

「ファンド」の企業金融における役割 ～事業再生を契機とする新たな資金調達チャネルの確立～

河合祐子・西田章

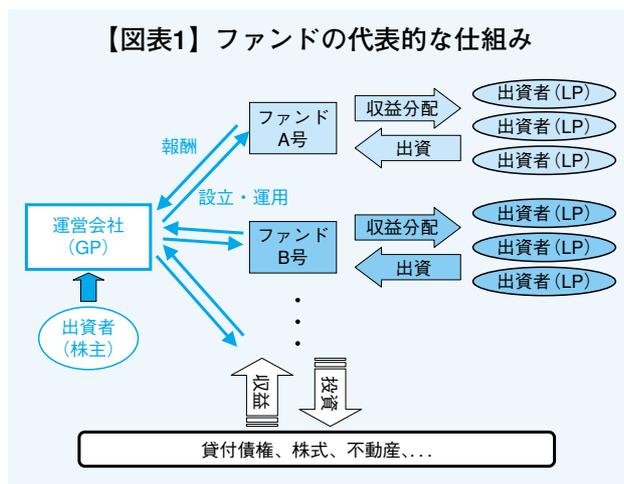
Bank of Japan Review

2006年6月

「ファンド」とは、一般に、ファンドの運営会社が投資家から集めた運用資金のプールを指す。本邦においては、これまで事業再生が契機となってファンドが企業金融に関わりを持つことが多かったが、近年の景気回復と共に、経営破綻した会社の再生という限られた事例から、より早期の建て直しや、ノンコア事業の再編といった事例にもファンドの関与が広がってきている。過剰債務の整理だけではなく、新たな借入や新株の発行などによる資金調達、企業または部門の売却による経営合理化などの局面において、新規資金の提供者又は売却対象事業の譲受先が求められており、その担い手としてファンドが活躍する場面はいつそう拡大しているのである。ファンドと一口にいてもその組織形態および運用方針などの実態は様々である。本稿では、基本に立ち戻ってファンドの出資者と運用者の関係を整理した上で、ファンドの活動が、M&A・事業再生実務や金融市場に与える影響を考察する。

1. ファンドの仕組み

ファンドには様々な種類があるが、その多くはファンド運営会社が投資家から資金を集める形態をとる（図表1）。代表的には、本邦の投資事業有限責任組合法に基づく投資事業有限責任契約、商法上の匿名組合、民法上の組合、またはケイマン法に基づくリミテッド・パートナーシップが利用される。



ファンドに対する出資者は、自らの出資金に限定した有限責任を負う者として、リミテッド・パートナーシップにおける呼称であるリミテッド・パートナー（LP：Limited Partner）と呼ばれる。ファンド運営会社は、ジェネラル・パートナー（GP：General Partner）と呼ばれ、通常自らもファンドに出資する。GP、ファンドの双方が「ファンド」と呼ばれることがあるが¹、厳密には

ファンドとは集められた資金の塊を指すものであり、一つのGPが複数のファンドを運営し得る。運営会社は、投資先を選定し、資金を運用する。この見返りとして、通常は、ファンドの設立、維持などに関する手数料と、運用収益に連動する成功報酬を受け取る。

LP-GP構造の大きな特徴は、ファンドという比較的小さな区切り毎に損益が確定し、出資者（LP）と運用者（GP）のコミュニケーションが密であることにある。投資対象や運用方針は、出資者が納得する形で説明される必要があり、ファンド運営会社によって具体的な形式²は異なるものの、投資運営について出資者への説明責任が十分に果たされている先が、市場での高い評価を得ている。ファンドの投資対象は、運用者の成り立ちや運用方針、出資者の投資期間や投資先決定・運用への関与などにより決定される。一般的には、ファンドという形態は出資者の資金を集め、これを出資者が納得のいく形で投資し、リターン³を上げることを目的とするものであるが、出資者の目的が必ずしも投資から生ずる金銭的なリターンのみにあるわけではない事例もある。例えば出資者が運用者と深い関わりを持ち、案件の発掘（ソーシング）も出資者を經由して行う⁴場合や、出資者が投資先の事業取引先となる場合などは、他の取引関係も含めて総合的にリターンを勘案することが考えられる。

