

## 非流動資産投資の魅力

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  
一般社団法人投資信託協会

東京 2018.12.18  
名古屋 2018.12.03  
大阪 2018.12.04

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

**HC**  
*asset*  
management

# 目次

概要	2-3
「パブリック」と「プライベート」	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
スルメ金融とイカ金融	6
二つの文化と流動性の再考	7
企業価値と事業価値	8
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)	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
企業再編とプライベートエクイティの投資機会	11
実物資産の創出(アセットファイナンス)	12
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	13
同じ実物資産の中の資産選択	14
信用の収縮と代替的与信方法の拡大	15
「メザニン」の投資機会	16
「プライベート・デット(ローン)」の投資機会	17
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	18
プライベートエクイティのファンドの「二重の非流動性」	19
キャピタル・コール型ファンドのキャッシュフロー例	20
非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)	21
ファンド間売買	22

# 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、相対で行う資金の貸借関係(融資)や、非公開企業へ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、一時的にもせよ、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すが、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。

## 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。

## 概要 ②

### 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、有効なものです。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。

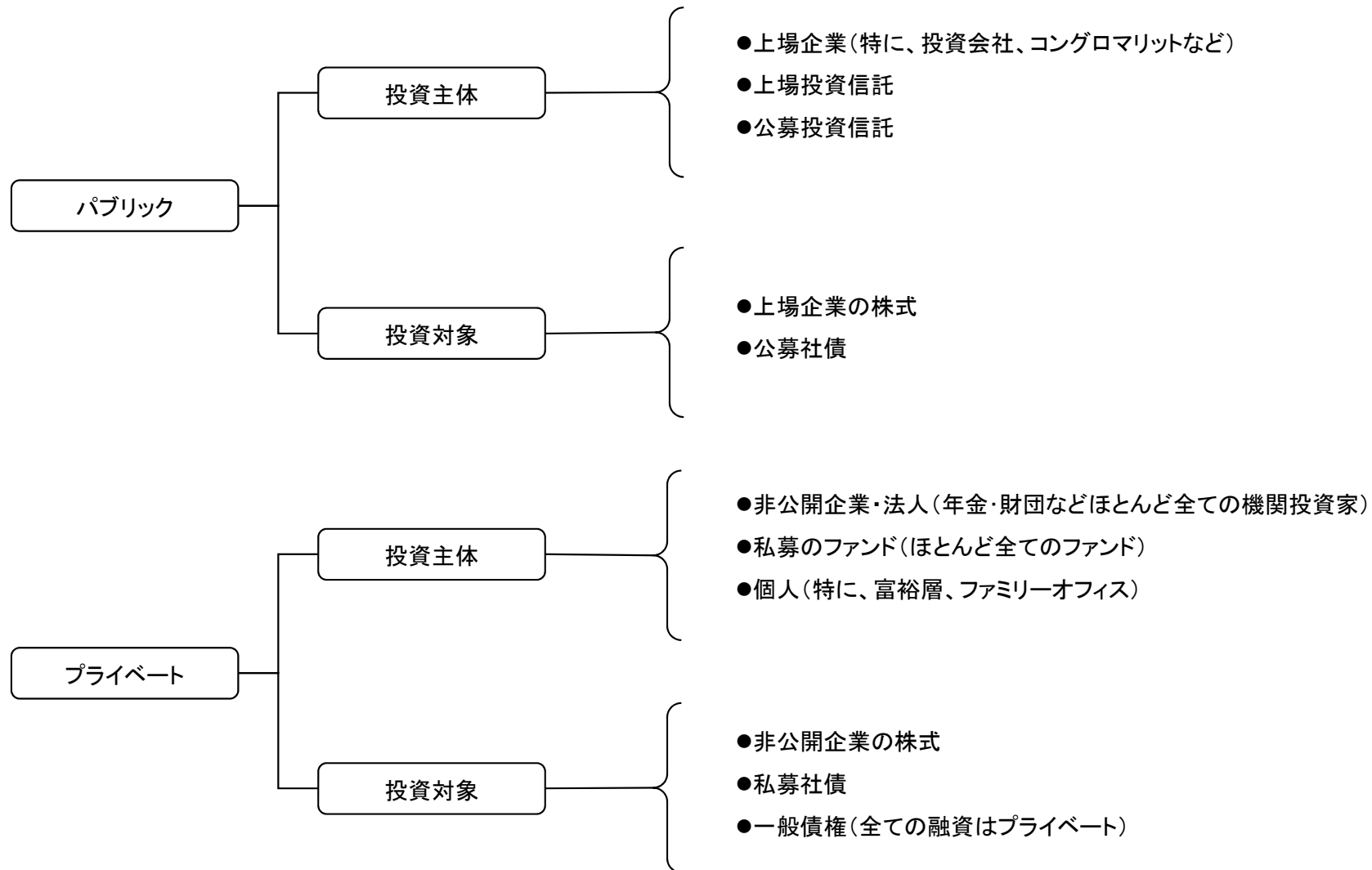
