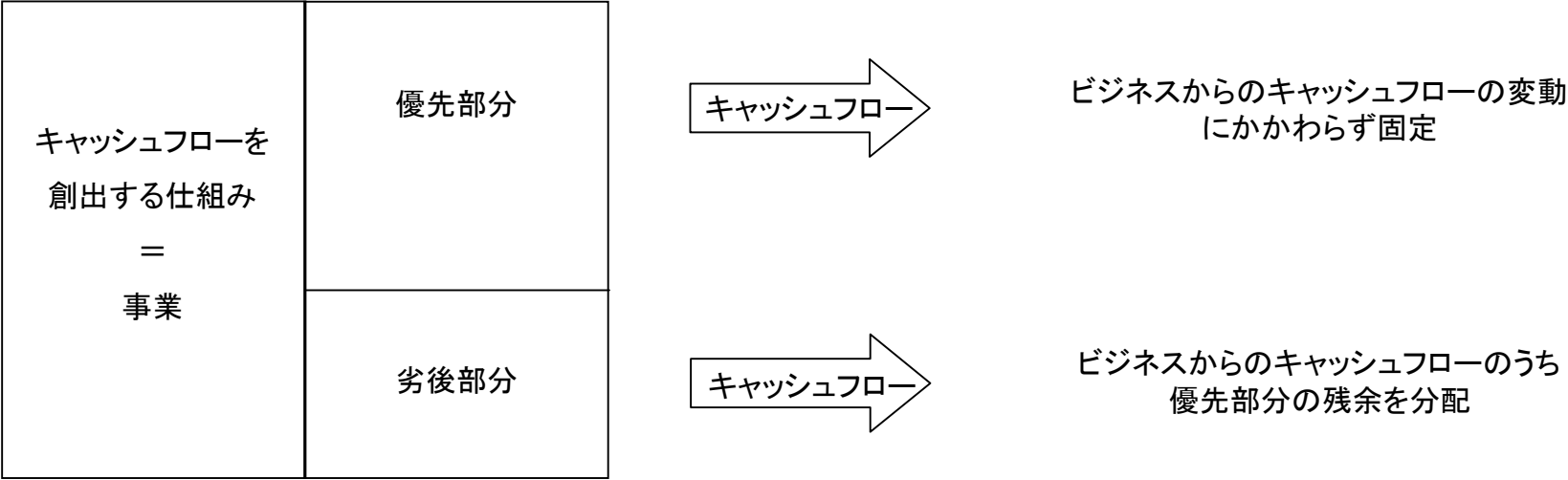


多様な資金調達の方法(=複雑化するキャピタルストラクチャ)