ファンドは、投資家から集めた資金を、ノウハウを持つ運用者が投資・管理し、投資対象や投資期間が限定されるという特徴を持つ投資資金プー

ルであるが、既存の金融機関や機関投資家ではとりにくかったリスクについても、運用者のノウハウを以って投資が可能になる例が数多くみられる。通常ファンドは複数の案件に投資するため、出資者はリスクの分散を図ることができる。分散効果も踏まえ、出資者が中長期の資金をファンドに投下することができれば、ファンドによる投資の自由度は一層広がる。

さらに、債権者や株主が銀行や機関投資家などの大企業である場合に比べ、投資の意思決定スピードが速いことも特徴である。また、投資（多くの場合には特定の分野に集中）に特化することで、投資以外の事業に係るコストや規制の制約がなく、投資の成果が直接出資者へのリターンとして還元される。さらに、出資者への説明責任があることから、リスクに見合ったリターンを確保するインセンティブが強い。本邦においては、銀行を始めとする金融機関の不良債権処理の受け皿として、高いリスクを分析・運用することのできるファンドが重要な位置を占めた。また、近年のM&Aブームを支える株式投資家としてのPE（プライベート・エクイティ）ファンド⁵は、リスク評価の難しい未上場株を投資対象としている。

2. 事業再生の広がり と ファンドの関わり

本邦における1990年代後半以降の事業再生では、ファンドがリスク・マネーの提供者として大きな役割を果たしてきた。「事業再生」という言葉からは、法的倒産手続や私的整理を利用しなければ、事業継続が困難となる極限的な状況にある企業がまず想起される。バブル崩壊後の金融機関による不良債権処理の中で、債権カットや経営陣の入替えなどを伴う再生案件が数多くこなされており、この中でファンドはいくつかの役割を担ってきた。企業の信用力が毀損する過程において、当該企業に対する貸付債権や社債の時価が下落することに伴い、既存債権者が貸付債権や社債などを売却するに至れば、これを購入する投資家としてのファンドが存在する。額面対比で大幅にディスカウントされた市場価格の債権を買い取るディストレスト債権ファンドが典型的な例である。また、企業の信用力毀損を食い止め、建て直しをはかるフェーズでは、つなぎ融資であるDIPファイナンス⁶などを供給するファンドや、スポンサーとして株式（多くの場合未上場株）投資をするファンド、更には事業部門売却や、最初のスポンサーが投資を終了するために株式を売却する際に、新たな投資家となるファンドもある。

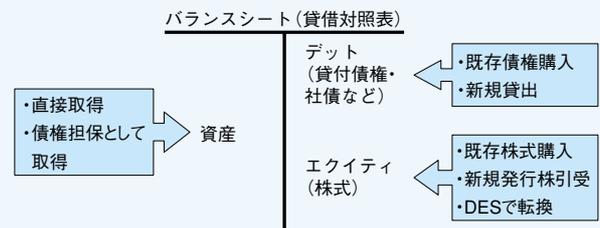
現在、メガバンクの不良債権処理がピークを越え景気が回復する中、事業再生は新たな局面を迎え、より早期の段階における事業の建て直しが図られるようになり、ノンコア部門のスピンオフが、足許のM&Aブームの要因のひとつともなってい

る。こうした広い意味での事業再生においては、既存債権の買い取り手や新規投資を行う株主（スポンサー）として、ファンドの名前が挙がることが多い。

3. ファンドの投資対象

企業金融に関わるファンドの投資対象を大きく分けると、デット（貸付債権、社債など）、エクイティ（公開株、未公開株）、資産の三つとなる（図表2）。デットを投資対象とする手法をデット・アプローチ、エクイティを対象とする手法をエクイティ・アプローチと呼ぶこともあるが、このいずれを選択するかはファンドの投資方針による。それぞれの運用に必要な専門技術は、多少の共通点はあるものの異なり、またリスク・リターンのプロファイルも違うことから、どちらかに特化するファンドも多い一方で、複合的に両方のアプローチを取り入れるファンドもある。

