

平成 22 年度産業金融システムの構築及び整備に係る調査委託事業

**我が国経済の活性化を担う
ファンドの有効活用に向けた事業環境整備
に向けた基礎調査
(報告書)**

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

(事務委託先：(株)大和総研)

2011 年 3 月

はじめに

我が国企業が、様々な成長局面においてビジネスリスクをとって事業展開を進めていくためには、長期の投資資金と経営支援ノウハウを有するベンチャーキャピタル、事業再生ファンドやバリューアップファンド等のバイアウトファンドなどの投資組合（所謂、VC ファンドやPE ファンドといわれるもの。以下、ファンドと総称する）を経由したリスクキャピタルの供給が果たすべき役割は、ますます重要となっていくことが予想される。

ただし、我が国において依然ファンドの市場規模が大きくなっていない要因のひとつとして、日本の機関投資家、特に年金基金におけるファンド投資の規模が伸び悩んでいることが挙げられる。投資先の多様化とそのリスク分散の観点から、代替投資（オルタナティブ投資）が増す状況と相反して、ファンド投資については、多くの先が全く行っていないか、出資全体の僅か数%を占めるに過ぎず、20%を超える配分を行う先も見られる欧米年金基金に比べて極めて小さいと言わざるを得ない。こうしたマザーマーケットである国内機関投資家のPEファンドへの投資の伸び悩みは、対日投資促進の下で政府が進めている海外投資家からの投資資金の呼び込みにも好ましくない影響を及ぼしている。

こうした我が国の状況を背景に、株式会社大和総研は、経済産業省経済産業政策局産業資金課の調査事務委託に基づき、我が国のファンドの事業環境整備に焦点を当てて、国内外のファンドの事業環境について基礎調査事業を実施した。これは、主に海外（特に欧米）でのファンドによる企業投資活動の実態や、投資成功事例の詳細などについて、広い角度からの調査・分析を行ったうえで、国内のファンドの事業環境の実態を紹介することにより、我が国におけるファンドを通じた企業への成長資金供給の拡大に向けた材料を収集し、企業経営者や潜在的な投資家層に対してファンドに係る共通認識の向上や啓発を企図するものである。具体的には、まず足元における海外各国のファンドに関する資料に基づき、市場規模や投資運用動向、成功事例のケーススタディ等について文献調査を実施し、海外においてファンドの果たしている経済効果について具体的な姿を浮き彫りにすることに努めた。また、当該調査の内容と併せて、我が国のファンド事業者に対する主要な投資の担い手となりうる年金基金へのファンド投資に関するアンケート調査や過去に経済産業省が実施した調査、海外の関係機関の公表資料等からのエッセンスの抽出を通じ、機関投資家によるファンド投資にあたっての参考情報となるポイントについても紹介している。

こうした調査を通じ、我が国の企業経営者や潜在的な投資家に対するファンドに係る共通認識の向上や啓発の材料として、我が国のファンド事業者による業界の実態に関する調査の必要性が再認識された。このため、経済産業省産業資金課が、我が国のファンド運用者から投資先企業への経営支援ポイント等のケーススタディ情報や、企業価値創造・向上

に係る投資運用動向等について、22年2月から3月にかけて、我が国のファンド事業者向けにアンケートを含めたヒアリングを実施している。ファンド事業者による個別の回答については、同省同課によって管理され非公開であるため、本報告書においては、同省同課によって集約されたエッセンスをもとに可能な範囲での紹介を行うほか、(独)中小企業基盤整備機構によって集約された同機構のファンド事業によって得られた経済効果等の情報を紹介しつつ、その他の文献情報も用いて我が国でのファンドの実態についても取り纏めを行った。

なお、本調査を今後のファンドに係る知識向上・啓発活動に有効に繋げるべく、より良いものとしていくため、国内における業界の有識者に対して、数回に亘って意見聴取を行っている(当該意見聴取については非公表の形で実施しているため、当該報告書の中にはその記述は割愛している)。意見聴取に協力頂いた方々にはこの場を借りて謝意を表したい。

本調査報告が、年金等の潜在的な投資家や企業経営者に対して、国内外のファンドの事業環境を巡る現状を認識するための基礎情報として活用されることによって、我が国成長企業へのリスクキャピタルの担い手の厚みが増し、ファンドが新規事業展開や事業再編に向けた有効なパートナーとして活用されるための一助となることを切望している。

2011年3月

(株)大和総研 第二コンサルティング本部長
岡野 進

(本報告書の構成)

はじめに

第1章 国内外のファンドに係る基礎情報に関する調査 P. 1

- 【第1節】調査の方法 P. 1
- 【第2節】海外主要国におけるファンドの市場規模、投資動向等 P. 2
- 【第3節】我が国におけるファンドの市場環境について P. 26
- 【第4節】我が国企業年金等のファンドへの投資に対する現状認識 P. 33
- 【第5節】ファンドへの投資にあたって参考とすべき留意点について P. 53

第2章 ファンドからの投資を受け入れた企業のケーススタディ P. 62

- 【第1節】海外主要国におけるファンドによる投資先企業の成功事例 P. 62
- 【第2節】我が国におけるファンドが投資先企業に対して果たす役割の具体例 P. 80

第3章 ファンドに対する欧米主要国による振興策、規制等の調査 P. 82

- 【第1節】海外主要国におけるファンドに対する振興策 P. 82
- 【第2節】欧米におけるファンドに関する規制に係る現状 P. 100

第1章 国内外のファンドに係る基礎情報に関する調査

【第1節】調査の方法

【第2節】海外主要国におけるファンドの市場規模、投資動向等

【第3節】我が国におけるファンドの市場環境について

【第4節】我が国企業年金等のファンドへの投資に対する現状認識

【第5節】ファンドへの投資にあたっての留意点

【第1章第1節】調査の方法

まず、海外主要国におけるファンドの概要を把握するため、各種文献と既存の調査データなど利用可能な情報を活用した基礎調査を実施している（調査対象としている内容は以下のとおり）。その上で、我が国におけるファンドの概要については、各種文献等のほか、経済産業省が実施・集計を行っているファンド事業者向けのアンケートの情報や、中小企業基盤整備機構による調査資料を紹介する形で、取り纏めを行っている。

- ・市場規模（ファンドレイズの推移等）
- ・経済効果（新規上場、事業再生、雇用維持・創出効果等）
- ・投資判断に係る基礎データ（平均リターン等のパフォーマンス実績）

調査は、英文による文献情報や、ウェブサイトおよび統計資料を参照して、整理・分析を行った。主に、各国のファンド協会や、各種セミナー等で発表された統計情報を活用して調査を行い、とり纏めている。さらに言葉の定義として、各種、業界や国により定義が曖昧ではあるが、当報告書内では、一般的にベンチャー・キャピタルをVCファンド（VC）と呼称し、バイアウト、再生、バリューアップファンド等を称してバイアウトファンドと呼称する。また、その両方を（広義の）プライベートエクイティ・ファンド（以下、PEファンド）又は単にファンドと呼称し、以下の報告書内で区別することとする。

また、以下の点に関しては、我が国の長期投資の担い手として期待される年金基金等をメインのターゲットとして調査しており、これらの先にアンケートを実施することにより、投資のメリットや問題点等を中心に抽出したほか、こうしたアンケート結果をもとに経済産業省がこれまでに行ってきた調査やヒアリング情報等を踏まえ投資にあたってのポイントについて触れている。なお、海外主要国においてPEファンドへの投資を行う機関投資家がどのような点に留意して投資を検討しているかを比較検討するための材料として、ILPA（International Limited Partner Association）のPEファンド投資に係るPrincipleについても調査を行っている。

- ・長期運用投資先としてPE投資のメリット
- ・既存の機関投資家からみたPE投資にあたっての問題意識
- ・PE投資あたっての投資検討プロセスに係るポイント、ガイドライン等

【第1章第2節】海外主要国におけるファンドの市場規模、投資動向等

今回の調査対象とした国は、米国、欧州全体（英国、フランス、ドイツ）、豪州、カナダが中心であり、各国の市場統計情報を中心に全体の概要を分析していく。但し、市場規模、パフォーマンス等に係る統計データは、同一国での調査主体やデータベースが複数存在し、集計手法等により各社の数値にばらつきがあることが多々ある。よって今回の調査では、各国の VC/PE 協会資料と共に、各種文献やセミナー等での参考資料も極力活用しながら、なるだけ直近のデータを優先的に紹介するように努めている。

1. 米国

(1) 市場概況

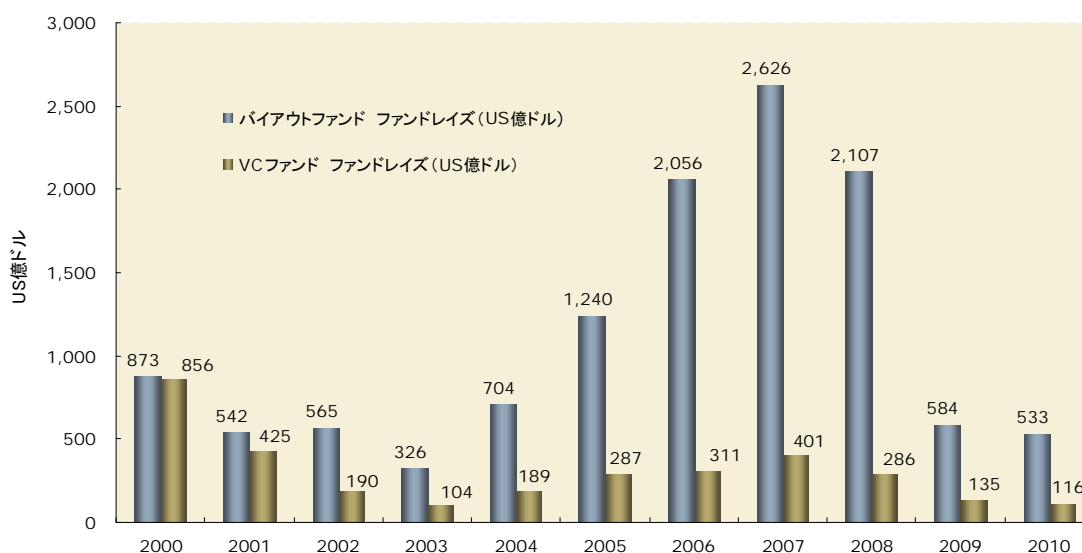
米国での PE ファンド市場は、ファンドを初めとするオルタナティブ投資の経験が豊富な年金等を初めとする LP 投資家と、様々なバックグラウンドを持ったファンド GP の双方を豊富に有しており、投資規模の世界最大となっている最も注目される市場である。1990 年代のベンチャーキャピタルブームから、2000 年代の LBO（レバレッジバイアウト）を活用した大型の M&A 等の隆盛を経て世界の PE ファンド産業の中心としての地位を確立していることには疑いの余地は無い。但し、昨今の PE ファンドは決して良い面ばかりを経験している訳ではない。各国の過剰流動性や一部で起きていたクレジットバブルを引き金とする年金基金や保険会社からの急激な資金流入があったことは記憶に新しい。大量の資金流入の影で、深刻な投資案件不足に直面したバイアウトファンドは、大型の LBO 案件に傾斜していき、Kinder Morgan や Herts といった従来では想定できなかった大型買収案件の多くを手がけるようになった。このような投資案件の殆どが、株式市場が好況にあった 2006 年～2007 年頃に集中していたことから、結果的に高値での企業買収を余儀なくされたため、多くのファンドが収益低下に苦しむ結果となった。しかし、バイアウトファンドが経営支援や長期投資による企業価値向上と併せて、こうした大型の LBO を前提とした M&A によって大きなリターンを追求する時代¹は終焉を迎えつつある。リーマンブラザーズ証券の破綻に端を発した金融危機以降、市場環境の悪化と共にバイアウトファンドの資金調達額（ファンドレイズ）は全盛期から大きく減少に転じている。図表 1-1 を見ると、かつては、2007 年のピークには 2,626 億ドルあった資金調達金額（ファンドレイズ）は、2010 年には 533 億ドルまで減少しており、2003 年に記録した 326 億ドルに次ぐ低い水準を記録した。この市場環境は当面は続くと思われるが、2010 年の前年比の下振れ幅

¹ 2000 年代の一部の過剰流動性に伴う急激な資金流入が生じた当該世代を第三次 PE ブームと言われている。連結内企業でノンコア企業のレイオフ（切り売り）を中心に勃興した 1980 年代を第一次ブーム、企業価値向上等により業務・組織改善により収益獲得に努めた 1990 年代を第二次ブームと位置付けている。

は、2009年の前年比の下振れ幅と比べても小さい。過去においても経済情勢に応じて数年単位でこうした上下を繰り返していることや、潜在的な市場規模の大きさ等を考え合わせると、この2010年の下振れ幅の縮小やIPO件数の増加等は、2011年以降に向けた回復の兆しとも考えられる。

一方、ベンチャーキャピタル・ファンド(以下、VCファンド)でもほぼ同様の傾向がみられている。2000年に856億ドルあった資金調達額は、ITバブルの崩壊等の影響から一旦落ち込んだものの、2007年には401億ドルまで一旦回復した。しかし、PEファンドと同様に2008年のリーマンショックを契機としてマーケットは落ち込み、2010年には116億ドルまで減少している。NVCA (National Venture Capital Association) の調査によれば、ディストレスファンド等の他の長期投資をあわせた米国PEファンド全体の資金調達規模をとっても、2010年度は2003年以来の最低水準まで落ち込む結果となっている。

【図表 1-1】 米国のPEファンドの資金調達額の推移



(出所) Private Equity Analyst Outlook より大和総研作成

(2) パフォーマンス実績 (2010年6月基準)

リーマンショックの影響は、VC/PEファンドに係る収益環境をみても鮮明に読み取れる。2010年度第2四半期末時点で米国VCファンドの内部収益率(以下、IRR)の動向をみると²、穏やかに増え続けている20年間の平均リターンを除けば、時間の経過と共にほぼ全ての期間で下落している(図表1-2参照)。

² 米国PEパフォーマンスデータに関しては、PricewaterhouseCoopersのMoneyTree ReportおよびThomson Reuters等のデータを活用してNVCAが四半期調査データを作成している。

しかしながら、他の市場ベンチマークと比較すると、3年～20年の各期間でみた VC および PE ファンドの平均リターンは、NASDAQ や S&P 等の上場株式市場インデックスを上回る結果となった。総じて世界の株式市場が低迷している中、収益率の落ち込みはあったとはいえ、オルタナティブ投資としての意義が改めて確認された格好である（図表 1-3 参照）。

【図表 1-2】 米国 VC ファンドの過去のパフォーマンスの推移と他のインデックスとの比較（2010年6月基準）

基準年月	1年	3年	5年	10年	20年
2010年6月末	6.4%	-2.7%	4.3%	-4.2%	24.3%
2010年3月末	6.5%	-0.7%	4.9%	-3.7%	24.0%
2009年6月末	-17.1%	1.3%	5.7%	14.3%	22.7%

（出所）Thomson Reuters /PEC 資料より大和総研作成

【図表 1-3】 米国バイアウトファンドの過去のパフォーマンスの推移と他のインデックスとの比較（2010年6月基準）

ファンド種類	1年	3年	5年	10年	20年
Small バイアウト	1.44%	-1.36%	2.64%	3.31%	11.48%
Medium バイアウト	15.09%	1.23%	7.55%	2.69%	11.70%
Large バイアウト	20.52%	2.99%	6.76%	4.02%	12.36%
Mega バイアウト	17.16%	-1.87%	3.96%	3.83%	6.93%
バイアウトファンド全体	17.31%	-1.07%	4.54%	3.75%	8.75%
VCファンド全体	6.4%	-2.7%	4.3%	-4.2%	24.3%
NASDAQ	14.9%	-6.8%	0.5%	-6.1%	7.9%
S&P 500	14.4%	-9.8%	-0.8%	-1.6%	7.7%

（出所）Thomson Reuters /PEC 資料より大和総研作成

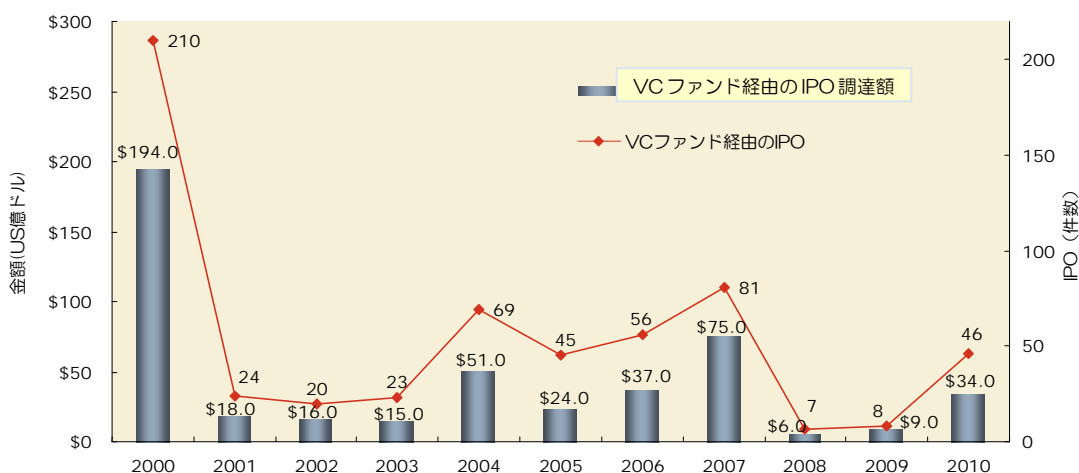
※ 以下、各国のパフォーマンス分析においても、一定の基準時点から過去 X 年間の収益率が（x%）、過去 Y 年間の収益率（y%）という表記が出てくるが、これは、投資開始の時期に関わらず、一定の基準時点を開始として一定期間において運用されているファンドの平均リターン（年率）を計算したものである（期間別平均 IRR）。本報告書では、一部ベンチマーク毎のファンド平均 IRR も用いているが基本的にはこの期間別平均 IRR を用いている。

(3) 新規上場

2009年には、VCファンド経由のポートフォリオから8件のIPOが実現しており、そのIPOによる資金調達金額は9億ドルに留まった。この件数は1990年から観測された2008年の7件に次ぐ過去ワースト2位の記録となっている(図表1-4参照)。さらに、NVCAの調査によると、新規にVCから出資を受けた企業数は、2008年の349から2009年には270へと下落している。ここ数年のIPO件数や投資活動の低迷は、過去に例をみない水準であり、こうした状況が継続されると長期的にベンチャーファンド運用者が投資活動を維持して行くために必要なレベルを下回るとの懸念が生じたことから、当時の投資関係者の間では予断を許さない状況にあったと言われている。

しかしながら、2010年のVCファンド経由のIPO件数に関しては46件と、復活の兆しが見てとれる。米国のIPOは、中国企業の米国市場における上場案件等を追い風として、2009年後半から急速に回復しており、前年度と比較すると飛躍的な上昇となっている。

【図表1-4】 VCファンド経由のIPOによる調達額と公開企業数の推移



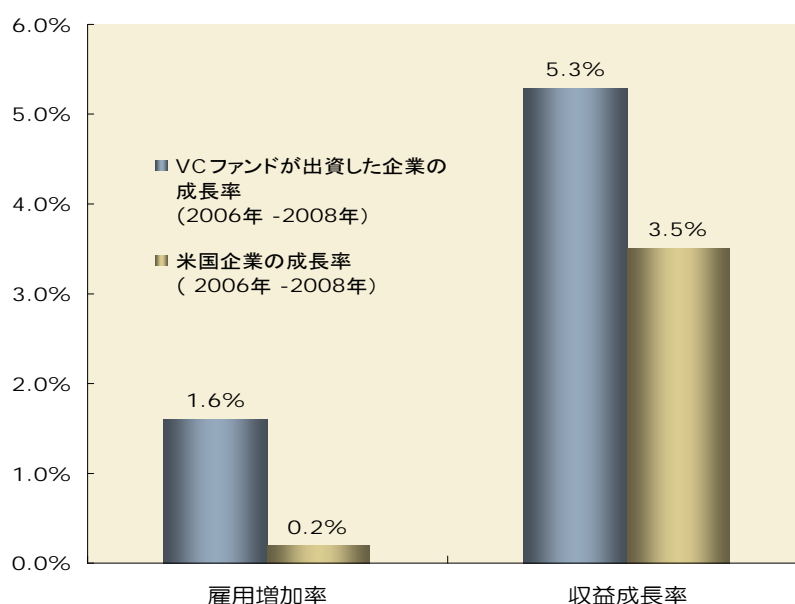
(出所) Private Equity Analyst Outlook より大和総研作成

(4) 雇用維持・創出効果

NVCAの報告によると、VCファンド経由でIPOを遂げたGoogle, Microsoft, Genetech等の上場企業は現在12万人以上のアメリカ人の新規雇用創出および2008年度の2.9兆ドルの米国歳入に貢献しているとされている。これは米国の民間セクターにおける雇用の10.5%にのぼっている。さらに、VCファンドが支援して現在成長を続けているFacebook, Twitter, Fisker Automotive等の民間企業は、米国雇用の50万人を創出しているとも報告されている。

また、民間セクターの雇用創出や、収益の拡大は、一般の民間企業よりも、VC ファンドが係わった企業の方が、比較優位であることを統計的に示した報告も存在する。図表 1-5 は、2006 年～2008 年までの VC ファンドが関与した企業と、民間セクター全体の企業との収益率と雇用増加率の比較である。この図をみるとベンチャーファンドが関与している企業の雇用増加率が 1.6% に対して、民間企業全体は 0.2% の増加に留まっている。同様に収益率についても、VC ファンドが関与した企業での成長率が 5.3% 増加したことに対して、民間企業全体の成長率は 3.5% に留まっており、VC ファンドが米国民間企業へ大きく貢献している結果といえる。

【図表 1-5】 ベンチャーファンドがサポートした企業の雇用増加と企業収益の伸び率



(出所) NVCA 資料より大和総研作成

なお、世界経済フォーラム（ダボス会議）の 2008 年～2010 年のワーキングペーパーとして、プライベートエクイティ・ファンドが経済に与えるインパクトについて、米国・ハーバード大学のジョシュ・ラーナー教授を初めとするワーキンググループによる非常に多面的で緻密かつ詳細な分析がなされている（※）。この中で、PE ファンドが投資先企業の雇用に与える影響についても分析が行われており、基本的に中立的とのデータが示されている。パイアウト投資等の PE 投資が、ネガティブな印象を与える理由として、雇用に与える悪影響が懸念されることが散見されるが、金融危機後、レバレッジを重要なディールのためのファクターとする PE ファンドに対する逆風が強い中で、世界的なフォーラムにおいて、こうした報告がなされたことは注目に値する。

(※) 当該レポートは、以下の通り、Volume1～3 として 3 年に亘り分析が行われている。

Volume1 → https://members.weforum.org/pdf/cgi/pe/Full_Report.pdf

Volume2 → https://members.weforum.org/pdf/cgi/pe/Full_Report2.pdf

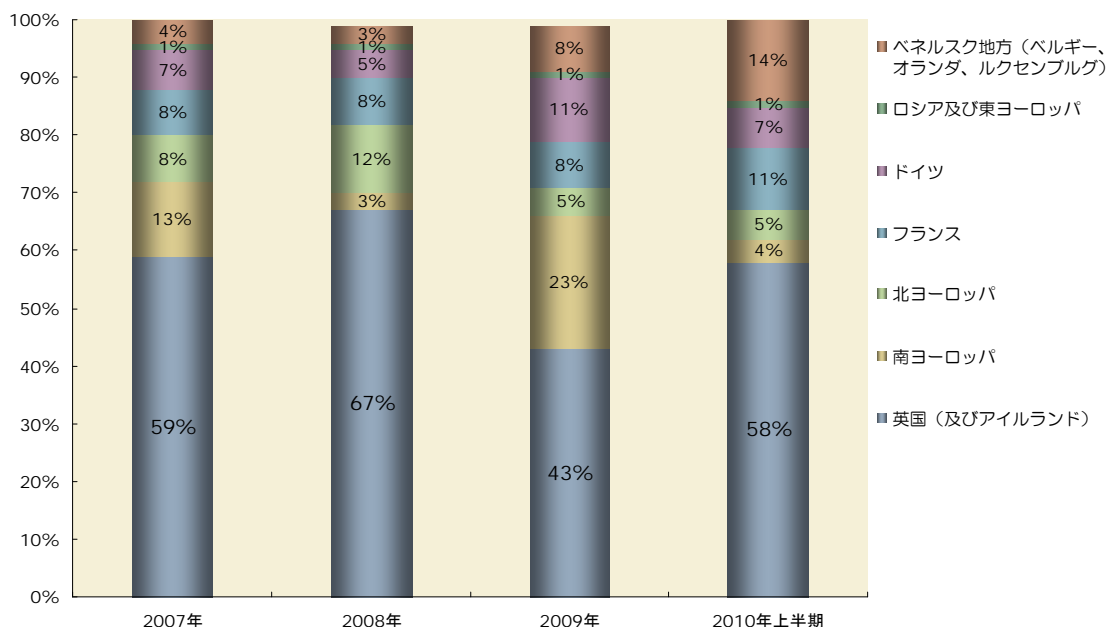
Volume3 → www3.weforum.org/docs/WEF_IV_PrivateEquity_Report_2010.pdf

2. 欧州全域

(1) 市場概況

欧州のPEファンド市場は、好調な経済環境を背景に拡大を続けてきた。この中心的な役割を担っているのが、英国であり欧州の他国と比較してもその市場規模の大きさが鮮明になっている。図表 2-1 は欧州での地域別の資金調達額の割合を示している。このグラフを見ると資金調達が実施された地域としては、2007年～2010年上半期まで英国（及びアイルランド）が毎年ほぼ毎年過半数以上（2009年のみ43%）を占めており、他の欧州地域と比較しても圧倒的に集中していることがわかる。また近年（2010年上半期）、次に資金調達が大きい欧州地域としてはベネルス地方（オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ）が14%で続いている。

【図表 2-1】 欧州地域別の資金調達の割合

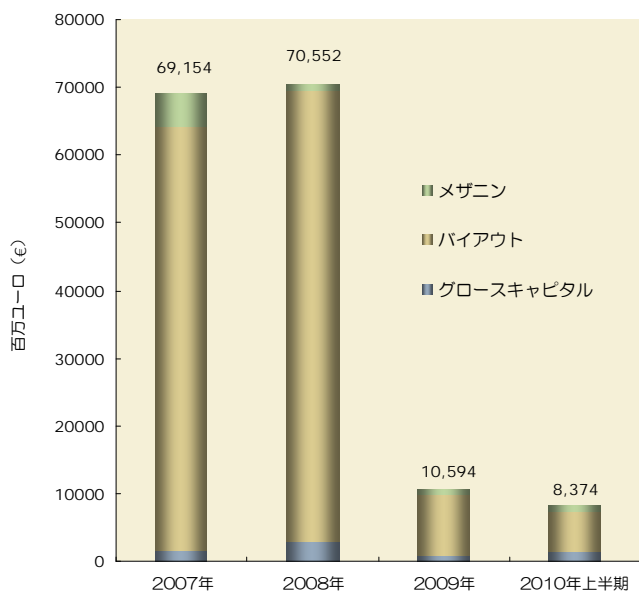


(出所) EVCA 資料より大和総研作成

欧州全体の資金調達の傾向に関しては 2008年のグローバル金融危機以降、一連の金融規制改革（AIFM、ドット・フランク法等）の懸念も重なり 2009年には急速に投資環境が悪化した。図表 2-2 は、欧州のバイアウトファンド（バイアウトに加えて、グロースキャピタル、メザニンファンド等を含む。）の資金調達の推移を表したもののだが、2007年 69,154 百万ユーロ、2008年 70,552 百万ユーロと高い数値を記録したが、グローバル金融危機が勃発して以降、急速に市場が冷え込み、新規資金流入が抑制され 2009年にはわずか 10,594 百万ユーロまで低下している。

ただし、2010年に入っては、若干の回復の兆しを見せおり上半期(1月～6月)だけで8,374百万ユーロまで達した。これは前年同期比に比較しても大きく増加する結果となっている。

【図表 2-2】 欧州地域の資金調達推移



ファンドレイズ (百万ユーロ)	2007年	2008年	2009年	2010 上半期
グロースキャピタル	1,716	2,912	916	1,485
バイアウト	62,543	66,661	9,107	5,890
メザニン	4,895	979	571	999
全ファンド合計	69,154	70,552	10,594	8,375

(出所) EVCA 資料より大和総研作成

(2) パフォーマンス実績

欧州のバイアウトファンドの収益率は、金融危機の過去3年間(2007、2008、2009年)の収益率はマイナス-3.9%と大幅に落ち込んだ。

但し、2009年末の時点で急速に回復傾向にある。特に短期的な収益率については、直近1年間の平均リターンがプラス7.2%となり、前年度から大幅に改善されている。また、過去5年間の平均リターンは8.3%、過去10年間の平均リターンは8.0%、観測開始からの通年での平均リターンは11.9%となっており、長期のファンド投資によって安定的な収益をあげている実績が確認されている(図表2-3参照)。

【図表 2-3】 欧州のバイアウトファンドの平均リターン (IRR) 比較 (2009 年末)

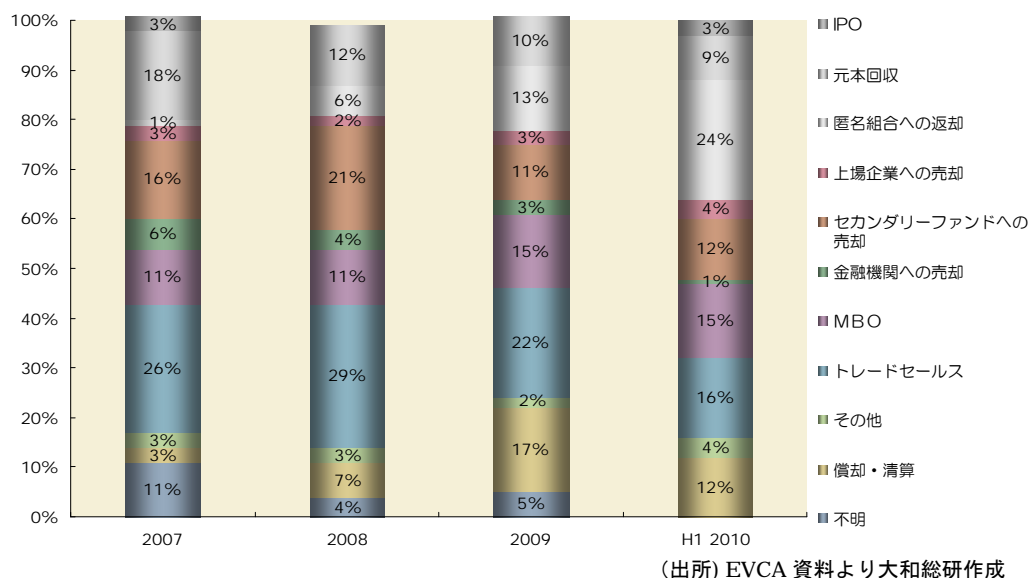
ファンド規模	1年	3年	5年	10年
Small バイアウト	17.00%	4.10%	10.10%	8.00%
Mid-market バイアウト	-1.90%	-2.70%	5.50%	6.50%
Large バイアウト	-9.10%	-0.20%	7.80%	8.80%
Mega バイアウト	8.60%	-5.70%	8.50%	8.10%
バイアウトファンド合計	7.20%	-3.90%	8.30%	8.00%

(出所) EVCA 資料より大和総研作成

(3) 新規上場

欧州での PE ファンド経由の新規上場は回復傾向にあり、EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) の調査によると 2010 年上半期での IPO の金額は 763 百万ユーロ (企業数 11) に達した。これは 2007 年の 771 百万ユーロ (企業数 31) に匹敵する規模となり、前年度と比較すると大幅に増加する報告といえる。但し、全体の出口戦略に占める IPO の割合は少なく、2010 年上半期においてファンドの出口戦略を迎えた企業件数のうち 3%程度に留まっている (図表 2-4 参照)。

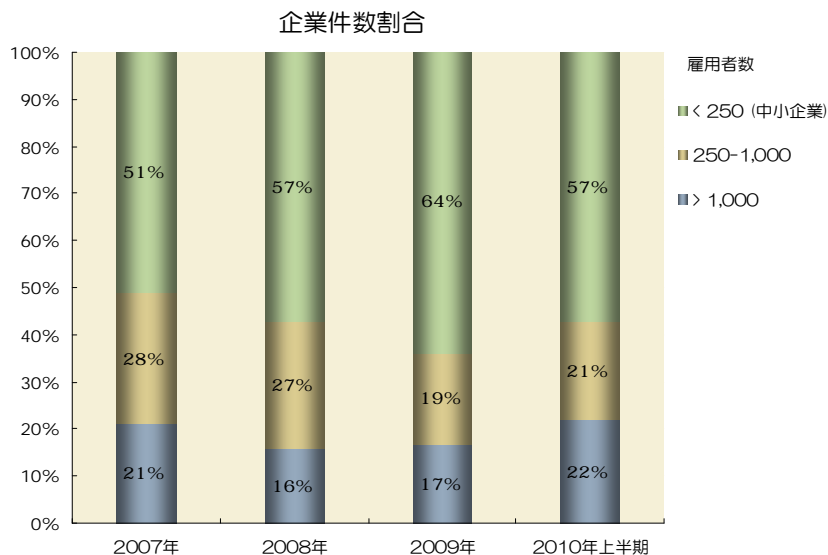
【図表 2-4】 欧州全体のファンドによる IPO 金額、件数の推移



(4) 雇用維持・創出効果

欧州全域で PE ファンドが投資した企業のうち従業員 250 名以下の中小企業の割合 (件数ベース) は、2007 年～2010 年上半期までの平均で 57%に上っておりはとなっており、欧州の中小企業への資金調達支援に大きく貢献しているといわれる (図表 2-5 参照)。

【図表 2-5】 PE ファンドが投資した企業の従業員数分布 (2007 年～2010 年上半期)



3. イギリス

(1) 市場概要

英国は、資金調達額や投資金額で判断すると世界第2のプライベート・エクイティ市場といっても過言では無い。米国のPEファンド市場との大きな違いは、英国で調達された資金が国外に投資されるというモデルが多いことにある。世界でも有数の国際金融センターであるロンドンがある英国では、海外から資金が集まる“金融ハブ”機能を有している。故にPEファンド業界に関しても同様な状況がみられ、海外から英国内に集積した資金を再び海外へ投資する「外-外」のビジネスが多いことが特徴といわれている。事実、BVCA（British Private Equity and Venture Capital Association）の統計調査によれば、BVCA会員である英国内のPEファンドによる投資について、投資先企業数でみた場合は英国内への投資が多数を占めるものの、投資金額ベースでみた場合は金額の半分以上が英国外（米国や他の欧州地域）への投資で占められている、というデータも存在する。

また、図表3-1は主要欧州各国のバイアウトファンドの資金調達額の推移を示している。英国の2009年度の資金調達額は、2007年に過去最高を記録した7,288百万ポンドから大きく減少し、1,225百万ポンドとなっている。フランスは2008年に762百万ポンドから2009年に124百万ポンドへ、ドイツは、2007年に1,040百万ポンドをピークに2009年は78百万ポンドと、英国や他の欧州地域と同様に資金調達が大きく減少しており、足許は金融危機の影響等もあって、機関投資家によるPEファンドへの投資に慎重な姿勢がみられているのが実情である。

【図表3-1】 欧州のその他の地域別資金調達額の推移

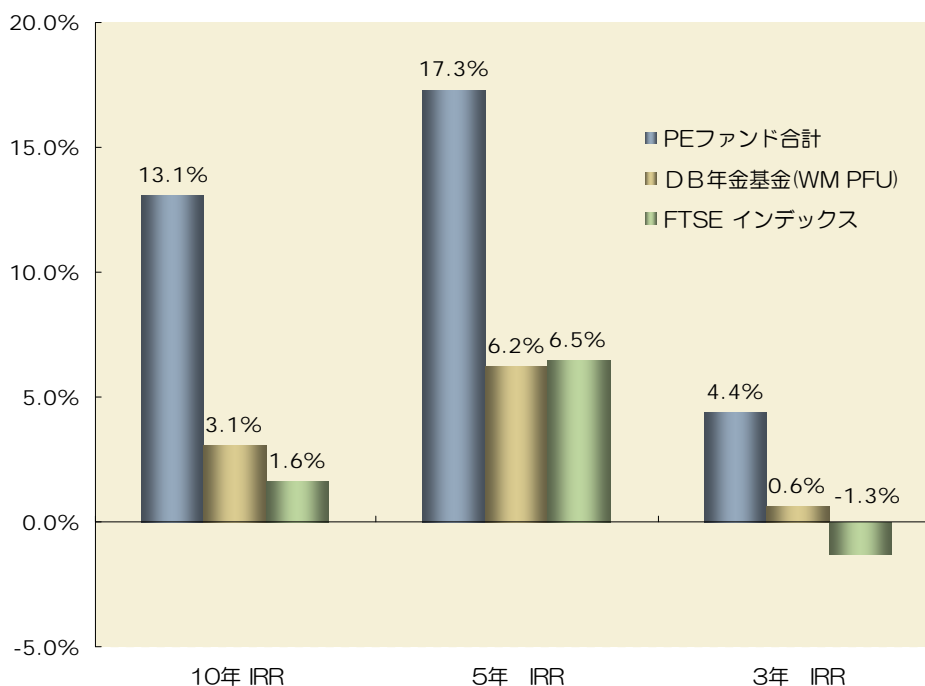
欧州各国	ファンド規模 (百万ポンド)			ファンド数		
	2009年	2008年	2007年	2009年	2008年	2007年
英国	1,225	5,646	7,288	42	24	25
フランス	124	762	536	4	3	2
ドイツ	78	136	1,040	3	1	4
アイルランド	35	n/a	n/a	1	n/a	n/a
オランダ	67	582	873	2	3	3
スウェーデン	107	n/a	n/a	4	n/a	n/a
スイス	69	n/a	n/a	2	n/a	n/a
残りのヨーロッパ合計	249	2,409	3,600	9	10	12

(出所) BVCA 資料より大和総研作成

(2) パフォーマンス実績 (2009 年末基準)

