

## 非流動資産への投資の魅力

- 市場型リスク管理の限界とプライベートな関係性の中でのリスク管理 -

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

2013.10.09

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



概要	2
概要(続き)	3
市場が機能しなくなる可能性	4
市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル	5
「パブリック」と「プライベート」	6
プライベートエクイティのファンドの「二重のプライベート」	7
プライベートエクイティのファンドの「二重の非流動性」	8
プライベートエクイティのファンドの機能	9
プライベートエクイティのファンドの「ハンズオン」の意味	10
プライベートエクイティのファンドを使った企業買収	11
プライベートであることのメリットの交換	12
非公開企業にとっての「プライベート」であることの魅力(ガバナンス)	13
投資実行の方法(多様な入口戦略)	14
投資回収の方法(多様な出口戦略)	15
キャッシュフローの時間のずれとキャピタルストラクチャ	16
プライベートエクイティのファンドの構造上の問題点	17
ファンド間売買	18
非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)	19
構造化された投資の方法	20
社会的資金需要に裏付けられた投資(=安全性の基礎)	21
「オルタナティブ」の再構成	22

## パブリックな市場とプライベートな関係性

パブリックな市場とは、広く不特定多数の参加者に開放された公開市場で、市場というからには、パブリックでなければなりません。上場株式や公募社債の市場が代表例です。一方、プライベートな関係性とは、当事者間だけの非公開の閉鎖的取引関係のことで、相対で行う資金の貸借関係（融資）や、非公開企業への出資などが代表例です。

## パブリックな市場機能を前提にしたリスク管理の限界

市場型のリスク管理は、パブリックな市場での売却によるリスク管理（「嫌なら買うな、売れ」）が基本であって、その有効性は、市場の機能に依存します。市場が、一時的にせよ、機能不全（売れない状態）に陥る可能性が大きくなると、つまり、市場型リスク管理の限界が認識されるとき、非市場型のリスク管理によるプライベートな投資の魅力が増します。

## 市場機能を支える要件

市場機能を支える基本要件は、流動性（低コストでの売買可能性）と情報の対称性の二つです。現在の高度化した市場では、おそらくは高度化しすぎたが故に、この二つの基本要件が、常時成立するとは限らなくなりました。背景には、機関化による投資行動の同質化が進行したことと、投資対象の属性の複雑化があります。市場機能万能論は、急激に、過去のものになろうとしています。

## 流動性のプレミアム

市場型リスク管理を行うためには、パブリックな市場で頻繁かつ低コストで取引される証券を中心に、ポートフォリオを構成する必要があります。しかし、一般に、そのような証券は、流動性の低い（もしくは、ない）証券よりも割高です。このような流動性のプレミアムを払っているにもかかわらず、売れない場合があるとしたら、無駄です。そもそも、長期債務に裏付けられた資産の運用について、資産の全体に市場型リスク管理を適用しなければならないかどうか疑問です。流動性を前提にしないプライベートなリスク管理の導入で、流動性のプレミアムを節約できる可能性は、大きいと考えられます。

## 流動性の意味の再考

流動性とは、低コストでの現金化の可能性でしょうが、現金化は売却に限らず、むしろ、利息配当金と元本の回収によるのが本来の姿です。通常は、利息配当金等が予定額入れば、年金であれ、財団であれ、金融機関であれ、資産運用の目的は実現します。いわゆる非流動的資産でも、定期配当があり、元本価値の確保が図られる限り、資産運用の本来の目的としての流動性がある、といえるはずなのです。

## 概要(続き)

### プライベートな関係性の中での情報の対称性

建前はともかく、現実には、証券の発行体サイドと投資家サイドとの間で、情報の完全な対称性が成り立たない場合は、多いのです。一方で、プライベートな投資では、投資対象との間のプライベートな関係性に立脚したリスク管理が基本です。「売れない」というよりも、「売らない」という前提で、投資対象への積極的関与によって、リスクを管理します。その結果、プライベートな関係性の中だからこそ、情報の対称性が実現するのです。

### パブリックな市場の時価が常に妥当だとは限らない

時価の妥当性は、効率市場仮説を前提にし、情報の対称性に基づき、立場の異なる不特定多数の投資家が、頻繁かつ無コストに近い状態取引する結果としてのみ、有効なのです。この理論的要請は、現在の資本市場では、完全には成り立ち得ません。だからといって、プライベートな関係性の中での資産査定妥当性を担保することの困難性についても、論を待ちません。

### プライベートな関係性のなかの公正価格

プライベートな関係性のなかでの取引は、理論的に、売り手と買い手の双方に利益があるのでなければ成立しないのですから、取引が公正なものである限り、その価格も公正であるといわざるを得ません。ただし、両者の対等性(情報の対称性、加えて支配被支配の関係がないこと)が重要な要件です。ゆえに、一方における優越的地位の濫用が厳しく規制されるのです。

### パブリックとプライベートの境目

パブリックとプライベートとの間に、明確な境目があるわけではありません。パブリック企業へのプライベートな投資(PIPE、集中投資、アクティビズム…)もあり得ます。パブリック企業によるプライベートな投資(投資会社、コングロマリット…)は、むしろ、普通なことです。表面的な資産区分は、常に、資産運用の発展の阻害要因です。プライベートな投資は、本質的なリスク管理の方法論として、創造的に考えるべきことです。

### プライベートな投資対象の多様性

プライベートな投資対象は、プライベートエクイティに限りません。不動産などのアセットファイナンスから生まれる実物資産、インフラストラクチャ、貸出債権、など多様なものがあり得ます。

# 市場が機能しなくなる可能性

証券投資のリスク管理の有効性が、金融商品市場の効率性に依存していることは、自明です。市場の効率性の重要な目安は、取引コスト、即ち売買が市場価格に与える影響度(マーケットインパクト)の小ささです。小さなコストで瞬時に取引できるという高度な市場機能を前提として、証券運用のリスク管理はなされてきました。しかし、近年の経験はどうだったでしょうか。極端に大きな取引コストによって、市場価格自体の妥当性に疑念が生じました。価格変動の効率性、即ち「市場の正しさ」に立脚したリスク管理は機能しませんでした。まさに、市場の危機といえる状況を現出しました。この現象が異常な一時的なものだとしても、今後の証券運用は、このような事態の再来を想定したものでなければなりません。ましてや、一時的なものではなく、構造的な問題の露呈だとすると、抜本的にリスク管理の有り様を変えなくてはなりません。今後の証券運用を考えるための論点を整理してみようと思います。

## ◆「売れること」を前提にしたリスク管理と、「売れないこと」を前提にしたリスク管理

- 売れる前提での信用リスク管理⇒売却、リスクヘッジ(クレジットデリバティブなど)
- 売れない前提での信用リスク管理⇒債務者管理、権利行使(コブナンツ、プロテクション・・・)、ハンズオン、買収・合併等の提案

## ◆「ファクト(事実)」と「オピニオン(意見)」

- 事実としてのキャッシュフロー
- 市場のオピニオンとしての時価(将来キャッシュフローの現在価値)

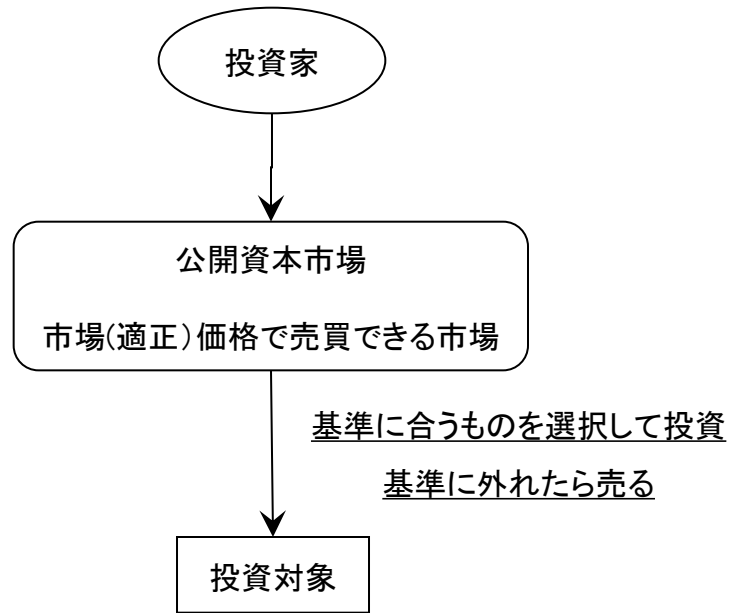
## ◆価格変動の「均衡化」効果と、価格変動の「不均衡累積」効果

- 価格変動による需給調整⇒均衡化効果
- 価格変動による投資行動への反作用(心理効果、資本規制の影響、リスク許容度の変動・・・)⇒不均衡の累積(プロシクリカリティ)

