

## 第27回 「PEファンドを巡る誤解を解く」

今までの連載で、PEファンドの実態、PEファンドを運営する立場から見た日本企業のガバナンス(統治)等の問題点、そして日本の企業金融を抜本的に改善するための提言などに触れてきました。また、この連載と並行して、各方面の方々と議論を重ねてきました。日本の資金の流れを見直し、現在国が大半を吸い上げてしまっている家計部門の金融資産の一部を独立系のPEファンドに回るようにすることが、「日本の企業金融を円滑化し、企業のガバナンスを向上させ、成長を促し、さらには家計部門を潤す」といった好循環を生むものであることについては、おおむね理解を得られてきたと感じています。特にその第一歩として、ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険・公的年金など政府系機関が預かる約500兆円にのぼる巨額の金融資産の運用の一部を、諸外国なみにPEファンドに振り向けることによって、政府による予算措置の不要な大きな経済対策が可能になることについても、理解が進んできたように思います。

一方で、議論の過程で明らかになってきたのは、日本ではかなり初歩的・基礎的なレベルでPEファンドに対する誤解がまだ残っているという事実でした。

筆者がこれまで接した代表的な誤解は、以下のようなものでした。いずれも基礎的な知識の不足によるものなのですが、我々としても理解を得るべく、より一層の努力をしなければならないと感じました。今回は、過去の連載も引用しつつ、これらの誤解に答えてみたいと思います。

(誤解その1) PEファンドは「ハゲタカ」。経営者の敵である

(誤解その2) PEファンド運営者は金融機関系が安心である

(誤解その3) 日本のPEファンドには実績がない

(誤解その4) 年金等の運用資産にPEファンドを加えるとリスクが高まる

(誤解その5) 企業金融の円滑化は金融を緩和し、銀行の尻を叩けば可能

### 1 PEファンドは経営者の敵か

---

連載第1回でご説明したように、投資ファンドとひとくくりにされているものの中には、様々な種類があります。

例えば投資信託も投資ファンドですし、サブプライム問題等で注目を集めたヘッジファンドも投資ファンドです。ただし、これら2つの類型は主に市場を相手にするものであって、経営に深く介入することは稀(まれ)だと思います。近年コーポレートガバナンス議論の深まりと相まって、大株主全般に、平常からの経営陣との対話や総会での積極的な議決権行使が序々に進んでいます(連載第10回・21回)。

これに対し、経営に関与する形として、アクティビストファンドとPEファンドがあります。アクティビストファンドは多くの場合、市場で企業の株を買った上で、株主からの要求という形で、経営者に「外部から」「株主利益を極大化」するよう圧力をかけていきます。

一方、PEファンドは原則として経営者と事前に合意の上で友好的に株式を取得し、経営に参画して、自ら汗をかいて「内部から」「企業価値を極大化」しようとするファンドです。PEファンドには、高い技術を持って起業した経営者・企業を支援するベンチャーキャピタルと、成熟期にあつて事業の再生や成長の後押しを必要とする経営者・企業を支援するバイアウト(企業再生)ファンドがあります。いずれも友好的な関係の中で企業を支援してきた多くの実績があります。また、PEファンドの投資期間は通常3~5年と長く、企業の中期経営計画の期間とほぼ一致しているため、その中期経営計画が意識する株主以外のステークホルダー(利害関係者)、例えば従業員・債権者・取引先・地域社会などにも目配りをするようになります。単なる「株主価値」ではなく、「企業価値」を向上させるのがPEファンドの活動です(連載第3・4回)。

もちろん、PEファンドは投資家に対する忠実義務を負っています(連載第2回)。したがって、企業価値の向上には貪欲(どんよく)に取り組みます。すなわち、経営者・企業にとって、PEファンドは単に優しいだけの存在ではありません。いわば「企業に愛情を持って厳しく助言を与える真の友人」であると考えべきだと思います。「PEファンドは経営者の敵」というイメージは、他の種類のファンドと混同されているのが主な理由だと思いますが、万一にも企業外部からのガバナンスチェックが嫌だとの理由であったとすれば、PEファンドの良しあしを論ずる以前に、そもそもその企業のガバナンスに関する考え方が見直されるべきなのではないかと思います(連載第12・21・22回)。

