

## 注目を集めるバイアウト・ファンドの上場

岩谷 賢伸

### 要 約

1. 近年、企業買収に投資するプライベート・エクイティ・ファンド（バイアウト・ファンド）の活動が急速に活発化する中で、欧米プライベート・エクイティ・ファームは、ファンドの資金調達における公開資本市場の活用を模索している。
2. 2004年4月には、アポロ・マネジメントが米国の事業開発会社を使うスキームでメザニン・ファンドをナスダックに上場し、2005年3月には、リップルウッドがバイアウト・ファンドを持株会社化してベルギーのユーロネクスト・ブリュッセルに上場した。
3. 続いて、2006年5月にはKKRが、8月にはアポロ・マネジメントがそれぞれバイアウト・ファンドをオランダのユーロネクスト・アムステルダムに上場した。
4. 上場バイアウト・ファンドは、運用資産の多くをKKRやアポロ・マネジメントの他のバイアウト・ファンド等に投資することになっており、実態としてはファンド・オブ・ファンズに近い。
5. バイアウト・ファンドを上場するメリットには、①永久資本を獲得出来ること、②小口の個人投資家など従来とは異なる投資家層から資金を集められること、③流動性を付与出来ること、などがある。
6. ユーロネクスト・アムステルダムが上場先として選ばれた理由には、①情報開示規制が緩いこと、②投資分散規定が厳しくないことなどが挙げられる。
7. 上場バイアウト・ファンドは、キャッシュ・ドラッグ、情報開示、利益相反などの点で依然課題を抱えており、上場以来の株価のパフォーマンスは冴えない。

### I. はじめに

ベンチャー・キャピタル投資やバイアウト（企業買収）投資に携わるプライベート・エクイティ・ファーム（以下PEファーム）は、投資を始めるに際して年金基金等の機関投資家や個人の超富裕層から私募のかたちで資金

を募集してファンドを立ち上げるのが通常である（以下本稿では、これらを「従来型ファンド」と呼ぶ）。だが、これらのファンドには5年から10年の定められた投資期間があり、投資期間満了時には運用資金を全て投資家に返還しなければならない。そのため、PEファームにとって投資家に返済する必要のない“永久”資本を得ることは長年の課題

の一つである。

古くは英国の PE ファームがファーム自体をインベストメント・トラストとしてロンドン証券取引所に上場し、公開市場から調達した資金で PE 投資を行ってきた（詳しくは、文末の《参考》を参照）。だが、最近 PE ファームがより注目しているのは、PE ファーム自体ではなく PE ファンドを上場させることである。

近年、高いリターンを求めて投資家から欧米 PE ファームの運営するバイアウト・ファンドに大量の資金が集まり、バイアウト投資が急速に活発化している。大手の PE ファームは、この時期を捉えて従来型ファンドの募集を活発に行う傍ら、自社の運用するバイアウト・ファンドの上場を模索している。

本稿では、最近の PE ファームによる公開資本市場活用の試みを概観すると共に、注目を集めているバイアウト・ファンドの上場について詳しく紹介することとする。

## II. 欧米におけるプライベート・エクイティ・ファームの公開資本市場活用

### 1. 米国の事業開発会社

PE ファンドを上場させる手法として最初に注目されたのは、未公開企業への資金供与を促すために 1980 年に制定された小規模事業投資促進法（Small Business Investment Incentive Act）により設立が可能となった事業開発会社（Business Development Company: BDC）を使うスキームである。

BDC は、米国 1940 年投資会社法に定められたクローズド・エンド型の投資会社の一形態で、運用資産の最低 70% を法律で決められた適格投資対象（未公開証券、現金同等物、米国債、短期証券など）に投資すれば、投資会社法の多くの規制を緩和される。また、BDC は、内国歳入法上の規制投資会社（regulated investment company）として扱わ

れるように利益の 90% 以上を投資家に配当として分配すれば、法人所得税を免除される。

2004 年 4 月、米国 PE ファームのアポロ・マネジメント<sup>1</sup>が、BDC として設立したアポロ・インベストメント・コーポレーションをナスダックに上場し、IPO で 9.3 億ドルを調達した。この会社は、中堅・中小企業向けの長期のメザニン・ローン（劣後ローン、劣後債など）と短期のシニア・ローンを主な投資対象とする PE ファンドである。