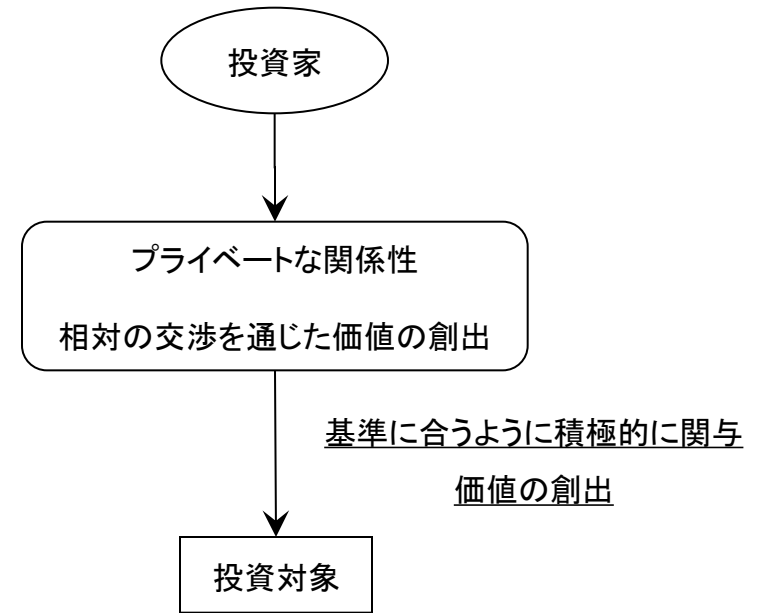
## ◆「エイジェンシー」取引と、「プリンシパル」取引

- 本来のエイジェンシー取引⇒自己資本を使わない取引、市場集中決済の制度的安定性
- プリンシパル取引(自己勘定取引)⇒自己資本の多寡が取引量を左右し、信用リスクが流動性を枯渇させる

# 市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル

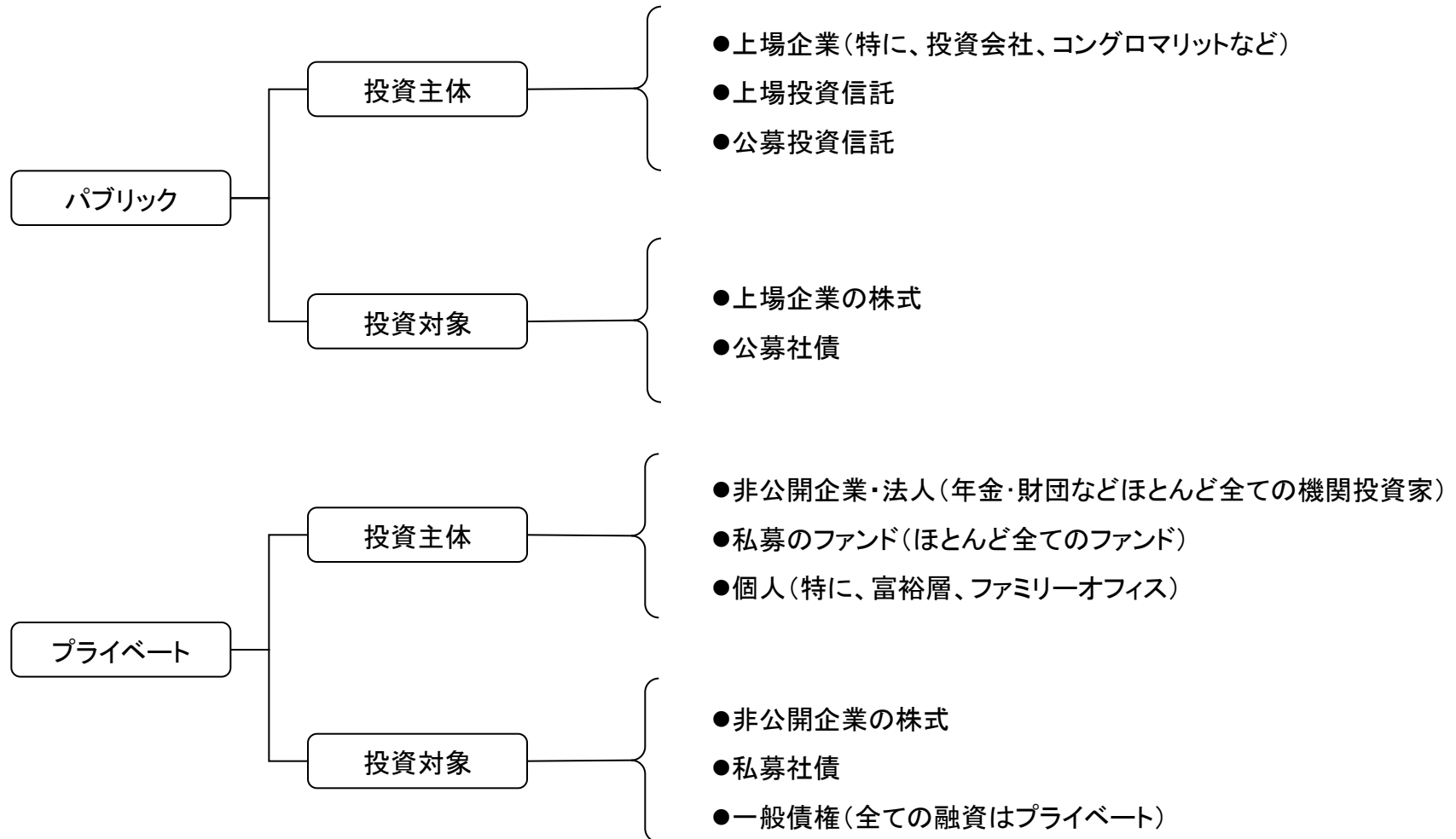


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等により価格変動(ボラティリティ)が増す=不必要なボラティリティというコストの支払い

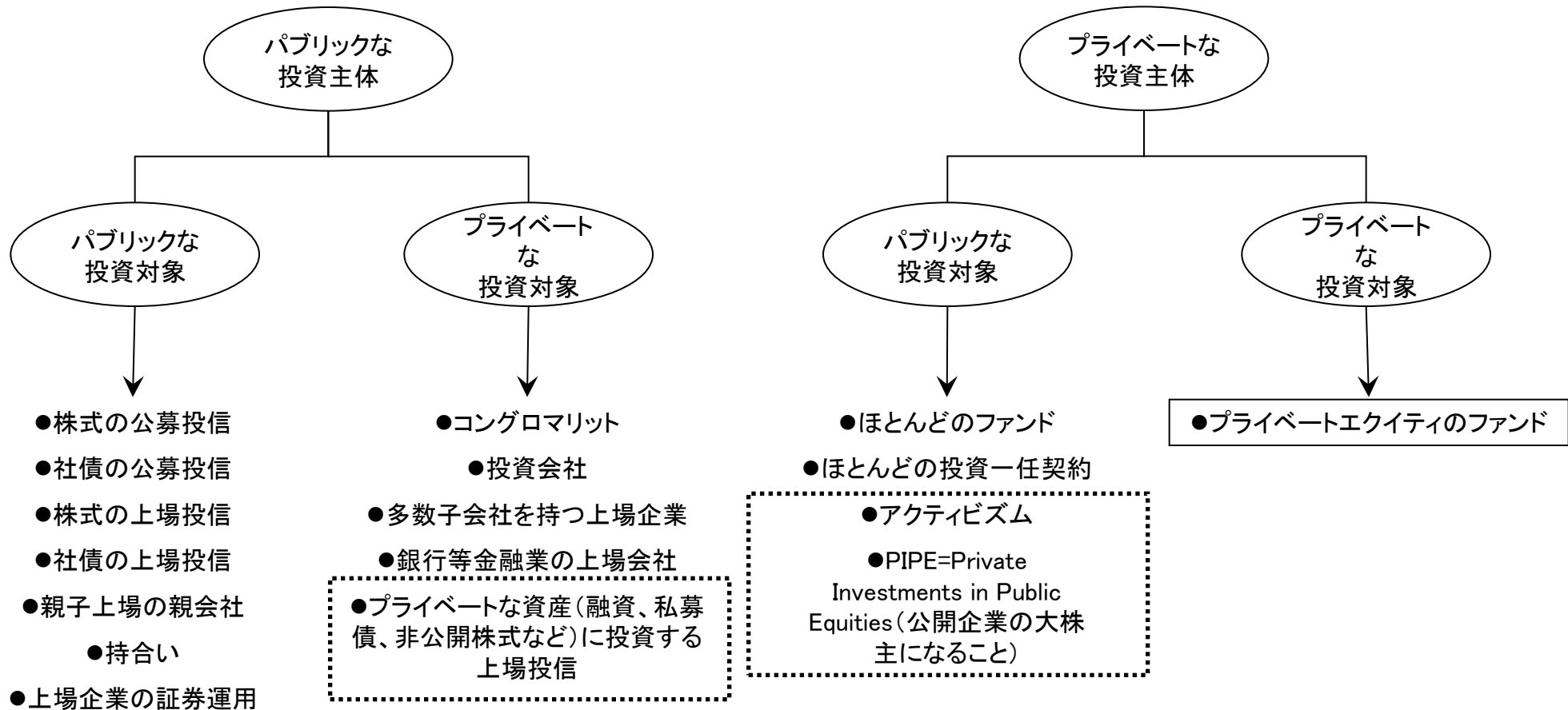


- ⇒ 関係性によるリスク管理=リスクの直接的管理
- ⇒ いわゆる「バリューアップ value up」
- ⇒ 積極的な行動による価値の創出=経営陣との協働
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

