

第5回 日本橋ファイナンス・フォーラム

「ファンド・ビジネスの新展開」

報告者 **【Part I】**： 河合祐子 日本銀行 金融市場局 キャピタル・マーケット担当（総括）
シニア・リサーチャー

報告者 **【Part II】**： 佐藤雅典 （株）ジェイ・ウィル・パートナーズ 取締役社長

コメンテーター： 田作朋雄 PwCアドバイザー（株）取締役パートナー
早稲田大学大学院ファイナンス研究科兼任教員

日 時： 2007年3月9日（金）18:30～20:15

場 所： 早稲田大学日本橋キャンパス・ホール

Part I：企業金融におけるファンドの役割

■ ファンドとは何か？

「ファンド」とは、単純化して言えば、投資家から集めた資金プールを運用し、その収益から報酬を除いて投資家に分配する仕組みである。具体的には、投資信託、ヘッジファンド、バイアウト・ファンドなどがある。法的枠組みで分類すると、個人投資の枠組みをつくることもできる投資信託や、プロによる投資が中心となる投資事業組合、リミテッド・パートナーシップ（LP）などがある。投資持分の流動性の高低、個人や機関投資家など投資家の種類、運用手法や投資対象の違いによっても分類できる。

ファンドを「投資会社」と比較すると、投資家が出資して収益（配当）を受け取る点は同じだが、ファンドの運営会社は複数のファンドを運営でき、投資家は特定のファンドのリスクリターンを判断して投資する。つまり、ファンドがユニット毎の損益を明確に区分するのに対し、投資会社はすべての投資を一括管理するという違いがある。ファンドと類似の投資をするものに金融機関などの子会社や一部門が投資を行う「プリンシパル投資」があるが、これは自己資金による投資である。

ファンドが多様な資金提供者から集めた資金を特定の対象に投資し、その収益を投資家に分配するという側面に注目すると、「証券化」も同様の仕組みであると言える。これは、特別目的会社（SPC）が原資産を保有して運用し、投資家は小口化された証券化商品を購入する形で収益分配を得るというものである。

■ ファンドの金融論的役割

このように、ファンドは投資家と企業をつなぐ「金融仲介機能」を担っている。金融仲介機能は銀行の主要な機能のひとつであるが、比較すると、ファンドが小分けされ、特別な目的のために集められた資金をそれぞれ「小さな箱」で運用するのに対し、銀行はより

集約された「大きな箱」であるといえる。米国では、銀行が担っていた金融仲介機能の多くがファンドや証券化に移行している。たとえば、ワークアウト（回収）は銀行ではなくファンドが主流であり、また、レバレッジローンの75%はプライマリー段階でファンドや証券化を通じて提供されていると言われている。

■ 企業投資ファンド

企業の何に投資するのかという観点から見ると、バランスシートのどの部分にもファンドが現れることがわかる。資産側には「資産保有者」として、債務側には「債権者」として、資本の部では「株主」として現れる。また、企業の立ち上げではベンチャー投資、株式公開後は株式投信（ETF 含む）やアクティビストなどの上場株投資、事業再編ではバイアウト、事業再生・解体ではディストレスト債権の買取りや不動産投資を行っている。

事業再編に関わるバイアウト・ファンドに焦点を当てると、近年の設立件数・総額、案件数・取引金額は、事業再生が急増した2003～04年を均すと、ほぼ増加基調で推移している。事業再編に伴ってノンコア・ビジネスの部門や子会社を切り出す場合に、ファイナンス・スポンサーとしてファンドが名乗りを挙げ、必要に応じて借入れを併用するケースは、レバレッジド・バイアウト（LBO）と呼ばれる。ファンドが出資するケースの多くにおいては、対象会社は経営の独立を維持し、ファンドとの協働によるバリューアップを経て「出口」を目指すことになる。

■ 事業再編・再生とファンド

事業再編の具体的なスキームとして、ゴーイング・プライベート（上場企業の非上場化）がある。ある対象会社を、既存経営陣がファンドのサポートを得て、特別目的会社（SPC）を通じて買収するケースで、必要に応じ、金融機関から資金を借り入れる。これは、MBO（経営陣による買収）とLBOの両方の性質を兼ね備えたものである。典型的な例は、SPCが既存株主にTOBを実施し、成立後、残りの全株式の現金取得決議を経て、対象会社を完全子会社化する。対象会社の上場を廃止し、SPCと合併させれば、結果として会社は非上場化する。

MBOがスポンサーとしてファンドを選ぶ動機としては、①経営の独立性維持、②事業会社の買い手の不在、③経営ノウハウ（バランスシート改善、国際ネットワークなど）の入手、④ファンドの既存投資先との融合（ロールアップ）、などがある。

株主（スポンサー）となる例以外に、信用力の劣化した債権を買い取る「ディストレスト・ファンド」のように、ファンドが債権者として関与し、事業の再生やバリューアップを行う場合もある。