### パブリックとプライベートの境目

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。

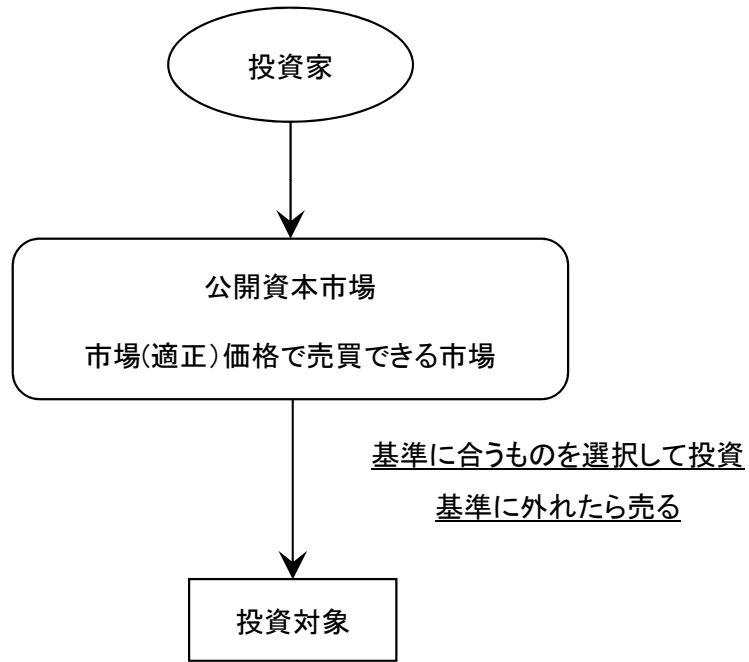
### プライベートな投資対象の多様性

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。

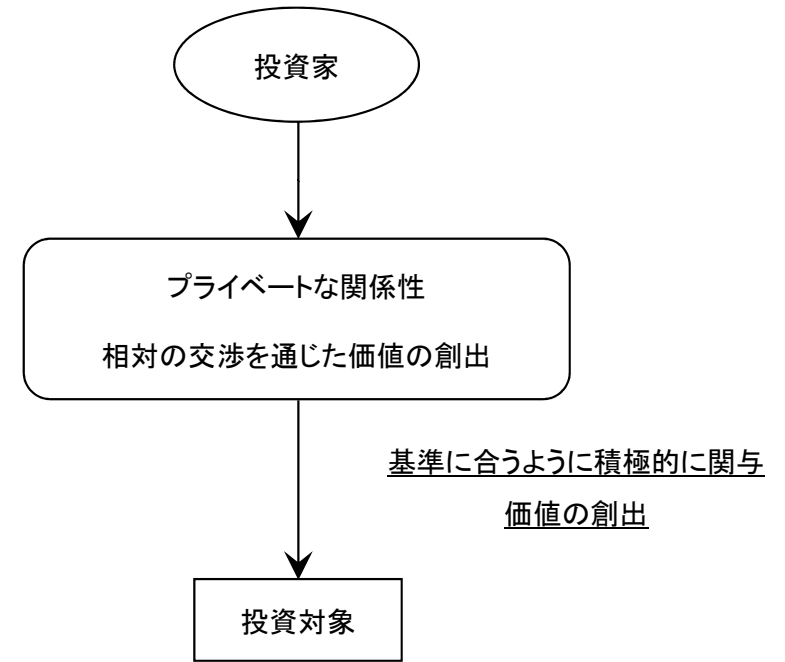
# 「パブリック」と「プライベート」



# 市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル



- ⇒ 情報の対称性は、開示規則による
- ⇒ 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



- ⇒ 情報の対称性は、プライベートな相対(あいたい)の関係性による
- ⇒ 関係性によるリスク管理=リスクの直接的な管理
- ⇒ 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

# スルメ金融とイカ金融

## スルメ金融

- 死んで干乾びた乾物
- 財務諸表等の数値に表現される企業
  - 静態解析
  - 過去
- 数字等に表れる客観的事実(財務諸表の数値、担保/保障の有無/価値等)
  - 解剖学
- パブリックな市場
- 公開市場で取引される株式や社債
- 静的な規制(銀行、金融機関の客観的な数値規制)

(必須)

## イカ金融

- 元気に泳ぐ生き物
- 生きた企業
- 動態評価
- 現在+未来
- 事業性の将来展開力への評価・判断
  - 医学
- プライベートな市場
- 融資、プライベートエクイティ、実物資産投資
- 動的な監督(銀行、金融機関の動態を対話によって把握)

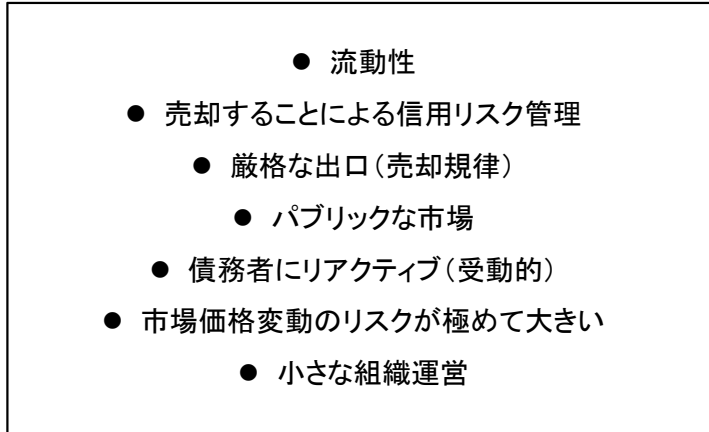
(強化)

金融庁の意向

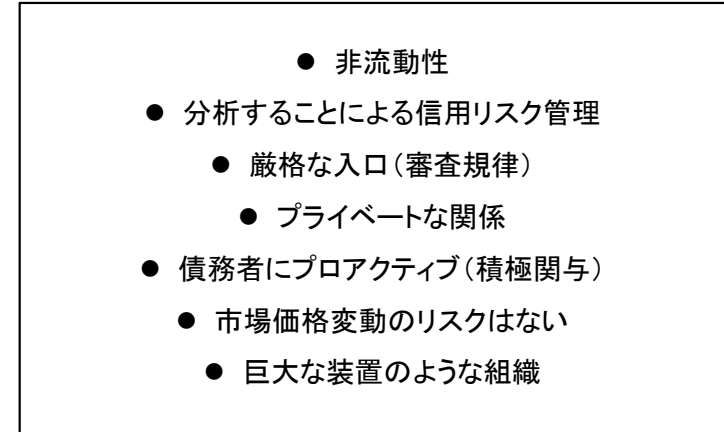
- 本来的にイカ金融である投資にはイカ金融への回帰  
⇒ 事業性の評価に基づいた融資判断
- 本来的にスルメ金融である投資にはイカ金融的な努力、イカ金融化  
⇒ 発行体企業の未来へ向けた動態をとらえる企業調査  
⇒ 発行体企業の経営との関係性の構築  
(スチュワードシップ活動、エンゲイジメント)

