

プライベートエクイティの基礎編

HCアセットマネジメント株式会社

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

<https://www.fromhc.com>

2021.07.13

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



概要 ①

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、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す。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。

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で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 の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。

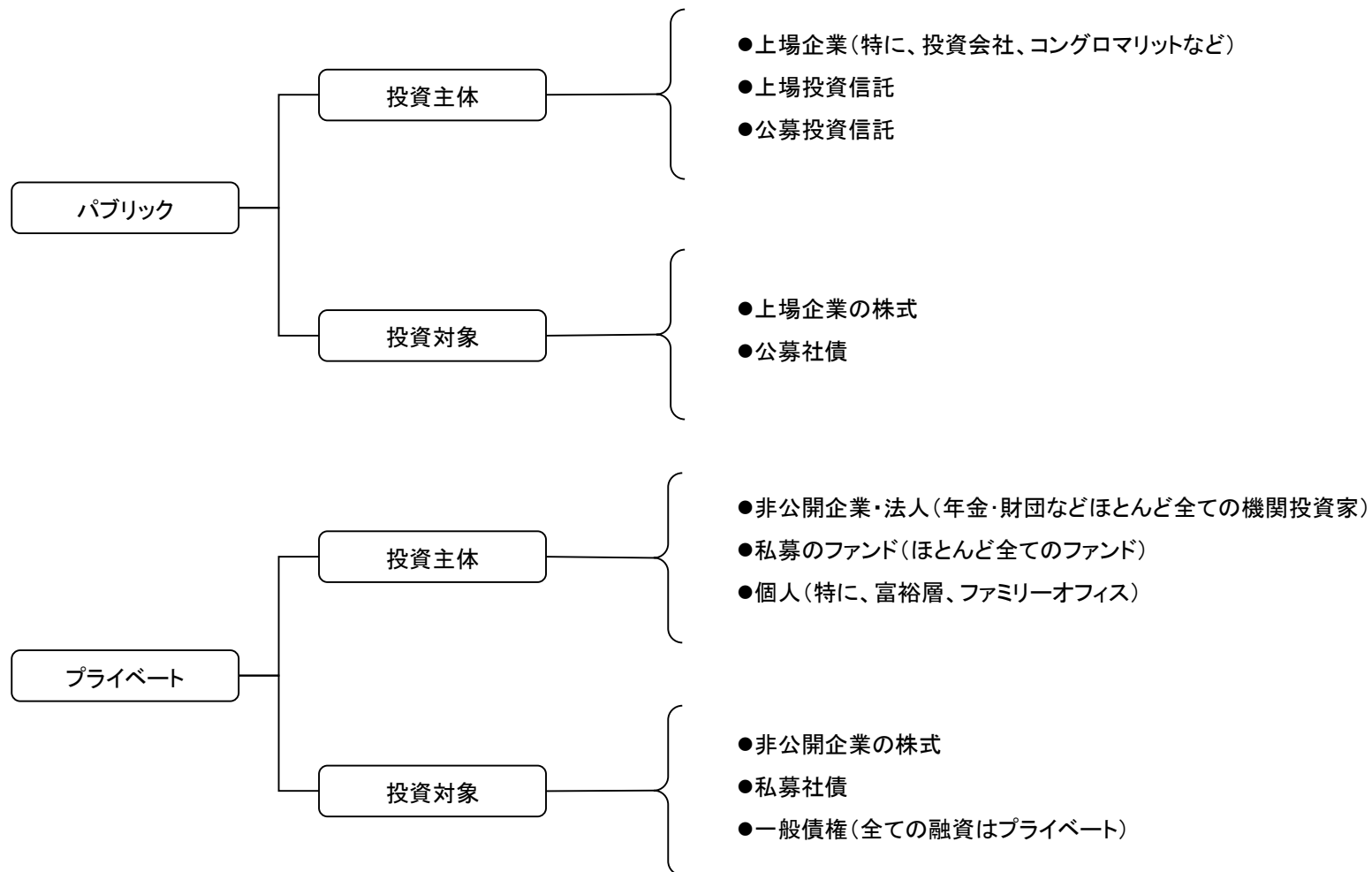
プライベートな関係性の中での情報の対称性

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。

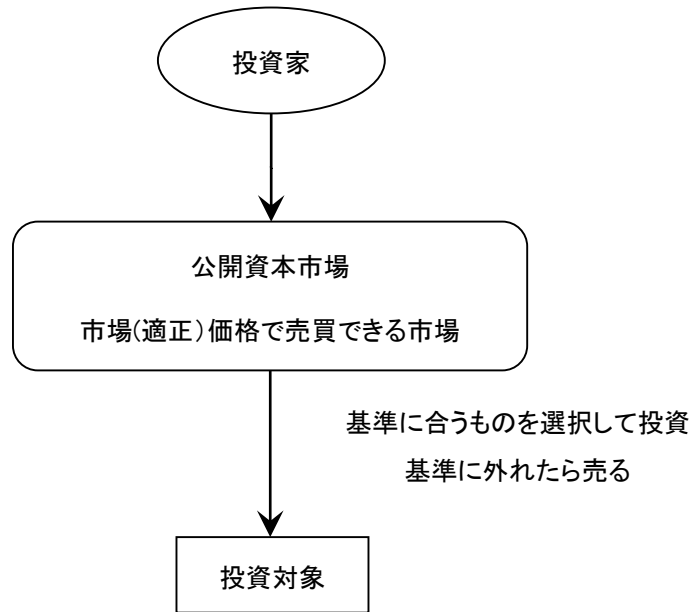
プライベートエクイティの魅力

上場していない株式、要は非公開(または未公開)企業の株式です。プライベートであることの本質は、市場における売買可能性がないが故の私的関係性のなかにおける積極的関与にあります。私的な関係性のなかで提供される資金供与の形態であり、当事者間の随意的な契約関係で足りるということの意味し、起業、事業再編、破綻と再生といった特殊な状況にも対応し得る柔軟性があります。また、非公開であるか故に、規則が比較的緩やかで、経営の自由度が高く、運営コストが低いことや特定少人数のガバナンスなどのメリットがあります。

