

ファンド事例研究会報告書

～ 産業発展・経済成長に寄与するファンドに向けて～

平成20年6月

ファンド事例研究会

はじめに	2
1. ファンドを取り巻く環境	4
(1) 企業金融のパラダイムシフトとリスクマネー供給の必要性	4
(2) リスクマネー供給の上でのファンド活用の有効性	4
(3) ファンドの発展の背景	5
2. ファンドの種類と実態	7
(1) 種類	7
(2) 種類毎の実態	7
ベンチャーファンド	7
バイアウトファンド	9
ヘッジファンド	11
アクティビストファンド	13
上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）	14
(3) 投資対象による性格の違い	15
3. ファンドの法形式と投資構造	16
(1) 国内に組合等を設置するファンド	16
(2) 海外に組合等を設置するファンド	16
4. ファンドの意義	17
(1) 総論	17
(2) 種類毎のファンドの意義と投資分析	18
ベンチャーファンド	18
バイアウトファンド	19
ヘッジファンド	20
アクティビストファンド	21
上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）	22
5. ファンドに対する考え方	23
(1) ファンドへの批判とそれに対する考え方	23
(2) ファンドと敵対的買収	24
6. 今後の課題	25
(1) ファンド全体に対する正確な理解の不足	25
(2) 企業とファンドの対話不足	26
(3) ファンドの株主としても社会的責任	26
(4) ファンド間の連携の欠如	26
(5) ファンドへのリスクマネーの供給不足の懸念	27
(6) ファンド関連人材の育成・活用・集積	28
7. 結び	29

はじめに

90年代のバブル経済の崩壊とその後の不良債権問題を契機として、我が国の金融システムは、資金供給の円滑化の観点から幅広い主体にリスクを分散するいわゆる金融の複線化を目指してきた。他方、企業側においても、資金調達先の分散・多様化を図り、また制度面においてもリスクの担い手や手法の多様化を図る様々な制度整備が進められ、まさにポストメインバンク制の中での産業金融の高度化に向けた取組が進みつつあるところである。

このような中、多様な主体から資金を集め、新しいリスクの担い手として様々なノウハウを駆使するファンドは、リスクマネーの供給主体として存在感と機能を高めつつある。特に近年、従来の法的規制に加え、バーゼル の適用等により、銀行等の金融機関による資金供給が難しくなったエクイティ部分（株式投資）において、ファンドが新たな資金供給の担い手としてその機能を果たしつつある。

一方、経済産業省は、ファンドが経済社会の中で果たす意義と発展の可能性に着目し、金融商品取引法の策定も念頭に置きつつ、平成17年9月に『経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会』を設立し、同年12月に、ファンドの発展に向けた環境整備の方向性等について、報告書を取りまとめた。

しかしながら、ファンドの発展が進む一方で、一部のファンドの事例により、一般的には、ファンド全体のイメージがネガティブなものとなっているのが実情である。また、ファンド側にも投資方針等に関する情報公開が不足していることもあり、ファンドの種類の違いすら理解されていない等、企業側のファンドへの理解が不足している場合も見られることから、経済社会全体としてファンドの機能が有効に活用されていない状況にある。さらに、ファンドの産業に与える効果について、データや実証分析に基づく議論が少ないのが実情である。

経済産業省は、平成19年12月に、産業構造審議会産業金融部会において中間報告「経済成長・産業発展に寄与する金融・資本市場等の競争力強化の在り方」をとりまとめ、産業と金融の両立を図ることが必要としたところであるが、上記の状況に鑑み、平成20年2月に「ファンド事例研究会」を設立し、ファンドの実態を一般に正確に知ってもらうことを目的に、主なファンドの類型毎に、検討を行うこととした。具体的には、類型毎の活動実態の把握等を行いつつ、その意義と投資効果、今後の課題等について、事例に基づき、検討を進めてきた。また、リスクマネーの企業への供給という観点から、商品ファンドや不動産ファンドは、検討から除外した。さらに、研究会の委員には、有識者、ファンド関係者、経済団体の事務局等が参加し、さらに、必要に応じて、外部有識者等からのヒアリングを行いつつ、5回にわたり、広範かつ活発な議

論を行ってきた。本報告書は、その議論をとりまとめたものである。今後、本報告書を契機に、ファンドに対する実証分析を踏まえた議論が深まることを期待したい。

1. ファンドを取り巻く環境

(1) 企業金融のパラダイムシフトとリスクマネー供給の必要性

我が国の企業財務は、90年代以前は設備投資に向けた資金需要が旺盛だったこともあり、資金調達がメインであり、内容的にも銀行からの借入、証券会社を通じた市場での社債及び株式の発行といったように、企業と金融・資本市場との関係は比較的単純であった。

しかしながら、その後のバブル崩壊とそれに続く不良債権問題を経て、大企業が借入の返済を進めてきた一方、企業の競争環境がグローバル化する中で、果敢にリスクを取らなければならない経営戦略を進める過程で、それに対応した企業財務構造も質的に変化し、我が国企業の金融に対するニーズも、従来に比べて高度化・多元化してきた。即ち海外展開、M & A等による事業再編、新事業展開、R & D等の実施を機動的に行うことが経営戦略上求められるようになり、こうしたニーズに対応した金融ソリューションやリスクマネーの適時安定的な確保の必要性が高まっている。

(2) リスクマネー供給の上でのファンド活用の有効性

ファンドは、企業や家計等から多くの資金を集め、それをプールすることでそれぞれの投資主体が単体で投資し得ないような大規模な案件への投資を可能とするスキームの受け皿である。また、高い金融スキルの活用によって、集めた資金を用いて分散投資を行い、それによってリスクの低減を図ることを可能にすると共に、従来のリスクマネーの供給主体には無い特性により、投資家の受入可能なリスクと、投資案件のリスクとのギャップを埋める重要な役割が期待できる。その結果、幅広い投資家が多様な対象に投資することが可能となり、投資の裾野を広げる効果をもたらすことが期待できる。ファンドの持つ特性は、以下のとおりである。

機動的で大規模な資金調達が可能

ファンドは多くの主体から投資資金を集めているため、ファンドを利用することで、企業は大規模なリスクマネーの調達を機動的に行うことが可能となる。

複雑で高度な資金調達が可能

ファンドマネージャーの報酬体系は柔軟に設定できるため、ファンドには高度な金融スキルを持つ人材が集めやすいことから、複雑で高度な資金調達・金融スキームが可能となる。

企業価値向上のための情報提供・アドバイス

ファンドは投資事業を通じて、個別企業のリスクをマネジメントし、リターンをあげるノウハウを集積することから、ファンドを利用することにより、資金調達のみならず、その情報収集能力、人脈等を活かした企業価値の向上のための情報提供・アドバイスを受けることができる場合がある。

