

## 近未来金融システム創造プログラム第 4 回講義レポート

第 4 回目となる本日は、産業革新投資機構の代表取締役専務 (CIO) として組織発足を手がけた、ソラリス・マネージメント代表取締役の戸矢博明様と、フォートレス・インベスト・グループ・ジャパン在日代表の山下明男様から、「投資ファンドは何を目指すか」という題目で講義が行われた。今回の講義はパネルディスカッション形式で行われ、近年注目を集めている投資ファンドについて、立場の異なるお二方にお話いただいた。

### ファンドの役割と将来 (戸矢博明様)

ヘッジファンドに明確な定義はないが、ヘッジファンドは顧客からお金を集めて、多様なアセットの中から選んだ様々なものに投資する、集団投資スキームをもつ存在である。ヘッジファンドが普通の投資家と違うのは、価格変動に身を任せず、ロング (買い) とショート (売り) を両建てにすることでリスクをヘッジしていることである。例えば、同じ業界の企業の株など、同じような値動きをする株に関して、売りと買いの両方を行うことは、ヘッジファンドの代表的な戦略の 1 つである。また、スペシャル・シチュエーションズという特殊な状況に着目した投資戦略もある。倒産しそうな重要企業の価値をファンドが計算し、購入することで援助するようなケースである。

ヘッジファンドの基本的なルールは、マーケットの動きに関係なくリターンを累積することである。どんな時でも利益を出すこと、つまり「Absolute Return」の確保がミッションであり、お客さんに期待されている。

#### 【ファンドとは】

全般的なファンドには、集団投資スキームであること、直接金融の担い手であること、個人向けと機関投資家向けで規制や商品が異なるといった特徴がある。また、倒産隔離性の確保と二重課税の阻止の二つの観点からファンドストラクチャーは複雑になっている。ファンドの投資対象は多岐にわたり、株式や債券はもちろんのこと、美術品やワイン、船舶といった現物資産などにも投資しており、その投資対象は年々広がってきている。しかし、何に投資するにせよ、具体的な話はここでは省くが、キャッシュフローを細かに計算し、企業価値を測ることと、リスクとリターンの対比を常に意識することが多種多様なファンドに共通して重要な考え方である。企業の根源的価値に対し、マーケットプライスが下がった時に買い、上がった時に売ることが理想的である。このような行動によりヘッジファンドはマーケットを破綻させるなどと世間から言われることもあるが、ヘッジファンドは世界が破

綻することは望んでいない。むしろ、マーケットプライスが根源的価値に収束することを望んでいる。

代表的なファンドの種類は、3つに分けることができる。一つ目は、未公開企業を買収し、依頼を受けて自ら経営を変えていく Private Equity (PE)。二つ目は、起業家にベットし、ベンチャーの経営を支援する Venture Capital (VC)。三つ目は、マーケットのリスクと戦い必勝パターンを模索する Hedge Fund (HF) である。これらのファンドはそれぞれ雰囲気異なっている。また、最近では社会への影響を考えたインパクトファンドや ESG ファンドなど、異なる切り口のファンドも増えてきており、色々な社会的な取り組みに資金を回す役割も担うようになっている。。

### 【ファンドの役割】

日本のマーケットではかつて、銀行が強い力を持っていた。しかし現在では、リーマンショックを経て、世界的に規制により銀行がお金を出せる範囲が狭まってきており、銀行はイノベティブなことはしにくくなっている。そこで、もともとは銀行が果たしていた、企業や有益なプロジェクトに資金を提供する役割を代わりに担う機関が必要となり、これを今後担っていくことになるのがファンドだろう。世の中からは、ファンドは何をしているのかよくわからないといわれることもあるが、世の中にお金を回すという重要な役割を果たしているのだ。

## 投資ファンドは何を目指すか（山下明男様）

### 【投資ファンド (PE) と投資機会】

投資ファンドを運営するにあたって最も重要なポイントは、とにかく安く買うことである。そのためには、経済情勢を把握し、利益を生み出せるようなシチュエーションに介入することが必要である。フォートレスが身を置く世界は他のヘッジファンドと異なり、不動産を多く扱うゆえに資産流動性が低いことが特徴である。投資対象は、ハイリスクハイリターンであるオポチュニスティック型のキャピタルとコア型のキャピタルに分けられる。業界のリターン水準は共通しており、IR20%を超えることが一般的に求められる。

なぜ近年、PE は投資先として日本に興味があるのか。現在の日本では、コーポレートガバナンスが大きく変わってきており、株価が上がらないような経営をしていると、大株主などから指摘を受けるようになった。そこで、投資するものに対してリターンを上げることに、より注力するようになった。そこで、企業はコア事業にフォーカスするようになり、ノンコアの事業は外部に売却するようになった。そのため、日本においてはPEのニーズにマッチする、スペシャル・シチュエーションズなどの状況が多く生じるようになり、日本の市場が注目を集めている。また、我々は民営化に対しても興味がある。公共セクターが運営する事

業には効率性の観念は一般的には重要視されない。そこで、効率性に欠けるアセットを民間ファンドが投資し、ファンド独自のプラットフォームで効率的に運営し、キャッシュフローを上げることができれば、リスクに見合ったリターンを得ることができる。他にも、日本の良いところとして、リクイディティが高いことがあげられる。投資だけでなく、イグジットをどうするかというのもファンドにとって重要なのである。また、日本は金利が極めて低いため、イグジット・リターンを伸ばしやすいという点でも良い市場である。