アポロのディールに続いて、KKR（Kohlberg Kravis Roberts）<sup>2</sup>やブラックストーン、エバー・コアなどの PE ファームが BDC の上場を計画したが、アポロの BDC の上場後の株価のパフォーマンスが芳しくなかったことや<sup>3</sup>、ファンドを運営するゼネラル・パートナーが徴収する高いフィー<sup>4</sup>、ファンドの不透明な情報開示などが市場で不評であったため、その後ほとんどの BDC の上場は中止になった。

また、BDC という形態による PE 投資は制約が多く、PE ファームが二の足を踏んだことも指摘できる。投資会社法の多くの規制を緩和されると言っても、そもそも BDC として設立する時点で中堅・中小企業の発行する証券等に投資対象を制限されており、大型のバイアウト投資には向かない。また、掛けられるレバレッジ（総資産／借入）の上限が 200%、取締役会の構成員の過半数は独立取締役でなければならない、アポロ・マネジメントの他のファンドと共同投資することが出来ない、などの規制もある。加えて、上場会社としてサーベンス・オクスレー法の遵守義務もある。以上のような規制がある中で、米国の PE ファームは米国外でのファンドの上場を検討するようになったと考えられる。

### 2. ベルギー上場の RHJ インターナショナル

次に注目されたのは、やや特殊なケースで

はあるが、既存のバイアウト・ファンドが新たに持株会社となって取引所に上場したRHJインターナショナルのケースである。既に投資を行っているファンドの上場ということで、公開市場からの資金調達に加えて、ファンドのエグジットという意味合いもある。

2000年に破綻した日本長期信用銀行（現新生銀行）を買収して以来、日本で企業再生投資を積極的に行ってきた米国PEファームのリップルウッドは、2004年6月、主に日本企業を投資対象とするバイアウト・ファンドのポートフォリオ企業7社の持分を全て移管して新たにベルギーに持株会社RHJインターナショナルを設立した（リミテッド・ライアビリティ・カンパニー：LLC）。同社は、2005年3月にベルギーのユーロネクスト・ブリュッセルに上場し、IPOで9億ドルを調達した。同時にファンドのパートナーなどに対して私募を行い、ティモシー・コリンズ最高経営責任者（CEO）は同社の株式の約18%を保有することとなった。

RHJインターナショナルは、ポートフォリオ企業を全て持株会社の傘下に置き、連結子会社としている。調達した資金で今後もバイアウト投資を行う予定であるが、現時点では上場後新たなバイアウト投資を行っておらず、ポートフォリオ企業7社のうち4社が公開企業、3社が未公開企業である。ただし、マイノリティ投資やポートフォリオ企業によるM&A活動の支援（2006年9月の旭テックによるメタルダインの買収など）は積極的に行っている。

同社のケースは、バイアウト・ファンドが持株会社に組織変更を行って上場したケースなので、情報開示やコーポレート・ガバナンス（過半数の独立取締役など）に関しては、普通の上場会社と同じ規制に服する。従来型バイアウトのようにゼネラル・パートナー（PEファーム）がファンドを運営するというかたちではないので、マネジメント・

フィーや成功報酬といった概念がない。また、配当は原則行わない。

リップルウッドが上記のようなディールを行った背景には、新生銀行や日本テレコムの場合では大成功を収めたものの、残りのポートフォリオ企業（例えば、リゾート施設のシーガイアを運営するフェニックス・シーガイア・リゾート）については様々な問題を抱えており、経営を立て直して何らかのかたちでエグジットするにはファンドの投資期間よりも更に長い時間がかかるという判断があった可能性がある。その結果、既存の投資家に投資回収の道を拓くことと、より長期的な視野に立ったポートフォリオ企業の企業価値の向上を目指すために、ファンドを上場したとも考えられる。

一方、ユーロネクスト・ブリュッセルを上場先として選んだのは、①ベルギーでは、連結子会社から親会社への配当に対する課税に関して、二重課税を避けるために緩和措置が取られている、②日本とベルギーの間で結ばれている租税条約が、他国間と比べて望ましい取り決めになっている、といった税制上のメリットがあったからだと言われている<sup>5</sup>。上場当初は、東京証券取引所への上場も視野に入れていたが、今のところ実現していない。

株価は、上場当初こそIPO価格の19.25ユーロをアウトパフォームしていたが（最高22.7ユーロ）、2006年の序盤から下落し始め、現在は14ユーロ程度に低迷している。

