

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

報 告 書

平成 17 年 12 月 27 日

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

経済産業省

【目 次】

本 編

はじめに	1
第 1 . ファンドの役割	2
1 . 金融システムにおける役割	2
2 . 企業にとっての役割	2
3 . 投資家にとっての役割	2
第 2 . 多様化が進むファンド	3
1 . ファンドに関する法制度等の整備	3
2 . 投資対象の多様化	4
3 . プロ向けとアマ向けのファンド	5
第 3 . ファンドの課題	6
1 . G P に対する指摘	6
2 . L P に対する指摘	6
3 . 市場全体に対する指摘	6
第 4 . ファンドの発展に向けた環境整備	7
1 . ファンド制度の基本的考え方	7
2 . 現行のファンド制度に関する規制緩和の提言	8
3 . ファンドの発展に向けた取組の方向性	9
4 . ファンドにおける投資家保護のあり方についての提言	11
おわりに	14
委員等名簿	15
審議経過	16

参 考 編

第１．ファンド法制について.....	19
１．ファンドの法制の整備と発展.....	19
２．ファンドのスキーム.....	23
第２．個別のファンドについて.....	30
１．ＰＥファンド.....	31
２．ベンチャー・キャピタル・ファンド ～ ＰＥファンド	35
３．バイアウトファンド ～ ＰＥファンド	44
４．再生ファンド ～ ＰＥファンド	51
５．アクティビスト.....	59
６．ヘッジファンド.....	60
７．投資信託.....	66
８．商品ファンド.....	68
９．コンテンツファンド.....	74
１０．新しいファンドの展開.....	77
第３．ファンドを取り巻く各プレーヤー.....	81
１．投資家（ＬＰ）の視点.....	81
２．投資先となる企業の視点.....	87

本 編

はじめに

90年代の不良債権問題と景気の低迷を契機として、我が国の金融システムにおいては、銀行等による間接金融に過度に依存した構造を転換し、幅広い主体にリスクを分散する複線的なシステムの構築が進められてきた。企業が資金調達先の分散、多様化を図る一方、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種々の制度整備が行われ、産業金融の高度化が進んでいる。

その中でも、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、ファンドの展開がめざましい。ファンドは、最先端の技術を有するベンチャー企業に対してリスクマネーを供給し、あるいは資金調達が困難であった高リスクの事業分野での資金調達を支え、さらに事業再生のメインプレーヤーとして活躍する等、従来の金融主体が十分に担うことのできなかった重要な役割を果たしている。他方、ファンドが発展し多様化が進む中、経済社会において果たすべきファンドの機能の更なる発展や、それを踏まえた関連制度のあり方に関し様々な課題も指摘されている。

そこで、ファンドの現状と課題を整理し、我が国経済の成長に資するファンドの発展に向けた環境整備の方向性について検討を進めるべく、当研究会では、平成17年9月から検討を行い本報告を取りまとめた。なお、ファンドの実態等の詳論は参考編にてまとめている。

第１．ファンドの役割

ファンドは、投資先となる企業や市場にとって、また同時に投資家にとって、以下のような重要な役割を果たしていると評価することができる。

１．金融システムにおける役割

ファンドとは一般に、複数の投資家から資金を集めてそれを投資し、そこから得られるリターンを投資家に分配する仕組みとされている。

ファンドは、従来の銀行等を中心とした間接金融主体の金融構造では資金調達が困難であった個人や企業に対し、組織形態と手法を柔軟に組み合わせながら、高いデュー・ディリジェンス能力を活かして有望な投資先を発掘し、リスクマネーの供給を行っており、我が国金融構造の中でこれまで担い手が十分でなかった高いリスクを、スキルを活かして加工し低く抑えることで、リスクテイクを可能としている。また、ヘッジファンドや商品ファンドは、市場の多様性を増し、裁定取引等により市場の効率化に貢献する市場メカニズムの潤滑油としての機能も果たしている。

２．企業にとっての役割

さらに、プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）に代表されるように、企業は、ファンドを介することで投資家から間接的にエクイティ性資金を調達できる。また、ファンドは、株主の立場も使って、経営ノウハウや経営人材等、資金以外のリソースの提供等も行い総合的な支援（ハンズオン）を実施しており、起業や新事業展開、企業再生や再編をサポートする等、当該企業全体の価値向上に貢献している。加えて、ヘッジファンドや商品ファンドは、事業者のリスクヘッジを支える役割も担っており、地域再生ファンドは、企業再生への貢献と共に、不良債権処理の途上にある地域金融機関の貸出債権の受け皿となることで、金融機関の健全化にも役立っている。

３．投資家にとっての役割

他方、ファンドは、企業や家計等から多くの資金を集めプールすることで、それぞれの投資主体が単体では投資できない大規模な案件への投資を可能とし、かつ、高いスキルを活用しながら集めた資金を分散投資すること等によりリスク低減を図ることを可能とすると共に、ファンドのポートフォリオを自在に組み替えることでリスク特性を柔軟に加工することで、複雑で難易度の高い案件への投資を可能とすることができ

る。このように、ファンドは、個々の投資家が受入可能なリスクと、個々の投資案件のリスクとの間のギャップを埋めていく重要な役割を果たしている。投資家は、ファンド投資をオルタナティブ投資として自らの資産運用のポートフォリオに組み入れ、運用資産全体のリスクコントロールをより精緻に行うことで、運用の高度化を図ることができる。また、投資信託や商品ファンド、コンテンツファンドの発展は、一般投資家を含め幅広い投資家が多様な投資商品に投資することを可能とし、その裾野を広げる効果を有している。

第２．多様化が進むファンド

１．ファンドに関する法制度等の整備

有価証券を対象として投資事業を行うファンドに着目すると、近年、投資事業有限責任組合の登場によるファンドの多様化の進展が著しい。

ベンチャー・キャピタル・ファンド（ＶＣファンド）や再生ファンド等のＰＥファンドにおいては、組合形態をとり、運営するマネージャー（ＧＰ（General Partner））が自らも出資しつつ、自己のネットワークにより特定の投資家（ＬＰ（Limited Partner(s)））から資金を募り、共同事業体としてファンドを組成し、複数の企業や事業に投資することが一般である。我が国においてＰＥファンドが組成されるようになった 80 年代前半以降、ファンドのピークルとしては民法に基づく任意組合が用いられていたが、法律上はすべての投資家が無限責任を負うという課題があった。そこで、業務執行組合員以外の有限責任性を担保する新しいファンドの制度として、平成 10 年、中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律（中小有責法）が制定され、ＶＣファンドに広く利用されるようになった。

その後、ファンドによる企業再生の支援の必要性やベンチャー企業支援の手法の多様化に対応するため、平成 15 年には、再生企業向けの投融资を可能とし（改正産業活力再生特別措置法）、さらに平成 16 年、ファンドの出資持分をみなし有価証券として証券取引法に位置付けると共に、広く株式公開企業等への投資のほか、金銭債権の取得や融資等を可能とする法改正が行われた（投資事業有限責任組合契約に関する法律（ＬＰＳ法））。

加えて、ファンドの有するリスク分散・加工等の機能を活用してベンチャー育成や産業再生を図る観点から、政府系金融機関等による先行的な出資等が行われる等、ファンド市場の拡大に資する各種支援措置が行

われた。こうして、ファンドを取り巻く環境整備が進み、現在ではベンチャーや再生の分野に限らず、様々な分野で多数のファンドが活躍するようになっている。

2．投資対象の多様化

足下において、ファンドの投資対象に着目すると、伝統的な有価証券からコンテンツやインフラまで、有形無形の様々な資産を投資対象としたファンドが組成されるようになる一方、個々のファンドは投資対象に対する専門性をますます高めている。また、海外の信託法制やリミテッド・パートナーシップ法制に準拠して組成されるファンドも多く、我が国の投資家への様々な投資機会の提供を可能にしている。

我が国の法制に基づき組成される場合は、投資対象と法的なスキームによって投資家保護等の仕組みが異なるが、この点を整理すると、投資信託及び投資法人に関する法律（投資信託法）に基づき組成される、上場株式や公社債等に投資する「証券投資信託」や不動産や不動産信託受益権に投資する「不動産投資信託」、組合形式をとり、証券取引法においてみなし有価証券とされる、投資事業（LP S法第3条第1項）を営む「投資型ファンド」、商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）に規定される、商品投資事業を営む「商品ファンド」、

不動産特定共同事業法に基づき組成される、不動産業を営む「不動産特定共同事業ファンド」、信託法に基づき組成され、信託業法が適用される「信託型ファンド」、いずれの投資家保護法制の適用も受けない、これらの事業以外の一般の事業を営む「事業型ファンド」に分類できる。

証券投資信託は、私募の導入や販売窓口の拡大によって着実に増加しており、「貯蓄から投資へ」という流れの中、家計の資金を市場に仲介する重要な商品となっている。不動産投資法人（REIT）に代表される不動産投資信託は、オフィスビル、商業施設、マンション等に投資し、テナントからの賃料収入を投資家に分配する金融商品であり、平成12年の投資信託法の改正により可能となった。

投資型ファンドは、主に上場株式等の市場性のある商品を対象とするファンド（ヘッジファンド、アクティビスト等）や、主に非上場企業が対象となるPEファンド、ファンドに投資するファンドオブファンズ、その他著作権取得等も併せて行うファンドが存在するが、中でもファンドマネージャーがもつリスクコントロールのスキルを信頼して参画するプロを中心とした特定の投資家向けのファンドが近時

大きく拡大し、注目を集めている。

商品ファンドは、主として商品市場での先物取引を行う商品ファンド（狭義）と特定の物品（競走馬、映画等）を対象として投資を行う現物ファンドがあるが、伝統的な証券投資と組み合わせることにより投資の分散を図る効果を有し、機関投資家等から注目されており、今後更なる拡大が期待されている。

不動産特定共同事業ファンドは、事業者が投資家の出資を受けて行う不動産事業から得られる収益を投資家に分配するファンドである。

信託型ファンドは、信託法及び昨年改正された信託業法に基づくもので、発展途上の市場であるが、新たな担い手の参入が進むことで、今後一層の拡大が期待されている。

事業型ファンドは、近時多く登場し、投資家から資金を調達して各種の事業を行っており、ファイナンス面から事業振興の役割を担っている。一方で、開示ルールが整備されていないことを指摘する声もある。

3．プロ向けとアマ向けのファンド

ファンドの投資家の特性に着目すれば、大きくは、プロ投資家により構成されるファンドとアマ投資家により構成されるファンドとに分かれる。投資家のリスクの負担能力と評価能力が異なることにより投資対象等に大きな差異が出ることもあり、両者では様相を異にしている。

アマ投資家により組成されるファンドは、既存の上場商品を対象とした投資信託等が中心であるが、信託会社を活用したコンテンツファンドも登場し、拡大が見込まれる。

他方、プロ投資家により組成されるファンドは、ファンドマネージャーがもつリスクコントロールのスキルを信頼して高いリターンの確保を目指すものであり、数多くの投資商品に接するプロ投資家の目にさらされつつ、厳しい競争原理の働く相対交渉・契約自治の世界である。投資家は、ファンドマネージャーの実績や力量、運営体制、投資戦略等様々な項目について詳細な検討・調査を行い、ファンドマネージャーと投資家の間で十分な協議がなされた上で契約が交わされる。組成後、10年程度の運用期間中、原則として投資家の持分は譲渡されず、ファンドマネージャーは、投資家に対して適時に詳細な報告を行い投資家からのモニタリングを受けながら、投資先の発掘から各種支援の提供を通して、より高いリターンを得ることを目指す。一般的に、これがプロ向けファンドの実態と言われており、結果として、長期の流動性の欠如も含めた高

いリスク許容度を有する新しい金融主体が組成されている。

第３．ファンドの課題

１．ＧＰに対する指摘

他方、ファンドについての課題も指摘されている。

ＧＰが複数のファンドを運用する、あるいは自己勘定で投資する際の忠実義務の遵守の仕方、あるいはＧＰとその親会社との関係あるいはＧＰ関係者と投資先企業との間の取引に関して、投資家に対し正確に情報開示することについて、しっかりと契約・約款で規定されているファンドもあるが、その徹底が図られていないファンドが見受けられる。また、上場企業への投資に当たり企業内部の情報を取得する際に、一部にはインサイダー取引規制に対する認識が乏しいファンドもあるとの指摘がされた。さらに、特にプロ投資家のみにより組成されるファンドにおいても、我が国のファンドの市場拡大等のため、ファンドマネージャーの能力の更なる向上が必要であるとの指摘もされた。特に、ベンチャー投資については、起業家とキャピタリストの共同作業として、両者の協力的活動がベンチャー企業の業績に大きく影響することから、バリューストック（投資先企業に付加価値を付ける）活動のできるファンドマネージャーの養成も課題であるとの意見があった。

２．ＬＰに対する指摘

海外の機関投資家は我が国のファンドへの投資も含め相応の比率でファンド投資を行っているものの、我が国では、生命保険や年金基金といった主要なプロの機関投資家によるファンド投資はまだまだ数が多いと言われている。また、同じファンドに投資するＬＰの中には、リターンを重視するＬＰと、投資先企業に関する随伴ビジネスを重視するＬＰとがあり、同一のファンド内の意思疎通等も難しいことがあるとの指摘があった。一方で、アマ投資家が投資に伴うリスクを十分に理解しないまま投資を行うことがある。

３．市場全体に対する指摘

ゲートキーパーは、投資家の立場に立ってファンドを評価し牽制して投資家のファンド投資を支援し、互いを引き合わせる役割を担っており、我が国におけるファンド投資の拡大に資する存在であると考えられるが、我が国では未だ定着していないといった課題がある。市場全体の動

向としては、ファンドに対する資金供給量に対し、投資案件が十分でないといった需給関係になりつつあり、G Pには投資案件の十分な開拓と精査、L PにはG Pの厳選が求められ、G P間の競争による淘汰と、実績によるG Pの評価の確立が進むことが重要であるとの指摘がされた。ほかにも、海外のリミテッド・パートナーシップ法制に相当する、投資対象に制約のない有限責任性の組合理型ファンドを求める声もある。

世界的には、近年、ヘッジファンドに関して多くの議論がなされている。ヘッジファンドは、世界経済全体にもたらすインパクトが大きなものとなってきているとして、アメリカでは投資顧問法を改正し、P Eファンドは従来どおり適用除外としつつ、ヘッジファンド等に対して簡易ながら登録を義務づける等、諸外国でもファンドに係る制度のあり方が議論されている。

第4．ファンドの発展に向けた環境整備

以上の議論を踏まえれば、我が国経済の活性化のためにファンドが果たす役割に鑑み、ファンドの更なる健全な発展を促すべく、ファンドを巡る諸課題を克服し、ファンドの投資家や投資対象等に応じた適切な制度の整備を通して、その円滑な活動が確保されることが重要である。

1．ファンド制度の基本的考え方

ファンドは資金仲介のためのビークルであり、ファンドマネージャー、投資家、投資対象、勧誘方法、法的仕組みにより多様なものが存在する。ファンドに関する法制度等の設計に当たっては、こうしたファンドの特性に応じたものとするを基本とすべきである。

(1) ファンドの特性に応じた制度設計

ファンドの特性を考えるに当たっては、投資対象の流動性、G Pの裁量性、L Pの投資知識・能力、L Pの出資持分の流動性といった要素を軸とすることが考えられる。これらの軸に応じ、制度が柔軟に適用されることが望ましい。また、投資家がプロかアマか、公募か私募か、投資対象に市場性があるか否か、上場商品か否かで、大きくファンドの性格は異なるとの指摘が多くされた。

(2) 外国法制（とりわけアメリカ法）との整合性の確保

ファンドが発展しているアメリカの投資家や法制の状況を考慮する必要があるとの指摘がある。ファンドの国際競争力を考慮した場合には、

アメリカのファンド関連法制（投資会社法、投資顧問法、証券法）には各種の適用除外ルールが規定されており、例えばP Eファンドには行政的関与がないこと等との整合性を図るべきとの意見も多い。

２．現行のファンド制度に関する規制緩和の提言

証券取引法は、各種多様なファンドを想定した制度体系となっていないため、下記の制度課題を指摘する意見が多い。また、ファンドの国際化に応じた制度とすることも必要である。

（１）投資家の追加が制限されたファンドにおける公衆縦覧型開示の免除

公衆縦覧型開示は、今後ファンド等に参加する可能性のある投資家のためのディスクロージャーであるが、ファンドへの新たな投資家の追加や出資持分の譲渡は制限されていることが多く、流通性が低い投資商品の場合は、いわゆる相対での開示で十分であるとの指摘が多かった。

ファンドは、実態としては、私募型、流通性の低い公募型、公募型に分かれるが、平成 16 年 12 月施行の証券取引法の改正により一律に「みなし有価証券」とされ、公募する場合には一律に公衆縦覧型開示の規制が加わった。しかし、例えばファンド組成の場面において、証券取引法上の「勧誘」の概念・範囲が不明瞭であるためファンド組成における公募・私募の区別が不明なことにより、公衆縦覧型開示の要否が判断しがたい場合が生じることがある。また、持分の譲渡が制限される等、特定の投資家を対象としているファンドの場合は、公衆縦覧型開示と、内部者である現にファンドに参加している投資家に対する秘密保持を前提とした手厚い情報開示とを両立させることは困難であり、内部者に対して十分な情報開示がなされるように誘導できるような法制度を作りあげることが望ましい。

（２）ファンドの実態に即した適格機関投資家の範囲の拡大

現行証券取引法において規定される適格機関投資家について、多様なファンドにおける様々なプロ投資家を念頭におけば、個人や事業会社に関してもより広く適格機関投資家とすることが適当である。また、アメリカでは、投資家がファンドマネージャー個人に対しファンドへの資金の提供を求めることが一般であるため、プロ向けファンドに対する海外投資家からの資金調達を進めるためにも、適格機関投資家の対象に、ファンドに関係する一定の個人も含まれるようにする必要がある。さらに、適格機関投資家になるに当たって監督官庁への届出を行わせた上で、届け出た投資家の名簿を公開する現行の規制は、機動性に欠けると共に、

投資家の抵抗感が強いとの指摘が多かった。勧誘に際してのトラブルを防ぐため、誰がプロであり、誰がアマであるかが容易に認識できるような手法が導入されることが好ましい。

(3) 投資信託法における海外ファンドの英文による届出の許容

投資信託法において、外国投資信託等が我が国において公募・私募を行う場合には、監督官庁にすべて日本語で添付書類を含め届出をすることとされている。たとえ投資家が英文による契約に合意していても、英文による届出が認められておらず、外国投資法人は契約事項を邦訳した上で届出を行っているため、これにより不要なコストが発生していると共にプロ投資家に対する過剰な規制となっているとの指摘がある。我が国が世界の金融拠点に近づくためには、特に投資家の関与がない監督官庁に対する届出については、届出事項の簡素化と添付書類を含めた英文による届出等を認めることが望ましい。

(4) 商品取引市場の活性化のための商品ファンド法の見直し

株式市場や債券市場との相関性が低い商品市場については、株式・債権等の伝統的投資ツールの低迷、原油、貴金属等の商品の高値推移等を背景として、世界的に商品に対する投資への関心が高まっている。しかしながら、商品ファンドの年間の設定金額は減少傾向にあり、その理由として、商品ファンドにおいては海外のマネージド・フューチャーズのように多様な資産をポートフォリオに組み込む柔軟な商品設計ができないこと等が挙げられる。商品市場の活性化を目指して、ファンドの実態や特性を踏まえ、関連政策との整合性の確保等を図りつつ、より自由で多様な商品設計を可能とするような制度を構築する等、商品ファンドを巡る様々な課題について検討することが必要である。