# 二つの文化と流動性の再考

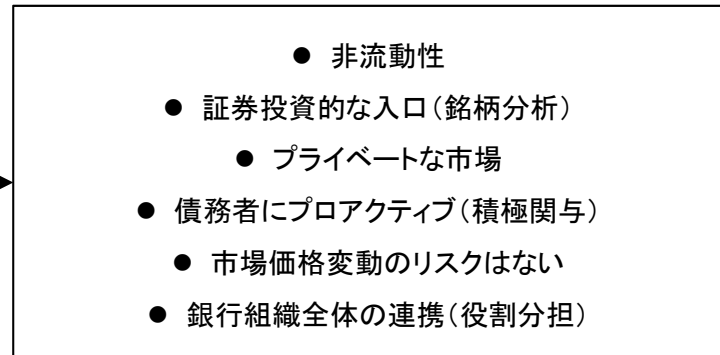
「投資の文化」：証券投資は「売れる前提」での与信



「融資の文化」：「売らない」前提での与信

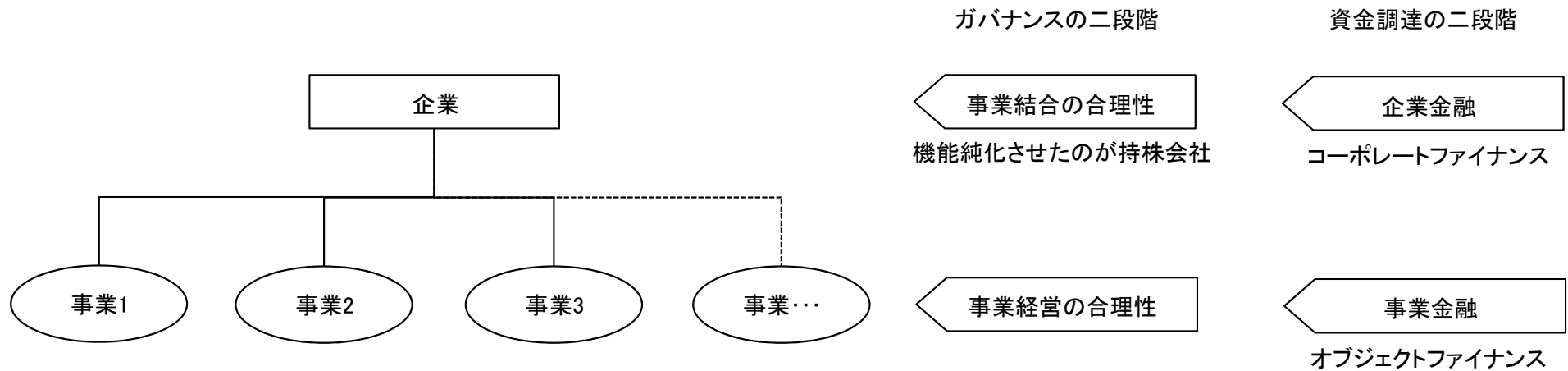


「第三の道」：「売らない前提」での投資



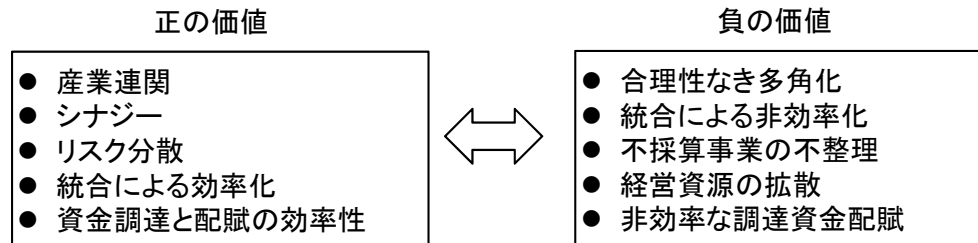


# 企業価値と事業価値

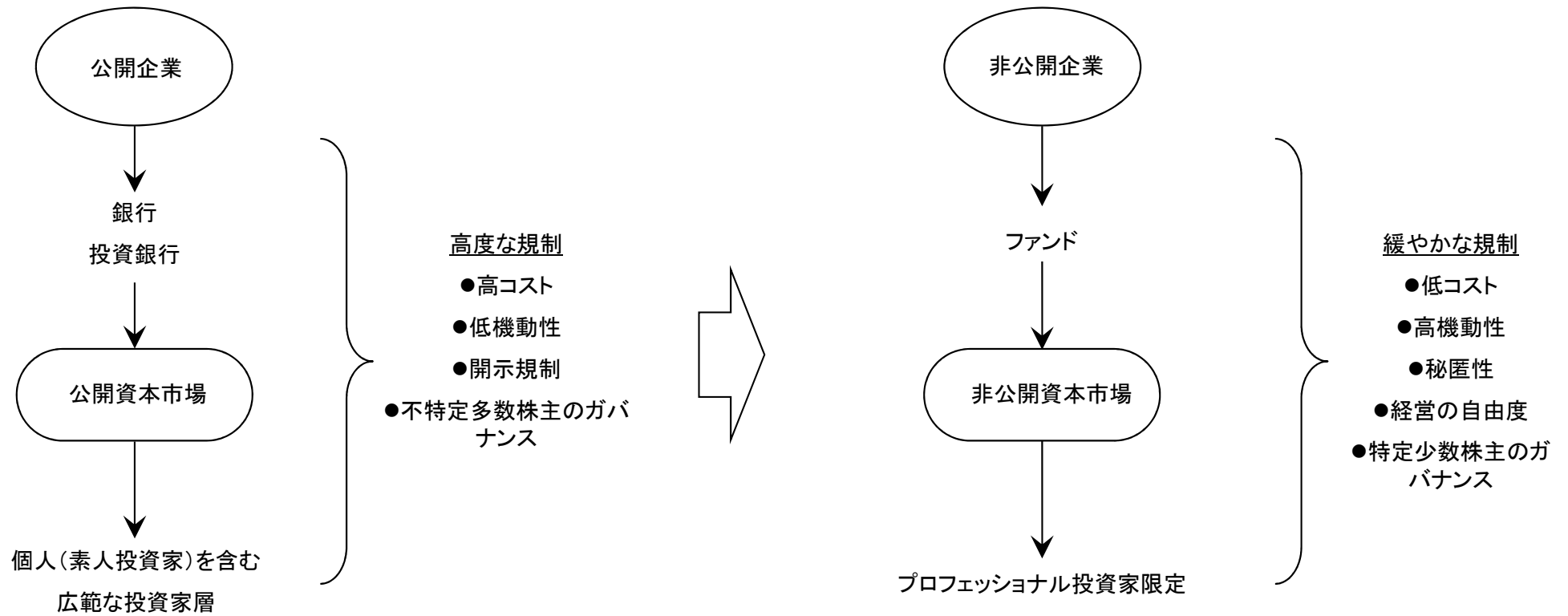


$$\text{企業価値} = \text{事業価値1} + \text{事業価値2} + \text{事業価値3} + \dots + \text{事業結合の付加価値}$$

$$\text{事業結合の付加価値} = \text{事業結合の合理性}$$



# 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)



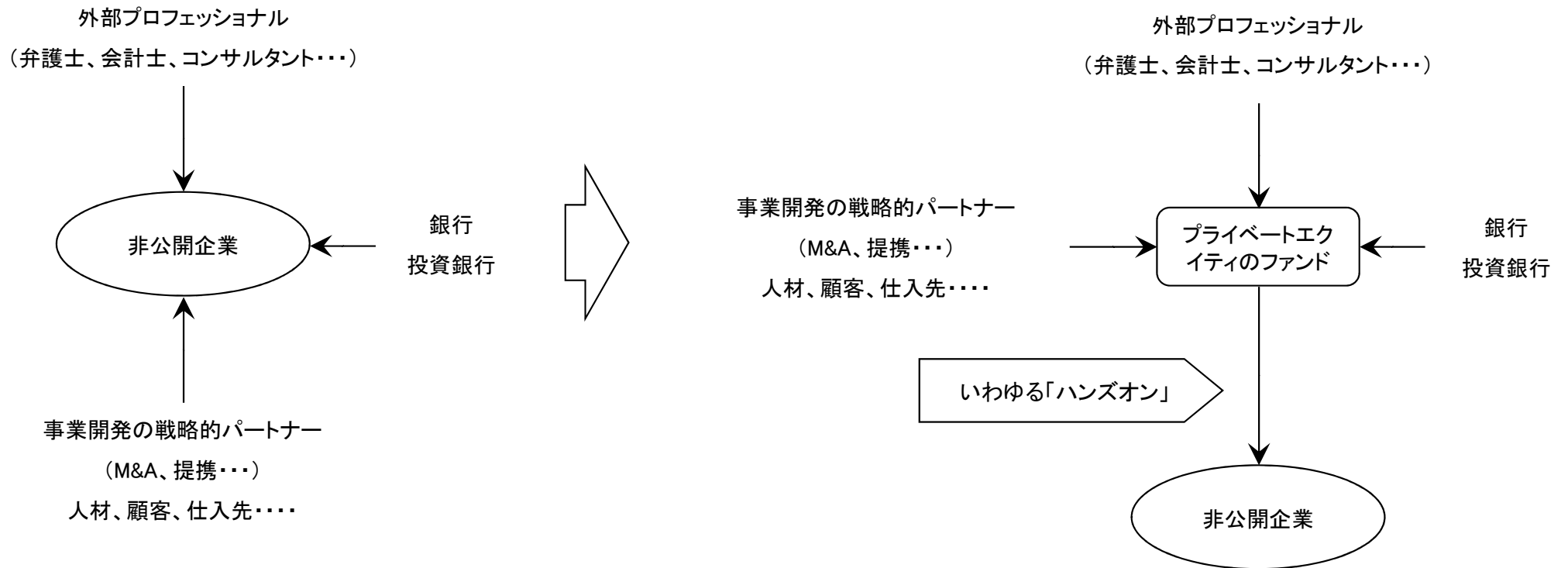
⇒公開資本市場での資本調達の可能性が全くあり得ないベンチャー企業のプライベートな市場での資本調達(ベンチャーキャピタル)

