

# 基礎研 レポート

## 最近の米国 PE 市場の状況

～マーケット環境と年金投資家の取組み例～

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

日本銀行は、2013年4月に量的・質的金融緩和を導入したが、2014年10月31日には更なる追加緩和を実施した。逐次的な政策投入を行わないと明言し、その一方で、必要に応じ一気果敢に取組む姿勢は、市場にサプライズを起こすことでより一層政策効果を高める意図のものであった。ところが、ハローウィーン緩和とも呼ばれる追加緩和は、その後から急速に原油価格が下落したこともあって、想定された物価上昇への期待は剥落しており、また、11月に入って政府が消費税率の引上げ延期の方針を決定したことで、サプライズ効果は強いものとはならなかった。むしろ日本銀行の国債買入れ強化によって金利低下が更に進む結果となり、中短期年限では国債利回りがマイナスになるなど、ワールドカーブ全体の水準を押し下げたのである。

保険や年金といった資産運用を中心とする機関投資家にとって、金利水準の低下は、安定的に得られるインカム収益の低下をもたらす。どんなに株価が上昇しても、また、為替が円安に進んでも、短期的なキャピタル収益にこそなれ、それらの効果は利那的なものに留まる可能性が高い。日本よりも金利水準の高い外国の債券を保有しているならば、円安効果を継続して享受できる可能性はあるが、為替のボラティリティが利息のみならず元本の償還価値にも影響することを考えると、決して円建て債券の保有と同一視できるものではない。

間もなく金融機関や投資家は、新しい事業・会計年度に入る。更なる株高がないと仮定した場合、安定的な収益は何処から得られるのか。為替水準の安定を期待するならば、当面、外債から高水準の利息を得るといっては有力な選択肢だろう。しかし、プラザ合意以降の30年間の為替変動を考えると、この2年強にわたった円安トレンドが未来永劫継続するものではないことは自明である。円ドル一つ取ってみても、更に円安が進んで1ドルが140円から150円になるといった強烈な見通しは、考え難いだろう。国内債を中心とする円建て債券から得られるインカム収益は、当面、過去の相対的に高い利回りでの投資が残っていることで確保できるものの、既存の債券が償還を迎える度に、保有利回りは低下を続ける構造にある。債券からのインカム収益は、低金利の影響を直接かつ継続して受けることで、国内債券から得られる将来のリターンは逡減して行く。既に、事業債等で信用リスクを積

極的に取りに行っても、得られるリターンはリスクに見合わない水準に留まる状況にあるし、流動性やスキームのリスクからより高い利回りを期待される証券化商品も、サブプライムショックの影響を強く受けたままで、投資家のニーズを賄うような量の供給は見られない。つまり、投資家が、国内債券だけで十分に高い利回りを得られる可能性は小さい。負債構造から求められる利回りの引下げは必ずしも容易でなく、機関投資家は、十分な運用利回りを得るために、様々な努力が必要な状況に置かれている。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が内外株式の投資比率を引上げ、厚生年金資産の運用を共に担うことになる公務員共済組合等が同様の動きに向かっているのも、従来のような高い国内債券比率では十分な運用利回りを期待することができず、むしろ将来の金利上昇局面で大きな損失を被ることが懸念されるからである。また、GPIFが2014年10月に変更した基本ポートフォリオにおいては、株式比率の引上げのみならず、“運用体制の整備に伴い管理・運用されるオルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの）”の組み入れ検討を明示している。機関投資家が必要利回りを確保するためには、受託者責任の観点からも従来からの投資の枠組みの変更も含めて、様々な取組みを検討し実践することが求められているのである。

GPIFが取組み対象としている中で、プライベートエクイティ（PE：Private Equity）については、一般的に長期運用であると期待される年金資金にとって、好適な対象と思われがちである。スタートアップ段階の企業のみならず、再生状況にある企業をも対象とする広い意味での非上場株式への投資は、実際に海外の年金による投資状況を見ると、公的・私的を問わず、資産構成のある程度の比率を投資対象として振り向けていることが一般的である。日本の企業年金によるPE投資の役割と拡大に向けた期待については、別稿で触れている<sup>1</sup>が、日本のPE市場には規模の限界があり、低利回りに苦しむ保険や年金といった運用業界の多くの資金を吸収することは難しい。そこで、為替リスクや情報連携等クリアすべき課題は山積しているものの、より大きなマーケットである米国におけるPEの状況を概観し、更に実際に積極的にPE投資を実践している投資家による取組み例を紹介することで、日本の機関投資家による米国PE市場への取組み可能性について考えてみたい。

