

成長資本としての株式への投資が成り立つ条件

－ キャピタルストラクチャ最下位にすぎない株式が魅力をもつ条件 －

<http://www.fromhc.com>

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会

2013.11.13

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



概要	2～5
株式投資に対する価値観の転換	6
事業価値と資本構成価値	7
株式と資本構成	8
株式投資の論理	9
配当と配当性向	10
配当の現在価値としての株式の価値	11
企業の清算価値と純資産	12
資本の運用効率	13
企業再編	14
成長と割安	15
議決権と企業統治	16
株式の希薄化を避けた資金調達の工夫	17
ESGの考え方	18

概要

株式の投資対象としての根源的意義の再検討

最初から株式へ投資することを前提にしたうえで、資産配分の問題として、その組入れ比率を上げるか、下げるか、という議論をすることに、どれだけの意味があるのでしょうか。必要なことは、株式への投資の意義を本質的に再検討することではないでしょうか。

本来の事業投資としての株式投資

株式という「紙」に投資しているわけではありません。株式を発行している企業の事業が生み出す事業キャッシュフローに投資しているのです。株式投資の根源は、事業投資です。投資対象としての株式の評価や銘柄選択が成り立つのは、その基礎になる事業の評価や選択が成り立つ限りにおいてです。

長期的な資金調達の手段としての株式発行と企業の成長戦略

株式は、そもそもが、企業が資金調達の手段として発行するものです。株式という資金調達方法には、定期的な利息の支払いや満期における弁済がないが故に、時間に拘束されない、という利点があります。それだけ、企業は、手取り資金を使って、企業の成長の基盤を築くための長期的な視点に立った設備投資等ができるのです。したがって、企業の成長志向がないところでは、株式による資金調達の必要もなく、株式投資も成り立たない、ということです。

キャピタルストラクチャにおける最下位としての株式

いわゆる資産の区分は、本源的に創出された事業キャッシュフローの分配に関する権利の優先劣後関係であり、キャピタルストラクチャ(資本構成)上の位置のことで、最上位が債権(券)であり、最下位の地位を占めるのが株式です。つまり、株式とは、投資家の権利の保護が一番小さな投資対象なのです。そのような株式に、なぜ投資できるのでしょうか。

株主の権利

株主の権利は、たかだか、①配当を受け取る権利、②議決権、③残余財産分配権、の三つしかありません。そのうち、事業キャッシュフローに参画する権利としての株式の経済的価値は、将来にわたる配当を受け取る権利に帰着します。

本源的投資価値としての配当

株式を所有することの本来的な意味は、将来にわたる配当を受け取る権利を手にいれることです。株価の上昇があり得るとしたら、それは、将来の配当の期待値が上昇することの結果です。

配当性向と内部留保の効率的再投資

企業経営にとって、今の利益の適正な部分を株主に配当することと同時に、将来の配当余力を大きくするために、即ち成長のために、内部留保した利益を効率的に再投資することが、課題なのです。成長とは、株主の立場からいえば、配当の成長のことです。

概要(続き)

内部留保と資本の毀損の可能性

企業の本質として成長志向があります。しかし、成長のための内部留保は、配当性向を下げるだけでなく、留保資本の投資の非効率や失敗によって、資本を毀損する可能性を伴います。ここに、企業の経営責任の究極の姿があります。この点に関する経営への信頼がなければ、その企業の株式には投資できません。

事業キャッシュフローの源泉の厳選としての銘柄選択

事業投資という深みでの株式投資、つまり徹底した事業分析を行うという前提の投資では、そもそも、多数の銘柄を投資対象にできるはずありません。対象に求められる厳格な条件が充足されない限り投資はあり得ず、厳格な条件を満たしたとき、満たした銘柄のみが、投資対象であり得るのです。

事業キャッシュフロー源泉に基づく分類と伝統的な表面的な分類

グローバル企業は、事業キャッシュフローの源泉が世界中に散らばっているという意味で、国籍がありません。理論的には、株式の分類は、上場地や業種や時価総額規模の問題ではなく、事業キャッシュフローの源泉の仕組みの特性によるべきです。

