

プライベート・エクイティ・ファンドによるファイナンスとガバナンス —ソフトバンクとウィルコムを事例として—

日隈信夫（東京福祉大学）

株式発行による資金調達や負債による資金調達といった外部資金調達においては、ステークホルダー（利害関係者）は、経営者と株主、あるいは経営者と債権者の２者間で構成されている。こうしたステークホルダーからなる２者間コーポレート・ガバナンス（以下、CGS）においては、株価に左右される市場価値を高めるべく短期的な株主価値極大化が重視されてきた。

一方、現代の寡占的な巨大企業における投資決定のための「資金調達行動」には、企業外部からの資金調達だけでなく、「財市場」で実現した売上げや経費削減、あるいは価格設定などから企業内部に蓄積された内部留保による資金調達もある。また、他の市場との関連では、それに伴うコストも無視できない（エージェンシー理論では内部資金調達コストが考慮されていない）¹。また、内部資金調達の増加傾向に伴い、経営者と株主や債権者以外に、売上げを左右する顧客や従業員、イノベーションをもたらす企業家を含めたあらゆるステークホルダーからなる多数者間 CGS においては、売上げに左右される本質価値を高めるべく長期的な成長が重視されるようになった。そのため、多数者間 CGS の下では、株主以外のステークホルダーが CGS の主体となりうるモデルが必要となる。

近年の活発な M&A の続く通信業界における資金調達の变化(資本構成)に注目すると、内部留保による内部資金調達が重要視されるなか、負債による外部資金調達も再び増加し始めている（CGS の必要性）。

こうしたなか、ウィルコムや鶴丸海運のように大企業ではあるが、非上場かつ自力で内部資金調達を行うことのできない企業にとっては、投資のための資金を調達するだけでなく、新たな製品を開発し、新たな市場を開拓していくためにも、バイアウト・ファンドや船舶投資ファンドといったプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEF）の存在は非常に重要な存在となる。

そのため、大企業でなくても、成長を期待できる潜在力のある企業に対して、PEF は、積極的に資金を提供し、成長を長期的に支援する必要がある。また、寡占、非寡占にかかわらず、非上場企業が、必要なときに、資金を調達できない場合でも、PEF は、最後まで資金提供者としての責任を果たす必要がある。すなわち、企業の長期的な成長のためには、CGS だけでなく、コーポレート・ファイナンス（以下、CFS）（とくに、資金調達）も必要だからである。

本報告では、ソフトバンクにおける内部資金調達と CGS の関係に加えて、PEF を必要とするウィルコムにおける外部資金調達と CGS の関係を比較検討する。

その後、通信事業者を事例に挙げ、外部資金調達に依存せざるを得ない革新的な企業が、スマートフォン市場の国内始動へ向けた資金調達とガバナンスを行うためには、長期的にリスクマネーとガバナンスを提供し続けるプライベート・エクイティ・ファンドの存在が重要であることを論じる。

¹Eichner, A. S. [1976] , The Megacorp and Oligopoly—Micro foundations of Macro Dynamics—, Cambridge University Press（川口弘監訳『巨大企業と寡占—マクロ動学のミクロ的基礎—』日本経済評論社, 1983, 111 ページ。