⇒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

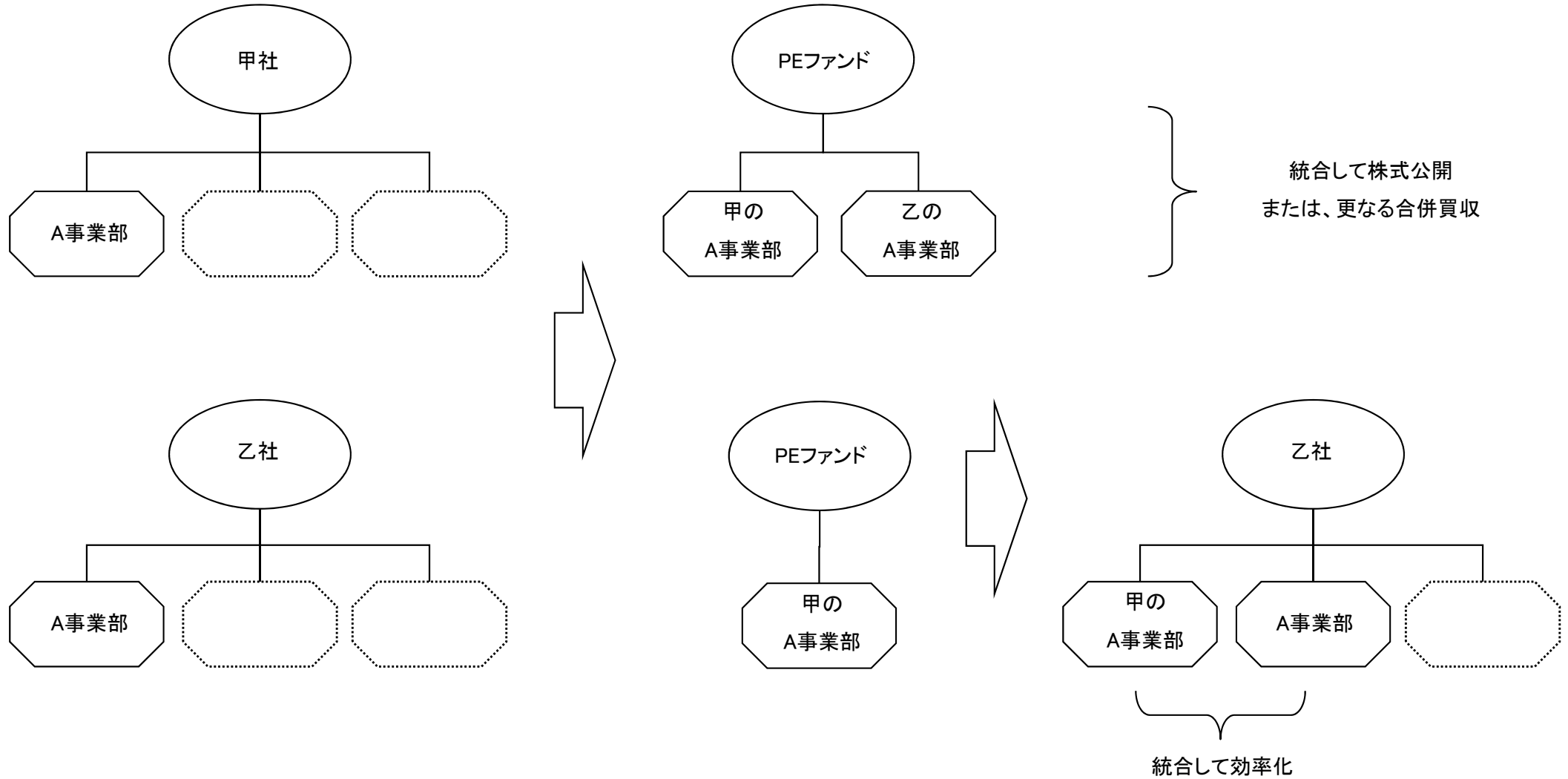
⇒プロフェッショナル投資家限定の公開市場の創設は、公開市場側からの改革案

# 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



# 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

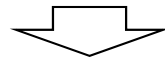


# 実物資産の創出(アセットファイナンス)

- 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

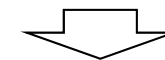


収益物件という  
実物資産の創出



例2 エネルギー関連業者

	債務
諸設備	株式