# 「パブリック」と「プライベート」

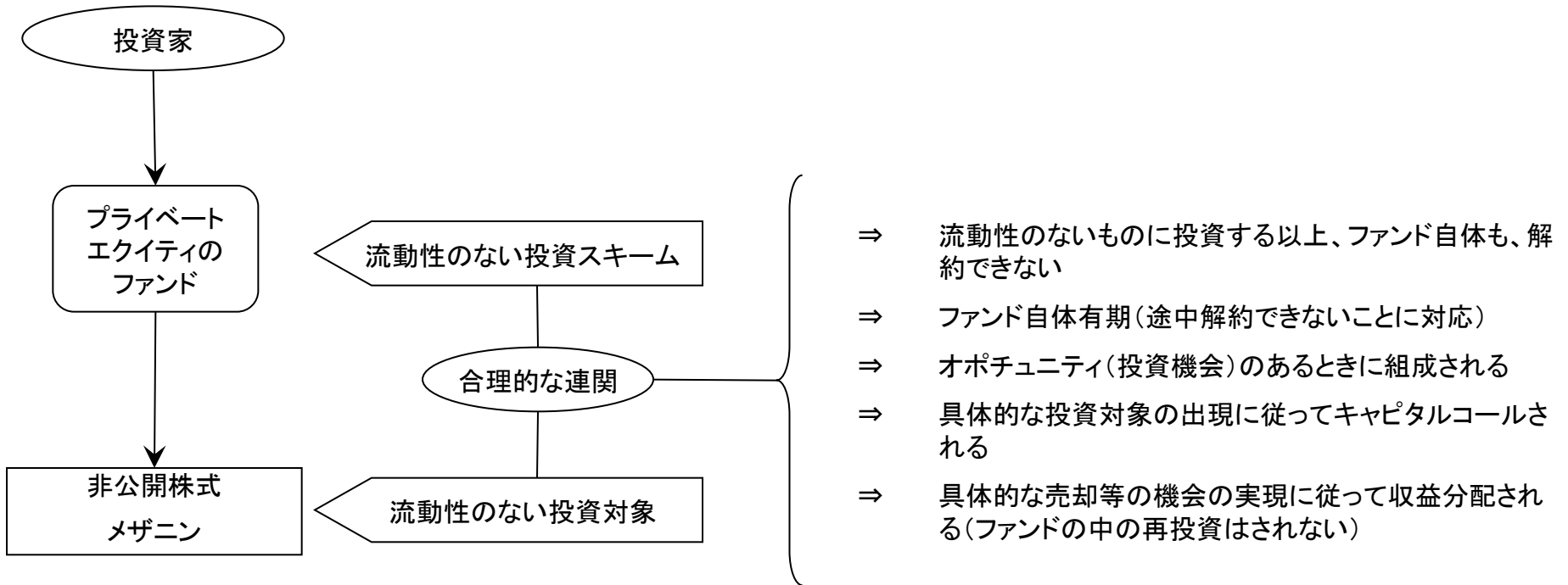


# プライベートエクイティのファンドの「二重のプライベート」





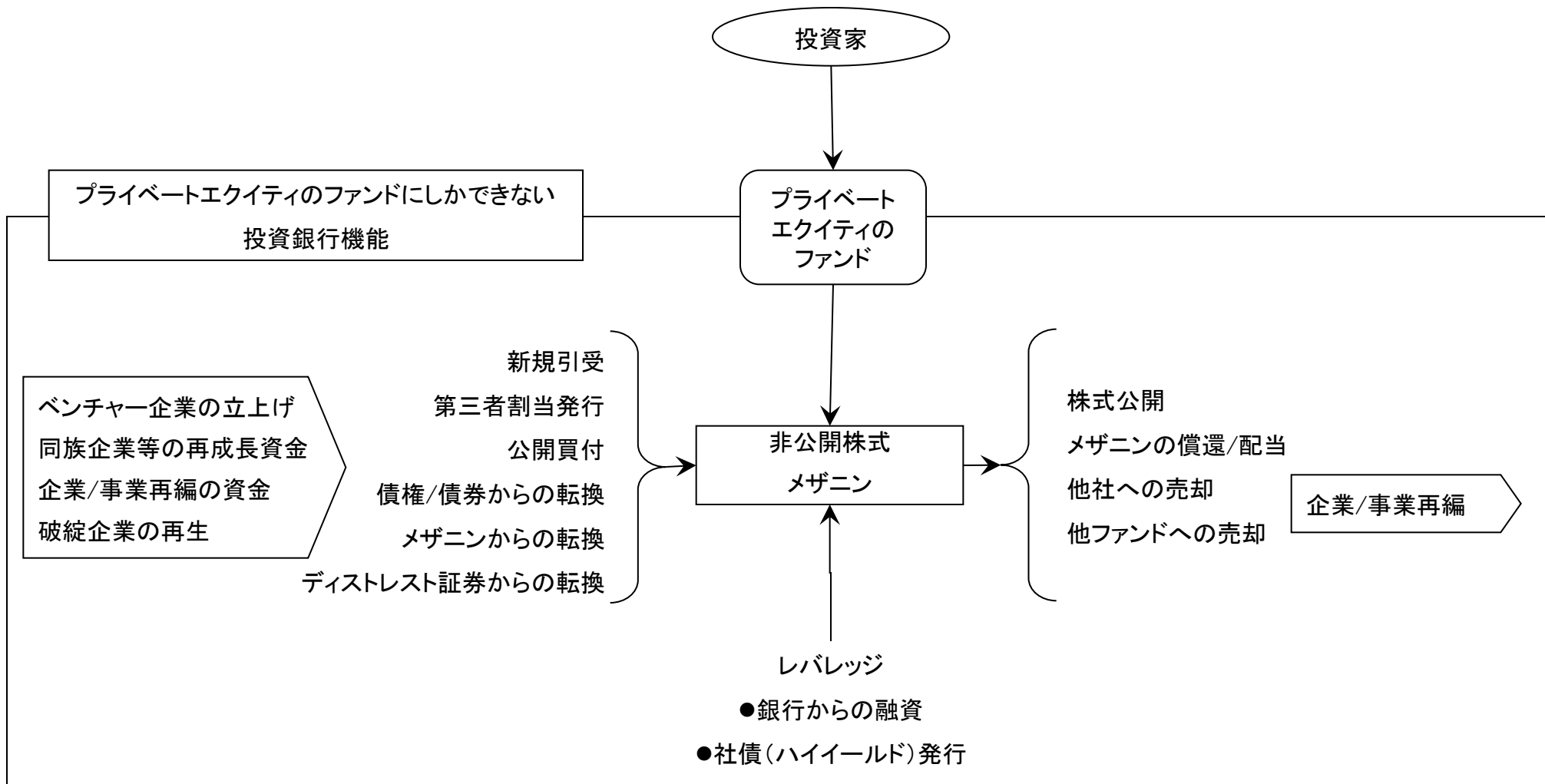
# プライベートエクイティのファンドの「二重の非流動性」



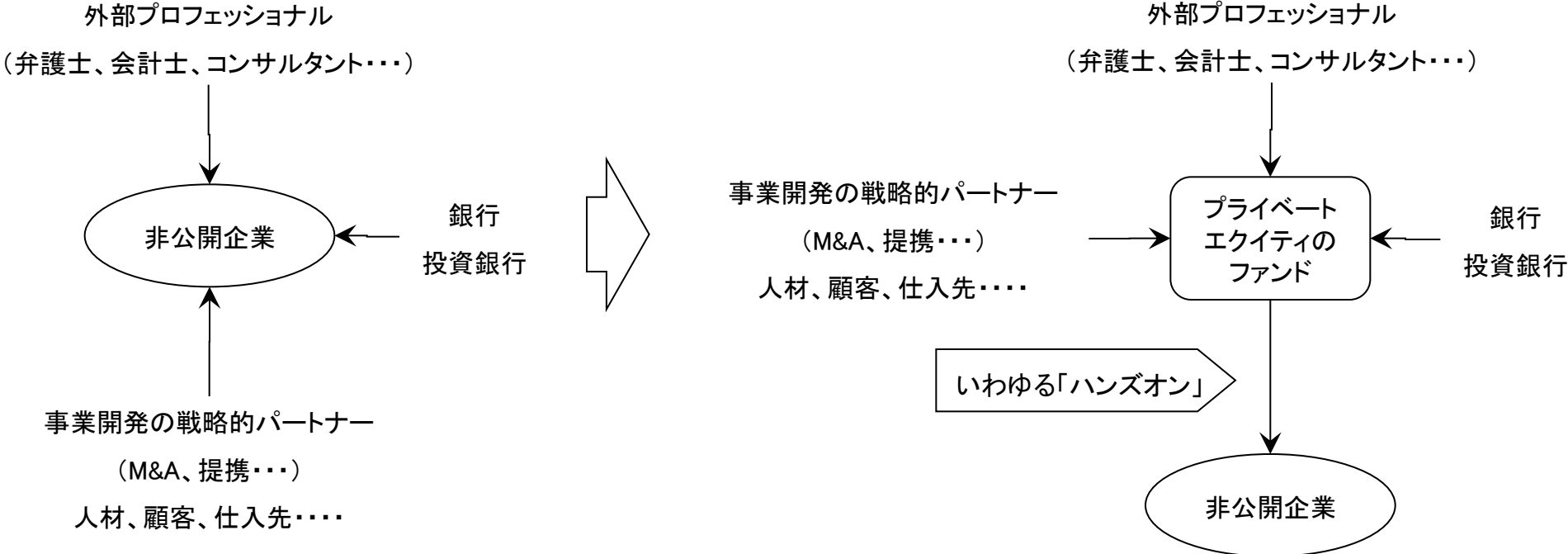
⇒ プライベートエクイティのファンドのセカンダリ市場の拡大

⇒ 上場投資信託型(クローズドエンドの投資信託。即ち、元本額が変動しない投資信託)のプライベートエクイティのファンド