図表 3-2 は、英国 PE ファンドの収益率と、DB 年金基金や上場銘柄のパフォーマンスと比較したものであるが、長期に渡って安定的に収益を獲得している。英国 PE ファンドの 2009 年度からの過去 10 年間の平均リターンは 13.1%、過去 3 年間では 4.4% となっている。これらの収益率の結果は英国の確定給付年金基金の平均 (10 年間:3.1%、3 年間:0.6%) や上場株式インデックス (FTSE インデックス:10 年間:1.6%、3 年間:-1.3%) をアウトパフォームしている。また、過去 5 年間の収益率で比較すると、年金基金のパフォーマンスは 6.2%、上場株式インデックスでは 6.5%程度に留まる一方で、同期間での PE ファンドのパフォーマンスは 17.3%となっていることから、圧倒的に高い実績をあげていると言っても過言ではないであろう。

【図表 3-2】 英国 PE ファンド、確定給付年金、FTSE インデックスの収益率比較 (2009 年末時点)



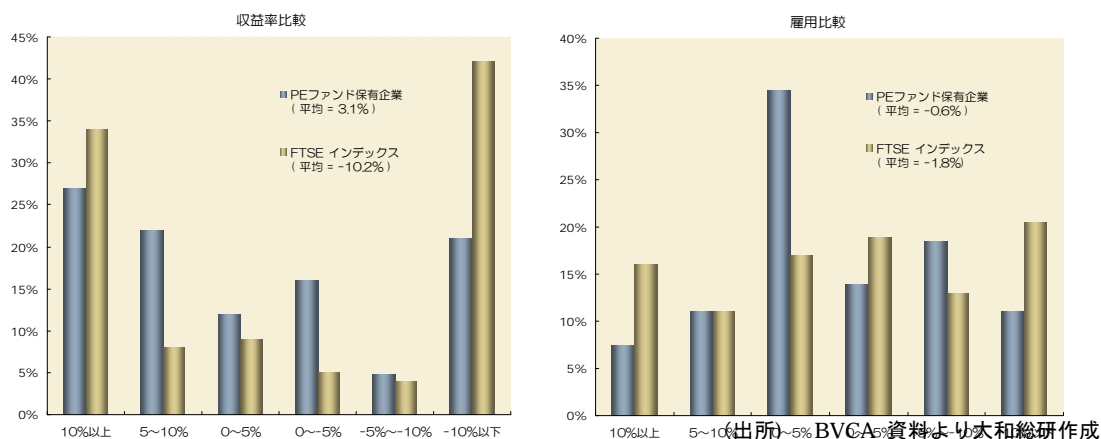
(注) : FTSE、年金基金のリターンは時間加重平均、PE ファンドのリターンは IRR
(出所) BVCA 資料より大和総研作成

(3) 新規上場、雇用維持・創出効果

BVCA のアンケートによれば、2009 年度での英国の P E ファンド全体のポートフォリオでは、43 の企業が投資中であり、4 企業が出口戦略を迎えている（そのうち IPO の件数はゼロ）。現在 43 の企業は、31 万 5 千人の雇用を生み出しており、その内 78% の雇用は英国内で創出している。またそのポートフォリオの企業の収益の 50%以上が英国内で生み出され、1000 人に及ぶ正社員を創出したといわれている。

また、各投資先企業別の収益率（リターン）と雇用増減について、FTSE インデックスに採用されている企業と、当該 PE ファンドが投資中の 43 企業とを比較したグラフを、図表 3-3 に示している。左側のグラフを見ると FTSE インデックス対象企業の収益率の平均が-10.2%に留まっているのに対して、ファンドが投資を行っている企業の収益率平均が 3.1%に達していることがわかる。また、右側のグラフは、同様に雇用増減をそれぞれ示しているが、FTSE インデックスに採用されている企業の平均が-1.8%であるのに対して、ファンドが投資を行っている企業が-0.6%となっており、双方マイナスではあるが、ファンドが投資を行っている企業が全体平均よりもアウトパフォームしている。

【図表 3-3】 英国の PE ファンド保有 43 企業と、FTSE インデックス内企業の比較



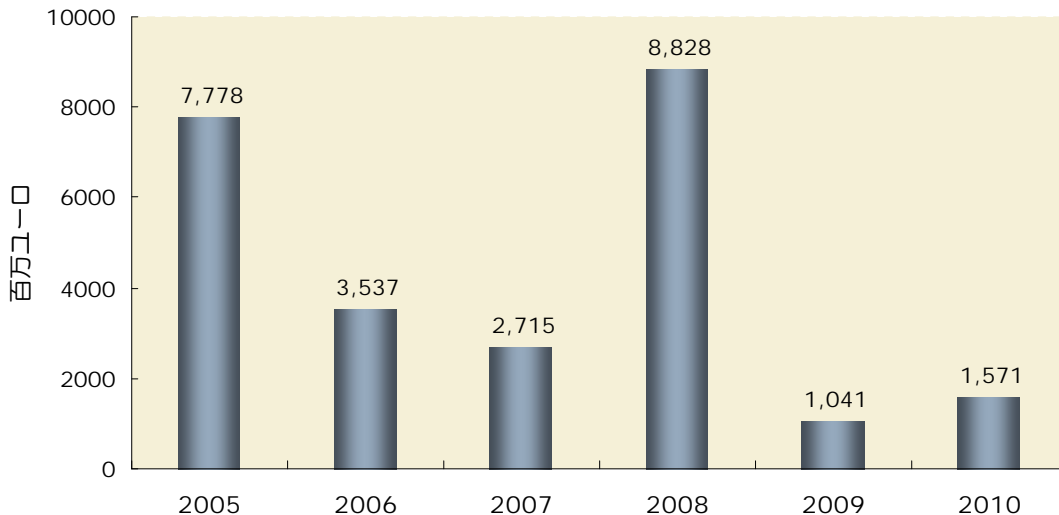
4. フランス

(1) 市場概要

フランスは、欧州で英国、ベネルス地方に次ぐ3番目に大きなPEファンド市場と言われている。但し、資金調達に関しては、海外投資家から大半を調達する英国とは異なり、国内からの調達金額が比較的多い。2007年のAFIC (Association Française des Investisseurs en Capital : French private equity association) の調査によると、2007年1月から12月までの資金調達額 約100億ユーロのうち、国内からの資金調達が約56億ユーロと全体の56%を占めるとの報告がある。その他は、他のヨーロッパ地域が31%、欧州以外の地域が13%となっており、ほぼヨーロッパ域内からの資金で構成されている。また、2007年の同調査の段階で、投資家も保険会社、銀行、年金基金等及びファンドオブファンズ等の機関投資家で70%以上を占めており、事業会社からの投資は全体の2%に過ぎない。

2008年以降は、他の欧米諸国と同様に金融危機の影響を大きく受けている。AFICの統計データから比較可能な各年の第1四半期のデータを分析すると、2009年第1四半期における1年間の資金調達額は、約1,041百万ユーロまで落ちこんでいる(前年同期の2008年第1四半期でみると8,828百万ユーロとなっている。図表4-1参照)。ただ、最新の2010年第1四半期でみると、前年同期比プラス51%で1,571百万ユーロまで回復しており、回復の兆しもみられている。

【図表 4-1】 フランス PE ファンドの資金調達額の推移 (各年第1四半期の比較)



(出所) AFIC 資料より大和総研作成

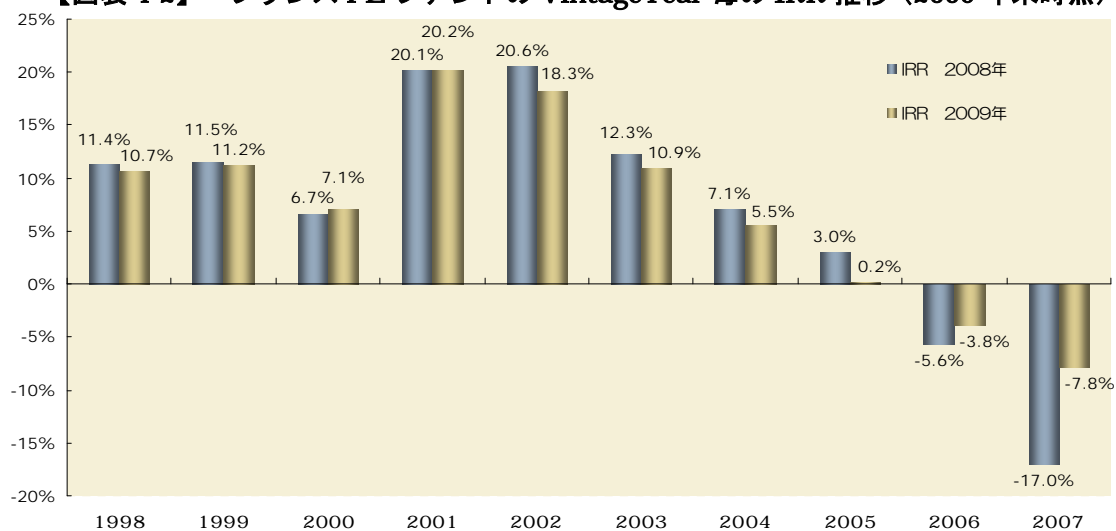
(2) パフォーマンス実績 (2009 年末時点)、投資終了方法 (新規上場等)

フランスの PE ファンドは、金融危機以前から上場株式やクレジット市場とは無相関に絶対的な収益を実現しており、オルタナティブ投資としての機能が十分認識されていた。特に 2001 年～2004 年間に資金調達ファンドに関する好調が目立っており、2009 年末基準で、特に 2001 年は 20.2%、2002 年 18.3%と、両年共に IPO も多く、ヴィンテージイヤーとして好調な収益を獲得している (図表 4-2)。また 1999 年前後の IT バブル時に投資した企業は、対照的に低い収益率となっている。

一方、1988 年～2007 年までの 20 年間のパフォーマンスの平均は 14.7% (手数料控除後)、1998 年～2007 年までは 15.2%となっている (図表 4-3)。ファンドの種類別をみると、バイアウト/LBO ファンドが最も大きく、20 年間の平均リターンで 21.3%となる一方、VC ファンドはほぼゼロの水準 (-0.5%) に留まっているのが実態である。

また、2007 年に係る分析によると、ファンドの投資終了の方法 (EXIT) については、上場、トレードセールス、他の PE ファームへの転売等が合計で 75%を占めるとされている。なお、新規上場による EXIT については、オルターネクスト (ロンドン AIM を参考にして 2005 年に EURONEXT によって設立された中小・中堅企業を対象とした株式公募・売市場) による取引拡大の影響が大きいとされている。

【図表 4-2】 フランス PE ファンドの VintageYear 毎の IRR 推移 (2009 年末時点)



(出所) AFIC 資料より大和総研作成

【図表 4-3】 フランス PE ファンドの平均リターン（期間別 IRR）

ネット IRR（手数料控除後）	サンプル（標本） データ		20年 IRR		10年 IRR	
	1988年以來 のファンド数	キャピタルコール金額 (1988年~2007年： 百万ユーロ)	2007年	2006年	2007年	2006年
Venture Capital / Early Stage	59	2,583	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
Development Capital	54	2,238	8.2%	8.7%	8.5%	9.2%
Buyout Capital / LBO	53	11,669	21.3%	20.1%	21.4%	20.1%
Generalist Funds	57	3,583	13.3%	11.5%	13.6%	13.8%
合計	223	20,074	14.7%	13.4%	15.2%	14.5%

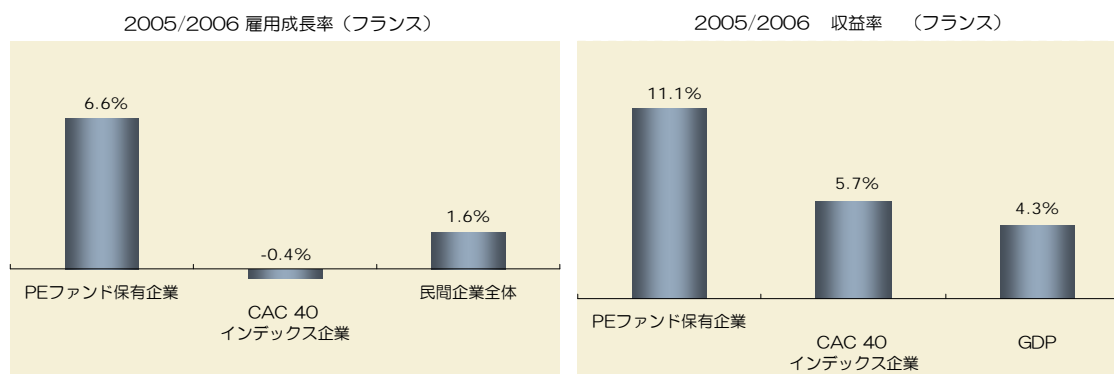
(出所) AFIC 資料より大和総研作成

(3) 雇用維持・創出効果

フランスの PE 産業は中小企業の成長に中心的な役割を担うといわれている。特に雇用の持続的な成長と、国の経済の力強さ、競争力、成長力等を動かす重要なドライバーの一つと機能している。2006 年の段階で、フランスの PE ファンドは、4,500 の企業に投資しており、そのセクターは、伝統的な工業技術からより革新的な産業まで、あらゆる業界や地域に至っている。

また、PE ファンドが関わる企業の従業員数は、1.2 万人～15 万人にいたる。図表 4-4 を参照すると、PE ファンドが出資した企業の雇用成長率は 6.6%に達しており、雇用者数はフランス就業者の 8%～9%を占める。またこれは、フランスの民間セクター全体の増加率が 1.6%という数値であることに比して、大きくアウトフォームしている。更に売上高の増加は、フランスの GDP の成長率が 4.3%に対して、PE ファンドが出資した企業での増加率は 11.1%の上昇を記録している。

【図表 4-4】 雇用維持・収益効果



(出所) AFIC 資料より大和総研作成

5. ドイツ

(1) 市場規模

グローバル金融危機以降、欧州経済が最も回復が早いと言われている市場がドイツ市場と目されており、欧州のテクノロジーを牽引する役割としてPE市場への期待が寄せられている。また事業会社からの投資が多いことが特徴的である。BVK (German Private Equity and Venture Capital Association) の調査によると、PEファンドとの共同投資 (co-investment) を期待する声に起因して、2008年の資金調達のうち事業法人が全体で30%を占めているとのデータもあり、投資家の種別として金融法人が多くなっている隣国のフランスとは異なる結果となっている。

但し、金融危機の影響を全面的に回避することはできず、2008年上半期のファンドレイズは992百万ユーロ (第1四半期で703百万ユーロ、第2四半期で289百万ユーロ) となっている (図表5-1参照)。この規模は、前年 (2007年) 同期の2,044百万ユーロと比較すると半減する結果となった。この傾向は継続しており、2008年での資金調達は1,900百万ユーロに留まり、2007年の5,700百万ユーロと比較すると、前年比6割以上の減少となっている。

【図表 5-1】 ドイツのプライベート・エクイティ市場の概要 (2008年度)

	2008年第1四半期		2008年第2四半期		2008年1月~6月	
	百万ユーロ	%	百万ユーロ	%	百万ユーロ	%
Early Stage VCファンド	167.9	23.9	125	43.2	292.9	29.5
Later Stage VCファンド	144.5	20.6	5	1.7	149.5	15.1
ハイアウトファンド	326.2	46.4	155	53.6	481.2	48.5
不明	64	9.1	4.4	1.5	68.4	6.9
合計	702.6	100	289.4	100	992	100

(出所) BVK 資料より大和総研作成

(2) パフォーマンス (2008 年 12 月末時点)

図表 5-2 はドイツの VC/PE ファンドの過去の IRR を示している。10 年間の IRR ではプライベートエクイティ・ファンド全体としては 8.0% と欧米の他国と比較するとやや低調な収益に留まっている。特に VC ファンドに関しては、5 年間で 1.8%、10 年間で 0.2% と足許では自国の国債と比べても低水準の利益率に留まることがわかる。これは、ドイツが間接金融を主体とする国であるために、収益が期待できる有益な創成期や新規事業の会社に関して、VC ファンドを経由した資金調達を実施しなくても銀行を通じた資金調達によって結果的に事足りてしまうケースが多いことから、VC ファンドが有望な企業にアクセス出来ず、全体の平均値が上がらないことが一つの要因ともいわれている。しかし、こうした環境下にあっても、バイアウトファンドのパフォーマンス実績が他国比低水準ながら確実に出てきているところをみると、リスクキャピタルの必要性は認識されつつあり、VC ファンドにおいても今後のパフォーマンス向上が期待されよう。

【図表 5-2】ドイツ PE ファンドのパフォーマンス

ファンド種類(ドイツ)	3 年	5 年	10 年
VCファンド全体	-0.60%	1.80%	0.20%
バイアウトファンド全体	3.50%	10.80%	11.60%
PEファンド全体	2.60%	8.10%	8.00%

(出所) BVK より大和総研作成

(3) 投資終了方法 (新規上場等)

2008 年の BVK の調査結果によると、全体 EXIT の状況は、戦略的な M&A 等を企図する企業に対するトレードセールスが 35%、継続的な企業成長や投資育成を実施するための他の PE ファンドへの譲渡が 30%、IPO 等による株式売出が 9%程度の割合となっている。2007 年との比較では、株価の低迷や M&A マーケットの不振等から 2,909 百万ユーロから 1,557 百万ユーロに落ち込み、トレードセールスが 89 から 74 に減少し、IPO も 7 件から 3 件に減少する一方で、他の PE への売却が 10 件から 29 件へ上昇する結果となっている。

6. カナダ

(1) 市場規模

カナダのプライベート・エクイティ市場は隣国の米国と比較すると歴史が浅いといわれている。CVCA（Canada's Venture Capital & Private Equity Association）の調査によるとカナダ国内のPE運用会社の半分が、2000年以降に設立されており、1990年代以降（多くは後半）での設立が全体の80%を占める。1997年以降に多くのPEファンドが設立された我が国の状況に比較的類似しているともいえる（図表6-1）。

【図表6-1】 カナダの新規運用機関の設立年数

設定年月	会社数
1980年以前	6
1980年-1989年	13
1990年-1999年	35
2000年以降	52
合計	106

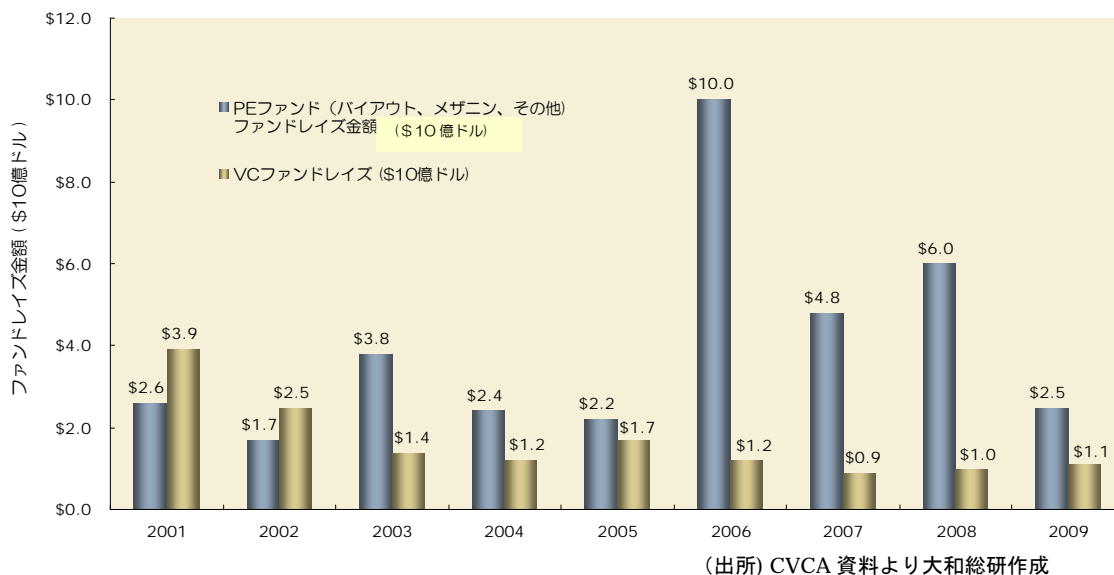
(出所) CVCA 資料より大和総研作成

図表6-2は、カナダのPE（バイアウト、メザニン、その他）の資金調達の推移を示している。2006年の100億ドルをピークに、金融危機も影響して2009年度は前年比58%減少し、わずか25億ドルまで落ち込んでいる。

またベンチャーファンドも同様に、2001年の39億ドルをピークとして、2009年には11億ドルとなっており、前年に比べれば増加しているものの低水準横這いの状況である。しかし今年度（2010年度）のPEファンドは、9月末までの合計が、前年と同じ25億ドルまで回復しているとの報告もあり、若干であるが増加傾向が窺われる。

またカナダの特徴としては、米国同様に大手公的年金基金等の長期投資のリスクマネー供給を行う安定的な機関投資家の存在がある。2009年度に資金調達されたファンド全体の36億ドル（バイアウトファンド:25億ドル、VCファンド:11億ドル）のうち、実に69%が国内の年金基金や機関投資家から調達された金額となっている。

【図表 6-2】 カナダ PE ファンドの資金調達額（ファンドレイズ）の推移



(2) パフォーマンス実績 (2009 年)

カナダのバイアウトファンドの過去の収益率は非常に良好であり、一般的に他のアセットクラスのベンチマークと比較するとアウトパフォームするケースが多い。図表 6-3 はカナダのバイアウトファンドの期間別の平均リターンを示しているが、2009 年から過去 10 年、5 年、3 年とも他のアセットクラスのベンチマークよりもアウトパフォームしていることが示されている。

一方、カナダのベンチャーファンドの歴史は隣国の米国より相対的に新しく、収益率も米国 VC ファンドや、自国のバイアウトファンドと比較すると劣後するケースが多い (図表 6-4 参照)。なお、上位 4 分の 1 に限ったパフォーマンス実績をみれば、過去 10 年でも 5.1%、過去 3 年で、10.5% と共に TSX、NASDAQ 等の他のアセットクラスの収益率よりアウトパフォームしている。

【図表 6-3】 カナダのバイアウトファンドの過去平均リターンの推移

2009年 IRR(手数料控除後)	10年	5年	3年
カナダ			
バイアウト・メザニンファンド	14.20%	16.80%	7.20%
TSX インデックス	3.90%	4.10%	-2.50%
米国			
Small バイアウト (USD 0-250 百万ドル)	3.40%	4.20%	0.10%
Medium バイアウト (USD 250-500 百万ドル)	4.10%	8.70%	3.60%
Large バイアウト (USD 500-1000 百万ドル)	4.90%	6.70%	2.70%
Mega バイアウト (USD >10億ドル)	4.70%	4.80%	-1.00%
バイアウトファンド全体	4.60%	5.30%	-0.30%
メザニンファンド全体	2.90%	2.80%	0.70%
NASDAQ	-5.60%	0.80%	-2.70%
S&P 500	-2.70%	-1.60%	-8.10%

(出所) CVCA 資料より大和総研作成

【図表 6-4】 カナダのベンチャーファンドの過去平均リターンの推移

2009年 ネットIRR (手数料控除後)	10年	5年	3年
カナダ			
VCファンド (上位4分の1)	5.10%	8.10%	10.50%
VCファンド全体	-1.40%	-1.20%	-3.30%
TSX インデックス	4.40%	4.20%	-2.90%
米国			
Early /Seed VCファンド	-0.30%	0.90%	-1.00%
Balanced VCファンド	2.30%	6.80%	0.90%
Later stage VCファンド	1.70%	7.60%	5.60%
VCファンド全体	1.10%	4.30%	0.90%
NASDAQ	-5.60%	0.80%	-2.70%
S&P 500	-2.70%	-1.60%	-8.10%

(出所) CVCA 資料より大和総研作成

(3) 新規上場

カナダのベンチャーファンド内にあるポートフォリオ企業のエグジットの殆どが、ストラテジックパートナーからの M&A であり、2009 年度における IPO によるエグジット数はたった 1 件に留まっている (IPO サイズは 29 百万ドル：図表 6-5 参照)。

【図表 6-5】 カナダの出口戦略の内訳推移

	IPOでの 出口戦略の数	M&Aでの 出口戦略の数	平均 IPOサイズ (百万ドル)	平均 M&Aサイズ (百万ドル)
2003年	2	24	\$40	\$39
2004年	14	39	\$38	\$90
2005年	9	45	\$67	\$52
2006年	7	29	\$20	\$78
2007年	12	37	\$61	\$104
2008年	1	21	\$33	\$64
2009年	1	23	\$29	\$120

(出所) CVCA 資料より大和総研作成

(4) 雇用維持・創出効果

2009 年頃実施された VC ファンドが経済に与えるへの影響度調査 (CVCA 調べ) によれば、カナダの VC ファンドが関わった企業から 15 万人以上の雇用創出が実現され、その経済効果として、カナダの GDP を 1%押し上げる効果があったとの報告がなされている。

7. 豪州（オーストラリア）

（1）市場規模

オーストラリア PE ファンドの投資家は金融危機後の新規投資に関して慎重な姿勢を見せており、回復傾向の窺われる各国の PE 市場とは違う傾向にある。その主な要因は、オーストラリア税制当局が、2009年12月に PE ファンドを巡る新しい税制改革案の実施を決めたことといわれており、今後の PE ファンド投資にどのような影響があるかも注目される。

2010年度の PE ファンド全体の資金調達額（ファンドレイズ）は、当該新規税制改革により、前年度比で約半分まで落ち込み1,624百万豪ドルに留まった（図表7-1参照）。ただし AVCAL(Australian Private Equity&Venture Capital Association)の報告によると、その新規ファンドレイズの内の実に82%は政府支援プログラム(IIFF及びIIF)³により投資された資金となっている。政府は有望な先端技術への資金不足を懸念して当該プログラムによりファンド支援を率先して実施している。

また2010年度のバイアウト、メザニン投資については、合計10ファンドが新規に組成され、約1,456百万豪ドルの新規の資金調達が実現した。これは前年からプラス3%と若干増加したが、2008年度の5,581百万豪ドルのピークと比較すると大幅に減少している。一方、VCファンドのファンドレイズの金額は減少傾向が続いており、2010年度は168百万豪ドルまで減少した。しかし、新しいファンドの組成数自体は前年の7から14まで倍増した。この要因として、政府の産業活性化による IIFF プログラムが上手く機能していることが指摘されている。このプログラムは、一定程度、政府が指定するアーリーステージの新規イノベーション企業に投資することを約束するものであり、14ファンド中9つのファンドが当該プログラムを活用して新規ファンドの組成を実施している。

また、2010年度の PE ファンドからの企業への投資金額は、14%上昇を記録し、2,183百万ドルに達した。企業投資と出口戦略では回復傾向にあるが、新しい税制改革が PE ファンドにどのように扱われるか不透明な部分が多いため、今後オーストラリア PE ファンド市場の回復が本格化していくかは、この税制改革についての政府決定にかかっているも過言ではないであろう。

³ 豪州では Innovation Investment Fund Follow-on Fund (IIFF と Innovation Investment Fund(IIF)というプログラムがあり、アーリーステージの新興企業の資金支援を実施している（プログラム内容は第3章第1節を参照）。

【図表 7-1】 オーストラリア PE ファンドの資金調達推移（百万豪ドル）

年度	VCファンド (百万豪ドル)	バイアウトファンド (百万豪ドル)	全体 (百万豪ドル)
2001年	325.5	585.2	910.7
2002年	55.6	780.4	836.0
2003年	161.7	521.7	683.4
2004年	155.3	863.2	1,018.5
2005年	84.3	2,094.6	2,178.9
2006年	184.7	3,933.6	4,118.3
2007年	435.6	4,951.9	5,387.5
2008年	343.6	5,581.7	5,925.3
2009年	298.9	1,412.3	1,711.2
2010年	168.3	1,456.1	1,624.3

(出所) AVCAL 資料より大和総研作成

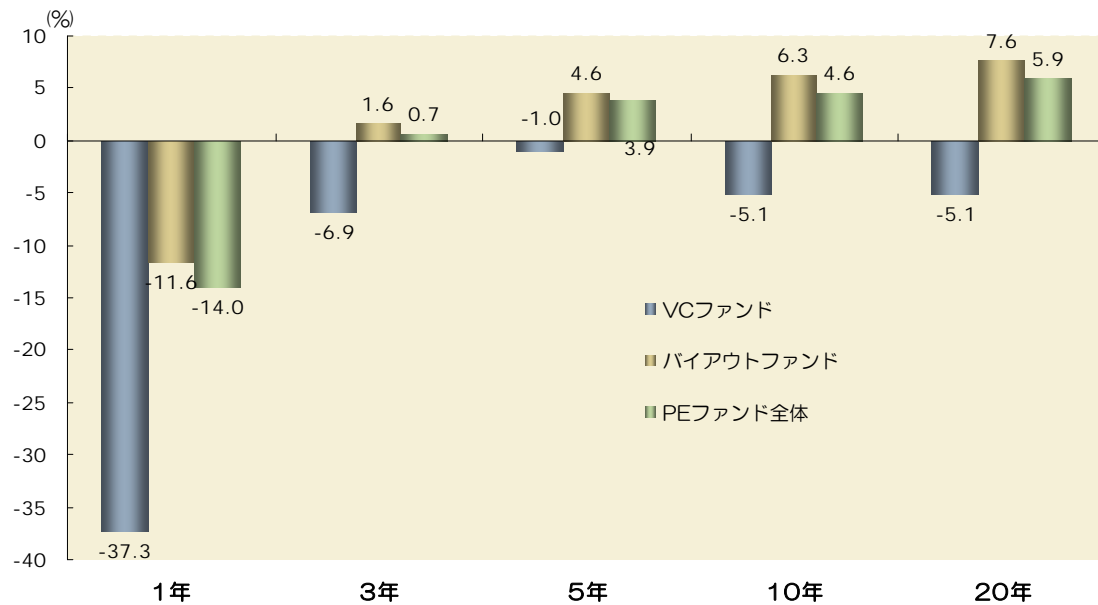
(2) パフォーマンス実績（2009年6月末時点）

オーストラリアの PE ファンド全体のパフォーマンスは、金融危機の影響もあり、2009年6月末時点での直近1年での平均リターンはマイナス14%となっている。一方、上場株式インデックス (ASX インデックス) は同期間でマイナス20.3%となっており、直近1年の短期的な比較ながら、PE ファンドが市場よりアウトパフォームしていることが確認できる (図表 7-2 参照)。また、3年間の期間別 IRR はプラス0.7%、5年間の期間別 IRR もプラス3.9%となっており、以降10年、20年でも長期的にプラスで推移しており、PE ファンド全体の収益は安定した収益率を計上しているといえる。

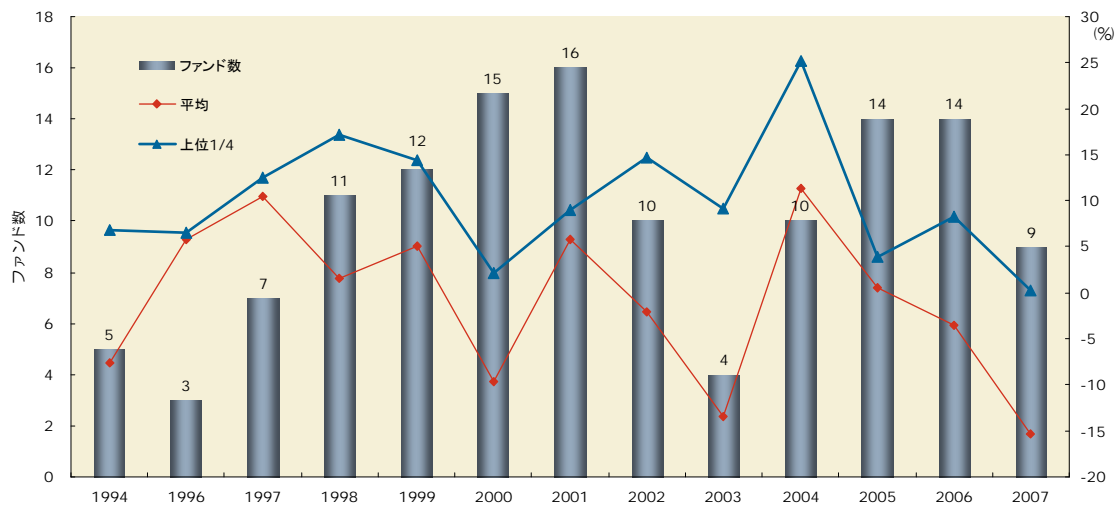
一方、他国と同様に VC ファンドにとっては、厳しい局面となり、前年比でマイナス37.3%と大幅な減少に見舞われている。その理由は大きく分けて2つあり、アーリーステージの企業収益の悪化と、IPO 市場の冷え込みにより、出口戦略を用意していたファンドの収益機会の減少が要因として挙げられる。バイアウトファンドでは、VC ファンドより成熟度が高い企業への投資が多いことから、直近1年での平均リターンはマイナス11.6%に留まっている。

また図表 7-3 はヴィンテージイヤー毎のファンドの収益率を示しており、最も収益率が高い年度は2002年と2004年となっている。ITバブル崩壊直後の市場が悲観的な状況であった2002年に組成されたファンドについては、バイアウトファンドから多くの不良債権事案への投資が行われたため、結果的に高い収益を獲得する結果となった。投資家がこのリターンを享受したのは、当該ファンドのEXITが多く発生した2007年、2008年頃との報告も存在している。

【図表 7-2】 オーストラリア PE ファンドのパフォーマンス推移 (2009 年 6 月末時点、単位%)



【図表 7-3】 オーストラリア PE ファンドのパフォーマンス推移 (2009 年 6 月末時点、単位%)



(出所) AVCAL 資料より大和総研作成

(3) 新規上場

2010年度において、PEファンドの支援を受けた企業のIPO数は3社に留まっている(図表7-4)。これは、(2009年のIPOがゼロであったのに比べると)改善の兆しをみせているものともいえる。また、戦略的な事業再編に向けたM&Aを志向するストラテジックパートナーへのトレードセールスは、前年の9件から22件に増加しており回復傾向が鮮明となっている(2010年度の出口戦略では、トレードセールスが最も高い割合となり全体の45%を占めている)。

【図表7-4】 出口戦略の内訳(単位:百万豪ドル)

回収方法	全体企業数	割合(%)	PEファンドからの回収企業数	割合(%)
トレードセールス	29	48%	22	45%
IPO	5	8%	3	6%
上場企業への売却	8	13%	7	14%
減損・清算	5	8%	5	10%
他のPEファームへの売却	3	5%	3	6%
経営者の買戻し	6	10%	5	10%
その他	4	7%	4	8%
合計	60	100%	49	100%

(出所) AVCAL資料より大和総研作成

【第1章第3節】我が国におけるファンドの市場環境について

1. 市場概況

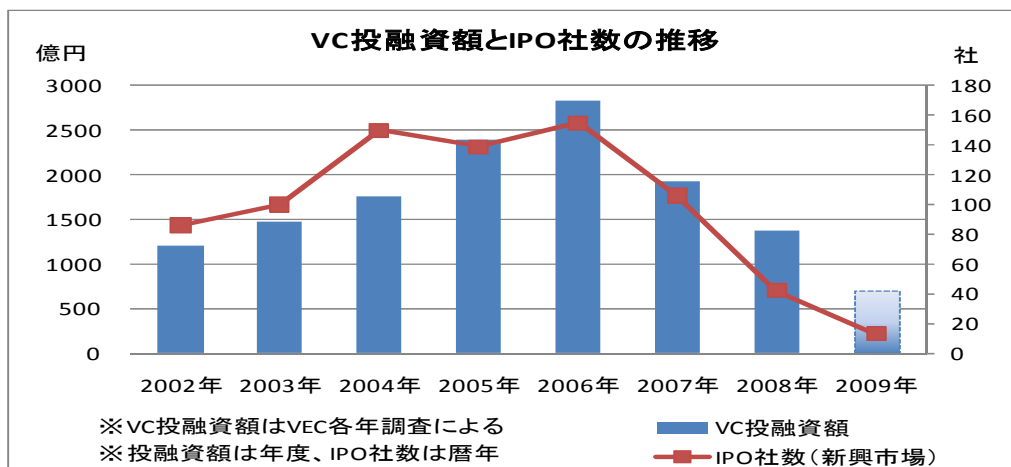
日本では、2000年に入り、産業再生機構の発足や、産業活力再生特別措置法の改正などによる政府による企業再生の促進に向けた方針の中で、銀行の不良債権処理の進捗に合わせて、「企業再生ファンド」や「不良債権の買取ファンド」の組成促進といった形でPEファンドが急成長した経緯がある。この急成長の背景には、当時、政府系金融機関（日本政策投資銀行）がPEファンドへの投資枠（最大2000億）を設定することなどにより、政府が機関投資家の投資の呼び水の役割を果たしたことが非常に大きかったといえる。

ベンチャー上場ブームもあって、VCファンドの投資活動も活発となったものの、ライブドアショック等を契機とした新興市場への信頼低下や、その後の株式市場の低迷によって、01年以降のヴァンテージのVCファンドのパフォーマンスは芳しくない状況が続いている（図表8-1、8-2参照）。日本のVCファンドは投資回収手段（出口戦略）として投資先ベンチャー企業のIPOに依存する割合が極めて高く、米国VCファンドが収益の中心にしている他企業の売却やM&Aなど、所謂バイアウト的な手法は大きなウェイトを占めていないこともその一因であると言われているが、VCファーム各社もEXITの方法についてIPOに限らない方法の努力をしており、いずれこうした方向転換の実績が現れてくるだろう。一方、バイアウトファンドについては、2000年代後半には海外各国と同様に活発なLBOによる投資案件の盛り上がりによって、欧米のPEファンドが日本に進出するなど、当時多くの投資資金が集まった。その後、大型のディール・フローが続発するといった状況にまではなっていないため膨大な投資資金との見合いでは、必ずしも投資が活発に行われているとはいえないが、ミッドキャップ、スモールキャップのディールソースは、我が国の産業構造の特徴でもある厚みのある中堅・中小企業層の存在によって多くの投資事例が見られており、こうした投資については着実に実績が上がっているとの評価が、内外の投資家からは聞かれている。

なお、近年の金融危機は、我が国PEファンド投資にも大きな影響を残している。図表8-3は、PEファンドの設立本数とコミットメント総額の推移を示しているが、リーマンショック以降に市場環境が激変し、2008年から2010年までのPEファンドの資金調達 は総じて低調な状況にあることが見てとれる。

