

## 拡大する英国プライベート・エクイティ市場と規制改革

井上 武

## ■ 要 約 ■

1. 近年、長期投資や分散投資、絶対リターンを重視する機関投資家等の資金の増大を背景として、世界的にプライベート・エクイティ・ファンドの活動が活発化している。
2. 欧州市場の中心を占める英国では、過去 5 年間でプライベート・エクイティ・ファンドの投資額は 2.6 倍に増加、案件当りの規模も約 4 倍と大型化が進展している。
3. 資本市場や経済への影響が高まるにつれ、プライベート・エクイティ業界に対して、規制当局や社会一般からの関心も高まっている。
4. 金融サービス機構（FSA）は 2006 年から、プライベート・エクイティ業界がもたらす影響と新たな規制の必要性についての検討を開始した。2007 年 6 月の報告では、リスクの大きさと規制導入のコストを勘案した結果、当面は新たな規制の導入ではなく、監視の強化で対応すると判断した。
5. 一方、プライベート・エクイティ業界は、業界に対する投資家や社会一般の認識を広げることを目的として、2007 年 3 月に自主的にディスクロージャーの強化を検討するワーキング・グループを立ち上げ、2007 年 7 月にコンサルテーション・ペーパーを発行、11 月に最終的なガイドラインを発表した。
6. ガイドラインでは、①プライベート・エクイティ会社もしくはファンドから投資を受けている一定規模以上の企業の経営情報や大口投資家に関する情報の拡充、②英国で活動するプライベート・エクイティ会社による年次報告書や投資家情報の拡充及び運用報告の標準化、③更に業界団体である BVCA の監督機能の強化と業界情報の拡充が導入されている。
7. こうした業界による自主的な動きについては FSA も歓迎しており、急速に成長するプライベート・エクイティ業界がどのように証券市場や経済との調和を図っていこうとしているのかが注目される。

## I 拡大する英国プライベート・エクイティ業界

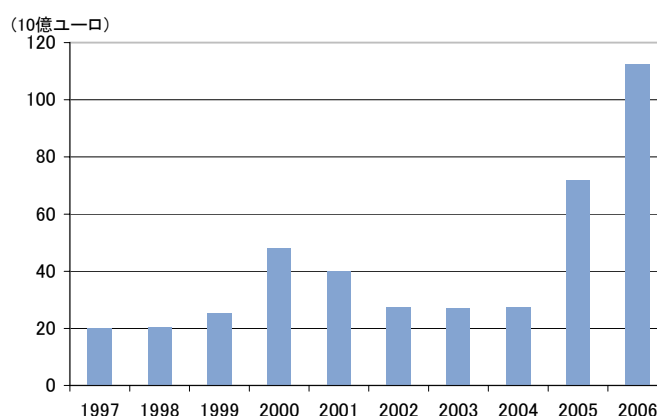
### 1. 欧州の中心市場としての英国

近年、年金資産やソブリン・ウェルス・ファンド<sup>1</sup>など、長期投資や分散投資、絶対リターンを重視する機関投資家資金の増大を背景として、世界的にプライベート・エクイティ・ファンドの活動が活発化している。また、ここ数年、業界の急成長を促した要因としてクレジット市場の過剰流動性も指摘されているが、サブプライム問題の発生以降も大型のファンドが設定されるなど、非伝統的な投資商品へのニーズの拡大は今後とも続くものと思われる。

欧州のプライベート・エクイティ市場は、好調な経済環境を背景として拡大を続けているが、この中心的な役割を担っているのが英国である。英国のプライベート・エクイティ市場は、資金調達額や投資額で見て米国に次ぐ世界第2位の市場である。国際金融センターであるロンドンを抱える英国には、プライベート・エクイティ・ファンドの運営に必要な人材や情報が集積しており、欧州最大のベンチャー市場である AIM もある。また、政府も戦略的に業界育成に努めているため、プライベート・エクイティ会社<sup>2</sup>の経営環境が整っているとされる。

2006年は欧州で過去最高の1,123億ユーロがプライベート・エクイティによって調達され、そのうち約3分の2が英国で調達された。一方、資金の出所を見ると、英国からの資金は21%と少ない(図表1、2参照)。また、資金の投資先を見ると英国のシェアは約3

図表1 欧州におけるプライベート・エクイティ・ファンドの資金調達額推移



(出所) European Private Equity & Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

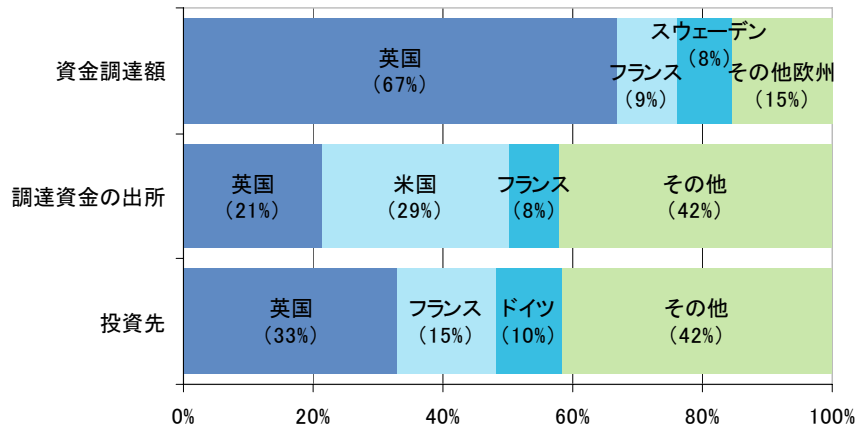
<sup>1</sup> 外貨準備金や天然資源からの収入、年金や社会保障等の公的な積立金や準備金を原資とし、国際的な投資活動を行うファンドの総称。ソブリン・ウェルス・ファンドについては、神山哲也「台頭する国富ファンド」『金融・資本市場動向レポート』No. 07-50 (2007年10月26日)を参照。

<sup>2</sup> 英国ではプライベート・エクイティ・ファンドを運営する機関のことをプライベート・エクイティ会社と呼んでいる。以下、このレポートでもプライベート・エクイティ会社という表現を利用する。

分の1となっており、英国プライベート・エクイティ&ベンチャー・キャピタル協会（以下 BVCA）の統計でも、英国で調達された資金の約半分が海外への投資に向かっていることがわかる（図表3参照）。