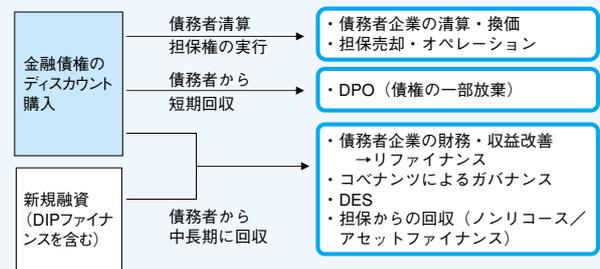
【図表2】 企業金融に関わるファンドの役割



(1) デット

デットが投資対象となる場合、すなわちファンドが既存の債権者に取って代わるか新規の債権者となる事例の多くが、事業再生か新興企業・業績不振企業などのリスクの高い企業のデットを対象とするものである。既存債権者から貸付債権や社債などを買い入れることもあるが、新規融資のケースもあり、投資回収（EXIT）の手法も複数考えられる（図表3）。

【図表3】 デット・アプローチ



ファンドは債権者となると同時にエクイティ投資を行うこともあり、一つのファンドが一つの手法に特化するとは限らないが、以下に回収の手法に着目した類型化を試みる。

- ① 債務者の資産に着目した回収：融資の担保目的物となっている債務者の資産を評価

し、資産価値もしくは資産から上がるキャッシュフローの価値を得るために被担保債権を購入して債権者となるファンドは、債務者の清算、担保権の実行などにより不動産や売掛債権のプールといった企業の資産を売却し、また、時には、自らこれらを買って受けて所有者となり、その後の運営または換金により収益を上げる。ファンドがゴルフ場やホテルといった特定の業態をチェーン化して再生する事例は、担保不動産などの資産運用によって生じるキャッシュフローに着目する例であると考えられる。

② 債務者からの弁済による回収：債務者の弁済により収益を得ることを狙う手法は、さらに投資期間の長短で大別できる。

短期間の回収としては、債権を一部放棄し、債務者に残債を弁済させるDPO（ディスカウンテッド・ペイオフ）という手法がある。債権者（投資家）にとっては、弁済額が元本全額に満たなくとも、債権の購入価額を上回れば収益となる。また、サービサーや他のファンドなどの投資家に債権を転売し、売買差益を得ることもある。

回収に時間をかける場合手法は多様であるが、多くは、メインバンクやその他の既存債権者から貸付債権や社債を買集め、十分な交渉力を持つ規模の債権を所有した上で、支払の猶予などと引きかえに債務者の再生に向けた行動を促し、財務を改善させて投資金額以上の弁済を受けることを企図する。債務者が十分に立ち直り、銀行融資や社債発行など新規の資金調達が可能になれば、そこから得られる資金によるリファイナンスを受けることが可能となるし、DES（デット・エクイティ・スワップ：債務の株式化）などにより財務を改善させた上で、将来の事業収益からの配当の受領が模索されることもある。

また、ファンドが新規債権者となる事例もある。事業再生におけるDIPファイナンスや私的整理のつなぎ融資などを供与し、債務者の再建状況を監視しつつ、融資に係る手数料および利息を収益とする手法である。つなぎ融資は、既存の取引銀行が供与することが多いが、よりリスクの計量が難しい案件においてファンドが債権者となる例も欧米には多々あり、本邦にもこのような融資に特化したファンドが存在する。事業再生の範疇の外でも、一般的に格付の低い新興企業や業績不振先に対して、リスク評価に長けたファンドが債権者となる例もある。