3. ファンドの発展に向けた取組の方向性

ほかにも我が国のファンド市場において様々な課題が指摘されており、こうした課題の解決に向けて、ファンドの運営者、投資家、企業等が、密接な情報交換や協力を互いに行うことを通じ、我が国のファンドの発展に向け取り組むことが必要である。

(1) プロ向けファンドの高度化のために

プロ向け等特定の投資家を対象としたファンドにおいても、GPとLPの間で十分な緊張関係が築かれた上で運営が行われていることは依然として少ないとの指摘がある。GPによるリスク情報やトラックレコードに関する情報共有の円滑化、経験を積んだファンドマネージャーの

育成、投資家による長期投資とファンド特性に対する理解等、ファンドの健全な発展を目指した関係者の自発的な取組が引き続き求められる。

(2) 投資家の拡大のために

年金基金等の機関投資家によるファンド投資の拡大

我が国でファンドに出資している投資家としては、現在、銀行等の金融機関や生損保、一部事業会社、個人富裕層が中心となっているが、ファンドの更なる発展のためには、年金基金による投資拡大が望まれるとの指摘が多い。実際、年金基金や財団による P E 投資は米国を中心に 70 年代から行われており、近年では我が国の年金基金も海外の P E ファンドへの投資を増加させている。今後は国内の P E ファンドへの投資が拡大していくとの指摘が多くされており期待される。

年金基金等の投資拡大に当たっては、ファンドの定まった評価軸となるベンチマークが設定されることを期待する声が大きく、また、ファンドの持分や投資対象の買取りを行うファンドの発展等が必要との指摘もある。国内のファンドについては、中小有責法が平成 10 年に施行され、当時設立されたファンドが、今後続々と運用期間の終了を迎えていく中（いわゆるファンドの 2007 年問題）、得られた投資結果（ベンチマーク）を取りまとめ、後継ファンドへの再投資を促すことのニーズは高い。

個人投資家の参加による資金供給の拡大

個人投資家によるファンドの利用拡大も見られるところであり、個人が様々な金融商品を活用しやくするための制度整備が必要である。例えば、金融所得課税の一元化や、投資信託の設立コストの低減による新規参入促進のための、投資信託の事務管理業務のアウトソーシングの範囲拡大が重要である。

(3) ファンドの新しい展開のために

ファンドの市場が徐々に拡大し、多様なファンドが現れてきている中、近時は、企業に対して単に資金供給を行うだけでなく、企業が直面する様々な課題に対してソリューションを提供するファンドの発展を求める声大きい。ファンドの新しい展開のための環境整備が望まれる。

事業承継ファンド

現在、多くの中小企業においては、世代交代に伴う事業承継が大きな課題となっている。事業承継ファンドは、経営陣の交代に係る資金的支援を行いながら、これを機に経営体制の見直しを通じた企業価値

向上を図るための総合的なソリューションを提供できるものと考えられ、その環境整備が望まれる。

国内企業の海外展開支援ファンド

我が国企業がグローバル展開を進め、とりわけ東アジア圏でのボーダーレスな動きが大企業から中堅・中小企業へと拡大しており、その際にファンドの資金を活用するニーズが高いとの指摘がある。日本企業との取引関係が深い会社に対する投資である場合や日本企業が出資する会社に対する投資である場合等は、グローバル経済の中での我が国産業の発展に資するものであり、このための環境整備が必要である。

ファンドの投資対象や持分を買い取るセカンダリーファンド

P E ファンドにおいては、運用期間の終了に伴い未公開株式等の資産を現金化しなければならない状況等が生ずることがあり、ファンドの投資対象（未公開株式自体）を買い取るセカンダリーファンドの必要性が指摘されており、アメリカでは相応の規模があると言われている。近年、我が国においても先進的な事例が幾つか組成され始めているが、これらのファンドが多く登場することは、2007 年問題の対応や、未公開株式の取引の進展にも繋がるものである。

また、ファンドに出資した資金は中長期にわたって固定され、持分には一定の譲渡制限が付されているが、投資家が投資に対する戦略を変化させる場合等で、運用期間中においてファンドの持分を別のプロ投資家へ転売することに対するニーズがある。我が国においては、こうした持分自体の取引がほとんど行われていないと言われているが、これを改善することで、機関投資家の投資拡大を通じたファンドのプライマリー市場の規模拡大も期待される。

４．ファンドにおける投資家保護のあり方についての提言

（１）総論

現在、投資家保護を図ることにより我が国市場の健全な発展に寄与する投資法制の礎として、投資サービス法の検討が進められている。幅広い投資商品を対象として制度の横断化を進めつつ、投資家や投資商品等の特性に応じて柔構造化された制度を整備することは、産業へのリスクマネー供給の拡大という観点から非常に重要なものである。

柔構造化を進めるに当たっては、前記の基本的考え方に基づきファンドの特性に応じた制度設計とすることが必要である。具体的には、プロ

向けファンドについては規制緩和を進め、行政規制ではなく、実務により形成されるルールと自治を尊重し、その中で競争促進を通じた発展を図っていくことが望ましい。また、競争促進の観点からは、アマ向けファンドについても同様に、リスク情報の適切な説明と情報開示を基礎としたルールとすべきであり、行政機関が情報収集を行う対象も、自らによる情報収集や訴訟活動が困難なアマ投資家に関するものに限ることが必要であるとの指摘が多かった。

さらに、会計・監査制度に着目すると、これまでの制度は永続する事業会社を対象として発展してきており、ファンドの多様性や有期性に十分に適応可能かを検証する必要がある。国際的な動向を調査した上で、実務に支障が生じることがないように事前に十分な検討を行う必要がある。

ファンドについて規制を課すに当たっては、市場の規律を保つための最低限の規制に服する必要がある一方、規制の趣旨に沿ったきめ細かな適用も必要であり、横断化に当たり、一般的な事業活動と資金調達（例えば出資者全員が業務執行を行う有限責任事業組合・LLPや映画製作委員会等）まで適用対象となる疑義が生じないように、適用対象を明確にすることが重要である。

（２）ファンドの届出・登録

プロ向けのファンドは、投資家の能力が高く投資家間の契約による自治が見込めるため、行政による監督等の追加的な規制を課さない方が望ましい。また、何らかの届出が必要となるファンドについては、機動的な資金調達やファンド運営の支障とならないよう簡易な事後届出とすべきであり、また流通性のないファンドに係る届出内容の公衆縦覧には支障が多いとの指摘が多くされた。

（３）ファンドのGPに対する運用業規制

ファンドのGPについては、競争促進の観点から、ビジネスノウハウを有する事業会社のほか、海外のVCファンドのように個人または個人のグループがGPとなることができるよう、幅広い担い手の参入が促進される枠組みとすべきである。特に、プロ向けのファンドについては、GPに対し、運用業者としての資格制限を設けたり、監督を行ったりする必要性はない。また、ファンドの投資対象が日々値動きをする市場性商品であり、それに対する投資分析に基づいて短期的な売買差益を取得しているのか、あるいは投資対象が非市場性のものであり、投資先企業の企業価値を中長期的視点から高めようとするものであるかにより、求

められるG Pの能力や資格も大きく異なるとの指摘も多くされた。アマ向けファンドについても、投資家保護の充実が重要である一方、財産的規制を重視せず、幅広い担い手の参入を促進することが望ましい。

(4) G P による勧誘に対する業者規制の適用

発行者自身による販売・勧誘行為について、特にプロの投資家を対象に勧誘するに際して新たに販売・勧誘に係る規制をかける必要性はないのではないかと指摘が多い。

(5) 外務員登録制度の拡大

証券会社や金融先物取引業者等において定められている外務員登録制度を規制の横断化に合わせて広範に導入することについては、多様なファンドがある中で画一的な試験制度にはなじまないのではないかと、新たに登録制度を設けることには多大なコストがかかるが、それにより悪質業者の排除がどの程度可能かは疑問である等、規制の拡大には慎重であるべきとの指摘があった。

(6) ファンドにおける分別管理

ファンドにおける資産の管理についてはファンドの投資対象等に合わせた適切な管理方法により、G Pの資産との混同防止を図ることが必要である。未公開株式を信託により管理しなければならないとされた場合は、信託を引き受ける先が限定されている上、多くの場合で高コストとなるとの指摘もあり、ファンドの実情に合わせた分別管理方法の選択が認められることが望ましい。

おわりに

ファンドが活動範囲を世界的に拡大する中で、我が国においてもその存在感は質量共に高まり、ファンドの機能分化及び高度化が進む一方で、着実に実績を積み重ねている。多様な機能を有するファンドが更なる発展を遂げるにより、経済社会における新しい枠組みを創出し、その高度化を支える欠かせない存在へと成長していくものと考えられる。他方、我が国においては未だファンドの現状と今後の可能性についての認識が十分に進んでおらず、制度面の課題も指摘されている。

今後も引き続きその環境整備を図りつつ、市場における競争を通じたイノベーションにより、ファンドの可能性を実現するための取組が進められるべきである。加えて、ファンド関係者においても高い自己規律を働かせて社会における信頼をますます高め、個人資産を含む多様な資産を投資へと向ける、大きな金融の潮流を築き上げることが期待される。

以 上

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

委員等名簿

委 員 (... 座長)

雨宮 秀雄	住友信託銀行(株) 執行役員クレジット投資業務部長
五十嵐 眞	伊藤忠商事(株) 金融・不動産・保険・物流カンパニー 金融部門長代行(兼) 為替証券部長
池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
江原 伸好	ユニゾン・キャピタル(株) 代表取締役パートナー
大崎 貞和	(株)野村資本市場研究所 研究主幹
黒柳 達弥	ミレニア・ベンチャー・パートナーズ(株)代表取締役社長
澤上 篤人	さわかみ投信(株) 代表取締役
関 和夫	三菱商事(株) 金融事業本部 オルタナティブ投資ユニットマネージャー
高橋 一浩	日本政策投資銀行 審議役(金融企画担当)
田中 敏明	(株)リサ・パートナーズ 常務取締役 業務開発部長
寺本 振透	西村ときわ法律事務所 弁護士
土井 宏文	ジャパンデジタルコンテンツ信託(株)代表取締役社長
中村 聡	森・濱田松本法律事務所 弁護士
秦 信行	國學院大學経済学部教授
福島 啓修	オリックス(株) 投資銀行本部金融戦略グループ マネージングダイレクター
松田千恵子	(株)コーポレートディレクション パートナー
矢口 哲成	新日本監査法人 社員 公認会計士

オブザーバー

松尾 直彦	金融庁総務企画局市場課 投資サービス法令準備室長 政策課法務室長
田辺 義貴	農林水産省総合食料局商品取引監理官

審 議 経 過

第1回 平成17年9月13日（火）

経済成長に向けたファンドの役割と発展について （事務局報告）

第2回 平成17年10月18日（火）

- (1) 第2回研究会における検討課題 （事務局報告）
- (2) 経済成長に向けた再生ファンドの役割について （事務局報告）
- (3) バイアウトファンドについて （ユニゾン・キャピタル林代理委員）
- (4) 地域再生ファンドについて （田中委員報告）
- (5) 経済成長に向けたベンチャー・キャピタル・ファンドの役割について
（事務局報告）
- (6) ベンチャー・キャピタル・ファンドについて （黒柳委員報告）

第3回 平成17年11月1日（火）

- (1) 第3回研究会における検討課題 （事務局報告）
- (2) 経済成長に向けた商品ファンドの役割について （事務局報告）
- (3) 商品ファンドについて （福島委員報告）
- (4) 経済成長に向けたコンテンツファンドの役割について（事務局報告）
- (5) コンテンツファンドについて （土井委員報告）

第4回 平成17年11月21日（月）

- (1) 論点整理 （事務局報告）
- (2) ファンドオブファンズの視点から見たファンドのあり方について
（関委員報告）
- (3) 事業会社の視点から見たファンドのあり方について（松田委員報告）
- (4) 海外ファンドに見る制度の方向性について （中村委員報告）
- (5) ファンドの特性に応じた制度の方向性について （寺本委員報告）

第5回 平成17年12月16日（金）

報告書案について

参 考 編

第１．ファンド法制について

１．ファンドの法制の整備と発展

我が国のファンド法制の整備の歴史は、産業金融の複線化を背景としてい
る。これまで本源的な資金の供給者である家計は、その資産の過半を銀行等
への預金として保有しており、銀行等はこうした預金を企業に融資すること
で、家計から企業への資金供給が行われてきた¹。しかし、家計から企業へ資
金を供給する導管が銀行等の預金取扱金融機関に過度に偏っていたため、バ
ブルの崩壊と経済の低迷を受け、不良債権問題を契機に銀行等の金融仲介機
能が低下すると、金融システム全体の資金循環が滞ると共に、産業構造調整
も抑制され、日本の金融システムの脆弱性が顕在化した²。この中で、景気変
動に左右されない強靱な金融システムを構築する観点から、産業金融の複線
化を図るべく、資金の供給者と需要者を結ぶ導管の新たな担い手となる、信
託会社やファンドに関する環境整備が政府一体で行われてきたものである
（「経済活性化のための産業金融機能強化策」（平成 15 年 12 月）等）³。

ファンドの環境整備としては、全組合員の無限責任を前提とする民法に基
づく任意組合の特例として、投資家の有限責任性を担保するピークルを新設
し、ファンドへの投資環境を整備することを中心に行われた。

¹ 家計金融資産 1,416 兆円のうち、776 兆円（55%）が現預金として保有されている（平成 16 年度末。日銀「資金循環統計」より）。

² 家計の金融資産が、元本保証された現預貯金に偏っていたために、資産価格下落の影響は、企業の究極の所有者である家計部門に帰着する前に、金融機関にもっぱら集中することになったとの指摘もある。

³ 信託業法改正（担い手や受託可能財産の拡大。平成 16 年 12 月）、LPS 法改正（投資対象企業を拡大、融資も可能とする。平成 16 年 4 月）、中小企業等信用保険法施行令改正（信託会社やファンドが取得する債権を保証対象とする。平成 17 年 7 月）等。

我が国で、有価証券を対象として投資事業を行う組合形式のファンドを組成するようになった 80 年代前半以降、法形式としては民法に基づく任意組合が用いられていたが、任意組合を用いて投資事業を行う場合の課題として、投資家の無限責任性が大きな問題となっていたのである⁴。そこで、こうした課題を克服するため、平成 10 年、中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律（中小有責法）が制定され、また、独占禁止法等の改正により、銀行や保険会社がベンチャー・キャピタル・ファンド（VC ファンド）への投資を行う際には、いわゆる 5%ルール⁵の適用除外とされた。これにより業務執行組合員以外の有限責任性を担保する、新しい組合制度が整備され、VC ファンドを中心にファンドの拡大が始まっていった。

この中小有責法が有限責任の組合員を認める法制の嚆矢であったが、同法は、法律の目的が「円滑な資金供給を通じた中小企業等の自己資本の充実等の促進」とされているとおり、新規起業等の振興の観点から、中小ベンチャー企業への投資促進のために任意組合の特例を定めたものであり、その他の企業に対する投資は認められていなかった。

しかし、その後のファンドの活動範囲の広がりの中で、例えば、

株式上場を維持しながら事業再生を行う場合、当該企業の公開株式を取得して経営再建を主導する類型（上場維持型事業再生）

経営再建を目指す企業の債権を銀行等から買い取り、デット・エクイティ・スワップ（DES（債務の株式化））を行い、経営権を取得して

⁴ 一般的には、ファンド契約の際に業務執行組合員以外の組合員の負担については有限責任となるように契約を結ぶことが多かったと言われているが、対外的に有限責任性を確実に確保することはできないのではないかと指摘されていた。

⁵ 銀行又は保険会社は、他の国内の会社の議決権をその総株主の議決権の 100 分の 5（保険会社は 100 分の 10）を超えて保有してはならないこととしている（独禁法第 11 条第 1 項第 4 号及び第 5 号）。

経営再建を主導する類型（D E S 先行型事業再生）

主として中小企業再生を目的として、その債権を取得し、主要債権者として経営再建を主導する類型（債権取得型中小企業再生）

出資先企業に対するメザニン融資やD I P 融資等も併せて行う類型（出融資融合型）

といった、ファンド主導の多様な事業再生パターンやベンチャー企業支援のパターンが出現していた。

そこで、このようなニーズに対応すべく、産業金融機能強化策に基づき、平成 16 年 4 月 30 日、中小有責法を改正し、法律の目的を、「事業者への円滑な資金供給を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資すること」と改めると共に、広く事業者全般への産業金融機能を強化すべく、組合の事業目的を拡大し、大企業や公開企業への出資のほか金銭債権の取得や融資等を行うことも可能とした。これに伴い、法律の名称も「投資事業有限責任組合契約に関する法律」（改正有責法（L P S 法））に改められた。

公開大企業の株式に投資するファンドを設立することも可能になり、これまで以上に一般の投資家がファンド投資に勧誘されやすくなるため、同時に、L P S 法においては、特に一般投資家が巻き込まれやすいケースにおいては、組合員の資格制限、組合員の人数制限を行う等⁶、投資家の保護も図られた。その後、平成 16 年 12 月に施行された改正証券取引法により、L P S の出資持分が「みなし有価証券」とされ、ファンドに投資する一般投資家の保護ルール（公募の場合の開示義務等）が導入されたことに伴い、こうした制限規

⁶ 例えば、上場株式等、未公開株式以外に投資を行う組合については、適格機関投資家等のプロ投資家のみが参加できることとしていた。

定も撤廃され、同法は幅広いファンド組成を可能とする一般法へと変化し、我が国においても欧米で広く利用されている L P S と同様の投資ビークルを活用することが可能となった。現在は、V C ファンドや再生ファンド、私募のファンドから公募のファンドまで多様多数のファンドが L P S 法を用いて組成されるに至っている。

（参考）L P S 法の概要

- ✓ 組合員が出資を行い、組合契約を締結して L P S を設立し、登記を行う。組合契約書と定期的に財務諸表（公認会計士・監査法人の意見書が必要）を備え置く必要がある。
- ✓ 組合人数については、立法当初は 100 人以下と規定されていたが、現行法上、人数に関する制限はない⁷。また、持分の譲渡は、安定した組合運営のため制限されており、譲渡の際には総組合員の同意が必要である（組合契約により要件の緩和は可能）。
- ✓ 登記義務違反、書類の備置義務違反等については過料の制裁が規定されている。
- ✓ 投資事業有限責任組合数の推移は次のとおりである。設立登記件数ベースで平成 10 年は 4 件、11 年は 25 件、12 年は 109 件、13 年は 213 件、14 年は 274 件、15 年は 352 件、16 年 4 月は 399 件と増加している。

⁷ 50 名以上に勧誘する場合には、証券取引法上の募集に該当し、有価証券届出書の提出・公衆縦覧並びに目論見書の作成・手交といった証券取引法が規定する情報開示義務が生じる。

２．ファンドのスキーム

平成 16 年 6 月の証券取引法改正により L P S 等の投資事業を営む組合の出資持分が証券取引法の「みなし有価証券」とされたことから（平成 16 年 12 月 1 日施行）、ファンドにおける投資家保護の観点からの法規制は大きく次のようになった。

