

(2007/10/19)

## 第1回「投資ファンドは善?悪?」

### 「錬金術」主導と断罪

「モノ言う株主」の自作自演の犯罪一。村上ファンド前代表、村上世彰被告(47)に実刑判決を言い渡した19日の東京地裁判決は「徹底した利益至上主義にはりつ然とする」と断じた。マネーゲームで一世を風靡したライブドア前社長、堀江貴文被告(34)らに続く実刑。判決の瞬間、村上被告はぼうぜんと視線を泳がせた(7月19日、日本経済新聞夕刊23面)。

出る杭は打たれる。「勝者への嫉妬」が立派な「一億総中流・サラリーマン文化」になっている日本のことですから、この判決を聞いて、胸がすく思いがした、とか、当たり前だ、と、拍手喝采する声がテレビの画面から多数聞こえてきました。「投資ファンド=悪」、なのでしょうか。

いやはや、さても勇ましい判決が出たものだと思います。インサイダー取引を禁ずる、旧証券取引法166条の「重要情報」の定義をはじめ、法律上の争点について、かなり踏み込んだ厳しい解釈が加えられた結果、村上被告の行為がインサイダー取引等に該当するとされ、有罪になったということの是非については、私がコメントをする立場にはありません。しかし、「徹底した利益至上主義にはりつ然とする」という感情的な判決文には、それこそ「りつ然」としてしまいます。

末尾で改めて述べますが、投資ファンドのみならず、おおよそ人様のお金を預かって運用する者にとって、「徹底した利益至上主義」、すなわち、高い運用益をお返しすることこそが、投資家の方々に対する基本的な義務です。