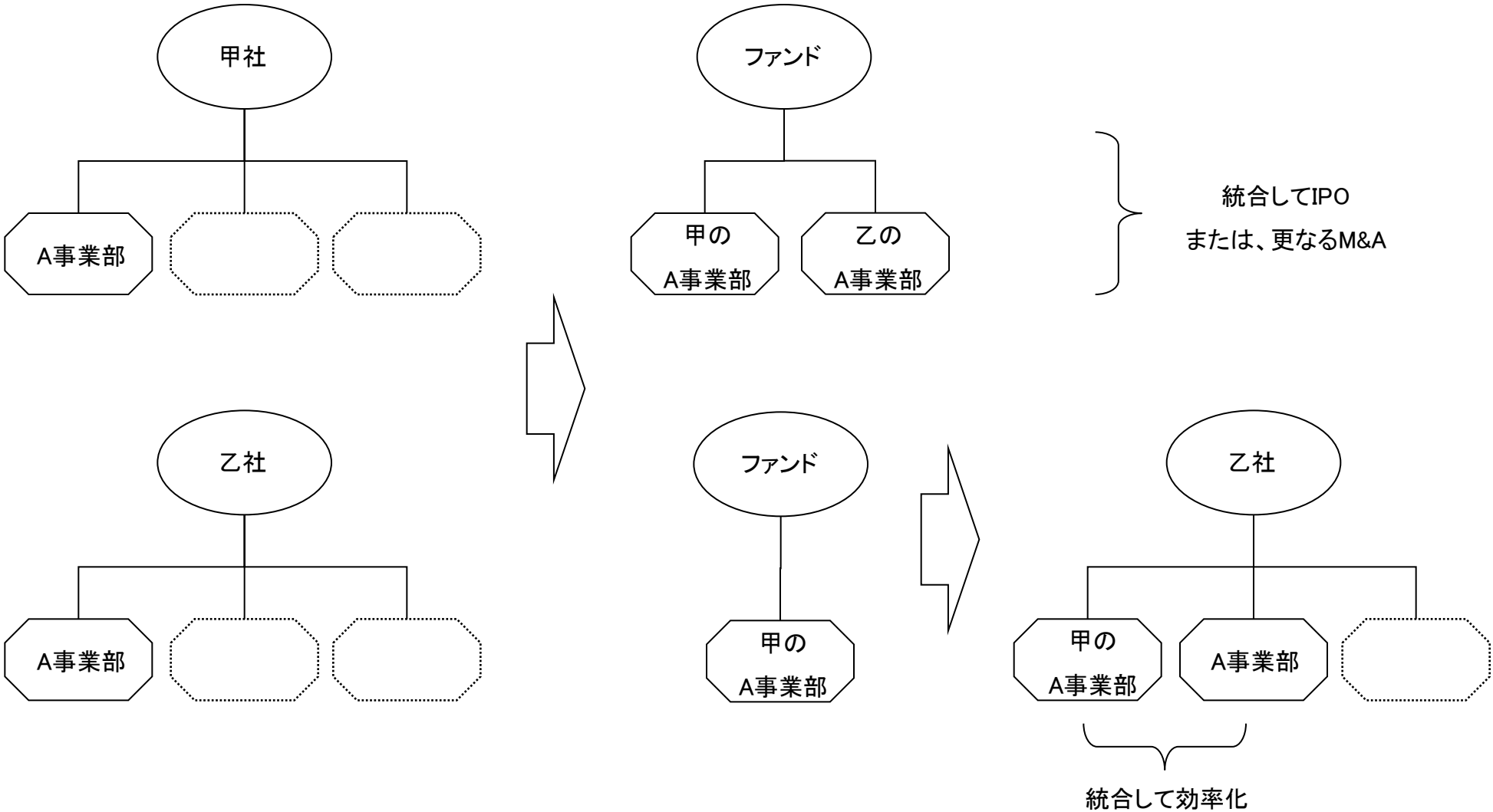
# プライベートエクイティのファンドの機能



# プライベートエクイティのファンドの「ハンズオン」の意味



# プライベートエクイティのファンドを使った企業買収



# プライベートであることのメリットの交換

非公開(プライベート)企業であることのメリット  
= 公開企業にはできないことができる環境を提供すること

プライベート  
エクイティの  
ファンド

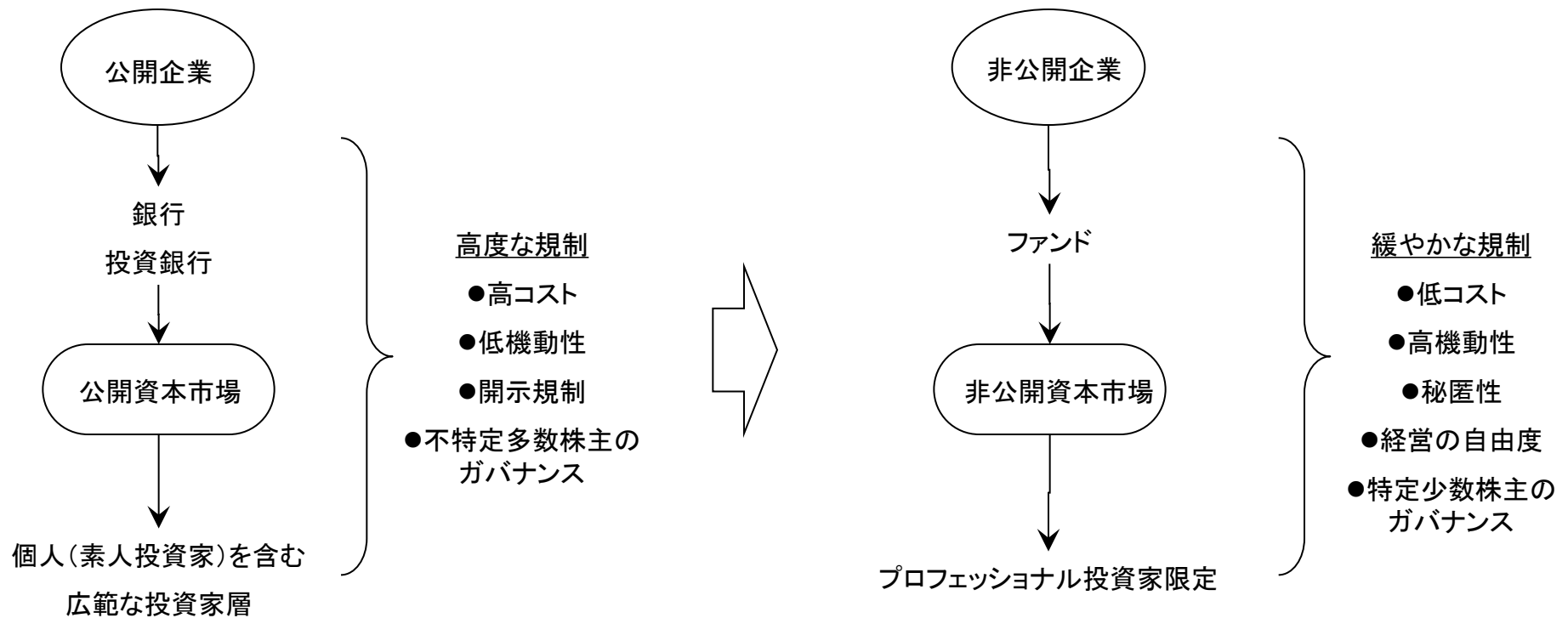
- 公開企業ではできない新規事業の創出
- 公開企業のままではできない改革の断行
- 公開基準を外れて退場したことからの再起

