

(2008/03/18)

第6回「日本における今後のPEファンドの育成について」

これまで5回の連載では、PEファンドの性質、PEファンドによる価値向上の手法と実例、留意点などについてご説明してきましたが、今回は、それらを踏まえて、今後日本でPEファンドが発展していくために必要と思われる事項をまとめてみたいと思います。

1 PEファンド育成の必要性

連載第1回で触れたように、近年、PEファンドが産業再編を担うのは世界的な潮流です。ここ数カ月は、いわゆる「サブプライム問題」に伴う信用収縮等によって大型の借入れを伴うM&Aは欧米で一時的に停滞しているものの、先述の傾向が変わることはないと思われ、日本も、周回遅れながら、その流れの上にあります。

そして、日本の場合は、以下の観点から、官民を挙げて、独立系のPEファンドを育成していくことが焦眉の急であると思います。

(1) 企業経営のガバナンス向上

日本は、多くの場合、企業の取締役・監査役は、実態としては社員からの「昇格」が主流であり、それら役員を監視すべき株主についても、株式の持ち合い構造の中で十分な機能を果たし得ていないといわれて久しい。また、株式会社制度の構造的な問題であるが、個人株主などの少数株主には、企業の役員と比べて情報の非対称性があることや、議決権数に欠しいことなどから、企業経営を変えるにも限界がある。近年は、外国人投資家の台頭、年金など国内機関投資家の議決権行使行動の変化などの動きはあるが、まだ道半ばと言わざるを得ない。この部分に着目して、株主権に基づいて様々な発言や提案をする「アクティビスト・ファンド」の動きが注目されている。一方、PEファンドは、単に発言や提案をするだけでなく、自らも役職員とともに汗をかき、経営責任を全うしようとする点において、より企業経営者の目線でガバナンスを向上させ得る存在だと思われる。

(2) 機動的なリスクマネーの供給

既存の金融機関(銀行・証券)は、各種規制や利益相反を抱えているため、機動的にリスクマネーを提供することや、ハンズオンで企業経営に関わることは困難である。また、「官から民へ」の流れの中で、当局が「行政指導」のような形で産業再編を主導することも、難しいと思われる。

PEファンドは、既成の金融機関が取り得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存在として、世界的に広く認知されつつある。成長事業の切り出し(カーブアウト)、ノンコア事業や子会社の切り離し(スピノフ)、LBO(借り入れて資金量を増やした買収)・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政策など、企業や産業界が必要とする、多様で機動的な事業戦略には、PEファンドの機能抜きでは成立しにくいものが多数ある。

(3)利益相反の排除

銀行が、一般事業会社の株式保有や人材の派遣等を通して、当該企業の経営を直接的・間接的に支配することは、債権者としての債権保全の立場が優先するため、一般株主をはじめとする各ステークホルダーとの間で、必然的に利益相反が発生する。証券会社も、起債に関わりつつ、自らが企業経営を支配することは、利益相反を引き起こしかねないほか、M&Aなどの投資銀行業務を行なっている場合には、内部者取引等、法令違反のリスクも内在することとなる。また、金融機関自身のリスク管理上も、巨額の株式保有のリスクや、それが与える自己資本への影響は看過できないものとなっている。

したがって、金融機関が一般事業会社の株式保有を行なうのは好ましくなく、今後は金融機関の影響を受けない独立系のPEファンドがそうした役割を担うことが必要である。なお、このことは、PEファンドと金融機関が常に対立的な存在になるということの意味するのではなく、むしろ、それぞれが果たすべき役割分担の中で、相互にWIN-WINの関係を構築することが理にかなっている。

(4)資金の受け皿機能としての有益性

後述するように、日本の資金循環には大きな歪みがあり、家計部門の潤沢な資金を、企業の再生や成長になるべく直接的な形で結び付ける仕組みが必要であるが、PEファンドはその有力な受け皿となる。

また、近年話題を呼んでいる海外の政府系ファンド(ソブリン・ウエルス・ファンド、以下「SWF」)については、それらSWFが直接日本企業の株式を保有した場合に企業機密保持や安全保障上の問題等が懸念されるとすれば、PEファンドが受け皿となり、PEファンドの裁量によってその資金を企業に投資し、企業経営への関与は飽くまでもPEファンドの運営者が行なうという仕組みが有効である。現に、中国のSWFである中国投資有限責任公司(CIC)は、米国の有力PEファンドであるブラックストーン・グループに、30億ドルという巨額の投資を行なったと報じられている。

資源高や貿易不均衡の結果発生した、国をまたがった所得移転については、それを円滑に先進国の市場や企業に還流する仕組みが必須であり、日本はその観点からも、早急にPEファンドという有力な受け皿を用意すべきである。