## 2——米国におけるPEマーケットの状況

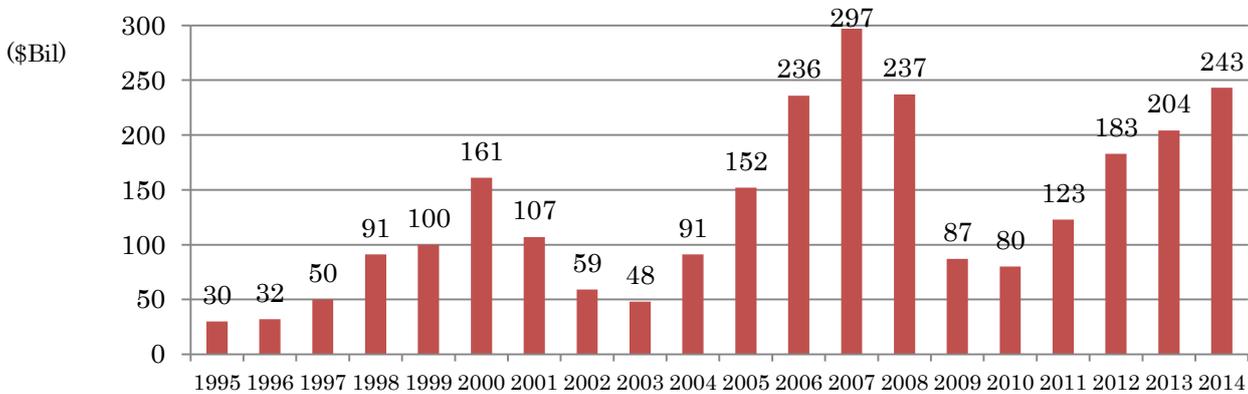
「隣の芝生は青く見える」とは良く言ったもので、日本のPE市場が規模の面でも、また、情報開示の面でも、制約が少なからず存在するのに対し、米国のPE市場は経済の活性度や歴史的な企業の新陳代謝等を考えると、はるかに魅力的に見える。純粋にPEの投資先としての市場を考えると、規模だけでない様々な面から、米国市場を優先的に考えたい要素も少なくない。ところが、米国のPE市場においては、直近で強い過熱感こそないものの、現状が一つのピークに近づきつつあると認識しているようだ。

図表1は、パートナーシップ形態でのPE投資に対するコミットメント残高の推移である。足元では、コミットメント残高が2,400億ドルを上回り、過去2回のピーク時と同様な状況にある。過去の

<sup>1</sup> 「年金によるPE投資の現状と期待される役割」 『証券アナリストジャーナル』 2015年3月号

ピーク時とは2000年と2007年であって、前者はITバブルの過熱期であり、後者はリーマンショックから国際金融危機へと至る直前である。つまり、米国のPE市場は、過去に大きなダウンサイドを経験した2度と同様な大きな積み上がりを示しているのである。PE市場の関係者の間では、資金調達の規模が2007年を上回っていることに対して“嵐の前触れ”と見る声が少なくない。

