

## 第1部 「オルタナティブとは何か」

## 第2部 「流動性管理の視点」

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

2014.06.20 東京  
2014.06.23 大阪  
2014.06.24 名古屋

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



第1部 「オルタナティブとは何か」	2
多様な資金調達の方法	3
実物資産の創出(アセットファイナンス)	4
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	5
同じ実物資産の中の資産選択	6
信用の収縮と代替的与信方法の拡大	7
「メザニン」の投資機会	8
「不良債権」の投資機会	9
企業再編とプライベートエクイティの投資機会	10
プライベートエクイティの「ハンズオン」の意味	11
市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル	12
キャピタルストラクチャの優先劣後秩序	13
裁定理論	14
社会的資金需要への資金供給	15
「オルタナティブ」の再構成	16
第2部 「流動性管理の視点」	17
年金財政の仕組みと資産運用の目的	18
資産債務総合管理(ALM)の真の意味	19
資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖	20
市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル	21
資金需給の不均衡	22
非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)	23
構造化された投資の方法	24

# 第1部 「オルタナティブとは何か」

オルタナティブという英語の意味は、何かの代替ですが、そもそも、資産運用の世界では、何の代替としてオルタナティブが登場してきたのでしょうか。

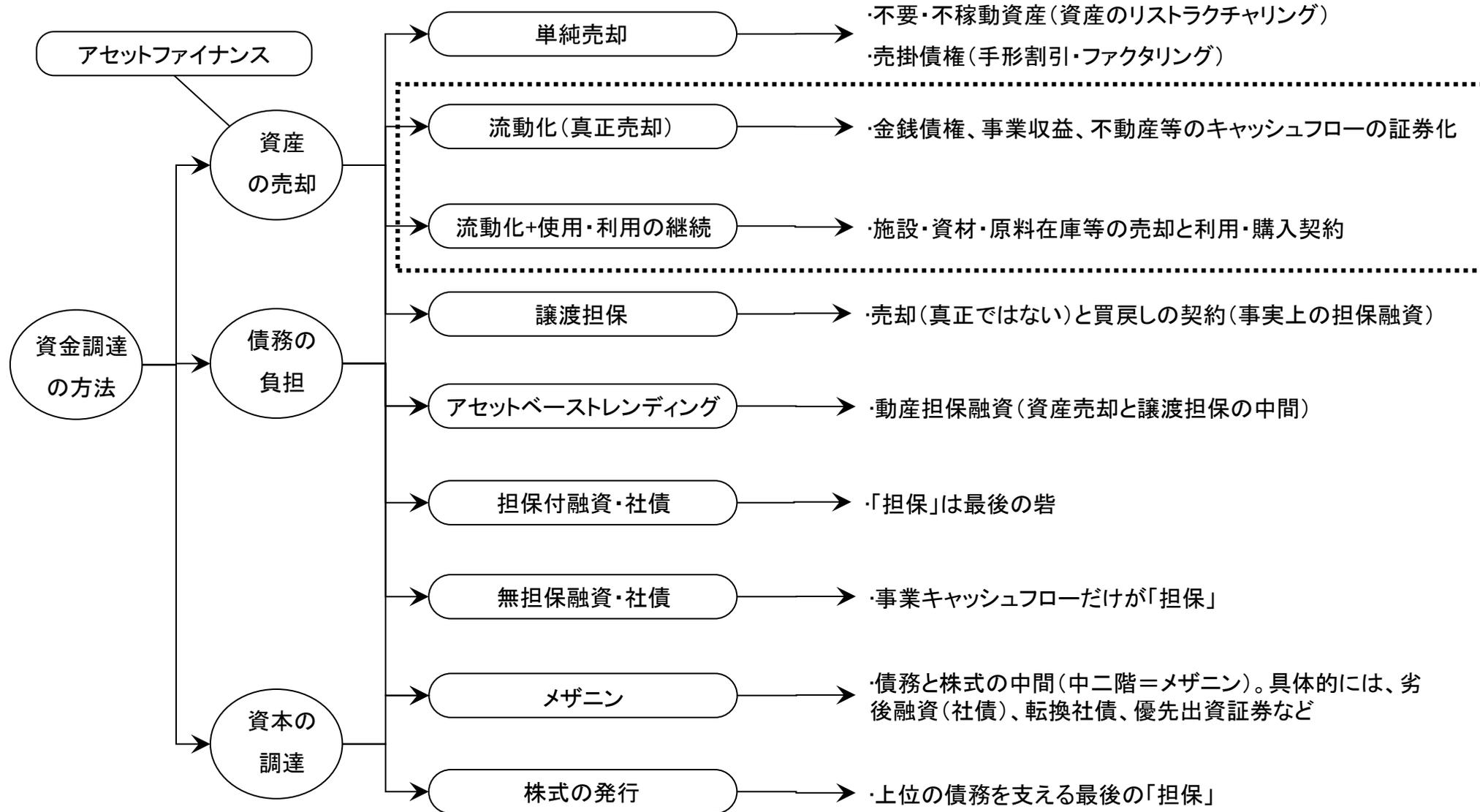
一つには、伝統的な投資対象の代替であったのだと思います。だとすると、伝統的な株式や債券は、企業などが資金調達をする手段として創出されるものなのですから、オルタナティブは、資金調達の代替的手法でもあるはずで、このような視点から、不動産等の実物資産、非公開株式、債権などを、位置付けることができます。

オルタナティブは、もう一つの意味として、伝統的な投資手法の代替という側面もあります。例えば、伝統的には、投資対象は買うものですが、代替的には、空売りも可能なわけです。このような視点から、ヘッジファンドの多くを位置付けることができます。

いずれにしても、投機ではないのですから、どのオルタナティブも、適格な投資対象としての経済合理性と社会的意味とをもたねばならないはずで、その意味から、オルタナティブがまともな投資対象として成り立ちうる条件も、明らかにしておきましょう。

- 資産を使った資金調達が作る投資機会
  - ◇不動産などの実物資産
- 特殊な状況における資金需要が作る投資機会
  - ◇企業再編と非公開株式や合併裁定取引
  - ◇創業と非公開株式
  - ◇企業破綻と破綻証券
  - ◇一時的資金需要と劣後融資・優先出資証券など
- 銀行の資本規制が作る投資機会
  - ◇銀行融資に替わる特殊な資金調達方法
- 市場の歪みが作る投資機会
  - ◇いわゆる「ロング/ショート」
  - ◇先物投資(マネジッドフューチャーズ)

