

## オルタナティブとは何か：対象と方法

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  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
日本証券業協会

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京	2017.10.17
名古屋	2017.10.16
大阪	2017.10.24

**HC**  
*asset*  
management

# 目次

概要	3-5
日本型金融の限界	6
二つの文化と流動性の再考	7
多様な資金調達の方法	8
資金調達の構造変化による伝統資産の解体	9
社会的資金需要への資金供給	10
「オルタナティブ」の再構成	11
オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から事業金融へ)	12
オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から「モノ」の貸出へ)	13
オブジェクトファイナンスと企業統治	14
実物資産の創出(アセットファイナンス)	15
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	16
同じ実物資産の中の資産選択	17
信用の収縮と代替的与信方法の拡大	18
「メザニン」の投資機会	19
「不良債権」の投資機会	20
企業再編とプライベートエクイティの投資機会	21
プライベートエクイティの「ハンズオン」の意味	22

# 目次

---

市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル .....	23
裁定理論 .....	24
資金需給の不均衡 .....	25
非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化) .....	26

# 概要①

## 定義も外延もないオルタナティブ

オルタナティブという具体的な投資対象があるわけではありません。それは、最も広く解すれば、株式と債券以外の全ての投資対象であり、狭く解したとしても、株式、債券、貸付債権、不動産以外の全ての投資対象です。

## 投資対象の適格性

オルタナティブという名のもとに、投資対象の拡大が図られ、また、新しい投資対象が作り出されるにしても、それらは、責任ある投資家にとって、投資可能な対象として、一定の要件を充足したものでなければなりません。

## 資金の調達と運用

株式も債券も、企業等の資金調達の方法として、発行されているものです。資金の運用の裏には、必ず、資金の調達があります。資産とは、裏からみれば、資金調達の道具です。

## 伝統的な資金調達手法から生まれた伝統的資産

伝統的に、株式や債券の発行や、銀行等からの借り入れが、資金調達の代表的方法でした。故に、株式、債券、貸付債権は、伝統的な資産なのです。

## 不動産の売却による資金調達

企業は、保有している不動産を売却することでも、資金を調達できます。しかし、企業経営に必要な不動産ならば、売却後も賃借して使用し続けます。こうした不動産は、それを取得する投資家にとって、安定した賃料収入を見込めるからこそ、適格な投資対象となるのです。

## もはやオルタナティブではない不動産

不動産を使った資金調達の歴史は、米国では古く、日本でも、近年、普通の手法として定着しています。故に、不動産は、もはや、オルタナティブではありません。

## 投資対象となり得る不動産

企業が使用する不動産のなかで、一般的な幅広い需要があるのは、事務用途の物件です。故に、オフィスビルは、不動産投資の代表的な対象となります。オフィスビルに限らず、一般的な幅広い需要がありさえすれば、どのような不動産でも、投資対象に構成できます。

## 不動産の外延の拡大

一般的な幅広い需要がある不動産として、賃貸住宅、ホテル・店舗等の事業用不動産、物流施設、農林業用の土地、発電施設などに、投資対象は拡大しています。伝統的な不動産から、オルタナティブな不動産へと、不動産の外延は拡大し続けています。

## 概要②

### 投資対象としての不動産の要件

不動産が投資対象として構成できるのは、一般的な幅広い需要があるだけでなく、登記によって権利を対抗できるからでもあります。逆に、不動産でなくても、両方の要件を充足させることができれば、投資対象になります。船舶が代表例です。

### 子会社株式の売却による資金調達

企業は、傘下の企業の株式を売却することでも、資金を調達できます。それを投資対象として取得するのが、プライベートエクイティです。プライベートエクイティが投資対象になり得るのは、対象企業において、予測可能な事業キャッシュフローを生んでいる限りです。

### 資金調達目的で売却可能な資産の範囲

企業が保有する資産は、不動産や子会社株式に限らず、一般的な需要があること、キャッシュフローが見込めること、権利の対抗要件を備えることなど、一定の条件を満す限り、売却による資金調達の手段となり得る、逆にいえば、投資対象になり得ます。売掛債権、原材料在庫、知的財産権、輸送用機器などです。

### 一時的な資本不足に対応する資金調達

経営環境には、波がありますから、企業は、一時的に、資本不足に陥ることがあります。そのとき、株式を発行して資金を調達することは、低い株価での調達となり、希薄化を招く可能性が大きく、できれば避けたいところです。そこで、資本性のある負債による資金調達が工夫されます。優先株、劣後債等、様々な法律上の構成があり得ますが、それらは、総称して、メザニンと呼ばれます。メザニンは、伝統的な株式発行に替わるオルタナティブな資金調達から生まれるオルタナティブな資産です。

### 非常時における資金調達

一時的な資本不足等の非常時には、メザニンのほか、子会社株式・不動産等の売却も行われることが多く、一般に、低廉な譲渡となるため、投資の立場からすれば、魅力的な機会となります。

### 極端な非常時としての破綻

企業破綻は、必ずしも、事業破綻ではありません。キャッシュフローを生んでいる傘下の事業は、必ず、プライベートエクイティの投資対象になります。また、破綻した社債等の債権は、破綻処理における配当の期待値で取引される投資対象となります。

### 極端な非常時としての起業

起業は、キャッシュフローを生んでいない状態ですから、普通の方法による資金の調達は不可能です。そこで、登場するのが、ベンチャーキャピタルです。

## 概要③

### 投資の方法としてのオルタナティブ

オルタナティブな資金調達から、オルタナティブな投資対象が生れるだけでなく、オルタナティブな投資手法からも、新しい投資対象が生まれます。

### 一物一価の法則に基づく裁定取引

理論的に同じ経済価値をもつ二つの投資機会があっても、両者の価格が同じだとは限りません。そのとき、安いほうを買い、同時に、高いほうを空売りすることで、収益を得ることができます。これが、ヘッジファンドの原点です。合併が発表された後の二つの企業の株式、転換社債等の合成証券と、それを原資産から複製したもの、などが代表的な裁定取引の対象です。裁定とは、同じ価値のものは、同じ価格になるということです。

### バリュー運用の延長としてのヘッジファンド

普通のバリュー運用では、割高になったものを売却して、割安なものに買い替えます。これを、同時に行う、つまり、割安なものを買って、割高なものを空売りする、これは、ロング・ショートといわれるヘッジファンドの代表的手法です。当然ですが、対象となるのは、高度に流動的な株式や社債です。

### マネジッドフューチャーズ

商品先物等は、対象となる実物を在庫としてもたざるを得ない取引業者からすれば、在庫の価格変動をヘッジするための必需品です。しかし、ヘッジ需要だけでは、市場は、成立しません。反対の思惑で動く投機資金の流入が必要です。ヘッジ売りと、投機の買いがぶつかるところに、独自の価格変動が生じる、このことに着目した投資手法が、マネジッドフューチャーズです。

### 流動性の供給

破綻した会社の社債、先物のヘッジ売り、裁定取引、いずれも、ヘッジファンド等の活躍があるからこそ、流動性が供給され、価格の適正性が保たれているわけです。ここに、ヘッジファンド等の社会的機能があります。逆に、ヘッジファンド等が適格な投資対象であり得るのは、この社会性がある限りです。

### 金の地金

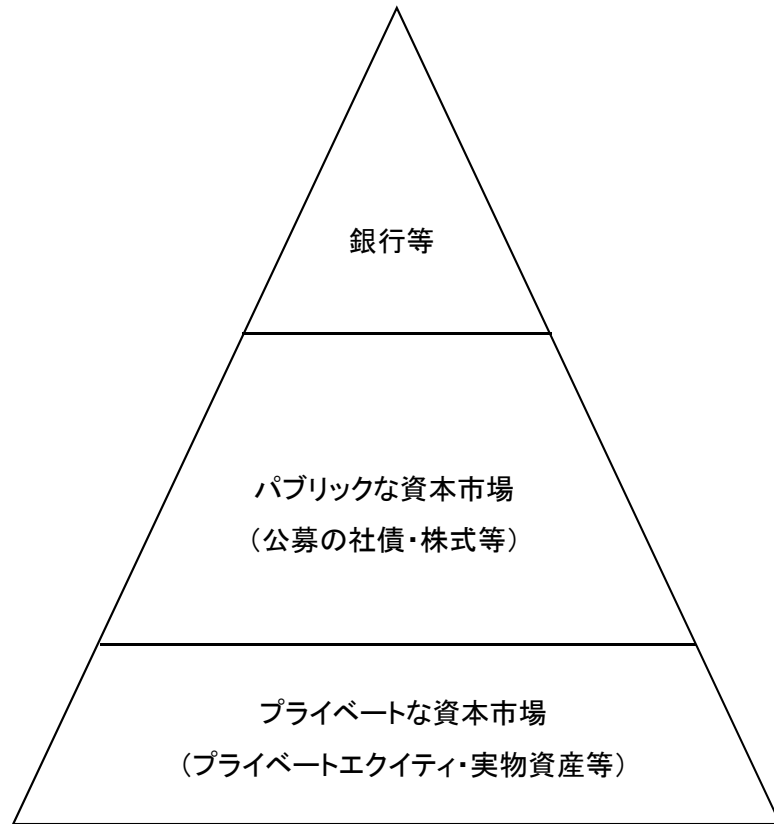
キャッシュフローを生まず、単なる価格の変動だけが問題となる金(金の地金)は、適格な投資対象か、あるいは、単なる投機の対象か。これは、古くからある未決着の議論ですが、歴史的には信用の基礎であった金について、その特殊性から、投資対象としての適格性を認める余地もあるようです。

