

「個人投資家の資産運用 とゲートキーパー」

慶應義塾大学

島田晴雄 ゼミ

青柳健一

後藤俊介

宮弘樹

森本尚樹

2006 年12月

目次

はじめに

第1章 問題意識

第2章 国民にとっての理想の金融の状態

第3章 現状分析

第1節（1. 1） 個人金融資産の運用の状態

第2節（1. 2） 投資ファンドとは

第3節（1. 3） 個人投資家を取り巻く環境

第4章 政策提言

第1節（1. 1） 投資家のファンド投資を盛んにする

ための環境設備

第2節（1. 2） ファンドオブファンド（ FOF）の

必要性

参考文献・データ出典

第1章 問題意識

わが国の証券市場は一時の深刻な株価の低迷状態を抜け出し、回復傾向が顕著になっている。この間、「日本版ビッグバン」によって先鞭をつけられた金融システム改革の取り組みは引き継がれ、大幅な規制の撤廃によりわが国の金融システムは大きく変化を遂げている。

しかし「貯蓄から投資へ」の掛け声にもかかわらず、個人金融資産の過半は依然として預貯金に止まったままであり、証券投資の割合は他の先進諸国と比べてみても明らかに低い。私たちは預貯金の金利がゼロであることをはじめ、現在の日本において「資産運用を預貯金に比重を置きすぎるのは得策でない」と判断した。しかし、それが確かであるとするならば、なぜ預貯金から証券投資を始め他の資産運用の割合が思うように増えないのか、という疑問が生まれた。その背景には、預貯金より優れた商品が少ないのか。もしくは、優れた金融商品がありながらも、金融の知識不足や情報インフラの整備などが不十分なため、投資に踏み切れない現状がある等、個人投資家にとって様々な要素が存在していることが予想される。本論文では個人

投資家の

第2章 個人投資家にとって理想 の金融の姿とは

私たちは個人投資家にとって資産運用をするうえで、理想の金融状態を、「国民のニーズに合わせた金融商品が提供されている状態」とした。そしてこの理想を実現するためには、「誰でも、適切な価格で、良質で多様な資産運用を提供するような金融システム」が必要であると考えている。現在、預貯金が資産運用の大部分を占めているが、それ以外の選択肢を十分に取れるような環境を作る必要がある。それを実行するのは金融機関であり、設備などを整える政府の役割が欠かせないと考えている。

第3章 現状分析

第一節 個人金融資産の運用の状態

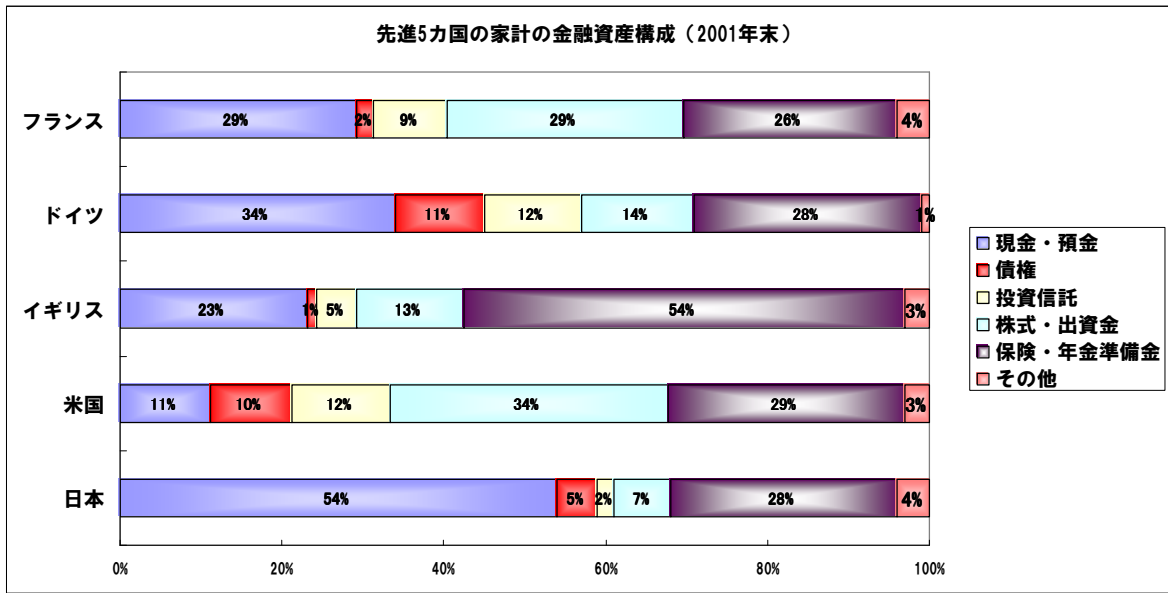
① 依然として高い預貯金比率と普及しない証券投資

日本の個人金融資産は、2004 年末時点で 1424 兆円の残高がある。この中の約半分に相当する 52.3%が預貯金（うち郵便貯金 15.8%）によって閉められている。預貯金が個人金融資産の約半分以上を占める構図は、高度成長期以来、ずっと変化してこなかった。G7 諸国の個人金融資産について減預金の構成比を比較すると、米国の 11.3%は突出して低いにしても、日本の 50%強の減預金の構成比は、欧州諸国の 20~30%と比較してもかなり高いことがわかる。この減預金のシェアの高さは、有価証券のシェアの低さと表裏一体の関係になっている。日本の場合、個人マネーが預貯金に滞留している結果として、株式市場に個人マネーを呼び込めないとも言えるだろう。

