

## 事業価値と資本構成

HCアセットマネジメント株式会社

<https://www.hcax.com>

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  
一般社団法人投資信託協会

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京

2020.08.18

**HC**  
*asset*  
management

概要	2-4
企業価値と事業価値	5
事業キャッシュフローと資本構成	6
事業価値変動と最適資本構成	7
事業価値変動と株式投資戦略	8
事業キャッシュフローとインカム	9
インカムの配分の第一段階	10
資本構成の優先劣後秩序	11
伝統金融からオブジェクトファイナンスへ	12
企業金融から事業金融へ、そして産業金融へ	13
オブジェクトファイナンスと企業統治	14
多様な資金調達の方法	15
「メザニン」の投資機会	16
資金調達の構造変化による伝統資産の解体	17

# 概要①

## 事業価値と企業価値

企業は、一つ以上の事業を営む主体です。企業価値は、企業が営む事業価値の合計ですが、単純な合計ではなく、複数事業を営むことによる事業結合の効果を調整したものです。事業結合の効果は、必ずしも、正の価値とは限らず、しばしば、大きな負の価値となります。

## ガバナンスと企業価値

企業のガバナンスとは、企業のなかの各事業経営のガバナンスに基礎があるのは当然ですが、より重要なのは、複数事業の結合の正当性を保証すること、つまり、事業結合の効果を正の価値に保つことです。

## 企業金融とCFO

企業金融(コーポレートファイナンス)とは、事業に必要な資金を調達するのに、企業として一括して調達して、それを各事業に配賦することです。この配賦機能を担うのが、CFO(最高財務責任者)です。企業としての資金調達の方法の合理性と、各事業への配賦方法の合理性にこそ、ガバナンスの要諦があります。

## 事業金融

伝統的な企業金融に対して、事業金融(オブジェクトファイナンス)は、企業として一括して調達するのではなくて、例えば、特定の資産の取得や、特定の開発案件の遂行など、事業毎に目的(オブジェクト)を特定して、その目的だけを分離して、資金調達する方法です。

## 企業金融と事業金融の費用

全てを事業金融にしたときの総調達費用は、事業毎のリスクを反映した費用の単純合計なのに対して、企業金融の費用は、全事業の平均リスクを反映した費用になるので、その差分は、事業結合の付加価値となります。

## ガバナンスと資金調達

企業金融においては、資金調達の合理性は、企業全体のガバナンスに決定的に依存します。事業金融においては、資金調達の合理性は、事業そのものの合理性に依存し、企業全体のガバナンスに依存する程度を小さくすることができます。

## 事業金融と経営効率

事業金融において、資金調達を会計的に企業本体から分離させることができれば、企業の貸借対照表を小さくことができ、また、負債比率を低下させるなどの効果により、経営効率諸指標の改善や、信用格付への好影響などが見込めます。

## 事業投資と企業投資

企業に投資するということは、原点において、企業の営む事業に投資することです。企業が一つの事業を営むだけならば、企業投資と事業投資は一致するわけですが、複数事業を営む企業への投資は、事業結合への投資として、企業投資としての固有の意味をもちます。

## 概要②

### 事業投資と企業投資の中間

企業において、事業金融、即ち、事業毎の資金調達を拡大していけば、投資においても、企業の特定事業の収益性にのみ投資することができます。これは、一方で、特定事業への投資であると同時に、他方で、特定企業の営む事業への投資であるという意味で、企業投資と事業投資の中間になります。

### 企業価値と投資対象

企業に企業価値がないならば、その株式も社債も、その企業への融資も、投資価値がないはずですが、株式か社債か融資かという選択の前に、投資対象としての企業価値に関する判断が先行するというのが、本来の投資のあり方であったはずですが。

### 投資の機能の制度的分業化

金融の社会的機能の拡大に伴い、制度的分業化が進行し、株式や社債(債券一般)などの証券は資本市場を経由した資産運用業の対象となり、融資は銀行業の対象となりました。さらに、資産運用のなかでも、株式と債券は別の対象というように専門性に応じた細分化が進みました。

### 資産の裏側にある企業の資金調達

株式、社債、融資などの資産は、裏からみれば、企業の資金調達活動から創出されるものです。資産の種類、銀行業と資産運用の区分を超えて、産業界への資金供給という金融の社会的機能としては、同じものです。

### 資金調達側の視点にたっていない金融の現状

資金調達を行う企業との立場からいえば、資金使途に適合した方法で必要額を調達できることが第一義的に重要であって、株式か社債か融資かというような手段の選択は、二次的な意味しかもちません。先に、株式や社債や融資ありと考えるのは、細分化した業界の都合にすぎません。

### 資金調達の基本形

理論的には、企業の資金調達には、三つの基本形があります。伝統的な二つの方法は、債務や資本を増やす方法です。比較的に新しい第三の方法は、資産を売ることによる調達です。もちろん、ガバナンス上、不要資産は売却されているはずですから、資産売却による資金調達は、売却後も、資産を使用し続けることが前提になっています。

### 資本構成

債務や資本を増やす伝統的方法でも、株式の種類が多様化と、債務(債券・債権)の種類が多様化を通じて、株式と債務との中間(英語で中二階の意味でメザニン)で、調達が行われます。こうした、様々な調達手法の組み合わせを、資本構成といいます。

### 資本構成の意味

企業は事業活動を通じてキャッシュフローを生み出す仕組みです。資本構成は、そのキャッシュフローを投資家に配分する仕組みです。資本構成上の位置の違いは、その配分を受ける法律上の権利の優先劣後関係を意味します。貸借対照表では、優先順位の高い順に、上から下に記載されています。株式は、資本構成上の最下位です。

## 概要③

### 資金調達の目的と資本構成

企業の資金調達の目的は、概ね三つに分けられます。運転資金の調達、設備投資資金の調達、危険準備金の確保、この三つです。運転資金は、主として短期借入等の流動負債によって、設備投資資金の調達は、主として長期借入や社債等の長期負債および株式によって、調達されています。危険準備金の確保は、株式のみが果たせる機能です。

### 不確実性と資本構成

企業の資金調達においては、株式に事業の不確実性を寄せることで、融資や社債による資金調達を可能にしているのです。債権者の立場からすれば、株式部分の厚みが損失を吸収してくれる限り債権の安全性は保たれるというわけですから、お金を貸しやすいのです。