パススルー課税

ファンド自体に課税関係は生じず、構成員（出資者）を課税主体とする取扱いが行われている。

（３）ファンドの発展の背景

近年、リスクマネーの新たな供給の担い手として、ファンドがその機能を果たしつつあるが、その背景としては、以下の要因がある。

銀行等のリスク許容力の低下

日本経済のバブル崩壊によって銀行が不良債権問題の処理に追われる過程において、金融仲介能力が低下した。

また、銀行法上、原則として、５％を超える株式を取得することができないため、企業のエクイティ資金のニーズに応えるには限界がある。

さらに、バーゼル 適用により、リスク資産計算上のウエイトが上昇した株式の保有が難しくなり、株式の持ち合いが低下し、もはやメインバンク制を維持することが難しくなった。

これらのため、銀行等からのリスクマネーの供給とガバナンス機能が小さくなり、その代替としてファンドが伸びてきた面がある。

保険・年金等の機関投資家による代替投資の増加

本来、保険・年金等の機関投資家は、長期的資金の出し手としてその役割を期待されてきたが、これら機関投資家の資産運用は過度に安定志向であったため、ポートフォリオに占める株式の割合は諸外国に比べても低い水準にあり、企業に対するリスクマネー供給が不足していた。しかしながら、昨今、これら機関投資家による運用の効率化に向けた代替運用がようやく始まり、ファンドへの投資が増加している。

法制度の整備

90年代以降、事業再生支援に関連する法制度の整備、独占禁止法による役員派遣禁止の撤廃、投資事業有限責任組合契約に関する法律の整備など、米国ではすでに行われていたファンド関連の組合法制の整備が進んだ。同時に、99年以降、新興株式市場の整備が進み、これらの制度整備により、ファンドの拡大が始まった。

人材の流動化

バブル経済崩壊後、企業の合理化の中で終身雇用の崩壊が進んだことに加え、金融機関の統合・再編が進む過程において金融機関経験者によるファンドへの転身が増加し、そうしたファンドビジネスを経験したファンド・マネージャーや、ファンドが投資先に派遣する経営人材等のスペシャリスト人材がさらに流動化した。また、ファンドビジネスを支える弁護士、会計士等のプロフェッショナルサービスも量的・質的な拡大・改善が進み、ファンドビジネスを進めるに当たってのソフトインフラが整備されはじめた。

LBOファイナンスの拡大

従来、日本においては、M&Aを取り組む際には、銀行等による融資が活用できなかったが、M&Aによって生じるキャッシュフローをベースとする融資が日本でも定着しはじめた。

新たなリスクマネー供給の担い手の必要性

研究開発によるイノベーションの促進やM&Aを伴う事業再編、ベンチャー企業への資金供給など、リスクの高い投資・事業を行う際には、リスクマネーが必要となる。既述のとおり、銀行等のリスク許容力の低下や国内株式相場の軟調推移によるエクイティ調達等により、現在、上場企業、未上場企業とも潜在的にはリスクマネー供給が不足している一方、世界経済の金融経済化に伴う海外のリスクマネー供給の過剰もあり、新たに国内のリスクマネーのギャップを埋めるプレーヤーが必要となった。

2. ファンドの種類と実態

(1) 種類

ファンドには、様々な種類があるが、この報告書では、株式に投資を行うものについて、経営へのコミットメントの度合いによって大きく2つに分類し、さらに投資の形態に応じて5つの基本類型に分類することとした。

企業を買収した上で、または、相当程度の株式を取得した上で、当該未上場企業（上場企業の場合には非上場化）の企業価値を高め、上場又は再上場させることで利益を得るもの（プライベートエクイティファンド（PEファンド））
ベンチャーファンド
バイアウトファンド

企業買収の有無にかかわらず、基本的に市場を通じて上場企業の株式に投資を行い、売買することにより利益を得るもの
ヘッジファンド
アクティビストファンド
上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）

(2) 種類毎の実態

ベンチャーファンド

）投資対象と手法

新しい技術、新しいビジネスモデルを中核とする新規事業により、急速な成長を目指す新興企業、いわゆるベンチャー企業（未公開企業）へ投資を行い、当該企業への人材派遣等を行うことにより、その企業価値を高める。

最終的には、株式市場での上場又は他企業への売却によるエグジットによって、収益を確定する。

また、投資先の業種については基本的に全てが対象となるが、投資家との契約上、特定の業種（ギャンブル、風俗関係など）については、除外する例もある。

）法的形態等

国内のベンチャーキャピタルが組成するファンドについては、直近

の調査結果によると、ベンチャーキャピタルが投資事業有限責任組合契約に関する法律（以下、L P S法）に基づく、投資事業有限責任組合を設立するケースが最も多く（約62%）、次いで民法に基づく任意組合、海外L P S制度に基づくL P S等が多い。

海外のベンチャーキャピタルが組成するファンドについては、L P Sが最も多いと言われている。

）ファンド規模等推移

国内のベンチャーキャピタルが組成したベンチャーファンドによる投資残高は8,000億円から1兆円前後で推移している。ちなみに、直近の調査結果では、米国では約26兆円（2007年実績）、欧州では約33兆円（2006年実績）の規模があり、それらと比べると規模が極めて小さい。

また、国内のベンチャーキャピタルが組成したベンチャーファンドへのコミットメント総額の内訳をゼネラルパートナーズ¹の属性別で見ると、外資系がその総額の5.2%にしかすぎない。このことから、国内のベンチャーキャピタルが組成したベンチャーファンドへの投資主体は我が国の事業会社系などの主体が多くを占め、海外の主体からのものは少ないと言える。

注）米国はベンチャーファンドのみだが、欧州はバイアウトファンド分などの投資残高を含む。

）投資家層

国内のベンチャーキャピタルが組成するファンドについては、直近の調査（2007年度実績）によると投資主体別に金額ベースで見ると、国内事業法人（24.0%）が多く、次いで、個人（14.6%）、海外（13.4%）からの投資が多くなる。なお、金額ベースで見た場合、前年度調査においては、広義の金融機関（銀行・信用金庫・信用組合、保険会社、証券会社）が占める割合が45%であったが、2006年度実績では24%まで低下している。また、年金基金は1.2%である。

また、欧州の主体が設立したP Eファンド（バイアウトファンド、ベンチャーファンド）については、2007年実績で最も多く割合を占めるのは年金基金の25.3%、次いで銀行（16.3%）、ファ

¹ ファンドを運営するマネージャーで、例えば、ファンドの法的形態であるL P Sなどパートナーシップのスキームにおいて無限の責任を負う者

ンド・オブ・ファンズ(13.3%)、と続いている。また、事業法人は1.7%である。

米国のベンチャーキャピタルが組成したベンチャーファンドについては、2003年実績で、年金基金が42%、次いで金融機関・生損保(25%)、寄付・財団(21%)と続いている。

バイアウトファンド

) 投資対象と手法

基本的に未上場企業を友好的に買収し、または、上場企業を友好的に買収の上、非上場化を実施し、当該企業への人材派遣や取引先の紹介等を通じ、経営に関与し、企業価値を向上させる。

