

## クレジット投資の魅力

－ 信用供与メカニズムの構造問題と投資機会 －

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

2014.02.12

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



概要	2~4
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
変質した資本市場の仕組み	6
金融機能の解体とリファイナンス	7
真正売却と倒産隔離	8
信用リスクの濾過機能と格付けの問題	9
伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法	10
キャピタルストラクチャの多様化	11
信用の収縮と代替的与信方法の拡大	12
実物資産の創出(アセットファイナンス)	13
「メザニン」の投資機会	14
「不良債権」の投資機会	15
歪んだ国債のカーブ	16
信用リスクと表面金利の関係に歪みはないか	17
信用リスクとスプレッド	18
信用リスクの誤解	19
資産担保証券の難しさと機会	20
日本型金融システム	21
価格変化と需給不均衡の拡大効果	22

# 概要

## 資本構成(キャピタルストラクチャ)の理論

企業金融の理論は、資本構成の理論です。最適な資本構成というのは、資本構成上の最上位にある債務(融資や社債)を、その下部構造(メザニンや株式)との関係で、最も効率的な比率に保つことをいうのです。また、必要に応じて、上部構造の債務のなかや、下部構造のなかに、更に優先順位の異なる種類を作ることも意味します。

## クレジット投資

企業や事業の資本構成上の上位(債権と債券)に対する投資の全体を、クレジット投資と呼んでおきます。クレジット投資は、資本構成上位のなかの優先順位の異なる多様なものの全体を含みます。いわば、信用供与の仕組みの全体が、クレジット投資の機会です。

## 企業金融の王道としての投融資

日本の金融の伝統の一つ、まさに、日本の奇跡の高度経済成長を支えた仕組みに、投融資という考え方があります。投融資というのは、資本構成の全体を、企業の実情に合わせた最適な形で面倒見ようという、企業金融の王道的思想なのです。

## 金融の制度的分業と王道的投融資の狭間

銀行等の融資と、融資以外の資金供与の間に、金融制度的に明確な区分が設けられています。しかし、企業金融の全体からすれば、融資も、融資以外の方法も、資本構成上の位置の差にしかすぎません。やはり、金融の王道は投融資の統合にあるともいえます。制度的に分離すべきものと、実体的に統合すべきものとの狭間に、大きなクレジット投資の機会があるのです。

## 与信リスクの二つの管理方法

与信リスク管理には二つの方法があります。入口管理と出口管理です。入口とは、与信実行時の審査に重点を置くもので、出口とは、回収に重点を置くものです。社債投資では、発行体の信用リスクの変化に対して、売却という出口で対応しますが、融資では、原則として売却しない前提ですので、入口の審査を厳格に行うことで対応します。

## 融資の変容

融資では、原則として売却しない前提でリスク管理する、というのがこれまでの常識です。しかし、近年、急激に融資は変質してきました。即ち、融資の実行(オリジネーション)と、融資にかかわる信用のリスクをとることとが、分離されてきます。いまでは、融資を実行したものが、融資を売却(ディストリビューション)すること、あるいはデリバティブを使って与信リスクをヘッジすること、などが普通になっています。

## 概要(続き)

### 融資を使った資産担保証券

融資を証券化することは、今日、普通のことです。譲渡された融資を担保として、いわゆる資産担保証券(アセットバックトセキュリティーズ ABS)が発行されています。もともと、住宅ローンに代表される融資を使ったABSは歴史が長く、債券市場の重要な一角を形成しているのですが、現在では、利用される融資の範囲が広がっています。

### モラルハザードの可能性

融資実行者が売却を前提にして融資を実行するようになると、信用リスク管理の基本である審査に厳格を欠くようになる可能性を否定できません。融資は債権者と債務者の私的関係性に基づく取引であり、融資実行者は債務者にかかわる情報を私的関係性の中で得ています。しかし、その融資の流動化によって作られる証券の投資家は、そのような情報を得ていません。ここに情報の非対称性があり、モラルハザードの可能性があります。

### 格付とサブプライムの問題

証券化された融資を証券として投資する投資家は、一般的には、格付等を基準として購入し、格下等の事由による売却によって、信用リスク管理をしています。情報の非対称性の上に、もしも、融資実行者が乱脈な融資をし、一定の格付要件をクリアするように巧妙に流動化して証券を創出すると、そのような証券への投資家は、極めて危険な立場におかれます。これが、サブプライム問題の核心です。

### 流動化し得る融資の限界

融資の証券化とは、債権管理者を失うことでもあります。故に、定型化された住宅ローンや、クレジットカード債権、自動車ローン、一定要件を備えた不動産向けローンなど、統計的に債権管理できる融資以外は、証券化に不適切だと思われれます。その節度を越えた例が、サブプライムでありましょう。

### 銀行の資本規制がつくる投資機会

理論的には、いかに信用リスクに格差があっても、予想損失が金利で補償されるように、金利水準が定められている限り、統計的総合収益は、同じです。ところが、予想損失を事前に引き当てる銀行の資本規制の下では、信用リスクが高くなると、資本コストがかかる分だけ、金利を引き上げざるを得ません。この金利の上昇分、資本規制を受けない投資家にとって、有利な投資機会が得られます。

### 流動性のコスト

銀行等の金融機関は、保有証券については、売却による市場型リスク管理を行わざるを得ず、保有資産の売却可能性を高く維持する必要があります。一般に、格付の高い証券ほど、流動性は高いものです。信用格付けの高い証券ほど選好されて割高になりやすい一方、低格付証券は割安になりがちです。ここに、投資の機会があります。

## 概要(続き)

### 市場分断による非効率

投資家もつ様々な規制制約や組織的制約により、ある種の類型の対象については、投資できない、投資額が制限される、などの理由で、需給均衡が非効率になる場合が多数知られています。規制のない投資家にとっては、割安な価格での投資が可能になる機会が存在するという事です。

### 手続き費用の高い評価の難しいもの

投資家の内部的な管理方法として、厳格な事前調査の手続きを要するものは、その手続き費用が障害となり、少数の専門家に投資家層が偏る、つまり割安に放置される場合が多くあります。ここに、専門家だからこそ見出せる投資の機会があります。

### 銀行機能の補完としての投資機会

様々な理由で、銀行が融資を抑制せざるを得ない領域では、銀行に替わる代替金融機能が強く求められます。そこに投資の機会があります。現在では、不動産関連、エネルギー関連、船舶関連、中小企業などが、世界的に代替金融機能を強く必要とする分野なのでしょう。

### 多様な投資機会の創出

信用供給の仕組みが変われば、様々な代替的資金調達の方法が工夫されてきます。下部構造(メザニンなど)に引き付ける設計もできるでしょうし、銀行に替わる融資(ダイレクトレンディング)、資産売却を通じた資金調達(アセットファイナンス)から生まれる不動産などの実物資産などがあります。

### 資本構成間の裁定

融資にしても社債にしても、債権一般についての特色は、一つの企業が優先順位の先後関係を持った複数の債務を負担しているという点です。通常金利秩序の下では、劣後しているものが高金利になります。しかし、高度に複雑な優先劣後関係の下で、常時、理論的金利秩序が保たれるわけではありませんし、常に、何らかの非効率が存在します。そこが投資の機会です。

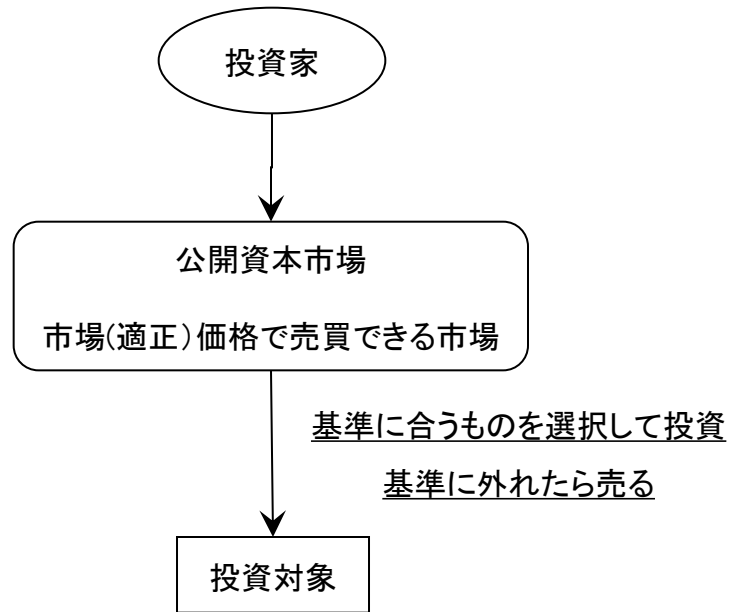
### 資産担保証券の資本構成

資産担保証券は、優先順位の異なる多数の資本構成に分けて発行されます。いわゆるランチング(フランス語の一切れという意味のランシュに由来します)です。原資産価値の変動は、この複雑な資本構成を通じて証券価値に反映してくるのですが、その経路を分析することは必ずしも容易ではなく、価格の大きな非効率の原因になります。