### レバレッジ

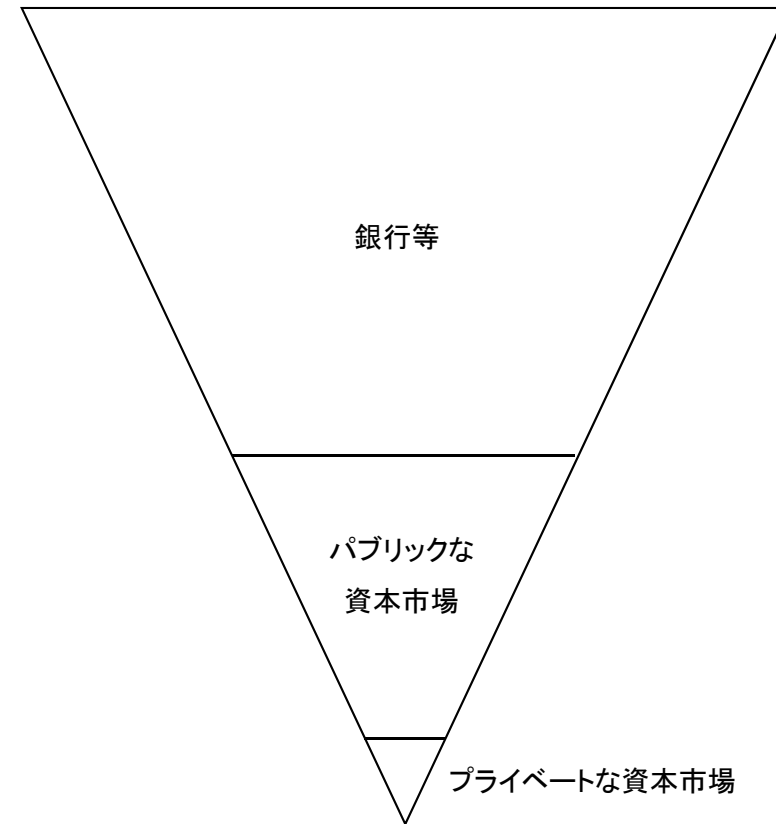
投資家からの投資資金に加えて、外部からの借り入れを起こし、運用資金額を大きくして、投資効率を高めようとする、いわゆるレバレッジは、オルタナティブの投資では、比較的広く行われています。しかし、レバレッジは、投資の本質とは関係ないことで、逆に、レバレッジがあるからこそ、ファンドの破綻が生じることを考えれば、十分に、慎重に考えるべきものです。

# 日本型金融の限界

米国・英国型



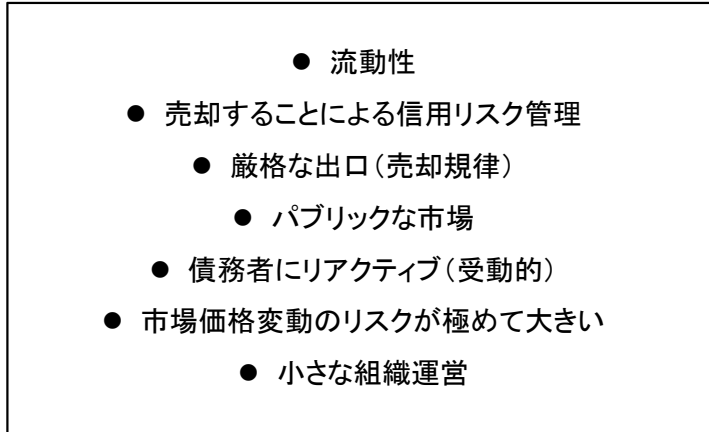
日本型



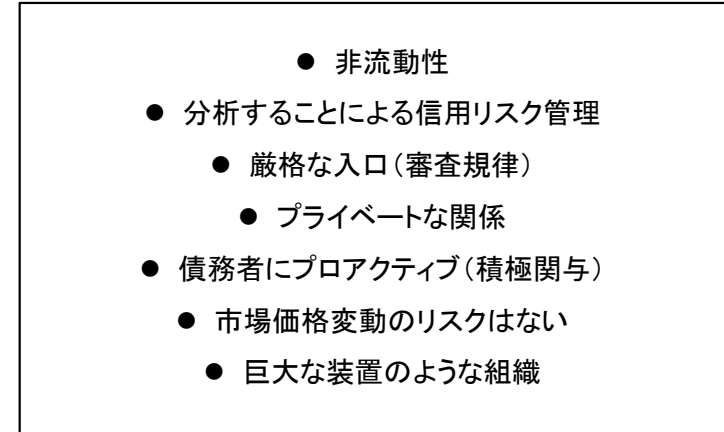
- 1980年代初頭の資本市場改革(英国はサッチャー政権、米国はレーガン政権)と、その前提としてのフィデューシャリー・デューティー
- 日本型では銀行が資本市場機能を兼務してきた(いわゆる投融資という考え方が、もはや行き詰まり)