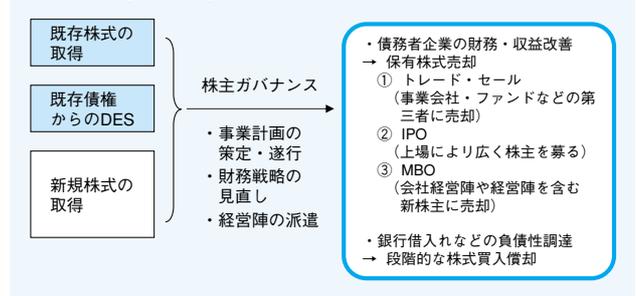
(2) エクイティ

ファンドによる株式投資は、発行済みの株式を譲り受けたり、新規に発行される株式を引き受け

たりすることにより始まる。既発株式を譲り受ける場合には、発行企業の経営陣の意思に添う所謂友好的な行動なのか、敵対的な行動なのかによってその後の展開が変わってくる。本稿では、対象企業の経営陣の理解を得て行う⁷未上場株式への投資（プライベート・エクイティ投資）を中心に取り上げるが、その中でも新興企業に投資するいわゆるベンチャー投資ではなく、すでに確立された事業を持つ比較的大きな会社につき、全体もしくは一部門についてファンドが株主となる事例、すなわちM&Aに関わる事例を検討する。

企業の建て直しや部門再編に際して、ファンドは、既存株主から株式を譲り受けたり、新株を引き受けたりすることにより新たな株主となる。また、債権者であったファンドがDESにより株主になるケース、もしくは再編の過程で企業のコア部門又はノンコア部門の資産をファンドが譲り受けるケースも考えられる。対象会社が上場会社であつてかつ既存株の上場を維持する場合には公開株（上場株）を取得することになるが、いったん上場を廃止して再建に取り組む事例では、未公開株（プライベート・エクイティ）がファンドの投資対象となる（図表4）。

【図表4】エクイティ・アプローチ



ファンドは、100%または重要事項の決定をコントロールすることのできる割合の株を保有し、株主としてのガバナンスを効かせつつ、ファンド運営会社の社員が取締役に就任したり、実務を遂行する執行部門の人選に関与したりして会社の価値を高めていく。株式を投資対象とするためには、企業の財務状況や、今後の収益性の検討が必要となる。ファンドが投資を決定するにあたって行うデューデリジェンス（精査）をくぐることにより、企業の財務内容が明らかになる。また、その後ファンドが主導してほどこす施策（債務削減やコスト・カットなど）により、企業価値が向上すれば、ファンドは保有する株式を投資金額より高値で売却して投資を回収（EXIT）し、収益を得ることができる。

エクイティ・アプローチのEXITとしては、大きく三つの手法が考えられる（図表4）が、ファンドにとって最も効率がよいとされるのはトレード・セール（第三者への一括売却）である。一方、投資対象である企業にとっては、IPO（株式公開）

による上場や、MBO（マネジメント・バイアウト）による経営権の取得がインセンティブになりやすい。IPOでは、大株主であるファンドの売り出しには通常期間制限（ロックアップ⁸）があり、株式市場全体のセンチメントによっても株価が変動することから、ファンドにとって収益の確定が難しくなることも多い。

また、ファンドが株式持分のすべてを手放す完全なEXITではなく、企業の財務がある程度回復したところで借入れなどの負債性資金調達を行い、この資金で企業が株式を一部買い入れ償却することで、ファンドの持分を減らす段階的なEXITも考えられる。

4. M&Aにおけるファンドの特色

ファンドには多くの種類があるため、一概にその特色をまとめることは極めて難しいが、以下では、ファンドが投資に特化して資金を集めこれを運用する主体であることに着目し、既存業務との関わりの中で企業（部門）を買う事業会社と比較することで、多くのファンドにみられる共通項の括り出しを試みる。