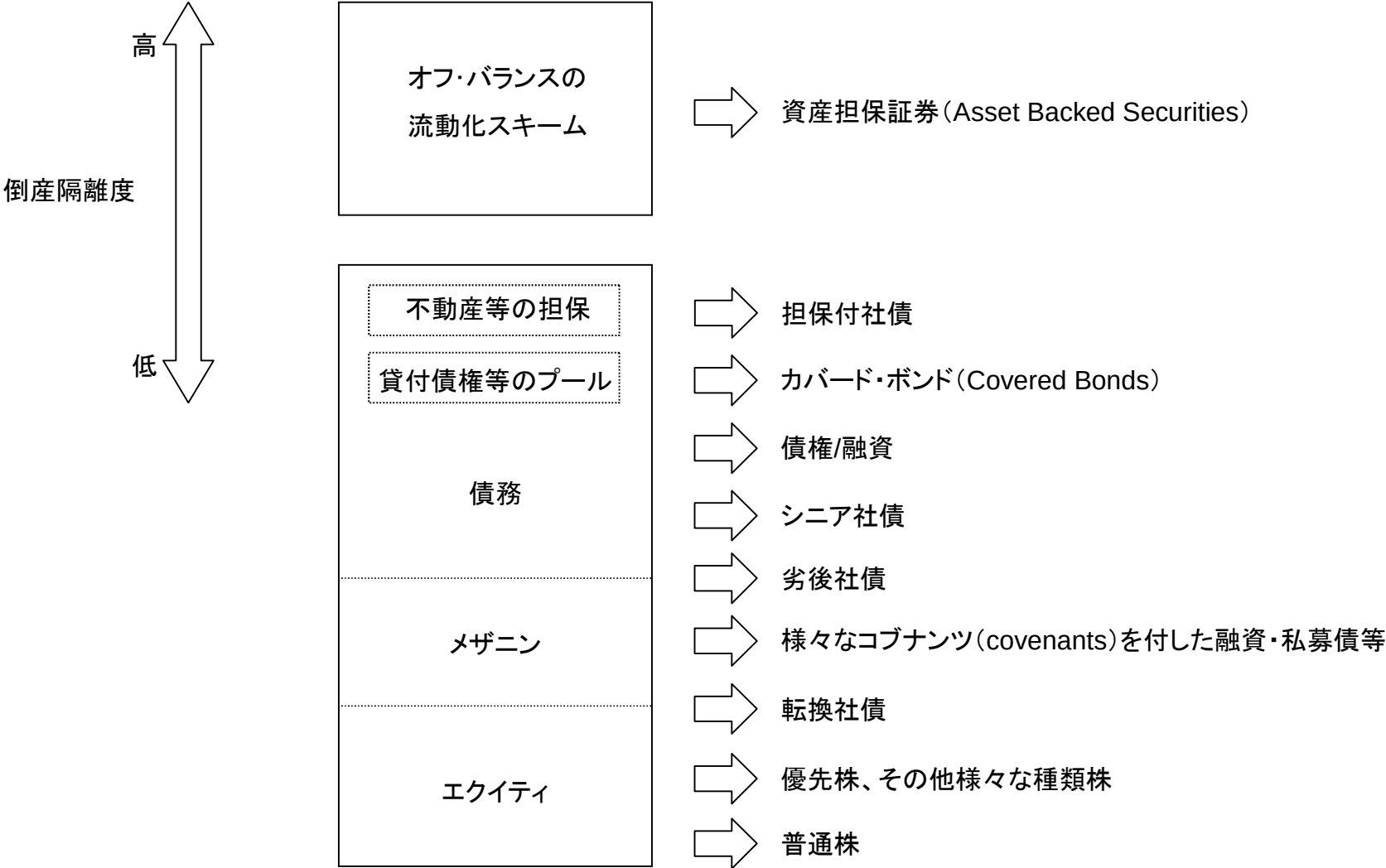


キャッシュフロー分配の優先順位(=キャピタルストラクチャ)