まず、信託のスキームを用いるものは、投資信託法や信託業法によりそれぞれ規制される。それらに該当しないものは、商品ファンド法の適用を受けるもの、証券取引法の適用を受けるもの、いずれの法律の適用も受けないものに分かれる。そして、規制の適用関係は、概ね下記のとおりである。

まず、ファンドが、商品ファンド法の「商品投資契約」（第 2 条第 2 項）を基に組成される場合は、商品ファンド法が適用され、商品投資販売業等の規制がかかる⁸、

次に、投資事業有限責任組合が営むことが可能とされている事業（L P S 法第 3 条第 1 項）を営んでいるときは、その出資持分は「みなし有価証券」となることから、証券取引法が適用される（開示規制や証券業の規制等）、

最後に、これらの「投資事業」に該当しない場合には（例えばファンドがラーメン店を経営する、設備を購入してそのリースを行う等）、証券取引法や商品ファンド法の適用を受けないため、開示規制や勧誘の際の業規制は受けない、

といった適用関係となっている。

⁸ 信託契約を基に組成される「主として商品投資により運用」するファンドの場合、当該信託契約に基づく受益権は、「商品投資受益権」（商品ファンド法第 2 条第 3 項第 2 号）に該当することとなり、その販売等について、商品投資販売業の規制がかかる。

投資信託法や商品ファンド法の適用を受けないファンドは、主として組合形式を取る。ファンドを運営するマネージャー（G P（General Partner））が自らも出資しつつ、自己のネットワークにより証券取引法上の少人数私募の形で投資家（L P（Limited Partner(s）））を募り、ファンドを組成して複数の企業や事業に投資することが多く見られる。そのような場合には、ファンドの運営はG PとL Pの共同事業であると考えられ、一般的には、それらファンドのG Pが「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」（投資顧問業法）に基づく投資顧問業の登録を行う必要はないものとして扱われている^{9、10、11}。

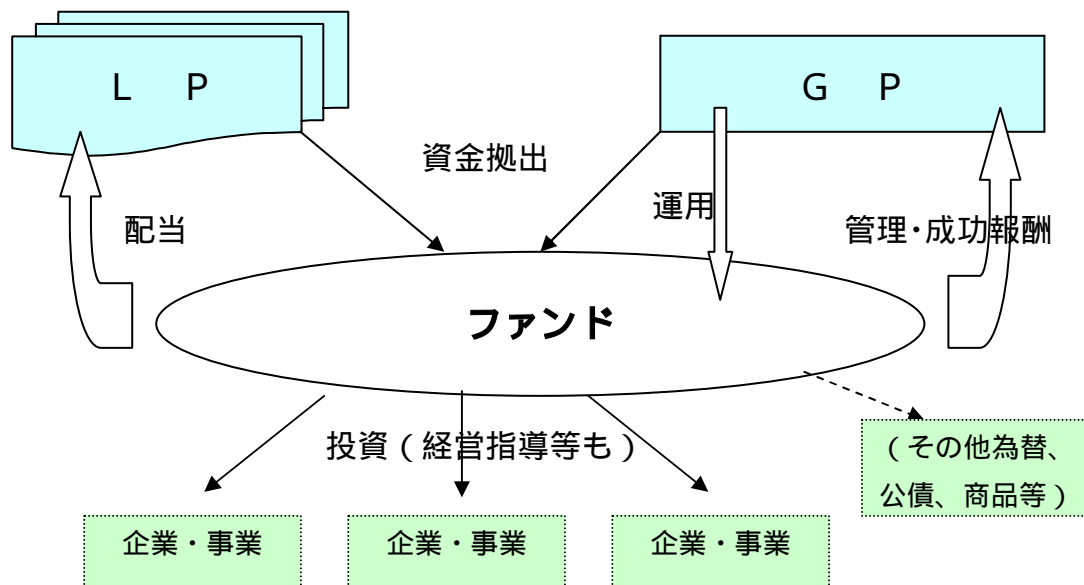
⁹ 任意組合を用いた投資事業組合は、以下、の理由から投資顧問業法の適用を受けないと考えられる。民法上、組合財産は総組合員の共有（合有）に属するとされている（第668条）ことから、投資事業組合の業務執行組合員が、他の組合員の委任を受けて組合財産を運用することは、投資顧問業法第3条で禁止される、他人から投資判断を一任され、他人のために投資を行うことには該当しないと考えられる。業務執行組合員に選任された者が組合財産を運用することは、組合員の権限として民法で認められている（第670条第3項）ところであり、組合員でない者（他人）は、業務執行組合員にはなれないと解される。なお、業務執行組合員の業務執行に対して他の組合員は、検査権（第673条）や解任権（第672条）を有することとなっており、その間の権利、義務は、民法上の組合の規定により組合員間の関係として規律されることとなっている。

また、会社の取締役と会社との関係は委任であるとされる（商法第254条第3項）ことから、取締役が会社財産を運用することは、業務執行組合員が組合財産を運用することと異なり、他人から投資判断を一任され他人のために投資を行うことに該当すると考えられるが、これを営業として行っていないので、本条により禁止されることにはならないと考えられる（「投資顧問業法逐条解説」（大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会編）より）。

¹⁰ L P Sは任意組合の特例であることから、上記任意組合に基づく規定が適用されることに加え、業務執行組合員は必ず組合員の中から選出され、業務執行組合員に対して他の組合員が監視を行うため、業務執行組合員は、貸借対照表、損益計算書、業務報告書及びそれらの付属明細書の作成・保存及びこれらを閲覧に供すること、業務執行組合員が作成した各種計算書類は、公認会計士等による外部監査を受けることが義務づけられている。

¹¹ 「有限責任事業組合契約に関する法律」（LLP法）により、今般設立が可能となった有限責任事業組合（LLP）の場合は、全組合員が必ず組合の意思決定や業務執行に携わらなければならないという共同事業要件（第12条及び第13条）を備えており、持分の譲渡も全員一致で決定することとされていて（第5条）、出資持分の流動性が著しく低いいため、基本的にファンドには該当しないと考えられる。なお、現行証券取引法においては、LLPの出資持分のうち、共同事業性に関する一定の要件を満たさないもののみをみなし有価証券としている（証券取引法第2条第2項第4号）。

(参考) ファンドのイメージ



組合形態のファンドについて現在用いられるピ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、

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にかか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が、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、投資家の有限責任性のほか、任意組合や L P S と異なり、G P と L P の相対的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、

ケイマン 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高い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 1,000 万円以上の費用（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当たって用いられる、

と言われている。

一方、主として商品投資により運用する商品ファンドにおける法形式（ビークル）の特徴としては、当初海外に設定されたファンドを国内に輸入するという形態だったため、海外 L P S 型が多かったが、近年は、匿名組合契約型が主流となっている。また、一部では信託会社への信託により組成を行うものも存在する。

（参考）米国におけるファンド規制

ファンドは米国で始まったと言われているが、米国におけるファンドの規制については、証券法、投資会社法、投資顧問法等が定めている。

しかしながら、プライベート・エクイティ・ファンド（P E ファンド）等、これらの規制がかからない形で組成されるファンドが多数存在してい

る。こうしたファンドは、プロ投資家から多額の資金を集めて機動的で自由な投資、運用を行うことで、米国経済を支えると共に、富裕個人の資産形成、国富の増大に大きく寄与していると言われている。

< 米国のファンド規制概要 >

1．投資会社法（1940 年）

主たる事業が証券投資であるか、資産の 40%を超える投資証券を保有するファンドの場合は、投資会社としての規制がかかる。

資産の流動性が高いため、即時に売買して私費流用や権限濫用の機会を提供することが想定されることが規制の根拠であり、証券取引委員会（SEC）への投資会社の登録、報告義務や分別保管義務、投資活動の制限、配当財源規制、資本構成の制限といった様々な規制がかかる。

ただし、 ファンド持分の実質的保有者の数が 100 名以下で、証券の公募を行っておらず、その予定もないもの、 ファンド持分が適格購入者のみに所有され、証券の公募を行っておらず、その予定もないものについては、投資会社法の規制から除かれ、PE ファンドはこれらの除外規定により投資会社に該当しない。

2．投資顧問法（1940 年）

証券投資（ファンド投資も該当する）に関するアドバイスを他人に行うことで報酬を得ている投資顧問業者は、SECへの登録義務や記録の作成・保管、SECの検査・監督、業績連動型報酬の禁止、広告規制、行為規制といった様々な規制がかかる。

ただし、過去 12 ヶ月の間に 15 名未満の顧客しか有しない場合等は、適用が除外される。この際、ファンド自体は一顧客として算定するが、04 年 12 月にヘッジファンド対策のために適用除外ルールを改正している。投資家によるファンド持分買付後 2 年以内の払戻しを認める等の要件を満たす「Private Fund」についてはファンド投資家の数を顧客数に含めて算定する旨の改正であり、これによりヘッジファンドは同法の規制にかかり、SEC に対して簡易ながら登録を行わなければならなくなった。なお、いわゆる PE ファンドは、2 年以内の払戻しを認めていないのが通例であるため、この改正によっても適用除外のままである。

3．証券法（1933 年）

証券（ファンド持分も該当する）の募集・発行に関する届出・目論見書の交付といった情報開示義務を課しており、関連情報は SEC への届出に加え、公衆縦覧に供される。

ただし、「私募」に該当する場合は開示義務の適用除外とされており、広範な事業会社、富裕個人を「適格投資家」とした上で、その適格投資家に対する募集（人数制限なし）や、非適格投資家については購入者の数が 35 名以下であれば、私募とされ、PE ファンドはこれらの要件により SEC への届出・開示義務を免れている。

4．商品取引所法（1936 年）

商品先物（証券、金融先物も含む）を 1% でも組み入れたファンドの組成・管理を行う事業者は、商品プール管理業者（CPO）として、同法に基づき設立された規制監督機関（独立行政委員会）である CFTC に

登録する義務がある（但し、C F T C 規則に規定されている適用除外者（例：銀行・保険会社等）が組成するものについては免除されている）。

また、当該ファンドの運用を行う者は、商品取引顧問業者（C T A）として、前者と同様にC F T C に登録する義務がある。

これらのファンドの持分については、通常L P S の持分であるが、これらは有価証券とされ、証券取引法及び商品取引所法双方の規制に服することとなる。

また、先物により運用を行うヘッジファンドやマネージド・フューチャーズ（先物取引の一任管理取引）の監督については、その構成者としての商品プール管理業者（C P O）及び商品取引顧問業者（C T A）の監督を通じて、C F T C が行っている。

C F T C（Commodity Futures Trading Commission）とは：

商品取引所法に基づき設立された独立行政委員会であり、証券及び金融先物を含む先物取引について専管的管轄権を認められている。

第2．個別のファンドについて

前述のとおり、我が国には現在様々なファンドが存在しているが、以下では、投資対象と法形式に着目して、主要なファンドを取り上げる。

(参考) 様々なファンド

ファンド	主な投資対象	ピークル	販売・勧誘	公衆縦覧	運用	ファンドの登録・届出
ヘッジファンド	流動性の高い金融商品全般 (上場株・公社債・為替等)	海外LPS等	証券業	公募規制 (証券法)	投信委託業 投資顧問業	投信法
証券投資信託	上場株式・公社債	投資信託				
アクティビスト	上場株式	国内外LPS、 任意組合、匿名組合				
PEファンド	非上場株式(+ 上場株式)					
地域再生ファンド	貸付債権(+ 非上場株式)					
メザニンファンド	劣後債・優先株					
ファンド・オブ・ファンズ	様々なファンドの持分					
コンテンツファンド	著作権・特許権等の権利					
商品ファンド	商品先物	任意組合、匿名組合、海外LPS、信託	商品投資販売業	商品投資顧問業		
映画・競走馬ファンド	商品ファンド法上の現物					
設備投資ファンド ラーメンファンド等	その他の動産・事業の遂行	任意組合、匿名組合				

*不動産ファンドについては、信託等による場合は投資信託法、証券取引法の規制が、共同事業による場合は不動産特定共同事業法による規制が効く。

*ファンドの投資対象を問わず、信託業法に基づきファンドを組成するスキームもある。

*有価証券等に投資を行う海外ピークルは、外国投資法人とされ、募集を行う場合には内閣総理大臣への届出を要することがある。

*有価証券あるいはみなし有価証券等とされるファンド出資持分の販売に関しては、金融商品販売法が適用される。

1. P Eファンド

主として非上場株式（非上場企業）を投資対象とするファンドは、一般にプライベート・エクイティ・ファンド（P Eファンド）と呼ばれる。

P Eファンドは主に、ベンチャー企業や上場廃止した企業へ投資しエクイティを保有する^{12、13}。単純な資金供給のみではなく、株主として、さらにはG P自ら取締役等を派遣することにより、投資対象となる企業の経営に内外から参画し、企業価値を高めた上で保有株式を売却してキャピタルゲインを得るという「ハンズオン」型のビジネスモデルを採用している。投資資金の調達は、証券取引法における私募の形式（少人数の投資家から集める、あるいは金融機関等の「プロ」投資家のみから集める）であることが多い。こういったことの背景としては、情報開示規制等のコストの問題のみならず、非上場企業に対する投資の場合には、投資家層や投資先の情報を広く公開することは適当でないといったこと等がある。ただ、近時は証券取引法における公募の形式で行った事例も数件程度見られる¹⁴。

P Eファンドを運用するファンドマネージャーは、投資家から、そのスキルとマネジメント能力の有無、トラックレコード（過去の投資パフォーマンスはどうか）、ディールソーシング（外部とのネットワークや十分なディールソースをもっているか）、成功報酬、管理報酬の額や決定方法その他の権利義務を規定することとなる組合契約の内容等について審査（デュー・ディリジ

¹² P Eファンドは、投資の前提として、投資先企業の経営に参画し、ファンド自ら企業価値の向上が図れる環境があることを求めることが多い。

¹³ 地域再生ファンドでは、中小企業向けのデット（貸出債権）に対して投資する手法が一般的である。第2-4参照。

¹⁴ 有価証券届出書を提出した上で、証券会社を通して広く募集し、個人投資家から例えば一口100万円で匿名組合契約での出資を募っている事例等。

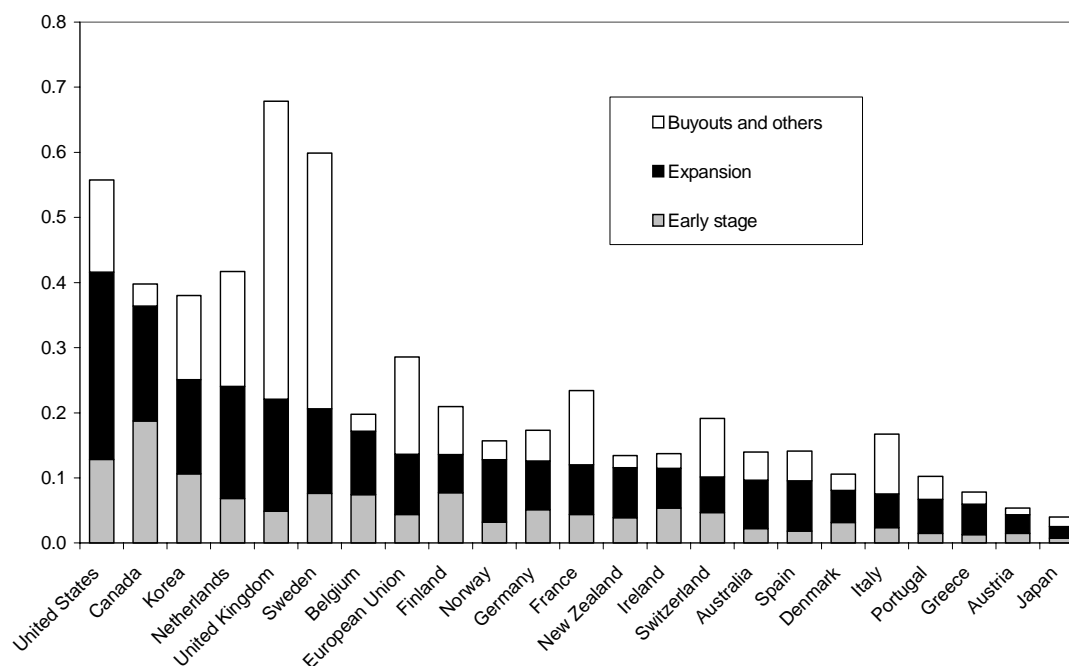
エンス)を受けることが通常であり、組成後も投資状況について投資家のモニタリングを受ける。P E ファンドのファンドマネージャーは、投資先企業の成熟度(ステージ)に応じて求められるスキルが異なると言われている。V C ファンドにおいては、マネジメント強化、事業戦略策定支援、営業支援、上場戦略策定支援のノウハウが、バイアウトファンドでは経営の効率化、再編成や事業の整理のノウハウが、再生ファンドには財務面(債務圧縮策等)及び事業面(事業再構築等)における企業再生のノウハウが必要とされており、ファンドそれぞれで得意とする分野があると言われている。

P E ファンドの法形式としては、主として非上場株式に投資する場合は、投資信託ではないスキーム、すなわち組合形式を用いた投資事業の共同運営の形式をとって非上場株式への投資が行われることが多い。P E ファンドの投資期間は5年から10年程度と、上場商品に対して投資を行うファンドより比較的長期となっており、この間はファンド持分には譲渡制限が付されており、あるいは中途解約もできないことが一般的である。

P E ファンド市場の成熟度を国際比較すると、我が国においては、産業金融が間接金融中心に発展してきたことから、欧米諸国と比して、投資規模、件数共に著しく未発達の段階にある。P E 投資規模(創業、拡張期)を対GDP比で見ると、O E C D 諸国中で最低水準となっている。また、ベンチャーキャピタル(V C)の投資残高を米国、欧州と比較すると、米国(30兆円)の1/30、欧州(14兆円)の1/14となっている。P E ファンドは成長性の高いベンチャー企業や事業再生を試みる企業へのリスクマネー供給の源泉であり、P E ファンド市場の成熟を促進することで、こうした成長企業から大きな雇

用やイノベーションが創出することが必要である¹⁵。

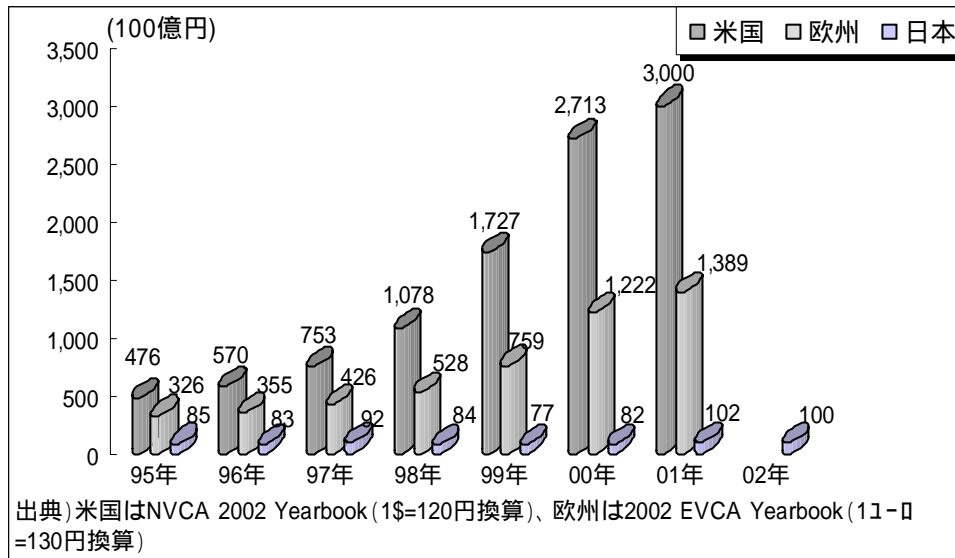
(参考) OECD各国のPE投資のGDP比率



(資料) OECD venture capital investment by stages as a percentage of GDP, 1998-2001

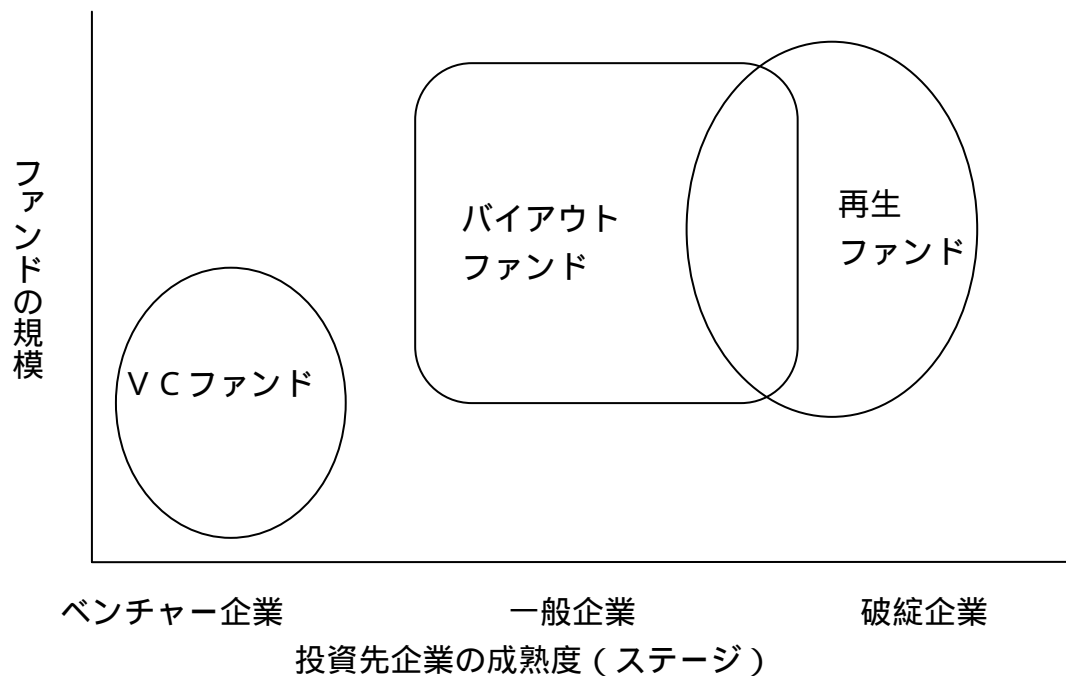
¹⁵ Storey, D. (1994). Understanding the Small Business Sector. Feigenbaum, E. Brunner, D. (2002) The Japanese Entrepreneur: Making the Desert Bloom.

