日本経済新聞 2008年9月 12日　金曜日　朝刊 27面 （サーキュレーション 3,046,975／日）
Nihon Keizai Shimbun Morning ed.　9/ 12 / 08 (Fri.) Page (27) Circulation 3,046,975/day

経済教室

投資ファンド活用進めよ

誤解とき環境整備を

税制などの見直しテコに

企業金融と産業再生 >>下

ポイント

- 投資ファンドが新たな金融の担い手に
- 欧米を参考に銀行との役割分担進めよ
- 投資ファンド運営者、行動規範明確化を

安東 泰志　ニューホライズンキャピタル会長

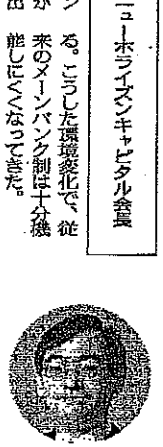
日本の企業金融は、メーンバンク制に基づく間接金融が優勢だった。この下で貸し出しシェアの秩序が守られ、メーンバンクは融資先の株式を保有し、経営に助言を与え、時に経営陣を送り込むなど、企業のガバナンス（統治）の一端を担ってきた。ゆえに、いったん事が起きれば、メーンバンクが一種の経営責任を取るような形で他行の融資を肩代わりする例も見られた。

だが、一九九〇年代半ば以降、いわゆるバブルの崩壊で邦銀は大きな痛手を被り、邦銀の取締役会も株主などに対する説明責任を意識しなければならなくなった。金融庁は、金融検査マニュアルに基づき、銀行に信用リスク管理体制の整備を促し、債務者区分と整合的な形で信用格付け制度の導入が進んだ。現在、正常先・要注意先・要管理先・破綻懸念先などの債務者区分は、各行の信用リスク管理規程や金融検査マニュアルに基づいて厳格に査定されている。

さらに、昨年三月末からバーゼルIIと呼ばれる新たな自己資本比率規制が導入され、各行は、与信の集中リスクを排除し、債権の流動化などによる与信ポートフォリオ管理を強化。従来からの銀行法や独禁法の制約にバーゼルIIによるリスク量抑制の要請が加わったことで、株式などの新規保有をより慎重にしている。こうした環境変化で、従来のメーンバンク制は十分機能しにくくなってきた。

一方、資本市場からの直接調達は、資金調達の機動性という点で銀行融資に劣るほか、ガバナンスの担い手という点でも銀行の代替になりにくい。そうした中、新たな金融やガバナンスの担い手として、プライベート・エクイティ・ファンド（PEF）への期待が高まっている。

PEFとは主に未公開株に投資する投資ファンドのことで、創業期企業に投資するベンチャーキャピタルと、我々のような成熟期の企業が主な投資先のバイアウトファンドに大別される。近年、バイアウトファンドが、主に第三者割当増資で上場会社に出資する例も増え、これをPIPEs（プライベート・インベストメント・イン・パブリック・エクイティーズ）という。以下、主にバイアウトファンドを念頭に議論を進めたい。



◆◆◆　◆◆◆

一九九九年以降の全世界でのM&A（合併・買収）の中で、PEFが関与した割合をみると、サブプライムローン問題などの影響で今年は急減しているが、それまでは一貫して比率が上昇し、昨年は総額の約四分の一にPEFが関与していた（上図）。また、筆者は、日本国内でもM&Aの一〇―一五％にPEFが関与していると推定している。

このように、世界でPEFの活用が広がっている背景としては、以下の点があろう。

第一に、機動的にリスクマネーが提供できる点である。

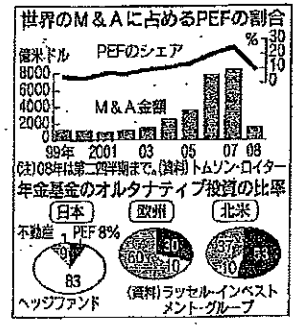
PEFは、様々な投資家から多くの資金を集め、自らが企業経営に深くかかわるため、個別の投資家では取りえないようなリスクを取った、機動的な投資が可能である。成長事業の切り出し（カーブアウト）、ノンコア（非中核）事業や子会社の切り離し（スピンオフ）、LBO（借り入れで資金量を増やした買収）、MBO（経営陣が参加する買収）、構造改革や成長のための資金供給など、企業に必要な、多様で機動的な事業戦略は、PEFの機能抜きには成立しにくいものが多い。

