

日本経済の復活には、有望な企業に資金を供給するファンドの力が必要だ



Bloomberg

# ハ

「ゲタカファンド」と言われると、大半の日本人はぎょっとすると思うが、筆者は日本で銀行ばかりが尊重される一方、あらゆる種類の投資ファンドを「ハゲタカ」として蔑視する風潮を憂えている。ファンドの中でも、事業再生ファンドやベンチャーキャピタルなどを総称する、いわゆるプライベート・エクイティ・ファンド（P/E）こそが今後の日本経済の救世主であると思うからだ。

一般的に、日本では銀行が金融業界の頂点に位置付けられ、産業界においても事実上メインバンクが企業の命運を握っているケースが数多く見られる。確かに高度成長期においては、産業界は恒常的な資金不足であり、産業資金を融資する銀行の意思決定が事実上企業経営の方向を決めていたと言っても過言ではない。しかし、時代は大きく変わってきている。今や、日銀が量的緩和によって銀行にじゃぶじゃぶに資金供給しても、国内企業向けの銀行の融資

が大きく伸びるわけではない。その背景には、もちろん、需給ギャップというマクロ要因もあるが、銀行が融資先の信用力を格付けする「資産査定」が普及して以降、経営不振企業、および、十分な担保が差し出せない企業は、新規の融資が受けにくくなっていることも見逃せない。本来であれば、構造改革が必要であったり、物的担保に乏しい企業ほど資金が必要なのに、銀行は役割を果たせていない。

## 市場の規律持つファンド

もつとも、政策当局も、こうした問題点はある程度認識しているであろう。そのためか、自民党政権では、各省が主導して、多数の「官民ファンド」が乱立する状況となっている。典型的なのが、経済産業省が音頭をとって官民で設立した産業革新機構のように、官が主導して企業の再生や再編を進めるものであり、また、地方銀行が中心となって組成する「地域ファンド」である。

しかし、資金源を税金に求めるファンドには、資本市場の規律が働かない。普通のファンドであれば、背後にいる厳しい投資家に対する忠実義務の観点から、資本市場で通常期待される程度のリターンが出るように投資対象を絞り込み、事業計画を

# 銀行至上主義では日本は停滞 ハゲタカが経済を再生する

日本では投資ファンドをハゲタカと評して嫌う風潮があるが、本当に資金が必要な企業に資金を提供し、経済を活性化させるのはファンドだというのが欧米の常識だ。

あんどう やすし  
**安東 泰志**  
(ニューホライズンキャピタル会長兼社長)

吟味するのに対し、税金が原資のファンドでは、その規律は働かない。また、後者のように地域金融機関が運営するファンドでは、融資の債権保全と投資家の間の利益相反が存在するため、資本市場の規律が働かない。

翻って欧米の状況を見れば、官や銀行から独立したP/E（独立系P/E）が産業再編やベンチャー企業の育成を主導している。たとえば、世界最大級のP/Eである米ブラックストーン・グループは、7兆円規模のファンドで米国を中心に世界中の企業に投資をし、最近ではカジュアルシューズで有名なクロックスに出資し、米国の資源関連企業を相次いで買収したほか、ライカなど有名ブランドの再構築にも携わっている。

同じく著名なP/Eの米カーライル・グループは、レンタカーで有名なハーツなどを買収している。これら2社に限らず、欧米の有名なP/Eは、すべからず数兆円単位の資金を動かす、母国企業を中心に産業の再生・再編に貢献している。また、カリフォルニアの事例を見ればわかるように、米国のP/E（特にベンチャーキャピタルと呼ばれる新興企業に融資するファンド）が、アップルやグーグルをはじめとする新規産業を資金面で支えてきたことは明らかだ。すなわち、欧米では、P/Eこそ

が産業の新陳代謝を進める主役であり、銀行はそれを融資面で支える脇役に過ぎないのである。

産業の新陳代謝を行えるのは銀行ではなく独立系P/Eである。独立系P/Eは、対象企業の経営陣と協議の上で株式を保有して経営に参画し、対象企業の再生や成長に取り組む。独立系P/Eは、投資先企業が再生し、成長して初めて成功報酬を得ることができると、必然的に投資先企業を世界標準の投資家目線にながらまに必死で育て上げる。そのためには、投資先の役員に意見を傾けて地道な改善策を練りつつ、M&A（合併・買収）や海外進出などの思い切った手段もいとわない。