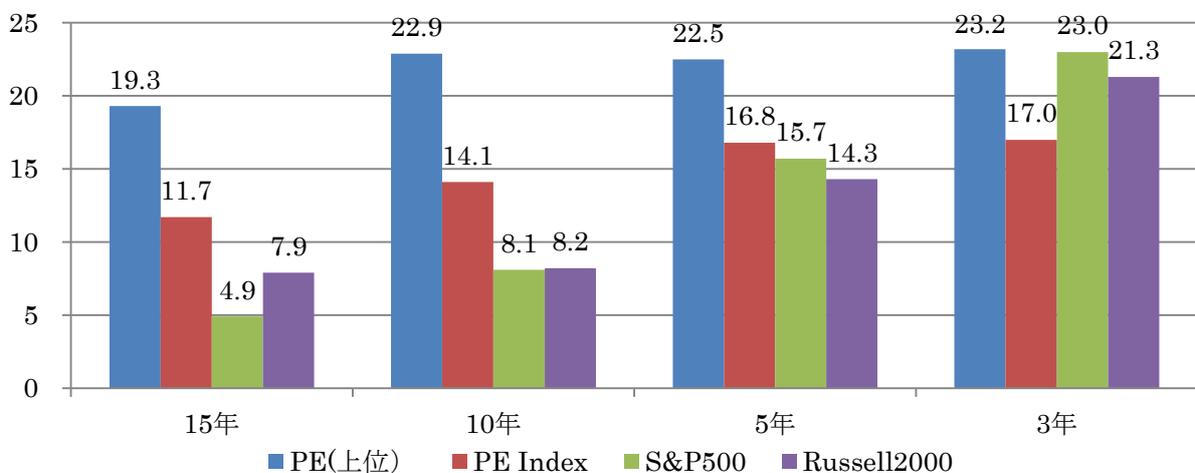
図表1. パートナシップ形態でのPE投資に対するコミットメント残高の推移



出所：Private Equity Analyst のデータを元に筆者作成

確かに、これまでのパフォーマンスを見てみると、PE投資は上場株式への投資よりも高いリターンを享受しており、魅力的なマーケットであるかに見える。しかし、市場参加者が今にも崩壊しそうと感じるような雰囲気があることを忘れてはならないようだ。PEの中でも、特に注目されている戦略はバイアウトであって、ベンチャーキャピタルやメザニンファイナンスへの興味はあまり強くない。ところが、バイアウトファンドにおける未実行のコミットメント残高も、同様に、急速に積み上がっており、2008年の世界金融危機前後の状況に近づいているのである。PE投資による高い利回りに誘われ、期待感からマネーが集まっても、十分な投資の機会がなければいずれ失速してしまいかねない。

図表2. 米国のPE投資で得られた期間別収益率



出所：Cambridge Associates 社のデータを元に筆者作成

米国のPE市場で、これからも拡大することが期待されている一つのジャンルは、PD (Private Debt) である。正しく言えば、非流動性に収益源を求める様々な投資の中で、既存のPE投資に加えて、PD投資が新規に資金を集めている。PE投資と同様に、2007年の前回ピーク時に匹敵する水準まで投資資金が集まりつつあるものの、シニアローンのほかに、メザニンローン等様々な仕組みが工夫されており、更なる発展を期待する声が高い。また、共同投資やGP (General Partners: 無限責任組合員) を介さない直接投資に興味を強める機関投資家も少なくない。日本の年金が米国へのPE投資を実行するには、現地に拠点を設け市場関係者と親密な関係を構築して投資の誘いが直接舞い込むような状況にならない限り、どうしてもGPを利用せざるを得ない可能性が高い。そういう意味では、直接投資は難しいものの、共同投資に関してはGPとの関係強化によって不可能でないかも知れない。

### 3—CalPERSによるPE投資への取組み

次に、具体的な米国の機関投資家によるPE投資の実例として、CalPERSによるPE投資への取組みについて紹介したい。CalPERSの運用におけるPE投資の目標は、グローバルエクイティ (目標ベンチマークは、FTSE U.S. × 67% と FTSE AW ex U.S. TMI<sup>2</sup> × 33%の和に1四半期のラグを持たせたもの) のリターンに対して、+300bpsの超過リターンを生むこととされている。CalPERSがPE投資を行う理由としては、公開株のポートフォリオから得られるものに加えて、多様なステージにある企業への投資を行うこと、更に、非流動性プレミアムを得ることによって、より高い収益を得ることにある。基本的にはキャッシュベースでのリターン獲得よりも、評価益の獲得を目的とする投資として位置付けられている。現在の基本ポートフォリオにおける目標配分は12%であり、前回の中期計画でのポートフォリオにおける14%の目標配分から引下げられている。

図表 3. CalPERSの資産配分(2014年12月末)と目標

	純資産(\$Bil)		目標配分
	純資産	割合	
Public Equity	156.8	53.0%	47%
<b>Private Equity</b>	30.5	10.3%	12%
Global Fixed Income	53.6	18.1%	19%
Liquidity	6.6	2.2%	2%
Real Assets	29.6	10.0%	14%
Inflation	14.8	5.0%	6%
Absolute Return	2.7	0.9%	NA
Multi-Asset Class	1.2	0.4%	NA
Total	295.8	100.0%	100%