価値と価格と市場効率性

株式の価値は事業キャッシュフローの現在価値として算定されるものです。株式の価格は当然に価値を反映しますが、価値と価格は常時一致しているとは限りません。市場の効率性とは、その一致している度合いのことです。

投資家の主体的関与があって始めて市場の効率性が保証される

株式の価値判断に基づき、良いものを買い、悪いものを売る、という投資家の積極的関与(真のアクティブ運用です)があってこそ、市場の効率性が保証されます。その限りでのみ、労せずして効率的に分散された投資を実現するというインデクス運用が意味をもつのです。まともなアクティブ運用が機能しないとき、インデクス運用は意味をもちません。

価値と価格の差としてのバリュースト(割安)とカタリスト

株式の価格が価値を下回っていることをバリュースト(割安)といいます。市場原理では、その場合、価格が価値の方向へ動くことを予定しています。しかし、そのためには、何らかのきっかけが必要なのです。このきっかけのことを、英語ではカタリスト(触媒のこと)といいます。カタリストがないとき、結果として割安が割安のまま放置されることを、バリューストの罠(バリュートラップ)といいます。なお、当然ですが、カタリストは、そもそもの価格が価値を下回る状況を作ったことの反転要因です。

概要(続き)

配当重視の投資戦略

割安のままでは、何がいけないのでしょうか。割安なものは配当利回りが高い場合が多いでしょうし、下値硬直性も高いでしょう。高利回りを安定的に享受できるなら、それで十分なのではないのでしょうか。割安の解消、即ち価格の相対的上昇は、あくまでも結果的に発生することが期待されるものであって、そのことが目的ではないはずです。

成長を放棄した企業の株式の意味と非公開化

理論的に、成長しない企業の株式の配当利回りは、社債金利を上回った状態で安定します。キャピタルストラクチャの下へいくほど、金利が高くなる理屈だからですし、配当性向が非常に高くなるはずだからです。しかし、そのような企業に上場の意味はないのです。非公開化もしくは被買収によって、市場から消えていくべきです。成長なきところ株式投資なし、です。

価値変動とリスク、価格変動とボラティリティ

価値は変動します。価値の毀損が真のリスクです。一方、価値変動と関係なく、価格は変動します。その振幅のことをボラティリティといいます。株式投資で真に問題としなければならないことは、価値の毀損としてのリスク、即ち、真の損失の可能性です。単なる価格の下落は、真の損失ではありません。

振幅が作り出す投資機会

株式投資の王道は、価値への投資です。しかし、株価の振幅そのものも、投資機会になり得ます。いわゆるヘッジファンド的な戦略の有効性、現金保有を認める運用など、自由な投資手法も検討しなくてはなりません。

事業価値と株式価値

事業価値とキャピタルストラクチャ(資本構成)の全体の価値とは、一致します(貸借対照表の原理)。事業価値を一定としても、キャピタルストラクチャの仕組みを変えることで、株式価値が変動する可能性があります。株式以外の資金調達の多様化と効率化によっては、株式価値を高めることもできるのです。

上位債権者の存在と適正なキャピタルストラクチャ

株式は、キャピタルストラクチャの最下位にある以上、株式と上位債権との比率が適正に保たれない限り、債権者の権利を守るためだけの役割に転落してしまうことに留意がいります。一方で、過大な自己資本は、資本利潤率の低下をもたらします。適正な債務比率は適正な自己資本比率のことですし、要は適正なキャピタルストラクチャのことです。ここで適正という意味は、まさに言葉の真の意味における適当(多からず少なからず)でなければなりません。

概要（続き）

事業内容と資本構成に及ぶ株主の主体的な関与

良い事業をもつ企業は、良い企業です。良い企業は、適切な時期に適切な経営革新を行うことで、事業価値が企業価値に現れてくるような変革（キャピタルストラクチャの合理化や不採算事業の整理）や、事業価値を一層高めるような変革を行うはずで、企業の変革を促すような強い主張をもった投資、社会変革の視点に立脚した投資は、そのような自己変革に対して、建設的な助言として機能する、まさに変革の触媒（カタリスト）として機能するのではないのでしょうか。