(参考) 日米欧投資残高の推移



(資料)(財)ベンチャーエンタープライズセンター

(参考) PEファンドの投資先企業の成熟度(ステージ) ファンドの規模による整理

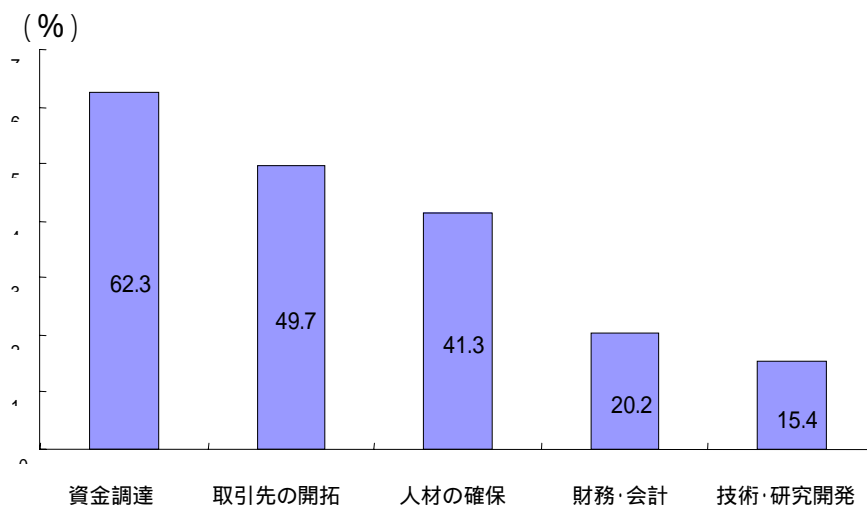


2.ベンチャー・キャピタル・ファンド ～ PEファンド

(1)ベンチャー・キャピタル・ファンド(VCファンド)の役割

我が国経済活性化の源泉として、近年、ベンチャー企業の育成が重要な政策課題となっている。しかしながら、ベンチャー企業は、創業後最初の数年間は赤字であることが多く、また、将来収益が成熟企業に比べ不安定であったりするほか、担保として提供できる資産を有していないことが通常であることから、銀行等からの借入れを通じた資金調達は非常に困難であり、資金調達が創業時の大きな課題の一つとなっている。

(参考)企業の創業時における課題



(注) 複数回答のため合計は100を越える。

(資料) 中小企業庁「企業創造的活動実態調査」(平成11年12月)

VCファンドは、ハイリスクでありながら、将来大きく成長し、ハイリターンを産む可能性のあるベンチャー企業に対してエクイティ資金を供給する、銀行を中心とする従来型の産業金融システムのいわばポケットを埋める重要

な役割を果たしている。さらに、ベンチャー企業にとって課題となる経営者人材の確保や販路開拓等を支援、指導するといったいわゆる“ハンズオン支援”を実施しながら、設立当初の不安定な経営状況を成長軌道に乗せることを目指すものである¹⁶。

市場規模¹⁷については、投融資残高 8,594 億円（投資先社数 1 万 6,396 社、平成 17 年 3 月末）、新規投融資額 1,968 億円（新規投資先社数 2,754 社、平成 16 年 4 月から 17 年 3 月末まで）、ファンド総数 489 ファンド、ファンド総額 1 兆 5,685 億円（平成 17 年 3 月末、コミットメントベース）、投資先企業の設立年数は 5 年未満が半数、10 年未満が 7 割を占め、投資先企業の業種としては IT 関連が約 33%、バイオ/ヘルスケアが約 23%とのデータがある。

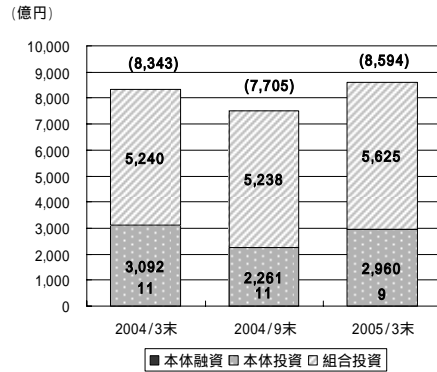
平成 16 年中に J A S D A Q に上場した 71 社のうち、49 社が VC ファンド（あるいはベンチャーキャピタル会社）からの出資を受けている。また同年中にマザーズに上場した 55 社中 46 社、その他ヘラクレス等の新興市場に上場した 23 社中 20 社が VC ファンド等からの出資を受けており、ベンチャー企業にとってファンドの存在が非常に大きなものとなっていることが分かる。

¹⁶ 未公開株式への直接投資は、詐欺事件に発展するケースもみられることから、信頼できるプロのベンチャーキャピタルを介したファンド形式により投資を行うことのメリットがあり、諸外国でも未公開株式への資金供給においてはファンドの役割が高いと言われている。

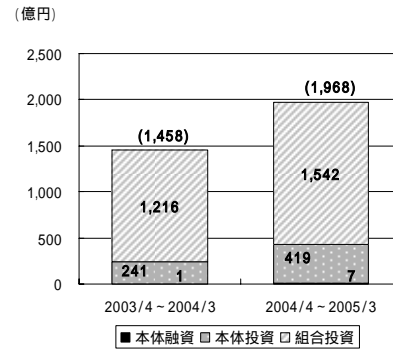
¹⁷ 平成 17 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査。

(参考) VCファンド関連統計

VC 投融資残高推移



VC 年間投融資額推移



ファンドの状況

	2004/3末	2005/3末	前年変化率
ファンド数(件)	389	489	18.1%
延べ組合員数(人)	2,464	3,287	16.8%
ファンド総額(億円)	12,455	15,685	17.2%
平均組合員数(人)	10.0	10.2	-1.4%
平均ファンド総額(億円)	32.1	32.3	-0.4%

N: サンプル社数

N=78

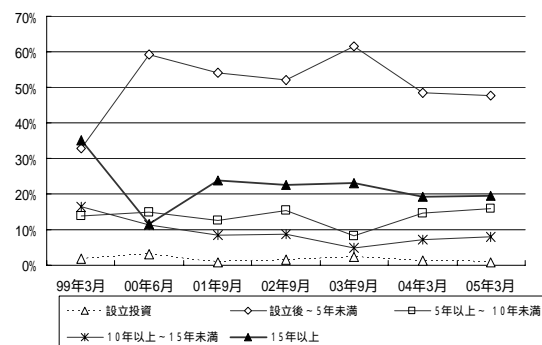
N=80

N=77

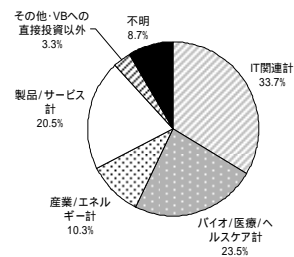
注1) 平均値は、ファンド数と組合員数両方、あるいはファンド数とファンド総額両方を回答した会社に関する1ファンド当たりの値

注2) 前年変化率は2004/3末及び2005/3末の両方回答している会社

新規投資先VBの設立年数の状況



新規投資先企業の業種分布



(資料)(財)ベンチャーエンタープライズセンター

「平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」

(2) VCファンドの歴史

米国では、第二次世界大戦後間もなくVCファンドが登場したと言われており¹⁸、その後1958年にSmall Business Investment Act of 1958が成立し、中小企業投資会社(SBIC)が設立され投資活動が行われ、一定の成果をあげた。さらに、その活動が劇的に活性化したのは、79年に、従業員退職所得保証法(ERISA: Employee Retirement Income Security Act)の解釈として、年金基金がVCファンド等のリスクの高い資産に多額の投資をすることが容認されてからと言われている(ブルーデントマン・ルールの見直し)。これを契機にリスク資産に対する投資マネーが一気に増加し、こうした資金の受け皿として、VCファンドを始めとして、バイアウトファンドやメザニンファンド等種々のファンドが登場して、90年代以降のニューエコノミーと言われる米国経済の急激かつ長期にわたる好景気に伴い、更に発展することとなった。

我が国では、米国の状況を参考に72年に「京都エンタープライズ・ディベロップメント」というベンチャーキャピタル会社が立ち上げられたことから始まる。70年代の前半に8社のベンチャーキャピタル会社が設立されて事業を開始したが、当初は株式会社として資金を調達し、当該株式会社が直接にベンチャー企業に投資(株式の取得)や融資の事業を行っていた。

ベンチャーキャピタル会社自体が投融資するのではなく、別個に組合形式のファンドを設立して投資するようになったのは、82年に民法に基づく任意組合が用いられた事例が最初と言われている。その後、98年(平成10年)に中小有責法が施行され、組合形式のファンドを組成しベンチャー企業への投

¹⁸ 1946年にボストンで設立された、アメリカン・リサーチ・アンド・ディベロップメント・コーポレーション(ARD)が最初の投資組織といわれている。

資（株式の取得）を行う仕組みが整備されたことに伴い、ベンチャーキャピタル会社自体による投資は縮小した。また、中小有責法においては、ベンチャー企業への融資業務は当初禁止されており、投資先企業の株式を取得する形式が初期に発展したが、その後は組合の業務範囲の拡大に伴い、融資を含めた多様なファンドが登場してきている。

（３）ＶＣファンドの特徴

ＶＣファンドは、高成長が見込まれるベンチャー企業の未公開株式を数十％～50％程度取得し、創業期にハンズオン支援を通じて企業価値を高め、ＩＰＯ時に保有株式を売却し売却益を得ることを目的とする^{19、20}。ベンチャー企業に対する投資は相対的にリスクが高いことから、通常は、複数のベンチャー企業に投資しリスク分散を図りながら、そのうちの数社がＩＰＯすることによってリターンを得ている。

また、ＶＣファンドは、他のＰＥファンドに比べて投資先企業の規模が小さいことから、多数の企業に投資する場合であってもファンドの規模自体は小規模で運営することが可能である。実際、ＰＥファンドの中では比較的規模の小さいファンドが組成されており、最低投資金額も数千万円から１億円程度が主流となっている。

ピークルの法形式としてはＬＰＳが多く、ほかに任意組合、匿名組合といった形式を用いる。ＧＰにはベンチャーキャピタル会社になることが多いが、

¹⁹ このほか、他社への売却（Ｍ＆Ａ）も出口戦略として活用されることもある。

²⁰ 通常、ベンチャーファンドが投資した企業のうち、ＩＰＯ等によりエグジットに至るものは数割程度であり、ファンドの投資期間が終了した際に残りの未公開株式をいかに換金するか、また企業にとってはいかに継続的に投資を受けることができるかが課題となるが、近年、他のファンド等が保有する未公開株式を二次買取りするファンドが組成されており、注目されている。第２－１０ 参照。

豊富な投資経験を有する個人になることもある。海外からの資金の流入は少額であり（上場株式の外国人投資家の投資比率は拡大傾向にあるが、VCファンドへの投資に占める外国人投資家の比率は5%程度に過ぎないと言われている）、また年金基金からの投資も少なく、銀行や一部事業会社等の国内の投資家の資金が中心で、個人の出資も一部見受けられる。証券取引法上の私募形式による資金調達が一般的であるが、証券会社を通じて公募により資金調達をするVCファンドも見られるようになっている。

なお、近時は、投資信託（会社型）のスキームを用いてベンチャー企業投資を行う事例も現れている²¹。

（参考）VCファンドのGPの業務

1. ファンドの組成
2. 投資の実行
 - 投資案件の発掘
 - 投資案件の審査（目利き）
3. 投資条件の交渉と実行
4. 投資先の育成
 - 1）事業計画の遂行のモニタリングと修正に関する助言
 - 2）リスクの発見と対処
 - 資金調達のサポート
 - 3）早期成長のための支援
 - 販売戦略の立案と支援
 - 提携戦略の立案と交渉の支援
 - 4）早期 Exit のための支援
 - 上場へ向けた内部管理体制の構築
 - 証券会社の紹介と交渉の支援
5. 投資先株式の売却
 - 上場。M & A

²¹ ベンチャービジネス証券投資法人等。

- 6 . ポートフォリオ管理
- 7 . 投資家に対するレポーティング

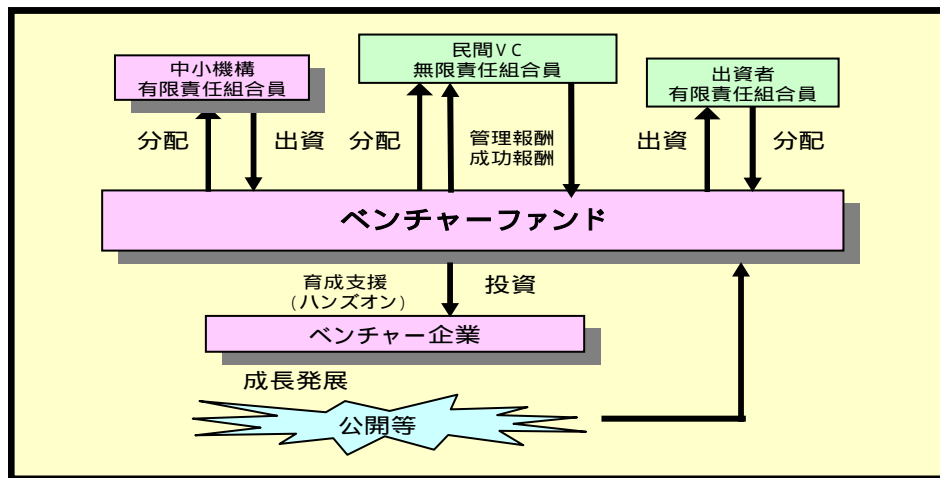
第2回議事資料「VCファンドについて」(ミレニア・ベンチャー・パートナーズ株式会社
黒柳委員)より作成

(4) VCファンドに対する環境整備

平成8年、ベンチャー企業創業時の資金供給手段の確保という観点で、独立行政法人中小企業基盤整備機構(当時、中小企業事業団。以下、「中小機構」という)によりベンチャー企業へのリスクマネー供給及びハンズオン支援を行うための制度が開始された。具体的には、「ベンチャーファンド」という制度名称の下、LPS法に基づきファンドに対し、中小機構がLPとして出資参加を行っている。本制度により、これまでに62ファンドが組成され、ファンド総額は約962億円にのぼり、ベンチャー企業等投資先企業数は1,108社に及んでいる。中小機構以外のLPは主に適格機関投資家(金融機関等)や一般事業会社等の本邦法人であり、ファンドの投資判断は、投資家からなる選定委員会において行われている²²。

²² この他、既存の中小企業を対象に新事業展開へのリスクマネー供給を目指すものとして、平成16年に「がんばれ! 中小企業ファンド」が創設された。スキームとしては、「ベンチャーファンド」と同様、LPS法に基づき中小機構がLPとなって出資するもの。これまでの実績としては、8ファンドが組成され、総額170億円、投資先中小企業数は15社となっている。

(参考) ベンチャーファンドのスキーム



また、日本政策投資銀行でも、VCファンドのアレンジを行うと共に、大口のLP（約5～7割を出資）として投資を行っている。同行がアレンジしているのは、ベンチャー企業の中でも会社を設立して間もないシード、スタートアップステージの企業に対し、GPが創業者同様の立場でハンスオンの関与をすることにより企業を育てる「インキュベーションファンド」である。ファンドのGPには、同行により個人を含むファンドマネージャーが選定され（GPは1ないし2のファンドを運営している）、1ファンドで約十数社のベンチャー企業に対して投資（株式を取得）している。ファンドの規模は約10億円～30億円程度である。

(5) VCファンドにおける課題

VCファンドの組成は通常、投資信託等とは異なり、投資家の募集当初から契約締結の段階まで投資家との折衝を通して契約内容を摺り合わせることで多く、相当なプロセスを要する（1年程度かかることもある）。したがって、定型化された商品を作って販売勧誘することを前提とした証券取引法の「勧

誘」の概念とは異なるため、「勧誘」の人数を前提として公募規制の適用を決定することは実態にそぐわず、事後の届出としたり、あるいは仕上がり人数（ファンドの最終的な投資家数）で決定すべきではないかとの指摘がされている²³。実務的には、意図せず公募に該当してしまうことを避けるために、適格機関投資家を中心に募集するときでも、ファンドの「目論見書」に番号を振り 49 冊だけ用意し、勧誘のたびにそれを交付する事例も見られ、投資効率を悪化させることとなる。

