

# 基礎研 レポート

## 年金によるPE投資拡大の期待 ～機関投資家が成長資金の供給源となれるか～

年金総合リサーチセンター 年金研究部長 徳島 勝幸  
(03)3512-1845 k-toku@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

長期資金であると思われる年金運用にとって、スタートアップ段階の企業のみならず、再生段階にある企業も対象とする非上場株式は、好適な対象と思われがちである。実際に、海外の公的・私的年金の運用状況を見ると、資産構成のある程度の比率を投資対象にしていることが一般的である。本稿では、改めて年金によるPE（Private Equity）投資の意味を確認するとともに、デフレ脱却に向けた成長戦略の中でのPE投資の位置付けを示すことで、年金による投資拡大に向けての期待を提示したい。

### 2—リーマンショックと金融緩和の拡大による年金運用への影響

近年の日本における年金運用の主な課題としては、大きく分けると、二つある。一つは、伝統的資産に期待できる運用利回りが低下する中で、いかに実現利回りを獲得するかであり、もう一つが、資産価格の下落に対してどのように対応するかということである。これらの根底に共通して存在する問題は、主要な伝統的資産の一つであり、安定収益の獲得を期待して投資を行う国内債券の低金利が長期にわたって継続したことであった。

#### 1 | 金利の低下と運用利回りの低下

低金利が継続して来たことに対して、中央銀行は金利を上げるべきだという主張が一部に見られたが、これは経済理論的に見ると暴論でしかない。もっとも、このような主張が出て来る背景には、低利回りが継続している中で日本経済・社会が萎縮し、それを解きほぐすには大胆な施策が必要であるという見方がある。眠っている経済のアニマル・スピリットを呼び起こすには、大胆な刺激が必要であるという本能的な希求なのかもしれない。生産年齢人口が減少し、労働生産性が低迷する中で、技術革新の乏しい社会においては、必然的に経済成長は鈍化し、その帰結として、高い金利水準は期待できない。金利が経済の体温を表すものであると考えれば、判り易いだろう。成長の著しい幼児の体温が高く、老人の体温が一般的に低いことと同じである。しかし、老人も体調が悪化したり、外部

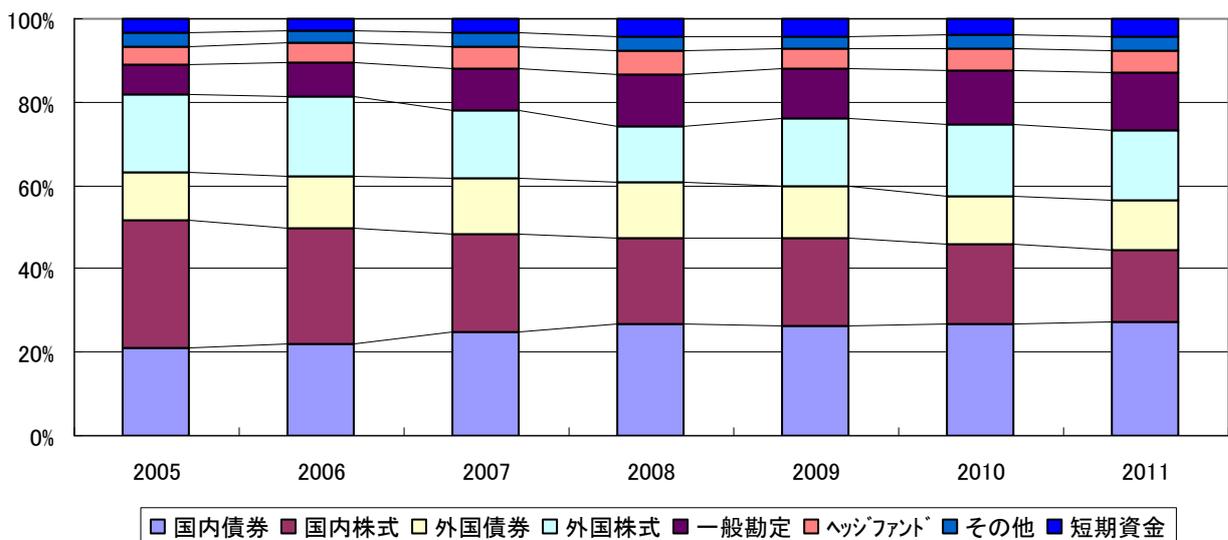
から強い刺激を受けたりした場合には、体温が大きく上昇することもある。つまり、外部要因で金利が上昇することは、今後もあり得るのである。また、経済は自然人と異なって再活性化することもある。それは、「若返りの秘薬」を用いて子供時代に戻るようなものかもしれない。新たな成長材料を得ることができるのであれば、将来の日本経済が良い金利上昇を経験する可能性もある。