非公開企業

- 公開市場での調達よりも低コストであるメリット
- 短期的株価変動や四半期業績に左右されない  
長期的視点での経営による時間の付加価値

プライベートな資本調達であることのメリット  
= 公開市場では得られないリスク/リターン特性を提供すること

# 非公開企業にとっての「プライベート」であることの魅力(ガバナンス)



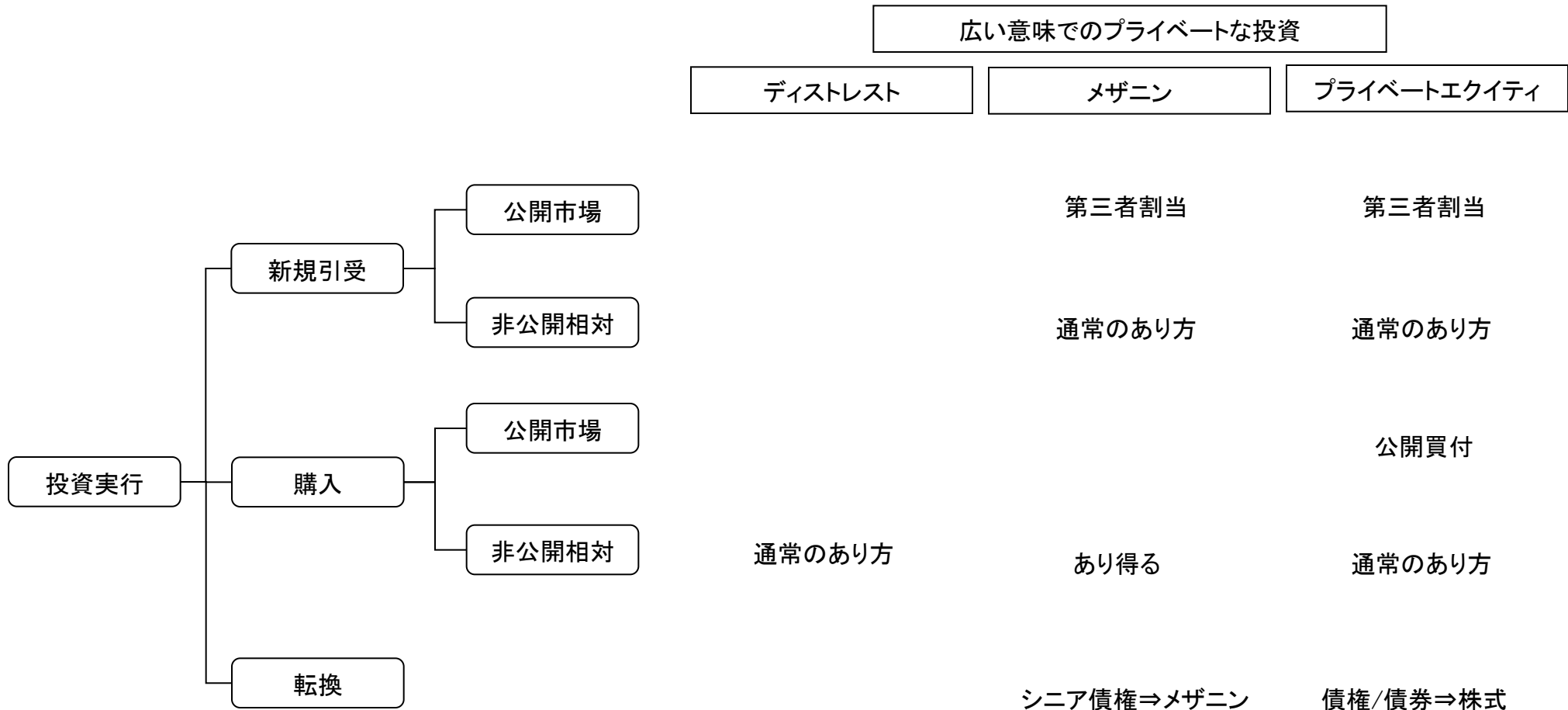
⇒公開資本市場での資本調達の可能性が全くあり得ないベンチャー企業のプライベートな市場での資本調達(ベンチャーキャピタル)

⇒非公開であることのメリットをとるための非公開化の動き(MBOなど)