### 企業統治と資本構成

株式が、資本構成の上位の債権者のための安全弁にすぎないのならば、どうして株式に投資価値がでましようか。資本構成の最下位の株主の権利を守ることが、株主に軸を置いた企業統治論の一つの側面です。

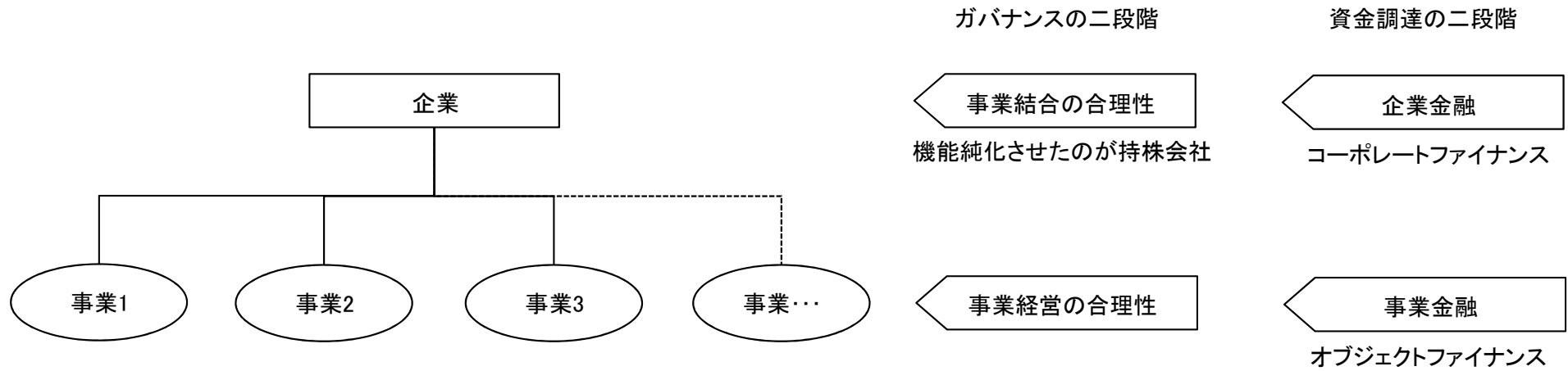
### 企業価値と資本構成価値

企業価値は、企業の営む全事業のキャッシュフローの現在価値です。その配分の仕組みにすぎない資本構成を工夫することによっては、企業価値は本質的には変り得ません。資本構成の多様化は、投資家の選択肢の拡大を意味するにすぎません。

### 事業価値と資本構成

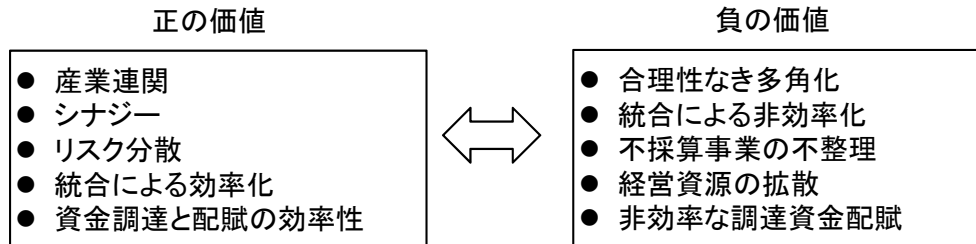
事業金融においても、企業金融と同様に、調達の仕組みにおいて、資本構成を導入するのが普通です。企業金融における資本構成の意味は、事業金融における資本構成にも、そっくりそのまま当てはまります。

# 企業価値と事業価値



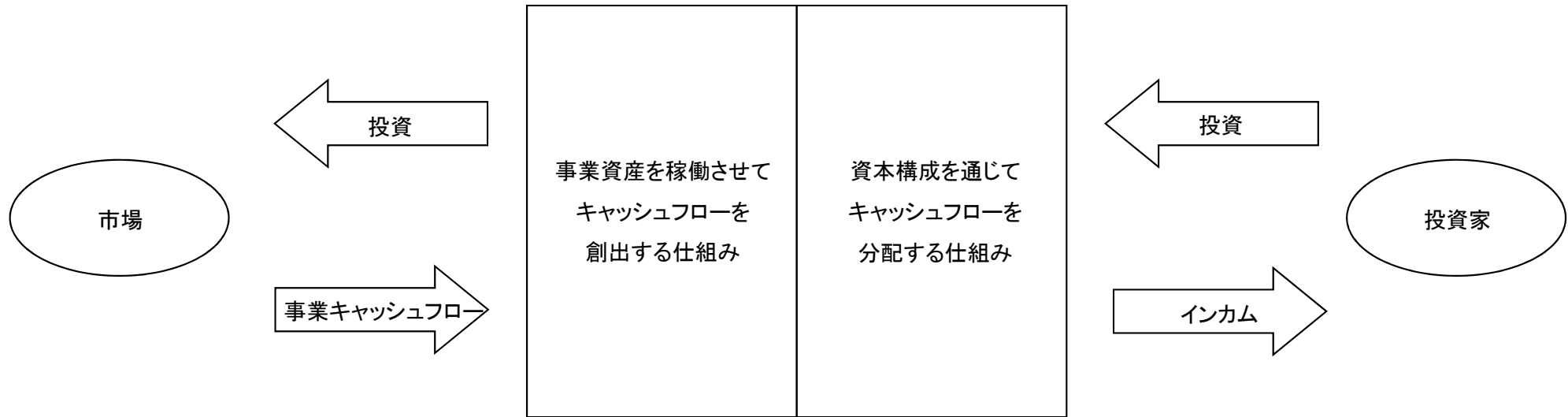
$$\text{企業価値} = \text{事業価値1} + \text{事業価値2} + \text{事業価値3} + \dots + \text{事業結合の付加価値}$$