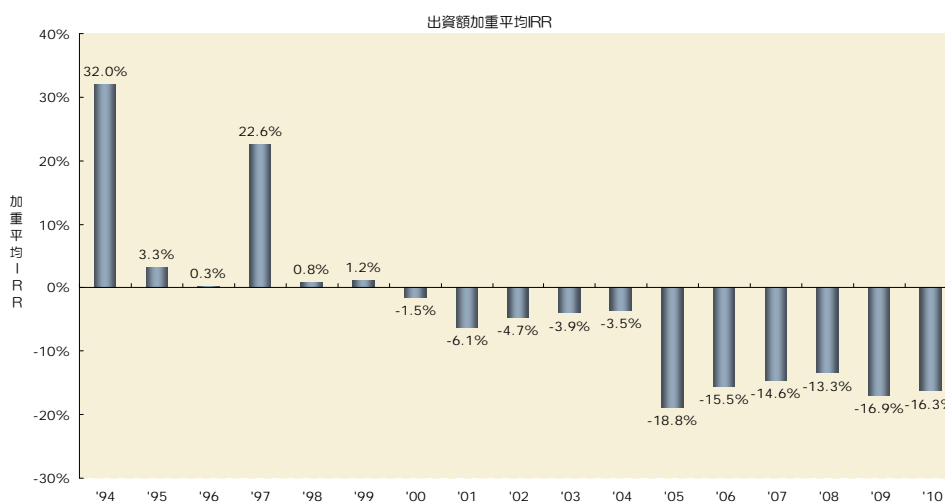
今後、2010年後半から2011年にかけては、相当な数のバイアウトファンドによるファンド組成が見込まれており、経済産業省が昨年打ち出した「産業構造ビジョン2010」でも提言されている事業再編等に向けた企業行動を捉えてディールソースを見つけ出し、国内外の機関投資家からどこまでコミットメントを取り付けることができるかが注目される。また、VCファンドに関しても、既存のVCのほか、絶対的な数は海外に比べて少ないながら、独立系のVCが着実に投資実績を積み上げてきていることや、金融庁から22年12月に新興市場の活性化に向けたアクションプランが提示されたりと、IPO環境に向けた明るい材料もみられることから、低迷する投資環境の盛り上がりも期待される。

【図表 8-1】 VC 投融資額と IPO 社数の推移



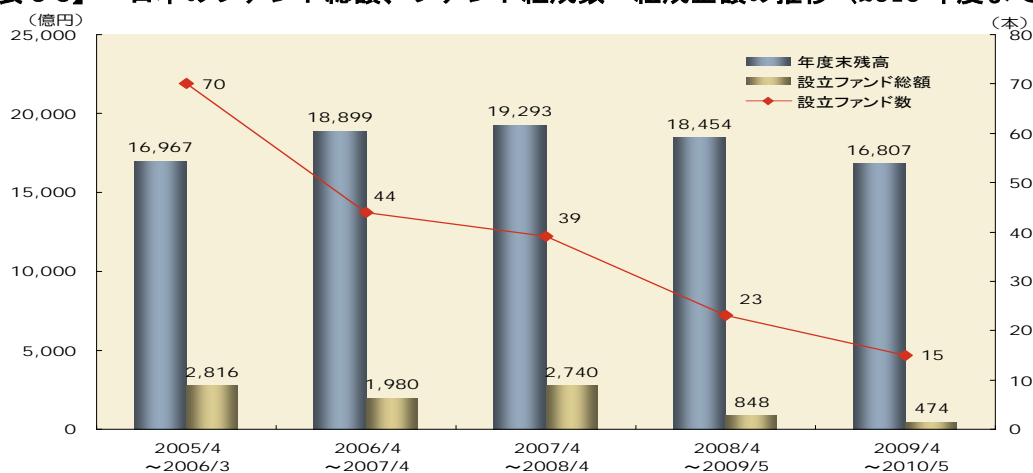
(出所) VEC

【図表 8-2】 日本の VC ファンドの VintageYear 毎の平均 IRR の推移



(出所) VEC 資料より大和総研作成

【図表 8-3】 日本のファンド総額、ファンド組成数・組成金額の推移 (2010 年度まで)



(出所) VEC 資料より大和総研作成

2. 経済効果

中小企業基盤整備機構によれば、同機構の出資してきたファンド（図表 8-4 参照）がもたらした経済効果として、図表 8-5 のとおり、1社あたりの売り上げが3倍程度まで増加し、雇用も約2倍の増加を実現しているとの実績があることが報告されている。中小企業への投資基準（70%以上）など、中小企業に対する投資にフォーカスしたファンドであるという特殊な要因はあるものの、ファンドによる経済効果が、統計情報としてこうして明らかにされているということは、ファンド経由のリスクキャピタルの供給が確実に我が国企業の活性化の一助となっていることの証左といえよう。

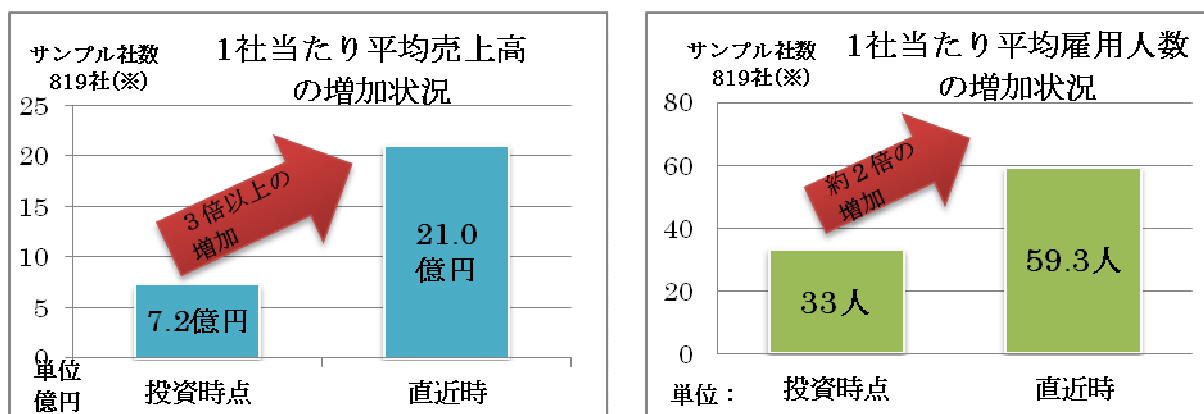
【図表 8-4】 中小機構のファンド出資実績

区 分	出 資 先 ファンド数	(金額単位: 百万円、平成22年12月末現在)			
		出資約束総額		投資先 企業数	IPO 企業数
			うち機構分		
ベンチャーファンド	85	143,526	56,732	2,150	99
がんばれ！中小企業ファンド	26	45,575	22,345	355	3
事業継続ファンド	6	24,310	12,055	15	0
中小企業再生ファンド	22	79,427	33,541	150	0
地域中小企業応援ファンド	3	3,965	1,950	28	0
合 計	142	296,803	126,623	2,698	※100

IPO企業は、異なる複数のファンド区分から出資を受けている場合も含む。 ※重複2社

(出所) 中小企業基盤整備機構 作成

【図表 8-5】 中小機構の出資先ファンドのもたらした経済効果に関するデータ



※ 中小機構出資先ファンド（ベンチャーファンド）から投資後3年以上経過した投資先。但し、エグジットの済んだ企業等で中小機構がデータを把握していない先を除く。

(出所) 中小企業基盤整備機構 作成

3. 直近の PE ファンドの投資運用動向について（経済産業省調べ）

経済産業省産業資金課では、国内のPE・VCファンドを対象として、企業価値創造・向上の実績としての投資運用動向と、投資先企業に対する経営支援等のケーススタディ情報について、アンケートを実施している。ファンド事業者による個別の回答については、同省同課によって管理され非公開であるため、本報告書においては、VECのリターン情報では明らかになっていないバイアウトファンドについて同省同課によって集計された統計的な特徴点等について紹介することとしたい（但し、3月中旬時点の暫定計数）。

同省同課によれば、バイアウトファンドについては、1997年から2009年までに組成された国内の20のPEファンド事業者、ファンド数にして55のファンドから回答があった。ファンドの累計コミットメント総額（投資終了分を含む）は17,912億円（約1.8兆円）、累計投資先企業数は、934社（集計対象の複数のファンドから共同投資が行われているものについての重複を含む。）となっている。（ファンド母数:55件）

（1）ファンド組成時期毎のファンドサイズの特徴等

1 ファンドあたりの平均ファンドサイズを、ファンド組成時期（02年以前、03-05年、06-08年）ごとに見ると、単純平均で約187億円、約306億円、約468億円となっており、ラージキャップ、ミッドキャップ、スモールキャップのファンドを混在させた平均値ながら、徐々に大きくなっていることが窺われており、ファンドサイズの拡大傾向をみても我が国のPEファンド市場は着実に大きくなっているといえる（ファンド母数；49件）。また、06-08年の間に組成されたファンドの投資進捗率は、約70%となっており、今後、PEファンドがファンドレイズに向けた積極的な動きをみせる可能性が高い。

（2）投資倍率の平均

1 ファンドあたりの投資倍率についてみると、加重平均の投資倍率（実現・未実現の価値合計／案件投資済額）は約1.49倍、単純平均の投資倍率は約1.87倍となっている。すなわち、ファンドの投資先企業の価値創出・向上の成果に対するリターンとして、投資家からファンドに投資された金額は、平均的にみれば少なくとも1.5倍近くまで増加していることになり、確実に運用実績をあげている（ファンド母数；42件）。

（3）ファンド組成時期毎の投資倍率の特徴

1 ファンドあたりの投資倍率をみると、以下の通りとなっており、Jカーブ効果の動きが反映されたものとなっているほか、着実に投資リターンをあげていることが窺われる（データは23年3月中旬時点で判明している計数を元に集計）。

【図表 8-6】 ファンド組成時期毎の投資倍率の推移（経済産業省調べ）

ファンド組成時期	投資倍率（加重平均）	投資倍率（単純平均）	ファンド母数
02年以前	2.3倍	2.5倍	12ファンド
03-05年	1.6倍	1.9倍	15ファンド
06-08年	1.1倍	1.3倍	14ファンド

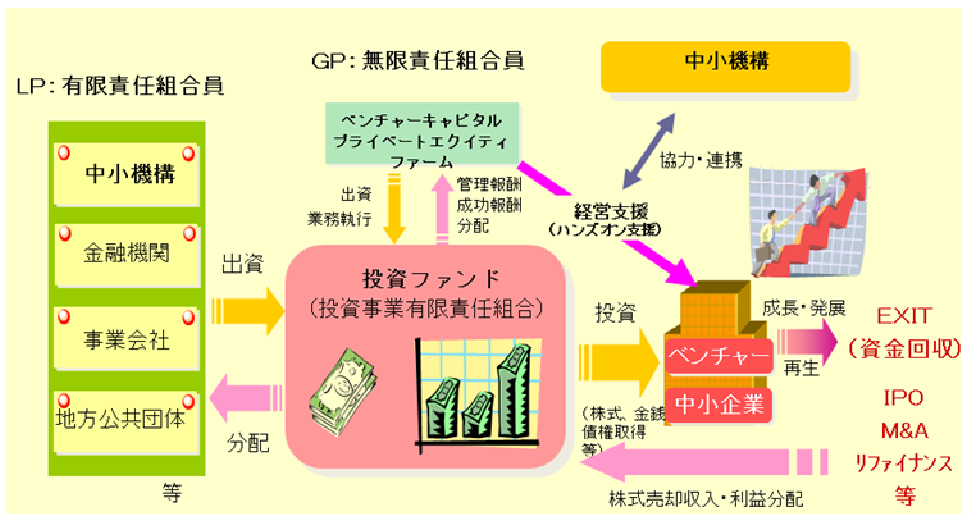
(参考) 中小企業基盤整備機構のファンド出資事業の取り組みについて

<概要>

我が国のベンチャー・中小企業向けファンドへの公的支援策は、独立行政法人中小企業基盤整備機構（中小機構）を中心に行われている。

中小機構は、投資事業有限責任組合法に基づく投資事業有限責任組合（ファンド）に対して、有限責任組合員（LP）として、ファンド総額の 1/2 を上限とする出資を行っている。すなわち、民間のベンチャーキャピタル・プライベートエクイティファームが無限責任組合員（GP）となりベンチャー・中小企業の支援を行うファンドに対して資金供給を行うとともに、公的なアンカーインベスターとしてファンドの組成を促進する役割を担っている。

【図表 8-6】 中小機構のファンド出資事業概要



(独) 中小企業基盤整備機構 作成

中小機構のファンド出資事業は、前身の中小企業総合事業団による平成 10 年度以降、以下の通り、支援対象・内容に対応した拡充が図られてきた(平成 22 年度までの区分)。

○成長初期段階（アールリーステージ）にあるベンチャー企業を支援する

「ベンチャーファンド」

○事業再生に取り組む中小企業を支援する

「中小企業再生ファンド」

○新事業展開・第二創業に挑戦する中小企業を支援する

「がんばれ！中小企業ファンド」

○後継者問題を抱える中小企業を支援する

「事業継続ファンド」

○地域資源を活用して新事業に取り組む中小企業を支援する

「地域中小企業応援ファンド」

<ファンド出資事業の政策目的>

中小機構のファンド出資事業の実施は、以下の役割を果たすことをその政策目的としている。

○投資先中小企業の成長促進

ファンドからの投資により、新たな事業展開に必要なエクイティ資金を供給するとともに、財務体質の強化、経営人材の派遣等を通じて、中小企業の成長発展を支援している。

○民間資金の「呼び水」効果

中小機構が出資を行うことにより、ファンドに対する民間資金の「呼び水」となり、未だ不十分な我が国の中小企業向けエクイティ・ファイナンスの量的拡大を実現している。

○政策的意義の高い分野へのリスクマネーの誘導

シード・アーリーステージのベンチャーや産学連携ベンチャー、今後の成長分野企業、地域の産業や雇用を支える中小企業など、投資リスクは高いものの、政策的意義が高い分野に対して、ハンズオン支援を行うファンドに対して、中小機構がマッチングすることにより、リスクマネーの誘導を図っている。

○独立系投資会社の育成等によるプライベート・エクイティ業界の裾野拡大

大手企業の系列に属さない独立系投資会社や、ファンド組成実績の少ない新進の投資会社に対しても、ファンドマネージャーの資質に着目し、出資を検討することとしている。

○ファンドのガバナンス、中立性、社会的信用の向上

公的機関である中小機構が、ファンドへの出資を通じて、アンカーLPとして積極的にガバナンスを効かせることにより、ファンドの政策的意義、中立性、社会的信用を担保し、ファンドに対する投資家や、ファンドからの投資先中小企業に対して、安心感を与え、ファンドの組成や活用の促進に資する結果となっている。

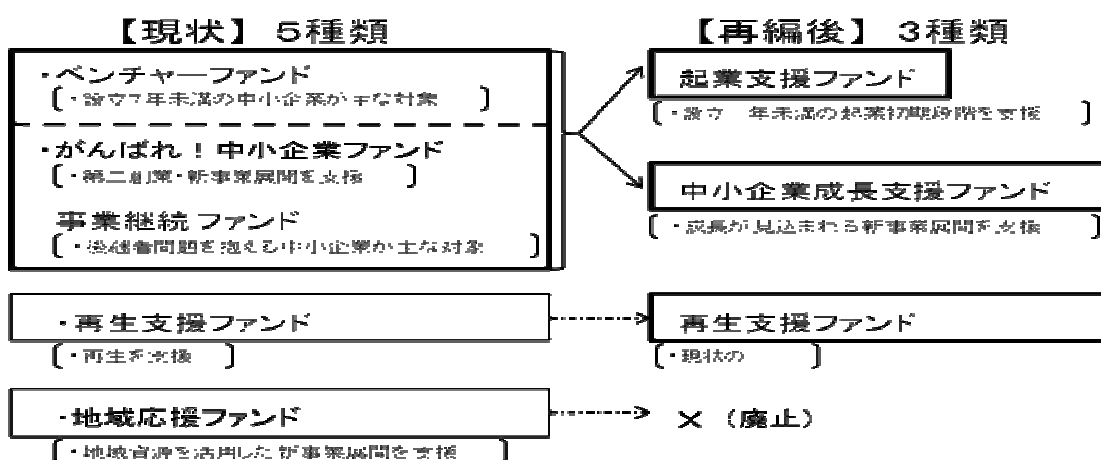
○中小機構のソフト支援機能との連携

中小機構の専門家派遣事業、インキューベーション事業、大規模展示会事業、投資家とのマッチング事業、情報提供事業など、様々なソフト支援ツールと連携することにより、投資会社のハンズオン支援を補完する役割を果たしている。

＜平成 22 年度に実施されたファンド出資要件の見直しについて＞

昨年 7 月には、創業・転業や事業再生に取り組む中小企業をより強力に支援するため、ファンド出資事業を再編するとともに、ファンドへの出資要件の見直しを行っている。これにより、中小企業に一定率以上投資を行う大型のバイアウトファンドなども中小企業成長支援ファンドの出資対象となり、中小企業を支援する幅広いファンドの組成促進が図られることとなった。

【図表 8-7】 ファンド事業の再編に関する概念図



(独) 中小企業基盤整備機構 作成

【主な要件の弾力化項目】

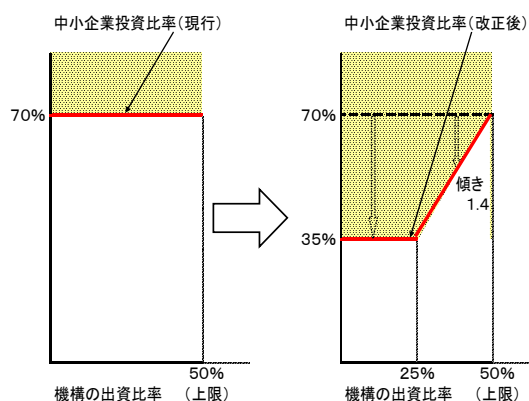
(1) 出資限度額の引き上げ(30 億円 → 60 億円)

- ・ 30 億円超の出資は適格機関投資家の参加が必須要件
(5 億円以上且つ機構出資額の 30 億超過部分以上)

(2) 中小企業投資割合の弾力化

- ・ 機構の出資比率に応じて中小企業への投資比率規制を弾力化。
現状一律 70%以上
↓
出資比率 × 1.4 倍以上 (最低 35%)

※ 起業支援ファンドの設立 5 年未満先への投資比率にもこれを準用



このように、中小機構は、リーマンショック以降、中小・ベンチャー企業に対するリスクマネー供給が停滞している状況の中、ファンドへの出資を通じ、創業・新事業展開・事業再生等の促進と、我が国の未公開企業向けの資金供給に積極的に取り組んでいる。

【第1章第4節】我が国企業年金等のファンドへの投資に対する現状認識

我が国による PE ファンド投資の活性化を考えるに当たっては、機関投資家の中でも年金基金からの資金流入を考慮する必要がある。とりわけ、PE ファンド投資を現在も積極的に投資している企業年金の伝統的な資産運用手法や、足元の資産運用の現実を把握する必要がある。ただし一般的に PE ファンド投資が分類される「オルタナティブ投資（非伝統的投資）」に関する現状把握は不可欠なものといえる。このため、我が国年金基金に対して、より詳細なファンド運用の実態や運用体制の把握、懸念点の抽出を行うため、バイアウトファンド、VC ファンド投資アンケート調査を実施することとした。ファンド投資実施の有無、具体的な投資割合、現在投資しているファンド投資のパフォーマンス等、様々な項目から分析し、現時点における年金基金のファンド投資の係わる意識を整理している。

1. 年金基金向けアンケートの概要

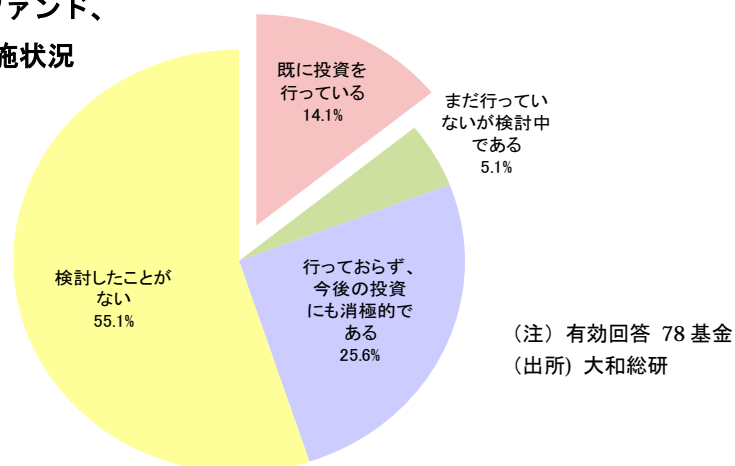
当該アンケートの調査期間は、2010年12月17日～2011年1月21日までとなっており、調査対象は全国335の企業年金基金、厚生年金基金とし、78の回答を得ている。当該アンケートの設問数は32としている。調査方法は、郵送によるアンケートの発送を行い、直接返送される形式を取った。尚、設問によって回答できない場合もあるため、設問ごとの有効回答数は異なっていることをご留意願いたい。

2. 回答内容

(1) バイアウトファンド、VC ファンド投資の実施状況

図表9-1は、年金基金における現状のファンド投資状況を示している。「バイアウトファンド、VC ファンド投資を既に実施している」と回答した年金基金は14.1%(11基金)、「まだ行っていないが検討中である」は5.1%(4基金)であり、バイアウトファンド、VC ファンド投資に対して積極的な姿勢を示しているのはおよそ全体の2割程度に留まる結果となった。残りの8割の回答はPE ファンド投資に消極的な内容を占めており、内訳を見てみると、「(PE ファンド) は行っておらず、今後の投資にも消極的」が25.6%(20基金)、「検討したことがない」が55.1%(43基金)となった。

【図表 9-1】 バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資の実施状況

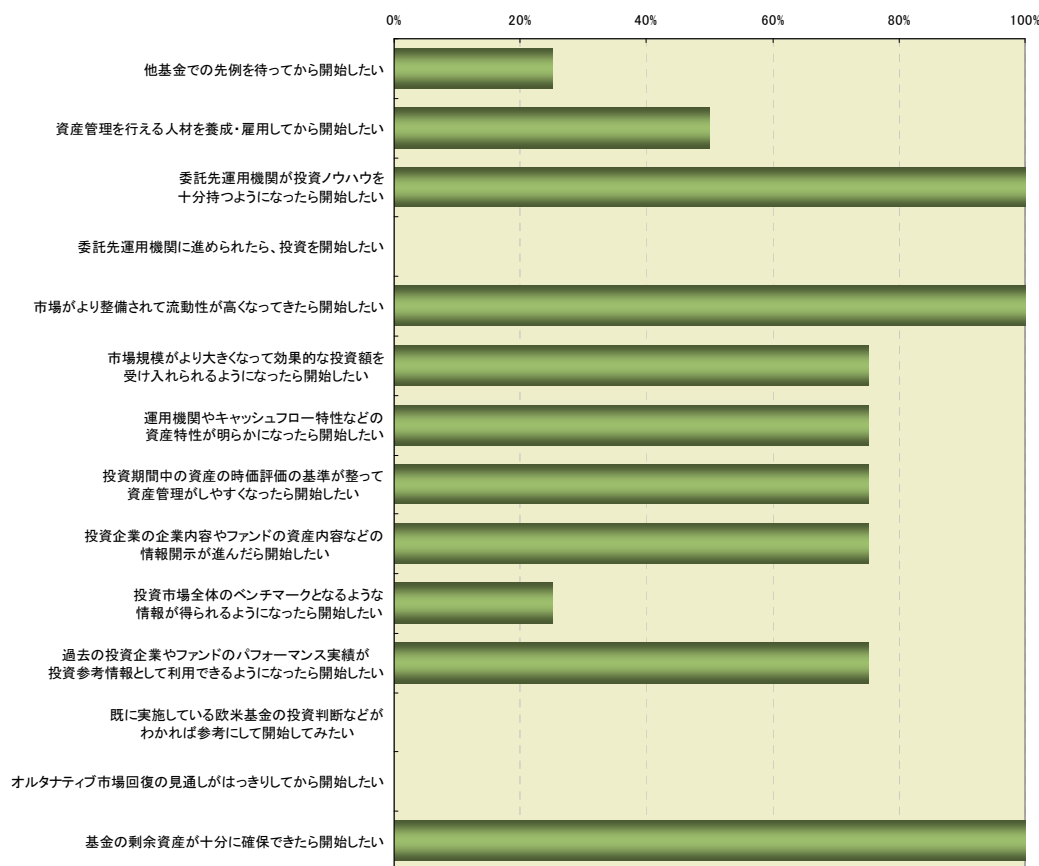


(2) どのような条件が整えばバイアウトファンド、ベンチャーファンド投資を開始することが可能か（設問 1 で「投資を検討中」と回答した基金が対象）

設問 1 で「現在検討中である」と回答した年金基金に対し、今後のバイアウトファンド、VC ファンド投資を進める条件を当該設問で尋ねている。特に目立った意見としては、「委託先運用機関が投資ノウハウを十分持つようになったら開始したい」、「市場がより整備されて流動性が高くなったら開始したい」、「基金の剰余資産が十分に確保できたら開始したい」という条件が全ての基金から支持されている（※回答が 4 基金に留まっているため比率は全て 100%）。ただし投資金額に関しては、回答のあったほとんどの年金基金が、資産の 1~2%の少額を投資する予定との意見が中心となっている。

流動性のなさ、という指摘については、PE ファンド投資の長期投資に係るリスク・リターンの特性的裏返しでもあるため、海外の企業年金等の投資家同様、「年金資産のリターン最大化のため、特別に大きな超過収益を狙うために分散投資の一環として投資するのであるから、多少の流動性が犠牲になるのは仕方ない」という共通認識を持って貰うような材料を年金基金に対して提供することが必要である。

【図表9-2】 バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資の条件（設問1で「投資を検討中」と回答した基金が対象）

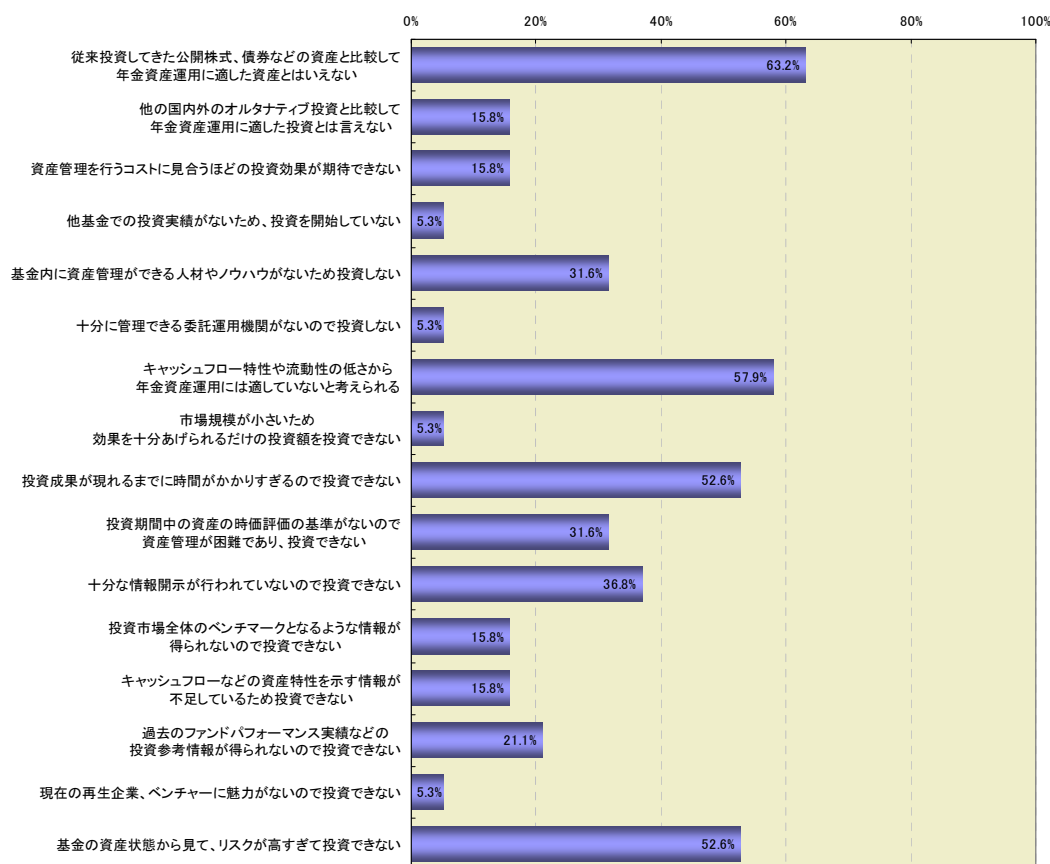


(注) 有効回答 4 基金
(出所) 大和総研

(3) バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資をしない理由（設問1で「今後の投資に対して消極的」と回答した基金が対象）

当該設問は、バイアウトファンド、VC ファンド投資を行っておらず、今後の投資にも消極的であると回答した年金基金に対し、何故消極的であるかの理由を尋ねている。「株式・債券に比べ年金資産運用に適した資産とはいえない」が 63.2%と最も回答が集まった。オルタナティブ投資の中での選択肢を示す「他の国内外のオルタナティブ投資の資産と比較して、年金資産運用に適した資産とはいえないが」が 15.8%に留まる結果を見ると、政策資産配分の検討段階から投資の範囲外となっている可能性も指摘される。その他項目では、「流動性の低さ」「投資成果が表れるまでの期間が長すぎる」「リスクが高い」等の懸念を示す選択肢へ回答が上位を占めた。

【図表 9-3】 バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資に消極的な理由（設問 1 で「今後の投資に対して消極的」と回答した基金が対象）

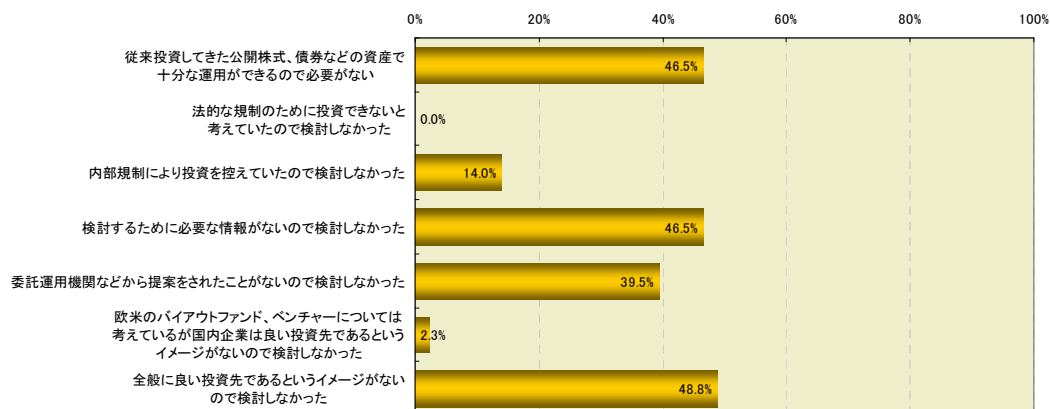


(注) 有効回答 19 基金
(出所) 大和総研

(4) バイアウトファンド、VC ファンド投資を検討したことがない理由

当該設問は、全有効回答数の半数以上を占める「バイアウトファンド、VC ファンド投資を検討したことがない」年金基金にその理由を尋ねている。最も多い回答は、「良い投資先であるというイメージがない」(48.8%) であり、極めて定性的な判断基準の結果となった。次いで多い回答は、「従来投資してきた公開株式・債券で十分運用できる」(46.5%)、「検討するための必要な情報がない」(46.5%) というものが続いた。「委託運用機関から提案されたことがないので検討しなかった」(36.5%) とする年金基金も一定程度の回答を集めた。

【図表9-4】 バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資を検討したことがない理由



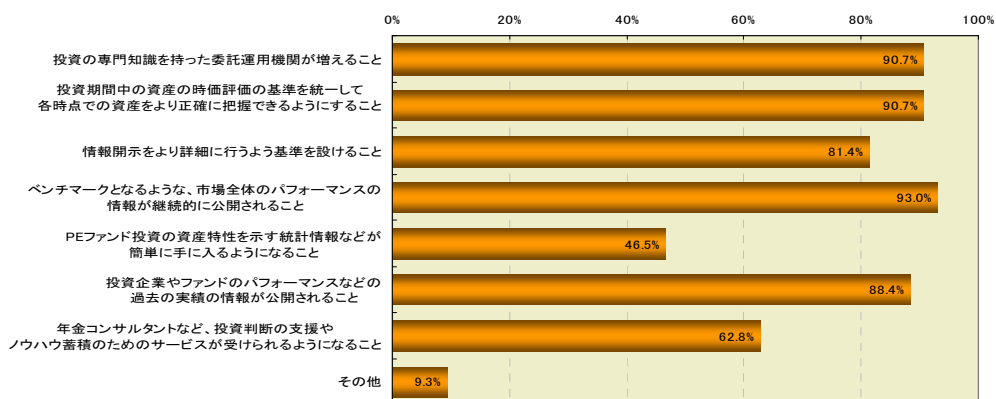
(注) 有効回答 43 基金

(出所) 大和総研

(5) 年金基金・機関投資家によるバイアウトファンド、VC ファンド投資を活性化していくためには、どのような投資環境の整備・改善が必要か

当該設問は、年金基金、機関投資家によるバイアウトファンド、VC ファンド投資を活性化していくためには、どのような投資環境の整備・改善が必要かを尋ねている(図表5参照)。最も多くの意見を集めたのが「ベンチマークとなるような、市場全体のパフォーマンスの情報が継続的に公開されること」が 93.0% (40 基金) に達し、ベンチマークの必要性を強調する声が目立った。次いで、「投資の専門知識を持った委託運用機関が増えること」(90.7%)、「投資期間中の資産の時価評価の基準を統一して、各時点での資産をより正確に把握できるようにすること」(90.7%) が続き、こちらも高い年金基金の必要性を感じている。また、「投資企業やファンドのパフォーマンスなどの過去の実績の情報が公開されること」(88.4%)、「情報開示をより詳細に行うよう基準を設けること」(81.4%) も 8 割以上の年金基金が必要であるとの見解を示した。

【図表9-5】 投資環境整備・改善の必要性



(注) 有効回答 43 基金

(出所) 大和総研

(6) バイアウトファンド投資の投資先、投資手法

既にバイアウトファンド投資を行っている 11 の年金基金より、バイアウトファンドの投資形態（図表 9-6）、投資地域（図表 9-7）、投資業種（図表 9-8）、期待リターン（図表 9-9）について回答を得た。また、今後バイアウトファンド投資を行うとしたらどのような投資形態（図表 9-10）、投資地域（図表 9-11）、投資業種（図表 9-12）、期待リターン（図表 9-13）を想定しているかについて 66 の年金スポンサーから回答を得た。

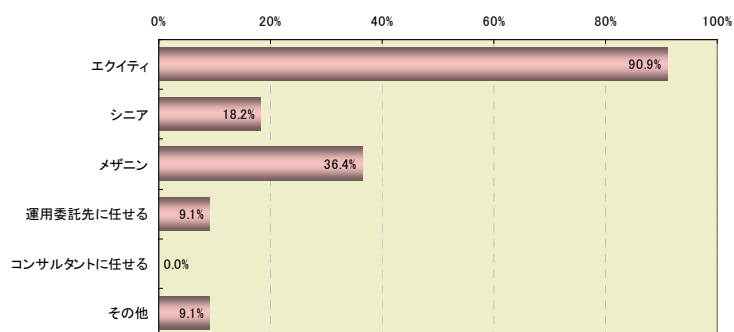
投資形態（図表 9-6）では、既にバイアウトファンド投資を行っている年金基金の大多数は「エクイティ」（90.9%）に投資しているとの回答が占めた。ただし「メザニン」（36.4%）も一定程度回答が集まり PE ファンド投資形態の多様化を示す興味深い結果が示されている。一方、今後バイアウトファンド投資を行う場合（図表 9-10）の回答には、エクイティ投資を考える年金基金は 2 割程度にとどまり、「運用委託先に任せる」（42.4%）という回答が目立つ。

投資地域（図表 11）に関しては、既に投資を行っている先として、7 割強の年金基金が「日本国内」（72.7%）に投資し、同時に欧米中心に海外（「米国」63.6%、「欧州」54.5%）へも高い割合で投資をしている状況が窺える結果となった。一方、今後の投資先（図表 11）としては、半数以上が「日本国内」（53.0%）への投資を考えており、海外への投資検討は相対的に低い水準に留まったことは興味深い結果と言えよう。

投資業種（セクター）に関しては、特定しないとする年金スポンサーが 7 割以上に上り、投資企業への関心は薄いことが浮き彫りとなっている。

最後に、期待リターン（図表 9-9）に関しては既にバイアウトファンド投資を行っている年金基金の 8 割以上は、「10%以上～20%未満」（81.8%）の期待リターンを見込んで投資を行っている。一方、今後バイアウトファンド投資を行う場合の期待リターン（図表 9-13）では、「5%以上～10%未満」（73.7%）の回答が 7 割以上を占める結果となり、投資実施前後で期待リターンに関しても大きく違いがある様子が示された。

