

## 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 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

2011.10.14

**HC**  
*asset*  
management

# 目次

概要	2、3
古い格言(乳牛と牛乳)	4
常識的な考え方における四つの基本的論点	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の領域	7
キャッシュフロー分配の優先順位としての資本構成(キャピタルストラクチャ)	8
実物資産そのものではなく、キャッシュフローを生み出す契約関係	9
市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル	10
キャッシュフローの量と質を高める方法	11
事業価値と資本構成価値	12
株式投資への適用	13
債券(債権)投資への適用	14
不動産などの実物資産投資への適用	15
株式、債券(権)、実物資産の投資価値判断	16
保守主義の原則	17
企業経営と同じ哲学	18
社会的資金需要への資金供給	19
「オルタナティブ」の再構成	20

# 概要

## 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す。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。

## 投資対象を作り出す仕組み

土地そのものは投資対象になりません。しかし、土地からキャッシュフローを生み出す仕組みを導入すれば、投資対象化できます。例えば、土地を定期借地権化すればいいのです。このとき、投資対象は、土地というよりも、定期借地権という権利から生まれる地代です。同様な工夫で、様々なものが投資対象化されています。例えば、森林、鉱山、などなどです。

## 資本構成(キャピタルストラクチャ)

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。

## 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、結果として将来配当の期待値が大きくなるならば、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(資本構成)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、その事業の資本構成の選択(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)が先にある、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9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)。

### 資本構成の選択、

伝統的な考え方では、資本構成の選択は、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、おかしなことになります。キャッシュフロー創出力を高めるという視点では、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。

### 保守主義の原則

キャッシュフローに着目した投資戦略は、結果として、時価増殖よりも現金回収(現金回収とは、キャッシュの戻り=リターンであり、リターンの本来の意味です)を重視したものになります。つまり、「掌に載った現金」という最も確実なものに判断の基礎を置く保守主義に帰結します。

### 企業の論理に忠実な資産運用

キャッシュフローの創出力を高める努力は、全ての企業に共通する課題です。故に、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考え方を理解できない経営者はいないはずで、企業年金の資産運用を経営の言語で語る事ができて初めて、企業年金は、経営の中における確かな位置づけを得ることができるのだと思います。

## 古い格言(乳牛と牛乳)

⇒乳牛への投資は、ネットの事業キャッシュフロー(牛乳の売却代金から飼料代等の飼育費を控除したもの)を得ることが目的である

⇒乳牛の価格(価値)は、当該乳牛から期待されるネット事業キャッシュフローの現在価値である



- ① いい乳牛を買う(キャッシュフローの源泉の厳選)
- ② 飼育技術を改善する(飼料や飼育環境の工夫)
- ③ 資金調達(逆の立場からいえば乳牛投資)の方法を工夫する

