

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員長 菅原周一 CMA

プライベート・エクイティ（以下PE）投資が注目を集めている。アベノミクスの成長戦略では、日本国内の高い創造性を持った起業が活発に行われ、多くの魅力ある企業の出現が期待されており、PE投資への期待が高まっている。また、130兆円を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を始めとした公的年金に対しても、これまでの伝統的な資産だけでなく、PE等の新たな投資対象の拡大が期待されている。

海外の代表的な年金基金を見ても、PE投資への投資割合は日本の年金基金と比較して高い。例えば、米国の代表的な公的年金基金であるカルパスやデンマーク労働市場付加年金では全資産の10%を超える資金をPE投資に配分している。PE投資の比率を高くしている理由はそれぞれ異なる基金の事情がある。カルパスでは負債サイドの要求収益率が7.5%と高く、運用サイドも高い期待リターンが求められるため、PE投資への期待が高いことになる。また、デンマーク労働市場付加年金では、リスククラスに基づくリスクパリティ・ポートフォリオを強く意識したポートフォリオを構築しており、PE投資はリスククラスを代表する資産として位置付けられているため保有割合が高くなっている。結果として、ある程度の割合をPE投資に配分していることが分かる。

本ジャーナルでは、過去にPE投資を特集として取り上げてはいるが、PE投資への期待が高まり、注目度がこれまで以上に増していることから、「年金基金とプライベート・エクイティ投資」という特集テーマを組むこととした。今回の特集号では、企業年金から見たPE投資の実際と今後の展望についての座談会と、年金基金によるPE投資の現状と期待役割に関する論文およびPE投資の実務に関する論文の2つから構成されている。今回の特集の詳細は以下の通りである。

特集の1本目は、企業年金基金の関係者による座談会「年金によるPE投資の実際と今後への展望」である。この座談会は、コンサルタントの立場として大藤康博氏（大和ファンド・コンサルティング）、投資家の立場として木口愛友氏（岡山県機械金属工業厚生年金基金）と高橋修三氏（企業年金連合会）の3名と司会として本ジャーナルの編集委員である徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所）の計4名で昨年12月3日に行われた。座談会では冒頭に「問題提起」を行い、今後、PE市場への参加が増加すると思われる企業年金の立場や考え方を理解するという観点から、PE投資に実際に取り組んでいる参加者の方々が、その現状と課題について様々な角度から議論を行っている。具

体的な論点としては、「PE投資への取組みの現状」、「PE投資に取り組む意味合い」、「PE投資の取扱い等技術的な課題」、「外部マネージャーの活用と自家運用の優劣」、「PE投資における懸念と今後の展望」の5点である。

1つ目の「PE投資への取組みの現状」では、少なくとも今回座談会に参加していただいた投資家の方々の満足な結果が得られていることが確認された。しかし、アベノミクスの成長戦略における日本企業のPE投資には直接つながらない可能性が高いことも指摘されている。また、「現在のオルタナティブ投資全体の中で、PEに投資しているウェイトは7～8%に過ぎず、10年前からそれほど変わっていないのが現状である」（大藤氏）ということも指摘されている。年金に関してはPE投資のすそ野は広がっていないということが実際の姿であることが推測できる。

2つ目の「PE投資に取り組む意味合い」では、PE投資の期待役割として、単独資産としての超過収益獲得の期待と保有資産全体でのリスク低減効果の2つがあることに加えて、PE投資の特徴である非市場性から生じるものであり、見せかけのリスクが小さいといった理由は本質的なものではないものの、年金資産全体で見た場合に相応の期待役割がPE投資には存在することが分かる。

3つ目の「PE投資の取扱い等技術的な課題」については、資産区分の考え方、PE投資特有のキャピタルコール、パフォーマンス評価について議論が行われ、資産配分の考え方に関しては基金自身がガバナンスにおいて責任を果たせるような分類方法であれば良く、画一的なものではないこと、PE投資特有のキャピタルコールはキャッシュ管理の負担が大きくなると言われているが実際にはそれほど大きくはないこと、パフォーマンス評価は複数の方法が存在するため多少煩雑な作業

を行わなければならないことが指摘されている。

4つ目の「外部マネージャーの活用と自家運用の優劣」では、PE投資は特にPE運用者の「人を見る」ことが重要であること、さらにPE運用者の資産管理や情報開示についても重要であるとしている。

最後の5つ目の「PE投資における懸念と今後の展望」では、PE投資のすそ野が広がっていないものの、優れたファンドの投資ユニバースが日本国内で拡大しつつあること、年金基金のガバナンスの問題、運用報酬の問題、引き継ぎ問題等について言及している。そして年金基金のPE投資の将来性については限定的な動きが継続する可能性がある一方で、年金基金が平均的には財政余剰になっていることを考えると、長期的な視点で評価すると高いリターンが期待できるPEへの投資に大きな意義があるとしている。

