

プライベート・エクイティ市場に関する調査研究

2021年度

一般財団法人 ゆうちょ財団

【 目 次 】

(はじめに) 本調査の目的	1
I. プライベート・エクイティ市場の概要.....	2
1. プライベート・エクイティ投資の概要	3
1－1. プライベート・エクイティ投資の概要	3
1－2. プライベート・エクイティ投資のパフォーマンス実績	9
2. プライベート・エクイティの分類	10
2－1. 投資先企業のライフステージに応じた分類	10
2－2. 投資ビークルによる分類	14
2－3. 出資方法による分類	16
3. プライベート・エクイティ市場の歴史	20
3－1. 米国のプライベート・エクイティ市場の誕生と変遷	20
3－2. プライベート・エクイティの世界的な拡がり	21
3－3. 日本におけるプライベート・エクイティ市場の誕生と変遷	23
4. プライベート・エクイティ市場の規模	25
4－1. 日本のプライベート・エクイティ市場の規模と推移	25
4－2. 世界規模でみたプライベート・エクイティ市場の規模	26
II. プライベート・エクイティ投資のリスクと投資家動向.....	29
1. 機関投資家を取り巻くリスク	30
1－1. リスクの概要	30
1－2. 投資家のリスク管理手法	34
2. 機関投資家の狙い・動向	38
2－1. 概要	38
2－2. 銀行	39
2－3. 保険会社	44
2－4. 年金基金	46
III. プライベート・エクイティ市場の見通し.....	53
1. PE ファンドを利用した新しい動き	54
1－1. コーポレート・ベンチャーキャピタル (CVC)	55
1－2. 官民ファンド	57
1－3. 大学系 VC	61
1－4. 地域ファンド	64
2. 投資対象企業の観点	67
2－1. 事業承継	68
2－2. カーブアウト	69
2－3. ESG/SDGs 投資	70
3. 機関投資家の観点	72
3－1. PE ファンドの多様化による投資目的の明確化	72

3－2. 投資ができないリスク	73
3－3. ゲートキーパーの活用	73
4. 政府（規制当局）の観点	75
4－1. 成長のためのリスクマネー供給の促進.....	75
4－2. 投資家のリスク管理態勢の整備.....	76

本報告書では「三菱UFJリサーチ&コンサルティング」を「**MURC**」と略記します。

(はじめに) 本調査の目的

- 昨今の金融市場（特に資産運用市場）においては、運用利回りの確保や運用資産の分散を求めて、オルタナティブ投資が拡大している。なかでも、金融緩和による資金余剰や低金利を背景に、株式投資への資金流入が加速しており、上場株式市場だけでなく、非上場株式市場（プライベート・エクイティ）への投資も活発化している。
- プライベート・エクイティは、創業期の企業から成熟・最盛期の企業まで様々な非上場株式を投資対象とし、投資を通して創業支援や事業再編などの役割を担っている。産業イノベーションを促進するリスクマネーの供給源として期待されており、今後も市場の拡大が期待されている。
- 一方で、プライベート・エクイティには様々な投資形態があり、流動性の低さや実態の見えにくい運用形態など、投資家にとっては上場株式投資にはない投資リスクがある。
- このような背景から、『金融市場調査研究』として、「プライベート・エクイティ市場の概要」「プライベート・エクイティ投資のリスクと投資家動向」「プライベート・エクイティ市場の見通し」の3つの観点からプライベート・エクイティ市場に対する調査研究を実施する。本調査を通じて、主に投資家の観点から、プライベート・エクイティ投資に関するリスクと機会を明らかにすることを目的とする。
- 本調査により、プライベート・エクイティ市場への理解が深まり、更なるリスクマネー供給源の活性化に繋がり、本邦経済発展の一助となれば幸いである。
- なお、本調査で対象とする「プライベート・エクイティ市場」は、主にファンドを経由した非上場企業への投資全体を指す。狭義の解釈では、成長企業投資（グロース投資）や企業買収投資（バイアウト投資）のみを指すケースもあるが、本調査では創業企業への投資を行うベンチャーキャピタル等を含めて、非上場企業への投資全般を対象とする。

I. プライベート・エクイティ市場の概要

1. プライベート・エクイティ投資の概要
2. プライベート・エクイティの分類
3. プライベート・エクイティ市場の歴史
4. プライベート・エクイティ市場の規模