# 二つの文化と流動性の再考

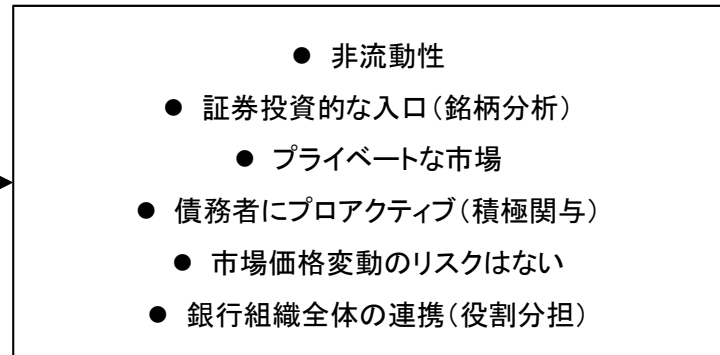
「投資の文化」：証券投資は「売れる前提」での与信



「融資の文化」：「売らない」前提での与信

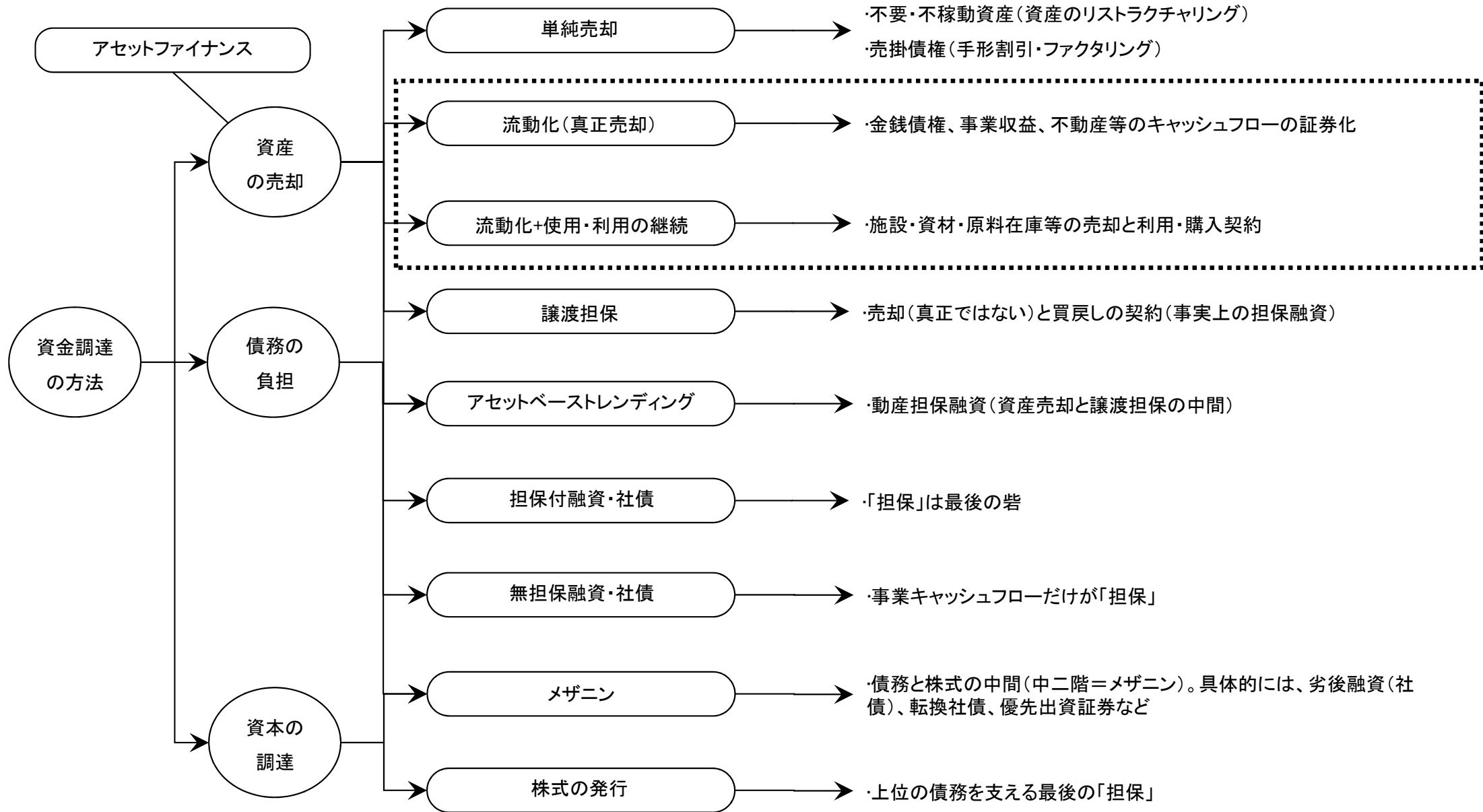


「第三の道」：「売らない前提」での投資

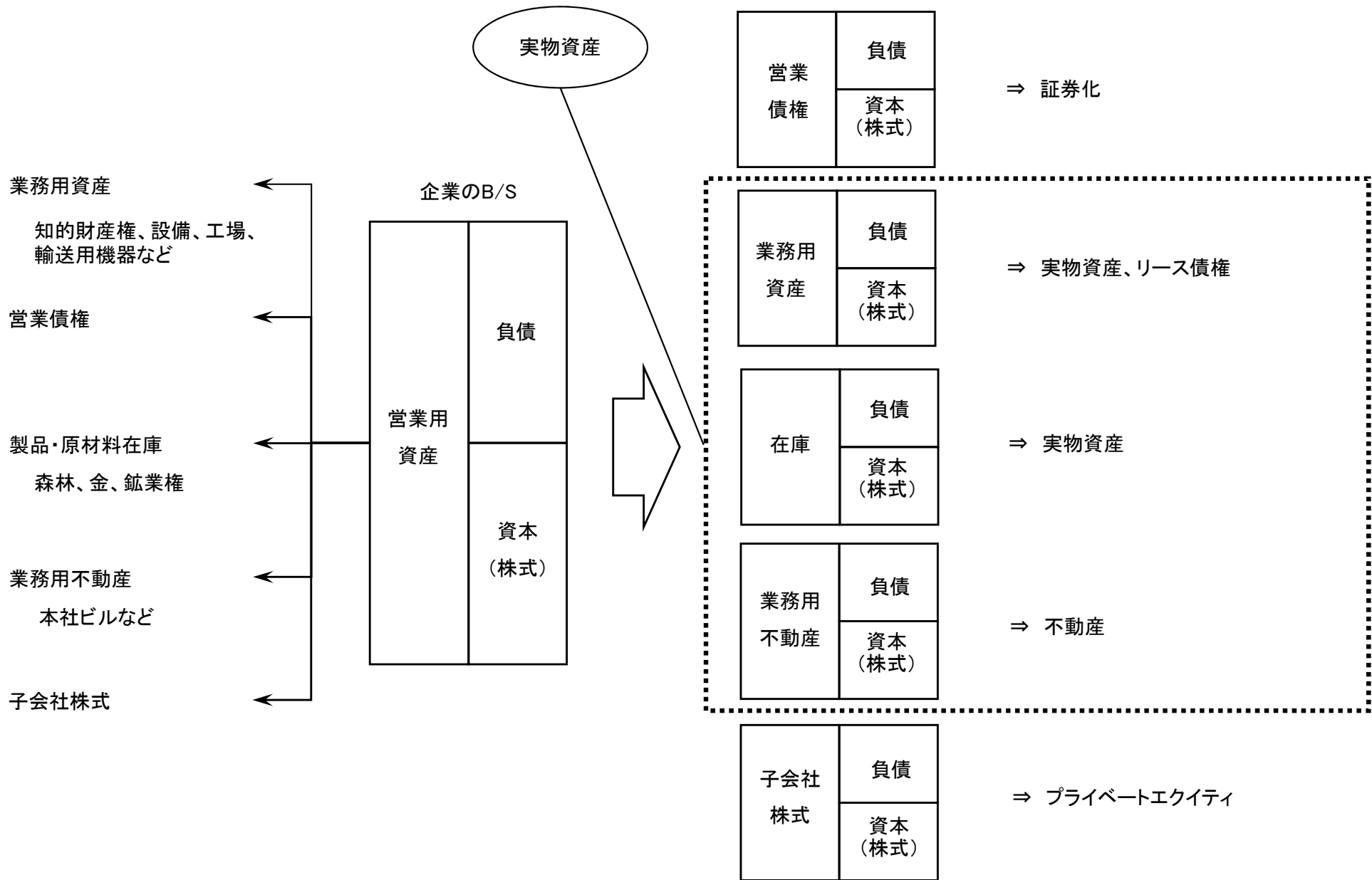




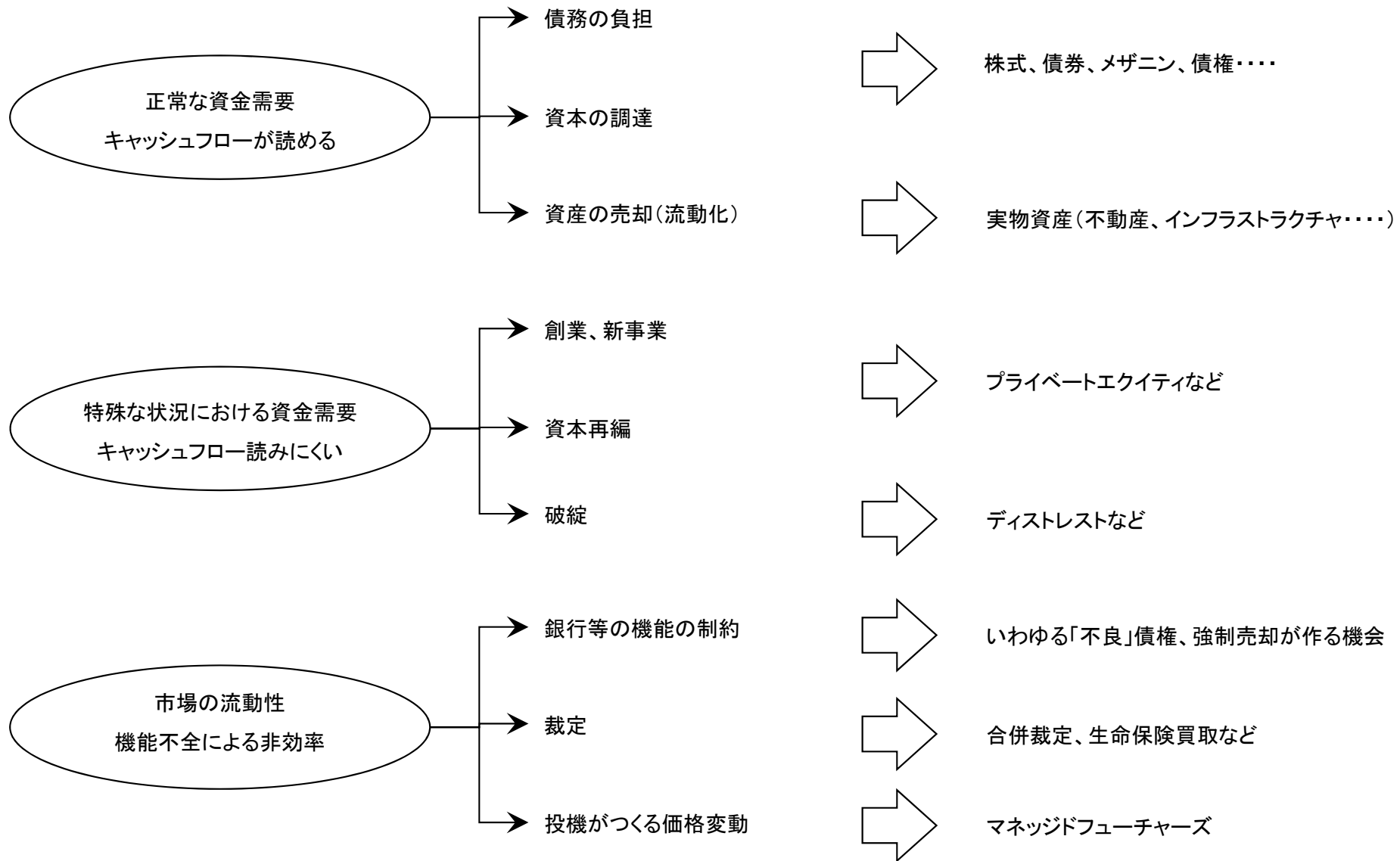
# 多様な資金調達の方法



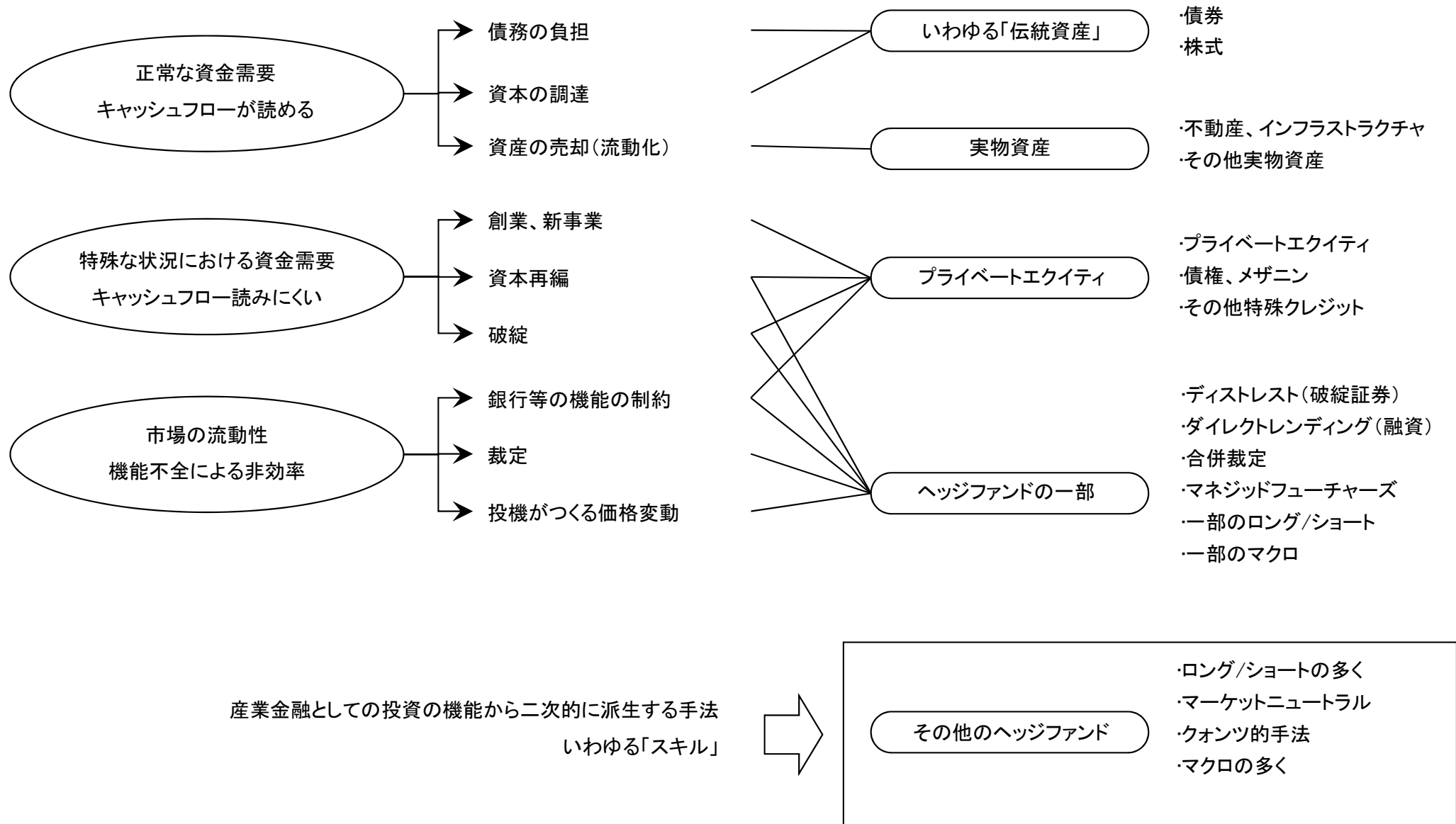
# 資金調達構造変化による伝統資産の解体



# 社会的資金需要への資金供給



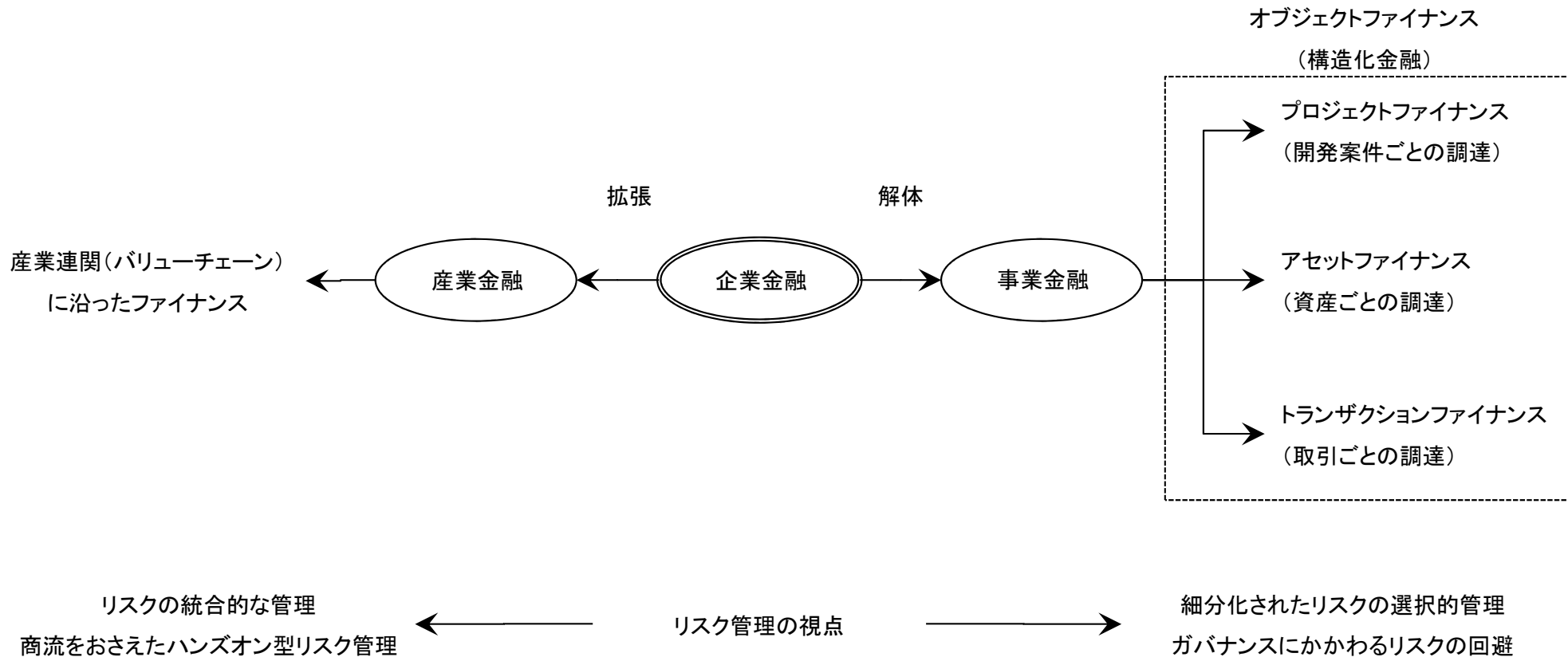