# 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

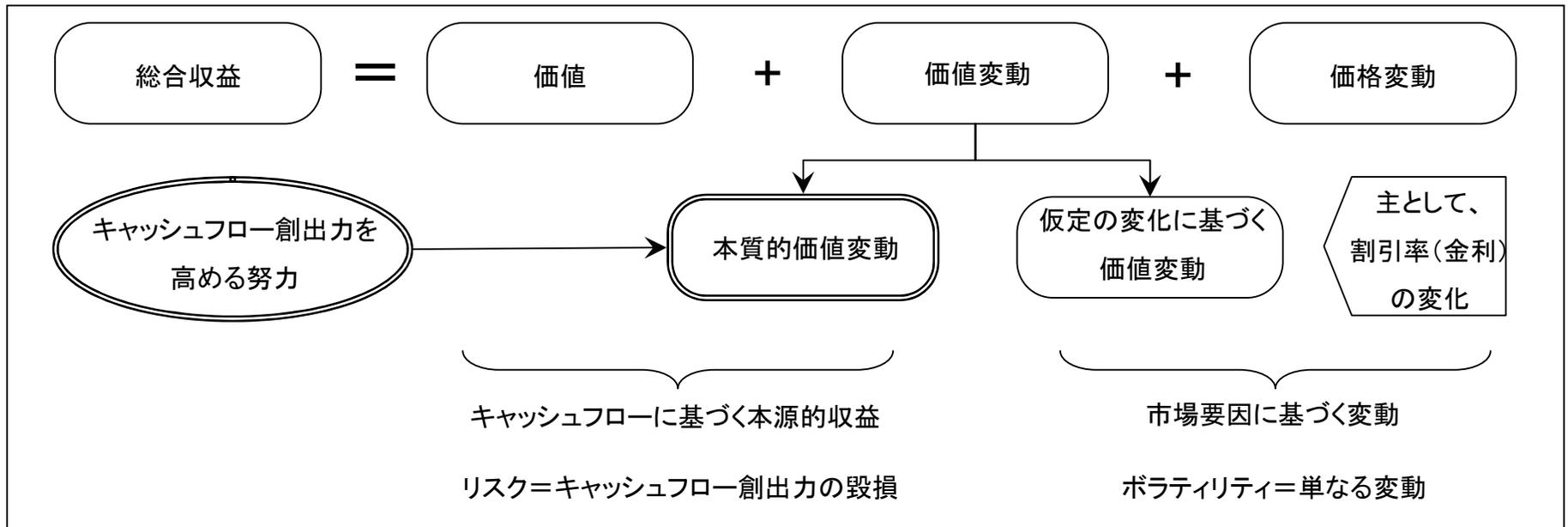
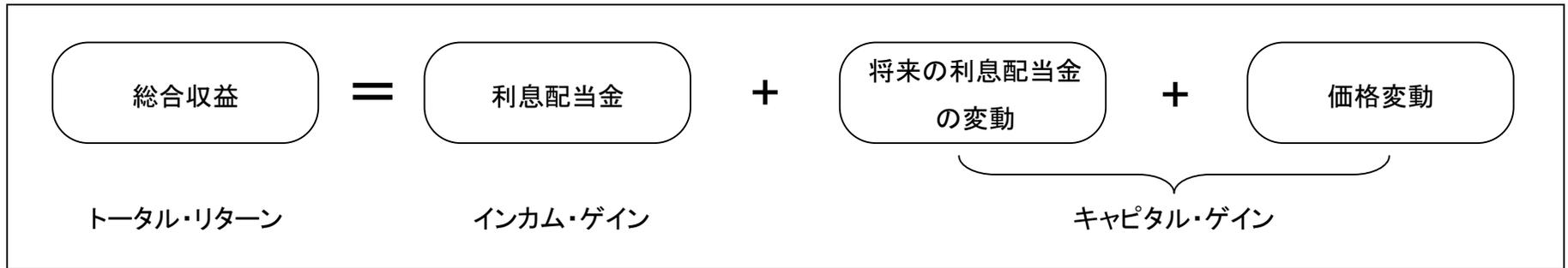
## 価格変動(ボラティリティ)