# 多様な資金調達の方法

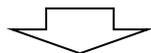


# 実物資産の創出(アセットファイナンス)

- ・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

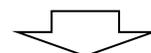


収益物件という  
実物資産の創出



例2 エネルギー関連業者

	債務
諸設備	株式



	債務
現金	株式

+

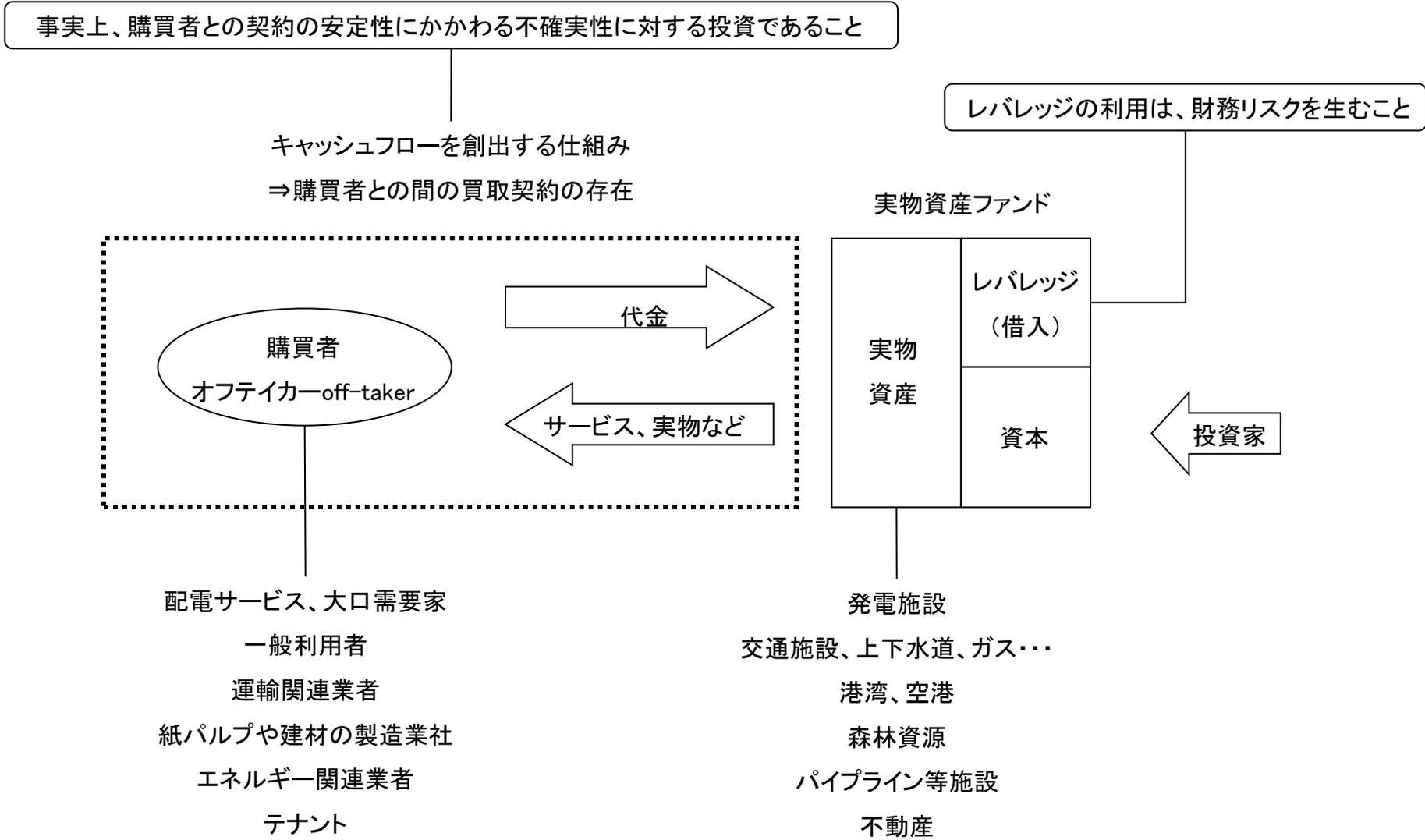
発電所のファンド化

発電所	債務
	株式

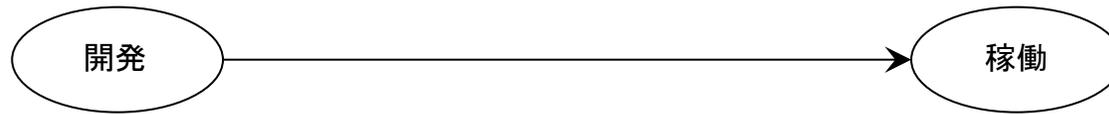
パイプラインのファンド化

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



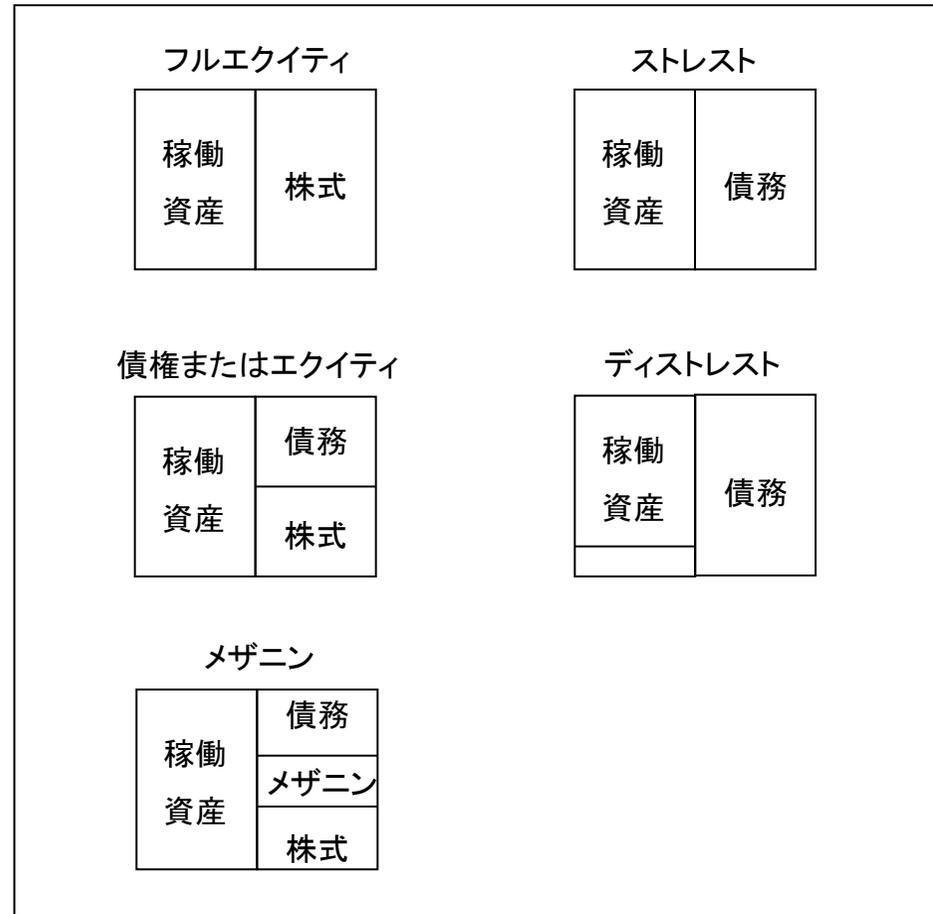
# 同じ実物資産の中の資産選択



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	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
	<u>メザニン</u>
	資本

