

## 実物資産投資とアセットファイナンスの意義と方法

－ 資産を使った資金調達の仕組みと資本市場の構造変化 －

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

2012.07.11



# 目次

---

|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| 概要 .....                             | 2-4 |
| 多様な資金調達の方法 .....                     | 5   |
| 資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体 .....          | 6   |
| 「オルタナティブ」の再構成 .....                  | 7   |
| 実物資産の創出 .....                        | 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   |
| 実物資産の価格ではなく、実物資産の稼働 .....            | 10  |
| 同じ実物資産の中の資産選択 .....                  | 11  |
| 実物資産ファンドの基本概念図 .....                 | 12  |
| 非流動資産の構造化（安定キャッシュフロー化） .....         | 13  |

# 概要

## 資産の売却による資金調達としてのアセットファイナンス

資金調達の一つの重要な方法に、資産の売却があります。単純な資産の売却ではなく、必要な資産の売却です。必要な資産を売るから、金融の一つの方法論として、意味をもつのです。このような資金調達方法の総称が、アセットファイナンス(asset finance)です。

## 資産担保金融との連続性

資産を担保にした金融と、資産の売却・譲渡・移転による金融との間には、経済的・法律的な視点での実質的同等性が、認められてきました。リース契約がそうでしょうし、譲渡担保の問題は、歴史的に古い議論です。

## 伝統的金融の限界

資本規制強化の中で、銀行融資は制約が多くなってきています。また、社債や株式の発行など、資本市場に依存することにも限界があります。企業にとって、調達元や方法の多様化は、重要な経営課題です。

## 伝統的な金融手法の革新

担保融資に代表される伝統的金融手法に対して、その枠に収めにくい資金需要に対応するように、アセットファイナンスは発展してきました。伝統的金融手法の限界が、アセットファイナンスの利用を促進しているともいえます。

## 売却(真正)後の利用・使用関係

アセットファイナンスは、本来的に企業経営に必要な資産を売却することで、資金調達する方法です。必要だから、売却しても、賃料・使用料を支払って、使い続ける場合が多い。そのような特殊な売却だから、よく「流動化」という専門用語が使われます。しかし、売却は真正でなければなりません。

## 実物資産の創出

アセットファイナンスの結果、実物資産(リアルアセットreal asset)が創出されます。オフィスビルや住宅などの一般的不動産の他、流動化の対象になるものの例としては、物流施設、運輸施設、輸送用機器、エネルギー関連施設などがあります。

## キャッシュフローを生むがゆえの「適格な投資対象」

実物資産は、賃料・使用料等のキャッシュフローを伴っています。逆に、キャッシュフローを伴ったものだけが、適格な投資対象としての実物資産になります。キャッシュフローは、不動産などの企業の一般的業務用資産を外部化するときは、より安定しやすくなります。

## 概要(続き)

### 財務リスクの分離

事業会社そのものに与信するのに対して、当該企業から特定の資産を分離してアセットファイナンスを組めば、財務リスクの遮断効果を得ることができます。代表例として、東京電力をあげることができます。東京電力本体への与信が難しくても、発電施設を分離すれば、東京電力への長期売電契約を前提にして、当該施設への投融資が可能になります。

### 事業リスクの一定の外部化

キャッシュフローの安定性は、一般目的に裏付けられる場合だけでなく、特殊目的の資産でも、そこに強い社会的需要がある限り、安定します。その限りにおいて、事業リスクの外部化も含み得ます。例えば、資源在庫等の動産の流動化、超長期保有が必要な在庫(時間リスク)の外部化(森林資源など)、ホテル(いわゆるリミテッドサービスホテル)、介護付き住宅、流通施設等の特定目的不動産などです。

### インフラストラクチャ

インフラストラクチャは、まさに、公共セクタのアセットファイナンスから生まれる資産です。

### 不動産へ投資しているのではなく、賃料収入を生む仕組みに投資している

不動産投資とはいっても、価格上昇期待だけの更地の保有は、投機的でこそあれ、適格性のある投資とはいえません。一方、商業ビル等の賃料収入を目的とした不動産投資は、りっぱな適格性ある投資です。

### 定期キャッシュフローを生む仕組み

不動産賃料に限らず、通行料、使用料、定期売却代金など、定期・安定的なキャッシュフロー創出の仕組みを、いかに考案するかが、実物資産投資の基本になります。森林資源も、紙パルプや建材の製造業者が安定的に買取る限りにおいてのみ、投資対象になります。

