

プライベート・エクイティ投資に関する調査研究

平成 23 年度 研究報告書

平成 24 (2012) 年 3 月

財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル

TEL:03-5793-9411

FAX:03-5793-9413

URL:<http://www.nensoken.or.jp>

目次

研究概要	1
第1章 プライベート・エクイティ投資とは	
1 プライベート・エクイティ投資の定義	3
2 プライベート・エクイティ投資の社会的位置付け	3
3 投資家からみたプライベート・エクイティ投資の意義	4
4 プライベート・エクイティ投資の代表的なストラテジー	4
第2章 PE投資の戦略的分類と特徴	
1 PE投資の分類	7
1.1 主要な戦略	7
1.2 その他の戦略	10
2 ベンチャー・キャピタル	10
3 バイアウト	12
4 ディストレスト	14
4.1 事業再生ファンド	14
4.2 不良債権ファンド	15
5 セカンダリー（ファンド・オブ・ファンズ）	15
5.1 セカンダリー・ファンドの仕組み	15
5.2 投資家のセカンダリー・ファンド売却の理由	16
5.3 投資家のセカンダリー・ファンドへの投資目的	17
6 メザニン	17
7 その他の戦略	17
7.1 パイプ	17
7.2 アクティビスト	18
8 投資形態別の特色・留意点	18
9 ファンドストラクチャー	19
10 PE投資のリスク要因と留意点	19
10.1 低流動性	19
10.2 Jカーブ効果（初期の投資損失）	20
10.3 ファンド間のパフォーマンス格差	20
10.4 景気サイクルとPE投資のパフォーマンス格差	20

11 適切なベンチマークについて	22
11.1 鑑定評価ベース	22
11.2 上場 PE 指数	22
11.3 パブリック・マーケット・エクイバレント	23

第3章 グローバルにみた PE 投資動向

1 PE ファンドの新規設定額と投資額の推移	25
1.1 世界全体の状況	25
1.2 国別の状況	26
1.3 地域別の状況	27
2 PE セカンダリー市場の規模と推移	28
3 ベンチャー・キャピタル投資とバイアウト投資	29
3.1 ベンチャー・キャピタル投資とバイアウト投資の構成比	29
3.2 ベンチャー・キャピタル投資の推移	29
3.3 バイアウト投資におけるイグジットの動向	30
4 欧州における新規設定ファンドの保有者	31
5 世界の PE 運用会社の投資額のランキング	32
6 米国機関投資家の PE 投資動向	33
7 PE 投資のリターン	33

第4章 国内年金基金の PE 投資の実態

1 調査対象および回答率等	35
1.1 大和総研「2011 年オルタナティブ投資アンケート」	35
1.2 「2011 年日経企業年金実態調査」	36
2 年金基金のオルタナティブ投資の取り組み状況	37
2.1 オルタナティブ投資の実施状況	37
2.2 政策アセットミックスにおけるオルタナティブ投資の配分状況	39
2.3 今後のオルタナティブ投資のスタンス	41
3 年金基金の PE 投資に対する取り組み状況	42

第5章 年金基金における PE 投資の実務

1 PE 投資の狙いと位置づけ	47
2 PE 投資の形態・方法について	47
3 PE 投資の実務面について	47
4 リスク管理について	48
5 今後の PE 投資の方向性	49

6	PE 投資に関する情報収集方法.....	49
7	これから PE 投資を始める基金へのアドバイス	49
8	欧米に比べて日本で PE 投資が普及しない理由	50
9	PE 投資と景気循環との関連性について	50
10	総括～PE 投資へのインプリケーション	50
	参考文献.....	52
	参考資料_年金基金等向けインタビュー用資料	55

調査研究体制

研究員	長野 誠治	主任研究員
	樺山 和也	主任研究員
	川名 剛	主任研究員
	田中 英治	主任研究員
	谷本 奈丘	研究員
アドバイザー	福山 圭一	専務理事
	山崎 伸彦	審議役

研究概要

本研究は当機構の自主研究として、平成 23 年度に実施したものである。

本研究に取り組むきっかけになった問題意識は次のようなものである。当機構が平成 22 年度に取りまとめた「北米および欧州の年金に関する現地調査報告」¹のなかでも指摘したように、欧米の有力な年金基金において、プライベート・エクイティ投資は不動産投資とともにアロケーションや運用資産の位置付けの面では伝統資産に次ぐ重要な位置を占めている。これに対して、日本の大半の基金では両者はオルタナティブ資産の一部として取り扱われており、資産全体に占める割合も各々数パーセントを占めるに過ぎない。この格差は何に起因しているのか。

また、日本の年金基金のなかにはプライベート・エクイティ投資は流動性に乏しく、Jカーブ効果もあることから上場株に比べてより高いリターンは期待できるものの、なかなか手がけにくいという声も聞かれる。PE ファンドやマネージャー、さらには戦略・商品などをどのように選んだら良いのか、特に海外については検討がつきにくいという意見もある。この解決方法はどのようなものか。

このようなことから、本稿ではプライベート・エクイティ投資の基本的な仕組みや戦略の説明にとどまらず、投資実務にあつての留意点などにも触れることにした。

以下に当研究の概略を記す。

第 1 章では、プライベート・エクイティ投資の一般的な定義や、社会的あるいは投資家にとっての意義について触れている。プライベート・エクイティ投資は必ずしも未上場株式への投資に限るものではないことに留意すべきである。

第 2 章では、プライベート・エクイティ投資における戦略や商品内容について特徴や留意点も含めて整理した。プライベート・エクイティ投資の戦略は投資企業の成長ステージなどによって多岐にわたっている。また、プライマリー市場以外にもセカンダリー市場も発展してきており、Jカーブを回避できることもあつて投資家にとって重要な存在になってきている。

第 3 章では、グローバルにみたプライベート・エクイティ投資の状況や時系列の流れについて概観している。プライベート・エクイティ投資に関する公開された統計資料は乏しく、全体の状況を掴むことは難しい。本稿ではネットで公開されている The CityUK の年次レポートの数値を図表化して掲載している。これによって大まかなマーケット規模や時系列でみた推移などについて理解できるものと思われる。

第 4 章では、日本の年金基金のオルタナティブ投資やプライベート・エクイティ投資に対する投資スタンスについて触れている。本来は当機構が独自にアンケート調査をすべきであったが、今回は都合により大和総研が年金基金や金融機関に対して毎年行なっている「オルタナティブ投資アンケート調査」結果を用いた。2011 年の調査ではプライベート・エクイ

¹ 年金シニアプラン総合研究機構（2011）

ティ投資などのオルタナティブ投資の中を細分化して調査をしているので非常に参考になる。年金基金がプライベート・エクイティ投資をどのように考えているか、また導入にあたって何がネックになっているかなどについて明確になっている。

第5章は、昨秋、年金基金がPE投資に関して、どのように狙いで導入し、運営・管理しているのかについて行ったインタビューを踏まえ、年金基金における実務について取りまとめている。なお、インタビュー先は、大規模企業年金、中規模の企業年金基金、中規模の厚生年金基金の3機関である。いずれの機関もマンパワーや運用資産規模に応じて、明確なポリシーや戦略、導入プロセス、管理方法などを有しており、大変示唆に富む話をうかがうことができた。お忙しいところインタビューに対応していただいた各基金の方々にこの場を借りて厚くお礼申し上げる。

残された課題、および研究の発展余地としては次の3点があげられる。第一は、年金基金への独自のアンケート調査の実施である。前述のとおり第4章では大和総研のアンケート調査を引用したが、質問内容を工夫し、ポイントを絞った調査を実施すればさらに興味深い、かつ有効な結果が得られるものと思われる。第5章でインタビューをした質問内容を簡略化して数多くの年金基金に対してアンケート調査をすることも一案だと思われる。

第二は、計量的な分析の充実である。プライベート・エクイティ投資に関しては公表データに限りがあるが、ベンダーが公表している数々のデータベースをもとに、例えば景気サイクルとパフォーマンスの関係などの分析が可能となる。

第三は、インフラ投資などのプライベート・エクイティ形式での投資²も含めて投資のあり方を考察することである。前述のとおり年金基金におけるプライベート・エクイティ投資やインフラ投資などの個々の資産ウェイトは小さい場合が多いが、投資形態によって一つの資産として括って上で考察をすれば、当該資産への役割期待³も一層明確に浮かび上がってくるのではなかろうか。

² 最初にコミットして、必要になったらお金を振り込む（キャピタル・コール）形態で投資資金を集める形態を指す。

³ 例えば長期にわたる比較的高水準で安定的なクーポン収入の確保などが考えられる。

第1章 プライベート・エクイティ投資とは

1 プライベート・エクイティ投資の定義

プライベート・エクイティ（以下、PE）投資は、一般的に「非上場・非公開企業への投資」と考えがちであるが、PE投資は単に「上場・公開株式への投資」の対極にあるものではない。PE投資とは「さまざまなステージ、もしくは事業環境にある企業に対して、その企業が必要とする資金を提供する代わりに、企業に対して企業価値向上のための適切な経営関与やガバナンスを行う投資手法」⁴であるというのが本質的な定義といえる。したがって、PE投資の対象は必ずしも株式非上場・非公開企業とは限らない。

PE投資において、多くの投資家は投資先企業を選択することは可能であっても、投資後に適切な経営関与やガバナンスを行い、企業価値を向上させることは難しい。このために、その能力を持つ専門家に任せるのが通常である。投資家はあらかじめ設定された投資戦略⁵に基づいて適切な投資活動を行うことのできる運用者（マネジャー）を選び、その運用者が運用するファンドに投資するというのが一般的なPE投資のスキームである⁶。

2 プライベート・エクイティ投資の社会的位置付け

PE投資の社会的存在意義⁷は、リスクマネーの提供にある。銀行の主な資金提供手段である融資は、与信審査に基づく「債権」であり、銀行自体が預金保護の観点から資産の自己査定に基づく早期是正措置の適応を受ける上に独禁法や銀行法の適応もあるため、銀行がリスクマネー提供の主体になることは難しい。一方、資本市場での起債やエクイティ・ファイナンスは、投資家への適切な情報開示ルールに基づき機関投資家や個人から資金調達を行うものだが、機関投資家はリスク許容度に厳格な規律を有しており、個人もリスクテイク余力は限られている。

融資や資本市場からの資金調達は、新しい変化に対してスピード感をもって対応することが難しい場合が多い。変化が激しい時代の企業のニーズに迅速に対応するリスクマネーの提供者としてPE投資があると考えられる。

⁴ 辻本（2004）

⁵ 投資戦略は、第1章4節「PE投資の代表的な戦略」を参照。

⁶ 投資家が運用者を介せずに直接企業に投資するケースもあるが、高度な運用能力が求められる。

⁷ 安東、黒沢、畠山（2006）

3 投資家からみたプライベート・エクイティ投資の意義

PE 投資の最も重要な投資根拠は、上場・公開株式投資とは異なる収益源泉が存在することである。これは一般的に「コントロール投資」と呼ばれる投資行動を通じてもたらされる。コントロール投資とは「経営支配権に伴う投資」であるが、形式要件として必ずしも経営支配権を伴う必要はない。仮に発行済み株式数の 10% を取得したとしても、法的には経営を支配することはできないが、発行済み株式数の過半を保有するオーナー経営者の了解が得られれば実質的な経営コントロールが可能になる。

何らかの形で経営コントロールの機能を確保し、これを活用して企業の収益構造を改善させたり、内部資源の有効活用や M&A を活用した成長を模索する戦略の遂行を手助けしたりして最終的に企業の本源的価値を増加させることがコントロール投資である。これは PE 投資の最大の付加価値源泉であり、マネージャーと投資家の両者に大きな収益向上をもたらすものである。

買い入れから売却までの期間にマネージャーが行う行動が限定的な上場・公開株式投資に対して、PE 投資は企業価値向上のための努力がマネージャーに求められ、より能動的なアクションが要求される投資であるために、収益のポテンシャルは大きいといえる。

次に PE 投資ファンドのリターンについて簡単に言及する。笹沼 (2005) によれば、米国のデータをもとにすると①PE 投資ファンドは他の伝統資産よりも利回りが高い、②PE 投資ファンドへの配分比率が高ければ高いほど、効率的フロンティアは左上の象限 (ローリスク・ハイリターン) に歪む、③ただし PE 投資ファンドは他のオルタナティブ・アセットクラスに比べてパフォーマンスの分散が大きい、すなわち運用者 (ファンドマネージャー) のスキルの巧拙への依存度が高い、④PE 投資ファンドはアロケーション開始の初期において J カーブ効果の影響を受けなければならない、の 4 点が結論づけられる。

PE 投資ファンドへの投資を検討する投資家にとって重要なことは、伝統的資産にも増して、よいファンドマネージャーを選定することである。アセットクラスごとの上位 25% のパフォーマンスに属するファンドの平均値と全ファンドに属する全ファンドのメジアンを比較すると株式や債券に比べて PE は分散が大きい⁸。したがって、機関投資家は運用実績を十分評価して投資先ファンドを選定する必要がある。

4 プライベート・エクイティ投資の代表的なストラテジー

PE 投資における個別戦略については次章で詳述するが、本節では代表的な戦略の概要について触れることとする。

PE 投資は企業のライフサイクル (ライフステージ) と密接なかかわりがある。PE の投資戦略の中で最も代表的なものは、ベンチャー・キャピタル (VC) 投資とバイアウト (BO) 投資であろう。

⁸ 笹沼 (2005)

ベンチャー・キャピタル投資は、企業が設立時あるいは設立間もない時期や、拡大成長期に必要な資金を提供する手法で、最終的には株式の新規公開によって投資資金の回収を行うのが一般的である。公開によって流動性が生じた株式を、その後の適切なタイミングを見計らって市場で売却するのである。また、株式新規公開（IPO）以外にも、戦略的売却によって投資資金を回収する場合もある。ベンチャー・キャピタル投資では、投資先企業が早いステージになればなるほど投資が失敗するリスクが高くなり、投資が成功した場合でも投資回収までの期間が長いためリスクは高い。しかし、極めて低いバリュエーションで株式の買い入れが可能のために、潜在的なリターンは高くなる。ハイリスク・ハイリターンの投資となる傾向が強い。

ベンチャー・キャピタル投資が比較的歴史の浅い企業を対象とするのに対して、バイアウト（バイアウト）投資は企業ライフサイクルの中盤以降に位置する企業を投資対象とすることが一般的である。企業の成熟化局面では、経営戦略面で中核となる重要な事業（コア事業）と、重要性の低い周辺事業（非コア事業）に明確に区分して、コア事業に十分な経営資源を投入する一方で、非コア事業からは撤退するか売却を断行する場合がある。企業の非コア事業売却の際に、その受け皿となるのがバイアウト投資である。バイアウト投資は、成熟期にある事業を対象とすることが多いため、IPOによる投資回収は相対的に少なく、戦略的売却が中心となる。このため、投資に関するリスクが比較的小さい上、投資から回収に至るまでの期間も短い。ベンチャー・キャピタル投資と比較してリスク・リターンともに低い、ミドルリスク・ミドルリターン投資と位置づけられる。

ベンチャー・キャピタル投資やバイアウト投資以外の代表的な戦略としてはディストレスト投資があげられる。ディストレスト投資は企業再生投資とも呼ばれ、ターンアラウンド投資と狭義のディストレスト投資の二つに分けられる。前者は倒産前の企業に対して投資を行い、後者は経営破綻した企業に対して投資を行う。衰退期に属する企業は、業績や株価の面で低下して倒産リスクに直面することある。ターンアラウンド投資では、収益が下降基調になった企業に投資することで反転上昇させることを目的とする。対象企業は株式公開企業である場合が多い。このため、企業の一部を買収する形での投資は一般的ではなく、事業ポートフォリオの再構築を行い、収益力や競争力強化によって収益や株価を回復させることが主眼に置かれる。狭義のディストレスト投資は、ターンアラウンド投資と同様に業績面で低迷する企業を反転させる投資手法であるが、既に経営破綻した企業を投資対象とするところが異なる点である。ディストレスト投資は倒産企業に対する投資であるため債務整理が必要になる。法的な会社更生措置が取られるために債務のある程度の削減は行われるが、残った債務の削減は不可欠である。このため、ディストレスト投資では債権者に対する交渉能力が求められるなど異なるスキルも必要となる。倒産企業への投資であるため株式の流動性はなく、当面、株式の再上場や再公開も見込めないために、流動性リスクは高く、投資期間も長くなるハイリスク・ハイリターン投資だといえる。

第2章 PE投資の戦略別分類と特徴

本章では PE 投資の戦略別の分類とそれぞれの特徴について整理する。PE 投資における戦略・商品は多岐にわたることから、代表的なものについて取り上げる。

1 PE投資の分類

1.1 主要な戦略

ここでは PE 投資の戦略を概観するため各戦略についてポイントを記す。PE 投資は主として以下の4つに分類される（〔図表 2-1〕、〔図表 2-2〕、〔図表 2-3〕参照）。各戦略・商品の詳細は2節以降を参照。

①ベンチャー・キャピタル投資

未上場企業へ投資し、投資先の企業が上場（株式公開）することによって得られる上場益を主としたファンドの運用益を収益源とする。普通株式の引受けだけでなく、いわゆる CB の引受けや様々な設計の種類株等の引受けも行う。

②バイアウト投資

事業会社や金融機関の株式持分に投資し、同時にその企業の経営に深く関与して企業価値を高めた後に、売却することで高い利回りを獲得することを目的とした投資手法である。

③ディストレスト投資

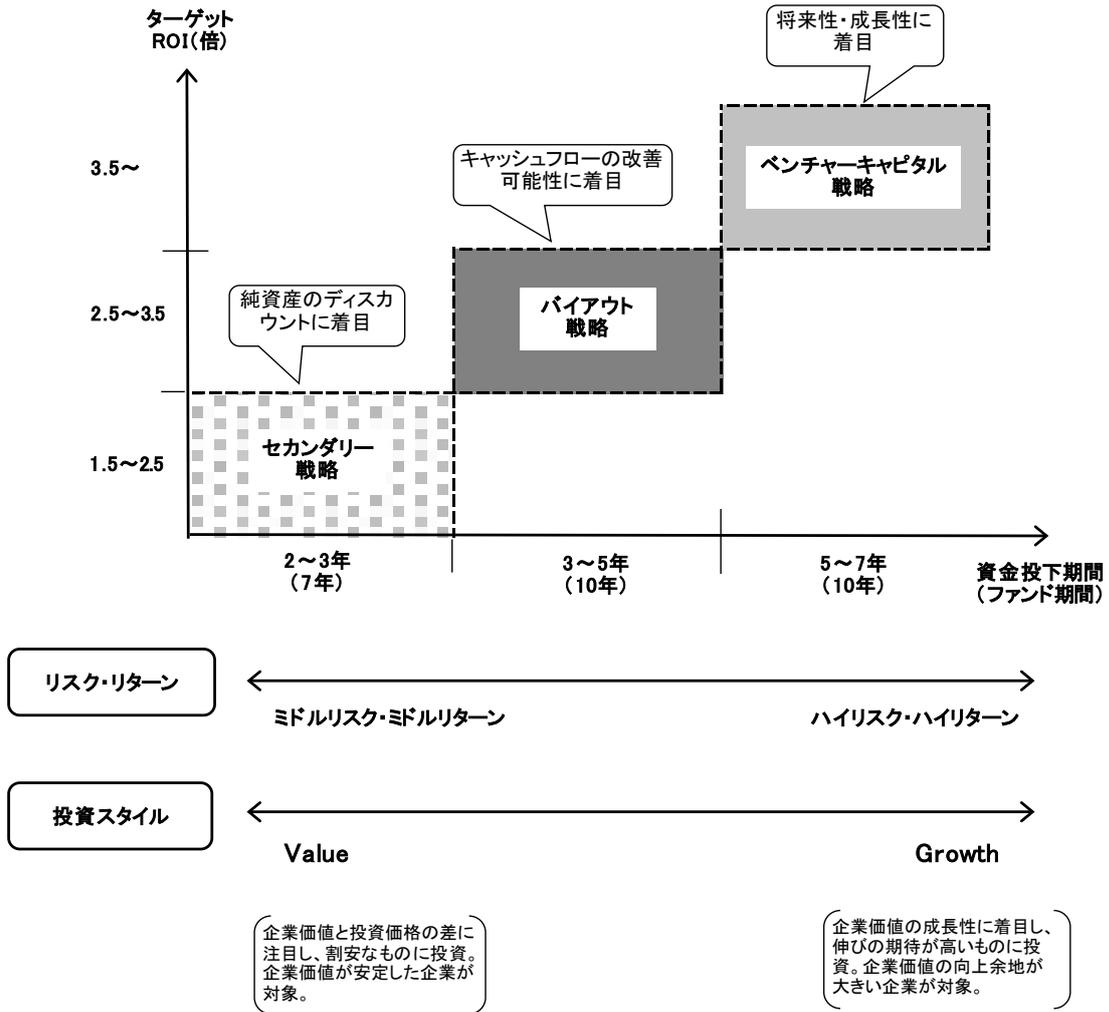
経営不振企業の債権を割引購入後、経営再建に向けて積極関与することで投資回収を目指す投資手法である。購入した債権を株式化して経営コントロールする場合もある。