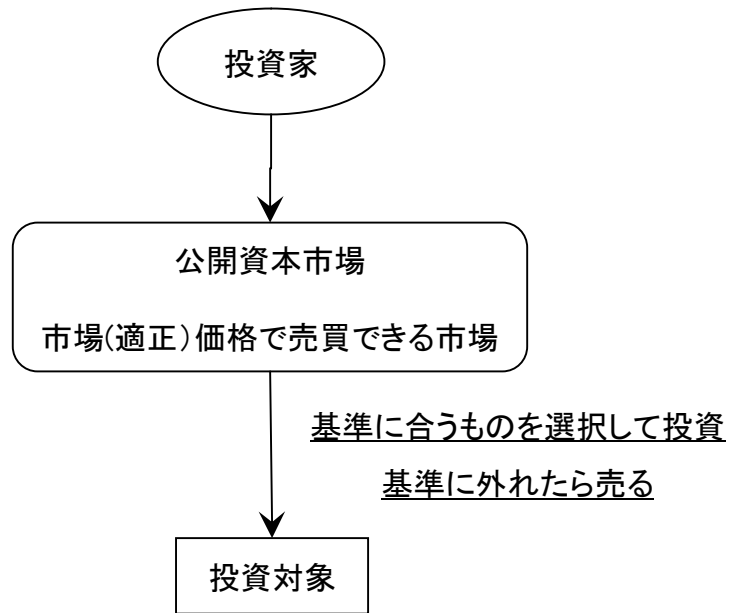
ビジネス(企業・ファンド等)のB/S



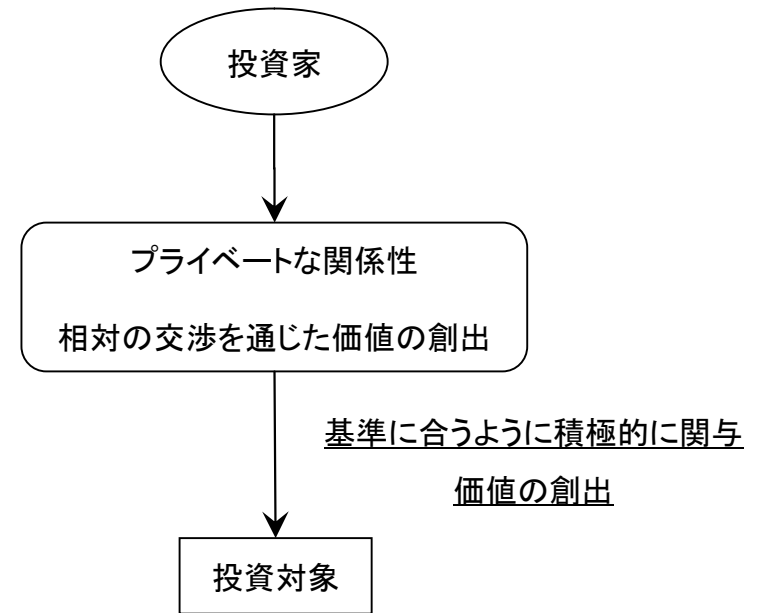
キャピタルストラクチャの多様化



市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル

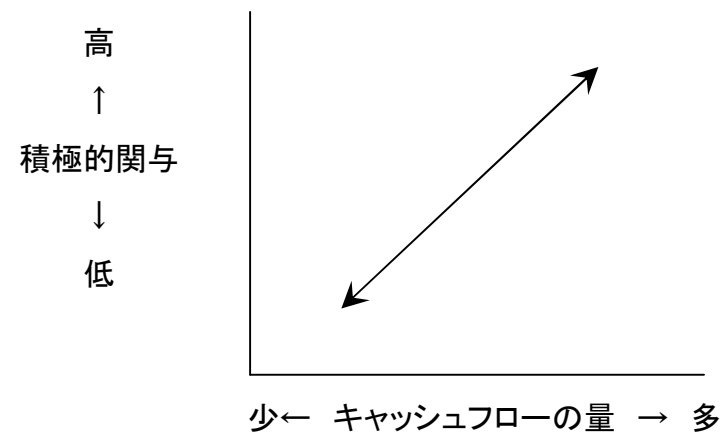
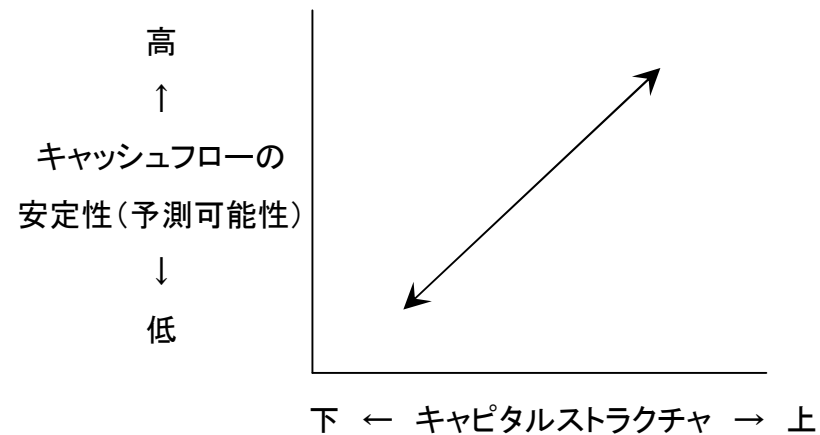