最終的には、株式市場での上場又は他企業への売却によるエグジットによって、収益を確定する。

ベンチャーファンドとは、投資対象が新興企業と成熟企業との相違点があるが、企業価値を高めて上場又は売却する点では、手法は同様である。

なお、敵対的買収を仕掛けるバイアウトファンドは、現在のところ、国内事例については、確認できていない。

近年では、P I P E s (Private Investment in Public Equities) と呼ばれる投資手法が存在している。これは、企業側が原則、ファンドなど金融投資家を割当先として、第三者割当増資でもって資金調達をする行為であり、投資家は投資先企業の一定の割合の株式を入手し、投資先企業を上場させたまま保有する手法であり、全てのファンドが理論上行うことができる手法である。しかしながら、投資の考え方が経営支援を行うバイアウトファンドに近く、多くはバイアウトファンドによって実施されている。なお、P I P E s 案件は、金額で見ると、2001年は88億円であったが、2006年では3,246億円と急速な伸びを示している。また、2007年は、金額が若干減ったものの、件数が過去最高となっている。

) 法的形態等

国内では、基本的にL P S法に基づくL P S，商法に基づく匿名組合、民法に基づく任意組合から選択する。

海外においては、それぞれの地域・国のL P S制度が使われることが多いようである。

）ファンド規模等推移

日本国内企業へのバイアウト投資に特化したバイアウトファンド（国籍問わず）の日本国内での活動状況を、（a）設立本数とコミットメント²総額、（b）案件数と取引金額からみると、

（a）バイアウト・ファンドの設立本数及びコミットメント総額は近年、増加基調にある。直近では2006年に設立本数が22本、コミットメント総額は5,608億円、2007年のそれは18本、5,380億円となり、この2年間で約1兆1,000億円の出資約束金が設定されており、これは累計額の半分近くを占めていることを示している。

（b）日本におけるバイアウト案件数と取引金額も同様に、近年増加基調にある。また、2006年に件数が76件、取引金額が9,225億円、2007年のそれは86件、6,554億円と取引金額がやや減少したが、件数はさらに増加している。

ちなみに、欧州の主体が設立したPEファンド全体で運用残高が1,120億ユーロ（2006年実績、約18.1兆円、5月9日TTS161.36ユーロ/円）、米国のPEファンドによる投資額が464億ドル（2005年実績、約4.8兆円、5月9日TTS104.82ドル/円）の規模があり、日本と比べても規模が圧倒的に大きいと言える。

また、我が国企業に投資するバイアウトファンド（国籍問わず）は、1997年から2007年12月末までで、128本、額にして2兆4,369億円（コミットメント総額）で組成されており、一年あたり1本であった設立本数が20本程度まで増加しており、我が国のバイアウトファンドの組成も進みつつあると言える。

注）欧州は、ベンチャーファンドを含む。

）投資家層

国内機関投資家によるPEファンド（ベンチャーファンド及びバイアウトファンド）への投資は、運用資産残高ベースで、生命保険会社が51.1%、次いで損害保険会社（33.9%）、銀行（10.6%）が続いている（ただし、国内機関投資家による国内への投資額は、コミットメント総額の67.3%であることには留意が必要）。

² 投資家がファンドに対して資金を拠出すると約束した投資枠（上限値）

欧州の主体が設立したファンドについては、2007年実績で最も多く割合を占めるのは年金基金の25.3%、次いで銀行(16.3%)、ファンド・オブ・ファンズ(13.3%)と続いている。

注) 国内機関投資家が投資しているPEファンドには、ベンチャーファンド及びバイアウトファンドを含む。

ヘッジファンド

) 投資対象と手法

厳密な定義はないが、株式や債券に限らずコモディティなど多様な金融商品を投資対象とする。他のファンドと比べ、金融工学的手法を用い、投資対象商品を原資産とした空売りの実行や多様なリスクや複雑な仕組みを持つデリバティブ取引などへの投資(オルタナティブ投資)を行うことが多いとされ、リスクをヘッジしながら、絶対的なリターンを目指す。株式投資を行う際は、基本的に上場株式を対象とする。投資戦略としては、

- 1) 株式ロングショート型
- 2) イベントドリブン型
- 3) マクロ型
- 4) レラティブ・バリュー型
- 5) マルチストラテジー型

などがある。現在、株式ロングショート型が資産残高、ファンド数とも最も多いヘッジファンド戦略であり、グローバルでは約3分の1、日本を含むアジア地域では半分以上を占めている。平均的には低レバレッジで、買い持ちに偏ったポートフォリオのものが多く、運用成績は、各地域の株式市場の動向と高い相関性があるが、変動率は低く抑えられているのが特徴である。株式の買い持ちが多いイベントドリブン戦略とあわせて、中小型株から大型株まで、幅広い株式の個別銘柄に与える影響が大きいと言える。

マクロ型は、90年代にはヘッジファンド戦略の中で最も多い戦略であったが、98年以降、パフォーマンスの低下が目立ち、ややマイナーな戦略となった。但し、2007年以降の金融市場の高い変動性を背景に、再び高い収益を出す傾向があり、増加傾向にある。マクロ戦略では、株式インデックスを扱うケースが多く見られる。

) 法的形態等

課税要件が緩和された、または免税措置がある国や地域(アメリカ

(特にデラウェア州に多いとされる)、ケイマン諸島等)に設立することが多い。ビークルの種類は設立地の法制度を考慮し、会社、信託、組合などから、適切なものを選択する。なお、海外に設立する場合には、ユニットトラスト(信託の一種)を選択する人が多い。

) ファンド規模等推移

世界全体におけるヘッジファンド運用資産残高は、1990年から2007年にかけて、大幅に増加しており、約1兆9,000億ドルとなり、約50倍弱と大きな伸び率を示している。また、ファンド総数も90年比で07年は約1.6倍と大幅に増加している。

他方、05年の調査結果によると、我が国金融機関が設定したヘッジファンドの運用資産残高は合わせて1.5兆円をやや上回る程度³である。これからも、我が国におけるヘッジファンドの運用資産残高は、世界全体と比して小さいと言える。

我が国金融市場に投資するヘッジファンドが、どの程度あるかは、正確なデータはない。ヘッジファンド調査会社によると、我が国金融市場に特化した運用を行うヘッジファンドの運用資産額は07年末時点で200億ドル～300億ドル(2兆円～3兆円)と、同時期における東証時価総額(483.8兆円：一部、二部、マザーズ合計)の1%にも満たない。ただし、ヘッジファンドは、レバレッジを活用し(2.5倍～3.5倍⁴)運用資産額以上の取引を行う場合もあること、また、売買頻度が他の投資家と比較して非常に高いこと(ヘッジファンドは、主要株式・債券市場における売買高の3割～5割程度を占める⁵)等を考慮すると、我が国金融市場にもかなりの影響を及ぼしているものと考えられる。

) 投資家層

世界のヘッジファンドの資金源の構成を見てみると、90年代は個人投資家が最も大きな割合を占めていたが、直近では、約40%にまで減少し、企業や年金基金などが占める割合とほぼ同じである。