最後に、年金基金投資の枠組みの変化の必要性を指摘し、この変化が成長戦略に、そしてさらに日本経済の成長につながっていく可能性があること述べている。

2本目は、徳島論文「年金によるPE投資の現状と期待される役割」である。本論文では企業年金運用におけるPE投資拡大の可能性について考察している。具体的には、まず、金融緩和の拡大により金利と運用利回りが低下し、投資家の資産価格下落への耐性が下落したことにより、年金基金の多くが単にリスクを抑えることになってしまったと指摘している。次に、年金運用におけるPE投資の位置付けとして、非伝統的な資産と手法により構築されるヘッジファンドよりも伝統資産に近い方法で投資可能なPE投資が理解されやすいことについて言及し、海外の代表的な年金運用に

特集

おけるPE投資の現状を紹介するとともに、日本の年金基金のPEへの投資比率が海外の代表的な年金基金と比較して低いことを示している。さらに、新たな成長資金供給の源として年金によるPE投資が期待されること、本来は資金性格としてPE投資が年金運用に適しているにもかかわらず年金資金も短期的な評価を強いられていること等が指摘されている。そして最後に、PE投資を拡大するために解決する必要がある課題として、収益計上の多くがキャピタルゲインであること、キャピタルコールへの対応を考えた流動性確保の必要性から生じる資金運用効率の低下、会計・評価面での従来とは異なる取り扱い、新たな資産区分の必要性、外部運用者への委託の問題を取り上げて解説している。まとめとして、世界経済の中長期的な成長に資する可能性があるPEに一定程度の資金を振り分けることで、年金は中長期的に安定した投資成果を得ることが可能となり、経済全体も活性化されることが期待できると述べている。

最後の3本目は、西村論文「PE投資の実務と例」である。本論文では、PE投資を検討している投資家を対象として、PEファンドの運営形態、メリット・デメリット、形態と契約について基礎的な事項を述べるとともに、PEプログラム構築の手法についても概観している。具体的には、上場、非上場の違いが実際の投資を行うに際して生じる違いとして、①投資家が投資対象を発掘しなければいけないこと、②流動性がないことがあり、通常の株式ファンドのポートフォリオ運営とは異なることを示し、PEファンドの運営形態を解説している。また、PEファンドのメリットとして投資対象企業の経営への関与が可能であることと流動性を犠牲とした高いリターンへの期待がある一

方、デメリットとして非流動性、事務負担の増加、Jカーブ効果による投資初期でのマイナスリターンの問題などがあるとしている。次に、PEファンドの一般的な形態（リミテッド・パートナーシップ）の概要を解説し、PEファンドの投資家にとって重要な契約書で定められる一般的な事項（利害調整、ガバナンス、透明性に関する事項）について、留意点を中心に概説している。さらに、PE投資ではPEファンドに対して当初コミットメントを行っただけでは十分ではなく、継続してコミットメントを行っていく必要があり、このことを「PEプログラム」と呼んでいるが、このプログラムを構築する際の留意点とプログラム運営の際の実際とプログラム自体の分散をすること（戦略・ステージ・地域・ビンテージ・イヤー）の重要性について解説している。

そして最後に、PE投資の魅力として、①投資対象企業の経営への参画と投資成果が経済価値の創出につながり、経済発展への貢献という形で満足度が得られること、②PEファンドを運用しているプロフェッショナルとの交わりがあるとしている。

PE投資に関しては、資金を提供する側からは魅力的な投資対象が少ないという声を聞くことができる一方で、資金を必要とする側からは十分な資金の供給を得ることが難しいという声をよく聞く。しかし、資金を供給する側から言えば、PE投資はあくまでも、数ある投資対象の1つである。他の投資対象と比較して魅力が高ければPE市場に資金が供給される。年金基金からすれば、日本経済に良い影響を与える可能性があることを理解していても、年金基金の資金は、受給者のものであり、受給者に対して最も利益となる投資対象を選択しなければならない。ここで言う受給者の

利益とは、あらかじめ約束した給付を安定して供給することであろう。一方で、PE投資は年金基金がこれまで主に対象としてきた資産とは特徴が異なるところも多く、その魅力度が十分に伝わっていなかったことがあり、適切な評価がされてこなかったことも事実であろう。

なお、本特集の座談会の中で高橋氏が「PE投資が国内に根付くことは副次的効果として日本経済の成長に寄与するものと期待されているが、市場規模が小さいことから、少なくとも現状においては大きなインパクトを与えるところまでは至っていないのではないか」と述べているが、現実

まさにその通りであり、将来に向けても市場規模の大幅な拡大を短期間に期待することは難しいであろう。

日本経済の発展に寄与すること等への期待はあるものの、PEへの過度な期待は禁物である。過去にPE市場が育ってこなかった反省を踏まえて、PE市場の身の丈に合った安定的な成長を期待したい。PE投資の過度な期待や誤解による一時的なブームに終わらせてはならない。PE投資が魅力ある投資対象となり得ることは確かである。本特集が、PE市場を活性化させる一助となれば幸いである。