情報開示の方法についても、通常、ファンドの持分は譲渡が制限されていることから、潜在的投資家への情報開示を目的とした公衆縦覧型開示を行う必要性に乏しいとの指摘がある。むしろ公衆縦覧型の情報開示とすることで、ベンチャーキャピタル会社の投資ノウハウそのものの流出に繋がる可能性があるほか、投資先のベンチャー企業についていたずらに信用不安を招く可能性もあって、ベンチャー企業自身が自社株式の評価や自社の財務内容等の情報が開示されることを避けるため、出資の受入を拒むことがあるといった弊害が生じる可能性があり、開示規制には柔軟な対応（柔構造化）が必要との指摘が多かった。

米国と比較してもベンチャーキャピタルの数や市場規模等は小さく、特にシーズ段階のベンチャー企業に対しては、現在も十分にリスクマネーの供給がされていないとの指摘がある。

²³ ファンドの仕上がり人数を公募規制の基準とすると、多数の投資家を対象に勧誘を行い、それを少人数からなる複数のファンドに振り分けることで、公募規制を免れることが起こり得るとの指摘がある。

3．バイアウトファンド ～ PEファンド

(1) バイアウトファンドの役割

バイアウトファンドは、特に 1980 年代頃から欧米で拡大したファンドである。バイアウトとは、原則として未公開企業に対して過半数の株式を取得する形で出資し、相当の期間（3 年から 5 年程度）経営に参画し、生産性の低い部門等の切り離しや業務効率化、経営戦略の変更等により、企業価値を高めた後、上場や株式売却によりキャピタルゲインを得ようとする投資である。

バイアウトファンドの役割について企業に対する資金供給という観点から見ると、銀行等の金融機関を通した資金供給の代替チャネルとしての役割を果たしてきている。例えば国内では、90 年代、企業は、景気の悪化とバブル期の過剰投資に伴って抱えることとなった巨額の債務を解消し、財務の健全化を図ることが喫緊の課題となっていたが、不良債権問題を抱える銀行は機能不全に陥っていた。こうした中、企業はバイアウトファンドの支援を受けて事業の選択と集中を進め、生産性の高い事業分野へ経営資源を集中的に投入し、不採算部門を切り出し債務の圧縮を図ってきた。

また、ファンドは、銀行の不良債権問題の解消にも貢献しているとも見える。不良債権問題に起因して、銀行は株式持ち合いの解消を進め、保有株式の売却を進めると共に、融資先の不振により不良債権化した貸出債権の処理を進める必要があったが、こうした銀行の保有する株式や貸出債権といった資産の受け皿となったのが、バイアウトファンドであった²⁴。

²⁴ 貸付債権（デット）を投資対象とするファンドは、債権買取りファンドとして、バイアウトファンド等の PE ファンドとは区別されることも多い。

一方、企業サイドから見たバイアウトファンドの役割として、次のことが言われている。

企業再生のスポンサー

ファンドがプレパッケージの民事再生や私的整理での再建スポンサーとなる。不採算子会社（の一部または全部）を売却し再建を託す。

企業買収のパートナー

自社主体の買収案件にファンドを共同投資家として迎え資金を分担する。ファンドの買収案件に共同投資して将来の全体買収の足がかりとする。

上場企業の MBO による非公開化のパートナー

上場企業であることのコストとメリットを比較し MBO で非公開化を選択する。

経営統合のパートナー

ファンドを統合プロセスのペースメーカーとして組み込む。ファンドが経営統合の結果売却対象となる事業、子会社、資産の引受けを行う。

我が国のバイアウトファンドは、VCファンドと比べても歴史が浅いが、社会における認知度は徐々に高まってきたところである。企業の過半数の株式を取得することで支配権を獲得し、生産性の低い部門の切り離しや業務効率化、経営戦略の変更等を実施することで企業価値を高め、エグジットするというバイアウトファンドは、経営者側と事前に協議し合意した内容で投資を行っており、「乗っ取り屋」、あるいは破綻企業に対して投資を行い残余資産の処分を進める「ハゲタカファンド」とは異なるものである。

バイアウトファンドの設立状況は、99 年（平成 11 年）から 04 年（平成 16

年) 前半までで 57 件のファンドが組成され、1.1 兆円の募集がされており、うち 1 兆円の募集が済んでいる。05 年(平成 17 年)には 93 ファンド、総額は 1.5 兆円にのぼるとされている。

バイアウトファンドは基本的に私募形式を取っており、活動状況等の詳細を公表しておらず、それを前提としながら投資を行うことができるプロ投資家が出資している。

(参考) 年度別バイアウトファンド設立状況('97～'04 前半)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 前半	累計
本数	1	2	4	9	7	15	14	5	
金額(億円)	30	207	980	3,660	800	2,303	1,567	1,802	11,349
うち募集済み(億円)	30	207	980	3,660	800	2,303	717	1,501	10,198
本数(*1)	1	2	4	9	7	16	17	13	69
金額(億円)	30	207	980	3,660	800	2,443	1,892	2,573	12,585
うち募集済み(億円)	30	207	980	3,660	800	2,443	1,042	2,472	11,634

*1:バイアウト投資経験のない企業再生ファンドを含めた場合

(資料)三菱総合研究所「日本バイアウトファンド 2004 年 7 月」

(参考) バイアウトファンドの実績

最近の主要投資案件

日付	スポンサー	対象企業	買収価格 (10 億円)	業種
09/05	カーライル	学生援護会	NA	出版
07/05	アドバンテッジ	ポッカ	23	飲料
07/05	カーライル	シオノギクオリカプス	NA	医薬関連
06/05	ユニゾン・キャピタル	リクルートコスモス	115	不動産関連
03/05	アドバンテッジ	ダイエー	43(*1)	小売

12/04	カーライル	リズム	20	自動車部品
08/04	日興プリンシパル	ベルシステム 24	74 (*1)	出版
05/04	カーライル	DDI ポケット	220	通信
03/04	野村プリンシパル	ミレニアム・リテイリング	100 (*1)	小売
11/03	リップルウッド	日本テレコム	260	通信
11/03	野村プリンシパル	東芝タンガロイ	39	精密機械
09/03	ユニゾン・キャピタル	ドラッグイレブン	11	小売

*1：出資金額。

最近の主要エグジット案件

時期	投資時期	スポンサー	対象企業	業種	形態
10/05	2000	ユニゾン・キャピタル	マインマート	小売	M&A
09/05	2000	ユニゾン・キャピタル	オリエント信販	消費者金融	M&A
05/05	2003	カーライル	コーリン	医療機器	M&A
03/05	2003	アドバンテッジ	小倉興産	石油	M&A
01/05	2002	カーライル	アサヒセキュリティ	警備・運送	M&A
11/04	2002	アドバンテッジ	弥生	P C ソフト	M&A
07/04	2002	ユニゾン・キャピタル	キリウ	自動車部品	M&A
05/04	2003	リップルウッド	日本テレコム	通信	M&A
03/04	2003	みずほキャピタル	日本高純度化学	化学加工	IPO
01/04	2000	リップルウッド	新生銀行	銀行	IPO
01/04	2002	ユニゾン・キャピタル	アスキー	出版	M&A
11/03	2003	ユニゾン・キャピタル	タクミック S P	プラスチック 成形	M&A

第2回議事資料「バイアウトファンドについて」(株式会社ユニゾン・キャピタル林代理委員)より抜粋

(2) バイアウトファンドの歴史

我が国におけるバイアウトファンドの発展は、平成 10 年の中小有責法制定と、併せて措置された独占禁止法の改正が契機となったと言われている。

それまでに設立されたファンドは、法形式としては任意組合を用いたものであったことから、組合が取得した株式は出資割合に応じて出資者に帰属するものとみなされ、銀行が組合に出資している場合には、銀行法及び独占禁止法における 5%ルールに抵触するおそれがあった。

しかし平成 10 年の制度整備により、L P S 及び投資事業を行う任意組合が保有する株式については、5%ルールの適用除外とされたことから、銀行や保険会社を有限責任組合員とするファンドの設立が可能となった。さらに、その後の L P S 法の改正では、L P S が融資等を行うことができるようになったことから、ファンドによる財務面での総合的な支援が可能となり、V C ファンドやバイアウトファンドが加速度的に発展したと言われている。

(3) バイアウトファンドの特徴

V C ファンドと比較すると、投資先企業が中堅企業から大企業中心であり、その株式のマジョリティーを確保し企業経営をコントロールすることを目指すため、ファンドの規模も 100 億円を超え比較的大きな規模となることが多く、投資家から集める資金の単位も大きくなる傾向がある。また、ファンドが投資する対象企業数も比較的少なくなる。

資金規模が大きくなるため、投資効率を高める観点からキャピタル・コール方式²⁵（当初に全額出資するのではなく、出資可能額を当初コミットし、必

²⁵ バイアウトファンド以外でも、例えば機関投資家から構成されるベンチャーファンドでは、キャピタル・コールが採用されることが多い。

要な案件毎に出資を要請する形式)が採用されることが多い。出資者はこの出資義務を履行する能力、信用力が要求されるほか、出資単位は数億円から数十億円と高額となるため、出資者は機関投資家に限定され、個人投資家が直接こうしたファンドに投資することはまずないと言われる。

L P による G P の調査、峻別は厳しく、情報開示も定期的に求められることが多く、投資家と G P との間で意見交換を行いながら投資方針等を検討されることもあると言われている(アドバイザリーボード、投資委員会)。

海外投資家から国内バイアウトファンドへの投資も多く、出資者の多数を海外の機関投資家が占めているケースも見られる。あるいは、海外投資家が多い場合には、海外投資家になじみのあるケイマン L P S 等の海外ビークルを設立することも多い²⁶。ファンド間のリスクの遮断や利益相反の防止のため、ファンド運営会社が直接 G P とはならず、当該ファンドのために新たに G P 会社を設立し、運営会社は G P 会社とアドバイザリー契約や業務委託契約を結ぶ形式をとることが一般的である。

米国では 100 社を超える多数の投資家により多額の資金が集まることもあるが、我が国では米国と開示規制の適用除外の基準等が異なるためか、20 社程度から 30 社程度までにとどまることが多い。

(4) バイアウトファンドの課題と見通し

前述のとおり、バイアウトファンドの市場規模は、米国市場と比較すると小規模ではあるものの徐々に拡大している。バイアウトファンドの関与による事業再生の成功事例が蓄積され、報道等を通じて知られるようになり、認知度も徐々にではあるが高まっていると言われている。

²⁶ 一部、匿名組合形式を用いる例も見られる。

メガバンクの不良債権処理が一巡したことにより、不良債権処理の過程で出てくる再生案件は従来よりも減少していくと考えられるが²⁷、外部株主からの圧力等により、企業の非公開化や戦略的な事業再構築等の案件は今後も増加すると言われている。

このような状況においてバイアウトファンドが定着、発展するには、優良な投資案件を発掘することが第一の課題であると言われている。また、経営者人材の成長、流動化により、バイアウト投資の特徴である経営参画を実行するためのプロの経営者が今後増加することが必要とされている。

²⁷ 再生ファンドの項を参照。

4. 再生ファンド ～ P Eファンド

(1) 再生ファンドの役割

財務状況が悪く、破綻に近いステージにある企業に対して投資し、再生させることを通じて利益を得るファンドは再生ファンド(企業再生ファンド)²⁸と呼ばれる。事業自体では利益が出ているものの、過去の過剰な投資等により過剰債務を抱え経営困難に陥っている企業に対して投資し、財務面の改善(負債の圧縮等)を行うと共に、事業再構築等の必要な措置を講じて、投資先企業を再生させる。

投資手法を見ると、デット投資(金融機関からの債権買取り)が主体であるが、エクイティを含めた投資を行うこともあり、P Eファンドとして扱われることが多い。デット投資が多い理由としては、再生ファンドの投資対象となる企業は債務超過の状態にあり、再生による企業価値の増大は、株式価値ではなく、まず債権回収の増大につながるため、破綻リスクの高い企業への投資であってもデット投資であれば適度なリスク・リターンをとることができることが挙げられる。

デット投資は、金融機関が保有する再生対象企業向けの債権を購入することによって行われる。ファンドは、債権購入後、再生計画に基づき債権の一部を放棄若しくは株式化することを通じ、対象企業の過剰債務を圧縮して財務の健全化を図る。また、再生計画立案時における投資先企業との契約等を

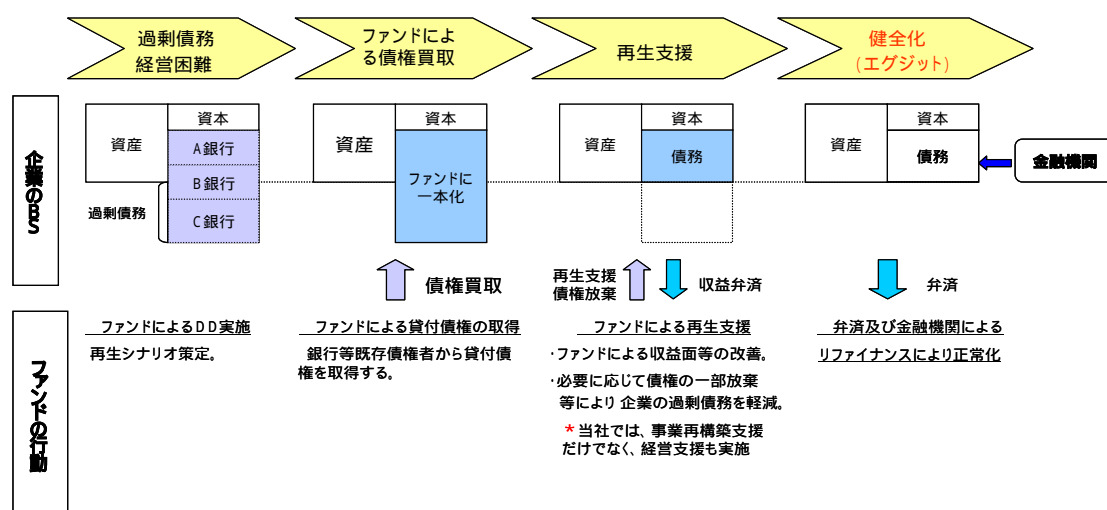
²⁸ 企業再生には、財務面と事業面の2つの側面がある。バブル崩壊直後は、財務面の改善(債務圧縮等)のみである程度再生ができたものの、失われた10年の中で、過剰債務問題の先送りによる人的、物的資産への投資不足を原因として、本体事業そのものの競争力が低下し、財務面の改善のみでは再生が困難な企業が多く存在している。こうした企業には、事業面の再生、すなわち事業の切り分けだけでなく、事業の競争力の回復・強化支援までを行い再生させるファンドが必要であり、こうしたファンドを特に、「事業再生ファンド」と呼ぶことがある。

踏まえ、ファンドが大口債権者として企業の経営に参画することにより経営改善を図ることもある。デット投資のエグジットは、対象企業の再生が達成された段階で、金融機関によるリファイナンスが行われ、債権を回収するのが一般的であり、再生前に債権を取得した価格と再生後の債権の回収額の差額が利益として見込まれる。

(参考) デット投資のイメージ

▶再生ファンドの主な投資手法: デット投資(債権買取投資)

再生ファンドにおけるデット投資とは、ファンドが金融機関等のもつ債権を時価で買い取り、収益面等の再生支援後、必要に応じて放棄や株式化を行うことにより企業の財務を健全化し、主に金融機関等のリファイナンスにより正常化を図る。



第2回議事資料「事業再生ファンドについて」(株式会社リサ・パートナーズ田中委員)より抜粋

エクイティ投資は、再生対象企業の既存株主からの株式の有償譲渡、あるいは当該企業の増資(営業譲渡による新会社の株式引受も含む)によって新株を引き受けることによって行われる。ファンドが主導権を持って株主として積極的に経営に参画し、財務面、事業面のリストラ(コア事業とノンコア事業の切り分け、経営改善等)を通じて企業の価値を高めるものである。エクイティ投資のエグジットの方法としては、主にIPO(株式新規公開)、M

& A（企業の合併、買収）があり、企業が再生した場合にはファンドが得る利益は大きくなる。但し、基本的にエクイティ投資はエグジットしやすい比較的規模の大きな企業を対象とするものであり、IPO、M&Aが難しい中小企業の場合は、自社償却や取引先等新スポンサーへの売却を行う方法が用いられる。

また、多様化する再生案件に対応するため、一部の地域再生ファンドでは、デット投資とエクイティ投資、M&Aや会社分割等様々な再生手法を組み合わせる取組がされている（下図参照）。

（参考）投資案件の具体例

➤ 会社概要

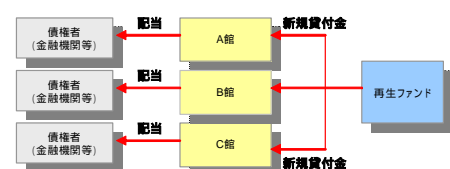
	A館	B館	C館
地域	東山温泉	東山温泉	東山温泉
客室数	70室	40室	50室
売上高	600百万円	200百万円	200百万円
EBITDA	100百万円	40百万円	30百万円
総負債	2,000百万円	1800百万円	1,000百万円

➤ 再生計画の概要

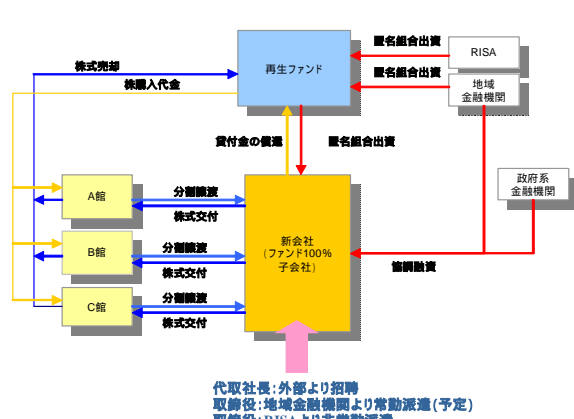
- 全く別の経営者による3館を同時に新会社にて買取り(再生ファンドの出資による)
 - 近隣3館の運営を一体化することによるコスト削減
 - 営業窓口の一本化によるセールス力強化、商品の多様化
 - 繁忙期、閑散期の入込客数の変動に対応可能な流動的な旅館運営
- 在京コンサルタントを代表者として常駐派遣
- 営業債権は全額保証
- 3館の存在館を高め、地区全体の活性化に資する運営に注力

Phase1: ファンドによる債権一部代わり

- 3館に対してファンドが新規貸付を実行
- 債権者金融機関に対して調達資金を配当
- 新設会社は、協調融資、出資による資金を調達
- 新設会社は3館の事業をファンド貸付債権とともに、吸収分割
- 各館は、ファンドに対して交付された株式を売却
- 新設会社は、ファンドによる貸付金を全額返済



Phase2: 分社型(時価)吸収分割



第2回議事資料「事業再生ファンドについて」(株式会社リサ・パートナーズ田中委員)より抜粋

このように、再生ファンドは新たな資金供給の担い手であると同時に、企業再生の管理者でもあり、再生の実質的な実施主体である。投資先企業の再

生を通じ、清算による企業体の解散という社会的損失を免れ、事業価値の向上による経済、雇用の安定、事業リストラを通じた資源の効率的な再配分が可能となる等、非常に重要な役割を果たしている。