	債務
現金	株式

+

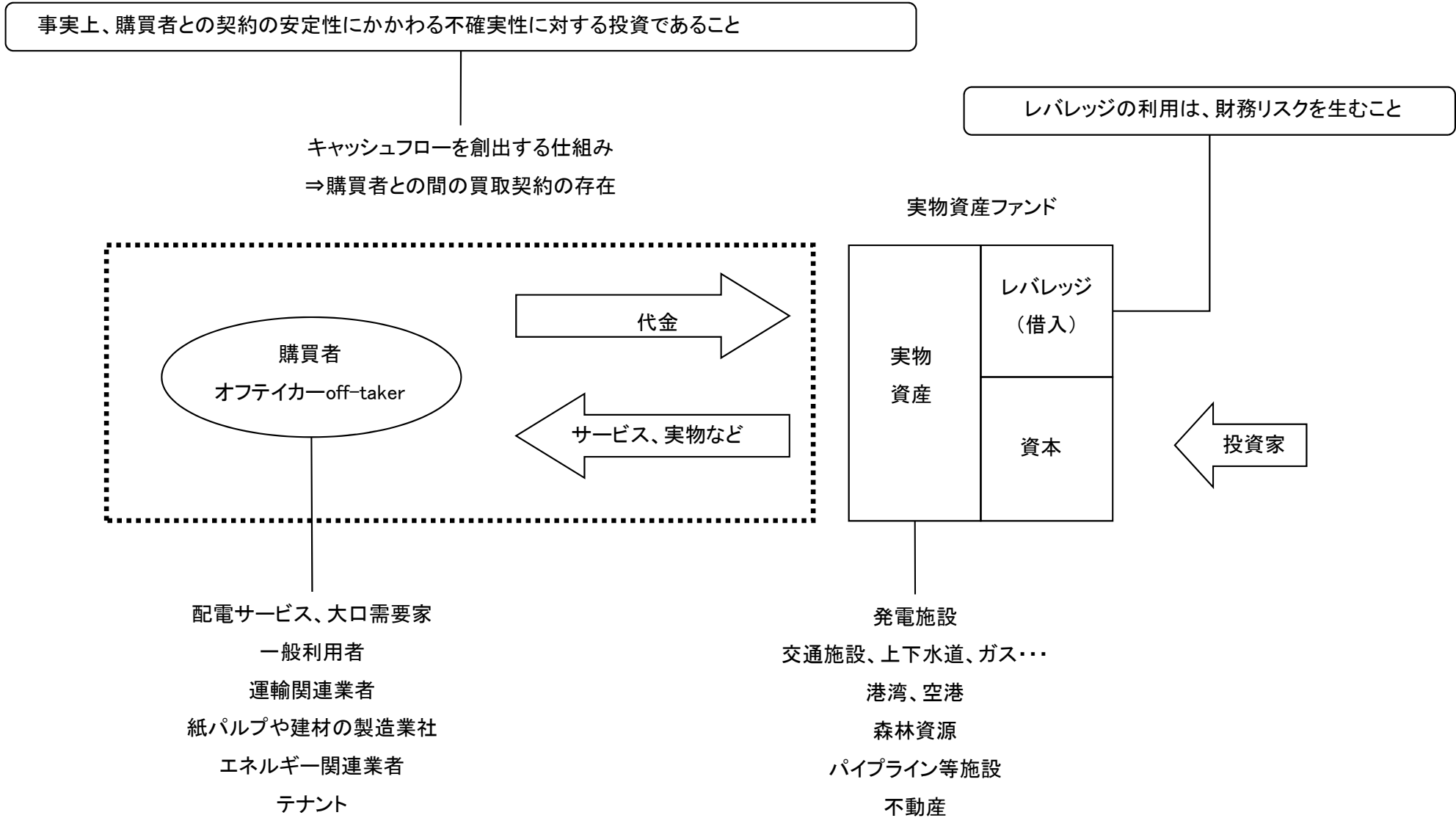
発電所のファンド化

発電所	債務
	株式

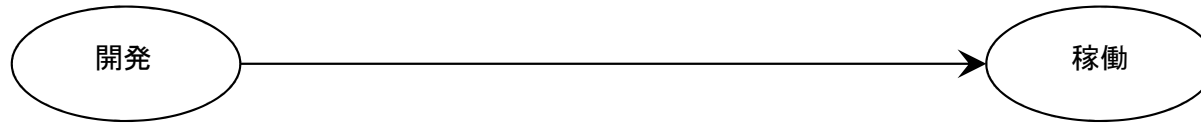
パイプラインのファンド化

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



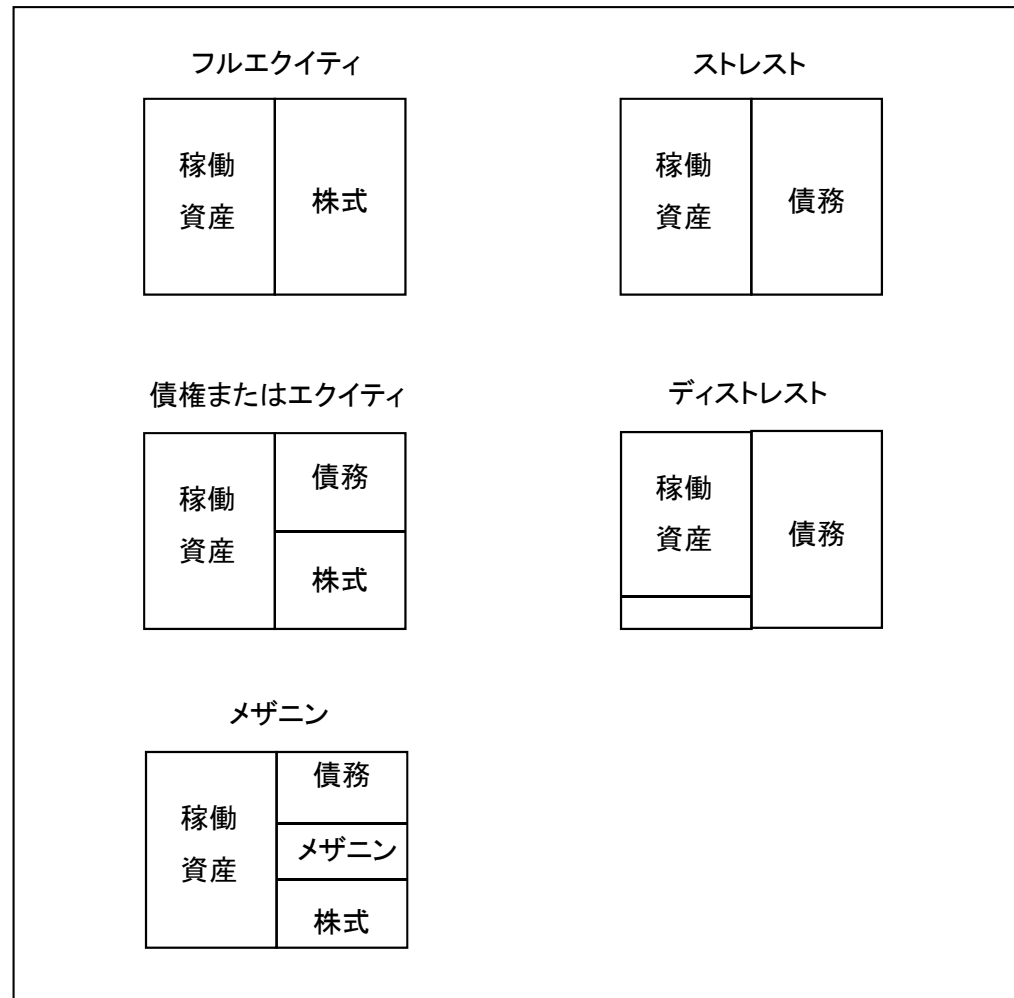
# 同じ実物資産の中の資産選択



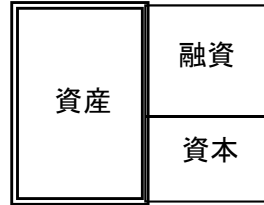
開発 途上	開発 資金
----------	----------

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

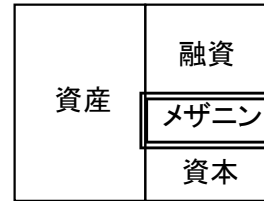
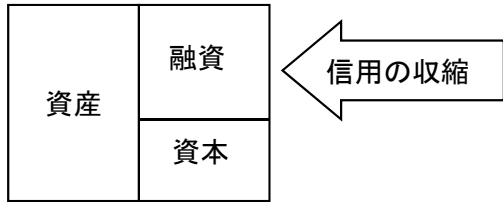