出所：CalPERS 提供資料を元に筆者作成 (注) 流動性の低い一部資産は9月末の純資産となっている。

<sup>2</sup> FTSE U.S. TMI とは、FTSE US Total Market Index Series のことで、米国株式市場価値の99%をカバーしている。すべての産業別ベンチマークを含み、米国株式をもっとも広範かつ完全なユニバースで対象とする。店頭株やREIT、海外発行、リミテッドパートナーシップ等株式形態のものすべてを含む。(FTSE社HPより、筆者訳)

なお、CalPERSによるPE投資全体のエクスポージャーは、9月末で\$43.7billionであって、差額の\$13.2billionは未投資実行額となっている。未投資実行額の水準は世界金融危機の直後に大きく積み上がったものの、徐々に減少して来ており、ようやくそれ以前の水準に戻った状態にある。そういう意味では、米国PE市場全体で見られる焦燥感よりも、CalPERSは冷静にPE投資を継続しているというイメージが強い。PE投資においてCalPERSの考える重要なポイントは、コストを削減することの他、パフォーマンスを向上させること、そして投資の複雑さを減少することである。このような観点から、ファンドオブファンズは採用していないし、同様の趣旨から、CalPERSは2014年秋にヘッジファンド投資を止める判断に至っている。こうした考え方によって、市場とは一線を画す投資状況になっているものと考えられる。なお、未投資実行額の積み上がりは、リスクとして考える旨を明言している。

具体的なCalPERSによるPE投資の戦略別配分は、バイアウトが60%、ディストレストを含むクレジット関連が12%、ベンチャーキャピタルが6%、エネルギー関連等の成長分野が6%、オポチュニスティックが16%となっている。投資戦略別の今後の方向性としては、ベンチャーキャピタルを1%未満に抑制しオポチュニスティックも抑制して、逆に積み増す方向にあるのは成長分野への投資である。CalPERSによるこの10年の投資成果を振り返ると、バイアウトやクレジット関連の投資が高パフォーマンスの主力であり、ベンチャーキャピタルは必ずしも良いパフォーマンスとなっていない。また、成長分野への投資も必ずしも高い成果を挙げられていないようである。オポチュニスティックは、これまでパフォーマンスが良かったものの、今後も良いという確信は持てないとしている。

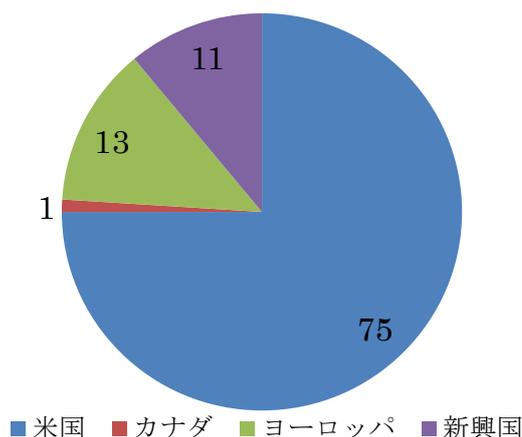
図表 4. CalPERS による PE 投資の戦略別配分と目標

	12 月末	目標
バイアウト	60%	60%
クレジット関連	12%	15%
ベンチャーキャピタル	6%	<1%
成長分野	6%	15%
オポチュニスティック	16%	10%
合計	100%	100%

出所：CalPERS 提供資料を元に筆者作成（注）PE全体の約2%に相当する一部の投資を含まない。

PE投資の国別配分は、米国内が75%で、ヨーロッパが13%、新興国が11%となっている。その他には、カナダが1%である。特に米国に重点を置くという方針を持っていないということであるが、結果として、米国PEへの投資が大きな比率となっている。かつては中国への投資も行っていたが、現在は組み入れていない。新興国の主な先は、中南米諸国である。なお、業種別としては、特定業種に偏らないよう分散を心がけているとのことである。