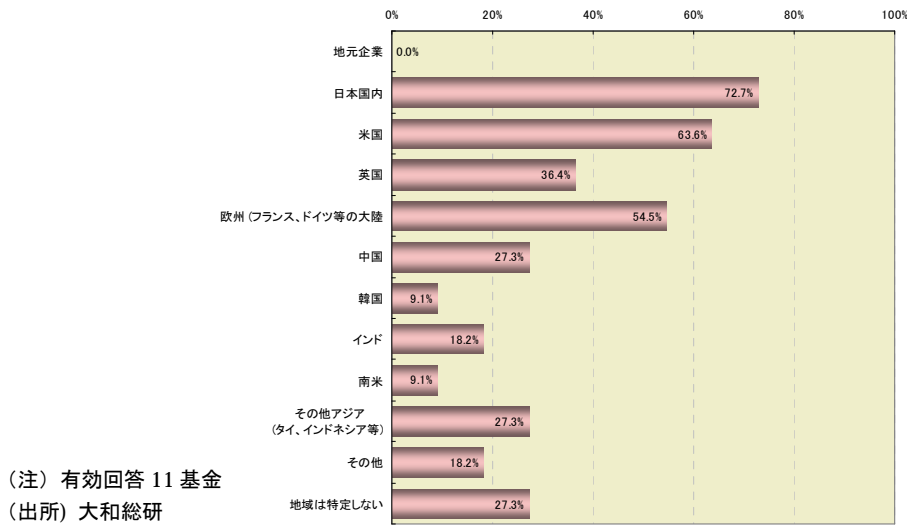
【図表 9-6】 既に行っているバイアウトファンドの投資形態



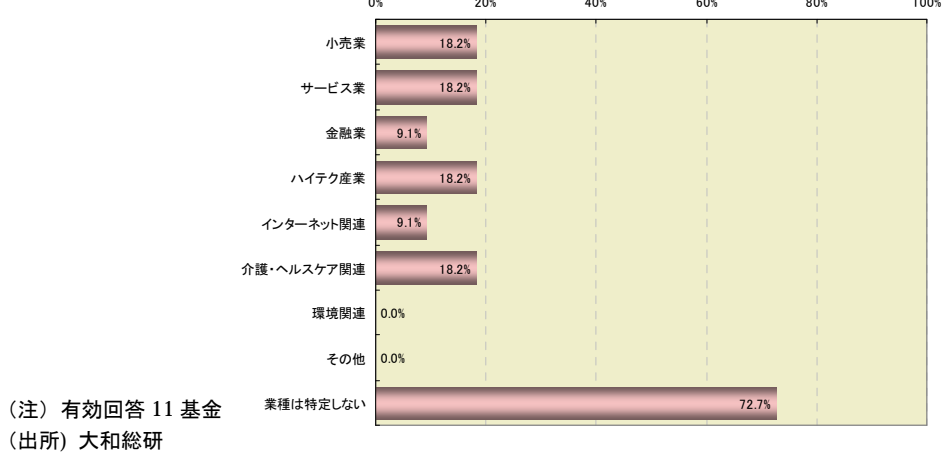
(注) 有効回答 11 基金

(出所) 大和総研

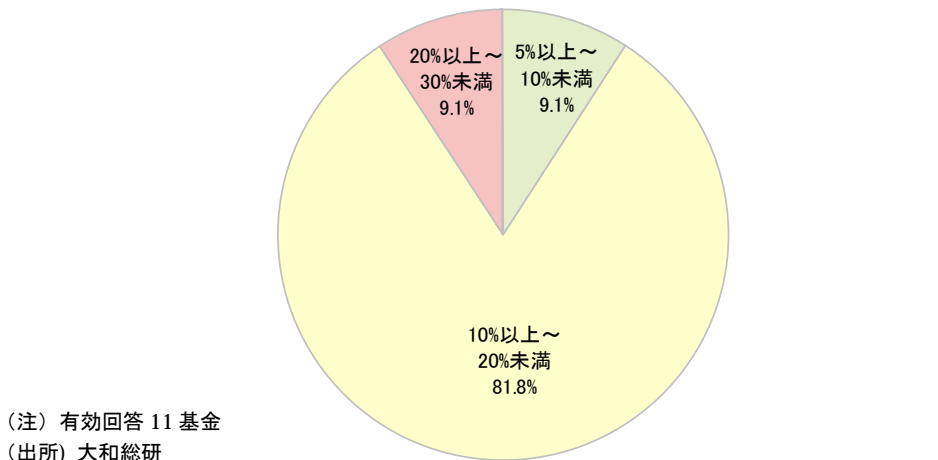
【図表 9-7】 既に行っているバイアウトファンドの投資地域



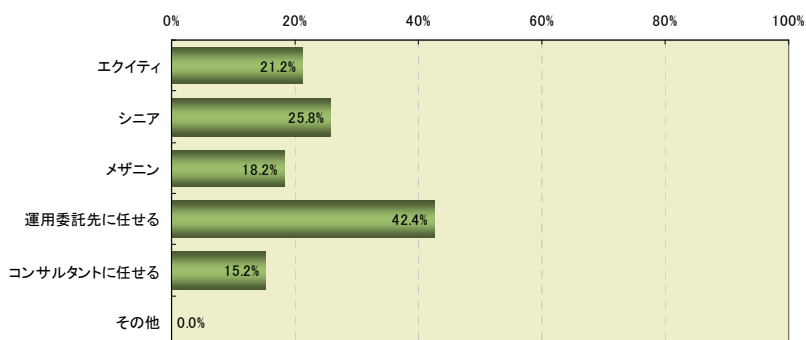
【図表 9-8】 既に行っているバイアウトファンドの投資業種



【図表 9-9】 既に行っているバイアウトファンドの期待リターン

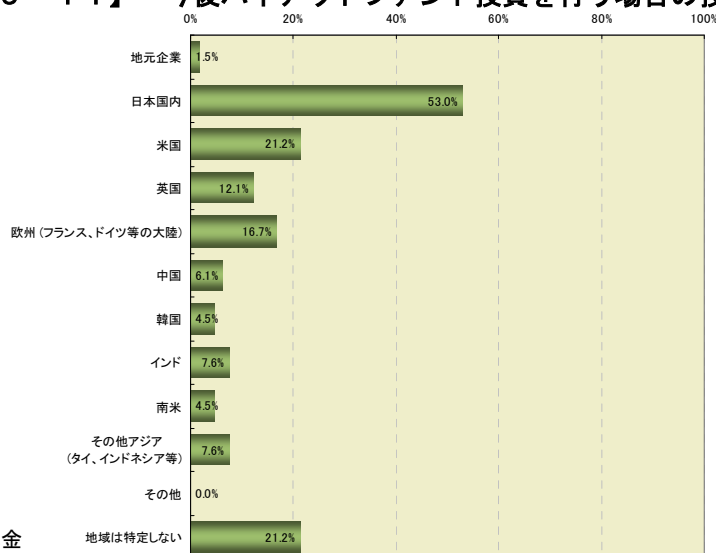


【図表 9-10】 今後のバイアウトファンドの投資形態



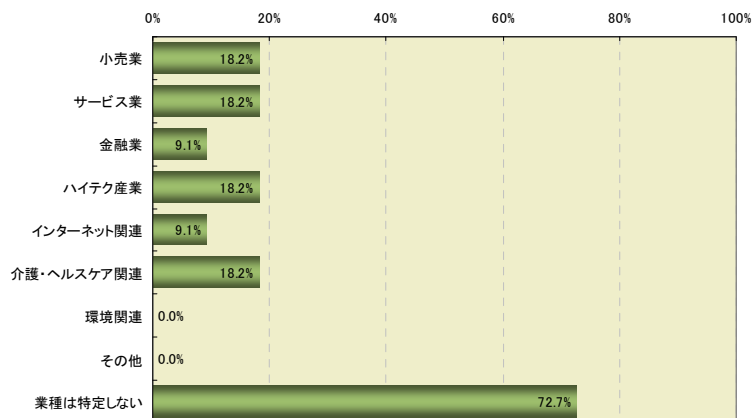
(注) 有効回答 66 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-11】 今後バイアウトファンド投資を行う場合の投資地域



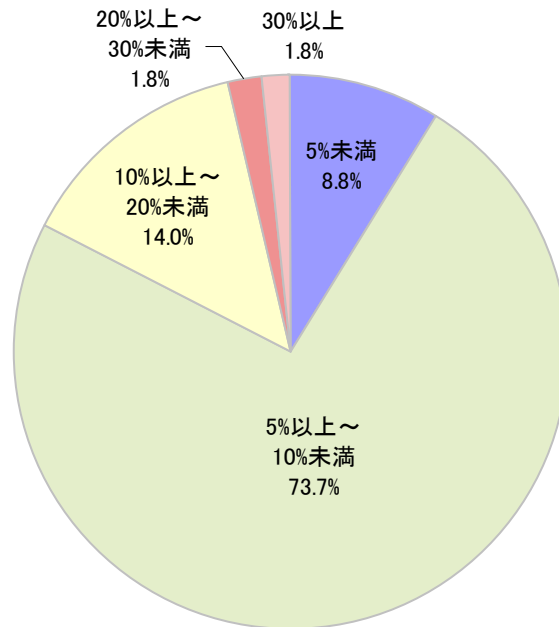
(注) 有効回答 66 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-12】 今後バイアウトファンド投資を行う場合の投資業種



(注) 有効回答 66 基金
(出所) 大和総研

【図表9-13】 今後バイアウトファンド投資を行う場合の期待リターン



(注) 有効回答 66 基金
(出所) 大和総研

(7) バイアウトファンド投資の現在の運用状況

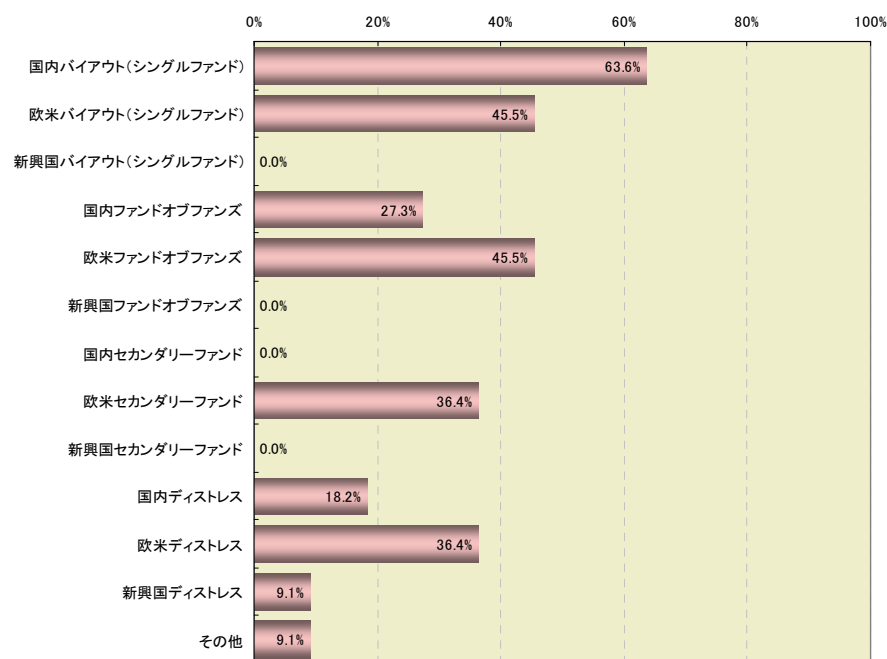
既にバイアウトファンド投資を行っている年金基金より、バイアウトファンド投資の現在の運用状況における、投資商品（図表 9-14）、投資開始年（図表 9-15）、手数料控除前（グロス）の実績リターン（図表 9-16）、手数料控除後（ネット）の実績リターン（図表 9-17）、投資合計金額（図表 9-18）について以下のような回答を得た。

投資開始年（図表 9-15）は 2008 年（70.0%）が最も多く、次いで 2006 年と続いている一方、各国でヴィンテージイヤーとされている 2002 年はゼロ回答となっており、2000 年代後半に投資が集中している状況が鮮明となっている。

実績リターンは、手数料控除前（グロス）で 5%未満が 6 割以上であるが、手数料控除後（ネット）で 30%以上のリターンを得ている投資家も 1 割近くに達した。

バイアウトファンドへの投資金額合計は、「5 億円～10 億円未満」の年金基金が最も多く 30.0%、次いで「10 億円以上～20 億円未満」、「20 億円以上～50 億円未満」の層がそれぞれ 20.0%と並ぶ結果となった。

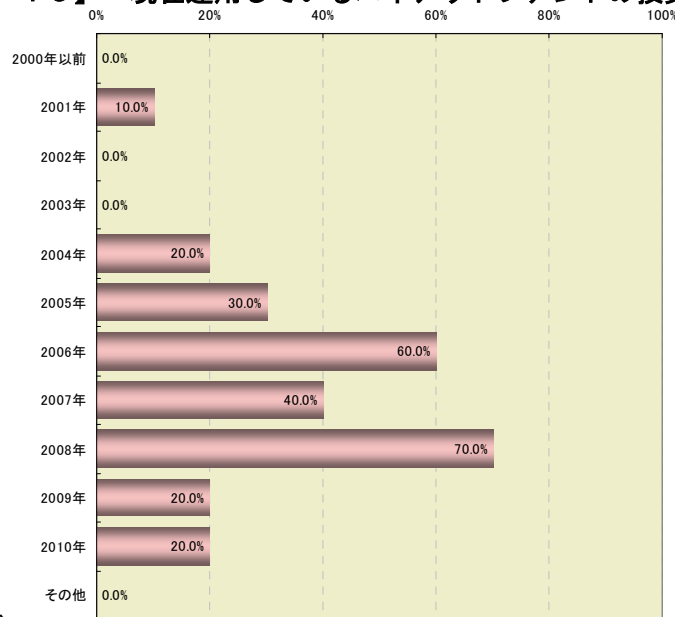
【図表 9-14】 現在運用しているバイアウトファンドの商品



(注) 有効回答 11 基金

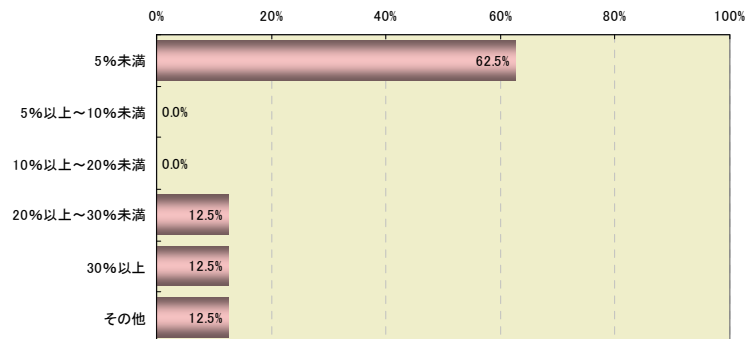
(出所) 大和総研

【図表 9-15】 現在運用しているバイアウトファンドの投資開始年



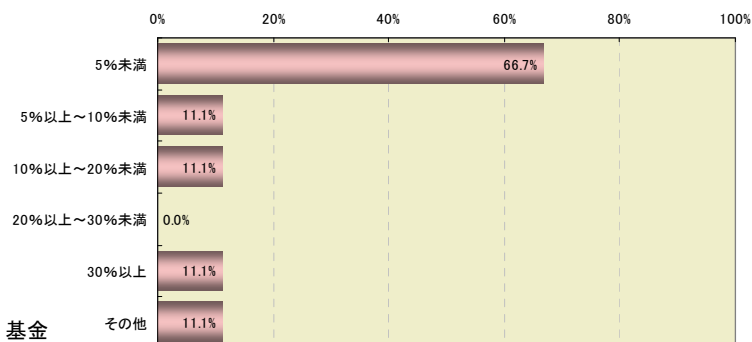
(注) 有効回答 11 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-16】 現在運用しているバイアウトファンドの実績リターン(手数料控除前)



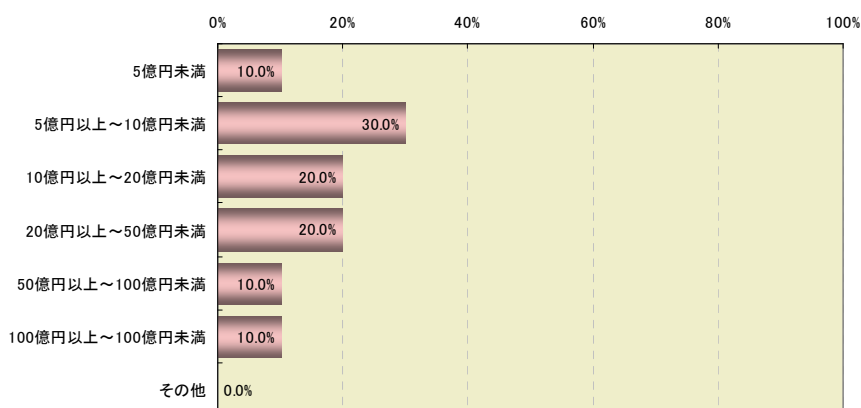
(注) 有効回答 11 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-17】 現在運用しているバイアウトファンドの実績リターン(手数料控除後)



(注) 有効回答 11 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-18】 現在運用しているバイアウトファンドの投資合計金額



(注) 有効回答 11 基金

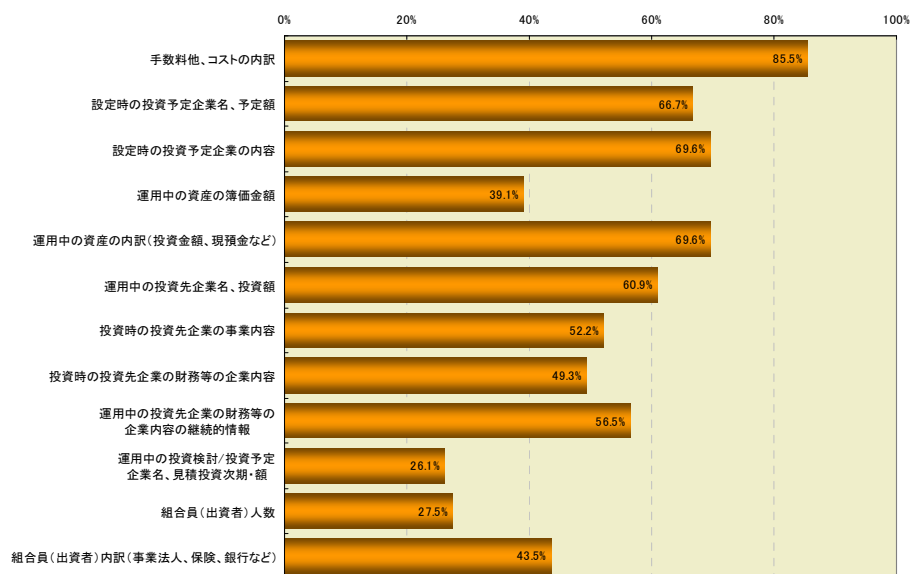
(出所) 大和総研

(8) バイアウトファンド投資の情報開示

図表 9-19 は、バイアウトファンド投資を行う時に不可欠と思われる情報開示内容に関する回答を示している。

比較的、各設問項目に回答が寄せられている中、「手数料、コストの内訳」は 85.5% と最も高率となり、多くの年金基金の意識が集中している様子が示された。次いで、「設定時の投資予定企業の内容」(69.6%)、「運用中の資産の内訳」(69.6%)、「設定時の投資予定企業名、予定額」(66.7%)、「運用中の投資先企業名、投資額」(60.9%) を 6 割以上の年金基金が、開示情報として不可欠であると考えている。

【図表 9-19】 バイアウトファンド投資を行う時に不可欠と思われる情報開示



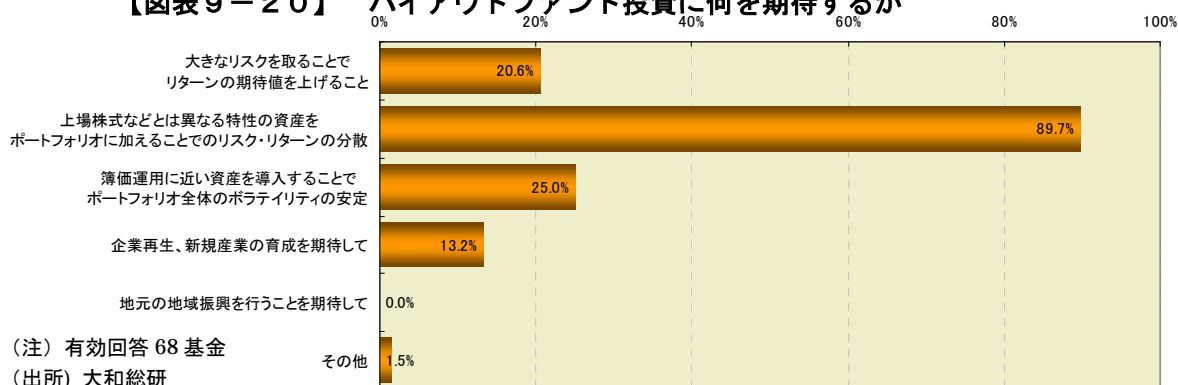
(注) 有効回答 11 基金

(出所) 大和総研

(9) バイアウトファンド投資への期待

図表 9-20 は、今後バイアウトファンド投資を行う場合、何を期待して投資するか。また、既に投資している年金スポンサーは何を期待して投資したかを訊ねた結果となっている。興味深いのは、「高いリスクをとってリターンを上昇」させる回答が 20.6%に留まる一方、「上場株式などとは異なる特性の資産をポートフォリオに加えることでのリスク・リターンの分散」が 89.7%と圧倒的に高い比率となったことだろう。我が国年金基金から PE ファンドへの投資として最も期待される役割が“分散投資”という結果は、定量分析をベースに政策アセットミックスを構築する年金基金ならではの回答となっている。

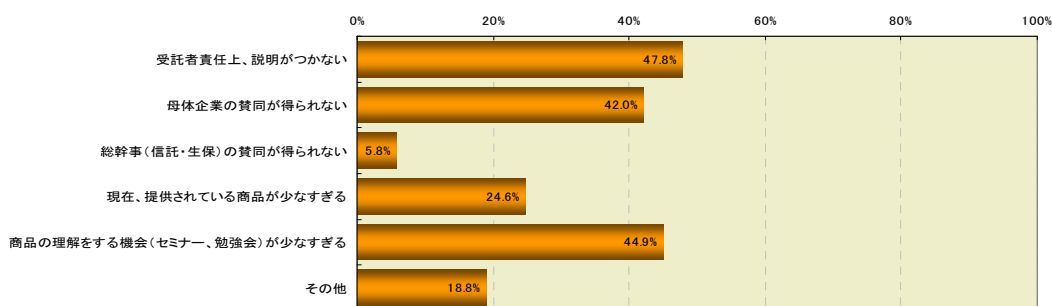
【図表 9-20】 バイアウトファンド投資に何を期待するか



(10) バイアウトファンド投資の障害

図表 9-21 は、バイアウトファンド投資を行う時に障害となる項目について尋ねた設問となっている。バイアウトファンドへの投資は、「(代替投資アセットとしての一般的な認知、普及度合いが低く)、受託者責任上、説明がつかない」(47.8%)、「商品の理解をする機会が少なすぎる」(44.9%)、「母体企業の賛同が得られない」(42.0%)とする年金基金が半数近くを占める。また、その他の意見の中には「ある一社への投資が全額毀損するリスクを持っているだけに、ファンド規模などによりリスクが大きく異なるが、それを予測するのは難しい(厚生年金基金)」と、代議員会等での説明責任がネックとなり、バイアウトファンド投資への障害となるという興味深い内容も存在した。

【図表 9-21】 バイアウトファンド投資を行う時の障害



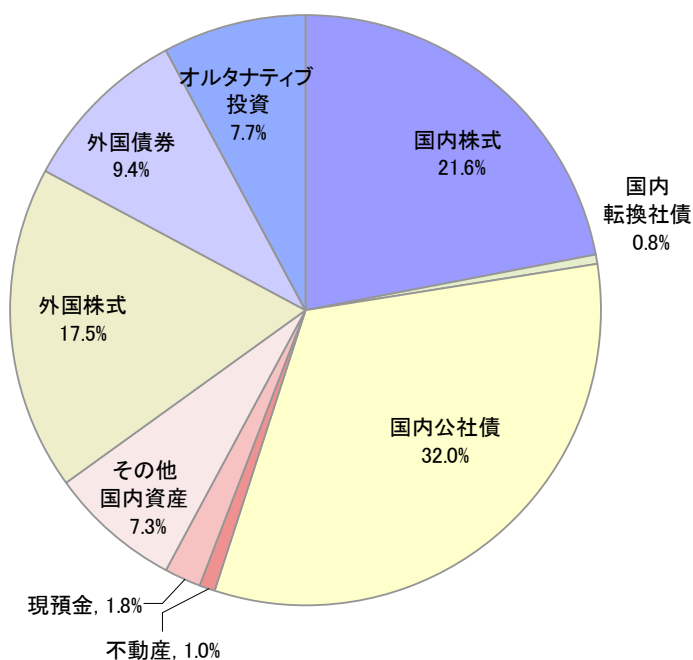
(11) 運用中の資産内訳

回答のあった71の年金基金における、現在運用中の資産の配分、委託先を集計した結果を図表9-22に示す。資産配分全体を見てみると、「国内公社債」への投資が32.0%で最も多く、「国内株式」が21.6%と続いた。その他の項目としては、「外国株式」が最も多く17.5%、「外国債券」が9.4%。「オルタナティブ投資」が7.7%に上っている。

全体の17.5%を占める「外国株式」の内訳を見てみると、「米国株式」(54.6%)が半数以上であり、「欧州株式」(25.0%)を合わせると8割近くに上る。但し、新興国への投資も近年増加傾向にあり、「MSCI エマージングインデックス」との回答も12.8%に達した。一方、「外国債券」に関しては、米国が6割弱、欧州が4割弱で、全体の98%は欧米への投資であり、新興国投資の存在感は薄い。

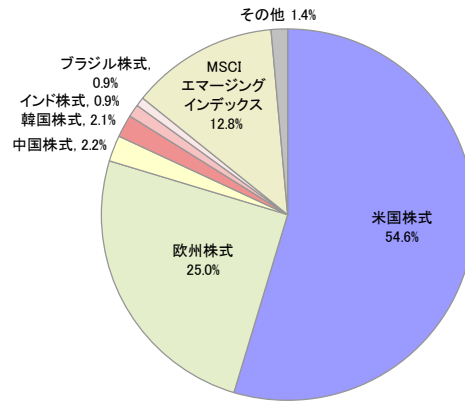
また、オルタナティブ投資の内訳は、ヘッジファンドが74.9%と圧倒的に高い比率を占め、「バイアウトファンド」、「不動産ファンド」がともに5.8%と並んでいる。また「ベンチャーファンド」が0.5%に留まる一方、昨今注目を集める「インフラファンド」が2.3%となり、既にシェアが逆転する減少が起こっている。この状況を見ると我が国年金基金でのVCファンド投資の苦境は尚も続く可能性が高い。また、図表9-26では、運用中資産の委託先を示しているが、信託銀行の年金信託契約が56.8%、投資一任契約が19.3%と続いた。

【図表9-22】 資産配分（全体）



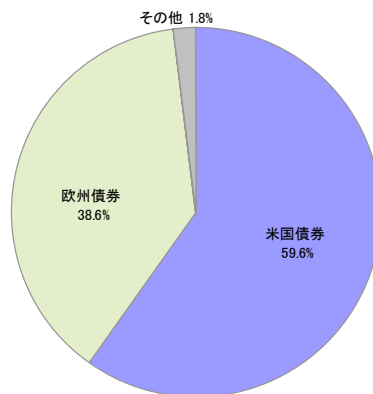
(注) 有効回答71基金
(出所) 大和総研

【図表 9-23】 資産配分の内「外国株式」の内訳



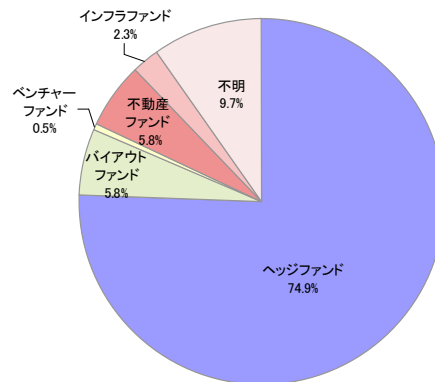
(注) 有効回答 71 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-24】 資産配分の内「外国債券」の内訳



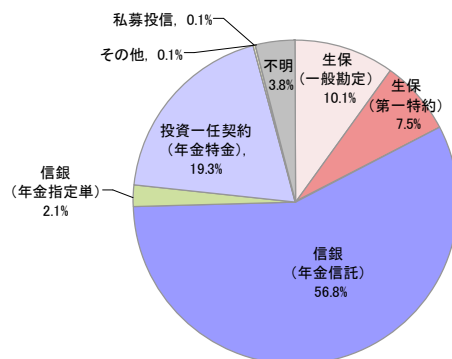
(注) 有効回答 71 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-25】 資産配分の内「オルタナティブ投資」の内訳



(注) 有効回答 71 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-26】 委託先の種別



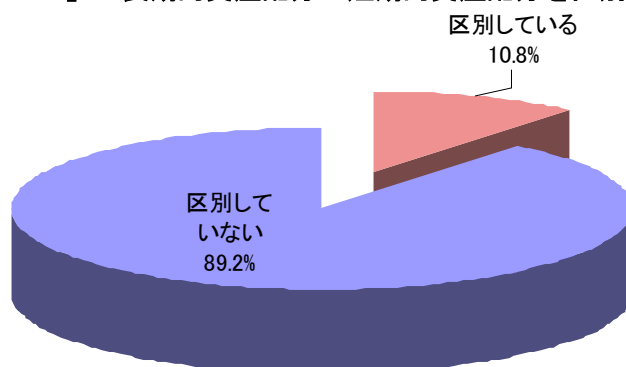
(注) 有効回答 71 基金
(出所) 大和総研

(12) 資産配分の管理

図表 9-27～30 は、運用資産配分の管理に対する方針を問いた内容となっている。特に図表 9-27 は、投資の時間軸をリスク管理の一環として取り入れているかどうかを確認する設問であり、長期的資産配分と短期的資産配分を区別しているかを訊ねた結果となっている。年金基金の中で投資ホライズンを意識している先は全体の 1 割程度 (10.8%) の結果に留まった (図表 9-27 参照)。ただし、長期的資産配分と短期的資産配分を区別している年金基金の中では、全体の 4 分の 3 (75.0%) が高い割合で「定期的に資産配分を見直している」との回答が寄せられた (図表 9-29 参照)。一方、年金基金全体でみると、「定期的に資産配分の修正を行っている」のは半数 (48.0%) に届かず、「考えたことがない」が 8%、「行うつもりがない」が 4% 存在していることは興味深い結果となった。

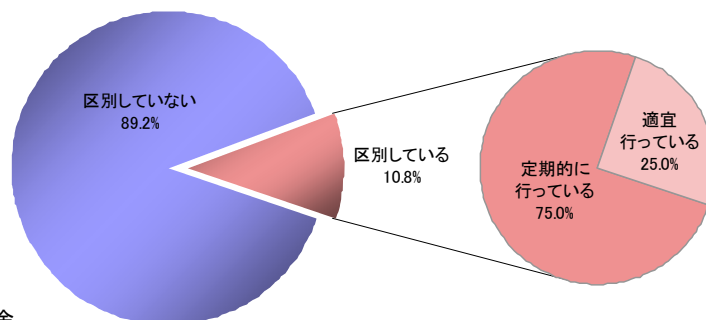
資産配分の修正体制 (図表 9-30) は、「コンサルタントも含めて内部委員会を設けて行っている」とする回答が最も多く 42.2%。次いで「内部に委員会を設けて行っている」が 37.8% となっている。

【図表 9-27】 長期的資産配分と短期的資産配分を区別しているか



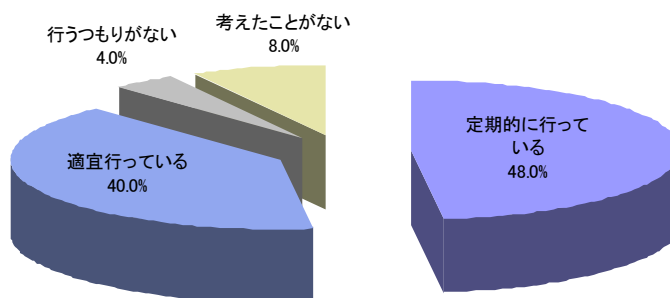
(注) 有効回答 74 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-28】 長期的資産配分と短期的資産配分を区別している年金基金の資産配分の修正頻度



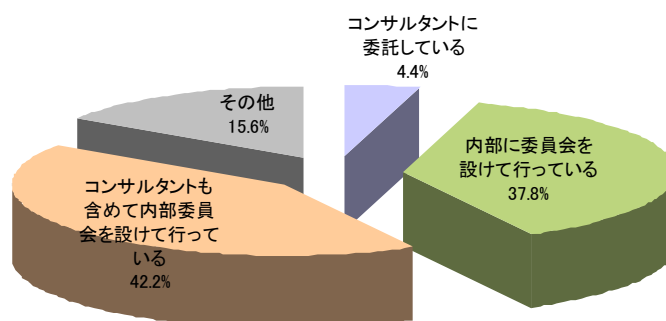
(注) 有効回答 8 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-29】 年金基金全体における資産配分の修正頻度



(注) 有効回答 75 基金
(出所) 大和総研

【図表 9-30】 資産配分の修正体制

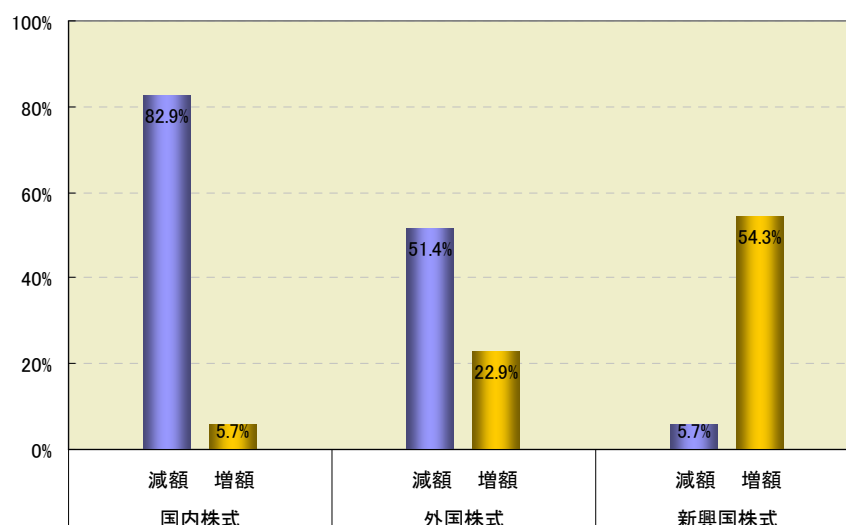


(注) 有効回答 45 基金
(出所) 大和総研

(13) 今後の資産配分

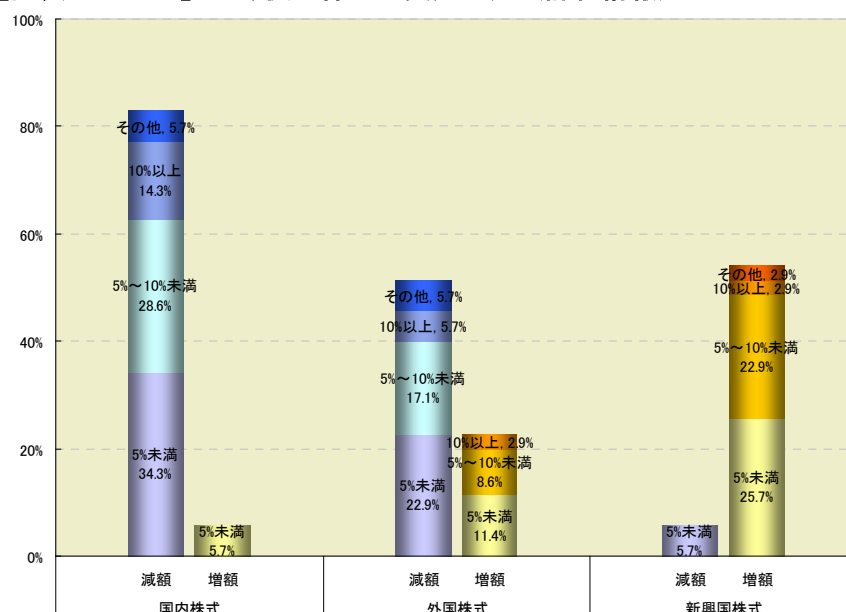
最後の設問は、今後、株式の資産配分をどのように変更していくかを尋ねている（図表9-31、図表9-32）。この結果をみると「国内株式配分を減額」との声が82.9%、「(先進国の)外国株式を減額」も51.4%に達する一方、「新興国株式を増額」が54.3%に達した。パッシブ運用を主な運用手法とする我が国上場株式については、ネガティブな反応が多いことが窺われる。

【図表9-31】 今後の株式の資産配分



(注) 有効回答 35 基金
(出所) 大和総研

【図表9-32】 今後の株式の資産配分（詳細情報）



(注) 有効回答 35 基金
(出所) 大和総研

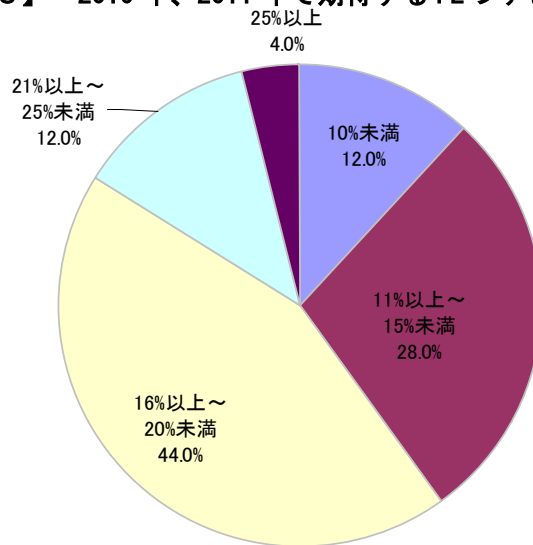
3. その他（本アンケート結果からの追加的な示唆等）

今回のアンケートと過去蓄積してきた調査結果から見て、PE ファンド投資は拡大傾向にあるものの、年金基金のオルタナティブ投資は依然としてヘッジファンドに集中している状況に大きな変化はない。但し、金融危機以降、ヘッジファンドの大幅なパフォーマンスの悪化や依存度の高さへの反省から、他のオルタナティブ投資へのシフトも鮮明になってきている。特に既に VC ファンド投資をインフラファンド投資が上回っていることは興味深い結果となっている。また PE ファンドの中でも「海外ファンドオブファンズ」以上に、「国内バイアウト」の投資割合が増加しているのは、海外プロダクト中心であるヘッジファンド投資以上に、ホームアセットバイアスがあることが判明したため、今後の我が国 VC・PE への投資活性化に期待が持てる結果となったといえる。

また、年金基金が長期投資の一環として PE ファンド投資に求める期待リターンが、金融法人の場合に比して高くない点は興味深い。これは、年金基金の運用担当者が、長期投資による高リターンよりも毎年確実に予定利率を上回る安定的な運用パフォーマンスを期待していることの証左である。現在、年金基金では、増加傾向にある年金給付のキャッシュフローをより円滑に回していく必要に迫られていることから、金融法人に比して J カーブ効果を忌避する傾向が強い。企業年金等を巡る運用の現状を考えれば、こうした傾向はやむを得ないともいえるが、長期運用の視点から確りとした給付原資を得るための運用リターンを確保することが求められる年金基金等については、PE ファンド投資のオルタナティブ投資としての位置づけを再評価し、J カーブ効果等を前提とした投資に対する見識を広げていくことが必要であろう。