### 【投資の要諦とは何か】

投資において常に意識するのは、認識されるリスク（パーシブルリスク）と実際のリスク（アクチュアルリスク）との関係である。ファンドにとって理想的であるのは、前者が高く、後者が低い、割安な状況である。このような状況のわかりやすい例は、リーマンショックである。リーマンショックの際はまさに、キャッシュフローはあるがリクイディティがなかったため、企業の原資産の本源的価値が投資金額を大幅に上回っているという、割安な投資機会に恵まれていた。これに比して直近では、ゼロ金利に加え色々なショックがあったため、プライシングが誤った方向に進んでしまい、アクチュアルリスクがパーシブルリスクを超過してしまっている。つまり、投資価格が原資産価格に対して割高となっており、魅力的な投資機会には恵まれていなかった。また、ファンドは通常の経済状況においてより、金融市場の混乱などスペシャルシチュエーションがある経済状況において利を取れる。また、投資分析においては、「You cannot expect unless you inspect.」、「Be specific.」などと言われるほど、自分たちの手で調査・分析することがとても大事にされており、調査が済み、利益を出せる確証を得られるまでは投資を行ってはならないとされている。

。

## ディスカッション（戸矢博明様、山下明男様）

・大学ファンドなどの政府ファンドに未来はあるか。

戸矢博明様よりご回答：

長期運用をするには、ある程度流動性を犠牲にする代わりに、マーケットリスクを下げる投資手法が向いている。これを総称してオルターナティブといい、ヘッジファンド、PE ファンドなどが含まれる。大学ファンドについては、財政投融資という国の資金が出所であることなど、なかなかチャレンジングな建て付けになっていると思う。海外の大学、例えばハーバード大学やスタンフォード大学は、卒業生の寄付でファンドを作り、研究を行うための資

金を回している。運用手法は、こうした海外の例が参考になると思う。JICのような官民ファンドは、日本発の大きいファンドがないために登場した。大学ファンドのような資金規模の大きいファンドが存在することは、小さなファンドがいくつも存在するより、交渉力を持つことができる点で良いと考える。

・なぜ日本発のすごいファンドは出てこないのか。

山下明男様よりご回答：

昔は私も同じように疑問に思っていたが、やはり難しい。日本人のみのファンドは、ファンドサイズが大きくなりづらいからだ。グローバルで、アメリカチームが経営を行っているファンドは、常にアメリカからフィードバックをもらうことや、同じグループのファンドがアメリカではどのような戦略をとっているのか参考にできるが、日本発のファンドではそういったことができない。そのため、日本初の大きなファンドは登場しがたいと思われる。

しかし、クロスボーダーでイグジットすることも多々あるため、そもそも日本だけにこだわる必要はないと私は考える。

## Q&A

Q1. 投資先企業のキャッシュフローを向上させる方法や要因とは何か。

案件と自分たちのプラットフォームとでシナジーがあったことが、成功の要因の1つである。また、我々が持つファンドとしての経験を生かしたことも成功の1つだ。リスクを取りながらも安く買うという地道なステップを重ねていくことも大切である。

Q2. パーシブルリスクとアクチュアルリスクをどのように見分けているのか。また定量化はどのように行うのか。

我々のファンドで行われる分析は、実務的なものであってアカデミックな研究ではないので、定量化のための理論の確立はあまり行わない。キャッシュフローモデルを自分たちの感覚で徹底的に分析し、投資対象を決定し案件を取りに行き、キャッシュを生むことが仕事として重要である。そのため、意思決定のための定量化は、別の分野において行われることだといえる。

Q3. 日本の大学はなぜ、海外の大学と違って寄付金で運営できないのか。

寄付というのがどれだけ社会に根付いているのかが違う。欧米の大学は寄付する土壌があり、また税制上の優遇もあるため、寄付が集まる。しかし、慶応大学が寄付額を伸ばしているように、大学の努力次第でも変わってくる。しかし、数兆円単位での寄付を集めるには、卒業生が無心の寄付を行う必要があるため、日本においては難しい。欧米の大学はかなり粘

り強く寄付を募り、寄付をしなければならないという風潮を作っているため、寄付が集まる。

Q4. 大学ファンドに関して、海外では運用主体が多くいるが、日本においては少ない。運用主体が多い方が競争原理が働いて良いのではないかと思うが、どのように考えるか。

山下明男様よりご回答：

アメリカをはじめとして海外に特徴的なことは、アセットマネジメント業界の人材が優秀で、人材の流動性もあることだ。一方、日本では人材が1つの企業にとっても長くいるため、人材の流動性があまりにもない。大企業への就職だけでなく、ベンチャー等の立ち上げも視野に入れてほしい。

戸矢博明様よりご回答：

日本の制度は、人口高齢化が進むことがわかっているため、年金支給のニーズを先取りし、他の先進国に比べて多く資産を積み立てているという特徴がある。とはいえ、金融において公的機関の存在感が大きいというのは、世界的によくあることだ。より多くのプロを雇用してリターンを主眼として運営しているのかが、世界の潮流で、ここには日本と違いである。日本の公的な分野においては、運用が失敗した場合に国民から責任を厳しく問われるのではないかということをおそれ、適切なリスクをとることが難しい。日本の公的な分野は、もう少し自由度を高めることが大切だと思う。