第二に、経営関与による価値創造が挙げられる。PEFは、投資後も様々な専門家が当該企業の経営陣と協調しつつ経営に積極参画して企業価値を向上させ、時には産業再編の触媒の役割も果たす。

第三にガバナンスの改善である。銀行がガバナンスを担うことは、債権保全を優先する債権者として、株主・従業員・取引先など、その他ステークホルダー（利害関係者）との利益相反を生む可能性がある。一方PEFは、あらゆるステークホルダーとの利益調和を図らなければならない立場にある。すなわち、取締役会に規律を与える役割を果たすのである。

第四に人材の有効活用がある。PEFは、各方面から経営管理、技術、人脈などに優れた人材を受け入れ、こうした人材の活用で産業の活性化に一役買うことができる。

第五に海外からの資金の受け皿としての機能がある。近年合頭する政府系ファンド（SWF）は、欧米で有力な資金供給源として歓迎されている一方、安全保障の観点から運用の透明性を求める声も聞かれる。資源価格の高騰による巨額の所得移転に対し、その資金の国内還流を実現することは重要な課題である。



PEFの場合、投資先企業の経営に関与するのは、投資家ではなく、あくまでPEFの運営者のみで、安全保障上の懸念はなくこうした資金の受け皿になれる。既に中国投資有限責任公司（CIC）は、米国のブラックストーン・グループに対して、また、アラブ首長国連邦（UAE）アブダビのSWF、ムバダラ開発はカーライルに、いずれも巨額出資を行った。日本もSWFの受け皿としてのPEFを早急に整備すべきであろう。

◆◆◆　◆◆◆

このように、PEFは企業経営にとってなくてはならない存在になりつつある。現在は、まだ企業金融のパラダイムシフトの途上で、メーンバンクとPEFとの連携に混乱が生じる事例もある。だが本来は、PEFがリスクマネーを投入し、企業の経営改善を主導すれば、銀行も、自らが企業の経営責任を負うことなく融資先の信用リスクを軽減でき、新たな融資機会を獲得することも可能ではずだ。今後は、欧米のようにPEFが企業の統治と価値創造戦略を担い、銀行が業績のチェックとファイナンスを担うといった役割を分担しながら良好な関係を維持し、日本企業への適切なサポートを実現することが期待される。

それだけにPEF育成は、企業金融の正常化、企業価値向上、産業再編推進などに向けて避けて通れない。日本にとって最も重要な政策課題の一つである。その際に留意が必要なのは以下の点である。

第一が公的年金などの投資を促進することだ。日本のPEFの規模は、欧米に大きく見劣りする。その原因の一つは、年金の投資行動の違いだ（下図）。欧米では、巨額の資金を持つ公的年金・企業年金などは、株式や債券以外への投資（オルタナティブ＝代替投資）の中で、PEFに三〇―五〇％を配分している。一方日本では、約百二十兆円の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人の管理運用方針にPEFへの投資配分目標が定められておらず、年金掛金全体でも一〇％未満にすぎない。公的年金などが実績のある運用責任者を擁するPEF投資に動けば、大きく前進する。

第二に、PEFに対する正しい理解を醸成することだ。日本では、これまで遊休資産の株主還元や増配要求などを通して短期の株価上昇を狙うアクティビストファンドなどが脚光を浴びがちで、中期的な視点に立ち、経営陣とともに企業価値向上のために地道に汗をかくPEFがそれらと混同される例も散見される。

第三に、税制面の一段の見直しなどをテコにした海外資金の呼び込みが必要だろう。海外投資家の利益に対する課税については、最近、一部の解釈が明確化されたが、今後さらに海外投資家の資金を国内PEFに呼び込むには、国際標準に照らし、いまだ改善を要する点が残されている。

◆◆◆　◆◆◆

一方PEFの側も行動規範を明確にしていくべきである。PEFの運営者は投資家に対して負っている受託責任を全うすべきだ。世界的にPEFの運営者はパートナーシップであることが多いが、これら個人は、自らも高いリスクを負って投資家のリスクとの整合性を取っている。

PEFの運営者は、投資家と利益相反の可能性がある特定の事業会社や金融機関の影響を受けることなく、投資家の利益を第一に行動すること が必要だ。同時に、中期的観点から企業を取り巻くすべてのステークホルダーの利益を考えるという公共的な使命を十分自覚しながら投資し、企業経営に関与すべきだろう。

あんどう・やすし　58年生まれ。東大経卒。三菱銀行、現三菱東京UFJ銀行）を経て02年からPEFを運営