

プライベートエクイティ投資の新潮流

目次

- I. はじめに
- II. プライベートエクイティ投資の効果と留意点
- III. 企業再生ファンド(事業・財務再構築型)の特徴
- IV. 企業再生ファンドの有効性の検証
- V. おわりに

運用商品開発部 プロダクトマネージャー 武井 恭介

I. はじめに

プライベートエクイティ投資に関わるニュースは、海外だけでなく国内においても各種メディアで報道されており、一般の方が目にする機会も数年前に比べて格段に多くなっている。そういった国内の報道の多くは、プライベートエクイティファンドが大型企業の買収や子会社の独立（マネジメントバイアウト）に関与することで目にする事が多いが、実際には、報道されないような中堅・中小企業の再生案件や事業承継案件などの数多くの場面でプライベートエクイティファンドが関わっている。投資家層に目を移すと、海外では主要投資家であった年金基金が、これまでは国内においては数えるほどしか居なかったものの、ここ数年で従来の機関投資家に加えて、国内年金基金へもプライベートエクイティ投資が浸透してきつつあるといえる。

プライベートエクイティ投資では、異なる市場への分散投資が可能であり、一般的に高いリターンをターゲットにする一方で、投資するにあたっては、いくつかの留意点があり、それらが投資家にとって障壁になっていることも散見される。現に、国内の投資家（特に年金基金）は、欧米に比してプライベートエクイティへの投資は進んでいない。しかし、これら障壁を緩和することが可能な『企業再生ファンド』が昨今、出現してきている。そこで、本稿では、この企業再生ファンド投資について、その特徴と有効性について検証し、国内投資家（特に年金基金）における新たな投資としてのプライベートエクイティ投資について考えてみたい。

Ⅱ. プライベートエクイティ投資の効果と留意点

プライベートエクイティとは

プライベートエクイティ投資とは、広義には株式を公開していない会社に対する投資（未公開株投資）のことを指し、オルタナティブ投資¹の代表的な存在である。プライベートエクイティ投資を行うファンドは 30 年以上もの歴史を有し、世界的に組成されてきたそのファンド数は 3000 ファンドとも 4000 ファンドともいわれている。

一般に、プライベートエクイティファンドの投資戦略は、投資対象となる企業のステージに応じて、①操業初期の段階にある企業への投資（技術はあるが資金のない企業など）であるベンチャーファンド、②成熟した企業を対象とした投資（一事業部門の買収など）であるバイアウトファンド、③経営不振企業、または事業・財務の再構築を必要とする企業への投資であるディストレスファンドに分けることができる。なお、日本では、80年代はベンチャーを対象としたものが主流で、その後、90年半ば以降、企業価値向上のため経営に積極的に参画するバイアウトファンドが登場。昨今、戦略の違いはあるものの、大手ファンドからメンバーが独立して立ち上げたりするものも含めて約 40 から 50 本出現して来ている。

投資の効果

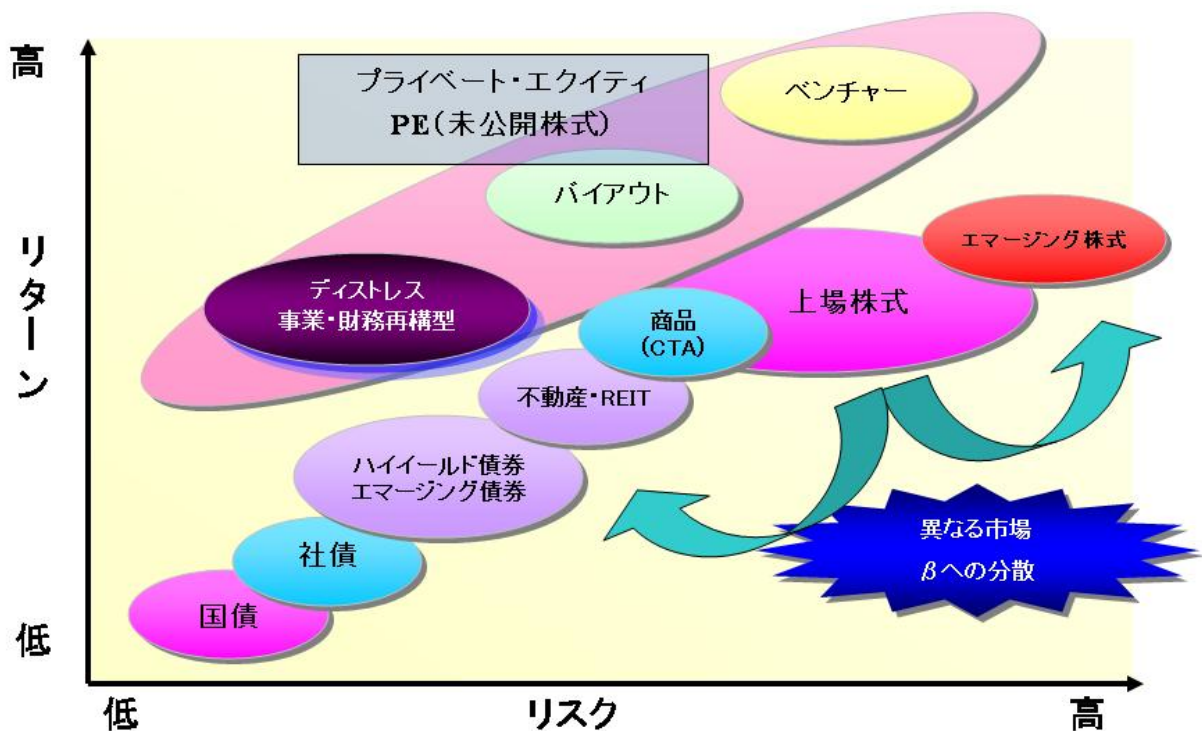
プライベートエクイティは、戦略により異なるが、従来の伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性を有している。