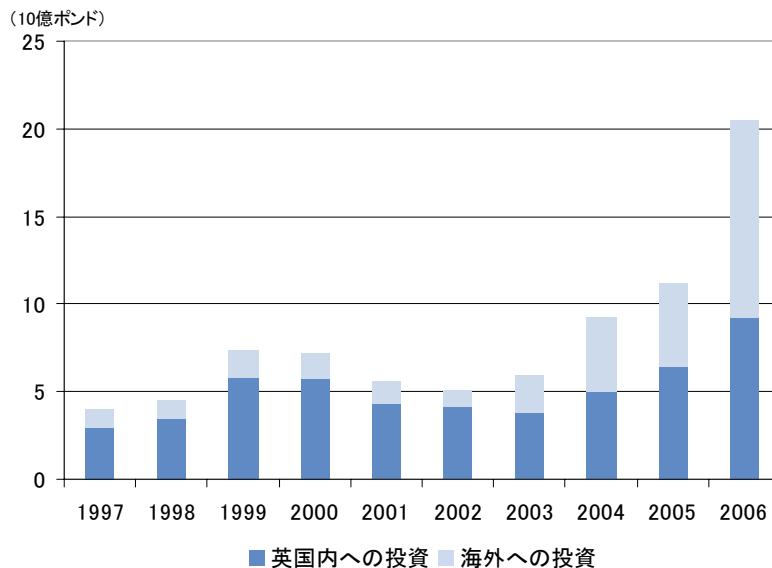
このことから、英国プライベート・エクイティ業界が、世界中から資金を集め、更に世界中に投資資金を提供するという、まさに国際金融センターとしての特徴を備えている状況が浮かび上がってくる。

図表2 プライベート・エクイティ・ファンド資金の調達額、出所、投資先の分布



(出所) European Private Equity & Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

図表3 英国のプライベート・エクイティ・ファンド投資額の推移



(注) British Private Equity & Venture Capital Association 加盟機関の投資額の推移。アーリー・ステージの投資は除く。

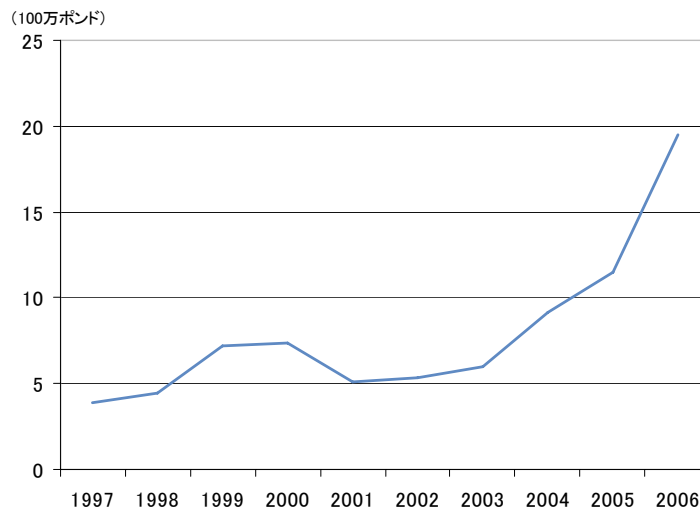
(出所) British Private Equity & Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

## 2. 英国内での関心の高まり

市場規模の拡大とともにプライベート・エクイティ業界が経済や金融市場に与える影響も大きくなってきている。図表 4 は BVCA 加盟機関が参加した投資案件について一企業当りの金額を見たものであるが、ここ 5 年間で規模は約 4 倍となっている。複数のプライベート・エクイティ会社や金融機関が協同で買収を行ういわゆる「クラブ・ディール」の増加も規模の拡大に拍車をかけており、上場企業に対する大型の買収が株式市場や債券市場などに大きな影響をもたらす状況も見られる。ちなみに、英国企業をターゲットとする買収の取引金額について、2003 年以降の上位 20 案件を見ると、ペンディングを含めて 15 件が 2006 年以降の案件であり、そのうち 6 件がファンドが関与するものとなっている（図表 5）。

英国では、2004 年から 2006 年にかけてプライベート・エクイティ・ファンドの投資を受けた企業（以下、被投資会社）に従事する従業員数は 120 万人に達し、民間セクターの就業者数の約 8%、すなわち 12 人に 1 人の割合となっており、プライベート・エクイティ・ファンドによる投資が経済活動の中に大きく根付いている。こうした中、被投資会社における人員削減をめぐって、大手労働組合の GMB<sup>3</sup>が特定のプライベート・エクイティ・ファンドやファンド・マネジャーをターゲットにした大々的なキャンペーンを展開するなどの動きが生じ<sup>4</sup>、最近では社会的な関心も高まってきている。

図表 4 一件当りの投資金額の推移（BVCA 加盟機関）



(注) British Private Equity & Venture Capital Association 加盟機関の値。アーリー・ステージの投資は除く。

(出所) British Private Equity & Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 都市部の一般労働者を中心とする労働組合で、組合員は 60 万人、英国の大企業の 50 社のうち 34 社に支部があり、英国の労働者の 32 人に 1 人が加盟していると言われる。

<sup>4</sup> プライベート・エクイティ会社大手のペルミラが投資するロード・サービス会社 AA で約 3 分の 1 に相当する 3,400 人の人員削減を行ったことなどが批判され、労働組合がラクダを使ったキャンペーンを展開（聖書の中にある、金持ちよりもラクダのほうが天国に行くための条件を達成しやすいという話を皮肉ったもの）。