### 3. オランダ上場のバイアウト・ファンド

2006年に入ってから、パートナーシップの組織形態をとるバイアウト・ファンドの上場に注目が集まっている。

2006年5月3日には、KKRがバイアウト・ファンド“KKR Private Equity Investments”を、続いて8月8日には、アポロ・マネジメントがバイアウト・ファンド

“AP Alternative Assets” を共にオランダのユーロネクスト・アムステルダムに上場した。

以下では、これらの上場バイアウト・ファンドについて詳説する。

### Ⅲ. 注目を集めるバイアウト・ファンドの上場

#### 1. 上場バイアウト・ファンドの概要～

##### KKR Private Equity Investments のケース

KKR とアポロ・マネジメントの上場バイアウト・ファンドの中身は類似しているため、ここでは KKR のファンドのみを例に取り上げる。アポロのファンドについては KKR のファンドと共に図表 1 にまとめている。

#### 1) 設立と運営

KKR Private Equity Investments は、タックス・ヘイブンのガーンジー島（英国海峡のチャンネル諸島の島の中の一つ）に籍を置くリミテッド・パートナーシップ（LP）として 2006 年 4 月 18 日に設立されたオフショ

ア・ファンドである。ファンドの運用は、KKR の創業者であるヘンリー・クラビスとジョージ・ロバーツなどをメンバーとするゼネラル・パートナーシップ（KKR Guernsey GP）が行う。

#### 2) 持分証券の IPO

KKR が上場したのは、パートナーシップの持分証券（米国外の投資家向けの Common Units と保有資格と譲渡制限のある米国投資家向けの Restricted Depositary Units の二種類）である。KKR の上場計画時の資金調達目標は 15 億ドルであったが、投資家から予想を上回る需要があり、IPO で 50 億ドル（1 ユニット 25 ドル、2 億ユニット）を調達した。ファンドには、KKR の幹部が自己資金を合計 7,500 万ドル投資している。

#### 3) 投資対象

ファンドは運用資産の 75% をプライベート・エクイティ投資に当てる。ここでいうプライベート・エクイティ投資は、①KKR が

図表 1 上場バイアウト・ファンドの概要

|               | KKR Private Equity Investments              | AP Alternative Assets                             |
|---------------|---|---|
| 母体となる PE ファーム | KKR   | アポロ・マネジメント  |
| 国籍            | チャンネル諸島ガーンジー島                               | チャンネル諸島ガーンジー島                                     |
| 形態            | リミテッド・パートナーシップ                              | リミテッド・パートナーシップ                                    |
| 上場先           | ユーロネクスト・アムステルダム                             | ユーロネクスト・アムステルダム                                   |
| 上場日           | 2006 年 5 月 3 日                              | 2006 年 8 月 8 日                                    |
| IPO による調達額    | 50 億ドル                                      | 15 億ドル  |
| 投資ポリシー        | 75% を PE 投資、25% をオポチュニティ投資。                 | 50% を PE 投資、50% をその他のアポロのファンド（ディストレスト・ファンドなど）に投資。 |
| マネジメント・フィー    | ファンド総額 30 億ドルまでについては 1.5%、それを超える部分については 1%。 | ファンド総額 30 億ドルまでについては 1.25%、それを超える部分については 1%。      |
| 成功報酬          | 超過リターンの 20%                                 | 超過リターンの 20%                                       |
| 投資家の議決権       | なし  | なし  |
| 投資及び利益分配の決定   | ゼネラル・パートナーシップが行う                            | ゼネラル・パートナーシップが行う                                  |

（出所）各社資料より野村資本市場研究所作成

今後設定する新たなバイアウト・ファンドへの投資、②KKR が既に運用している他のバイアウト・ファンドへの投資、③KKR の他のバイアウト・ファンドとの共同投資の3つである。単独のバイアウト・ファンドへの投資上限は運用資産の40%と定められている。一方、残りの25%はKKRの裁量で潜在的に高いリターンを生みそうな資産に投資する（オポチュニスティック投資）。このオポチュニスティック投資には、①割安と見られる株式、債券、ハイブリッド証券への長期投資や②ディストレスト（破綻）証券投資が含まれる。

IPO当初は、運用資産の40%が2006年にKKRが募集するKKR2006ファンドに投資される予定である。プールされている資金は、一時的に現金、短期証券、国債、資産担保証券、投資適格債など安全な資産で運用される。