一方、海外のファンド投資家に目を向けてみると、PE ファンドに対する期待リターンの高さが窺える。図表 9-33 は Collier Capital が実施したアンケートと結果であるが、米国の投資家では圧倒的に高い期待リターンの PE ファンドに持っており、10%未満は12%に留まる。一方、我が国投資家は足許の支払原資の確保の要請等から、図表 9-13 のように 10%未満の期待リターンが全体の 8 割を占め、米国の投資家と我が国投資家との期待リターンの違いが鮮明となる結果となった。こうした現時点における国内外の運用リターンに対するニーズのギャップは、国内外の双方の投資資金を呼び込み、厚みのある投資家に支えられたファンド運営を志向するファンド事業者にとっては、ファンドレイズにあたっての悩ましい問題ともなりうる。しかし、ファンド投資の本来的な意義（オルタナ投資としての長期運用）に立ち返れば、海外の年金基金等の投資家による投資実績は重要なベストプラクティスになりうるのであり、ファンドレイズ・運用の中で海外投資家の動向とその投資プリンシプルが、国内の年金基金等にも伝播していくなどして、国内の年金基金のリスク・リターン選好が海外投資家のリスク・リターン選好に徐々に近づいていくことが期待される。

【図表 9-33】 2010 年、2011 年で期待する PE ファンドの期待リターン



(出所) Global Private Equity Barometer, Collier Capital

また、定量分析をベースに政策アセットミックスを構築する年金基金にとって、PE ファンド投資がどのような資産クラスとして取扱われるかに関しても興味深い。特定の伝統資産の代替で PE ファンド投資を行う意識よりも、長期投資の独立した資産クラスとして PE ファンド投資を位置付ける傾向が比較的強いためである。こうした意識付けは、各年金基金の運用方針の設定方法や設定にあたっての決定プロセスに大きく依存する。投資募集を行うファンド事業者は、こうした情報を踏まえて、ファンド投資の果たす投資運用の特徴をそれぞれの年金基金が内部において説明しやすい形で、説明に努めることが重要である。年金等がこうした意識付けを深めるための材料として、前述の海外における PE ファンド投資の現状や後述の LP にとっての投資プリンシプル等の情報は一助になると考えられるため、是非活用していただきたい。

【第1章第5節】ファンドへの投資にあたって参考とすべき留意点について

本章第1節の海外各国の動向のとおり海外のVC/PE協会においては、ホームページや機関誌等によって、市場規模やパフォーマンスのほか、自らの業界の経済効果や投資先企業に係るケーススタディを紹介するといったかたちで、機関投資家等の一般向けに情報発信を行う取組がみられている。こうした中、一部の国のVC/PE協会では、機関投資家向けに投資にあたって参考とすべきポイントやガイドラインについて公表がなされている。本節では、海外での公表資料の代表例として、カナダを本拠として米国の公的年金基金等の有力機関投資家が会員となっているファンド投資家(LP)の非営利団体であるILPAが公表している投資ガイドラインについて紹介するほか、各種文献や平成16年LPS法改正以前に経済産業省がベンチャー・キャピタル等へのファンド投資の拡大を進めるための実施した各種調査の過程で得られた国内のPEファンド投資家からのヒアリング情報を整理・抽出する形で、ファンド投資にあたっての留意点等を紹介する。

なお、本節で紹介しているポイントに関しては、その確認の要否も含め、各ファンドにおけるGP事業者の特性や、GPとLPとの関係、LPの数等に応じて様々な臨機の対応を取りうるものであるため、あくまで参考指標に過ぎないことを予めお断りしておきたい。特に、ILPA (Institutional Limited Partners Association) のガイドラインについてはPEファンド投資に対して大きな投資バジェットとノウハウを有する有力機関投資家の意向が強く反映されているため、過去の投資実績も含めてGPに対する力関係の強いLPだからこそ主張できるものも多い点に留意すべきである。

また、こうしたポイントに沿ったデューデリジェンスの結果は、GPとLPの契約において明定されることになるが、その契約文言や詳細な解説については、経済産業省より平成16年度に投資事業有限責任組合のモデル契約が公表されており、22年度調査事業として関係法令の改正に応じた改訂や英文版の作成も実施されているため、詳しくは経済産業省のHP等を参照されたい。

1. ILPAのPEファンド投資にあたってのガイドライン

(1) 概要

2009年9月8日にILPA⁴よりPrivate Equity Principles (プライベート・エクイティ原則)として公表された投資にあたってのガイドラインは、ILPAが広範なLPとのコミュニケーションを通じて作成したものであり、LPサイドがPEファンドへの投資の検討を行ったり、契約内容をデューデリジェンスしたりする際に留意しておくべきポイントとしての参考指標となりうるものである。ILPAは会員以外も含めた機関投資家に対して、当ガイドラインに対する賛同を募っており、CalPERS等の著名なLP

⁴ Institutional Limited Partners Association。ILPAは、1990年代前半に15-20機関によるカナダの非公式団体として発足。現在の会員数は世界各国の約220機関にも及ぶ。GPやプレースメントエージェントは会員になることは出来ない。主な活動内容は、半期毎に開催するLP限定のフォーラムを通じたネットワーキングや情報共有、投資教育等。

が賛同を表明している。

本ガイドラインは、「LP と GP の利害調整」、「ファンドへのガバナンス体制」、「ファンド運営の透明性確保」の3つの柱から構成されている。

(2) LP と GP の利益の調整⁵ (Alignment of Interest)

a) 成功報酬／ウォーターフォール⁶

成功報酬の計算： 成功報酬の計算には税引後のネット・リターンを用い、利配収入については計算に含めないこととしている。また分配金に関しても、LP への分配を実施する際、GP は成功報酬の額と成功報酬の計算過程を開示するべきである。

ウォーターフォール構造：

分配金がファンド全体でハードルレートを超過した後に成功報酬が発生する仕組み（＝LP の標準的な拠出金に加えて優先リターンが LP に優先的に帰属するモデル(standard all contributions plus preferred return back first model) をベスト・プラクティス（欧州で一般的）であると認識すべき。但し、一部の米国ファンドで見られる投資企業単位での仕組みを強化する必要性も認めており、その強化ポイントは以下の2点である

- ・ 当該投資の関連する実現コスト（部分的な減損と償却に関する継続的な補追分配（マークアップ））と契約期日までの報酬と費用をカバーしていること
- ・ ウォーターフォールを維持するための追加的な準備金の維持

b) クローバック

クローバックに関する負債は、その規模に関わらず確定し、報告期間の期末に LP に、GP がクローバック条項への対応計画を付して、明確に開示する義務がある。当該負債の額は、それを認識して時点から2年以内の税金の支払いと税金の払戻しをグロスの金額で公表する義務がある。共同かつ複数のクローバック条項は、第三者としての有効性を高め、当該条項に関連する GP の支払いを確実なものとする。

c) 管理報酬 (Management Fee and Expenses)

管理報酬は、一般的に妥当とされる水準の運営費や人件費に基づいて設定されるべきであり、後続ファンドを設定した後や投資期間終了後には引き下げられるような仕組みが設けられるべきである。

また、費用とその負担方法は、LP によるアドバイザリーボードによって年度毎

⁵ LP と GP の利害が一致する期待利回りを調整する目的で実施。

⁶ 各種費用、元利金支払いその他に充当されるキャッシュの支払順序の優先劣後関係。

にレビューされる必要があると考えられる。但し、初期設定費用及び GP への保険費用については、管理報酬ではなく GP から支出されるべきだと考えられ、GP が受け取った企業取得報酬やアドバイザー・フィーについては 100%管理報酬と相殺されることが望まれる。

d) ファンドの契約期間

ファンドの契約期間の延期については、1 年以内で実施されるべきである。

e) GP のコミットメント

GP は、LP との強固な利害調整機能を維持するためにも、ファンドに係る持分を最低限持つ必要があり、かつ当該持分に係る総額の大部分について管理報酬の権利放棄等に備え、現金で保持するべきである。

f) 複数ファンド運営会社

投資のキーパーソンとなる投資責任者は、当該ファンドの運営に全力を尽くすべきであり、シニア・メンバーは投資期間が終了するまでは投資対象が類似する他のファンドを兼業するべきではない。GP が受け取った管理報酬および成功報酬は、運用しているファンドメンバーへの支払いや運営費に使用されるべきである。

(3) ファンドへのガバナンス体制 (Governance)

a) 受託者責任

GP の受託者責任を確保するため、GP の利益相反（独断により GP が自己の利益を重視する等）に繋がる条項の設定はさけるべきである。GP が利益相反の懸念を認識した際には、GP が常にアドバイザー・コミッティーへ諮問を行い、助言等を求めるように対応しておくべきである。また、契約内容を変更するにあたっては、LP 持分の大多数による承認を必要とするべきである。

b) 監査人の独立性

ファンドの監査人は、中立性を保つため GP の他のビジネスについて、監査を引き受けるべきではない。また、監査人が、GP によって算出された分配金や管理報酬、成功報酬が契約に従って正しく計算されていることや、NAV が正確であることを保証することが望ましい。さらに、GP から独立した別の弁護士を雇うこと等についてアドバイザーボードからの要望がある場合、これは認められるべきである。

c) 投資目的／スタイル・ドリフト

投資戦略のポイント・ガイドラインについては契約条項等に明記されるべきであり、

そうした投資戦略に変更がなされる場合には、これを LP に開示し、LP 持分の大多数の承認を必要とするべきである。また、特定の投資分野に特化した投資を行うファンドを除いて、投資先セクターが過度に集中することのないように配慮するべきである。投資の実施にあたっては、GP は長期にわたって分散した投資を行うべきであって、短期間に投資を集中するべきではない。また、債権や上場株等の PE でない投資対象への運用に関しては、予めルール等で明確な制限を設定しておくべきである。

d) キーマン条項

投資のキーパーソンとなる投資責任者を予め設定している場合に、当該キーマンの異動や信用の失墜等の事由が発生した際は自動的に投資期間が停止されるような仕組みが設けられるべきである。また、180 日以内に LP 持分の 3 分の 2 以上の承認により後任が選任されない場合は投資期間が終了するようが期待される。

e) ノー・フォルト・ディボース条項 (No Fault Divorce clause)

GP に対して投資期間や組合の存続期間を短縮させたり、直ちに投資を終了させる権利等を LP に付与する条項 (ノー・フォルト・ディボース条項) を設定し、例えば LP 持分の過半数の同意により発動されるなどして、投資期間の停止や終了を可能としておくことが望ましい。また、例えば LP 持分の 3 分の 2 以上の同意によって、GP の解任やファンドの解散が可能とすることが望ましい。

(4) ファンド運営の透明性の確保 (Transparency)

a) 報酬及びキャピタルコール

GP が取得した企業取得報酬やアドバイザー・フィーといった総ての報酬は、監査済みレポートやキャピタルコール、分配金の通知書に記載されるべきである。また、キャピタルコールを実施する場合は、管理報酬と相殺される額等について、その詳細をディスクロースするべきである。

b) 運営会社に関する変更事由

上場ファンドの組成、運営会社の持分の売却、運営会社自体の上場、異なる投資戦略のもとで募集・投資を行うファンドの組成などの事項については LP に開示されるべきである。

c) 情報公開 (ディスクロージャー)

GP 運営会社の株主・出資者構成や、利益の配分方法、GP によるコミットメントが占める額等は、LP によるデューデリジェンスの過程で要請がある場合は開示されるべきである。成功報酬を含めて、GP の投資責任者等に対して、その役割に応じ、

どのようにインセンティブが働く仕組みが構築されているかについて開示が必要。また、米国証券取引委員会等のオーソリティーからの調査を受けた際や、キーマンの異動や信用の失墜等の事由が発生した際などには、直ちに LP に報告することが求められる。

f) デューデリジェンス

GP がファンド投資の募集を行うに際して使用する資料には、過去のファンドについてのリターンについてのトラックレコード（投資倍率（マルチプル）や内部収益率（GrossIRR、NetIRR））のほか、監査を経た過去のファンドの投資企業に関する未実現価値、投資事業に関連する訴訟およびその可能性、などの情報が含まれていることが必要である。

また、ファンドの投資募集が終了した（クロージング）後は速やかに、LP リストおよび連絡先（開示を望まない LP を除く）等の LP 情報と併せて、クロージングに係る所要の文書（サイドレター付の最終的な契約書）が LP に提供されることが望まれる。これらの情報には個人情報も含まれるので、LP は厳重にこれらの情報を管理する必要があるため、また、対外的な秘密事項である旨を契約書に明記し、守秘義務を犯した LP に対する罰則規定を設けるような仕組みを設けることも必要と考えられる。

g) レポーティング

年次報告書は、会計年度末から 75 日以内に LP に提供されることが目安と考えられる。年次報告書には、監査済みの財務資料、リターン（IRR;内部収益率）、GP が受領した成功報酬、ポートフォリオ会社からの報酬の明細、組合費用の明細、キャピタルコール・分配金の状況、ファンドが実施した借入等が盛り込まれている必要がある。また、

四半期報告書に関しては、各期末から 45 日以内に LP に提供されるべきである。四半期報告書に関しては、損益計算書、前期からの変化、投資残高と費用の変化等が挙げられる。投資先企業に関しては、初期投資額、追加投資額、投資過程で発生したイベント、当該企業の財務情報（評価額とその評価方法、売上高、負債状況、EBITDA、損益状況、現金残高、投資資金の消費率<バーンレート>等）といった項目を四半期毎に LP に開示するべきである。

2. 国内投資家からのヒアリングに基づくファンド投資に係る参考チェックポイント

平成 16 年の LPS 法改正以前に経済産業省は、ベンチャーキャピタル等へのファンド投資の拡大を進めるための調査を行っており、国内に所在していた PE ファンド投資家 (LP) から、PE ファンド投資にあたっての留意点等についてヒアリング調査を行っている。現在では既に 16 年度と 22 年度の 2 度に亘って、LPS 法に基づく投資組合のモデル契約の作成が行われているほか、我が国でのファンドの市場規模も拡大しており、事情の変わっている事項も存在しているため、経済産業省産業資金課の協力も得て、過去の文献やヒアリング情報等から、現状でも参考項目となりうるものの抽出を行い、取りまとめを行った。

ここで紹介する情報は、口語的表現も交えて記載しているとおり、ILPA の投資ガイドラインのような体系立った整理とは異なり、ヒアリングから得られた最大公約数の情報であり、投資決定に至るまでの更に細かなデューデリジェンスに関する戦略等は各社各自の投資方針に依存するため、投資家に応じて確認の要否も含めて対応に差異が生じることはご留意頂きたい。

また、投資後のファンドに対するモニタリング等投資後の管理については当時あまり多く情報が集まっていないため、LP による組合運営へのチェック体制を重視している ILPA の投資ガイドラインと併せ見ることにより、我が国にとってより重層的に投資にあたって留意点を認識することができるかと期待している。

(1) 定性面の主なチェックポイント

a) 運用者(ジェネラル・パートナーおよびファンド・マネジャー)自身の投資経歴、運用状況

最も重要視するポイントが、運用者の力量である。VC ファンドの運用とバイアウトファンドとは、求められる資質は異なる。VC の場合、実際に自らがベンチャー企業を立ち上げ、その経営を通じて業界に精通していることが理想である。バイアウトの場合も基本は同じであろうが、銀行や投資銀行業界の経験も生き、コーポレート・ファイナンスに精通していることが求められる。投資先のリストラや経営刷新のためには、新経営陣の送り込みが重要な課題となってくるので幅広い人的ネットワークが必要となってくる。さらに PE は“経験のビジネス”と言われており、運用者達のファンド運用年数も大事なチェックポイントである。

b) ファンドマネジャー同士のチームワークや相性

個人の力量と共に、同程度の能力を備えたマネジャーあるいはパートナーが複数人 (3~5 人程度) いることが重要である。一人のずば抜けた能力のあるファンドマネジャーがいてもファンド運用はできず、チームとして有能なマネジャーやパートナーが揃えられているかどうか重要である。更に彼らのお互いの相性(ケミストリー)も重要な要素である。

c) ファンドとしての投資戦略

チームとしてのファンドマネジャーの力量や経験に基づき、且つ経済状況やPE業界の資金余剰状況に応じたファンド設定が必要である。VCを例に取れば、業種としてITやバイオ、クリーンテック等投資分野の選別が重要なテーマである。ファンドマネジャーの過去の経験ノウハウと投資戦略との間にミスマッチがあるべきではない。

d) 案件発掘能力

多くの投資案件のスクリーニングを行うことは重要であり、検討する母数が多ければ多いほど確率論から言えば、よい投資に行き着く。米国の某VCの目論見書には、過去のファンド運営からの経験値として、次のような数字を説明していた。3,000件の事業計画書受入→1,500の読むに値する事業計画書→750の初回ミーティング→100の真剣なデューデリジェンス→10~15件の投資。如何に案件の数が大事であるかの証左である。ファンドマネジャー達のネットワークから案件は生まれてくる。VCであれば、大学からのシーズ発掘、起業家達とのたゆまない会話、投資銀行家、会計士、コンサルタント、弁護士等プロフェッショナルとの連携が重要であろう。

e) 投資候補先企業に対する審査体制および審査能力

ベンチャーキャピタルの場合、キャピタリストが業界に精通しており、自らの経営経験を元にベンチャーの事業性を見極める。時にガット・フィーリングで物事を決めることも少なからずあると聞く。しかしながら、豊富な事業経験がベースにあつての第六感であることを考え合わせる必要がある。業界のデータを収集し、競合先分析や製品サービスの優位性分析は当然のことながら詳細に行われるべきである。特に力を入れるのはレファレンスチェックであり、そのベンチャーに関わる人、企業等に対してヒアリングを行い、事業計画について裏づけを取ることは非常に重要である。

バイアウトファンドの場合は、より企業の財務分析や業界における位置付けを重視し、現状の分析に重きが置かれるべきである。キャッシュフロー状況を見極め、コストを精査し、経営陣の補強を行うことで既存事業の強化を行うまでのストーリー構築が重要であるほか、派遣する経営者候補のプールがどのようにおこなわれているのかも極めて重要である。

f) 投資決定までのプロセスおよび投資委員会メンバー

案件発掘能力の項目で触れたように、多くの事業プロジェクトからスクリーニン

グを行うため効率性が求められる。そのプロセスには合理性が必要であり、且つ専門分野のプロの目が通されることも肝要である。組織的にどのような人員でそのプロセスを行っているかをチェックすべきである。

また、最終的な投資判断は、投資委員会を構成するファンドマネジャーやパートナー達の合議により決定されるが、その投資委員会に上程される報告書（稟議書）は一般には公開されない。しかし、投資家がファンドのデューデリジェンスを行う際、その閲覧を求めるケースは多いと聞く。

g) 運用者の投資先企業に対するハンズオン能力(いかに Added Value を行えるか？過去、実際にどのような実績を上げたのか？)を運用者および投資先企業から確認する。

通常、ジェネラルパートナーが投資先の取締役役に就任し、経営執行の助言やチェックを行うが、マーケティングや販売網構築のためのアドバイス、経営陣の補強のための人員紹介等幅広く業務を支援する体制をファンドが有していることが重要である。一人のパートナーで経営支援する企業数は限られてくるので、各投資先に対して、どのような人員を割いて経営支援をおこなっているのかをチェックする必要がある。

(2) 定量面の主なチェックポイント

a) 運用者の運用結果(トラックレコード)

各投資先企業についての情報収集を行うなどして、誰が担当者として企業モニタリングや経営参画をおこなってきたのかをチェックしつつ、運用実績に係る定量的な結果を確認する必要がある。

b) 運用者のコミットメント額(ファンドへの出資額)

欧米における PE ファンドのパートナーは、通常、個人の資金をファンドに拠出し、そのファンドへのコミットメントを表明する。各パートナーがどのような比率（金額）で資金をファンドに拠出しているのかもチェックすべきである。

c) 日本の場合、ジェネラルパートナーが株式会社であるケースが多いので、その基本情報（資本金額、株主構成、決算状況等）

ベンチャー、バイアウトファンド等多くの運用会社は、非公開会社であることが多いが、直接資料請求を行うなどして、その株主・資本構成をチェックすることは、当該ファンドの運営体制をチェックするうえで重要である。なお、株式公開を行っている VC 等も一部あるが、こうした先はパブリックの企業情報を入手することが比較的容易い。

d) 運用者に対する成功報酬(Carried Interest)の分配比率

上述した運用者のコミットメント金額と共に重要な情報である。コミットメント額と成功報酬の分配比率により、ファンドマネジャーとファンドとの利害調整が行われる。

日本の場合、金融機関の一職員としての立場でファンドを運用しているケースも多いが、最近では、独立系のファンドの成長等に伴って、運用担当者にインセンティブを与える仕組みを構築して投資活動を行っているケースも多い。そうした報酬制度もチェックしておく必要がある。

e) 運用者の投資先に対する関与

各投資先に対して、どのようにファンドマネジャーが関わっているのかについては、確り確認する必要がある。

f) 運用者の入退社等の異動情報

運用は人なり、ということから、投資を検討しているファンドが投資のキーパーソンとなる投資責任者を設定している場合、その異動情報は投資家にとって重大な事項である。こうしたファンドについては、過去におけるパートナー及び重要スタッフの入社及び退社状況を把握する必要もある。

g) ファンド契約における定量的条件(募集金額、管理報酬額&成功報酬額等)

規模の大きな投資案件が想定される等の特殊要因を除き、基本的にファンドマネジャーの人員と募集金額とのミスマッチがあってはならない。株式市場が好調な時は、ファンドマネージャーの人員を超えて、ファンドへの出資金額が膨らむ傾向があるので注意が必要である。管理報酬額等に関しては、業界の中で双方の水準が存在すると思われるので、それとの乖離やその理由をチェックすべきである。

第2章 ファンドからの投資を受け入れた企業のケーススタディ

【第1節】海外主要国におけるファンドによる投資先企業の成功事例

【第2節】我が国におけるファンドが投資先企業に対して果たす役割の具体例

我が国でのファンド運用の実態及び投資成功事例の把握するためには、まずは海外での投資の実態を捕捉し、その内容を我が国と対比することは重要であることは言うまでもない。ファンド等の出資を受け入れた企業がどのような過程を経て新たな事業分野を開拓し事業を再建させ創出させたのか、海外主要国における成功企業のケーススタディの調査を行うことで、各事業者毎にファンドが与えた経済的効果等を紹介する。

そのうえで、経済産業省産業資金課が実施したアンケートによるヒアリングに基づいて収集されたケーススタディについて、同省同課において3月上旬時点の収集情報に基づいてポイントの集約を行っているため、その概要を取り纏めて紹介することにより、ファンドによる投資先企業に対して果たす役割を明らかにし、我が国企業がVC/PEファンドを成長に向けたリスクキャピタルの出し手として、また経営革新による成長に向けたパートナーとしての有効性について紹介することとしたい。

【第2章第1節】海外主要国におけるファンドによる投資先企業の成功事例

我が国よりもGDP対比でPEファンド投資が多く、歴史も長い海外主要国、具体的には、米国、欧州、英国、ドイツ、豪州におけるファンド（バイアウト、又は、ベンチャーキャピタルファンド）の出資を受け入れた企業の成功事例について、調査を行った。調査項目としては、受け入れ企業、投資家、パフォーマンス、投資及び成功の背景等を中心に、当該国のVC/PEに係る業界団体等関係機関のHPや公表文献から抽出を行い、調査を行った。

1. 米国

米国に関しては、VC/PE共に世界で最も成熟した市場として投資案件の数も多く存在している。特にクレジット市場に関しても成熟した投資家が存在するため、LBOも活発に行われており、買収金額の大きい案件が多いことが特徴として挙げられる。また多数の世界的なベンチャー企業が上場するNASDAQ市場も存在し、出口戦略として大型のIPOを選択可能であり、ベストプラクティスの蓄積も豊富であることから、ファンドによる事業活動が活性化する環境の整っている国と言えよう。

(1) Auto Zone

- a) セクター：自動車
- b) パートナーとなったファンド：KKR
- c) 投資概要

1984年と1996年の間、KKRは、食料・薬品卸売の小規模子会社から国内でも先進的な自動車部品販売としての地位拡大に貢献した。

1979年、J.R.HydeはAuto Shackを設立し、Malone&Hyde（以下、M&H）の一部門となった。1984年には、M&Hの業績低迷、企業価値低下に伴い、MBOの可能性を考えKKRに対して資金提供を打診した。Hydeの収益性の高さや経営の才覚に着目したKKRは、J.R.Hydeと他の経営陣が出資した35百万ドルと共に、115百万ドルの出資を実施、更に買収に必要な約700百万ドルの負債のうち約550百万ドルの支援を表明することでMBOに成功した。M&Hの主要ビジネスは食料品の卸売りであったが、Hydeは自動車部品会社に注力することを画策。当該事業の可能性を認識したKKRと経営陣は即座に技術革新の新製品を追加し、拠点拡大に向けた経営支援を展開。その後、AutoZoneと改名し、上場を果たしている。

d) 経済効果

1984年中期、全米10州に160店舗展開していたのが、1986年末には15州に339店舗展開するようになった。AutoZoneの営業収益は1984年にKKRが買収した、120百万ドルの7倍である818百万ドルに達した。

従業員数及び店舗数は、KKRが買収時、1,000名及び160店舗あったものが、ほぼ27,000名の従業員数及び店舗数1,400以上までに達した。

f) エグジット

1987年、KKRと経営陣は自動車部門を切り出し、残りをM&Hに売却。AutoZoneに改名後上場し、1996年にKKRとの資本関係を終え、エグジットを果たした。

(2) AxleTech

- a) セクター：製造業
- b) パートナーとなったファンド：Carlyle
- c) 投資概要

AxleTech Internationalは、グローバル展開をしていた建機等運搬車両や軍事車両に係る部品供給会社であった。しかし、彼らのビジネスモデルは低収益の分野に特化していて業務効率の悪さに苦しんでおり、更なる成長には、更なる資本の増強と事業分やの拡大を必要としていた。そこで、輸送、製造業セクターの買収、企業価値向上で成功を納めていたCarlyleグループは、AxleTech社の成長可能性を認識し、2005年10月にこの企業を買収した。Carlyleの支援のもと、資本投資を増強して、3つの買収案件を成功させて事業拡大を果たした一方で、AxleTechの経営チームは業務効

率の良い駆動系の部品に集中して、軍事車両市場や補修部品等の事業分野でのビジネス拡大を図った。

d) 経済効果

Carlyle の買収後の 3 年間の内に、AxleTech は投資の資本水準を 3 倍に増やし、世界生産を 2 倍に上げた。2005 年から 2008 年を通し、年間売上は 30%増加し、EBITDA は 180%以上の増加を果たしている。

また、従業員数は 450 名から 900 名へ増加した。

e) エグジット

2008 年 12 月、宇宙防衛産業と造船業、情報エレクトロニクス技術産業を主力とする世界有数の重機械コングロマリット；General Dynamics に譲渡。

(3) **Bluestone television**

a) セクター：メディア

b) パートナーとなったファンド： Providence Equity Partners

c) 投資概要と経済効果

資本提供とマネージメントの専門性が期待され社長兼 CEO であり過去ベテランのプロデューサーDiPasquale とパートナーを組むことで、BlueStone Television LLC を設立された。全体的なネット収益は、2003 年の 33.6 百万ドルから 2006 年には \$49.9 百万ドルとなり、年率成長で約 14%成長した。このうち、報道関係のキャッシュフローは 2003 年の 11.8 百万ドルから 2006 年の 20.6 百万ドルに成長した。2007 年までに、BlueStone の従業員数は 434 名にまでなった。

d) エグジット

2007 年 5 月、230 百万ドルで Bonten Media Group LLC に譲渡。

(4) **Burger King**

a) セクター概要：ファーストフード

Burger King は第 1 号店を 1954 にオープンした。数年に渡り当該企業は、アメリカ全 50 州及び世界 60 カ国以上にチェーン店を誇る品質の優位性を認識され、アメリカの象徴的なブランドになるまでに成長していった。

b) パートナーとなったファンド

Texas Pacific Group (現在は TPG) Bain Capital, Goldman Sachs

c) 投資概要

Burger King は、Wendy に次いでアメリカ国内で第 2 位のバーガーチェーン店の地位を誇っていたが、2002 年までには親会社に見放されたブランドに凋落していた。従前から PE 投資家である TPG は、親会社が他のビジネスに集中しており、ほぼ放置された Burger King の企業価値の高さを認識しており、2002 年 12 月に Bain

Capital、Goldman Sachs との共同の下、Diageo より、Burger King の全チェーン店を買収した。当該ファンドグループは、新規経営陣を刷新、チェーン店を救済、顧客サービスの向上、内部運用の改善で士気向上を図り、投下資本の効率化を図っていた。

d) 経済効果

レストラン数 11,200 店舗、全 50 州、世界 60 カ国で展開。2007 年度の歳入は記録的な\$2.23bil に達成した。2007 年度に EBITDA で 397 百万ドルに成長。2007 年度のグローバルでの平均レストラン売り上げは 1.193 百万ドル。

e) エグジット

2006 年 5 月、New York Stock Exchange に上場。

(5) DEX MEDIA

a) セクター：サービス

Dex Media アメリカで第 3 番目に大きなイエローページ（電話帳の一種）の出版社である R. H. Donnelley の 1 部門である。Dex はコロラド州 Englewood を本部拠点とし、28 州 4,000 人以上の従業員を持つ組織の 1 部である。Dex は 1995 年に、当時 Bell が地域的に運用していた会社の US West のイエローページ部門として誕生した。

b) パートナーとなったファンド：Carlyle、Welsh Carson、Anderson & Stowe

c) 投資概要、経済効果

2002 年、デンバーを拠点とする Qwest Communications（US West を買収した）は、事業意欲も乏しくインターネット時代にも拘わらずイエローページ・ディレクトリートリービジネスを一新するための資源を持たない地方の電話会社であった。当該企業のポテンシャルを目にとめた PE 投資会社（Carlyle グループ、Welsh Carson、Anderson & Stowe）は、新しく設立された会社（Dex Media, Inc.）を通じて Qwest のイエローページ・ディレクトリートリービジネスをカーブアウトさせた。

その後 4 年間、Carlyle と Welsh Carson は Dex Media の経営陣が一連の新製品及び次世代のインフォメーション・システムを導入するに当って支援を行った。また、2006 年 1 月には、R.H. Donnelley と Dex の合併の支援も行った。Carlyle と Welsh Carson は、Dex と他のディレクトリートリー・ビジネスとの組合せが、企業価値を向上させると確信していた。Carlyle と Welsh Carson は企業のマネジメントチームを強化し、新技術への投資及び 400,000 以上の中小規模ビジネスに技術革新を提供するようなフォワードルッキングな戦略を考案することで Dex を変革して行った。2 つの PE 会社がイエローページ・ユニットを購入する以前には、Qwest は資本歳出のユニット・レベニューの約 1% に投資をしていたが、新しいオーナーでは、Dex の資本投資のレベルはこのレベルの 2 倍以上に成長した。Carlyle と Welsh Carson は

当該企業の情報テクノロジーシステムを全てアップグレードするために、100 百万ドルのプロジェクトを承認した。

この結果、73 百万ドルの流通で 600 強のディレクトリーに 750,000 の地、国のスポンサーが有するまで成長した。

d) エグジット

2005 年秋、New York Stock Exchange における上場

(6) Hotwire

a) セクター：旅行会社。

b) パートナーとなったファンド：Texas Pacific Group (TPG)

c) 投資概要と経済効果

ホテル、レンタカー会社、6 つの主要航空会社とパートナーシップを組み、顧客に対するオプションを提供することでより優位な商品を作り出した。また、従業員数 180 名まで増加し、13 億ドルの旅行の売出しを実施し、2002 年から 2003 年に年率 EBITDA が 37 百万ドル増加した。

d) エグジット

戦略的な事業拡大を企図した Barry Diller's InterActiveCorp に \$685 で事業譲渡を行った。

(7) IPC Systems Inc.

a) セクター：通信

b) パートナーとなったファンド：Silver Lake Partners

c) 投資企業概要

当該企業のために公共安全市場における存在を拡大する新しい道筋を築き、グローバル顧客ベースでネットワーク・サービス提供の強化を図った。Silver Lake Partners は IPC の以下の 2 つの買収支援を行った。2007 年 3 月、IPC は公共安全ソリューションの先進的なグローバルプロバイダーである Positron Public Safety Systems を約 60 百万ドルで買収した。2007 年 6 月には、WestCom Corp を約 500 百万ドルで買収した。

IPC Systems Inc. は重要な通信サービス及び金融会社に対する世界最大のプラットフォームの先進的なプロバイダーである。ニューヨークを拠点とする当該企業は画期的なトレーディングフロア通信システムの開発、展開におけるグローバル・パイオニアとして 30 年以上も務めてきた。IPC はまた、公共安全、政府の安全、エネルギー、運輸産業における組織の通信のニーズにも応えてきた。1973 年に創設、IPC のコアの強みはグローバル金融市場のニーズの約に立つことである。IPC は、独自のプライベート、安全ネットワークを通して、6 カ国の 200 以上の街をつなぎグ

ローバル通信サービスを提供している。

d) パフォーマンス

2つの買収を実施することで2007年には612百万ドルの歳入を得た。買収当時約950名いた従業員が2007年末には1,400名に増加した。

e) エグジット：NA。

(8) MEMC

a) セクター：電子機器（シリコンウェハ、セミコンチップ）。

b) パートナーとなったファンド：Texas Pacific Group (現在はTPG)。

c) 経済効果：営業利益 -30%(2001年)→18%(2003年)、純売上高 781百万ドル(2003年)。

d) エグジット：NA。

(9) REXNORD

a) セクター：機械動力トランスミッション、航空宇宙用部品、その他特殊部品。

b) パートナーとなったファンド：The Carlyle Group。

c) 経済効果：総収益 722百万ドル(2003年)→\$10.8億ドル(2006年)。

d) エグジット：2006年7月 Apollo Management(プライベートエクイティファーム)へ売却。

(10) ROCKWOOD

a) セクター：特殊化学薬品、顔料、添加剤、先端材料。

b) パートナーとなったファンド：Kohlberg Kravis Roberts & Co.(KKR)。

c) 経済効果

純売上高 10.1%増 (EBITDA 控除後 16.5%) 年間売上高 約 30 億ドル。

d) エグジット：NA。

2. 欧州

英国を除いた欧州全体に関しては、日本と同様の金融システム構造を持つドイツを初めとして間接金融を主体とする国が多いことが背景として挙げられる。以下は、後述する英国、ドイツといった主要国以外の投資成功事例を3つ取り上げる。

(1) Aldata Solution Oyj

- a) セクター：ソフトウェア会社（リテールセクターのシステムに特化）
- b) 企業本拠地：フィンランド
- c) パートナーとなったファンド：CapMan

パフォーマンス：株式発行後、Aldataの売上は1999年の32.2百万ユーロから2000年の50.8百万ユーロ（58%の上昇）に成長した。同時期、雇用者数は、197名から2000年には453名と、2倍以上となった。2001年の第1四半期に、102%の純売上高の増加を達成した。

- d) エグジット：1999年10月のIPO。

(2) Anodil

- a) セクター：アルミニウム枠の製造及び流通販売
- b) 企業本拠地：ポルトガル
- c) パートナーとなったファンド：Argos Soditic

Argos Soditicがバイアウトを実施したことで、Anodilの創設者兼オーナーは退職することができた。急劇な近代化が必要とされたため、バイアウト後、劇的なリストラと組織再編が行われた。2年後、AnodilはスウェーデンのコングロマリットであるSapaの目にとまり、投資家はトレードセールスによるエグジットを成功させることができた。

- d) 経済効果

売上額が1998年に67百万ユーロから1999年に75百万ユーロに増加した。市場シェアが23%から28%へと上昇した。従業員数が750名から775名まで増えた。

- f) エグジット：2000年7月にスウェーデン産業グループのSapaへのトレードセール

(3) Baron de Ley

- a) セクター：ワイン醸造。
- b) 企業本拠地：スペイン。
- c) パートナーとなったファンド：Mercapital。

1991年、MercapitalはBaron de Leyの過半数の株を保有し、PE企業が戦略の開発、業務機能の改善、PRとブランド知名度に貢献した。Mercapitalは当該企業の株の発行にハンズ・オンアプローチを適用した。1997年に行われたIPOでは、

株主は投資のかなりのリターンを得た。

d) 経済効果

Mercapital が Baron de Ley の過半数株を所有していた 6 年の間に年間のセールスの数量ではほぼ 2 倍 (363,000 ケースから 714,000 ケース) になった。セールスの価値では 3 倍 (年間 6.2 百万ユーロから 21.2 百万ユーロ) 年率成長率で 28%) に達した。さらに、グループの年間ネット利益は 0.95 百万ユーロから 6.3 百万ユーロへと増加した。

e) エグジット：1997 年 6 月の IPO。

3. 英国

米国と並ぶ P E ファンド先進国の英国ではあるが、投資家 (資金提供者) 及び出口戦略がいずれも英国外といったケースも多い。対外的なケーススタディの公表も積極的であることから、13 の事例を取り上げる。

(1) ArmorGroup (www.g4s.com)

a) セクター：ビジネスサービス、Securing global security。

b) パートナーとなったファンド

: Baird Capital Partners Europe (www.bairdprivateequity.com)

2003 年 3 月に Bair Capital Partners Europe (Baird) が 20 百万ユーロのうち 9 百万ユーロの MBO を実現した。

c) 経済効果：従業員数 6,400 人から 9,900 人へと 55% の増加、ターンオーバー 98 百万ドルから 273 百万ドルへの増加、EBITDA 6.4 百万ドルから 25.9 百万ドルへの増加。

d) エグジット：一部新株発行。

(2) ClarityBlue (www.clarityblue.com)

a) セクター：ビジネスサービス、インテリジェント・データベース・テクノロジー。

b) パートナーとなったファンド

2003 年 7 月、ECI (www.ecipartners.com) が、カナダのソフトウェア会社の Sand Technology Inc より 10 百万ドルで MBO を実施。

c) 経済効果：3 年間の投資期間中に 40% のセールスグロースを達成した。売却後 ECI へのリターンは 7.8% コストと 129% IRR。

d) エグジット：2006 年に Experian に売却。

(3) **DavyMarkham Ltd** (www.davymarkham.com)