図表5 2003年以降の英国企業をターゲットとするM&amp;Aの上位20件

完了日	被買収会社	買収会社	買収会社業種	発表時ディール総額(百万ドル)
1	2005/7/20 SHELL TRANSPRT&TRADNG CO PLC	ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	エネルギー	80,138
2	2006/3/7 O2 PLC	TELEFONICA SA	通信	31,126
3	2006/8/15 BAA LTD	金融機関、ファンド等	金融、ファンド等	27,373
4	2007/4/23 SCOTTISH POWER PLC	IBERDROLA SA	公共	27,234
5	2007/6/28 ALLIANCE BOOTS LIMITED	KKR & CO LP	ファンド	23,351
6	2007/4/18 GALLAHER GROUP PLC	JAPAN TOBACCO INC	食品	19,020
7	2007/8/30 HANSON PLC	HEIDELBERGCEMENT AG	建材	18,289
8	ペンディング REUTERS GROUP PLC	THOMSON CORP	情報	18,199
9	2005/7/27 ALLIED DOMECQ PLC	PERNOD-RICARD SA	酒類	17,795
10	ペンディング IMPERIAL CHEMICAL INDS PLC	AKZO NOBEL	化学	16,059
11	2006/9/5 BOC GROUP PLC	LINDE AG	エンジニアリング	15,599
12	2004/11/15 ABBEY NATIONAL PLC	BANCO SANTANDER SA	金融	15,224
13	2006/12/1 THAMES WATER PLC	MACQUARIE GROUP LTD	ファンド	14,883
14	2007/4/5 CORUS GROUP PLC	TATA STEEL LIMITED	鉄鋼	12,780
15	2004/4/8 AMERSHAM PLC	GENERAL ELECTRIC CO	機器製造、金融等	11,639
16	2006/12/21 AWG PLC	Osprey Acquisitions Ltd	ファンド	10,388
17	ペンディング KELDA GROUP PLC	金融機関、ファンド等	金融、ファンド等	10,333
18	2006/3/6 VIRGIN MEDIA INC	NTL INC/OLD	通信	10,266
19	2004/6/22 CANARY WHARF GROUP PLC	SONGBIRD ESTATES PLC-B SHARE	不動産	9,961
20	2007/10/9 SOUTHERN WATER CAPITAL LTD	金融機関、ファンド等	金融、ファンド等	8,529

(注) 発表時のディール総額によるランキング。2007年12月6日時点。網掛けはプライベート・エクイティ・ファンドなどのファンドが投資している案件。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## II FSAによるリスクの認識と対応

### 1. コンサルテーションとフィードバック

プライベート・エクイティ業界の拡大は、金融証券市場を監督する金融サービス機構(FSA)にとっても大きな関心事となっている。現状、英国のプライベート・エクイティ業界は、ファンド自体についてはFSAの規制の対象となっていないが、ファンドを運営するプライベート・エクイティ会社についてFSAの認可が必要となっている。プライベート・エクイティ会社の行う業務が、FSAの規制対象となる業務に該当するためである<sup>5</sup>。ただし、ほとんどのプライベート・エクイティ会社は、法人顧客や金融機関を対象に業務を行い、一般顧客向けの業務は行っていないため、健全性基準や報告義務、説明義務などの規制は緩やかなものとなっている。そこで、FSAはプライベート・エクイティ業界の成長が金融資本市場にどのような変化やリスクをもたらすか、また、それによって何らかの規制監督手法の変更が必要となるかを議論するためのディスカッション・ペーパー<sup>6</sup>を2006年11月に発行した。その後、4ヶ月のコンサルテーション期間において、2007年6月には、ディスカッション・ペーパーに寄せられた意見や当面の方針をまとめ

<sup>5</sup> 2000年金融サービス市場法第22条及び2001年規制業務条例。FSAの規制の対象となる業務のうちプライベート・エクイティ会社の業務が該当しそうなものとしては、集団投資スキームの設立と運営、投資一任業務、投資銀行業務、投資顧問業務などがある。

<sup>6</sup> Discussion Paper 06/6 “Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement”

たフィードバック・ステートメント<sup>7</sup>を公表した。

ディスカッション・ペーパーでは FSA は、プライベート・エクイティに関連するリスクとして、①過剰なレバレッジ、②最終的なリスクの量や所在の不透明性、③資本市場の効率性の低下、④市場不正行為、⑤利益相反、⑥限定的なプライベート・エクイティ市場へのアクセス、⑦市場の不透明性の 7 つを提示した。FSA はこれらリスクの影響の大きさと発生の可能性を考察し、図表 6 のように重大性を分類、この解釈について一般の意見を求め、FSA としての対応を考える際の参考とした。以下、FSA が示したリスクの内容及びそれに対するコメント、FSA としての最終的な判断について概観する。

### 1) 過剰なレバレッジ

レバレッジの上昇の背景には、金融技術の発展や取引の標準化等によって機関投資家間のローン商品の転売が容易となったことや、レバレッジに耐えうる大企業にまでプライベート・エクイティ・ファンドの投資が拡大してきていることが挙げられており、さらに世界的なクレジット市場の緩和も要因としてあげられている。ただ、こうした状況が、負債を提供する金融機関の過当な競争を招き、条件の緩和を誘発していないか、また、一旦クレジット市場が引き締めに向かったときに、過剰なレバレッジを抱えた企業や負債を提供している機関の財務内容が急速に悪化しないかということが懸念として挙げられた。

また、レバレッジド・バイアウト (LBO) などのプライベート・エクイティ関連の債権市場で生じた問題が、債券市場など他の負債性商品の市場や株式市場などに波及する可能性について指摘している。更に、資本市場の機能に影響をもたらすだけでなく、いまや英国の民間部門の相当部分を占める被投資会社の破綻によって、雇用や政府の税収に影響が出ないかということも言及された。

これらの FSA の懸念に対して、レバレッジは確かに上昇しているが、そもそも過剰かどうかの定義は案件によって異なること、また、レバレッジの拡大がそのまま負債の出し手のリスク管理の低下や価格設定の緩和を意味しないとの反論があった。レピュテーション・リスクが過剰なレバレッジに歯止めをかけるという意見もあった。

図表 6 FSA によるリスクの認識

重大性	リスク
高い	市場不正行為、利益相反
やや高い	過剰なレバレッジ、最終的なリスクの量や所在の不透明性
やや低い	限定的なプライベート・エクイティ市場へのアクセス、市場の不透明性
低い	資本市場の効率性の低下

(出所) Discussion Paper 06/6 “Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement”及び Feedback Statement 07/3 “Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement – Feedback on DP06/6”, FSA より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> Feedback Statement 07/3 “Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement – Feedback on DP06/6”

FSA もこれらの意見に基本的に同意する一方で、今後の影響について継続的にモニターするため、2006年にディスカッション・ペーパーを作成する際に大手金融機関に対して実施したレバレッジ貸出に関するサーベイを2008年から半年に1度実施することが提示された。また、契約条件（コベナンツ）の緩和についても、基本的には投資家のニーズを反映しているものであり、FSAとしては追加の措置は実施せず、貸出機関のリスク管理に対する通常の監督の範囲内で対処するとし、投資家と発行体の間の情報交換を促す民間の取り組みに期待するとした。