### 実物資産そのものではなくて、キャッシュフローを生む仕組み(買取り契約)が投資対象

定期キャッシュフローを生む仕組みは、契約によって構成されます。実物資産投資の理論的な対象は、実物資産そのものではなくて、契約です。リスクは契約に関するリスクです。実物資産の所有は、契約上の地位の対抗要件です。

## 概要(続き)

---

### レバレッジによる財務リスク

キャッシュフローを生む限り、収益性を高めるために、レバレッジ(借入)をつけることもできます。しかし、そのことが、財務リスクを発生させることに、注意がいります。

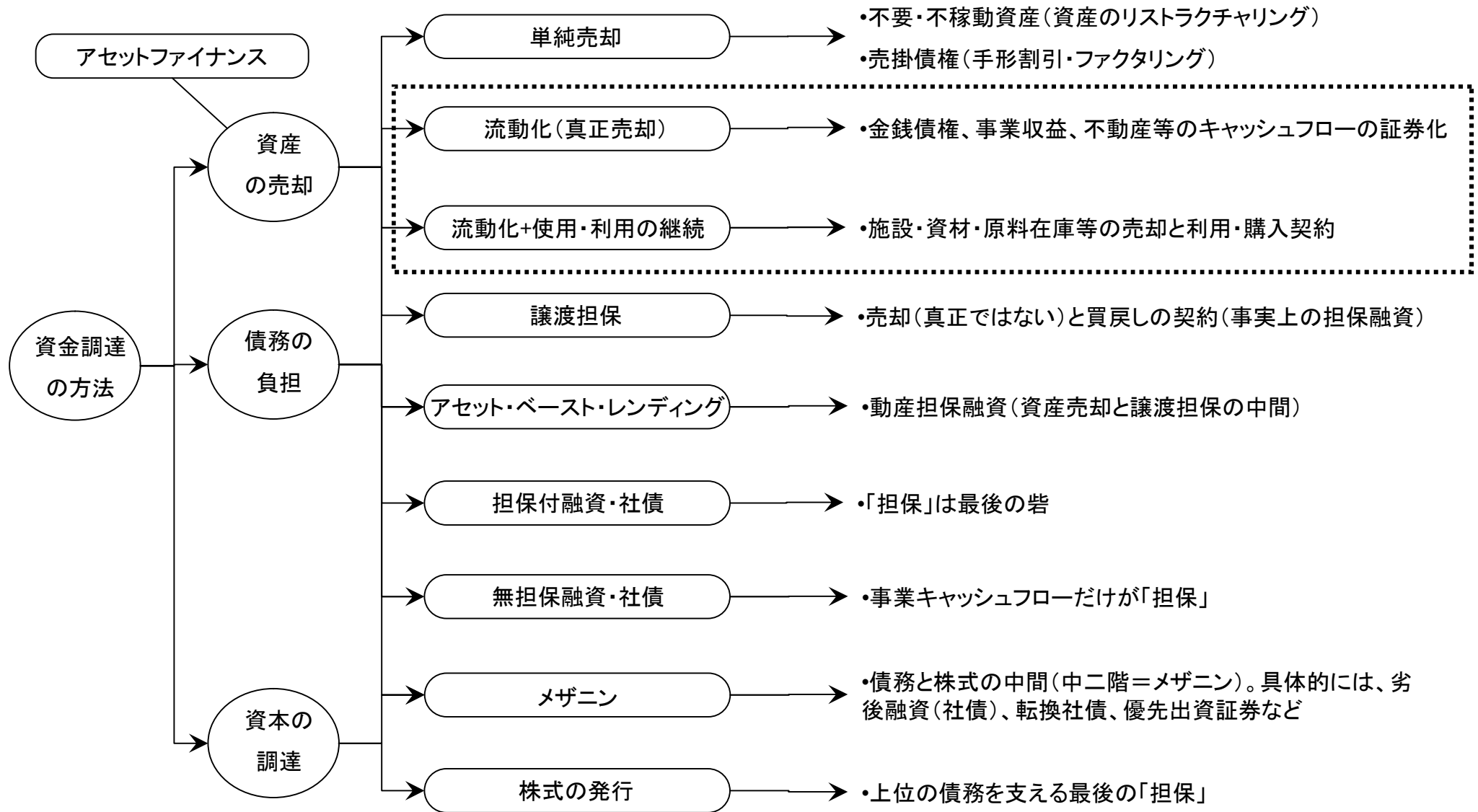
### 投資対象としての実物資産への融資

レバレッジの提供自体も、投資対象です。不動産を例にとれば、不動産そのもの(エクイティ100%)だけでなく、不動産向け債権、その債権の流動化であるCMBS、ファンドのエクイティなど、全て投資対象です。資産選択というのは、不動産に係る資本構成(キャピタルストラクチャ)選択のことです。