- ・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

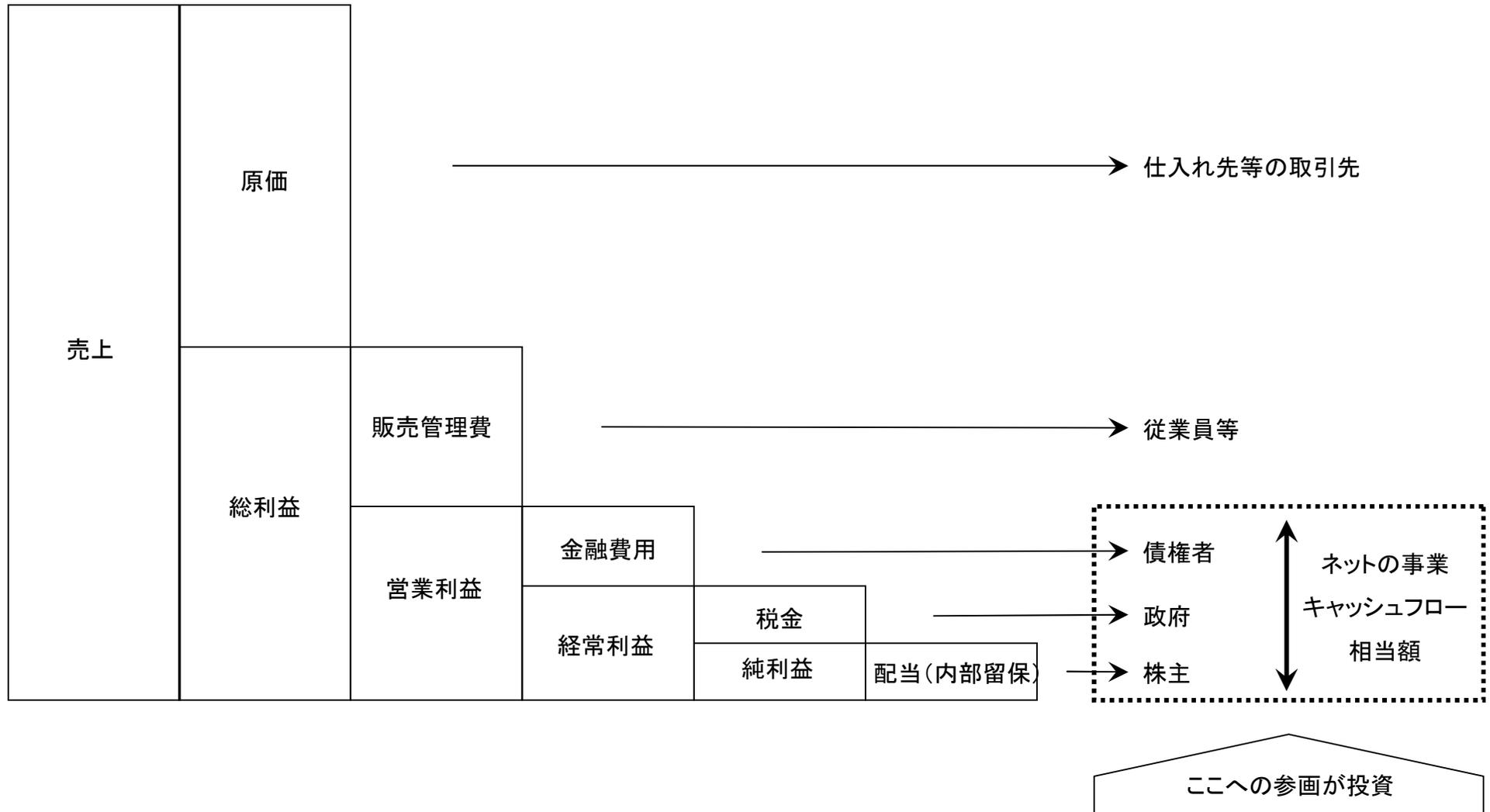
## 保守主義

- ・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

# 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の領域



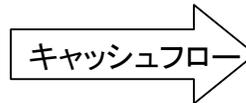
# キャッシュフロー分配の優先順位としての資本構成(キャピタルストラクチャ)

事業(企業・ファンド等)の貸借対照表

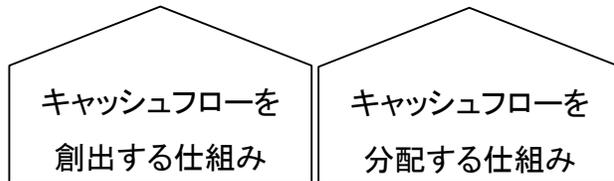
資産構成	資本構成
事業資産	優先部分 (債権、社債)
	(メザニン)
	劣後部分 (株式)



