

機関番号：22701
 研究種目：基盤研究(C)
 研究期間：2008 ～ 2011
 課題番号：20530276
 研究課題名(和文) 金融仲介機関としての投資ファンドの投資回収行動と投資収益率の計量的研究
 研究課題名(英文) Quantitative Analysis of the Behavior of Investment Funds and Their Returns
 研究代表者
 丸山 宏 (MARUYAMA HIROSHI)
 横浜国立大学・大学院国際マネジメント研究科・教授
 研究者番号：30181837

研究成果の概要(和文)：わが国の投資ファンドの投資から回収までの投資行動を計量的に分析するために、汎用性の高いデータベースを作成し、関連する計量分析に利用した。開示情報の少ない投資ファンドの投資成果を把握するため、買収側企業の有価証券報告書(キャッシュフロー計算書注記事項)に含まれる被買収企業価値の時価関連情報(のれん金額)を体系的に収集し、投資成果データとしてデータベースに取り入れた点が、本データベースの最大の特色である。

研究成果の概要(英文)：To evaluate the influence of investment funds in Japanese financial market, I made a database of investment activity of investment funds and used it for a relevant research. The most notable feature of the database is including “goodwill” data collected from acquiring firms’ cash flow statements. Preliminary analysis shows some characteristics of the behavior of the investment funds.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	500,000	150,000	650,000
2009年度	500,000	150,000	650,000
2010年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	1,500,000	450,000	1,950,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学-金融論

キーワード：投資ファンド、パイアウトファンド、プライベートエクイティ

1. 研究開始当初の背景

(1)機関投資家や金融機関から集めたファンドを投資する形態の組織としての投資ファンドは、1980年代から北米・欧州を主舞台として投資活動を始めた。これら投資ファンドは、わが国では、1990年代末から登場し、金融・資本市場において無視できない存在となっている。国内M&A市場に限定しても、投資ファンドが売買のいずれかに含まれる取引が、2000年以降、急激に増加している。

(2)こうした投資ファンドの台頭にともない、さまざまな議論や問題が生じてきている。かつてのメインバンクシステムに代わる、新しい金融システムとして投資ファンドを位置づける見解が見られるようになった。投資ファンド資本主義の到来と呼ぶ論者もいる。その一方で、外資系投資ファンドの初期の投資事例の実績もあり、投資ファンド脅威論も根強く唱えられている。

(3)しかし、これらの主張の多くは、統計的

なデータによる十分な裏づけに基づくものではない。データに基づいた客観的な分析が、投資ファンドの情報開示や活動規制のあり方をめぐる議論を建設的に進展させる上で必要とされている。

(4) 投資ファンドの投資行動の特性は、投資期限の存在である。一般には、出資者との契約上、最長で10年、多くは3～5年と言われている。実際、わが国でも、回収期を迎えた投資ファンドの投資案件が増加しつつある。レコフデータによれば、投資ファンドの売却件数は、2002年の3件から、2005年、69件、2006年—74件、へと増大している。

投資ファンドの投資収益率の計測は、すでに米国で多くの研究が行われているが、それらのほとんどはベンチャーキャピタルの投資収益率を対象としたものである。また、欧州の再生ファンド（バイアウト）投資のデータで投資回収行動を分析したの研究は、アンケート調査に基づく記述統計的な分析にとどまっている。回収行動に関しても、ベンチャーキャピタルを対象としたものが中心であり、M&A市場における投資ファンドの回収行動の説明原理として、必ずしも十分ではない。

2. 研究の目的

(1) 客観的に投資ファンドの事後的な投資期間や業績としての投資収益率を把握し、投資ファンドの投資の成功率を実証的に確認する。

(2) 投資ファンドの投資回収の意思決定のメカニズムを分析する。どのような個別的要因やマクロ金融環境の下で、回収の意思決定を行い、特定の選択肢を選んだのかについて考察する。

(3) 実証結果に基づき、投資ファンドに対する、情報開示、税制を始めとする諸規制のあり方に関する議論の基礎資料を提供する。

3. 研究の方法

(1) 投資ファンドの投資パフォーマンスのデータベースは存在しないため、M&A (mergers & acquisitions) のデータベース（「レコフ M&A データベース」）を用い、投資ファンド（同データでは「投資会社」と表記）およびその他投資主体（一般事業会社・金融機関等）の M&A 投資から回収までを把握する 2 次データベースを作成した。2 次データベースに基づき、投資から回収までの期間、投資収益率を計測し、投資ファンドの独自性の有無を検証する。

(2) 投資の入口は、買収・資本参加であり、出口は、売却・2 次売却（他の投資ファンドへの売却）・上場（IPO: 株式公開）、清算、保有継続である。入口および出口のうち、売却はおよび 2 次売却の確認は比較的容易であったが、投資対象の清算の確認は、予想通り、困難であった。

これら、出口のうち、一般に、上場は成功であり、清算は失敗と考えられる。その他の選択肢の場合は、ケースバイケースであり、実証的に確認する意義がある。

(3) 作成したデータベースに基づき、回収期間、2 次売却の割合、投資に失敗したと考えられる案件の割合等の基本的な記述統計的観察を行う。そして、投資ファンドの投資成績は、相対的に良好といえるか、投資回収行動に、大きな違いが見られるか、全体として、M&A において投資ファンドの参入は効果があったといえるか、といった点に付き、推測統計的に検証作業を行う。