日本では、こうした問題意識から 1996 年 11 月の「日本型ビッグバン」が実行された。当時、いよいよ間接金融から直接金融の時代がやってくるという予想であったが、中々そのとおりにはならず、最近になって「貯蓄から投資へ」というスローガンの下、有価証券の割合が少しずつ上昇してきた、という具合だ。

日本版ビッグバンを振り返って、「株価が低迷していたから、証券投資が振るわず、預貯金からのシフトも起こらなかった」とする見方は可能であろう。確かに、株価が上昇しなければ、株式投資のインセンティブが沸かないという説明はわかりやすい。しかし、過去に株価が上昇していた 1988 年末の株式投資のシェアを確認すると、27.4%にとどまっている。バブル時ということもあり、1988 年度末はここ最高のシェアを記録するまでに増えた時期であるが、そのときでも株式のシェアは預貯金の 42.3%と比べると、逆転には程遠い状況であった。

ここでは、株価が比較的高いときでも投資家は預貯金にとどまり、預貯金のシェアが高いままであることの原因となぜ証券投資が増えないのかという原因を双方の視点で考えていくことにする。



② 預貯金の商品特性

預貯金が依然として高い割合を占めていることから、預貯金が個人のどのようなニーズに合致していたのかという分析をしていく。

個人の意識として、資産運用に求められるのは、投資元本の安全性である。「個人投資家と証券市場のあり方」の各アンケート調査（2005）によると、一様に「元本割れのリスクは怖い」という結果が相当な割合を占めている。個人は、まず元本割れをすらかどうかというフィルターをかけて、元本割れの可能性がある金融商品は選択肢の中からははずすと考えられる。元本保証の有無は、個人の金融商品選択の第一関門であり、証券商品は金融商品選択の最初の段階で選ばれないことが多い。このため、多くの国民がアメリカなど証券投資の割合が高い国と比べて、証券商品について知識を持っていないのは証券商品を選択肢の中から排除する傾向が強いからだと考えられる。

③ ポートフォリオ理論との兼ね合い

伝統的な資産運用理論では、金融商品にはリスクとリターンの配分に多様な組み合わせ

があり、資産配分はそのバランスを考慮して行われるとされる。しかしながら、現実の社会において個人投資家がこのポートフォリオの理論どおりに資産運用を行っていることは限らない。というのも、先ほどの個人投資家の選考により、「元本割れのリスクは怖い」という性質があるため、その性質に沿って多くの国民がポートフォリオ理論に関係なく、証券投資を実行せずに主に預貯金によって資産運用しているということがわかる。

個人が預貯金を選考している最大の根拠は、言うまでもなく銀行が元本保証をしている

ことにある。かつて金融行政が長い間、銀行は一項たりともつぶさないという護送船団行政を継続していたことも、銀行に対して信用利いす区を感じさせないという目的のためのものであった。92年にはじめて預金保険制度が発足し、90年代後半にかけて預金取扱金融機関の経営破たんが相次いだ、そ

れでもペイオフ解禁を延期してきたことによって、預貯金は制度的に元本割れリスクにさらされずに済んできた。そのため銀行に預けておけば資産運用は安心だという預金者行動がとられてきたということが言える。

④ 優位性を失った預貯金

預貯金がこれまで個人に選考されてきた理由を挙げたが、その条件が長い時間をかけて、かなり変化しているのが現実である。

まず、預金の安全性の大前提となっていた銀行経営の信頼性は、90年代以降大きく揺らいでいる。1997年冬以降の金融システム不安によって、銀行の不当神話は完全に終わりを告げ、それ以降の預貯金の信頼性はペイオフ解禁も2002年4月に定期性預金などに対する部分解禁が行われ、2005年4月には普通預金を含めて全面的に解禁された。確かに銀行の不良債権処理は山を越えたが、預貯金に預けていれば元本割れを回避できるという条件はすでに消失してしまった。また銀行の経営内容や収益力について、昔に比べて大きな格差が存在し、どこの銀行と取引しても同質とは言えない状況である。このことによって預金者が銀行と取引するときには、その銀行が信用に値するかどうか判断することを迫られることになった。

資産運用ということに関しては、預貯金金利はゼロ%近くまで低下して、ほとんど利子収入を見込むことが出来ない状況である。かつての高齢者の多くは預貯金の利子を副収入にして生活の糧を得ていたと考えられるが、最近ではそうした副収入は事実上ゼロにまで減ってしまった。証券商品と比べて預貯金は収益性の面で非常に劣る商品とみなされている。

⑤ 証券保有の現状

かつて預貯金は安全性・収益性・流動性のどの面でも優れており、且つ個人積み立て貯蓄に適しているという特性があった。しかしこうした特性は既に失われ、また金利がゼロ%近くまで下がっていることもあり、個人にとってかつてほど預貯金が魅力的な金融商品でなくなっている。それなのに、投資家が証券投資を選ばず、預貯金に大方の資金を置いているのはなぜなのであろうか？