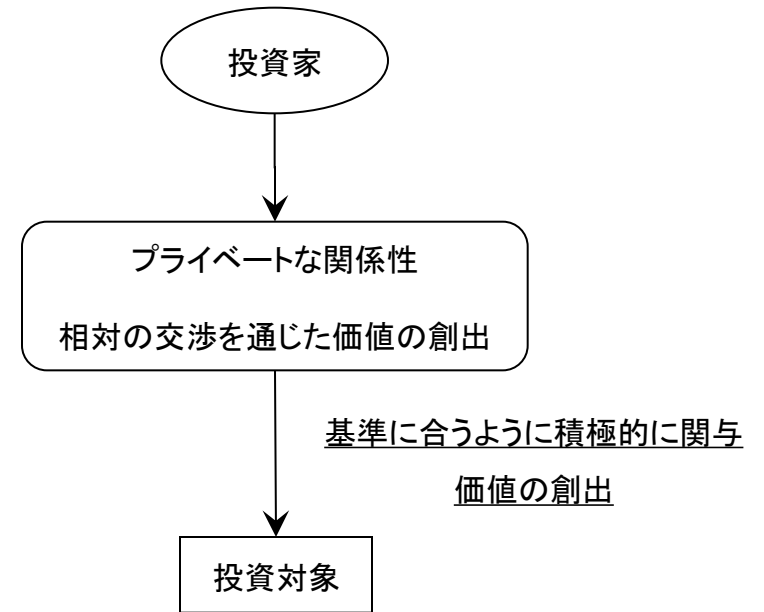
### 時価評価のわな

社債でも融資でも信用関連の金融商品は、全て業者間の相対取引です。現在のように需給均衡が崩れ、しかも取引業者である証券会社の在庫を持つ力が大きく低下している局面では、気配としての時価の妥当性に大きな疑念が生じています。必ずしも実態を反映しない時価で評価することによる見かけ上の損失が、ロスカットなどの売りを誘発し、さらに需給が崩れるというプロシクリカリティの異常な状況可能性が、常に存在しています。

# 市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル

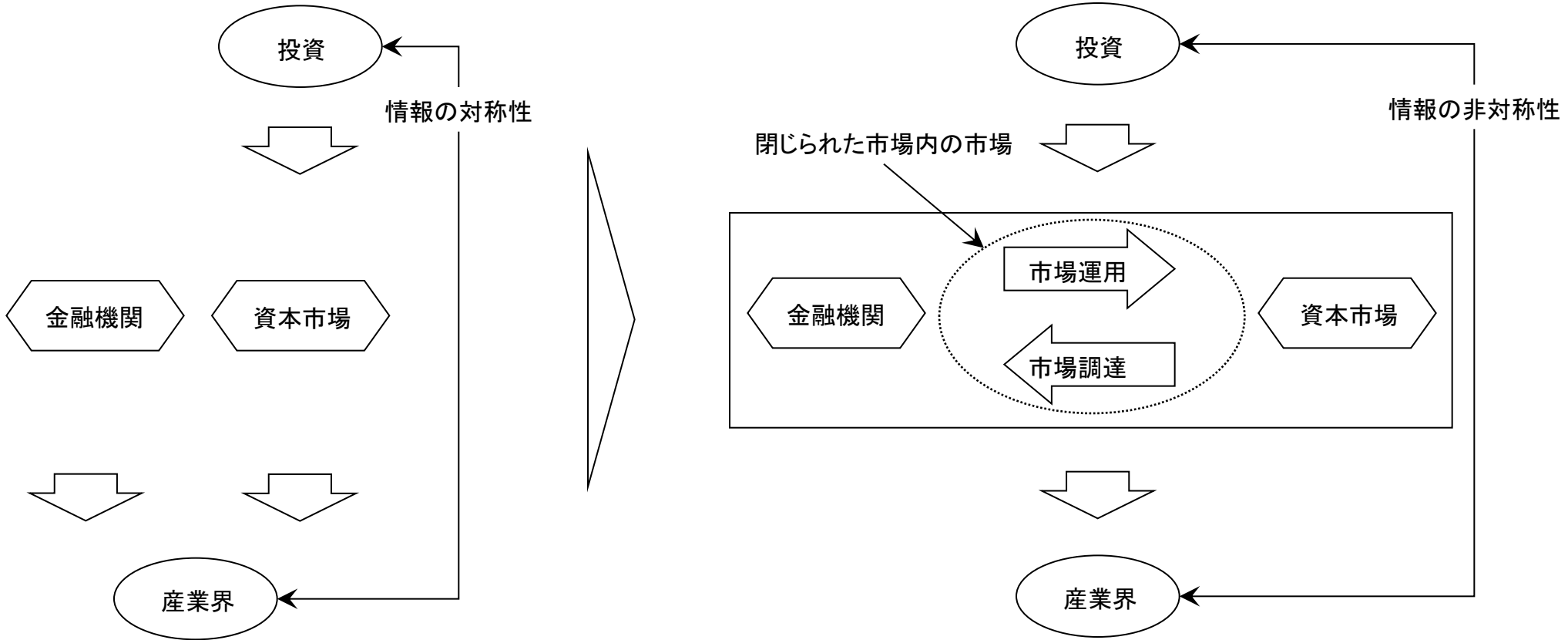


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



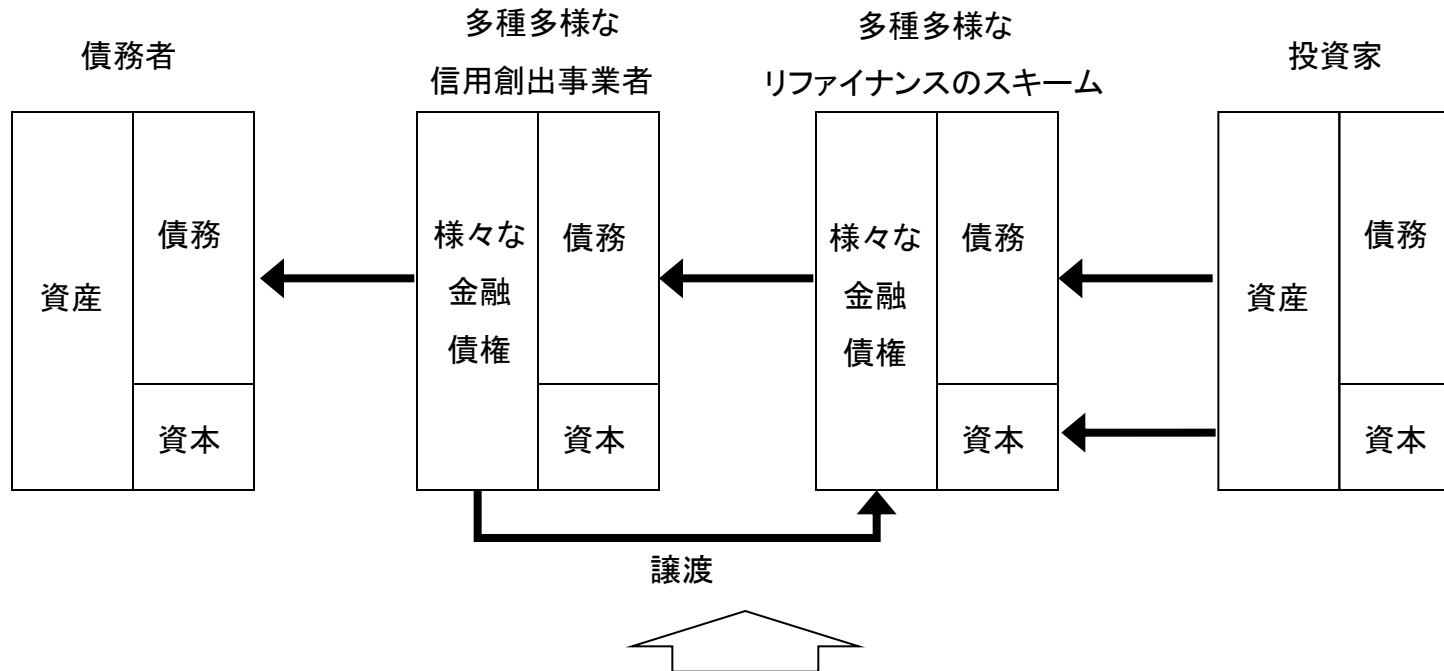
- ⇒ 関係性によるリスク管理=リスクの直接的管理
- ⇒ いわゆる「バリューアップ value up」
- ⇒ 積極的な行動による価値の創出=経営陣との協働
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