## 2) 最終的なリスクの量や所在の不透明性

LBOに関連する負債は、近年、サブ・パーティシペーション<sup>8</sup>やアサインメント<sup>9</sup>によって、様々な契約条件を伴って転売がなされているため、実際にどれくらいのリスクを抱えているのかが把握しづらくなってきている。また、ローンを対象とするクレジット・デリバティブ（LCDS）の拡大も、リスクの最終的な保有者の把握を困難にしている。中には原資産の額を超えて取引され、最終的なリスク量が原資産から乖離し、現物による決済が困難な場合もある。更に、市場不正行為を防ぐために組織内に設置された情報の壁（チャイニーズ・ウォール）が、組織全体のリスクの把握を不明瞭にしている面もある。

これらの影響がもっとも顕著に現れるのが、被投資会社の破綻やデフォルトといったクレジット・イベントが生じた時である。意見の中には、FSAに破綻の際の処理を取りまとめるファシリテーターとしての機能を要望するものもあったが、FSAはINSOL<sup>10</sup>などの民間の取り組みを尊重するとし、今後も監督機関としての取り組みの必要性について検討するとした。また、デリバティブの問題についてもISDAによる現金決済の導入の取り組みなどに期待するとした。

## 3) 資本市場の効率性の低下

FSAが懸念として挙げたのは、プライベート・エクイティ・ファンドへの資金提供が大型化することで、上場企業の非公開化や部門や事業の切り出し（カーブアウト）が活発化し、長期的に上場市場の相対的な衰退につながるのではないかとということであった。

また、プライベート・エクイティの二次市場や企業の非上場取引の拡大によって、プライベート・エクイティとして魅力の無くなったものだけが上場市場に上場されるような状況にならないかとの懸念を提示した。

ディスカッション・ペーパーへのコメントでは、現状ではこうした懸念はほとんど観察されず、むしろプライベート・エクイティ会社は、流動性の高い上場市場が存在

<sup>8</sup> 被投資会社から見た契約上の債権者が第三者に移らない形で債権を転売する方式。

<sup>9</sup> 債権者としての権利を全て第三者に転売する方式。債務者の同意が必要な場合もある。

<sup>10</sup> International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals、企業の破たん処理に携わる会計士や弁護士の団体が加盟する国際的な組織。

することが、投資の出口として非常に重要であると認識しているとした。

FSA としても、現在のところ、この問題は顕在化するには至っておらず、また、監督者としても、上場市場と非上場取引のどちらか一方を推奨する立場にはないため、今後の状況を見守るという判断を下した。

#### 4) 市場不正行為

市場の信頼性を確保するという FSA の規制上の目的から最も懸念されているのがプライベート・エクイティに絡んだ市場不正行為である。最もこの問題が顕在化しやすいのは、上場企業の非公開化の時とされている。プライベート・エクイティ・ファンドによる買収だけでなく、上場企業の M&A 一般において、当該企業や、他の買収候補企業等の関係者に、価格に影響をもたらす重要な情報が広がり、それが不正利用されるリスクが存在する。これに対し、プライベート・エクイティ・ファンドの買収案件では、資金を手当てするために、多数の金融機関等にローン等の入札をかけることが一般的であり、情報の拡散がより大きいとされる。

また、最近ではプライベート・エクイティ会社やファンドが上場企業の発行する有価証券に、買収案件とは関係なく投資するケースも出てきている。グループ内にヘッジ・ファンドや LBO 債権を対象とする CDO の運用部隊を擁する場合もあり、部門間での情報のやり取りの懸念も出てきている。

これらの懸念に対しては、プライベート・エクイティ会社は、FSA の認可機関として FSA ハンドブックの市場行為規則 (Code of Market Conduct) や買収規定 (Takeover Code) の情報に関する規制に従っており、更に、EU の市場不正行為指令に基づく英国の規制の対象にもなっているため、既に監督上も経営においても、適切な対応が図られているとの意見が寄せられた。また、2006 年 12 月に 12 の業界団体<sup>11</sup> が共同で出した非公開情報の利用に関する協同声明のように、業界による自主的な取り組みも不正行為の防止に役立っているとの指摘があった。

FSA の判断もこれらの意見を認め、新たな規制を特別に設けることはせず、しかし、重要なリスクとして、引き続き市場監督部門の機能を使って注視していくとした。

#### 5) 利益相反

FSA は利益相反について、運用機関 (ファンド・マネジャー) と負債提供者の場合に分けて可能性を指摘している。前者のケースとしては次の 4 つを挙げている。

一つ目は運用機関と投資家 (出資者) との間の利益相反である。プライベート・エクイティ・ファンドでは、投資家との利害の一致を図るために、運用機関の従業員や

<sup>11</sup> Asia Pacific Loan Market Association、American Securitization Forum、Asian Securities Industry and Financial Markets Association、European High Yield Association、European Securitization Forum、International Association of Credit Portfolio Managers, Inc.、International Swaps and Derivatives Association、Loan Market Association、The Loan Syndications and Trading Association、London Investment Banking Association、Managed Funds Association、Securities Industry and Financial Markets Association の 12 団体。



パートナーもファンドに投資をすることが一般的であるが、運用機関が複数のファンドに投資している場合、より持分の多いファンドに優良な案件を持ち込むというインセンティブが働くのではないかという懸念である。

二つ目は、運用機関が複数のファンドを運用し、それらが同一の企業に投資している場合に、ファンドの投資家の中で生じる利益相反である。例えば、満期直前にあるファンドにとっては望ましい投資企業の売却が、設立後間もないファンドにとっては保持したほうが良いような場合である。

三つ目は、運用機関がヘッジ・ファンドや CDO を運用している場合である。プライベート・エクイティ・ファンドの案件のために、ヘッジ・ファンドや CDO に一時的に負債を保有させるようなケースが指摘されている。

四つ目は、運用機関の従業員やパートナーが投資先の企業の役員となっている場合である。例えば、複数の企業の役員となっている場合の人的資源の配分<sup>12</sup>や、ファンドへの分配の前に役員として報酬や株式、オプションの取得によって収益を得るインセンティブが働くなどである。また、運用機関が経営陣に対して株式やオプション取得のために資金提供することで、企業の経営を実質的に支配することなども挙げられている。