$$\text{事業結合の付加価値} = \text{事業結合の合理性}$$



# 事業キャッシュフローと資本構成

企業(事業)の貸借対照表



事業価値 = キャッシュフローの現在価値

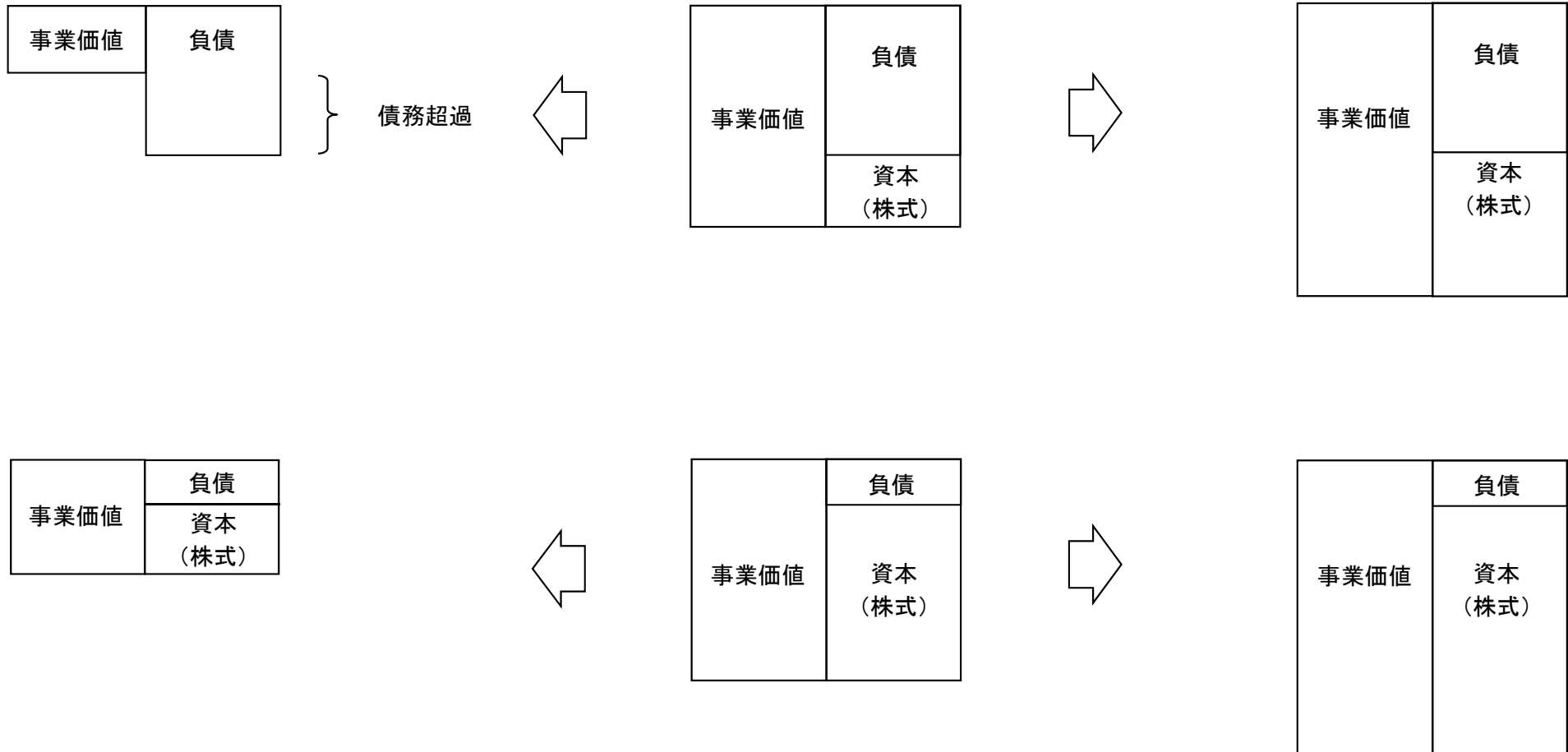
=

投資価値 = インカムの現在価値

- ☞ 事業価値を高めない限り、投資価値は高まらない
- ☞ 事業価値を高めるためには、各事業価値を高め、かつ、事業結合の付加価値を高めなくてはならない
- ☞ 投資価値(=事業価値)が同じでも、資本構成を操作することで、株式等の各構成要素の表面的な価値は変動し得る

# 事業価値変動と最適資本構成

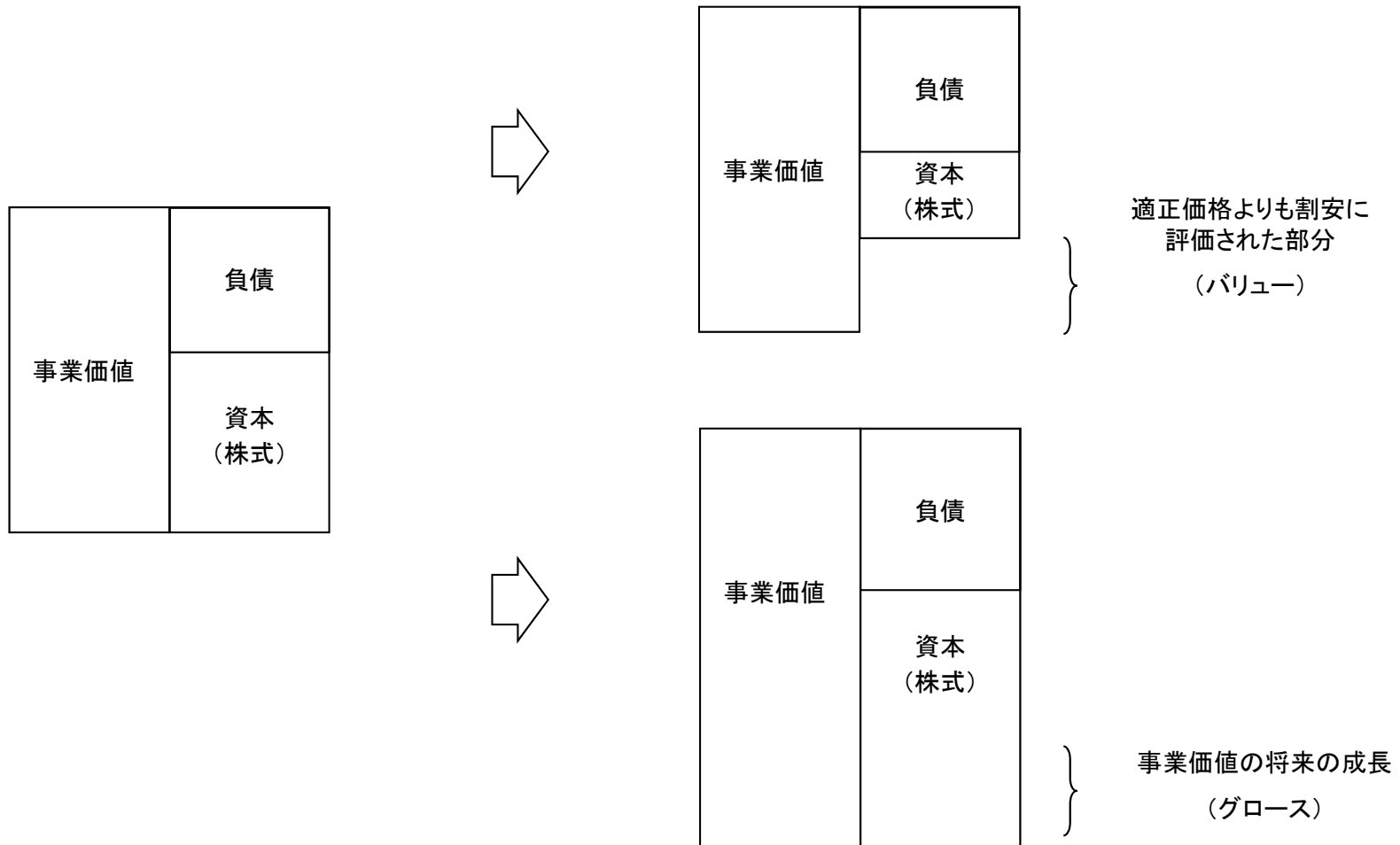
- 負債は固定のため、事業価値の変動は資本によって吸収される
- 負債比率が高いほど事業価値の成長に伴う資本の増加率が高いが、事業価値が減少した場合に債務超過に陥る危険性が高まる
- 事業価値の変動を吸収し、事業の成長の恩恵を最大化させる最適資本構成が存在する



