

(2010/03/11)

第28回「独立系PEファンドの育成は日本を救う切り札となる」

これまで27回にわたって、PEファンド運営の現場から日本の企業金融の様々な側面に触れてきました。特に今回はPEファンドを巡る様々な誤解に触れつつ、独立系PEファンドの活用がいかにより日本の企業金融の円滑化や国民の金融資産運用状況の改善に有益であるかをご説明しました。

今回はこれらを踏まえて、より大きな観点から独立系PEファンド育成の重要性を総まとめしておきたいと思えます。

1 独立系PEファンド育成が必要な理由

(1)日本の資金の流れを変え、企業金融の円滑化が成し遂げられること

日本は政府が巨額の負債を抱えつつ、長年にわたる低成長に苦しんでいます。半面、日銀の量的緩和もあり、銀行にはお金が潤沢にあります。また、公的部門である公的年金・ゆうちょ銀行・かんぽ生命保険、公的な色彩が強い年金基金に、合計で約500兆円もの家計部門の資金が預けられています。これらのお金の多くが国債を買うために使われているため、債務が国内総生産(GDP)比で世界最悪の水準にありながらも、日本の国債は現在のところ大きな格下げなど深刻な問題に直面していません。

しかし、これが何を意味するかと言えば、家計部門の金融資産の大半は国が吸い上げて非効率な公共事業などに使われる一方で、企業には資金が流れていないということです。

「企業に資金需要がないから国が家計部門のお金を吸い上げて公共投資をするのは当たり前」「金融をもっと緩和すべき」などの議論をする人たちもいますが、本末転倒の議論だと感じます。「卵が先か鶏が先か」ですが、企業はヒト・モノ・カネの経営資源がそろっていれば、必ず前向きな投資をしようとするものです。そして企業の投資には国の公共投資とは違ってROE(自己資本利益率)目標がありますので、お金をはるかに効率的に使うインセンティブを持っています。いわば金融面での「サプライサイド」の改革を行うことが必要なのです。

また、どんなに金融緩和をしても、それが銀行にとどまって(銀行が国債を買っているだけで)肝心の企業に流れない限りは、企業金融の緩和にはつながらず、経済の活性化にはなりません。企業の資金調達には負債性と資本性の調達があります。企業にとっては負債性の調達、特に銀行借入が最も簡単なのですが、現在の銀行は金融庁の自己査定マニュアルなどの制約により、企業の財務状況に応じた格付けと、それに従った貸し付け方針に従うしかなく、結局は企業の財務が強くない限り借入は難しい状況です。企業の財務を強くするには資本性の調達をしなければならないのですが、それを機動的に可能にするのは、独

立系PEファンドにおいてほかにありません。

すなわち、日本の資金の流れを一部でも独立系PEファンドに流す仕組みを築き、PEファンド経由で企業に資本性の資金を導入することによって、結局は銀行借入もスムーズになるのです。それなくして銀行に「貸せ、貸せ」と迫っても、企業金融が円滑になるはずはありません。

(2)企業のガバナンス改革が成し遂げられること

日本でもようやくコーポレートガバナンス(企業統治)の議論が活発になってきましたが、独立取締役や独立監査役の導入など形式面の議論にとどまっている感があります。それさえも、会社側は「社外の人に何が分かるか」という抵抗を示しています。

そもそも日本独自の風土として「サラリーマン文化」が蔓延(まんえん)する企業においては内輪の論理を優先し、社外の日より社内の調和や年功序列を重んじる傾向にあると思います。仮に社外の日を気にするとしても、最も重んじられるのは債権者である銀行の意見であることが多く、一般株主をはじめとするその他のステークホルダー(利害関係者)を日常的に意識しているとは思えません。

これに比べると、PEファンドが関与する場合、株主はもちろん取引先・役職員・債権者・社会など、企業を取り巻くステークホルダーに目配りすることを投資先企業に求めることが多いと思います。そして、それができる人材を社内から発掘して活用することになります。PEファンドは単に株主として何かを押し付けるのではなく、経営陣と一緒に汗をかく存在ですので、企業のガバナンスの強化と成長戦略の策定に大いに寄与すると言えるでしょう。