負債の提供に関わる利益相反としては以下のようなケースを挙げている。一つは、銀行が長期的に付き合いしてきた顧客企業がプライベート・エクイティ・ファンドの買収の対象となるようなケースである。特に敵対的な買収の対象となったときに、ローンの提供など収益性の高いプライベート・エクイティ関連ビジネスとの間で、企業に対して中立的な立場でアドバイスができるかということである。また、買収の発表は通常、既発債務の価格の下落を引き起こすため、トレーディング部門との間で利益相反が生じる可能性もある。また、競合する複数のプライベート・エクイティが顧客の場合、負債の提供に際して、当該負債の案件以外の要素、例えばアドバイザリー業務の提供などの要素が加わり、公正な判断がなされないのではないかということも懸念として挙げられている。

これらは、プライベート・エクイティ・ファンドが顧客である場合はもちろん、自社のグループにプライベート・エクイティ・ファンドがある場合に特に問題となる。

この他、ディスカッション・ペーパーに寄せられたものとして、プライベート・エクイティ・ファンドがグループに投資銀行を抱えていた場合の利益相反の問題、また、昔から指摘されていることではあるが、プライベート・エクイティ・ファンドが関与する MBO の場合の経営者の株主に対する忠実性の問題などがあつた。

FSA は、これら利益相反の可能性について業界は十分に認識しており、また、2005 年に FSA が行ったレビューとその後の CEO 宛のレターの発行<sup>13</sup>、フォローアッ

<sup>12</sup> 投資先に同業種がある場合や、一部の投資企業で投資の回収が進んだ場合などに、利益相反の問題が発生する可能性が高いとされている。

<sup>13</sup> Dear CEO letter of November 2005 ([http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/conflicts\\_18nov05.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/conflicts_18nov05.pdf))

プといった監督活動が大きな成果を挙げていることを確認した。しかし、利益相反については、市場不正行為と同様に市場の信頼性の確保の面で重要性が高く、今後とも監視と分析が重要な分野であるとした。

## 6) 限定的なプライベート・エクイティ市場へのアクセス

個人投資家によるプライベート・エクイティ・ファンドへの投資のアクセスが限定的で、また、募集に際して既存投資家が優先されることなどから、一部の投資家しかプライベート・エクイティ・ファンドの便益が得られないことが懸念として挙げられている。

FSA は、これらのリスクについては、市場の信頼性の確保や一般投資家の認知度を高めるという監督目的の上で問題があるとした。現状、年金やその他機関投資家を通じた投資が可能であるが、より広いアクセスを可能とするべく、プライベート・エクイティ・ファンドの上場の整備も重要であるとした。FSA は、既に、投資事業体（Investment Entity）の上場に関する制度変更に着手しており、2008 年第 1 四半期にはプライベート・エクイティ・ファンドの上場が容易となる制度変更が実施される見通しである<sup>14</sup>。

## 7) 市場の不透明性

FSA は、資産評価や運用報告書の基準が不統一であることや、投資家以外への情報が不足していることを問題点と提示している。一方で、プライベート・エクイティ・ファンドの投資家は、既に十分な情報を運用機関から得ており、また投資家の大部分は情報分析能力のある機関投資家であるため、現状のディスクロージャーには問題はないとした。運用報告書の統一については、業界団体が設定している国際的なガイドラインの利用などを奨励し、現状では規制の変更等は必要ないとした。

また、ディスカッション・ペーパーの発行以降、プライベート・エクイティ業界に対するディスクロージャーの問題について一般からの関心が高まった。しかし、未上場の被投資会社のディスクロージャーについては、FSA の所管ではなく会社法上の開示の問題であるとし、また、買収の過程における情報開示は、テイクオーバー・パネルが管理している買収合併に関するシティ・コード（City Code on Takeovers and Mergers）の問題であるとした。その一方で、後述するように、プライベート・エクイティ業界による幅広いステークホルダーを対象とするディスクロージャーの強化を目的とした自主的な動きについては歓迎するとした。

<sup>14</sup> Consultation Paper 06/4 “Implementation of the Transparency Directive and Investment Entities Listing Review”、Consultation Paper 06/21 “Investment Entities Listing Review - Further consultation and feedback on Part 2 of CP06/4”、Consultation Paper 07/12 “Investment Entities listing Review – Further consultation, feedback on CP06/21, policy statement on CP06/4 and CP06/21 and final Handbook text”、Policy Statement 07/20 “Investment Entities Listing Review - Feedback on CP07/12 and final Handbook text”、制度の変更によって、プライベート・エクイティ・ファンドだけでなくヘッジ・ファンドの上場も容易となる。

## 2. 自主性を尊重した最終的な対応

FSA は、今回、プライベート・エクイティ業界に対する監督の必要性について検討した結果、想定されるリスクのレベルから当面は従来の規制の枠組みで対応が可能と判断し、新たな規制の変更や導入は必要ないとした。監督上の変更が提案されたのは、プライベート・エクイティ会社からの年次報告に投資家からのファンドのコミットメント額を加えること、それと今後も状況について、継続して監視するために新しい監督チームを設定することのみである。監督チームは、2005年10月に設置したヘッジ・ファンド業界の監督の専門チームを改変し、新たにプライベート・エクイティ業界も含めたオルタナティブ投資全般を監督する専門のチームを設けることにした。

また、フィードバック報告書で随時触れられているように、業界団体における各種の自主的な取り組みを推奨している。このように、規制の便益(ベネフィット)とコストを考えて、FSA の経営資源をリスクの高い分野に効率的に配分し、更に自主的な活動を促していくというやり方は、FSA が近年実行しているプリンシプル・ベース規制の考え方の大きな特徴であるといえよう。

### III 透明性を高めるための自主的な取り組み

#### 1. ワーキング・グループによるガイドラインの設定

FSA の 2006 年 11 月のディスカッション・ペーパーでは、監督コストとリスクの観点から、現在のプライベート・エクイティ業界のディスクロージャー制度に大きな変更点は提案されなかったが、業界によるディスクロージャーの標準化や、より広いステークホルダーに対する開示を改善する動きに対して評価するコメントを出していた。

一方、プライベート・エクイティ業界は、近年、投資家やその他一般からディスクロージャーが不透明であるという批判が高まる中で、今後の発展にとって、業界に対する正しい知識を持ってもらう必要性を強く認識していた。

そこで、2007 年 3 月に BVCA の主導のもとにワーキング・グループを設置し、プライベート・エクイティ会社やファンドから投資を受けている被投資会社のディスクロージャーの強化、更にプライベート・エクイティ業界全体の情報発信の拡充について検討を開始した。

