

ローター・キャンプ

## プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンドの 経済に及ぼす影響

アメリカ生まれの金融投資家であるプライベート・エクイティ・ファンド、およびヘッジ・ファンド（Kaufmann/ Englander 1993）は、2000年ごろからヨーロッパ大陸でも積極的に活動を行うようになった。こうした金融投資家の活動により、他の利害よりも企業価値の最大限の増大と最大限の配当を求める投資家側の利害（「株主価値」）を追求する資本主義の類型が促進された（Windolf 2005）。ファンドを擁護する者たちから主張されているように、こうしたファンドの活動は、経済活動の効率を高めるのに重大な貢献をし、企業に緊急に必要な資本をもたらすのか、あるいは企業や社会に問題のある作用を及ぼし、したがってその活動を抑制したり、国家的に強固に規制しなければならないのだろうか。

### 1. はじめに

プライベート・エクイティ・ファンド(PEF)とヘッジ・ファンド(HF)とは、財産のある私人(Privatpersonen)や機関から多額の資金を(hohe Geldbeträge)を集め、株主価値アプローチの徹底した利用(Rappaport 1999)でその投資家にきわめて高い配当を約束する会社である。

PEFは、何年もの間、大規模に構造改革を行っている企業に資本参加し、こうした「対象とする企業」(Zielunternehmen)から、たいていの場合投資している間高い配当を支払わせ、資本参加を終える「退出」のあたりできるだけ高い販売価格をつけようとする。企業の買収についてはPEFは、主として対象となる企業が負担として獲得し、その余剰から返済しなければならないクレジットから資金調達をしている。PEFは、10年から15年にわたり投資を行っており、リスク分散のために多くの企業に資本参加している。

世界的にみるとPEFは、2006年には約2,000件の取引を行っており、取引額は5,000億ユーロ以上になる。したがってPEFの活動が、企業買収の市場の中心になっている(Handelsblatt 29.12.06 S.25)。ヨーロッパにおける買収額は、2006年には1,680億ユーロに達している。その額は、2005年に比べて42%以上増えている。そうした投資家は、ドイツの中堅企業に関心を示している。たとえば工作機械や自動車部品などの中小企業である。このような企業は、しばしばかなりのたくわえ、つまり多くの自己資本や多額のキャッシュフローを活用しているが、多くの場合コングロマリットや生産のニッチ市場の世界的なチャンピオンであり、利回りの悪い非効率を示している。

PEFの支配のもとには、キャッシュディスペンサーやキャッシュの製造元であるWincor Nixdorfのように競争力が強化され、追加的に採用が行われた企業もある。ファンドが、Pro7Sat1のようにほかに買い手が見つからなかった破産企業や損害の多かった企業を救済する例もあった。他方でPEFは、多くの企業に高い負担をおわせ、従業員を解雇し、賃金や労働条件を悪化させているのである。

ヘッジファンドは、評価の低い企業の株式や、通貨・原材料価格の変動から生じる収益に投資し、わずかな資本参加で企業の戦略に積極的に介入している (Hornberg 2006)。世界にある約 9,000 のヘッジ・ファンドの管理する財産は、2007 年にはおよそ 1 兆 4000 億ユーロになると試算されている (Handelsblatt 06. 02. 07, S. 3)。HF は高いレバレッジを使って活動しており、現在ではおよそ 3 兆 5000 億ドルの金融資産を扱っている (Financial Times Deutschland 12. 12. 06, S. 17)。90 年代初頭には HF の管理する資産は、わずか 1000 億ドルにすぎなかった (Financial Times Deutschland, 29. 09. 06, S. 20)。HF は、2007 年初頭には大規模な証券取引所での取引額の 3 分の 1 以上にかかわっている (Frankfurter Allgemeine Zeitung 08. 02. 07, S. 19)。

本稿で扱う積極的な HF は、たいてい 1~2 年の間会社の株式の 1~3% を所有する。企業戦略に介入することで株式所有者のために配当や利潤の増大を求めている。このことは PEF にも共通している。企業に参加する期間が以前よりも HF では長期化し、PEF では短期化しているために PEF と HF との区別はますますあいまいになっている。