その背景には、積極的な理由で預貯金を選んでいるわけではないが、収益性が得られなくとも証券に投資するリスクを考えると、預貯金に資金を寝かせておいたほうがよいとの消極的判断があることが予想できる。

しかし、証券貯蓄には長期的な資産形成としての有利さがある。若いころから資産を蓄積し、それを増やしていくために証券投資はメリットがある。資産運用の方法としては、流動性を犠牲にししながら、収益性を追求することになる。特に株式投資の場合には、投資元本が価格変動にさらされるために、元本割れをしたときの損失を吸収できる範囲の余裕資金を確保しておくことが望ましくなる。将来、損失が膨らみ、資産を取り崩すことになった場合に元本の損失確定部分を吸収するバッファに余裕資金が確保されるという理屈である。これはリスク許容力を蓄えた上で、長期間を見据えて収益機会を追求するスタンスといえる。総務省の「家計調査」によると、証券貯蓄に熱心な家計は「年齢層が高く、所得や貯蓄が高い」世帯であることがわかる。詳細を見ると、所得階層別では証券保有率が10%を超えてくるのが、

世帯年収 400 万円以上であり、年収 1000 万円以上になるとさらに保有率が上昇してくる。年齢別には、年齢と共に保有率が上昇し、60 歳以上で 10% 以上になっている。職業別には、自営業のほか、年金生活者（無職世帯）は 110% を超えている。貯蓄保有額の階層別には金融資産が 2500 万円以上になったクラスから証券保有率が 10% 以上になっている。

以上の証券保有の条件から判断すると、証券保有率の高さは所得要因と密接な関連があり、一定期間の収入から消費に回さない余裕資金が生まれてくると合理的な資産形成に取り組む余力が出来てくるという家計の姿が見ることが出来た。

第二節 投資ファンドとは

① 投資ファンドとは

元々ファンドとは、広く一般の投資家から資金を募り、それをひとつにまとめたもの（基金）を言う。つまり投資ファンドは投資を目的としたファンドということになる。

投資ファンドに集められた資金は、企業や商品といったある一定のテーマに沿った投資先に投資されることになる。投資によって上がった成果は、配当や売却益といった形で投資家に換言されることになる。これとよく似た形に投資信託があるが投資ファンドと投資信託には「ファンドの投資先」という面で決定的に異なる。投資信託がきちんとした取引相場のある株式や債権などに投資するのに対し、投資ファンドでは、未公開企業など正式な取引相場がなく、一般に流通されていないようなものを中心に投資することになる。

② 投資ファンドの種類

投資ファンドは、商法や投資事業有限組合法に基づき、多くは「組合」の形態をとって運営されている。組合による運営、簡単に言えば会社を経営するよりも少ないコストで設立できるというメリットがある。最近の投資ファンドの傾向は外資系の企業買収ファンド（バイアウト）ベンチャーキャピタルが組成するベンチャー企業への投資ファンドから、不動産投資信託（J-REIT）などさまざまな種類がある。また変わったものにアイドルファンドやゲームファンドなどユニークなテーマを対象にした投資ファンドも近年設立されている。これらのファンドには特典やプレミアムがつくことが多く、投資家からの人気を集めている。

① PE（プライベートエクイティ）とは

近年 PE（プライベートエクイティ）と呼ばれるファンドが投資家から注目をあつめている。PE は未公開株式のことを表し、株式を上場していない、未公開企業に対して投資を行う投資ファンドの総称のことを PE ファンドと呼ぶ。この

ような未公開株式に対する投資は、公開を目指す企業に対して成長を見越して出資し、将来的にその企業が大きく発展した段階で株式を売却して利益を得ることを目的としている。そのため、当然リスクが大幅に高くなる一方成功した株式の含み益は相当高くなることが多い。「投資ファンド」の中でも特にリスク、リターンとも高い部類に入り、「投資ファンド」の名前で「PEファンド」と呼ばれることもある。日本の産業の再編に関わることが出来る可能性を高く持ち、期待度が高まっている。

PE ファンドは投資先の企業の成長段階によって違う呼び方がされること
が多く、創業

されて間もない成長期の企業への投資は「ベンチャーキャピタル投資（VC）」、安定期に入り成熟した企業の株式の50%以上を取得し、経営権を握ることを「バイアウト投資」倒産したかもしくは倒産寸前の企業に対して再建へ向けて企業に投資するファンドは「事業再生投資」と呼ばれている。

② 投資ファンドの法的取り扱い

前出している「投資ファンド」、すなわちVCファンド、バイアウトファンド、事業再生ファンドはいずれも法的には「投資事業組合」という仕組みを利用している。但し、ここで言う「投資事業組合」という言葉は実は法律の用語ではない。新聞などのメディアで用いられている「投資事業組合」という言葉は法律で認められているいくつかの種類「組合」が特に区別されること無く使用されている。「投資事業組合」と呼ばれている投資ファンドは法的には、民法上の「任意組合」、商法上の「匿名組合」、そして投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく「投資事業有限責任組合」として存在している。