## 誤ったイメージ

P/Eと聞くと、敵対的買収を仕掛け、従業員を切り捨て、事業を切り売りするなどの悪いイメージを持つ人もいるだろう。しかし、P/Eは経

営陣と合意の上で株式を取得するのが基本であり、敵対的買収はしない。それどころか、欧米では、P/Eファンドは産業金融の一翼を担う存在として長年にわたって認知されており、実際に産業振興面の効果も出してきた。

たとえば、米国において2008年時点で上場している企業のうち、過去にP/E（特にベンチャーキャピタル）によって支援されていた企業は、延べ1100万人の雇用を生み出し、総売り上げ規模は約3兆ドルにも上るとされている（米ナショナル・ベンチャー・キャピタル・アソシエーション調べ）。

また、P/E（特にバイアウトファンド）企業を買収して業績を改善させて売却したり上場させて利益を出すファンド）が投資した企業の80%において投資後に雇用が維持または創出されており、特に大型案件においては02年からの3年間で13%も雇用が増大し、同時期の平均的な米国企業の雇用増加率3%と比較して突出している（米プライベート・エクイティ・カウンシル調べ）。

では、こうした欧米のP/Eの資金源はどこなのか。図は、米国と欧州のP/Eの資金源を示している。これによれば、欧米ではP/Eの最大の投資家は公的

## 年金の資産配分は国家戦略

現に、世界の著名な公的年金は、押しなべて運用資産の10%以上をP/Eに投資している（表）。たとえば、米国を代表する公的年金であるカルパス（カリフォルニア州公務員退職者基金）が公表しているP/Eへの

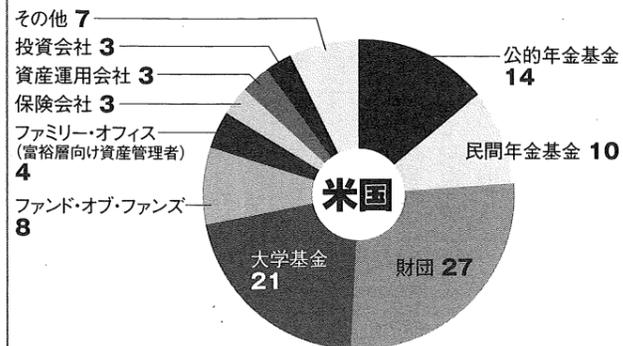
年金及び企業年金であることが一目瞭然だ。米国の公的年金は、リーマン・ショック後にP/Eへの投資を更に増加させており12年時点では、総資産規模が50億ドルを超える公的年金の場合、運用資産のうち12.7%もの割合をP/Eに投資している（『ウォール・ストリート・ジャーナル』13年1月24日付）。

資産配分目標は14%である。ちなみに米国の企業年金の場合は、09年時点で総資産の8.1%をP/Eに配分している（大和総研調べ）。

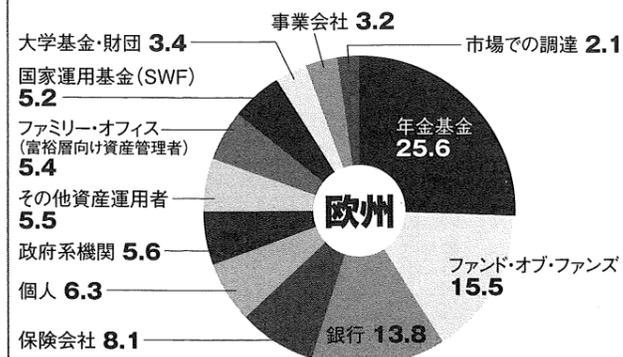
欧米でこのようにP/E投資が活発になったきっかけは、1974年に米国で制定されたエリサ法（従業員退職所得保障法）に始まる年金改革にある。米国労働省は79年、年金基金の運用について、「ブルーデントマン・ルール」に関する1979年連達と呼ばれる指示を出し、投資の分散が十分になされるべきとした。これにより、米国では80年代に入ってから、P/Eが爆発的な発展を遂げたのである。

年金が分散投資を必要とする理由は、後述するように、一義的にはリ

米国と欧州のPEへの投資家 (単位:%)