2000 年以降ヨーロッパの国々ではオルタナティブ投資のための基本的な条件が改善され、規制や障害が撤廃され、さらに投資家たちには税金面での負担の軽減が進められた。そこで社民党と緑の党とからなるドイツ政府は、ドイツでのファンドに対し刺激を与えるために会社の持ち分を売却することから得られた利益に対する課税を廃止した。

こうしたファンドは、その戦略や経済的なデータを公開していないために、オルタナティブ投資の経済的な影響についての信頼できる科学的な指摘は難しい。結果的にファンドから集められた追体験可能なデータや新聞や専門誌からの事例を使って研究することはできない。この論文では別の方法をとる。ハンス・ベックラー財団のデータベースに残されている 180 の事例からいくつかの事例を取り上げ、オルタナティブ投資の典型的な領域が明らかにされ、そこから明らかにされた経済に対する影響という問題と規制の可能性が扱われる。

## 2. プライベート・エクイティ・ファンドの活動についての典型的な事例

PE 会社の CVC とペルミラ (Permira) は、2004 年に 17 億 5,000 万ポンドでイギリスの自動車クラブ、自動車協会 (Automobile Association, AA) を買収した。購入価格のうち 13 億ポンドは信用による資金調達によるものであった。不採算部門であるサービス・ステーションは閉鎖され、もともと 10,000 人いた従業員は何度かにわたり解雇された。労働日は、11.75 時間まで延長され、週労働時間は、90 時間まで延長された。5.2 の問題事例に代えてパトロールは、今や 6.8 の事例にすぎない。放置された自動車の利用可能性は、30 分から 4 時間に悪化した。従業員の分担は、30% 引き上げられた。自動車クラブは、明らかに再び消費の減少に陥った (Konsumentengunst)。2003 年から 2005 年にかけて企業の収益は、倍増し約 2 億ポンドになった。負債額は、2007 年には 13 億ポンドを超えていた。5,000 万ポンドにも及ぶ PEF への特別配当により負債総額は 19 億ポンドに昇った。

ドイツのフリードリッヒ・グローエ社は、PE 会社である BC パートナーズより 1999 年に 9,000 ユーロで買収されたが、その 3 分の 2 は、クレジットによるものであった。PE 投資家によりその企業の負債額は増大した。他人資本の比率は、1999 年の 50% から 2003 年には 94% に増大した。1999 年から 2003 年にかけて BC パートナーズは、約 3,500 万ユーロの特別配当を行った。こうした投資家にこの企業は、毎年利子の 20% をもたらした。2004 年には BC パートナーズは、さらに明らかに上げられた 18 億ユーロでこの企業を金融投資家であるテキサス・パシフィック・グループ (TPG) とクレジット・スイス・ファースト・ボストン (CSFB) 社に転売した。グローエ社の経営は傾き、マッキンゼーにより開発されたリストラプランにより 5,000 人の従業員のうちほぼ 1,000 人が解雇された。当時の SPD 議長 Franz Müntefering は、金融投資家を、企業を食べ尽くし、次へと転売する

いなごにたとえた。格付会社は、グローエをジャンクボンドレベルに引き上げ、そのため資本コストは高まった (Kusssmaul et. al.)。

世界的なドアロックシステムメーカーである Kiekert aus Velbert は、2000 年に金融投資家である Permira に 5,300 万ユーロで買収された、そのうち 3 分の 2 は他人資本によるものであった。2003 年にはその企業は、取引所に取得された、そのやり方は公的な責任を軽減し、法的・財政的な活動の余地を増やすため PE には普通の方法であった。多額の負債と会社の崩壊により、Kiekert は 2005 年には資金の返済がもはや出来なくなってしまった。ヘッジ・ファンドは、その不良債権を買い取り、DES(負債・エクティースワップ Debt-to-equity-swap)によりその企業を不当に手に入れた。海外への生産の移転と人員削減により従業員の数は、2000 年以降 4,000 人から 2007 年には 1,300 人に減少し、休暇手当はカットされ、賃上げは行われなかった。