(5)有能な人材の受け皿としての有益性

日本の労働市場は、最近はやや流動性が高まっているが、まだ硬直的と言われている。PEファンドは、企

業や官庁で経験を積んだ人材が、その経験を生かして案件の目利きをし、企業価値の創造を行ない、最終的には産業再編を担っていくのに適した場である。

連載第4回で述べたような価値創造を行なっていくPEファンドにとっては、産業知見を持った「インダストリアル・パートナー」の存在が不可欠であり、それが日本の産業界のためでもある。欧米の事例をみても、有力企業や政界・財界の有力者が、キャリアの途中で一旦PEファンドに身を置いて、企業価値の向上や産業再編等に貢献している例が多い。

しかし、こうしたインダストリアル・パートナーを多数擁するためには、PEファンドは、一定以上のファンド規模を有している必要がある。なぜならば、そうした有力者の確保には、それなりの報酬の支払いが必要であるが、その主な原資は、ファンドの管理報酬(投資家が支払う管理手数料)だからである。

2 PEファンド運営者側の課題

PEファンドの運営者(General Partner=GP)は、今後、彼らに求められる上記のような重要な役割を担うために、今一度、GPの責務についてしっかりとした考え方をしておく必要があります。

(1)受託者責任

GPは、ファンドの投資家(Limited Partner=LPまたは投資家)に対する忠実義務、善管注意義務、コンプライアンス義務を負っていることを常に意識しておく必要がある。GPが投資家以外の誰かの利益に基づいて行動することは断じて許されないことであり、GP組織の人材やガバナンスも、そうした特定の第三者の影響を受けない形である必要があるし、特にパートナーレベルの人材は、自らもリスクを負い、そのリターンが、投資家の利益と一致することを積極的に志向すべきである。

(2)CSRの意識

連載第3回・第4回で述べた通り、PEファンドが社会的に存在価値を認められ、投資家に受託者責任を果たすためには、投資先企業のCSR(Corporate Social Responsibility)を意識し、一般株主・役職員・取引先・債権者・社会など、企業を取り巻く様々なステークホルダーに十分な目配りをする必要がある。

(3)志の共有

GP組織は、キーマンと言われる運用の総責任者を筆頭に、多い場合には数十名の投資や管理の担当者から成り立っている。様々な人材が、多様な知識や経験を持ち寄ることに良さがある一方、そのPEファンドが、どのように社会に貢献したいのか、どのような考え方に基いて企業価値の創造を行なうのか、といった基本的な志や手法は、GP組織の中で、可能な限り共有すべきである。ニューホライズンキャピタルのように、同じコアメンバーが5-6年という長期にわたって行動を共にするPEファンドは日本にも幾つかあるが、その過程で、稀に、考え方の合わない(あるいはそれを理解する能力がない)人材が離脱することもあ

る。それはGPの安定的な運営のためには、ある意味では不可避のプロセスと考える。大企業と違い、独立系PEファンドの実績は、こうしたキーマンやパートナーの志や手法に大きく左右された結果であり、その成果は、組織としてのGPの責に帰するものというよりは、「誰がそのリスクを取り、実績を挙げたキーマンであり、誰がそのチームメンバー(パートナー)なのか」、ということが個人として厳しく問われることを自覚したい。

3 政策的課題

(1)資金循環の正常化

連載第2回で述べたように、日銀の資金循環統計によれば、日本の家計部門の金融資産が約1550兆円もあるにもかかわらず、その大半が預貯金・保険・年金・国債・社債など安全な資産で運用され、その資金を預かった保険会社や年金の運用も、株式や出資金(PEファンドを含む)へは余り積極的には振り向けられていないどころか、多くがまた国(国債)に還流している。民間でできることは民間で、といくら言っても、この資金循環を正さない限り、抜本的な実現は覚束ない。特に、先述の通り、今や世界的に産業再編に中心的役割を果たすPEファンド、特に日本の独立系PEファンドに資金が向けられていないことは、日本として危惧すべき問題である。

英国では、GDPの11%弱、米国ではGDPの8%弱に相当する資金がPEファンドに集まっているのに対し、日本は、僅か0.3%にとどまっているともいわれている。省庁の枠組みを超え、例えば公的年金の資金配分など、直ちに手の付けられるところからでも、日本の独立系のPEファンドに資金の流れを作ることが必須である。