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

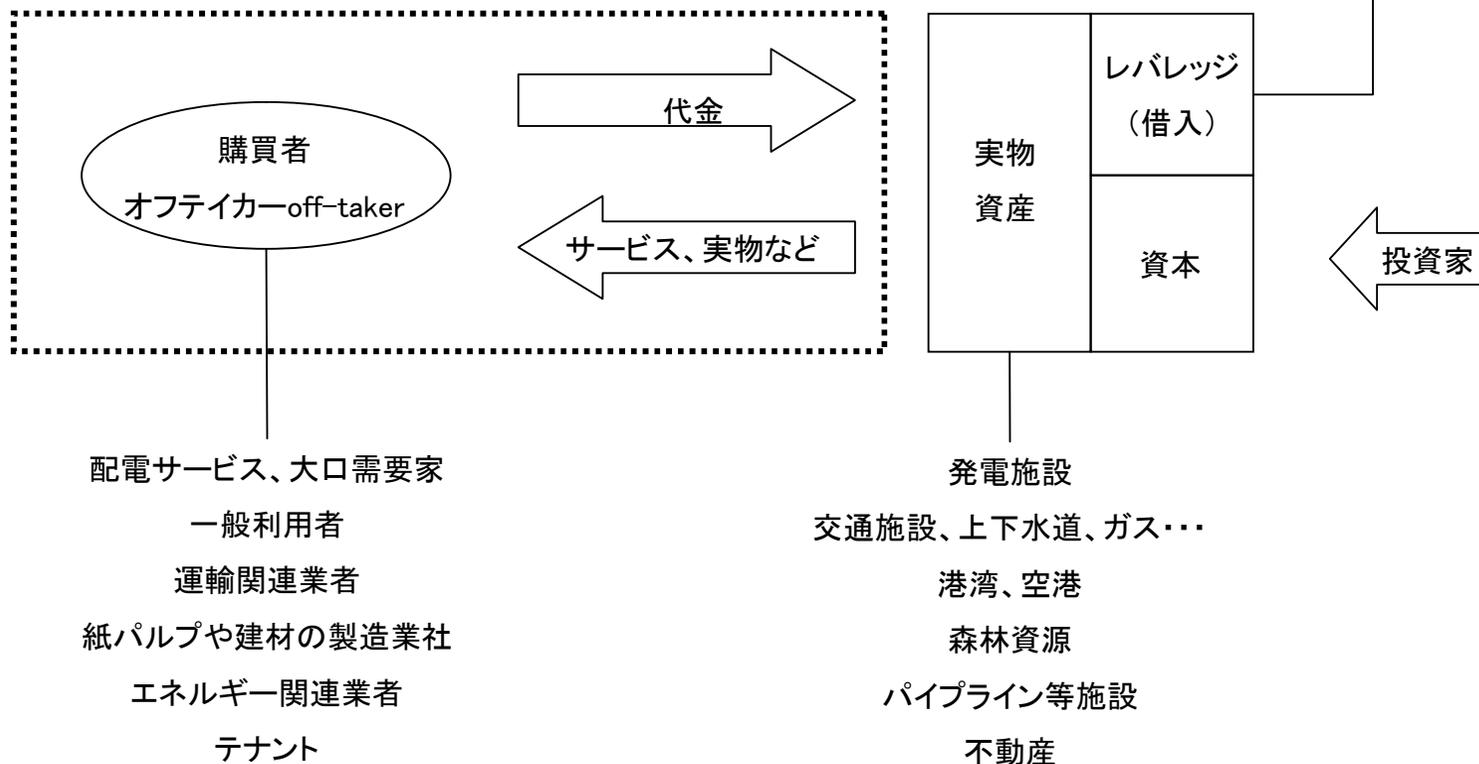


# 実物資産そのものではなく、キャッシュフローを生み出す契約関係

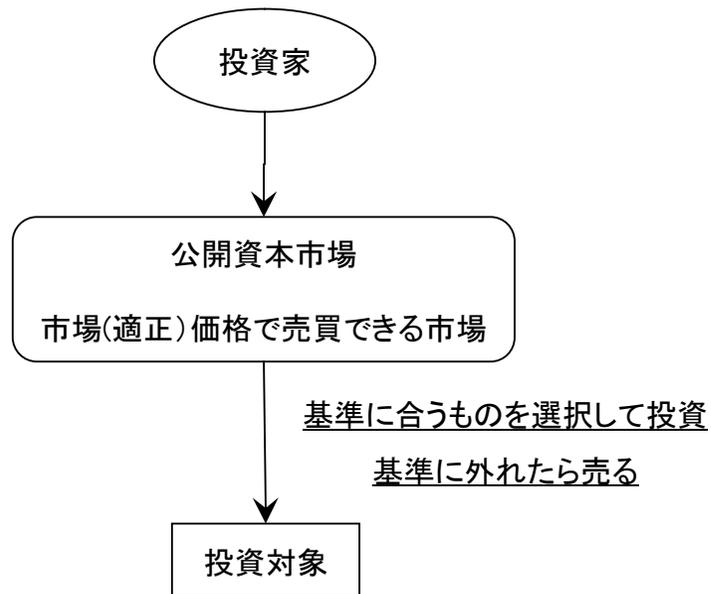
事実上、購買者との契約の安定性にかかわる不確実性に対する投資であること

キャッシュフローを創出する仕組み  
⇒購買者との間の買取契約の存在

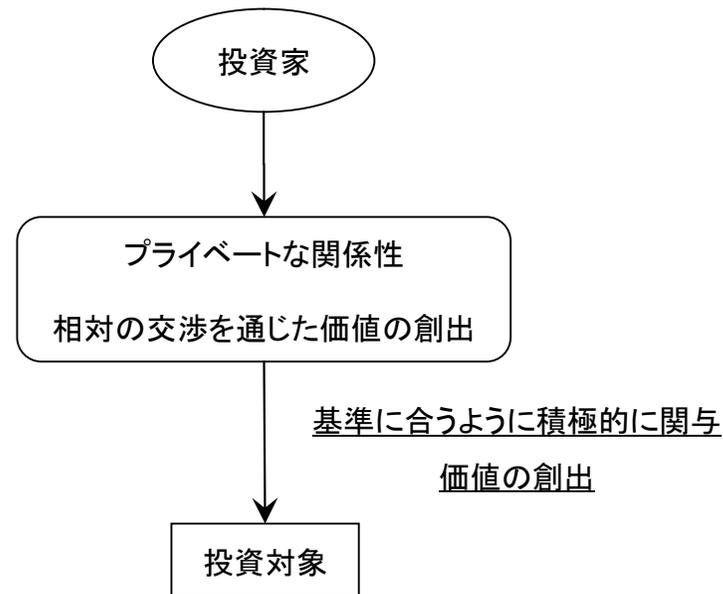
レバレッジの利用は、財務リスクを生むこと



# 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方法

キャッシュフロー分配の地位の選択  
(資本構成選択)