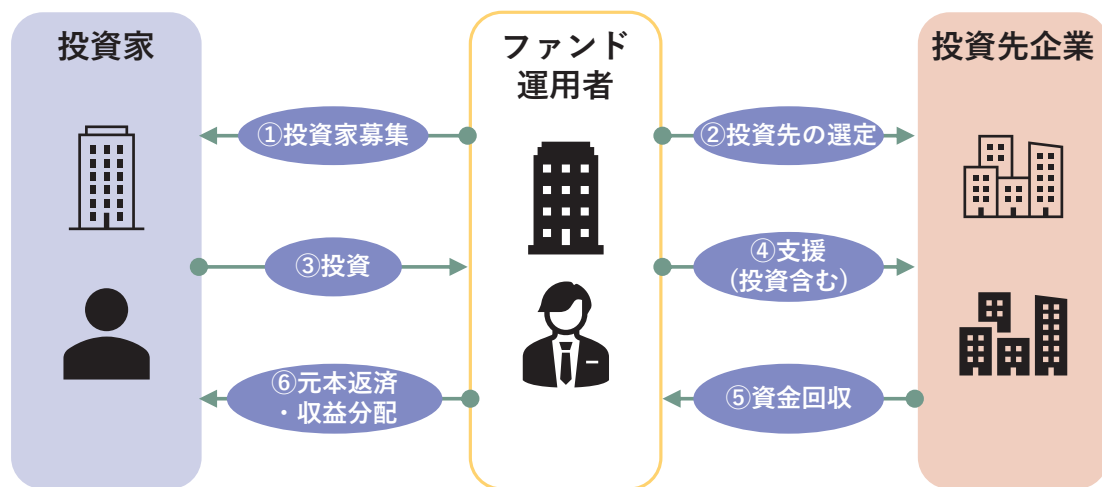
1. プライベート・エクイティ投資の概要

1-1. プライベート・エクイティ投資の概要

(1) プライベート・エクイティファンドとは

- プライベート・エクイティ（PE）ファンドとは、複数の投資家から集めた資金をもとに事業会社等の非上場株式を取得し、その企業の経営に関与し企業価値を高めた後に売却することで、高い収益率を獲得することを目的とした投資ファンドのことを指す。
- デリバティブやヘッジファンド、不動産等のオルタナティブ投資（株式や債券等の伝統的投資対象に対して代替となる対象への投資）の一つとして位置付けられている。

【PE の投資スキーム図】



(2) PE 市場におけるステークホルダー

- PE 投資におけるステークホルダーとして、主に「投資家」「ファンド運用者」「投資先企業」の3つが主体として挙げられる。
- 国内の PE ファンドは通常、投資事業有限責任組合法（通称ファンド法）に基づいて投資事業有限責任組合として設立される。
- 組合員は、経営に参加せず出資のみを行う有限責任組合員（Limited partner ; LP）と、運用の指図など業務の執行を行い、運用の結果に責任を負う無限責任組合員（General partner ; GP）に分かれる。「投資家」は有限責任組合員（LP）、「ファンド運用者」が無限責任組合員（GP）となる場合が多い。
- ファンド運用者（GP）の収益源は管理報酬と成功報酬に分かれる。管理報酬は運用の成果によらず、預かり残高に対して一定の割合を出資者（投資家：LP）より徴収する。一方、成功報酬は事前に取り決めた時期において達成された超過収益を、ファンド運用者（GP）と出資者（投資家：LP）が一定の割合に応じて分け合う場合が多い。

① 投資家の特徴

○投資家は有限責任組合員（Limited partner；LP）と呼ばれ、ファンドへの出資金の範囲内での責任を負う立場となる。

○PE 市場における資金の供給源（出し手）である投資家の属性は以下の通り。

【主な投資家の属性】

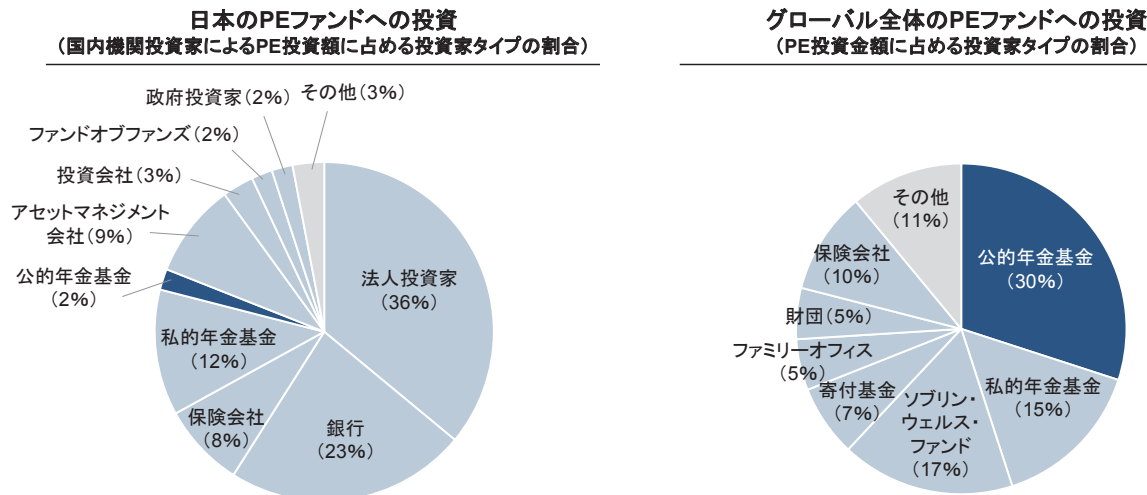
属性	概要
金融機関	銀行、アセットマネジメント会社、保険会社を指す。
基金	企業年金、公的年金、大学基金、寄付基金（海外）を指す。
ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）	各国における外貨準備等の資金を運用するいわゆる政府系ファンドを指す。広義では中央銀行や政府系投資会社が含まれる。
法人投資家	事業会社、商社を指す。
個人投資家	PE 市場における個人投資家は、投資の金額規模から超富裕層に限定される。一般的に、小口の個人投資家による PE 市場への関り方は、PE ファンドへ投資している投資信託等を通じて間接的に投資を行う。
ファミリーオフィス	富裕層が自前で設立する資産運用会社を指す。
その他	財団等を指す。