以上より、この上場バイアウト・ファンドは、多くの運用資産を直接バイアウト投資に向けるのではなくKKRの従来型ファンドに投資することになるため、実態としてはファンド・オブ・ファンズに近いと言える。

#### 4) 費用と報酬

従来型ファンドは通常ファンド総額の1~2%をファンドの年間のマネジメント・フィーとして徴収し、加えて投資で超過利益が出た場合、超過利益の20%を成功報酬として受け取る。KKRの上場バイアウト・ファンドの場合も同様で、30億ドルまではファンド総額の1.5%を、それを超える部分についてはその1%をマネジメント・フィーとして徴収し、成功報酬も20%としている。

#### 5) 投資家への利益分配とファンドのガバナンス

ファンドの投資家（リミテッド・パートナー）が保有する持分証券に議決権はない。ファンドの投資の意思決定をしたり、投資家

への利益分配を決めたりするのは全てゼネラル・パートナーシップ（KKR）である。ゼネラル・パートナーシップが自らの利益やPEファームの利益を優先し、投資家の利益を無視した行動を取ることを防ぐための仕組みとして、ゼネラル・パートナーシップの取締役会の構成メンバーは過半数が独立取締役でなければならないという規定を設けている。

## 2. バイアウト・ファンド上場の背景

### 1) 上場のメリット

PEファームがバイアウト・ファンドを上場するのは、上場バイアウト・ファンドに従来型ファンドにはない以下のようなメリットがあるからである。

第一に、冒頭でも述べたが、上場によりファンドが永久資本を獲得することが出来る。PEファームは通常バイアウト投資をするに当たって、従来型ファンドを立ち上げ、定められたファンドの投資期間に渡って獲得したリターンを投資家に分配する。数年に一度、PEファームのパートナーは投資家を回って資金を募ることになるが、それにかかる労力は非常に大きく、その間は投資活動に割ける時間が減る。上場ファンドであれば、IPO時に投資家からの資金を一度集めてしまえば、その後投資家に資金を返還する必要がないため、資金募集の労力を省くことが出来る。また、従来型ファンドは投資期間に縛られるため、5年から10年程度の定められた期間内にポートフォリオ企業のエグジット（IPO、持分の売却など）を果たさなければならないが、投資期間のない上場ファンドであれば、ポートフォリオ企業の株式をより長期に渡って保有することが可能であるため、IPO市場やM&A市場の状況を見ながら最善のタイミングでエグジットをすることが出来る。つまり、市場の好・不況のサイクルの影響を緩和出来るのである。

第二に、小口の投資家など従来とは異なる

投資家層からの資金を集めることが出来る。PE ファームは、近い将来年金基金など従来の投資家のバイアウト・ファンドへの投資意欲が今よりも減退するため、今後は従来とは異なる層の投資家からも資金を集める必要があると考えているようである。

従来型ファンドは投資金額の下限が最低2,500万ドル(約30億円)などに設定されているため、主な投資家は年金基金などの機関投資家と個人の超富裕層に限られる。一方、上場ファンドなら、これまでバイアウト・ファンドに投資したくても資金面の問題で出来なかった小口の個人投資家も投資可能となり、個人マネーが流入する<sup>6</sup>。また、KKRのような著名なPEファームのバイアウト・ファンドの場合、資金募集において需要が大きいため、機関投資家の中でも投資を受け容れてもらえない年金基金やヘッジファンドなどが存在したが、彼らも上場ファンドには自由に投資することが可能である。加えて、投資ガイドラインなどにより非公開株式への投資を認められていない投資家による間接的なバイアウト・ファンド投資の道も拓かれた。ちなみに、IPO時のKKRのファンドの株主構成は、15%が個人富裕層、30%がヘッジファンド、残りの55%が投資信託などの機関投資家であったという<sup>7</sup>。KKRが想定していたよりも、個人投資家の割合が低かった。PEファームは将来的に確定拠出年金からの資金流入を期待しているとも言われている<sup>8</sup>。

第三に、バイアウト・ファンドに流動性を与えることが出来る。従来型ファンドでは持分の譲渡が難しいため、投資家からの償還要求はPEファームの頭を悩ます種になっていたが、取引所に上場され流動性が付与されるとその問題は解消する。また、バイアウト・ファンドの持分を処分したい投資家にとっても、市場で自由に売ることが出来ることで投資の柔軟性が高まる。