³金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」(2005)金融庁が所管する金融機関(投資信託委託業者、投資顧問業者を含む)1,251社によるアンケート調査

⁴ Mckinsey&Company “The New Power Brokers” (2007),p109

⁵ Mckinsey&Company “The New Power Brokers” (2007),p110

一方、日本における業態別のヘッジファンド販売額割合を見てみると金融機関が約半分を占め、続いて個人や信託銀行が続いている。

アクティビストファンド

）投資対象と手法

上場株式を対象に、フリーキャッシュフローが多く、負債比率が低く、株式持ち合い比率が小さく、株価が割安である企業に対し、株式投資を行う。その上で、株主としての権利を行使して、会社に影響力を及ぼし、潜在的企業価値の向上や配当増額等を図り、最終的な株主価値の向上を目指すことを標榜する。

最終的には、一定の目標期間内にターゲットとするリターンを実現するために、株価を上昇させて、株式を証券市場で売却することなどにより、利益を確定することが多い。

アクティビストファンドの投資手法は、株主提案や敵対的TOBを行い、自社株買い、配当増や経営陣の解任等などによって収益獲得を目指すものが多いと指摘されている。

）法的形態等

日本国内で投資活動を行っているアクティビストファンドの多くは海外の機関投資家からの出資割合が多く、海外でファンドを設立することが多い。そのため、現地の法制度に基づいた、リミテッドパートナーシップ(LPS)や信託の形式でファンドを組成している。一方国内で設立しているものでは、LPS法に基づくLPSでの組成事例が見られる。なお、利用する法的形態は、設立コストに加え、投資家の希望が重視される。

）ファンド規模等推移

ファンド一本あたり、約500～1,000億円程度。しかしながら、直近の調査²によると、トラックレコード⁶が充実したアクティビストファンドであれば、約2,000億円以上となることもある。一方で日本の小型株に特化したようなものであれば、50億円程度から投資活動を実施するものもある。

）投資家層

基本的に、年金基金、大学基金、生命保険会社、損害保険会社、

⁶ 投資信託や投資ファンドなど金融投資商品の収益実績履歴。

大手金融機関、事業会社など機関投資家が多いが、一部には個人の富裕層やファンド・オブ・ファンズなどからの投資も受け入れている。

上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）

）投資対象と手法

欧米先進各国では近年、「PE ファンドと上場株ファンドの融合」が大きな潮流となりつつあり、この流れの中で上場株式を投資対象とした新たなコンセプトを持つファンドが現れつつある。このファンドは上場株式を投資対象としているが、投資手法やリターンの源泉はヘッジファンドやアクティビストファンドとは異なっている。具体的には、事業計画や経営方針といった戦略面の経営課題や、生産性の改善やコストダウンといったオペレーショナルな経営課題の改善に、経営陣と協働して取り組むことによって企業価値を向上させ、株式の売却を通じ利益を確定させるものである。また、このファンドは長期的に経営者と対話を行うものであり、敵対的な株主提案や敵対的TOBを行う意思がないことを表明しており、トラックレコードにおいてもそのような実績は無い。

）法的形態等

法的形態としては他の上場株ファンドと同様に、課税要件が緩和された、または免税措置がある国や地域(アメリカ(特にデラウェア州に多いとされる)、ケイマン諸島等)に設立することが多い。ビークルの種類は設立地の法制度を考慮し、会社、信託、組合などから、適切なものを選択する。

）ファンド規模等推移

欧米等海外では新たな潮流に乗り、大型化するファンドが散見されるものの、我が国ではファンド一本あたり、約100～1,000億円程度であると考えられる。

）投資家層

年金基金、大学基金、生命保険会社、損害保険会社、大手金融機関、事業会社など機関投資家が多いが、一部には個人の富裕層やファンド・オブ・ファンズなどからの投資も受け入れている。これらの投資家とアクティビストファンドへの投資家の違いは外形的とい

うよりも、「レピュテーション（評判）リスク」、「ヘッドラインニュースリスク」を負ったり、「アクティビストファンドに投資していることが公になること」を避けつつ企業進化によるリターンを享受したい投資家である。

（３）投資対象による性格の違い

ベンチャーファンド及びバイアウトファンドといったファンドは、企業の育成、再生・リノベーションによって企業価値を高め、投資先企業の上場・再上場・売却によって収益を確保するビジネスモデルであるのに対して、ヘッジファンド及びアクティビストファンドといったファンドはあくまでも上場企業の株式が投資の対象となるため、投資行動には、以下のように、大きな相違がある。

ベンチャーファンド及びバイアウトファンド

創業期の未公開企業に投資するベンチャーファンドや、成熟期の企業に投資した上で未公開化するバイアウトファンドは、上場又は再上場させることで利益を得るため、比較的長期に経営に深く関与して、企業価値を上げることがめざすこととなる。

ヘッジファンド、アクティビストファンド及び上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）

上場株式の売買で利益を得るヘッジファンドやアクティビストファンドは、投資家との間の投資契約が比較的短期契約であるため、一般的には、投資形態が比較的短期になるとともに、資産の流動性の確保の観点から投資対象が上場株式に限定される。

このため、インサイダー規制回避のために経営への関与を行う場合でも自ずと限定的にならざるを得ない。

一方、上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）は、アクティビストファンドとは異なり、比較的長期的に経営に深く関与する場合がある。この場合には、インサイダー取引とならないよう、一定以上の情報を受け取らない、または、受け取ったとしても、公の情報となるまで株式の売買を行わない等、最大限の注意を払っている。

3. ファンドの法形式と投資構造

(1) 国内に組合等を設置するファンド

ファンドについて現在用いられるビークルの法形式としては、民法に基づく任意組合、L P S 法に基づくL P S、商法に基づく匿名組合、海外法制に基づくL P Sといった形式が中心である。

法形式の選択には様々な理由があるが、次のように言われている。

民法に基づく任意組合は、監査等が法制上義務づけられていないことや投資対象に係る限定等が付されていないため、比較的自由的なファンド組成、運用を行う際に使われるものの、投資家は無限責任を負うため、近時はその利用も限定的となっている。

国内のL P Sは有限責任であり（G Pを除く）、ファンドの中では使いやすく多用されている。なお、海外法人への投資についてはL P S法上、出資総額の半分未満という取得上限が定められている。

商法に基づく匿名組合は、匿名組合員の有限責任性のほか、任意組合やL P Sと異なり、営業者と匿名組合員の相対の契約により締結されるため、組合員間で情報開示がなされる義務がない（個人投資家の名前を並べた一覧を作成する必要がなく匿名性がある）ことから、秘密性の観点で優れており、柔軟性も高いと言われ、最近では多数の個人投資家から出資を募る際に利用される場合に用いられるが、他の組合員がどのような契約をしているかが不明なため大口の機関投資家の中には避ける場合もある。

(2) 海外に組合等を設置するファンド

海外のファンドが日本国内に投資する場合には、まず、本国又はタックス・ヘイブン地域にそれぞれの国の制度に基づくL P S等を設立する。その上で、日本国内やアジア地域に投資顧問会社を設置するか、日本国内の投資顧問会社等と契約することにより、日本国内への投資を行うというスキームがある。

