

米国のバルチャー・ファンドの現状

松尾 順介

はつめい

最近米国のバルチャー・ファンド (Vulture Funds) が、日本の大手銀行の保有する不良債権を大量に買い取っていることで話題を集めている。例えば、九八年度はサーベラス、ローンスターなどが各一兆円規模の投資を行い、ゴールドマン・サックスなどの証券会社を含む外国投資家の不良債権購入額は、簿価ベースで八兆円に達するとともに、これらの不良債権には、一般不動産だけでなく、不動産担保付き不良債権や破綻企業向け無担保債権が多数含まれていることが報道されている⁽¹⁾。

これらのバルチャーといわれる投資家は、直訳すれば「ハゲタカ」であり、まさに死肉をハゲタカが漁るように、破綻企業の債権などを買いあさることからこのように命名されたと思われる。しかし、このおどろおどろしい名前とは裏腹に、その素顔がきわめてソフィステイケートされた投資家たちであることは意外に知られていない⁽²⁾。

筆者は、最近このバルチャー・ファンドのマネージャーたちに米国で直接インタビューをする機会を得たので、知られざる彼らの素顔の一端を紹介し、バルチャー・ファンドなどが投資を行っている、デリストレスト証券市場について考察する。ここでいうデリストレスト証券 (Distressed Securities) とは、破綻した企業の社債、手形、融資、株式さらには各種の請求権などを指し、米国ではこれらの証券の流通市場が形成されている⁽²⁾。

なお、これらのデリストレスト証券投資を行う投資家は、当然のことながら自らの投資をバルチャー・インベストメントとはいわず、スペシャル・シチュエーション・インベストメント (Special Situation Investment) あるいはスペシャル・オポチュニティ・インベストメント (Special Opportunity Investment) と呼んでいる。また、ヘッジ・ファンドのなかには、このような投資を行っている場合もあり、その際はイベント・ドリブン (Event-Driven) 型投資に分類されることもある⁽³⁾。

1 ロング・ドライブ・マネジメント・トラスト

ロング・ドライブ社 (Long Drive) は、野村證券の米国持ち株会社が一〇〇%持ち分を保有しており、トライリンクス・インベストメント・トラスト (TriLinks Investment Trust) を運営している。同トラストはスペシャル・シチュエーション投資を目的としているが、その運用総額は七億ドルである。このうち親会社が二億五〇〇万ドルのエクイティを拠出し、残りは保険・銀行などの外部の投資家からの借入れである。また、投資対象となるのは、額面の八〇〜八五%以下で取引される債権 (いわゆるデリストレスト債権) およびシングルB以下のハイールド (ジャンク) 債券ないしメザニンが主であるが、パフォーミング・ローンやBB以上の債券、メザニン等も一部含まれる。また、会社更生の結果としてのデット・エクイティ・スワップにより保有ローンがエクイティに転換される場合そのエクイティを保有することもある。さらに、同トラストは、CLOの形式で資金調達を行っており、その発行するノートおよびファシリティ格付けは三本がAAで、二本がBBBである。

ロング・ドライブ社のインベストメント・アドバイザーのデニス・ドーラン (Denis Dolan) 氏によると、デリストレスト証券投資には、ナンバー・クランチャー (number cruncher) といわれるアナリストと法律面の評価

を行う専門家が必要で、チームを組むのが一般的であるという。このロング・ドライブ社の場合、八人の専門家がおり、うち五人が財務評価を行い、残りは法律の専門家やシステム・サポートを担当している。これに加えて、業界調査などについては、外部委託する場合もあり、例えばヘルス・ケア産業の委託調査に数万ドルを支払うこともある。

同氏はもともとS&P社のアナリストとして、格付けを担当し、さらにドレクセル・バーナム・ランベールでも働いた経験があるとのことであったが、その経験のためか同氏の投資手法の特徴は、徹底的な調査にあるように見受けられた。例えば、業界紙や各種ニュースサービスの購読だけでも年間一〇〇万ドル近くのコストをかけるとともに、投資対象となる企業の破綻原因は徹底的に追求し、それが一時的あるいは突発的な原因によるものなのか、それとも構造的ないし致命的な原因によるものかを見極めるノウハウは相当な年期を感じさせるものがあった。したがって、情報収集には、年次報告書(一〇―K)や四半期報告書(一〇―Q)はあまり用いられない。このような投資は、迅速さが重要であり、有価証券報告書によるディスクロージャーを待っていたのでは、投資時期を逸してしまうこと、また一〇―K、一〇―Qなどの情報は完全に知れ渡っており、その情報だけをベースに投資判断をすることはできないというのがその主な理由である。⁽⁴⁾また、破綻後の情報としては、更生会社は毎月裁判所に報告義務を負っているので、裁判所の下で手続きが進められる場合、そこから有効な情報を得ることができるという。そのほか、債権者委員会に参加して情報を入手するケースもあるが、その場合にはインサイダーとなり、保有証券の売却が制限されるため、通常はあまり行わないとのことであった。

