

## (年金運用)：プライベート・エクイティ投資／ベンチャー投資と年金基金

わが国の企業年金の運用対象として、オルタナティブ投資は普及率5割強に達しているが、プライベート・エクイティ投資に比べるとヘッジファンドの利用が突出した存在となっている。そこで、プライベート・エクイティ投資、とりわけベンチャー投資ファンドについて、その特質を踏まえたうえで、年金基金がどのように利用可能かを検討した。

企業年金連合会の資産運用実態調査（2005年度）によると、53%の企業年金がオルタナティブ投資を実施している。企業年金資産全体に対する占率では、ヘッジファンド 4.2%、不動産 0.8%に対し、プライベート・エクイティ投資（ベンチャー投資とバイアウト投資の総称、以下PE）は0.3%にとどまっている。米国の年金ファンドでは、PEと不動産投資とが双璧でヘッジファンドが少ないのとは好対照である。

財団法人ベンチャーエンタープライズセンターの調査（平成18年度）でも、ベンチャー・キャピタル新規設定ファンドへの出資主体の中で、年金基金の出資は5.4%（金額ベース）を占めるに過ぎず、年金基金の運用手段としてあまり認知が進んでいないことが確認できる。

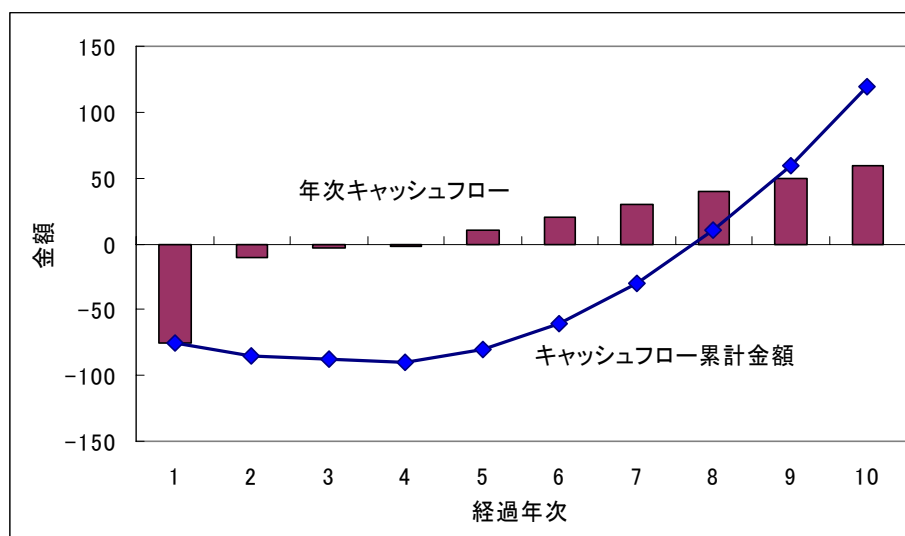
ベンチャー投資がわが国の年金基金で、あまり普及していない理由については、いくつかありそうだ。未公開株投資であるがゆえの流動性の問題、ベンチャー・キャピタル（投資会社）からファンド出資者に対する情報開示の問題、あるいは投資した株式の評価の問題、さらには、ベンチャー・キャピタルの運用体制の問題といったところである。

投資に至らない事情には、ベンチャー投資ファンドの独特なキャッシュフローのパターンも関係していよう。すなわち、ベンチャー投資は、スタートアップ期の企業に投資をして、数年間の経営支援を経て株式公開に辿り着いた後に、株式市場で保有株を売却して初めて資金を回収できるパターンが一般的である。経験則では、投資先10社中、3社が株式公開に辿り着けば上出来という世界でもある。一般的には、投資先企業の株式公開よりも投資先企業の破綻が先行するので、損失発生期間が資金回収時期に先行する。

ベンチャー投資ファンドは、通常、運用期間10年前後で設定されるが、ベンチャー・キャピタルは、運用開始後1～2年ではほぼ新規投資を終了し、その後は経営支援に重点が移行するパターンとなっている。そして経験則では、株式公開による資金回収は、運用期間の終盤に集中する傾向がある。そのため、キャッシュフローは、運用開始後数年間はマイナスが先行し、運用期間の終盤になって黒字化し、その後急速に改善するという流れが典型例である（図表1）。

このように、ベンチャー投資ファンドは、運用開始後かなりの期間、マイナスのリターンを示すことが普通であり、また、ある時点で不連続なリターンが出現するなど、変動性が大きいので、運用成果の「区間ラップ」が気になる年金基金には、取扱が難しい投資対象になる。

図表1: ベンチャー投資ファンドのキャッシュフロー・モデル



そこで、年金基金がベンチャー投資ファンドを利用するには、工夫が必要となる。その一つが、毎年ベンチャー投資ファンドに出資し続けるという時間分散戦略である。この時間分散戦略は、ベンチャー投資ファンドの持つ「ビンテージ」性（ベンチャー・キャピタルは、ファンド設定後2年程度で大きな投資は終了してしまうため、その時期の経済環境を色濃く反映したポートフォリオとならざるを得ない）と親和性の高い戦略でもある。ただし、出資をスタートして数年経過後に、漸く資金回収期に入りリターンが高まったファンドが出現し、経過年数が短い、あるいはビンテージが「外れ年」であるがゆえにリターンの低いファンドを補完する効果が期待できる、中期的戦略である。

「ビンテージ」について付言すると、例えば、ITバブル時に設定されたファンドは、どのファンドも、IT関連銘柄のウェイトが多くなりがちである。これは、同じ時期に多くのITベンチャーが集中的に生まれたことによる。また、未公開株といえどもブーム時には、株価を過大評価しがちなうえ、投資審査も甘くなり倒産リスクが高い可能性もある。仮に、首尾よく株式公開に漕ぎ着けたとしても、投資時点で過大評価した株価で組み入れた銘柄については、高いリターンとならない可能性も出てくる。

このような事情から、ある年度に設定されたファンド群は、どのベンチャー・キャピタルが運用するファンドでも、似たような傾向になる可能性が付きまとう。すなわち、ファンドの「当たり年」と「外れ年」が出てくるが、事前には判りづらい。そこで、ファンドに出資する側が、毎年のファンドを継続的に買って、ビンテージに関わる運・不運を平均化する戦略には合理性を見出せることとなる。

ベンチャー投資ファンドは、特性をつかんだ上で上手に利用すれば、高いリターンが期待できる投資対象である。わが国年金基金のオルタナティブ投資については、ヘッジファンドが先行しているが、ヘッジファンド側としても資金流入量増加に見合うだけの投資機会を見出すことが困難になる可能性もあろう。予期せぬ低収益のリスクを分散するためにも、ヘッジファンドから、PEへの一部資金シフトには、一考の余地有りと言えないだろうか。

(社会研究部門 神座 保彦)