③ 投資ファンドと投資信託

「投資ファンド」の法的扱いである「投資事業組合」と形態が似通っているモノの一つに「投資信託」がある。投資信託は個人投資家が近年、証券会社や銀行の窓口、インターネットを通して購入が増えている人気のある金融商品であるが、この投資信託は、簡潔に言えば、多くの個人投資家が参加している大きな投資ファンドと言ってしまえることができるだろう。投資信託ではこの個人投資家は、運用そのものはプロのファンドマネージャーに完全に任せていて、利益ができたときにはその配当を受け取る（損失が出た際には元本われになるリスクも抱える）という仕組みである。投資信託の中には、安定利回りを重視する公社債投資信託や、元本われリスクは比較的高いものの、将来値上がりする可能性の高さを追求する株式投資信託など、投資対象、運用目的、運用手法が異なる商品に、個人投資家は自らの資産運用ニーズにあった商品を選択できるようになっている。「投資事業組合は投資信託をもう少し進め、ある分野に特化した形ということができるだろう。例えばインターネットに特化した投資ファンドや、ベンチャー企業への投資を中心にした投資ファンドなど、投資対象を狭く限定した投資事業組合が多く存在する。このような投資事業はリスクが高い投資であるが、大勢の人たちでリスクを分散し、出資者を募ることができれば投資をしやすくすることができる。このような理由が「投資事業組合が」利用される大きな理由である。

④ 投資事業組合と株式会社

ただし、「株式会社」についても「出資者と運用者が異なり、大勢の人たちでリスクを分散する」という仕組みについては「投資事業組合」と同様であり株式会社を選ばないことには理由にはならない。確かに株式会社は出資者である株主と事業を運営する取締役が高度に分離されているし、株主は小学の資金で株を買うことができ、大勢の株主顔詰まってリスク分散を可能にしているメリットが存在している。ただし、株式会社の取締役や監査役を揃えなければならないなど複雑な仕組み「投資ファンド」として利用するには実に多くの困難を抱えるといえる。事業に必要な資金調達を行うのにも大きな投資案件を実行するにも株主総会や取締役会などが必須になってくるため、機動力や柔軟性が求められる「投資ファンド」には株式会社の制度が逆にマイナスに働くことがわかる。このため株式会社の形態より「投資事業組合」の形態のほうが「投資ファンド」に向いていることがわかる。

⑤ 投資事業組合の3つの形態

まず民法を根拠とする「任意組合」とは、日本において投資ファンドが組成されるようになった80年代にファンドの形態として初めに使用されることがあった。ただし「任意組合」はもともと労働組合やマンションの管理組合などに使用され、投資ファンドのためだけにできている制度ではない。あくまで何らかの共通の目的を持って組成されている契約形態に過ぎないことがわかる。特徴として「任意組合」は法律上、全ての出資者が出資額の範囲を超えて無限責任を負わなければならないという構造になっており、投資ファンドとして利用するには課題を抱えていた。「任意組合」はその性質上、活用方法は投資ファンドに限らず多岐に渡り、当事者間で自由な取引の取り決めをすることが可能である。ただし、株式会社と異なり、任意組合と商売上の取引を始めようとする相手には、組合そのものではなく、それを構成する人的な要素を重視して取引をする事になる。したがって任意組合と取引を行う債権者の利益を法的に保護する必要性から、上記で述べたように任意組合の出資者は無限の責任を負うことになっている。

投資ファンドは、機動的かつ柔軟な資金調達・資金運用を行う必要があるため、様々規制を受けたり広く一般に情報公開をする必要性のある株式会社のような法人体制ではなく、私的自治的な組織運営の方法を取れる任意組合のほうが好都合といえる。ただし、任意組合は上記のとおり、無限責任を負うことになるため、投資ファンドが大規模化していくと、この責任の大きさがネックになり、自由な資金運用ができないことにつながってしまう。

任意組合がいわゆる商売にも商売以外にも遣うことのできる仕組みであるのに対して、匿名組合は商売に限って利用することのできる制度的枠組みである。匿名組合とは法的には「当事者の一方が相手方の営業のために出資を行い、営業によって生じる利益から分配を得ることを合意することによって成立する契約形態」となる。実際に業務執行を行うものを「営業者」と呼び、出資をするものを「匿名組合員」と呼ぶ。影響者は出資することなく組合の運営に専念し、自ら無限責任を負う一方、出資者である匿名組合員はお金を拠出するだけで組合運営については一切口を出さず、その代わり出資義務以外の義務は負わなくて良い（有限責任）という形になっている。匿名組合契約はその名のとおり、出資者の匿名性を確保した制度である。匿名組合にお

いては、任意組合と同様、組合そのものに課税されることは無く、事業を行っている営業者から課税されることになる。ただし、匿名組合事業から生じた利益または損失の額は、契約に定める配分割合に応じて匿名組合員に分配されているので、分配された利益（または損失）が匿名組合員の側のものと認識されることになる。よって営業者の側から匿名組合員に分配すべき利益（または損失）の分を控除した残額が最終的な営業者の利益（または損失）とすることが認められている。これをペイスルー課税と呼ぶ場合もある。

⑥ 高いリターンが期待できる未公開株式への投資

未公開株式への投資の最大の長所は、上場企業への株式投資では得られない大きなリターンを得られる可能性がある、問うことであろう。未公開企業の創業間もないころに株式を取得し、その後企業が順調に成長し株式公開を果たせば、大きなリターンを得ることが出来る。なぜならそのとき見公開株の値上がり率は 300%を超えることが多く、時には 1000%を超えるような株式も存在している。当然リスクが高いことも忘れてはならないが、資産運用の重要な選択肢の一つとして投資家は考慮の一つに加えるべき投資であろう。