（２）再生ファンドの発展経緯

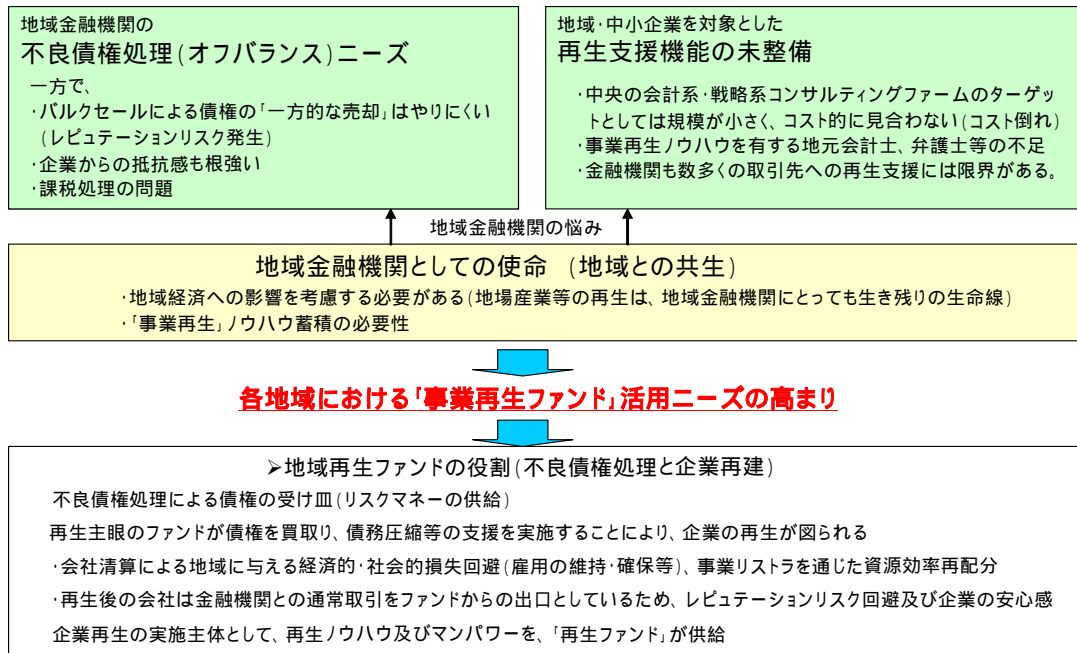
90年代以後の日本経済の停滞とデフレの進展に伴い、金融機関の有する不良債権問題が長期化の様相を呈する一方で、借手企業では過剰投資、過剰債務が重荷となってきた。過剰投資、過剰債務を解決するには事業再構築による「選択と集中」及び新規事業の育成によって産業再生が図られなければならないという認識が広まり、事業再生を後押しするためには再生対象企業へのリスクマネーの供給が不可欠と考えられ、これを支援するため、企業の組織再編や私的整理、バイアウト投資の活性化を促す各種の制度整備がなされた。こうした背景を受けいわゆる再生ファンドが出現してきている。

その中で、地域の金融機関等が出資若しくはファンド運営会社と提携して、地域企業の再生のための資金提供を行う「地域再生ファンド」を組成する動きも出てきている。地域再生ファンドは、前述のような制度整備という要因のほか、地域金融機関の不良債権処理と企業再生の両方のニーズに応える仕組みであったことから、03年（平成15年）頃より発展・増加し、05年（平成17年）時点では、コミットメント総額（累計）で1,900億円程度（推計）となるまで成長してきている。

(参考) 企業再生関連政策の推移

年	組織再編関連の制度 整備状況	金融関係	事業再生関連制度の 整備状況
1996			・倒産法制の見直し
1997	・独占禁止法改正 (純粋持株会社の解禁 等)		
1998		・中小企業等投資事業 有限責任組合法制定 ・ S P C 法制定 ・債権譲渡特例法	
1999	・商法改正(株式交換・ 株式移転制度)		・産業活力再生特別措置 法施行
2000			・民事再生法施行
2001	・商法改正 (会社分割 制度) ・組織再編税制	・平成 13 年骨太の方針 に係る改革先行プロ グラムの策定 (日本 政策投資銀行、民間 投資家等への再生フ ァンドの設立・参加 要請等)	・私的整理ガイドライン 制定
2002	・連結納税制度	・金融再生プログラムの策定 (主要行の不良債権処理の目標設定等)	・会社更生法改正
2003	・商法改正 (企業再編 に係る株主総会決議 要件の緩和)		・(株)産業再生機構創設 ・産業活力再生特別措置 法の改正
2004		・投資事業有限責任組 合法施行 (中小企業 等投資事業有限責任 組合法の改正)	

(参考) 地域再生ファンドの進展



第2回議事資料「事業再生ファンドについて」(株式会社リサ・パートナーズ田中委員)より抜粋

(3) 再生ファンドの特徴

上場企業等の大規模な企業に対する企業再生を行う場合には、極めて多額の資金を必要とするため、複数の企業が資金を出し合って一企業の再生のために一ファンドを組成する例(ターゲットファンド)や、幾つかのファンド等が共同して企業再生を行う例も見られる。

再生ファンドはVCファンドと比較して規模が大きく、100億円以上のものも少なくないが、ターゲットファンドの場合はその再生対象企業の規模により様々となる(1億円程度のものもある)。

地域再生ファンドは、主に地域の中堅・中小企業を投資先とするため、ファンドの規模は数億円からはじまる小規模なファンドもあり、匿名組合やLPSの法形式を用いることがほとんどである。また、資金を集める時は、投資効率を高めるために、キャピタル・コール方式が採用されるほか、コミッ

トメント額を定めず、投資案件ごとに個別の匿名組合契約により資金を集める方式も多い。

L Pは、G Pに対して、企業再生という特殊なノウハウを有しているかを含めた厳しい調査を実施した上で、ファンドへの参加の可否を判断する。G Pは、新規の投資案件毎に、もしくは定期的に、その再生計画や投資額、モニタリング状況等を詳細に知らせることが通例である。

また、ファンド運営会社とは別にG Pとなる会社を設立すること等を通じて、運営会社が倒産しても、ファンドの投資対象資産が当該倒産手続きに取り込まれないようにする仕組み（倒産隔離）がほとんどのファンドで取り入れられている。出資者は、証券取引法上の少人数私募の範囲で集められており、地域金融機関等を中心とする機関投資家、公的機関等が出資することが多く、個人投資家の出資は見られないと言われている。

（４）公的出資による地域再生ファンドの組成支援

地域再生ファンドについては、中小機構や日本政策投資銀行、地方公共団体等の出資を通じた組成支援が行われている。

中小機構の出資する再生ファンドは、L P S法に基づき組成され、事業再生のノウハウを有する運営会社をG Pとして、地域金融機関等の機関投資家や地域の大企業等と共に中小機構がL Pとして参加し、中小機構はそのファンドの出資総額の半分を上限として出資する、少人数からなる私募ファンドである。特徴として、短期的な利益目的のための債権の売買を行わず、事業面、財務面両方の再生を主眼として、債権買取りだけでなく、出資、融資、社債の取得等の投資手法を組み合わせる一方、ハンズオンの経営支援を実施し、規模の小さい中小企業も対象として、民間ベースの再生ファン

ドでは投資対象となりにくい企業を対象とする等の補完的役割も果たしている。

(5) 地域再生ファンドの課題と見通し

地域再生ファンドの実績は増加傾向にある。しかし、その投資対象となる企業の情報は地域金融機関が保有しているため、地域再生ファンドによる投資の増減は、地域金融機関の企業再生に対するスタンスによるところが大きく、投資が進む地域と進まない地域の二極分化が進んでいる。但し、メガバンクにおける不良債権処理が一巡し、その主舞台は地域金融機関に移ってきており、今後地域再生ファンドは更に発展していくという見方が強い。

再生ファンドは、金融機関の不良債権処理に対するニーズから派生したものであるため、金融機関の不良債権処理の進展に伴って発展してきた。今後とも企業再生における資金供給者かつ主体者としての存在感は更に高まると見られている。

5．アクティビスト

バイアウトファンドが投資先企業の過半数の株式を取得するのに対して、主として上場企業の株式を数％～数十％取得し、株主としての監視監督権を活用して、配当の増額や企業価値向上を通じた株価の上昇によるキャピタルゲインの獲得を目指すファンドは、アクティビストと呼ばれる。

未上場企業を対象とした投資では、特に小口の投資では（IPOしなければ）売却等を通じた投資資金の回収が困難となるため、通常はマジョリティーを確保して企業価値を高めながら、企業全体を自らの判断で売却できるようにする必要があるのに対し、アクティビストは、上場企業の場合のように小口の株式であっても売却が容易である場合にとりうる手法である。株式の流動性が高いことを前提として、（余剰資産の売却等を経た）資産の圧縮や株主配当の増加による余剰資金の分配がなされ、株価が適正水準に近づくと共に得られるべき利益が確保されたと判断されると株式をそれ以上保有せず、市場において随時売却するため、投資期間も数ヶ月から数年程度となっている。

6．ヘッジファンド

(1) ヘッジファンドの特徴

ヘッジファンドは、例えば米国の「The President's Working Group on Financial Markets（1999）」における定義では、「私的に組成され、プロの投資マネージャーによって運営される、一般投資家に広く購入されることのない、共同投資のための法的『器』（ビークル）」とされているが、確立した定義があるわけではなく、投資対象や投資手法も千差万別である²⁹。

一般的にヘッジファンドといった場合、

規制の緩やかな形式で設立し、比較的自由的な投資行動を取る

一定のリスクヘッジを行いながら、絶対的な収益を目指す

といった特徴を有するファンドを指していることが通例である。

ヘッジファンドの設立地については、上記の理由から、ケイマンや米国デラウェア州等、規制の緩やかな国や地域で設立されるものが多く、我が国におけるヘッジファンドの市場規模や投資額等については十分には把握されていない。

また、公募形態によらず、多くの場合私募形態をとる。これは、一定の条件に基づく私募形態とすることで、投資対象、手法等が限定されない（投資の自由度が高まる）ほか、当局の関与が相対的に小さくなる（投資情報の開示レベルが低くなったり、当局検査受入義務が免除されたりする等）ことに加え、ファンドマネージャーのインセンティブとなる運用成績に応じ

²⁹ 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」（平成 17 年 7 月）。

た成功報酬体系を導入することも可能となること等による³⁰。

このように、ヘッジファンドは基本的には閉じた世界で運営されているほか、複雑な投資スキームを有しており、投資家にとって投資方針、手段等の適切性を精査することは困難であると言われ、投資家は、ファンド調査を行い投資先選定に必要となる情報提供を行う機関（ゲートキーパー）を介することが一般的である。

法形式としては、米国籍（米国内の資金を米国内に投資する場合には、ファンドは米国内で組成する必要がある）のものはL P S形式、その他のファンドについては、投資資金が所在する場所や資金の投資先に関わらず、ファンドの組成場所が限定されていないこともあり、ケイマン等においてL L C形式、組合形式を用いることが一般的である。

ヘッジファンドの経済的意義は、投資家の資金の効率的運用、市場への流動性の供給に加え、ヘッジファンドが行う裁定取引では、市場の非効率性に着目し非効率性が解消されるまで投資を行うことから、マーケット全体で見ると、市場効率性を高める機能を担っていると見ることもできる³¹。

（２）ヘッジファンドの市場規模

ヘッジファンドは、米国において1950年頃にその原型が出来上がり、投資家の投資ニーズとあいまってその数が増加していった。特に、90年代に入る

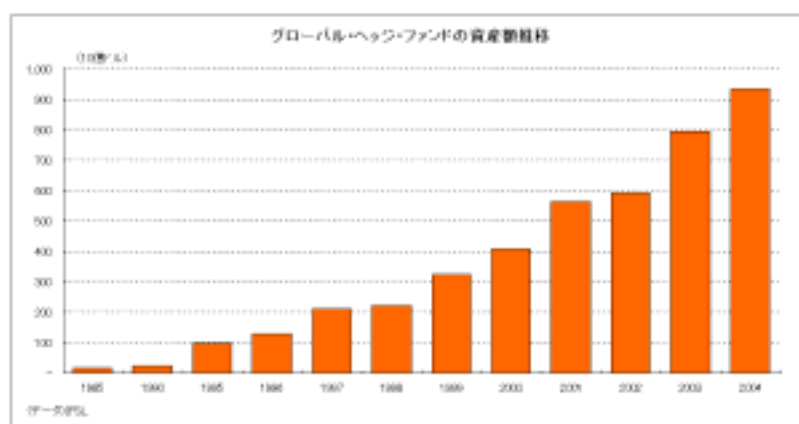
³⁰ 米国の場合、投資顧問法により、例えば過去12ヶ月における顧客数が15人未満の投資助言者については、投資顧問法の免除が規定されており、SECへの登録が義務付けられない。この結果、情報開示や当局検査の義務が免除されていることに加え、ファンドマネージャーの報酬体系についても、通常は業績連動型の報酬受取りが禁止されているが可能となる。

³¹ 前記日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」では、ヘッジファンドの多様かつ広範な取引が、一方向に偏りがちな市場に対して一定の流動性供給機能を果たすと共に、市場間の裁定関係を強め、市場機能の向上に寄与していると指摘している。

と、欧州通貨危機等を契機にその認知度は一層高まり、欧米においてヘッジファンド投資は急拡大していった。

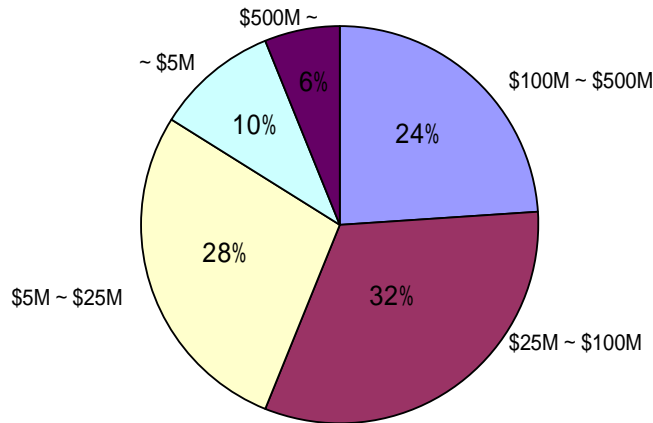
ヘッジファンドの市場規模は年々拡大しており、04年には資産残高ベースで9,000億ドル、またファンド数も8,000程度となっている。

(参考) ヘッジファンドの市場規模



個別ファンド毎の規模については、以下のように、500万ドル程度のものから5億ドル程度のものまで様々である。これは、ヘッジファンドの組成に当たっては、ファンドマネージャーが効率的運用を行うに当たって自らが望ましいと考える資産規模を個々に決定することが一般的であることが背景にある。なお、ヘッジファンドのうちファンドオブファンズ形態のものについては、150億ドル程度のものも存在する。

(参考) ヘッジファンド一つ当たりの規模



(資料) International Financial Services 「HEDGE FUNDS City Business Series」

ヘッジファンドの投資家を見ると、欧米では、元来は個人の超富裕層³²による投資から始まったことも背景に、個人超富裕層が今でも中心的存在と言われているが、最近ではこれに加え、典型的な機関投資家である年金基金や保険会社等、さらにプライベートバンク、大学基金等が挙げられる。他方、わが国では、00年以降投資先不足に悩んでいた本邦金融機関を中心にヘッジファンドに対する投資が本格化し、現在のところ、銀行、保険等金融機関や一部事業法人（主にノンバンク）等がヘッジファンド投資を行っているほか、足下では、特に伝統的な資産（株式・債券等）の代替（オルタナティブ）投資を行う年金基金による投資も増えてきている³³。

³² ヘッジファンドは、関連法制の適用を免れ、あるいは例外的扱いの中で運営されているが、こうしたファンドに対して投資を行い得る個人投資家については、米国投資会社法の中では500万ドル以上の投資を行っている者のみと規定されている。

³³ 厚生年金基金は2000～02年度の3年間連続で運用利回りがマイナスとなったこと、我が国経済の低迷（株式・債券等の低迷）、金利上昇リスクへの対応の要因により、絶対リターンを求めるヘッジファンドへの運用ニーズが拡大し、現在では、相対的にリスク分散の容易なファンド・オブ・ヘッジファンズを中心に年金基金による投資が増大しているといわれる。現在、我が国企業年金の約3割がヘッジファンドに運用しているとの説もある。

こうした投資家の拡大の動きについては、当初ヘッジファンドは投機的な投資行動を行うイメージが強かったが、一部には低リスクの運用を行うヘッジファンドもあり、比較的安定的な投資を期待する投資家層にも受け入れられてきているとの指摘もある³⁴。

(3) ヘッジファンドを巡る課題

わが国では、投資顧問業法に基づく投資助言（投資一任業務を含む）において、顧客（投資信託等）に対し有価証券の貸付および斡旋を行うことが制限³⁵されており、ヘッジ取引等に必要な空売り等が制約を受ける形となっている。このように、投資手段に制限があることから、米国のようなヘッジファンド運営を行うことは困難であるのが実情である。こうした中、国内のファンド運営会社がヘッジファンドを組成しようとする際には、海外にファンド運営会社を設立（現地法が適用される）すると共に、国内の投資顧問業者が同社に対し運用助言を行う形式をとるものも見られる（この場合、国内投資顧問業者は金融庁に対する登録を行うのみ）。このように現時点で日本国内ではヘッジファンドとして活動するファンドは限定的³⁶である一方、世界的に見ると、ヘッジファンドの資産規模およびファンド数は先述のように米国を中心として年々増加している。こうした状況を踏まえ、各国金融当局および中央銀行の間では、市場参加者としての存在感の高まりや、国際的な市場間の裁定取引の進展に伴う、破綻時の波及効果等に関心が高まっており、これ

³⁴ ヘッジファンドに投資する機関投資家の比率が高まっていることが、ヘッジファンドのリスク特性の変化に作用した（機関投資家からの規律付け）可能性があるとの指摘もある（日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」）。

³⁵ 投資顧問業法第20条は投資顧問業に関して顧客に対し有価証券の貸付および同斡旋を禁止しているが、投資一任業務については第33条の準用規定において信用取引を利用する際に生ずる証券会社の顧客に対する貸付を除くとしている。

³⁶ 最近ではヘッジファンドの日本人ファンドマネージャーを発掘・育成する動きもみられる。

までは規制の隙間で運営され、十分に把握できていなかったヘッジファンドの実態調査を進めると共に、ヘッジファンド投資に係る制度整備、モニタリングのあり方等について、検討を行っているところである^{37、38}。こうした検討は主に、ヘッジファンドの規模及び取引範囲の世界的拡大に伴うシステム・リスクをいかにして封じ込めるかという、金融システムの健全性を維持するための規制のあり方を論じているものと整理することが可能であり、投資家保護の文脈とは異なることに留意が必要である。

一方、欧州やアジアには、ヘッジファンドの自国内設立や、小口投資家への販売を容認する動きが出てきている³⁹。

我が国におけるヘッジファンド規制のあり方については、こうした状況を総合的に勘案しつつ、ヘッジファンドが我が国経済に与える効果、影響を十分に踏まえ、いわゆる投資家保護の観点からは、公募・私募、プロ・アマといった一般的な区分を念頭において、市場規律が最も有効に機能するような仕組みを検討することが適切ではないかと考えられる。