## 2 | 金利の低下による資産価格下落への耐性低下

金利が低水準を維持したことは、投資家の姿勢を大きく左右する。金利水準が高ければ、一時的な株価や為替の変動によるキャピタル損失を、安定的に得られるインカム収益で埋め合わせることが可能である。しかし、低金利が続くと、キャピタルでの大きな損失を埋め合わせることが、不可能である。その結果、積極的にリスクを取る姿勢が減退し、機関投資家のスタンスはリスク中立型からリスク回避型へと変化してしまっただけである。必ずしも伝統的な投資理論のみで説明できない近年の投資家行動の変化は、低金利の継続によるリスク許容度の低下が、一つの大きな要因であると考えられる。

近年の資産運用において見直しの大きな契機となったのは、量的金融緩和の導入・拡大、更に、異次元の金融緩和の導入といった金融政策による金利水準の人為的な低位コントロールと、リーマンショック等に代表される大きな資産価格調整の経験である。これらの結果、リスク耐性が乏しい中での投資スタンスとしては、アクティブ運用を抑制しパッシブ運用への傾注を強めたり、下方リスクの小さな国内債券への投資比率を拡大したり、従来型の最適化を廃し最少分散ポートフォリオを選択したりといった行動が目立つようになった。各々の投資行動を見ると、単体では、それぞれリスクを押さえ、安定的に収益を獲得しようとする取組みであり誤ったものではないが、果たして年金運用のポートフォリオ全体で見た時はどうだろうか。年金資産運用の目的は、単にリスクを抑えることではなく、必要な運用利回りを確保し、可能であればより高い運用収益を獲得して、将来の年金給付を厚くすることである。

図表1. 近年の企業年金運用の構成変化



出所：企業年金連合会「企業年金における資産運用の状況（2011年度版年次報告書）」

年金運用に一般的な伝統的手法の限界・問題に関しては、前年の拙稿（『年金運用における枠組みの革新～日本の企業年金運用の常識は世界の非常識か～』ニッセイ基礎研レポート 2012年9月26日）で取上げており繰り返さないが、本稿では、伝統的な運用手法を越えた投資対象の例として、年金によるPE投資の可能性について考えてみたい。上記の図表は、近年の企業年金運用の構成変化を表すものであるが、この元となった統計において、企業年金によるPE投資は「その他」に含まれており、資産構成割合は0.57%であることが公表されている。

### 3—年金運用におけるPE投資の位置づけ

#### 1 | オルタナティブ投資としてのPE投資

資産運用においては、伝統的な投資対象以外に対するものを、代替的な投資という意味で「オルタナティブ投資」と呼ぶ。もっとも前年の拙稿でも触れたように、伝統的資産に対して非伝統的な投資手法を用いることもオルタナティブ投資の範疇に含まれることが一般的である。そこで、前年も触れた枠組みを再整理してみると、以下のようにまとめることができる。

図表2. 伝統的投資とオルタナティブ投資(株式関連)

運用対象	運用手法	分類	代表的な例
伝統的資産	伝統的手法	伝統的投資	株式のバイアンドホールド
	非伝統的手法	オルタナティブ投資	株式のロングアンドショート
非伝統的資産	伝統的手法	オルタナティブ投資	プライベートエクイティ
	非伝統的手法	オルタナティブ投資	株式ヘッジファンドの一部

出所:筆者作成

すなわち、オルタナティブ投資には、保守的な運用者から一括りにされることはあるものの、ヘッジファンド投資の一部よりは、遥かに伝統的投資に近いものと考えた方が、より実態に即して理解のできるものも存在するのである。PE投資は、投資対象が非上場の株式であるために伝統的資産の枠組みや株式の資産クラスに含まれないことが一般的であるが、実態としては、運用者を介して企業の株式に投資しその成果を収益として得るという取組みであって、特に、長期的観点からの上場株式の保有と、大きく異なるものではない。伝統的な上場株式への投資と異なる点としては、流動性の低さやベンチマークとしての市場インデックスの放棄等を挙げることができる。