下位(劣後)に、特に株式に、投資できる条件を徹底的に保守的に検討する  
法律上の権利を守る工夫を凝らす

キャッシュフロー源泉の選択  
(事業選択)

源泉を厳選する  
源泉を分散する

キャッシュフロー源泉と配分への関与  
(事業改善、資本構成改善)

事業構造の改善 ⇒ 債権者として、株主として、経営へ助言する  
資本構成の改善 ⇒ 債権者として、株主として、改革を主導する

# 事業価値と資本構成価値

事業(企業・ファンド等)の貸借対照表

資産構成	資本構成
事業資産	優先部分 (債権、社債)
	(メザニン)
	劣後部分 (株式)

キャッシュフローを 創出する仕組み	キャッシュフローを 分配する仕組み
----------------------	----------------------

## 論理的な帰結

- ⇒ 事業価値は資産構成で規定される
  - ⇒ 事業価値の改善は、資産構成を変化させ、結果的に、資本構成を変化させる
  - ⇒ 資産構成価値(事業価値)の総計は資本構成価値の総計に等しい
  - ⇒ 資本構成を操作することによっては、事業価値の改善はなし得ない
  - ⇒ 事業価値を大きく変えることなく、資産構成を変化できる(資産流動化=アセットファイナンスの可能性)
- ⇒ 資本構成の総体の価値が変動しなくても、構成の変動は、各要素の価値を変動させる
  - ⇒ 債務を増やせば、資本効率は上昇するが、財務不安定性が増す(レバレッジの効果と弊害)
  - ⇒ 債務を減らせば、資本効率は低下するが、財務安定性は増す
  - ⇒ 理論的には、財務リスクを調整した後の株式の収益率は、同じになるのではないか(理論的に、総計が変わらないのだから)
  - ⇒ 保守的な株式投資の見地からは、レバレッジは不要ではないか
  - ⇒ 逆に、株式投資において、レバレッジを正当化する条件とは何か

# 株式投資への適用

## 1 資本構成の最下位としての株式が投資価値をもつ条件の吟味

⇒事業キャッシュフローの予測可能性が高いか、または、成長性が高いこと

⇒自己資本比率が高い、即ち、上位に債権者が少ないこと

⇒財務レバレッジ(自己資本比率を下げて資本利潤率を上げること)が許容される事業環境と金融環境(特に銀行資本規制と融資政策)

⇒株価が上がるための条件(配当されずに内部留保された利益が本業に再投資されるとき投資効率が十分に高いこと)の確認

⇒配当を受け取るという株式投資の基本を見直すこと

## 2 事業キャッシュフローの源泉の厳選と、源泉された範囲での分散

⇒国別、産業別、規模別など、分散の枠を先に決めて、その中での厳選を図るのでは、真の厳選にならない

## 3 経営関与

⇒公開株式の場合は、アクティビズム、PIPEなどを通じて、株主としての友好的な助言や提案

⇒非公開株式(プライベートエクイティ)の場合は、事業内容と資本構成の両面に及ぶ、株主としての主体的な関与

# 債券(債権)投資への適用

## 1 債権相互の優先劣後関係の正確な把握と、適切な地位の選択

- ⇒優先劣後関係を正確に反映した金利秩序になっているとは限らず、有利な投資機会が存在し得る
- ⇒債権者の地位を守る有利な特約(コブナンツ)の設計(逆に株式投資の立場からいえば、危険性)
- ⇒特に、資産担保証券は、多数のトランチ(優先順位の異なる債券)が発行されているので、ここが重要な要素

## 2 担保となる事業キャッシュフローの源泉の厳選と、源泉された範囲での分散

- ⇒通貨別、国別、セクター別など、分散の枠を先に決めて、その中での厳選を図るのでは、真の厳選にならない
- ⇒資産担保証券については、原資産に遡る分析が不可欠

## 3 債券においては、規律ある売却による損失回避、債権においては、私的関与による回収

- ⇒債券の特色として、発行時の属性を変更できないので、売却が損失回避の唯一の手段となり、売却可能性(流動性)が重要になる
- ⇒私的な関係性である債権では、条件変更ができるので、積極的関与による回収の技術が重要となる