³⁷ 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」(平成 17 年 7 月)。

³⁸ 2005 年のグレンイーグルズ・サミットにおいて、ドイツのシュレーダー首相(当時)はヘッジファンドの国際的な規制を図るべきとの声明を発表した。

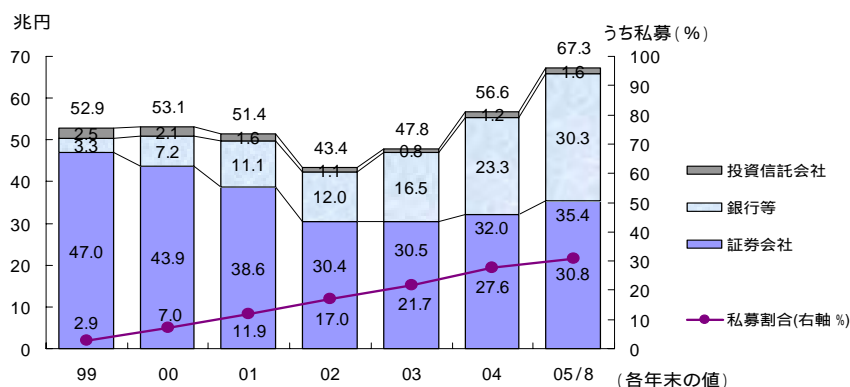
³⁹ 英国では米国 SEC の規制と平仄を合わせて大手ヘッジファンドを集中的に規制対象とする方針で議論が行われている一方、英国内でヘッジファンド・ビークルの設立が可能となったほか、独・仏やシンガポールでは、小口個人投資家への販売を認める動きも出てきている。

7．投資信託

投資信託は、基本的には、上場株式や公社債、金融先物等、市場において取引されるものを対象として投資を行うスキームである。

現行の投資信託法の基礎は、株式市場の活性化を目的として、1951年に制定された「証券投資信託法」であり、我が国における投資ファンド法制としては最も歴史のあるスキームである。61年に公社債投信の組成も可能となり、80年より組成された中期国債ファンドにより市場が大きく拡大した。近年では、98年（平成10年）の法改正により、委託会社について免許制から認可制へと移行し、担い手の新規参入を促すと共に、私募制度の導入や銀行窓口での販売解禁により、投資家層の拡大が図られた。00年（平成12年）の改正では、投資信託による投資対象を拡大し、不動産等への投資も可能とした結果、不動産投資信託（REIT）の市場は年々拡大しており、ファンドを通したオフィスビルやマンション、商業施設等への投資が活性化している⁴⁰。

（参考）投資信託の販売窓口別純資産残高



（資料）投資信託協会

⁴⁰ 我が国の不動産投資信託では、投資法人の形式を取るものがほとんどであると言われている。

投資信託のスキームの応用として、地域においてファンドを設立し、地元の投資家が地域中小企業に対して投資を行おうとする動きが見られる。特に非上場の中小企業については、上場企業ほどの情報開示が義務化されておらず、あるいはそれほどの情報開示を徹底すると、資金調達コストが負担しきれなくなるおそれがあるが、地域において投資先となる企業の目利きやモニタリングを行うことで、より効率的に資金供給、調達を行うことが可能となると考えられる。また、中小企業においては、株式発行による資金調達は、企業と投資家双方に抵抗があるが、企業が私募債を発行し、それをファンドが引き受けることで、こうした課題を解決できるとの指摘もある。

ところで、こうしたファンドは、上場企業向け投資を中心としたものと比較して規模が小規模となるため、円滑な運営のためにはファンドのランニングコストをできる限り低く抑える必要がある。現行の投資信託法においては、その運用の指図に係る権限は、投資信託委託業者等の限られた者にのみアウトソーシングすることができるとされているが⁴¹、「運用の指図」の範囲が明確でないため、投資信託業務の運営に係るバックオフィス業務のアウトソーシングを円滑に行うことができないとの指摘がある。また、実際にアウトソーシングするとしても、引受手がほとんどおらず、育成する必要もある。

投資信託の運営コストに関しては、外国投資信託等が我が国において募集等を行う場合、投資家が英文による契約に同意していても、契約内容を邦訳した上で監督官庁に届出をする必要があり⁴²、この点についても過剰なコスト負担を強いているのではないかと指摘があり、我が国が国際的な金融拠点となるためにも、柔軟な運用が求められる。

⁴¹ 投資信託法第 17 条第 1 項等。

⁴² 同法第 58 条等。

8．商品ファンド

（１）商品ファンドとは

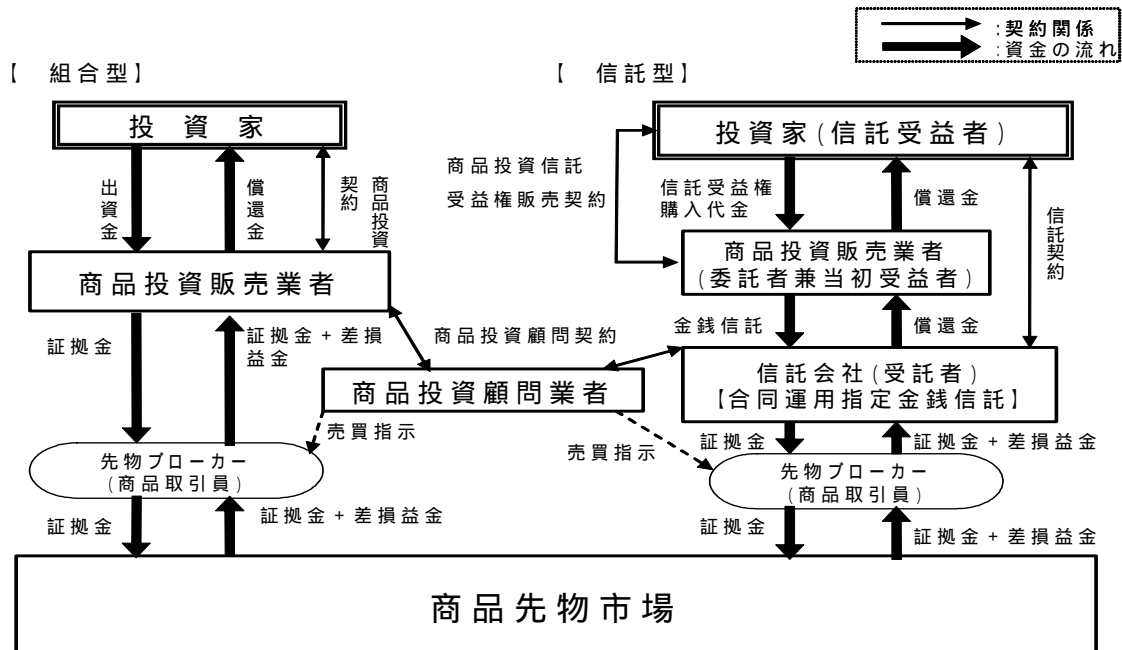
商品ファンドとは、ファンドの組成事業者が投資家から資金を集め、「主として⁴³」商品投資による運用を行い、それによって得られた収益を投資家に分配する金融商品である。

商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）により、その組成や販売を行う事業者（商品投資販売業者）について、主務大臣による許可⁴⁴が必要とされるほか、顧客への書面交付義務、報告書の交付義務、クーリング・オフ、不当勧誘の禁止、誇大な広告の禁止等、投資家保護の規制が行われている。また、商品ファンドの運用については、商品投資顧問業者（商品投資に係る投資判断の全部又は一部の一任を引き受ける業者）による運用が義務付けられており、当該商品投資顧問業者についても、商品ファンド法により、主務大臣による許可が必要とされるほか、顧客への書面交付義務、報告書の交付義務、不当勧誘の禁止、金銭等の預託の受入れ禁止、誇大な広告の禁止等、投資家保護の規制が行われている。

⁴³ 商品ファンドは、出資財産を「主として商品投資により運用」するものである（商品ファンド法第2条第2項）が、この「主として」とは、商品投資（先物・オプション又は現物）により運用される金額（先物では証拠金ベース）が出資財産の1/2超、又は商品投資（先物・オプションのみ）により運用される金額が出資財産の1/3超であると定められている。さらに、商品投資以外で運用する部分について、金融商品を組み入れる場合には、商品投資で運用される金額が出資総額の1/2超の場合であって、金融商品で運用される金額が、出資金額の1/2未満でなければならないとし、そのうちリスク性金融商品については、出資金額の1/3以内でなければならないとされている。

⁴⁴ 商品ファンドについては、組合理型、信託型いずれの場合も、その組成・販売を行う者を含めてその販売業に対して許可を要することとしている（商品ファンドと同様に、ファンドの組成について許可（認可）を要する場合として、投資信託法上の投資信託委託業がある）。

(参考) 商品ファンドの仕組み



(参考)商品ファンドの運用品目

商品ファンド法にもとづく分類					
			詳細	現物のみ（ロング）	両建先物含（ロング＋ショート）
金融商品			有価証券・証券先物取引・金融先物取引 株式・債券・転換社債等	伝統的運用	
その他 1			通貨		
指定物品	特定商品（特定商品指数）	商品取引所法の商品 エネルギー・穀物・貴金属等			
	特定商品を除く 特定物品	鉱業権 工業所有権・施設利用権		×	
	特定物品を除く 指定物品	競争用馬・映画・絵画・鉱業権			
その他 2			不動産他	×	×
貸付債権				×	×

…商品 …商品ではないが運用対象 ×…取引が存在しない

第3回議事資料「商品ファンドについて」(オリックス株式会社福島委員)より抜粋

商品ファンドは、大まかには、

商品市場での先物取引を主として行うファンド

使用により得られる収益の予測が困難な物品（競走用馬、映画、絵画、
鉱業権等）を対象とする現物取引を主として行うファンド（現物ファン
ド）

に分けることができる。

以下では、前者（狭義の商品ファンド）について詳論する。

（２）商品ファンドの歴史

商品ファンドは、もともと米国において発展してきた金融商品であり、1987年のブラックマンデーの際、証券に投資した投資家が損失を被る中で、商品ファンドが着実に収益を上げていたことから注目を集めたものと言われている。

我が国においては、88年に一部の商社が海外において組成された商品ファンドを国内で販売することにより始まったとされる。当時の法人資産及び個人資産の蓄積の増大等を背景とした資産運用における収益性の重視、リスクヘッジのための投資対象の多様化といった流れの中で、商品に対する投資ニーズが急増し、それまで商品投資に無関心であった個人投資家も含めた一般投資家が幅広く参入するようになり、商品ファンドを取り扱う事業者も増加していった。このような状況下、90年には商品ファンドを巡る事件が発生し、商品投資事業にもディスクロージャーや不当勧誘の禁止等の投資家保護策を講ずる必要性が高まり、91年（平成3年）に商品ファンド法が制定された（92年（平成4年）施行）。

商品ファンド法が制定された立法上の目的として、悪質な事業者の排除、ノンバンク、商社その他の事業会社が、一定の規制の下で金融商品の販売が可能な制度の導入及び当該制度に基づく信頼あるファンド事業の振興、商品市場への資金流入スキーム制度化による商品市場の振興、といった点が挙げられている。

(3) 商品ファンドの特徴

商品ファンドの特徴としては、

商品投資顧問の運用手法によって、商品先物取引を直接行う場合に比してリスクを軽減する、

ファンドの主たる投資先である商品市場は、株式市場や債券市場との相関性が低いため、主として商品市場に投資している商品ファンドは、資産運用における分散投資効果を高める、

原油、ガソリン、金と言った商品市場への投資であるため、インフレヘッジとして機能する、
といった点が挙げられる。

このような特徴を有する商品ファンドは、その社会的意義として、

商品投資という従来の投資とは異なる性質を持つ投資活動への一般投資家の参加を容易ならしめる（投資家の裾野を広げる）、

まとまった資金を市場に供給すること（流動性の増大）により、商品先物市場の活性化に寄与する、

ファンドが世界的な規模による裁定取引を行うことにより、国際的な価格の平準化に寄与する、

といった点が指摘され、特に、個人投資家が主体の日本の商品市場において、市場参加者の多様化に貢献し、市場参加者の構造を転換する資金供給ピークルとして重要な役割が期待されている。

(4) 商品ファンドの課題

商品ファンドの設定形態には、匿名組合契約型、任意組合契約型、L P S 型（組合契約に相当する外国の法令によって組成されたもの）、信託型⁴⁵がある。商品ファンドの年間の設定額は減少傾向にあり⁴⁶、商品取引市場の活性化の観点からは、現在の商品性や規制が現下のファンドに対するニーズの受け皿として最良なものか検討が必要であるとの指摘もされている。実際、有価証券や商品、不動産といった多様な財産をポートフォリオにして適時資産を入れ替えることができるような柔軟な運用が可能なファンドの組成ニーズも出てきており、また投資信託においては、実質的には商品市場へ投資する形態であるものが出現してきている。また、他の集団投資スキーム法制等を参考に、契約成立時交付書面（第 17 条）やクーリング・オフ（第 19 条）等、商品ファンド法の規定を見直すと共に、適合性原則について法定すべきとの指摘がされている。一方で、現行の事業継続性や商品投資の実態、例えば、商品の市場性・譲渡性、販売行為の内容等の違いを十分踏まえた検討が必要であり、また、兼業規制等の規制緩和の観点も必要との指摘もある。

このように、各種の資産を横断する柔軟なファンド運営に対するニーズや商品市場への資金供給ピークルとしての期待に応えるため、商品ファンドの

⁴⁵ 有価証券、不動産等を主として投資対象とするものは、投資信託法により規制される。

⁴⁶ 商品ファンドの市場規模は、現在運用中のファンド本数は 32 本、運用資産総額は約 406 億円である（平成 17 年 11 月末）。また、ファンドの規模は一般的には数億円程度であり、現在はほとんどが匿名組合の形式を利用している。個人投資家数は 1 ファンド当たり数十人から数百人、全ファンドで延べ約 1 万人、法人顧客数は延べ 350 社と言われている。

実態や特性を踏まえ、商品市場に係る政策との整合性の確保等を図りつつ、商品ファンドを巡る様々な課題や環境整備について検討することが必要である。

なお、これとは別に、映画等の一部の現物を取扱うファンドについて、商品ファンド法で規制することの是非についても検討が必要であるとの指摘がされている。

9 . コンテンツファンド

コンテンツファンドには、必ずしも確立した定義があるわけではないが、映画やゲーム、アニメ等のコンテンツの製作のために出資を受けて著作権等を獲得し、その事業収益を得ることにより利益を獲得するものであると言われている。

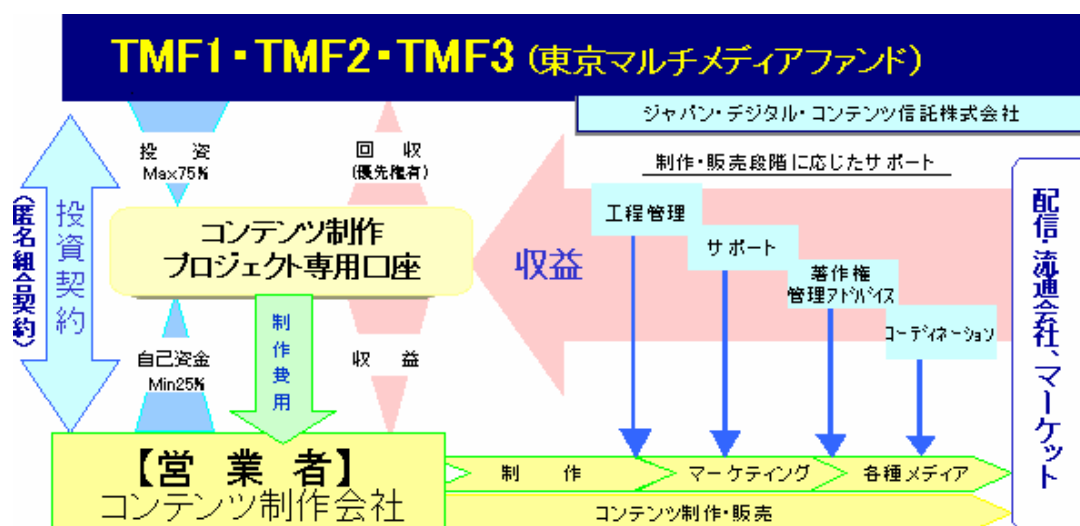
コンテンツの創造を担うコンテンツ制作会社には、製作費等の規模と比較して規模の小さい会社が多く、資金力や銀行借入の源になる物的担保が十分ではない。そのため、コンテンツ産業においては、倒産等の「企業リスク」に左右されず、コンテンツの製作及び流通という事業に係る「事業リスク」に応じて製作資金を調達することが重要となっている。コンテンツファンドは、コンテンツ産業界以外からの資金調達が容易なため大規模な資金を集めやすいのではないかと、コンテンツ制作会社のイニシアティブによる資金調達が容易なためコンテンツ制作会社の創造性が発揮されやすいのではないかとといった期待も寄せられており、「事業」に着目した資金調達手段の一つとして注目を集めている。

ファンドの投資先企業は主に小規模な制作会社で、募集対象は少人数のものから一般投資家を広く募るものまであり、公募の場合には多くは証券取引法に基づくディスクロージャーを行っている。また、法形式も任意組合、匿名組合、L P S 等様々であり、平成 16 年の信託業法改正を受けて信託形式を活用する例も出てきている。

なお、従来からコンテンツを製作する際には「製作委員会」と呼ばれる共同事業体を作品毎に組むケースが一般である。製作委員会は、参加企業が単に資金を拠出するのではなく、全企業が実際に業務執行に携わることを念頭

に形成されている⁴⁷ものであり、ここでいう投資商品としての「ファンド」ではない。

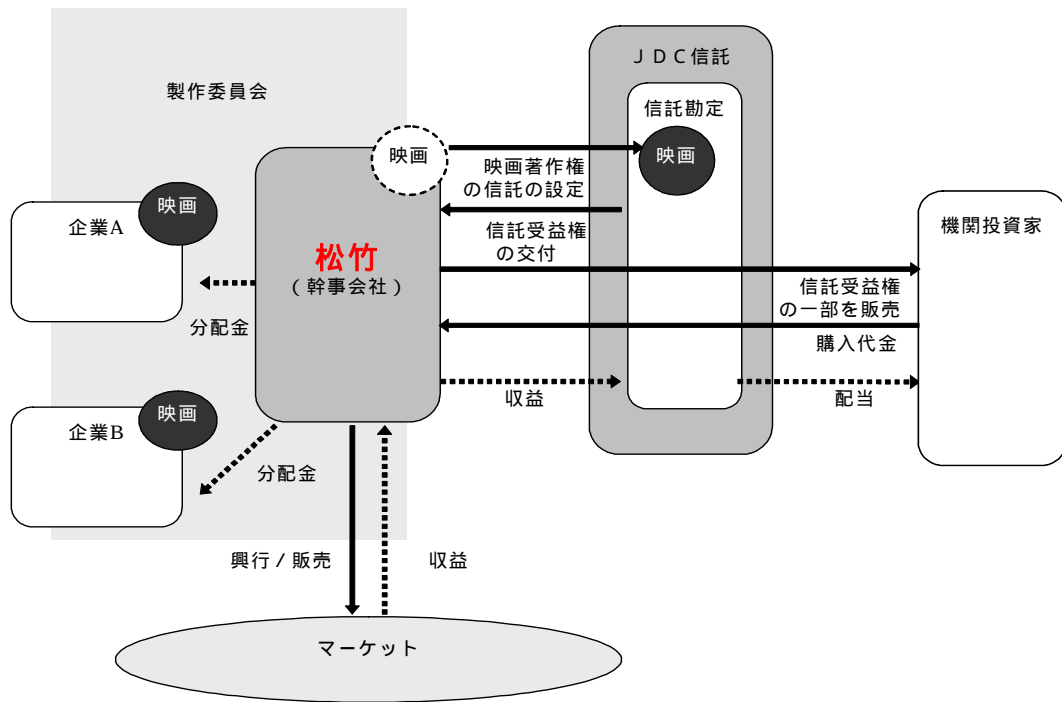
(参考) コンテンツファンドの例



第3回議事資料「コンテンツファンドについて」(ジャパンデジタルコンテンツ信託土井委員)より抜粋

⁴⁷ 複数の企業や個人が同一の目的に向け、協力して事業に取り組むために出資して任意組合を設立するケースの一例であり、同様のものとしては、例えば弁護士事務所、建設共同企業体がある。