# 変質した資本市場の仕組み



# 金融機能の解体とリファイナンス

信用創出機能(オリジネーション)と信用供与機能(リファイナンス)の分解

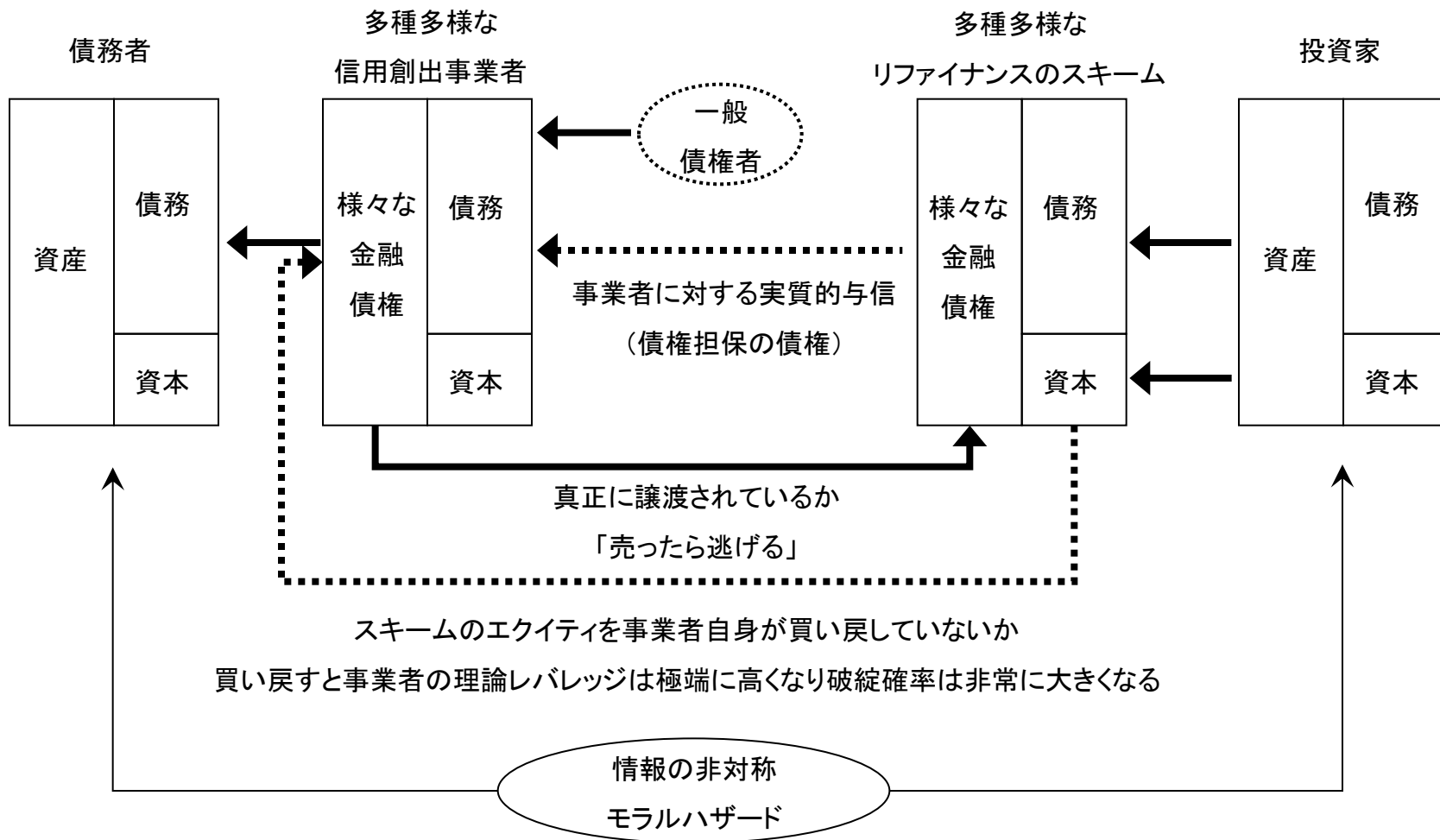


- ・真正譲渡、譲渡担保、担保など、微妙に法的構造の異なる多種多様なスキームがありうること
- ・クレジット・デリバティブや、保証など、オフバランスの取引も組み合わせうること
- ・倒産隔離の観点からは、真正譲渡が望ましくても、債権管理・回収の観点からは、事業者の管理下におく担保型にも別のメリットのあること