- a) セクター：重工業組立部品。
- b) パートナーとなったファンド：Endless (www.endlessllp.com)。
- c) ステージ：2007年にMBO。
- d) 経済効果：Endlessが買収後、初年度（2008年12月31日まで）のパフォーマンスは1百万ユーロ EBITDA まで上昇。2年目は1.3百万ユーロ EBITDA を実現して、40名の新規スタッフを増員した。
- e) エグジット：投資中（現時点）。

(4) **DxS** (www.dxsdiagnostics.com)

- a) セクター：コンパニオン診断、遺伝子型基盤。
- b) パートナーとなったファンド：NVM Private Equity (www.nvm.co.uk)。
- c) 経済効果
2001年から2006年の間にNVM Private Equityは3.6百万ユーロを投資した（アーリーステージ投資）。最終的に、2009年9月にオランダのバイテク企業のQIAGENに8.2百万ユーロで吸収されたまでに企業価値が向上した。
- d) エグジット：2009年。

(5) **Jack Wills** (www.jackwills.com)

- a) セクター：小売。
- b) パートナーとなったファンド：inflexion (www.inflexion.com)、2007年7月にInflexionが少数株に投資をした。
- c) 投資手法：2007年、マイノリティー投資。
- d) 経済効果
新規店舗、セールスの増強、第2のブランドである“Aubin and Wills”を開店し、現在8つの店舗を開いている。投資時186名の正社員から現在804名の正社員を雇用している。
- e) エグジット：投資中（現時点）。

(6) **Laterooms** (www.laterooms.com)

- a) セクター：旅行・レジャー。
- b) パートナーとなったファンド
ECI (www.ecipartners.com)、2004年12月に創業者より買収を完了。
- c) 経済効果：2006年12月にECIはLateroomsをFirst Choiceに120百万ユーロで売却し、500%のIRRとマネー・マルチプル9倍を実現した。ECIの投資期間中

に収益と従業員数は2倍に達した。

d) エグジット：2006年にFirst Choiceに売却。

(7) M and M Direct (www.mandmdirect.com)

a) セクター：アパレル・リテール

b) パートナーとなったファンド：ECI (www.ecipartners.com)、2004年に、ECIがMike Tomkinsを後押しして、創立者からMBI(マネージメントバイイン)を実施した。

c) パフォーマンス：ECIの投資期間中に、売上げが、80百万ユーロに達し、収益として年率28%の成長を実現した。従業員も300名から600名へと2倍に増加した。2007年10月に、ECIはTA Associatesにビジネスを売却し、マルチプル4.4倍、及び59%IRRのリターンを達成した。

d) エグジット：2007年にTA Associatesへ売却

(8) Minivator (www.minivator.com)

a)セクター：ヘルスケア／製薬品

b) パートナーとなったファンド：Gresham (www.greshampe.com)、2004年に、Sunrise medicalからMBOにより買収。

c)経済効果：2010年3月に、GreshamはビジネスをHandicareGroupに売却した。マルチプル3.4倍のリターンを創出した。

d)エグジット：2010年3月

(9) Wood Mackenzie (www.woodmacresearch.com)

a)セクター：サービス。

b)パートナーとなったファンド：Candover (www.candover.com)

2005年にCandoverが最初の投資を開始した。さらに、2007年には少数株主に追加投資を行った。

c)投資手法：LBO

d)経済効果

2005年から2009年の間に、歳入が53%、収益が40%成長した。企業価値は、146百万ユーロから553百万ユーロに増加した。エグジット時、Candoverの全体的なリターンはもともとの投資の2.7%であった。Candoverの投資開始当初、358名の従業員がいたが、エグジット時には621名に増加していた。

e) エグジット：2009年6月。

(10) CSR (www.csr.com)

a) セクター：コミュニケーションズ。

b) パートナーとなったファンド

Amadeus Capital Partners (with Glide and 31) (www.amadeuscapital.com)

2002年初、IPOが計画されたが、CSRは最終的にLondon Stock Exchangeで2004年3月に株を発行し、同年7月にFTSE-250に参加した。

c) 投資ステージ：1999年に投資開始（スタートアップ）。

d) 経済効果：従業員9名から489名、売上げが\$0から\$487百万ドルへ増加。

e) エグジット：2004年IPO。

(11) Glasses Direct (<http://www.glassesdirect.co.jp>)

a) セクター：Eコマース

b) パートナーとなったファンド：

Acton Capital Partners (<http://www.actoncapital.de>)、Highland Capital Partners (<http://www.hcp.com>)、Index Ventures (<http://www.indexventures.com>)、2009年4月、第2回ファンディングにおいて、Glasses Directは魅力的な€10mnの価値を確保した。

c) 経済効果：当該企業及びそのマネジメント数多くの賞を受賞し、最近では2009年 Revolution Hotshot 章と企業促進のための Queen's 章を受賞した。

d) エグジット：投資中。

(12) Monica Healthcare (www.monicahealthcare.com)

a) セクター：ヘルスケア

b) パートナーとなったファンド

Catapult Venture Managers (www.catapult-vm.co.uk)、2005年5月、CatapultはNottingham大学よりスピン・アウトした時に、Monica Healthcareに初期投資を行った。

c) 投資ステージ：スタートアップ

d) 経済効果

CatapultのMonica Healthcareへの累積投資は1百万ユーロに及んでいる。

e) エグジット：投資中。

(13) **TelecityGroup** (www.telecitygroup.com)

- a) セクター：TMT
- b) パートナーとなったファンド：3i (www.3i.com)
- c) 経済効果

3i から初期投資 24 百万ユーロで Manchester 大学からスピアウトした TelecityGroup は、2001 年に London Stock Exchange で株を発行した。2005 年 9 月には、3i はビジネスを買収し、アメリカの投資家会社 Oak Hill と 50/50 のパートナーシップを提携し、ビジネスを買収。58 百万ユーロで MBO にて非公開化を行ったのち 2007 年 10 月に再び 436 百万ユーロで IPO で株発行を行った。2008 年と 2010 年には、残りの株式を売却、2005 年の投資ベンテージイヤーの 5 倍のリターンを実現した。

- d) エグジット：2010 年。

4. ドイツ

日本と同様に間接金融主体のドイツでは、企業が伝統的に銀行との結びつきが強く、資金調達には銀行融資が多いのが特徴である。よってリスク投資には慎重な側面が強く、複数の投資家での共同案件 (co-investment) や、成熟企業等への出資が中心となるケースも散見される。間接金融を中心とした国ではあるが、PE ファンドの業界団体からのケーススタディや業界 IR が最近、積極的に行われている。ここでは、ベンチャーキャピタル、グロースキャピタル、バイアウトの 3 つに分けて 10 の事例を紹介する。

ベンチャーキャピタル

(1) **Inventux technologies AG** (2007 年設立)

ハイパフォーマンス マイクロフィルム薄膜 太陽熱モジュールの製造を打ち出したヨーロッパ初の会社である。

- a) 地域：ベルリン。
- b) セクター：テクノロジー。
- c) パートナーとなったファンド；Capital Stage AG, Conetwork、Erneuerbare Energien Holding、GmbH&Co. KgaA, frinds and family、2007 年 10 月に、Capital Sage AG はスタートアップ会社に投資を開始し、その 6 ヶ月後、Conetwork Erneuerbare Energien Holding GmbH & Co.KgaA が投資家として参加した。
- d) 経済効果：従業員数：200 名以上、セール (2009 年度)：22.5 百万ユーロ、2010 年 6 月、独立系経済研究所 DCTI が Inventux を“クリーン・テック・ドライバー”として承認した。

(2) Enocean GMBH (2001 年設立)

- a) 地域：オーバーハッキン。
- b) セクター：テクノロジー。
- c) パートナーとなったファンド

Wellington Partners, Atmos, BayTech Venture Capital, Emerald Technology Ventures, Kathrein Group, SET Venture Partners, Siemens Technology Accelerator, Siemens Venture Capital,

不運にも、当該投資先企業は、911 の 4 週間後に、設立されたために、あらゆる資金調達が非常に困難であった。創立者と Siemens の従業員を中心としたファンディングチームは資本をスピン・オフするための投資に当て、さらに少数株主としても参加した。しかし、これだけでは調達としては不十分だったので、2002 年 2 月にベンチャーキャピタル会社である Wellington Partners と Enjoy Ventures が投資に加わった。その後、他の上記ベンチャーキャピタルも参入した。投資は少なくとも 2012 年まで続けられる。

b) 経済効果

全体で 50 名の従業員を抱える。ターンオーバー及びセールスは毎年 2 倍増している。Enocean の 2009 年度セールスの半分は、アメリカ合衆国の子会社で生産された。

(3) NOVALED AG (2001 年創設立)

- a) 地域：ドレスデン。
- b) セクター

有機発光ダイオード (OLED: organic light-emitting diodes) テクノロジーセクターにおいて高い効率性を持ち、長持ちする OLED 構造を専門としている。

c) パートナーとなったファンド

eCAPITAL, TechnoStart, KfW, Credit Agricole Private Equity, TechFund, CDC Innovation は、株式を基とした長期投資を実行することで当該企業の成長実現のために資金調達の面から支援を行った。また、近年ドイツの VC 会社より 8.5 百万ユーロの追加的投資を得ている。

d) 経済効果

2003 年以降、セールス成長率約 40%。2010 年には 2 桁 mil 程度の売上が期待できる。従業員数 100 名以上、世界各国での提携を行っている。

e) エグジット：N/A

グロース

(4) Ersol Solar Energie AG (1997 年設立)

- a) 地域：エルフルト。
- b) セクター：エネルギー。太陽熱ウエーハー、セル、モジュールからトルコの太陽エネルギー植物まで太陽光を電力に変換するために必要なすべての太陽光発電製品を製造している。
- c) パートナーとなったファンド：Ventizz, Capital Fund L.P.は、新しい成長戦略で、Ersol の経営陣を納得させた。その成長戦略とは、既存の生産容量を拡大し、新しいビジネスモデルを会社で実施すること。小規模のソーラー・セルの工場は、国際的な太陽電池グループへと構造再編を遂げたが、Ersol とその株主は多くの労働削減を迫られた。
- d) パフォーマンス：IPO は 50 倍以上の上値をつけた。上場することで 116 百万ユーロの Ersol への資金調達を提供された。当初 100 名であった従業員が、Ventizz が最終的に売却時には、1,200 名以上へと成長した。Ventizz が株主であった時期には、EBITDA も 70 百万ユーロ以上へ増加した。2008 年には約 310 百万ユーロの売上げ増加を実現した。
- e) エグジット：2005 年 9 月、Frankfurt Stock Exchange への IPO。

(5) Lumino Licht Elektronik GMBH (1978 年設立)

- a) 地域：クレフェルト。
- b) セクター：交通機関の固定乗客情報システムを製造。
- c) パートナーとなったファンド：S-UBG Aachen、投資期間：2002 年以來。Lumino は際立った成長の可能性があるとして認識し、20%の投資を実施した。S-UBG が経営に参加してから、多くのノウハウを享受することが出来た。ビジネスの効率化を図るために、制御プロセスを導入、全コスト・ストラクチャーの最適化を行った結果、例えば、保険コストで 25%削減することに成功した。
- d) パフォーマンス：従業員数約 80 名、セールス (2009 年) 約 10 百万ユーロ
- e) エグジット：N/A

(6) Hawe Hydraulik SE (1949 年設立)

- a) 地域：ミュンヘン。
- b) セクター：油圧製造業。
- c) パートナーとなったファンド
Deutsche Beteiligungs AG (DBAG)、投資期間 1996 年－2002 年。

d) 投資企業概況

1949年に設立され、60年間主要な油圧製造業者として活躍してきた **HAWE Hydraulic** も、1996年には創設者家族が会社を手放すことを決め、会社の半分が売りに出された。調達的手段としての銀行は必要金額の半分しか提供しなかったため、残りの半分の資金源については当該企業が探さざるを得なかった。そこで、現社長はドイツの **PE/VC** 協会のウェブサイトを見つけだした。**HAWE Hydraulik** にとっては、戦略投資家への売却または上場は問題外であった。また、地域の **PE** 会社は投資ボリュームがあまりにも小さかったために不適切に思われた。そこに、**Deutsche Beteiligungs AG** がシーンに登場した。当該企業は7年後、会社の株全てを取得することを計画し、同時に、**DBAG** はエクイティ投資家としてのリスクを正當に反映したリターンの獲得を狙った。そうして、数年に渡り当該企業を高い配当を分配することができた。さらに、彼らはリターンが目標とする値に満たなかった場合は、**DBAG** が会社の過半数の株式を好きな価格で取得する権利を条項の中に織り込むことに同意した。それが、かえって従業員にプラスのモチベーションを与えることになり、ビジネスにとっても **DBAG** はプロ意識を芽生えさせるような経営支援を行った。

e) 経済効果：従業員数 1,870 名、2009 年度セールス；275 百万ユーロ

f) エグジット：NA

(7) **A Company AG (2002 年設立)**

a) 地域：ベルリン

b) セクター：映画使用許可ビジネス、当該企業の書庫には **Kathryn Bigelow** のオスカー受賞作品“**The Hurt Locker**”や、**Martin Scorsese** の 2010 年 **Berlinale** で首位となった“**Shutter Island**”等、350 以上の高品質の娯楽映画が納められている。

c) パートナーとなったファンド：**MBG Berlin-Brandenburg**、投資開始日 2004 年。

d) 投資企業概況

2003年に、他の2名の株主、CEO 兼 **Polish sales partner KinoSwiat** の大株主である **Tomasz Karczewski**、**Sony Russia** の重役の **Michael Schlicht**、と伴に、**Alexander an Duermen** は、ポーランドーロシア間の **A Company** 映画使用許可ネットワーク向けプラットフォームを立ち上げた。ローンを組み、アメリカの映画市場に向かい **USD3mil** という多額の金額で映画の権利を取得した。当初、更なる投資を手に入れることは困難であった。中央、東部ヨーロッパの映画使用許可ビジネスは比較的新しく多くの投資家は乗る気でなかった。**Duermen** が、彼の専門技能とビジネスモデルについて投資家を説得するのにもう2年の時間がかかった。最終的に **PE** 会社の **Mittelstaendische Beteiligungsgesellschaft Berlin-Brandenburg GmbH (MBG)** が **A Company** を査定して、数日後、**MBG** は

250,000 ユーロを投資することにした。その後、Berlin Volksbank も 400,000 ユーロの追加投資を行った。

- e) 経済効果：従業員数 50 名以上、セールス 26 百万ユーロ（2009 年）、映画使用許可は 25 百万ユーロ以上の価値を付けた。
- f) エグジット：N/A

バイアウト

(8) MWM GMBH, The Power (1871 年設立)

- a) 地域：ミュンヘン。
- b) セクター：エネルギー。
- c) パートナーとなったファンド：3i、投資期間 2007–2010 年。投資開始の 3 年前までは、MWM は国際競争力もなく、親会社もバーデン地域への投資に悲観的であった。その後、PE 会社である 3i がマネジメントと従業員代表を納得させるに十分な提案を行い、投資家として選抜された。原材料費、エネルギー消費拡大、原油資源の枯渇が浮上する中で、PE 会社は MWM のポテンシャルを認識していた。新しい経営者は、再生可能エネルギーセクターでの高い地位を確立するために、生産設備への投資を約束するだけでなく、グローバル・セールスの構築にもコミットした。従業員代表者は、匿名投票により、3i が経営に携わることに賛成した。
- d) 経済効果：従業員数 1,100 以上、セールス：約 345 百万ユーロ、3i による MWM の買収以来、従業員数で 28%成長した。資本に加え、3i は MWM に国際ネットワークへのアクセスと海外における業務提携へのコンタクトも提供した。IRR25%以上。
- e) エグジット：2010 年 11 月 22 日、3i は MWM を US の会社である Caterpillar 社へ売却する旨発表した。

(9) Eterna mode GMBH (1863 年設立)

- a) 地域：Passau。
- b) セクター：衣類・繊維。
- c) パートナーとなったファンド：Alpha, Quadriga。

2006 年にマネージメントが Eterna を独立させようと考えた。最短の方法としては、IPO によって Eterna をスピン・オフさせることであったが、セールスで約 80 百万ユーロでは IPO には規模が小さすぎた。衣服業界への PE 投資に関する実務的な経験を有する、Alpha と Quadriga はいち早く Eterna を改革していった。当該 2 つの PE ファンドは 2006 年 7 月 1 日にバイアウトとしてコンソーシアムを実現した。
- d) 経済効果：従業員数約 1,000 名、国際的なネットワークを確立した Eterna は、2009 年には 93 百万ユーロの売上を達成した。
- e) エグジット：N/A

(10) Cognis GMBH (1999年設立)

a) 地域：モンハイム・アム・ライン。

b) セクター：化学製品。

Cognis は、ほぼ 60 の子会社を一般、特殊化学セクターに有しており、食品、化粧品、繊維、プラスチックの産業分野に顧客基盤がある。

c) パートナーとなったファンド：Permira, Goldman Sachs、投資期間 2000–2010 年。当該企業は 1999 年に設立されたが、その 1 年後、コア業務に集中すべく Cognis を売却することを決定したため、PE 会社の Permira と Goldman Sachs Capital Partners が新しくオーナーに就任した。新しいオーナーの戦略は基本的に組織の再編と、新たな買収を実施することでマーケットにおける位置付け強化であった。次の年、オーナーは“あまり人気のない”グループ部門をグリーンケミカル・セクターでの先進的グローバル企業として変革を図った。収益を上げていなかったビジネス領域の売却を実施、新規コア領域、成長マーケットでの地域ユニットの買収を図り、その両方とも成功のうちに統合を果たした。段階的に、しっかりとしたビジネスモデルと成長市場における顧客への接近に焦点を当てたポートフォリオの融合を試みた。英国における市場での立場を示すべく、2003 年春に、Cognis は英国会社の Laporte Performance Chemicals を買収し、2004 年には、当該企業は組織構造を向上させるための第一歩を踏み出した。5 つの戦略ビジネス・ユニットが、研究、技術、生産、調達の一部及びサプライチェーン管理を含む全ての市場関連ビジネスプロセスの責任を担った。その後、企業の本部機能を再び北 Rhine-Westphalia にある Monheim に移した。

2006 年に、Cognis は、英国におけるポリマーを専門とする Cosmetic Rheologies とノルウェーの食品セクターへの供給業者である Napro Pharma AS の支配権を獲得した。Napro Pharma を支配下に置くことによって、Cognis は、補助食品の自然原料の先進的グローバル・プロバイダーとしてその位置付けを強化した。

2006 年夏、Cognis のセールまたは IPO の話しが持ち上がって来た時も、慎重な審議の結果 Permira と Goldman Sachs Capital Partners は意識的に投資継続を決定した。Cognis は既にその時点までに素晴らしい進歩を遂げ、グリーンケミカル・セクターにおける強固なグローバルプレーヤーになるべく一途をたどっていった。

d) 経済効果：売上、2,584 百万ユーロ (2009 年)、従業員数はドイツ国内で 2,000 名、全従業員数 5,500 名。

e) エグジット：2010 年 6 月、31 億ユーロで BASF に売却。

5. 豪州（オーストラリア）

従前の豪州の PE ファンドの投資対象企業は I T 関連が多かったが、近年は、資源・エネルギーや保険医療等の業種がコアとなっている。また地理的な特徴として、ファンドの 6 割以上は、シドニーがある NSW 州に集中している。ここでは、ベンチャーキャピタルによる投資事例 2 例を取り上げる。

(1) SEEK Ltd (www.seek.com.au)

a) セクター：インターネット・テクノロジー

b) パートナーとなったファンド

CHAMP Ventures (AMWIN Innovation Fund、www.champventures.com)、協同

出資者：Macquarie、初期投資日：1999 年 10 月 Technology Fund 1A, 1B、
Australasian media and Communications Fund

c) 経済効果

総 VC ファンディング（今日現在）：2.5 百万豪ドル、実効株式保有（%）5.70%、
投資 IRR（%）：47%、金額倍率（.x）：6.5、政府支援：N/A、歳入：66.8 百万豪
ドル 2005 年度、現在従業員数：フルタイム 200 名（2005 年 8 月現在）

d) エグジット：2005 年 8 月、IPO

(2) Enterix (<http://www.questdiagnostics.com>)

a) セクター：生命科学

b) パートナーとなったファンド

Innovation Capital (www.innovationcapital.net)、初期投資日：2001 年 7 月

c) 経済効果

総 VC ファンディング：21.38 百万豪ドル、実効株式保有（%）：N/A、投資 IRR
（%）：7.02%、マルチプル：1.4 倍、政府支援：Comm ready、営業収益：85 百万
ドル、現在従業員数：65 名

d) エグジット：2006 年 6 月 6 日、トレードセール

【第2章第2節】

我が国におけるファンドが投資先企業に対して果たす役割の具体例

経済産業省産業資金課が実施したファンド事業者向けのアンケートによるヒアリングに基づいて収集されたケーススタディをもとに、同省同課において収集された情報（同省同課によれば3月上旬時点で約50先のVC/PEファンドから回答を得ている）に基づいてポイントの集約が行われているが、ファンド事業者（GP）による個別の回答情報は同省同課によって管理されており非公開とされているため、我々はその集約された情報（3月上旬時点での暫定分）のみを対象に、我が国におけるファンドが投資先企業に対して果たす役割について、主にバイアウトファンドを中心に整理を行った（VC投資については、そのインキュベーションやイノベーション支援、雇用創出、潜在的なIPO企業の育成等に関する社会的重要性が一般的に認知されているが、バイアウトファンドについては未だその役割に関する社会的重要性が認知されていないのが実態である）。

同省同課によれば、ケーススタディ情報については、各GPによって公開可能な対象が区々であるとの事情にも鑑み、今後の情報提供についてGPからも意見を聴取したうえで個別具体的なケーススタディや特徴点を可能な限り紹介していきたい、としている。

1. 我が国においてPEファンドが機能を果たす主なケース

VCファンドは、大きな事業展開を展望したビジネス展開のなされていない事業に対して、エクイティ投資を行うことにより、新たな企業価値を創造して新たな産業および資本市場の担い手となりうる企業を育成していくために重要な役割を果たすが、PEファンドのうち、バイアウトファンドについては、既に一定のビジネス展開に成功して実績のある企業に対してその更なる事業展開や、戦略的な再編等にあたって経営支援を行うものであるが、過去の敵対的アクティビストファンドの活動に関するマイナスイメージがつきまとい、中々具体的なケース理解に至らないことも多い。

経済産業省によって集約されたエッセンスの情報をもとに、PEファンドが機能を果たした役割について整理すると、おおよそ以下のような事例に収斂された。

- ・ 後継者不在のオーナー経営者からの事業承継と承継を契機とする経営改善
 - ・ オーナーによる株式売却に対する受け皿
 - ・ 親会社のグループ戦略の見直し（事業再編）に伴うスピン・アウト
 - ・ ノンコア事業の切り出しに伴うカーブアウト
 - ・ 競争力を持ちながら国内市場の限界で海外等への事業展開に迫られる企業への支援
 - ・ リスクの高い新規事業展開に向けた設備投資等に対する資本調達、市場展開支援
 - ・ 経営破綻による民事再生
 - ・ 過大な負債を抱えたオーナー企業の立て直し
- 等

2. 我が国における PE ファンドによる主な経営支援の主なポイント

ファンドからの投資を受ける企業経営者にとっては、PE ファンドを経営上のパートナーとして認知し、リスクキャピタルの出し手として（大きなガバナンス権限を持つ株主として）迎え入れるにあたって、どのようなかたちで経営支援を行い、企業価値の向上を果たしていくのかは非常に気になる場所である。

そこで、経済産業省によって集約されたエッセンスの情報をもとに、以下の通り、PE ファンドが企業に対して行った経営支援の具体的なケースについて大きく 3 つに切り分けて以下の通り、簡明な整理を試みた。

(1) 経営管理・資本政策等に係るガバナンス体制の整備

- ・ 経営管理体制およびインフラの整備（事業部長・CFO等の主要人員の新規採用）
- ・ 投資担当メンバーが代表取締役役に就任、抜本的に意思決定プロセスを改善
- ・ KPI、予実管理の導入および営業戦略の見直し
- ・ ESOP、ストックオプション制度、業績連動報酬制度を導入しインセンティブを喚起
- ・ IPOに向けた内部管理体制等の準備支援
- ・ 弁護士および金融機関への対応
- ・ 有利子負債圧縮（遊休資産の売却、運転資金の効率化等）
- ・ EBITDAの改善
- ・ 不採算事業の撤退による事業ポートフォリオの再構築 等

(2) 既存の個別事業に関するコンサルティング

- ・ オペレーション業務の効率化・改善
- ・ 物流管理システムの導入による物流コスト削減
- ・ 原燃料コスト低減策（購買システムの見直し、価格交渉、効率化目的の設備投資等）
- ・ 生産性改善（製品ライフサイクルの策定による開発・生産・販売、在庫の最適化等）
- ・ 成長産業向けの多品種少量生産強化
- ・ ブランド価値の再構築、新ブランド開発 等

(3) 海外展開等新たな事業展開にあたってのミッシングピースの供給（経営資源の補完）

- ・ 国内および海外営業力の再強化
- ・ 海外事業での顧客開拓に向けたアドバイザー
- ・ 海外事業者との戦略的提携の橋渡し
- ・ グローバル事業展開の推進・強化
- ・ 海外成長市場の開拓（海外マーケットのリサーチ、海外人材リクルーティング等）等

第3章 ファンドに対する欧米主要国による振興策、規制等の調査

【第1節】 海外主要国におけるファンドに対する振興策

【第2節】 欧米におけるファンドに関する規制に係る現状

海外主要国における経済活性化に資するファンド等の投資ビークルや投資運用事業者に対する振興策（政府支援、国内外の投資優遇税制等の具体例）およびファンド等を巡る規制の状況に関する調査結果を以下で報告する。対象主要国として、振興策については、米国、豪州、英国、欧州を対象とし、規制については、米国と欧州（EU 指令）を対象とした。

【第3章第1節】 海外主要国におけるファンド等に対する振興策

1. 米国

(1) Small Business Investment Company (SBIC) 制度

a) 一般情報

SBIC 制度は、US SBA（米国中小企業庁）を通じファイナンス支援を受けられる数多くの制度の一つである。このプログラムは以下の点において特有の構造をもっている。SBIC は SBA によりライセンス付与・規制された民間で運営されるマネージド・インベストメント・ファンドであり、SBA については、自身の資本と SBA 保障付ファンドを利用し、適格小企業にエクイティ、ボンド投資を行っている。US SBA は SBIC 制度により小企業ビジネスへの直接投資は行っていないが、特定セクターまたは産業の専門性を持った適格投資マネジメント会社に対し資金提供を行っている。

SBIC の組織立てについては、会社、有限組合（LP）、有限責任会社（LLP）のような形態をとることができる。ほとんどの SBIC は、地元投資家のような比較的小規模グループによって所有されているが、多くの場合はコマーシャル・バンクによって所有される。SBA は、SBIC 債務証券で\$5mil のプライベート・キャピタル投資を最低要件としている。この資本の最低 30%は、ファンド・マネジメントと無関係な調達源より調達されなければならない。優良な資産状態にある登録済み SBIC は、SBA の支援のもとで民間投資資金を活用して 300%までレバレッジ(ほとんどの場合 200%が最大) をかけること許されるが、ファンド・マネージャー・チームがレバレッジ最大許容額を超過することはない（現在、1SBIC ライセンス当り 150 百万ドル、2 ライセンス以上の場合 225 百万ドル）。一度レバレッジが SBIC に対してコミットされると、全 4~5 年のコミットメント期間中、定期的にドロー・ダウンされる。SBA レバレッジはゼロ報酬ベースで運用されるよう設計されている。レバレッジを獲得するには、SBIC が SBA 保障付債務証券を発行する。これらの SBA 保障付証券のプールは定期的 PO（public offerings）を通して投資家に販売される。債務証券は 10 年満期で、半年毎の利回りを提供し、元本は満期時に一括払いされる。10 年満期物に関し

ては、ペナルティーなしの期限前償還も許される。

b) マネージメント・チーム資格および最低要件

Small Business Investment Act of 1958 のセクション 102 に謳われているように、この制度の目的は、アメリカの小規模ビジネスの“成長、拡大および近代化”の活性化にある。セクション 301(c) (3)では、国会により、**SBA** が“応募者の経営陣が資格要件を満たしているか、知識、経験、法令順守に必要な機能を備えているか等”を判断し、“収益性の完備や金融の健全性を加味し、応募者の運用成功の確率等”を評価する旨指揮をとる。

成功の可能性の高い **SBIC** は歴史的にみても、以下の要件を満たすようなマネージメント・チームを兼ね備えていた；

- ✓ 実質かつ類似的な投資経験
- ✓ 優れたリターンの実現されたトラック・レコード（定量パフォーマンス計測の評価に基づく）
- ✓ 新規ファンドの投資領域における強いディール・フローのエビデンス
- ✓ 相互補完的なスキル、協同作業の有無等、団結力のあるマネージメント・チーム
- ✓ ポートフォリオ・カンパニーレベルでの付加価値を創出できるようなマネージメント、業務および技術的な経験
- ✓ **SBA** に対し期日通りに支払いを保障できるキャッシュ・フローのマネージメント

c) **SBIC** への申請

申請には、2段階のプロセスがある。

第1段階：プログラム開発オフィスによる評価 “ゲートキーパー”

- 1) **Management Assessment Questionnaire (MAQ)** の記入・提出
- 2) **MAQ** の評価およびデューデリジェンス
- 3) 投資委員会による決定

→ 6~8 週間

第2段階：ライセンス・オフィスによる評価

- 1) 手続きを開始するための最低**\$5mil** のプライベート・キャピタル・コミットメント
- 2) アナリストによる以下の項目分析；申請、ビジネスプラン、財務予測、リーガルドキュメント、所有者の多様性等
- 4) **Divisional Licensing Committee** と **Agency Licensing Committee** による承認

→ 5~6 ヶ月

d) 2009 年度における業績

- 1) SBIC 投融資額：18 億ドル
- 2) SBIC 投融資による会社数：1477
- 3) SBIC 投融資対象の 24%すなわち 361 社は 2 歳以下の会社
- 4) SBIC 投融資の 11%は “Competitive Opportunity Gap Businesses”
(公的支援を特に必要とする業種)

(2) Small Business Development Center (SBDC)制度

a) 概要

SBDC プログラムは、US SBA 補助金基金のもと最大級のマッチング・サービス配信ネットワークであり、高品質の顧客サービスを小企業団体に提供している。SBDC は、連邦・州・地方行政のリソースと教育団体や私企業のリソースを繋げることで、小企業ビジネス団体に支援活動を行う幅広い基盤体制を備えている。

b) 目的

SBDC プログラムは、高品質のビジネスと経済開発支援を小企業ビジネスや発生期の企業家（プレ・ベンチャー）に提供し、成長、拡大、イノベーション、生産増加、管理向上を目的し設計されている。

c) 法的規制

SBDC プログラムは、US SBA から出資、一部資金供給がなされている。Small Business Act, 15 U.S.C 648 と連邦規制 13 C.F.R. Par 130 によって統治される。詳細については、<http://www.sba.gov/aboutsba/sbaprograms/sbdc/index.html> にて公開されている。

2. 豪州

(1) Early Stage Venture Capital Limited Partnership (ESVCLP) 制度

a) 政策の目的

ESVCLP プログラムはオーストラリアのベンチャー・キャピタルセクターの活性化を図る目的である。世界クラスのベンチャー・キャピタルビークル、すなわち、Early Stage Venture Capital Limited Partnership (ESVCALP)を、ファンド・マネージャーと投資家の双方に利用出来る目的としている。

b) ESVCLP とは

ESVCLP は、Innovation Australia (委員会) の Venture Capital Act に登録されている適格投資家をなす有限組合の構造を持つベンチャー・キャピタル・ファンドである。

c) 利用

利用については有限組合形式の新規ベンチャー・キャピタル・ファンドに限られている。ファンドは、適格なマネジメントの専門性を持ち、資本にアクセスでき、更にアーリー・ステージのベンチャー・キャピタル投資に特化した投資計画を持っていることを明示する必要がある。

d) 規則

委員会と Australian Tax Office (ATO) が協同でこのプログラムを調整する。ESVCLP として登録されているファンドは、Venture Capital Act, 2002 と Income Tax Assessment Act, 1997 および 1936 の条項に従属する。

e) ESVCLP 登録の利点

- 1) ESVCLP はフロースルーの税制優遇を受けることができる。
- 2) ESVCLP の有限組合員 (投資家) は債券または ESVCLP から受け取るキャピタルゲインに対する税金負債が生じない。
- 3) Venture Capital Management Partnership (VCMP)として運用する ESVCLP のジェネラル・パートナー (GP) (マネージャー) は、収益勘定よりどちらかと言えば、資本勘定に対するキャリド・インタレストを請求できる。VCMP は ESVCLP の GP であり、その GP に関連のある活動のみを実施する有限組合である。VCMP には登録は要しない。

f) 応募要領

応募には、ファンド、投資計画、GP に関する詳細説明、ファンドにおける誘引

投資に関する書類の写し等の情報を提出する必要がある。委員会は、60 日以内に申込書の決定をするが、120 日まで延長することができる。

g) 登録

委員会は以下の場合に **ESVCLP** としファンドを登録しなければならない。

- 1) LP に適している
- 2) 実行可能な適格投資計画を有しており、
- 3) 適格なマネジメントの専門性にアクセスできる

h) 条件付登録

最低コミットメント資本\$10mil 等の条件を満たさない場合は、2 年間の内にファンドが登録条件を満たすようであれば、委員会は条件付 **ESVCLP** 登録の許可を与えることができる。条件付登録の場合は、投資自体は可能であるが、例えば、\$6mil のファンドは投資先の資本の 30%のみにコミットできる等の規制等が生じることに留意すること。

(2) Venture Capital Limited Partnership (VCLP) 制度

a) 政策の目的

Venture Capital Limited Partnerships (VCLP) プログラムは、**VCLP** の特定海外投資家（適格ベンチャー・キャピタル組合員）に対して、**VCLP** によって組成された適格ベンチャー・キャピタル投資から得られた収益に対するキャピタルゲイン税の免除を提供することで、オーストラリアのベンチャー・キャピタルセクターへの外国籍の投資金額を増進させるよう計画されている。

b) **Venture Capital Limited Partnerships (VCLPs)** [s9-1 **Venture Capital Act 2002**]

c) 総資産\$250mil 未満のオーストラリアビジネスに投資する目的で、新規ベンチャー・キャピタルファンドを立ち上げようとしているファンド・マネージャーは、**Venture Capital Act 2002 (VC Act)**下の **VCLP** としての登録を **Innovation Australia**（委員会）提出することができる。ファンドは、LP としての体制をなし、少なくとも\$10million のコミットメント資本を有していなければならない。

d) 適格ベンチャー・キャピタル投資[s118-425 **Income Tax Assessment Act 1997**]

適格ベンチャー・キャピタル投資は、**ITAA1997** の **s118-425** 要件を満たす登録済み(状況によっては条件付登録による **VCLP** の投資) **VCLP** による投資である。

簡潔に言えば、未上場オーストラリア籍企業、総資産\$250m 未満のユニット型投資信託会社、当該ビジネスの持株会社、上場オーストラリア籍企業、12ヶ月以内に上場廃止となるユニット型投資信託会社のいずれかの株式やオプションである。このビジネスにおいては、土地開発、当地所有、ファイナンス、建設等を主要業務としてはならない。

e) 海外投資家に対する税制の利点

適格ベンチャー・キャピタル投資 [s118-420 Income Tax Assessment Act 1997]

居住国における税制免除を受けている海外投資家はキャピタルゲイン税免除の資格が得られる。税制免除は、VCLP の 10%未満を保有する海外投資家にも適用可能である。

f) VCLP マネージャーに対する税制の利点

このイニシアティブは、VCLP の GP (マネージャー) に対する税制優遇を向上させる。VCLP のジェネラル・パートナー (GP) (マネージャー) に対して、収益勘定よりどちらかと言えば、資本勘定に対するキャリード・インタレストを請求できる。これは、パフォーマンス・ボーナスに対して支払われた税額の減額を提供する。Venture Capital Management Partnership (VCMP)は、VCLP の GP であり、GP 関連の活動のみを実行することができる有限組合員である。

g) VCLP を利用するインセンティブとは

Venture Capital Limited Partnership (VCLP)の仲介によって行われた“適格ベンチャー・キャピタル投資”の売却益を得る“適格ベンチャー・キャピタル組合員”は、キャピタルゲインに対する免除を受けられる。

h) 制度目的達成のために LP 構造が選ばれた理由

LP は、全世界的ベンチャー・キャピタル投資の優先ビークルである。ベンチャー・キャピタル投資家は通常、コストとして最も有効的な方法でポートフォリオ分散させるために、LP や FoF を通じて VC 投資を行う。

(3) IIFF (Innovation Investment Follow-on Fund) プログラム

a) ファンドの概要

IIF (Innovation Investment Fund) プログラム等に参加しているファンドに対して、追加的に資金を供給するプログラム。

- ・ 当初設定されていた IIF プログラムは、グローバル金融危機にて生じたリスクマネー供給不足を補うため、政府系ファンドとして VC ファンドへの資金供給目的で設立された。設立初期の会社に研究開発成果を商業化する等アールリーステージにてベンチャー資本が不足している場合にその不足を補うことが主たる投資対象となる。
- ・ 当該ファンドの期限は決められており 36 ヶ月間で償還することが必要（既に現在新規投資はクローズしている）。

b) 資金が提供される対象者

- ・ オーストラリア政府から従前他のプログラムで資金提供を受けていた運用機関、とりわけ IIF Round I,II; Renewable Energy Equity Fund, ICT Incubator program 等が挙げられる。
- ・ 投資対象企業は、上記のプログラムに参加した企業に限られる。

c) 参加するファンドへの条件

- ・ 上記の政府プログラムへの参加の経験があり、また参加する意欲がある
- ・ アールリーステージ投資に分野での経験、スキル、トラックレコードがある
- ・ 既存の投資対象企業をリードする十分な人材がいる

d) ファンドの目的

- ・ 追加型のフォローアップ資本の提供によって選定されたファンドマネジャーのサポート
- ・ オーストラリアでのアールリーステージベンチャーキャピタル産業は成長し続けることを確保すること。
- ・ 以前の (Commonwealth investment) 投資による達成すべきとされたバリューを達成するためには、潜在力の高い投資対象企業を選定し、投資し続ける。

e) 投資実績

オーストラリア政府は 2009 年 8 月 6 日に将来性のあるアールリーステージの 36 企業を投資すると発表 (IIFF への申し込みベースで算出された数字)。IIF 等からのトータルでの投資金額は 64 百万ドルに上った。この金額は、11 の VC ファンド (I