(参考) 信託を用いたコンテンツファンド



第3回議事資料「コンテンツファンドについて」(ジャパンデジタルコンテンツ信託土井委員)より抜粋

10．新しいファンドの展開

以上のように、ファンドは従来の金融主体に比べて、より柔軟な組織、業務を行っており、複雑化する世の中のニーズへ対応しやすいことから、近時、こうしたファンドの機能面での特徴を活用し、様々な種類のファンドが登場している。

企業に対する資金供給として、デットのシニアの部分を銀行等がローンで出し、またエクイティをP Eファンド等がとるとして、これらの間にあるデットの劣後部分に対して資金を供給するのが「メザニンファンド」である。企業のキャッシュフローに対して、銀行等がローンで出せる額は概ね決まっている（年間キャッシュフローの何倍等）。また、ファンドの収益性が近年低下してきていることを背景として、（エクイティに投資する）ファンドがレバレッジをきかせようとするため、ファンドがとるエクイティ部分も相当程度薄くなっている。このように、銀行等によるローンと、従来ファンドがとってきたエクイティの間にすき間が生じるため、現在、こうしたメザニンへ投資するファンドに対する需要が、徐々に高まっていっていると言われている。

また、道路や橋、あるいは送電線、学校等、経済社会活動を支える公共性の高いインフラに対して投資を行う「社会投資ファンド」も我が国に登場している。こうした投資については、当該インフラ資産からの収益には限界があることが一般的である一方、中長期に渡って安定的なキャッシュフローが得られることが多い。したがって、GPとしては、高レバレッジでファンドを組成することが可能であり、また組成したファンドへの投資は、一般投資

家（LP）にとっては国債の代替と成り得ると期待されている。諸外国の中では、PFI（Private Finance Initiative）やPPP（Public Private Partnership）といった動きと合わせ、英国やオーストラリアで多く取り組まれており、それぞれ小さな政府を目指す中で、鉄道会社の民営化に活用された例等がある。他方で、公共性の高い分野が民営化されることにより、インフラに関する事故等があった場合に批判されることもあり⁴⁸、収益性と公共性両面からの検討が求められており、直接の資金供給ではなく、ファンドを活用することのメリット等についての検討も必要であるとの指摘がある。

さらに、株式や債券等に直接投資を行うのではなく、それらに投資を行っている別のファンドに対して出資する「ファンドオブファンズ」が増えていると言われている。ファンドオブファンズが活用されることで、最低投資単位の大きなファンドでも小口投資家が（間接的に）持分を保有することができるほか、株式等に投資を行う上で必要となる投資先企業のデュー・ディリジェンスではなく、ファンドオブファンズのGPのデュー・ディリジェンスを行えばよく、効率的なファンド運営が可能となる。そのほか、投資先をより広範に分散することが可能となるメリットもあり、例えば年金基金がヘッジファンドに投資する場合に用いられることが多い。

「セカンダリーファンド」は、他のファンドから投資対象である未公開株式を買い取るファンドである⁴⁹。

我が国のファンドに関しては、中小有責法が制定された98年（平成10年）

⁴⁸ 英国では、British Railway（旧国営鉄道会社）の民営化に際し、社会投資ファンドが活用されたが、結果として20社の鉄道会社が乱立し、事業の質が低下したと言われている。

⁴⁹ 近年、我が国でも具体的事例が出始めている。

頃に組成された多数のファンドが10年の満期を一斉に迎える、いわゆるファンドの「2007年問題」を数年後に控え、これまでファンドが保有していた未公開株式を換金し、LPに一旦分配すること、及びLPがファンドに投資していた資金を引き続き後継のファンドで受け入れることが求められている。セカンダリーファンドは、他のファンドから投資対象である未公開株式を買い取り、そのファンドに対してLPに分配する現金を供給すると共に、買い取った未公開株式の発行企業が継続してファンドから投資を受けることを支援することができる。

また、ファンドの出資持分の譲渡を受けるファンドもセカンダリーファンドと呼ばれ、これはファンドオブファンズ的一种であると言える。PEファンド等の私募ファンドでは一般に、GPとLPの相対の関係を重視した契約としており、LPとしての地位の譲渡には制限が付されていることが多い。そのような状況下でも、LPの投資戦略の変更等の事情によりLPが他者に地位を譲渡することを希望する場合、GPは、新たなLPがファンドの投資方針に理解を示しているか、またキャピタル・コールに応じるだけの財務的基盤を有しているか等を審査した上で、譲渡を認めることがある。セカンダリーファンドはこうした場合のファンド出資の受け皿となることができる。

海外では、銀行がLPである場合にファンドの出資持分が譲渡される事例が見受けられる。銀行は、ファンドから生じるリターンを得るのみではなく、ファンドが扱うLBO案件におけるデット融資を引き受けることを期待してファンドに投資を行うことがある。このような場合、ファンドの新規案件への投資が行われる3年から5年が経過すると、デット融資の機会もなくなるため、BIS規制の観点からリスク資産を圧縮する目的もあり、その時点でファンドの出資持分の譲渡を希望することがあると言われている。

欧米では、セカンダリーファンドの規模はプライマリー市場に対して 5%程度存在すると言われており、我が国においても 2007 年を一つの契機として、今後発展してくる分野であると考えられる。

第3．ファンドを取り巻く各プレーヤー

1．投資家（LP）の視点

今までは、主としてGPの立場から俯瞰してきたが、LPにとっては、ファンドはあくまで投資対象であり、資産運用の一つとしてファンド投資を行うのが通常である。LPがファンドに投資するに当たっては、GPについて、様々な事項について様々な方法でデュー・ディリジェンスをしている。以下ではその内容や手法を取り上げる。

（1）デュー・ディリジェンスの内容

ファンドマネージャーの実績の評価

ファンド投資の場合には、LPとなる投資家の意思や判断がファンドの行う個々の業務のすべてに細かく反映されることとはならず、最終的な投資判断や投資先企業への経営指導等の働きかけは、GPあるいはファンドマネージャーが裁量性をもって行うこととなる。したがって投資家がファンドへの投資判断を行う場合には、最初にファンドの運営方針、投資手法に照らし、ファンドマネージャーが収益を上げるための知識や能力、経験を有しているかを慎重にデュー・ディリジェンスしなければならない⁵⁰。ファンドマネージャーが会社であるならば、当該会社がそれまでどのようなファンド運営を行ってきた、どのような実績をあげているか（トラックレコード）を見ることとなる。また、分析は会社の中の個人のレベルまで及

⁵⁰ 投資家によっては、収益性だけでなく、新たな取引先の開拓等ビジネスチャンスを見つける目的でファンド投資を行う場合もある。様々な目的をもった投資家が混在すると、ファンドの運営方針に関する意見の相違が出ることもあるとの指摘がある。

ぶ。その会社の中で誰が中心となってそれまでのトラックレコードを達成してきているか、その個人は新たに募集しているファンドにどの程度関与するのか、あるいは、新たなファンドはどのようなチームで運営することになっており、それぞれのチーム員の実績やどのような役割分担となるかについて厳しく審査し⁵¹、新たなファンドが、それまでの実績（以上の結果）を再現性をもって達成できることを検証する。我が国のファンド運営会社において投資判断を行っている者は、会社の従業員として数年で異動してしまうことも多く、ファンドが投資を行う全期間を通しての最大利益ではなく、自らの異動までの短期間での収益を優先することもあるとの問題も指摘されている。

このように、ファンドの評価は極めて属人的に決まることが多い。仮にある会社が初めてファンドを組成する場合においても、個人レベルで過去に実績を有する運営者が運営することとなっていれば、特にその者に注目して追跡調査を行い、投資判断をすることとなると言われている。

インセンティブ・プラン

また、運営者に対するインセンティブ・プランも重要視される。ファンドマネージャーが最高のパフォーマンスを図るように、ファンドマネージャー自身がファンドに対して一定の出資を行うことを求める。ファンドの資産の一部が自己資産であることにより、ファンドマネージャーは単に管理手数料に係る収入を得るのみとはならず、ファンドの投資成績が自らの

⁵¹ 契約においては、「キーパーソン条項」が設けられることがある。キーパーソン条項とは、ファンドを実質的に運営する特定の数名をキーパーソンとして指定し、キーパーソンがファンドの運営に携わらなくなる場合には、ファンド運営を停止したり、投資家（LP）が投資資金を引き上げたりする規定である。

収益に直結するようになり、ファンドとファンドマネージャーの利害とが一致するようになると考えられる。投資家の中には、「収益可能性の高いファンドとして募集するのであれば、まずファンドマネージャー自身が当該ファンドに投資を行うのは当然」とする声も多い。個人レベルで見れば、ファンドの成功報酬等がG P内の関係者に対してどのように配分されるか、リターンに応じた報酬体系を取っているか否かといったことまで調査項目として挙げられることがあると言われている。

利益相反取引の排除

その他の調査事項としては、L Pとなる投資家とファンドマネージャーとの利益相反となる行為を事前に排除し、ファンドマネージャーがファンドの利益最大化に最善を尽くすことの確認を行う。利益相反の例としては、典型的には、当該ファンドマネージャーが投資方針の似た複数のファンドを運営している場合に、市場取引の行われている投資対象について、一方のファンドにおいてはロングポジションを、他のファンドにおいてはショートポジションをとることとしている場合と考えられる⁵²。他にも例えば、収益を上げられる可能性の高い投資対象をファンドマネージャーが発掘してきたときに、その投資対象に対してどのファンドから投資を行うか、ということがある。個々のファンドの利益の最大化を図るためには、ポートフォリオ戦略等が許容する範囲内で、その投資対象をできる限り多く購入することが望ましいと考えられるが、複数のファンドを同一のファンドマネージャーが運営していると、どちらかのファンドのみで投資を行っても、

⁵² もちろん、ファンド間の投資方針の違い、残投資期間や投資金額の制限、他のポートフォリオのリスクヘッジとしての必要性等の要因により、ファンド間で投資判断が異なってくることはあり得る。

あるいはファンドすべてで均等に投資を行うこととしても、いずれかのファンドにとっては最善の選択をしなかったこととなり得る。

また、ファンド運営会社に親会社等の様々な株主が存在する場合、ファンドの投資判断と親会社等の利害が一致しないこともあり得る。ファンドと親会社等が投資に関して互いに競合する場合においても、LPにとっては、GPがファンドの利益を常に優先することが求められる。あるいは、GPにとってそれが不可能であれば、GPは投資家がファンドへの投資判断を行う際に自らその情報を開示し、親会社等と利益が一致しない投資対象を具体的に示してこれに投資しないことを事前に明らかにして、投資家の判断を仰ぐことが必要である。

(2) デュー・ディリジェンスの方法

投資家による調査の方法としては、募集を行うファンドマネージャーによる情報開示を求めることが中心となるが、場合によっては、当該ファンドマネージャーが運営するファンドに過去に投資したことがある投資家、それまでに投資対象となったことのある企業、ファンド運営会社を退職した社員等まで、国内外を問わずインタビューを行うことも多い。中でも、海外投資家の間では、投資家同士での情報交換が盛んであり、そうした情報交換の中から評価の高いファンドマネージャー、あるいはそうした評価の具体的指標が選ばれていくとも言われている。

このように、投資家によるファンドマネージャーの調査は非常に詳細なものとなるが、LPとGPの関係として重要なことは、セルサイドとなるGPは、仮にGP自身にとっては不利となる情報であっても、想定されるあらゆるリスク等の情報を事前に積極的に投資家に対して開示した上で、バイサイ

ドのLPとなる投資家が自己の責任で投資判断を行うことである。また、投資家としても経験を積み判断能力を高め、GPに対する要求を厳しくすることによって、結果としてGPの能力も向上するものと考えられる。

現状においては、事業再生及び金融機関の不良債権処理も一巡し、ファンドの投資先が広がる以上にファンドに多額の投資資金が流入している状況であり、ファンドへの投資あるいはファンドからの投資に関して、リスクに見合わないリターン設定をしているところもあるとの指摘がある。LPとしても、厳しいデュー・ディリジェンスによりGPの過剰投資を時に抑制しつつ、ファンドに規律をもたらすことが求められる。

プロ投資家については、ファンドに対する上記のようなデュー・ディリジェンスを自ら行うことが可能であるし、またその程度の規律をもつことが必要であると考えられる。他方、一般投資家については、こうしたデュー・ディリジェンスを自ら行う能力を必ずしも有しておらず、また投資単位も小さくファンドの評価にそれほどコストをかけることができないことから、投資家とファンドマネージャー以外の第三者がこれを支援することが必要であるとの意見がある。例えば、ファンドオブファンズやゲートキーパー（格付機関を含む）は、ファンドを評価する立場にあり、こうした第三者機関が投資家による投資判断を支援することで、投資家によるファンド投資の拡大を図ることができるのではないかと指摘もある。

（３）ファンドの新たな活用

ところで、事業会社の中には、自身がそれまで蓄積してきた知識やノウハウを利用することができる新たなビジネスとして、ファンドに注目するところ

ろがある。例えば、ある事業会社において、取引先が資金を必要としているときにファンドを組成し、事業会社がその有するノウハウを活用して事業性の評価を行いながら資金供給を行ったり、あるいはファンドが発掘したベンチャー企業等と業務提携することを視野に入れながら投資を行ったりすることがあり、こうした場合の事業会社はプロ投資家であると言える。このようなケースは、ファンドというリスクマネー供給の仕組みを応用した好例であると言え、今後も幅広い投資家の参入拡大を図ることが必要である。

2．投資先となる企業の視点

次にファンドの投資対象となる企業の立場からファンドを見てみるが、ファンドの役割は以下のとおり様々である。

(1) 企業にとってのファンドの役割

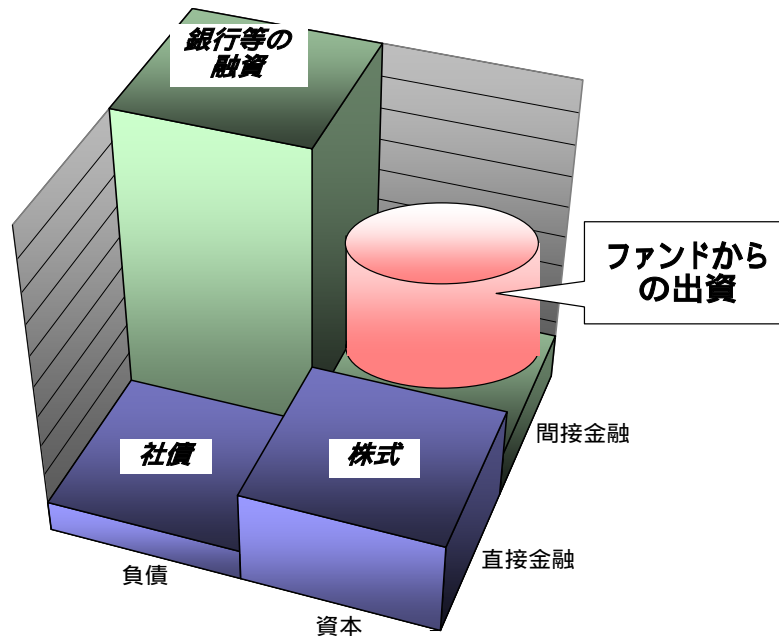
ファンドの投資先としては様々な資産が挙げられるが、中でも企業に対して投資を行う場合において、投資先企業の観点では、ファンドは、資金調達先としての役割と、株主等の立場を兼ねながら経営の助言を行う主体としての役割の両面を併せ持っていると言える。

資金調達先としての役割について見ると、昨今の銀行等既存金融機関の経営状態の悪化、あるいはリスクを取れない資金である預金を裏付けとした融資の限界により、資金を調達することが困難であった個人や企業が、ファンドという新たなリスクテイカーの登場により資金供給を受けることが可能になっていると考えられる。また別の観点では、企業の資金調達を直接金融と間接金融⁵³、デットとエクイティという二次元でとらえると、旧来型の資金調達構造では間接金融型でエクイティ性の資金を供給する主体がいなかったところであるが、この部分をファンドが補完してきていると考えられる⁵⁴。

⁵³ 「間接金融」は、狭義には預金取扱金融機関による（負債性の）資金調達を指すことが多いが、ここではファンドも含め、本源的な資金の出し手と取り手の間に仲介機関が存在するスキームを間接金融と表現する。

⁵⁴ ファンドの機能は多様であり、例えば地域再生ファンドでは、中小企業のデットを中心として投資を行い、これまで担い手のいなかった中小企業の再生支援を行っている。

(参考) ファンド出資の位置づけ



(2) 上場企業と非上場企業それぞれにとってのファンドの役割

非上場企業にとってのファンドの役割

非上場企業にとっては、株式等の流動性が限定されていて、小口の資金を広く集めることが困難であり、大きな単位の資金をまとめて供給することができるファンドは重要な存在である。また、非上場企業の中でも中堅・中小企業では、経営のノウハウ等の蓄積が必ずしも十分ではなく、幅広い経験を有するファンドの支援を受けることで、更なる経営の改善を図ることが可能となると考えられる。

非上場企業については、流動性のある市場が存在し株価が短期的に上下することはなく、ファンドがリターンを得るためには、投資を受けた企業がIPOするか、あるいはM & Aにより他社に売却する必要があるため、

ファンドは短期的な収益を得ることを目指すのではなく、投資先企業の確実な価値向上を図ることが求められる。その点では、企業とファンドの利害関係が一致しており、ファンドは企業にとって強力なスポンサーとなっていると言える。

上場企業にとってのファンドの役割

上場企業に対するファンドからの投資は⁵⁵、投資信託により長く行われてきているが、近年はとりわけ事業再生の分野においてP E ファンドが活躍する事例が多く見られる。ファンドが企業に資金を供給すると共に経営知識やノウハウを提供して、財務の健全化や事業再構築を推し進めて企業価値を高め、再び競争力のある企業へと立ち直らせている。

ところで、企業とファンドでは、時間軸のとらえ方について違いがあるとの指摘もある。企業は中長期的な成長戦略を立案しながら、人材育成や設備投資を行っていくが、ファンドは本質的には一定の投資期間内での最大収益を目指すこととなり、したがって企業に比べると短期的な視点で戦略を立てることもあり得る。

他方で、株式の持ち合い解消も進んできている。企業は、株価の安定や中長期にわたる経営方針の遂行のため、安定株主を必要としている。足下の市場の動向を見ると、市場規模の拡大に増して、売買高の増加が顕著となっている。特に個人投資家を中心として投資家層は拡大してきているものの、「デイトレーダー」に代表されるように、主にキャピタルゲインを目的とした短期的売買が行われることが多く、株式を中長期間保有してイン

⁵⁵ ファンドが上場企業に対して投資を行う場合には、ファンドが企業との交渉の中で非公表の重要事実を知ることがあり、インサイダー取引規制への抵触がないようにすることが必要である。

カムゲインを得ようとする投資家は依然として少ない。このような中で、ファンドが個人投資家等から資金を集め、その目利きの能力を活かし、短期的な収益に左右されることなく、発展可能性の高い企業に対して中長期にわたり効果的に資金を供給すると共に、投資家に長期投資の機会を提供していくことが期待される。

以 上