# 「オルタナティブ」の再構成



# オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から事業金融へ)

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

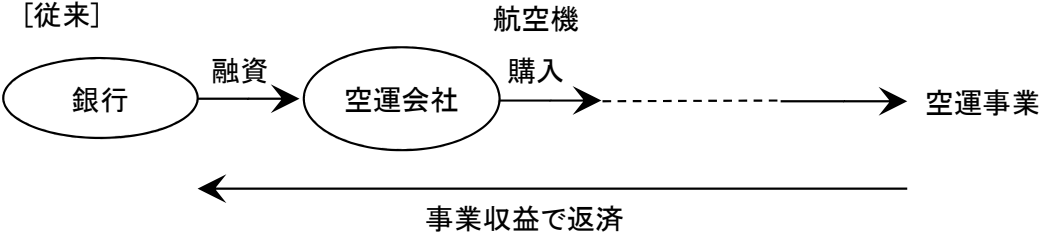
- 新しい資産が生まれる(いわゆるオルタナティブ)
- リスク管理の視点が変わる
- 企業統治(ガバナンス)の視点が変わる。即ち、伝統的な企業金融では、企業統治こそが最大の、かつ管理困難なリスクだが、事業金融は、そのリスクを特定事業の範囲内に限定できる



# オブジェクトファイナンスの拡大(企業金融から「モノ」の貸出へ)

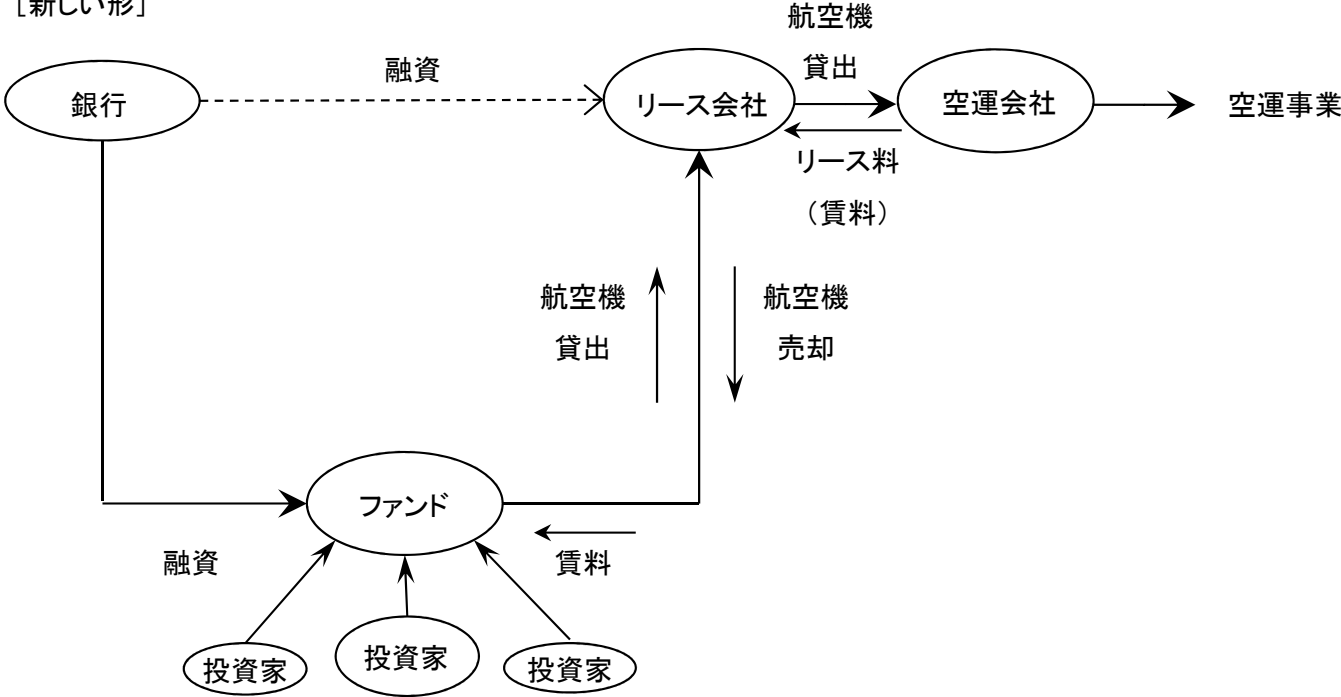
空運会社の例

[従来]



返済原資は事業収入

[新しい形]