(3)企業の機動的な事業戦略を可能にすること

PEファンドは既存の金融機関が取りえないリスクを果敢に取り、企業の再生や成長を直接的にサポートするものとして、世界的に広く認知されています。成長事業の切り出し(カーブアウト)、ノンコア事業の切り出し(スピンオフ)、LBO(相手先の資産を担保にした借り入れによる買収)・MBO(経営陣が参加する買収)、成長資金の供給、連結子会社の非連結化など、企業や産業界が必要とする多様で機動的な事業戦略は、PEファンドの機能なしでは成立しにくいものが多々あります。

またM&A(合併・買収)においても、PEファンドが投資を介して同業他社や異業種との橋渡しをする例が世界的に多数見られます。近年、技術を持った日本の中堅企業が中国や韓国など外国企業の傘下に入るケースが目立ってきましたが、日本にそれなりの規模のPEファンドが存在していれば、いったん日本国内で受け皿となり得るケースも多いと思われ、企業に選択肢を与えるための国策としても早急に検討すべき課題と言えるでしょう。

(4)資金の受け皿として有益であること

家計部門の潤沢な金融資産を企業の再生や成長に直接的に活かすためには、PEファンドという仕組みが必要です。もちろん家計から巨大な資金を集めた準国営機関(例えばゆうちょ銀行)が民間企業にお金を貸すようなことも考えられなくはありません。しかし、それでは民間の銀行と競合する上、そもそも民間が「貸せない」企業に融資をすることが国民の資産運用としてどうなのか、そしてそれだけのリスクを取るノウハウがゆうちょ銀行の現場にあるのかといった問題が生じるのではないのでしょうか。

ゆうちょ銀行がお金を使うのであれば、独立系のPEファンドに預けてPEファンドが企業に資本性の資金を投入し、きめ細かに経営支援をしていくほうがはるかに理に適っています。そうすれば、企業の財務状況が改善するため、全国津々浦々の民間銀行の融資も出るようになるため、企業金融が一気に円滑化するのです。

公的年金基金やかんぽ生命が預かる資金の運用もその一部をPEファンドに向けることが極めて有効な企業金融支援策となります。

さらに海外からの資金導入にあたってPEファンドは有効な手段となります。例えば、海外のSWF(政府系ファンド)が直接日本企業を買収することについて、企業の機密保持や国家の安全保障上の懸念があるとすれば、こうしたSWFの資金をいったん日本のPEファンドが預かり企業に投資すればよいのです。資源高や貿易不均衡といった理由で国をまたぐ所得移転が生じている場合、資金の還流が非常に重要な課題ですが、日本の場合はPEファンドという受け皿が不備であるゆえに、先進諸国に出遅れていると言わざるを得ないと思います。

(5)有能な人材の流動化が果たせること

欧米では政財官の人材が交流することが多いのですが、その中でも多くの人材がPEファンドでそのノウハウを活かしています。日本でも様々な企業や官庁で経験を積んだ才能ある人材がPEファンドに所属して、産業の再生や再編に一肌脱ぐ形ができれば、人材の交流や流動化が一層進み、産業の活性化に大きく貢献できるはずです。

2 今後の課題

このように日本において独立系のPEファンドを育成することは、政策的に最優先されるべき課題だと思えますが、それを成し遂げるにはいくつかの課題があります。

(1)公的部門に眠る家計部門の金融資産がPEファンドに投資されること

世界的に見ても、PEファンドの主な出資者は年金基金です。最近も著名な公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース)は、PEファンドへの資産配分を14.3%に引き上げており、他の主

要公的年金基金もほとんど同様です。

これに対し、日本の場合は公的年金基金が全くPEファンドに投資をしていないほか、ゆうちょ銀行・かんぽ生命・企業年金基金など、家計部門の金融資産を合計500兆円も預かっている公的機関がPEファンドへの投資をほとんど行っていません。仮に500兆円のうち14.3%が日本の独立系PEファンドに投資されたとすれば、70兆円を上回る資金がPEファンド経由で日本企業の資本性資金に投入されることになるのです。それは企業の財務改善を通して銀行の融資をも容易にするため、総額では巨額の企業金融円滑化が達成されることになるでしょう。これは、いわば予算措置も国債発行も不要な巨額の経済対策財源だと言って差し支えないと思います。