投資手法については、昨年のヘッジ・ファンド危機以降、FRBがヘッジ・ファンド向けマージンを引き上げたため、デイトレスト証券投資も長期保有が中心になっているとのことであった。すなわち、再建手続きへ関与して、場合によってはデット・エクイティ・スワップを行うなど、再建後の値上がり益を目標とするような投資が主流となり、保有期間が長期化し、達成収益率は低下している。同氏も目標収益率をかつての一八ヶ月で二五%から二四ヶ月または三六ヶ月で三〇%にまで引き下げたという。

なおトライ・リンクスはCLOとして格付けを持つ証券を発行しているため、ファンド内の分散投資が必要とされており、投資ポートフォリオが格付けのための分散基準に適合していることを、毎月格付機関に確認している。

2 アポロ・リアル・エステート・アドバイザー社

アポロ・リアル・エステート・アドバイザー社(Apollo Real Estate Advisors, Ltd.)社はアポロ・キャピタル・マネジメント傘下の不動産部門である。同傘下には、アポロ・アドバイザー社があり、これはコーポレート部門として、デイトレスト証券投資を行っている。

このアポロ社は、かつてドレクセル・バーナム・ランベール社でM&Aを担当していた、レオン・ブラック(Leon Black)氏がドレクセル社破綻後の九〇年に創業したものであり、アポロ・アドバイザー社がアポロ・インベストメント・ファンド四億ドルを設定したのが最初である。その後、投資の過程で多くのリゾート・ホテルや駐車場を抱え込むことになったため、不動産部門としてアポロ・リアル・エステート・アドバイザーを九三年に設立することになった。現在、不動産部門は運用総額が一〇〇億ドルとなっているが、コーポレート部門の資産額はより大きく、ジェネラル・パートナーの出資だけで八〇億ドルに達し、さらにリミテッド・パートナーからそれ以上の資金を集めている。また、このような不動産投資ビジネスはプライベート・エクイティ・マネジメン

トといわれている。

同社不動産部門のウィリアム・スカリー (William Sully) 氏によると、不動産部門の運用資金の七〇%が非公開会社および現物投資に投資され、残り三〇%が不動産関連の公開会社に投資されている。不動産部門では、それぞれの投資案件に関わる期間は、短い場合は六ヶ月ということもあるが、過半は三年から五年である。同社の運用するファンド (リミテッド・パートナーシップ) の一つを例にとると、アポロがジェネラル・パートナーとして三五〇万ドルを出資し、外部の投資家がリミテッド・パートナーとして一五億ドルを出資しているが、リミテッド・パートナーシップの存続期間を一〇年とし、最初の三年間投資家は資金需要が発生したときにファンド・マネージャーの要請に応じて限度額までの追加出資をする義務 (commitment ある) は subscription agreement) を負うものとされている。その際、投資家の持ち分は譲渡不可能である。また、投資家としては、年金基金、大学、保険会社などの大口の機関投資家があげられる。

情報の入手方法については、地元の不動産業者とジョイント・ベンチャーを組むことが多く、例えば地元業者は個人保証で銀行借入れを行い、ジョイント・ベンチャーに出資し、コミットメントを確保する。他方、アポロ側はその一〇倍にも相当する資金を出資する。つまり、地元業者は情報を入手しやすい立場にあるが、資金が不足しているため、アポロと共同事業が可能となる。いい案件があると、地元の不動産業者から連絡があり、それにもとづいて投資を検討するようである。

同社の不動産部門は九人のパートナーを有し、バックオフィス関連の事務スタッフを含めると四〇人のチームである。他方、コーポレート部門はロサンゼルスにもオフィスをもち、パートナーだけで二〇人を有している。