なお、タックス・ヘイブン地域のL P S等の海外ファンドは、自由度が高いため初期のファンドでは多用され、また、海外の機関投資家になじみがあるため海外の投資を呼び込む際には用いられることが多いが、

設立に際して、多額の費用（リーガルコスト等）がかかることもあり、大規模なファンドの組成にあたって用いられる。

4．ファンドの意義

（1）総論

ファンドには、企業の成長を支えるエクイティ資金を成長ステージ毎に供給する機能に加え、経営の透明性の向上のための機能、人材リアロケーション機能、経営資源提供機能等がある。

企業の成長ステージ・ニーズに応じた、リスクマネー等の供給機能

企業の成長ステージは大別して、創業段階、成長・成熟段階、成熟（再成長）段階、再生段階の4つのステージに分けることができる。それぞれのステージにおいて企業は必要とするリスクマネーや経営資源等が異なる。

ファンドは、企業の成長ステージ毎に、適切なリスクマネーと経営資源等を供給することにより、企業の事業遂行上のリスクをシェアし、その発展や新陳代謝を加速化する機能を有している。具体的には、創業段階はベンチャーファンド、成長・成熟段階はヘッジファンド及びアクティビストファンド、成熟（再成長）・再生段階はバイアウトファンドがそれぞれの段階で必要な機能を提供している。また、ファンドは、大規模な資金調達的能力や高度な金融技術を活かし、企業のニーズに合わせた機動的でグローバルな資金供給を可能としている。

これらの機能は従来、メインバンク制の下での銀行等や資本市場が果たしてきたところであるが、ファンドは、旧来の資本市場や間接金融（銀行）に代わり、担い手が不在であった間接金融型エクイティ性資金という第3のリスクマネーの供給源になってきている。

経営の透明性を向上させる機能と経営人材の最適配置機能

ファンドは、企業経営に対する健全な影響力の行使を通じて、経営の透明性を向上させるとともに、市場における経営人材の再配分・最適配置（リアロケーション）を推進する機能を持つ。

経営資源等提供機能（ベンチャーファンド、バイアウトファンド及び上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等））

創業間もない未上場企業においては、自社の製品やサービスを販売す

るマーケティング力や販路等のネットワークが脆弱なために、売上が伸び悩むケースが多々ある。また成長が停滞した企業においても、経営人材の不足や、製品・サービスの開発力低下、あるいはマーケティング力の低下によって成長が伸び悩むケースが多々ある。さらに成長の乏しい国内マーケットのみを事業領域とし、成長著しいグローバルマーケットへの展開ができないケースもある。ファンドはこういった企業に対して、課題を分析・抽出し、企業に対して必要な経営資源や情報・マーケティングネットワーク等を提供しつつ、経営に関与しながら企業価値向上に寄与する機能を持つ。特に、海外の投資家のネットワークを活用して、グローバルな事業展開の可能性を拡大する機能も持つ。

(2) 類型毎のファンドの意義と投資分析

ベンチャーファンド

) 意義

ベンチャーファンドは、ベンチャー企業に対するリスクマネー、経営資源、情報ネットワークの提供等の機能を有し、投資先の経営に深く関与しつつ、コーポレートガバナンス構築と経営人材リアロケーションを実施し、ベンチャー企業の成長等に寄与するという意義がある。

エグジットは、新興市場での上場か他企業への売却であるが、昨今は、新興市場の低迷により、エグジットに制約が生じ、ベンチャーファンドの機能発揮の障害となっている。

) 事例分析から得られた投資効果

分析から、ベンチャーファンドは、以下のような機能を持つことが示された。

- ・ 資金不足の課題への資金提供機能
- ・ 人材不足の課題に対する人材派遣や紹介機能
- ・ 経営ノウハウ不足の課題に対する役員派遣を通じた、経営会議への参画による経営ノウハウ提供機能
- ・ 企業幹部との頻繁な意見交換を通じた、アドバイス機能
- ・ 新商品展開検討支援など事業拡大支援機能

これらの機能により、経営環境の向上が図られ上場を果たすことができたり、売上高や経常利益などの成長や従業員の増加など、企業の成長に結びついた事例が見られた。例えば、B to B ビジネスを主業とする IT ベンチャー A 社の場合には、ベンチャーファンドが資金支援の

みならず、頻繁に投資先幹部とのコミュニケーションを図る等の綿密な経営サポートにより、創業10年で東証マザーズ上場、売上高及び株価時価総額とも投資開始時に比べて約100倍に増加した成功事例である。

また、定量的には、ベンチャーファンドから、リスクマネー供給を受けた企業は、その他の手法で資金調達を行った企業と比べ、圧倒的に雇用者数の伸びが大きいというデータがあるほか、独立行政法人中小企業基盤整備機構（以下、中小機構）のファンドによる投資効果を見ると、投資先の企業に関し、投資前後で売上高及び従業員数が約2倍となっている。

バイアウトファンド

）意義

バイアウトファンドは、経営に深く関与しつつ、コーポレートガバナンス構築と経営人材リアロケーションを実施し、企業の成長促進、事業転換、再生等に寄与している。昨今の地域再生ファンドもこの形態であり、基本的には、「ハゲタカファンド」と言われたネガティブなイメージとはほど遠い。

）事例分析から得られた投資効果

投資先企業の経営状況は再生局面、コア事業拡大局面、成長停滞局面など様々であるが、こうした企業への投資事例の分析の結果、以下のような様々な機能を有していることが示された。

- ・ 現状経営環境打破に必要な資金の提供機能
- ・ 非中核施設及び遊休資産の売却、子会社の整理や管理職層の人員削減など経営効率向上機能
- ・ 経営計画や更生計画策定への参加を通じたアドバイス機能
- ・ グループ外取引の強化やグローバル化強化を通じた販路拡大による事業拡大機能
- ・ 投資先業種における経験が豊富なCEOの投入等の人材派遣機能
- ・ 従業員へのインセンティブ制度の導入やガバナンス制度の強化支援など経営環境向上機能
- ・ レバレッジ機能の活用による企業のキャッシュフロー創出能力の向上機能

これらの機能により、リゾート関連産業B社、運搬機械製造業C

社、自動車部品製造業D社といった企業において、EBITDAや売上高利益率の改善、さらに経営の効率化が図られ、事業再生の実現、コア事業の成長や新規事業規模の拡大に結びついた事例が見られた。例えば、リゾート関連産業企業B社は、投資後5年間の間に、売上高営業利益率が、-20.15%から1.15%に改善し、運搬機械製造業C社は、投資後3年間で営業利益が約2.3倍へ成長し、自動車部品製造業D社は、売上高営業利益率が、投資年からエグジットした年の間で3.6%から6.5%と飛躍的に改善した。

ヘッジファンド

）意義

ヘッジファンドは投資の自由度の高さにより、市場参加者によっては取りにくいポジションを構築したり、市場参加者の少ない市場へ参入することが可能であり、市場流動性の向上に寄与する。