メザニン (株式と債務の間) を使った一時的資金調達

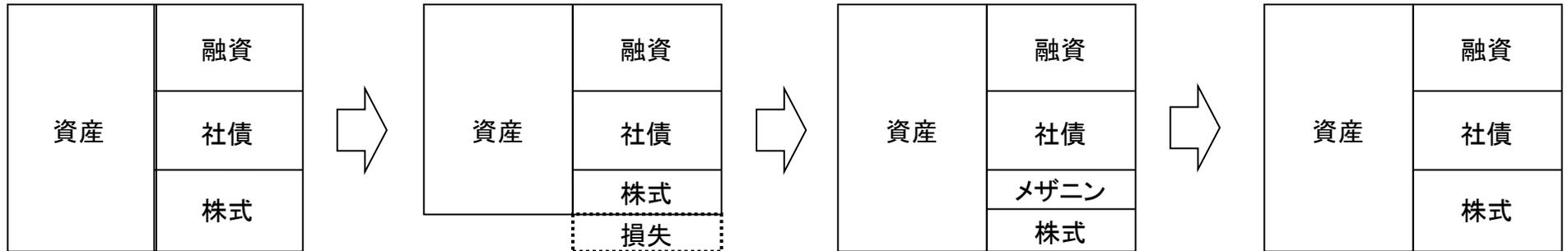
資産	融資
	資本

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

# 「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

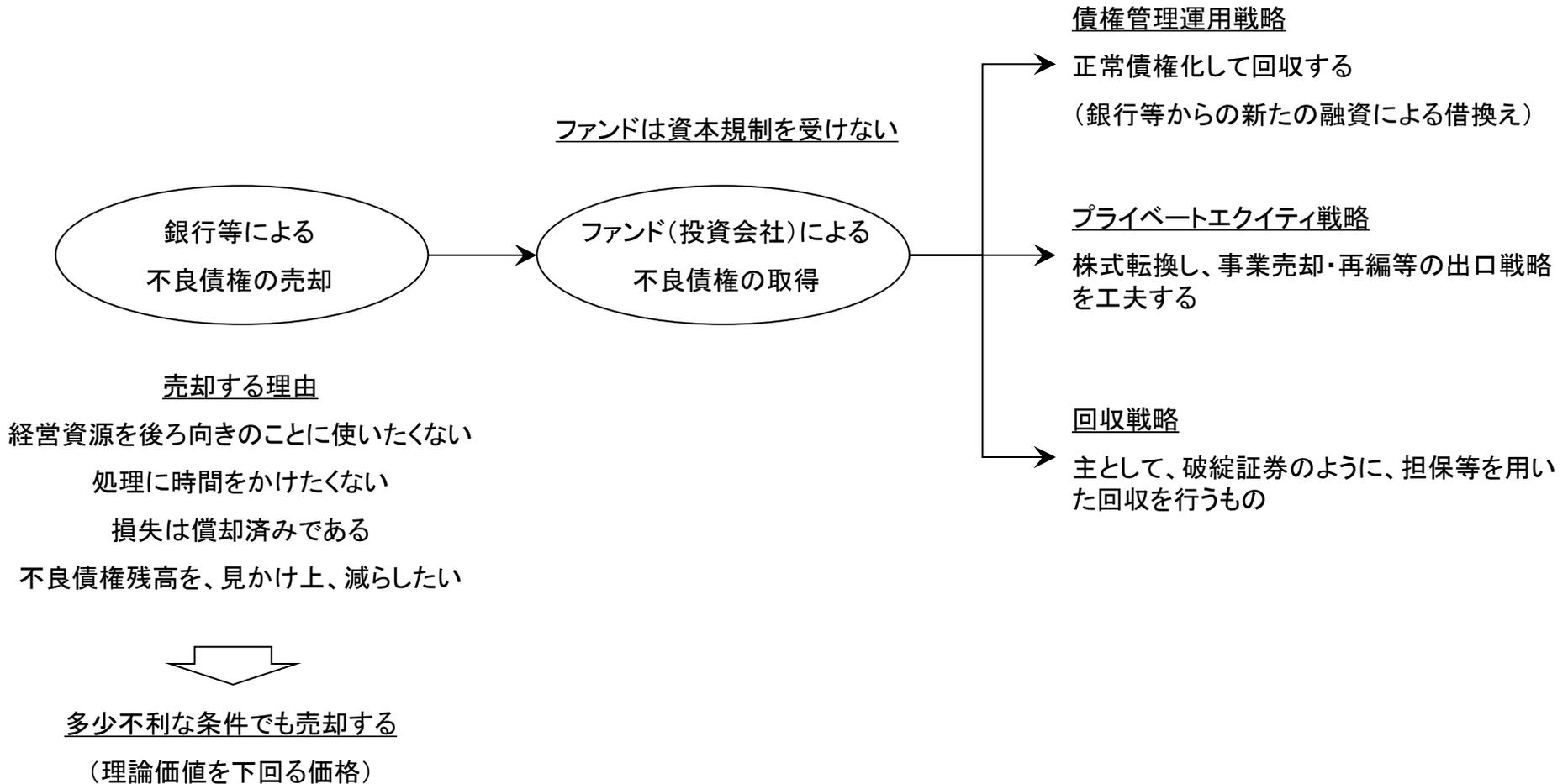
株式転換は、原則、望ましくない

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