事業会社（strategic buyerとも呼ばれる）が、企業または企業の一部である事業部門を買収する場合には、通常、対象企業の株式を取得してこれを子会社化したり、事業用資産を買い受けて自らの一部門としたりして、既存のビジネス基盤に組み込んだ上で、コスト・カットや収益の向上を目指す。買収対象企業にとっては、安定的な株主を得、スポンサーの信用力に頼ることで資金繰りを安定化させるというメリットは大きい。損益については、スポンサーの既存事業と買収先の事業の重複があれば仕入れや人材の効率化によるコスト・カットや、技術やノウハウの共通化および販売網の強化による収益向上を見込むこともできる。したがって、スポンサーは買収価格を算出する際に、こういった将来の資金調達コストの低下や事業や組織のリストラクチャリングによる損益の改善を織りこむことが可能である。また、事業会社による買収では、株式交換により、自社株を対価として対象企業を100%子会社化することも行なわれ得るため、特に自社株の市場における評価が高い場合には、より高値での買収提案が可能となる。

ファンドなどの金融投資家が買い手（financial buyerとも呼ばれる）となる場合には、通常、買収先は独立の事業体として運営されることになる⁹。従って、事業会社スポンサーが見込むような既存の事業基盤を活かした損益の改善は難しい。ファンドが、同一の企業を対象として、事業会社と買収提案を競う場合には、結果として、ファンドより事業会社が高値の買収を提案することのできる事例が多々みられる。

一方、ファンドの運用者は投資対象の選別に長

け、必要に応じて対象企業の運用をてこ入れするノウハウを持つことが期待されており、事業会社にとってはリスクが高すぎると判断されるような対象にも、このようなファンドが投資の途を開く可能性がある。また、ファンドを株主とする場合の特色として、自ら既存の事業基盤を持たないファンドは、対象企業を原則として独立の主体として扱うため、事業会社がスポンサーとなる場合に比べ、経営の独立性が維持される可能性が高いことが挙げられる。また、ファンドによる経営では荒療治的な人員削減が行われるとの見方もあるが、むしろ重複する機能を持つ事業会社スポンサーの方が、大幅なリストラクチャリングを行い易くなることもある。また、事業会社スポンサーは、自らの既存事業展開に役立つ部門のみを選別して買収を試みるいわゆるチェリーピック行動に出る場合があるが、既存事業との重複のないファンドでは、対象企業の保有する事業・資産を一括して引き取る提案に応じ易いこともある。

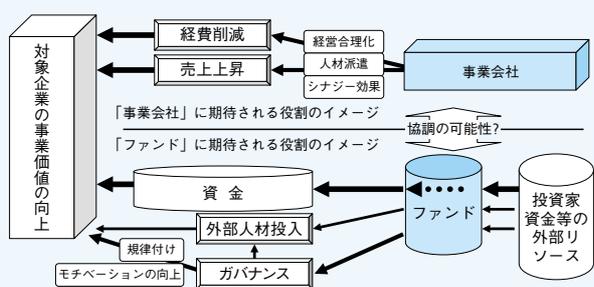
これまで、ファンドが株主になる場合には、事業に関するノウハウを以って収益を向上させるというよりは、デューデリジェンスを通じて財務状況を明らかにした後に、負債削減や増資といった財務構造の改善、資金調達コストも含めた一般的なコスト・カットなどに主眼が置かれてきた。ファンド運営会社は多くの場合少人数で構成され、投資対象となる事業の専門家の集まりというわけではない。従って、経営責任者（CEO）や財務責任者（CFO）を外から雇い入れて投資先に派遣する事例が多くみられ、この点、既存の経営人材を持つ事業会社スポンサーとは大きく異なる。ファンドの送り込む人材が危機対応の専門家として財務の建て直しや業績改善目的に特化した事業計画・人事制度の策定に長けていれば、危機対応責任者（CRO：Chief Restructuring Officer）的な役割を果たすことにより、投資先の経営を正常な状況に引き上げることも可能である。もっとも、ファンドが日本における投資実績を積み重ね、また業績不振先以外にも投資対象を広げる過程で、投資対象企業の事業戦略を見直して収益（いわゆる「トップライン」）を伸ばすことにより事業価値を向上させる取組みもみられるようになっている。この場合にはなおのこと、事業を遂行する適切な人材の確保が重要である。ファンドが企業経営にガバナンスを効かせつつ外部リソースを取り込む役割を果たすことは、業績不振に限らず、部門再編や子会社売却など、企業の経営が転換点を迎える時にも有効である。