企業も同様です。株主のお金を預かり、金融機関から借入れを行ない、消費者によりサービスを提供するには、赤字続きでは成り立ちません。

すなわち、資本主義国では、企業と、それを監視するファンド株主などの参加者が、それぞれの立場で利益を上げる工夫をすることで、効率的な市場を成立させているのです。

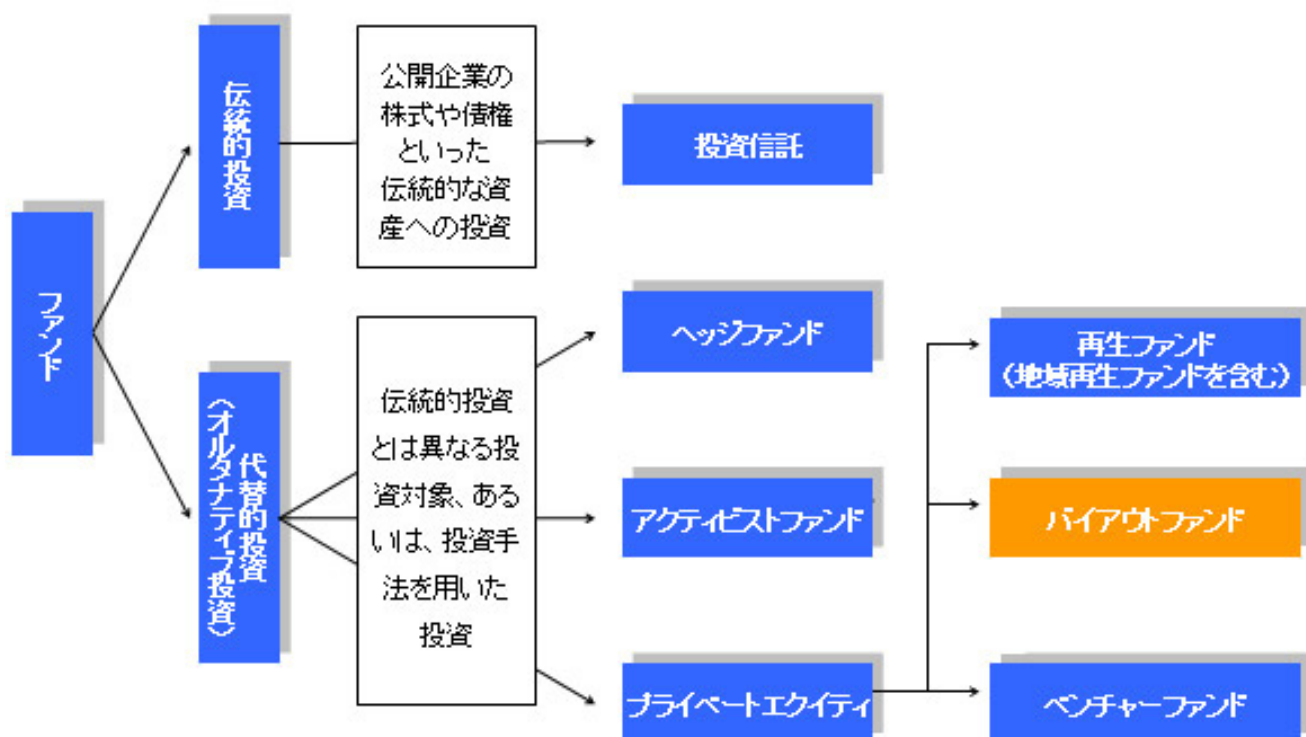
## 1 投資ファンドとは

---

冒頭でも述べた通り、最近では「投資ファンド」という言葉が世間の耳目を集めるようになってきました。

しかし、一口に「投資ファンド」と言っても、実は色々な種類があります。

## ファンドの種類(株式投資)



(出所：ニューホライズン キャピタル株式会社作成)

例えば、よく証券会社や銀行が販売をしている投資信託も「投資ファンド」の一類型です。これに対し、比較的新しい投資ファンドの類型として、ヘッジファンド、アクティビストファンド、そしてプライベート・エクイティ・ファンド(以下「PEファンド」)などがあります。

古くはアジア通貨危機の元凶とされ、最近では、米国発のサブプライム問題で新聞を賑わせているヘッジファンドというのは、基本的には、理論値より高いものを売り、安いものを買うといった市場の「裁定取引」で利益を上げようとするファンドの総称です。

また、アクティビストファンドというのは、上場企業の株式を取得し、株主としての立場で企業経営のガバナンスを監視するファンドのことを言います。冒頭の村上ファンドや、スティーラー・パートナーズなどは、この類型とされることが多いと思います。

PEファンドの中にも、創業間もない企業の成長を支援し、株式上場などによる独り立ちを目指すベンチャーキャピタルと、主に成熟期の企業やその事業部門を支援し、企業や事業の価値の更なる向上を目指すバイアウトファンドがあります。また、日本特有の概念として、主に経営不振企業の再生を支援する再生ファンドという類型もあります。

9月30日に全面施行された「金融商品取引法」では、従来の証券取引法に定められた「有価証券」の定義を拡大し、こうした投資ファンド全般を有価証券に加えています。その際に「集団的投資スキーム」という用語を使用しています。集団的投資スキームとは、「民法上の組合契約、商法上の匿名組合契約、投資事

業有限責任組合契約、有限責任事業組合契約その他いかなる形式によるかを問わず、(1)他者から金銭などの出資・拠出を受け、(2)その財産を用いて事業・投資を行ない、(3)当該事業・投資から生じる収益などを出資者に分配する仕組み」(出典:「新しい金融商品取引法制について」18年9月、金融庁)とされています。

金融商品取引法が制定された背景は、平たく言えば、あらゆる金融商品の販売や運営についての投資家保護ルールを今一度明確化し、信頼を得て世界から資金を集め、市場を活性化するというのではないのでしょうか。

世界には、投資ファンドなどに対して税制面での優遇を打ち出す国もあり、日本を取り巻くグローバルな競争への対応は待ったなしだと思われます。そんな中、昨今の日本では、「投資ファンドは悪だ」といった安易な論調も散見され、裁判所までが冒頭に引用したような感情的な判断を示す状態です。