### 3. HF 活動の代表的な事例

ドイツ証券取引所をめぐる議論は、HF が大々的に企業の戦略に介入したドイツにおける配所の大規模なケースであった。全体で約 30% というわずかな資本参加で 2005 年春には取締役会議長 Werner Seifert と監査役会のメンバー数人の退陣を求めた。HF は、ロンドン証券取引所 (LSE) 買収のために企図されていた資金を株式所有者に配分することを行わせた。

ドイツの自動車部品メーカー Schefenacker 社は、乗用車用バックミラー、サウンド・システムでの市場先導者であった。大規模な買収のための資金は、この企業に適当な時期に返済されなかった。高い利率に再度投資されたに違いない。きわめてわずかなキャッシュフローで企業の持ち分は明らかにその価値を失った。HF は、資本市場の情報をつうじて社債の発行を知ったとき、その企業がクレジットや債権について利用できないボンドに大規模に参加した。シティグループの銀行は、HF だけが参加できる変動利率のクレジットを上回る新たな負債を作った。HF は、こうした手段の価格を極めて高い利率で運用し、その企業を破綻直前まで追い込んだ (Finance 10/2005, S. 25f)。負債スワップ (Debt-to-equity-swap) を使って HF は、その企業を買収し、大量解雇をとまなうラディカルな安定化プログラムを開始した。

ドイツの写真サービス会社 Crewe Co:oe の例でも経営者のミスが HF にとっての手がかりとなった。アナログの写真で活動していた企業は、デジタル化への傾向を知り、おもいきって転換を図り、そのために既存の高い流動資産を活用しようとした。HF は、その企業のわずかな持ち分を獲得し、株主にその自由な資金の配当をおこなった。HF の成功は、わずかに資本をカーバしたにすぎず、その転換は、断行されず、倒産に追い込まれてしまった。

### 4. PEF のやり方

PE の活動の第一段階は、レバレッジ (LBO) による自己資本利益率の向上である。PE による買収に占める他人資本の割合は、2006 年には買収金額の 3 分の 2 から 4 分の 3 であった。負債は、買収対象にされた企業に転嫁され、その企業自ら返済しなければならなかった。

「配当による資本化」(dividend recapitalization) にあたり企業の秘密積立金は増大させられたり、必要でない財産部分は売却された。資金の調達、したがってさらなる負債の増加によりこうした財産の増加は、流動資産に転換され、ファンドに配当された。企業から PEF へのこうした財産の移転は、取引所新聞やドイツの企業法学者 Uwe H. Schneider は、「自己資本泥棒」と特徴づけている (Börsenzeitung 26. 08. 06, S. 8)。ファンドの戦略は、そのさい税制面で有利なものになっている (Jarass 2007)。格付会社の Fitch によれば 2005 年には金融投資家は、大規模な LBO の場合でも自己資本の平均 77% を 20 ヶ月後にはすでに取り戻している (Frankfurter Allgemeine Zeitung 29. 11. 06, S. 24)。2002 年から 2005 年にかけて格付会社の Standard & Poor' s の調査によれば再資本化の額は世界全体で 10 倍の 400 億ドルに達している。再資本化の極端な例は、50 億ユーロの自己資本と 100 億ユーロのクレジットを使った 5 つの PEF によるデンマークのテレコム TDC の買収である。数ヶ月後にこのファンドは、50 億ユーロの特別配当を行い、それにより自ら支払った自己資本の全額を改めて調達し、依然として企業のすべての分野を支配している (Schneider 2006)。

「二度目の売却」は、買収した企業の他の金融投資家への売却による PEF の退出の形態である。こうした退出は、たとえば 2003 年以來あきらかに増加し、2006 年にはヨーロッパでの中小企業の買収では一位になっている。第二の売却は、売却価格を高め、さらに負債額を高め、企業活動や職場への圧力を高めている (Börsenzeitung 21.12.06, S.11)。