(2)正しい認識の共有

国策としてPEファンドを育成するとした場合、政・官・財界を通し、PEファンドというものの本質について正しい理解を共有していくことが必要である。特にPEファンドは、投資家に対する受託責任を負っているということに関係者が十分に理解すべきであり、利益相反のある主体にGP機能を担わせることは、健全なPE業界の発展と、内外の機関投資家の信頼獲得のために、極力回避すべきである。

(3)PEファンドの育成に向けた合意形成

既に、欧米に比べて周回遅れになっているにも関わらず、PEファンドの育成が必須との合意自体が、まだ日本には存在していないのが現状である。金融・産業・雇用・年金政策など、省庁をまたがる大きな問題から、税務面の不都合をはじめとする技術的な問題に至るまで、様々な事項を、国益に沿った大局的な観点から解決するためにも、まずは早期に、「PEファンドの育成」という、大枠における合意形成が必要である。国内の資金循環の正常化によるPEファンドの育成は、現在一部でささやかれている「日本版SWFの組成」などよりも、遥かに重要な政策課題であり、遥かに実現が容易であり、しかも国内産業の振興を通して、遥かに確実に国富を増やす政策であると考えられる。

4 精神的風土について

最後に、本題から少し外れますが、PEファンドを6年間運営してきた感じる、日本特有の精神的風土の改善の必要について、触れさせていただきたいと思います。

(1) 「出る杭を打つ」風土の解消

近年、日本は、ムラ社会よろしく、物事の良し悪しを二の次にして、異質な考えや人材を排除する力学が働けばかりか、目立った人材はムラを挙げて積極的に叩くような傾向があるように見受けられる。

後述するアンシャン・レジーム(旧体制)から脱却し、グローバルに戦える金融市場や企業経営環境を整備するためには、むしろ、「異能を生かす」という温かい雰囲気や社会的に醸成し、高い実績を挙げた人材に対しては、あれこれ難癖をつけるのではなく、素直に評価することが必要ではないか。

もちろん、評価される側も、周囲の支援に感謝し、謙虚な気持ちで業務に邁進(まいしん)するという姿勢が必要であることは言うまでもない。

(2) 高度成長期のアンシャン・レジームからの脱却

高度成長期以降、政・官・財を問わず、日本の社会経済は、当局の規制と、組織内の序列に従っておれば、リスクを取らずとも、安定的に推移できていたために、近年のような変化の早い、ダイナミックな世界の流れに追随することができていない。特に、ホワイトカラーの組織内で、人事評価や出世の基準が、加点主義ではなく減点主義で行なわれ、「上司にいらまれないことが大事」「官庁のマニュアルに沿って機械的に判断すればよい」といった行動が正当化される状況が続くと、官僚や社員は、誰もリスクを取って正論を述べ、革新的なアイデアを出すというインセンティブが湧いてこないのではないか。

例えば、資産運用をする担当者が、サラリーマンであり、他社が取らないリスクを取って成功しても、評価や報酬が跳ね上がることはないのに対し、失敗した場合には大きく減点されるとすれば、誰も、率先して実績の乏しい日本のPEファンドに投資しようなどというインセンティブは持ち得ないであろう。

日本の独立系PEファンドは、どこも欧米のPEファンドと比肩できるほどの歴史や実績(トラックレコード)を持っていない。日本では、PEファンド自体が、いわばベンチャー事業だともいえる。しかし、90年代後半以降の10年間に、日本でも、PEファンドを運営するキーマンとして優れた実績を残している人材は少なくない。誰かがこれに投資し、育てていかない限り、いつまでたっても日本のPEファンドはベンチャー事業の段階から離陸できず、結果として、日本ではPEファンドによる価値創造や産業再編が起きず、海外投資家の資金の受け皿としての役割も果たせないために、株式市場も低迷し、中期的には投資家の資産運用を悪化させるような悪循環に陥るのではないかと危惧する。

5 終わりに

これまで、6回にわたって、PEファンドについて説明をしてきましたが、今回、取り敢えず中間の取りまとめを行なわせていただきました。

もちろん、一部は教科書的な記載もさせていただきましたが、多くの場合に、筆者の経験に基づく実態に即して、正確性を若干犠牲にしても、極力、一般の読者の方にも理解できるような平易な表現で、自らの考えを述べさせていただくように努めました。したがって、プロの読者の方の中からは、「それは違う」というたぐいのご批判も多数あることと存じます。

しかしながら、一般の方々を巻き込んで、PEファンドについての正しい理解を醸成し、議論を活性化させることも、今後のPEファンドの発展にとって悪いことではないと思いますので、今回の連載が、その一つのきっかけとなれば、それに勝る喜びはありません。

来月からは、趣向を変えて、PEファンドが関係する、折々のトピックについて、考えを述べさせていただくことにしたいと思います。