④セカンダリー投資

既発行の未上場企業株式、既投資のLP⁹持分へ投資を行い、リターンを獲得する投資手法である。フェアバリューでの取引を提案、売り手・発行体の適正調整を行い、企業価値向上を行う。

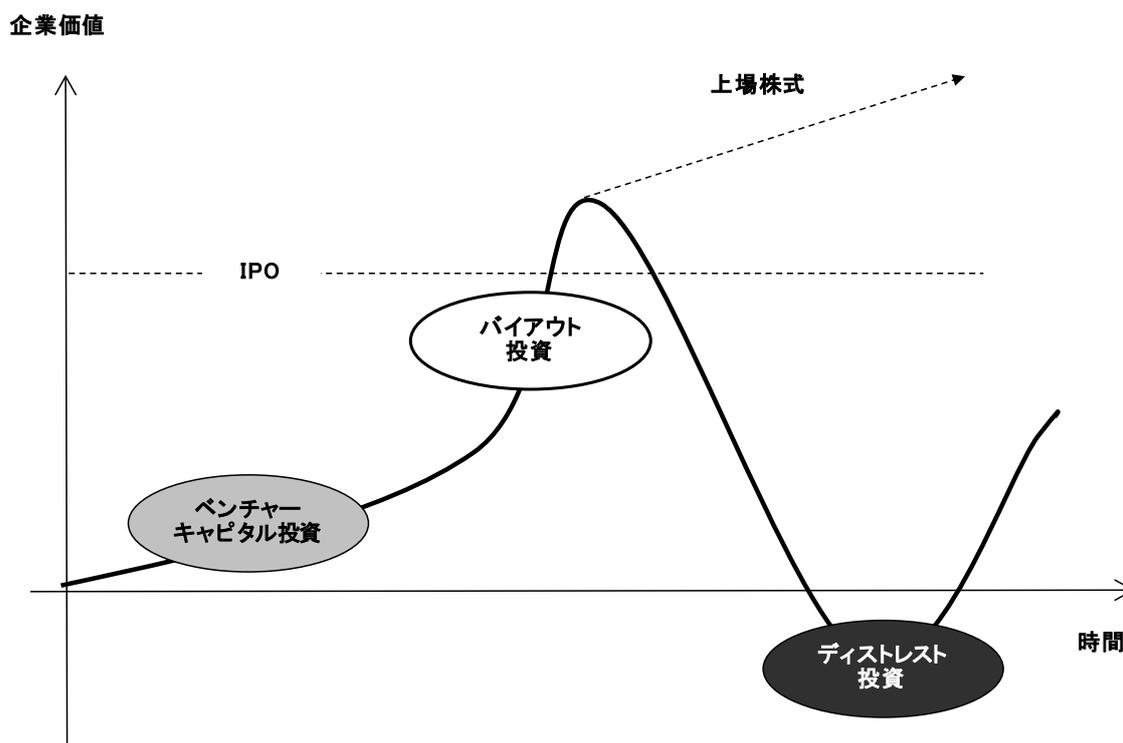
⁹ LPとはリミテッド・パートナーシップの略。米国やいわゆるオフショア地域に設立される法人組織の一形態。発起人であり組織運営にあたるジェネラル・パートナー（GP）の計画する投資プロジェクトに、有限責任投資家が参加する形態がこれで、出資金額の範囲内で責任を負い、かつ収益の分配を受け取る。最近の債権の流動化商品や、ヘッジファンド、不動産などでも投資家を募るためにこれが利用されている。

〔図表 2-1〕 PE の各投資手法の違い



(出所) アント・キャピタル・パートナーズ資料 (2010)

〔図表 2-2〕 企業の成長過程における投資の分類イメージ



(出所) アント・キャピタル・パートナーズ資料 (2010)

〔図表 2-3〕 PE 投資の分類

投資スタイル	投資ステージ	成長段階	上場/未上場	企業損益	キャッシュフロー	PE投資に期待される代表的スキル
ベンチャー・キャピタル	アーリー・ステージ	研究開発段階	未上場	赤字	マイナス	企業目的 マネジメント強化 事業戦略策定支援 営業支援
	レイター・ステージ	成長後期	未上場	赤字	マイナス	事業拡大資金 経営改善 上場戦略策定支援 株主構成強化
	エクспанション	拡大期	未上場中心	赤字から黒字	プラス	事業拡大資金 資本構成の強化 経営陣の強化
バイアウト・ファンド		中小企業	未上場中心	企業により異なる	プラス	事業継承ニーズ 経営の再構成 ノンコア事業の整理
		大企業	上場企業もあり	企業により異なる	プラス	経営の再構成 経営自由の確保 ノンコア事業の整理
ディストレスト		企業再生	上場企業もあり	赤字	マイナス	企業再建目的

(出所) アント・キャピタル・パートナーズ資料 (2010)

1.2 その他の戦略

上記の主要 4 戦略以外にも PE 投資には次のようなものがあげられる。

①メザニン

バイアウト・ファンドが企業を買収する際に金融機関（銀行）からのローンを活用するのがレバレッジ・バイ・アウト（L バイアウト）だが、そのローンよりも返済順位が低く、クーポンの高い劣後債（または劣後ローン）をいう。この劣後債・ローンに投資する戦略を指す。

②パイプ（PIPE）¹⁰

未公開株に投資しているファンドや投資会社が上場企業の私募増資を引き受ける戦略を指す。出口戦略に上場株式市場での売却も視野に入れることができる。

③アクティビスト

現金や有価証券を増配の原資とするように発言（要求）することを目的として当該企業の株式に投資する少数株主、およびその戦略を指す。

2 ベンチャー・キャピタル（VC）

創業期のベンチャー企業に対して（創業間もない段階から株式公開までの期間に）成長資金を注入・投資する戦略である。一般的に数パーセントから 15%程度の出資にとどまる。

エンジェル投資として富豪が起業家を支援するケースはかなり以前から行われてきたが、組織的なベンチャー・キャピタルの始まりは、1946 年にハーバード大学のジョージ・ポリオ教授がボストンで立ち上げた ARD（American Research and Development）だと言われており、その起源は比較的新しい。

投資期間は 7～12 年程度と他の戦略に比べて長く、全般的にはハイリスク・ハイリターン投資といえる。

ただし、投資対象が、①設立時点のシード期間、②設立間もないアーリーステージ、③成長段階のグロースステージ、④上場を目前に控えたプレIPO¹¹ステージ、などによってリターン・リスクや投資家としての関わり方が変わってくる。①がハイリターン・ハイリスクであるのに対して、④は相対的にローリスク・ローリターンになっているが、近年では、ベンチャー・キャピタル投資が③、④に集中してきている。

日本と欧米（特に米国）との投資規模に極端な格差が見られるのもベンチャー・キャピタルの特徴のひとつといわれている。2001 年から 2005 年の 5 年間におけるベンチャー・キャピタルの平均投資残高¹²は米国が 30 兆円、欧州が 20 兆円に対して日本は 9500 億円と日本は米国の 30 分の 1 にも満たない。

¹⁰ PIPE とは Private Investment in Public Equities の略。

¹¹ Initial Public Offering：新規株式公開の略。

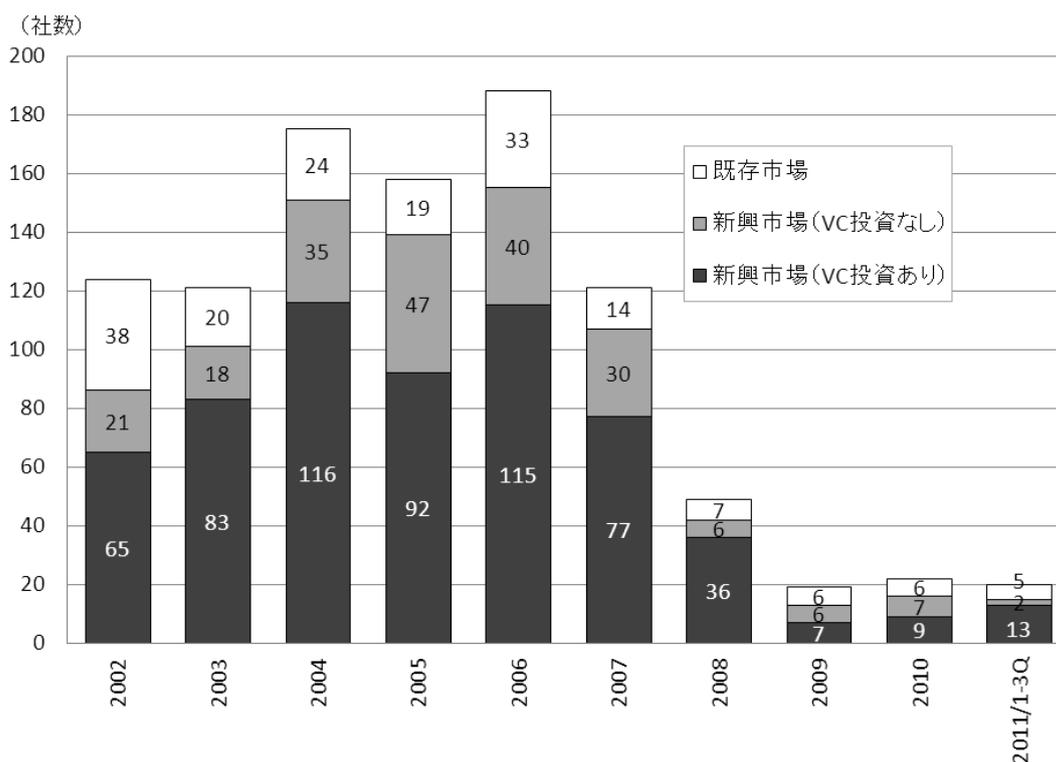
¹² 米国は NVCA 2008 Yearbook(1 ドル=118 円換算)、欧州は 2008 EVCA Yearbook(1 ユーロ=143 円換算)、日本は各種報告書からマネックス・オルタナティブ・インベストメンツが算出。

ベンチャー・キャピタル投資においてはIPOによるイグジットがポイントになるが、日本では〔図表 2-4〕にみるとおり 2008 年以降IPOの社数が急減し、その後も低迷が続いている。単純な分散投資が成功するには年間 100 件以上のIPOが必要で¹³、日本のベンチャー・キャピタル投資を取り巻く環境は厳しいと言わざるを得ない。

また、日本と米国のベンチャー・キャピタルへの出資構成をみると（〔図表 2-5〕参照）、年金基金が投資全体に占める割合が米国の 42%に対して、日本はわずか 5%にとどまっている。米国では雇用創出や GDP 寄与の点からベンチャー・キャピタル投資の社会的な意義の大きいことがたびたび指摘されているが、その背景として年金基金が重要な役割を果たしていることがわかる。日本では銀行や証券の 100%金融子会社のファンドが多いことも特徴としてあげられる。

ベンチャー・キャピタル投資の特徴としては、①ファンド開始時期（ビンテージ）によって大きく収益性が異なることや、②同じビンテージのなかでは、どちらかといえばファンドサイズの大きいほうが小さいものに比べて収益率が上回ることがあげられる。

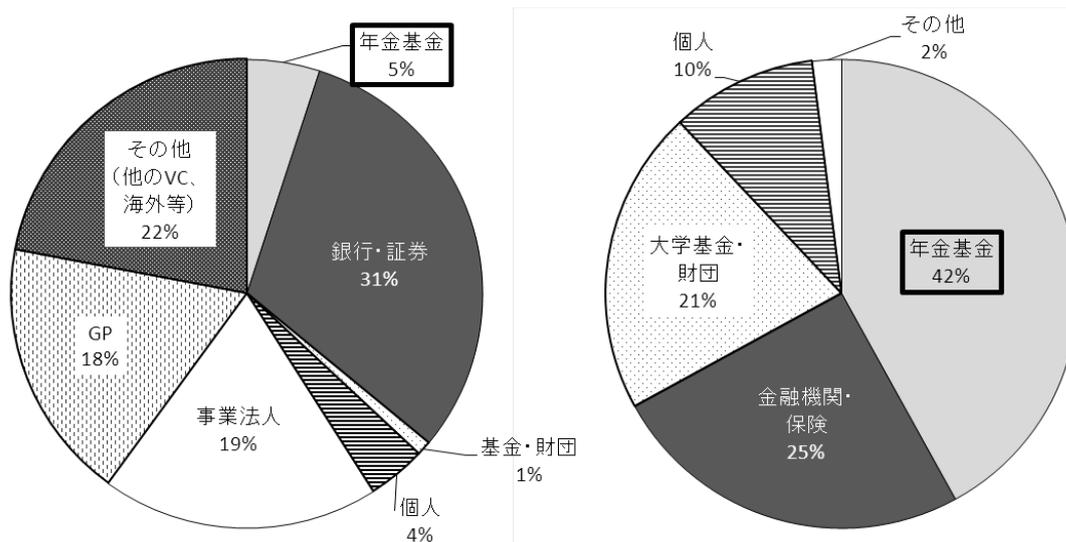
〔図表 2-4〕 日本国内における IPO 社数の推移



(出所) レコフ、ジャパンベンチャーリサーチ

¹³ アント・キャピタル・パートナーズ資料。

【図表 2-5】日本における VC 出資者構成 (2005 年末)・米国における VC 出資者構成 (2003 年末)



(出所) 経済産業省 (2008)

3 バイアウト (Buyout)

投資先企業の株式の過半数以上を取得し、投資先企業を買収した上で経営に深く関与することで企業価値の向上を図り、最終的にキャピタル・ゲインを得るために株式を売却する投資手法である ([図表 2-6] 参照)。

バイアウトで投資対象となるのは、一般的にある程度成熟してキャッシュフローが安定している企業で、収益の源泉としては以下の事柄が想定される。

- ・ 営業利益水準の改善による企業価値向上
- ・ キャッシュフロー改善 (不稼動資産売却等) による企業価値向上
- ・ 財務レバレッジを活用した企業価値向上 (Lバイアウトの活用)¹⁴
- ・ 業利益向上や業種転換を通じたマルチプル水準改善による企業価値の向上

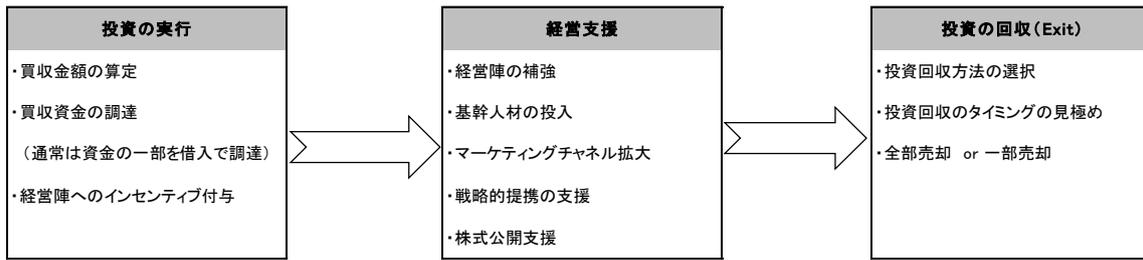
上述のとおり、キャッシュフローがプラス (流入超) で、かつ安定した会社への投資であることからキャッシュフローの改善がバイアウト投資の付加価値のポイントである。

また、投資した資金が研究開発や設備投資に向けられ、早期のうちにコストになるような投資は行われたい。さらに、バイアウト投資では、マジョリティを有するために起動的な売却が可能であり、途中の部分売却によってバリューを上げたり、リスクをコントロールしたりすることができる。

投資期間は 5~6 年が中心で、ベンチャー・キャピタル投資に比べると短くなっている。

¹⁴ 2000 年代に入って高いレバレッジをかけた案件の大型化が進んでいたが、2007 年夏の金融不安以降、それらの案件が凍結されている。

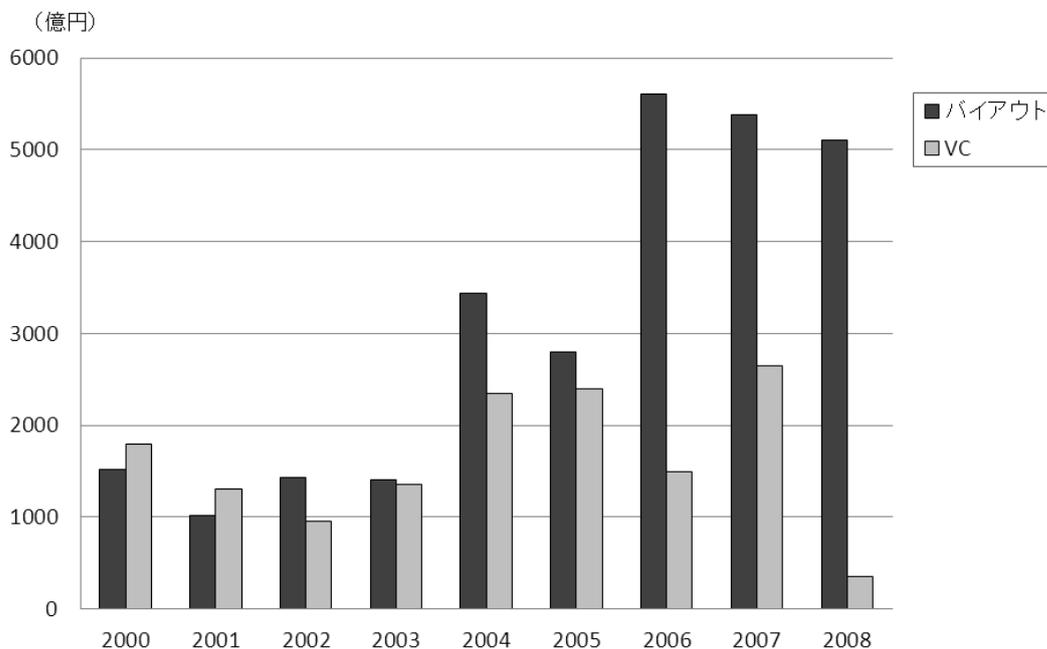
〔図表 2-6〕 バイアウト投資のプロセス



(出所) アント・キャピタル・パートナーズ資料

〔図表 2-7〕 のとおり、日本のバイアウトの投資額は 2000 年半ば以降ベンチャー・キャピタル投資額を大きく上回り、PE 投資の中心的な位置を占めるようになった。