## 2) ユーロネクスト・アムステルダムが上場先に選ばれた理由<sup>9</sup>

ファンドの上場先としてオランダのユーロネクスト・アムステルダムが選ばれたのは、第一に、オランダの情報開示規制が米国など他国の規制に比べて緩いからである。PEファンドは基本的に詳細な情報開示を好まないため、規制の緩やかなオランダの取引所を選択した可能性がある<sup>10</sup>。

第二に、ユーロネクスト・アムステルダムの取引所規則では、上場ファンドのポートフォリオの投資分散規定が厳しくないことが挙げられる。

第三に、オランダの規制当局とガーンジー島の規制当局の間で、ガーンジー島において規制を受けているファンドは、オランダにおいて規制の一部を免れるという正式な合意があることも指摘できる。

ニューヨーク証券取引所、ナスダック、ロンドン証券取引所などの主要取引所が選ばれなかったのは、米国の投資会社規制(1940年投資会社法<sup>11</sup>)や各取引所の上場規則の規定がバイアウト・ファンドを上場するには制約が大きかったためだと考えられる。

## 3. 上場バイアウト・ファンドの課題

### 1) キャッシュ・ドラッグ

上場バイアウト・ファンドの最大の課題は、IPOからしばらくは、投資家の資金の大部分を遊ばせてしまうことである(Cash Dragと言われる)。バイアウト・ファンドはファンドの募集を終えてから徐々に企業買収を行っていくため、確保した運用資金を全て投資し終わるまでに少なくとも数年はかかる。従来型ファンドにおいては、ファンドの運営者(ゼネラル・パートナー)から買収案件のある時など必要な時にキャピタル・コール(投資家への資金払込の要請)が行われ、投資家はファンドの設立時に契約で取り決められた投資金額枠の範囲内で資金を拠出する。一方、

KKR とアポロ・マネジメントの上場バイアウト・ファンドにおいては、ファンドの設立時に投資家から投資資金の全てが払い込まれ、ファンドにプールされる。プールされた資金はバイアウトに使われるまで、国債など安全な資産で運用され、高いリターンを生み出すことはない。その結果、仮に投資するバイアウトの案件が全て同じであるとした場合、上場バイアウト・ファンドのリターンは資金を遊ばせている期間が長い分だけ、従来型バイアウト・ファンドのリターンよりも低くならざるを得ない。

この弱点に対処するために、アポロ・マネジメントは、プライベート・エクイティ投資の割合を 50%と低めに設定し、残りの 50%の資産はより機動的に投資を行っているアポロ・マネジメントの他のファンドに投資するといった工夫を行っている。

## 2) 情報開示

運用するファンドのポートフォリオ企業の価値やファンドの運用において発生する費用などの開示に消極的な PE ファームが、上場バイアウト・ファンドの情報開示をどの程度行うかが大きな課題となる。最小限の情報開示しかなかった場合、投資家から更なる情報開示の要求が高まる可能性が高い。上場バイアウト・ファンドの投資家と従来型ファンドの投資家の情報格差にどのように対処していくかが問題となろう。また、現在ほとんどの PE ファームがポートフォリオ企業の企業価値算定において、資産の売却や資金調達など何か企業価値に影響のあるイベントがあるまでは原価で評価しているが（“cost until valuation event” approach）、上場企業になると時価評価をして、算定時価を公表しなければならない可能性がある。