# 不動産などの実物資産投資への適用

## 1 レバレッジをとることの危険性の吟味

- ⇒レバレッジがない(いわゆるフルエクイティ)場合は、不動産などの実物から生まれるキャッシュフローそのものへの投資となる
- ⇒債権者の地位を守る有利な特約(コブナンツ)の設計は、エクイティにとっては、きわめて危険
- ⇒債権者の保護が厚いならば、逆に、債権のほうが魅力ある投資対象になる場合も
- ⇒収益性を上げる目的でのレバレッジが、本当に必要なのかどうか

## 2 実物ではなく、実物を基礎とした契約関係が生み出すキャッシュフローへの投資

- ⇒契約の構造の精査
- ⇒予測可能性の高いキャッシュフローを作るために、実物資産価格変動の影響を最小化する工夫
- ⇒インフレヘッジ的要素として、価格変動を限界的に取り込む余地もある

## 3 契約内容の改善、追加的資本支出による実物資産価値の引き上げなど、積極的関与は不可欠

- ⇒運用者には、金融技術だけでなく、実物管理技術が強く求められる

# 株式、債券(権)、実物資産の投資価値判断

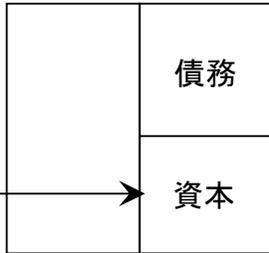
## 株式投資の論理

## 債券(権)投資の論理

## 実物資産投資の論理

①事業厳選

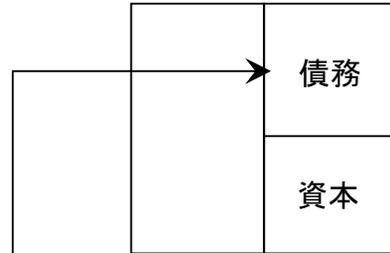
事業資産 資産構成



- ②最下位を選択できる条件  
⇒債務の重みに潰されないこと  
⇒債権者の権利に左右されないこと
- ③株主の権利行使  
⇒経営者(事業)厳選  
⇒友好的大株主

①事業厳選

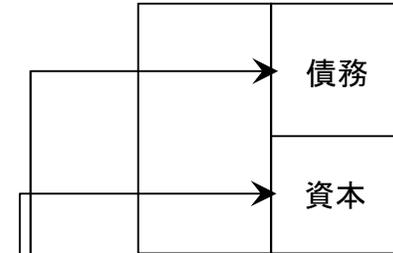
事業資産 資産構成



- ②債権・債券相互の優先順位選択  
⇒優劣を反映した金利秩序の確認
- ③債権者の権利行使  
⇒下位(メザニン・株式)の厚み(安全性)  
⇒担保性のある資産価値

①事業厳選

事業資産 資産構成



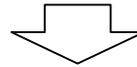
- ②A債権・債券相互の優先順位選択  
⇒優劣を反映した金利秩序の確認
- ③A債権者の権利行使  
⇒下位(メザニン・株式)の厚み(安全性)
- ②B最下位を選択できる条件  
⇒債務の重みに潰されないこと  
⇒債権者の権利に左右されないこと  
⇒フルエクイティ(実物そのもの)
- ③Bエクイティ投資家の権利行使  
⇒一定の拒否権や承諾権

# 保守主義の原則

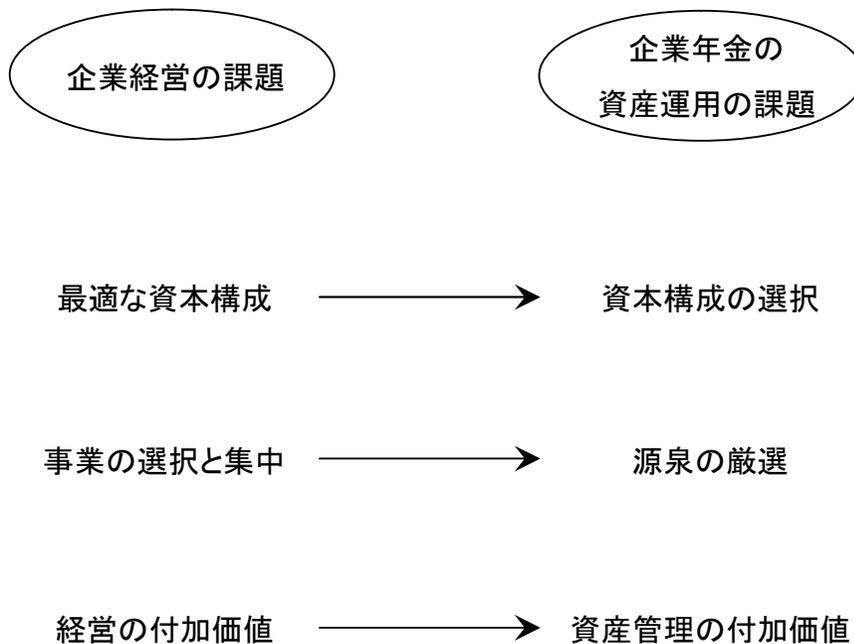
保守主義の原則 = キャッシュフローの質(予測可能性の高さ)を追求することで、結果的に、キャッシュフローの量がもたらされる