## 2 PEファンドの運営者は金融機関係が安心か

---

PEファンドは、ファンド自体で決算を行ない、その資産は分別管理しているにもかかわらず、一部には「PEファンドの運営者」の信用力のようなものをいたずらに気にするかたも散見されました。しかし、PEファンドの投資家にとっては、資産が分別管理されている限りは、その「PEファンドの運営者が投資家の利益をきちんと守ってくれる存在かどうか」、すなわち投資家に対する忠実義務を果たせるかどうか、PEファンドを見極める最も重要な要素です。

その第一の判断基準となるのが、運営者、特にキーマンといわれる主運用責任者と、パートナーをはじめとするチームの過去の実績(トラックレコード)ですが、それと同じくらい重要なのは、そのPEファンドが各種の利益相反に抵触しないかどうかです(連載第5回)。

例えば債権者として債権の回収を最重視する立場の銀行と、株主など債権者以外のステークホルダーの利益は相反します。それゆえに、銀行の一般事業会社の株式保有には制限が課されているのです。したがって、銀行がPEファンド運営者の株主であるとか、銀行がその役員OBをファンド運営の中枢に送り込んでいるなど、銀行が運営に影響力を持つことが疑われるPEファンドの運営者は、投資家との利益相反があると断言して差し支えないと思います。企業の立場から見ても、銀行が債権者として強大な力を持っているのに、さらに銀行の影響下のPEファンドが株主として経営に関与するとなれば、「優越的地位の濫用(らんよ

う)」の危険が一層高まることになりかねません。銀行にとっても、自らの影響力が疑われるPEファンドが株主であった場合、その債務者企業の株主・取引先・従業員などのステークホルダーから銀行に経営責任を問われることにもなりかねない大きなリスクがあります。

証券会社系であったり、一般事業会社系であったりするPEファンドの運営者も、多かれ少なかれ同様の利益相反の構造を内包しています。一般事業会社が他の企業を傘下に収めたいのであれば、ファンドの形を取って投資家を巻き込む必要などなく、自ら買収し連結すればよいのです。

こうしたことから、PEファンドの運営者が特定の金融機関や事業会社の影響を受けない独立したものである必要があるのは、投資家(そして投資先企業)保護の観点から当然のことです。

ただし、誤解してはならないのは、そのことはPEファンドの運営者と金融機関が対立することを意味するのではない点です。また、金融機関が投資家として、独立系のPEファンドに対し連結決算基準に抵触しない範囲で投資を行なうことには特段の問題がありません。すなわち、独立した投資判断をするPEファンドが、金融機関と緊密に連携して企業の再生や成長に取り組むのがあるべき姿です。結局は、投資家にとっても、そして金融機関にとっても、それが最も適切かつ実り多い協調の形なのです。

### 3 日本のPEファンドには実績がないか

---

日本でPEファンド、特にバイアウトファンドが大きく発展したのは、1990年代後半ですので、おおむねこの10年間のことです。したがって、90年代初めには企業金融の世界で既に大きな存在感を持っていた欧米のPEファンドと比べれば、実績が少ないのは当然ということになります。また、ファンドの運営期間は通常10年なので、日本では厳密な意味で運営期間を終えたファンド自体が少ないのも事実です。

しかし、日本にも過去10年で多数の実績を積んだファンド運営者やチームは存在します。筆者とそのチームも、エクイティ投資に限っても26件の投資を実行してきましたが、同じように20件を超える投資実績を持つチームも複数存在します。

そもそも、実績が欧米より少ないからといって、機械的に日本のPEファンドを排除していたのでは、日本の投資家はもちろん海外の投資家にとっても、投資の地域分散が効きません。そして何よりも政策的な観点から言えば、いつまでも「卵か鶏か」の議論を続けていても埒(らち)が明かないのも事実であります。まずは複数の実績を持つチームを大きく育て、さらに実績を積み上げさせることによって欧米のPEファンドにひけを取らない日本のPEファンドをつくっていくことこそが、長い目で見れば投資家、企業、そして国益にもかなうものであると思います。