ファンド投資の特色として、一般に投資期間が有限であることが挙げられる。ファンドの多くは、投資家から5年、7年、10年といった期間の区切りを設けて資金を集める。ファンドは通常複数の案件¹⁰に投資し、特定の1件への投資期間はファンド

設定期間により異なるが、一般的なPEファンドで3～5年であると考えられる。従って、ファンドは「永続的なステークホルダーを得るまでのつなぎとして、限られた期間、企業金融の役割を担うもの」として性格づけられることが多く、投資対象企業が永続的な長期安定債権者・株主を望む場合には、不向きな投資家であるとみなされてきた¹¹。

このように、ファンドと事業会社を比べると様々な差異がある(図表5)。最近では、それぞれの利点を活かすためにファンドと事業会社が組んで共同スポンサーとなる事例も存在する。

【図表5】新株主に期待される役割のイメージ



5. ファンドの資金仲介機能

本邦金融市場においても、ファンドが取引の主体となる事例は増えているものと考えられる。ファンドを経由する資金量の総額を表す統計はないが、大型M&A事例における買い手候補ファンド数の増加などをみるとファンドを経由した投資が活発になっていることが窺える。このことは、企業金融や経営の実務に影響を与えているものと考えられる。

第一に、ファンドが投資するためには、出資者の納得を得られるような明確なリスク分析とリターン予測が必要であり、自らが出資者に対する説明責任を負っていることの反映として、投資先である企業にも論理性のある説明を求めることが挙げられる。事業再生を例として考えると、ファンドの資金を引き込むためには、投資対象となる債権もしくは株式につき、その後の事業再生の過程で、金銭的なリターンを上げられるような仕組みが確立している必要がある。ファンドがリスクに見合ったリターンとその実現の予見可能性を求めることが、これまでの実務慣行が改めて見直される契機となることもある。

例えば、私的整理段階で新規融資を供与する際に、当該融資および担保がある場合にはその担保権が、民事再生手続や会社更生手続等に移行した場合にその手続内でどのような取扱いを受けるのが問題となる¹²。債権者にとっては、少なくとも担保権の実行ができるという確証がなければならぬし、また、担保等による保全措置が十分とは言えない融資では、債務者企業を再建または清算するための法的な手続が開始した場合には、既

存債権に優先して弁済を受けられる共益債権としての取扱いを受けられるような仕組みが講じられることが望ましい。過去には、裁判所の運用により、結果的に、このような優先的な取扱いが実質的に確保された事例もみられる¹³ようであるが、ファンドにとっては、融資実行前の段階において手続内の債権の取扱いを予見し得ることが肝要である。

また、対象企業の法的手続の利用が予見される場合には、ファンドは手続申立後の事業譲受又は計画に基づく新株の発行を求めることになる。他方、法的手続の申立てによって生じる信用不安とこれによる事業価値の毀損を防ぐためには、手続申立前の段階に事業譲渡先又は新株の引受先の選定を進める、いわゆるプレパッケージ型¹⁴の取扱いが望まれている。ここで、法的手続申立後にそれまでの合意が覆えられて事業譲渡先又は新株引受先の選定手続をやり直さなければならないリスクがあるならば、投資家は、法的手続申立前の段階で名乗りを挙げることが難しくなる。

第二に、ファンドは、限られた投資期間内で収益を上げるために、投資先に対して明確に説明のできる業務計画の早期遂行を求めることになる。このことは、事業の再編や建て直しに長い時間をかけることが必要な事例ではネガティブに働く可能性があるため、対象企業の状況や業務計画によってはファンドを引き込むことが適当ではないこともある。一方で、ファンドによるガバナンスが合理性のある事業計画の遂行につながる場合には、短期間のうちに企業価値が上昇する。ファンドが株主として、ROEの向上やノンコア資産、事業の売却を提唱するのは、上場企業株を投資対象とするいわゆるアクティビストによくみられる運用手法であるが、未上場企業についても、ファンドが会社経営陣の同意を得ながら経営改善を図るケースにおいて、ファンドによるガバナンスの機能が企業価値の向上に有効に働く場面があると考えられる。