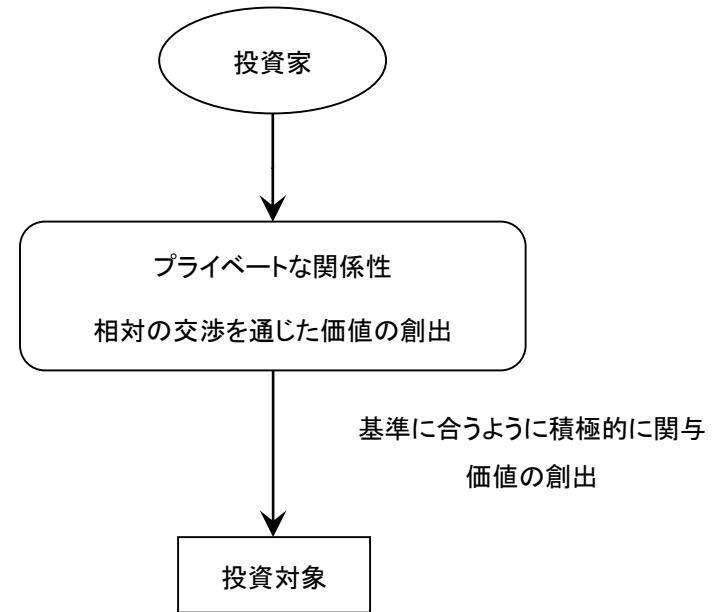
「パブリック」と「プライベート」



市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル

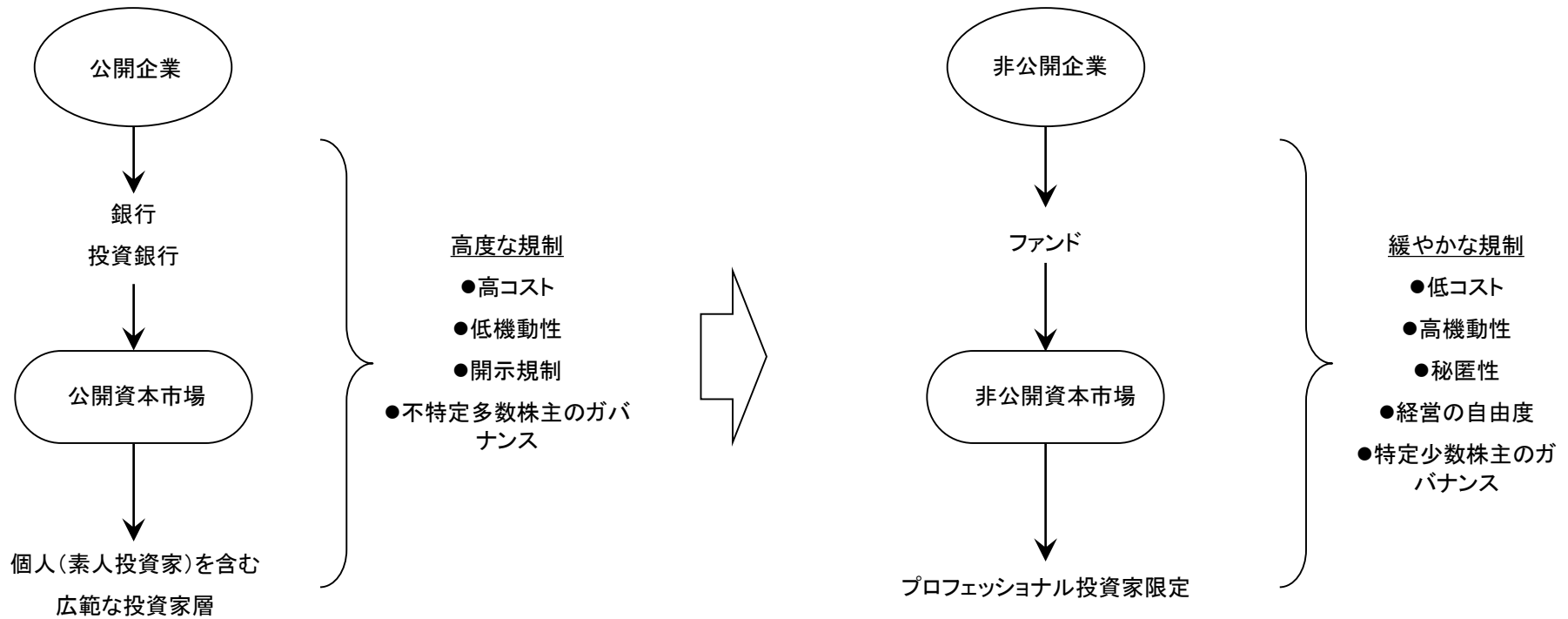


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



- ⇒ 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