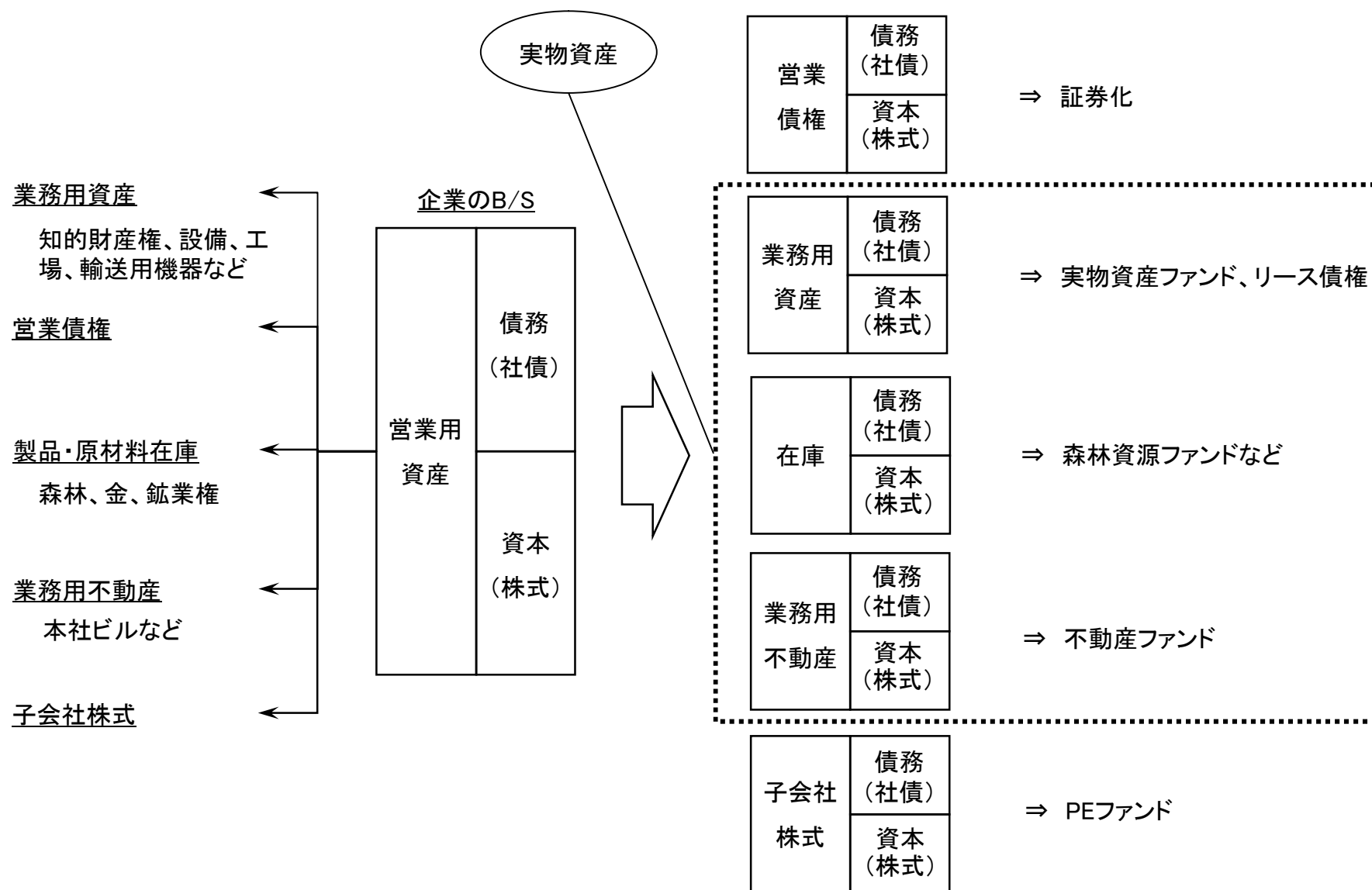
### 「金」の特殊性

投資対象としての金(金地金です)は、極めて特殊な投資対象です。キャッシュフローを生まない、純粋な価格変動だけの資産だからです。一方で、人類の歴史とともに古い投資対象でもあります。もしも、金が適格な投資対象だとすると、資本市場の中ではヘッジし得ない、資本市場の基底そのものが潜在的に持つリスクに対する、究極のヘッジ資産であると構成するしかないのではないかと考えられます。