リスク回避的な年金運用者においては、伝統的投資の枠組みからオルタナティブ投資への一步を踏み出すのに躊躇しがちであるが、運用利回りの水準が低下している中では、一足飛びに、ヘッジファンド投資の多くのような非伝統的資産に対する非伝統的手法による投資へ進むのではなく、従来の投資手法の延長線上にある非伝統的資産に対する伝統的投資手法による投資へと進むことが、合理的なのではなかろうか。なお、本稿では、PE投資について論じる観点から、他の資産例については触れる余裕がないものの、その他の非伝統的資産に対する伝統的手法の例としては、不動産ファンドやインフラファンドへの投資を挙げることができるだろう。

## 2 | 海外の年金運用におけるPE投資

長期資金である年金の資産運用における投資対象として、海外ではPE投資を含めることが一般的になっている。日本においても、一部の先進的な年金において取組まれている例もあるが、一般的に残高は極めて小さく、前項で触れたように、企業年金全体で見ると投資比率は1%に満たない。本来的に年金は長期資金であり、十分な成果を得るまでに投資期間を要するPE投資は絶好の対象になり得るのである。諸外国の例を見ると、PE投資を伝統的資産の枠組みではなくオルタナティブ資産の枠組みに含め、相当程度の比率で保有していることが確認できる。図表3では、米国の代表としてカリフォルニア州公務員退職年金（CalPERS；California Public Employees' Retirement System）、英国の例としてブリティッシュテレコム年金（BT Pension Scheme）を挙げ、日本の企業年金における資産構成の一般像と比較してみた。

図表3. 海外の年金ポートフォリオ例との配分比較(%)

日本の企業年金(2011)		CalPers(2013/4)		BT Pension(2012)	
国内株式	17.4	公開株式	52.0	英国株式	5.7
外国株式	16.3			外国株式	17.8
国内債券	27.2	インカム収益資産	16.0	固定金利資産	20.2
外国債券	12.0				
一般勘定	14.0				
ヘッジファンド	5.2	絶対収益資産	2.0	絶対収益資産	7.3
その他	3.6	実物資産	9.0	不動産	10.5
		インフレ対応資産	4.0	インフレ対応資産	21.7
		PE投資	12.0	PE投資	3.6
				その他オルタナ投資	8.5
短期資金	4.2	短期資金	4.0	短期資金	4.5

出所:企業年金連合会資料に、各年金がHPで開示しているデータを併記

日本の企業年金運用の資産配分を米英の例と比較してみると、インカム収益資産への投資比率が大きく異なる。LDI投資に代表される負債対応の債券投資に重点を置くというやり方では、単純に必要な利回りが確保できないことから、各々が独自の観点から取組みを模索しているものと考えられる。CalPERSでは、株式への投資が顕著に大きく、加えて、広義のオルタナティブ投資の中では、PE投資が12.2%と最大である。次に、実物資産（うち不動産8%）が続いている。一般にイメージされるより、PEと実物資産を除くオルタナティブ投資の比率は高くないようである。ブリティッシュテレコム年金では、まず、物価連動債等のインフレーション対応資産への配分が2割を越えていることが目を引く。なお、先年直接ヒアリングした際に説明を受けたように、英国国内への投資は、株式でも海外投資を下回る水準である。また、債券領域でも、英国の公共債は0.5%に過ぎず社債が9.2%あるだけで、英国国内への投資は債券投資全体の半分程度であり、ホームカンントリーバイアスという日本

ではかつて一般的であった考え方に怪訝な反応をされた記憶がある。なお、インフレ対応資産では、17.3%が英国の公共セクターが発行する物価連動債であり、英国企業向けの1.1%を加えると、18.3%が英国内の発行体によるものとなっている。P E投資は3.6%と CalPERS に比べると小さいが、日本の現状から見ると十分に大きな配分比率となっているのである。