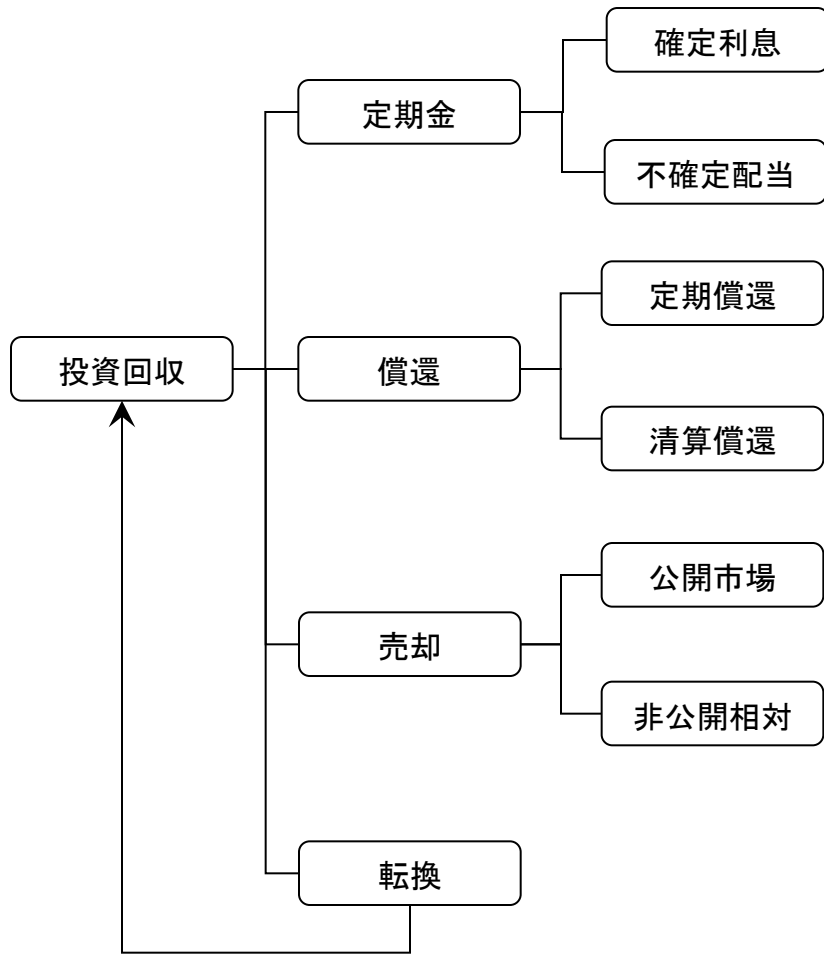
⇒公開市場から「脱落」した企業の再生資金ファイナンス

⇒プロフェッショナル投資家限定の公開市場の創設は、公開市場側からの改革案

# 投資実行の方法(多様な入口戦略)



# 投資回収の方法(多様な出口戦略)

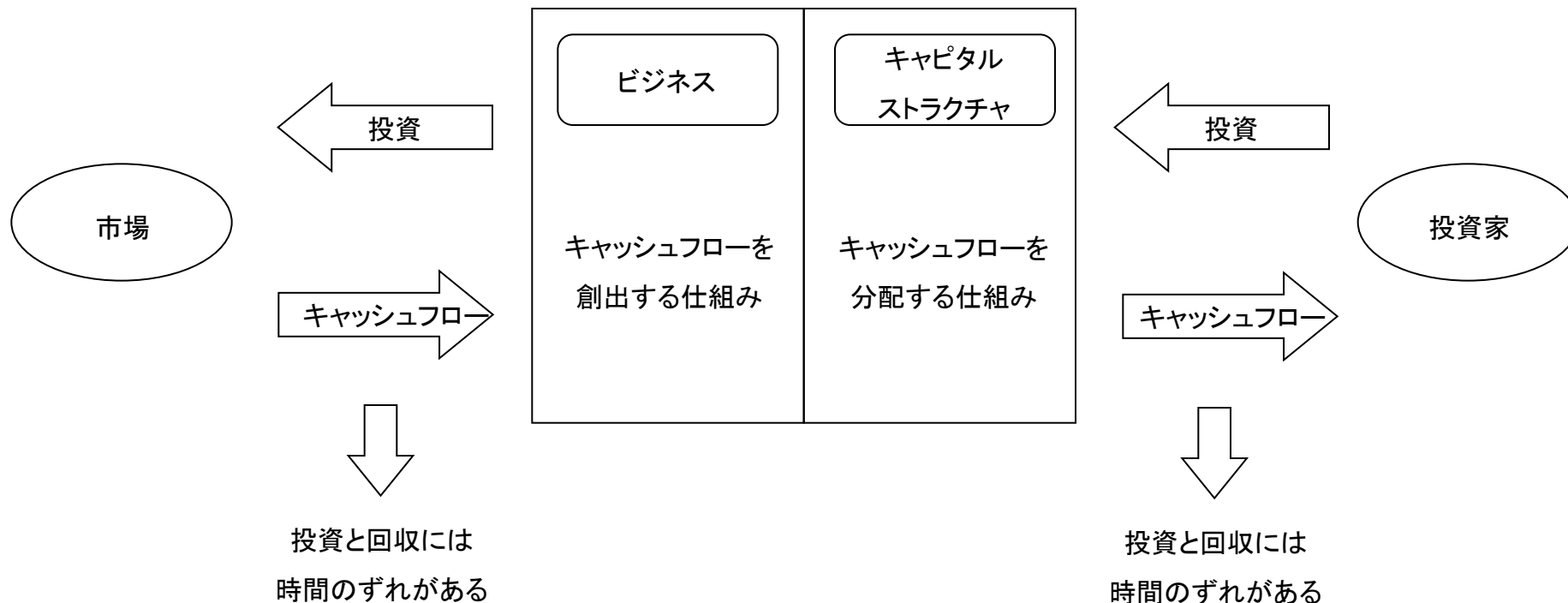


広い意味でのプライベートな投資		
ディストレスト	メザニン	プライベートエクイティ
	あり	
	あり	あり得る
	通常のあるり方	
通常のあるり方		
		株式公開
あり得る	あり得る	普通のあるり方
債権/債券⇒株式	債権/債券⇒株式	



# キャッシュフローの時間のずれとキャピタルストラクチャ

非公開企業のB/S

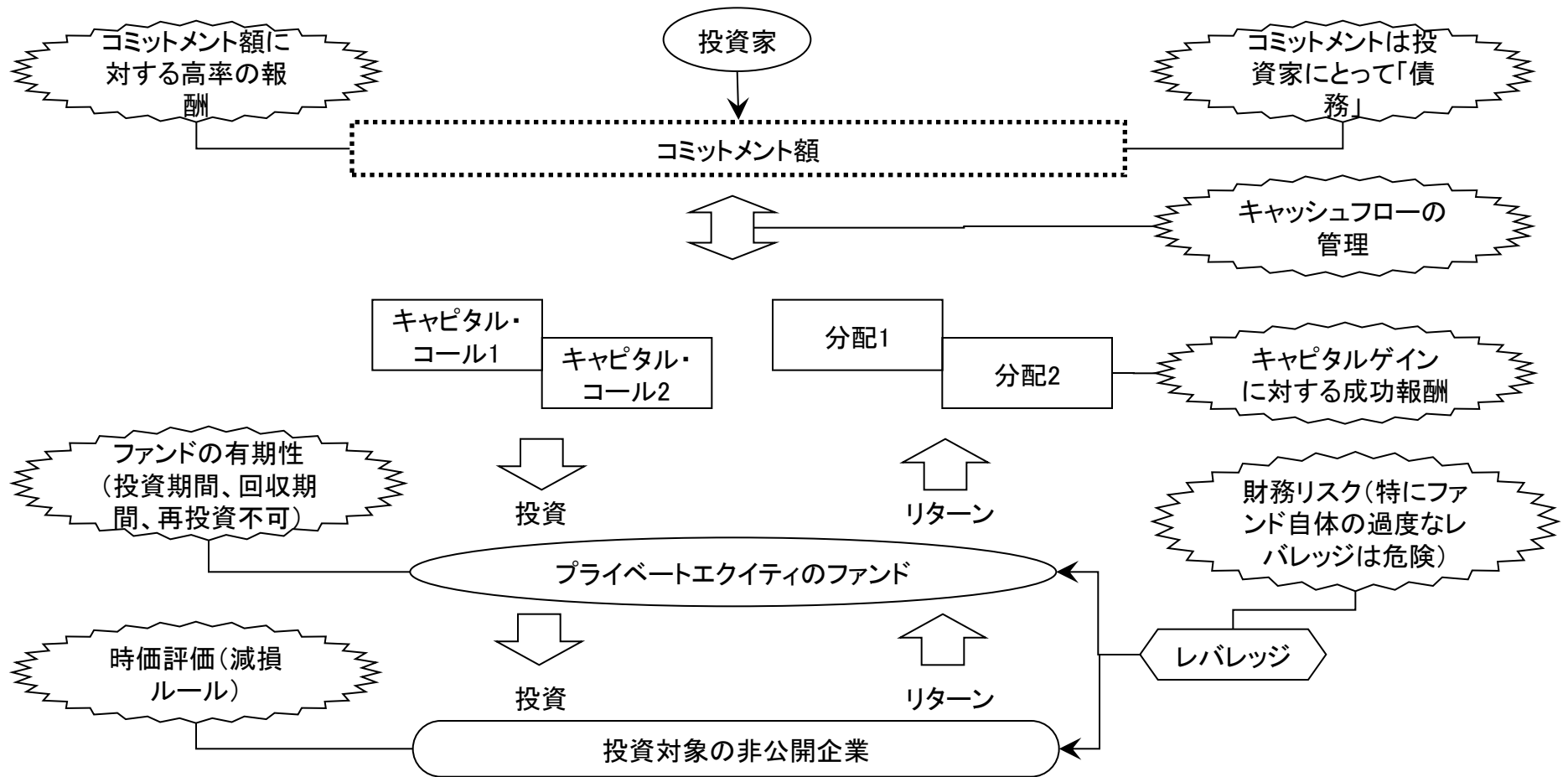


二つの時間のずれは、調和していなければならない。即ち、ビジネスにおける回収の不確実性の大きさとキャピタルストラクチャは、調和していなければならない(不確実性が大きいほど株式の比率が大きくなる)

⇒事業リスクの大きなベンチャー企業の場合、株式100%が普通

⇒事業キャッシュフローを読み易い企業再編・再生案件のバイアウトではレバレッジも取りうる(追加的財務リスク)

# プライベートエクイティのファンドの構造上の問題点

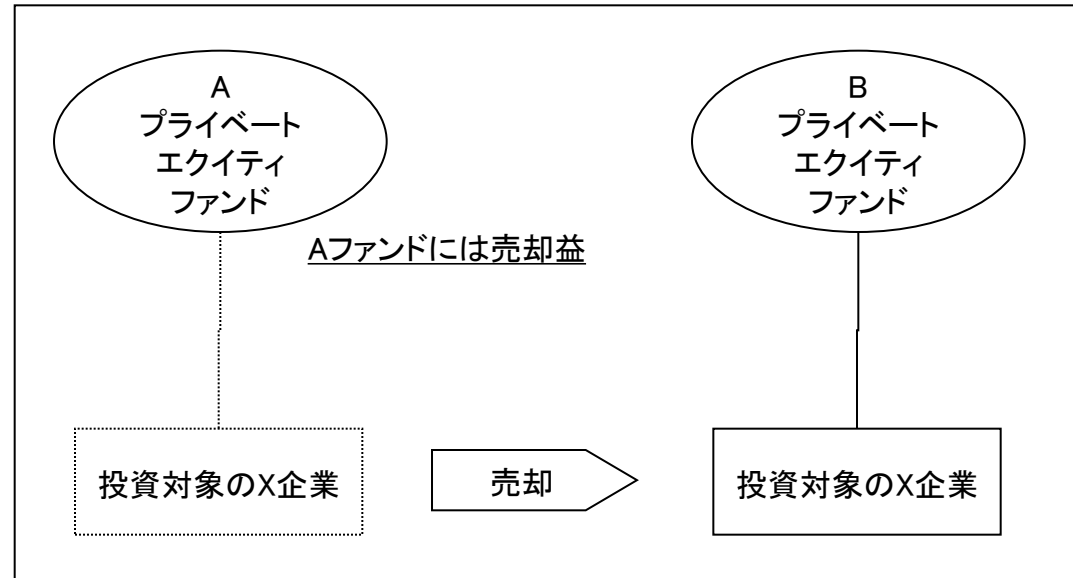


⇒Jカーブ(最初の時期はマイナスが続くこと) = コミットメントに対する報酬、減損、回収までの時間

⇒ファンドの有期性 = オポチュニスティック(ファンド設定時期のタイミングが大きな影響、ビンテッジごとにリターンのばらつき)