図表 5. CalPERS による PE 投資の国別配分



出所：CalPERS 提供資料を元に筆者作成

CalPERS は、PE 投資に対する考え方において三つの柱を採用している。一つ目の柱は、ファンドに対する投資とカスタマイズした投資勘定の活用である。その観点からは、強いトラックレコードと成長のポテンシャルを有するトップパフォーマーのファンドを選択することになる。また、魅力的な地域・セクターへのエクスポージャーを確保することにも努めることになる。同時に、共同投資の機会を探ることも必要になるし、カスタマイズした投資勘定は投資コストをコントロールするのに有用な手法と考えている。二つ目の柱としては、有力なパートナーとの共同投資である。共同投資を検討する際のポイントとしては、良質なGP、強力な産業基盤、魅力的な事業と評価、ディールの動きが良いこと等を意識している。三つ目の柱は、セカンダリーでの売買の活用である。ポートフォリオの再構築とリバランスの観点から売却を行う一方、投資対象のビンテージによってはセカンダリーでの購入も検討している。オポチュニスティック戦略の投資比率引下げには、セカンダリーでの売却が有効であると考えている。なお、PDへの投資は、投資先のファンドにおいて実施している例がある。

PE 投資のポートフォリオ構築に際しては、あらゆる側面で IRC (Investment Review Committee; 投資評価委員会) の関与がある。毎週開催される IRC のメンバーは、CIO (Chief investment Officer)、PE を担当するチーム (SIO (Senior Investment Officer)、SPMs (Senior Portfolio Manager)、PMs (Portfolio Manager))、不動産担当の PM、Global fixed Income の SPM、Asset Allocation の SPM、ICOR (Investment Compliance and Operational Risk) の PM、コンサルタント、書記からなる。また、毎月、CalPERS 全体の CIO 及び CEO へ PE 投資の状況が報告されている。なお、PE 投資のチームは、純粋なメンバーで 54 名在籍しており、うち 42 名が投資担当者で、その他に、10 名弱程度がファイナンスを行い、バックオフィスの担当が 6 名いる。PE のチームは、この 3 年で倍以上の陣容に拡大している。

2015 年については、新しいコミットメントを増やすことに加えて、パフォーマンスの向上とポートフォリオの複雑性を抑制する観点から、セカンダリー市場を利用する他、共同投資やカスタマイズした投資勘定の活用を図る予定である。

#### 4—日本の年金へのサジェスチョン

米国におけるPE市場の現状と推移、それに、大規模な機関投資家の一例として、CalPERSの取組みを見ることによって、日本の年金には、幾つかの示唆が得られるように思う。一部は、必ずしもPE投資に限定されたものではなく、投資全般における真理としても通じるものがあるかもしれない。

まず、マーケット環境を良く見ることである。運用方針や基本ポートフォリオ等で定めたからと言って、闇雲に投資するべきものではない。マーケットタイミングを取ることは難しいが、投資の開始と増額・減額といった資金のコントロールは必要である。新しい市場への投資に対しては、人材の確保や情報の装備等十分な準備が必要であり、それらのコストも含めて新規領域の投資開始を判断すべきである。特に日本のように雇用の流動性が低い社会においては、採用した人材の転用可能性も含めて判断すべきであろう。投資におけるタイムホライズンと評価のサイクルを適切に設定することも重要である。PE投資においても、セカンダリーや中短期のバイアウト案件を含めることによって、ビンテージの分散を図ることが出来るものの、典型的な投資においてJカーブ効果の影響は必至であり、それを受け止められるような評価体系を設けない限り、本腰を入れたPE投資は難しいだろう。

低金利環境下であることに加え、株価の上昇や為替の円安進行の余地が乏しい中では、様々な利回り向上のための投資が必要になる。しかし、その中で、適切な戦略を取捨選択するには、色々な戦略の情報を集め分析し、そのメリット・デメリットを評価し、果たしてその戦略が、自らの投資スタンスに適合するのかを的確に認識することが必要だろう。流行しているからと言って新しい戦略に次々と飛びつくのであれば、様々な市場参加者の餌食である。

残念ながら、米国のPE市場は、足元で大量に資金投入し、すぐ高いリターンを期待できるような環境にはない。しかし、マーケットタイミングを取らないと考えるのならば、小額でも試験的に投資を始め、様々な課題を経験することによって本格的な投資の実践に向け備えて良いのではないかと。PE投資におけるノウハウの蓄積と有力なGPとの友好的な関係の構築は、一朝一夕に得られるものではない。PE投資は、投資そのもののタイムホライズンだけでなく、投資の準備においても時間のかかる投資であり、時間をかけるべき投資なのである。だからこそ、年金マネーに相応しい投資対象の一つであると考えられているのである。