ワーキング・グループの議長には、ロンドンの金融界、特に、プライベート・エクイティ業界の重鎮といわれるデイヴィッド・ウォーカー卿を任命した。ウォーカー卿は、財務省及び金融監督当局の出身で、ロイズ銀行(現ロイズ TSB)の副会長、モルガン・スタンレーの国際部門の会長を歴任し、過去にもプライベート・エクイティ業界の改革を検討する各種委員会の座長を務めた経験を持っており、監督者と業界の両方の視点で制度を

検討できる適任者であった。

メンバーには、ブラックストーンや KKR、3i、アマデウス・キャピタル、ベイン・キャピタルといった有数のプライベート・エクイティ会社が参加し、事業会社からはブリティッシュ・テレコムが参加した（図表7参照）。

7月17日には、基本的な方針を提示したコンサルテーション・ペーパーが発表され、ディスクロージャーの対象となる企業やファンドの範囲、強化するディスクロージャーの内容、BVCAによる業界情報の拡充などについて、3ヶ月間にわたって意見が募集された。コンサルテーション・ペーパーには、プライベート・エクイティ会社や被投資会社、欧州の業界団体であるEVCA、財務省やFSA、ビジネス・企業・規制改革省といった規制当局、更に、TUCなどの労働組合やCBIなどの経営者団体などから50を超す書面でのコメントが寄せられた。そして、これらの意見を反映して、11月20日に最終的なガイドラインがとりまとめられた。

ガイドラインは、①プライベート・エクイティ会社もしくはファンドから投資を受けている一定規模以上の企業の経営情報や大口投資家に関する情報の拡充、②英国で活動するプライベート・エクイティ会社による年次報告書や投資家情報の拡充及び運用報告の標準化、更に③業界団体であるBVCAの監督機能の強化と業界情報の拡充の三つを大きな柱としている。

## 2. Comply or Explain をベースとしたガイドライン

ガイドラインの運営については、厳格な強制力を持つようなルールとしてではなく、対象機関が自主的に従うか、従わない場合にはその理由を開示するという Comply or Explain 方式が採用されている。従わない場合の説明については、企業のウェブサイト上で一般に公開することが求められている。

Comply or Explain 方式については、ディスクロージャーという制度自体に馴染むのかという疑問の声も挙がっているが、一方で、柔軟性を確保することで、多くの例外規定を設

図表7 ワーキング・グループのメンバー

氏名	現職
Sir David Walker	議長
Sir Michael Rake	ブリティッシュ・テレコム、会長
Adrian Beecroft	Apax/パートナーズ、副会長
David Blitzler	ブラックストーン・グループ、シニア・マネージング・ディレクター
Anne Glover	アマデウス・キャピタル・パートナーズ、社長
Robin Hall	Cinven、マネージング・パートナー
Baroness Hogg	3i、会長
Lord Hollick	KKR、パートナー
William Jackson	ブリッジポイント、マネージング・パートナー
Dwight Poler	ベイン・キャピタル、欧州マネージング・ディレクター
Rod Selkirk	ハーミーズ・プライベート・エクイティ、社長

(出所) ワーキング・グループ・ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

けたり、頻繁な規定の変更の必要がないという利点も主張されている。さらに、このようなプリンシパル・ベースの考え方は、国際的で多様性を重んじるプライベート・エクイティ業界において、ガイドラインの実効性を高める上で望ましいとされた。

ガイドラインの対象となり追加のディスクロージャーが必要とされるのは、プライベート・エクイティ・ファンドからの投資を受けている一定規模以上の英国企業（以下、被投資会社）と、それら企業に投資するプライベート・エクイティ会社である。被投資会社については、英国企業でかつ収入の50%超が英国からのものであり、従業員数がフルタイム換算で1,000人を超す企業となっている。また、企業規模については、非公開化の形でプライベート・エクイティ会社に取得された場合と、その他の手段で取得された場合で異なっており、前者の場合は買収プレミアムを含めた時価総額が3億ポンド、後者の場合は企業価値が5億ポンドを越す場合となっている。

プライベート・エクイティ会社については、FSAの認可を受けた機関であり、ガイドラインの対象となる企業に既に投資しているか、もしくは将来的に投資することが可能なファンドの運営や運用アドバイスに携わっている会社とされている（図表8参照）。これらの基準によって、プライベート・エクイティによって保有される65社の未上場企業、プライベート・エクイティ会社250社がガイドラインの対象となるとされている<sup>15</sup>。

### 3. プライベート・エクイティ会社との関係や投資家以外のステークホルダーに関する情報の拡充

ガイドラインの対象となる被投資会社においては、大口の投資家であるプライベート・エクイティ会社の情報や取締役会の構成など経営への関与に関する情報の開示が求められる。また、英国の会社法では上場企業に対して求められている内容<sup>16</sup>である経営環境やリスクなど、経営に重要な影響を与える事項についての情報開示が求められる。さらに、レ

図表8 ガイドラインの対象となるプライベート・エクイティ会社と被投資会社

プライベート・エクイティ会社	被投資会社
FSAの認可を受けた機関で、ガイドラインの対象となる企業に既に投資しているか、もしくは将来的に投資することが可能なファンドの運営や運用アドバイスに携わる会社。	英国企業で、英国での収入が50%超、従業員数がフルタイム換算で1000人超 a) 上場企業の非公開化の場合は、買収プレミアムも含めた時価増額が3億ポンド超 b) プライベート・エクイティ会社間での売買や市場外の取引で売買された会社の場合は、企業価値が5億ポンド超

(注) プライベート・エクイティ会社とはプライベート・エクイティ・ファンドの運営に携わっている機関を指す。被投資会社とはプライベート・エクイティ・ファンドから出資を受けている企業を指す。

(出所) ガイドラインより野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> “Pressure pays off as private equity code of conduct is watered down” Financial Time, November 20, 2007

<sup>16</sup> 2006年会社法第417条5項。

バレッジなど被投資会社において特徴的である財務情報の拡充も求められている（図表 9 参照）。

これらの情報については、企業のウェブサイト上での開示が求められ、年次報告については、決算後 6 ヶ月以内、半期のアップデート<sup>17</sup>については半期終了後 3 ヶ月以内に開示しなければならない。

また、被投資会社は、業界団体である BVCA に対して、統計情報や業界分析をまとめる上で必要となるデータの提供も求められている。収入や利益といった業績動向に加えて、雇用状況や資本構成、投資の状況など経営環境に影響を与えるような情報を提出する必要がある。