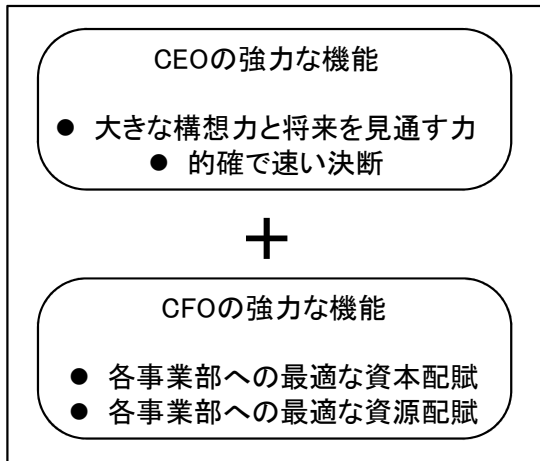
返済原資は賃料

# 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

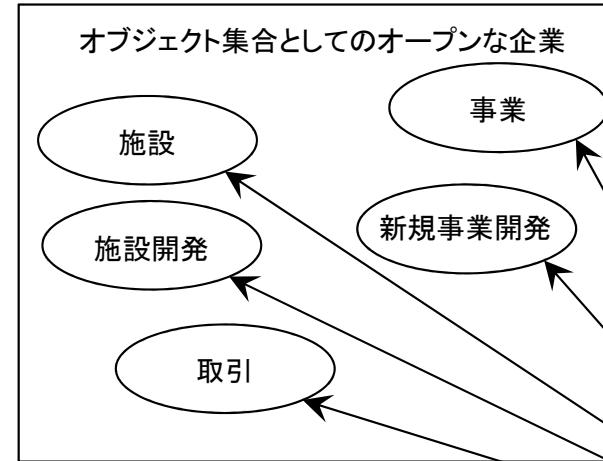
統治された組織に対する金融



- 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

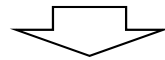
効率的な管理が可能な規模に  
細分化・標準化・構造化がなされた  
オブジェクト毎の金融

# 実物資産の創出(アセットファイナンス)

- 資産(安定的なキャッシュフローを生む収益資産)の売却による資金調達(アセットファイナンス)が、実物資産を創出する
- 政府(地方政府)の財政難によるアセットファイナンスが、インフラストラクチャを投資対象にする

例1 不動産開発業者

	債務
収益 物件	株式



	債務
現金	株式

+

不動産のファンド化

収益 物件	債務
	株式

資産売却  
による資金調達

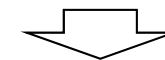


収益物件という  
実物資産の創出



例2 エネルギー関連業者

	債務
諸設備	株式



	債務
現金	株式

+

発電所のファンド化

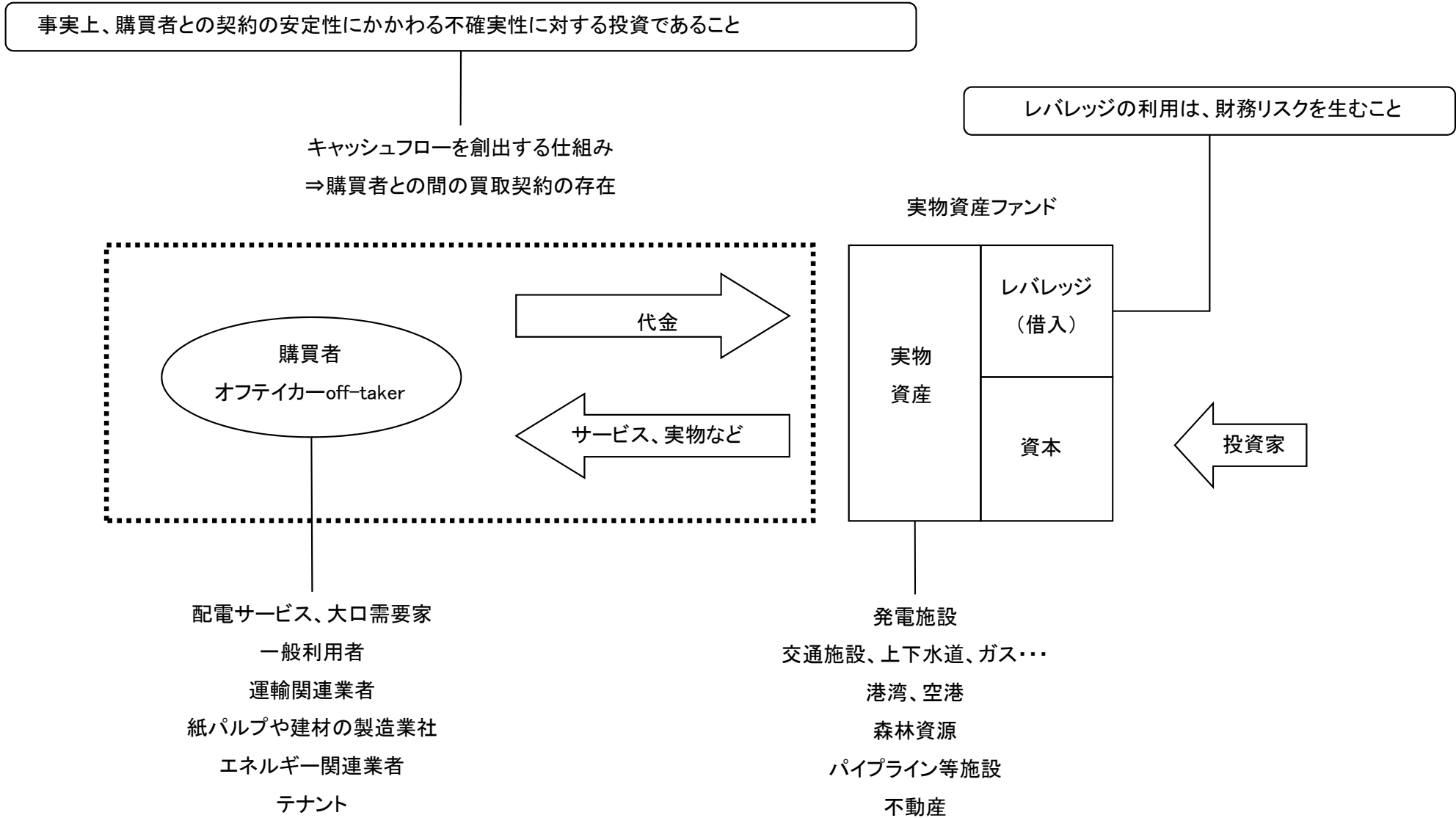
発電所	債務
	株式

パイプラインのファンド化

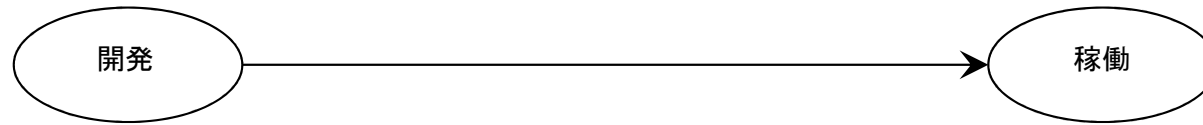
パイプ ライン	債務
	株式



# 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



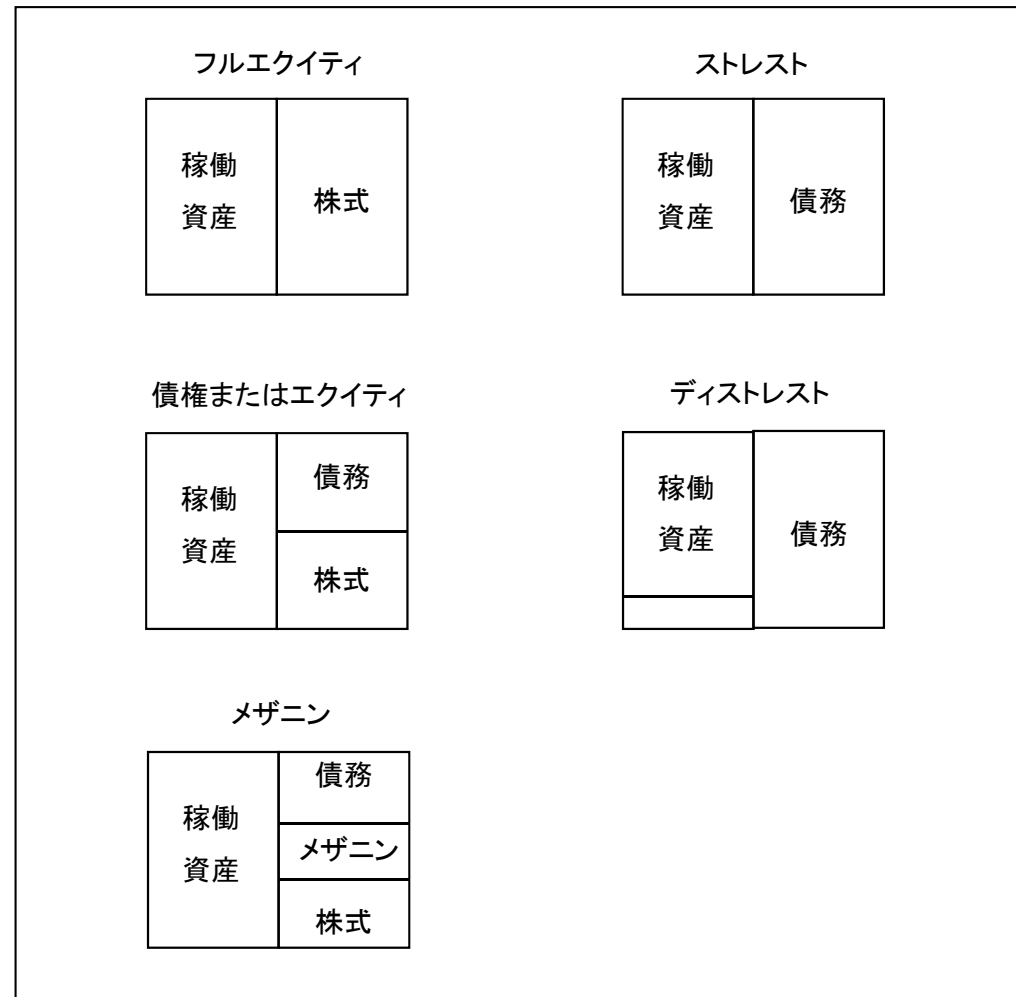
# 同じ実物資産の中の資産選択



開発 途上	開発 資金
----------	----------

エネルギー施設建設  
不動産開発  
グリーンフィールドのインフラストラクチャなど

開発案件に取り組める条件  
・オフテイク  
・事前の供給契約など

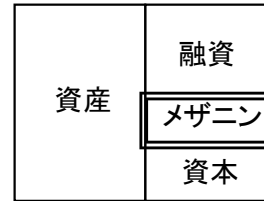
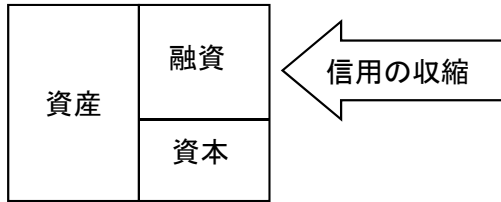


