

# 非流動資産投資 の魅力



**東京会場**  
**JAビル カンファレンスセンター**  
**4階 401A**  
 東京都千代田区大手町1-3-1 JAビル  
 TEL:03-3212-1912(代)

●電車でのアクセス  
 ◎地下鉄千代田線・半蔵門線・三田線・東西線・丸の内線 大手町駅下車 C2b出口  
 ◎地下鉄東西線 竹橋駅下車4番出口

●お車でのアクセス  
 首都高速道路：神田橋インターチェンジをご利用ください



**名古屋会場**  
**ミッドランドホール**  
 名古屋市中村区名駅4-7-1  
 ミッドランドスクエア オフィスタワー5F  
 TEL:052-527-8500

●電車でのアクセス  
 ◎JR名古屋駅桜通口からミッドランドスクエア方面 徒歩5分  
 ◎ユニモール地下街 5番出口 徒歩2分

●お車でのアクセス  
 名古屋高速都心環状線「錦橋」出口より約6分 駐車場の収容台数123台  
 ●中部国際空港(セントレア)から名鉄空港特急利用で28分



**大阪会場**  
**ヒルトン大阪**  
 大阪市北区梅田1-8-8  
 TEL:06-6347-7111

●電車でのアクセス  
 ◎大阪環状線・東海道本線・宝塚線 (JR) 大阪駅下車徒歩2分  
 ◎阪神電車 梅田駅下車 徒歩1分  
 ◎地下鉄四ツ橋線 西梅田駅下車 徒歩1分

●駐車場のご利用  
 ◎24時間営業  
 ◎300台収容(高さ2.5mまで)

**お申し込み方法**

右記のいずれかの方法で、お申し込みいただけます。その際に、開催日またはタイトルをお伝えください(定員になり次第、締め切らせて頂きます)。また、ご案内のセミナーは基本的に機関投資家および資産運用に関連する方を対象とさせて頂いております。それ以外の方からの申し込みはお断りさせて頂いておりますので、あらかじめご了承下さい。

※今後、セミナー案内をご希望されない方は、誠にお手数ですが、セミナー事務局まで、お電話(03-6685-0683)か、E-mail (info@fromhc.com)にて、ご連絡をお願い致します。

**こちらからお申し込み下さい**

- ① <http://www.fromhc.com>  
プロ投資家向け 資産運用情報サイト「from HC」
- ② FAX: 03-6685-0686
- ③ TEL: 03-6685-0683

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・検討することを目的としております。本セミナー終了後には金融商品取引契約の勧誘を行う場合がございます。金融商品取引契約においては、投資対象の価格変動等により損失が生じる恐れがあります。また、報酬や諸経費は、契約毎に投資対象の種類等が異なるため、予め表示できません。なお、契約毎にリスク及び報酬や諸経費は異なりますので、契約締結前交付書面等をご覧下さい。

**12/18 (火) 東京**  
 15:00~17:30 (開場14:30)  
 会場：JAビル カンファレンスセンター 4階 401A  
 東京都千代田区大手町1-3-1 JAビル  
 TEL: 03-3212-1912(代)

---

**12/3 (月) 名古屋**  
 14:00~17:00 (開場13:30)  
 会場：ミッドランドホール  
 名古屋市中村区名駅4-7-1 ミッドランドスクエア オフィスタワー 5F  
 TEL: 052-527-8500

---

**12/4 (火) 大阪**  
 14:00~17:00 (開場13:30)  
 会場：ヒルトン大阪  
 大阪市北区梅田1-8-8 TEL: 06-6347-7111

[人+産業金融=成長]  
 成長を支える投資の原点へ



## ご挨拶に代えて

### 株式がまともな投資対象になるために

『森本紀行はこうみる <http://www.fromhc.com/column/>』(2018.5.17)より

株主の地位は弱いものだから、投資先の企業のガバナンスの保証なくしては、投資家の利益を守れないということ、投資家の利益を守れなければ投資価値は全くないということ、ここに尽きるわけです。