昨今の株式市場などにみられるボラタイルな（変動が大きい）状況により、企業年金などのパフォーマンスはブレが大きくなっている。

図表 1 は、各種商品のリスク・リターンを簡略化して明示したものであるが、プライベートエクイティ投資を行うことは、株式などを含めた伝統的資産運用とは異なる市場のリスク（ベータリスク）を負担することになる。その結果、異なる市場収益（ベータリターン）の獲得が可能となる。また、一般的に、従来の株式運用との相関を抑え、分散投資効果が期待される。

¹ 伝統的な資産（株式・債券等）以外への投資のこと。

図表1 各商品のリスク・リターン特性



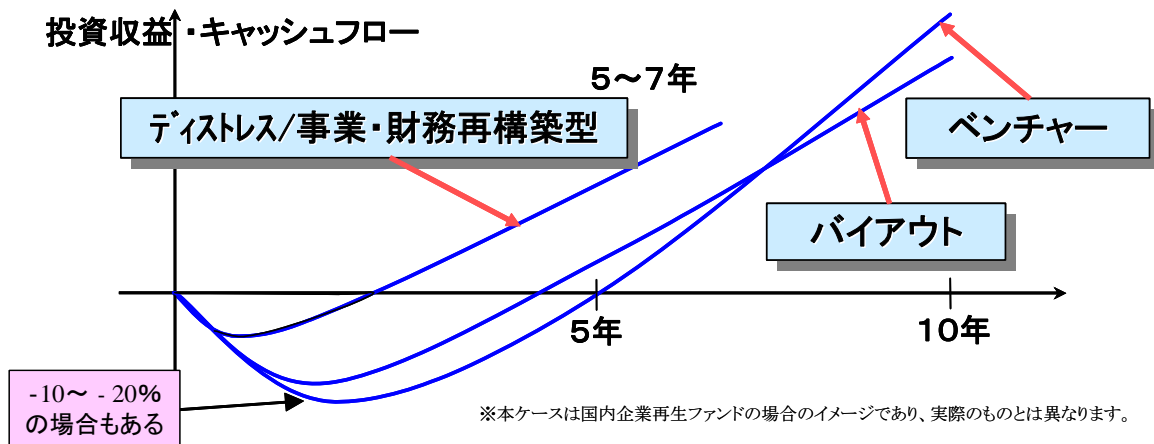
※弊社算出リスク・リターンを基にした、わかりやすくするためのイメージ図です。

投資にあたっての留意点

一方で、プライベートエクイティ投資にはいくつかの留意点があり、それが投資するに際しての障壁のひとつとなっている。そのひとつとして挙げられるのが、「Jカーブ効果²」である。Jカーブ効果とは、バイアウトファンドやベンチャーファンドのように当初数年間、投資収益の計上が行われず、マネジメントフィーなどコスト負担が大きく、収益・キャッシュフローがマイナスになってしまい、その後、時間経過に伴い、収益があがることを言う。図表2は、それらを簡略化して図示したものであるが、バイアウト、ベンチャー、デイストレスといった戦略により、Jカーブの深さや、資金回収速度が異なる点は注意しなければならない点である。

² リターンの曲線が、アルファベットのJに似ていることから、「Jカーブ効果」と呼ばれている。

図表2 プライベートエクイティ投資における投資収益とキャッシュフロー



また、もうひとつの大きな留意点としては、一般的なシングルファンド（未公開株に直接投資するファンド）で7~10年、更にファンド・オブ・ファンズとなると12~15年程度の運用期間（投資家の投資資金が最終的に手元に戻るまでの期間）を要し、その間の解約は原則不可であり、『流動性リスク』があることが挙げられる。