# 信用の収縮と代替的与信方法の拡大

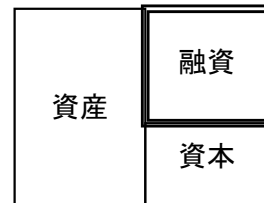


資産の売却による資金調達(アセットファイナンス)  
⇒事業売却=プライベートエクイティの投資機会  
⇒実物資産の投資機会

銀行等の資本規制



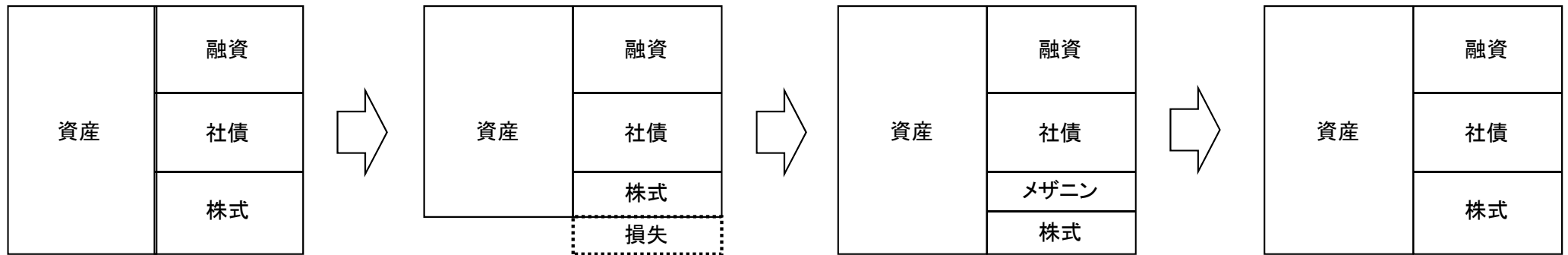
メザニン(株式と債務の間)を使った一時的資金調達



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

# 「メザニン」の投資機会

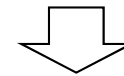
- ・メザニン (mezzanine) とは、建物の中二階のこと。一階を資本 (株式)、二階を債務 (融資や社債) としたときの、中間部分のこと
- ・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース  
⇒ 劣後債権 (ローン)、劣後社債、転換社債など