I FのラウンドIとラウンドI I、Pre-seed Fund と ICT Incubators program) の間で分配される。

f) 資金提供ファンド及び金額一覧

- ① Allen & Buckeridge Asset Management LLC、7.1 百万ドル
- ② AMWIN Management Pty Ltd、5.44 百万ドル
- ③ Coates Myer and Company Pty Ltd、1.91 百万ドル
- ④ Divergent Capital Partners Pty Ltd、2.75 百万ドル
- ⑤ GBS Venture Partners Pty Ltd、10 百万ドル
- ⑥ iQ Fund 3 Pty Ltd(inQbator)、3.95 百万ドル
- ⑦ In-tellinc Pty Ltd、2.3 百万ドル
- ⑧ Neo Technology Ventures Pty Ltd、5.1 百万ドル
- ⑨ Playford Capital Pty Ltd、7.45 百万ドル
- ⑩ Starfish Ventures Pty Ltd、9.85 百万ドル
- ⑪ Start-up Australia Ventures Pty Ltd、8.51 百万ドル

3. 英国

(1) RVCF 制度

Regional Venture Capital Funds (RVCF) 制度は、成長可能な中小企業 (SMEs: Small and Medium Size enterprises) に対して £500,000 までのリスクキャピタル・ファイナンスを提供するための英国全土に渡るプログラムである。ベンチャーキャピタルにおける経験豊かな専門家が運用するファンドは、営利目的でリターンを上げている。市場の下端において認知される“エクイティ・ギャップ”が存在し、民間セクターの投資家が成長可能な中小企業に対する小規模リスク・ファイナンスを提供することを促進すべく、国の干渉は必要最小限に留められている。

a) RVCF 制度の目的

1) 短期的な目的

9つのイギリス地域のそれぞれにおいて、少なくとも1つの実現可能な、営利目的のファンドを設立すべきある。すなわち、それは中小企業市場に対して利用可能なエクイティ・ギャップ・ベンチャーキャピタルの金額を増加させるべきであり、市場セグメントにおける如何なる既存のファンド活動を置き換えることがあってはならない。

2) 長期的な目的

成長過渡期にある中小企業が十分な成長を実現するために必要なエクイティをベースとしたリスク・ファイナンスの金額を増加させることを目的としている。英国の各地域が、エクイティを基にした中小企業に対する小規模金額の投資を可能にするために、投資実現可能、且つ地域に根ざしたベンチャーキャピタル・ファンドにアクセスできることが保証されている。中小企業のエクイティ・ギャップに投資することで、すなわち、それが民間セクターのベンチャーキャピタル産業の促進に貢献しているファンドが営利目的のリターンを創出していることを将来の投資家に示すべきである。エクイティ・ギャップにおいて運用をしている質の高いファンドマネージャーの供給を増加されるべき。

b) ファンドマネージャーの選考方法

2000年の間に、営利を目的とした民間セクターのベンチャーキャピタル・ファンドマネージャーを、包括的な競売方法及び入札手続きを通して募った。RVCFを運用する全ての競売は包括的で健全な評価、デューデリプロセスを通過している。SBSは、このプロセスの一部として、地域的な視点から提案書の評価を支援する官庁のネットワークを利用すると同時に、コーポレートファイナンスの専門家 (PKF) や法的助言 (Clifford Chance) を取り入れた。

この評価プロセスの終了において、全ての提案書は独立査定委員会（小規模ビジネス投資タスクフォース（SBIT: Small Business Investment Taskforce）のサブ・グループ）の投票に懸けられた（委員会のメンバーはベンチャーキャピタル・セクターの経験を持つ外部の人間によって構成されている）。査定委員会による推薦は企業理事会（Enterprise Directorate）によって推し進められた。

9つの全てのファンドは運用可能であり、投資を実施している。

c) ファンドの運用体制

それぞれのファンドは英国の地域境界内で運用されている。ファンドマネージャーは純粋に営利目的で運用を行っており、10~12年のLP契約によって管理されている。ファンドマネージャーは、純粋な営利目的で、彼ら自身の施設外で運用している独立企業である。ファンドマネージャーは、投資がどのように構成されるべきか等も含め、全ての投資決定を行っている。

f) ファンドの投資家

それぞれのRVCFにおいては、企業理事会（Enterprise Directorate）を通じ、政府は自己勘定に対して投資を行っている。さらに、企業理事会はEuropean Investment Fund(EIF)及びEuropean Investment Bankの株式部門からの財源を確保している。そうすることで、殆どの場合、財源の約50%がこれら2つの機関から提供されている。それぞれのファンドマネージャーは残り部分を他の民間セクター投資家から調達しなければならない。

ファンドマネージャーが民間セクター投資家を引き付けるのを支援すべく、政府は、先ず投資リターンにキャップを設定し、そこで“第1次損失者”として振舞うことに同意すると共に、民間セクターの投資家やEIFに対する期待リターンを上昇させることで、投資方針を下位に置くことを決めた。これは、ファンド・キャピタルベースの目減り時に、DTI投資が損失を最初に被ることを意味している。

g) 投資基準

スタート・アップ、アーリーステージ、買収または組織成長のいずれかに対する開発資本を必要としているような場合、RVCFは250,000ポンドまでエクイティまたはデットで全ての適格ビジネスに投資することができる。

上記のように、如何なる提案に投資を行うか否かの全ての意思決定は、営利目的の実現可能性を基にファンドマネージャーによってなされる。MBO、MBI及びBIMBOは、また、適応可能である。もし、他の機関ベンチャーキャピタリストが既に投資をしている場合、そのような投資のコストは、RVCFが投資できる金額に達することを上限とし、250,000ポンドから控除される。

もし、RVCF が初期投資時に他のベンチャーキャピタリストを取り入れることを望む場合には、そのようにすることができる。しかし、RVCF とその他のベンチャーキャピタリストによる全投資額が 250,000 ポンドを超過してはならない。これらの制限は、RVCF がエクイティ・ギャップの下位セグメントに強く根付き続けること保証する手助けになるよう適用された。

RVCF は、追加的に 250,000 ポンドまで（例外的な場合には、それ以上）の“継続”投資を行うことが許されている。このような継続投資に対しては、誰がコインベストできるか、いくらコインベストできるについての制限は設けられていない。このような継続投資は当初投資日より 6 ヶ月以内は許されていない。

h) 投資保有期間

6 ヶ月未満を想定した投資は認められていない。殆どの投資は平均して 5 年程度保有されるようだが、5 年後はファンドマネージャーはエグジットを見つける必要がある。各 RVCF は生存年数 10 年であり、その期間の終了時には全ての投資をキャッシュに戻さなければならない。

i) 適格ビジネス

ビジネスは以下の地域をカバーするファンドに対するエクイティ・ファイナンスを適応する。以下の地域とは、本部が置かれている、または、ビジネスの実質的な部分を実施している、かつ、関連投資の目的が所在する、または、関連会社による当該投資の申請が主にその地域に関連又は利益目的になっているべき場所を指す。

上述の地理的な基準の他に、以下の 3 つの異なる基準が設定されている。

1) ビジネスの規模

ビジネスは EU の定義する中小企業 (SME: Small and medium-sized enterprise) に従属しなければならない。現在、従業員 250 名未満で、40 百万ユーロ（約 24 百万ポンド）未満のターンオーバーを有する、または、トータルで 27 百万ユーロ（約 16 百万ポンド）未満のバランスシートを有するとしているものと定義されている。

2) 所有権

以下によって所有されてはならない；

- ・ 他の企業
- ・ 25%以上を他の企業に所有されている
- ・ 上記 SME の定義を満たさない協同で幾つかの企業に所有されている

エクイティのある部分はビジネス・エンジェル、あるいは取締役または他の株主に関係があるその他個人によって保有することはでき、既にベンチャーキャピタルファンドを所有することができる。これは、Seedcorn ファンド、または、他のベ

ンチャーキャピタリスト出身のどちらかでありえる。もし、それが後者の場合、RVCFが投資出来る金額は制限される。

3) セクター

州支援許可の条件として、RVCFが投資できない数多くのセクターが存在している。主なものを以下に挙げる。;

- ・ 土地及び不動産開発、取引及び投資
- ・ デット及びエクイティファイナンス及び一般勘定におけるファイナンス・サービス及び法的サービス
- ・ ホテル
- ・ 介護、老人ホーム
- ・ 国際モーター運輸
- ・ 農業
- ・ 林業、材木生産
- ・ 園芸

(2) ECF 制度

このプログラム全体としての目的は、“エクイティ・ギャップ”に影響を受ける中小企業（SMEs：Small and medium-sized enterprises）に対する成長資本の有効性を増加させることである。これは以下の項目によって達成されるべきである。

- ・ エクイティ・ギャップへの個人資金のフローを増加させる
- ・ チャネル・ファイナンスと中小企業へのモニタリング

エクイティ・ギャップは、非公式の投資家やベンチャーキャピタリストを引き付けることが出来ないため発生する。殆どの場合、エクイティ・ギャップは2百万ポンドまでの成長キャピタルや、1百万ポンド以下のビジネスに対する制約となる。

ECFはエクイティ・ギャップに影響を受ける中小企業のエクイティ又は準エクイティ（メザニン）資本に投資することを目的としている。

ファンドのストラクチャーは、第三者パッシブ投資家の名を受けたプロのファンド・マネジャーによって運用されるファンドに幅広く用いられるストラクチャーである。

政府は ECF 資金の 3 分の 2 までを提供することを約束しており、他の残りの部分は個人投資家自身で集める必要がある。ECF が費用や負債（ファンド管理費用を含む）を満たすことが出来たならば、投資の以下の手続きで投資家に分配される。

- ・ 適用される通貨レートは年率 4.5%
- ・ 個人投資家及び（適切である場合）政府に対する利益の分配として、ファンドマネージャーに運用報酬の提供

政府は、全ての ECF がエクイティ・ギャップの状況にあるファンドに投資することを制限する包括的な制約を設定している。そのエクイティ・ギャップには ECF が参加する投資ファンド組成期の規模に関する 2 百万ポンドという上限が含まれている。

○当初必要情報○

- ・ 以下を含む ECF の投資戦略提案書の詳細。投資戦略とは、目標セクター、投資ステージ、投資ストラクチャー、コインベストメント同意書、投資期間の長さ、投資継続のための準備金の割合
- ・ ファンドに含まれる主な投資職員 CV のサマリー（annex として）と ECF における彼らの役割の詳細
- ・ 全てのトラックレコードの詳細；全体としてのチームとチーム内の個人（annex の中に裏づけ情報として織り込むことができる）
- ・ ファンドを支援する意思のある個人投資家の詳細情報（コミットメントの証拠、すなわち、annex として支援レターの添付）
- ・ マネージメント料の詳細、スタートアップ・コスト、その他手数料、ファンドにチャージされるコストとファンドまたは関連組織によって投資先企業にチャージされると予想される手数料の詳細。
- ・ 政府資金のレベルと個人投資のレベル
- ・ 政府の固定利潤分配率の詳細（全ての利益分配に適用される固定の数字でなければならない）及びどのように他の利益が分配されるか。
- ・ 応募者は政府ドラフト ECF 有限組合同意書の条件を熟読し受諾することを承認する。

ECF マネージャーは必要な詳細情報を記載したコピー4部を提出する必要がある。

（3）VCT（Venture Capital Trust）に係る非課税制度

イギリスの税制上、個人所得税及びキャピタルゲイン税に関するベンチャー投資支援税制として、VCT 税制が制定されている。VCT 税制は非上場会社への投資を促進されることを目的とした優遇税制であり、ロンドン証券取引所に上場されている

法人 (company) で、投資信託 (investment trust) に類似している。この税制は個人投資家による小規模かつ比較的高いリスクの法人に対して VCT というビークルを通じた間接投資を促進するものである。VCT が株式の譲渡により得られた所得及びその他の所得の全てについて以下のような要件を満たせば、法人税が免除される。

ベンチャーキャピタル・ファンド及びベンチャー企業側の要件として、VCT の投資額の 70% (時価) 以上が非上場会社である等一定の要件を満たす法人への投資、または、個人投資家側の要件として、VCT の新株を引き受けた個人投資家 (5 年間の株式保有期間の要件) を満たしていれば、①VCT の新株引受に当り、30%の個人所得税額の控除、②VCT から受領する配当について、個人所得税の免除、③VCT 株式の譲渡時におけるキャピタルゲイン税の免除、が優遇税制として設けられている。

4. 欧州投資基金：European Investment Fund (EIF) の出資制度

(1) 事業概要とミッション

欧州投資基金 (EIF) は、中小企業を支援するため、銀行その他の金融仲介機関に対する投資と保証を行う EU の金融機関であり、同時に、欧州投資銀行グループの専門的リスクキャピタル部門としての役割をも担っている。同基金の事業は、①エクイティ投資 (欧州域内の VC とバイアウト等 PE ファンドへの投資) 事業、②保証及び信用補完業務、③地域ビジネス開発、④マイクロ・ファイナンスに分類される (図表 10-1 参照 2009 年末時点)。①は、革新的な中小企業を対象とする VC ファンドへの投資を行うことにより、欧州のイノベーションと知識基盤型経済の発展に寄与している。②は、欧州の金融仲介機関と連携してリスクを分担しながら、中小企業に対する融資のポートフォリオに係る保証又は再保証を取り扱っている。この保証事業は、銀行部門を補完して中小企業への資金供給の円滑化を図るものである。その他に、③地域ビジネス開発 (JERMIE)、④マイクロ・ファイナンス事業を手がけている。

中小企業に対しては直接的にファイナンスをしないが、EIF の顧客には金融機関、銀行、中小企業ファンドに関与しているベンチャー・キャピタルファンド等のスポンサーを通じて出資を行う。また②の保証及び信用補完は、Public-Private Partnership (PPP) の持株構造を有しており、EIF 保障付資産に対して金融機関が 0% リスク・ウェイトを適用できるようにする。典型としては、中小企業の証券化取引を通じて発行された債券の特定トランシェ (シニア、メザニン・トランシェ) に対して保障を付与している。同基金の株主構成は、2009 年末時点、欧州投資銀行 (62%)、欧州委員会 (EC) (29%) 及び欧州の 17 カ国の 30 の金融機関 (9%) が出資している。

【図表 10-1】 事業概要

事業	主なプログラム	原資
エクイティ投資 (欧州域内の VC と PE への投資)	リスクキャピタル投資 (RCM) 成長型メザニン・ファシリティ (MFG)	EIB グループ
	欧州投資プログラム ・ 欧州技術ファシリティ・創業スキーム (VC ファンド投資、ビジネスインキュベータ投資) ・ 企業向け多国間プログラム (MAP) ・ 競争・イノベーション強化フレームワーク・プログラム (CIP)	EU 資金
	地域マニフェストとファンド・オブ・ファンド・アクティビティ	加盟各国と第三者資金
保証及び信用補完業務	上記 CIP (ファシリティ：融資保証、マイクロ・クレジット保証、エクイティ保証、証券化)	—
地域ビジネス開発	・ マイクロ・中規模企業向け欧州共同基金 (JERMIE) ・ (非 EU) グローバルエネルギーの効率化及び新たなエネルギー創出基金 (GEEREF)	EU 資金 (欧州加盟国構造基金の一部を充当)
マイクロ・ファイナンス		

(出所) 2009 年 EIF 年次報告等を基に大和総研作成

(2) エクイティ投資事業の詳細

EIF の VC ファンドへの投資事業として、1) リスクキャピタル投資（原資は欧州投資基金の自己資金と欧州投資銀行の資金）、2) 欧州委員会の委託による EU 投資プログラム（欧州委員会が原資の全額を拠出）、3) 加盟各国と第三者資金による「地域マナージメントとファンド・オブ・ファンド・アクティビティ」がある。原資別の活動概要は図表 2 に示す。09 年末の同事業の投資ポートフォリオの金額は 4103 百万ユーロ（EU27 カ国、EFTA、EU 候補国、その他を含む）。

【図表 10-2】 事業活動の時系列推移

エクイティ投資署名金額ベース

(百万ユーロ)	2005 年	06 年	07 年	08 年	09 年
①自己資金	31.3	84.5	70.7	19.2	42.7
②RCM	265.1	597.7	379.4	187.6	362.6
③MFG	-	-	-	-	159.9
④EU 資金	38.9	89.4	49.7	134.3	43.4
⑤地域マナージメント	32.5	41.4	21.0	43.6	50.0
⑥ファンド・オブ・ファンド	-	-	3.6	24.2	50.0
⑦非 EU (GEEREF)	-	-	-	-	22.5
合計	367.8	812.9	524.3	408.9	731.1

マイクロクレジット（コミットメントベース）

(百万ユーロ)	2005 年	06 年	07 年	08 年	09 年
RCM（契約数）	-	-	-	-	1
RCM（金額）	-	-	-	-	1.8

JEREMIE

(百万ユーロ)	2005 年	06 年	07 年	08 年	09 年
累積マナージメント数	-	-	1	7	10
累積ファンド （同意ベース）	-	-	100.0	704.0	1082.7

保証（コミットメントベース）

(百万ユーロ)	2005 年	06 年	07 年	08 年	09 年
EU (CIP)	1213.3	1028.2	8.0	1308.7	2224.3
EIF 自己資金分	472.1	1194.3	1389.2	834.2	-
JEREMIE	-	-	-	-	75.0

総合計	1685.4	2222.5	1397.2	2142.9	2299.3
-----	--------	--------	--------	--------	--------

（出所）2009 年 EIF 年次報告等を基に作成。

a) 欧州投資銀行(EIB)グループの資金

欧州投資基金は、リスクキャピタル投資（RCM）と呼ばれている VC ファンドへの投資を行っている。その原資の 90%は欧州投資銀行（EIB）から拠出されており、残りの 10%は欧州投資基金の自己資金である。欧州投資基金は、欧州投資銀行グループの専門的なリスクキャピタル部門として、このリスクキャピタル投資の実施及び運

営を担当している。また、成長キャピタル（中成長段階の企業の市場+メザニン）：メザニンに関しては、2009年4月にMFGが承認された。EIBによって10億ユーロが欧州域内のハイブリッド（デット・エクイティ）ファンドに投資された。2009年のRCM及びMFGの投資実績を図表10-3に示す。

アーリーステージ（技術移転+VC）：投資対象のVCファンドは、1)成長する中小企業にリスクキャピタルを供給するために広範な投資家から資金調達を行うファンドで、独立したマネジメント・チームを有するもの、2)先進技術を開発し、開発した技術を産業又はサービスで利用しようとするアーリーステージの企業を主な対象とするファンドである。

VCファンドの投資先企業については、初回投資の時点において、従業員500人以下、かつ、最新のバランスシートで純固定資産75百万ユーロ以下の中小企業であり、このような中小企業以外の企業により資本の25%以上が所有されていないものとされている。なお、この投資対象の中小企業に係る規定は、EUの中小企業の定義とは異なっている。また、VCファンドに対する投資の割合は、原則として33%までとされている（minority position）。ただし、欧州投資銀行の事前承諾を得た場合などにあっては、最高50%までとすることができる。なお、個々のVCファンドへの投資額は、各ファンドの大きさや特性により異なる。

【図表10-3】 欧州投資銀行(EIB)グループの2009年度の投資状況

	署名した年	金額（百万ユーロ）	コミット比率（%）
RCM	2009年	4,000	88%
MFG	2009年	1,000	16%
自己資金	—	508	67%

（出所）2009年EIF年次報告等を基に大和総研作成

b) 欧州委員会（EU）投資プログラム

EI Fは、欧州委員会に代わって、①欧州技術ファシリティ（ETF）創業スキーム及び②シードキャピタル対策の二つの投資プログラムを運営しており、2009年度の投資実績を図表10-4に示す。

ETF創業スキームについては、投資対象をVCファンドとするものと、ビジネスインキュベータとするものの二つのタイプがある。また、投資対象のVCファンドは、シードキャピタル・ファンド、小規模又は新規設立のファンド、地域的に運営されているファンド、特定の産業又は技術を中心に扱うファンド、研究開発の成果の活用を助成するファンド（リサーチセンター及びサイエンスパークと結び付いたファンド）など、多岐にわたっている。

VCファンド又はビジネスインキュベータへの投資は、それらの総資本に対する割合が10%から25%まで、かつ、最高額が10百万ユーロ（妥当な理由がある場合は15百万ユーロ）とされている。VCファンド又はビジネスインキュベータは、適切

で専門的な経営の支援、十分な数の投資の実施及びフォローアップ・ファイナンスの確保が可能であることが必要とされている。

また、シードキャピタル対策については、有能な人材の増加とシードキャピタル投資の確保によりベンチャーキャピタル及びインキュベータ産業の能力強化を図るため、追加的な投資マネージャーの長期採用を支援するとともに、シードファンドやビジネスインキュベータの運営に係るコストの一部を補助するものである。この補助金については、追加的に採用された職員1人当たりの最高額が100千ユーロとされている。また、各VCファンド又はビジネスインキュベータに支給される補助金の最高額は、300千ユーロ(3人分)又は補助金に係る便宜供与契約の締結時においてシードキャピタル投資に割り当てられた資本の5%のいずれか一方を超えないものとし、その専門スタッフ全体の半数を超えて補助金を受けることはできないとされている。

図表4 欧州委員会(EC)グループの2009年度の投資状況

	署名した年	金額(百万ユーロ)	コミット比率(%)
G&E	1998年	101	100%
MAP	2001年	242	100%
CIP GIF	2007年	550	100%

(出所) 2009年EIF年次報告等を基に大和総研作成。

【第3章第2節】 欧米におけるファンドに関する規制に係る現状

欧米における新たな金融規制のうちファンド等運用業者への規制及びファンド等への投資に係る規制に係る金融規制（米国ドッド・フランク法等や欧州のEU指令等）に係る22年度中の各国関係機関、業界団体の動向について以下にまとめる。

1. 米国のドッド・フランク法

(1) 規制の概要

2010年7月21日、大統領の署名を受け、米国の金融規制改革法、ドッド・フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）が成立した。同法では銀行によるヘッジファンド、及びバイアウトファンドへの投資や提携を禁止する規制（ボルカールール、以下、同規制）を含む。但し、同規制には一定の例外が定められている。特に重要な例外を挙げると、中核的自己資本（Tier 1）の3%まで、尚且つ、ファンド全体の出資金の内3%まで、銀行によるヘッジファンド、及びプライベート・エクイティへの投資は認められる。

当初の下院案では、同規制に関して盛り込まれていなかったが、上院案では、新しく創設された金融安定性監督協議会（Financial Stability Oversight Council）の3分の2以上の委員が、500億ドル以上の連結総資産を保有する非銀行金融機関、または銀行持ち株会社に対して、金融システムを脅かすと判断した場合に、同規制を適用することができるとしていた。ドッド・フランク法は、金融安定性監督協議会の判断や大手金融機関のみへの適用については盛り込まれておらず、上院案より厳しい内容になったといえる。以下に同規制について詳細を記述する。

(2) 規制の詳細

同規制は、銀行事業体（銀行を含むグループ全体）が前述の一定の例外を除き、全てのヘッジファンド、又はプライベート・エクイティについて、その所有持分を保有することや、提携することを禁止している。この禁止規定は、限定的なオフショア投資を除き、銀行事業体のファンドへの投資、及び提携を禁止している。提携とは以下のように定義されている。

- a) 銀行事業体がゼネラル・パートナー、経営メンバー又はファンドの受託会社としての役割を果たす
- b) 銀行事業体がファンドの取締役、受託会社又は経営陣の過半数を選任又は支配すること
- c) 銀行事業体が企業、営業、販売促進、又はその他の目的のためにファンドと同じ名称又はその変形した名称を共有すること

なお、銀行事業体 (**banking entities**) と称される一定の銀行及び関連会社の定義には、全ての預金保険対象銀行、又は貯蓄金融機関 (住宅金融を専門とする銀行)、預金保険対象銀行又は貯蓄金融機関を支配する全ての会社、及びこれらの関連会社又は子会社の全てが含まれる。この定義における預金保険とは、連邦預金保険公社 (**FDIC**) の預金保険を意味する。また米国外の銀行については、**1978** 年国際銀行法第 **8** 条に基づき持ち株会社として取り扱われる全ての会社、及びその関連会社又は子会社の全てが銀行事業体に含まれる。同法は、主として、米国に支店又は代理店を有する米国外の銀行、及び米国に支店又は代理店を有する米国外の銀行の持ち株会社に対して適用される。

(3) 規制の対象外

銀行事業体がヘッジファンド、又はプライベート・エクイティのスポンサーとなること、又はそれらに対して投資することの禁止については、例外規定があり、同規制の対象外となる。例外規定は以下のように定められている。

- a) 管理、信託又は投資助言サービスの提供を目的にしたヘッジファンド等の組成や募集であって、一定の要件を満たすもの
- b) 外国会社による専ら合衆国外におけるヘッジファンド投資等

なお、同規制の対象外となるヘッジファンド等の組成や募集は、以下の一定の基準を満たすものでなければならない。

- a) ファンドの組成や募集が、信託、受託者又は投資顧問サービスの提供のみに関連し、且つ、銀行事業体における当該サービスの顧客に対してのみ提供されること
- b) 銀行事業体及びその関連会社が、当該ファンドとの取引に関する 連邦準備法 **23A** 条 及び **23B** 条 による制限 (後述) を遵守すること
- c) 銀行事業体が、ファンド又は当該ファンドが投資するファンドの債務を継承、又はパフォーマンスを保証しないこと

また下記に該当する場合は例外規定が認められない。

- a) 銀行事業体とその顧客、利用者、取引相手との間における重要な利益相反に関連する場合
- b) 高リスク資産又は高リスク取引戦略の有する価格変動リスクが過大になる場合
- c) 当該銀行事業体の安全性、及び健全性に対する脅威となる場合
- d) 米国の金融安定性に対する脅威となる場合

(4) 助言先ファンド、又は運営先ファンドとの取引に対する連邦準備法 23A 条及び 23B 条による制限

ボルカー・ルールは、ヘッジファンド及びプライベート・エクイティとの間で一定のビジネスを行う銀行事業体に対して、連邦準備法 23A 条及び 23B 条を拡大適用している。連邦準備法第 23A 条は、ローン、又はデリバティブ等の取引において、銀行が関連会社に供与できる信用供与額を制限しており、その信用供与に担保を設定することを銀行に義務付けている。同 23B 条は、銀行による関連会社との全ての取引が、銀行事業体の外の会社との取引と同じ条件であるよう義務付けている。

(5) ルール回避行為防止

規制当局は、ボルカー・ルールを遵守するための内部統制及び記録保存に関するルールを制定することが求められている。さらに、関連規制当局において、銀行事業体又は金融システム上重要なノンバンク金融会社が、ボルカー・ルールの要件を回避するための投資、又は行動を行ったと考える場合には、当該規制当局は、当該投資や行動の中止を命じる。

(6) 金融システム上重要なノンバンク金融会社に関する適用除外

ドッド・フランク法の別の条項においては、同法により新たに設立された金融安定性監督協議会が、一定のノンバンク金融会社に関して、規模及びその他の特性に基づき当該会社が金融システム上重要であると考えられる場合には、特別な健全性規制の対象となることを指定することができるとしている。この特別な健全性規制に、金融システム上重要なノンバンク金融会社による、ヘッジファンド又はプライベート・エクイティに対する投資、又はこれらのファンドのスポンサーとなることの禁止は含まれない。また金融システム上重要なノンバンク金融会社は、上記の 23A 条及び 23B 条の対象にもならない。

(7) ボルカー・ルール以外のファンド規制（投資顧問業者の登録制）

ドッド・フランク法では、市場全体のシステミック・リスクを管理するために、投資顧問業者の登録制を実施することとなった。対象は、預かり資産が\$150million 以上の投資顧問業者に関しては SEC への登録が義務付けられる。SEC に登録された投資顧問業者は、重要な記録管理と公開情報を SEC に報告することが求められる。但し、以下の条件のファンド及び投資顧問業者は例外となる。

- ・少数人数私募として 15 人未満の投資家のファンド
- ・ローンチして 1 年以下のベンチャーキャピタルファンド
- ・外国籍の投資顧問業者（預かり資産が\$25 万ドルで投資家 15 人以下などが条件）
- ・SBIC (Small Business Investment Companies) のライセンスが付与されているファンド

2. 欧州の EU 指令 (AIFM)

(1) AIFM (Alternative Investment Fund Manager) Directive の規制の概要

2009年4月、EU(欧州連合)「Alternative Investment Fund Manager Directive」を公表している。同案は、いままで当局規制外⁷であった AIF⁸ (Alternative Investment Fund)オルタナティブ投資運用者に対する規制案となっている。

規制対象となるのは EU 域内の AIF の運用者(以下、AIFM⁹)が対象となっている。但し、運用資産1億ユーロ未満の小規模な運用者などは規制の対象外とされている。規制対象となる全ての AIFM は、EU 加盟国の当局より事業認可や各種規制内容のクリアが必要となっており、現在その準備が進められているところ。

(2) 適用範囲

- a) EU 内 AIFM / EU 内 AIFM を運用する第三国の AIFM / EU 域内で AIF (EU 内か第三国かを問わない) を運用する第三国 AIFM
- b) 以下の AIFM は適用除外とする(もともと、帰属する加盟国の規制当局による登録を受ける必要あり)。
 - 1) レバレッジを使用し、運用資産額が EUR1 億未満の AIFM
 - 2) レバレッジを使用せず、5 年間以上は解約を認めず、運用資産額が EUR5 億未満の AIFM

(3) 認可について

- a) AIFM は、加盟国の規制当局(EU 内 AIFM の場合は帰属する加盟国の規制当局、第三国 AIFM の場合は販売・勧誘先となる加盟国の規制当局)による認可を取得する必要がある。
- b) 加盟国の規制当局による認可は、EU 全域で有効である。すなわち、AIFM が加盟国 1 カ国の認可を得た場合、EU 全域での勧誘・販売が可能となる「パスポート」を取得する(後述参照)。

7 現在、EU(欧州連合)におけるヘッジファンド・マネージャーの活動はまったく規制を受けていないというわけではなく、各加盟国の金融規正法・会社法や EU の様々な一般指令の組み合わせによる規制を受けている。その結果、大部分のヘッジファンド・マネージャーは登録されており、情報開示規制、資本規制等を課されているため、金融危機がヘッジファンドによってもたらされたわけではないというのが一般的な認識である。

8 ヘッジファンド、プライベートエクイティファンド、不動産ファンド、コモディティファンド、インフラファンド

9 AIFM : Alternative Investment Fund Managers (AIF のマネージャー)

(4) 自己資本規制

- a) AIF からその運用指図を委託された独立（外部）の AIFM に対して、資本金（払込準備金、払込剰余金（累積優先株式を除く）、資本準備金及び繰越利益）EUR12.5 万以上。
- b) 独立（外部）の AIFM に運用指図を委託せず、内部で自己運用している AIF（AIF 自体が AIFM の役割を果たしている場合）に対して、資本金 EUR30 万以上。

(5) レバレッジ規制

- a) AIFM は、運用する AIF ごとに、レバレッジの上限を自身で設定しなければならない。
- b) 加盟国の規制当局と ESMA（European Securities and Markets Authority）は、上記上限の適正性をモニターし、不適正な場合には是正措置を要求する。

(6) 報酬規制

- a) AIFM は、健全な報酬慣行に基づく報酬政策を策定しなければならない。
- b) その職務行為が当該 AIFM のリスク管理に重大な影響を及ぼす者（シニア管理職、とレーダー等）の報酬については、CRD（Capital Requirement Directive）III と同等の規制が課される。

(7) 情報開示規制

- a) AIFM は、投資家及び加盟国の規制当局に対し、個々の AIF の運用に関するアニュアル・レポートを提供しなければならない。
- b) AIFM は、運用する個々の AIF について、投資家保護及びシステミック・リスクの集積に関する情報を開示しなければならない。

(8) パスポート（勧誘・販売規制）

- a) AIFM は、EU 域内のプロ投資家に対してのみ、AIF の勧誘・販売をすることができる。
- b) EU 内 AIFM は、帰属する加盟国の規制当局による認可を得ることにより、EU 内 AIF を、EU 全域で勧誘・販売することができる（EU 内 AIFM に対するパスポート）。
- c) EU 内 AIFM は、帰属する加盟国の規制当局による認可を得ることにより、第三国 AIF を、EU 全域で勧誘・販売することができる（第三国 AIF に対するパスポート）。ただし、当該第三国がマネーロンダリング対策やテロ資金対策に非協力的な国であってはならず、当該第三国と販売・勧誘先となる各加盟国との間で OECD

モデル 26 条に基づく情報交換条約が締結されていなければならない。ある加盟国の規制当局が、当該パスポートを付与した別の加盟国の規制当局の判断に異論がある場合は、ESMA に紛争の解決を委ねる（法的拘束力あり）。

- d) 第三国 AIFM は、販売・勧誘先となる加盟国の規制当局による認可を得ることにより、AIF（EU 内か第三国かを問わない）を、EU 全域で販売・勧誘することができる（第三国 AIFM に対するパスポート）。ただし、当該第三国がマネーロンダリング対策やテロ資金対策に非協力的な国であってはならず、当該第三国と販売・勧誘先となる各加盟国との間で OECD モデル 26 条に基づく情報交換条約が締結されていなければならない。ある加盟国の規制当局が、当該パスポートを付与した別の加盟国の規制当局の判断に異論がある場合は、ESMA に紛争の解決を委ねる（法的拘束力あり）。

(9) プライベートエクイティ・ファンド規制

- a) プライベートエクイティ・ファンドは、運用する AIF が投資対象となる非上場企業の支配権（50%超の議決権）を獲得した後 2 年間は、株主への分配、減資、株式償還等を指示してはならない（アセット・ストリップング防止）¹⁰。
- b) プライベートエクイティ・ファンドは、運用する AIF が投資対象となる非上場企業の支配権を獲得した場合、その旨を当該非上場企業、株主及び帰属する加盟国の規制当局に対して通知しなければならない。

(10) 適用時期等

- a) AIFM Directive は、2011 年 1 月 1 日より施行される。もともと、2 年間の移行期間が設けられ、各加盟国は 2013 年 1 月 1 日までに国内法を整備し、AIFM Directive を適用しなければならない（EU 内 AIFM へのパスポート付与を含む）。
- b) 第三国 AIF 及び第三国 AIFM へのパスポートの付与は、2015 年 4 月以降となる見込みである（欧州委員会による委任規定により正式に決定される）。
- c) パスポートが付与されるまでの第三国 AIF の EU 市場における販売・勧誘、及び第三国 AIFM の EU 市場における活動に対しては、引き続き販売・勧誘先となる各加盟国が定める私募ファンドの運用規制が適用される。

10 欧州では、一部のプライベートエクイティ・ファンドの活動が「アセット・ストリップング（「資産剥奪」。買収した企業の資産を次々に切り売りすること）である」という批判がされていたためこうした厳しい規定が設けられているが、個別の投資事案によってはこうした運用の制限は障害になる可能性もあるため、過剰な規制であるという声も多い。

【図表 11-1】 AIFM の実施スケジュール

2011年1月	新ルールの実施 (=移行期間の開始)
2013年1月 (施行から2年後)	移行期間の終了=新ルールの適用 (EU内AIFMに対するパスポートの付与を含む)
2015年1月 (移行期間終了から2年後)	ESMAによる報告書の公表 (EU内AIFMのパスポート・システムの運営状況、各加盟国が定める私募ファンドの運用規制の適用状況、そしてパスポート・システムの適用を第三国のAIF及びAIFMへ拡大する際の留意点等)
2015年4月～ (ESMAによる報告書の公表から3ヶ月以上)	欧州委員会が委任規定を採択 (ESMAの報告書に基づく) ⇒第三国のAIF及びAIFMに対するパスポート付与が可能となる期日を決定
2018年4月～ (委任規定の施行から3年以上)	ESMAによる第二回報告書の公表 (パスポート・システムの運営状況、各加盟国が定める私募ファンドの運用規制の廃止 (新ルールへの統一) について)
2018年7月～ (ESMAによる第二回報告書の公表から3ヶ月以上)	欧州委員会が委任規定の第二段を採択 (ESMAの第二回報告書に基づく) ⇒各加盟国が定める私募ファンドの運用規制の廃止期日を決定

(出所) 大和総研作成

(11) AIFM Directive に対する運用機関の反応

AIFM Directive について、ロンドンとニューヨークに拠点を置くリサーチ・コンサルティング会社である Preqin が、ヘッジファンドの運用者等に対して当該規制に関するアンケートを実施している (2010年12月15日)。このアンケート調査結果の主な内容、次のとおりである。

- a) 32%が AIFM Directive を必要な規制であると回答し、31%が AIFM Directive を支持すると回答している。
- b) 89%は、投資資産の種類によって規制態様を区別すべきであると回答している。
- c) 59%は、AIFM Directive により、EU 市場への閉じ込め (lock-in) ・ EU 市場からの締め出し (lock-out) という事態の発生が予測されると回答している。
- d) 45%は、AIFM Directive により、ヘッジファンド・マネージャー等が EU 圏外に拠点を移すだろうと回答している。また、26%は、自身が所属するヘッジファンド・マネージャー等が EU 圏外に拠点を移すだろうと回答している。
- e) 28%は、「パスポート」の導入が最大のインパクトであると回答している。22%は、第三国のヘッジファンド・マネージャー等に対する規制が最も重要な特徴であると回答している。
- f) AIFM Directive に対する主要な懸念事項は、イノベーションに対する影響、追加的なコスト、そのコストが利益にもたらす影響等である。
- g) 大多数が、ベンチャー・キャピタルは適用範囲から除外すべきである、と回答している。

多くの回答がネガティブな内容となっており、このようなアンケート結果の根底には、ヘッジファンド等を含むファンドの投資事業には金融危機の発生に対する責任はないという基本認識があるようである。また、当該調査はその締めくくりとして、**AIFM Directive** は業務に著しい負担となる一方で、金融市場の安定性強化に資するものではないという評価をしている。

以 上

参考文献

- その他、各国関係機関<VC/PE 協会等>のサイトからも情報を収集している。
- ・ Bain & Company "Global Private Equity Report 2010"
 - ・ BVCA, Ernst & Young "BVCA Annual Report on the performance of Portfolio Companies, III"
 - ・ BVCA, Capital Dynamics, Price Waterhouse Coopers "BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2009"
 - ・ BVCA, Capital Dynamics, Price Waterhouse Coopers "BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Performance Measurement and Investment Activity 2009 - Summary Results" 19 May 2010
 - ・ BVCA, Capital Dynamics, Price Waterhouse Coopers "Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2009"
 - ・ Thomson Reuters, NVCA "National Venture Capital Association Yearbook 2010"
 - ・ U.S.Small business Administration "SBIC Program Overview"
 - ・ Thomson Reuters, NVCA "National Venture Capital Association Yearbook 2010"
 - ・ NVCA, Venture Impact "The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy"
 - ・ Private Equity Growth Capital Council "Case Study" 2010
 - ・ Private Equity Growth Capital Council "Private Equity Outperformance Update" September 2010
 - ・ Price Waterhouse Coopers "BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2009"
 - ・ European Private Equity & Venture Capital Association, Capstone Partners "2010 EVCA Buyout Report"
 - ・ European Private Equity & Venture Capital Association "European Buyout Success Stories Special Paper"
 - ・ European Private Equity & Venture Capital Association "Central and Eastern Europe Success Stories"
 - ・ European Private Equity & Venture Capital Association "Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe"
 - ・ Canada's Venture Capital & Private Equity Association "Think Canada (Again)" October 2010
 - ・ Thomson Reuters, McKinsey & Company "Private Equity Canada 2009"
 - ・ AFIC Profession Actionnaire "Etude Premier Semestre 2010 L'activite Du Capital Investissement Francais"
 - ・ Earnst & Young, AFIC "Performance nette des acteurs francais du Capital Investissement"

a fin 2009"

- ・ AFIC "Associés Pour Construire 2010-2011"、"Annual Report 2007-2008"
- ・ BVK Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (German Private Equity and Venture Capital Association e.V.) "Private Equity in Europa 2008"
- ・ BVK Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (German Private Equity and Venture Capital Association e.V.) "BVK Statistics 2008 - The German Private Equity Market in the 1st half-year 2008"
- ・ BVK Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (German Private Equity and Venture Capital Association e.V.) "Private Equity: Creating Value"
- ・ The Australian Private Equity & Venture Capital Association Limited "2010 Yearbook-Australian Private Equity and Venture Capital Activity Report" October 2010
- ・ Capital for Enterprise "Enterprise Capital Funds - Guidance for Prospective Managers" March 2009
- ・ Institutional Limited Partners Association "Private Equity Principles"
- ・ European Investment Fund "Risk Capital Mandate (RCM) Investment Guidelines" version of March 2006
- ・ European Investment Fund "Annual Report 2009"
- ・ Wlters Kluwer, "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"
- ・ Commission of The European Communities, "Proposal for a Directive on Alternative Investment Fund Managers"
- ・ An Australian Government Initiative "Innovation Investment Follow-on Fund - Fact Sheet"
- ・ An Australian Government Initiative "Venture Capital Limited Partnerships (VCLPs)"
- ・ Coler Capital "Global Private Equity Barometer" winter 2010-11
- ・ 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター "2010年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)" 2011年1月
- ・ 経済産業省、ピーイー事務委託株式会社 "ベンチャーキャピタル投資環境動向調査(機関投資家に対するベンチャーキャピタルの情報開示等のあり方に関する調査研究) プライベート・エクイティ投資運用の実態と活性化のための課題"
- ・ 通商産業省 中小企業庁、野村証券金融研究所 "年資金運用者へのベンチャー投資に関するアンケート集計結果" 2000年7月
- ・ 中小企業金融公庫総合研究所 "EU 中小企業政策の新たな展開と欧州投資基金の役割-EU の拡大と知識基盤型経済の構築-" 2005年2月
- ・ AI キャピタル株式会社 プライベートエクイティ投資レポート (AI CAPITAL NEWS LETTER 第17号 2009年12月1日発行)
- ・ 大和総研、"金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資状況"、金融・公共コンサルティング部、菅野泰夫、2010年12月

・大和総研、“EU ヘッジファンド規制、2013年1月より適用” ロンドンリサーチセンター、鈴木利光、2010年2月

・大和総研、“ボルカールールは成立するか?”、ニューヨークリサーチセンター、奥谷貴彦、2010年2月

(参考付録 1) 本調査趣旨等に係る英文試訳

Overview of Operating Environment for Private Equity Funds in Japan (Tentative Summary)

Objective of this survey

For many years, companies in Japan have been forced to rely largely on bank loans to procure funds required for their business operations. However, a large number of companies were unable to maintain sufficient liquidity for operating capital following the start of the financial crisis. As a result, companies of all sizes are reexamining the structure of their fund procurement activities. At the same time, there has been substantial demand for funds needed to fund growth (risk money) due to opportunities associated with rapid economic growth in many Asian countries. But traditional risk fund providers, such as banks, rely primarily on deposits as the source of funds for their loans. As a result, there are inherent limitations in the ability to supply risk capital.