⑦ 未公開株式投資のリスクについて

高い成長率を期待できる反面、多くのリスクを抱えるのが見公開株式の特徴である。経営が未熟であったり、事業計画が計画通りに進まなかったり、期待通りの高い利胃液が得られる保証はほぼない。最悪の場合には倒産する可能性も十分にあり、これらの点が未公開株式投資の最大のリスクであるといえよう。

⑧ 投資家から見た未公開株式投資

一般の投資家から集めた小口の資金をプールして特定の企業や商品に投資をすることが出来る、という意味で個人では投資が難しいものへ投資をすることが出来るという点が大きなメリットであるといえる。また専門化が高度な金融技術や経験を駆使して投資をする、という点、さらに、一つの対象に限らず、複数のものに分散投資するのでリスクが軽減されるというメリットがある。

⑨ 未公開株式投資への投資環境

一般の投資家が未公開株式の情報を収集することは難しいのが現状である。ただし、未公開株でも日本証券業協会に届けられた銘柄についてはグリーンシート市場で入手することが出来る。また近年はインターネットでも情報を収集することが出来る。ただし、不当に高い株価で売買されていたり、名義変更が出来なかったり、売買単位に満たない枚数で販売されていたりする場合も多くある。このような意味で日本は未公開株式の投資環境としてはまだまだ見設備で投資インフラの強化をしていく必要があるといえる。

第三節 投資家を取り巻く環境

現在、投資家に提供されている金融商品の数は極めて多い。ここでは主たる金融商品をいくつか紹介する。

①投資信託

簡単に言うと、次のような特徴が挙げられる。

第1に、自分の金を素人が自身で運用せず、専門家（ファンドマネージャー）に委託して、巧みに運用してもらう方法である。

第2として、1つの投資信託は、個人が持っているのではなく、不特定多数の人が投資に相乗りしているということである。自分ひとりでは大金を持たないので、多くの投資家が参加しているという分散投資の形をとっている。ここの投資は小さいが、これを集めて大きなファンドにまとめて専門家が手がけるというメリットがある。

特定多

第3は「信託」という名前が象徴するように、プロに運用を任せて委託してしまうことである。「お任せ」とは自分で運用していきたいが、アドバイスする人も身近にいないから行うのである。

第4に、分散投資をしたいから、少ないお金でさまざまな商品を組み合わせた商品を買いたいからである。

投資信託はきわめて種類が多く、世界中に 5,000 種以上あるということだ。そして「元本保証の商品ではない」ということである。投資信託をリスクとリターンの組み合わせでグループ分けすると、以下のグラフに示すように段階で分けることが一般化している。リターンの大きいほどリスクが大きい。投資信託の仕組みは以下のグラフに示すとおりである。

5

今後の自分の生き方において、どのくらいリスクを覚悟してリターンをとるか。このあたりはその人のキャラクターによるものである。投資信託は長期保有が原則であるが、安全を望むなら 国際・公社債を多く組んだ投資信託、リスクを少々我慢すれば株式を組み込んだ投資信託ということになる。ベンチマーク（日経平均など基準になる指標）と比較して見分ける。

②デリバティブ

ハイリスク・ハイリターンの代表的金融商品であり、投資信託に組み込まれている。デリバティブは「金融派生商品」といわれている。伝統的金融商品、通貨、金利、株式、商品などには、先渡し、先物、オプション、スワップの取引が派生して出てくる。それをデリバティブと呼ぶ。

デリバティブの歴史は古いものだが、ここにきてデリバティブの規模が拡大してきた。その理由は、資産蓄積の進展によるリスクの高まりへの対応、金融がグローバル化し、コンピュータネットの発達が生む金融ハイテクの進歩、国境の消失に伴う自由化によるリスクの高まり、さまざまな規制（たとえば BIS 規制）の存在とその回避などが挙げられる。デリバティブの目的は、金利、為替、そのほかの市場商品の価格変動をヘッジしてリスク回避することであったが、次第に投機による利益追求がクローズアップしてきた。

③ 401k 年金

企業年金などの私的年金は、日本では将来の年金給付額を定めておく「確定給付型」が中心であるが、超低金利時代を通し予定利率で運用することは困難であり、積み立て不足が問題を解消するため、「確定拠出型年金」401k プランを導入する動きが高まった。401k プランとは米国で内国歳入法条項による税制優遇措置を受けることが出来るというものである。このプランの加入者は所得税課税前の所得からの拠出が出来て、これに事業主からの拠出金が加算されて運用される。さらに資産運用収益への課税は、年金受給時まで繰り延べられる。

④商品ファンド

現在の日本は、預貯金に偏重しているが、低金利が続き、しかも円という通貨の相対的価値下落の危機を含んでいる。

しかし預貯金が強かったのは、次の理由による。

- 1) 過去の 30 年近くの間「円の相対的上昇」である。1 ドル 360 円が 110 円台に上昇した。
- 2) 過去 10 年にわたる「インフレの沈静化」であるしかしこれは長続きしない。

預貯金の次に、国民に参加を勧められるのは「国内債券」である。

ここに投資信託に似た「商品ファンド」がすすめられる面がある。仕組みは投資信託に似ており、不特定多数の投資家から資金を集め、それを先物取引全般に投じ、プロが運用する。