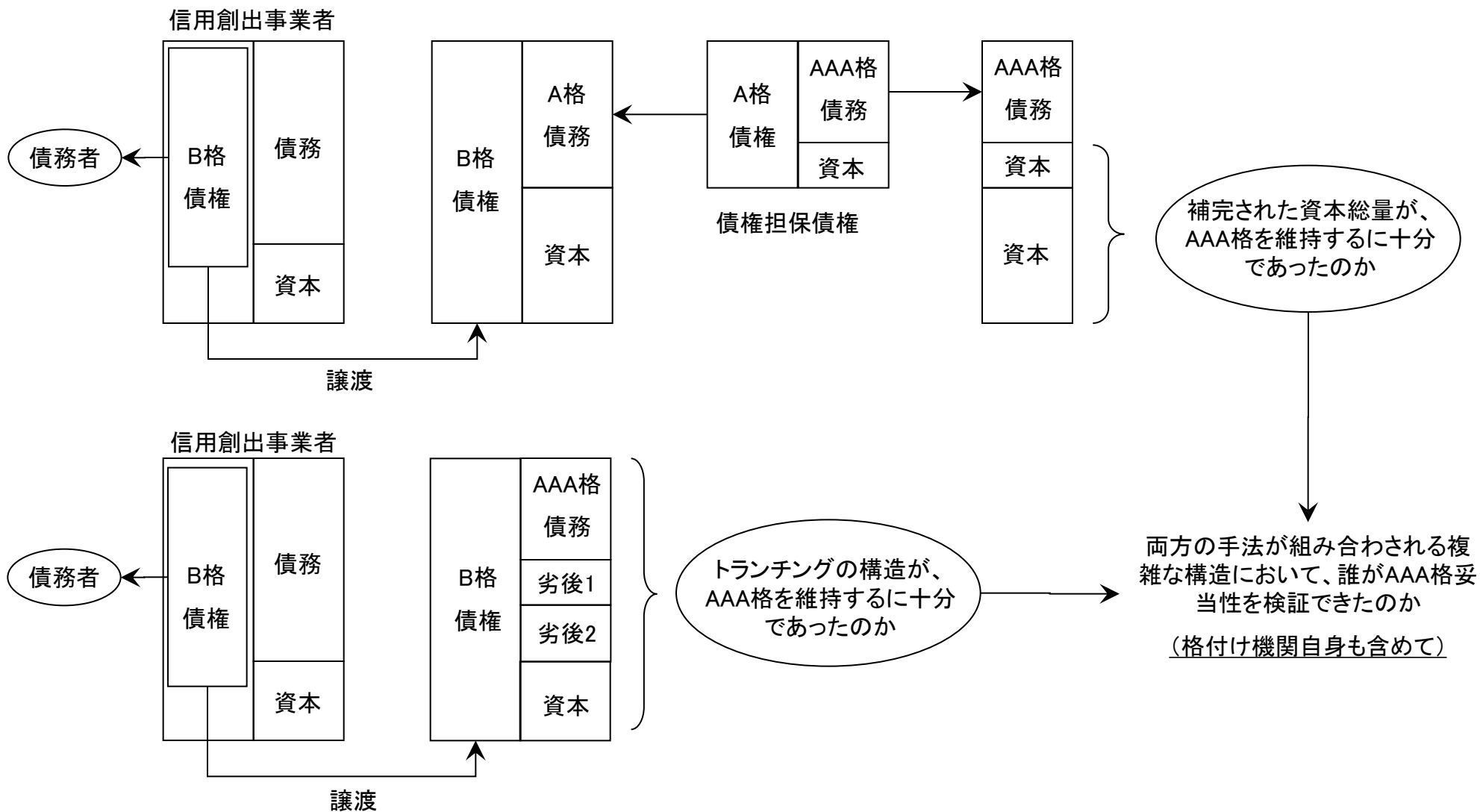


# 真正売却と倒産隔離

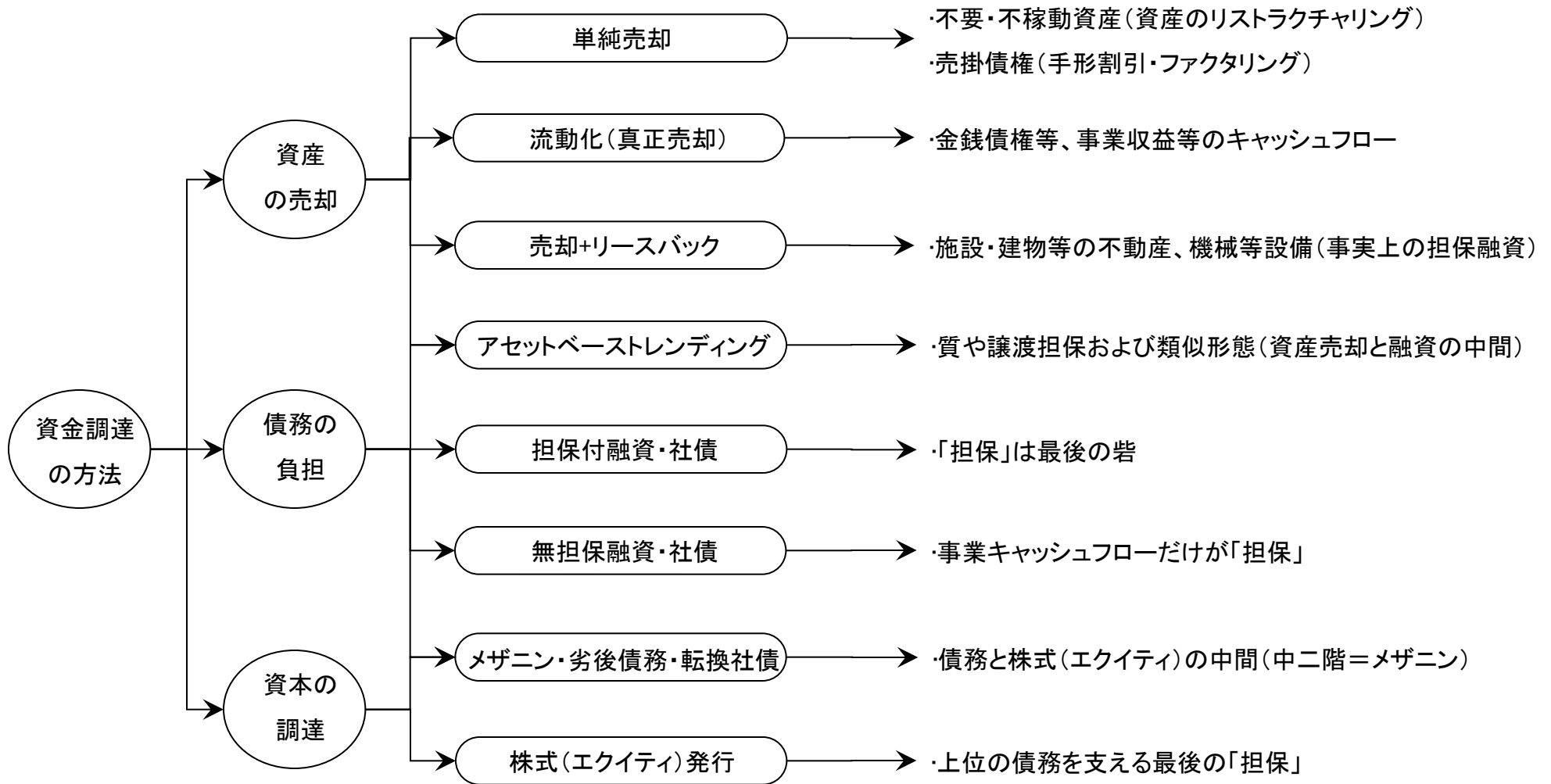
原債権がリファイナンス・スキームに対して真正売却されていることなど、信用創出事業者の破綻からの隔離が前提となる



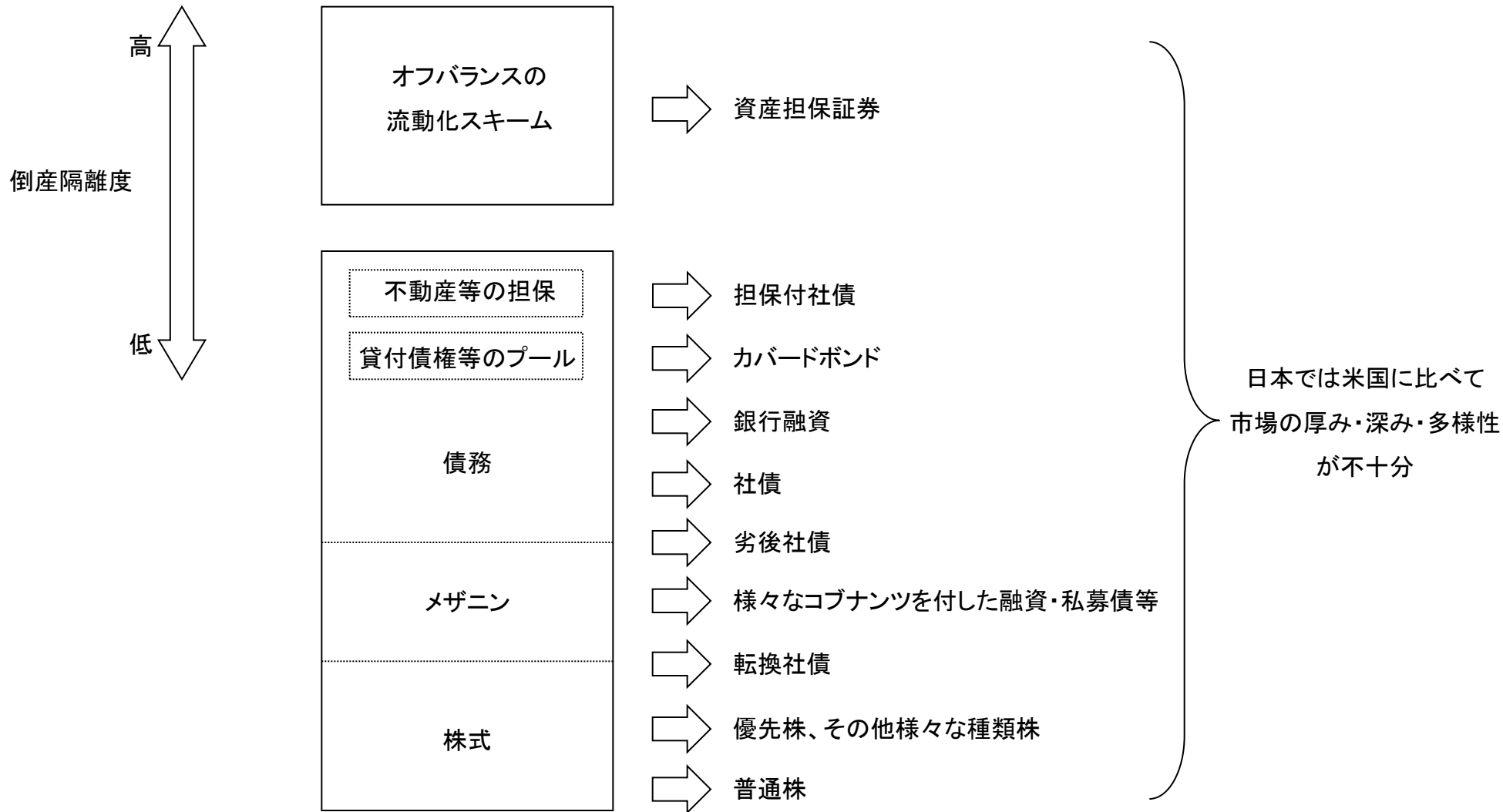
# 信用リスクの濾過機能と格付けの問題



# 伝統的融資の限界と代替的ファイナンスの方法



# キャピタルストラクチャの多様化



# 信用の収縮と代替的与信方法の拡大

資産	融資
	資本

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

資産	融資
	資本

信用の収縮

資産	融資
	メザニン 資本

メザニン (株式と債務の間) を使った一時的資金調達

資産	融資
	資本

ダイレクトレンディング (銀行等以外からの直接借入)