## 3) 利益相反問題

KKR とアポロ・マネジメントは、上場

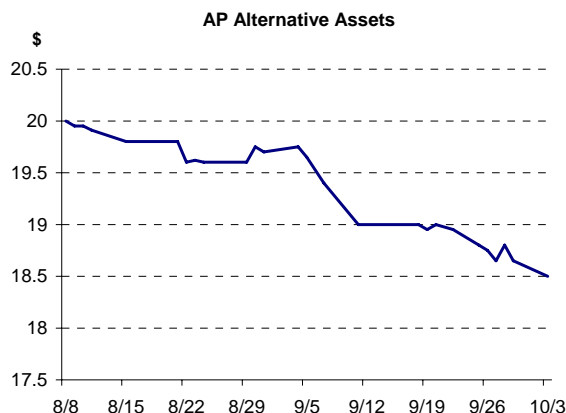
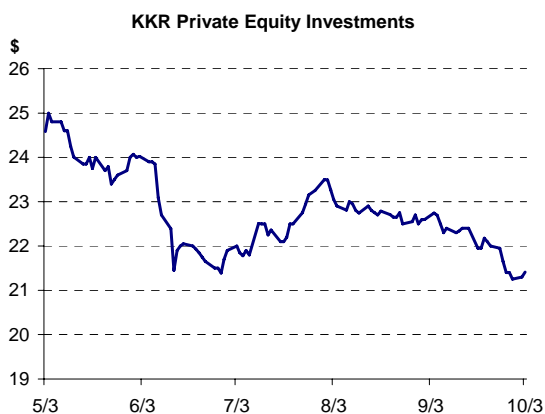
ファンドの他にも多くの従来型ファンドを運用しており、上場ファンドの投資家と従来型ファンドの投資家との間の利益相反の可能性は常に存在する。従来型ファンドの投資家の利益を優先させた場合には、PE ファームが上場ファンドの永久資本を従来型ファンドの組成時に運用資産の便利な調整弁として使ったり、エグジットに困った既存ファンドの 2 次買取<sup>12</sup>に利用したりする懸念がある。

## VI. 市場からの評価と今後の展望

上場バイアウト・ファンド 2 社の市場からの評価は今のところ高くない。上場以来、株価は IPO 価格を一貫して下回っている。KKR Private Equity Investments の 2006 年 10 月 3 日終値は 21.41 ドルで、IPO 価格の 25 ドルから 14.4% 下落している。また、AP Alternative Assets の同終値は 18.5 ドルで、IPO 価格の 20 ドルから 7.5% 下落している（図表 2）。上場当初株価が下がるのは、キャッシュ・ドラッグ問題の項で述べた通り、上場からしばらくは運用資金を徐々に投資する時期で、多くの資金が低リターンの比較的安全な資産に一時的に置かれるからである。にもかかわらず、マネジメント・フィーなどの費用はかかり、それがさらに株価の下落要因になる。

上記の構造的要因に加えて、KKR のファンドは募集の時点で 50 億ドルという巨額のファンドを集めてしまったため、この時点で投資家からの需要が尽き、上場後に追加の買いが入らないといった指摘や<sup>13</sup>、KKR のファンドよりもアポロ・マネジメントのファンドの方が株価の下落率が低いのは、アポロ・マネジメントの方がファンドに関する情報開示をより積極的に行っているからだといった指摘<sup>14</sup>などが市場ではなされている。

図表 2 上場バイアウト・ファンドのパフォーマンス



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

上場を果たした2つのバイアウト・ファンドのパフォーマンスが冴えないために、ファンドの上場に積極的だったPEファームが上場計画を延期または中止している。数ヶ月前までは、CVCキャピタル、ブラックストーン、カーライル、テキサス・パシフィックなど著名なPEファームがファンドの上場を検討していると伝えられていたが、現在は事の成り行きを見守っているようである。

直近では、英国のPEファームであるドーター・ハンソンが、10月5日にバイアウト・ファンドをユーロネクスト・アムステルダムに上場する予定であったが、投資家からの需要が思わしくなかったため断念した。同社はキャッシュ・ドラッグ問題に対処するために、運用予定資金の60%だけをIPO時に投資家から集め、残りの40%はIPOの1年後に払い込んでもらうというスキームを立てたり、最初の2年間はマネジメント・フィーを徴収しないなどの提案を行ったとされるが、予定していた調達金額(10億ユーロ)を投資家から引き出すことが出来なかった。

KKRとアポロのケースは、PEファームが長年模索してきた公開市場からの永久資本の獲得を、バイアウト・ファンドの上場というかたちで実現したという点で、PE業界に

としては画期的であると言える。だが一方で、PEファンドが、公開市場の投資家からの短期的な収益達成のプレッシャーや厳しい上場会社への情報開示等の規制を受けずに長期的に企業価値を高めることが出来るのは、「プライベートであること」を最大限利用しているからではないかという疑問も当然のように浮かび上がる。PEファームが「パブリック」ファンドの運用を果たしてうまくやれているのか、また、PEファームによる更なる公開資本市場活用の動きが出てくるのか、今後の動向が注目される。