〔図表 2-7〕 日本におけるバイアウト、VC に対する投資額



(注) いずれもコミットメント額。

(出所) VEC、バイアウト研究所

バイアウトを行う際にはいくつかの手法があり、以下の用語が用いられる。

① マネジメント・バイ・アウト (M バイアウト)

会社の経営陣が株主より自社の株式を譲り受けたり、あるいは会社の事業部門のトップが当該事業部門の事業譲渡を受けたりすることで、文字通りのオーナー経営者として独立する行為のこと。

②マネジメント・バイ・イン (MBI)

企業の買収者が、その企業に外部から経営陣を送り込み再建を行い、キャピタル・ゲインの獲得をねらう手法。

③TOB

株式公開買付けのことで、ある株式会社の株式等の買付けを、「買付け期間・買取り株数・価格」を公告し、不特定多数の株主から株式市場外で株式等を買集める制度のこと。

第三者が、企業買収や子会社化など、対象企業の経営権の取得を目的に実施することが多い。他には市場に流通する「自社の株式」(自己株式)を購入するために使われることもある。

④カーブアウト

カーブアウトは「切り出す、分割する」という意味を持っており、企業の中から事業を切り出すことを目的とする。大企業の中で埋もれた技術や人材を社外の別組織として独立させ、株式公開を目指す。

一部の業種を別会社として切り出す形態としてはスピンオフという形態もあるが、スピンオフは子会社や事業部を親会社から分離することを指す。これにより、親会社は事業の選択と集中が進み、経営効率の向上を図る。

このようにスピンオフとカーブアウトは形態が非常に似ているが、親会社の主たる目的が異なる。社内の人材や技術の選択と集中を加速させるためならばスピンオフを、将来的に有望な技術を抱え実益を求める狙いならばカーブアウト、という具合に使い分ける。

4 ディストレスト

バイアウト・ファンドがキャッシュフローの健全な会社(事業)をさらに拡大させて収益を上げるのに対して、ディストレスト・ファンドは(一時的に)業績悪化に追い込まれている企業に投資を行う。ディストレスト・ファンドは事業再生ファンドと不良債権ファンドの2つに分類される。

投資期間は、2~3年の比較的短いものから6~8年という長めのものまで多岐にわたる。

4.1 事業再生ファンド

①本業は順調だが、(バブル期等に行なった)不動産投資等が要因でバランスシートが劣化しているケースや、②本業自体が不調となり赤字に陥っているような本業の建て直しを必要とするケースに大別される。

①のケースでは、本業のみを切り出して、その事業を再成長させる戦略を描くことで、投資案件として成立。②のケースでは、事業再生のノウハウを活用するが、通常のバイアウト案件などよりも手がかかる上にリスクが高いため、かなり安い価格で買収することになる。債権、株式への投資を通じて対象企業の50%以上の出資比率を狙い、3~5年かけて再生、再上場、転売などで収益を上げる。

4.2 不良債権ファンド

国内では 1990 年代後半の銀行の不良債権処理ニーズに応じて急拡大した。事業再生ファンドとの違いは回収期間および方法で、以下の回収方法を通じて早期の資金回収を狙う。

- ① 債務者（融資先）への債権売却
- ② 担保不動産を売却することで資金回収、またはそれを狙う不動産会社への債権転売
- ③ 債務者（融資先）からの資金回収を狙うサービサーへの債権転売
- ④ 債務者（融資先）企業の経営を狙うファンドまたは投資家への債権転売

5 セカンダリー（ファンド・オブ・ファンズ）

5.1 セカンダリー・ファンドの仕組み

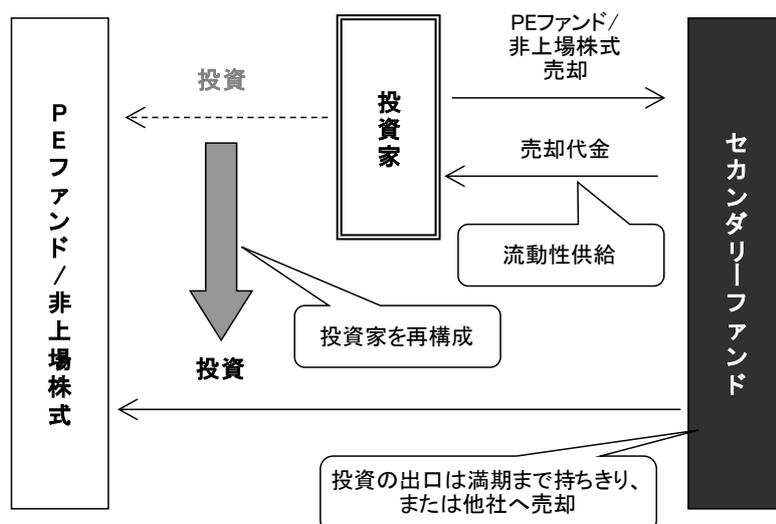
二次買取ファンド（セカンダリーファンド）は、投資家が何らかの理由で売却することになった PE ファンドの出資（LP）持分や他の PE ファンドが投資収益実現前（IPO 前や転売前）に売却することになった投資案件（未上場株式）への出資を行う（〔図表 2-8〕 参照）。

他のファンドの LP 持分を複数保有するケースもあるので、その行為自体はファンド・オブ・ファンズと類似しているが、すでに投資開始後時間が経過した LP への投資が中心になるので、回収期間が早いという特徴がある（〔図表 2-9〕 参照）。

セカンダリー・ファンドの手法として「シンセティック・セカンダリー」と呼ばれるものがあり、買い取ったファンドやポートフォリオ企業群の管理を新たな運用者（自らを含む）を指名して運用させる方法である。

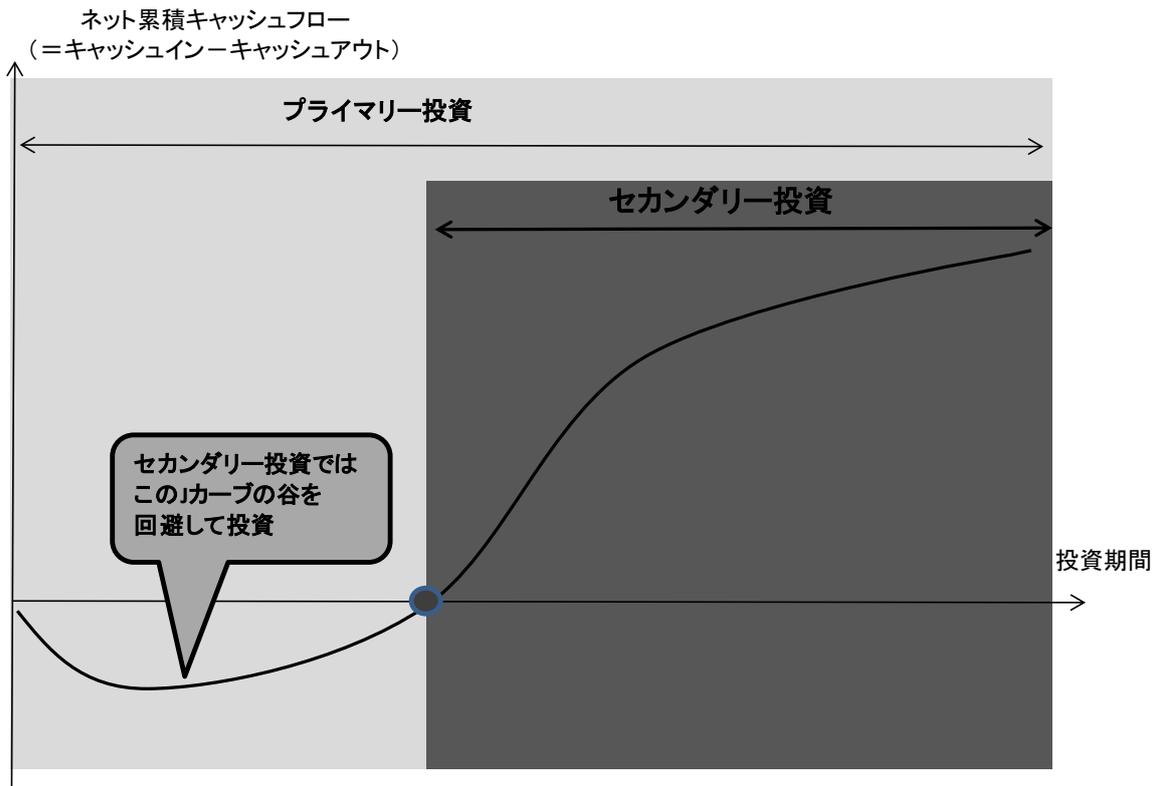
PE ファンドの出資（LP）持分の買取りについては、従来からの他の PE 投資と比べて投資回収期間が早いという特性に加え、2008 年の金融危機以降は買い手にとって割安となったために投資環境が好転した。

〔図表 2-8〕 セカンダリーファンドの仕組み



(出所) アント・キャピタル・パートナーズ資料

【図表 2-9】 セカンダリー投資とプライマリー投資



(出所) アント・キャピタル・パートナーズ資料

5.2 投資家のセカンダリー・ファンド売却の理由

投資家がセカンダリー・ファンドへ売却する理由としては、次の3点があげられる。

第一には現金化ニーズで、資金繰りのため、現金化までに時間のかかるファンド持分を売却することや、政策目的（戦略投資、営業上のメリット獲得）が消滅したファンド持分を売却することなどが考えられる。

第二には管理コストやリスクの低減ニーズで、管理や事務コストの削減のため、重要性の低いファンド持分を売却することや、将来のキャピタル・コールに係るキャッシュフローリスクを解消するため、現時点の価値でファンド持分を売却することなどが考えられる。

第三には規制や制度変更への対応ニーズで、BIS 規制強化を見据えてリスクアセット削減のためにファンド持分を売却することや、IFRS 適用を見据えてバランスシート変動リスク軽減のためにファンド持分を売却すること、さらには監督官庁の検査、指導等への対応コストを削減するためにファンド持分を売却することなどが考えられる。

5.3 投資家のセカンダリー・ファンドへの投資目的

逆に投資家がセカンダリー・ファンドに投資する目的としては、次の3点があげられる。

第一には早期の投資回収である。セカンダリー・ファンドは投資開始から時間が進んでおり、おおむね回収期間に入っているファンドへの投資が主体となるからである。したがってJカーブ効果を回避することも可能になる。

第二にはディスカウント投資（バリュー投資）であること。売り手の流動性、資産処分ニーズ、および金融機関の規制強化への対応に伴う売却や事業会社によるノンコア・アセットの売却に対応するため、ディスカウント（割安）での投資が可能である。

第三には分散投資（リスク分散）がしやすいこと。1件当たりが小規模なため、多数の案件に投資が可能であることから、ビンテージ分散やマネージャー分散がしやすい。

6 メザニン

バイアウト・ファンドが企業を買収する際に金融機関（銀行）からのローンを活用するのがレバレッジ・バイ・アウト（Lバイアウト）だが、そのローンよりも返済順位が低く、クーポンの高い劣後債（または劣後ローン）をメザニンという。

1980年代に米国でバイアウトによるM&Aが大きく伸びた際に、銀行が取りきれないリスクを数多くのメザニンファンドが肩代わりしたことで、より高い財務レバレッジと高い買収価格の提示が可能となった。

銀行がサブプライム問題以降、ファンドへの融資姿勢を厳しくすることも考えられるので、高い買収価格に対応するためには、メザニンファンドの役割が増す可能性もある。

7 その他の戦略

7.1 パイプ（Private Investments in Public Equity）

限定された投資家に対して、証取法に認められる範囲内の条件において私募の形式で上場株式を募集することがある。通常、すでに上場されている株式について行われる募集・売出は、公募で行われるが、公募で行うには相当のコストと時間を要し、機動性にかけることがある。

私募で行うことで発行企業にとっては機動的な資金調達ができ、また投資家にとっても市場価格よりも割安な価格でまとまった株数を取得することができるので、両者にとってメリットがあるといわれている。

一方、1990年代後半以降、パイプが活発に行われた過程で、相当のディスカウントで転換社債や普通株の形でパイプを購入後、株式の希薄化を見越した空売りを同時に行うような悪質な取引手法が横行した時期があった。最近では、情報開示の義務付けが進んだことから同様なケースはみられなくなった。

7.2 アクティビスト (Activist)

2000 年前後から注目され始めた投資手法で、当初は保有現金の多い会社を投資対象として、現金や有価証券を増配の原資とするように発言(要求)する少数株主としての存在が大半だった。海外の大手年金基金の中に投資対象企業に対して企業統治の徹底を求めるものがあつたことから、アクティビストの定義のなかには、企業統治を求める投資家も含まれた。

近年市場で増えているアクティビストファンドは、バリューストック投資とバイアウトとイベントドリブン¹⁵型ヘッジファンドの3要素をあわせているという解釈も可能。投資段階では割安に放置されている銘柄に着目し(バリュー)、少数株主の位置にとどまるもののバイアウトが行えるように企業に対する積極的な提言を行い、さらには周囲を巻き込んでM&Aや自社株買い等のイベントを起して企業価値をあげようと活動する。

8 投資形態別の特色・留意点

本節では投資形態としてシングル・ファンドとファンド・オブ・ファンズのメリットやデメリット、および留意点などについて記述する。

シングル・ファンドのメリットとしては、ファンド内で何をやっているのかが捉えやすいことがあげられる。ファンドのモニタリングやヒアリング、運用報告などの管理面でも透明性を比較的高く保つことができる。デメリットとしては、ファンド数が非常に多いのでどのようにファンドを選ぶか。ヘッジファンド以上に閉鎖的な世界といわれているなかで、どのように情報収集を行うかが課題となる。PE投資を初めて行う場合には、いきなりシングル・ファンドに投資するよりは、ファンド・オブ・ファンズにしてゲートキーパーの力を借りたほうが無難かもしれない。また、シングル・ファンドの場合には、マネージャーやベンチャー・イヤー(組成年)のリスクがファンド・オブ・ファンズに比べて高いので、ファンドの選定はより慎重に、定期的な見直しが不可欠である。この点からも投資に十分に習熟するまではゲートキーパーやコンサルタントの専門的なアドバイスが必要になってくる。

ファンド・オブ・ファンズのメリットとしては、マネージャーやファンド、およびベンチャー・イヤーを分散できることである。デメリットとしては、構成ファンドの詳細な内容実態を把握することが難しいことである。一般的にシングル・ファンドに比べて投資期間は長いことから流動性リスクはより高く、またJカーブ効果も大きい。

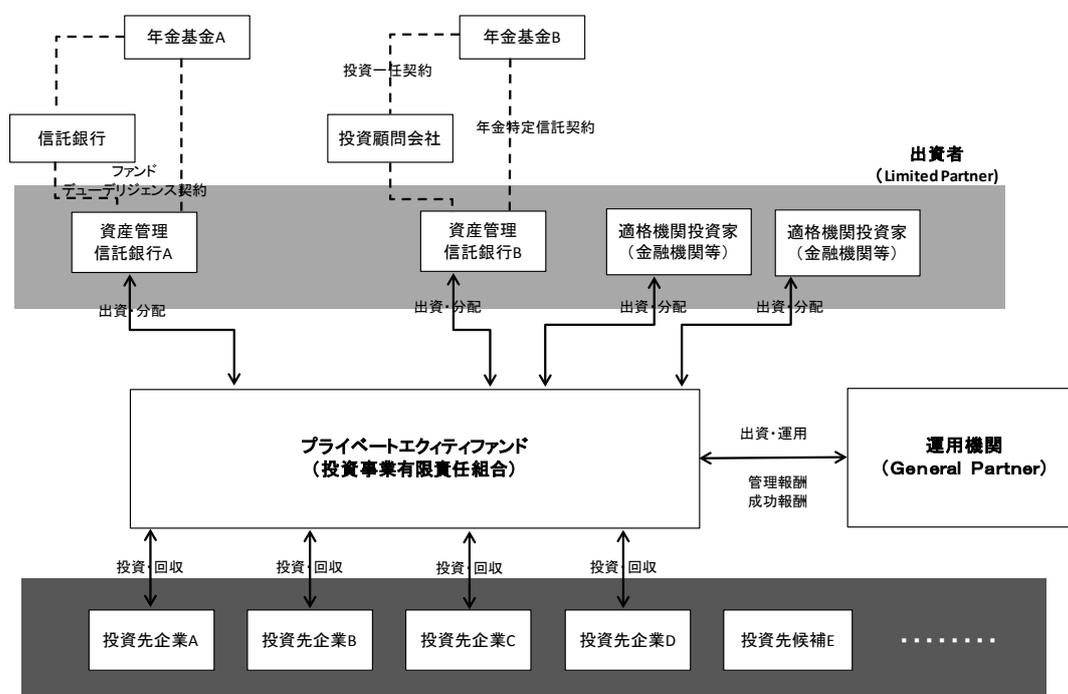
¹⁵ イベントドリブン戦略とは、ヘッジファンドでよくみられる投資戦略のひとつ。M&A、倒産、リストラといった企業のイレギュラーな状況を投資機会とし、優先株やオプション、社債等を組み合わせて収益をねらう。

9 ファンドストラクチャー

日本の年金基金が PE 投資を行う場合、年金基金は金融機関などの適格機関投資家と異なり基本的には直接ファンドに出資することはできないので、信託銀行とデューデリジェンス契約を結んで投資するか、あるいは投資顧問と投資一任契約を結び、かつファンドに出資する資産管理信託銀行と年金特定信託契約を結んで投資するかのいずれかの形になる（〔図表 2-10〕参照）。前者の場合でもファンドに出資するのは資産管理信託銀行になる。

資産管理信託銀行や適格機関投資家は **Limited Partner** という出資者になる。一方でファンドに出資・運用し管理報酬や成功報酬を得る運用機関は **General Partner** と呼ばれる。ファンド（投資事業有限責任組合）は出資によって集まった資金を投資先企業に投資し回収して出資者に分配する。

〔図表 2-10〕 一般的なファンドストラクチャー



（出所）アント・キャピタル・パートナーズ資料

10 PE 投資のリスク要因と留意点

10.1 低流動性

上場企業・公開企業の株式のように自由かつ即座にポートフォリオを構築できるわけではない。投資家は PE ファンドへの投資を決めたら、すぐに資金を投入するのではなく将来の資金投入を約束し、PE マネージャーが投資案件を発掘した際に“キャピタル・コール”を受けて資金を拠出する。短期間で資金を用意しなければならないことはキャッシュ・マネジ

メントの難しい面でもある。昨今ではセカンダリー案件に取り組むマネージャーが増えてきているが、中途解約は基本的には困難を伴う。必要なエクスポージャーを必要な時に取ることが難しい資産といえる。