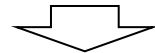
⇒ ファンド (資本規制を受けない) が直接に貸す仕組み

# 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

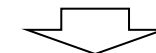
+

不動産のファンド化

収益 物件	債務
	株式

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

資産売却  
による資金調達

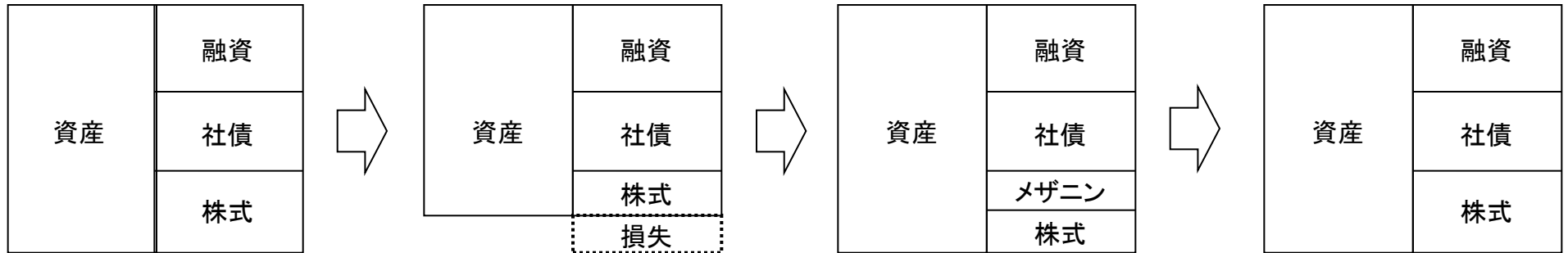


収益物件という  
実物資産の創出



# 「メザニン」の投資機会

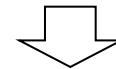
- ・メザニン (mezzanine) とは、建物の中二階のこと。一階を資本 (株式)、二階を債務 (融資や社債) としたときの、中間部分のこと
- ・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース  
⇒劣後債権 (ローン)、劣後社債、転換社債など