# 信用の収縮と代替的与信方法の拡大

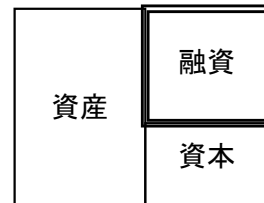


資産の売却による資金調達(アセットファイナンス)  
⇒事業売却=プライベートエクイティの投資機会  
⇒実物資産の投資機会

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

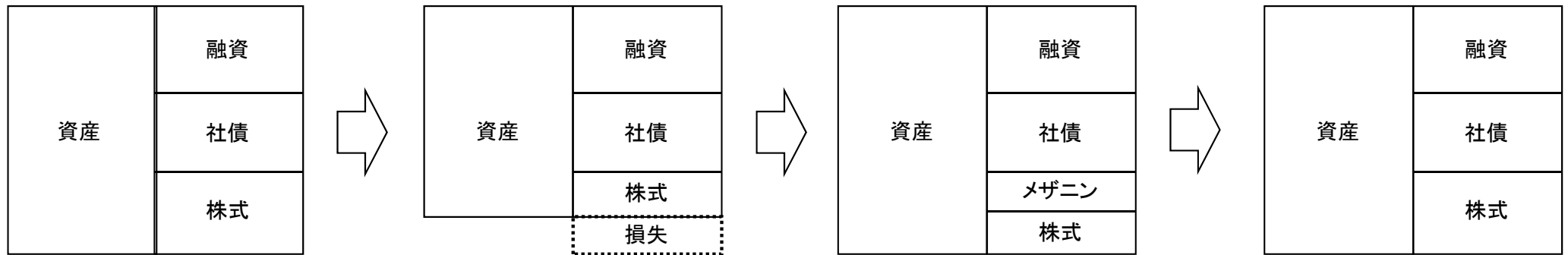


ダイレクトレンディング(銀行等以外からの直接借入)  
⇒ファンド(資本規制を受けない)が直接に貸す仕組み



# 「メザニン」の投資機会

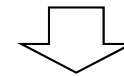
- ・メザニン (mezzanine) とは、建物の中二階のこと。一階を資本 (株式)、二階を債務 (融資や社債) としたときの、中間部分のこと
- ・具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース  
⇒ 劣後債権 (ローン)、劣後社債、転換社債など



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

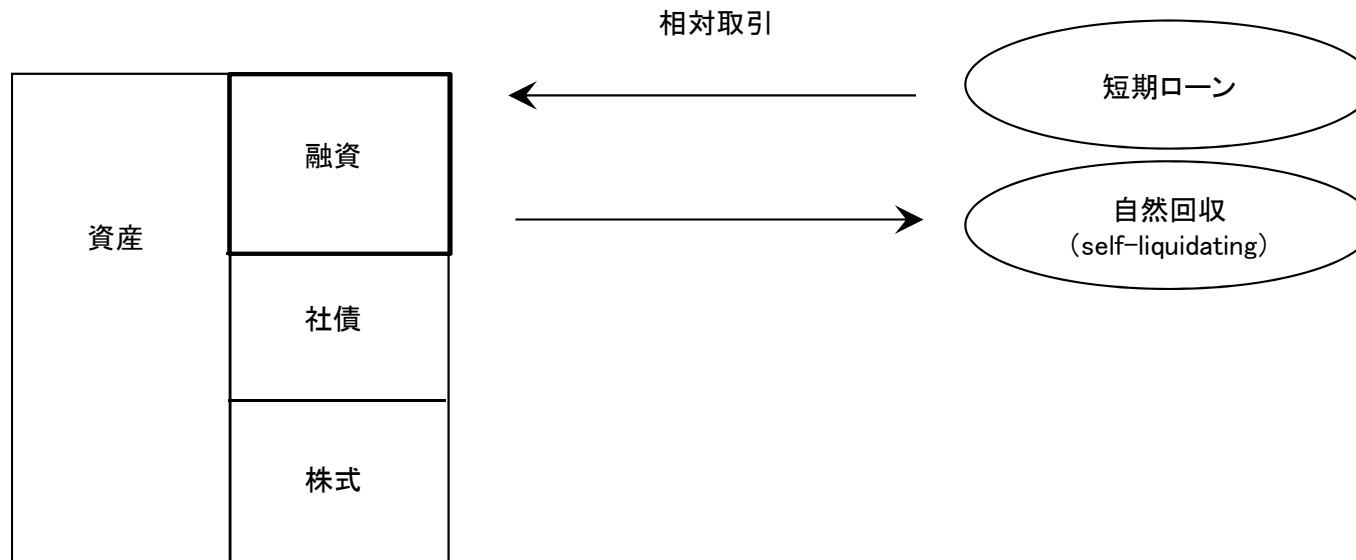
業況回復とともに、メザニンを償還  
株式転換は、原則、望ましくない



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

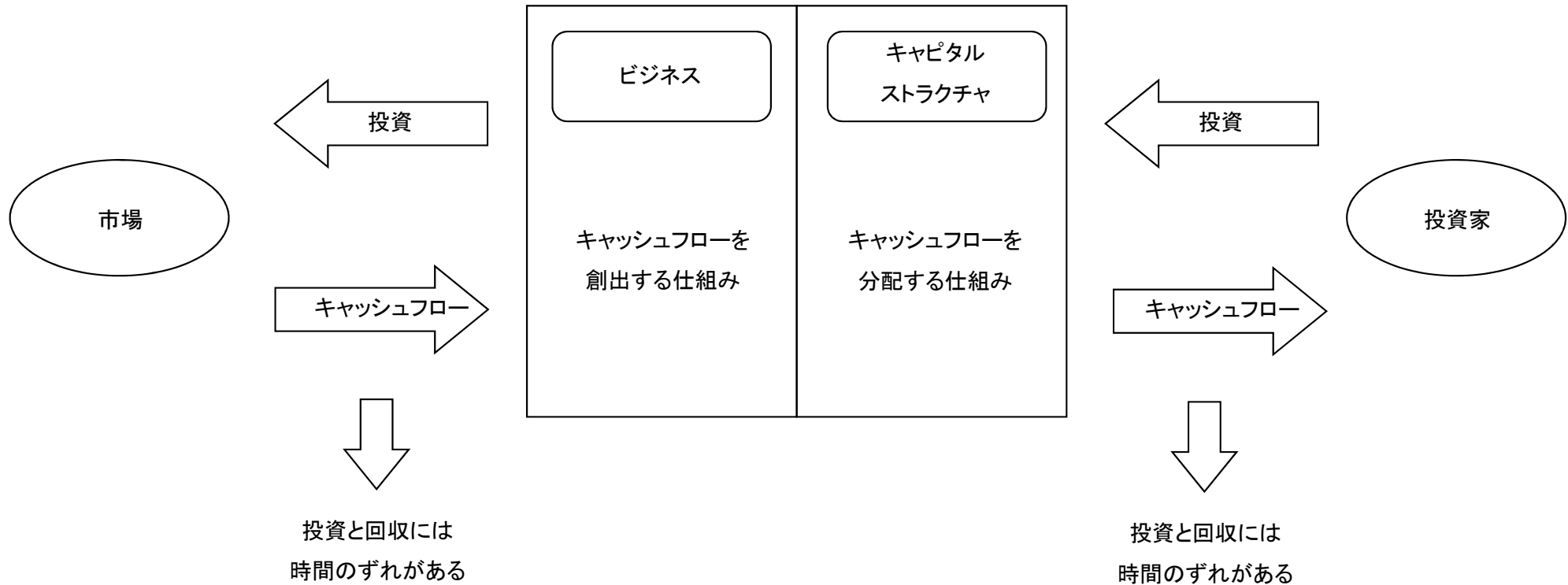
# 「プライベート・デット(ローン)」の投資機会

- ⇒ プライベート・デット(ローン)は、資本構成構成上、社債よりも高く、最上位に位置し、相対での取引が行われる。
- ⇒ ダイレクトレンディングなど、銀行等以外からの直接借入で、資本規制をうけないファンドが直接に貸す仕組み。相対で貸し付けた、短期ローンの元利金が、自然回収 (self-liquidating) される形態であり、パーで弁済されるので、価格の下方硬直性があるのが特徴。不動産のつなぎ融資や貿易金融が事例としてあげられる。
- ⇒ 社債は、公開市場での取引なので流動性は高いが、売却によるリスク管理となるため、資本市場の機能不全に弱い。他方、ローンは相対での取引ゆえに、流動性は低いが、関係性によるリスク管理 = リスクの直接的管理が行われ、資本市場の機能不全に強いのが特徴である。