買えないものに値段はない

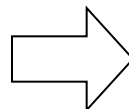
「被買収」の意味を徹底的に考え直さなければなりません。価値があるから手に入れたいのです。価値がないものは、いかに割安でも買収されない（そもそも、悪かろう、安かろうで、割安とはいわない）。割高でも買収されるような状況こそが、真の買収です。しかし、買収できない企業の株価には、値は付かないかもしれません。買えるものだけが投資対象です。

ESG（環境配慮、社会性、企業統治）の思想

環境負荷の高い企業経営、社会的費用の高い企業経営、創業家の支配的経営などは、何らかの社会的価値観の転換による、企業価値評価の変動にさらされています。ESGは、社会の価値の転換による企業価値評価の変動の可能性（リスク）を明らかにした上で、投資判断を行うものです。

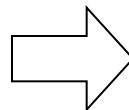
株式投資に対する価値観の転換

市場の中の個別企業
市場指数(平均)を基準とする考え方



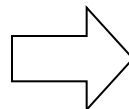
個別企業の集合としての市場
徹底した銘柄分析と厳選

グローバル経済の中の企業
成長を求めてエマージング市場へ



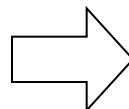
企業の中のグローバル経済
エマージング経済の成長から恩恵を受ける企業

事業(企業)価値よりも株式価値
株価は上がるべきという通念



株価上昇よりも事業(企業)価値上昇
配当を中心とした収益の量と質(安定性)

市場原理
資本市場に依存した資金調達



市場原理に替わる価値
代替的資金調達の拡大

事業価値と資本構成価値

企業の貸借対照表

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(債務の効果と弊害)
 - ⇒ 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、財務安定性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、債務比率の高い企業は危険ではないのか。逆に、株式投資の立場からみたとき、企業の大きな債務負担を正当化する条件とは何か

株式と資本構成

- ⇒ 企業は、事業に必要な運転資金・在庫・設備などの資産の保有を、債務や資本を通じて資金調達することで行っている。この資産と債務・資本の均衡を示すものが、企業の貸借対照表である。
- ⇒ 貸借対照表の右側、即ち、債務・資本の構成を、資本構成(キャピタルストラクチャ)という。
- ⇒ 株式は、キャピタルストラクチャの最下位に位置する。最下位に位置するということは、株主の権利は、債権者や社債保有者の権利に劣後するということである。株式に投資価値があるとすれば、この地位の劣後を補って余りある魅力がなければならない。
- ⇒ 株主の権利は、①配当を受け取る権利、②清算時の残余財産の配分を受ける権利、③議決権、だけである。

企業の貸借対照表

資産	上位債権 (融資その他)	●確定した権利(利息と元本) ●下に資本があるからこそ、保全される権利
	社債	
	資本(株式)	●不確定な権利(配当と純資産) ●上位の債権者等の権利の担保

キャッシュフロー分配の地位の選択
(資本構成選択)

最下位(最劣後)の株式に、投資できる条件を徹底的に保守的に検討する
上位の債務の重みに潰されたり、債権者の権利に左右されたりしない銘柄の選択

キャッシュフロー源泉の選択
(事業選択)