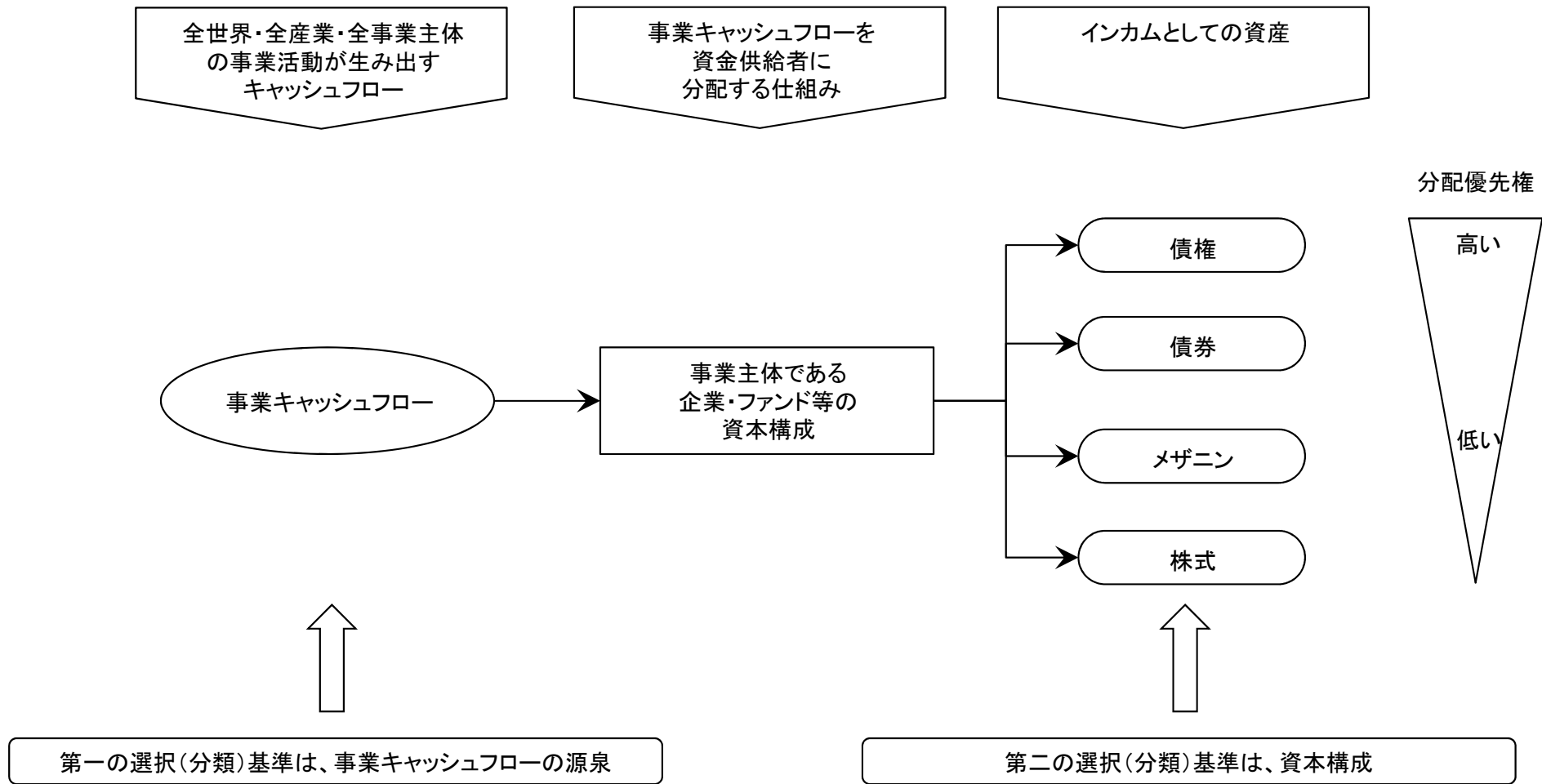


# 事業価値変動と株式投資戦略

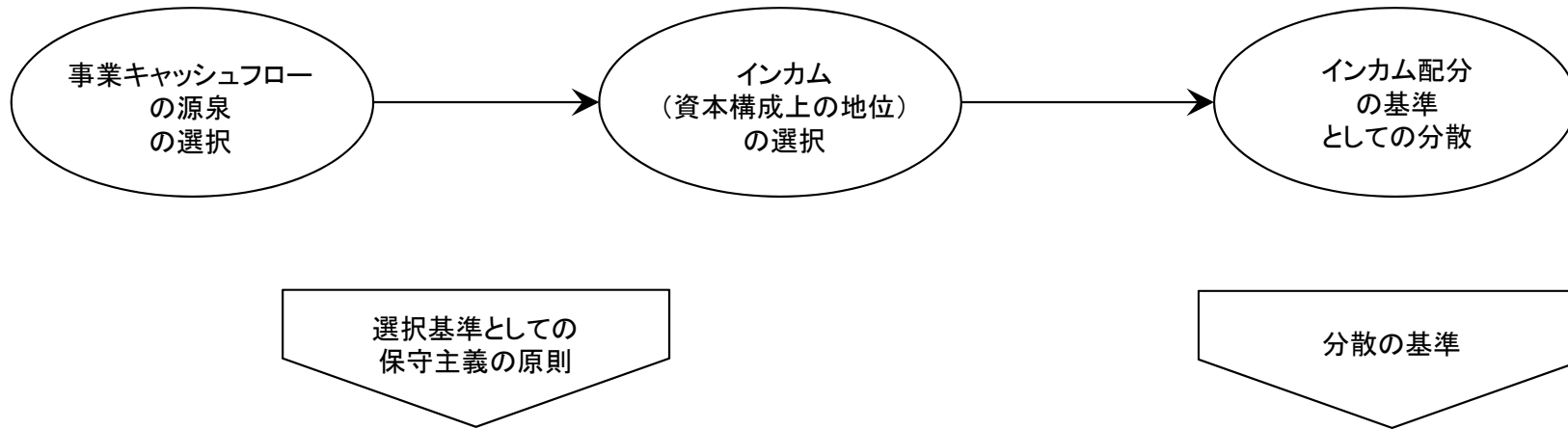
- 資本(株式)の本源的価値は、事業価値に基づいて算出される
- 株式が、事業価値から算出した適正価格に対し、市場で低い価格を付けられている状態がバリューストックである