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)

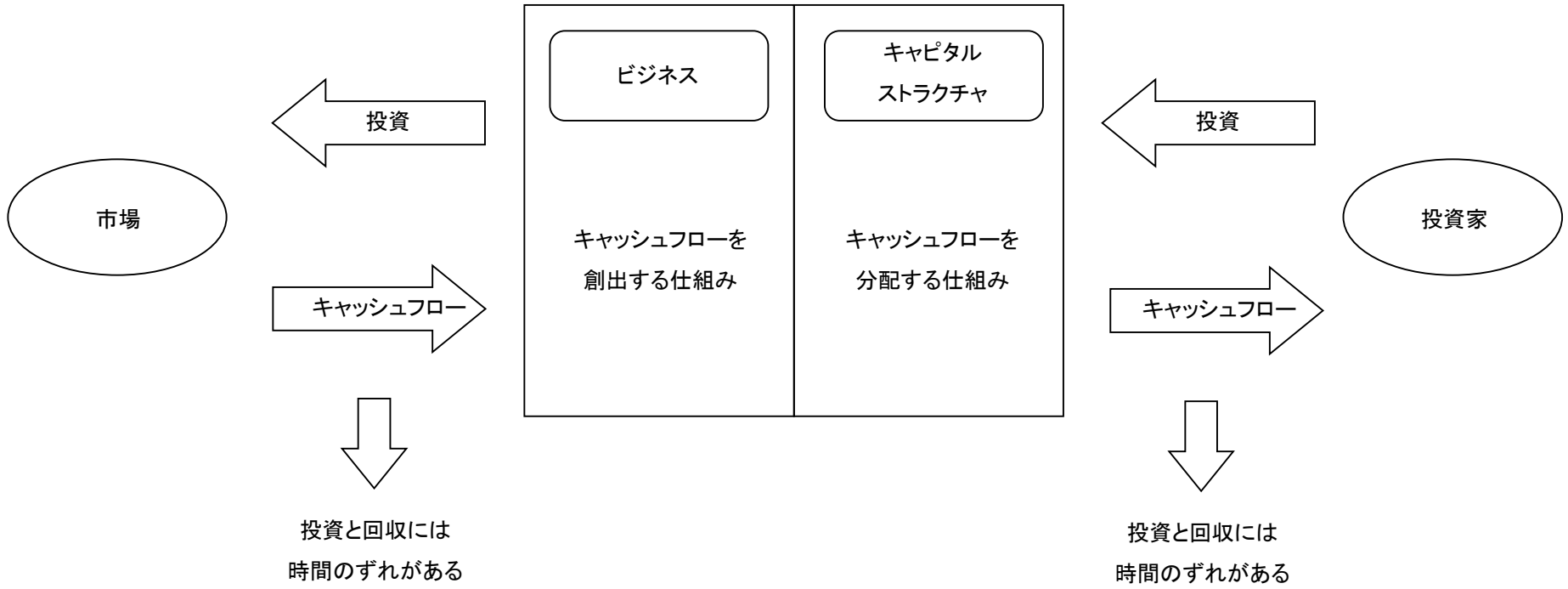
⇒非公開であることのメリットをとるための非公開化の動き(MBOなど)

⇒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

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)

- 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。