「Club Deals」は、大規模な金融投資家グループによる大規模企業の共同の買収である。これにより大規模な PE 会社は、買収と負債を極めて膨大な額にする。

金融処理の新たな形態で、銀行は銀行が PE 会社に他人資金を提供するクレジットを資本市場での「証券化」(Verbriefung)を使って与える。買い手となるのは、CDO ファンドや HF のような機関投資家である。銀行が、信用リスクを市場に拡散するために、債務者の安定性を調査することも、共有することもなしにファンドへの信用を与えることが容易になる。2007 年の金融危機により、こうしたやり方が困難になった。

利子や返済をその期間の終わりに満期とする貸付の形態では、ファンドはできるだけ早く利益を回収しようとする。当初の高い負債や財産の早急な剥奪 (Quick Flipp) といった現在の活動にはまだまだ可能性がある。そのリスクは、企業の状況が予測されず、しかも資本参加する企業が長期間ドロップアウトしてしまうはるか未来に起こる。

## 5. 積極的な HF のやり方

積極的な HF は、PE 会社よりも短い期間で対象とする企業の財産を剥奪しようとする。HF は、該当する企業の全体としての弱みを利用したり、今後の戦略のために蓄えられてきた資金への介入のチャンスを利用しようとする。それへの攻撃にさいし HF は、通常の株式所有者のなかにパートナーを獲得しようとする。そのさい HF は、ごくわずかな持ち分でも必要な決定ができる株主総会への出席を利用しようとする。

企業に対する HF の最も重要な方法は、株価の下落を基盤とする「空売り」である。つまり手数料に対する株式パッケージ、パッケージ売り、下落した株式への投機、もっとも低い株価での株式の再販売、もともとの所有者への返却、さまざまな収益の徴収である。そのさい一部ではファンドは、ごくわずかな持ち分で企業の変更のための株主総会の決定に加わる。

## 6. PEF と HF の経済的・社会的利用のために

オルタナティブ投資家は、シェアホルダーバリューという考え方のもつとも明確で効率的な主張者であり、アングロサクソン型の資本市場主導型システムへの発展を促進してきた。そのさい銀行を中心とする大陸ヨーロッパ型のアプローチが排除されるのか、こうした国々で混合型のシステムが展開されるのかは、学問的に論議されている (Hall/Soskice 2001; Hackethal et. al. 2005)。このことは、以下で立ち入るオルタナティブ投資の影響次第である。

### 6.1 経済的効率に対するファンドの影響

オルタナティブ投資家が企業を効率的、かつ競争力のあるものにするというのが、しばしば主張される見解である。実際、ファンドは対象とする企業を根本から変えてしまう。限界まで「不要な」資本から解放され、経済的に中核の分野に集中し、短期的成果をもとに活動し、長期的な計画や研究開発からほとんど撤退する。したがってファンドは、みずから新たな不効率を生みだしてしまう。そうした企業は、危機に対してもろいものとなり抵抗力のないものになってしまい、長期的な革新から後れを取ってしまう。高い効率は、冷たい社会的な風土、劣悪な労働条件・賃金と引き替えに得られたものであり、従業員のモチベーションは低下してしまう (Hans-Böckler-Stiftung 2007; Blome-Drees/Ranf 2006)。ファンドの排除 (Squeeze out) 政策は、弱小投資家にかかわるもので、かれらはファンドの不透明な (intransparent) なやり方や低い保障の衰退により食べ物にされてしまう。

最近の研究では、資本市場の圧力にさらされている企業は、高いパフォーマンスをあげていない。MITは、負債の大きな企業が長期的な投資が行われている企業に比べて企業価値はあまり増えていないことを確認している(MIT 2001)。ドイツの最近の研究では、資本市場に基づかない、ファミリービジネスが明らかに高いパフォーマンスを挙げていることを示している(Financial Times Deutschland 04.07.06)。ファミリー・ビジネスを対象とするドイツの取引所の部署、Gexは、DAXよりもすぐれた成果を上げている(Handelsblatt 19.02.07, S.1.)。シェアホルダー・バリュー・アプローチのコストは、過小評価されており、その活用は過大評価されている。