Due to this situation, venture capital funds, value-up funds (business revitalization funds and others) and similar investment partnerships (so-called “private equity funds”) are playing an increasingly greater role in supplying risk capital. These funds also have expertise to provide long-term support to companies. This support is vital for enabling companies that support Japan’s economic growth to start operations, switch to other industries, and head in new directions, reinvigorate operations and take other actions. Extending this assistance is vital to achieving sustained growth of the Japanese economy. Unfortunately, these types of investment funds are still small in Japan. To rectify this problem, the Japanese government has been revising taxes and taking other actions to attract funds from overseas investors that can be used as risk capital. Still, everyone is well aware that the inability to attract investments from overseas forces institutional investors in Japan to adopt a cautious stance regarding new investments. There is a need to create a business environment in which institutional investors in Japan can provide a reliable supply of risk capital to funds. Investors should understand that the renewed awareness of this need is a very important point.

* The VII. Financial Strategy of the “New Growth Strategy” announced in June 2010 includes “establishment of business environment to facilitate the effective use of funds that can energize the economy (including a reexamination of how financial assets of public-sector institutions like postal savings and insurance are used).

The objective of this survey is to establish the required business environment within the context of the issues covered in the previous paragraph. Japan needs an environment in which venture capital funds and value-up funds (“private equity funds” hereafter) can fulfill the intermediary role of channeling growth capital (risk capital) required for innovation, revitalization and other measures. Companies that drive Japan’s economic growth need this support. We first studied accomplishments in major countries in Europe and North America, all of which have much experience in making effective use of funds. Next, we listened to the thoughts of prominent individuals in Japan. We then collected statistical data concerning funds and carefully examined the basic information required to make an investment. We prepared examples of cases where companies that received investments from funds succeeded in starting a new business or revitalizing their operations. We also performed studies and researches involving initiatives in other countries to make greater use of funds. From all this information, this summary presents an overview of corporate investment funds in Japan based on the current status of pension and other funds in Japan.

Activities of institutional investors in Japan

—— focused on buy-out funds (investigated by DIR)

Investments made by private equity funds are increasing. But there is still no notable shift in the tendency for Japanese pension funds to use primarily hedge funds for alternative investments. Since the financial crisis, however, we have seen change prompted by the sharp drop in hedge fund performance as well as a growing realization among funds of their over-reliance on hedge funds. The result is a steady shift in funds to other alternative investments, although the volume of this shift is not substantial. One particularly significant point we learned from this questionnaire survey is that Japanese pension funds are already investing more in infrastructure funds than in venture capital funds. Even among private equity funds, the share of investments for buy-outs in Japan is increasing faster than the share for overseas funds-of-funds. The questionnaire survey revealed that this is due to the greater bias toward domestic assets over investments in hedge funds for overseas. Consequently, prospects are good for the greater use of investments by Japanese venture capital and domestic private equity funds.

Furthermore, the questionnaire survey showed that pension funds have a lower expected return than financial companies do when investing in private equity funds as

one element of a long-term portfolio. This is a very noteworthy point. What this tells us is that pension fund managers do not prioritize higher returns on long-term investments. It is not an overstatement to say that these managers place greater importance on stable performance than exceeding projected return year after year. In addition, pension funds in Japan must maintain even more stability in their cash flows in order to pay the growing volume of benefits as the country's population ages. Pension funds adhere to long-term investment strategies. Nevertheless, we sometimes see funds that prefer steady, short-term income gains instead due to the strong desire to avoid the J-curve effect. Perhaps this is unavoidable because of the current performance of pension fund assets. But pension funds must generate long-term returns on investments to fund benefit payments. This is why there is much potential for a reevaluation of the positioning of private equity fund investments based on the J-curve effect and other assumptions. Funds may have to reexamine positioning because of their current high reliance on hedge funds. However, we can expect to see a slow improvement. One reason for this belief is the explanations from some of the pension funds that make large private equity fund investments. Another reason is the increase in these investments associated with growing awareness of the views of foreign investors who are currently boosting private equity fund investments.

Results of the questionnaire survey of fund companies in Japan

The Ministry of Economy, Trade and Industry conducted a survey of private equity and venture capital funds in Japan. The questionnaire survey covered trends in investments, specifically accomplishments involving the creation and growth of corporate value. The survey also collected information about case studies involving management support extended to portfolio companies. In this document, we will focus most of all on statistical characteristics of private equity funds. (The figures are mid-March provisional data and may be changed when official figures are announced.)

<Investments by private equity funds>

—— focused on buy-out funds (investigated by METI)

For private equity funds, we received responses from 55 funds with 20 private equity fund companies in Japan that were established between 1997 and 2009.

The cumulative amount of commitments (including investments that have been completed) is ¥1,791.2 billion and the cumulative number of portfolio companies is 934. (total of 55 funds)

Among these funds, the investment multiple per fund is about 1.49 for the weighted average multiple (sum of realized and unrealized value/investments made) and about 1.87 for the simple average. These numbers show that the size of the funds' investments has almost become $\times 1.5$. This is an indication of corporate value that was newly created or increased by these investments. (total of 42 funds)

<Characteristics of funds based on time of establishment>

—— focused on buy-out funds (investigated by METI)

The average size of each fund when started was about ¥18.7 billion up to 2002, about ¥30.6 billion for funds started between 2003 and 2005, and about ¥46.8 billion for the 2006 to 2008 period. Although these averages include both large and mid-small cap funds, the size of funds is clearly increasing at a moderate pace. This demonstrates that Japan's private equity fund market is steadily expanding.

Investment multiples per fund are shown below. The figures reflect changes in the J curve effect and also show that investment returns are consistently increasing. Another notable point is that the ratio of funds invested is about 70% for funds established between 2006 and 2008. This ratio shows that private equity funds are aggressively seeking funds from investors in Japan and overseas.

Years	Investment multiple (weighted average)	Investment multiple (simple average)	Number of funds
Up to 2002	2.3	2.5	12
2003-2005	1.6	1.9	15
2006-2008	1.1	1.3	14

<Key aspects of management support for private equity fund portfolio companies>

—— focused on buy-out funds (investigated by METI)

Primary examples of the roles played by private equity funds in Japan

- Better operations of companies where the owner/president has no successor when the time comes to locate a new owner to keep the company going.
- Spin-offs in conjunction with a reexamination (business reorganization) by the parent company of its strategy for group companies
- Carve-outs in conjunction with the divestiture of non-core businesses
- Assistance for companies that are competitive in Japan but that need to expand overseas due to limited growth opportunities in Japan
- Assistance for fund procurement for capital expenditures and other requirements and for market development involving high-risk new business activities
- Revitalization of insolvent companies using bankruptcy proceedings
- Rebuild operations of owner-operated companies that are overburdened with liabilities
- Participate in auctions accompanying the sale of shares by owners

Primary examples of management assistance by private equity funds in Japan

- Establishment of administrative systems and infrastructure (recruit division managers, CFO and other key personnel)
- Member of the investment team is named representative director to make dramatic improvements in the decision-making process
- Start using KPI and oversight of actual results vs. targets; reexamine strategies for business operations
- Establish ESOP and stock option programs and start an earnings-linked remuneration system to increase employee motivation
- Support for preparing for an IPO, including establishment of the required internal management systems
- Relationships with attorneys and financial institutions
- Debt reduction (sale of unused assets, more efficient use of working capital, etc.)
- Improvement in EBITDA
- Restructure business portfolio by selling or terminating unprofitable operations

- Improvements in business operations
 - Cut logistics expenses by starting to use a logistics management system
 - Measures to cut the cost of fuel (reexamine purchasing system, price reduction negotiations, capital expenditures to boost efficiency, etc.)
 - Productivity improvement (create product life cycle to optimize the development, production and sale of products and inventories)
 - Upgrade ability to produce many types of products in small quantities to target growing industries
 - Restructure brand value and develop new brands
-
- Reinforce business operations in Japan and overseas
 - Advisory services to establish relationships with customers for overseas operations
 - Go-between for forging strategic alliances with overseas partners
 - Support for global expansion and assistance for strengthening global operations
 - Target opportunities in growing overseas markets (research of overseas markets, recruit workers in other countries, etc.)

(対訳)

今回の調査趣旨

我が国産業は、これまで、事業に必要な資金調達を銀行からの借りに大きく依存してきたが、金融危機での事業資金の流動性枯渇を経験した企業の多くが、規模を問わず銀行中心の資金調達構造を見直す動きが高まりつつある。また、アジアの経済成長が期待される昨今では、この成長を取り込むための事業展開を行うに当たり、必要となる成長資金（リスクマネー）のニーズは高い。しかしながら、銀行等の既存の資金供給の担い手は、預金を原資とする性質上、リスクキャピタルの供給主体としては限界があるのが実態である。

こうした中、我が国が引き続き着実な成長を果たしていくためには、経済成長を担う我が国企業の創業、転業、新規展開、事業再生等を支える長期の経営支援ノウハウを有するベンチャーファンドやバリューアップファンド（事業再生ファンド等）などの投資組合を経由したリスクキャピタルの供給主体が果たすべき役割はますます高くなっていると言える。しかしながら、我が国においては依然その規模は小さいといわざるを得ない。無論、海外投資家からの投資資金に着目し、これらの資金をリスクキャピタルとして呼び込むための税制改正等に取り組んできたところであるが、海外投資家からは、国内の機関投資家から資金が集まらない状況では投資に慎重にならざるを得ないといった指摘が後を絶たない。今こそ、国内機関投資家によるファンドへのリスクキャピタルの供給が円滑に行われるための事業環境整備の必要性が再認識されていることは重要な事実として認識すべきであろう。

※) 今年 6 月に策定された新成長戦略 中、VII. 金融戦略には、「経済活性化を担うファンドの有効活用に向けた事業環境整備（郵貯・簡保等の国民金融資産の運用に関する見直しの態勢を含む。）」と明記されている。

当該調査では、前掲の背景を踏まえ、経済成長を担う我が国企業に対して、イノベーションや再活性化等を支える成長資金（リスクキャピタル）の仲介機能を担うベンチャーファンドやバリューアップ型ファンド（以下、PE ファンド）の事業環境を整備することを目的としている。ファンドの有効活用を意図したプラクティスが蓄積している欧米主要国の事例を調査したうえで、国内有識者からの知見を踏まえ、ファンドに係る統計情報の整備や、投資に必要な基礎情報の精査、ファンドからの出資を受け入れることとなった企業が、新規事業の展開や事業再生の成功を果たすことができた事例集の作成、海外におけるファンド振興策の調査研究等を実施したものである。このうち、本サマリーでは、国内年金基金等の近況を踏まえつつ、国内企業投資ファンドについての概況を示す。

国内機関投資家等の動向（大和総研調べ）

PE ファンド投資は拡大傾向にあるものの、我が国の年金基金のオルタナティブ投資は依然としてヘッジファンドに集中している状況に大きな変化はない。但し、金融危機以降、ヘッジファンドの大幅なパフォーマンスの悪化や依存度の高さへの反省から、飛躍的な拡大とまではいかないが、他のオルタナティブ投資へのシフトも着実に増加している。特に当該調査で実施したアンケート結果の中では、我が国企業年金では、既にVC ファンド投資をインフラファンド投資が上回っている結果が示されたことは興味深い結果といえよう。同アンケートでは、PE ファンドの中でも「海外ファンドオブファンズ」以上に、「国内バイアウト」の投資割合が増加しているのは、海外プロダクト中心であるヘッジファンド投資以上に、ホームアセットバイアスがあることが判明したため、今後の我が国 VC・PE ファンドへの投資活性化に期待が持てる結果となったといえる。

更に同アンケートでは、年金基金が長期投資の一環としてPE ファンド投資に求める期待リターンが、金融法人の場合に比して高くない結果となった点は興味深い。これは、年金基金の運用担当者が、長期投資による高リターンよりも毎年確実に予定利率を上回る安定的な運用パフォーマンスを期待していることを示唆するといっても過言ではないだろう。また我が国年金基金では、高齢化の進行と共に増加傾向にある年金給付のキャッシュフローをより安定的に確保する必要に迫られている側面もある。長期運用を意図する運用方針といえども、Jカーブ効果を忌避する傾向も強く、短期間で安定的なインカムゲインが選好される事情も見え隠れする。年金基金を巡る運用の現状を考えれば、こうした傾向はやむを得ないともいえるが、給付原資を得るための長期的な運用リターンを確保することが求められる年金基金等については、Jカーブ効果等を前提としたPE ファンド投資の位置づけを再評価する余地も高い。こうした傾向は、ヘッジファンドへの依存度の高い現在ではやむをえないとも言えるが、積極的にPE ファンド投資を実践する一部の年金基金からの説明や足許増加傾向にある海外投資家の知見の浸透等に伴う投資の拡大等で、徐々に改善していくものと期待される。

国内ファンド事業者からのアンケート結果（経済産業省調べ）

経済産業省では、国内のPE・VCファンドを対象として、企業価値創造・向上の実績としての投資運用動向と、投資先企業に対する経営支援等のケーススタディ情報について、アンケートを実施した。ここでは、バイアウトファンドについて、統計的な特徴点等について紹介することとしたい（数字は、3月中旬時点暫定）。

<PE ファンドの投資運用動向>

PE ファンドについては、1997年から2009年までに組成された国内の20のPE ファンド事業者、ファンド数にして55のファンドから回答があった。

—— ファンドの累計コミットメント総額（投資終了分を含む）は17,912億円、累計投資先企業数は、934社となっている。（ファンド母数；55件）

このうち、1ファンドあたりの投資倍率についてみると、加重平均の投資倍率（実現・未実現の価値合計／案件投資済額）は、約1.49倍、単純平均の投資倍率は、約1.87倍となっており、投資された金額が企業価値創出・向上の成果として、1.5倍近くまで投資資金が増加していることが窺われる（ファンド母数；42件）。

<ファンド組成時期毎の特徴>

1ファンドあたりの平均ファンドサイズを、ファンド組成時期（02年以前、03-05年、06-08年）ごとにみると、約187億円、約306億円、約468億円となっており、ラージキャップ、ミッドスモールキャップのファンドを混在させた平均値ながら、徐々に大きくなっており、我が国のPEファンド市場は着実に拡大傾向にあるといえる。

また、1ファンドあたりの投資倍率をみると、以下の通りとなっており、Jカーブ効果の動きを反映したものとなっているほか、着実に投資リターンが上がっていることが窺われる。また、06-08年の間に組成されたファンドの投資進捗率は、約70%となっており、現在、国内外の投資家向けにPEファンドがファンドレイズに向けた積極的な動きをみせているところ。

ファンド組成時期	投資倍率（加重平均）	投資倍率（単純平均）	ファンド母数
02年以前	2.3倍	2.5倍	12ファンド
03-05年	1.6倍	1.9倍	15ファンド
06-08年	1.1倍	1.3倍	14ファンド

<PE ファンド（主としてバイアウトファンド）の投資先企業への経営支援のポイント>

—— 経済産業省産業資金課調べ ——

○ 我が国におけるPEファンドが機能を果たす主なケース

- ・後継者不在のオーナー経営者からの事業承継と承継を契機とする経営改善
- ・親会社のグループ戦略の見直し（事業再編）に伴うスピン・アウト
- ・ノンコア事業の切り出しに伴うカーブアウト
- ・競争力を持ちながら国内市場の限界で海外等への事業展開に迫られる企業への支援
- ・リスクの高い新規事業展開に向けた設備投資等に対する資本調達、市場展開支援
- ・経営破綻による民事再生
- ・過大な負債を抱えたオーナー企業の立て直し
- ・オーナーの株式売却に伴うオークションへの参加

等

○ 我が国における主な経営支援の主なポイント

- ・経営管理体制およびインフラの整備（事業部長・CFO等の主要人員の新規採用）
- ・投資担当メンバーが代表取締役役に就任、抜本的に意思決定プロセスを改善
- ・KPI、予実管理の導入および営業戦略の見直し
- ・ESOP、ストックオプション制度、業績連動報酬制度を導入しインセンティブを喚起
- ・IPOに向けた内部管理体制等の準備支援
- ・弁護士および金融機関への対応
- ・有利子負債圧縮（遊休資産の売却、運転資金の効率化等）
- ・EBITDAの改善
- ・不採算事業の撤退による事業ポートフォリオの再構築

- ・オペレーション改善
- ・物流管理システムの導入による物流コスト削減
- ・原燃料コスト低減策（購買システムの見直し、価格交渉、効率化目的の設備投資等）
- ・生産性改善（製品ライフサイクルの策定による開発・生産・販売、在庫の最適化等）
- ・成長産業向けの多品種少量生産強化
- ・ブランド価値の再構築、新ブランド開発

- ・国内および海外営業力の再強化
- ・海外事業での顧客開拓に向けたアドバイザー
- ・海外事業者との戦略的提携の橋渡し
- ・グローバル事業展開の推進・強化
- ・海外成長市場の開拓（海外マーケットのリサーチ、海外人材リクルーティング等）等

以上

(参考付録2) 年金基金等向けアンケート

バイアウトファンド、ベンチャー投資状況アンケート調査

できるだけ多くの項目に御回答頂けることを希望しておりますが、差し支えない範囲で該当番号に印をつけて御回答頂きますよう、お願い致します。

＜バイアウトファンド、ベンチャー投資について＞

① 現在、バイアウトファンド、ベンチャー投資を行っていますか。該当する項目を一つ選択し、番号に○をして下さい。

- | | |
|-------------------------|-----------|
| 1. 既に投資を行っている | →⑤にお済み下さい |
| 2. まだ行っていないが検討中である、 | →②にお済み下さい |
| 3. 行っておらず、今後の投資にも消極的である | →③にお済み下さい |
| 4. 検討したことがない | →④にお済み下さい |

② 今後、バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資をどの程度進めて行こうと考えていますか。当てはまる項目の番号に○をし、可能であれば下線部分へも御記入下さい。

1. 今後、目安として資産の_____ %程度を投資出来ないかと考えている
2. 今後、小額ならば投資してもよいと考えている(_____円以下程度)

また、どのような条件が整えば、バイアウトファンド、ベンチャーファンドへ投資を開始することが可能ですか。当てはまる全ての項目の番号に○をして下さい。

1. 他基金での先例を待ってから開始したい
2. 資産管理を行える人材を養成・雇用してから開始したい
3. 委託先運用機関が、投資ノウハウを十分持つようになったら開始したい
4. 委託先運用機関に勧められたら、投資を開始したい
5. 市場がより整備されて流動性が高くなってきたら開始したい
6. 市場規模がより大きくなって、効果的な投資額を受け入れられるようになったら開始したい
7. 運用期間やキャッシュフロー特性などの資産特性が明らかになったら開始したい
8. 投資期間中の資産の時価評価の基準が整って、資産管理がしやすくなったら開始したい
9. 投資企業の企業内容やファンドの資産内容などの情報開示が進んだら開始したい
10. 投資市場全体のベンチマークとなるような情報が得られるようになったら開始したい

- 1 1. 過去の投資企業やファンドのパフォーマンス実績が投資参考情報として利用出来るようになったら開始したい
- 1 2. 既に実施している欧米基金の投資判断などがわかれば参考にして開始してみたい
- 1 3. オルタナティブ市場回復の見通しがはっきりしてから開始したい
- 1 4. 基金の剰余資産が十分に確保できたら開始したい

その他投資を開始するにあたって必要な条件があれば御記入下さい

→⑤にお進み下さい

③ バイアウトファンド、ベンチャーファンド投資をしていない理由、今後の投資に対して消極的理由は何ですか。当てはまる全ての項目の番号に○をし、可能な限り下線部分へも御記入下さい。

1. 従来投資してきた公開株式、債券などの資産と比較して、年金資産運用に適した資産とは言えない
2. 他の国内外のオルタナティブ投資と比較して、年金資産運用に適した投資とは言えない（比較した資産の種類を御記入下さい）
3. 資産管理を行うコストに見合うほどの投資効果が期待できない
4. 他基金での投資実績がないため、投資を開始していない
5. 基金内に資産管理ができる人材やノウハウがないため投資しない
6. 十分に管理できる委託運用機関がないので投資しない
7. キャッシュフロー特性や流動性の低さから、年金資産運用には適していないと考えられる
8. 市場規模が小さいため、効果を十分あげられるだけの投資額を投資できない
9. 投資成果が現れるまでに時間がかかりすぎるので投資できない
- 1 0. 投資期間中の資産の時価評価の基準がないので資産管理が困難であり、投資できない
- 1 1. 十分な情報開示が行われていないので投資できない
- 1 2. 投資市場全体のベンチマークとなるような情報が得られないので投資できない
- 1 3. キャッシュフローなどの資産特性を示す情報が不足しているため投資できない

- 1 4. 過去のファンドパフォーマンス実績などの投資参考情報が得られないので投資できない
- 1 5. 現在の再生企業、ベンチャーに魅力がないので投資できない
- 1 6. 基金の資産状態から見て、リスクが高すぎて投資できない

その他、投資をしない理由、今後の投資に消極的な理由があれば御記入下さい

→⑤にお済み下さい

④ バイアウトファンド、ベンチャー投資について検討したことがないのはなぜですか。当てはまる全ての項目の番号に○をして下さい。

1. 従来投資してきた公開株式、債券などの資産で十分な運用ができるので必要がない
2. 法的な規制のために投資できないと考えていたので検討しなかった
3. 内部規制により投資を控えていたので検討しなかった
4. 検討するために必要な情報がないので検討しなかった
5. 委託運用機関などから提案をされたことがないので検討しなかった。
6. 欧米のバイアウトファンド、ベンチャーについては考えているが、国内企業は良い投資先であるというイメージがないので検討しなかった
7. 全般に良い投資先であるというイメージがないので検討しなかった

その他、検討しなかった理由があれば御記入下さい

→⑤にお済み下さい

<以下⑤～⑩は全ての方への質問項目となります>

⑤ 年金基金・機関投資家によるバイアウトファンド、ベンチャー投資を活性化していくためには、どのような投資環境の整備・改善が必要だと思いますか。当てはまる全ての項目の番号に○をして下さい。

1. 投資の専門知識を持った委託運用機関が増えること
2. 投資期間中の資産の時価評価の基準を統一して、各時点での資産をより正確に把握できるようにすること
3. 情報開示をより詳細に行うよう基準を設けること
4. ベンチマークとなるような、市場全体のパフォーマンスの情報が継続的に公開されること
5. ベンチャー投資の資産特性を示す統計情報などが簡単に手に入るようになること
6. 投資企業やファンドのパフォーマンスなどの過去の実績の情報が公開されること
7. 年金コンサルタントなど、投資判断の支援やノウハウ蓄積のためのサービスが受けられるようになること

その他、必要な事項があれば御記入下さい

⑥ バイアウトファンド投資を行うとしたら、投資先、投資の方法としてどのようなものをお考えですか。当てはまる全ての項目の□にチェック（レ）をして下さい。

既にバイアウトファンド投資を行っている方は、行っている投資方法にチェック（レ）をし、今後行うと考えられる投資方法に×をつけて下さい。

※当該設問はバイアウトファンド投資のみを想定しております。

⑥-1 [投資形態]

- エクイティ
- シニア
- メザニン
- 運用委託先に任せる
- コンサルタントに任せる
- その他（具体的に御記入下さい：_____）

⑥-2 [投資地域]

- 地元企業
- 日本国内
- 米国
- 英国
- 欧州（フランス、ドイツ等の大陸）
- 中国
- 韓国
- インド
- 南米
- その他アジア（タイ、インドネシア等）
- その他（具体的に御記入下さい：_____）
- 地域は特定しない

⑥-3 [投資業種]

- 小売業
- サービス業
- 金融業
- ハイテク産業
- インターネット関連
- 介護・ヘルスケア関連
- 環境関連
- その他（具体的に御記入下さい：_____）
- 業種は特定しない

⑥-4 [期待リターン]

- 5%未満
- 5%以上～10%未満
- 10%以上～20%未満
- 20%以上～30%未満
- 30%以上

- ⑦ **バイアウトファンド投資を既に実施している方は現在の運用状況をお聞かせ下さい。**
当てはまる全ての項目の番号に○をして下さい。

※当該設問はバイアウトファンド投資のみを想定しております。

⑦-1 **【投資商品】**

※複数投資している場合は全てに○をして下さい。

1. 国内バイアウト（シングルファンド）
2. 欧米バイアウト（シングルファンド）
3. 新興国バイアウト（シングルファンド）
4. 国内ファンドオブファンズ
5. 欧米ファンドオブファンズ
6. 新興国ファンドオブファンズ
7. 国内セカンダリーファンド
8. 欧米セカンダリーファンド
9. 新興国セカンダリーファンド
10. 国内ディストレス
11. 欧米ディストレス
12. 新興国ディストレス
13. その他（具体的に御記入下さい： _____ 年）

⑦-2 **【投資開始年（ヴィンテージ）：既に投資している方のみ御回答下さい】**

※複数投資している場合は全てに○をして下さい。

1. 2000年以前
2. 2001年
3. 2002年
4. 2003年
5. 2004年
6. 2005年
7. 2006年
8. 2007年
9. 2008年
10. 2009年
11. 2010年
12. その他（具体的に御記入下さい： _____ 年）

⑦-3 [実績（グロス※）リターン：既に投資している方のみ御回答下さい]

※複数投資している場合は全てに○をし、投資した年（ヴィンテージ）も御記入下さい。

1. 5%未満 () 年)
2. 5%以上～10%未満 () 年)
3. 10%以上～20%未満 () 年)
4. 20%以上～30%未満 () 年)
5. 30%以上 () 年)
6. その他（具体的に御記入下さい： _____ % _____ 年)

※運用報酬手数料込み

⑦-4 [実績（ネット※）リターン：既に投資している方のみ御回答下さい]

※複数投資している場合は全てに○をし、投資した年（ヴィンテージ）も御記入下さい。

1. 5%未満 () 年)
2. 5%以上～10%未満 () 年)
3. 10%以上～20%未満 () 年)
4. 20%以上～30%未満 () 年)
5. 30%以上 () 年)
6. その他（具体的に御記入下さい： _____ % _____ 年)

※運用報酬手数料控除後

⑦-5 [投資合計金額：既に投資している方のみ御回答下さい]

1. 5億円未満
2. 5億円以上～10億円未満
3. 10億円以上～20億円未満
4. 20億円以上～50億円未満
5. 50億円以上～100億円未満
6. 100億円以上～100億円未満
7. その他（具体的に御記入下さい： _____ 億円)

⑧ バイアウトファンド投資を行うときに、不可欠と思われる情報開示内容を挙げて下さい。

当てはまる全ての項目の番号に○をして下さい。

1. 手数料他、コストの内訳
2. 設定時の投資予定企業名、予定額
3. 設定時の投資予定企業の企業内容
4. 運用中の資産の簿価金額
5. 運用中の資産の内訳（投資金額、現預金など）

6. 運用中の投資先企業名、投資額
7. 投資時の投資先企業の事業内容
8. 投資時の投資先企業の財務等の企業内容
9. 運用中の投資先企業の財務等の企業内容の継続的情報
10. 運用中の投資検討/投資予定企業名、見積投資次期・額
11. 組合員（出資者）人数
12. 組合員（出資者）内訳（事業法人、保険、銀行など）

その他にあれば、具体的に御記入下さい

⑨ 今後バイアウトファンド、ベンチャー投資を行う場合、何を期待して投資しますか。既に投資している方は、何を期待して投資しましたか。当てはまる全ての項目番号に○をして下さい。

1. 大きなリスクを取ることで、リターンの期待値を上げること
2. 上場株式などとは異なる特性の資産を、ポートフォリオに加えることでのリスク・リターンの分散
3. 簿価運用に近い資産を導入することでポートフォリオ全体のボラティリティの安定
4. 企業再生、新規産業の育成を期待して
5. 地元の地域振興を行うことを期待して

その他にあれば、具体的に御記入下さい

⑩ バイアウトファンド、ベンチャー投資を行うときに障害となる項目は何ですか。当てはまる全ての項目番号に○をして下さい。

1. 受託者責任上、説明が見つからない
2. 母体企業の賛同が得られない
3. 総幹事（信託・生保）の賛同が得られない
4. 現在、提供されている商品が少なすぎる
5. 商品の理解をする機会（セミナー、勉強会）が少なすぎる

その他にあれば、具体的に御記入下さい

運用中の資産について

⑪ 資産配分はどのようになっていますか。内訳などはお分かりになる範囲で、下線部分に配分比率を記入して下さい。

（尚、配分比率が不明の場合は、金額での記入でも構いません。その際は「金額で記入する」をチェックし、単位を記入してから、%記入欄に配分比率ではなく金額を記入して下さい。）

金額で記入する（単位：①億円 ②千万円 ③その他：_____円）

資産の種類（委託先に因らずに資産全体について集計したものを記入して下さい）

- a) 国内株式 _____ %
- b) 国内転換社債 _____ %
- c) 国内公社債 _____ %
- d) 不動産 _____ %
- e) 現預金 _____ %
- f) その他国内資産 _____ %
- g) 外国株式 _____ %

- うち、米国株式 _____ %
- 欧州株式 _____ %
- 中国株式 _____ %
- 韓国株式 _____ %
- インド株式 _____ %
- ブラジル株式 _____ %
- MSCI エマージング インデックス _____ %
- その他 _____ %

h) 外国債券	_____ %	うち、米国債券	_____ %
		欧州債券	_____ %
		中国債券	_____ %
		韓国債券	_____ %
		インド債券	_____ %
		ブラジル債券	_____ %
		その他	_____ %
i) 外貨預金	_____ %		
j) その他外国資産	_____ %		
k) オルタナティブ投資	_____ %	うち、ヘッジファンド	_____ %
		バイアウトファンド	_____ %
		ベンチャーファンド	_____ %
		不動産ファンド	_____ %
		インフラファンド	_____ %

委託先の種別

a) 自家運用	_____ %		
b) 貸付金	_____ %		
c) 生保 一般勘定	_____ %		
	第一特約	_____ %	
	第二特約	_____ %	
d) 信銀 年金信託	_____ %	うち、合同運用	_____ %
		単独運用	_____ %
	年金指定単	_____ %	うち、合同運用
		_____ %	単独運用
		_____ %	_____ %
g) 投資一任契約（年金特金）	_____ %		
h) 公募投信	_____ %		
i) 私募投信	_____ %		
j) その他の資産	_____ %		

⑫ 資産配分の管理を行うとき、長期的資産配分と短期的資産配分を区別していますか。該当する項目を一つ選択し、番号に○をして下さい。

- | | |
|------------|-------------------|
| 1. 区別している | →設問⑬、⑭にお答え下さい |
| 2. 区別していない | →設問⑬を飛ばして⑭にお進み下さい |

⑬ 長期的資産配分の修正の頻度はどのくらいですか。該当する項目の番号に○をして下さい。

1. 定期的に行っている
(頻度を御記入下さい： _____ 日・週間・ヶ月・年に一回)
2. 適宜行っている
(どのようなときに行うか簡単に御記入下さい： _____)
3. 行うつもりがない
4. 考えたことがない

→定期的に、あるいは適宜行っている方にお聞きします。

長期的資産配分の修正はどのような体制で行っていますか。該当する項目を一つ選択し、番号に○をして下さい。

1. コンサルタントに委任している
2. 内部に委員会を設けて行っている
3. コンサルタントも含めて、内部委員会を設けて行っている
4. その他 (具体的に御記入下さい： _____)

⑭ 資産配分(長期/短期の区別がある場合は短期的資産配分)の修正の頻度はどのくらいですか。該当する項目を一つ選択し、番号に○をして下さい。

1. 定期的に行っている
(頻度を御記入下さい： _____)
2. 適宜行っている
(どのようなときに行うか簡単に御記入下さい： _____)
3. 行うつもりがなり
4. 考えたことがない

→定期的に、あるいは適宜行っている方にお聞きします。

資産配分(基本/短期の区分がある場合は短期的資産配分)の修正はどのような体制で行っていますか。該当する項目を一つ選択し、番号に○をして下さい。

1. コンサルタントに委託している
2. 内部に委員会を設けて行っている
3. コンサルタントも含めて、内部委員会を設けて行っている
4. その他
(具体的に御記入下さい： _____)

⑮ 今後、株式の資産配分の変更を予定していますか。該当する項目を全て選択し、番号、記号に○をして下さい。

1. 国内株式配分を

(1) 減額する

(a) 5%未満 (b) 5%以上～10%未満、(C) 10%以上 (d)その他 _____ %

(2)増額する

(a) 5%未満 (b) 5%以上～10%未満、(C) 10%以上 (d)その他 _____ %

2. 外国株式配分を

(1) 減額する

(a) 5%未満 (b) 5%以上～10%未満、(C) 10%以上 (d)その他 _____ %

(2)増額する

(a) 5%未満 (b) 5%以上～10%未満、(C) 10%以上 (d)その他 _____ %

3. 新興国株式配分を

(1) 減額する

(a) 5%未満 (b) 5%以上～10%未満、(C) 10%以上 (d)その他 _____ %

(2)増額する

(a) 5%未満 (b) 5%以上～10%未満、(C) 10%以上 (d)その他 _____ %

4. 株式資産配分の区分（国内株・外国株）を撤廃して株式全体での資産配分を検討する

<その他自由意見>

⑯ バイアウトファンド、ベンチャー投資に関して、投資環境整備上の課題・将来の展望・米国と比較したときの問題点など、ご意見・ご質問・ご要望等がございましたら、ご自由に御記入下さい（特に開示することはありません）。