- 将来的に、事業の成長性が見込まれる場合、現時点の事業価値からの株式価値と、成長後の事業価値における株式価値との差がグロースである



# 事業キャッシュフローとインカム

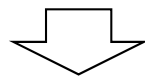


# インカムの配分の第一段階



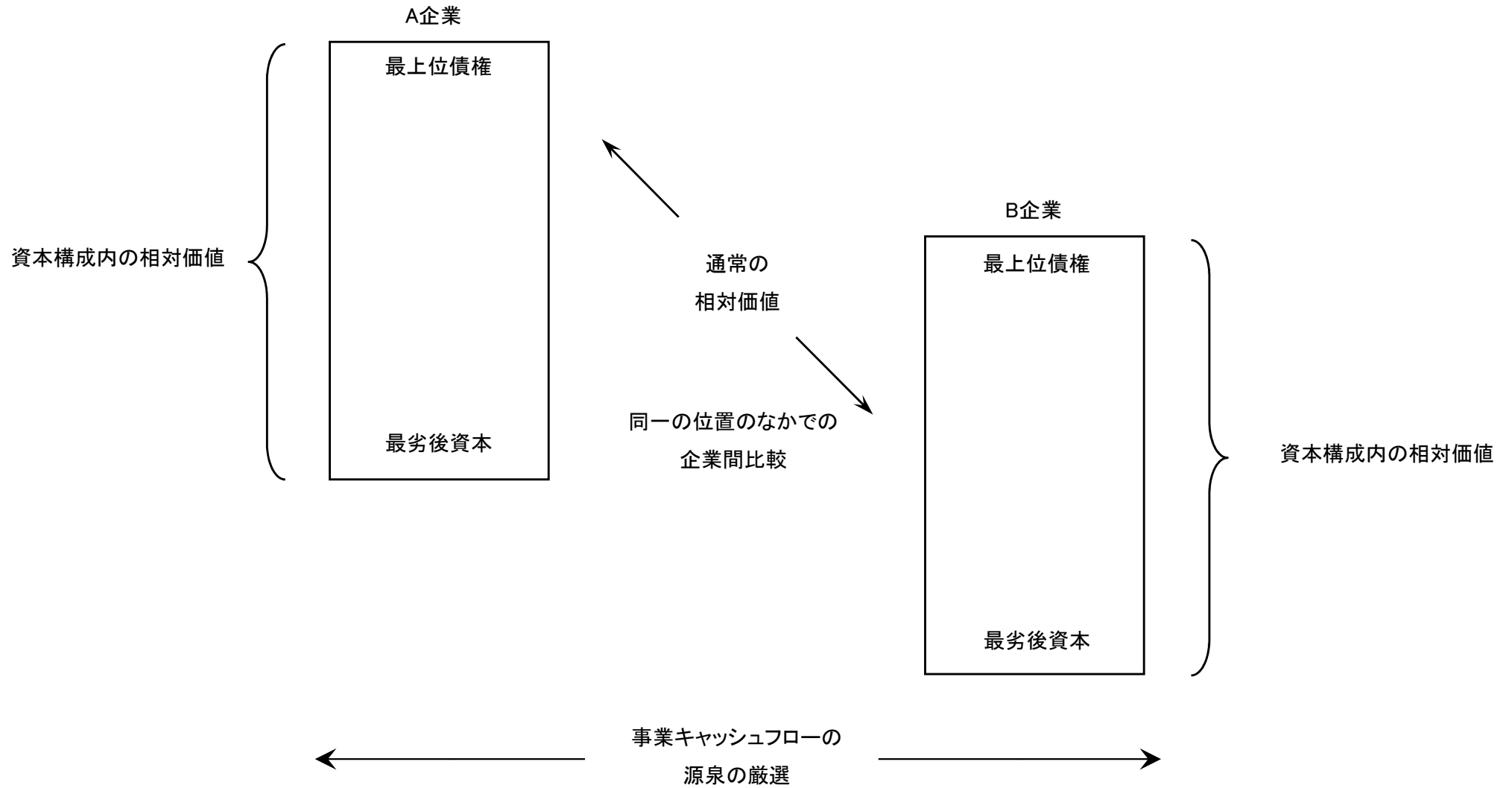
- 量より質
- より予測可能性の高い事業キャッシュフロー
- より優先順位の高い資本構成上の地位