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

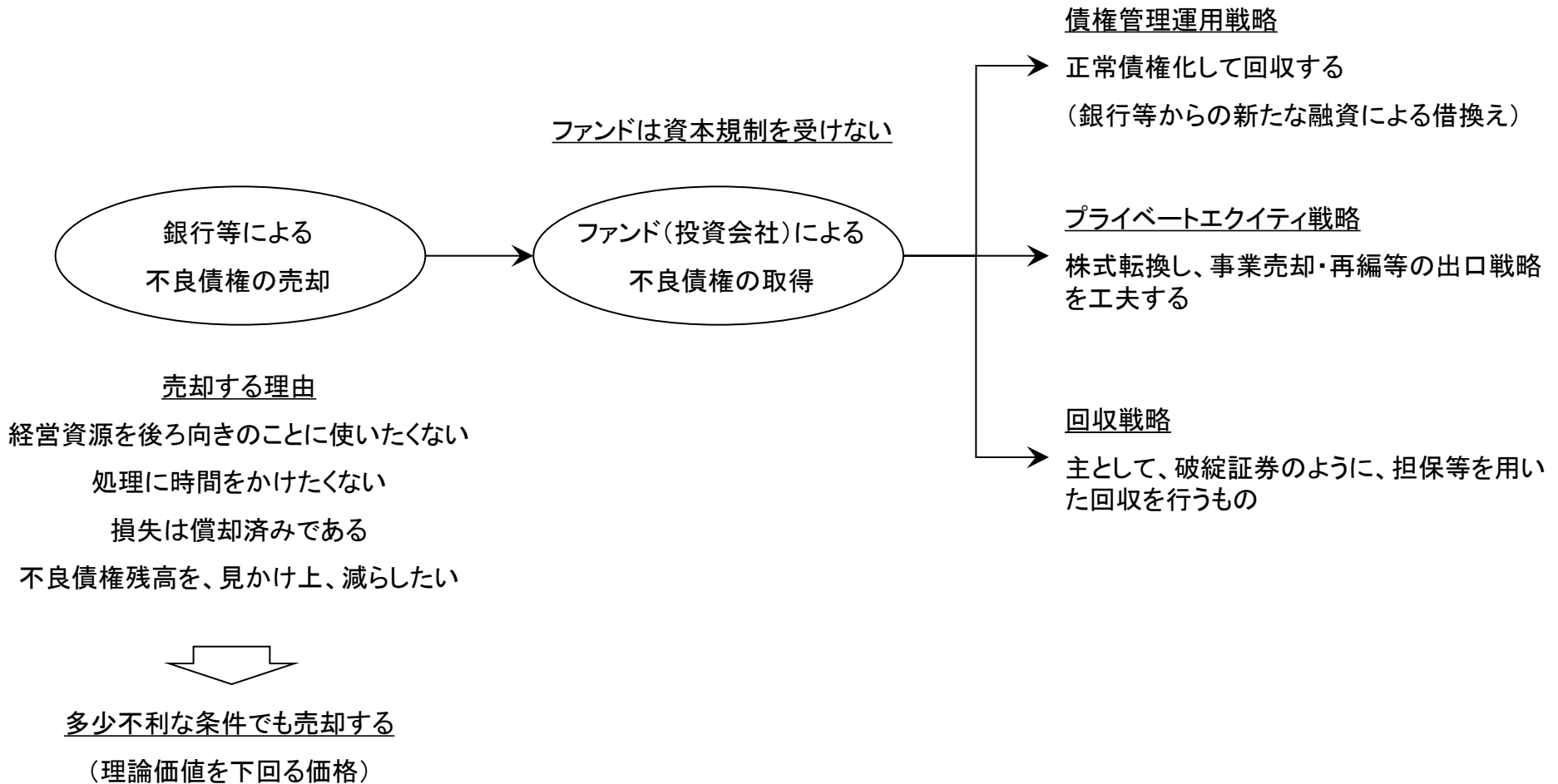
業況回復とともに、メザニンを償還  
株式転換は、原則、望ましくない



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

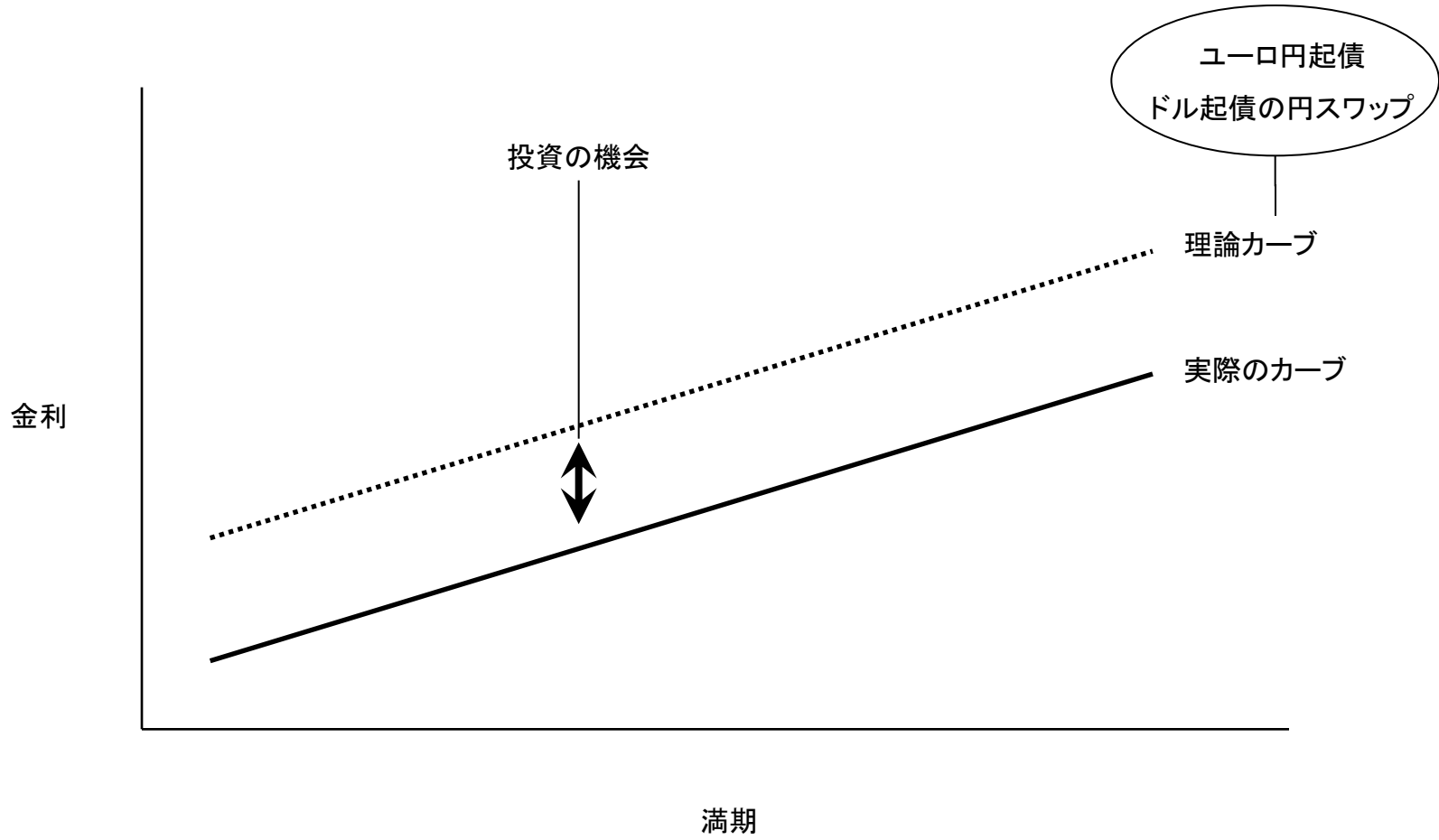
# 「不良債権」の投資機会

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

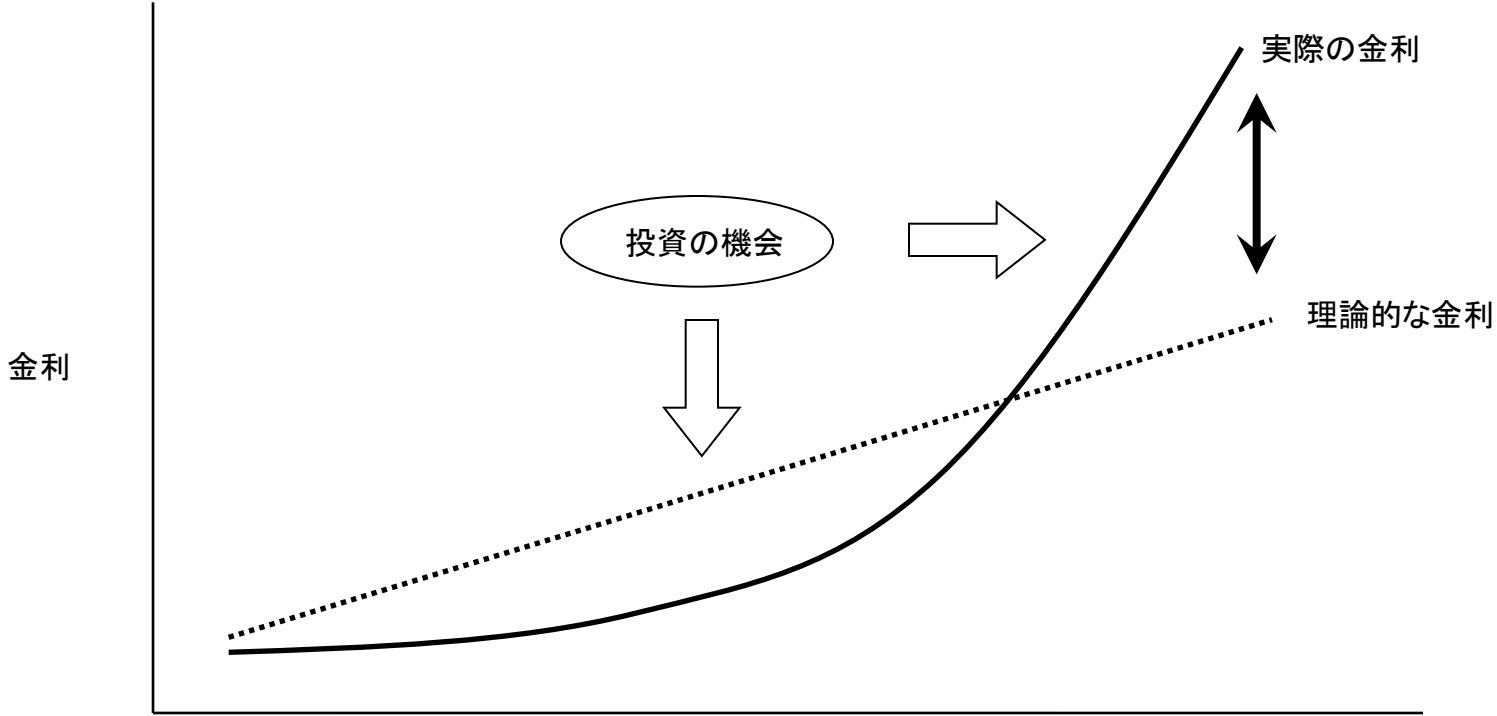