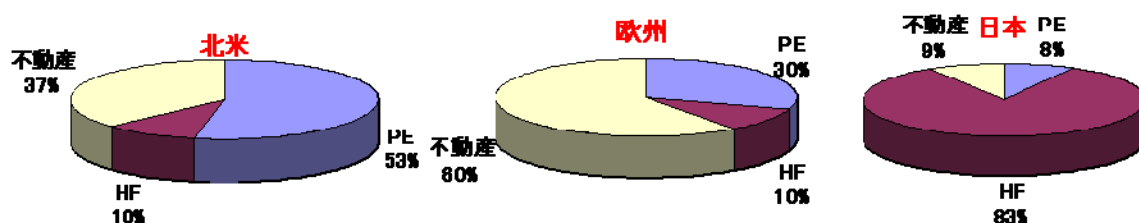
これ以外にも、海外のプライベートエクイティ投資を行う場合の『為替リスク』、ベンチャー・イヤー（ファンド組成の年）毎に運用成績のばらつきが大きいことに起因する『タイミングリスク』、マネージャーの採用戦略やスキルにより、運用成績のばらつきがあることに起因する『マネージャー選定リスク』など、それぞれ考慮する必要がある点もある。加えて、足許の環境において、巨額の資金を得て投資先を模索しているバイアウトファンドでは、ビッド競争（競争入札）になることもあり、高値掴みをしないで良好な案件を獲得できるかといった点なども留意点として挙げられる。

オルタナティブ投資における位置づけ

最後に、これらの留意点を踏まえて、国内の年金基金にとって代表的なオルタナティブ投資である「ヘッジファンド」、「不動産」、「プライベートエクイティ」を比較してみよう。

まず、オルタナティブ投資におけるプライベートエクイティの比率は、欧米の公的年金や企業年金においては30～50%を占めるのに対し、日本では未だ10%程度である。（図表3）

図表3 各地域におけるオルタナティブ投資の比率



(出所) The 2005-2006 Russell Survey on Alternative Investing (Russell Investment Group)

また、ヘッジファンド、不動産、プライベートエクイティ投資の概要等を比較したものが図表4である。近年、国内の年金基金におけるプライベートエクイティ投資は従前に比べて一般的になりつつあるものの、前述の『Jカーブ』や『流動性』などといった点がその他資産と比べて導入が進まない理由となっているケースも多く見られている。

図表4 オルタナティブ投資の比較

	ヘッジファンド	不動産	プライベート・エクイティ (PE)
ターゲット・リターン	FOFsで5%など	エクイティ投資で5～10%など	ベンチャー 20～30% バイアウト 10～20% ディストレス 10～30%
投資期間	1ヶ月以上	5年など	5～10年
流動性	月次、四半期など	投資期間中原則解約不可	投資期間中原則解約不可
投資後すぐリターンの享受が可能?	○	○	× (Jカーブ)
資金拠出方法	一括預託方式	一括預託方式	投資の都度拠出 (キャピタルコール方式)
国内年金取組	◎ (一般的)	○ (高い?)	△ (増加中)
導入しない理由	特にFOFsはわかりづらい	流動性	流動性 Jカーブ

このように、プライベートエクイティ投資から得られるリターンや分散投資効果がある一方、「Jカーブ効果」や「流動性」といった障壁により日本においては欧米と比較して導入が進んでいない状況にある。

しかしながら直近では、日本の不良債権の状況等の様々な環境を背景として、留意点として挙げた点について緩和されており、国内年金基金の抱える悩みを緩和・軽減するプライベートエクイティファンドも出始めている。具体的には、為替リスクをとらずに日本国内企業に対して事業や財務を再構築しながら企業再生をはかるようなファンド（以降、本稿においては「企業再生ファンド（事業・財務再構築型）」とする）で、投資期間も5～7年と一般的なファンドに比して短く、Jカーブも軽減されているといった特徴を有するものである。

加えて、年金基金の投資においてプライベートエクイティ投資が一般的な北米年金等の投資地域に着目してみると、投資先地域に関しては、北米への比率が圧倒的に高くなっており、ホームアセットバイアス（自国への投資）が多いことを示している。このような観点を踏まえると、国内年金において、プライベートエクイティ投資が進んでいく局面では、前述のような国内向け企業再生ファンドが受け入れられやすいことが想定される。

次章以降、この企業再生ファンド（事業・財務再構築型）の特徴やその有効性を具体的にみていくこととしよう。

Ⅲ. 企業再生ファンド(事業・財務再構築型)の特徴

本章では、企業再生ファンド(事業・財務再構築型)の特徴を、国内のプライベートエクイティファンドの他の戦略との比較及び投資の具体例を通じて説明する。

他戦略と比較した企業再生ファンドの特徴

前章において、プライベートエクイティの様々な戦略については簡単に述べたが、改めて、国内のプライベートエクイティファンド（除く；ベンチャー）の投資戦略、目標リターン、回収までの想定期間などをまとめたものが、図表5である。