# 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

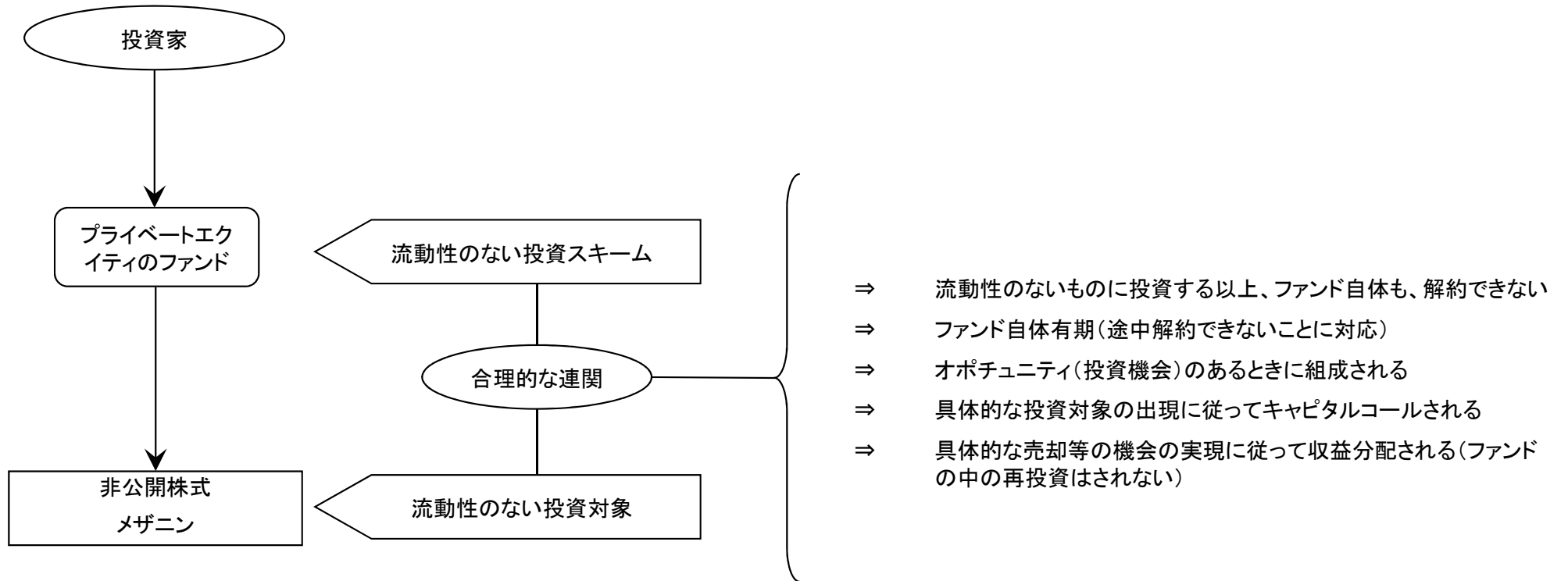


二つの時間のずれは、調和していなければならない。即ち、ビジネスにおける回収の不確実性の大きさとキャピタルストラクチャは、調和していなければならない(不確実性が大きいほど株式の比率が大きくなる)

⇒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

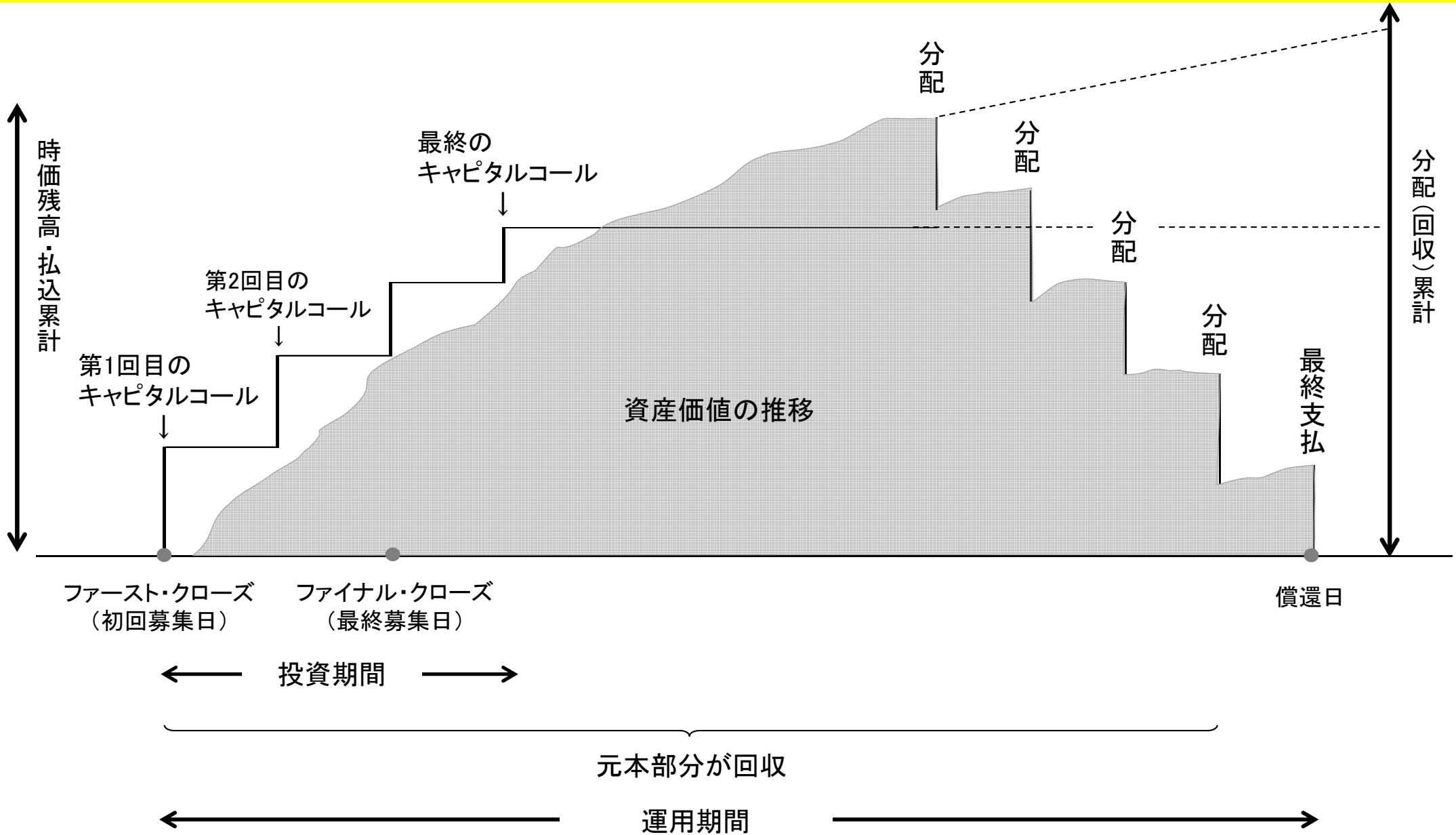
⇒事業キャッシュフローを読み易い企業再編・再生案件のバイアウトではレバレッジも取りうる(追加的財務リスク)