### 3——成長資金供給手段としてのPE投資

#### 1 | アベノミクス第三の矢としてPE投資は期待できるか

第二次安倍政権で打ち出された日本経済再生に向けての取組みの中で、いわゆる第三の矢は、“民間投資を喚起する成長戦略”とされている。6月14日に公表された『日本再興戦略』においては、民間企業等によるベンチャー投資の促進が掲げられている。具体的な文言として“個人投資家のみならず民間企業等の資金を活用したベンチャー企業への投資を促すための方策”を検討するとされており、直接的に年金資金を利用することは明示されていないが、民間企業等に含まれるものと考えられる。なお、『日本再興戦略』において年金運用に関しては、別途、公的・準公的資金の運用等の在り方という項目が掲げられており、直ちに企業年金を含むものではないと解されるものの、“各資金の規模や性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題”について検討するとされている。被用者年金の一元化を意識して、各種の公的共済組合の運用を、実質的にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用と同質化する中で、リターンを向上するための取組みが検討されている。既に、GPIFはインフラ投資や不動産投資といった、伝統的枠組みにおける資産よりも流動性の劣る投資対象に関する研究を進めており、P E投資もそれらと同等の優先順位に置かれて検討対象とされているようである。しかし、年金運用の大原則は安全かつ有利な運用であり、そのためには、後述する慎重な投資スタンスが求められるのである。

#### 2 | 異次元の金融緩和とポートフォリオリバランス効果

一方、第一の矢とされる金融政策では、日本銀行によって従来とは異なる次元の金融緩和政策（量的・質的金融緩和）が導入されている。その中では、“金利が下がり、リスクプレミアムが下がっていけば、投資家や金融機関、あるいは企業や個人などの主体は、他のポートフォリオに資産をシフトしていくわけです。そのようなポートフォリオがシフトしていく先には、色々な資産、例えば、株や外債やその他たくさんある”（2013/4/4 日銀総裁会見）とするポートフォリオリバランス効果の発揮が期待されていた。残念ながら、これまでのところ、銀行を中心とする金融機関は国債の保有残高こそ減らしているものの、企業向けの貸出増加はわずかに留まっている。実質的にオーバーバンキング状態にあるため、ポートフォリオリバランス効果は必ずしも発揮できていないようである。引続き、金融機関への預金残高は大きく、十分な融資先のない金融機関は、国債等の有価証券運用で利ざやを稼ぐ構造になっているのであるが、日本銀行が異次元の金融緩和を導入しても、国債金利は長期を中心に下がるどころか上昇している。短い年限の金利が上昇していないことから、国債を中心とする有価証券運用でも引続き利ざやを獲得することが可能なのである。

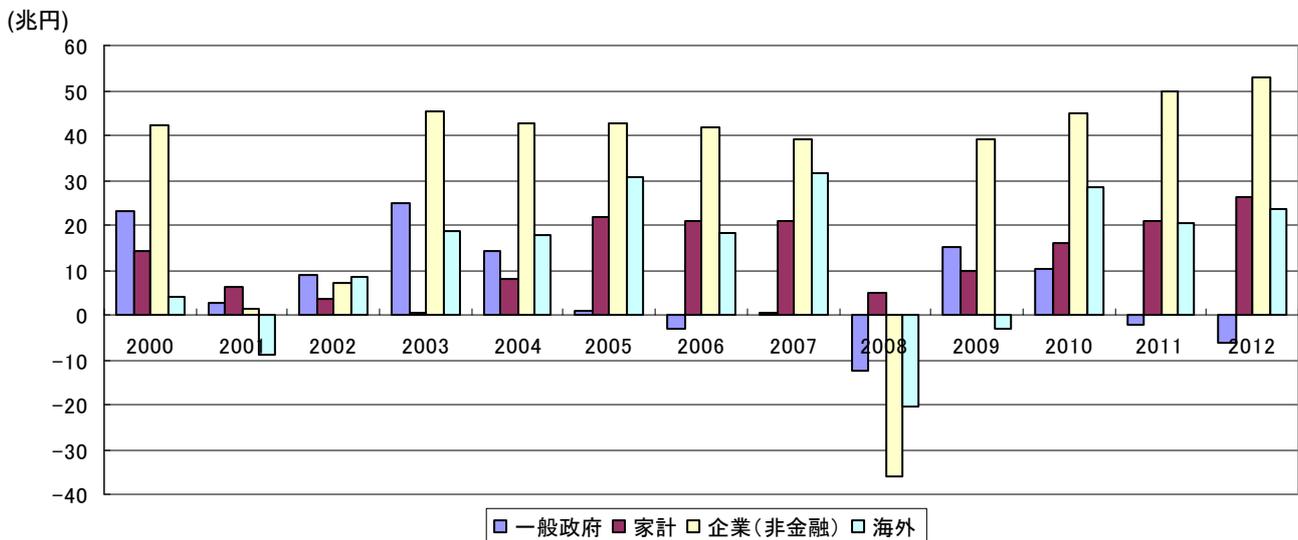
もしポートフォリオリバランス効果を強く示現したいのならば、国債買入を拡大することによって、