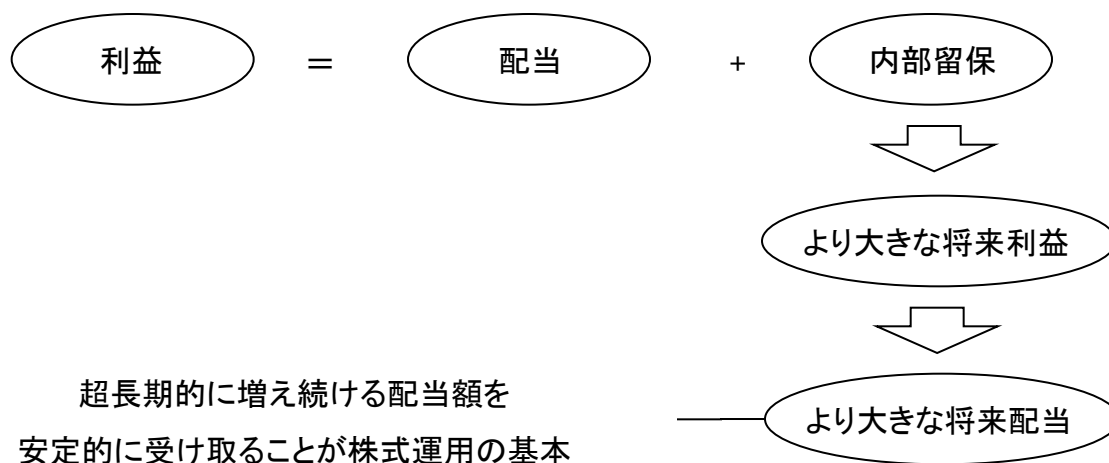
源泉を厳選する
源泉を分散する

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)

友好的な株主として、経営へ助言する
経営者と共同して、事業キャッシュフローの質と量を高める努力をする

配当と配当性向

- ⇒ 株主に帰属する利益は配当される。この配当が、株式投資の本質的収益源泉である。
- ⇒ 経営者は、経営裁量により、利益額のうちから配当に振り向ける額を決めることができる。この利益額に対する配当額の比率を、配当性向（ペイアウト率）という。
- ⇒ 配当されないで留保された額は、翌期以降の企業の投資活動に振り向けられる。この留保額を内部留保という。利益額＝配当額＋内部留保額である。
- ⇒ 一般に、成熟して将来成長力が相対的に低下した企業では、配当性向は上がるはずである。逆に、成長途上で、旺盛な資金需要がある企業では、内部留保を厚くすべきであろう。実際、成長企業では、配当を払わない例も多い。
- ⇒ 内部留保の正当性は、事業への再投資の効率に依存する。内部留保を効率的に投資活用できないならば、もっと明瞭に言えば、将来利益の増大（即ち、より大きな配当期待）につながらないならば、配当性向を高めるべきだということになる。



配当の現在価値としての株式の価値

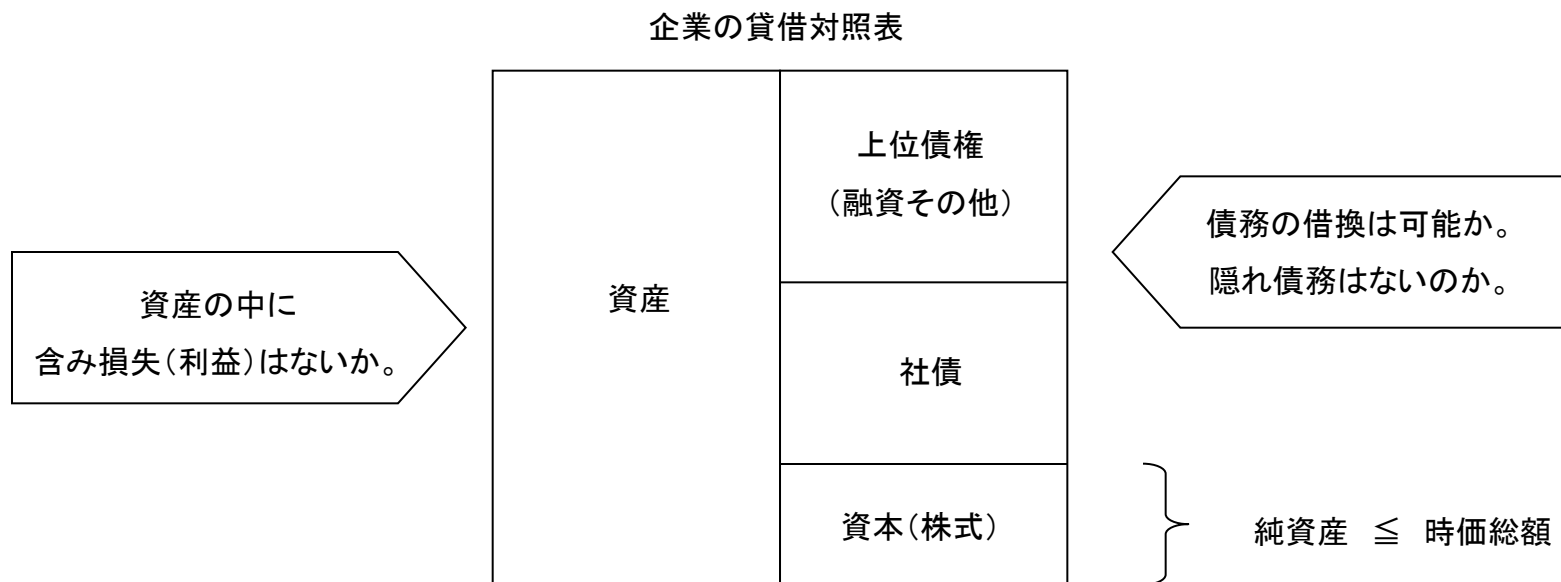
- ⇒ 継続企業として考えるならば、企業の株主に対する責任は、超長期的に配当を増やし続けることである。
- ⇒ 内部留保の目的は、効率的再投資を通じて利益を増やすこと、そして最終的には、配当を高めることに帰着するはずである。
- ⇒ したがって、理論的には、株式の価値は、将来配当の無限流列の現在価値になるはずである。この考え方を、配当割引モデル(DDM)という。
- ⇒ いま、配当性向を将来にわたって一定にすると、株式に投資することの期待収益率は、現在の配当利回りと配当の伸率の合計値になる。このとき、配当の伸率は、将来利益の伸率と同じである。一方、利益の伸率は、内部留保された金額の企業内部における再投資収益率に、内部留保率をかけたものである。