投信が有価証券類での運用を行うのに 対し、商品ファンドは「先物取引全般」を対象とする。

第四章 政策提言

第一節 ファンド投資を盛んにするための 環境設備

① ファンドオブファンド（ゲートキーパー）の必要性

これまで述べたように現在の日本の投資環境を改善し、資産運用によって家計の経済厚生を高めるためには預貯金や従来から存在している金融商品に加えた新たな資産運用の選択肢が不可欠である。新たな投資機会が提供されることにより、家計はそれぞれのニーズに合わせた資産構成を実現することができる。従来存在していなかったリスク・リターンに対応する独立系ファンドへの投資を積極的に促し、日本において資産運用の新たな選択肢の一つとして成熟したものにするためには投資家へのディスクロージャー等従来から求められているものを含め、投資環境の整備が求められておりその投資環境の実現にはファンド・オブ・ファンズが大きな役割を果たすと考えられる。ここで、大きく分けて 2 つの役割を果たすファンド・オブ・ファンズを、投資信託という商品としてファンドを組み込むものと、運用助言や投信評価という投資家へのファンドについて情報提供を行うもの（ゲートキーパー）、の 2 種類に分け、また定義する。両者は機能として互いに完全に独立しているものではなく重なっている部分もある。また、投信評価を行い、ファンドを組み込んだ投資信託の組成も行うというファンド・オブ・ファンズも存在する。

まず、前者の商品としてのファンド・オブ・ファンズの果たす役割について考察する。複数の投資信託で運用する商品としてのファンド・オブ・ファンズの残高は伸び続け、残高で 10 兆円を超えた。（2006 年 9 月末、2006 年 11 月 10 日、日経金融新聞）これは投資信託等一般の金融商品全般に言えることだが、ファンド（投資信託）という金融資産の形態をとる以上、資産の小口化、金融システムの安定という観点からみたリスクの分散等があげられる。先述移したように、独立系ファンドは高収益が期待できる投資を行っており、資産規模が相対的に小さいものも多い。しかし、それでもほとんどが私募形式という形を取るため、独立系ファンドに投資する投資家はほとんどが機関投資家や富裕層に限定される。また、ファンドの資産規模としては大手の証券会社等と比較すると小規模であるが、それでも個々の投資家の投資額からみるとその投資額は非常に大きい。言い換えると、独立系ファンドの

特徴として、少数の投資家（ここでは機関投資家や富裕層）から大口の出資を募るということである。しかし、独立系ファンドに投資する機関投資家が新たな金融商品を作成することにより、より小口化された金融商品の提供を促すことができる。ファンド・オブ・ファンズはこのようにして、家計（ここではマスとしての家計を指す）の新しい投資対象の選択肢の提供、資産運用の多様化に役立つと考えられる。

次に、ゲートキーパー・投信評価会社（運用助言を含む）としてのファンド・オブ・ファンズの役割について考察する。ここで定義されたファンド・オブ・ファンズとは、主として投資家に情報提供を行う主体を指す。銀行預金を中心とした従来の間接金融では、預金保障制度のもと、貯金者は基本的に投資先について十分な情報収集をする必要がなかった。それは言い換えると、金融システムという視点から見ると銀行に過度にリスクが集中するということであり、一般の家計にとって銀行はリスクフリーの投資対象であった。間接金融ではなく直接金融という視点から家計の投資をみると、間接金融のときとは異なり、家計が銀行選びを超えるリスク負担をすることになる。直接金融という金融システムの上では、投資家は投資対象について十分な情報収集を行う、投資家のニーズに合わせた資産構成にするといったことが必要になるが専門的な知識を持たない投資家にとっては多くの機会費用を発生させるものである。従来は証券会社等も大きな役割を果たしてきた分野であるが、金融とそれを取り巻く環境の変化に従い、その変化に適応したゲートキーパーが求められる。従来は存在していなかったような投資対象が出現する以上、その投資対象を分析・情報公開する専門家が必要になる。具体的な例として、独立系ファンドに対して、格付けと同様の意味を持つような機関が必要になる。投資家はその情報を参考に投資することになる。またそういった機関だけでなく、2006年に制定されたファンド規制の例があるが、法整備としてディスクロージャー等が一般投資家にも十分に担保される必要がある。資産運用の選択肢が増えることは望ましいが、投資家がリスクを把握した上で投資できるフェアなインフラの構築が求められている。

第二節 投資ファンドの情報開示

アメリカの資産運用業界の団体である AIMR では、PE ファンドの投資パフォーマンス「開示基準として、ファンドの設定時からのネット IRR とともに、「ビンテージ・イヤー概念」に基づいた相対的な IRR 比較（比較対象となる同年度設定の PE ファンドの平均的な IRR との比較）の開示を義務付けている。欧米ではベンチャー・エコノミクス・インフォメーション・サービズ（VEIS）などの民間調査機関がファンドの設定念に応じて比較対象となる平均的な IRR のデータをかなり詳細な形で提供している。

PE ファンドの投資家に対する運用状況の情報開示としては、年 1 回の投資報告書の配布、投資報告会の開催がある。規模の大きいファンドの場合は、四半期ごとに投資報告書を作成、投資家に対して配布するところもある。報告書のうち、定量的に重要な内容は①各ファンド投資家のファンドに対する投資誓約額の払込額の状況、②各ファンド投資家のキャピタルアカウント（資