より長期の年限までイールドカーブをフラット化させる必要がある。しかし、長期金利の水準コントロールは、これまでの日本銀行による金融政策の目的から外れており、必ずしも十分な経験を有しないことから、マーケットに与える影響の大きさを考えると、適切な市場からの買入が可能であるとは考え難い。

### 3 | 資金循環構造と成長資金供給

日本の資金循環構造を見ると、資金余剰主体は家計と企業であり、その資金は金融機関への預金及び保険・年金基金の準備金となって、資金不足主体である政府に流入している。金融機関による企業への貸出は、スタートアップ企業への資金供給としては機能が限定的であり、ベンチャー企業全般への投資も抑制的に見えている。保険会社による非上場株投資も、ベンチャーキャピタル子会社等を通じて古くから行われているが、必ずしも大きな成果を発揮できてはいない。そういう意味では、新たな成長資金供給の源として、年金によるPE投資を模索することには、大きな意味があるものと考えられる。

図表4. 資金循環に見る家計と企業の金余り



出所：日本銀行「資金循環統計」を元に筆者作成

### 4 | 年金によるPE投資拡大の意義

年金によるPE投資の実施・拡大を考える前提として、まず、そもそも年金にとってPE投資が必要か、また、意味があるかどうかを考えてみよう。日本の投資業界において年金資金は長期の運用資金であるとする見方がある。本来的に、年金は退職後に給付を受取る「遠い約束」であり、性格として長期資金であるはずのものである。ところが、日本の年金運用では、一般的な運用評価が短期間で行われている。極端な場合、毎年のパフォーマンス評価で委託運用先を変更するといった年金すら見られる。確かに、毎年度に良好な運用成果が得られているならば、その積み重ねが中長期的に良好なパフォーマンスとなるだろう。しかし、短期間の運用評価によって得られるものは、中長期的な視点を欠いた投資行動であり、しかも、短期間で運用者を変更するために、必ずしも長期的に安定したパ

パフォーマンスを得ることができない可能性が高いのである。また、短期的な運用評価を行う結果、一回の芳しくない運用成果によって、数年にわたって安定的に良好なパフォーマンスを獲得できる運用者を排除してしまっている可能性も考えられる。日本の一般的な年金運用のあり方を見ると、成果を得られるまでに数～十年単位での期間を要するPE投資は、必ずしも馴染まないと考えられる。しかし、これは欧米の年金が日本の年金よりも多くをPE等の流動性の低い投資に配分していることから明らかなように、本来的に長期資金である年金が適切な評価を得られず、長期資金として取扱われていないからなのである。日本の年金がPE投資に積極的になることによって、むしろ長期的な観点からの運用に馴染むことができれば、従来の短期的な視点の運用から離脱することができるのではなかろうか。PEやインフラファンドのような中長期的観点からの投資には、取組む意味があるだけでなく、積極的に取組むべきものなのである。

## 5 | PE投資拡大に際しての様々な要注意点

### (1) 収益計上と資金運用効率の低下

一方で、長期投資の裏腹として従来の年金運用とは大きく異なる特性を理解する必要がある。PE投資には、定期的なインカム収益を必ずしも期待することができない。収益として計上できるのは、投資対象である非上場企業の純資産の増加であり、あくまでもキャピタル収益である。しかも、ベンチャーキャピタル等のファンドを通しての投資のため、複数の投資先の合算した全体評価とならざるを得ない。また、ファンドを通じての投資であるために、ほとんどの流動性を放棄することにもなる。伝統的な運用で一般的な時価変動に伴うポートフォリオのリバランスには、必ずしも馴染まないだろう。また、PE投資に際しては、予め運用者に対して投資をコミットメントしておき、キャピタルコールがかかった時点で、実際に資金を投入する形態が一般的である。したがって、手元に流動性を確保する必要があるし、暫時、短期資金で待機する必要があることから、小規模な資産しか有しない年金にとっては、資産の運用効率が低下するために参入が容易でないだろう。