■ WHYファンド？

ファンドの利便性は、①投資家にとっては、プロに運用を委託できる、②投資先にとっ

ては、新たな資金提供源が得られる、③運用者にとっては、投資業務のみを切り出すことでコスト削減やインセンティブ確保など効率化を図ることができる、といった点にある。企業への関与は、①資金の提供、②ノウハウやネットワーク等の経営資源の提供、③ガバナンスの強化（自らのガバナンス構造や投資のタイムスパンに基づく厳格なモニタリング）が特徴である。

■ ファンドの課題

英国の業界団体である EVCA（European Private Equity and Venture Capital Association）のガイドラインは、遵法、誠実、パートナーシップ、長期投資、利害関係者の尊重、透明性、守秘義務の各項目を、株主・役員・経営陣の規律として定めている。これらは、短期運用や収益至上主義、さらには利益相反や守秘義務違反などといった、ファンドに対する不安の裏返しとも考えられる。

そこで、ファンドのガバナンスについて考えると、まず、投資家に対して説明責任を含む運用報告の充実やリターンの向上などが求められる。もしそれが不十分であれば、運営会社は次のファンドを組成できなくなるし、市場で悪評が立てば次の投資案件に参加できなくなるだろう。もちろん、これらのガバナンスで不十分であれば規制が必要になる局面もあろうが、その場合でも、「プライベートエクイティやベンチャーキャピタルの中には、わが国経済に重大な役割を果たしてきた者もあり、活動を制限するような規制などの検討については慎重であるべき」とするブレア英首相の発言にならい、規制コストと市場・経済全体へのメリットのバランスを考慮することが重要だと思う。

Part II：金融機関再編における役割

■ 金融仲介機能としてのファンド

金融仲介機能としてのファンドの重要性を改めて認識すべきである。マスメディアでは「ハゲタカ」と報道されるように、決して世間に好感を持たれている存在ではない。それは、投資先の企業で多くの雇用者が解雇されることなどが興味本位で報道されるためであろう。しかし、「どの会社に投資したか」という記事や TV 報道は何かと目立つが、ファンド運営の観点からの重要性や評価はそれほど高くない。最も重要性や評価が高いのは、「投資資金を誰からどれだけ多く集められたか」であり、次に「投資先の価値をどれだけ向上できたか」である。「どこに投資したか」は、実際にはそうした次に来るものである。

■ 事業再生におけるファンドの役割

戦後、事業再編や再生におけるリスクマネーの供給は、基本的に銀行（メインバンク）が担ってきた。しかし、90年代半ば以降、その役割をファンドが代替するようになった。当初、ファンドは、海外、特に米国からのリスクマネーの流入を背景に、邦銀の不良債権

処理の過程で受皿となったが、15年前の米国での動きと同じく、次第に事業再編に積極的に関与するようになってきた。

再生を必要とする企業の特徴は、オーナーのワンマン経営によるガバナンスの不在や経営能力の欠如、そして、その結果としてのバランスシート及び収益性の悪化である。そこでのファンドの役割は、ノンコア資産（不動産・子会社株式等）や債務のリストラクチャリング、株式譲渡（第三者割当増資）の受け手などである。

最近では、旧来型の再生案件もあるが、東証マザーズやジャスダック市場に上場した企業の再生案件が増えている。双方に共通するのは、基本的には経営能力の欠如であり、資本市場からファイナンスがついた後に、非効率的な資金利用によって財務内容を著しく悪化させた結果、ファンドに相談が来るといったケースが増えている。

■ 事業会社と金融機関

事業会社どうしによる再編の場合は、シナジー効果への期待やライバル会社の買収など、資本、技術、販売網の提携・解消などを通じて、どうしても同業種および類似業種内での動きが多くなる。それに対して、次第に大きな役割を果たすようになってきたのが、プライベート・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどである。

金融機関の再編の場合も、従来は同業種内での再編・再生で、銀行の果たす役割が大きく、ファンドの入り込む余地はほとんどなかった。しかし、ファンドのもつ金融仲介機能を考えると、ファンドが金融機関の再編・再生に一定の役割を担うことができるはずである。昨年、地方金融機関の（破綻処理ではない）再編・再生案件に、初めてファンドとして関与したのは、その環境の変化のあらわれと言える。

■ 金融機関への投資方法

金融機関への投資手法は、優先株引受や第三者割当増資の引受などによる資本増強であり、事業会社への投資の場合と変わらない。ただし、金融機関に投資する場合は、バランスシートの改善が急務であるため、再生・回収も含め、不良債権を処理するためのシステムをつくり、経営陣や事業再生等の人的支援やリスクマネーの供給を図るなどの点で、事業会社への投資スキームとは若干異なる。

また、ファンドが一定割合以上の金融機関の株式を保有する場合には、免許の取得や監督当局の監視下に置かれるなど、一定の制約が生じる。なお、破綻金融機関に投資する場合は、不良債権処理の部分に公的資金が入ることにより、国が関与することになる。

ファンドはいずれ投資家に収益を分配する必要があるため、買入消却や再編に伴う売却など、「出口戦略」を常に考えておかなければならない。昨年、地方金融機関への出資が報道された際、様々な問い合わせが殺到したが、残念なことに、その全てが外国人であり、国内からの問い合わせは全くなかった。国内のマネーがリスクを十分取れるようになるには、まだ時間がかかりそうである。