- 本質的な事業キャッシュフローの源泉の相違
- 過剰分散を避けた源泉の厳選



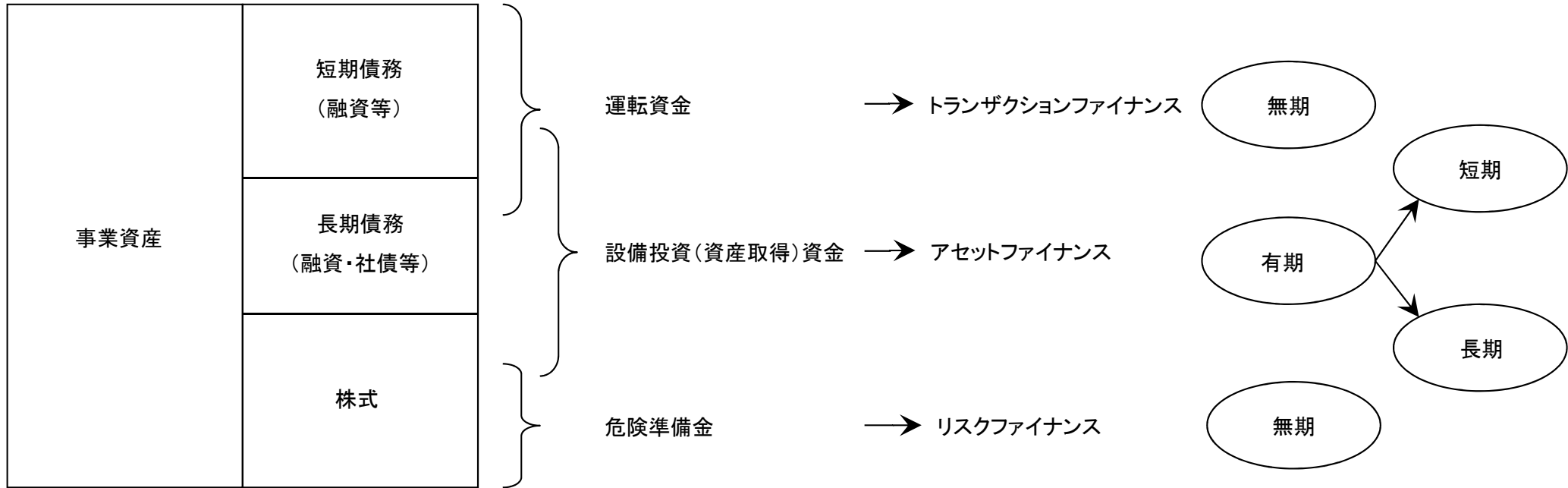
☞ もしも、事業キャッシュフローのリスクが大きいのであれば、資本構成上の上位を選択  
☞ もしも、資本構成上の下位(株式)を選択するのならば、事業キャッシュフローのリスクは小さくなくてはならない

# 資本構成の優先劣後秩序



# 伝統金融からオブジェクトファイナンスへ

企業の貸借対照表



伝統的資金調達方法  
(オンバランス)

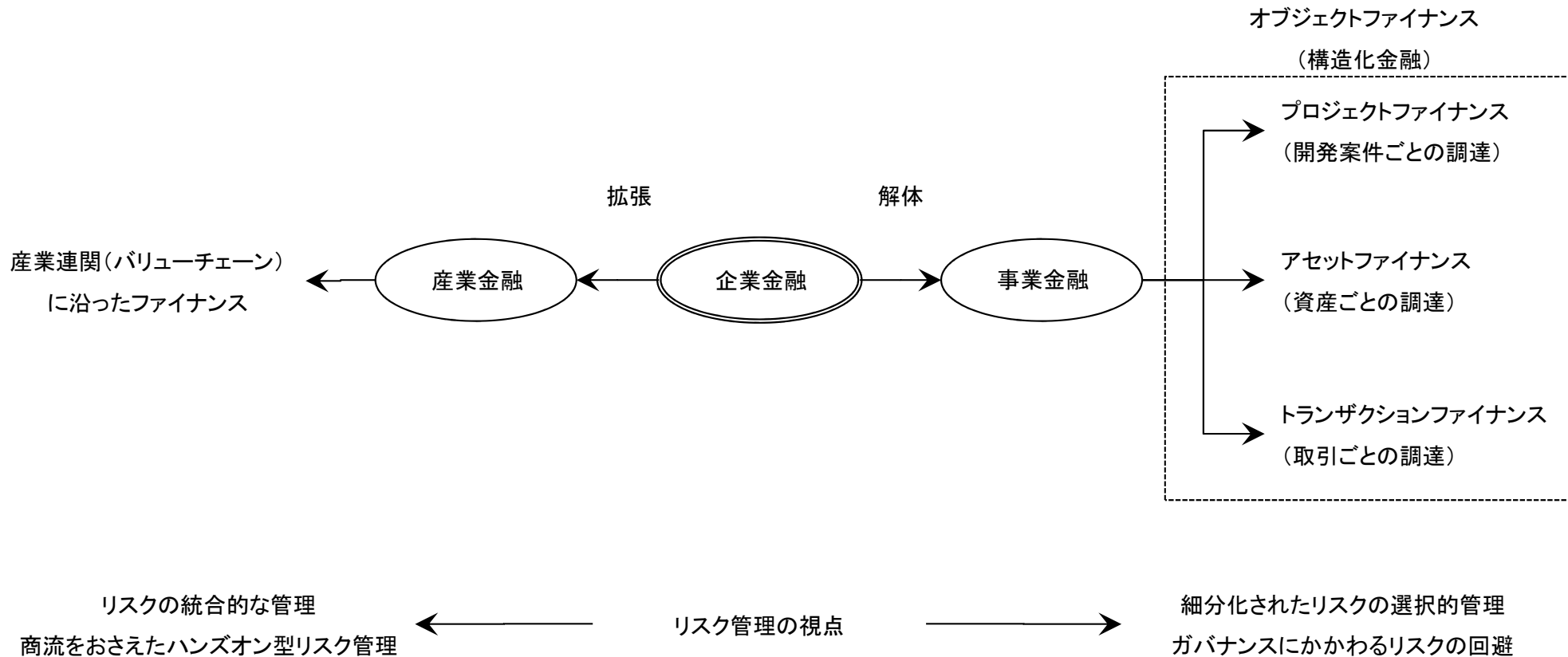


代替的資金調達方法  
(オフバランス)  
⇒ オブジェクトファイナンス

# 企業金融から事業金融へ、そして産業金融へ

株式や債券・融資などの伝統的な資産は、伝統的な企業金融のあり方を前提にしたものである。その企業金融の構造が変われば、資産の構造が変わるのは自明の理

- 新しい資産が生まれる(いわゆるオルタナティブ)
- リスク管理の視点が変わる
- 企業統治(ガバナンス)の視点が変わる。即ち、伝統的な企業金融では、企業統治こそが最大の、かつ管理困難なリスクだが、事業金融は、そのリスクを特定事業の範囲内に限定できる

