

## オルタナティブ投資（中）

今回は、オルタナティブ投資の分類と、年金基金がオルタナティブ投資を行う利点や問題点を紹介した。今回は、米国の年金運用でオルタナティブ投資の中心となっているプライベート・エクイティーについて解説する。

プライベート・エクイティーは、未公開企業を対象とした投資の総称である。米国の調査会社であるアセット・オルタナティブ社（Asset Alternative Inc.）によれば、プライベート・エクイティー・ファンドの1999年のコミットメント額（投資家がファンド・マネージャーに拠出を約束した運用資金額）は955億ドルとなり、史上最高を更新した。

同社はプライベート・エクイティー・ファンドを以下の5つに分類している（図表1）。1999年のコミットメント額は、「LBO／コーポレート・ファイナンス」タイプと「ベンチャー・キャピタル」タイプで80%近くを占める。また、最近の傾向は、「ベンチャー・キャピタル」タイプのファンドのコミットメント額が急増している。

図表1：米国のプライベート・エクイティー・ファンドの分類（1999年）

分類	単位:億ドル	
	コミットメント額	割合
LBO／コーポレート・ファイナンス	390	41%
メザニン	43	5%
ベンチャー・キャピタル	356	37%
ファンド・オブ・ファンズ	149	16%
その他プライベート・エクイティー	18	2%
合計	955	100%

データ: Private Equity Analyst  
 (注) 四捨五入の関係で、各コミットメント額を足した金額が合計とは一致していない。

「LBO／コーポレート・ファイナンス」タイプのファンドは、一般に、比較的規模が大きく、成熟度が高い企業へ投資する。経営改善の余地があり、市場の評価が低い企業を、M&AやLBO（敵対的買収）等により買収する。その後、経営に積極的に関与して企業価値を高め、再びM&Aや株式公開等により外部へ売却して利益を得る。買収から売却まで、成功例では約5～10年程度といわれている。ファンドの運用期間は10～13年程度が多い。投資家は、通常、ファンド・マネージャーが投資先企業を選定するたびに資金を拠出する。

「ベンチャー・キャピタル」タイプのファンドは、一般に、比較的規模が小さく、会社の成熟度は浅いが、高い技術力やノウハウを持ち、将来性が高い企業へ投資する。投資先企業は、確立した経営手法やマーケティング力を持っていない場合が多いので、経営に関するサポートも行い、株式公開等により利益を得る。買収から外部売却まで、成功例で3～5年程度といわれている。売却までの期間が短い理由は、ベンチャーといっても、公開寸前の企業を探してきて、投資を行うことが多いからだろう。ファンドの運用期間は7～10年程度が多い。投資家は、ファンド設定後2～3年の間に、コミットメント額を分割して拠出する。

典型的な米国のプライベート・エクイティ・ファンドの運用報酬には、コミットメント額に対する定率報酬と、キャピタル・ゲインに対する成功報酬の2つがある。ファンドのタイプによって、運用報酬体系が若干異なるが、標準的な定率報酬は年 1.5~2.5%程度で、ある一定期間を経過すると低下することが多い。また、成功報酬は、値上がり益の 20~30%程度で、過去の運用成績が良いファンドほど高い傾向がある。この他に、資産管理報酬やファンドの購入時に手数料が必要な場合もある。

プライベート・エクイティの市場規模は、株式や債券市場と比較すると小さい。また、一部の投資家しか参加しない市場であるため、流動性が低く、非効率的である。しかし、非効率的な市場が必ずしも悪いわけではなく、利点も存在する（図表2）。

図表2：プライベート・エクイティ投資の利点・欠点

利点	欠点
<b>・投資の性格</b> -ハイリターン	-ハイリスク
<b>・情報</b> -情報・分析力にスキル差 -超過リターン追求のチャンス	-情報が不透明 -時価評価が困難
<b>・ファンドマネージャー</b> -優秀なマネージャーの存在	-マネージャー選択の難しさ

オルタナティブ投資全般に当てはまることであるが、プライベート・エクイティ市場では、取引が相対で行われるため、情報の透明性は低く、各資産の客観的な時価評価も容易ではない。これらは、オルタナティブ投資がハイリスクとなる要因である。しかし、情報が即座に市場に反映されないため、ファンド・マネージャーの情報収集能力や分析能力など運用スキルの格差が、超過リターンの源泉ともなるのである。

その結果、株式や債券などの伝統的な資産を運用するファンド・マネージャーと比較して、上位の成績を収めるファンド・マネージャーと、下位とで運用成績格差が大きい。投資家にとってみれば、マネージャー・セレクションの重要性が、伝統的資産の場合よりも大きいといえる。しかし、そもそもファンド自体の存在や、運用成績が公表されていないこと、各ファンドの個別性が強く、ファンド間や、市場を代表するインデックスとの相対比較も困難であることなどから、優秀なファンド・マネージャーの選択が難しいことも事実である。そこでマネージャー選択問題に対する一つの解決策として、ファンド・オブ・ファンズの利用があげられよう。

また、オルタナティブ投資は、正確な集計データが存在しないために、伝統的資産と比較して、期待リターンやリスクを推定することが容易でない。そのため、計量的分析が中心の現代投資理論を利用したアセット・アロケーションの決定を難しくしている。

今回は、ファンド・オブ・ファンズと、オルタナティブ投資に関するアセット・アロケーションの問題を検討する。（12月号に続く）