キャッシュフローの質を高める努力

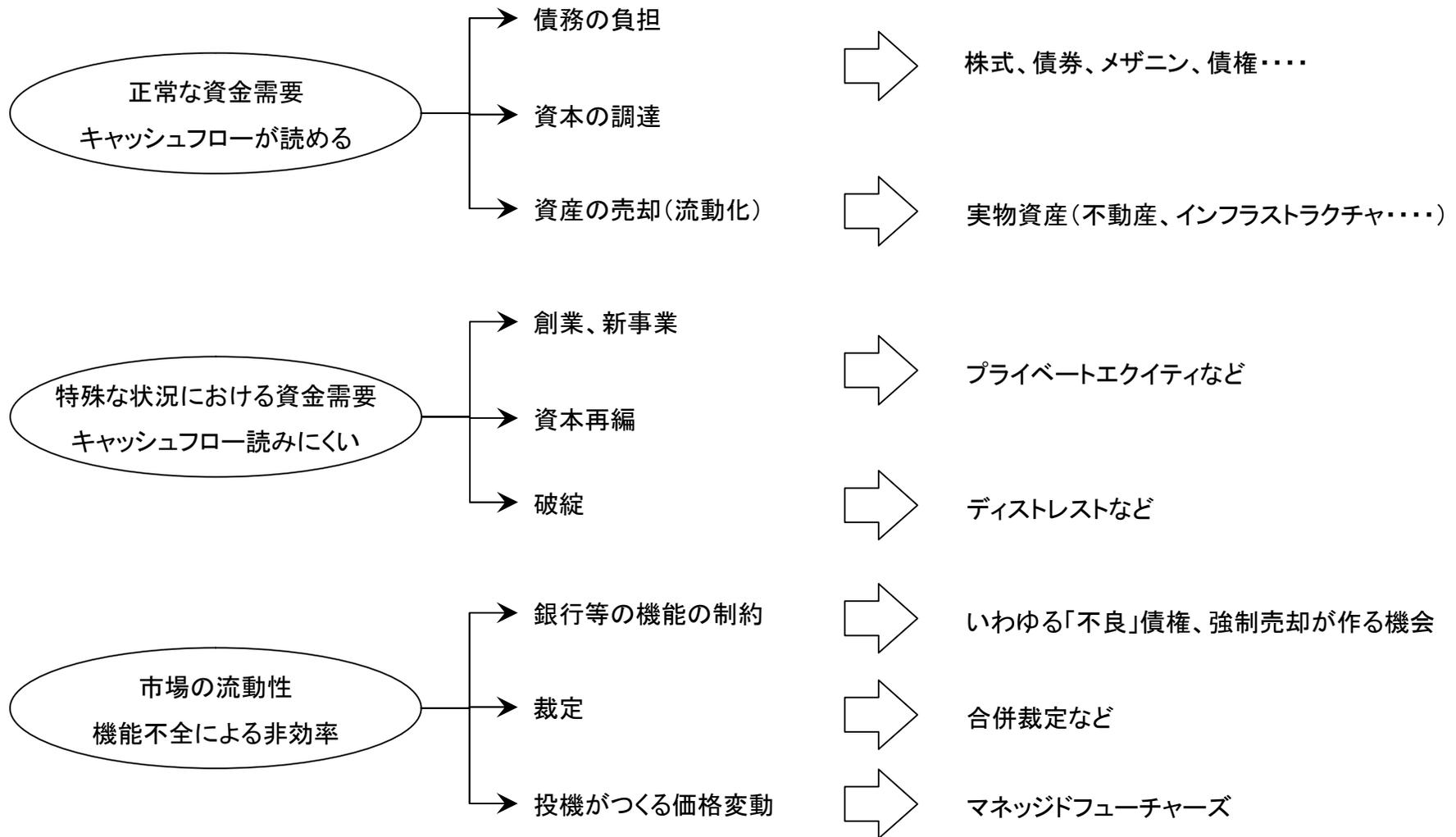
- ⇒ 資本構成の上位への投資を原則とし、下位(株式)へ投資するときには、厳格な条件の下で行う
- ⇒ 事業キャッシュフローの源泉を厳選し、厳選した範囲の中で分散する
- ⇒ 可能な限りで、積極的な経営関与を行う