$$\begin{aligned}\text{株式の期待収益率} &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の配当の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の利益の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times \text{内部留保率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{現在株価} &= \frac{\text{現在配当額}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})} \\ &= \frac{\text{現在利益} \times \text{配当性向}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})}\end{aligned}$$

企業の清算価値と純資産

- ⇒ 理論的には、ある企業の株式の時価総額は、その企業の純資産（資本勘定）以上でなければならない。純資産は清算価値でもあるので、企業の時価総額は、理論的には、継続企業基準では、純資産を上回り、非継続（清算）となっても、純資産を下回り得ないということである。
- ⇒ 時価総額を純資産で除した値を、純資産倍率（PBR）というが、通常は、PBRは1以上であるはずである。
- ⇒ しかし、現実には、PBR1以下の銘柄は、少なからず存在する。これが、割安な状態なのかは、重要な投資判断である（割安性指標）。一方、PBRが1を大きく越えるということは、継続企業としての成長期待を反映しているとみられる（成長性指標）。



資本の運用効率

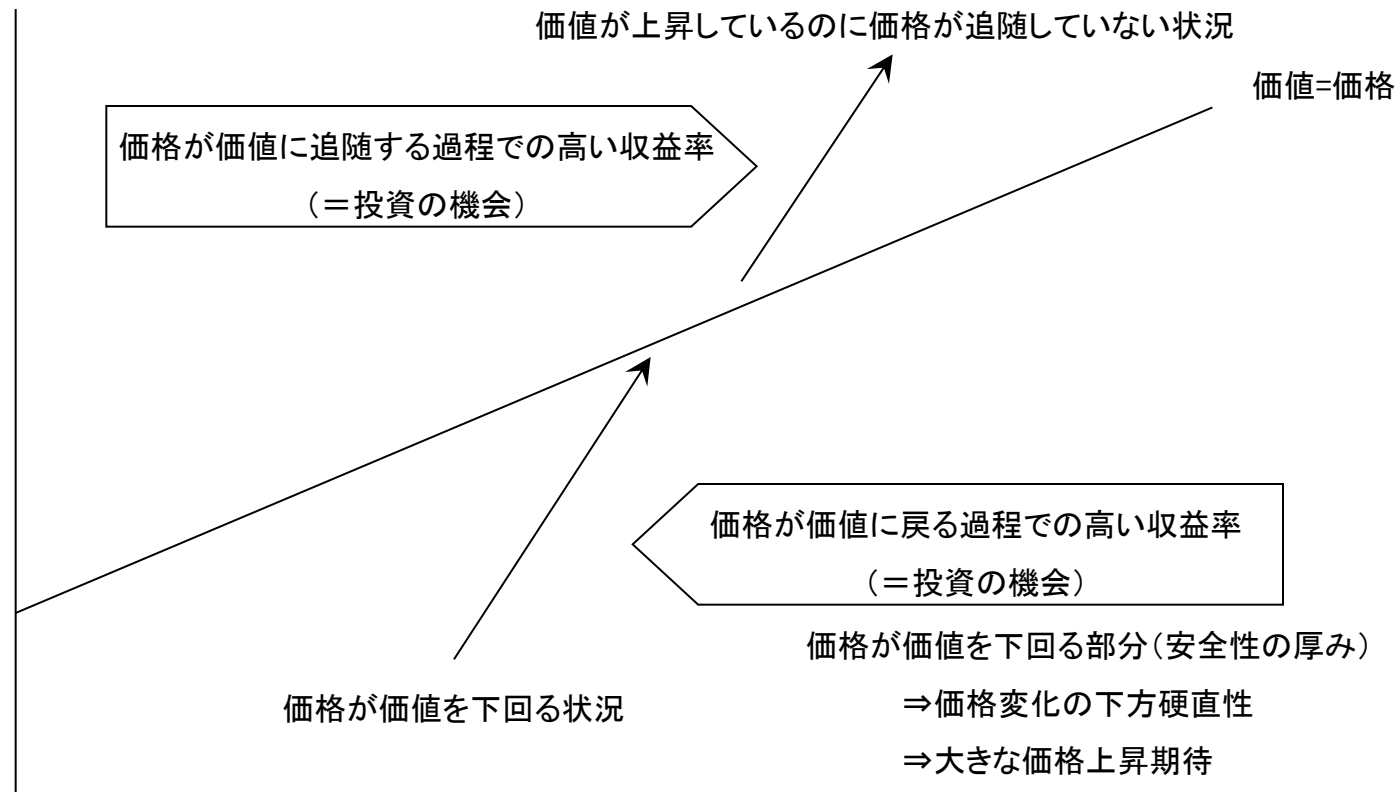
- ⇒ 株式の投資価値を規定するのは、企業が資本を事業投資するときの効率性である。効率性の代表的指標は、利益を時価総額で除した益利回り、あるいは、その逆数の株価収益率(PER)、および利益概念をEBITDAなどにした指標、時価総額に換えて純資産を用いるものなど、いろいろある。利益を純資産で除した自己資本利益率(ROE)も、代表的指標。