最後に、日本でのビジネスは行っていないが、機会はあるかがある。しかし、日本の低金利を勘案しても、

現在の地価水準ではそれに見合った収益は得られない。つまり、日本の地価はまだ収益還元という観点からすると割高であることを指摘していた。

3 サーベラス社

サーベラス (Cerberus Partners, L.P.) 社は、最近日本での不良債権の大口投資家としてゴールドマン・サックス、ローンスターなどと並んで有名になっているが、もともとはドレクセル社出身のステイブン・ファインバーグ氏が八五年に設立し、欧米の富裕層や年金基金のほか日本の銀行や生損保も投資しているといわれている。日本の投資は九八年四月に開始され、約一兆四〇〇〇億円を購入しており、クラウン・リーシングや日本リース向けの無担保ローンのほか、不動産担保付きローンへの投資も増やしている。現在、米国のディストレスト証券市場では、ブローカー・ディーラーの中ではメルリンチが投資の最大手であるが、ヘッジファンドの中ではサーベラス社が最大手のひとつであるといわれている (第1表参照)。

インタビュウに応じて頂いたのは、サーベラス社の前会長であり、現在新設のヘッジファンド、ストラテジック・バリュウ・パートナーズ (Strategic Value Partners, LLC) のマネージング・パートナーを務める、ビクター・コスラ (Victor Kosla) 氏である。同氏はもともとメルリンチに六年間在籍し、グローバル・ディストレス部門で、コーポレートと不動産の両方を担当していた経験をもっている。その間、東京でも二〇人の部下とともに数ヶ月間活動し、邦銀のバルクセールに応じたこともあり、アメリカ、ロンドンでの業務を経て、サーベラスに部下とともに一年前に移籍したとのことであった。したがって、日本への投資は、メインフォーカスの一つという。

第1表 ディストレス関連の運用資産額(注1)(1998年末)
(単位:百万ドル)

会社名	運用資産額
Appaloosa Management	1,080
Bay Harbour Investments	365
Bennett Management	153
Black Diamond Capital Management	210
Cardinal Capital Management	16
Cerberus Capital Management (訳注1)	2,112
Chesapeake Bay Ventures	5
CoMac Partners	347
Contrarian Capital Management	778
Cypress Advisors	25
Daystar	460
Dimeling Schreiber & Park	225
EBF&Associates	160
Foothill Group (The)	475
Gabriel Capital Group	1,400
Halcyon/Sliika (Alan B.) Management	425
King Street Advisors	136
MHRAdvisors	300
Magten Asset Management	1,100
Marks (Carl) Management Company	228
Morgens, Waterfall, Vinthdis & Company	642
Murray Capital Management	242
New Generation Advisers	44
Oaktrec Capital Management	5,717
PMFPartners	12
PPM America	520
Price (T. Rowe) Recovery Fund Associates	7
Reiss Capital Management	60
Rothschild Recovery Associates	200
Sass (M.D.) Investors Services	813
SBCPqewYork	90
Scolt's Cove Associates	118
TCWGroup	146
Turnberry Capital Management	240
Varde PartnerS	312
Whippoorwill Associates	526
合計	20,276

(注1) 運用資産額はコミットメントを含むが、ここでは算入されていない。
例えば、アービトラージュ・ファンド、ヘッジファンド、エクイティ・ミュー
チュアル・ファンドおよびプライベート・キャピタル・プールにおける誤差は
30億ドルから50億ドルである。
(訳注1) 同社でのインタビューでは、Cerberusの金額は40億ドルであるという。
(資料) Cambridge Associate Inc, "U.S. Distressed Company Investing 1999".

逆に、東南アジアに関しては、あまり投資対象とせず、その理由は倒産法がない国もあり、またあつても裁判所による法実現がなされていないからである。例えば、インドネシアには倒産法があるが、評価の基準は存在せず、優先順位という考え方も通用しない。加えて、経済および政治状況が変動的であり、回収ないし更生の見通しが困難である。タイでは最近倒産法が制定されたが、どのように機能するかは同様に明らかではないという見通しを語った。