図表 9 被投資会社のディスクロージャーの強化

被投資会社に求められるディスクロージャー
a) 会社を保有しているファンドについて。また、ファンドを代表して英国で被投資会社を管理する経営陣やマネージャーについて。
b) 取締役会の詳細な構成。プライベート・エクイティ会社を代表する取締役や外部から招聘された取締役が認識できるような形で。
c) 2006年会社法417条に規定される事業概況について。上場企業に求められる第5項も含む。この第5項に含まれるのは、①将来の発展や収益性、企業のポジションに影響をもたらすトレンドや要素、②環境問題、従業員、社会的、地域的な問題に関する情報と、これらの問題に対する企業の方針とその効果について、③事業運営にとって重要となる契約を結んでいる相手の情報。
d) レバレッジなど、企業が抱える財務的なリスクを管理するための企業の方針について。財務諸表やキャッシュフロー計算書の脚注に絡めて。
e) b) や c) が有価証券の発行に係る資料で公表されている場合は、その内容をウェブサイトで公開。さらに、将来見通しの提示など、他の規制上問題が生じる場合はその点をウェブサイトで説明。

(出所) ガイドラインより野村資本市場研究所作成

図表 10 被投資会社から業界団体への情報提供

被投資会社からBVCAへの情報提供
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 収入、利益などの経営成果</li> <li>・ 雇用情報</li> <li>・ 資本構成</li> <li>・ 運転資本、固定資産、R&amp;D費用への投資状況</li> <li>・ その他BVCAから求められる情報(ただし、準備に余りコストがかからないもの)</li> </ul>

(出所) ガイドラインより野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> 半期報告については詳細な財務データは必要とされていない。

## 4. 年次報告書の作成が求められるプライベート・エクイティ会社

FSA のペーパーにもあるように、プライベート・エクイティ会社の多くは、リミテッド・パートナーなどの投資家向けには十分な情報開示を行ってきたが、一般には、経営内容や投資の内容に関する情報を、これまでは必ずしも積極的に開示してこなかった。こうした状況が、プライベート・エクイティ会社に対する一般からの不信を募らせた面もある。

今回のガイドラインでは、プライベート・エクイティ会社に対して年次報告書の作成もしくは、ウェブサイト上での情報の随時更新を要求している。ディスクロージャーの内容としては、プライベート・エクイティ会社に関する情報、被投資会社に関する情報、出資者（投資家）に関する情報が求められている。プライベート・エクイティ会社に関する情報としては、会社の構成や投資アプローチに関する説明、ガイドラインに対する方針、英国のオペレーションに関する情報や利益相反を防止するための体制についての説明などが求められている。しかし、プライベート・エクイティ会社の財務情報など、経営全体に関する情報は特に求められていない。プライベート・エクイティ会社の多くが国際的に活動する機関であり、事業内容が英国だけのものではないことや、過剰な負担を強いると、英国からビジネスが流出することが懸念されたためである。

出資者に関する情報については、英国に投資するファンドについて、地域別やタイプ別に分類した情報が求められている。タイプとしては、年金、保険会社、企業、ファンド・オブ・ファンズ、銀行、政府、寄付・学術基金などの機関投資家、個人、その他という分類が例示されている。

投資先に関する情報については、具体的な内容はガイドラインでは規定されていないが、被投資会社の概要や経営環境についての情報が求められていると想定される。また、被投資会社の経営戦略の大幅な見直しを行う際には、コンフィデンシャルという条件が無くなり次第、直接もしくは被投資会社を通じて、速やかかつ効果的に従業員とコミュニケーションをとることが必要とされている。

リミテッド・パートナー向けの報告については、これまでも十分に情報提供がなされていたと認識する一方で、報告の頻度や形式について EVCA のガイドラインに従うことや、資産の評価方法について国際的なガイドライン<sup>18</sup>を利用するなど、より標準化することが推奨されている。

また、7月のコンサルテーション・ペーパーでは、ファンドのパフォーマンスに関する情報の拡充、特に収益が財務的な要因によるものなのか、業界全体の評価や環境変化によるものなのか、経営戦略や業務リストラなどによるものなのか判断できるような情報を提供することが提案されたが、ガイドラインでは、個別企業やファンド・ベースではなく、まずは業界全体のデータとしてこれらのデータの拡充を行うことが示された。一部の個別

<sup>18</sup> 例として、International Private Equity and Venture Capital Board や Private Equity Industry Guideline Group のものが挙げられている。

のデータが独り歩きして、プライベート・エクイティ会社への批判が高まることなどが懸念されたと考えられる。

次に、プライベート・エクイティ会社から BVCA に対する情報提供の拡充も求められている。年次データとしては、英国での投資に関連する資金調達額や企業買収に関する情報、投資銀行や弁護士、会計事務所などに支払ったファンド運営に関するコスト、その他業界のパフォーマンスを評価するために必要なデータが求められている。

また、投資回収（エグジット）した案件については、投資利回りの要因分析に必要なデータを提出しなければならない。例えば、投資時点とエグジット時点の企業価値や資本構成、投資期間中の被投資会社の収益の推移などである。

## 5. 業界団体 BVCA の役割の強化

BVCA はこれまでも業界全体に関する様々なデータ提供や政策提言を行ってきたが、今回のガイドライン導入によってその機能がより強化される。

まず、業界情報の拡充については、プライベート・エクイティ会社や被投資会社から集めた情報を統合、分析し、年次報告書として公表する。この業務をサポートするため、新しく、会計事務所などの外部の専門家が採用される。また、新しく、投資利回りの分析を加えるだけでなく、エグジット後の企業のパフォーマンス分析も行うことが予定されている。エグジット後の企業の業績が芳しくないとの批判に応えようとするものである。

次に、ガイドラインのレビューと遵守状況をモニタリングするための機関（Guidelines Review and Monitoring Group）が、BVCA の内部に設置される。モニタリング機関は 5 名で構成され、議長を含めた 3 名はプライベート・エクイティと利害関係のない人物（「独立」委員）、残り 2 名はプライベート・エクイティ・ファンドのゼネラル・パートナーもしくは運用アドバイザーで構成される。委員には適切な報酬も支払われる予定である。

メンバーは BVCA の指名委員会の助言を受け、議長及び BVCA の理事会が選出する。また、議長の任期は 3 年で、継続性を確保するため「独立」委員の中から次の議長を選出する仕組みを採用している。BVCA は、既に 11 月 17 日に、ガイドライン作成のワーキング・グループの委員であったブリティッシュ・テレコム会長のマイク・レイク卿<sup>19</sup>を初代議長に選出している。