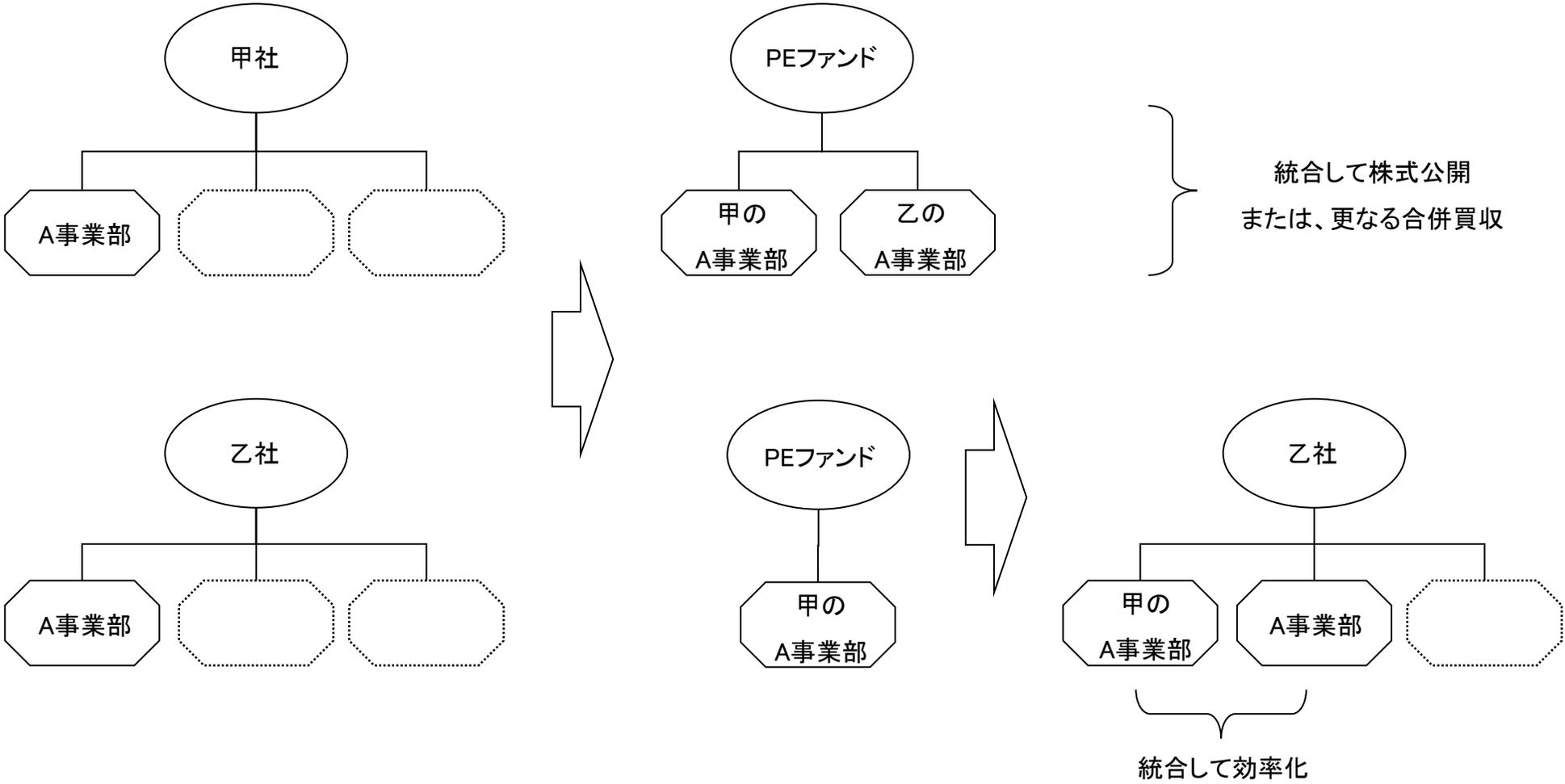
# 「不良債権」の投資機会

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

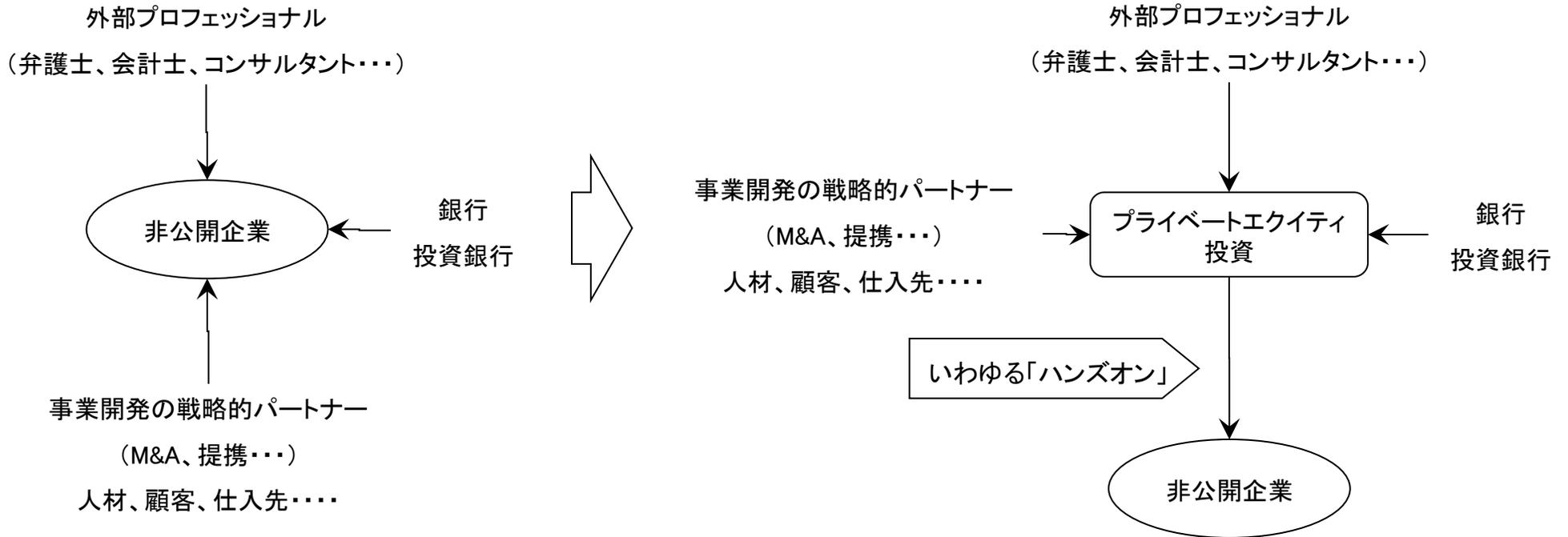


# 企業再編とプライベートエクイティの投資機会

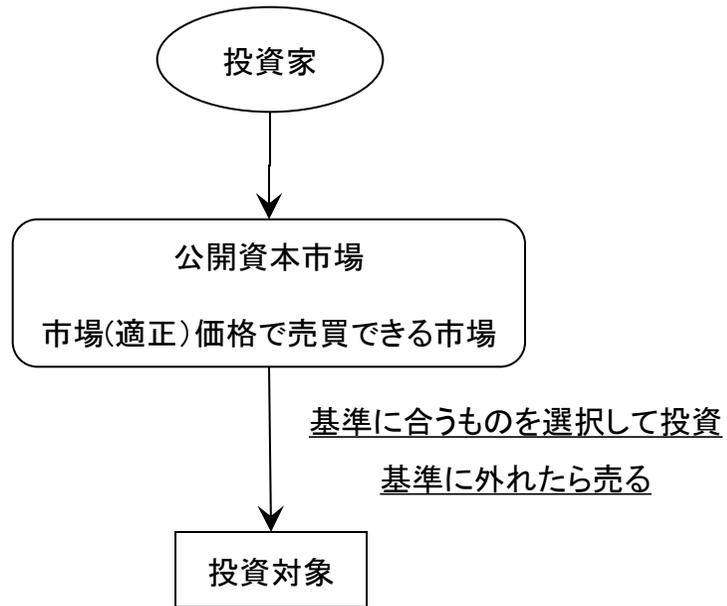
企業が、事業再編を急ぐとき、「一時的な事業の保管管理」として、プライベートエクイティに、投資機会が生まれる