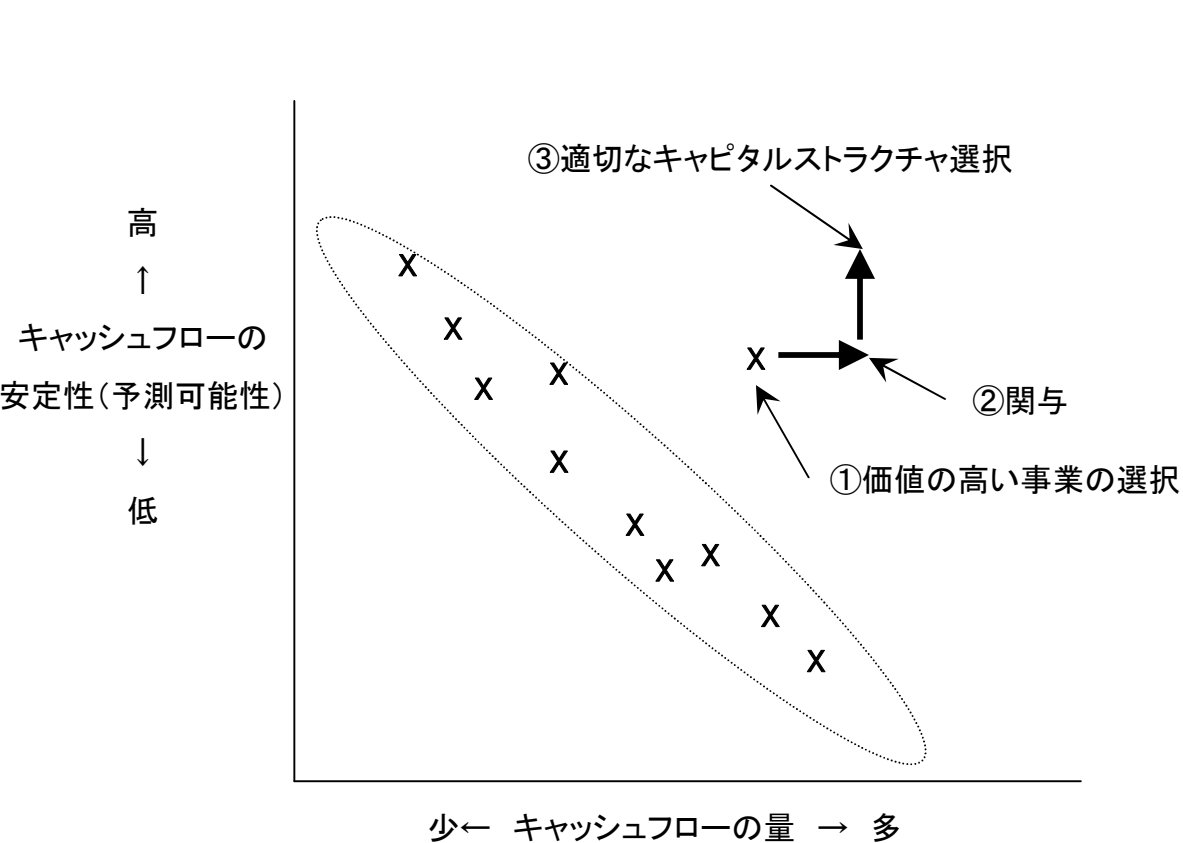


- ⇒ 売買によるリスク管理＝いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提＝資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う＝流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い＝ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す＝不必要なボラティリティというコストの支払い