AファンドとBファンドの合計では何も利益はない

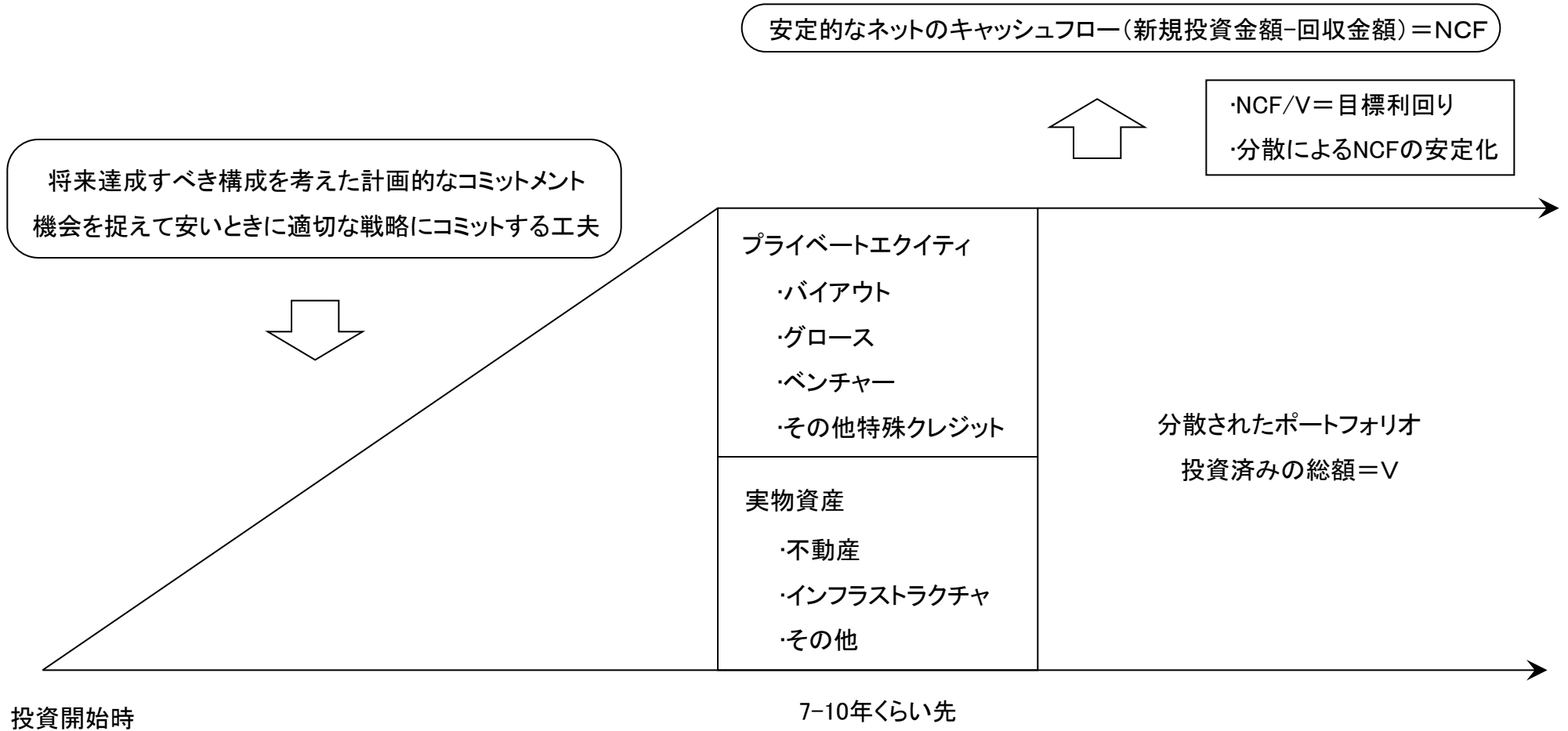
(Aファンドがとる成功報酬だけマイナス)



- ⇒ 食物連鎖:ミドルマーケットのバイアウト(中企業の買収)のファンド間売買、もしくはミドルマーケットからラージ(大企業の買収)への売却は、事業再編による付加価値を生む限り、全体として有効
- ⇒ レバレッジを介在させると、実態としては付加価値のない中で、レバレッジによる見かけのリターンが出る可能性
- ⇒ たとえば、日本の不動産私募ファンドからJ-REITへの物件の売却の場合、不動産市場全体としては、リターンが出ていなくても、私募ファンドだけには売却益がでる。特に、J-REITがレバレッジによって購入する場合には、実質的には、その私募ファンドのリターンは、レバレッジによる架空のリターンと変わらない。

# 非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)

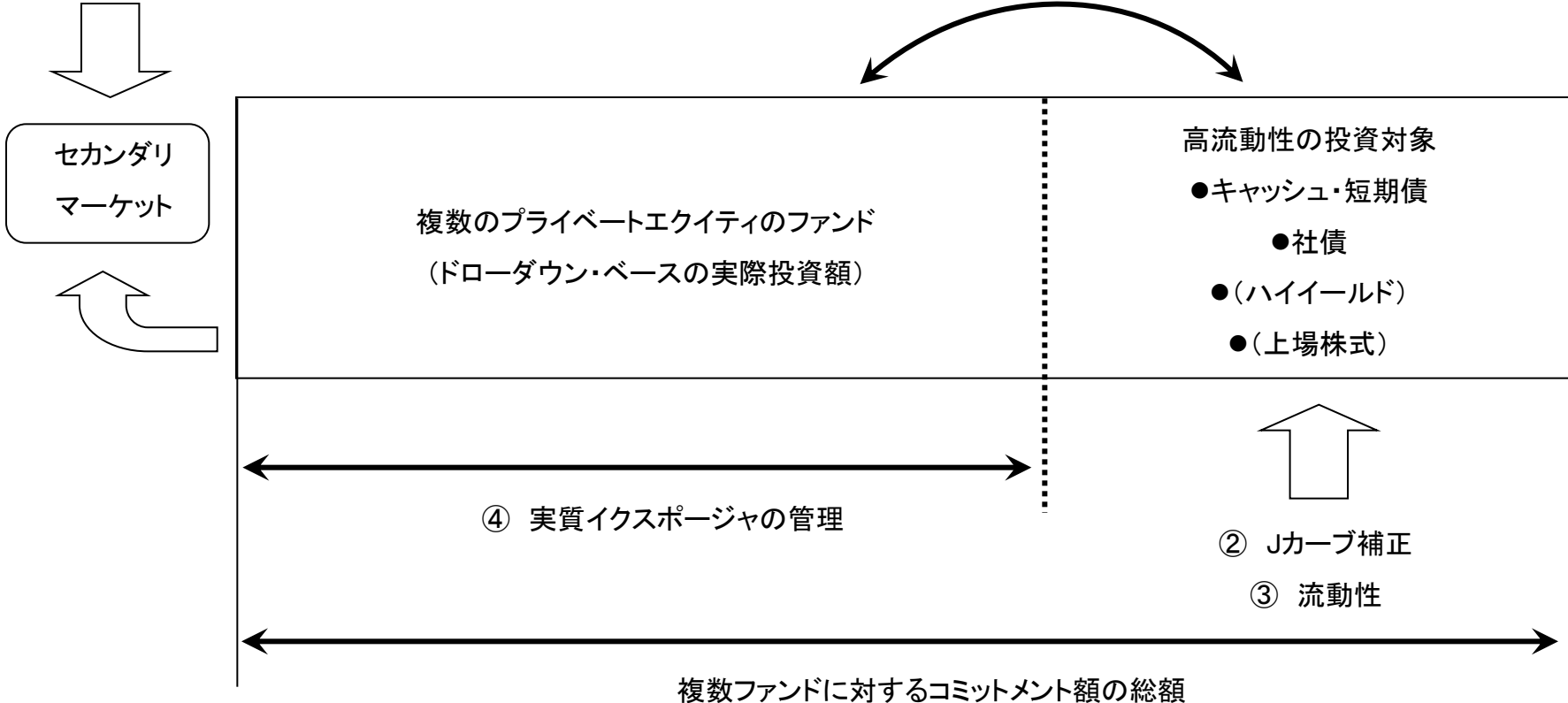
長期運用における「流動性」とは、「売却できる」ことではなくて、安定的キャッシュフローを生む仕組みに構造化すること