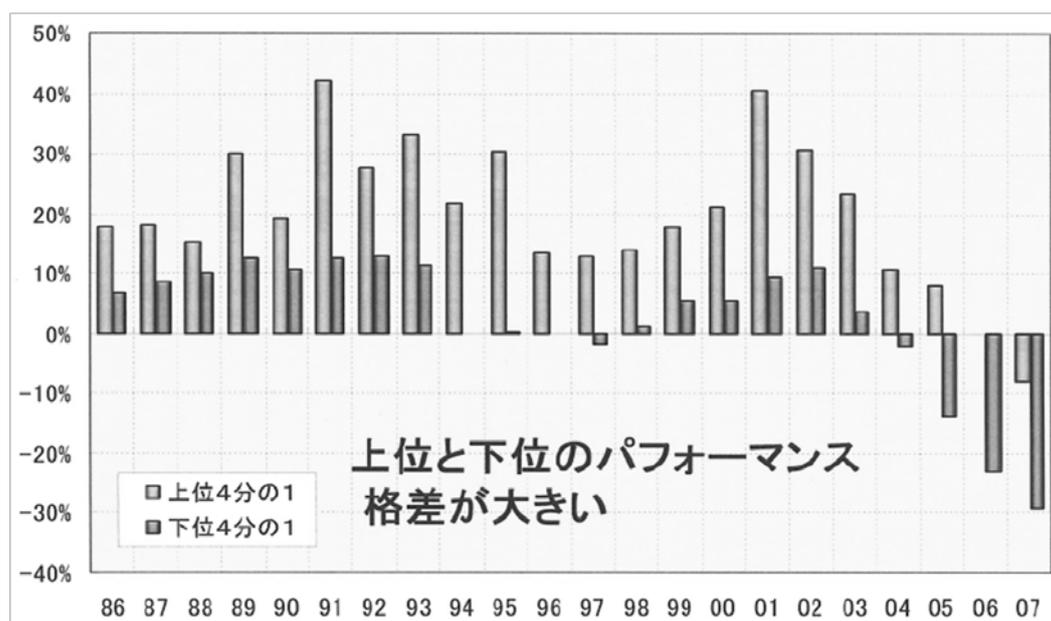
10.2 Jカーブ効果（初期の投資損失）

PE投資で実現するキャッシュフロー・リターンは、投資開始後数年間はマイナスとなり、プラスに転じた後は急激に上昇する傾向を描くことが多い。そのトレンドが“J”の文字に似ていることから、Jカーブ効果と呼ぶ。このJカーブ効果は5節で述べたように、セカンダリー・マーケットに投資することで回避することが可能となる（〔図表 2-9〕参照）。

10.3 ファンド間のパフォーマンス格差

PE投資の場合、保有株式やPEマネージャーの実績によって得られる情報に格差が生じることから、投資パフォーマンスのマネージャー間の格差が伝統資産に比べると格段に大きいと言われている（〔図表 2-11〕参照）。

〔図表 2-11〕 プライベート・エクイティの上位と下位のパフォーマンス格差



（出所）みずほ総合研究所

10.4 景気サイクルとPE投資のパフォーマンス格差

前述のようにファンドごとのパフォーマンス格差が大きいことに加えて、〔図表 2-12〕の通り、PE投資のパフォーマンスは投資開始時期によっても大きく左右されることがわかる。景気後退期に設定されたファンドは、それ以外の時期に設定されたものに比べてパフォーマンスが総じて良い。

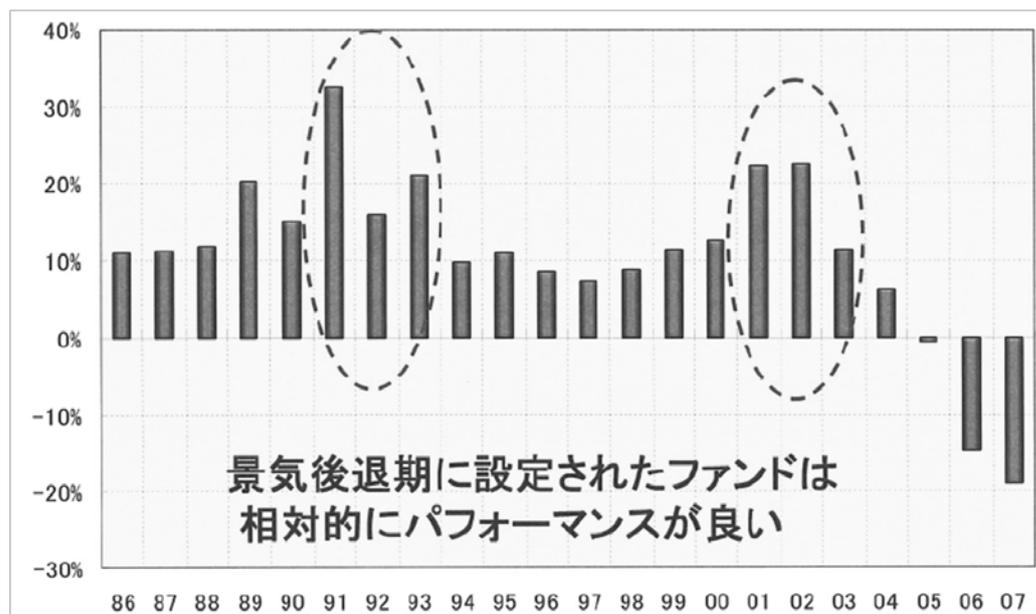
反面、〔図表 2-7〕や後出の〔図表 3-1〕のように、景気後退期にはファンドの新規設定額

は極端に落ち込み、逆に景気拡大期には新規設定額の規模は大きく膨れ上がる。

このために、PE 投資を開始するタイミングと適切なファンドを見出すことと二点に留意する必要がある点は、投資家にとって悩ましいことであるといえよう。

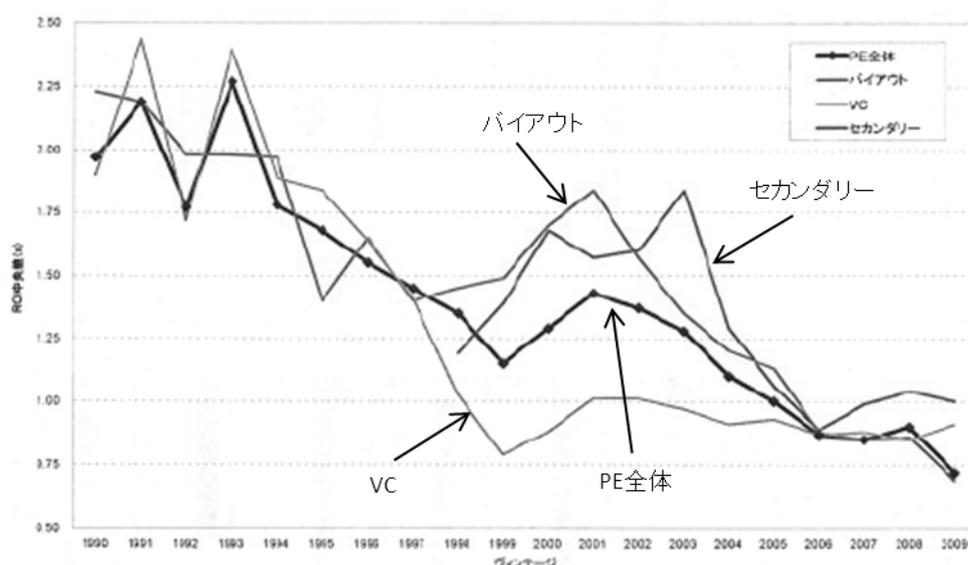
また、〔図表 2-13〕のように戦略によっても景気後退時期のパフォーマンスは異なってくる。特にセカンダリー戦略が他の戦略をアウトパフォームしているのは、金融危機や景気低迷をはさんだ時期に投資機会があったビンテージが堅調になっている。

〔図表 2-12〕 投資開始年毎のプライベート・エクイティのパフォーマンス



(出所) みずほ総合研究所

〔図表 2-13〕 PE ファンド戦略別のファンド収益率の推移



(出所) Preqin Benchmark Data

11 適切なベンチマークについて¹⁶

11.1 鑑定評価ベース

PE のベンチマークとしては、Thomson Financial (旧 Venture Economics) 社によるもので、米国など各国のベンチャーキャピタル (VC) 協会の協力を得て、PE 指数と VC 指数を計算して公表している。同様な指数としては 2009 年に米国 VC 協会 (NVCA) と提携した Cambridge 社が計算する米国の PE 指数と VC 指数がある。State Street 社も 2007 年からグローバルな PE 指数の公表を始めた。

各社とも PE や VC の各ファンドから純資産 (NAV) やキャッシュフロー (CF) のデータを収集し、内部収益率 (IRR) を計算して平均値や四分位値を発表している。さらに投資開始年ごとに組み入れファンドの NAV と CF を集計した上で開始来集計 IRR(Pooled SI-IRR) を算出し、実現倍率や投資倍率など PE 投資の固有指標も集計ベースで発表している。

PE 投資では投資開始年が重要であり、「任意の 2 時点間のリターン」という考えは適切とはいえないが、伝統的資産との比較分析をするためには投資開始年に制約されない期間リターンが必要である。Thomson の Horizon リターンや Cambridge の end-to-end リターンである。これらは例えば 1 年、5 年、10 年などの期間リターンで、期初と期末で組み入れファンドの NAV を集計し、期初値を投資額、期末値を最終分配額とみなし、途中の CF を月次や四半期ごとに集計した上で IRR を計算したものである。

投資 Horizon リターンや end-to-end リターンの信頼性は NAV の信頼性に関わってくるが、NAV を時価で把握するのは実際には極めて難しい。NAV はほとんどが各ファンドの鑑定評価ベースであり、評価方法や精度がファンドごとに異なる。また、成熟段階に入ったファンドでは CF が皆無になり NAV が長期間一定値になっているものも少なくなく、NAV の信頼性が損なわれることになる。

11.2 上場 PE 指数

別の評価方法として「上場 PE 指数」が登場している。PE に関する上場商品を構成銘柄として指数を作成し、これを PE 投資の特性分析やベンチマークとして使おうというものである。この指数は上場商品なので日次ベースで計算でき、伝統的資産と直接比較可能で、資産配分分析だけではなく実際の TAA 戦略でも利用可能とされている。

上場 PE 指数の代表例として S&P、Red Rocks、LPX50 などがある。どの指数も世界全体にわたるリーダー的な PE 投資会社を対象にして 30~60 銘柄程度で構成されている。いずれの指数もわずかながら日本の上場 PE 商品も含んでいる。銘柄別のウェイトは必ずしも時価総額によるものではなく、ステージ、資本の種類、セクターが適切に分散されるよう工夫されていて、同時に流動性への配慮も行われている。これらの主体が実際に投資する PE 案件数は 1000 近くに達する。

なお、これら PE 上場指数の歴史は浅く十分な実証研究も行われていないので、これらの

¹⁶ 本節は主として明田 (2011) の内容に沿った記述である。

指数をどのように使うのが適切かはこれからの課題である。

11.3 パブリック・マーケット・エクイバレント

PE 投資のパフォーマンス測定方法としては金額加重収益率 (IRR) が一般的だが、最近数年で注目され始めたのが Public Market Equivalent (PME) という考え方で、グローバル投資パフォーマンス基準 (GIPS) の 2010 年版の PE 開示基準の中にも登場している。

これは PE 投資の CF を対比されるべき市場指数で運用したとした場合の仮想的な投資成果を計算し、それを基にして PE 投資の巧拙を判断しようとするものである。

具体的には、PME とは投資家への分配額 D_t の現在価値の合計を、投資家からの投資額 I_t の現在価値の合計で除したものであり、現在価値計算に使用する割引率として対比する市場収益率 R_t を使用する。数式で表すと次のようになる。

$$PME = \frac{\sum_{t=1}^{T_D} \frac{D_t}{1+R_t}}{\sum_{t=1}^{T_I} \frac{I_t}{1+R_t}}$$

PME が 1 より大きければその投資は市場指数よりアウトパフォームしたと判断する。PE 投資の場合、PE を独立したひとつの資産クラスと認識するより、株式投資の一種とみなして、株式市場指数と対比する考え方もある。もし対象の PE ファンドが IT 企業投資やバイオ企業投資に特化しているのであれば株式市場指数ではなく、各々 IT やバイオのセクター株式指数で割り引くのが適切である。

いずれにしても、PE ファンドへの投資は非常に個別性が強く横並びで比較することは難しいために、ヘッジファンドなどと同様にベンチマークはあくまでも参考指標にとどめて絶対リターンでパフォーマンスをみるべきであろう。

10 節や 11 節では PE 投資に関するいくつかのリスク要因などについて述べてきたが、基金としての対応に決まったものは存在しない。第 5 章では、年金基金の具体的な対応方法を紹介しているので参照願いたい。

〔図表 2-14〕 PE の各種比較と投資に際してのメリット・デメリット

投資対象	戦略形態	投資対象	リスク・リターン	流動性	投資期間 キャピタル コール期間	Jカーブ	メリット	デメリット 留意点
海外PE	ベンチャー バイアウト ディストレスト (シングルF)	(海外の) 未公開 株式等	(ドルベース) 10~30%	5~10年	5~10年	小~大	○ファンド内で何をやっているか、捉えやすい。	▲ファンド数が3000とも言われる中で、どのように選ぶか。 ▲ヘッジファンド以上に閉鎖的な世界。 ⇒FOFsとしてゲートキーパーの力を借りたほうが無難。
	ファンド・オブ・ ファンズ	20~50の (海外の) シングルF	(ドルベース) 10~15%	12~15年	ファンド 投資 5年 キャピタル コール 8年	大~特大	○ファンドが20~50ファンド程度で分散される。 (戦略割合の例として、バイアウト5割、ベンチャー3割、 ディストレスト2割など) ○ピンテージ・イヤー(組成年)が分散される。	●少額の外資のキャピタルコールが毎月のように8年程度、しかも不定期に続き、意図せぬ為替リスクの可能性あり。為替をフルヘッジしようとする と、キャッシュフローが多すぎて実務的に困難。 ●事務局や経営者が交代する中、他に比べて劣る流動性やキャッシュフローを説明し続けられるか。
	インフラ ファンド (シングルF)	(海外の) 空港、港湾 施設、道路、 発電所、送 電線、上下 水道施設	(ドルベース) 10~15%	12~15年	5年	中	○通常のPEより総じてリスクは低い。 ○キャッシュフローがあり、Jカーブが軽減される。 *ただし、グリーンフィールドと呼ばれる初期の開発・立ち上げから実施する場合、必ずしもキャッシュフローが発生するとは限らない。	●上記FOFsと同様。 ●上記FOFsと同様。 ●上記FOFsに比べてシングルマネージャーのリスクが高い。 ●他のPEに比べ、参入障壁の低下など規制や政治的リスクも考慮する必要性あり。
国内PE	ベンチャー (シングルF)	創業初期 の企業	20~30%	10年	3~5年	大	○海外PEと違い、為替の問題はない。	●海外PE同様、流動性、Jカーブの問題は残る。 ●「数打ちや当たる」的な側面もあり。
	バイアウト (シングルF)	成熟・ キャッシュ フローのある 企業	20~30%	10年	5年	大	○海外PEと違い、為替の問題はない。 ○実績の上がり始めているファンドも出現。 △長らく続いたメインバンク側から銀行がらみの案件、投資先は下記同様、再建先が多い。	●海外PE同様、流動性、Jカーブの問題は残る。 ●コストパフォーマンスから、大型の案件がビット(=値段が高くなる)傾向がある。 ▲企業価値向上が多く、人的リスクはより高い。
	ディストレスト 企業再生 ファンド (シングルF)	経営不振 企業、財務 リストラ を必要とする 企業	10~20%	5~7年	2~3年	小	○海外PEと違い、為替の問題はない。 ○他のPEに比べ、流動性、Jカーブが改善。初めてのPE投資向き。 ○実績の上がり始めているファンドも出現。 ○企業価値向上より、財務リストラが多く、人的リスクは低い。 ○中堅・中小企業を投資対象にすることが多く、相対での取得が可能。	▲不良債権処理の進捗により、より資本(株式)注入的な側面も。
	ファンド・オブ・ ファンズ	複数の シングルF	10%	12~15年	ファンド 投資 5年 キャピタル コール 8年	大~特大	○ファンドが分散される。ただし、専門的なアドバイスを受けながら、個別に拾うことも可能な程度のファンド数しかない。 ○ピンテージ・イヤー(組成年)が分散される。	●ファンドを選ぶほど、投資に値するファンドは多くはなく、ゲートキーパーのコストがかかり、さらにJカーブの要因になる。
	インフラ ファンド (シングルF)	空港、港湾 施設、道路、 発電所、送 電線、上下 水道施設	10~15%	10~15年	5年	中	○海外PEと違い、為替の問題はない。 ○通常のPEより総じてリスクは低い。 ○キャッシュフローがあり、Jカーブが軽減される。 *ただし、グリーンフィールドと呼ばれる初期の開発・立ち上げから実施する場合、必ずしもキャッシュフローが発生するとは限らない。 ○海外のインフラファンドに比べ、規制や政治的リスクなどは見やすい。	●国内での投資はまだ始まったばかり。今後成長すれば十分投資対象に。 ●グローバルな新技術の開発などのリスクも考慮する必要がある。 ●マネージャーが少なく、マネージャー分散は難しい。

(出所) 三菱 UFJ 信託銀行

第3章 グローバルにみた PE 投資動向

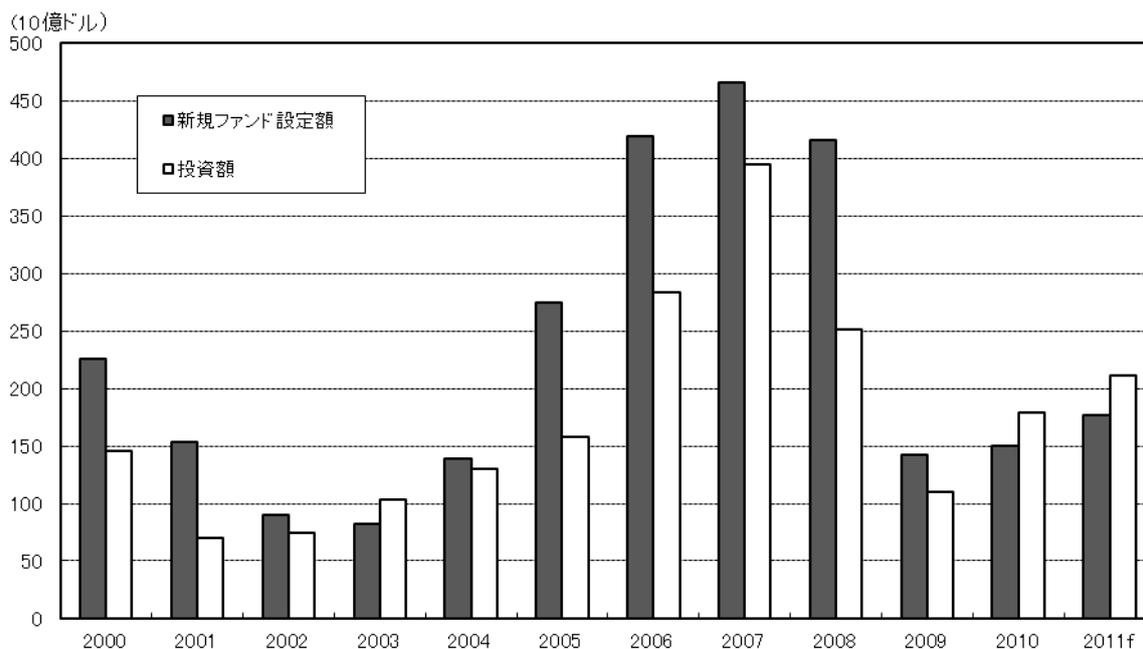
1 PE ファンドの新規設定額と投資額の推移

1.1 世界全体の状況

本章では、グローバルにみたプライベート・エクイティ（以下、PE）マーケットについて概観する¹⁷。

全世界で新規に設定されたPEファンド額（図3-1）¹⁸は、2000年の2254億ドルからITバブル崩壊を受けて減少した後、2003年をボトムに回復基調に転じ、2006年には4188億ドル、2007年には4659億ドル、2008年には4162億ドルと高水準に達した。しかし、リーマンショックに伴う金融危機後に急減し、2009年は1418億ドルとピーク時の3分の1以下にまで落ち込んだ後、緩やかに回復傾向をたどってきている。