図表5 戦略ごとの特徴（除く：ベンチャー）

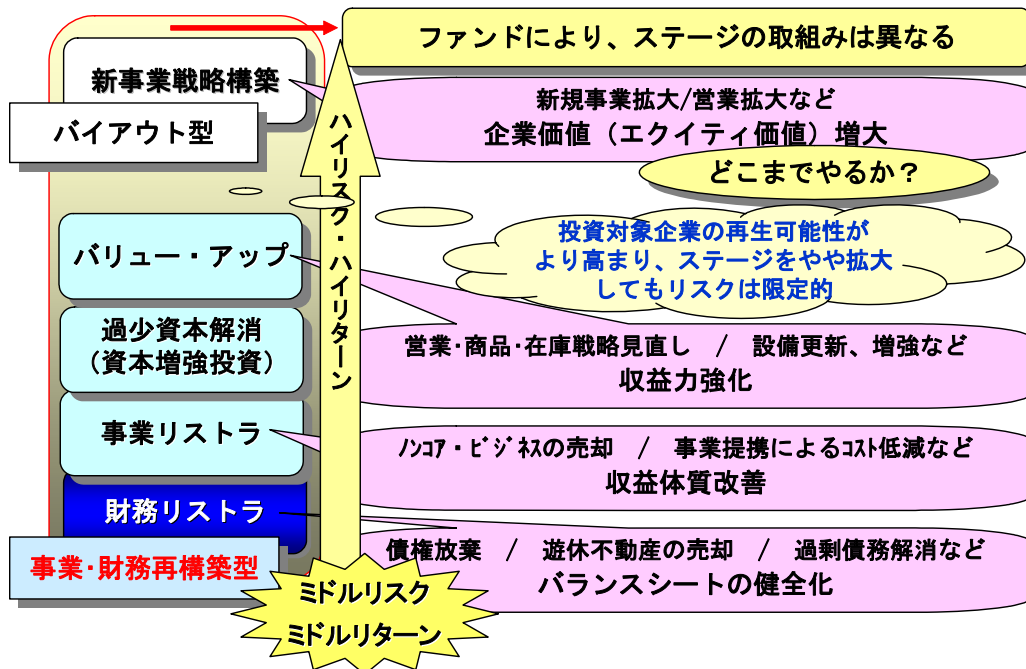
種類	投資戦略・資金回収	目標リターン	回収までの 想定期間
(再生) バイアウト ファンド (バイアウト)	投資対象会社の株式(基本的に過半数)を取得して、経営権を握り経営に参画。中長期的な観点から企業価値増加を図りIPOなどにより投資収益を狙う。昨今、特に大口のディールに、大型、外資系など多くの投資ファンドが参入。金融機関の問題債権がディール・ソースになることも。	20%以上	5年～7年
企業再生 ファンド (事業・財務 再構築型) (ディストレス)	問題債権の購入、資本金(種類株、劣後ローン、普通株など)の供与により、投資対象会社の経営に関与。主として財務・事業の再構築を行い、財務の正常化による金融機関からのリファイナンス、資産の売却などにより資金回収。(要注意先を中心とし、一部、破綻懸念先・実質破綻先も対象; 下記よりは再生可能性の高い企業)	10%程度	3年～5年
回収型 ファンド (ディストレス)	金融機関より不良債権を購入し、主に早期の担保不動産売却により資金回収を行う。(実質破綻先; 再生の見込みの少ない企業)いわゆる「ハゲタカ」ファンドとも。ただし、最近では金融機関の不良債権処理が進む中、実質破綻先は少なくなってきたり、従来の投資利回り確保が困難になっている。	従来30% 以上 → 10%以上	6ヶ月～1年

まず、下段の回収型ファンドは、不良債権を購入し、早期に担保不動産などを売却するような、一般的に企業を再生することを前提にしないいわゆるハゲタカファンドと呼ばれるものである。しかしながら、昨今金融機関の不良債権処理が進む中、利回りの確保が難しくなってきたりと共に、従来中心だった海外からのプレーヤーも少なくなってきた。

次に、上段のいわゆるバイアウトファンドは、基本的に企業の買収・売却を通じて収益を得るものであるが、足許では、入り口でのビッド競争が激しくなっていることや出口の戦略のメインがIPOであったりすることから、マーケットの影響を受けやすくなっており、リスクも高く、その分、目標とするリターンが高い状況にある。

最後に、中段の企業再生ファンド(事業・財務再構築型)は、主として財務・事業の再構築を行い、財務の正常化を図って金融機関からリファイナンスを調達するなどして資金を回収するものである。このファンドでは、ファンド運用者が実際に行うオペレーションを限定していることが特徴のひとつである。