要は、ガバナンスにかかわるリスクが全てなのです。上場企業については、ガバナンスのリスクを許容できる銘柄のみに投資する、この原則は変更し得ないはずですが。しかし、ガバナンスのリスクがエンゲイジメントによって管理可能だと判断されることも少なくないでしょうから、そのような銘柄までも排除する必要もなく、エンゲイジメントの意義は十分に認められるべきです。それでも、上場企業の全てに投資価値を認めることなど全く不可能です。

ガバナンスのリスクについては、それが管理困難なリスクであるがゆえに、資産運用の歴史のなかで、多様な管理手法が開発されてきたのです。

一番わかりやすいのがプライベートエクイティです。ここでは、議決権の全てを握ることで、ガバナンスのリスクを完全な管理下においています。意思をもたない実物資産に投資することも、ガバナンスのリスクを回避する投資手法です。エネルギー企業、海運企業、空運企業、不動産開発企業、物流運輸企業、こうした企業のガバナンスのリスクを回避するために、エネルギー関連施設、船舶、飛行機、不動産、物流施設という実物資産への投資が拡大しているのです。あるいは、様々な投資家保護の約定を付したローン債権や優先株等の高度化の方向性もあるでしょう。

日本の資本市場は極めて未成熟な段階にあり、事実上、上場株式市場だけに限られるのです。故に、そこに議論が限定されていくために、エンゲイジメントが熱心に語られる、その事情は理解できますが、やはり、正論は、ガバナンスのリスクを管理可能にする市場機能の高度化に、そして、そうした新たな市場が拡大することで結果的に上場株式市場が活性化してくるという経路に向けられるべきなのです。

講師：森本紀行

## 講演内容

非流動資産は、プライベート(相対的非公開な私的関係性)であることが魅力です。資本市場というのは、基本的に、パブリック(公開)な市場のことです。パブリックであるためには、少なくとも、流動性(低コストでの売買可能性)と情報の対称性という、二つの基本要件が成立しなければなりません。この二つの基本要件の成立可能性について、疑念が大きくなるほど、パブリックなものの魅力が減退し、その分、プライベートなものの魅力が増してきます。

通常の投資の方法論では、売却によるリスク管理が基本になり、そのためパブリックな市場で取引される証券でポートフォリオを構成する必要があります。しかし、そうした証券は、需給バランスに伴う価格変動あるいは市場リスクという付随リスクの影響がかなり大きい傾向にあり、2008年の金融危機の経験は、売却によるリスク管理が機能しない場合がある、ということをお話しています。

一方、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。「売らない」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、プライベートな関係性のなかだからこそ情報が対称的になりますし、投資対象の本源的なリスクの管理に集中できます。

流動性の意味については、徹底的な再検討が必要です。持続的な資産運用において決定的に重要なことは、資産の売却可能性ではなく、資産が安定的なインカムを創出し続けることです。

今回は、プライベートな投資について、その魅力、リスク管理のあり方、時価評価の問題などについて、検討します。

## 項目

- 市場型モデル(パブリック)と関与型モデル(プライベート)の違い
  - ◎2つのモデルの比較
  - ◎スルメ金融とイカ金融
- 市場型モデルの失敗
  - ◎市場型モデルの要件
  - ◎市場が機能しなくなる可能性
  - ◎スルメ金融からイカ金融へ
- 企業金融から事業金融へ
  - ◎企業価値と事業価値
  - ◎伝統資産の解体
  - ◎事業金融と企業統治
- 関与型モデルとしてのプライベートエクイティ
  - ◎プライベートエクイティとは
  - ◎非公開企業のガバナンス
  - ◎投資実行と投資回収の方法
- その他の関与型モデル
  - ◎実物資産
  - ◎プライベートデット
- 非流動資産の構造化
  - ◎流動性の意味の再考
  - ◎ポートフォリオによる安定キャッシュフロー化



講師略歴

HCアセットマネジメント株式会社  
代表取締役社長

### 森本紀行

三井生命のファンドマネジャーを経て、1990年1月当時のワイアット株式会社に入社。日本初の事業として、年金基金等の機関投資家向け投資コンサルティング事業を立ち上げる。2002年11月、HCアセットマネジメントを設立、全世界の投資機会を発掘し、専門家に運用委託するという、新しいタイプの資産運用事業を始める。東京大学文学部哲学科卒。