金融投資家は、同時に、企業そのものが扱う商品となる発展の先駆者でもあり、促進者でもある。伝統的な束縛によりヨーロッパ企業の取引の可能性は困難になる。つまり解雇保護、解雇に当たった補償規定、企業買収のさいの労働協約の影響、企業意思決定での労働者の共同決定、共同の影響、環境保護規定、企業の長期的な存続を目的とする租税規定、企業の買収を困難にする法律である。金融市場資本主義のもとで企業の取引を可能にするために、資本市場はこうした拘束を激しく批判してきた。

負債が少なく、自由なキャッシュフローの大きな企業は、金融投資家には魅力的な買収の対象である。買収対象ではない企業は、金融投資家に防衛戦略で対抗し、シェアホルダー原則を利用しようとはしない。そうした原則では、負債は増大し、信用での資金調達を通じて他の企業を買収し、株価を高めるために株式を買い戻し、株主への高い配当を行い、一方で基幹的な業務に集中する。企業は、短期間だけ固定し、持続的な企業の発展を無駄にしてしまう。粉飾という欺瞞が増大する(Collingwood 2001)。

オルタナティブ投資ファンドの職場への影響についてのごくわずかな研究でさえ、ファンド業界の委託で行われたものである。そこでは、HFとPEFは多くの職場を生み出すという結論になっている。そのさいネットの職場への影響はほとんど考慮されていない、そうだとすれば、科学的なやり方でもそうである。コンサルタント会社であるA. T. Kearneyの2006年の調査では、PEの投資により2002年から2005年までに約100万の職場が生み出されたと指摘されている(A. T. Kearney 2006, Handelsblatt 19.12.06, S.1)。メタ研究は、完全にPE産業から委託され、その機関が顧客であるために、ファンドにポジティブな関心をもつ機関により行われた12の個別研究に基づいている。その成果から誤ったイメージができてしまう。

HFとPE会社は、市場をかく乱させた重要な要因(Verursacher)である。aHFは、意図的に不明確に行動している。aHFは、その戦略を変えようとわずかな持分で企業に忍び寄る。aHFは、持分の最終的な買い手として極端な価格を得ようと、こっそりと進行中の企業の買収にくわわる。空売りではHFは、株価の操作にかかわり、他のさまざまな利益を犠牲にして行われる。HFは、他の市場参加者に隠れて市場条件に影響を及ぼし、それにより、最初のものとして得た情報優位をもとに利益を上げることになる。HF側に蓄積された過剰な利益には、他の市場参加者のほうに蓄積された追加的なリスクや損失がある。HFは、そうしたやり方で情報の非対称性を生み出し、それが市場かく乱の重要な要素になっている(Samuelson/Nordhaus 2005, S.237 u. S.490, Stiglitz 2004)。

## 6.2. ファンドの経済機関に対する影響

アングロサクソン型の資本市場への影響を通じて大陸ヨーロッパの制度は、その機能や活動の方法を変えてしまう。年金ファンドは、かなりの資金をPEFやHFに投資しており、それは今後の年金の支払いを不明確でリスクの大きなものにしてしまう。銀行は、古典的な信用業務から撤退し、その業務を投資銀行業務に転換し、その再建を金融投資家に売却し、企業の譲渡を企画する。銀行は、HFにとってのプライム・ブローカー機能を担い、PEFやHFに投資したり、そうしたファンドを募集し、収益の高い短期的な戦略を優先する。それにより多くの長期的なプロジェクトにはほとんど資金が使えなくなっている。

銀行を中心とするヨーロッパの国々では企業は、内部の機関や関係に統制されている("INSIDER CONTROL")。監査役会や銀行の代表、経営者や労働者代表、政治家と顧客、つまりステークホルダーが企業を監視している。資本市場中心のシステムでは、資本市場に対するコントロールや統制は、資本市場を通じて行われる("Outsider Control")(Hackethal et. al. 2005)。こうしたコーポ