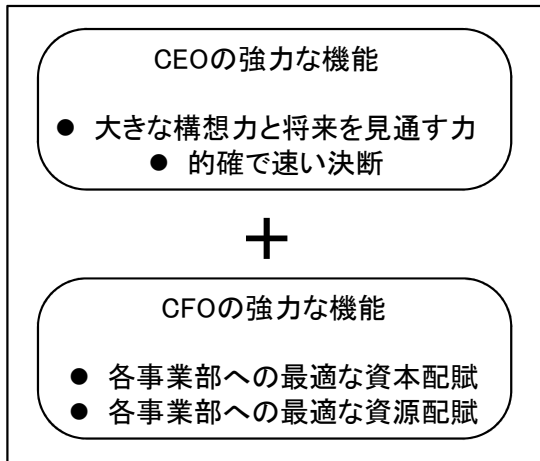


# オブジェクトファイナンスと企業統治

伝統的な企業金融では、投下された資本の運用効率は、企業における統治のあり方に規定される。故に、企業金融においては、企業統治の改革が極めて重要な論点となる。しかし、他方では、企業統治に依存しない金融のあり方も工夫されるべきである。それが、優れた統治を必要としないように構造化されたオブジェクトに対する金融である。

大きな組織内部の高度な統治に  
依存する伝統的な企業金融

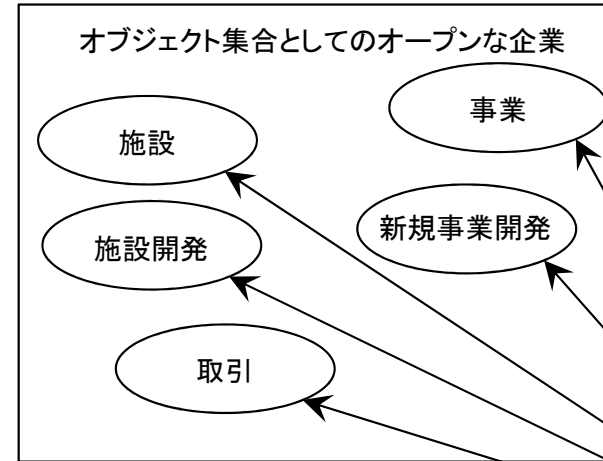
統治された組織に対する金融



- 社会全体の最適資源配置
- 経済成長 = 金融の成長 (適正利潤)