## 《参考》英国のインベストメント・トラスト

英国のインベストメント・トラストは、会社型のクローズド・エンドの投資信託で、取引所に上場されて取引される。ロンドン証券取引所には現在 300 以上の上場インベストメント・トラストが上場しており、その内プライベート・エクイティ投資を行うものが 20 近くある（図表 3）。以下、3つの類型に分けて紹介する。

### 1. プライベート・エクイティ投資全般型

上場インベストメント・トラストの中には、バイアウト投資だけではなく、ベンチャー・キャピタル投資を含めたプライベート・エクイティ投資全般を手がけるものがある。

例えば、3i グループは、元々第二次世界大戦後の 1945 年に新興企業育成のために政府主導で設立されたため、ベンチャー・キャピタル投資の比重が高い。3i グループは、ベンチャー・キャピタル投資、中堅企業への成長キャピタルの供与、中堅企業のバイアウト投資の 3つの領域でプライベート・エクイティ投資活動を行い、2006 年 3 月末現在、運用資産は 57 億ポンド（うち 41 億ポンドは自己資金で、16 億ポンドは従来型ファンドを通じて外部から調達した資金）に上る。バイアウト投資に関しては、自己資金を直接バイアウト投資に向けるとともに、従来型バイアウト

ファンドを立ち上げて、そのファンドに一部自己資金を投資している。

2004 年に新たに CEO に就任したフィリップ・イー氏の下で、3i グループは戦略の転換を進めており、バイアウト投資に関しては、従来型ファンドを経由した投資を増やそうとしている。それと同時に、自社株買いを積極的に実施し、自社のバランス・シートを圧縮している。一方、ベンチャー・キャピタル投資に関しては、従来と変わらず自己資金を直接投資する。

### 2. バイアウト投資特化型

上場インベストメント・トラストの中でも、バイアウト投資に特化したタイプである。

例えば、キャンドバー・インベストメンツは、1980 年設立のバイアウト投資専門の PE ファームである。主には従来型ファンドを立ち上げてそこに自己資金を投資するが、自己資金を直接バイアウトに用いることもある。

また、SVG キャピタルは、1996 年に英国大手の PE ファームであるシュローダーベンチャー・プライベート・エクイティ・パートナーシップの投資家に対し、自己の株式と交換に持分の公開買い付けを行って、株式をロンドン証券取引所に上場した。その経緯から、バイアウト・ファームのペルミラ（旧シュローダー・ベンチャーズ・ヨーロッパ）とは以前から密接な関係を持つ。ペルミラは

図表 3 英国プライベート・エクイティ・インベストメント・トラストの例

| 上場年月   | 上場インベストメント・トラスト                       | 時価総額<br>(億ポンド) |
|--------|---------------------------------------|----------------|
| 76年2月  | Electra Private Equity                | 5.6            |
| 84年12月 | Candover Investments                  | 4.0            |
| 87年9月  | Pantheon International Participations | 2.2            |
| 89年12月 | HG Capital Trust                      | 1.7            |
| 94年7月  | 3i Group                              | 43.7           |
| 96年5月  | SVG Capital                           | 11.1           |
| 99年3月  | F&C Private Equity Trust              | 0.2            |

(注) 時価総額は 2006 年 10 月 2 日現在  
(出所) 野村資本市場研究所作成

2005年にSVGキャピタルの株式の約4%を取得すると共に、自社のマネージング・パートナーをSVGキャピタルの取締役会に派遣した。SVGキャピタルは、運用資産の約8割をペルミラのバイアウト・ファンドに投資しており、2006年募集のファンドには、28億ポンドのコミットメントを約束している。ペルミラにとっては、SVGキャピタルというパブリックの安定した資金源を持っていることになる。

投資家の観点からは、以上のようなバイアウト投資特化型の上場PEファームに投資することは、純粋にバイアウト・ファンドに投資するのに近いと言える。

### 3. ファンド・オブ・ファンズ型

多くのバイアウト・ファンドに分散して投資するファンド・オブ・ファンズ型の上場インベストメント・トラストもある。

例えば、1987年ロンドン上場のパンセオン・インターナショナル・パーティシペーションズは欧米、アジアの300以上のPEファンドに分散投資している（バイアウト・ファンドへの投資割合は6割強）。加えて、他のPEファンドの持分の2次買取も行っている。