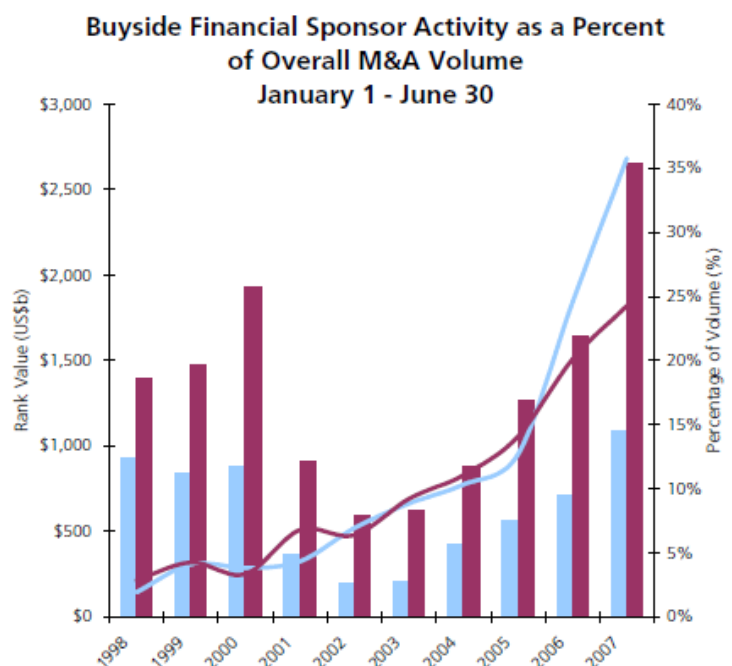
私はあくまでもPEファンドの運営者であり、ヘッジファンドやアクティビストファンドの考え方や手法は、私たちのそれとは非常に異なります。ただ、国際市場としての日本を考える場合に、市場に高い流動性を与え、裁定取引を通して市場を効率化してくれるヘッジファンドや、企業経営者に一定の緊張感をもたらすアクティビストファンドの存在を頭から否定することは避けるべきだと考えています。

## 2 PEファンドの役割

さて、先に述べたような各種ファンドのうち、PEファンドはどういう役割を担っているのでしょうか。

プライベート・エクイティ(Private Equity)とは、文字通り未公開株式のことで、もともとは、未公開株を買って、経営に参画し、企業価値を向上させるために自ら汗をかく(「ハンズオン」とも言います)のがPEファンドです。最近では、PEファンドも、PIPEs ( Private Investments in Public Equity )と呼ばれる、公開株式への投資も盛んに行なっていますが、その後の経営関与姿勢は未公開株投資の場合と大きくは変わりません。

PEファンドの中でも、「バイアウト・ファンド」を標榜するファンドは、原則として企業の過半数の株式を取得し、より積極的に企業経営をサポートする役割を果たします。更にそれを進めれば、レバレッジド・バイアウト(LBO)や、マネジメント・バイアウト(MBO)などを通して公開企業を未公開化して改革を支援するケースもあり、その件数は確実に増加しています。日本において、PEファンドが関与したM&Aは、04年以降、件数ベースで10%を超えています(当社調べ)。



(出所:ニューホライズン キャピタル株式会社作成)

世界に目を転じると、ファンドが関与したM&Aは飛躍的に増加しており、06年(1月~12月)においては、全世界のM&Aの約20%、米国だけ見れば約27%に、PEファンドが関与しています。更に、07年(1~6月)においては、この比率は各々24%、36%にまで高まってきています。特に、産業再編が絡む大型のM&Aの件数ベースでは相当の割合でPEファンドが関与していると思われます。

PEファンドがM&A市場で存在感を示すようになった背景には、既存の金融(銀行・証券)では、各種規制でリスクマネーの供給が難しい中、現代の企業経営に求められるスピード感を持って究極のリスクマネーを提供し、かつ、経営を直接サポートする機能が評価されていることがあると考えられます。既に間接金融の時代は去り、いわゆる「行政指導」も時代遅れとなる中、産業再編を進めていく主役は、欧米に続き、日本でもPEファンドが担っていくようになるのではないかと思います。

### 3 PEファンドが果たすべき義務

---

金融商品取引法の施行の有無に関わらず、PEファンドにとっては、「受託者責任」が重要です。すなわち、投資家の方々に対し、その利益を最優先して行動すべきという「忠実義務」、任務遂行に際して通常要求される能力に基づいて合理的な注意を払うべきという「善管注意義務」、そして「コンプライアンス義務」などは基本的な受託者責任です。

しかし、それ以上にPEファンド運営者が意識しなければならないのは、社会に対する責任を明確に意識するCSR(Corporate Social Responsibility)だと思います。企業の中長期的な成長は、短期的な株主への利益還元だけでは達成できません。企業を取り巻く、株主・債権者・従業員・取引先・地域社会などのステークホルダーのそれぞれに対し、何が提供できるのかということを考えて経営することによってこそ、中期的な企業の発展があるというのが私たちの考えです。PEファンドは、そういう経営者の方々と共に二人三脚で企業経営を担っていく存在だと言えるでしょう。