

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 光 定 洋 介 CMA

世界の機関投資家の間ではプライベートエクイティ（以下、PE）投資への資産配分の重要性が増してきている。背景にあるのは、低金利下での資産運用難への対応、分散投資効果によるリスク・リターンの改善狙いなどがあると考えられている。

ここでPE投資の増加の流れを、投資を受ける企業サイドと、資産運用を行うアセットオーナーとしての機関投資家サイドから考えてみたい。

まず、投資を受ける企業サイドから見た場合、エクイティ性資金調達の見込みの拡大ということが挙げられよう。すなわち、これまでは大量のエクイティ性の資金調達を行う際には株式市場を通じた公募増資しか選択肢がなかったものが、こうしたPE投資ファンドからエクイティ性資金を調達するといった選択肢が入ってきたと考えられる。上場株式市場においては、短期の決算などの振れに企業価値が左右される傾向があるため、より中長期的な視点での企業価値拡大を狙った経営を行いたい上場企業が、あえて上場市場から退出し非公開化する動きがあるのはこの一例であろう。また、非公開企業のまま推定時価総額が10億ドルを超えるようなユニコーン企業が増加しているのも、こうしたPEファンドが出資者として増加していることと関連している可能性がある

う。この結果、米国では上場企業の株式の非公開化や非公開企業のみで大型のエクイティ性資金調達等が進む一方で、新規上場企業数はその数に追いつかず、上場企業数（NY証券取引所・ナスダック）は過去20年で約3割も減少している。

一方の資産運用を行う機関投資家サイドから見るとどのような状況が見えてくるであろうか。上場企業に対する投資のみしか行っていない場合、投資対象の選択肢の減少というリスクがある。PE投資を行わないと、ユニコーン企業への投資や中長期的視点で非公開化した企業への投資を行うことが困難になる可能性がある。また、PE投資を行うことのメリットとして、分散投資の効果によってポートフォリオ全体のリスクに対するリターンが改善することが挙げられることが多い。こうした背景から、世界の機関投資家の間ではPE投資への資産配分の重要性が増してきているのではないかと考えられる。

日本のPE投資の現状を見てみると、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がPE投資を含むオルタナティブ投資に対して運用総資産の5%を上限に資産配分できるようにするなど、資産クラスとしての認知が進んでいる。一方で、日本国内のPEファンドは、その経済規模と比較するとまだ存在感が小さいことも指摘されている。この

背景にある課題として、パフォーマンス測定の透明性や運用する機関投資家の体制の問題などがあるだろう。

清水・秋山論文「PEの動向とパフォーマンス測定」では、世界の運用資産残高が2012年の63.9兆ドルから16年には84.9兆ドルに増加し、そのうち同期間にPE投資は3.3兆ドルから4.7兆ドルに増加したことが紹介されている。既に運用資産残高の5%を占める存在であるが、今後もその伸びが予想されている。また、この間の世界の運用資産総額の上昇を支えたひとつの存在として、政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund : 以下、SWF) の動向も調査しており、SWFは10年の4.4兆ドルから16年の7.4兆ドルへと年率9.1%のペースでその残高を伸ばしている。SWF報告における各アセットクラスの過去5年、10年、20年のパフォーマンス及びボラティリティも紹介されており、PEファンドのパフォーマンスは、それぞれ年率13.6% (5年)、8.6% (10年)、8.6% (20年) と上場株式 (各12.2%、4.9%、5.2%) より高い成果を残している。また、同期間、いずれの期間のボラティリティも上場株式より低い結果にとどまっている。もっとも、PEファンドのパフォーマンスの測定に当たっては、期末のファンド純資産額 (投資対象先企業の時価評価) をどのように評価するかによってパフォーマンスやボラティリティが変わってくる。本稿では、進んだ取組みを行っている英国におけるPE及びベンチャーキャピタル (VC) の業界団体の取組みを紹介し、未公開株式の公正価値測定のガイダンスについても紹介している。その上で、日本のPEファンドのパフォーマンス測定に際して克服すべき課題などを提示している。

実務的な投資家の観点から見ると、PE投資は上場株式投資以上に注意が必要である。貞永・西澤・小野論文「PEファンド投資の実務面の課題」では、PE投資を構成する重要な4要素である (1) ポートフォリオ構築、(2) ファンド選別、(3) ミドルバック体制、(4) 組織設計に焦点を当ててPE投資業務の実務面の課題を整理している。例えば、(1) ポートフォリオ構築において、一般の上場株式に投資を行う投資信託等の場合は、ある程度運用会社を分散させることによって分散効果を期待できる。これに対して、PE投資では運用成績上位5%に属するファンドと下位5%に属するファンドの運用成績に大きな開きがあり、その開きの程度は上場株式に投資するファンドとは比較にならないほど大きい。そのため、単純に複数の運用会社に分散投資するのでは意味がなく、運用会社を選別する能力が必要になる。また、(2) ファンド選別では、①トラックレコード、②運用会社の組織、③投資戦略、④契約条件の重要性を解説している。特に上場株式に投資を行うファンドとの大きな違いは、①トラックレコードの源泉と④契約条件であり、①過去のトラックレコードが良かったことが、レバレッジ (借入金効果) によるものか、事業の改善によるキャッシュフローの向上によるものか、などリターンの源泉を見極めるように推奨している。更にフロントだけでなく、いかにミドルバック体制を構築するかが重要になることにも言及している。(4) 組織設計では、情報の非対称性の高いPE投資でいかにしてプロ人材を育成できる組織設計をすべきか、という課題を取り上げている。最後に、ゆうちょ銀行における実際的な取組みについても紹介しており、今後PE投資を検討している機関投資家にとって大変参考になる。