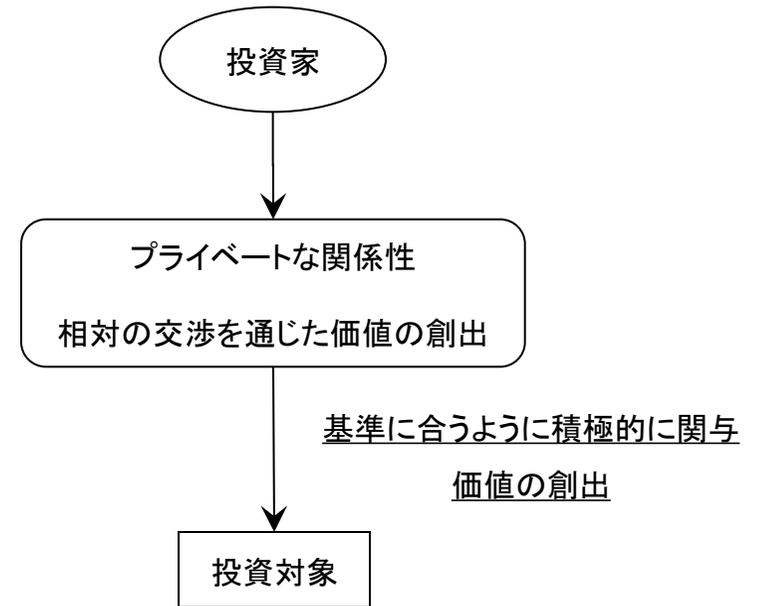
# プライベートエクイティの「ハンズオン」の意味



# 市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル

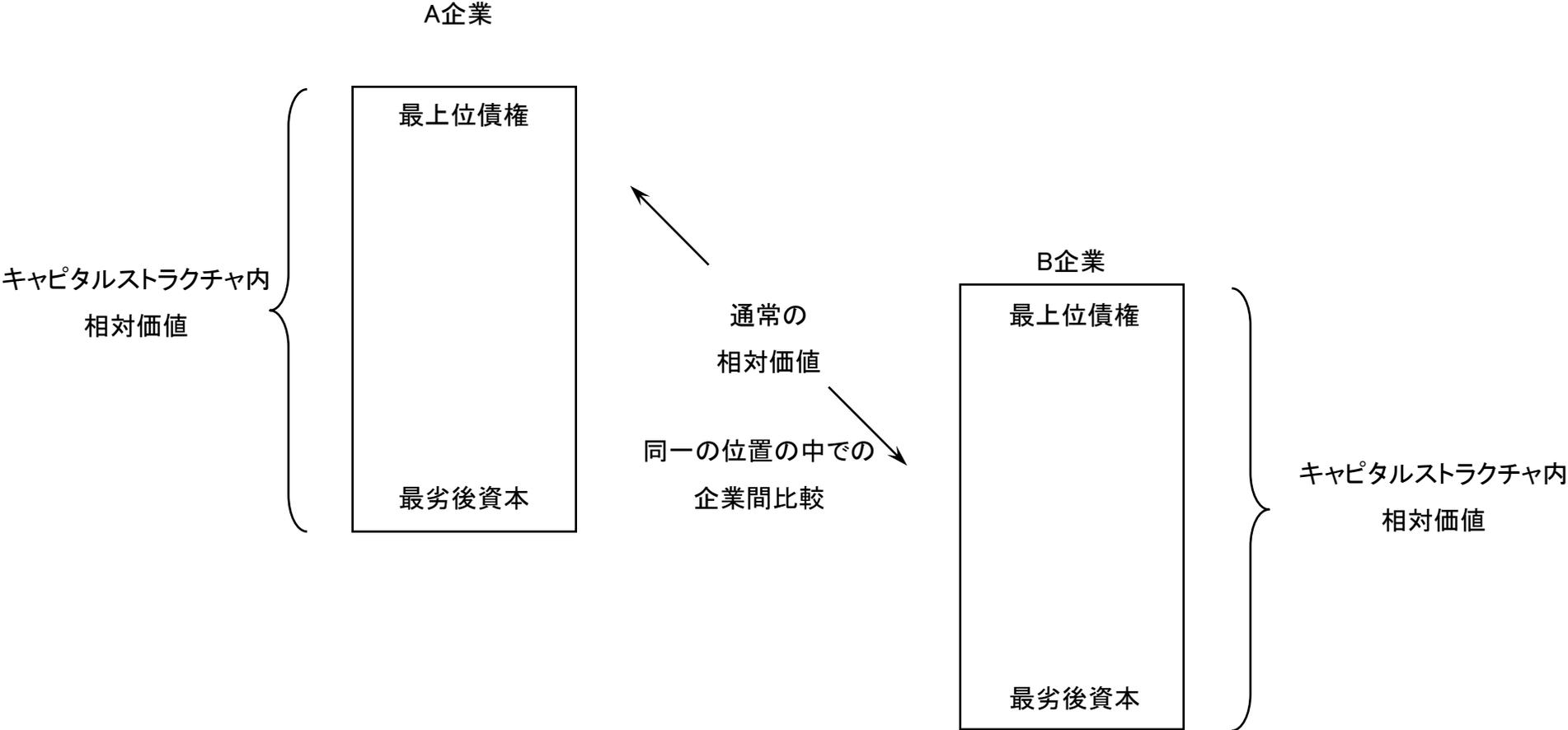


- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



- ⇒ 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

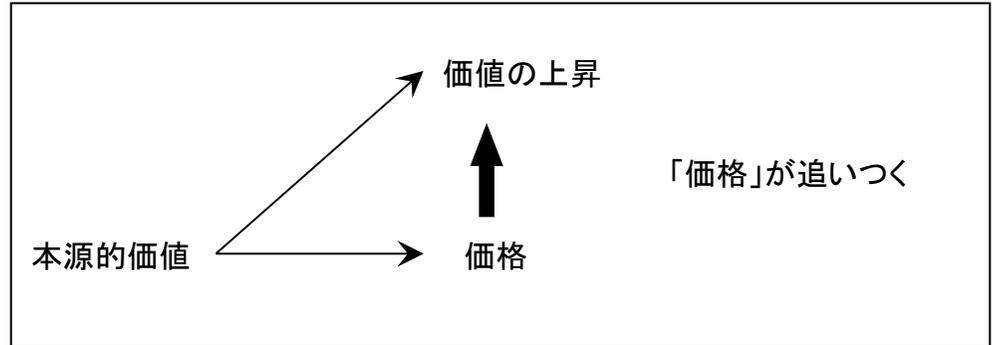
# キャピタルストラクチャの優先劣後秩序



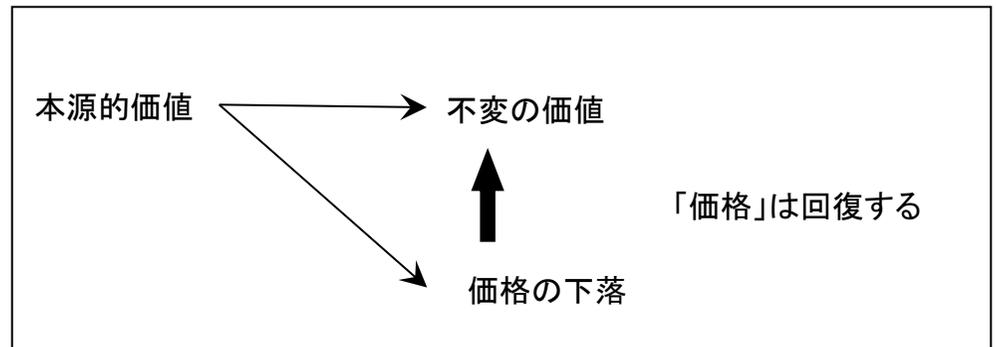
市場の均衡、あるいは、市場原理の「正しさ」

$$\text{本源的価値} = \text{価格}$$

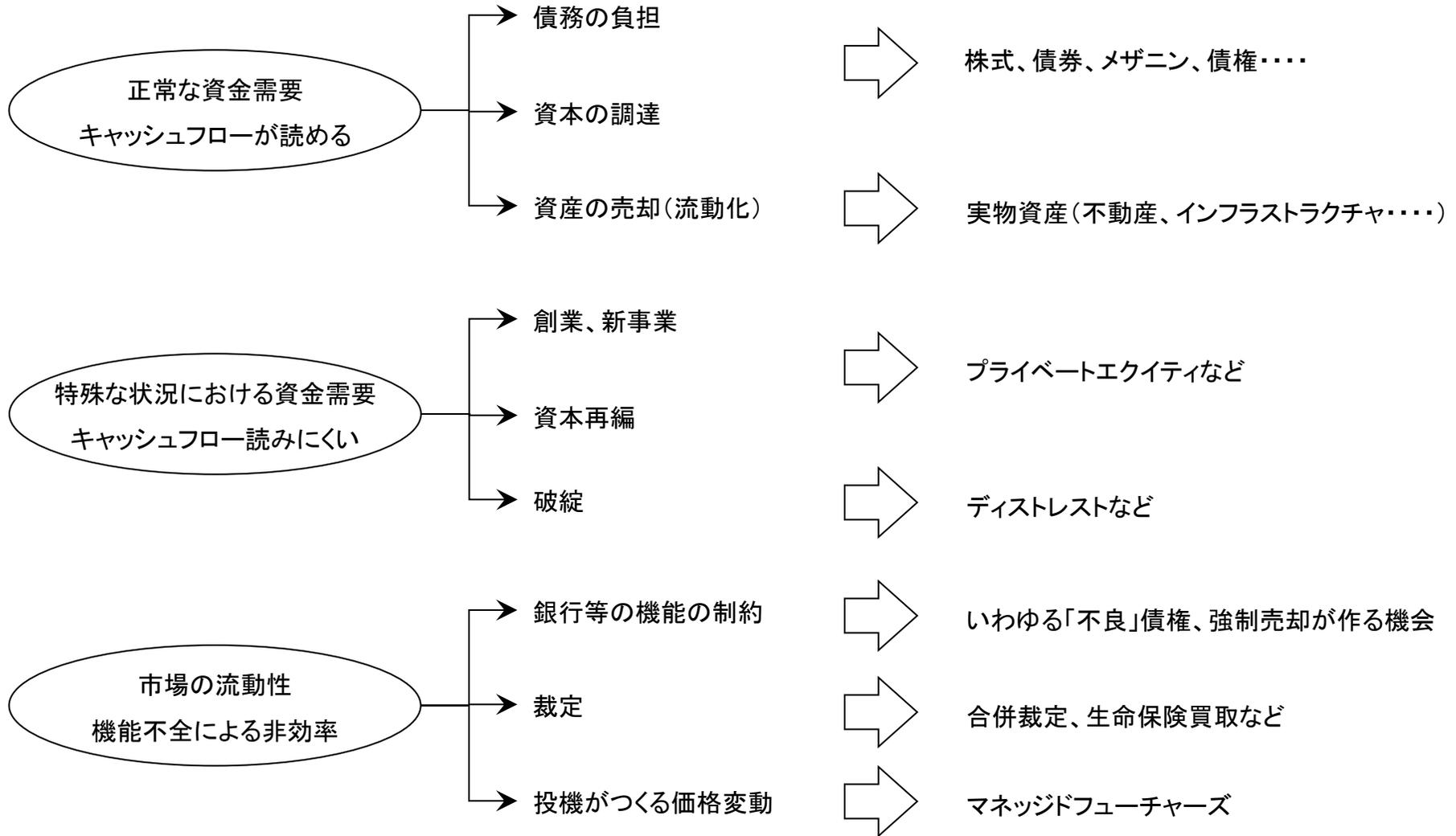
成長型裁定 = 価格が価値と一致する方向に上昇する



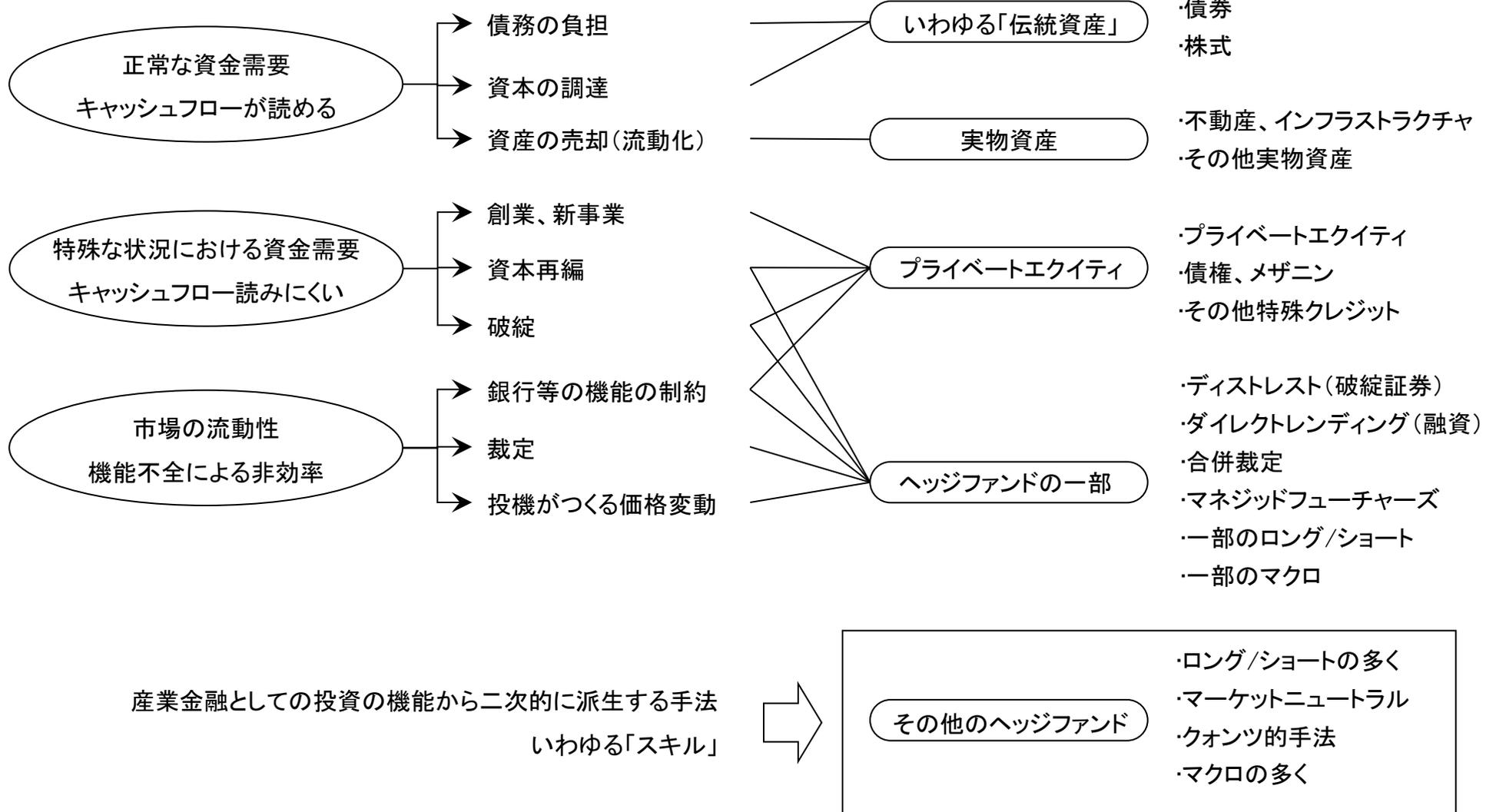
割安型裁定 = 価格が価値と一致する方向に回復する



# 社会的資金需要への資金供給



# 「オルタナティブ」の再構成



## 第2部 「流動性管理の視点」

資産の流動性というのは、適正な価格で速やかに売れることです。流動性の高い資産は、発行総額の大きい優良な資産ですから、国債等や、一流大企業の発行する債券や株式などになります。逆に、流動性の低い資産は、全てのプライベート(私的関係性)な仕組みの資産、小型株、低格付社債などです。