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

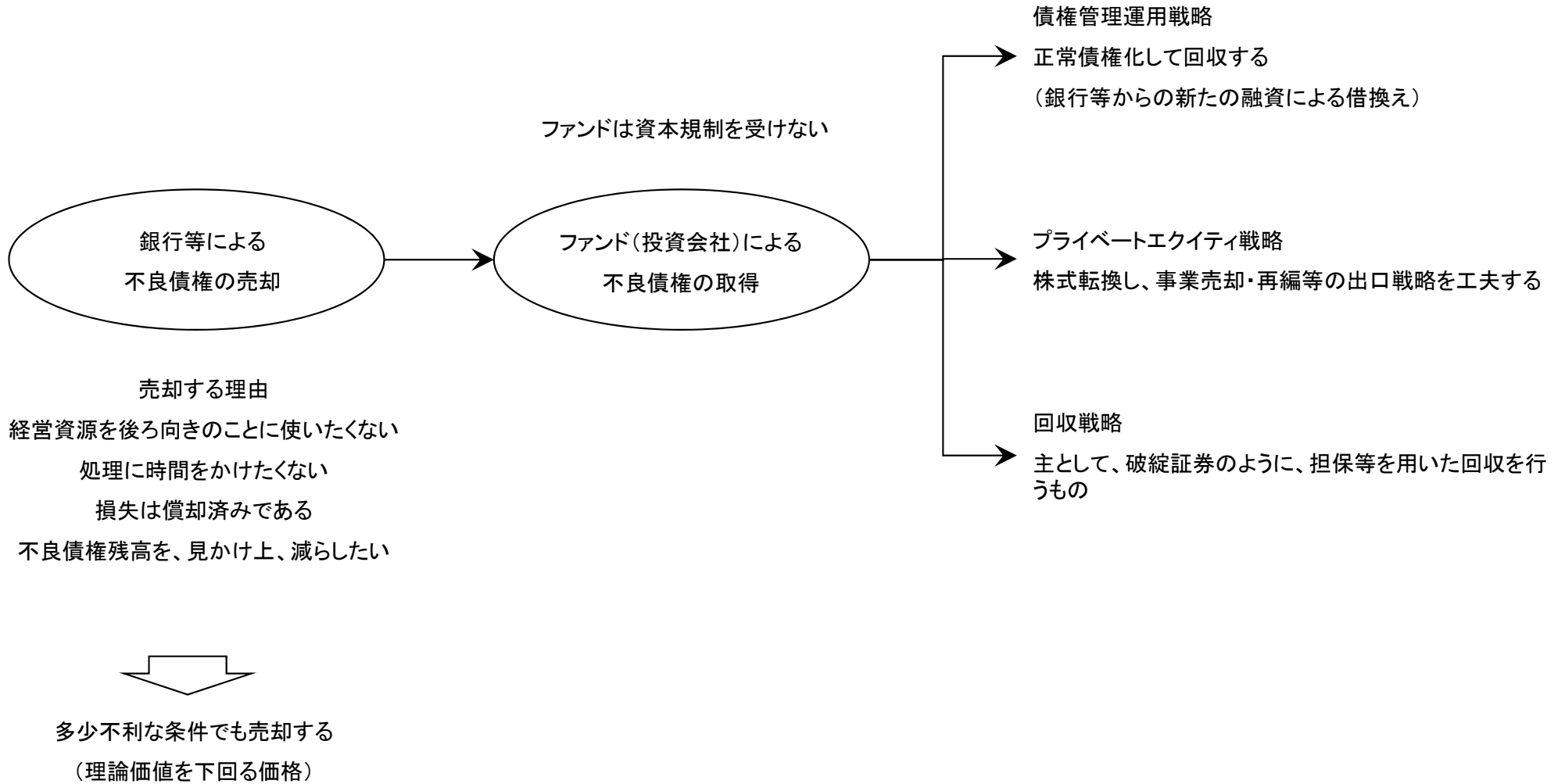
業況回復とともに、メザニンを償還  
株式転換は、原則、望ましくない



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

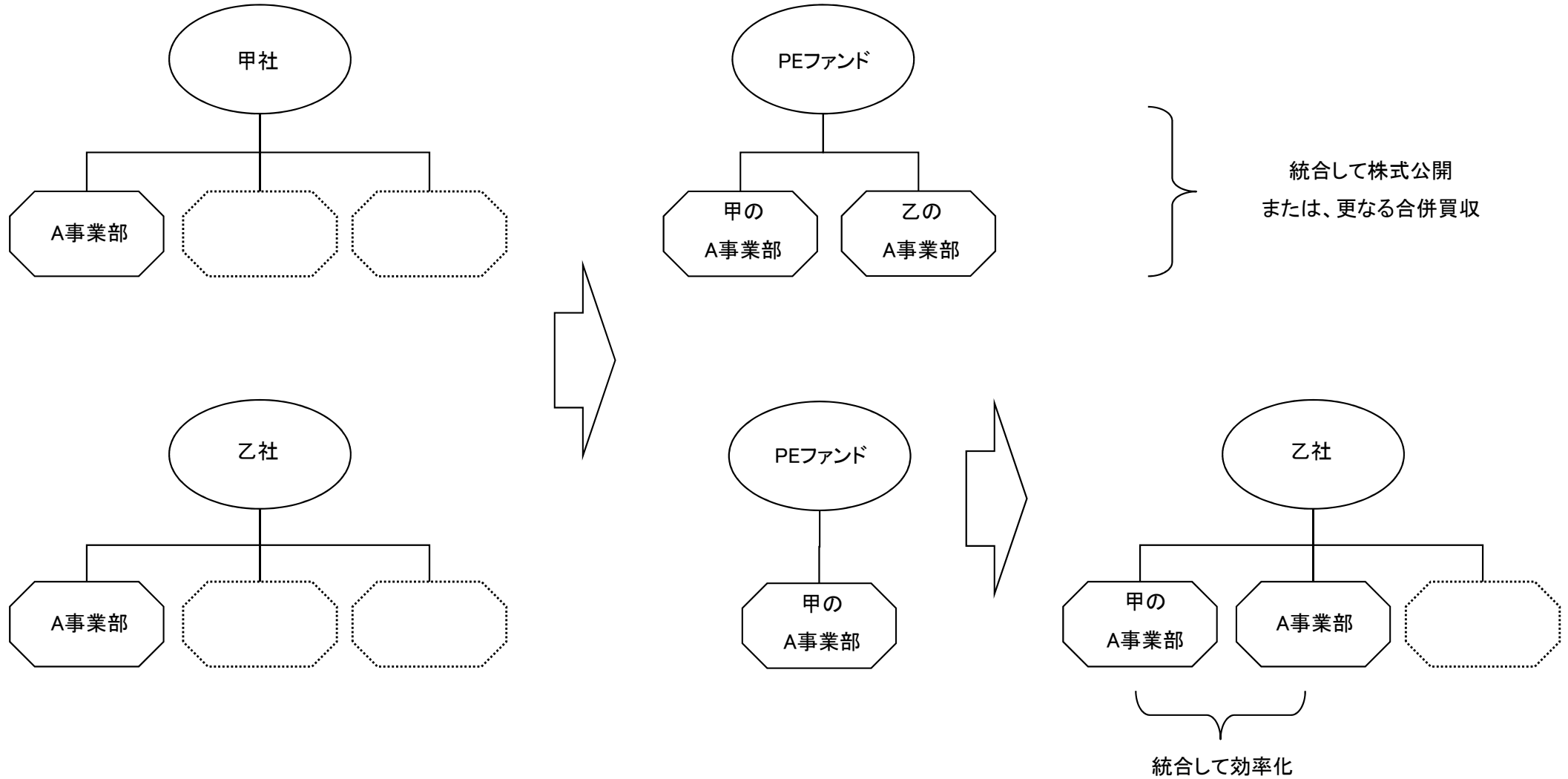
# 「不良債権」の投資機会

今や、不良債権の処理は、銀行等の与信機関の固有の業務から、投資ファンドの業務へと、「外部化」が進んでいる

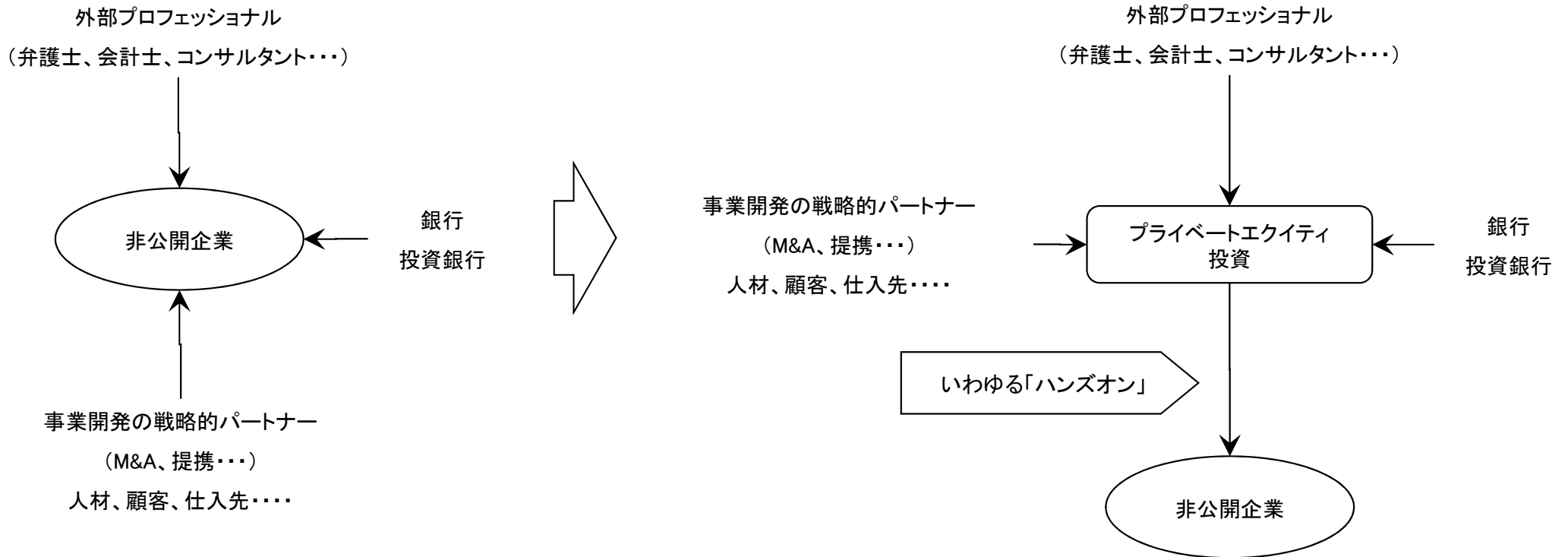


# 企業再編とプライベートエクイティの投資機会

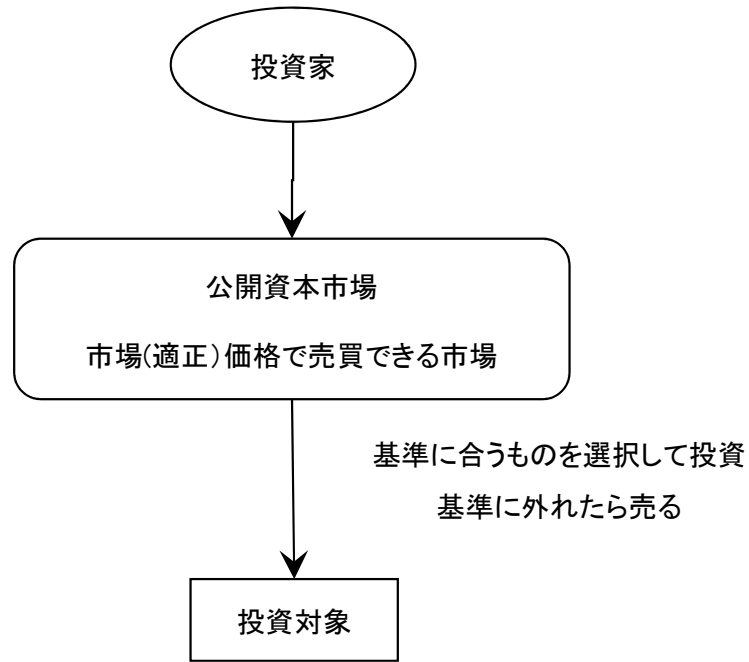
企業が、事業再編を急ぐとき、「一時的な事業の保管管理」として、プライベートエクイティに、投資機会が生まれる



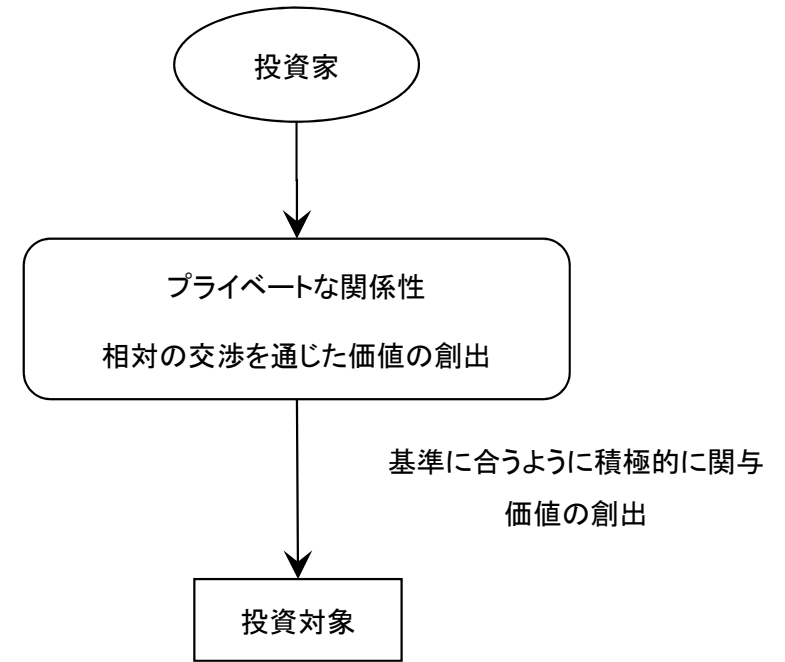
# プライベートエクイティの「ハンズオン」の意味



# 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

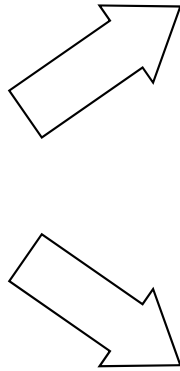


- ⇒ 関係性によるリスク管理=リスクの直接的管理
- ⇒ いわゆる「バリューアップ value up」
- ⇒ 積極的な行動による価値の創出=経営陣との協働
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