### (2) 会計・評価面での取扱いと資産クラスの位置付け

更には、PE投資が中長期的な投資となることから、会計面でも、運用者の評価という面でも、従来とは異なる取扱いが必要になり、単純に伝統的資産を置き換えるといったものではない。新しい資産クラスとして考えることが必要になろう。小規模な実験的投資の開始ならば伝統的な株式投資の内枠として管理することも不可能ではないが、市場インデックスをベンチマークとする伝統的な資産クラスとは大きく運用特性が異なるから、投資残高が拡大した時点で別個に取扱うことが適切になる。基本ポートフォリオの組成に際しては、過去のリスク値や相関係数をそのまま用いることができないことから、単純な平均分散法では不十分であろうし、工夫が求められることになる。

### (3) 外部運用者への委託～ファンド投資へのスタンス～

PE投資に際しても、伝統的な資産運用と同様に、外部の運用者への委託形態が中心になる。非上場企業への投資は、金融機関等でも必ずしも容易でなく、資金繰り等の経理・財務面のみならず、企業の保有する技術・特許等のノウハウ評価も必須であって、目利きの可能な外部の運用者に委託する

ことが適切となる。その結果、年金に求められるのは、信頼できる優れたファンド運用者を探し出すことである。P Eファンドやベンチャーキャピタルファンドの運営者については、既存のファンドの成果を見ることはもちろん、それだけでは騙されかねないことは、近年のA I J投資顧問やMR I インターナショナルの事例でも明らかであろう。過去の実績のみを見るのではなく、会社や運用担当者の人格も含めて中長期的な投資のパートナーとして付き合っていくかどうかの評価が重要である。極端に言えば、投資のコミットメントを与えるまでに複数回の面談を踏まえ、最初のコンタクトから数年経過してから投資を開始するくらいの時間軸が必要だろう。重要なのは、中長期的に継続できる投資か、中長期的に関係を維持できる会社か、更には、人間として信頼できるかといった評価は必須である。

ファンドが独立系であることは、単純な否定要素ではなく、ファンド経営の安定性を評価する一項目に過ぎないだろう。また、過去の投資成果を見る上では、何が収益の源泉であるかを見極めることが重要である。単にブームを偶然に先取りしたのであれば、再現性が乏しいかもしれない。一方で、投資先が保有する技術・ノウハウを適切に評価し、それが業績の進展に繋がったものと判断できるのであれば、目利きとしての評価が可能である。しかし、どんなに優れた技術・ノウハウを有していても、投資先の企業が適切に経営されなければ宝の持ち腐れであって、ファンド運営者による投資先企業の経営状況モニタリングも必須である。

日本の年金運用におけるP E投資については、GPIFのように積極的に研究しているところもあり、一部の企業年金で既に実際の投資を開始している例もある。しかし、伝統的な投資の枠組みから離脱することが容易でなく、また、信頼できる運用者を選定できるかどうか自信を持ってない年金も少なくないだろう。年金資金によるP E投資を促進するためには、公的年金と企業年金の共同投資といった枠組みによるファンドを設立してはどうか。安易な官民共同ファンドの創設は、経済的に好ましくない結果となりかねないが、現在のように、年金資金によるP E投資が萎縮している状態にある中では、刺激を与え投資を促進するためにも、新しい枠組みが必要なのではなかろうか。合同投資ファンドを設けるならば、ファンドの投資期間や出口戦略を予め明確化することによって、安易な投資スタンスによるモラルリスクや先行きの不透明感を排しておくべきだろう。

#### 4—まとめ

年金運用が本来の長期資金の特性に基づいたものに立ち返り、その利点を活かしてP E投資やインフラ投資といった日本経済の中長期的な成長に資するものに一定程度を振り向けるならば、年金は中長期的に安定した投資成果を得ることが可能になるし、日本経済全般も起業が促進されることによってより活性化されることが期待できる。そういった意味においては、低利回り環境下で運用難に苦しむ年金にとっても、投資資金の不足から起業が容易でなく困っているベンチャー企業をはじめとする非上場企業にとっても、更には、中長期的な日本経済全体の成長にとっても、年金資金によるP E投資の促進によってW i n－W i nの関係を構築できるのではなかろうか。実際に投資を実行するためには、マネージャーの選択をはじめとして複数の課題が残されているし、既存の投資の枠組みから一歩踏み出すことが必要である。長期にわたって萎縮してきた日本経済にとって、今必要なのは新しい取組みにチャレンジして行くことであり、それが経済全体の活性化に繋がるものと期待したい。