- ⇒ 資本の運用効率を規定するのは、総資産全体の利益率である。総資産全体の運用効率の代表的指標は、利益を総資産で除した総資産利益率(ROA)である。

$$\begin{array}{ccccccc} & & & \text{総資産利益率(ROA)} & & & \\ & & & \uparrow & & & \\ \text{自己資本利益率(ROE)} & = & \frac{\text{利益}}{\text{自己資本(純資産)}} & = & \frac{\text{利益}}{\text{総資産}} & \times & \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本(純資産)}} \\ & & & & & & \\ & & & = & \frac{\text{利益}}{\text{売上げ}} & \times & \frac{\text{売上げ}}{\text{総資産}} & \times & \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本(純資産)}} \\ & & & & \downarrow & & \downarrow & & \downarrow \\ & & & & \text{売上高利益率} & & \text{総資産回転率} & & \text{自己資本比率(逆数)} \end{array}$$

- ⇒ 企業間の合併による統合、他企業の買収による統合は、統合後の企業の資産・資本の利用効率の改善を目的としたものである。友好的な合意によるものが普通であるが、敵対的なものもあり得る。
- ⇒ 上場していることは、公募増資を通じた資金調達や買収等を行わない限り、経営に大きな利点のない場合も多い。そのような場合、非公開化が行われることもある。
- ⇒ 上場企業が、子会社を上場することは、一方で、株主に個別事業部門ごとの収益に直接に参画できる機会を与えると同時に、経営の独立していない企業の上場には、企業統治など様々な問題も多い。上場子会社を完全子会社にする動きもある。
- ⇒ 統合の逆で、子会社を完全分離して、他社に売却したり、事業を分割する過程で、企業自体も分割されることもある。
- ⇒ 破綻は、民事再生や会社更生などの法的手続への移行のことである。多くの場合、株式価値は大きく毀損(ほぼゼロになることが多い)する。