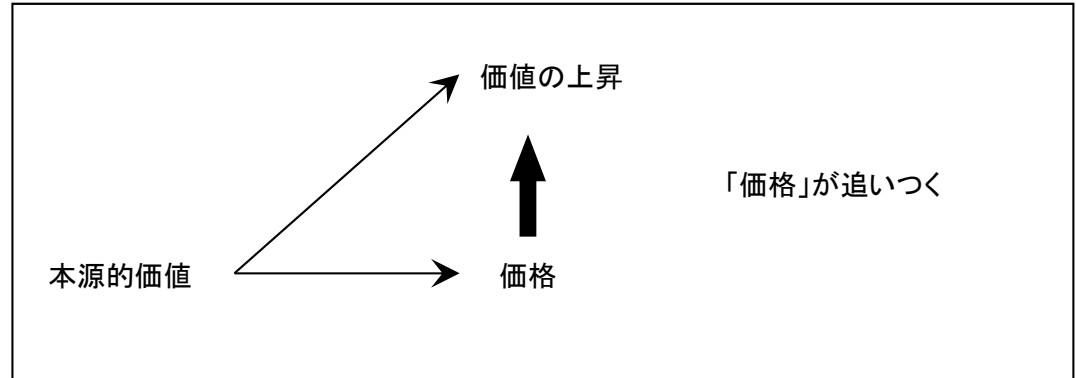


市場の均衡、あるいは、市場原理の「正しさ」

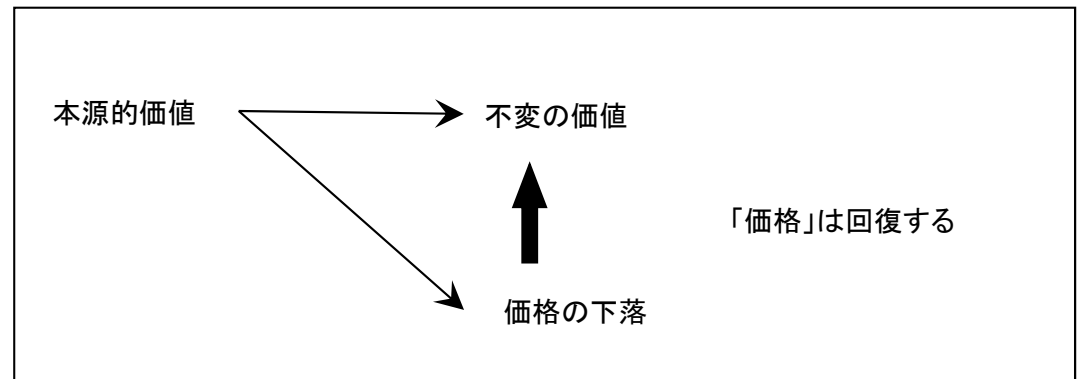
$$\text{本源的価値} = \text{価格}$$



成長型裁定 = 価格が価値と一致する方向に上昇する

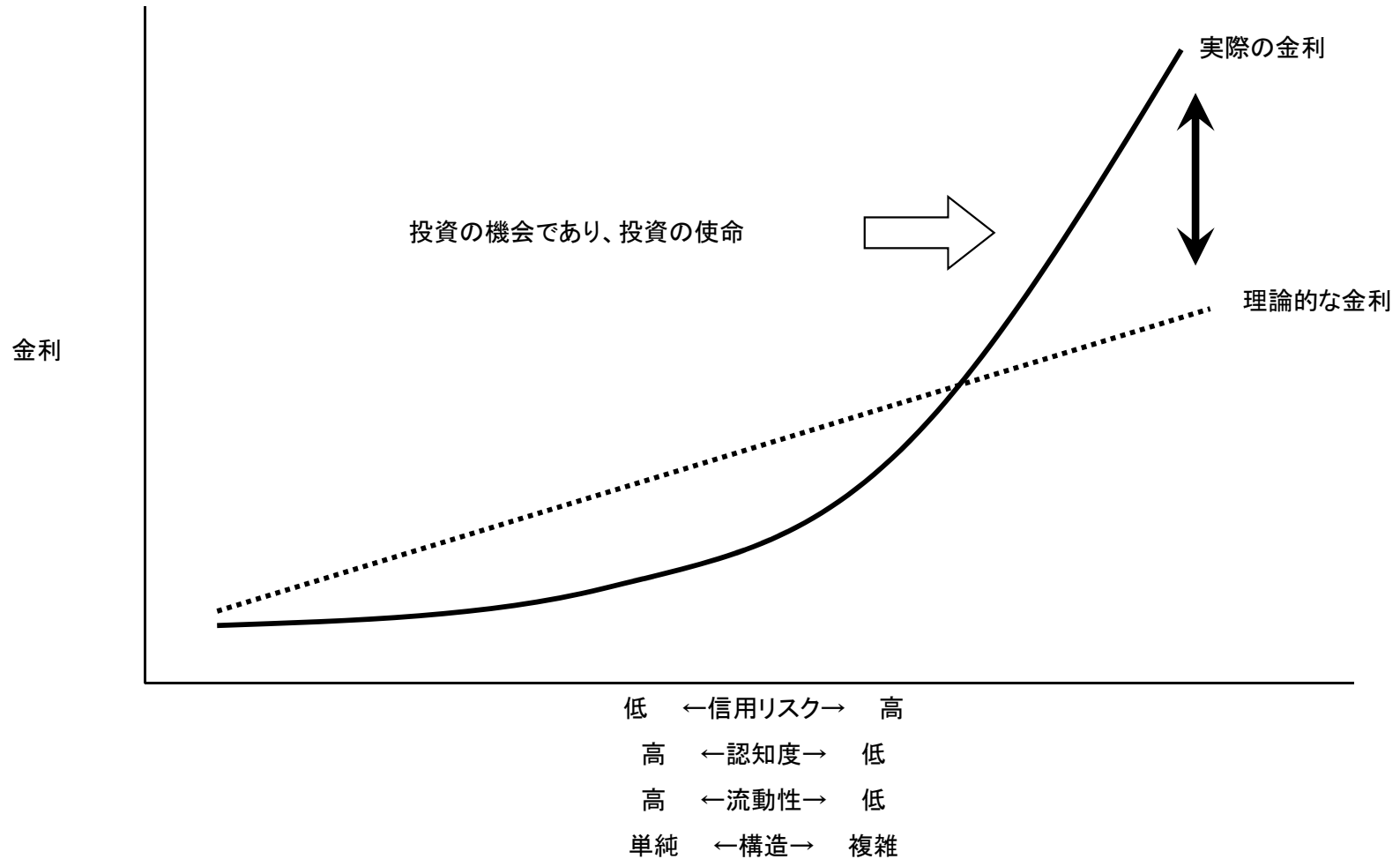


割安型裁定 = 価格が価値と一致する方向に回復する



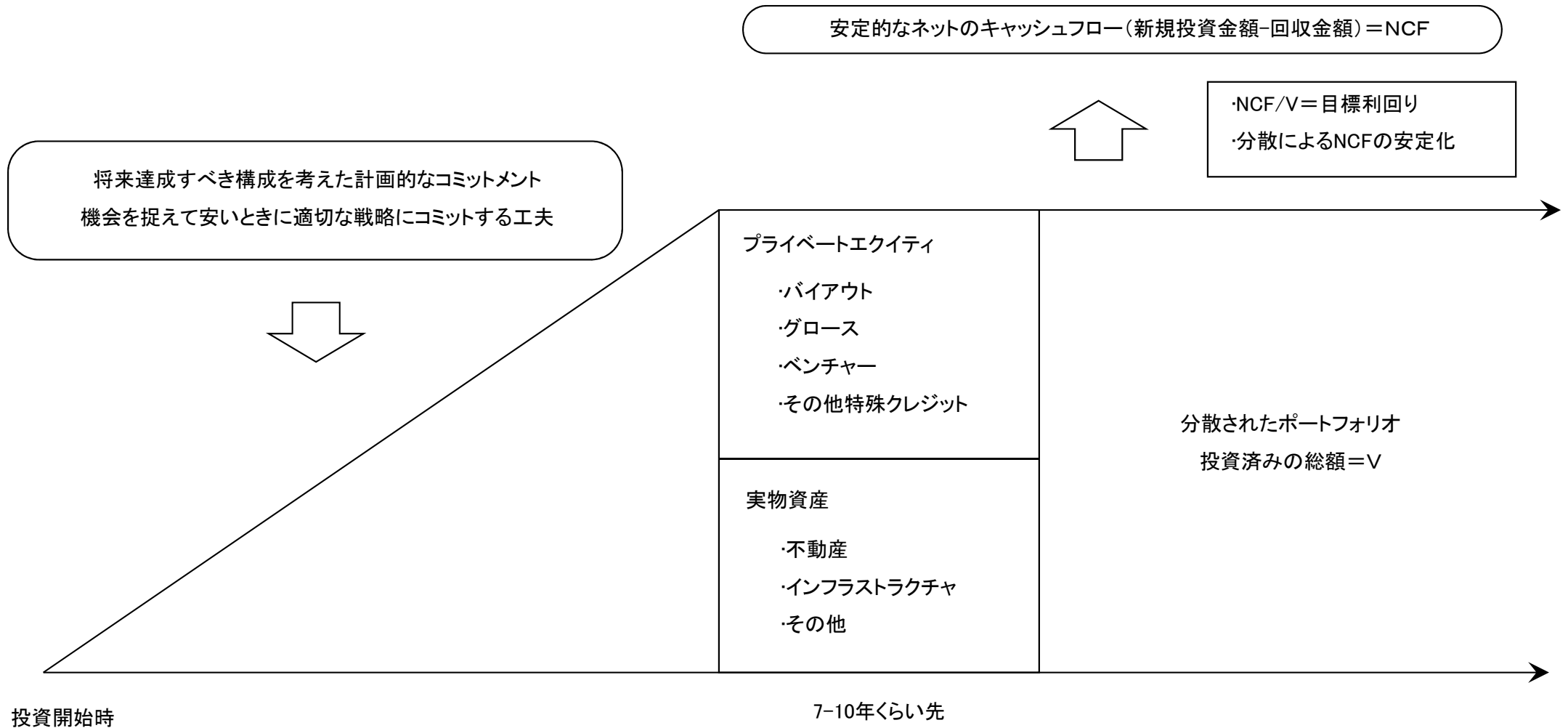
# 資金需給の不均衡

資金の需給の全体均衡があっても、個別には不均衡です。特に、銀行等の金融機関は、資本規制上の制約を受けるため、資金供給できない状況に陥りがちです。そこを補完するのが、本来の投資の社会的使命です。



# 非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)

長期運用における「流動性」とは、「売却できる」ことではなくて、安定的キャッシュフローを生む仕組みに構造化すること



- 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。