(注)2011年12月現在、ベンチャーキャピタルを含まない  
(出所)プレキン・インベスター・インテリジェンス・オンラインサービス



(注)2007~11年累計、ベンチャーキャピタルを含む  
(出所)ヨーロッパベンチャー・キャピタル協会

## 先進国の主な公的年金のPE投資の現状

	運用資産 (億ドル)	PE配分目標(%) (運用資産におけるPEの割合の 目標値)	配分目標の備考	PE配分実績(%) (運用資産におけるPEの割合の 実績値)	
オランダ公務員年金基金 (ABP)	3204	5.0	2010~12年の投資戦略による	5.7	2012年6月末時点
米カリフォルニア州公務員退職者基金 (CalPERS)	2206	14.0		14.0	◇ 4月末時点
米カリフォルニア州教職員退職者基金 (CalSTRS)	1395	12.0		14.7	◇ 7月末時点
カナダ年金基金 (CPP)	1587	—		16.9	◇ 6月末時点
米ニューヨーク市公務員退職者年金基金 (NYCERS)	1307	—		11.2	2011年6月末時点
加オンタリオ教職員退職者基金 (OTTP)	1148	—		8.6	◇ 12月末時点
米ワシントン州公務員退職者基金 (WSB)	630	21.0~29.0		26.0	2012年6月末時点
フランス年金積立基金 (FRR)	454	21.0	上場株式とPEの合算	—	
英国大学教職員年金基金 (USS)	595	21.0	オルタナティブ投資合計	4.0	2011年12月末時点
米ペンシルベニア州教職員退職者基金 (PSERS)	474	20.5	オルタナティブ投資合計	15.2	◇ 6月末時点
加オンタリオ公務員退職者基金 (OMERS)	540	47.0	Private Markets合計 (PE、不動産、インフラ合計)	14.0	◇ 12月末時点

(注) 運用資産額はPension&InvestmentsとWatsonWyattによる調査。配分割合は備考に記載ない限りヘッジファンド及び不動産を含まない  
(出所) 筆者作成

スクの低減にある。しかし、巨大な年金資金をどう運用するかは、経済の活性化に資するための国家戦略そのものであるという認識を持つべきだ。カルパースは、PEに14%もの資産配分をする理由について、パフォーマンスの良さ、市場性商品との相関の低さ(リスクの低減)に加え、「自州・自国経済への貢献」を挙げている。実際、米国では、PE投資は、リーマン・ショック前の08年3月までの5年間で24%、リーマン・ショックを挟んだ09年3月までという最悪期の5年間でさえ、14%という安定したリターンをもたらしている(米ケンブリッジ・アソシエイトのデータを基に弊社試算)。そして、カルパースのお膝元のシリコンバレーで無数のベンチャーが勃興し、自州・自国経済に貢献し、それが超長期的にも受給者の利益になったことは疑いがない事実であろう。

このように、年金がPEに積極的に投資して自国経済の発展に貢献するという考え方は、米国では既に40

年前から存在しているのに対し、130兆円という世界最大規模の日本の公的年金の運用はいかにも遅れている。

国民年金や厚生年金の運用を担うGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の現在の基本ポートフォリオ構成は、国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%となっている。これに対し、昨年11月20日、公的年金などの資金の運用・リスク管理を検討する政府の有識者会議(座長・伊藤隆敏東京大教授)が公表した報告書では、他のさまざまな改革と共に、運用対象を多様化することを提言しており、その例としてPEでの運用が初めてうたわれた。

### 日本の改革は遅れている

公的年金の運用多様化と言うと、多くの政治家が、「国民の大事な資産をリスクにさらすわけにはいかない」などと言う。しかし、年金に限らず、資産の運用において、運用対象を多様化することは、一般論としてリスクを低下させる効果がある。また、改革に抵抗する勢力からは、「日本には実績を積んだPEがない」とか「PEへの投資は流動性に欠ける」といった批判も聞くが、資産の僅か数%程度をPEに入れることで問題が発

生するはずがなく、また、米国でも、PE投資が活発化した80年代初頭の時点で、実績を積んだPEなどなかったことを教訓にすべきだ。

要は、日本のPEを育てる気があるのかないのかという、国家戦略の問題なのだ。日本にきちんとした独立系のPEが存在しない限り、技術があるが経営不振に陥った企業が、中国など資金力のある海外企業やファンドに買収され、また、ベンチャー企業の育成もままならないのだ。

筆者は、先般「V字回復を実現するハゲタカファンドの事業再生(幻冬舎)という本を上梓した。日本が世界の投資家から信認され、また、企業の活性化による経済再生を願うなら、国家戦略として年金資金によってPEを育成することが必要だと思っただけだ。それと同時に、コーポレートガバナンス(企業統治)を強化したり、銀行の貸し倒れ引当率を向上させて債権放棄しやすくし、PEが投資しやすい環境を整えるなどの政策も進めなければならない。

日本に、欧米に対抗できるだけの独立系PEが育たず、企業の成長より自行の債権保全を第一に考える宿命にある銀行による産業支配が続く限り、いつまでたってもダイナミックな産業の新陳代謝は進まず、どんな成長戦略を打っても効果は限られてくる。