4. 研究成果

(1) 基本的分析対象期間は、2002 年 1 月—2009 年 12 月とした。①2002 年から、投資ファンドの投資件数が顕著になって来ていること、②会計ディスクロージャー（連結決算制度、合併買収会計）が適用されていること、が期間を限定した主な根拠である。

(2) 投資ファンドを主体として含む M&A のデータベースを作成した。投資、回収の日時確認の基本としたのは、上述の「レコフ M&A データベース」であるが、被買収企業の属性（経営破たん・再生企業、後継者難による事業承継目的の M&A 企業）情報を加える等、大幅に情報を拡充した。

(3) データベースの最大の特徴は、買収側企業の有価証券報告書に含まれる連結キャッシュフロー計算書注記事項から、被買収企業の資産・負債情報を体系的に収集し、データベースに加えた点である。上場会社が企業買収を行った場合に開示される被買収企業の株式取得価額情報に含まれる「のれん (Goodwill)」または「負ののれん (Negative Goodwill)」のデータが分析に有効ではないかと考えられる。

この種のデータが利用可能になったのは、2000 年前後に導入された、

- ・連結決算制度
 - ・キャッシュフロー計算書
 - ・パーチェス方式による合併会計処理
- の結果である。

(4) 「のれん」は、買収時の被買収企業の簿

価と時価の差を埋めるものであり、付加価値分と考えることができる。株式取得価額および「のれん」を利用し、ファンドの経営関与の有無が影響を与えているか否かを検証することが可能になる。

(5) 資産及び負債の主な内訳」が開示されるのは、「連結キャッシュフロー計算書」の「注記事項」のセクションであるため、一般の認知度は低かったことが推測される。市販の2次的な金融・財務データベースにも含まれていない。そうしたこともあり、この「のれん」データを利用した研究は見当たらない。投資ファンド関与企業を含む非上場企業を対象とした計量的な研究も見られない。また、米国を始めとする主要国では、会計制度の違いから、「負ののれん」は存在しないため、これを利用した研究は実行できない。

(6) M&Aの全体のデータは、次表のとおりである。

買収側	被買収側	全件数	有データ
上場企業	上場企業	317	124
上場企業	非上場企業	2894	1487

ごく少数の上場投資ファンド以外の投資ファンドは、非上場に含まれる。また、ファンドの投資先企業も、上場企業であっても、買収と同時に非上場となる。最終的に、基本データベースは、上記1611件を対象としたものとなっている。

(7) ファンドのデータから、売却(回収)行動のデータを要約すると、次のようになる。

買収	227
出資拡大	27
資本参加	115
事業譲渡	6

投資ファンド、買収企業の国籍は以下のとおりである。

投資側	売却側	
国内	国内	309
国内	海外	31
海外	国内	35

(8) データベースから、代表的な投資ファンドのデータを用いて投資期間を計算すると、下記のようなになる。

投資期間	月
平均	44.45
標準偏差	20.7
最短	14.07
最長	100.03

また、試行的に測定した投資期間中の幾何平均年次収益率の平均値は、28.85%であった(サンプル数14)。最高値は93.99%、最低値は1.45%であった。

(9) 投資ファンドの投資の出口であるIPOについては、2007年および2008年の世界的な金融危機による株式相場の上降の影響もあり、現在確認中であるが、件数的には限られている。投資したものの、業績が芳しくなく、保有し続けている投資先や清算した案件も一定程度存在するとみられる。確認の作業を続けている。

(10) データベースを利用した実証研究として、データベースに含まれる被買収企業の属性の1つである「後継者難企業」の分析を行った。買収した非上場企業を連結する時に生じるのれんの額には、買収側企業の被買収企業価値評価についての判断が反映される。のれんの額が大きいほど、評価が高いことになるが、被買収企業が後継者難企業である場合は、交渉上の立場の弱さ等を反映して、そうでない企業に比べ、株式取得価額当たりののれんの額が小さくなることが考えられる。このような後継者難による事業承継に起因するM&A価格のディスカウントを事業承継ディスカウントと呼ぶことにすると、実証分析では、そうした傾向が存在することを裏付ける結果が得られている(下記の学会発表参照)。

(11) 上述した計量的研究を補完するため、投資ファンドおよび関連機関へのヒアリング調査を行った。

期日 2011年1月26日-27日

地域 福岡市

対象

- ・日本プライベートエクイティ株式会社九州オフィス
- ・福岡銀行本店ソリューション事業部
- ・独立行政法人中小企業基盤整備機構福岡事務所

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表] (計 1 件)

発表者：丸山宏・平田博紀

「事業承継ディスカウント：非上場会社 M&A データによる計量分析」、日本経営財務研究学会第 34 回全国大会、会場：立教大学、2010 年 10 月 10 日、平田博紀 (共栄大学専任講師) 氏と共同発表。

[

6. 研究組織

(1) 研究代表者

丸山 宏 (MARUYAMA HIROSHI)

横浜市立大学・大学院国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：30181837

(2) 研究分担者

なし()

研究者番号

(3) 連携研究者

なし()

研究者番号