図表6 各戦略における投資先への関与度合



図表6は、各戦略における投資先への関与度合いを図示したものであるが、バイアウトファンドは、図表中の上段に記載されている新規事業の拡大や営業拡大までオペレーションの一貫として行い、ともすれば、運用者の人的能力のリスクなど不確定要素が多くなる特徴を有するのに対し、事業・財務再構築型は、コアビジネスに特化するなど事業リストラや、それに伴う財務リストラ、営業・商品・在庫戦略見直しなど運用者が実施するオペレーションを限定的にしている。このように、アップサイドが少ない分、ダウンサイドが抑えられている結果、バイアウトファンドに比して、ミドルリスク・ミドルリターンになるのである。

なお、その他、補足であるが、国内・海外の様々な戦略形態のプライベートエクイティファンドに関し、昨今、類似の商品として比較されるインフラファンドも含めて、前章で記載した投資にあたっての留意点等を踏まえメリット・デメリットを整理したものが以下の図表7である。

図表7 プライベートエクイティの各種比較（インフラファンド含む）

投資対象	戦略形態	投資対象	リスク・リターン	流動性	投資期間 キャピタル・コール期間	Jカーブ	メリット	デメリット 留意点
海外PE	ベンチャー バイアウト ディストレス (シングルF)	(海外の) 未公開株 式等	(ドル ベース) 10~ 30%	5~ 10年	5~10年	小~ 大	○ファンド内で何をやっているか、捉えやすい。	▲ファンド数3,000とも言われる中で、どうやって選ぶか。 ▲ヘッジファンド以上に閉鎖的な世界。 ⇒FOFsにしてゲートキーパーの力を借りた方が無難。
	ファンド・ オブ・ ファンズ	20~50の (海外の) シングルF	(ドル ベース) 10~ 15%	12~ 15年	ファンド投資 5年 キャピタル コール8年	大~ 特大	○ファンドが20~50ファンド程度に分散される。 (戦略割合の例として、バイアウト5割、ベンチャー3割、ディストレス2割など) ○ピンテージ・イヤー(組成年)が分散される。	●少額の外貨のキャピタル・コールが毎月のように8年程度、しかも不定期に続き、意図せぬ為替リスクに見舞われる可能性がある。また、為替をフル・ヘッジしようとする、キャッシュ・フローが多すぎて実務的に困難。 ●事務局や経営者が交代する中、他に比べて劣る「流動性」や「Jカーブ」を説明し続けられるかどうか。
	インフラ ファンド (シングルF)	(海外の) 空港、港 湾施設、 道路、発 電所、送 電線、上 下水道設 備	(ドル ベース) 10~ 15%	12~ 15年	5年	中	○通常のPEより総じてリスクは低い ○キャッシュフローがあり、Jカーブが軽減される。 ※ただし、グリーンフィールドと呼ばれる初期の開発・立ち上げから実施する場合、必ずしも、キャッシュ・フローが発生するとは限らない。	● " " (上記FOFs同様) ● " " (上記FOFs同様) ●上記FOFsに比べシングル・マネージャーのリスクが高い。 ●他のPEに比べ、参入障壁の低下など規制や政治的リスクや、新たなエネルギー源の出現など新技術の開発などのリスクも考慮する必要がある。
国内PE	ベンチャー (シングルF)	創業初期 の企業	20~ 30%	10年	3~5年	大	○海外PEと違い、「為替」の問題はない	●海外PE同様、「流動性」、「Jカーブ」の問題は残る。 ●「数打ちやあたる」的な側面もあり。
	バイアウト (シングルF)	成熟・ キャッ シュ・フ ローの ある 企業	20~ 30%	10年	5年	大	○海外PEと違い、「為替」の問題はない ○実績の上がり始めているファンドも出現。 △長らく続いたメインバンク制から銀行がらみの案件、投資先は下記同様、再生先が多い。	●海外PE同様、「流動性」、「Jカーブ」の問題は残る。 ●コスト・パフォーマンスから、大型の案件をビッドする(=値段が高くなる)傾向がある。 ▲企業価値向上が多く、「人的リスク」はより高い。
	ディストレス 企業再生 ファンド (シングルF)	経営不振 企業、財 務リストラ を必要と する企業	10~ 20%	5~ 7年	2~3年	小	○海外PEと違い、「為替」の問題はない。 ○他のPEに比べ、「流動性」、「Jカーブ」が改善、初めてのPE投資向き。 ○実績の上がり始めているファンドも出現。 ○企業価値向上より、「財務リストラ」が多く、「人的リスク」は低い。 ○中堅・中小企業を投資対象にすることが多く、相対での取得が可能。	▲不良債権処理の進捗により、より資本(株式)注入的な側面も。
	ファンド・ オブ・ ファンズ	複数の シングルF	10%	12~ 15年	ファンド投資 5年 キャピタル・ コール8年	大~ 特大	○ファンドが分散される。ただし、専門的なアドバイスを受けながら、個別に拾うことも可能な位のファンド数しかない。 ○ピンテージ・イヤー(組成年)が分散される。	●ファンドを選ぶほど、投資に値するファンドは多くはなく、ゲートキーパーのコストがかかり、更にJカーブの要因となる。
	インフラ ファンド (シングルF)	空港、 港湾施 設、 道路、 発電所、 送電線、 上下水道 設備	10~ 15%	10~ 15年	5年	中	○海外PEと違い、「為替」の問題はない。 ○通常のPEより総じてリスクは低い。 ○キャッシュフローがあり、Jカーブが軽減される。 ※ただし、グリーンフィールドと呼ばれる初期の開発・立ち上げから実施する場合、必ずしも、キャッシュ・フローが発生するとは限らない。 ○海外のインフラファンドに比べ、規制や政治的リスクなどは見やすい。	●国内での投資は未だ始まったばかり。今後成長すれば、十分投資対象に。 ●グローバルな新技術の開発などのリスクも考慮する必要がある。 ●マネージャーが少なく、マネージャー分散は難しい。