ただし、同氏は日本のディストレストビジネスに参入する業者あるいは投資家はそれほど多くはなく、米国的を絞っていることも指摘する。その理由は、米国のファンドは地域的になり易い傾向があるとともに、日本の制度にも問題点があるからである。すなわち、日本では更生を弁護士が担当しており、投資家が更生に参与することを排除しているからである。また、DIP (debtor in possession) の制度⁵⁾がなく、現経営者も更生に参加できない。したがって、会計士や弁護士の関与度が大きくなるが、彼らは清算手続きにおいてはノウハウを発揮できるが、会社再建においてはそのようなノウハウを持ち合わせていない。さらに、日本の破綻企業の更生計画は、企業の競争を度外視しており、企業の再建が主眼とされていないことも指摘される。例えば、破綻企業の債務が一〇〇であるにもかかわらず、支払い可能額が四〇の場合、米国では債権を四〇に削減し、さらにデッド・エクイティ・スワップを行うが、日本では債権の削減は八〇にとどまり、それを一五年かけて徐々に支払うという更生計画が実施される。しかし、いかなる優良会社でも一五年先は予想不可能であり、本来再建手続きの重要な目的は、企業の負債構造を固定化させ、短期的に不確実性を取り除くことである。そして、同業他社との競争を継続していくことであるが、日本ではそうなっていない。日本の制度的特徴は、清算手続きにおいては米国よりも優れた手続きが行われているが、更生手続きでは非常に劣っている。したがって、今後日本の倒産法関連の改正

は、会社更生を重視した方向に進むという見通しをもっているとのことであった。⁽⁶⁾

現在、同ファンドは、ハイ・イールド債にはほとんど投資せず、基本的にはディストレスト証券を対象とし、不動産投資を含む投資を行っている。対象国は日米欧などのG7諸国が対象である。また、保有期間は二年から四年で、自己資金だけであれば、五年から一〇年という投資も可能であるが、外部の投資家からの資金を運用する以上、この程度の期間が限界である。

また、このようなファンドには、基本的にアクティブ運用とパッシブ運用がある。アクティブ運用は何らかの形で再建計画に参加することで利益を得ようとし、他方パッシブ運用はアンダーシユートした債権を購入し、その価格の回復を待つという投資手法であるが、同ファンドではどちらの投資戦略を選択するかは状況次第で、途中から変更することもあるという。

4 ニュー・ジェネレーション・リサーチ社

ニュー・ジェネレーション・リサーチ (New Generation Research) 社は、ボストンにあり、ディストレスト証券専門の情報ベンダーだが、同一オーナーの兄弟会社ニュー・ジェネレーション・アドバイザーズ (New Generation Advisors, LP) 社があり、これはヘッジファンドとして総額四四〇〇万ドルをディストレスト関連で運用している。したがって、ヘッジファンドとしては小規模であり、さらにレバレッジはないとのことであったが、情報ベンダーとグループになっているところがユニークである。

NGRのリサーチ部門ディレクターのクリス・マッキュー (Chris McHugh) 氏によると、NGRの設立は一九八六年で、九〇年にNGAが設立されている。したがって、情報ベンダーとして出発した後、自前でファンド

を設立したことになる。そして、NGRの情報提供は四つの定期情報誌によっており、「Bankruptcy Yearbook & Almanac」、「Bankruptcy Data Source」(月刊)、「Troubled Company Prospector」(週刊)の三紙は専門的で数百年部、「Turnaround Letter」はディストレスト証券の投資家以外の読者にも読まれており、数千部出ている。加えて、委託調査も行っている。NGRの社員はパート・タイマーを含めて五から一〇人で、NGAは二人である。最近のように倒産が減少すると、情報誌の販売は低迷し、情報ベンダーは収益性に富む事業ではない。しかし、グループのコストセンターになっているわけではなく、事業としての採算を維持しているとのことである。

マッキュー氏の情報収集は、基本的に公開情報を中心であり、一〇一K (年次報告書)、一〇一Q (四半期報告書)を重視し、ほかにブローカーやブルムバーグから価格情報をとり、各種ニュースレターの定期購読を行っているが、産業調査に類することはあまり行っていない。また、同氏にとって、倒産手続きは情報を得る上ではあまり有用ではないという。それは後でも述べるように、NGRの収集した情報はNGAにおける投資判断にも部分的に用いられているが、このNGAは基本的にパッシブ運用を行っているためであると考えられる。

NGAの投資は長期ベースで、四年から五、六年が主流である。空売りによって株式に投資することもあるが、社債が多く、それぞれ約四〇%、六〇%である。また、銀行ローンは流動性を欠くため、二から五%程度しか投資せず、同じ理由で手形には投資しない。さらに、倒産手続きにおいては債権保有割合が小さいため、アクティブには行動せず、パッシブ運用に特化している。これは同社のファンドが小規模であることによるものと考えられる。したがって、NGRおよびNGAに法律の担当はいないとのことである。