日本のM&A(合併・買収)市場で、買い手側が常に事業会社しかいないとなれば、企業の再生や再編は停滞します。一方で最近、技術やノウハウのある日本の中堅企業の買い手として存在感を増しているのが、中国の政府系企業などです。筆者はそのことを一概に否定するものではありませんが、日本にそれなりの規模がある独立系のPEが存在することは、国内のM&A市場に買い手側の厚みを増し、企業の選択肢を増やす

ものであることは間違いありません。

## 4 PEファンドを年金運用に加えるとリスクが高まるか

---

「PEファンドを年金運用に加えるべき」との議論をすると、必ず出てくる反論が「そんな高リスクの運用はできない」といったものです。

これは、連載第24回で述べたように、大きな誤解です。PEファンドによる運用リスクが債券よりは高いのは当然ですが、株式よりは低いのです。そして、株式や債券の利回りが非常に低いのに対し、PEファンドの利回りは非常に高いという特徴があります。したがって、PEファンドのリスク対比リターンは、債券や株式よりはるかに高いのです。

それに加えて、やや専門的になるため、連載第24回ではごく簡単にしか触れませんでした。資産運用をする場合には運用資産の間の「相関」を考えなければなりません。政・官・財のかたがたが、これを正しく理解していないと、誤った結論が導かれかねないと強く危惧しています。

例えば、よくある誤りは「リスクを低減させるために、年金運用は100%債券で運用すべきだ」との議論です。では、欧米の公的年金が総資産の10~20%程度をPEに投じている(連載第17・23・24回)のは、単にリスクを高めて利回りを取りに行っているからでしょうか？

ここでは、単純化のため「債券100%」の運用と、「債券85%+PEファンド15%」の運用のどちらの方がリスクが低いかを考えてみます。いくつかの仮定を置いた上で当社が試算した結果(計算の前提と結果は表1)では、後者の方がリスクは低くなるのです。その理由は、債券とPEファンドの相関がマイナスの数値だからです。

それ以上に重要なのは、リスク対比リターンがどうなのかです。これを測る基礎的な指標は「シャープレシオ」といい、利回り(正確には無リスクの資産から得られる利回りを超える部分)をリスク(標準偏差)で割った指標です。これが高いほど、運用は効率的と言えるでしょう。

表1 投資ポートフォリオにPEを加える効果の試算

ポートフォリオ				アセット概要		
国内債券	国内株式	PE	計	期待リターン	標準偏差	シャープレシオ
67%	33%	0%	100%	3.59%	8.88%	0.179408465
100%	0%	0%	100%	3.00%	5.42%	0.184501845
52%	33%	15%	100%	4.71%	10.18%	0.266454349
60%	26%	15%	100%	4.58%	8.75%	0.294473086
67%	18%	15%	100%	4.44%	7.41%	0.329626316
85%	0%	15%	100%	4.12%	4.95%	0.428181798

  

アセット概要			
	国内債券	国内株式	PE
期待リターン	3.00%	4.80%	10.46%
標準偏差	5.42%	22.27%	16.01%

  

相関係数			
	国内債券	国内株式	PE
国内債券	1.00		
国内株式	0.22	1.00	
PE	-0.11	0.80	1.00

New Horizon Capital作成

試算の前提

- 国内債券、及び国内株式については、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の現行の基本ポートフォリオの策定において推計された期待リターン、リスク、及び相関と同一の数値を使用。それぞれ「NOMURA-BP総合指数年次リターン」、及び「TOPIX(配当込み)年次リターン」により推計。
- Private Equity(PE)については、以下の前提で試算。
  - PEの期待リターン、及びリスクは、Cambridge Associates LLC公表の「U.S. Private Equity Index」(PE Index)の過去20年データ(1990年～2009年6月末)を使用して推定。
  - PEの期待リターンは、PE Indexの過去平均リターンと同期間の「S&P 500 (Total Return)」の過去平均リターンを比較し、PE Indexの超過部分をPE投資に伴うリスクプレミアムと仮定した上で、このリスクプレミアムにGPIF公表の国内株式の期待リターンを加え、日本のPEの期待リターンとした。
  - PE Indexと同期間の「Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index(Total Return)」と「S&P 500(Total Return)」の相関を、日本におけるPEと国内債券、及び国内株式の相関として仮定。
- シャープレシオは、GPIFの基本ポートフォリオの策定において前提とされている短期資産の期待リターン2.00%を無リスク資産のリターンとして推計。