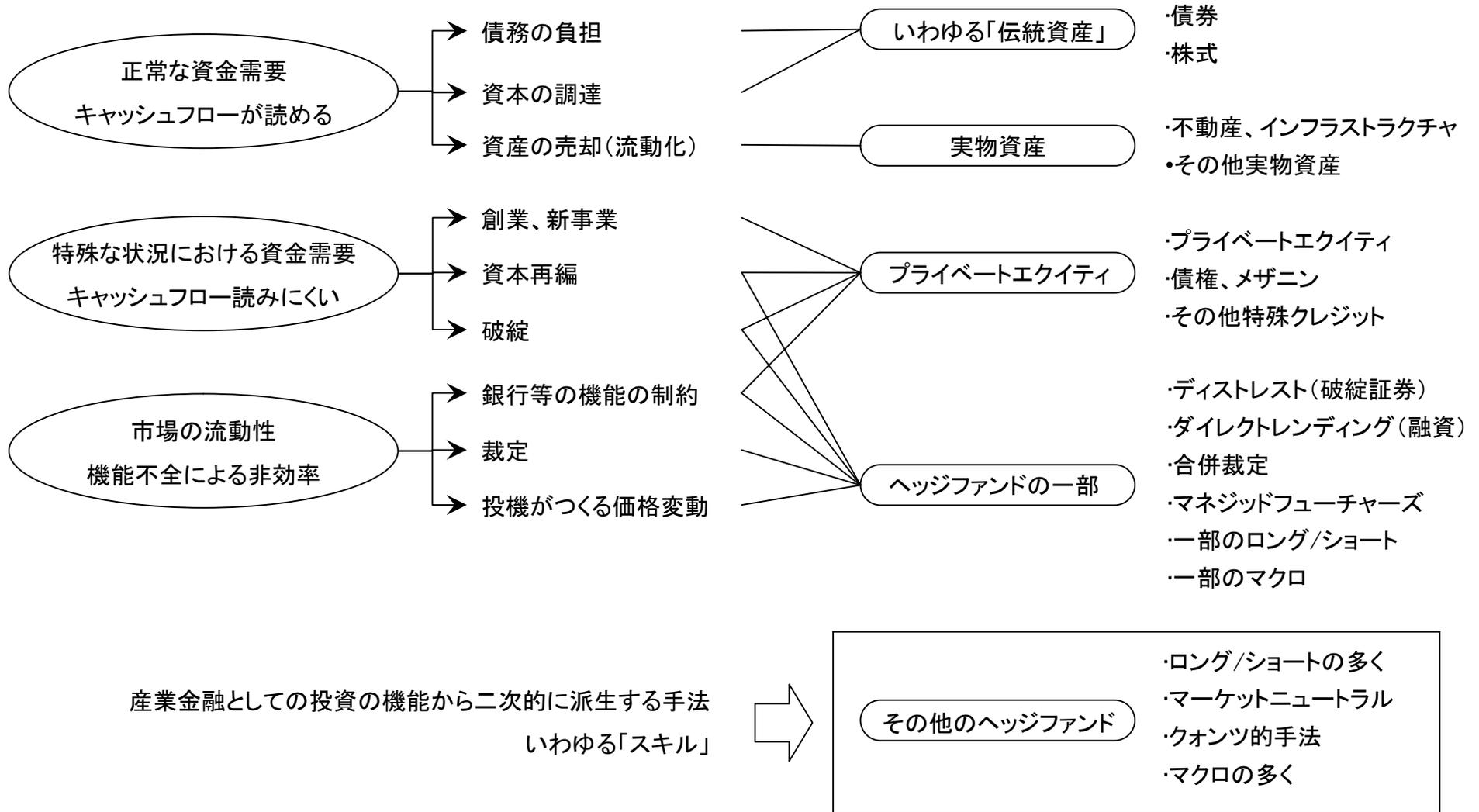
結果的に、キャッシュフローの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していく



# 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。