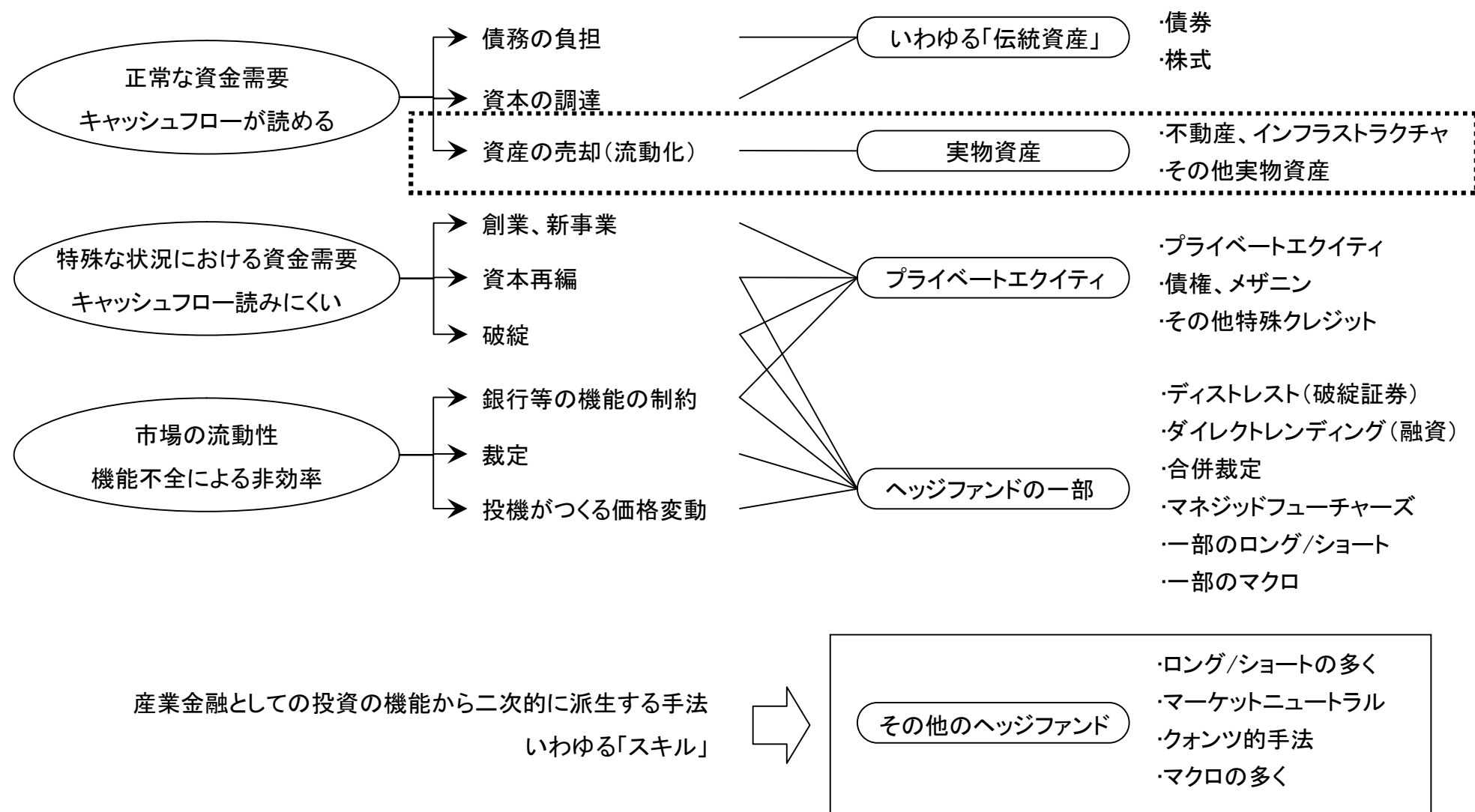
# 多様な資金調達の方法



# 資本市場の構造変化による「伝統資産」の解体



# 「オルタナティブ」の再構成

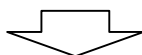


# 実物資産の創出

- ・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<br>物件 | 株式 |



|    |    |
|----|----|
|    | 債務 |
| 現金 | 株式 |

+

不動産のファンド化

|          |    |