レートガバナンスシステムにより、資本市場は企業データを明瞭に利用でき、格付け会社やアナリストが企業を評価し、株主が企業の文化や戦略に積極的に介入する(“shareholder activism”)。

後者のシステムの代表は、外部の資本市場による統制を銀行中心のシステムに見られる内部統制よりもはるかに優れているとみている。資本市場による企業のコントロールと統制は、投資資金の効率的な活用をもたらす。しかしエンロンやワールドコム、コンピュータ・アソシエイツなどのアメリカにおけるスキャンダルの事例から、外部からの企業コントロールはまったく役に立たないことが明らかになる(Windolf 2003)。大がかりな粉飾、株式オプションの後付、インサイダー情報に基づく取引、その他犯罪的なやり方は、企業や従業員、小規模株主に損害を与える。資本市場中心のシステムは、経営者の犯罪的行為に対する強い刺激の構造を産み出し、短期的な最大利潤を獲得する大きな才能を持つきわめてリスクの高い経営者の活動を促進するものの、企業のリストラでは従業員や生産にはほとんど関心を示しておらず、きわめて高い収入を課題としている。資本市場中心のシステムは、膨大な非効率すら産み出している。

アメリカのスキャンダルは、2002年に粉飾を阻止するために、アメリカ政府に会計・統制の規定(“Sarbanes-Oxley-Act”)を可決するきっかけとなった。法律がきわめて官僚的なものになり、アメリカの金融部門の競争力をそこなうという議論とともに、それ以来アメリカ経済は、そうした規制を弱めようとしてきた。アメリカの歴史を見ると、政府によるせいがきわめて多かった(Kaufmann/Englander 1993)。それは、ほとんどかならず生じ誤った展開のさいに、政府の秩序政策面での介入に対しどれほど大きな留保が大規模な介入を必要とするのかを示している。

### 6.3. オルタナティブ投資による金融・資本市場での制度面でのリスク

PE市場は、歴史的にかなりの上下運動に特徴付けられる。2000年以降の躍進以来この業態でのリバレッジ効果は、極端に低い資本利子率と金融市場での世界的に過剰な(uberbordenden)流動性により高められ、促進されてきた。PE会社KKRのヨーロッパ支社長であるJohannes Huthは、危険な「流動性バブル」について語った(Handelsblatt 29.11.06, S.21)。低い資本利子率から買収対象となる企業の高い負債を上回る自己資本利子率を増大させる大きな可能性が生まれた。格付け会社Standar & Poorsは、2006年にEBITDA(税引き、償却前収益)の5.8倍のPEの参加に伴う買収対象企業の歴史的に極端な負債を確認した。それに対応する価値は、2002年にはわずか4.3倍にとどまった(Suddeutsche Zeitung 20.03.07, S.26)。PE会社は、企業に対しあまりにも高い価格をつけ、そのためそちらでは営業活動や職場に対するきわめて高い圧力となった。戦略的、したがって長期的な投資は、もはやPEFから提示される価格では競争できなくなった。

PEFとHFの活動は、「革新的」な金融市場での手段の利用を大々的に推し進める、そのなかには利率の高い社債や、ピンク債(PIK-Notes)、もはや専門家ですら見渡すことのできないきわめて多様なクレジット・デリバティブがふくまれる。証券市場や銀行に対する強固な規制システムのそとで毎年行われ、したがって不透明なクレジット・デリヴァティブの額は、年間約30兆ドルに達している(Börsenzeitung 12.12.06, S.17)。こうした金融の手段は、かなり結びついている。信用、信用デリヴァティブ、デリヴァティブのデリヴァティブ、銀行の持ち分、デリヴァティブを生み出した機関でのヘッジ・ファンドである。ある場所での大規模な損失により全世界の金融・資本市場で恐慌を生み出すようなドミノ効果が生じる。リスクの分散は、現代の資本・金融市場では、同時に新たなシステム的なリスクの発生を意味している。

投資銀行や機関投資家、規制のための機関や中央銀行は、再三こうしたリスクを問題にしてきた。2007年中葉に生じた銀行システムの流動性危機は、潜在的な恐慌の形態の一つであった。