〔図表 3-1〕 グローバルにみた PE マーケットの規模



（注）2011年は予想ベース。

（出所）TheCityUK, PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, AVCJ

PEファンドへの投資額（図3-1）は一貫してファンド新規設定額を下回る水準で推移してきたが¹⁹、2010年以降は逆転してきており、今後も同様な状況が続いていくのか、その推移を注視していく必要があるようだ。

¹⁷ PE投資額はフロー・グロスベースの金額（以下、同様）。

¹⁸ 本章では主にThe City UK（2011）のデータを使用した。

¹⁹ 2003年は投資額がファンドの新規設定額を一時的に上回った。

また PE ファンドへの投資額はファンド新規設定額とほぼ同じような増減を繰り返している。なお、2000 年以降のピークは 2007 年の 4000 億ドル弱で、その後リーマンショックの影響から減少したが、足元では 2009 年の 1101 億ドルから 2010 年は 1790 億ドル、2011 年は 2110 億ドル（見込み）まで持ち直してきている。

PE ファンドの新規設定額およびファンド投資額の増減は、景気サイクルや株価に連動している。これは、経済・企業活動が活況に→資金調達が旺盛に→株式発行額は増加→PE ファンド設定額や投資額も増加する、というサイクルである。また、経済が不況に陥る・金融不安が広がる→企業の株式発行による資金調達意欲は低減→ファンド設定額は減少→投資家は PE 投資に対して慎重になる→PE 投資額も減少する、という先ほどとは逆のサイクルも生じる。

1.2 国別の状況

主要国ごとに PE ファンドの新規設定額や PE ファンドへの投資額²⁰についてみると（〔図表 3-2〕参照）、2010 年時点での新規設定額は米国が 800 億ドルで第 1 位、次いで中国、英国の順で、日本はインドやドイツと同じ 20 億ドルの 6 位となっている。米国のファンド設定額の規模は、第 2 位の中国を大きく引き離し、中国の 8 倍弱、日本の 40 倍と圧倒的な地位を誇っている。2008 年から 2010 年の間の変化をみると、2009 年にはリーマンショックの影響から米国が 2008 年対比で約 3 分の 1 に、英国も 13 分の 1 にまで減少するなど大幅に落ち込んだが、2010 年にはいずれの国でも下げ止まりから横ばい、または緩やかに回復してきている。

一方、PE ファンドへの投資額は 2010 年時点で米国が 810 億ドルとなり、設定額と同じく 1 位を確保しているが、他の国との規模比較では設定額ほどの差はない。順位は 2 位が英国（310 億ドル）、3 位が中国（100 億ドル）で、日本は 8 位（20 億ドル）とかなりの少額にとどまっている。米国のファンド投資額の規模は英国の 2.5 倍強、日本の 40 倍である。2008 年から 2010 年にかけての時間的な変化をみると、米国が 2009 年は 2008 年比で横ばいにとどまったのに対して、英国など他の諸国は減少した。2010 年には日本を除いて他の国々は増加に転じている。

新規ファンド設定額と投資額との関係を国別に比較してみると、米国は 2008 年には新規ファンド設定額が投資額を大きく上回っていたが、2009 年には両者の差は縮小して 2010 年にはほぼ同水準に至っている。英国とフランスでは、2008 年はファンド設定額がファンド投資額を上回っていたが、2009 年以降はファンド設定額が落ち込んだことからファンド投資額がファンド設定額を上回った。中国は、この間においてファンド設定額と投資額がほぼバランスした状態が続いている。

²⁰ ファンドへの投資における国・地域とは、投資家の所在国・地域ではなく、投資対象となったファンドが設定された国を示す。

〔図表 3-2〕 主要国における PE 投資の状況（10 億ドル）

	2008年		2009年		2010年	
	新規ファンド 設定額	投資額	新規ファンド 設定額	投資額	新規ファンド 設定額	投資額
米国	288	48	88	51	80	81
英国	65	32	5	20	10	31
中国	13	13	7	7	12	10
フランス	15	12	3	5	6	8
オーストラリア	n.a.	n.a.	1	1	3	8
インド	8	11	4	1	2	7
ドイツ	3	10	1	3	2	6
日本	3	10	2	3	2	2
その他	55	45	31	17	33	26
合計	450	181	142	110	150	179

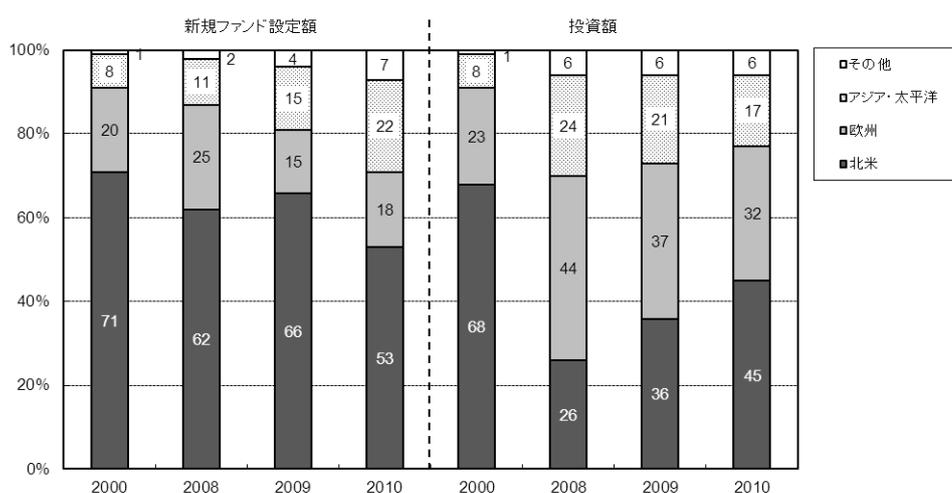
（出所） TheCityUK, PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, AVCJ

1.3 地域別の状況

地域別構成比の推移をみると（〔図表 3-3〕 参照）、新規 PE ファンド設定額は北米が 2010 年時点で 5 割以上を占めているが、長期的には縮小傾向にあることがわかる。欧州は 2 割程度でほぼ横ばい推移、アジア・大洋州は拡大傾向で推移してきており、2010 年には欧州を上回って 2 割を超えた。

一方、PE 投資額の地域別構成比は、北米が 2000 年時点の 68%には及ばないものの 2008 年の 26%から拡大傾向をたどり、2010 年には 45%まで持ち直してきている。対照的に欧州は 2008 年時点の 44%から縮小傾向をたどり、2010 年には 32%まで低下してきている。アジア・太平洋は 2008 年の 24%から漸減傾向で推移し、2010 年には 17%に至っている。

〔図表 3-3〕 PE 投資の地域別構成比



（出所） TheCityUK, PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, AVCJ

2 PE セカンダリー市場の規模と推移

前節の新規ファンド設定額と投資額に続き、PE のセカンダリー市場の動向についてみる（〔図表 3-4〕 参照）。

2000 年から 2010 年までの PE セカンダリーのマーケットの規模は、新規ファンド設定額の累計で 840 億ドル、投資額の累計は 1024 億ドルである。一方で同期間の PE のプライマリーマーケットは新規ファンド設定額の累計で 2 兆 5574 億ドル、投資額の累計が 1 兆 9000 億ドルとなっており、セカンダリーの市場規模は総体的に極めて小さいことがわかる。

2000 年以降のセカンダリー・マーケットにおける新規ファンド設定額の推移をみると、2001 年から 2003 年の間は 40 億ドル前後で、その後 2006 年までは 60 億ドル前後で推移していたが、2007 年に 150 億ドルにまで急増した。2008 年にはリーマンショックの影響から 80 億ドルを割り込んだが、2009 年には回復して 2007 年の水準を大きく上回る 223 億ドルに達した。足元の 2010 年には 69 億ドルと大きく減少した。

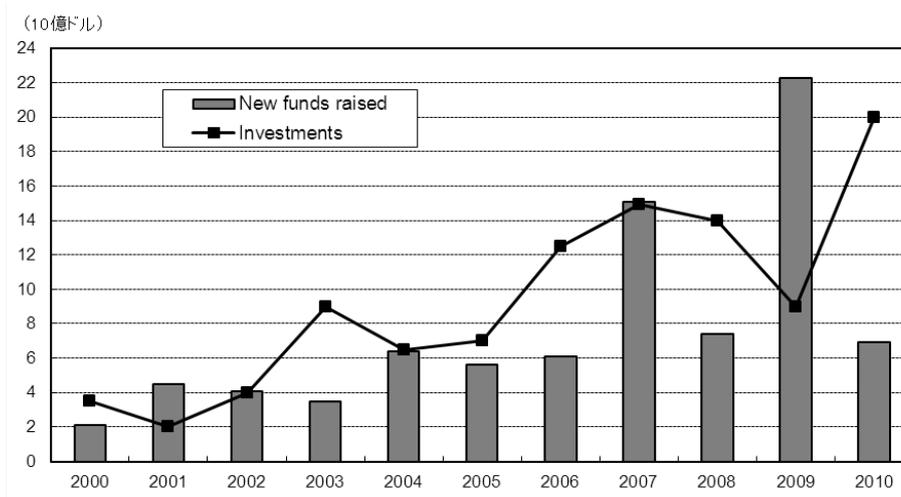
一方、PE セカンダリー・ファンドへの投資額は新規ファンド設定額に比べて変動が激しい。2003 年にかけて増加した後に 2004 年に幾分落ち込んだが、2005 年から 2007 年にかけて増加傾向をたどり、149 億ドルに達した。2009 年に 90 億ドルに落ち込んだが、2010 年には大きく伸びて 200 億ドルに至った。

2009 年のファンド設定額の急増は、投資家が PE ファンド投資を解約した受け皿として機能したことが背景にあると思われる。

また、翌 2010 年には投資家が不景気に伴う処分増を受けて急増した PE セカンダリー・ファンドを割安で魅力度が高いと判断したことから同ファンドへの投資額が急増したと考えられる。

いずれにしても PE セカンダリー・ファンドのマーケットは景気が悪化し始める時に増加する経験則があり²¹、この関連性が影響しているようだ。

〔図表 3-4〕 PE セカンダリー・マーケット規模の推移



（出所） Probitas Partners, Dow Jones

²¹ PRIVATE EQUITY(August 2011) www.thecityuk.com

3 ベンチャー・キャピタル投資とバイアウト投資

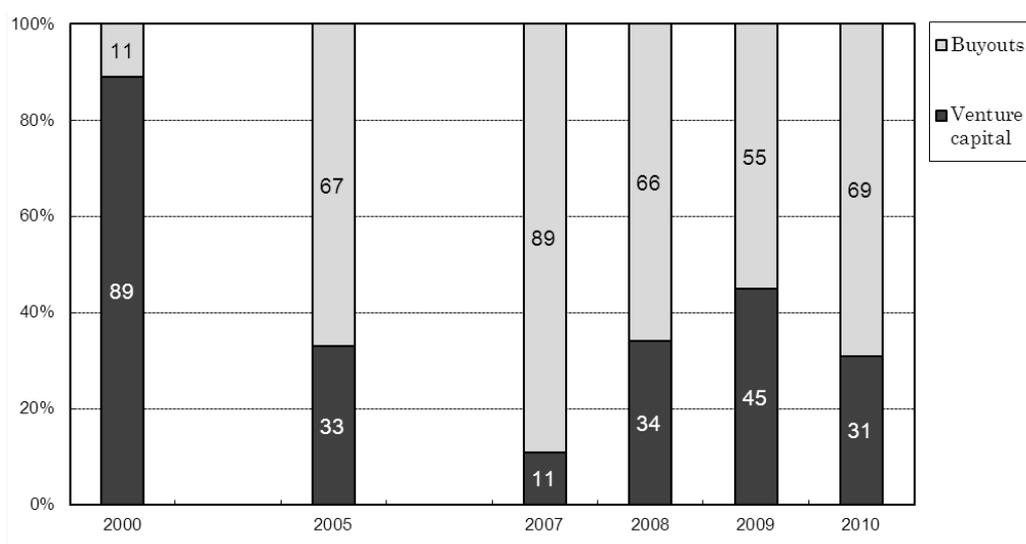
3.1 ベンチャー・キャピタル投資とバイアウト投資の構成比

PE 投資における代表的な戦略であるベンチャー・キャピタル投資とバイアウト投資の構成比をみると（〔図表 2-5〕参照）、2000 年時点ではそれぞれ 89%と 11%とベンチャー・キャピタル投資が全体の 9 割を占め、バイアウト投資はわずか 1 割にとどまっていた。米国を中心とした IT ブームによる起業の増加がベンチャー・キャピタル投資の活況につながったものと思われる。

その後、ベンチャー・キャピタル投資の割合が縮小する一方で、バイアウト投資が拡大基調（ベンチャー・キャピタルを上回る増加率）で推移し、2007 年にはそれぞれ 11%と 89%と 2000 年の状態から構成比の点で両者の位置付けは 180 度逆転した。これは、IT バブル崩壊や同時多発テロの影響で経済成長が鈍化したことから創業する社数が伸び悩む一方で、既存の企業は再編や事業再構築を迫られたことが影響していると考えられる。

2008 年以降は再びベンチャー・キャピタル投資の構成比は拡大に転じて、2009 年には 45%に至った。2010 年は 31%と再び小幅縮小した²²。

〔図表 3-5〕 PE のファイナンス段階別構成比



（出所）TheCityUK, PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, AVCJ

3.2 ベンチャー・キャピタル投資の推移

ベンチャー・キャピタル投資額の推移と地域別の状況について概観する（〔図表 3-6〕参照）。ベンチャー・キャピタル投資額は 2000 年には 1400 億ドルほどの規模であったが、その後 IT バブル崩壊の影響から減少し、2003 年には 380 億ドルと 2000 年の 3 分の 1 以下に落ち込んだ。2008 年にかけては緩やかに回復傾向をたどり 870 億ドルに至ったが、2009 年には

²² 図表 3-6 では 2009 年の VC 投資額は前年比で減少している状況を勘案すると、2009 年度は BO 投資の減少率が VC 投資のそれを上回ったことが推察される。

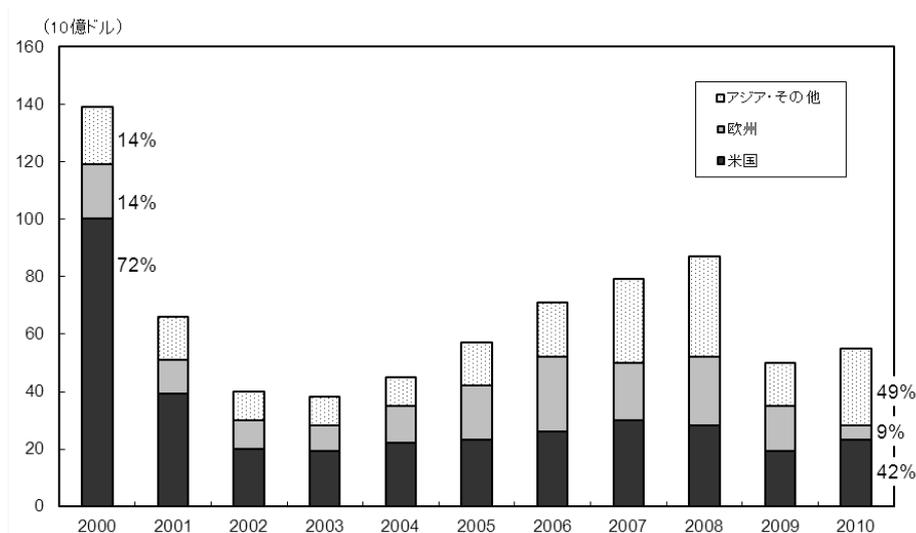
金融危機の影響もあって 500 億ドルに減少し、2010 年も 550 億ドルで推移した。

地域別にみると、2000 年には米国が約 1000 億ドルで全体の 7 割強を占めていたが、2002 年にかけて急減し、2003 年には 190 億ドルに至った。その後も 200～300 億ドル程度で推移し、2009 年は 190 億ドルと再び 200 億ドルを割り込んだ。2010 年における米国の構成比は 42%にとどまっている。

欧州についても、2003 年にかけて減少した後に 2008 年にかけて持ち直した。しかし、2009 年から 2010 年にかけては再び減少に転じて 50 億ドルに達し、2000 年以降の最低水準を記録するとともに構成比も 9%まで落ち込んだ。

アジア・その他については、2000 年時点では投資額は 200 億ドル、構成比は 14%と欧州と同水準であった。その後 2003 年にかけて投資額は減少した後に増加傾向をたどり、2008 年には 350 億ドルに達した。2009 年には 150 億ドルまで落ち込んだが、2010 年には再び増加に転じて 270 億ドルまで回復し、構成比も 49%と米国を上回り、米・欧の 2 地域を抜いて首位に躍り出る躍進ぶりを示した。

【図表 3-6】ベンチャーキャピタル投資の推移

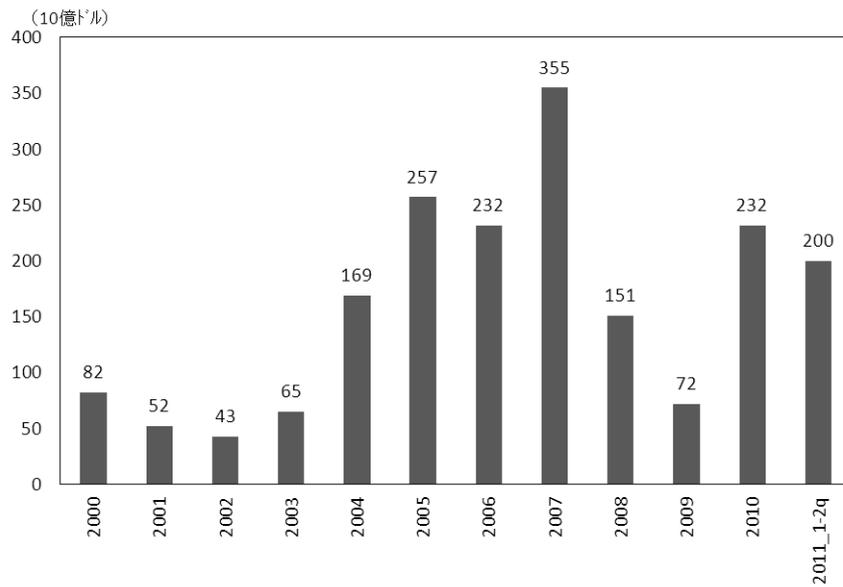


(出所) TheCityUK, PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, AVCJ

3.3 バイアウト投資におけるイグジットの動向

PE 運用会社は投資ステージの後半の利益が得られる段階において、会社の株式を転売するために投資対象の株式を購入する。このイグジット（購入株式の処分）額は、グローバルに見ると 2010 年には 2320 億ドルであった。これは 2007 年の 3550 億ドルのピークレベルには及ばないものの直近 3 年間では最高額であり、リーマンショックの影響で極度に落ち込んだ 2009 年の約 3 倍の水準まで回復してきている。背景には世界経済の持ち直しがあると思われる。2011 年上期はすでに 2000 億ドルに達しており、通年では 2009 年の水準を上回ることは確実とみられる。