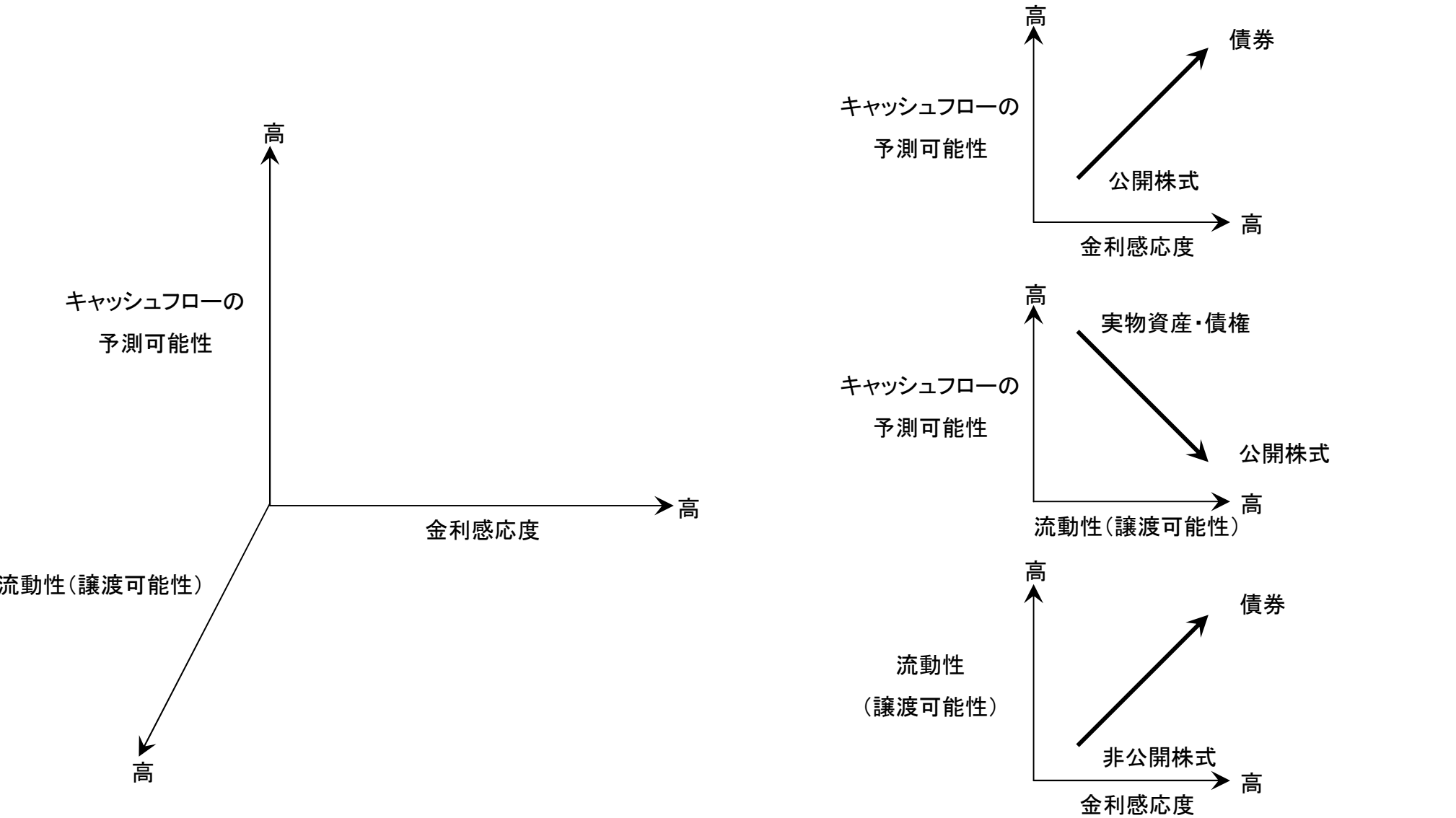


- ⇒ 関係性によるリスク管理＝リスクの直接的管理
- ⇒ いわゆる「バリューアップ value up」
- ⇒ 積極的な行動による価値の創出＝経営陣との協働
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い＝投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