また、投資対象とする市場における銘柄間のミスプライシングに着目した取引や、各市場間での裁定取引を通じて、価格の適正水準への収斂を促し、市場の効率性にも寄与する側面も持つ。

）事例分析から得られた投資効果

個別企業の経営陣と対話を行うことのないヘッジファンドについて、個々の企業との関係で投資効果を述べることは難しいが、事例分析の結果、以下のように、金融市場全体に対して、様々な機能があることが示された。

- ・ 何らかの理由により割高・割安に放置されている金融商品に投資を行い、価格を適正な水準まで収斂させるという流動性供給・価格発見機能
- ・ 裁定取引を通じて市場の効率化を向上させる機能
- ・ 高度な金融技術の開発・促進機能
- ・ ファンド関連のプレーヤー（ヘッジファンドを支えるプライムブローカー、アドミニストレーター、カストディアン、税理士、弁護士等）の創出・育成機能

なお、ヘッジファンドは、株式以外にも、原油等の商品や不動産等にも投資を行うものであるが、最近では、サブプライム問題を発端とする金融危機を受けて、ヘッジファンド等による資金が、原油や資源等の商品市場に投機的に流入し、実需を遙かに超えて、価格を引き上

げ、ひいては、世界経済に悪影響を与えているとの指摘がある。これに対して、研究会では、これは、昨今の原油価格高騰の背景には、中国、インド等の新興国の経済成長に伴う実需増等といった構造的な要因もあり、現在の市場経済においては、やむを得ないとの指摘があった。また、原油や資源等の高騰は年金基金や投信等ミューチュアルファンドがインデックス投資を行っている影響の方が大きく、ヘッジファンドによる資金流入が主要な要因では無いとの指摘があった。

アクティビストファンド

) 意義

アクティビストファンドは、経営の透明性を向上させる機能や経営人材リアロケーション機能を発揮することが期待されているという指摘がある。しかしながら、この実態について否定的な見方も存在する。

) 事例分析から得られた投資効果

下記の機能を有しているとの指摘があった。

- ・ 増配や自社株買いによる資産規模見直し及び株価向上機会提供機能
- ・ 既存株主への会社説明会や投資家向け工場見学会の開催など I R 活動強化機会提供機能

また、国内での主要なアクティビストの投資効果についてデータを調査すると、以下の通りであり、投資先企業にどのような効果があったかについては、投資の前後における当該企業の経営指標の変化からは、一概に言うことはできない。

ファンド（主要投資先 15 社を調査）

P B R は改善 13 社に対し維持・悪化 2 社、利益剰余金 / 純資産は増加 4 社に対し維持・減少 11 社、現預金 / 総資産は増加 4 社に対し維持・減少 11 社、売上高は増加 10 社に対し減少 5 社、R O A は改善 10 社に対し維持・悪化 5 社、従業員数は増加 9 社に対し減少 6 社⁷

ファンド（主要投資先 10 社を調査）

P B R は改善 5 社に対し悪化 1 社、利益剰余金 / 純資産は増加 2

⁷ 各投資先企業の投資前後における売上高の伸び率が、同時期における全産業の売上高の伸び率（財務省「法人企業統計調査(2006 年度)」を基に計算）と比較して高かった企業は 5 社であり、低かった企業は 10 社であった。

社に対し減少 6 社、現預金 / 総資産は増加 2 社に対し減少 6 社、売上高は増加 5 社に対し減少 4 社、R O A は改善 6 社に対し悪化 3 社、従業員数は増加 4 社に対し減少 4 社⁸

* なお、データの不足等で投資前後での比較ができないため、社数合計が調査企業数と一致しない場合がある。

上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）

）意義

上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）は、企業価値向上を長期的に図るため株主の立場で経営陣と対話・提案等を行う。提案の内容は以下のように多岐にわたる。

- ・「ガバナンスの改善」：社外取締役の導入や、株主利益との一致を狙った取締役の報酬改定等
- ・「事業戦略の再構築」：事業ポートフォリオの再編や買収・スピンオフ、設備投資に関する助言等
- ・「オペレーション改善」：コスト改善や資産活用、ブランドの再ポジションや価格再設定等
- ・「財務政策の洗練」：自社株買いや配当性向の適正化、最適資本構成の提案等

）事例分析から得られた投資効果

下記の機能を有しているとの指摘があった。

- ・現状経営環境打破に必要な資金の提供機能
- ・自社ブランドの再ポジショニングなどマーケティング方針の転換・強化活動の支援を通じた、単価アップによる収益性の向上支援機能
- ・株主構成の変更、配当性向の引き上げ、株式分割や自社株買いを行うなど、投資家に向けた I R 活動の積極的な展開の支援機能
- ・新たな市場開拓を狙った新事業計画の立案サポート機能

なお、これらから、上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）は、ある部分、ベンチャーファンドやバイアウトファンドに共通する点を持つと言える。また、事例を見ると、ヘルメット製造業 G 社については、投資開始から営業利益、株価指数それぞれが 2 . 1 倍（いずれも会社四季報による、H 2 1 年 3 月期予想ベース）とな

⁸ 各投資先企業の投資前後における売上高の伸び率が、同時期における全産業の売上高の伸び率（財務省「法人企業統計調査(2006 年度)」を基に計算）と比較して高かった企業は 1 社であり、低かった企業は 7 社であった。

り、育児用品等製造・輸入販売業H社は投資した年の前年から翌年にかけて、売上高が約9%、経常利益が約16%伸び、半導体装置等製造業I社は、自社株買い発表の結果、株価が7%超上昇した。

5. ファンドに対する考え方

(1) ファンドへの批判とそれに対する考え方

産業界等におけるファンドの認識については、一般的にイメージが悪いが、これは、以下のような理由によるものであると理解することができる。

ファンドの類型への誤解

期待される役割や機能が全く異なるバイアウトファンド、アクティビストファンド及び上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）が混同され、一律に「ファンド」として扱われ、それぞれの役割・機能が正確に理解されていない。

本来、バイアウトファンドは、基本的に敵対的買収を行わず、投資先企業の企業価値向上を図ることが多い。また、上場企業の株式を取得し、通常、長期的投資の観点から投資先の経営陣と友好的な対話を通じ、企業価値向上を図る、上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）が存在しているが、そのような実態も一般には浸透していない。

アクティビストファンドと「ステークホルダー重視型経営」

既述のように、ベンチャーファンド、バイアウトファンド、ヘッジファンド及び上場株式に投資する新たな形態（経営者支援ファンド等）については、それぞれの実態を踏まえると、企業価値の向上又は市場への流動性等の提供という点において、我が国の経済成長・産業発展に寄与することを示すことは比較的容易であるが、アクティビストファンドについては、異なった評価が存在する。