〔図表 3-7〕 グローバルにみたイグジット額



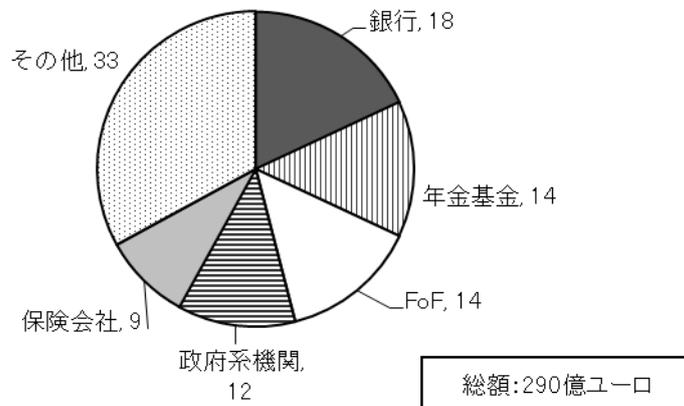
(出所) Preqin

4 欧州における新規設定ファンドの保有者

2009年時点の欧州における新規設定されたPEファンド（総額は290億ユーロ）の保有者をみると（〔図表 3-8〕参照）、銀行が一番多くて全体の18%、次いで年金基金とファンド・オブ・ファンズが14%、政府系機関が12%、保険会社が9%の順になっており、いずれもがおおむね10%～20%の構成比率内に分布している。

2010年以降、欧州ではソブリン問題から金融環境が悪化している。欧州の金融機関は自己資本比率引き上げのために資産圧縮に務めており、PEファンドへの投資も手控えられている可能性が高い。したがって、足元ではPEファンドの投資家別保有比率も大きく変わってきていると推察される。

〔図表 3-8〕 欧州における新規設定ファンドの保有者別構成比 (%)



(出所) PEREP_Analytics, Thomson Reuters, EVCA, PwC, BVCJ

5 世界の PE 運用会社の投資額のランキング

2000年から2009年までのPEの直接投資累計額について運用会社のランキングをみると（〔図表 3-9〕参照）、上位15社のうち米系が12社を占め、1位から4位まではいずれも米系の運用会社が占めている。これは〔図表 3-2〕や〔図表 3-3〕でもみたように、新規ファンド設定額において米国が全体の5割以上（2010年時点）を占めていることとも整合的である。残りの3社は英国の運用会社である。

首位は Kohlberg Kravis Roberts で 467 億ドル、2 位は TPG で 465 億ドル、3 位は Blackstone Group の 417 億ドルと続いている。

〔図表 3-9〕 PE 運用会社のランキング

(10億ドル)

会社名	所在地	金額
Kohlberg Kravis Roberts	米	46.7
TPG	米	46.5
Blackstone Group	米	41.7
Carlye Group	米	40.6
CVC Capital Partners	英	37.0
Apollo Global Management	米	30.6
Bain Capital	米	29.1
Goldman Sachs Merchant Banking Div.	米	28.8
Apax Partners	英	24.8
Adevent International	米	21.7
Hellman & Friedman	米	20.7
Permira	英	18.0
Providence Equity Partners	米	16.4
JC Flowers & Co	米	14.4
Silver Lake	米	14.1

(注) 2000年から2010年までのファンドで設立累計額。
(出所) Preqin

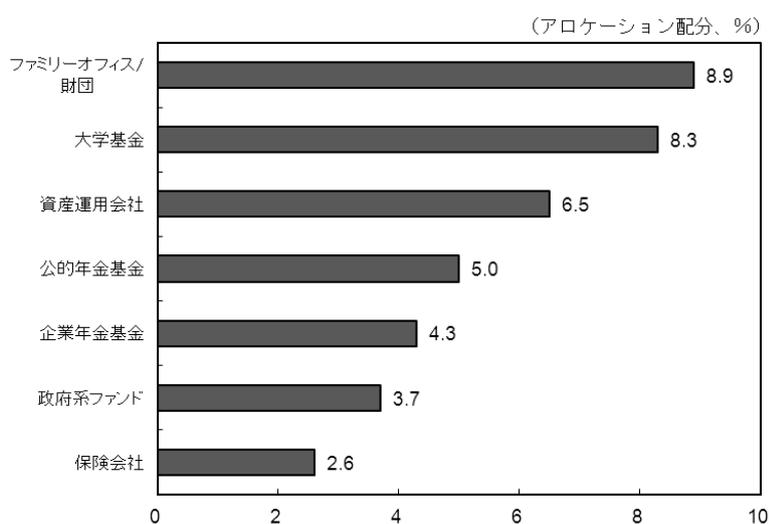
6 米国機関投資家の PE 投資動向

機関投資家の PE に対する資産配分をみると（〔図表 3-10〕参照）、一番多いのはファミリーオフィス（富裕層向け資産運用）および財団で全資産の約 9%を PE 投資に振り向けている。

次いで大学基金が 8%強、資産運用会社が 6.5%と続く。年金関係では公的年金基金が 5%、企業年金基金が 4.3%をそれぞれ PE へ投資している。

米国機関投資家全体の平均は 7%で、欧州の 5%、日本の 3%を上回っている。時系列で見ると、どのタイプの投資家も景気後退の影響もあって PE 投資の配分は低下傾向にあるとのことである²³。

〔図表 3-10〕 米国機関投資家の PE 投資



(出所) Preqin

7 PE 投資のリターン

85 年以降の欧州における PE 投資のリターンの推移をみると（〔図表 3-11〕参照）、85 年～86 年にマイナスに落ち込んでいたが、87 年以降 2009 年までの 23 年間はプラスを維持している²⁴。

87 年にリターンがプラスに浮上した後は 90 年～92 年の 3 年間は低下基調で推移したが、93 年以降は上昇基調で推移し 2000 年には 25%に達した。

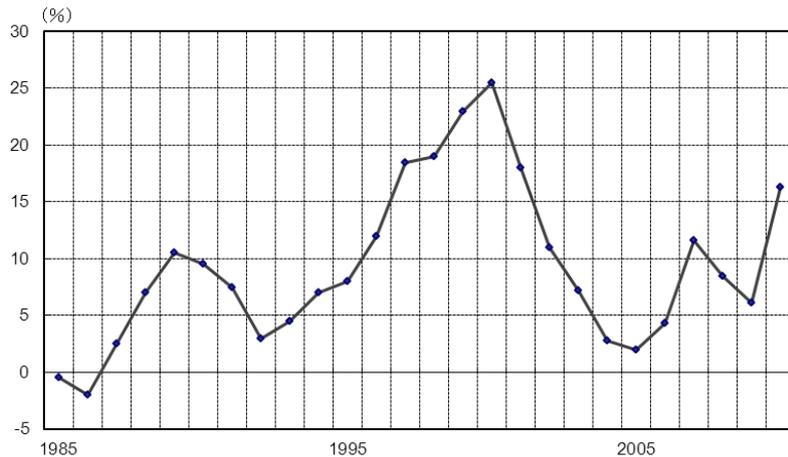
2005 年にかけては IT バブル崩壊の影響もあって鈍化傾向をたどったが、その後 2007 年までの 2 年間は再び上昇して 11.6%に達した。

2008 年と 2009 年はリーマンショックの影響から再び低下傾向をたどったが、2010 年は 16%と高いリターンを記録した。

²³ PRIVATE EQUITY(August 2011) www.thecityuk.com

²⁴ 図表 3-11 の脚注にもある通り、リターンは 5 年のローリングでネットベース。

〔図表 3-11〕 欧州における PE 投資のリターン



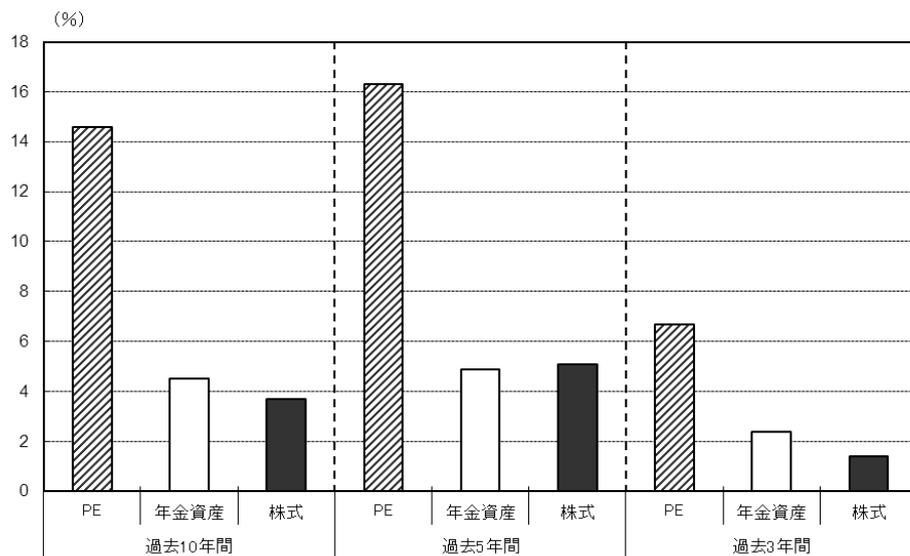
(注) リターンは 5 年のローリングでネットベース。

(出所) Thomson Reuters, EVCA

英国における PE 投資のリターンを他資産（株式および年金運用資産全体）のリターンと比較すると（〔図表 3-12〕 参照）、2010 年時点からの過去 10 年間、過去 5 年間、過去 3 年間のいずれにおいても PE 投資が株式および年金運用資産全体を大きく上回っていることがわかる。

過去 10 年間では PE が 14.6% に対して株式が 3.7%、年金資産全体では 4.5% にとどまる。過去 5 年では PE が 16.3% に対して株式が 5.1%、年金資産全体では 4.9%、過去 3 年では PE が 6.7% に対して、株式が 1.4%、年金資産全体が 2.4% と PE の優位性が確認される。とはいえ PE 投資は、流動性リスクは高く、投資期間も長くなる投資だということには留意すべきである。

〔図表 3-12〕 英国におけるリターン比較（2010 年時点）



(注) 年金資産は WM All Funds Universe、株式は FTSE All-share。

(出所) BVCA

第4章 国内年金基金のPE投資の実態

本章では2011年に実施された大和総研「2011年度オルタナティブ投資アンケート」、および「日経企業年金実態調査」の結果を引用しながら、国内年金基金のPE投資の取り組みについての実態をながめる。

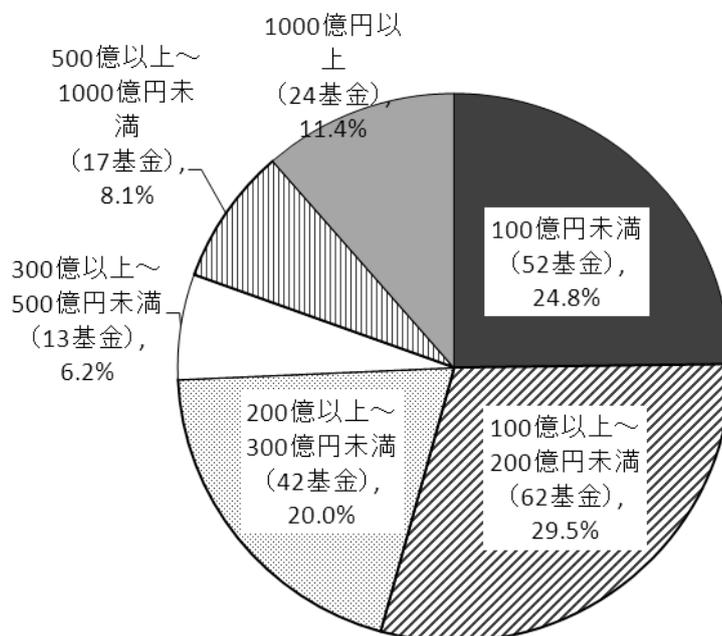
1 調査対象および回答率等

1.1 大和総研「2011年オルタナティブ投資アンケート」

本アンケートは2005年の開始以来7回目となる。なお、企業年金基金以外に金融法人に対しても基本的に同じ質問で調査を行っており、結果は別々に集計されて発表されている。アンケート実施期間は、2011年7月11日から8月12日までである。

アンケート対象は全国1172の民間および公的年金基金²⁵で、回答数は213で回答率は18.2%であった。アンケートに回答した基金の規模別構成比（図表4-1）をみると、100億円未満が約25%、100億以上～200億円未満が約30%、200億以上～300億円未満が20%と比較的小規模な基金で4分の3を占めている。

〔図表4-1〕アンケートを回答した年金基金の資産規模別構成比



（出所）大和総研（2011）

²⁵ 厚生年金基金、企業年金基金、公的年金（共済年金等）。

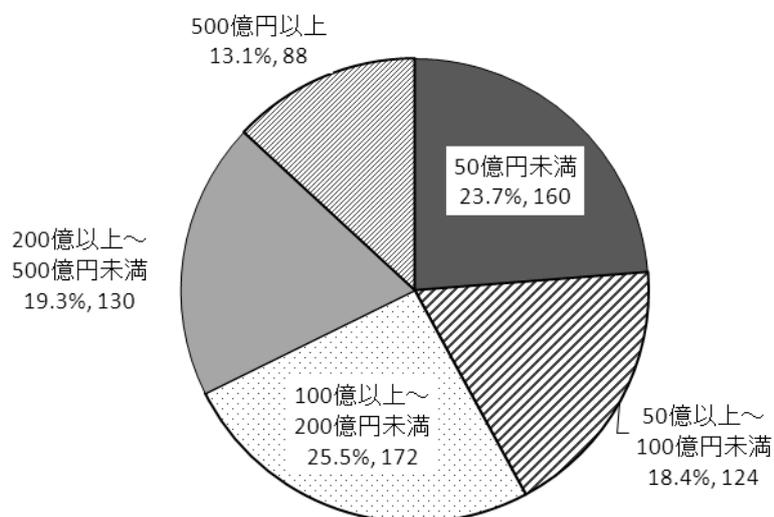
1.2 「2011 年日経企業年金実態調査」

この調査は、投資格付情報センターと日本経済新聞社と日経リサーチの協力のもとで企業年金や企業に対して毎年実施している調査である。

回答した確定給付型年金は、確定給付企業年金が 552（基金型 347、規約型 205）、厚生年金基金が 249（単独型 16、連合型 22、総合型 211）、税制適格年金が 66 で、合計 867 である。

運用利回りについて回答した基金の規模別回答数が掲載されていたので、規模別の回答基金数の構成比を示したものが〔図表 4-2〕である。前出の大和総研のアンケートに比べると全体的に小規模な基金の割合が多いことがわかる。

〔図表 4-2〕 日経実態調査における回答基金の資産規模別構成比



(出所) 年金情報

2 年金基金のオルタナティブ投資の取り組み状況

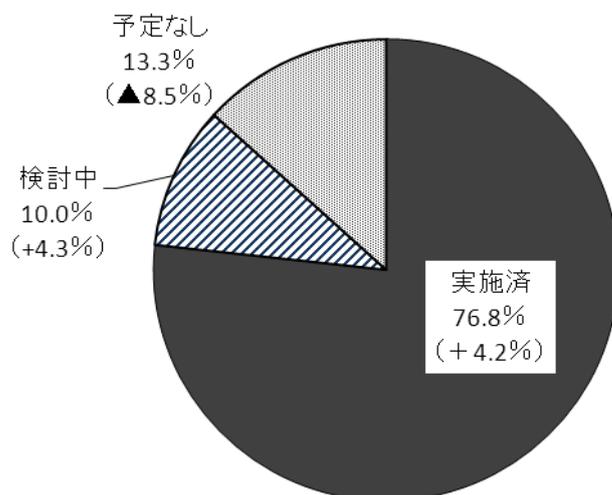
まず、年金基金のオルタナティブ投資に対するスタンスについて概観し、そのなかで PE 投資の位置づけについても触れることにする。

2.1 オルタナティブ投資の実施状況

年金基金（公的投資家等も含む）²⁶のオルタナティブ投資への取り組み状況（〔図表 4-3〕参照）は、実施済みの基金が 76.8%と全体の 4 分の 3 を占め、検討中を含めると 87%に達する。オルタナティブ投資もようやく伝統資産に匹敵する位置づけを確保したといってもよからう。

〔図表 4-3〕 オルタナティブ投資の実施状況

（211 基金回答）



（注）カッコ内は前年度比増減。
（出所）大和総研（2011）

次に年金基金がどのオルタナティブ商品を選択しているかをみると（〔図表 4-4〕参照）、ヘッジファンドが 95%と最も導入している基金の割合が多く、次いでアジア・エマージング株式・債券が 50%となっている。第 3 位以下は、導入している基金の割合が大きく減少し、国内外 REIT が 25.5%、さらにベンチャー・キャピタルやバイアウトなどの PE ファンドと不動産私募ファンドがともに 20.5%で第 4 位となっている。さらに PE 関連ではディストレスト・ファンドが 12%の第 7 位となっている。

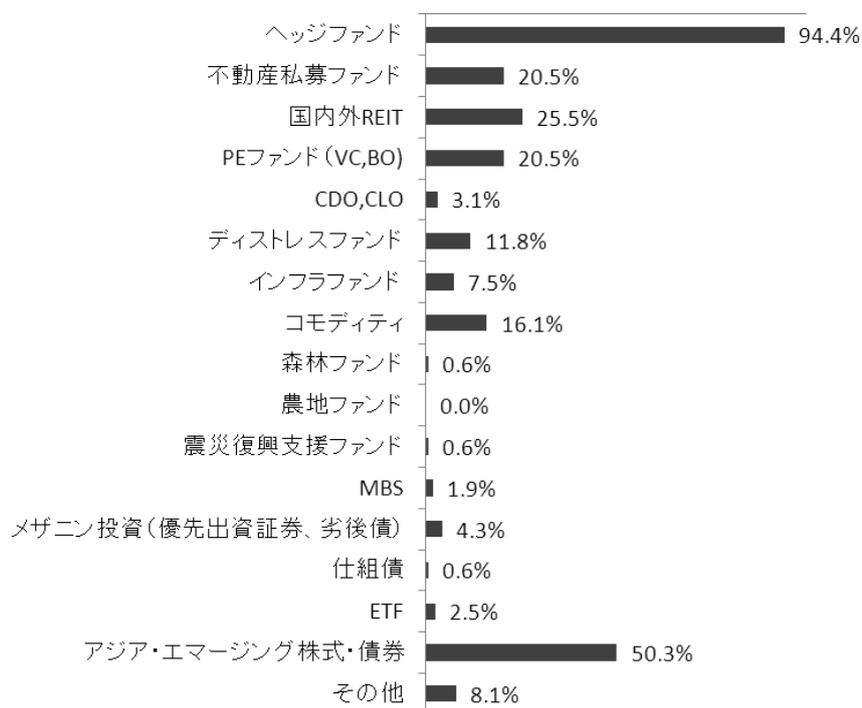
この結果をみると、依然としてヘッジファンドなどと比べて PE 投資の普及度合いは低く、課題²⁷の克服次第によっては今後発展する可能性は残っているといえよう。

²⁶ 脚注 1 を参照。以下ただし書がない限り同様。

²⁷ J カーブ効果や流動性の問題、投資の時間軸の問題など。

〔図表 4-4〕 オルタナティブ商品の選択状況

(複数回答可、161 基金回答)



(出所) 大和総研 (2011)

年金基金が投資しているオルタナティブ商品の時系列変化を 2006 年からみると ([図表 4-5] 参照)、ヘッジファンドはリーマンショックの影響で 2008 年、2009 年と 2 年連続で構成比が低下したが、2010 年から 2011 年にかけては増加に転じてきている。PE ファンド (パイアウト、ベンチャーキャピタル等) は一時的に 2007 年に減少したことを除いて、期間中は漸増基調で推移している。