この他に、ファンドが投資に際してデューデリジェンスを行うことや、財務の建て直し、外部リソースの引き込みなどのノウハウを提供することにより、投資対象企業の経営を社外から補助する機能も重要である。

6. 金融市場におけるファンドの役割

近年、グローバルにみられるヘッジファンド隆盛¹⁵の例を引くまでも無く、本邦も含め、金融市場においてファンドの存在感は増していくものと思われる。本稿で取り上げた企業金融の分野においても、投資資金を集めてブロックに分け、投資対象を選別した上で、強力なガバナンスや外部リソースの活用を通じた経営改善によりリターンを挙げるといったファンドの手法は、従来の金融市場における資金調達チャンネルでは、資金が行き届かなかった分野にまで投資が行われるという評価が

できよう。ファンドの出資者は、従来自ら直接企業に投資を行っていた金融機関であることも多いが、ファンドの投資判断能力を利用することにより、自らリスク判断をすることが難しかった企業にも投資を行うことができるようになる。また、ファンドの多くは複数案件に分散して投資するスキームであるため、投資家はリスクの分散効果を期待し、個別ではとりにくいリスクであっても、ファンドを経由して取り組むことができるようになる。

また、既存の利害関係者からファンドへの債権・株の売却、さらにファンドからの二次売却やEXITにより、市場価格が形成されることも一つの大きなポイントである。株式の持ち合いやメインバンクによる支持が近年減少に向かう中で、新たな企業ガバナンスが必要になっている。市場価格の騰落により債権者や株主の意思が企業経営陣に伝えられれば、経営者がこれに注目し、外部の評価を意識しつつ、経営方針を定めることも可能になる。

一方、急速にファンド投資の規模が拡大する中で、いくつかの留意点も挙げられる。特に、本稿に述べたような形で企業金融にファンドが深く関与する場合、ファンドの成り立ち（運用者や出資者の構成など）によっては、利益の相反する複数の立場に、ファンドやファンドに密接な関連を持つ当事者が立つ事例もなしとは言えない。典型的には、ファンドの運用者が、既存の利害関係者（債権者、株主など）の子会社であるような場合、ファンドの出資者が別な立場で当該投資先の利害関係者（株主に対する債権者、新規債権者に対する旧債権者など）となっているような場合などにこのようなリスクが考えられる。

また、ファンド一般に当てはまる論点として、ファンドに資金を入れる投資家への適切な説明が必要である。もっとも、本稿で取り上げたような企業金融の仲介機能を果たすファンドは一般に大口の機関投資家を出資者として想定しており、緊密な情報の提供が慣行として成立し、その適切性は、投資家によるファンド運用者（GP）に対するガバナンスによって担保されるものと考えられる。ファンドの活動が広がる中で投資家保護やファンドというビークルの濫用防止のための規制を議論するにあたっては、ファンドの成り立ちや運用が千差万別であることを踏まえると共に、本稿に述べたようなファンドが介在することによって成り立つ新たな企業の資金調達チャンネルが阻害されないように留意が必要である。

1 例えば、「外資系ファンド」という表現では、運用者と出資者のいずれが外国籍であることを指すのかは不明確ことが多い。運用者が本邦籍であっても、出資者の大半が外国籍投資家であることも多く、一方、外国籍運用者の組成するファンドに投資する本邦籍出資者も存在する。ファンドの投資は複合的な要素で決まることを考えると、運用者や出資者の国籍如何に関わらず、「外資系ファンド」という一律のくくりによる議論は避けるべきであろう。