投資の具体例

ここでは、このようなファンドにおける投資例を挙げることにする。

例えば、本業では何とかうまく企業を回しているにもかかわらず、バブル時代に不動産投資などで借金し、バブル崩壊後不動産の資産価値が目減りし、多額の借金だけが残ってしまった企業の不動産担保付債権へ投資した場合を想定する。

この場合、ファンドは元利金での資金回収を行うこととなる。具体的には、ファンドは債権投資後、弁済計画の最終期限に、或いは元利払いの都度段階的に、企業に対し債権放棄を行うが、利息計算元本の削減により、返済元本の削減や利払い負担軽減を行い、企業の実力ベース、例えば本業のキャッシュフロー内で元利金支払いを可能とする再生（回収）計画の策定を行う。再生（回収）計画は、おおそ1～3年間で策定され、定期的な内入弁済や利息支払と期日一括弁済による投資元本の回収スケジュールが組まれる。

企業側から見れば、金融機関に対し多大な債務を負っていた時には返せなかった本業のキャッシュフローに比して過大な元本返済・利息支払いから開放され、債務の削減と共に元利払いが滞らないチャンスが得られ、さらに返済意欲の増大につながる可能性がある。

また、バランスシートの資産側の値下がりした遊休不動産やノンコア事業などを損切り売却して、債権放棄時に企業側に発生する債務免除益との相殺を行えば、税務上のメリットもあるため、遊休不動産等資産サイドのリストラと、債務等負債サイドのリストラを同時に行うこともある。さらに、回収計画の早期に資産サイドのリストラを行い繰越欠損金を計上した企業には、税務上、5年以内の損益相殺が認められているため、企業側には返済を急ぐインセンティブも働く。

計画通り元利金の回収が行われれば、過剰債務から開放され正常先に戻った企業は、銀行等金融機関からのリファイナンスが受けられ企業として再生・存続すると共に、ファンドは収益を確保することができる。もし、逆に支払いが滞れば投資収益確保を優先に再生（回収）計画の再策定などを行うが、再策定された計画によっても再生不可能とファンドが判断をすれば、あらかじめ保守的な価額で見積もった担保不動産の処分などにより、投資元本の保全を図る（すなわち再生失敗時のバックストップ）といった流れになる。

この例示にもあるように、ベンチャーファンドやバイアウトファンドと比較して、期中での資金回収が見込めるため、案件の最終的な出口時まで資金が回収できない点が大幅に緩和されている。結果、この点についても、国内年金基金が投資するうえでの障壁になっている点についてのひとつの対応策がうたれたと考えられる。

企業再生ファンドは、とかくハゲタカファンドと同一視されがちであるが、決定的に違うのは、企業に再生のチャンスを与える点である。それ以外にも、ベンチャーファンドやバイアウトファンドと違い、IPOやM&Aといったマーケットの環境の影響を受けるものをメインの出口としては想定せず、企業のキャッシュフローや金融機関のリファイナンスによる資金を活用した弁済や資本性資金の買入償却を出口戦略としてとる点、再生失敗時のバックストップなど、投資家サイドから見た場合の安心感が得られやすいものと考えられる。