現在の経済情勢に鑑み、一刻も早く公的部門から日本の独立系PEファンドへの資金配分が行われることを望みたいと思います。

なお前回触れたように、公的部門からPEファンドに投資を行うことは「運用リスクを高める」ものではなく、「運用リスクを低減しつつ、リターンを高める」ものであることが高い確度で推定されますので、家計部門の資産運用にとっても極めて有意義な政策であると言えます。

(2)非独立系PEファンドを規制すること

特定の金融機関や事業会社の影響を受けるPEファンドは強く規制されるべき存在です。PEファンドは、全世界の投資家の資金を集めてその投資家の利益を第一に考え運用する、すなわち投資家への忠実義務が果たされて初めて成立するものです。

これに対し、特定の会社の影響下(運営会社の株を保有、役員OBを派遣、その他の契約などで、有形無形の影響力が認められることを言う)にあるPEファンドの場合は、そうした特定の会社の意向を無視して業務を進めることはできませんので、投資家に対する最善の忠実義務を果たすことは不可能です。

特に、銀行が有形無形の影響力を行使しているPEファンドの場合は、債権者としての債権保全と株主・投資家保護の要請が鋭く対立することが多く、投資家への忠実義務を果たすことは不可能に近いと言わざるをえません。そして、銀行に課されている株式保有制限の趣旨に照らしても、抜け道になってしまうことは否めません。

最近、米国で新金融規制案(いわゆる「ボルカー規制」)が発表されて論議を呼んでいます。そもそも銀行本来の役割はナローバンク(預金・貸し付け・決済)業務を円滑に行い、資金のスムーズな流れを仲介する役割であって、その範囲で安定的に収益を上げられるビジネスモデルを追求すべきものです。そのためには、貸し倒れリスクに見合った上乗せ幅(スプレッド)を徴収し、平常から預金と貸し出しのポートフォリオ管理を徹底し、さらに異常時の貸し倒れ急増に備える自己資本を持つことが大切です。銀行の仕事は企業を支配することではなく、貸し渋りすることでもありません。公共性を持つ銀行として「どうすれば貸せるか」を真摯(しんし)に考えるべき存在です。そのためには、企業の資本性調達の実現へ証券機能やPEファン

ドの機能が必要になることもあるのですが、そこには大きな利益相反があります。傘下の証券会社を通して企業に社債を発行させて融資を回収するとか、影響力のあるPEファンドに資本を注入させて債権の保全を図ることも可能なのです。そうした疑いを持たれないためにも、銀行のこうした機能は外部の独立した証券会社やPEファンドと提携する中で獲得していくことのほうがはるかに理に適っています。仮に証券子会社は仲介が主なので許されたとしても、PEファンドは企業の経営権を握ることが多いだけに、銀行の影響が疑われるPEファンドを規制しないと、健全なPE業界の発展はあり得ませんし、銀行のコンプライアンス(法令順守)上もいずれ問題になることは必定です。早急な対応が必要だと以前から感じています。

一方で、金融機関や事業会社と独立系のPEファンドが投資の意思決定に関与しない範囲で良い関係を維持し、それぞれの使命を全うしつつ十全の協力関係を築くことは、問題ないだけでなく、むしろ非常に大事なことであることも付言しておきたいと思います。

(3)PEファンドに対する認知度を上げていくこと

日本では「投資ファンド」というと、まだヘッジファンドやアクティビストファンド、果ては「ハゲタカ」を思い浮かべる方々が多く、PEファンドの活用を唱える際に入り口で拒絶されるようなケースも多いと感じています。すなわち連載第1回で説明したような各種投資ファンドの種類は、まだ十分に理解されているとは言えない状態だと思います。この点については、前回の連載でも触れました。

私どものように、長年にわたってこの業界での実績を持っているチームは、今後一層、日本の将来のためという志を高く持ち、地道にその誤解を解く努力をしていく義務があると感じています。また、投資家や投資先からの評価が結局は日本のPEファンド業界の評価につながることを自覚し、業界を挙げてそれぞれの目の前にある日々の業務に全力を尽くすことが大事だと思っています。