# プライベートエクイティのファンドの「二重の非流動性」



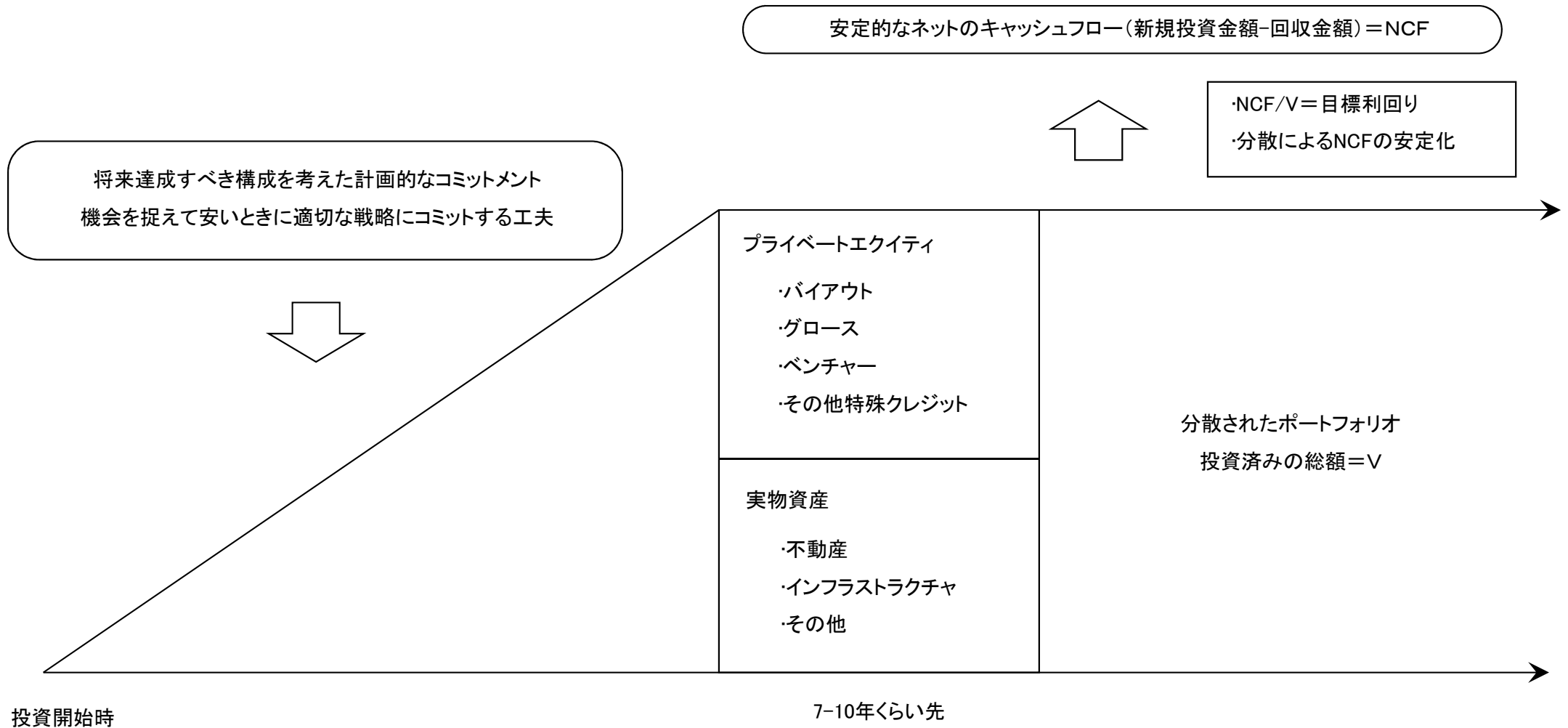
- ⇒ プライベートエクイティのファンドのセカンダリ市場の拡大
- ⇒ 上場投資信託型(クローズドエンドの投資信託。即ち、元本額が変動しない投資信託)のプライベートエクイティのファンド

# キャピタル・コール型ファンドのキャッシュフロー一例



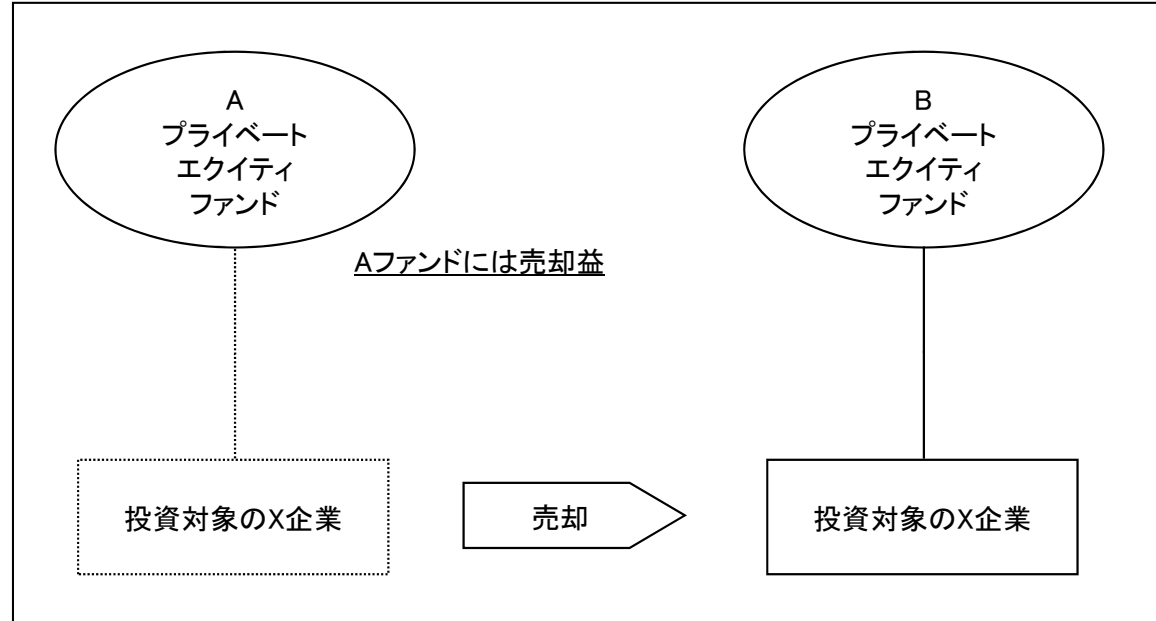
# 非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)

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



# ファンド間売買

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ある。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。

- 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。