### 4. インベストメント・トラストの上場規制

以上のインベストメント・トラストは、英国金融サービス機構（FSA）が定めた上場規則に制約を受けながら投資活動を行っている。例えば、上場要件の中に、①投資リスクの適切な分散がされていなければならない、②パッシブな投資家でなければならない、投資対象企業の支配権を獲得したり、経営に積極的に介入したりしてはならない、③過半数が独立取締役からなる取締役会を持たなければならない、といった規定がある。そのため、上場インベストメント・トラストは支配権規定に抵触しないように、バイアウト投資の際に、

従来型ファンドを立ち上げてそこに自己資金を投入したり、単独では投資先の支配権を握らないように従来型ファンドと共同投資をしたりしている。また、投資先を分散しなければならないため、一つのバイアウト・ファンドに集中して投資することはできない。

以上の投資ビークルの上場規則の中には、金融技術が発達した現在では時代遅れになっている規定があり、その改正が現在進められようとしている。2006年3月、FSAは投資ビークルの上場規則改正を提案するコンサルティング・ペーパー“Investment Entities Listing Review”を公表した。同ペーパーでは、上場投資ビークルに柔軟な投資戦略の選択を可能にするために、①投資先の分散規定を外す、②パッシブな投資家でなければならないという文言を外す、といった提案がされている。だが、投資ビークルによる支配権獲得の禁止規定に関しては維持するとしている。

<sup>1</sup> アポロ・マネジメントは、レオン・ブラックと他3名のパートナーによって1990年に設立されたPEファームで、バイアウト以外にディストレスト証券投資などにも強みを持つ。最近のバイアウト案件には、通信衛星事業のインテルサット、シリコン等製造のGEアドバンスト・マテリアルなどがある。

<sup>2</sup> KKRは、1976年にジェローム・コールバーグ、ヘンリー・クラビス、ジョージ・ロバーツの3人が創立した米国のPEファームで、LBOの手法を世の中に普及させた。最も有名なバイアウト案件として、1988年のRJRナビスコ買収（買収価値約310億ドル）がある。最近のバイアウト案件には、病院経営大手のHCA、フィリップスの半導体部門などがある。

<sup>3</sup> 上場からしばらくは公募価格の15ドルを下回っていた。だが、2005年初頭から公募価格を上回るようになり、2006年10月9日の終値で20.89ドルまで上昇している。

<sup>4</sup> アポロは運用資産の2%を年間のマネジメント・フィーとして、また、ハードル・レート（1.75%）の超過利益とネットのキャピタル・ゲインの20%を成功報酬として徴収する。

<sup>5</sup> “KKR tax structure unlocks capital benefits of listing”, *International Tax Review* (Jun 1, 2006)

<sup>6</sup> ただし、米国の一般の個人投資家（Qualified

Purchasers として認められた個人富裕層を除く)が、KKR やアポロ・マネジメントの上場ファンドに投資することは出来ない。これは、米国の1940年投資会社法と1933年証券法の登録規制を免れるようにファンドを組成したためである。米国以外の個人投資家が上場ファンドに投資するのは可能である。

- <sup>7</sup> “Apollo IPO: Smaller, for a reason”, *The Deal.com*, June 16, 2006
- <sup>8</sup> “KKR gets set to tap DC plans; Initial offering may lead to increased pool of investors”, *Pensions & Investments*, May 15, 2006
- <sup>9</sup> ユーロネクスト・アムステルダムが上場先に選ばれた理由に関しては、“Private Equity: Seeking a wider public”, *International Financial Law Review* (Sep 2006)を参考にした。
- <sup>10</sup> KKRは8月17日に行われた上場後最初の四半期決算報告の投資実績の中で、1.95億ドルのオポチュニスティック投資を行ったと発表した。投資の具体的な内容については開示しなかった。
- <sup>11</sup> 米国1940年投資会社法には、①上場後の追加の増資に対する制約、②取締役会メンバーの60%以上が独立取締役でなければならないという規定、③投資会社による他の投資会社への投資の制限などがあり、パイアウト・ファンドを上場する際の障壁となる。
- <sup>12</sup> 欧米には、投資期間の終了が迫っているのにエグジットが出来ていない企業や、買収したもののパフォーマンスが上がらない企業などをポートフォリオに持つPEファンドから持分を2次買取するファンドが存在する。
- <sup>13</sup> “Private equity goes public to boost brand, investors”, *Dow Jones International News*, September 21, 2006
- <sup>14</sup> “Public funds, profits and pains”, *The Deal.com*, August 18, 2006