〔図表 4-5〕 年金基金が投資しているオルタナティブ商品の推移

	2006年			2007年			2008年			2009年			2010年			2011年		
	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減	件数	構成比	前年比増減
ヘッジファンド	183	88.8%	-0.4%	152	93.8%	5.0%	184	91.5%	-2.3%	158	89.8%	-1.7%	155	93.4%	3.6%	152	94.4%	1.0%
不動産私募ファンド	29	14.1%	-16.1%	27	16.7%	2.6%	30	14.9%	-1.8%	28	15.9%	1.0%	41	24.7%	8.8%	33	20.5%	-4.2%
国内外REIT	36	17.5%	17.5%	39	24.1%	6.6%	50	24.9%	0.8%	28	15.9%	-9.0%	30	18.1%	2.2%	41	25.5%	7.4%
PEファンド (VE、BO等)	25	12.1%	4.8%	15	9.3%	-2.9%	28	13.9%	4.6%	29	16.5%	2.6%	33	19.9%	3.4%	32	19.9%	0.0%
CDO、CLO (SIV含む)	14	6.8%	---	10	6.2%	-0.6%	10	5.0%	-1.2%	8	4.5%	-0.5%	9	5.4%	0.9%	5	3.1%	2.3%
有効回答数	206			162			201			176			166			161		

(出所) 大和総研 (2011)

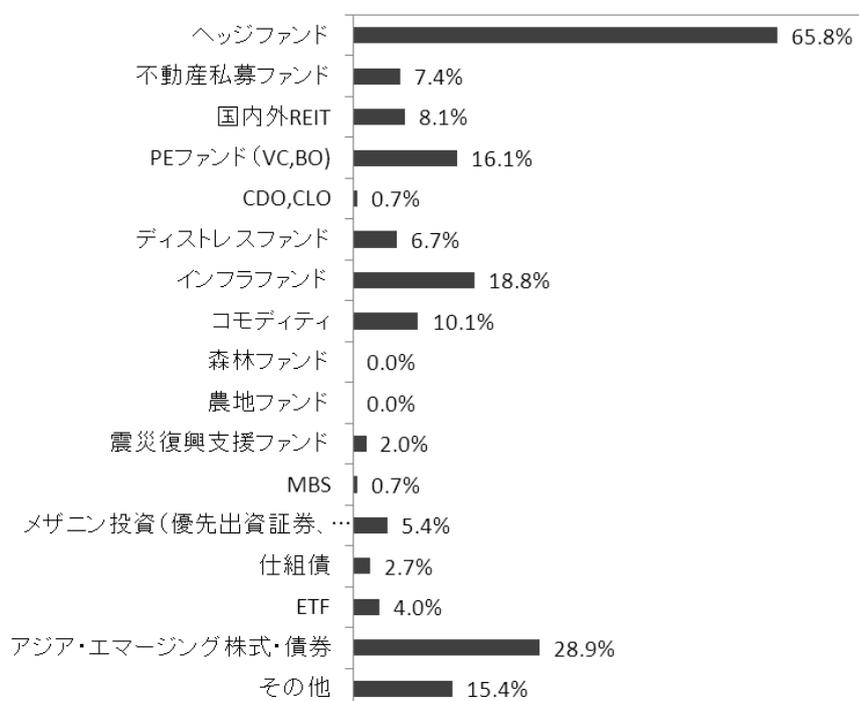
2011 年度に投資を検討しているオルタナティブ商品については²⁸、ヘッジファンドが 65.8%でトップ、次いでアジア・エマージング株式・債券で 28.9%、さらに 18.8%のインフ

²⁸ これには新規投資だけでなく追加投資も含まれる。

ラ・ファンドで、バイアウトやベンチャー・キャピタルといったPE投資は16.1%、ディストレスト・ファンドは6.7%にとどまっている。

〔図表 4-6〕 オルタナティブ商品の検討状況

(複数回答可、149 基金回答)



(出所) 大和総研 (2011)

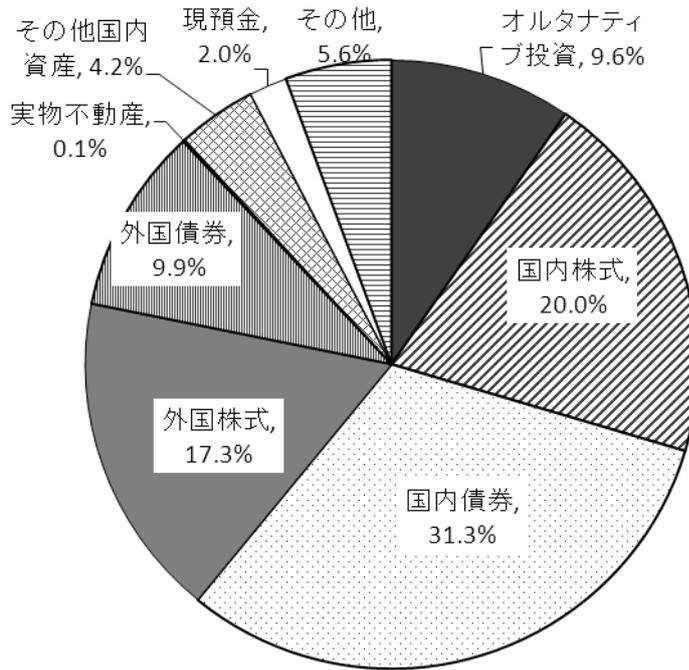
2.2 政策アセットミックスにおけるオルタナティブ投資の配分状況

年金基金が政策アセットミックスにおいて、オルタナティブ投資にどのくらいの割合で配分しているのかをみたものが〔図表 4-7〕である。構成割合は回答した189基金の平均値である。国内債券が31.3%、外国株式が17.3%、国内株式が20.0%、外国債券が9.9%と上位4番目までは伝統資産であるが、5位が9.6%のオルタナティブ投資である。回答結果からはオルタナティブ投資が、外国債券にほぼ近い構成比になっていることがわかる。

次にオルタナティブ投資の中での、各商品の配分割合をみたのが〔図表 4-8〕である。ヘッジファンドが実施している基金の割合が多いのと同様に、オルタナティブ投資全体の中でも74.7%と4分の3をしめる高い配分比率となっている。次いで内外REITが6.9%、私募不動産ファンドが3.5%、コモディティが3.0%と続いている。PE投資関連では、バイアウトとディストレスト・ファンドへの投資が1.4%、ベンチャー・キャピタルが0.9%をあわせても2.3%と低位にとどまっている。

〔図表 4-7〕 政策 AM の配分状況

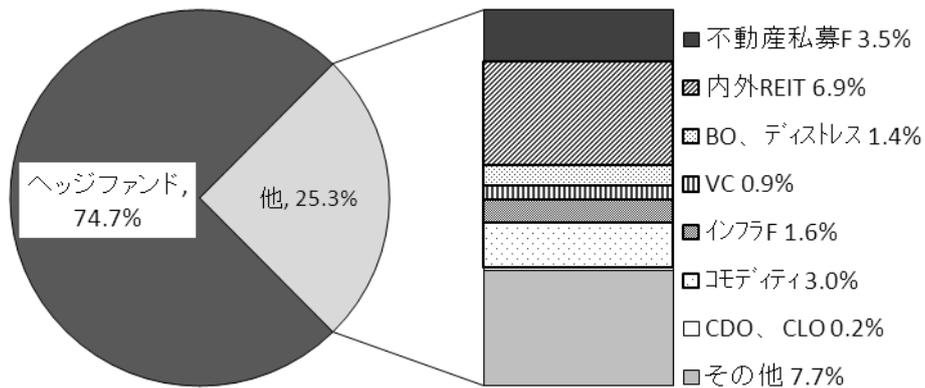
(189 基金回答)



(出所) 大和総研 (2011)

〔図表 4-8〕 オルタナティブ投資内の配分比率

(122 基金回答)



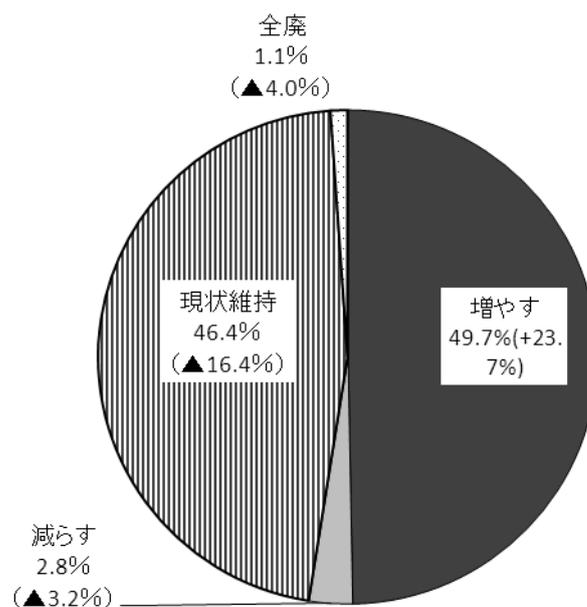
(出所) 大和総研 (2011)

2.3 今後のオルタナティブ投資のスタンス

オルタナティブ投資に関する今後の投資スタンス（〔図表 4-9〕 参照）については、回答した 179 基金のうち 49.7%が「増やす」と回答しており、前年度調査よりも 23.7%ポイント増加した。一方、「現状を維持する」とする回答が 46.4%で、前年度調査比で 16.4%減少した。このことから、年金基金はオルタナティブ投資に積極的になっているといえよう。

〔図表 4-9〕 オルタナティブ投資の今後のスタンス

(179 基金回答)



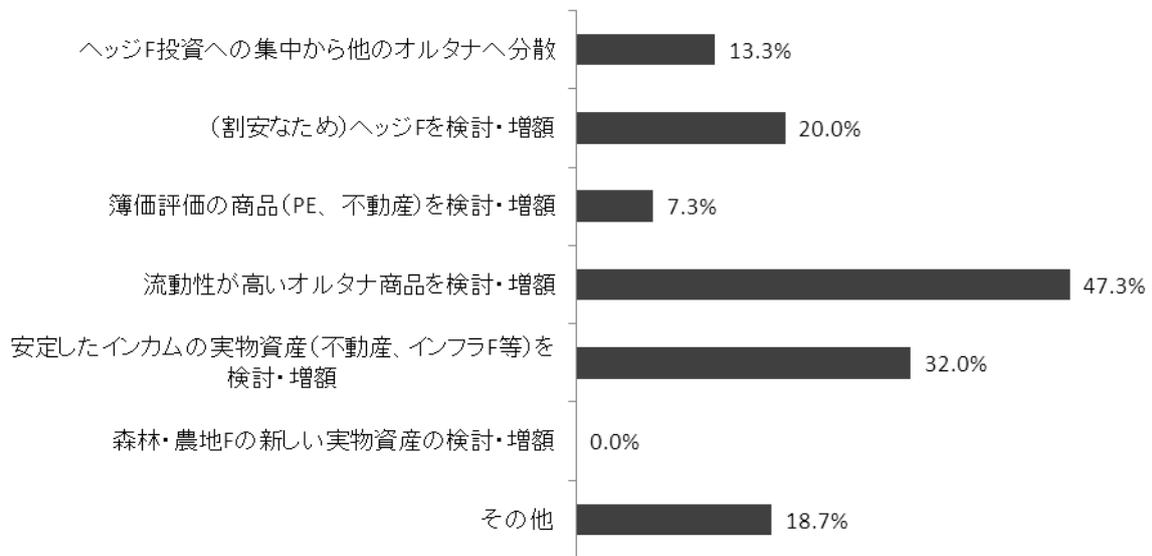
(注) カッコ内は前年比増減。

(出所) 大和総研 (2011)

〔図表 4-10〕 はオルタナティブ投資に対する今後のストラテジーについて質問した回答結果である。1 位は「流動性が高いオルタナ商品を検討・増額」で 47.3%、ついで「安定したインカムの実物資産（不動産、インフラファンド等）を検討・増額」で 32.0%、「ヘッジファンドを検討・増額」が 20.0%と続いている。PE 投資関連では「簿価評価の商品（PE、不動産）を検討・増額」が該当するが、当該回答割合は 7.3%と他に比べて低位にとどまっている。

【図表 4-10】オルタナティブ投資に対する今後の戦略ー

(複数回答可、150 基金回答)



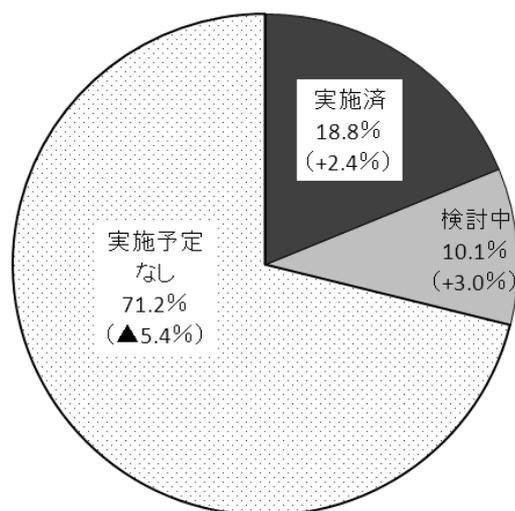
(出所) 大和総研 (2011)

3 年金基金の PE 投資に対する取り組み状況

年金基金の PE 投資への取り組み状況をみると、「実施済み」が 18.8%と前年度比+2.4%、「検討中」が 10.1%で同+3.0%と両者合わせて約 3 割にとどまっている。逆に PE 投資の実施の予定がないと回答した年金基金の割合は前年度比で 5.4%ポイント低下したが、それでも依然として 71.2%と高い状況にある。

【図表 4-11】PE 投資の実施状況

(208 基金回答)

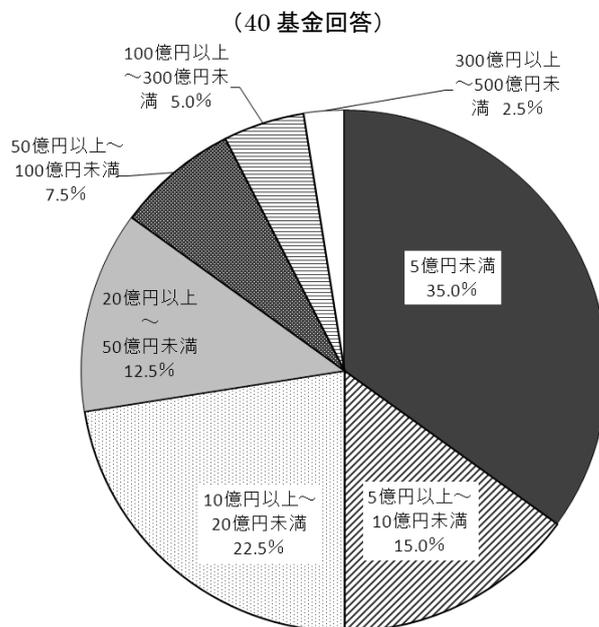


(注) カッコ内は前年度比増減。

(出所) 大和総研 (2011)

〔図表 4-12〕は年金基金が PE にどのくらいの金額を投資しているかを示したものである。1番多いのは 5 億円未満で全体の 35.0%、次いで 10 億円以上～20 億円未満で 22.5%、5 億円以上～10 億円未満が 15.0%と続いている。投資金額も比較的小規模にとどまっていることがわかる。

〔図表 4-12〕 PE 投資総額の基金別分布状況



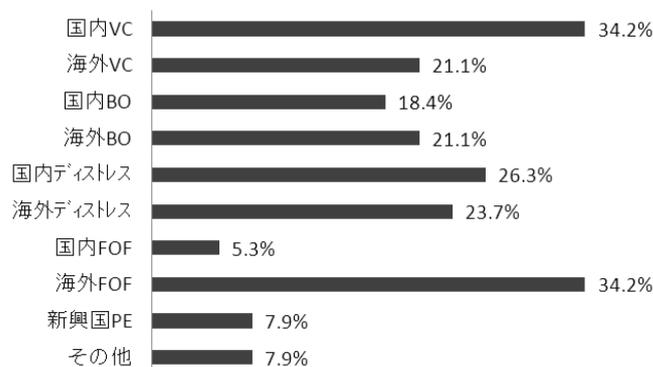
(出所) 大和総研 (2011)

PE 投資を実施している年金基金が、どのような戦略商品に投資しているかを〔図表 4-13〕で見ると、国内ベンチャー・キャピタルと海外ファンド・オブ・ファンズがともに 1 位で 34.2%、次いで国内ディストレスが 26.3%、海外ディストレスが 23.7%、海外ベンチャー・キャピタルと海外バイアウトがともに 21.1%となっている。

ただし、回答数が 38 基金と少ないことから、当該結果はあくまでも参考程度にとどめておくべきであろう。

〔図表 4-13〕 PE 投資の商品・戦略別の導入状況

(複数回答可、38 基金回答)



(出所) 大和総研 (2011)

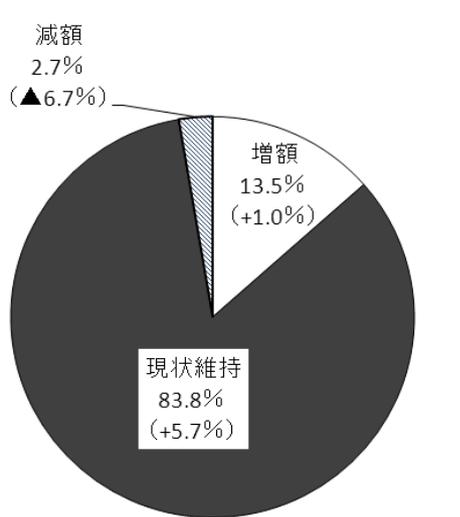
2011年度のバイアウト・ファンドへの投資スタンス（〔図表 4-14〕 参照）をみると、現状維持が 83.8%と前年度比+5.7%ポイントと 8 割以上を占めている。増額するという回答は 13.5%（前年度比+1.0%）にとどまっている。一方、減額すると答えた基金は 2.7%（同▲6.7%）とその割合はわずかである。

同様にディストレスト・ファンドへの投資スタンス（図表 4-15）は、現状維持が 81.8%と前年度比+15.2%ポイントと大半を占めている。増額すると回答した基金の割合は 18.2%（前年度比▲8.5%）と 2 割を下回っている。なお、減額するという回答はなかった。

両戦略に関する質問も回答した基金数が 33 基金にとどまっているので、あくまでも参考情報という位置づけとしておくべきであろう。

〔図表 4-14〕 バイアウト・ファンドへの投資のスタンス

(37 基金回答)

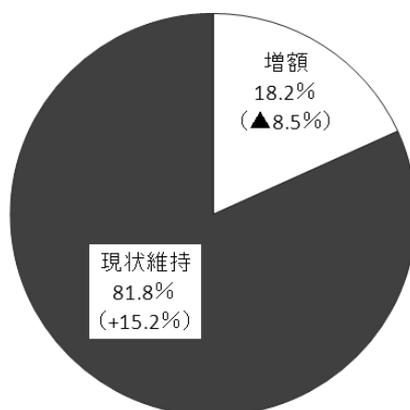


(注) カッコ内は前年度比増減。

(出所) 大和総研 (2011)

〔図表 4-15〕 ディストレスト・ファンドへの投資のスタンス

(33 基金回答)



(注) カッコ内は前年度比増減。

(出所) 大和総研 (2011)