|----------|----|
| 収益<br>物件 | 債務 |
|          | 株式 |

資産売却  
による資金調達

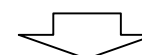


収益物件という  
実物資産の創出



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

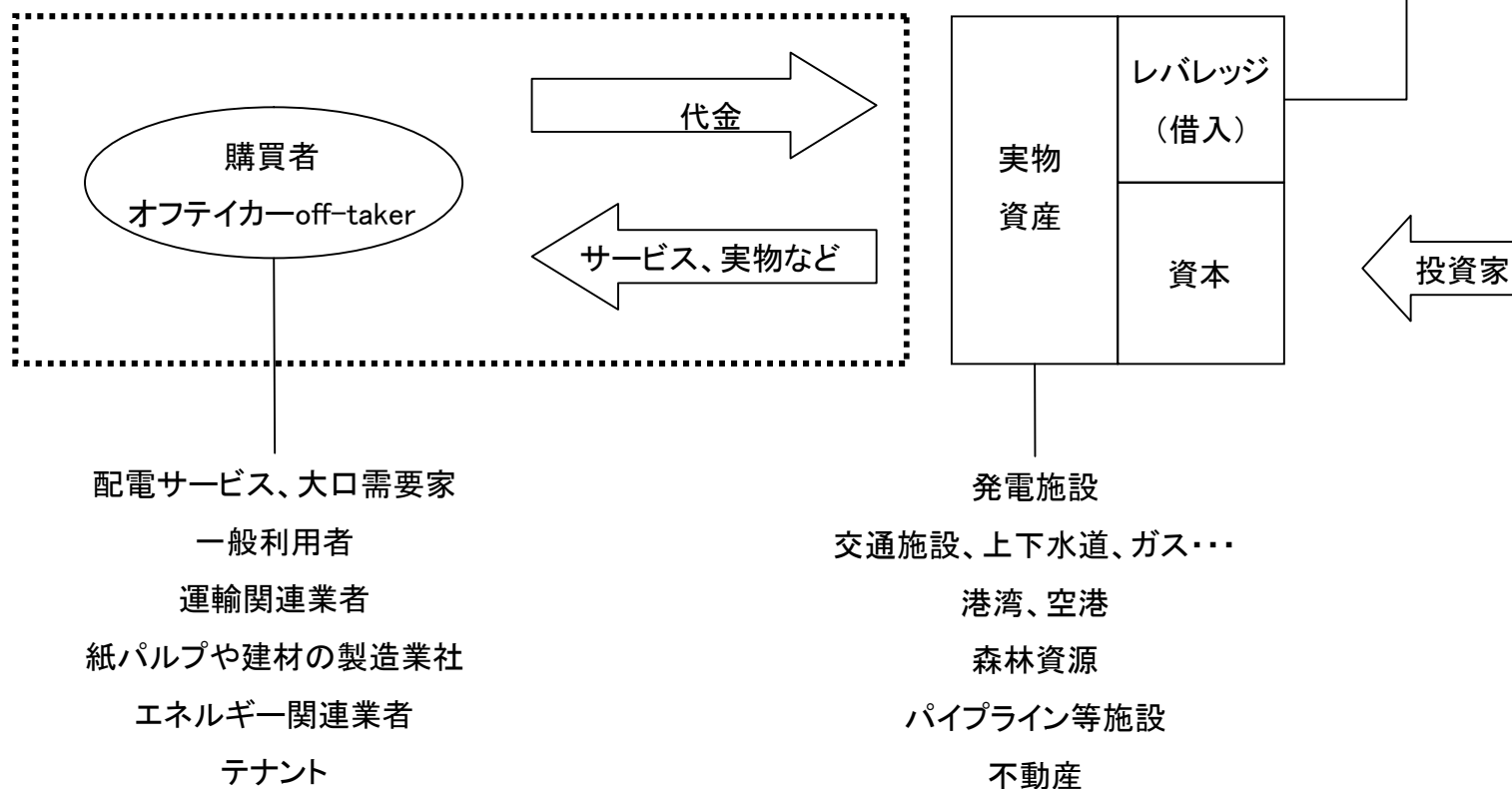
|            |    |
|------------|----|
| パイプ<br>ライン | 債務 |
|            | 株式 |