# 歪んだ国債のカーブ

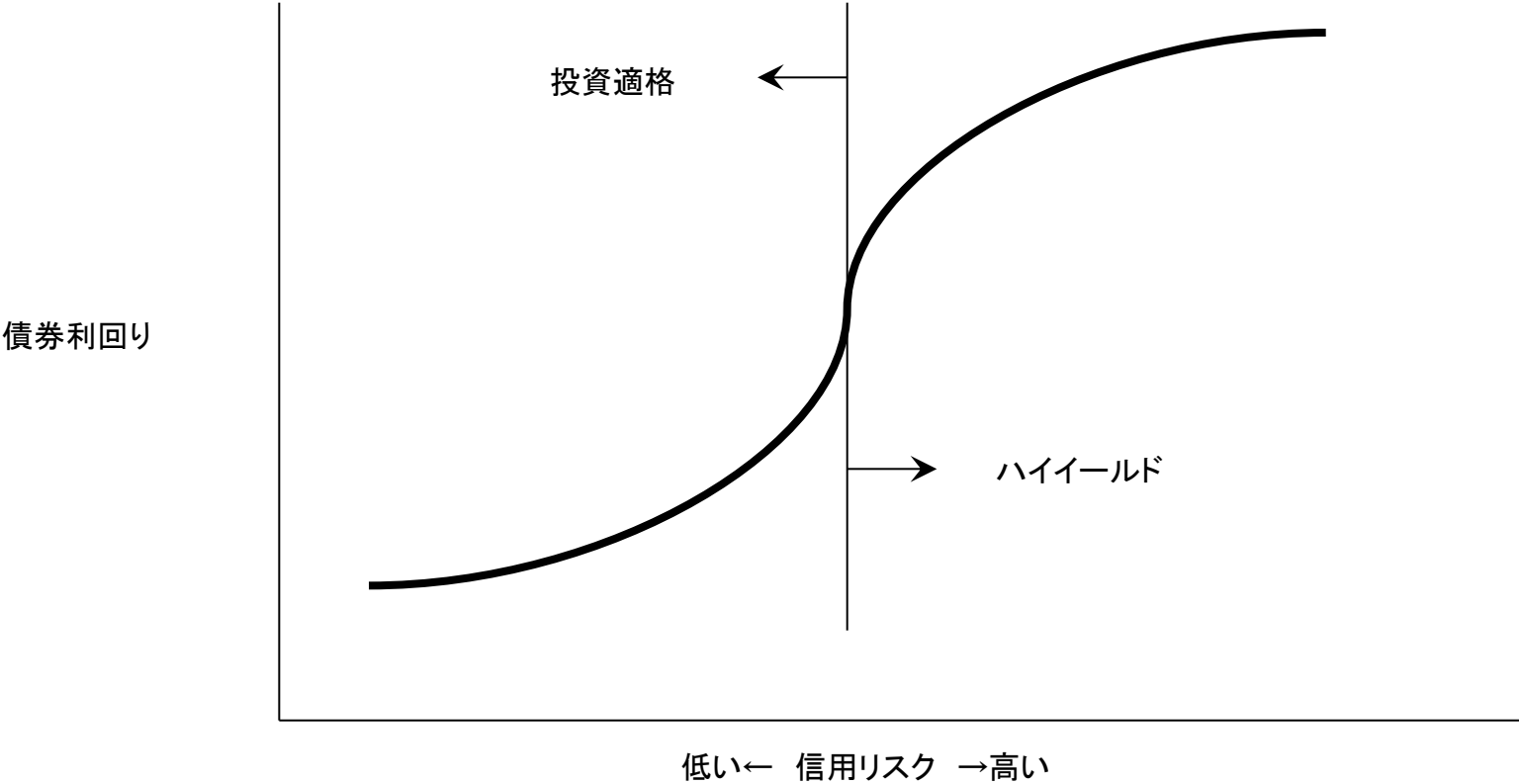


# 信用リスクと表面金利の関係に歪みはないか

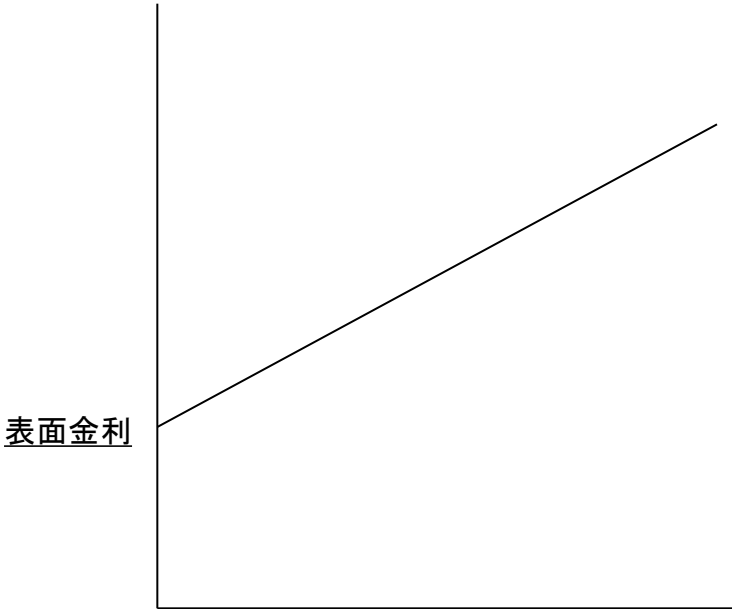


低 ←信用リスク→ 高  
高 ←認知度→ 低  
高 ←流動性→ 低  
単純 ←構造→ 複雑

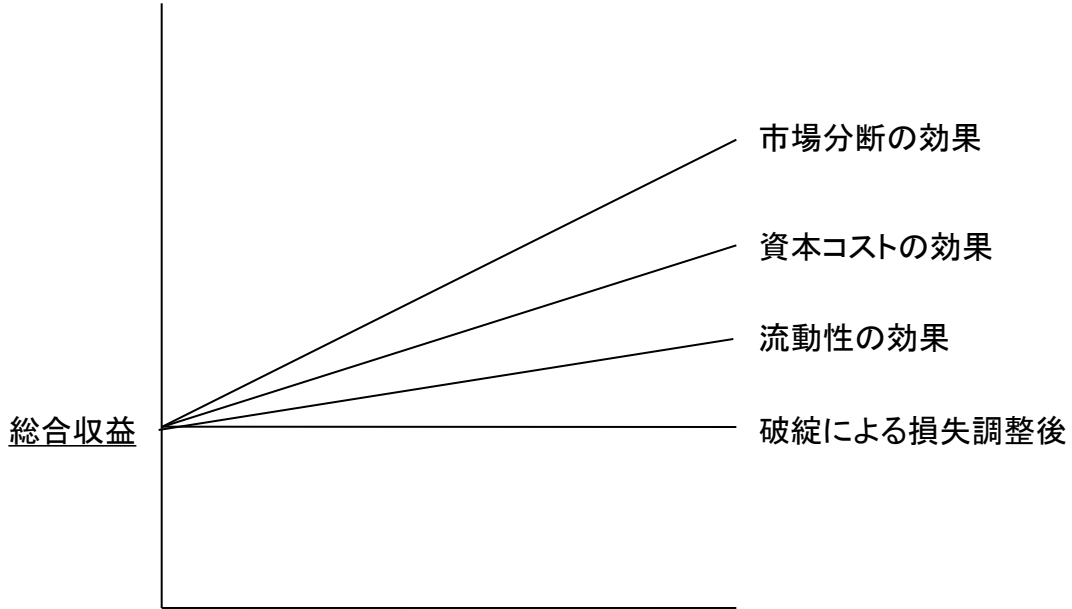
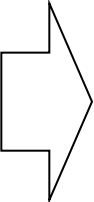
# 信用リスクとスプレッド



# 信用リスクの誤解

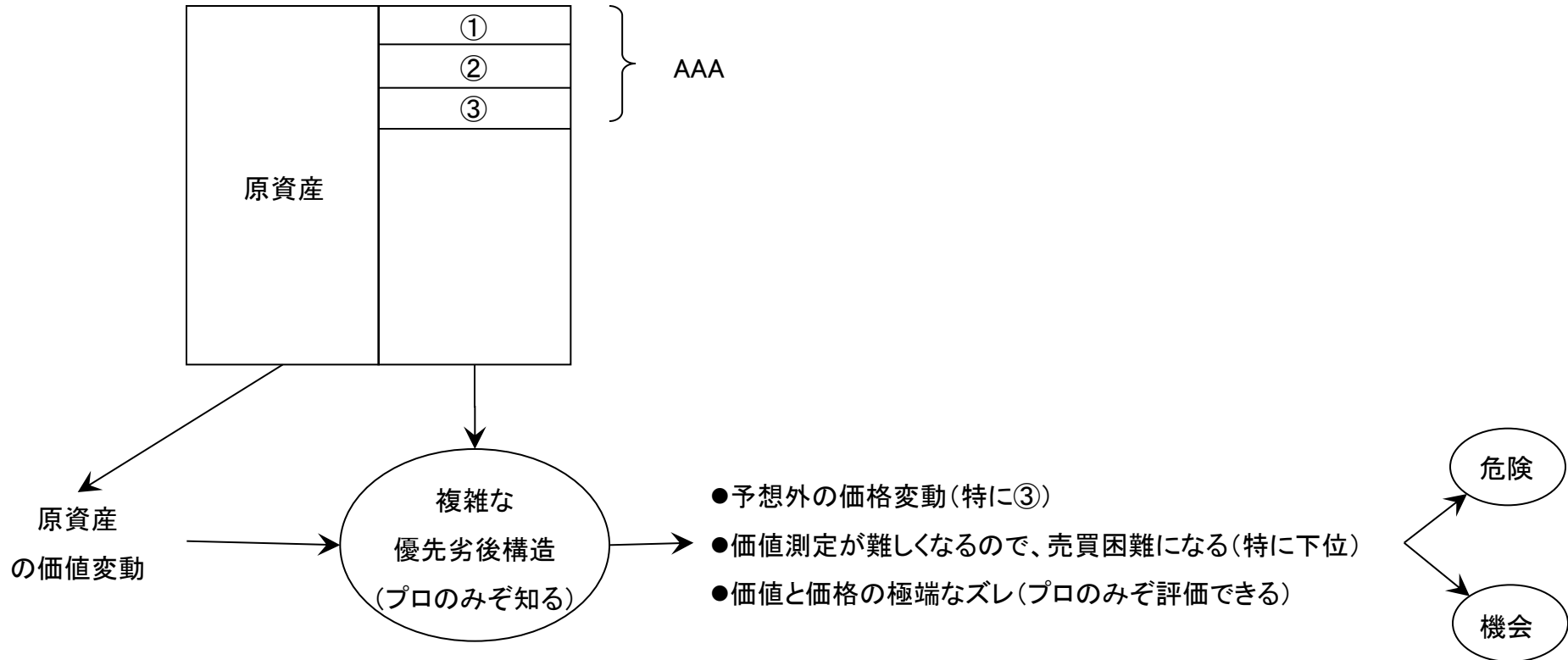


信用リスク(破綻確率)