2 出資者から運用者への人員出向、出資者の投資委員会への参加といった密な関わりを持つ例もある。

3 出資者は、ファンド投資をいわゆるオルタナティブ投資のひとつとして、インデックス対比で相対的に収益をはかる投資ではなく、絶対利回りを目指し、リスク分散の目的を持つものと位置付けることが多い。

4 代表的には、銀行子会社の運用者がファンドを組成し、銀行や親密グループ企業が出資者となり、当該銀行の保有する貸付債権を投資対象とする例が挙げられる。

5 未上場株の100%もしくは大多数を保有することにより投資を行うファンドを、PE（プライベート・エクイティ）ファンドと呼ぶことが多い。また、同種のファンドを、企業の経営権を取るという観点からバイアウト（買収）ファンドと呼ぶこともある。

6 民事再生や会社更生の手続開始申立後に、再生債務者又は更生会社に対して供与される融資。本邦では、手続開始前の再生債権や更生債権と区別して弁済順位の高い共益債権として扱われる。語源は、米国におけるチャプター11手続中の債務者（Debtor In Possession）に対して供与される融資の呼称。

7 ファンドの中には、まず、投資先企業の株式（上場株）を市場等で買い集めた上で、経営陣に対して経営改善又は配当要求を行なう先もあり、経営陣に対する「不意打ち」的な株主権の主張の当否が議論されることもあるが、プライベート・エクイティ・ファンドの多くは、これと異なり、対象企業の経営陣や既存株主との間で経営改善の手法やガバナンスの効かせ方について合意ができた場合限り、株式取得を行なうことを謳っている。事前に、経営陣や既存株主との協議を行なうことにより、公開情報をベースとする提案（不動産の利用法の改善など）に止まることなく、より詳細な情報の分析結果に基づき、事業価値の向上についての提案が可能になるとも言われている。

8 株式公開直後の株価下落を防ぐなどの目的をもって設けられる株式の継続保有を定める契約であり、証券取引所では、上場申請前1年間に行なわれた第三者割当等による新株発行を、かかる継続保有の対象と定めることが多い。

9 既存の投資先との統合というビジネスモデルも存在する。

10 ファンド運営会社の方針や案件の大きさによっては、一つの企業への投資の為にファンドを組成することももある。

11 もっとも、ファンドの投資実績が積み重ねられてきたことを背景として、近年、投資家からの、より長期の安定的資金運用のニーズに対応する動きもみられるようになってきている。また、欧米では、PEファンドそのものを上場する事例もみられるようになってきている。

12 米国においては、倒産事件に関する裁判所の運用により、手続開始前の融資についても、一定の要件を満たす場合には、手続内で優先的な取扱いを受ける債権への借り換えを認める手法（ロール・アップ）が認められることもある。裁判所において、その運用ガイドラインが公表されている例などについて、「事業再生ファイナンス」事業再生研究機構編 商事法務 [2004] を参照。

13 「一つの再生パターンとしての「私的整理ガイドライン不成立」—日本海工の事例から」奥総一郎／伊東知弘「再生・再編事例集4」商事法務 [2005] 所収。「事業再生ファイナンス：現状と課題」事業再生研究機構ファイナンス委員会 [2004]

14 米国連邦倒産法においては、手続申立前に計画に対する関係者の投票までを済ませている類型を「プレパッケージ型」と呼び、投票まで至らない事前準備を「プレレンジ型」又は「プレネゴシエーション型」と呼んでいる。本邦倒産法は、手続申立前に計画への投票を済ませるような手続を有しておらず、米国法と同じ意味での「プレパッケージ型」を実現することはできないため、本邦では、手続申立前にスポンサーを選定しておくことが幅広く「プレパッケージ型」と呼ばれている（米国法の整理に従えば、「プレレンジ型」又は「プレネゴシエーション型」に類する）。

15 「ヘッジファンドのパフォーマンス特性 ～リスク・リターンの背景～」日銀レビュー 2006-J-3 [2006]

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦（E-mail：naohiko.baba@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。