高度に管理された小さなオブジェクトを  
対象とした新しい金融のあり方

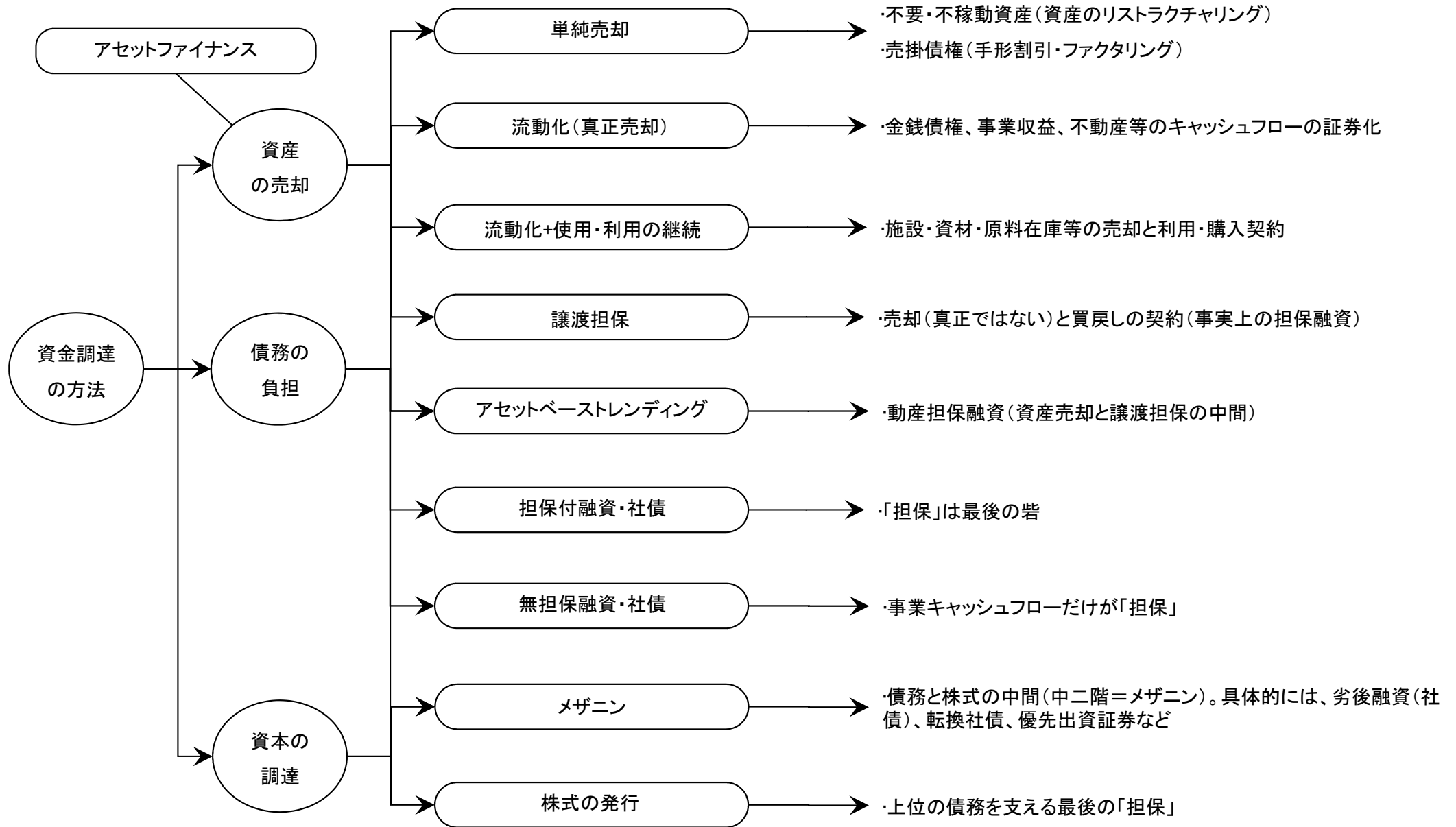
構造化されたオブジェクトに対する金融



- 資源配置の組み換えが随時可能
- 組み換えによるイノベーション

効率的な管理が可能な規模に  
細分化・標準化・構造化がなされた  
オブジェクト毎の金融

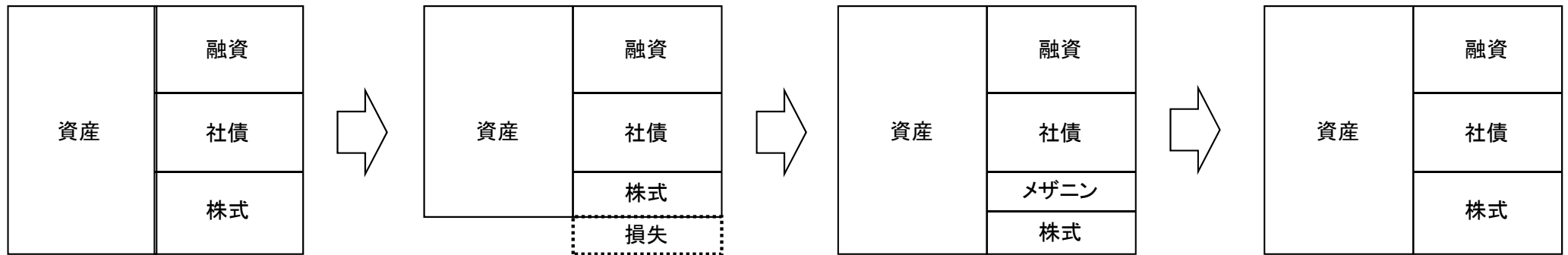
# 多様な資金調達の方法





# 「メザニン」の投資機会

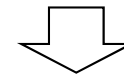
- ・メザニン (mezzanine) とは、建物の中二階のこと。一階を資本 (株式)、二階を債務 (融資や社債) としたときの、中間部分のこと
- ・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース  
⇒ 劣後債権 (ローン)、劣後社債、転換社債など



一時的な業況の悪化で、純資産が減少  
⇒ 融資を減らされる可能性  
⇒ 社債の格付が下がる可能性

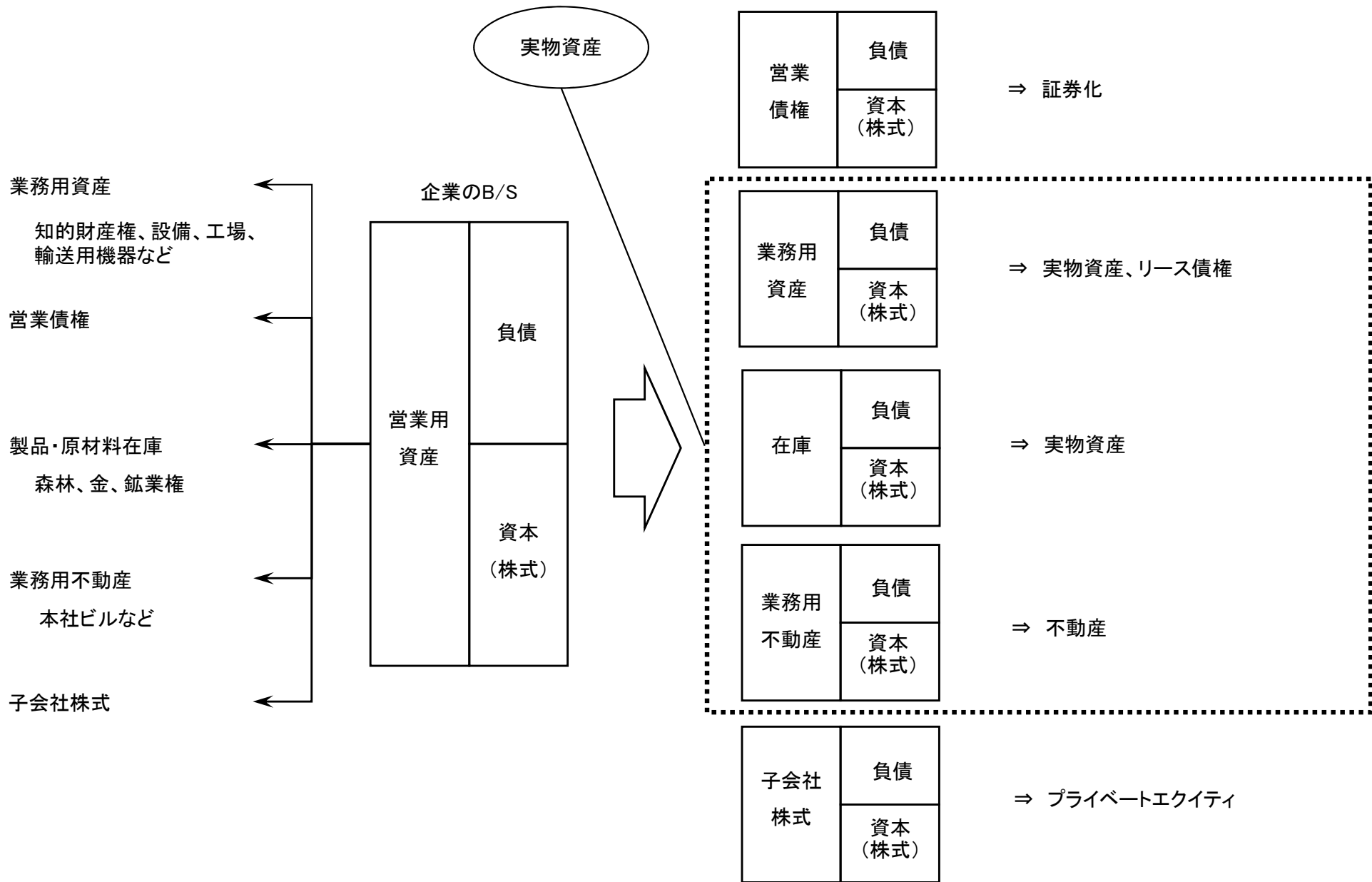
メザニンによる資本補完  
⇒ 融資額の維持  
⇒ 社債の格付を維持  
⇒ 株式の希薄化阻止

業況回復とともに、メザニンを償還  
株式転換は、原則、望ましくない



調達コストが割高でも、優越する課題を達成するためには、止むを得ない  
⇒ 有利な投資機会

# 資金調達構造変化による伝統資産の解体



- 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。