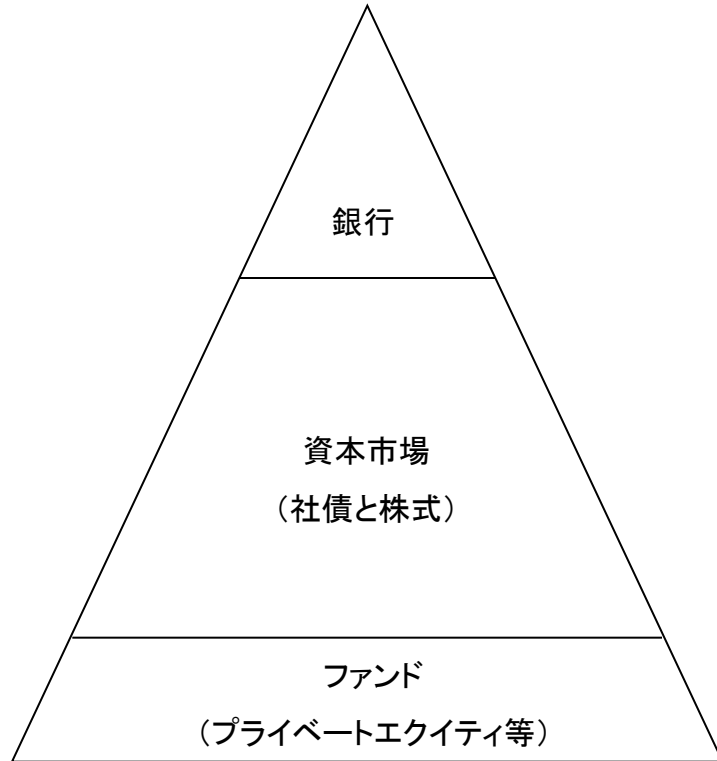


信用リスク(破綻確率)

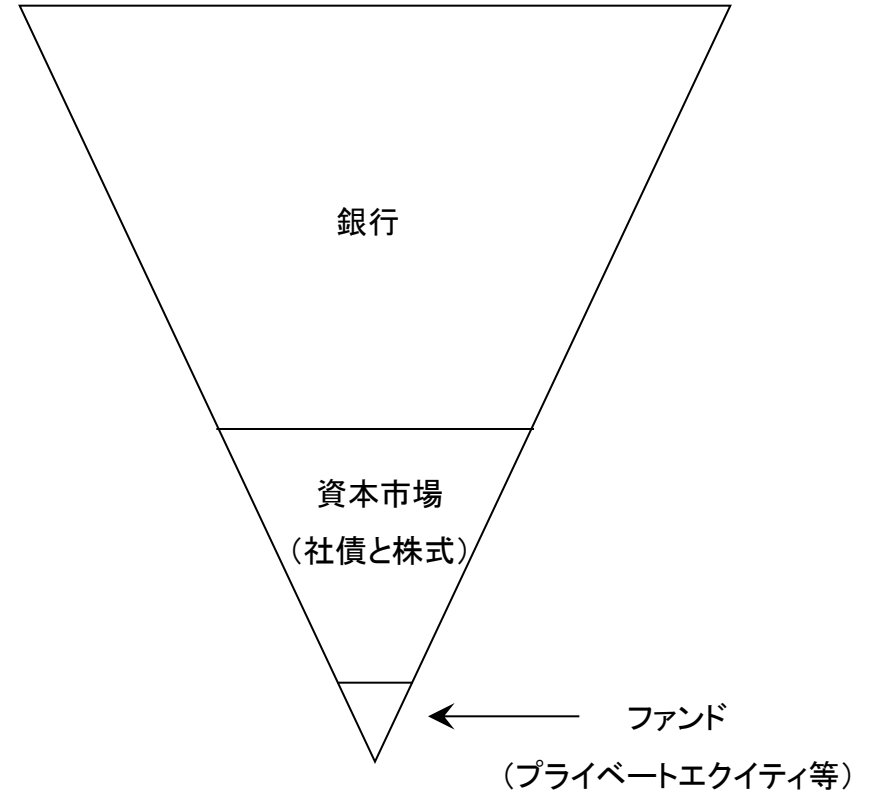
# 資産担保証券の難しさと機会



米国型



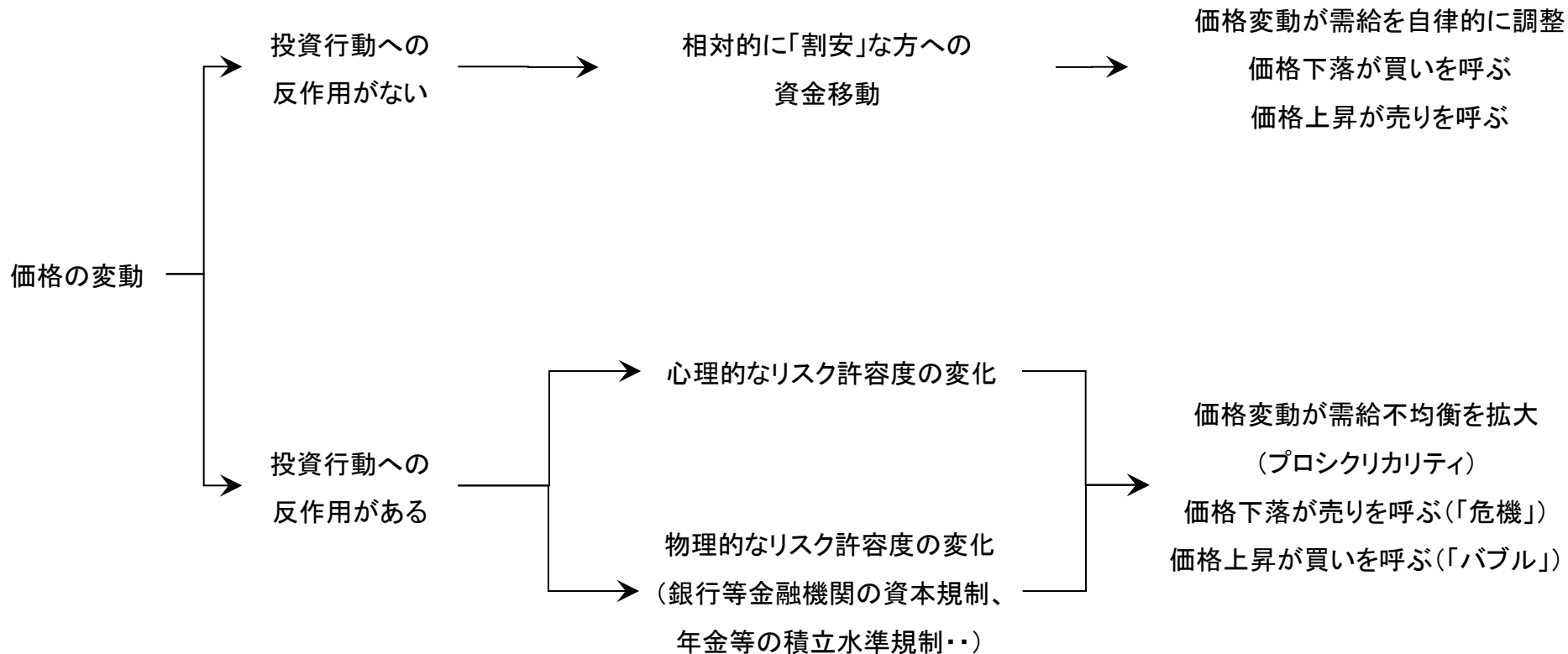
日本型



- 30年遅れた日本(英国サッチャー、米国レーガンの時代の資本市場強化、富裕層・財団の形成)
- 日本型では、銀行が資本市場機能とファンド機能を代替してきた(いわゆる投融資という考え方)
- 日本型の金融システムに、銀行の資本規制を適用することには構造的難点がある

# 価格変化と需給不均衡の拡大効果

価格の絶対値ではなくて、価格の変化率が、価格形成の重要な役割を演じている ⇒ 価格理論(価格による需給調整)が機能しない



- 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。