まず、アクティビストファンドがターゲットとする企業は、PBRが低い（一株当たりの純資産に比べて株価が安い）、生産性が低い（低ROE）、多額の余剰資金を抱えている（預金・短期有価証券の割合が高い、自己資本比率が高い）といった特徴を持つことが多い。つまり、アクティビストファンドは、多くの場合、成長戦略が描けないまま、余剰資金を保有している企業をターゲットとし、こうした企業に対して、主として、成長資金に活用されていない、企業に滞留している内部留保を、株主へ還元させることを要求、または、提案している。このようなアクティビストファンドの行為は、「株主主権」の考えに基づくもので

あると言われている。

一方、我が国の産業界等には、これに対する批判が存在する。その理由については、多くの我が国企業の経営者が、英米において主流であるとされる株主だけのための経営というよりも、ドイツやフランス等において主流であるとされる多様なステークホルダーを重視した経営を遂行しており、また、株主の利益のためなら何をやっても許されるという考え方をとらないためであるという指摘がある。その背景には、「企業」を株主のみならず、従業員や顧客、社会のいわば共有財産として捉えるという見方があると考えられる。

しかしながら、株主主権論の方が望ましいか、ステークホルダー論の方が望ましいかといった議論については、容易に答えが出せるというものではなく、むしろ、アクティビストファンドについては、このような神学論争を行うのではなく、継続的に企業価値を高めているかについて、実態やデータに即して検討を進めるべきである。

具体的に、既述のデータを見ると、アクティビストファンドの投資先は、確かに、株価関連の指標（PBR）の改善が見られるものが多いものの、売上高、利益及び従業員数といった競争力や雇用に関連する指標については、悪くなった企業の数が一定数あり、現時点において、企業価値を高めているか否かの判断を行うことは難しい。このため、アクティビストファンドについては、今後、我が国の産業発展・経済成長に対して、どのような影響を及ぼすか注視していくことが必要である。

（２）ファンドと敵対的買収

アクティビストファンドの行う敵対的買収について否定的な見解が示されることが多いが、結論を言えば、ファンドと敵対的買収は、アприオリに関連があるわけではない。具体的には、以下のとおりである。

なお、一般的に敵対的買収に対して必ずしも良いイメージはないが、その可能性が経営陣に規律を与える場合もあり、また、ファンドが、企業価値を高めるべく経営者と議論を尽くしたにもかかわらず、やむなく経営者との関係で敵対的になってしまう場合もあり得る。よって、敵対的買収が企業にとって望ましくないものかどうかについて一概に判断することは難しいと考えられる。

ファンドの種類のうち、バイアウトファンドとアクティビストファンドには、敵対的買収を行う場合があり得るが、我が国の事例では、アクティビストファンドだけが敵対的買収を試みており、まずは全てのファン

ドが敵対的買収を行う訳ではない。

また、事業会社も他社に対し敵対的買収を仕掛けており、ファンドのみが敵対的買収を仕掛けているわけではないことも事実である。

仮に企業が敵対的買収提案を受けたとしても、ライツプラン等の買収防衛策を適切に用いることで、株主が買収の是非を適切に判断するための時間・情報や、買収者・被買収者間の交渉機会を確保することが可能となる。

6. 今後の課題

ファンドは、既述のとおり、多くの場合、我が国の経済成長・産業発展に寄与するということが可能であるが、他方、この機能を十分に発揮させるためには、以下のような課題を解決することが必要である。

(1) ファンド全体に対する正確な理解の不足

ファンドはその類型毎に異なる意義と機能を持っていながら、我が国においては、その活動実態が不透明であることもあり、メディアによる報道等においても「ファンド=悪者」というイメージが見られる場合がある。実際、我が国産業界等においては、特にバイアウトファンドとアクティビストファンドの違いや、アクティビストファンドと上場株式に投資する新たな形態(経営者支援ファンド等)の違いが理解されていない場合が多い。他方、ファンド側についても、その活動実態について開示されている情報が、現状では、極めて限定的で、不透明に見えることから、ファンドに対する不安を惹起しているのは事実である。

このため、そのような不透明感や不安に対して、企業としても、買収防衛策を導入する等、一定の対応を取らざるを得ないケースも見られている。

ファンドの機能を正確に理解し、産業界が成長のためにその機能を十分に活用できるようにするために、まずは、事業におけるリスクマネーの活用に対する意識を高めた上で、企業に対して本研究会の議論を紹介し、広くファンドに対する正しい理解を持ってもらうことが必要である。また、ファンドも、まずは自らがどのタイプのファンドに属しているかを正確に明らかにするとともに、可能な限りトラックレコードなどを開示し、企業の不必要な不安や誤解を取り除くことが必要である。

(2) 企業とファンドとの対話の不足

既述のとおり、我が国産業界等において、ファンドに対する正確な理解が浸透していないため、経営者の中には、「ファンドは敵対的買収をするもの」という強いイメージを拭いきれず、ファンドからのアプローチを、一切拒否し、対話が全く進まない事例が存在する。

また、ファンド側についても、自らの活動実態を不透明にしたまま、株主としての要求を行うため、その真意が企業に届かないこともある。

このように企業とファンドとの間のギャップを解消するためには、双方向の対話を図ることが必要であるが、その際に、上場企業の場合と非上場企業の場合とでは、インサイダー取引規制の影響で、ファンドとの対話の深度が異なってくることに留意することが必要である。

(3) ファンドの株主としての社会的責任

例えば、1/3以上の株式を保有するなど、ある企業に対して相当の割合の株式を保有している株主は、その保有期間にかかわらず、中長期的な観点から、投資先企業の価値創造・向上のために、一定の社会的責任を果たすべきである。具体的には、経営課題の抽出・把握やモニタリングを通じ、必要に応じ経営者や他の株主と対話を行いつつ、是正を促すことなどが求められる。また、他の少数株主の利益を不当に害することも許されない。株式投資を行っている全てのファンドも同様であり、投資先企業の「株主」としてその社会的責任を負っている。さらに、国際的には、ファンドによる経営者等に対する情報開示を強化すべきとの議論や、ファンドに対するガバナンスを強化すべきとの議論もある。しかしながら、こうした株主の社会的責任のあり方については、残念ながらファンド側にも議論が深まっていないのが現状である。したがって、株主としてのファンドのあり方や責任については今後さらなる議論が必要である。

(4) ファンド間の連携の欠如

今回の研究会で、ファンドの類型が異なると、ほとんど、互いに接触がなく、横の連携が上手く取れていないことが明らかになった。また、我が国においてベンチャーファンドとバイアウトファンドには、それぞれ、業界団体が存在するが、必ずしも網羅的ではなく、また、ヘッジファンドやアクティビストファンドは、団体が存在しないことに加え、海外のファンドの存在も大きく、ファンドの共通課題の抽出等がスムーズに進んでいないのが現状である。

さらに、金融商品取引法は施行されたが、国内投資家保護の立場で、法

の運用がなされているところであり、産業発展・経済成長のためのファンドの機能強化という側面からの制度・政策がなされていないのが現状である。このため、今後、産業と金融の両立の視点に立って、ファンドに係る政策的な要望や論点を集約するとともに、産業界との対話の窓口となるものが必要である。既存の団体の活動状況を踏まえ、これを補完しつつ、我が国企業に投資する海外ファンドも含め、ファンド全体の情報や意見を集約することが可能な横断的な協議の場を検討するべきである。