前段において、トラックレコードの源泉を見極

めることが重要であると述べた。しかし、実際にこれを行うことは情報の非対称性が大きいPEファンドでは容易なことではない。これに挑戦しているのが、池田・井上・小澤論文「PE投資のベンチマーク構築と検証」である。本稿では、海外での先行研究を参考にしながら、PEファンドの過去の個別案件について一定の仮定の下で投資開始年・産業別のベンチマークリターンを算出している。また、日系・外資系のPEファンド62社(回答31社)に独自のPEサーベイ調査を実施し、ベンチマーク算出における一定の仮定についての妥当性も確認している。そして、ベンチマークリターンの源泉を①レバレッジ効果、②マルチプル変化、③企業業績の変化、④その他の4要因に分類している。分析対象は、1998年から2015年までの主要PEファンド21社による274件の投資案件である。このうち、案件売却(EXIT)の確認ができた175件について、平均のベンチマークIRRが27.8%で、そのベンチマークリターンの源泉の3分の2程度が①レバレッジ効果から発生していることが示されている。このベンチマークリターンと、実際にファンドが当該個別実投資案件で実現させたリターンを比較することによって、PEファンドの案件ごとの価値創造能力(上場企業投資におけるアルファ)を測ることが可能になる。筆者たちは、主要ファンド2社の協力を得て個別実投資案件(2案件)のベンチマークリターンと実際のリターンの差を計測しており、それらの案件ではベンチマークIRRを上回るリターンを創出していたこと、またその差の大きな部分が③企業業績の変化による寄与度の部分がベンチマークリターンを大きく上回っていることが算出されている。情報の非対称性が大きなPEファンド業界では、ファンド業界からの情報の提供がない限り、全ての案件でのファンド別案件別の価値創造

能力を計測できないことは残念なことである。しかし、本稿はベンチマーク構築と投資案件ごとの価値創造能力を計測する一定のモデルを提示しており、こうしたモデルが一般化され、投資ファンドと機関投資家間の情報の非対称性が改善されることを期待したい。

PE投資のメリットのひとつとして、分散投資効果によるリスク・リターンの改善があると考えられると述べた。これまで一般的にPEファンドのリターンの計測に用いられてきたのは、内部収益率法(IRR法)であるが、実はこの手法では投資タイミングの良しあしは反映されない。また、日本のPEでは原則として投資期間中の投資先企業の時価評価額は反映されない。この結果、例えば、投資期間中に株式市場が暴落して全体のマルチプル(倍率)が下落しても、日本では投資先企業は簿価のまま評価されたりすることが多い。こうした評価方法を使っていることが、上場株投資との見かけ上の相関を減らしたり、ボラティリティを減少させたりして、分散投資効果が高まっているように見えているだけかもしれない。こうした問題点について、現在実務者の間で用いられている幾つかの異なるPEファンドの運用成績計測方法を解説しているのが、白木・宮田論文「PEファンドの運用成績計測手法について」である。通常の機関投資家にとってのPE投資は、純投資(有価証券投資)としての側面があるため、特に上場株式市場などのベンチマークと比較を行いたいというニーズも見られる。伝統的なPEファンドのリターン計測であるIRR法や投資額に対する回収額の絶対倍率を見る投資倍率法は、上場株式市場のベンチマークとの比較には不向きである。また、同じ設立年のPEファンド同士であっても、投資や回収のタイミングが異なるため、厳密には

比較ができない。そこで、本稿では、PEファンドのキャッシュフローをその時の株式市場インデックスに投資したと仮定して運用成果を比較計測するパブリック・マーケット・エクイバレント (PME) の考え方を紹介している。PMEは、PEファンドの初期投資、配当金受け取り、投資先売却収入などの不定期な資金流入出が、比較対象となるベンチマーク指数の売り買いによっても同様に発生すると仮定し、ベンチマーク指数の同期間のIRRや投資倍率を算出することで、比較対象となるPEファンドとベンチマークの間の運用成績比較を行えるように意図されたものである。ただ、一口にPMEといっても数学的な計算方法に幾つ

かの違いがあり、本稿では4種類の手法について詳述した上で、メリット・デメリットについて考察している。

以上、本特集では、PE投資の動向をまとめるとともに、今後日本でもPE投資が上場株式などと並ぶひとつのアセットクラスとなり、機関投資家の投資体制も整備され、PEファンドのパフォーマンスの透明性や比較可能性が高まるための課題整理を行っている。PE業界のこうした課題が正しく理解され、アセットクラスとして認知が深まることを期待したい。