一般に、流動性の高いことは有利ですから、高流動性の資産は割高になり、逆に、低流動性の資産は割安になりやすくなります。つまり、流動性を必要としないのであれば割安なものに投資できる、ということです。では、本当に、流動性は必要なのか。

年金資産の場合は、基本的に元本の払出しを想定しておらず、また、価格変動に伴う損失確定の必要も希薄であることから、資産全体を高度に流動的に保つ必要は大きくなく、割安な低流動性資産へ投資する余地は大きいと考えられます。

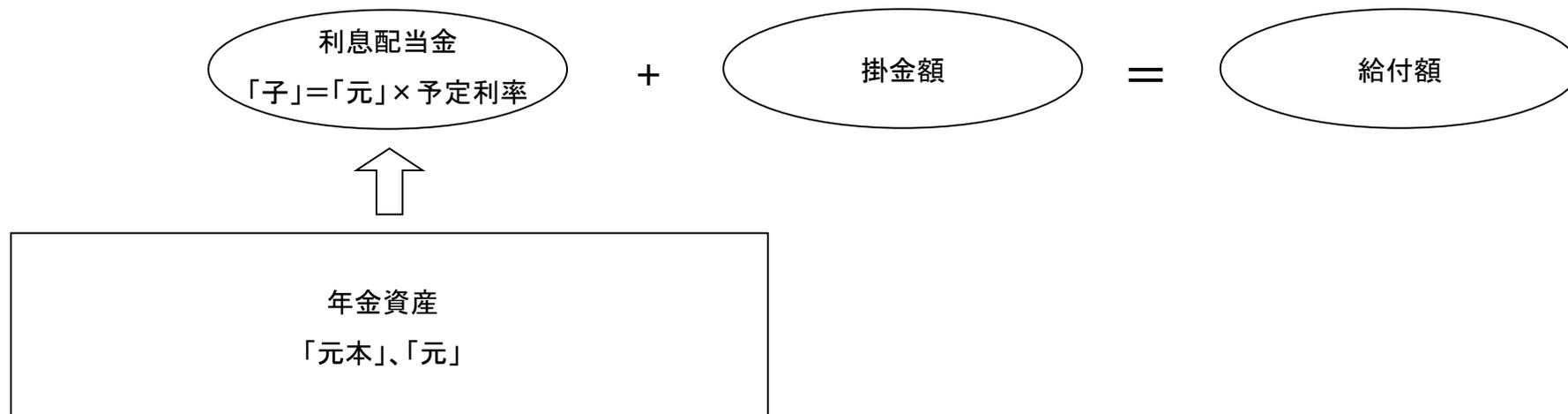
一方で、制度上、給付原資の確保は必要です。しかし、給付は、資産の売却によってではなく、資産からあがる利息配当金を充当するのが原則ですから、予定された利息配当金が入れば、それでいいのです。その意味では、安定した利息配当金こそが流動性なのです。

資産は保有するのが原則です。資産は現金(利息配当金)を創出する仕組みのことです。資産の売却可能性が問題なのではなくて、資産の現金創出力が問題なのです。売る必要のない資産、というよりも、売りにたくない資産を、見つけ、磨き、末永く保有すること、これが投資の本質です。

- 構造的に割安になる非流動資産の魅力
  - ◇ 金融機関等の高流動資産への選好が作る歪み
  - ◇ 時価評価の問題
  - ◇ 私的な関係性におけるリスク管理
- 流動性を必要とする理由
  - ◇ 売却によるリスク管理
  - ◇ 資産配分等の変更の必要性
- 年金制度の仕組みと流動性
  - ◇ 給付原資としての利息配当金
  - ◇ 時価の増殖ではなく安定した利息配当金の稼得が投資目的