金融システムの恐慌の可能性を、1998年に起こったヘッジファンドLTCMの破たんが示している。アメリカの中央銀行の指導による世界的な銀行の大規模な介入がなければ国際的な金融・資本市場を通じてショックは波及しただろう(Voth 2007)。資本市場の関係者は、当時のリスクは、(HFのためのサービスを行っている投資銀行である)Prime Brokerがそうこうするうちに効果的なリスクマネジメントを行うようになったので、こうしたリスクはもはや生じないと強調していた。HFであるAmaranthが65億ドルの損失を出し(Der Spiegel 39/2006)、大規模なHFが破綻し、閉鎖したという2006年から2007年の出来事の後、こうした見解はほとんど見られなくなった。実体経済

への重大な結果をもたらす国際的な金融・資本市場で大規模な混乱を生じさせる可能性は、デリヴァティブ市場の発展とともにむしろ大きくなった。それにファンドのますます?集化("herding", "crowding")が加わった。ファンドの不透明なやり方は、結局効果的なリスク制約システムをだめにしてしまう。

#### 6.4. 社会的公正に対する影響

オルタナティブ投資の活動は、社会的不平等にもますます影響を与える。PEF や HF の活動から生じる基本的な利益の大半をファンドが独り占めしてしまう。HF の"General Partner"は、獲得された利子全体の50%まで得ることができ、PE 会社の経営者は、通常総利益("Carried interest")の20%、プラス2%の手数料をえることになる。PE 会社は、1996年から2006年の間に総額約4,300億ドルの利益をあげ、パートナーへの利益配当は、総額でおよそ860億ドルになった(Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.11.06, S. 25)。資本市場に詳しいR. Schmidtは、こうした市場からあがる膨大な利益は、主として起業家、所有者、PEF や HF 会社の経営者のものになっているとみている(Schmidt/Spindler Kap. B.V. 4)。ファンドの協同のパートナーもかなりの収入を得ている。たとえば特殊な弁護士事務所であり、経済コンサルティング会社でもあるPrime Brokerがそれである。株式を所有する個人々のきわめて高い収入により、富の集中が進んでいる。

資本市場の影響でヨーロッパにおける経営者の収入は、毎年飛躍的に増大している(Chahed/Muller 2007)。それとは反対に中・低所得の従業員グループには、純収入がほとんど上がらないという圧力が高まっている。所得格差は絶えず拡大し、低所得階層の貧困が拡大し、その教育・生活の機会は少なくなっていく。

オルタナティブ投資家は、メディア企業や、ケーブルTVの会社、エネルギー、水道事業、ゴミ処理・リサイクル事業、健康、住宅供給会社といった民営化されたこれまでの公的事業や公共性の高い経済領域にかなりの関心を示すようになってきている。こうした分野を純粋にシェアホルダー・バリューの原則で運用することは、きわめて問題である。収益トップの有力新聞を経営することは不可能である。HFであるQuantumの創業者であるGeorge Sorosは、アメリカにおける資本市場の影響の増大によりアメリカの新聞業界で質や多様な意見が後退していることに不平を述べている(Der Spiegel 47/2006, S. 94)。PEFの資本参加による問題のある影響は、ドイツの住宅業界でもみることができる。投資は減退し、家賃は高騰し、住宅の質は低下、地域の都市住宅による建設の余地はなくなってしまった。

#### 7. オルタナティブ投資の規制の根拠とその手がり

HF や PEF のもたらす企業や従業員、小規模株主の損害、ならびにシステム・リスクからそれに対する規制という問題が生じている。2007年中頃までアメリカやヨーロッパの中央銀行と規制機関は、そのための特別な必要を考慮していなかった(FSA 2005; FSA 2006; Deutsche Bundesbank 2006; ECB 2005; ECB 2006)ヨーロッパ域内市場委員会のCharly McCreevyは、HFに対する規制がなくなることによって警告を発していた。HFとPEFは、「市場に流動性をもたらす、企業の価値を引きあげ、コンツェルンの合理化と革新を支援するだろう」(Financial Times Deutschland 20.02.07, S. 18)。2007年の金融危機とともに批判的な見解が増大した。資本参加する銀行(Prime Broker)の規制を通じて間接的にファンドを規制しようという多くの国々で支配的になっている規制のアプローチは、2007年夏の金融危機でその限界を露呈した。