# 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

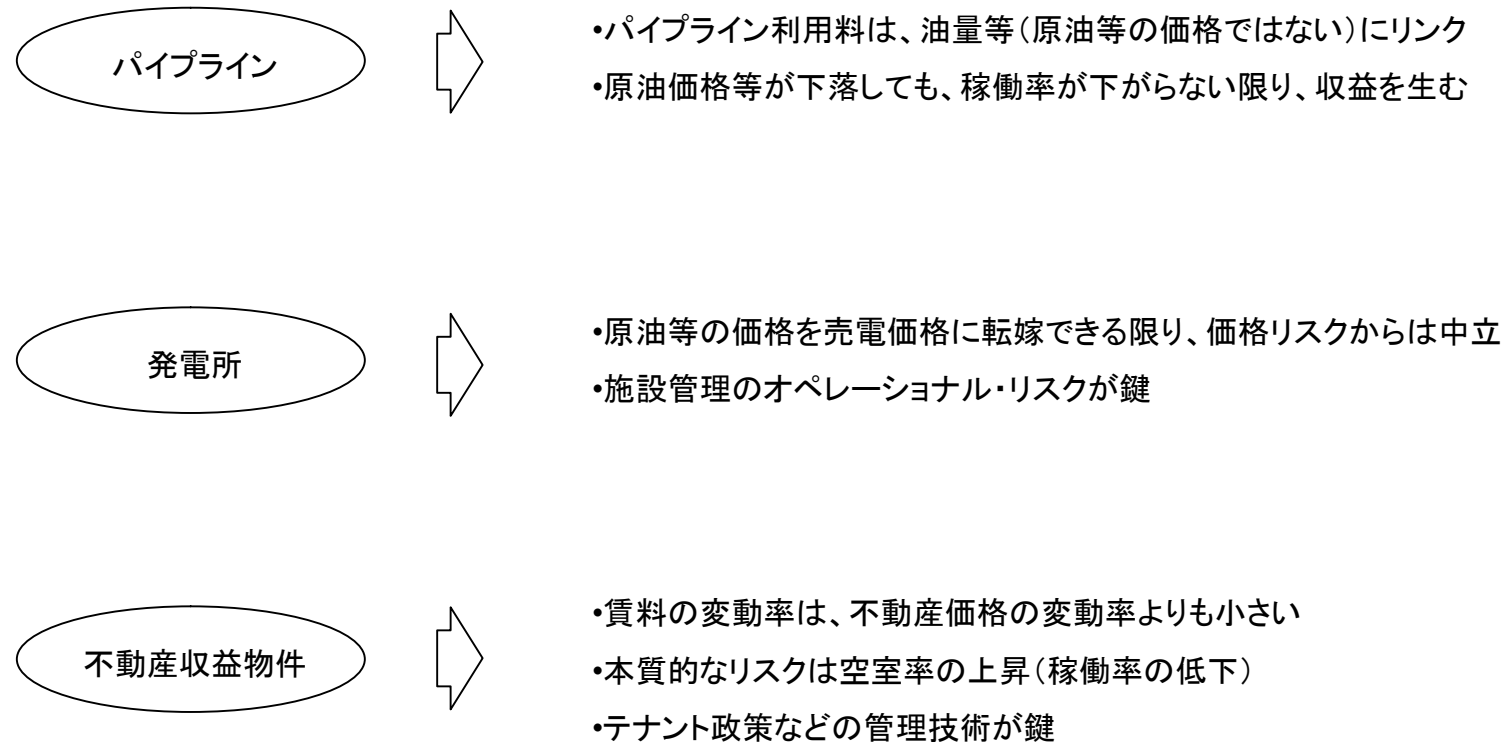
事実上、購買者との契約の安定性にかかわる不確実性に対する投資であること

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

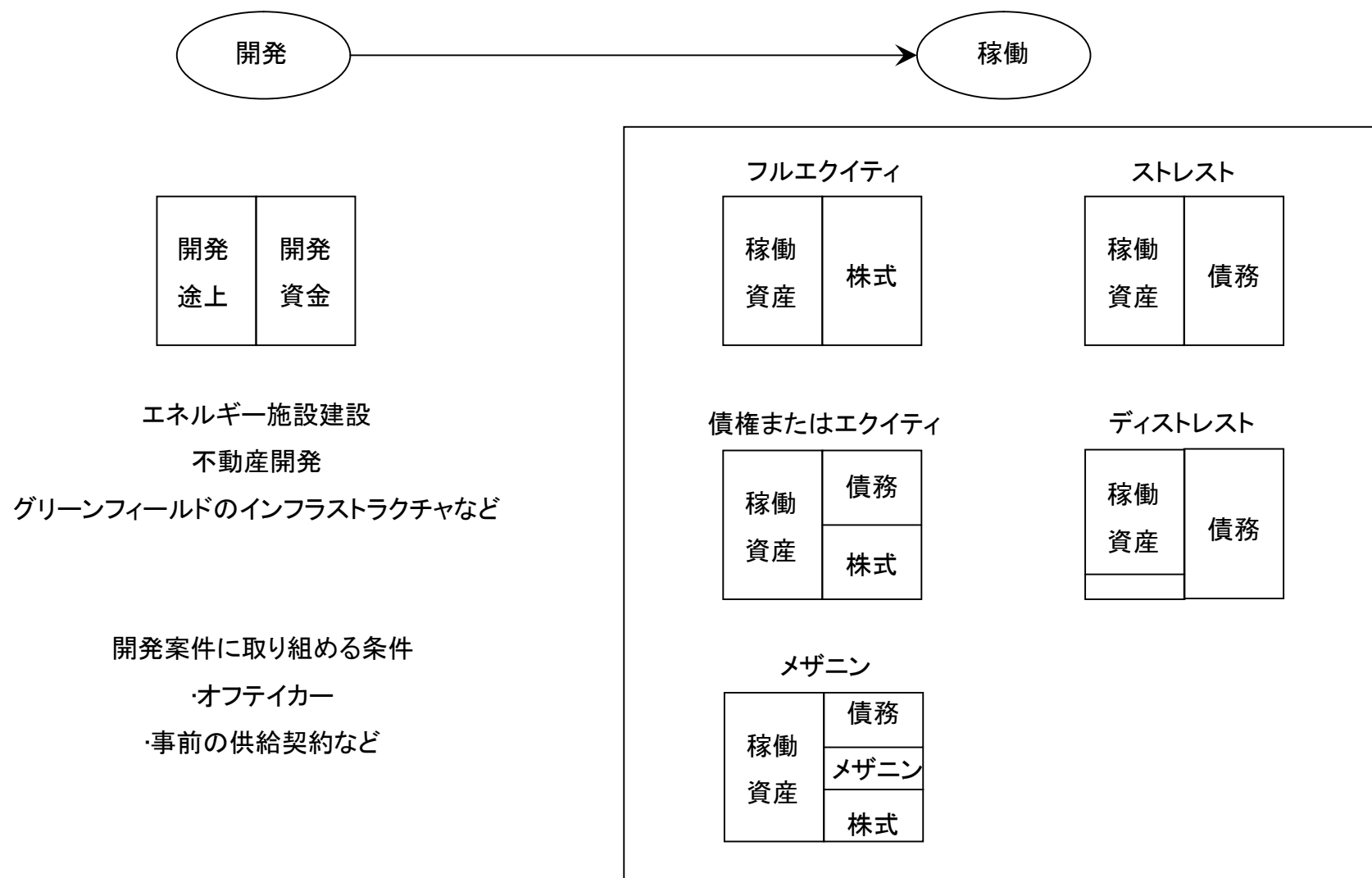
レバレッジの利用は、財務リスクを生むこと