# 年金財政の仕組みと資産運用の目的

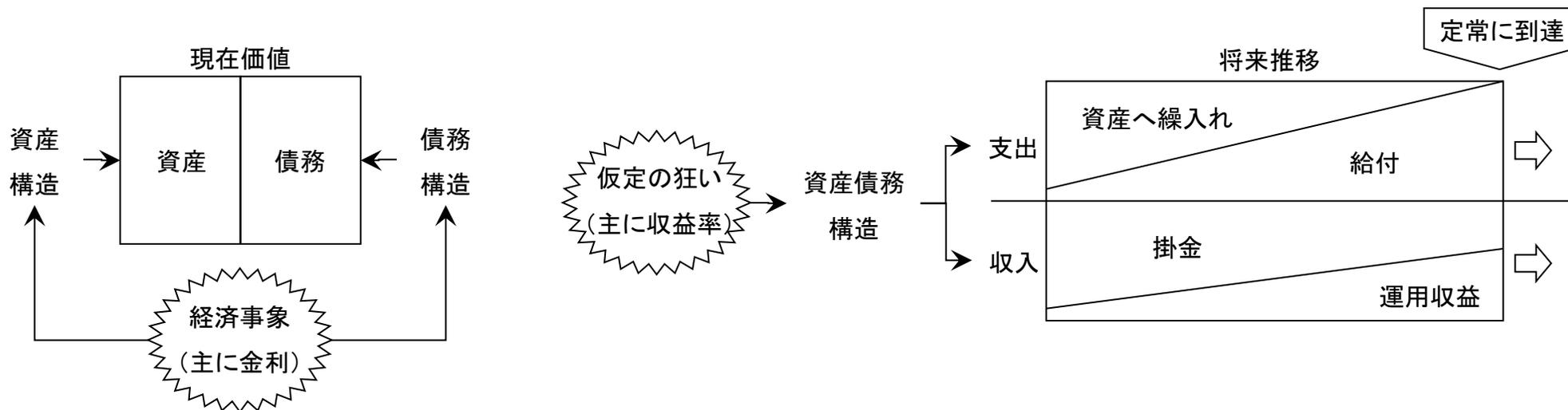
年金の資産運用の究極の目的は、給付原資の確保です。制度設計上、原資としては、元本の取り崩しは予定されておらず、元本からの収益が予定されています。元本が毀損すれば、毀損した元本に発生したであろう予定収益が欠損し、まさに元も子もなくなります。積立過剰であれば、予定利率よりも低い利率でも給付原資が賄える一方で、逆に積立不足であれば、予定利率よりも高い利率を実現しない限り給付原資不足になります。



- ⇒ 積立不足がある状態のもとでは、構造的に予定利率を実現してすら、不足が拡大していく。その場合、当然に掛金による填補が前提なのだが、それが現実には容易でない中で、どこまで運用の努力による回復が可能なのか、
- ⇒ 給付支出が掛金収入を上回り始めたなかでは、現金としての運用収益の確保が重要になっているのではないか

# 資産債務総合管理(ALM)の真の意味

一つの経済事象(代表的には金利変動)は、年金の資産と債務の両方に、影響を及ぼします。そのとき、資産と債務の均衡が崩れないような工夫をしておくことは、非常に重要です。長期的な収支の均衡は、そもそも均衡するように財政運営されている以上、崩れ得ないのですが、逆にいえば、財政計算に使っている仮定が狂えば必ず収支は合わなくなります。経済変動に対する耐性や、仮定と実績の差に起因する収支不均衡に対する耐性を管理することが、資産債務総合管理(ALM)の目的です。

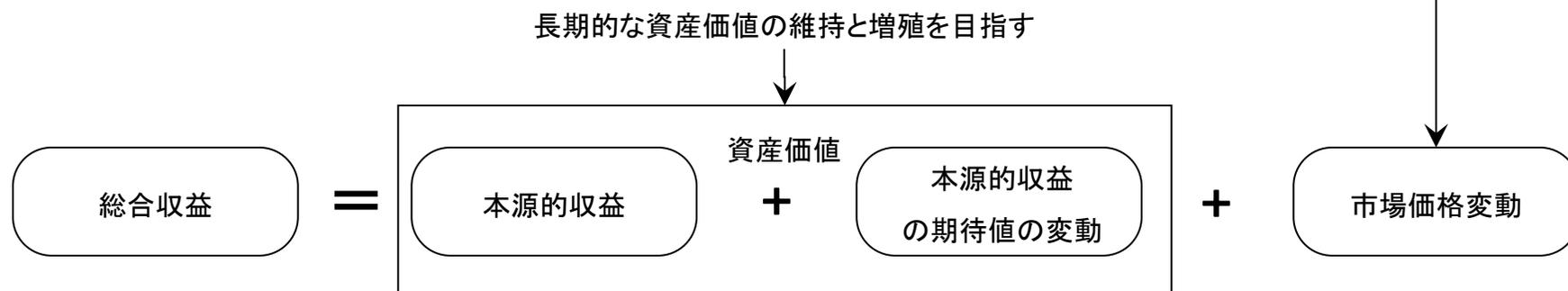


- ⇒ もしも、現在価値として、資産と債務の連動性を高めようとするれば、資産は、長期国債中心の運用にならざるを得ないが、資産運用というのは、本当にそのようなものなのか、そもそも、評価基準が違う(債務は理論価値、資産は市場価格)のに、現在価値での一致性に、どれだけの意味があるのか
- ⇒ 将来の現金流出と現金流入との均衡を、様々な仮定の変動の条件のもとで、ある程度の蓋然性をもって示せることが、資産債務総合管理(ALM)ではないのか

# 資産価格の変動ではなく資産価値の維持と増殖

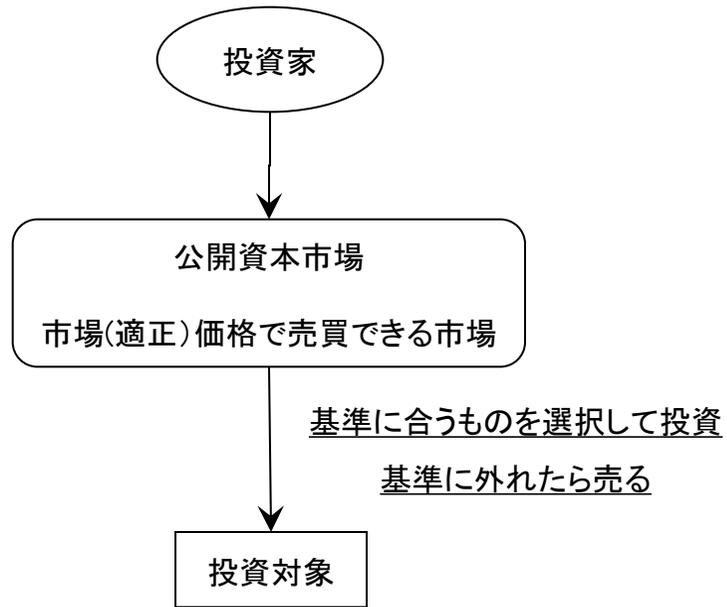
資産は、それ自体に本源的な収益を内包したものです。例えば、債券における金利が本源的収益です。逆に、本源的収益を内包したもののみが資産という名に値し、適格な投資対象と認定されるのです。本源的収益が資産の価値ですが、その資産の価格は市場原理によって形成されるので、必ずしも価値と一致しません。投資の対象は価値です。価格変動は管理できず受け入れるしかないものです。価格変動を避けようとするれば、価値自体もとることができません。

短期的な価格変動は避け得ないが、価値の毀損がない限り、長期的に無視し得る

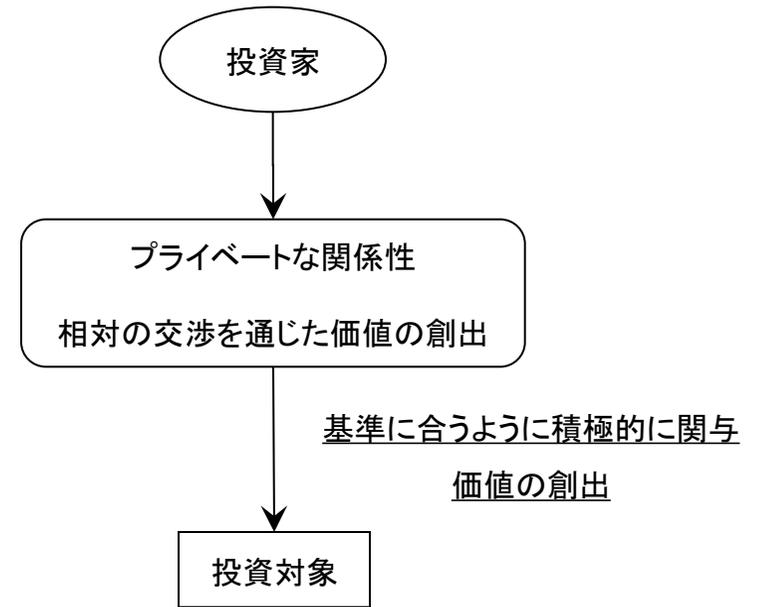


- ⇒ 資産価格の下落のときに、その背後に価値の毀損がないことを確信できるかどうか、資産運用の本質ではないのか
- ⇒ 価値の維持と増殖を図ることは長期の営みだが、毀損(とその可能性)を認めたときは、直ちに対策を講じるべきではないのか
- ⇒ 真の長期の視点は、価値と価格の峻別を前提にしたものではないのか