本勘定)、③ファンドの NAV (純資産価値) である。また、 PE ファンドにもよるが、投資先企業の財務状況や将来の業績予想を開示するものである。

PE ファンド期間中の定量的パフォーマンス測定が難しいので、投資家が PE ファンド投資の進捗度合いを把握するためには、補完的な手段として定性的なパフォーマンス測定手法を用いる必要がある。それは PE ファンド投資先企業の財務状況を含んだ かなり突っ込んだものである。

ビンテージ・イヤー概念に基づく比較

アメリカのファンド運用業界の任意団体である AIMR (American Institute of Management & Research, 投資管理・調査協会) では、 PE を含む各投資ファンドの投資パフォーマンス開示の基準を発行している。その中で AIMR は、各 PE ファンドに対し、ファンド設立時以来の“ネット” IRR (投資家の負担すべき管理報酬、費用、成功報酬控除後で計算されたファンドの IRR) の開示を義務付けるとともに、ビンテージ・イヤー 概念に基づいた比較対象となる平均的な IRR との比較結果を公開することも求められている。

「ビンテージ・イヤー概念」については、 PE ファンドのリターンを評価する際、その同年に設定された同種の PE ファンドを比較対象として定めたものである。 PE ファンドのリターンが、設定年からの経過年数によって左右されることが経験的に裏付けられているからである。

ベンチャー・エコノミクス・インフォメーション・サービスズ (VEIS) は、毎年、 1200 以上の欧米 PE ファンドを対象に、 IRR 集計をとっている。さらに、その中から、 PE ファンドの種類と設定年ごとに、“プールド” IRR や単純平均ならびに加重平均 IRR などを計算している。

プールド IRR は集計対象のファンドをあたかも 1 つのファンドであるかのようにファンドの出入キャッシュフロー総額をベースに IRR を計算するベンチマークである。ここではじき出されるのは、あくまでも種類、設定年ごとの合成 IRR ということになるが、投資家は同じビンテージ・イヤーで同じ種類のファンドをこうした合成 IRR と比較することによって、投資先の PE ファンドの進捗状況、パフォーマンスのレベルをある程度把握することが出来る。

VEIS が提供しているプールドや平均などの合成 IRR はアメリカの VC ファンドについてはシード、アーリーステージ、レーターステージ、バランス型 (つまりすべてのステージを網羅) の 4 種類であり、バイアウトファンドはバイアウトとメザニンの 2 種類である。ヨーロッパのファンドは VC がアーリーステージと発展段階の 2 種類、バイアウトは 1 種類、そして一般 (特化型でないファンド) という 4 種類に分けられている。さらに、ファンドの規模ごと、あるいはそのファンドがその GP (ファンド運用者) によって運用する何番目のファンドか (最初か 2 号以降かなど) によっても区別されるなど、かなり細かく分類され、所与条件ごとにパフォーマンスデータの比較が出来るようになっている。

ただ、いかに条件が似通ったファンドとはいえ、ファンドによって時価評価方法がかなり異なっていることはよくある。 PE ファンド投資家としては、このような統計的なリターンデータのみに頼るのではなく、ある程度はファンドの投資先企業の財務内容や将来の展望にまで首を突っ込まなければ、パフォーマンスの実態はつかめない。

また AIMR が発行する基準には、時価評価方法に関していくつかの奨励事項を定めている。 VC の場合は業界で定めたガイドラインを遵守すること、バイアウトに関しては、取得価格もしくは類似会社方式で時価を算出すること、といった内容である。類似会社として公開企業を使用した場合、未公開株の非流動性を評価に反映するため、算出した価値からさらに割り引く必要があることも指摘している。 PE ファンド運用の業界団体と同じように、かなり解釈の幅を残した基準である。また、 IRR 以外に投下資金の回収倍率の計算と開示を奨励している。

ファンドの情報開示の現状

「時価評価」についても、イギリス系のファンドの場合は、以下の表のようなイギリス・ベンチャー・キャピタル協会（ BVCA ）が定めた投資家に対する投資先企業についての情報開示基準がある。

社名と立地
簡単な事業内容の説明
財務内容（直近 2 年分）
売上げ
利払前税引前利益（ EBIT ）
税引前利益
税引き後利益
特別損益
支払配当金
正味資産額
ファンドが保有している株式の：
持分比率
取得価格
投資年月日
時価評価
評価方法と根拠
投資回収の有無

※このうち、「時価評価」の算出方法には、いくつかの方法がある。

しかし、アメリカには投資先企業の財務内容などの情報開示に関する決まりはまったくない。そのため、ファンドによって情報開示の姿勢にかなり格差があるのが現状である。

定性評価のポイントとモニタリング体制の構築

PE ファンド投資家としては、 PE ファンドの公表するデータをもとに、投資パフォーマンスを評価するわけであるが、最も一般的な IRR でさえ、 PE ファンドの投資回収がかなり進んでいない限り、投資パフォーマンスの尺度としてはあまり意味を成さない。そのため投資回収がある程度実現するまでの間は、それに代わる投資パフォーマンスの評価方法が必要である。 IRR などによる「定量的」な投資パフォーマンス測定ができないとすれば、必然的に主観的で「定性的」なものにならざるを得ないと考える。