IV. 企業再生ファンドの有効性の検証

この章では、事業・財務再構築型の企業再生ファンドにおいて、その投資戦略が機能するか否か、その投資環境から、有効性の検証を行いたい。

企業再生ファンドの投資環境

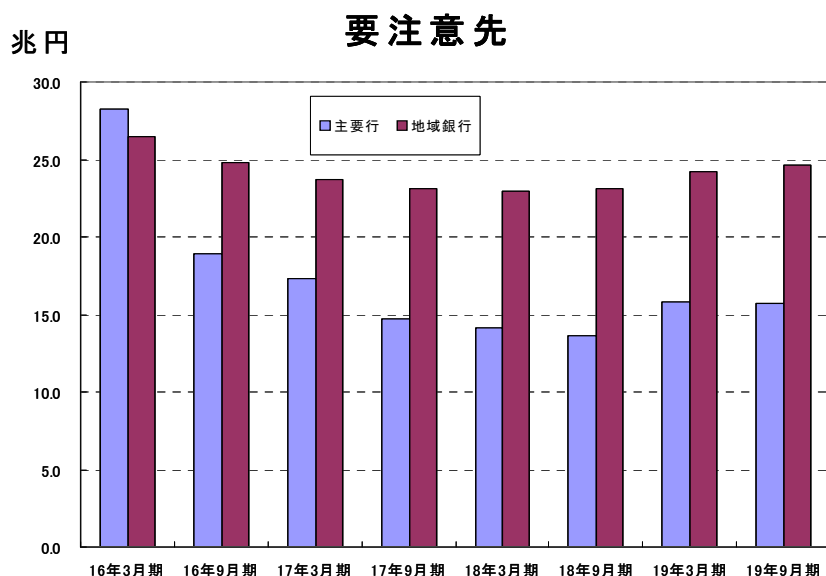
(1) ディールソース

永らく日本国内においては、銀行等金融機関のファイナンス供与や株の持ち合いなどの、所謂「メインバンク」制度により、企業経営に対する影響力は金融機関が大きな役割を占めてきた。近年、大企業中心に直接金融への移行が行われているが、特に「再生を要する企業」は、ファイナンスが不良債権化しており、その企業取引の多くは未だ金融機関中心となっている。このことは「再生を要する企業」のディールソースの多くを銀行等金融機関が握っていることを示している。

(2) 不良債権の流動化市場全般

大手銀行の不良債権処理は大口先中心に峠を越えたが、不良債権処理ニーズは引続き強く、ディールの潤沢な供給が見込める。なお、ファンドの主な投資対象となり得るこれらの不良債権（企業）につき、銀行区分で言われる「要注意先」に限ると、図表8のとおり、平成19年9月末断面でも引き続き高水準で推移している。この背景には特に地域の金融機関で引き当ての厳格化があるものと思われるが、引き続き潤沢なディール環境であると思われる。

図表8 不良債権の状況



(出所) 金融庁ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

(3) 債権の「質」の変化

ここ数年、担保不動産の売却(＝企業清算)により早期に資金回収を図る、所謂「企業清算型(ハゲタカ)」ファンドがターゲットとしてきた破綻先や実質破綻先など「再生見込みの少ない企業」の処理は終焉に近づいており、一部の外資系ファンドにとって投資対象企業群が少なくなっており撤退を余儀なくされている。なお、このようなファンドの投資期間は6ヶ月～1年、目標収益率は30%以上であった。

現在は、上記企業群よりも「再生可能性のある」企業群の破綻懸念先や要注意先の処理が本格化している。本業では利益を上げているものの(営業利益ベースでは黒字)、バブル期にリゾート開発、ゴルフ場運営や不動産投資などノンコア事業を行い、地価の下落などにより借金(負債)だけ取り残され過剰債務になったり、不動産賃貸業、観光バス、ショッピングモール、旅館などの「ハコ物」に設備投資したものの、その後のキャッシュフローが思惑通りでなく過剰債務になり、利払負担が本業でのキャッシュフローを圧迫しているような企業群である。(最終損益ベースでは赤字)

(4) 銀行側の売却ニーズ

銀行は、成長企業へのファイナンス等新たなりスクマネーの供給を可能にするため、自らのバランスシートの健全化、すなわち不良債権処理を行うことが急務であり、また国策でもある。不良債権を売却せずに処理する場合、貸倒引当計上は有税での償却となり、無税での償却を可能にするためには、再生法・更正法申請や企業オーナーの

個人保証請求か、外部への売却しか認められていない。

このような状況の中で、特に地方金融機関などでは、信頼できるファンドにこれらの債権を売却するケースが散見される。

(5) 不良債権の買手

バイアウトファンドも同様に「再生を要する企業」すなわち不良債権の買手であるが、デッド・エクイティ・スワップにより債権を株式に転換の上保有し、経営戦略に深く関与するなど、より手間のかかる企業価値増大、株式価値向上を主な手法とするため、限られた人員では大口先中心の投資とならざるを得ない。