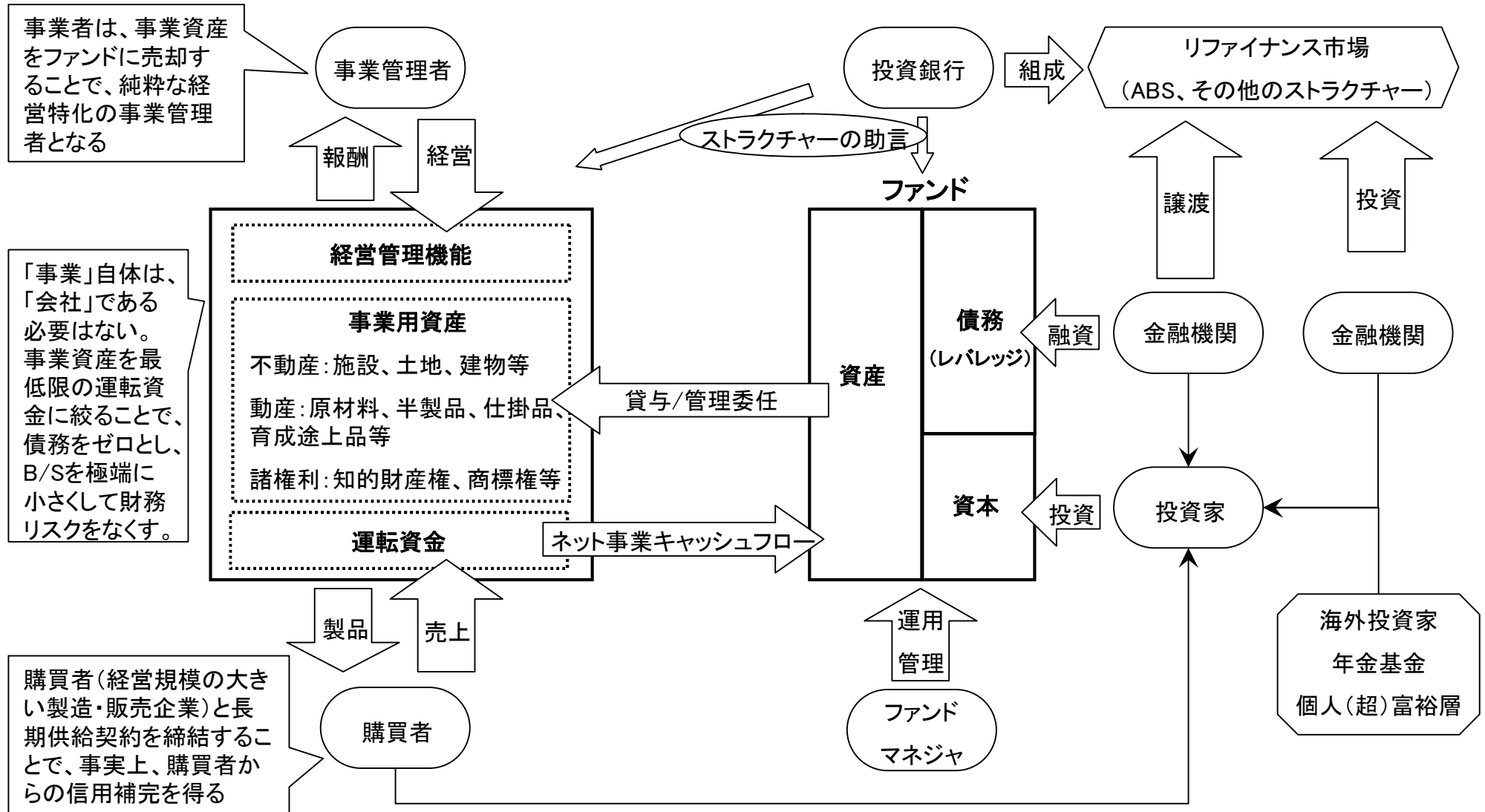
## 実物資産の価格ではなく、実物資産の稼働



## 同じ実物資産の中の資産選択



# 実物資産ファンドの基本概念図



# 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

安定的なネットのキャッシュフロー(新規投資金額-回収金額)=NCF

将来達成すべき構成を考えた計画的なコミットメント  
機会を捉えて安いときに適切な戦略にコミットする工夫

・NCF/V=目標利回り  
・分散によるNCFの安定化

プライベートエクイティ  
・バイアウト  
・グロース  
・ベンチャー  
・その他特殊クレジット

実物資産  
・不動産  
・インフラストラクチャ  
・その他

分散されたポートフォリオ  
投資済みの総額=V

投資開始時

7-10年くらい先

## 注意事項

---

- 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、当社が行う投資運用業、投資助言・代理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。