「定性的」なパフォーマンス測定とは、すなわち、ファンドの表面的なパフォーマンスや GP によるポートフォリオ企業の時価総額の情報を収集した上で、それだけに頼るのではなく、投資家自らがファンドの投資実績に独自の評価を下すことである。

そこで、投資家の側で評価すべき「定性的な」ポイントとしては、以下のような項目が挙げられると考えられる。

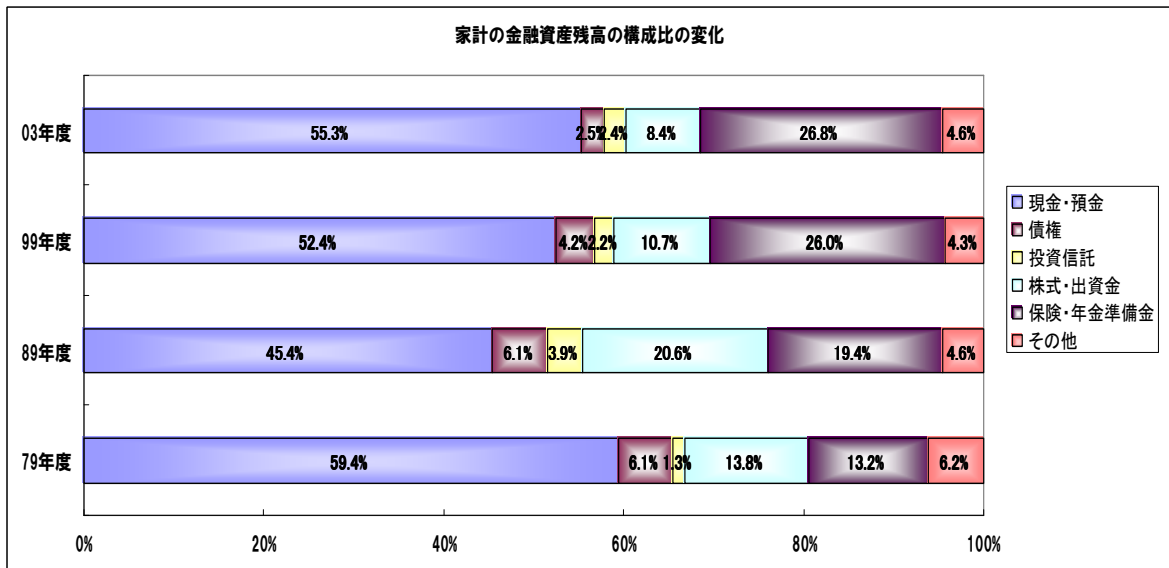
(1) 投資先企業の状況
①知名度、市場から注目度、マネジメントチームの評判
②成長度合い：順調に企業価値創造が行われているか
③財務内容
④資金調達（増資）歴（株価、増加額など）
(2) 投資条件—書く出資案件の以下のポイントにつきチェックをする
取得株価、持分比率
経営への影響力（取締役専任権など）
希薄化防止策
事業計画未達のリスクヘッジ
投資回収に関する権利
(3) ファンドの投資方針と実際の投資との間に整合性はあるか
(4) ファンドの GP に変化はないか、その理由は
(5) 投資戦略の変化
(6) 投資環境の変化

なお、投資家としては、上記のポイントをチェックするために、自社内で意欲的な「モニタリングプログラム」のルールを構築することが大切である。「定性的」な部分の多いパフォーマンスの評価であるからこそ、一貫した基準で、評価を行うためである。「モニタリング」の対象となるべき要素は以下のとおりである。

(1) ファンドごとに担当を決めるなど、各ファンドのモニタリングに関する責任を明確にすること
(2) アニュアルミーティングやその他のアドバイザリーボードミーティングなど、ファンド GP による説明の場へは欠かさず参加し、積極的に発言・質問すること
(3) 投資状況把握のため、ファンドの主な投資先企業へ訪問すること
(4) ファンドが発行する定期報告書のレビューを徹底すること
(5) 四半期ごとに各投資先ファンドの IRR 計算を確認すること
(6) ファンドの投資先企業のデータベースを構築し、それを随時更新すること
(7) 定期会合のとき以外でも、GP とひんばんに情報交換を行うこと

同様に、ファンドの投資先企業に対するモニタリング姿勢はどうか、という点もファンドを評価する際には非常に重要である。少なくとも、投資先企業 1 社当たり、必ず担当のパートナーがつく形で、その企業の財務内容を常に把握しておく必要がある。基本としては PE ファンドの投資家の立場でも、あるいはファンド GP の立場でも、投資・出資先で「不意打ち」的な事態の変更がないように、情報網を張り巡らせなければならない。

「金融システム」の種類と変化



【参考文献】

日本証券業協会（ 2005 年）「個人投資家と証券市場のあり方」中央 経済社
 マイケルJコーパー（ 1999 年）「プライベートエクイティ」東洋経済新報社
 田中慎一・保田隆明（ 2006 年）「投資事業組合とは何か」ダイヤモンド社
 白石渉（ 2005 年）「金融のワンストップショッピング」清文社
 藤原賢哉（ 2006 年）「金融制度と組織の経済分析」中央新聞社