# 市場(パブリック)型モデルと関与(プライベート)型モデル



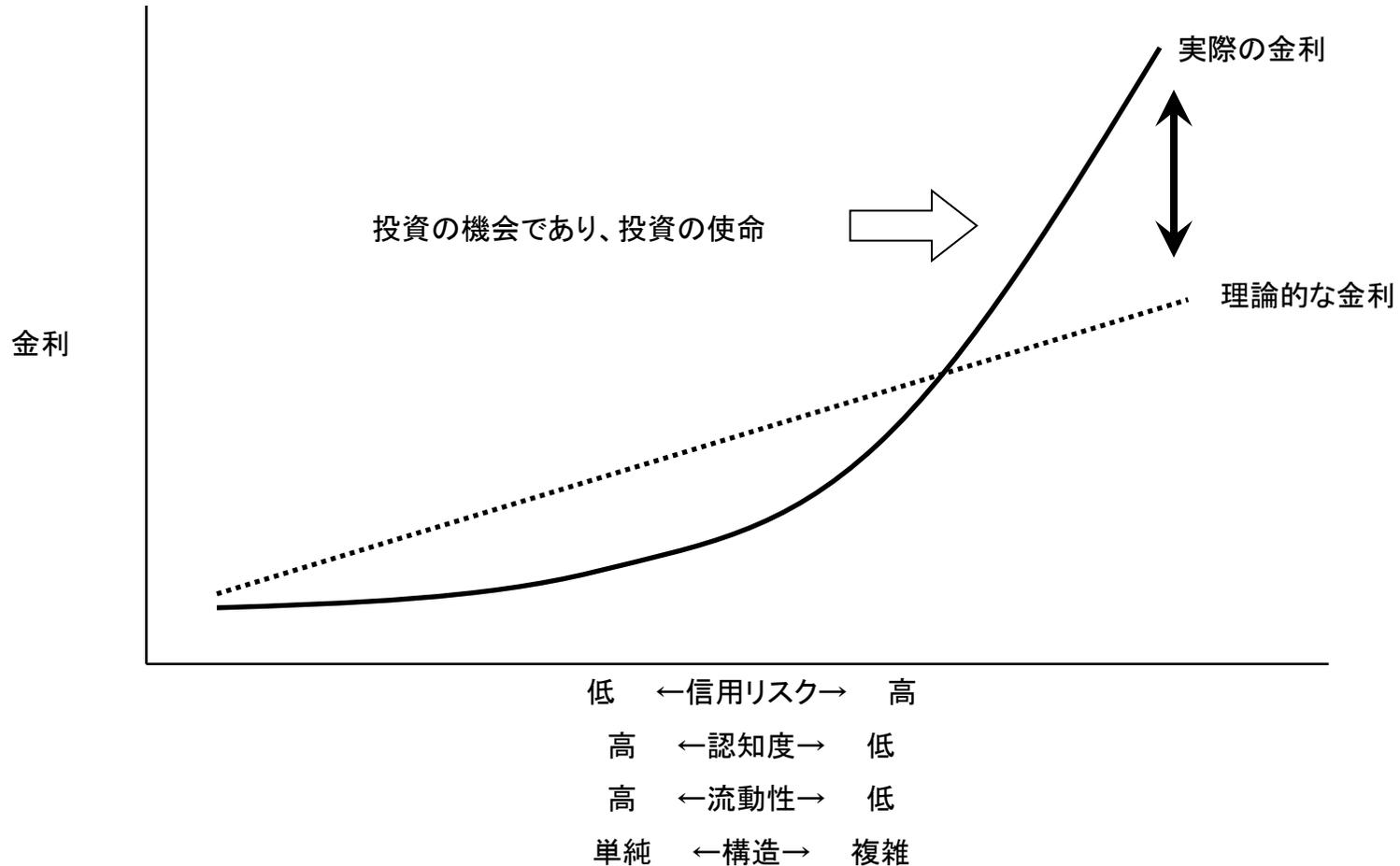
- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等により価格変動(ボラティリティ)が増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



- ⇒ 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

# 資金需給の不均衡

資金の需給の全体均衡があっても、個別には不均衡です。特に、銀行等の金融機関は、資本規制上の制約を受けるため、資金供給できない状況に陥りがちです。そこを補完するのが、本来の投資の社会的使命です。



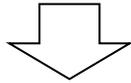
# 非流動資産の構造化(安定キャッシュフロー化)

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

・NCF/V=目標利回り  
・分散によるNCFの安定化

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



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

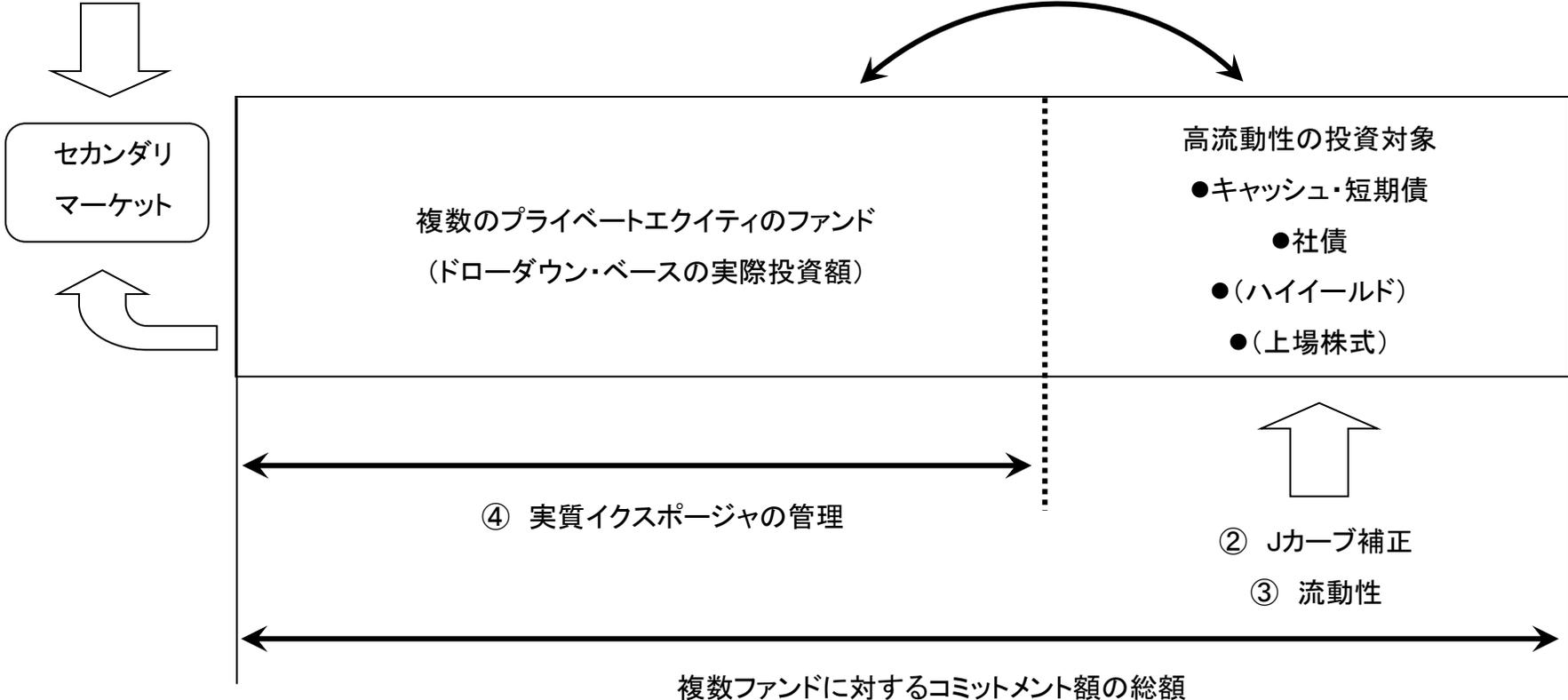
投資開始時

7-10年くらい先

# 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



- 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。