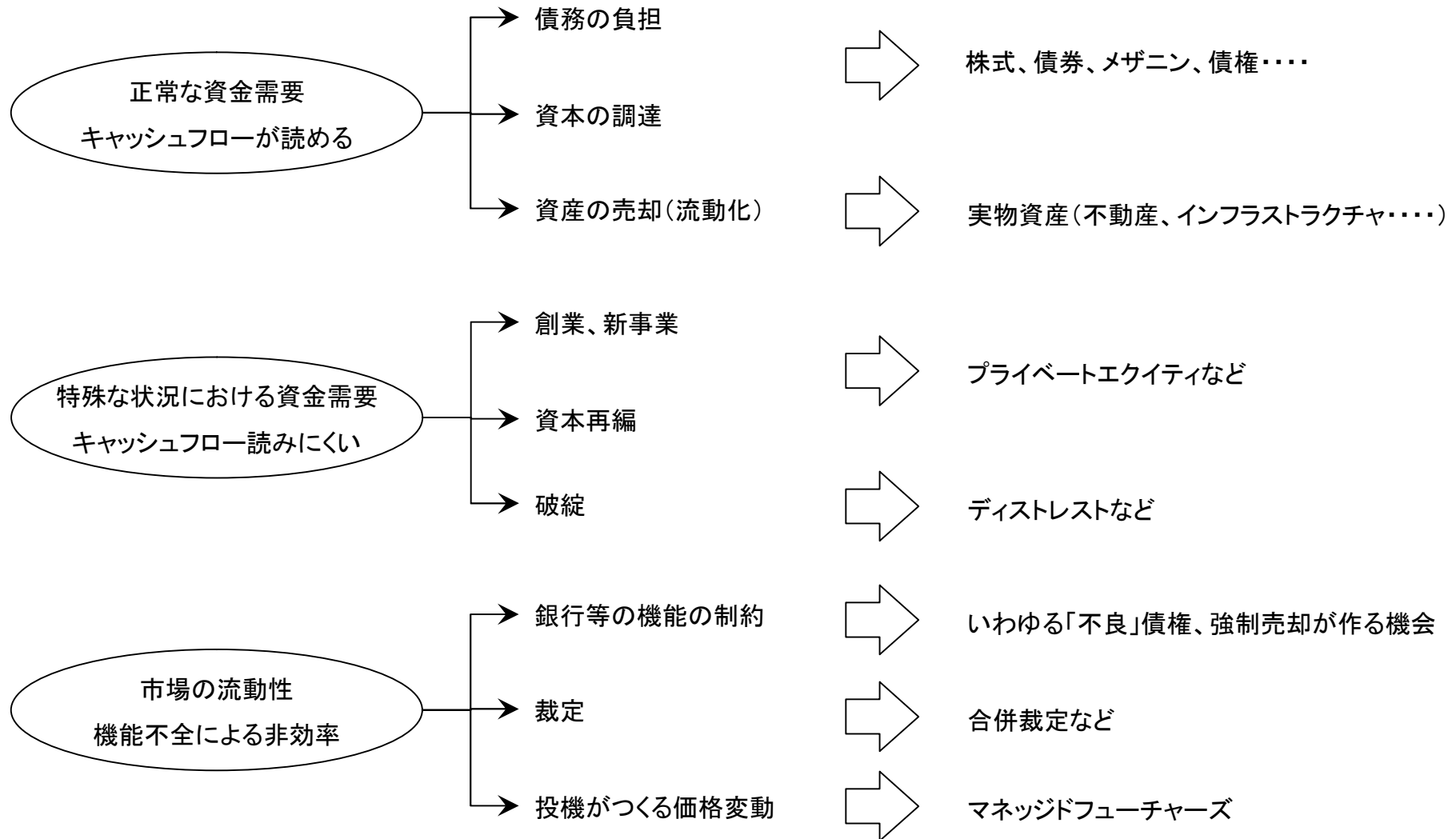
キャッシュフローの量と質を高める



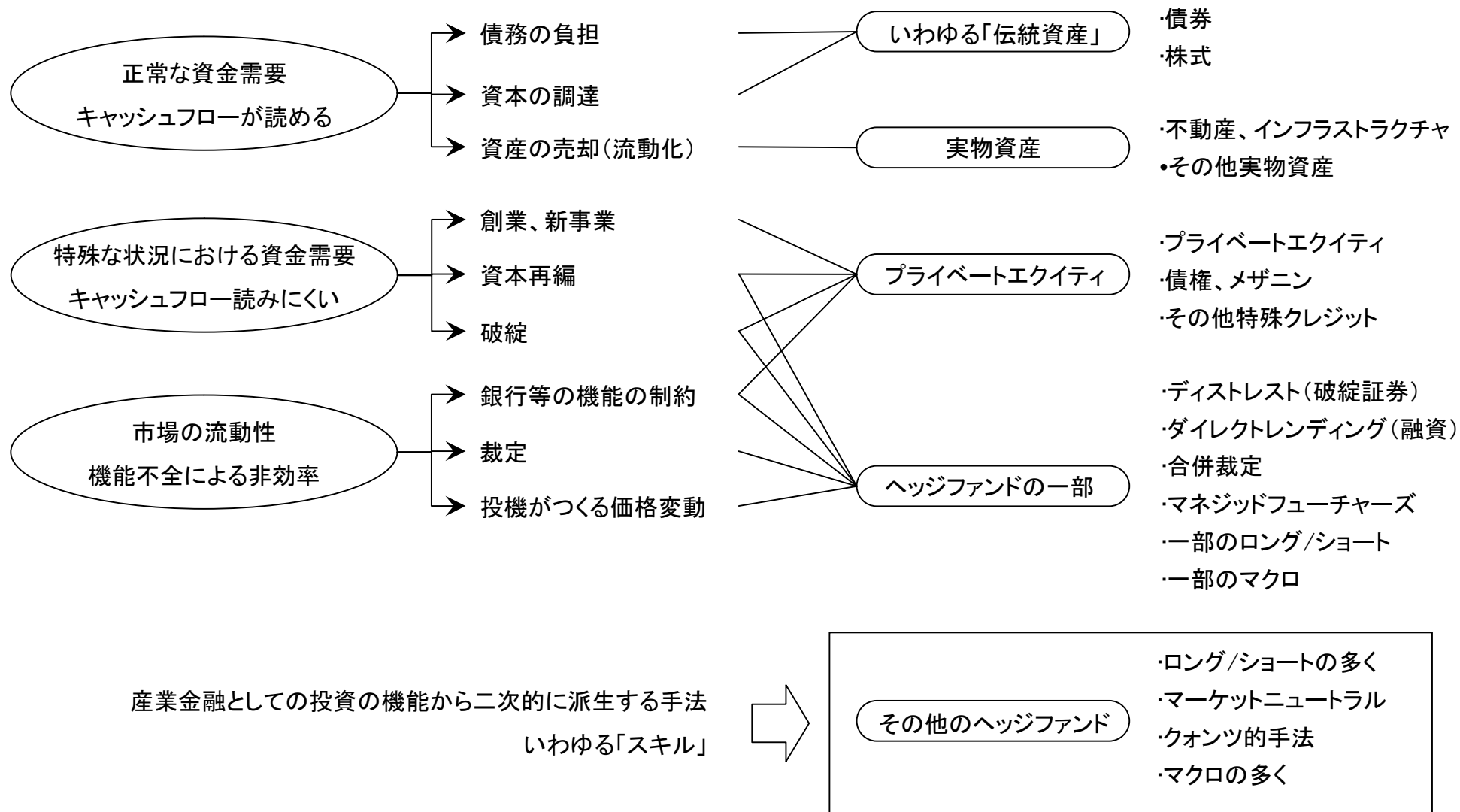
資産選択の軸



社会的資金需要への資金供給



「オルタナティブ」の再構成



- 本資料は、キャッシュフロー創出力を高める努力としての資産運用について解説・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、キャッシュフロー創出力を高める努力としての資産運用について解説・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。