(5) ファンドへのリスクマネーの供給不足の懸念

ファンドがリスクマネーを供給し、我が国産業の発展に貢献していくためには、ファンドに対するリスクマネー供給（出資）が一層増加していくことが必要になるが、特に、今後、サブプライム問題に端を発した世界金融危機の下、海外からのリスクマネー供給が減少し、供給不足に陥るおそれがあることから、ファンドに対するリスクマネー供給を、国内から増加させること、及び、海外から増加させることが、それぞれ、必要である。

国内のリスクマネー

海外においては、機関投資家が、ファンドに出資することは広く行われているが、我が国においては、そのような事例は非常に限定的である。今後、公的年金、企業年金、保険等の国内機関投資家からのリスクマネー供給の増大を図るべく、検討を進めることが重要である。

また、政策的な出資としては、現在、ベンチャー対策の一環として、中小機構が「ベンチャーファンド」、再生に取り組む中小企業の支援を目的とした「中小企業再生ファンド」など計5つのファンドに出資を行っているところである。

今後、我が国の産業発展・経済成長に資するため、例えば、世界の新潮流であるオープンイノベーションを促進するファンドに対し、政策的な出資を検討することも必要である。

海外のリスクマネー

現在では、世界の金融市場は実態上統合の方向に向かっており、世界に存在するリスクマネーが円滑に環流することで、その時々に応じて適切なリスクマネーが供給される仕組みが成立している。こうした中、海外のリスクマネーを日本にも環流するための環境整備が求められている。

海外のリスクマネーを我が国に呼び込むことは、我が国産業に対するリスクマネー供給を増加させるだけでなく、高い知識・能力や豊富な経験・人脈を持つ高度な金融人材を我が国に呼び込むことに繋がり、結果、我が国の金融産業の国際競争力の向上に寄与することとなる。

海外からのリスクマネー環流の促進には、我が国が投資対象としての魅力を兼ね備えることが必要であるが、海外ファンドの国内における活動や海外からの投資の阻害要因として税務上の組合契約に係る恒久的施設の判定や事業譲渡類似株式の判定等が指摘されており、実態把握や海外諸制度との比較等を踏まえ、まずは国際的に遜色のない税制の整備に向けた検討が必要である。

(6) ファンド関連人材の育成・活用・集積

ファンドの機能を強化し、我が国の産業発展に資するようには、産業と金融の双方を理解し、我が国の成長産業に投資を行うことのできる人材が必要である。また、併せて法務・会計・税等の関連人材の集積が不可欠である。今後、ファンド関連人材の育成・活用・集積に関し、「高度金融人材産学協議会」の活動と連携しつつ、具体化を図っていくことが必要である。

7. 結び

我が国経済におけるバブル崩壊後の「失われた15年」の間に、企業の金融に対するニーズが高度化・多様化する中、金融ソリューションを提供する側についても、ファンドという第三の資金供給のプレーヤーの出現という変化が見えつつある。

今後、ファンドはその機能を高度化・多様化させる中で、さらなる発展を遂げることにより、経済社会における新しい枠組みを創出し、産業の高度化を支える不可欠な存在へと成長していくものと考えられる。しかしながら、我が国においては未だファンドの現状、その機能と可能性についての認識が十分に進んでいないことから、ファンドの潜在力を十分活用できていないのが現状である。このため、今後、産業と金融の両立の観点から、産業界におけるファンドの活用を促進するとともに、国内に、高い機能を有するファンドを育成・集積させることが重要である。

本研究会は、そのファンドの拡大の背景、ファンドの意義やベストプラクティスの分析等を通じ、ファンドの我が国経済成長に対する意義や機能について正確かつ十分な理解を経済社会に浸透させることが目的である。そのためには、本研究会の議論の紹介を通じて、広く産業界等にファンドに対する冷静かつ正しい理解を持ってもらうことが重要であると同時に、ファンド側も可能な限り活動実態やトラックレコードを開示し、企業の不必要な不安や誤解を取り除くことが重要である。そして、相互の誤解を取り除くためにも、双方向の対話を図ることが重要である。

また、本研究会は、ファンドの特性から情報収集に一定の制約がある中で、ファンドの実態を可能な限り調査・研究したものであり、ファンドの定義やその機能について研究した第一歩であると言える。今後、ファンドがその存在感を高めていくことが予想される中で、ファンドと我が国産業の発展及び経済の成長との関係について、国内の事例についてのより詳細な定量的データや海外の事例も含め、その調査・研究を深化させていくことが必要である。

今後、この結果を踏まえ、産業界とファンドの高度な対話が進展し、リスクマネーが円滑に供給されることにより、産業の発展や新陳代謝が加速化し、我が国経済成長が促進されることを期待したい。

以上

ファンド事例研究会
委員名簿（50音順、敬称略）

青山 伸悦	日本商工会議所 理事・産業政策部長
阿部 泰久	社団法人日本経済団体連合会 経済第二本部長
後藤 芳一	独立行政法人中小企業基盤整備機構 理事
笹沼 泰助	アドバンテッジパートナーズLLP 代表パートナー (日本プライベートエクイティ協会 会長)
佐山 展生	一橋大学大学院国際企業戦略研究科 教授 GCAサヴィアングループ株式会社 取締役
関谷 浩一	新日本アーンストアンドヤング税理士法人 パートナー・税理士
棚橋 元	森・濱田松本法律事務所 弁護士
谷家 衛	あすかアセットマネジメントリミテッド CEO
津田 昌宏	野村プリンシパル・ファイナンス株式会社 執行役
鴫田 和彦	三菱UFJキャピタル株式会社 代表取締役 (日本ベンチャーキャピタル協会 会長)
野宮 博	株式会社RHJインターナショナル・ジャパン 代表取締役
矢口 哲成	アーンストアンドヤング・トランザクション・ アドバイザリー・サービス株式会社 公認会計士
米澤 康博	早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授

は座長

ファンド事例研究会開催経緯

第1回

日時：平成20年2月29日(火) 16:00～18:00

- 議題：1. 座長の選任について
2. 議事の公開及び資料の取扱いについて
3. 研究会設立趣旨及びファンドを取り巻く環境について
4. 事例紹介
5. 自由討議

第2回

日時：平成20年3月25日(火) 16:00～18:00

- 議題：1. 今後の論点整理について
2. 事例紹介
3. 自由討議

第3回

日時：平成20年4月22日(火) 13:00～15:00

- 議題：1. 最近のヘッジファンド動向について
2. ヘッジファンドが金融システムに及ぼす影響
3. 事例紹介
4. 自由討議

第4回

日時：平成20年5月15日(木) 13:00～15:00

- 議題：1. 報告書(案)について
2. 自由討議

第5回

日時：平成20年6月3日(火) 15:00～17:00

- 議題：1. 報告書(案)について
2. 自由討議