ヨーロッパの社会民主党から構成される国際的な専門家グループは、ヨーロッパ社会モデルを前提に、オルタナティブ投資のリスクと規制提案に取り組んだ(PSE 2007)。かれらは、規制のための3つの目的を定式化した。

- オルタナティブ投資に対する特別の国家的な優遇の廃止
- 企業の資産を剥奪する可能性、とりわけ短期的な収益増大を課題とする投資に対する制限

- 過剰や市場の攪乱の抑制、つまりオルタナティブ投資の不透明さ、企業に対する高い債務、わずかな持ち分での企業戦略の提案・拘束、ファンドによる市場攪乱、経営者の法外な報酬などである。

それに対する規制として次のようなものが提案されている (Spindler/Schmidt 2007, Jarass 2007 そして Voth 2007)。

- HF や PEF の業務内容、金融構造、株式の持ち分についてデータの広範な提供により透明性を確保すること
- 明確なオリエンテーションのために買収という基本的な条件のさいに企業債務の制限やレバレッジの制限
- 特別配当 (dividend recaps) の支給やそのためのクレジット受け入れ可能性の制限
- 少数株主による株主総会での決定の制限、長期保有に基づく優先的な投票権、” Acting in Concert” (現実に賛同者ブロックを形成するための少数株主間での取り決め) に対する規制の強化
- オルタナティブ投資への資金提供を可能にしている年金ファンドや保険会社に対する制限の強化
- 小規模投資家の公的な市場へのオルタナティブ投資の接近禁止
- デリヴァティブ手段の利用の制限と透明性の確保

## 8. 結論と展望

PE ならびに HF 市場の世界的な危機によりファンドの意味がなくなることにはならなかった。ドイツにおける多くの場合ファミリービジネスである中小企業は、今後買収の危機に直面することになった。コア業務への集中を通じて中小企業の多くの部門は処分されてしまう。ファンドは、高い犠牲を産み出している。投資家のほうでは、こうしたファンドへの投資が株式市場よりも低い利回りとなり、他の企業に比べてファンドの買収対象としている企業のパフォーマンスが高いことを明らかにできないにもかかわらず、PE や aHF に関心を示す機関投資は増加している。なるほど PE や aHF の雇用や賃金、ならびに労働条件に対する影響について信頼できる指摘は存在していない。もちろん Hans-Böckler 財団の収集した 180 の事例の評価から、ファンドの活動が雇用に対しきわめて重要なデメリットをもたらすことが明らかになる。さらにファンドは、大規模な負債戦略を通じて企業に持続的に損害を産み出し、経済・販売面での破綻のさいには破綻にまで追い込んでしまう。企業のリストラは、とくに金融面での企業資産の剥奪という目的で行われる。ファンドは、多くの場合製品やプロセスの改善にほとんど役立ってはいない。ファンドの利用する投資手段は、通常必要とはされていない。コンツェルンは流動的であり、中小企業にはメザニン資本やリースといった他の金融会社が魅力的になる。ファンドに対する税制面での優遇は、ファンドに対する誤った刺激になり、公共機関にはかなりの収入の損害になる。PE 投資家の主たる業務についてみると、ドイツでは LBO はその必要性を確認できない。それに対して最近、新たに設立された企業は、PEF のリスクカピタルを必要としているが、しかし、ファンドにはこうした業務分野はほとんど意味がない。PEF はあいまいな経済機能であるにもかかわらず現実であるので、批判的な専門家たちはプラグマティックな規制アプローチを指摘し、他の投資家との同等な扱い方や、資本市場や社会法、ならびに監督庁に基づくむ PEF や HF のもたらす特殊な損害の抑制が求められる (Spindler/Schmidt 2007)。