最後に日経調査（R&I）で PE 関連部分の回答結果を掲載しておくことにする。

〔図表 4-16〕で制度別に PE 投資の実施スタンスをみると、基金型と厚生年金基金を中心に 15%前後が採用済みである。採用予定と回答した先は基金型で 5%、厚生年金基金で 9%、全体では 6%となっている。これら比べて採用を中止するという回答はごくわずかにとどまった。

〔図表 4-16〕 制度別年金基金の PE 投資の実施スタンス

	全合計				
		基金計			規約型+適年
		基金型	厚生年金基金		
採用済み	14.9%	15.5%	14.9%	16.3%	10.3%
採用予定	5.8%	6.6%	5.1%	8.8%	2.0%
採用中止	1.0%	0.8%	1.4%	0.0%	2.1%

(出所) R&I (2011)

同様に資産規模別の集計結果（〔図表 4-17〕参照）をみると、「採用済み」と「採用予定」は資産規模が大きい基金ほど回答割合も高くなっている。500 億円以上の基金では 35%が PE 投資を採用済み、20%が採用予定と答えている。一方、100 億円未満の基金では採用済みは 5%以下にとどまっており、PE 投資のロットの大きさが影響していると思われる。

〔図表 4-17〕 資産規模別年金基金の PE 投資の実施スタンス

	50億円未満	50億円以上 ～ 100億円未満	100億円以上 ～ 200億円未満	200億円以上 ～ 500億円未満	500億円以上
採用済み	2.2%	4.3%	11.5%	21.0%	34.9%
採用予定	1.5%	0.0%	8.2%	4.5%	20.5%
採用中止	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%

(出所) R&I (2011)

第5章 年金基金におけるPE投資の実務

昨秋、年金基金がPE投資に関して、どのように狙いで導入し、運営・管理しているのかについてインタビューを行なった²⁹。

インタビュー先は、大規模企業年金、中規模の企業年金基金および中規模の厚生年金基金(C)の3機関である。いずれの機関もマンパワーや運用資産規模に応じて、明確なポリシーや戦略、導入プロセス、管理方法などを有しており、大変示唆に富む内容をうかがうことができた。

以下、質問事項に沿って内容を整理し³⁰、それを踏まえPE投資へのインプリケーションをまとめてみたい。

1 PE投資の狙いと位置づけ

- PE投資の位置づけは、①公開株を含めて株式として扱う、②オルタナティブとして括る、③PEスタイル（最初にコミットして、必要になったらお金を振り込む形態でお金を集める形態）として括る、などがある。
- 資産の性格としては、非流動性プレミアムと投資対象企業に対する有効なガバナンスから生まれるアルファを長期的に獲得することを目的とし、投資期間は伝統的資産よりも長めに想定している。
- 期待リターンは公開株を上回る水準としている。

2 PE投資の形態・方法について

- いずれの基金も運用スタイルは外部委託で、年金信託と投資一任。
- いずれもシングル・ファンドとファンド・オブ・ファンズの両方に投資している。透明性はシングル・ファンドが勝るが、PEに初めて投資する場合はマネージャーとの意思疎通や管理面でファンド・オブ・ファンズの方がハードルは低いようだ。
- ディストレストやセカンダリーのほうがベンチャーやバイアウトに比べて、基金の規模が比較的小さくても投資期間も短く手がけやすい。
- 投資ファンドも海外を対象としたものの方が種類・数ともに選択肢が多くある。

3 PE投資の実務面について

- 資産配分の方法については、伝統資産も含めてアセットミックスの決定方法は三者三様で、いずれも特徴的（ユニーク）である。
- 評価方法については、伝統資産と違って明確で決定的な評価方法は存在しないと

²⁹ インタビューの質問内容は巻末の参考資料として掲載。

³⁰ 必ずしもインタビューの内容（巻末資料）と当該本文との項目建ては一致するものではない。

いってもよく、A 機関のように試行錯誤している状況である。投資期間中の市場価値よりも、投資回収が終了して最終的にどのくらいの配当などのリターンが得られたかが重要だとしている。

- 投資のロットや流動性に関する政策に関しては、各機関の詳細は不明だが各々ガイドラインを設けているようである。投資のロットは一つのファンドに集中しないよう分散を図るために、おおまかな金額の設定は必要。
- Jカーブは PE 投資から切り離せないというある程度の覚悟は必要である。Jカーブ効果を低減させるためにベンチャー・キャピタルやバイアウト投資よりもディストレストやセカンダリー投資を選択することも一法である。
- 運用体制に関しては、非常に大規模な基金以外では専任担当者を置くことは難しい。コンサルティング会社の助力や他の基金などの情報などを活用することが重要である。
- 運用報酬等のコスト管理については、単なる報酬の大小ではなく、その背景にある妥当性を見極めることが大切。投資しようとするファンドへの十分な理解が前提となる。
- 運用機関や運用戦略の選択に関しては、コンサルティング会社、ゲートキーパーなども使うが、運用に携わっているマネージャーに直接会うなど独自調査が重要である。PE 投資を積極的に行なっている海外の著名な年金基金がどのようなファンドに投資しているかなどについてもウォッチしていくことが必要。国内でも他の PE 投資を積極的に行なっている年金基金との情報交換は有用である。とにかく情報の入手と運用当事者に会ってファンドの性格や内容などを確認することが不可欠。
- デューデリの方法については、信託やゲートキーパーの情報に基づき自ら訪問や面会することで実施する。信託に対してはアドミニストレーションなどの事務部門やコンプライアンスなど、自らは①パフォーマンス、②人の面、③社長や従業員のレファレンスなど投資先の企業の動静などをチェックするなど役割分担することも一つの方法。

4 リスク管理について

- ゲートキーパーやコンサルティング会社の助力を得ながら自分自身で管理を行うのが原則である。
- 海外の案件については原文のディスクロージャー資料に目を通し、不明な点があれば直接訪問や電話会議等で解決するようにすることが重要である。
- 具体的な着眼点は、①回収期に入るのが想定通りに進んでいるかをチェックする、②事業計画と回収計画を突き合わせて、資金が回っているかを定性的にモニタリングする、③レバレッジがかかりすぎていないかを注視する、など。

5 今後の PE 投資の方向性

- 一般的には、純粋なPE投資（未公開株投資）以外にインフラや不動産などPE形態の投資方法³¹を含めれば今後も投資額は増大していくと予想される。
- エマージングを対象とした PE 投資も発展していく可能性がある。

6 PE 投資に関する情報収集方法

- ゲートキーパーやコンサルを使うことは有用だが、あくまでも基金の運用担当者が主体的・能動的・積極的にアンテナを張り巡らして情報収集に努めなければ良質な情報は入手することはできない。
- このことは国内外を問わずだが、特に海外については地理的・言葉の問題もあるので、自らが海外に出向いて収集にあたることも必要である。

7 これから PE 投資を始める基金へのアドバイス

- 最初はノウハウ吸収やマンパワーの観点からファンド・オブ・ファンズから始めるのも一方である。
- ビンテージの分散が図られているか、ファンド選択では新規投資におけるディシプリン（規律）が効かされているかなどの点が重要。
- 投資の短期化・単年度主義の、あるいは早くリターンを獲得したい流動性を保ちたいという年金基金や投資家は、他にも多くの投資対象資産があるのだから無理して PE 投資をやる必要もないし、すべきでもないという意見があった。PE 投資とは、流動性を犠牲にしてメリットを取る、言い換えれば J カーブや流動性に関して長期的な覚悟があって初めてできる投資だということを念頭に置くべきだという原則論からのものであろう。
- 一方で、少額でいいからとにかく始めること大事だという意見もあった。実際に投資してみてどんなものをまず勉強したほうがいい。普通の投資形態と違うので資金手当など実務的な面でもいくつか問題点があるので、というものである。
- また、超大規模基金以外は PE 投資を単独で考えるのではなく、インフラ、不動産なども含めた枠内で運用を行っていくべきだろうというアドバイスも傾聴に価するものである。

³¹ 最初にコミットメントして、必要になったらお金を振り込む投資形態を指す。

8 欧米に比べて日本で PE 投資が普及しない理由

- 日本の年金基金が PE 投資を始めるにあたってネックになることは、①シングル・ファンドでは最低投資金額が最低でも 10 億円なので、規模の小さいところでは手がけにくい、②運用スタンスが短年度指向になってきている、③公開株と異なり情報が十分にオープンになっておらず、情報収集に苦勞することが多い、④キャピタル・コールへの対応において、欧米の基金のように多額の銀行預金を保有することが日本の年金基金ではフル・インベストメントという運用の枠組み上から難しい面がある、⑤企業年金基金などでは人事ローテーションの関係で PE 投資のノウハウ蓄積がしにくい、ことなどがあげられる。
- しかし、基金の運用担当者の工夫と努力でこれらのネックとなる要因は取り除くことは可能である。

9 PE 投資と景気循環との関連性について

- 好・不況の景気変動と PE 投資との関連性は高いといえる。
- 好景気の時にはお金も集まりやすいのでファンドの立ち上げは多い。また、ファンド間のパフォーマンス格差もさほど拡大しない。この時期に投資を始めると最終的な利回りは不況期に投資したものと比べて劣後することが多い。
- 逆に、不況期にはお金も集まりにくくファンドの立ち上げ本数は極めて少なくなってしまう。ファンド間のパフォーマンス格差は拡大し、不良ファンドが淘汰されることもある。不況期に立ち上がったファンドは次の好況期には当該企業の業績が伸びることからパフォーマンスも格段に優れたものになる可能性が高い。
- PE 投資は長期投資だからといって入るタイミングを見誤ると、長期にわたって低いパフォーマンスを甘受しなければならず、景気の局面判断と投資タイミングは非常に重要である。

10 総括～PE 投資へのインプリケーション

PE 投資に限らず運用全般にいえることだが、情報収集の大切さをいずれの訪問先でも強調していた。情報が入ってくるのを待つのではなく、国内外を問わず相手先を訪問し面談する。これらが難しいときには電話会議で代用していることも各機関に共通していた。だれでもが入手できる情報だけでは(努力しなければ)、良好なパフォーマンスを獲得することはできないという信念を感じた。

海外案件や海外ファンドに関しては、ディスクロ資料などを原文で目を通すことも大切だと述べていた。日本法人や仲介している信託や投資顧問が作成する抄訳資料ではどうしても漏れが出てくることが多いとのことである。原文の資料に目を通して疑問点が生じた場合には面談や電話会議等で確認していくと、表面的な接触では得られない先方の本音なども聞け

ることがよくあり、一段掘り下げた情報収集が可能になるとのことだ。いずれにしても能動的な情報収集とコンタクトが不可欠である。

非流動性プレミアムと投資対象企業に対する有効なガバナンスから生まれるアルファを長期的に獲得することが PE 投資の目的であるといえる。PE 投資の位置付けは株式の一部とする、あるいはオルタナティブの一部とするなど様々であるが、超大規模基金以外は、PE を単独ではなく不動産やインフラなどと一緒に運用管理するほうが効率的である。PE 投資は本来的には長期投資であるが、ディストレストやセカンダリー投資を選択することで投資期間を短縮化することも可能である。

目標リターンは、①公開株+3%、②14%、③5%以上または 7%以上（報酬控除後、投資期間によって異なる）など様々な設定の仕方がある。

実務面ではキャピタル・コールへの対応が最大の課題だと思われる。運用資産におけるキャッシュの割合や金額が大きければ問題はないが、コール後の期限内に債券や株式を現金化して GP に振り込むには相応の事務処理能力が求められることになる。特に海外へ送金する場合はより難度が高くなる。キャピタル・コールに備えて流動性の高い資産にある程度配分しておき、主幹事の信託銀行と事前に十分な打ち合わせも行なっておくべきであろう。

PE の市場価値を評価する方法はいくつかあるが、いずれも十分に確立され統一されたものにはなっていない。期中での評価にはある程度の割り切りも必要と思われる。また、ベンチマークも参考程度に考えておいたほうがいいであろう。それよりも、投資としていくら振り込んで、今まで、あるいは最終的にいくら配当で帰ってきたかというキャッシュ・オン・キャッシュ、換言すれば投資回収し終わっての最終評価が重要とのことである。

基本的には自らが運営管理するというスタンスが大事だが、必要に応じてコンサルティング会社やゲートキーパーを活用することもマンパワーの点から不可欠であろう。具体的なポイントとしては、①回収期に入るのが想定通りに進んでいるかをチェックする、②事業計画と回収計画を突き合わせて資金が回っているかを定性的にモニタリングする、③レバレッジがかかりすぎていないかを注視する、ことなどがあげられる。

景気循環と PE 投資には密接な関係があるといのは訪問先すべての一致した回答だった。特にバイアウトやベンチャー・キャピタルなどの PE 投資を行うには、後のパフォーマンスや投資企業の健全性の面からみて不況時に始めることがポイントとなるが、反面で不況期には新規ファンドの立ち上げ本数も極端に細るので投資する機会が乏しくなってしまうという難しさがある。

参考文献

- 明田雅昭 (2011) 「時価評価が困難な資産のパフォーマンス分析」『証券アナリストジャーナル』 49(9): pp.47-52.
- 安藤泰志・黒沢洋一郎・畠山直子 (2006) 「プライベート・エクイティ投資の行動原理と市場へのインパクト——再生から価値創造へ：ファンドの第二フェーズ」『証券アナリストジャーナル』 44(12): pp.7-20.
- アント・キャピタル・パートナーズ (2009) 「プライベートエクイティカンファレンス——日本の PE 投資の現状と課題」資料, 2009 年 6 月 25 日.
- ——— (2010a) 「ベンチャーキャピタル投資セミナー——これからの日本の VC 投資を考える」資料, 2010 年 5 月 13 日.
- ——— (2010b) 「プライベート・エクイティ・セカンダリ投資セミナー2010」資料, 2010 年 7 月 1 日.
- ——— (2010c) 「プライベートエクイティセミナー2010——年金基金におけるプライベート・エクイティ投資の役割とその真髄」資料, 2010 年 12 月 1 日.
- 片岡竜也 (2007) 「オルタナティブ投資管理規定」『年金ニューズレター』大和ファンド・コンサルティング, 2007 年 3 月号.
- 企業年金連絡協議会資産運用研究会編 (2011) 『チャレンジする年金運用——企業年金の未来に向けて』日本経済新聞出版社.
- 経済産業省 (2009) 「平成 20 年度 企業年金のベンチャーキャピタルへの投資拡大に向けた可能性調査委託事業 報告書」大和総研.
- 笹沼泰助 (2005) 「PE 投資ファンドと企業再生」『証券アナリストジャーナル』 43(4): pp.60-72.
- 大和総研 (2011) 「金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資・バーゼルⅢ実態調査 (2011 年度オルタナティブ投資アンケート結果)」.
- 武井恭介 (2008) 「プライベートエクイティ投資の潮流」『調査月報』三菱 UFJ 信託銀行, 326.
- 辻本了章 (2004) 「プライベート・エクイティ——その実態と投資の展望」『証券アナリストジャーナル』 42(8): pp.19-33.
- 年金シニアプラン総合研究機構 (2009) 『年金資産運用の手引き』年金シニアプラン総合研究機構.
- ——— (2010) 『変貌する投資環境と年金資産運用』年金シニアプラン総合研究機構.
- ——— (2011) 『北米および欧州の年金に関する現地調査報告 (運用編)』年金シニアプラン総合研究機構.

- 投資格付情報センター編 (2011) 「2011 年日経企業年金実態調査から③」『年金情報』投資格付情報センター, 579: pp.22-27.
- マイケル・J・コーパー (2000) 『プライベート・エクイティ——価値創造の投資手法』東洋経済新報社.
- 前川卓志 (2011) 「プレースメント・エージェントが日本の PE 投資を活性化させる」『金融財政事情』2011 年 6 月 6 日号: pp.46-49.
- 宮本篤 (2005) 「日本の年金におけるオルタナティブ投資の現状と展望」『証券アナリストジャーナル』43(6): pp.57-76.
- James M. Schell (2000) *Private Equity Funds: Business Structure and Operation*, New York: Law Journal Press. (=2001, 前田俊一訳『実務者のためのプライベート・エクイティ・ファンドのすべて』東洋経済新報社.)
- J.P Morgan (2010) *Market Pulse: Alternative Assets Survey*.
- Lars Jaeger (2002) *Managing Risk in Alternative Investment Strategies: Successful Investing in Hedge Funds and Managed Futures*, Pearson Education Ltd. (=2005, みずほ信託銀行運用ソリューション室訳『オルタナティブ投資のリスク管理』東洋経済新報社.)
- TheCityUK (2011) “PRIVATE EQUITY AUGUST 2011”, (<http://www.thecityuk.com/about-us/what-we-do>, 2011.12.10)
- Venture Now (2011) “Internet Venture Business News”, (http://www.venturenow.jp/news/2011/11/08/1130_015701.html , 2011.12.10)

【参考資料】

年金基金等向けインタビュー用資料

プライベート・エクイティ投資に関する質問

1 基金全般について

- 貴基金の運用資産規模はどのくらいか
- 現在の投資対象資産は何か。構成比はそれぞれどのようになっているか
- 最近のパフォーマンスはどの程度か

2 PE 投資の導入の狙いと位置付けについて

- PE 投資導入の狙いは何か。資産クラス的位置付け（通常資産かオルタナの一部か）、特別な投資政策、期待収益、その他特徴的事項等
- PE を導入してからどのくらい経つか
- PE 投資のパフォーマンスの状況はどうか

3 PE 投資の形態・方法について

- 運用スタイルは、内部運用か外部委託か
- どのように PE 投資を行っているか（直接投資、ファンド投資、シングル・ファンドかファンド・オブ・ファンズか）
- どのくらいの数のファンドに投資しているか
- どのようなタイプの PE に投資を行っているか（ベンチャー・キャピタル、バイアウト、ディストレスト、セカンダリー・ファンドなど）
- PE 投資の対象は国内のみか、海外も行っているか

- 運用機関は国内系か、外資系か
- PE ファンド（運用機関）に直接資金を入れているのか。または、仲介者（例えば信託銀行など）を通して投資しているのか

4 PE 投資の実務面について

- 資産配分はどのように決定しているか
- リスクとリターンはどのように評価しているか
- ベンチマークは何を参照しているか
- 投資のロットや流動性について何か政策を持っているか（ガイドラインなどがあれば知りたい）
- PE 投資における J カーブ（投資期間）にはどのように対応しているか
- 人員を含め、PE 投資のために、特別な運用体制を敷いているか
- PE の市場価値をどのように評価しているか
- 運用報酬や手数料などのコストをどのように管理しているか
- 運用機関や戦略の選択はどのように行なっているか（コンサル利用、独自調査）
- デリ्यूデリはどのように行っているのか

5 リスク管理について

- PE 投資に関して、特別なリスク管理体制を有しているか（コンピュータ・システム、ソフトウェア、リスク管理モデル等）
- PE 投資のリスク管理は内部で行っているか、外部委託か

6 今後の展望等について

- 今後の PE 投資に対するスタンスをどう考えているか（現状維持・増額・減額）、ど

のようなタイプの戦略を考えているか。その理由は何か

- 今後の PE 投資の戦略展開についての情報はどのように集めているか
- これから PE 投資を始める基金へのアドバイスはあるか

7 最近の日本の PE 投資の状況

8 欧米に比べて日本で PE 投資が普及しないのはなぜか？

9 PE 投資と景気循環との関連性は？

10 他の年金基金の情報について

以上

「プライベート・エクイティ投資に関する調査研究」 (H23-3)

平成 24 年 3 月

(編集・発行) 財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル 4 階

電話 : 03-5793-9411 (年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表)

FAX : 03-5793-9413

URL : <http://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。