モニタリング機関によってプライベート・エクイティ会社や被投資会社がガイドラインを遵守していないか、もしくは遵守しないことについての説明が不十分であると判断された場合、議長は BVCA 理事会議長と相談のうえ、公開譴責もしくは会員資格の剥奪といった措置をとる。

この他、BVCA に対して新しく二つの重要な役割が与えられている。一つは、プライベート・エクイティ会社以外に対して、ガイドラインの利用を促す役割である。すなわち、BVCA の会員でなく、FSA の管轄下にもないが、プライベート・エクイティ会社に類似

<sup>19</sup> レイク卿は元 KPMG の会長であり、監査業務の経験からも適任とされたものと考えられる。



図表 11 プライベート・エクイティ会社のディスクロージャーの強化

プライベート・エクイティ会社に求められるディスクロージャー

- ・ 年次報告書もしくは随時ウェブサイトで更新。
- ・ 会社の構成と推移。投資期間やケーススタディなどの投資アプローチ。
- ・ ガイドラインの遵守の方針と、被投資会社へのガイドライン対応の働きかけ。
- ・ 英国における業務の経営陣について。利益相反を防ぐ仕組みについて（特に企業へのアドバイスと同時にファンドの運営を行っている場合）。
- ・ 投資する会社（被投資会社）の説明。
- ・ ガイドラインの対象となる被投資企業に投資するファンドへの出資者（及び出資する権利を持つもの）を分類した情報。国内と海外の分類、出資者のタイプによる分類（年金、保険会社、企業、ファンド・オブ・ファンズ、銀行、政府、寄付・学術基金などの機関投資家、個人、その他など）。

（出所）ガイドラインより野村資本市場研究所作成

図表 12 プライベート・エクイティ会社から業界団体への情報提供

プライベート・エクイティ会社がBVCAに提供するデータ

- a) 年次データ
  - ・ 英国企業に投資可能な資金調達額
  - ・ 企業買収と売却の取引額
  - ・ 他の金融機関や法律、会計、その他アドバイス・サービスに支払った手数料
  - ・ その他、業界のパフォーマンスを評価するためにBVCAが必要とするデータ
- b) エグジットした案件の投資利回りを要因分析するためのデータ（レバレッジや財務戦略によるもの、業界の市場評価や収益動向によるもの、経営戦略の変更や業務運営に関するものなどに要因分析）
  - ・ エントリーとエグジット時点の企業価値
  - ・ エントリーとエグジット時点の資本構成（資本の再構築や配当の情報を含む）
  - ・ 保有期間におけるグロスの投資利益の推移
  - ・ 保有期間における被投資会社の収入と利益の推移

（出所）ガイドラインより野村資本市場研究所作成

した投資活動を行う会社、例えば英国で活動するソブリン・ウェルス・ファンドやその他自己資金投資を行う会社に対して、ボランティアにガイドラインを受け入れるように働きかけるといった役割である。

プライベート・エクイティ会社からも、ノーザンロックの買収に手を挙げているヴァージン・グループや、英国の小売企業セインズベリーの買収に手を挙げているカタール投資庁などの例から、競合相手との間で不利にならないよう強く求められていた。ちなみに、カタール投資庁は、ウォーカー卿に対して、ガイドラインの受け入れを宣言していたとも報道されている<sup>20</sup>。BVCAとしては、早急にこれら「プライベート・エクイティ・ファンドに類似した機関」のリストを作成し、更に特別会員という制度を導入して、ガイドラインの利用を促すことが予定されている。

二つ目は、国際的なプライベート・エクイティ業界の自主的な取り組みに積極的に貢献するということである。具体的なものとしては、CFA インスティテュートの支援を受け

<sup>20</sup> “Call for transparency in Virgin’s Rock bid” Financial Times, December 11, 2007

ているグローバル・インベストメント・パフォーマンス・スタンダード（GIPS）といった運用報告書や販売資料におけるパフォーマンス開示のあり方についての国際的な標準化の取り組みが挙げられている。

## IV 終わりに

BVCA は、モニタリング機関は来年早々にも設置し、データ収集については 2008 年中に整備していくと述べているが、ガイドライン導入の具体的な時期については明言していない。

2007 年 12 月 11 日、ウォーカー卿は英国議会の委員会で行った今回のガイドラインの説明を行った。そこでは、7 月のコンサルテーション・ペーパーで提案されていた個別のファンドや企業についての投資利回りに関する要因分析について、最終的に業界レベルの開示にまで後退したことや、プライベート・エクイティ会社の経営陣やファンド・マネジャーの報酬開示についてなんら規定が無いことが、不十分であるとの批判が出た。同じような批判は労働組合等からも挙がっている。

しかし、本来、プライベート企業でもあり、しかも投資家向けには既に十分な情報提供を行っていると言われるプライベート・エクイティ会社に対してどこまでの開示を求めるかというのは非常に難しい問題である。FSA も市場へのリスクの大きさについて今後とも分析し、規制とコストのバランスを考慮して対応していく姿勢を見せている。

また、FSA にとっては、英国の金融サービス及び市場の国際的な競争力を維持するということが、監督規制上の重要な原則にもなっており、過度な規制が業界の発展を阻害することは望まないとされていない。近年のプライベート・エクイティ業界の発展は、ロンドンの国際金融市場として地位の向上に大きく貢献していると言われており、業界による自主的な対応を尊重するのはこの点においても重要である。

一方、プライベート・エクイティ業界にとっては、資金量の拡大とともに、隙間産業から経済や証券市場に大きな影響をもたらす産業へと発展していく中で、投資家や社会に受け入れられることの重要性も高まってきている。例えば、昨今、プライベート・エクイティ・ファンドの主要な投資家でもある年金基金等では、社会的責任を重視した投資ガイドラインを設けるところが多くなるなど、投資の透明性に対する社会的な要求が高まってきている。これらは、投資対象であるプライベート・エクイティにも間接的に影響をもたらすであろう。したがって、自主的なガイドラインの制定は、プライベート・エクイティ業界の更なる発展にとって重要なステップとなろう。また、ガイドラインでは、標準化など業界の国際的な活動において、英国のプライベート・エクイティ業界が主導的な役割を果たすことも目標とされている。英国の取り組みが国際的な議論に対してどのような影響をもたらすのかについても注目されよう。