その中でも、独立系のバイアウトファンドは、大口先中心のメガバンク提携ファンドや、コストパフォーマンスから大口先に傾斜せざるを得ない外資系と、まさにディールの競争をしており、高くなりがちなビiddingによるソースの確保に苦心することも散見される。

一方、小規模かつ件数の多い中堅・中小企業向け債権は上記のようにバイアウトファンドの投資対象にはなりづらい。本稿の対象としている企業再生ファンド（事業・財務再構築型）は、負債サイドのリストラとしての債権投資、資産サイドのリストラとしてノンコアの遊休不動産投資、及び過少資本解消のための優先株・劣後ローン投資などを行い、債権放棄などバランス・シートの健全化（＝事業・財務再構築）後は再び銀行からのリファイナンスを主な出口戦略としており、それ以降の企業価値増大は間接金融を担う商業銀行や、バイアウトファンド、提携先等の役割としている。なお、小規模かつ件数が多いため、費用対効果から、現状、地方銀行では自前の提携ファンドを持ち得えないし、外資系も参入が困難である。

これらの環境から、事業・財務再構築型の企業再生ファンドは、一定以上の確度をもってその有効性が機能しえると考えられる。そして、特にファンドで実際に安定的にディールを確保できるかどうかという点を鑑みると、投資対象を主としてバイアウトファンド・大型ファンドのターゲットとならない中堅・中小企業に絞っており、かつ、ディールソースの供給元である地域金融機関などと提携をしているようなファンドは、非常に競争力を有すると考えられる。

加えて、前章の最後に記載した具体的な戦略例をみてもお分かりいただけるように、投資される企業サイドならびにファンド運用者サイドから見ても当該戦略が機能するだけのインセンティブや実現性は高いものと考えられる。

V. おわりに

弊社でも年金基金向けプライベートエクイティ投資のための調査・検討は、2000年頃から開始してきているが、既述の障壁をいかに緩和・軽減するかが多くの年金基金へのプライベートエクイティ投資への取組みの可否の大きなウェイトを占めると考えている。

その中で、本稿で取り上げた企業再生ファンド（事業・財務再構築型）は、以下のような優位性・有効性があり、足許ならびに今後の国内年金におけるプライベートエクイティ投資のひとつの選択肢として有効なものと考えられる。

- ・ 伝統資産とは異なる収益機会を有しポートフォリオの分散効果が期待できる
- ・ 投資期間が比較的短く、Jカーブが軽減されており、年金性資金でも投資しやすい
- ・ 再生失敗時のバックストップが効くこと、出口戦略が経済情勢の変化を受けづらいことなど、ダウンサイドリスクが限定的
- ・ 昨今の投資環境から、案件の安定的な供給が期待されることや、ファンド運用者のオペレーションが限定的であることから目標収益率の達成可能性が高い

また、本稿では本格的には触れていないが、このタイプの企業再生ファンドにおいては、社会的意義の非常に大きな投資であると考えられる。2005年4月の日銀レポート「わが国における事業再生ファンドの最近の動向」でも、ここで紹介したような企業再生ファンドについて、以下の要旨としている。「事業再生ファンドは、事業再生のノウハウの提供とリスクマネーの供給という重要な機能を果たしてきている。また、他の投資ファンドとともに、多様化する資金運用ニーズに対して、新たな投資手段を提供している側面もある。」

ちなみに、米国においても、米国年金マネー等のリスクマネーが80年代の不良債権処理過程で資金の出し手として一役を担い、そこで得たリターンが更には90年代のバイアウト、ベンチャーなどよりリスクの高い投資に振り向けられリスクマネーが国内で還流したとも言われ、負の清算、新産業の活性化、ひいては米国経済全体への好影響をもたらした歴史を持っている。

従前、日本企業に投資をしていた投資銀行や外資系投資ファンドの多くは短期間で高リターンを目指す「企業清算型」（所謂ハゲタカ）が中心であり、両国間の資本移動が自由であることを背景に、経験に裏打ちされたリスクマネー先進国の米国（資金の出し手は主に米国年金マネーとも言われている）への投資収益の流出という日本国民には非常に残念な結果をもたらした。そのような経験を間近で体験し、外資系投資ファンドでノウハウを積んだような運用者を有する国内ファンドが今後企業再生に果たす役割は小さくないものと考えられる。

年金資金という資金性質から、単に儲かれば良いというわけでないことが多いが、その点

や本稿で記載した有効性から、国内年金基金がプライベートエクイティ投資を検討する意義があるとともに、このような年金マネー等による投資は国内のプライベートエクイティ市場の発展にも寄与すると考えられる。

最後に、本稿が、年金運用あるいは資産運用全般に携わる方々にとって、少しでもお役に立てるとするのであれば、望外の幸せである。

(2008年7月14日記)

【参考文献】

- 日本銀行 「わが国における事業再生ファンドの最近の動向」 2005年4月

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）