また、同社の投資家としては、大半は富裕層の個人であるが、比較的小規模の年金基金やヨーロッパ系の海外投資家も含まれているとのことである。

まとめ

以上のように、バルチャー・ファンドのマネージャーやリサーチャーを訪問した印象は次のように要約できる。

第一に、彼らがきわめて洗練された情報収集および分析のノウハウを有していることである。どのような情報を重視するかは、ここでも紹介したように各人各様であるが、その収集・分析のノウハウは長年の蓄積と経験によつて築かれたものであることを感じさせた。そして、ここで紹介したビジネスの創業者やファンド・マネージャーにドレクセル社の出身者が多いことから、そのノウハウの相当部分はハイ・イールド債関連業務で蓄積されたものであると推測される。ドレクセル社は、ハイ・イールド債のマーケットメイカーとして流通市場を整備するとともにアンダーライターとして主幹事シェアのトップを占めていたが、同社リサーチ部門は約百人のアナリストを擁していたとされ、リサーチに注力していたのである。その意味で、ドレクセル社の創出したハイ・イールド債市場は低格付企業に新たな資金調達手段を提供しただけでなく、業者にもノウハウの蓄積をもたらしたのである。

第二に、彼らの投資手法が多様であるという点である。短期的なアービトラージュがあるとともに、長期保有で値上がり益をとる場合もある。また、アクティブ運用とともにパッシブ運用がある。そして、バルチャーあるいはヘッジファンドという先入観からは、短期的なアービトラージュやアクティブ運用が連想されがちであるが、むしろ逆に長期的な保有が主流となつている。また、一部の小規模なファンドを除いて、アクティブ運用とパッシブ運用も固定的ではない。したがって、この分野の投資ではとくに投資戦略を柔軟に展開できることが重要

であると考えられる。

第三に、機動的かつ大量の資金調達が行われているという点である。デイトレスト証券市場は、継続企業の証券市場に比べると、流動性は低く、投資対象銘柄の購入時期を逸すると再び機会を得ることは困難となる。その意味で迅速さが決定的に重要であるとされ、コミットメントを投資家に課す場合があるのも、このような投資の性格に適合させるためと思われる。さらに、コミットメントによつて、ファンド設立時の投資家の出資額を小さくすることで、ファンドのトータル・リターンを向上させることも期待されるものと考えられる。そして、このような要請に応えられる投資家層（機関投資家と一部の富裕層）があつて、はじめてデイトレスト証券市場は成立するものと考えられる。

最後に、このような投資を支えているのは、たしかに投資家であり、また業者のもつさまざまなノウハウであるが、しかし情報がその基礎になつていないことを見落すべきではない。例えば、米国の場合、裁判所も各種の更生計画案を公開し、情報提供にきわめて前向きである。それに引き換え、日本では裁判所およびその選任する管財人は情報提供にきわめて消極的である。現在、倒産手続きに関して法務省でも法改正が検討されているが、このような裁判所のあり方そのものの見直しも進められることを期待したい。

注

(1) 「日経金融新聞」、一九九九年三月三日、参照。

(2) 拙著「日本の社債市場」、東洋経済新報社、一九九九年五月、第五章、参照。

(3) 例えは、IMF, "Hedge Funds and Market Dynamics", Occasional Paper 166, May, 1998, p.51.

(4) もっとも、米国でも経営破綻（連邦破産法第十一章適用申請）後これら報告書は通常提出されていない。

(5) DIP (debtor in possession) とは、「占有債務者」と訳されるが、米国の第十一章倒産の場合、現経営陣が継続して会社の再建にあたる場合が多いといわれる。これがDIPであり、経営ノウハウのない管財人が経営を担当するよりも、現経営陣が事業を継続したほうが再建の可能性が高いことなどが主な理由であるとされている。なお、この点について詳しくは、高木新一郎著「アメリカ連邦倒産法」商事法務研究会、一九九六年、および渡邊光誠著「最新・アメリカ倒産法の実務」商事法務研究会、一九九七年、参照。

(6) このインタビュから約一週間後、法務省が「新再建型倒産手続き」の原案を固めたことが発表された。それによると、①経営不振企業が破綻前でも裁判所に手続き開始を申し立てできるようにする、②社外の管財人でなく業務に詳しい経営陣が経営を継続できるようにする、③再建計画の合意に必要な債権者の議決権の割合を三分の二程度に引き下げる、などといった規定が盛り込まれており、破綻企業の早期再建が重視されるとされている。