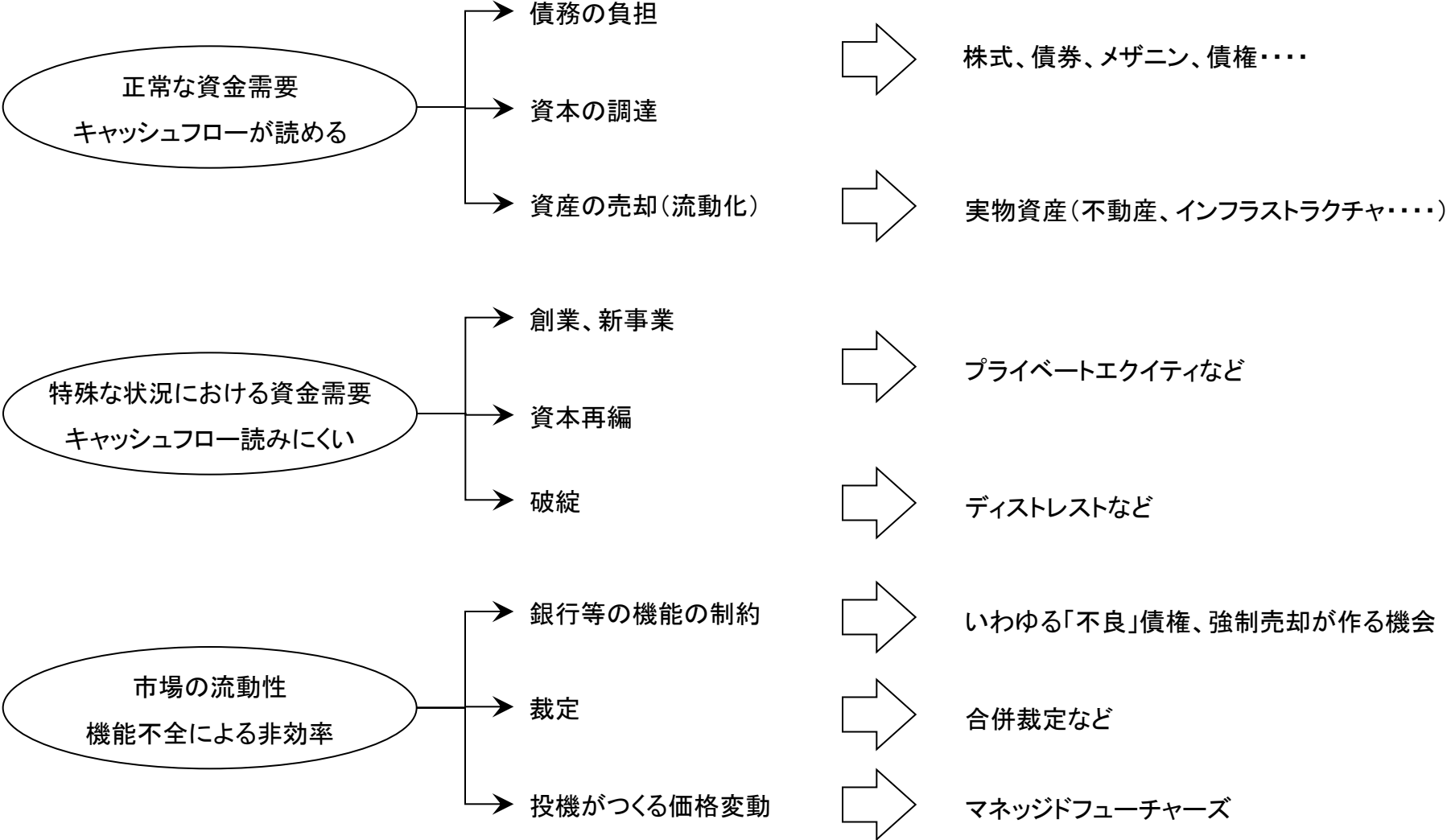
# 構造化された投資の方法

⑤ ある程度の流動性

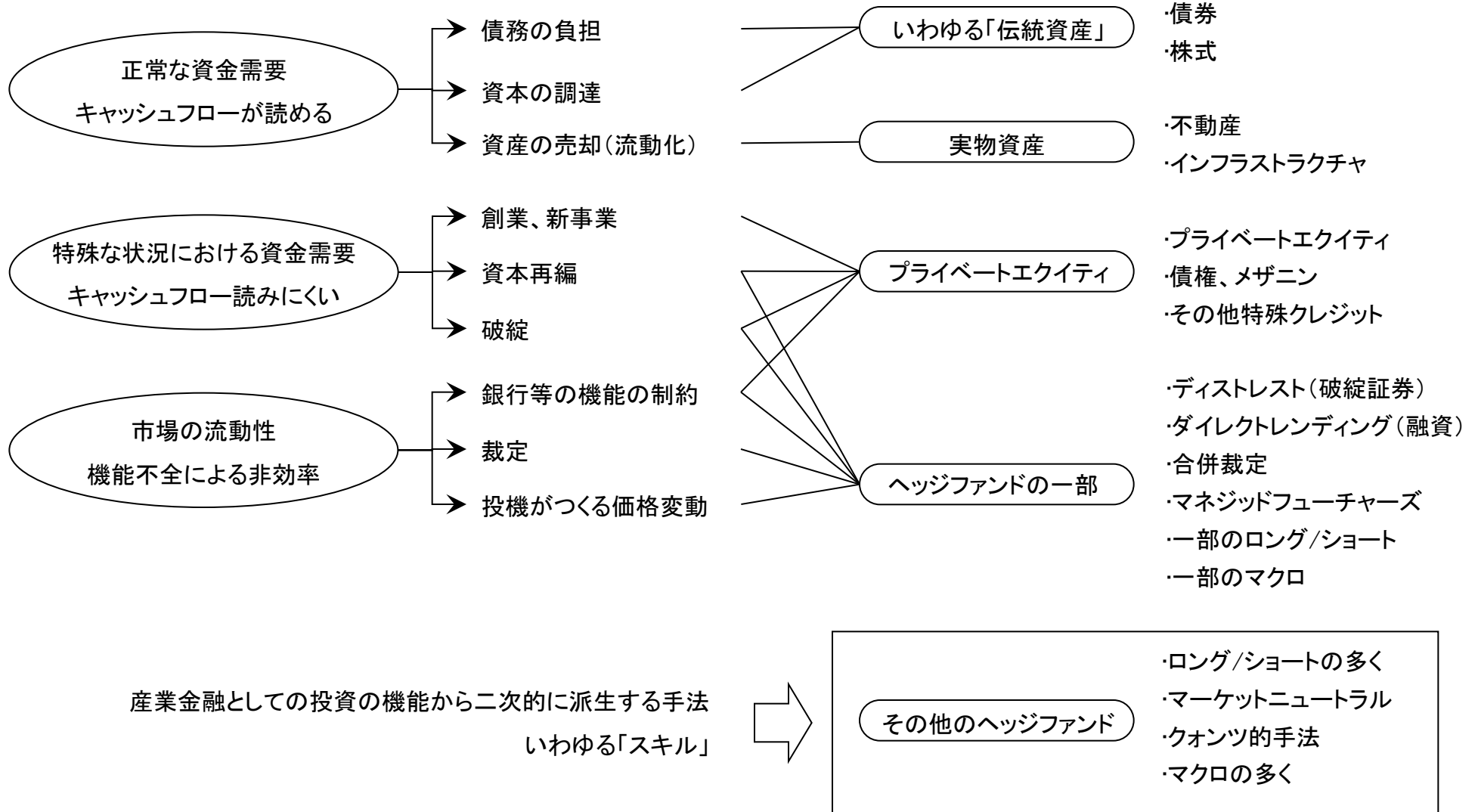
① キャッシュフロー管理  
キャピタルコール  
ディストリビューション再運用



# 社会的資金需要に裏付けられた投資(=安全性の基礎)



# 「オルタナティブ」の再構成



- 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。