【ディスカッション】

報告に続いて、活発なディスカッションが行われた。

コメンテーターからは、ファンドに対する「不安」について、米国で15~20年前に流行した「ハゲタカ・ファンド」は競争原理が働いたことで儲からなくなり、すでに死語になっている。にも拘わらず、日本の至る所で、ファンドと言えば清算価値以下で買い叩く「ハゲタカ・ファンド」を連想する人が多いのが現状だ。こうしたナイーブな見方は別として、事業会社と比較したファンドの優位性を考えると、投資先へのガバナンス（経営者に対する規律づけ）をどう効かせるかが重要な鍵を握っているとの指摘があった。

また、間接金融から直接金融への流れの中で、銀行が金融仲介機能の全てを担うことが困難になってきている点として、「金融論＝銀行融資」のように矮小化された伝統的な金融論から、今日では資金調達や財務会計に重きを置いたファイナンス理論にとって代わった結果、より実態に即した内容になってきた点や、資金プールや持分の小口化等のスキームにより投資家層が多様化してきたことで、銀行融資が主流であった時代における市場型ファイナンスの短所が改善されてきているとも述べた。

フロア（会場）とは、まず、銀行との対比でファンドの役割をどう規定すべきかについて議論があった。

たとえば、ファンドのプレゼンスが高まってきた背景には、ファイナンス理論の発展やコンピュータの活用と相まって、リスク分割・譲渡・再結合が容易になったことや、金融仲介機能が細分化してきたことから、各分野のプロに任せた方がよいと考えられるようになったためとの指摘があった。

また、銀行のもつリスク変換機能に着目すれば、自己資本比率が10%の場合に9割は確定利払いのデットを背負う銀行と、エクイティ中心で調達するファンドとを並べて議論するよりも、高リスクをファンドが負い、低リスクを銀行が負うというように、金融仲介において垂直分業の関係にあるのではないかとの意見が出された。これに対しては、確かに異なるリスクが対象となる面はあるが、これまで銀行がシニア・デットを提供してリスクを取ってきたという歴史的経緯や、デットを運用対象としているファンドも存在することから、機能的には両者は重なり合う部分もかなりあるとの認識も示された。

ファンドと銀行の役割分担については、地域経済への密着性の強弱、取り得るコストやリスクを勘案すると、企業規模の大小によって規定される傾向があり、銀行は小企業、ファンドは大企業と、大きく棲み分けることになるのではないかとの指摘もあった。このように考えると、銀行がファンドに資金をつぎ込むのは、むしろ大口融資問題が発生した場合に事態を悪化させるため望ましくないとの意見や、実際、米国や英国では、ファンドに融資・投資できるのは投資銀行だけで、商業銀行はできないとの指摘もあった。

次に、金融情勢がタイトになった場合でも、ファンドはデットを調達できるのかという

問題提起があった。これについては、金融情勢がタイトになれば、要求リターンも高くなるため、一般にファンドの動きは鈍くなるが、特に対象案件の大型化とともにファンドの大型化が進んでいる背景には世界的な金融緩和があり、特に米国の場合、デットの供給者が銀行ではなく証券化やローン・ファンドであるため、金利上昇によって銀行のような利鞘改善効果は得られず、逆に資金コストが上昇することから、現在のようなメガファンド・ブームは続かないとの見通しなどが示された。

さらに、ファンド規制に関する議論については、ファンドが金融仲介機能を担うようになると、①預金者及び投資家保護、②産業支配の防止（事業会社の発行済み株式の5%を超える株式取得の原則禁止）、③金融システムの健全性確保（一定の参入規制等）、という3つの視点から、どう考えるべきかとの問題提起があった。これについては、金融システムの観点からは、米国においても、ファンド規制が必要なほど企業金融におけるファンドのプレゼンスは高い状況にはまだなく、投資家保護の観点からは、日本でも金融商品取引法においてプレーヤーの属性に応じて行為規制の柔軟化を図る措置が盛り込まれたものの、今後はさらに議論の対象になっていくように思うとの見通しが出された。

また、バーゼルⅡにより銀行規制が厳しくなるにつれ、次第にファンド規制も厳しくなるのではないかという問題については、実際に開示の要求度が高くなりつつあり、規制が入ることによって更なる情報開示を行っていくというのが一種のルールになりつつあるが、一方では、限られた情報開示の中でファンドをどう選ぶかでファンド・マネジャーが評価されており、投資家によっては、必ずしも強制開示を求める声だけではないとの指摘もあった。

最後に、ファンドの実態がとかく見えにくいことから、様々な憶測を呼んだり、一部の問題が全体であるかのような報道につながる可能性がある。政府・中央銀行や大学・研究機関がこうしたファンドの全体的な動向や金融仲介機能としての意義や可能性について情報生産を行っていくことが重要ではないかとの問題提起もあった。

注：本フォーラムにおける河合氏の発言は、日本銀行の公式見解ではなく、あくまでも個人的見解である。

(以 上)