成長と割安

- ⇒ 事業価値が上昇すれば、その他の要因にして同じならば、株価は上がるはずである。このような企業に投資していこうとする考え方を成長株運用(グロース)という。
- ⇒ 株価は、しばしば、株式の理論価値を下回る。このとき、株価は理論価値へ収束していくと考えるのが、割安株運用(バリュー)である。



議決権と企業統治

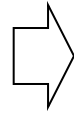
- ⇒ 株式投資は、企業経営者に対する信頼が基礎になっている。その信頼が裏切られない限り、積極的な議決権の行使は、想定されていない。
- ⇒ 株主と経営者の対立は、不毛である。相互信頼に基づく、建設的な協力関係の構築が、本来の投資である。
- ⇒ 一方、信頼が裏切られたとき、議決権の行使は、投資家としての権利を守るための最後の手段となる。しかし、これは、普通の事態ではない。

市場から評価されない経営行動の例

成功を疑問視される買収(多角化)
(本業との相乗効果、規模の経済の有無など)

本来の優れた収益性を損なう効率性の低さ
(資産・資本の利用効率の低さなど)

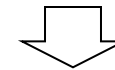
株主として積極的に議決権を行使する投資行動
⇒アクティビズム



市場から期待される経営行動の例

買収(多角化)の案件の解消
統合効果を成功に導いた経営手腕

資産・資本の構造的改善
(不要なものの圧縮と利用度を高める事業創造)



経営者は適切な時期で適切な判断・行動をするはずだ、という経営への信頼に立脚した投資判断が、もしも裏切られたら？

株式の希薄化を避けた資金調達の工夫

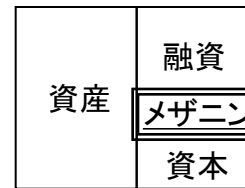
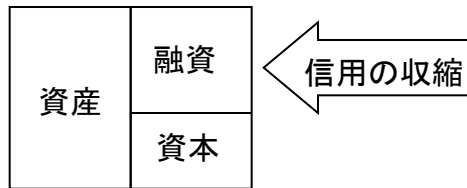


資産の売却による資金調達(アセットファイナンス)

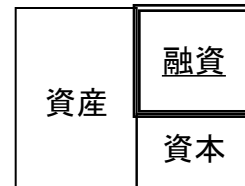
⇒事業売却＝プライベートエクイティの投資機会

⇒実物資産の投資機会

銀行等の資本規制



メザニン(株式と債務の中間)を使った一時的資金調達



ダイレクトレンディング(銀行等以外からの直接借入)

⇒ファンド(資本規制を受けない)が直接に貸す仕組み

- ⇒ ESGとは、Environmental, Social, Governance の頭文字である。直訳すれば、「環境配慮、社会性、企業統治」である。
- ⇒ ESGは、必ずしも、企業行動に道徳的・倫理的制約を課そうとするものではない。倫理的な価値には、人類共通の普遍性をもつ基本原則だけではなく、歴史的・文化的・民族的・慣習的な多様な価値観に根ざすものをも多数含む。それらについて一般論を展開することは不可能だし、経済取引へ過剰な価値観の対立をとりこむことは、好ましいことでもない。タバコや、ガソリン自動車などは、反対する人も、そうでない人もいる。
- ⇒ 一方、環境負荷の高い企業経営、社会的費用の高い企業経営、創業家の支配的経営などは、何らかの社会的価値観の転換による、企業価値評価の変動にさらされているともいえる。
- ⇒ ESGは、社会の価値の転換による企業価値評価の変動の可能性(リスク)を明らかにした上で、投資判断を行うものである。

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び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。