今、「国内債券67%+国内株式33%」という運用をしている年金があるとして、これにPEファンドを15%加えてみるとどうなるでしょうか(15%分は債券と株式から均等に減らすとします)。また、先ほどの「債券85%+PE15%」と比べるとどうなるでしょうか。

結果は以下の通りです。

ポートフォリオ	期待リターン	リスク	シャープレシオ
債券 67%+ 株式 33%	3.59%	8.88%	0.179
債券 60%+ 株式 25%+PE15%	4.58%	8.75%	0.294
債券 100%	3.00%	5.42%	0.185
債券 85%+PE15%	4.12%	4.95%	0.428

この結果から、以下の事実が強く推論されます。

- ・債券100%の運用はリスクが最も低いとは言えず、PEを加える方がリスクは低くなる
- ・債券と株式からなる現在の運用にPEを加えると、リスクが低くなる上にリスク対比リターンも上昇する
- ・株式での運用をやめ、債券とPEでの運用を行なえば、リスクが大きく低減される上、リスク対比リターンは非常に高くなる

欧米の公的年金がその運用資産の10~20%をPEファンドに回しているのは、単に「リスクを高めて利

回りを向上させる」ためではなく、こうした事実に基づいて「リスクを低減しつつ利回りを向上させる」ためであることは明らかです。日本のPEファンドに関してはデータが少ないとの反論はあるとは思いますが、上記のような事実は、データが少々不備であっても合理的に推論できるものですので、ある程度の政治的な割り切りの下、年金の運用を少しでも欧米並みの運用に近づけることこそ、それを通じた企業金融の円滑化による企業の成長支援と、年金運用の向上の両方に資するものだと思います。

## 5 企業金融はPEファンド抜きで正常化するか

---

高度成長期から日本では銀行が企業金融の中心的役割を果たしてきました(いわゆる間接金融)。したがって、政・官・財の一部にはさらなる量的緩和をしつつ、銀行に貸し出しを増やすように仕向ければ企業金融が円滑化し、ひいては経済の回復につながるという主張も見られます。

しかしながら、現在までの十分に緩和的な政策の下でも銀行の預貸率(預金のどのくらいの割合が貸し出しに回されているか)は、せいぜい50~60%台にとどまっており、企業に潤沢に資金が供給されている形跡はありません。そして、今後どんなに量的緩和が進んでも、今のままでは銀行経由で企業に資金が供給されるとは思えません。その理由は、連載第25・26回で述べたように、銀行を巡る近年の制度的な問題があるためです。銀行は、貸し出しなどせずとも、預かった預金で国債を買っておれば十分利ざやが抜ける状況にあるので、結局のところ、どんなに量的緩和しようとも、その結果銀行に集まったお金は国が吸い上げているだけで民間には流れないのです。

現在の制度の下では、PEファンドを通して企業に資本性の資金を導入して初めて企業の財務が安定し、さらには銀行の貸し出し姿勢も改善していくものです。連載第24回で述べたように、米国では国内総生産(GDP)の3.5%に相当する額が毎年PEファンドに流入し、そこから企業に投資されています。これを日本に置き換えれば年間約16.5兆円に相当します。そして米国ではPEファンドへの主な資金の出し手は公的年金です。翻って、日本では、公的年金やゆうちょ銀行、かんぽ生命など公的機関が家計部門から集めている巨額の資金は、PEファンドにはまったく投資されていません。企業金融の円滑化は、こうした公的機関の資産運用の一部を日本のPEファンドに向けることから始まると言っても過言ではないと筆者は考えています。それは増税や国債発行などの財源が不要な、大きな経済対策となります。

そして、それを実行することは、こうした公的機関の資産運用のリスクを低減し、利回りを向上させることによって家計をも潤すことは、前項でご説明した通りです。日本でもPEファンドの育成によって、こうした好循環をつくり出していくことは、喫緊の政治課題であると考えます。