（出所）MURC 作成

○世界における PE ファンドへの投資家層は、政府の運用基金（ソブリン・ウェルス・ファンド）、年金基金、保険会社などが多いが、日本では、商社などの法人投資家や銀行の比率が高く、年金などによる投資規模は小さい。

○経済産業省の「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会 取りまとめ参考資料」によると、日本の PE ファンドに対する投資家属性別の割合でみると、法人投資家・銀行が主な投資家となっており、私的年金基金がそれに次ぐ水準である。日本における公的年金基金が占める割合は 2%と限定的である。一方、グローバル全体の PE ファンドに対する投資家属性では、公的年金基金が主な投資家となっており、全体の 3 割を占めている。

【PE 投資における投資家属性別の割合】



(出所) 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会 取りまとめ参考資料」をもとに MURC 作成

○こうした投資家特性の違いは、日本における PE 市場が発展途上であり、十分な市場規模やトラックレコードが蓄積されていないことや、公的年金基金において相対的にリスクの高い PE 投資に関する投資リスク管理ノウハウの蓄積が十分ではなかったことが挙げられる*。

※年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF：Government Pension Investment Fund）は、2014 年にポートフォリオの考え方を従来の国内債券中心から国内外株式を増加する方針へ変更し、インフラ、PE、不動産を対象とするオルタナティブ投資はポートフォリオの 5%を上限としているが、2019 年度末のオルタナティブ投資の割合は 0.61%にとどまる。

○結果として日本の PE ファンドでは、ファンド運営や投資リスクにノウハウのある商社等の法人投資家や銀行が中心となっている。

② ファンド運用会社の特徴

○ファンド運用会社は無限責任組合員（General partner；GP）と呼ばれ、PE ファンド設立、投資先判断、ファンド管理を行い、LP から集めた資金を運用・清算する業務およびそれらの全責任を負う立場である。

（一般的には GP 自らも個別の PE ファンドへ投資を行う）

○GP はファンド運営業務の対価としてファンドから管理報酬と成功報酬を受け取る。

○厳密には「GP」と GP・LP 等の投資資金の受け皿となる「PE ファンド」は区別されるが、本章では両者を一体に「ファンド」として記載する。

【主なファンド運用会社】

分類	主なファンド運用会社
本邦独立系	アドバンテッジパートナーズ、インテグラル、ジャフコグループ
外資系	KKR、カーライル、ベインキャピタル、ブラックストーン
金融機関系	みずほキャピタルパートナーズ、大和 PI パートナーズ
商社・事業会社系	丸の内キャピタル、三井物産企業投資
政府系	日本政策投資銀行、地域経済活性化支援機構

（出所）公開情報を元に MURC 作成

③ 投資先企業の特徴

○PE ファンドの投資対象は一般的に「全ての非上場企業※」が対象となり得る。創業間もない企業から、上場を目指す成長企業、構造改革や事業転換を目指す成熟企業、事業再生を目指す経営不振企業まで、「全ての非上場企業」が候補とされ、その中から各ファンドの投資方針などに基つき、投資対象企業が選定される。

※上場企業に対しても、非上場化を目的とした投資を行う場合がある。

○PE ファンドの投資先として選定される企業は、自覚・無自覚問わず何かしらの経営課題を抱えている。課題解決のために「研究開発・設備投資の資金」や「経営へのアドバイザー」「直接的な経営コントロール」といった外的支援が必要となるシチュエーションが考えられる。

○こうした非上場企業の抱える経営課題に対して、PE ファンドは、主に投資資金を投下するとともに、必要に応じて経営サポートを行うことで、投資先企業の経営課題を解決し、企業価値向上を目指す。PE ファンドは、企業価値向上により投資資金を回収し、利益を得るため、非上場企業の中でも、資金提供等により企業価値向上の可能性が高い企業が投資先として選定される。

○つまり、企業の規模・業種問わずにどのような企業においても PE ファンドからの投資の活用余地があり、PE ファンドは個々の企業の成長を促進し、産業界全体の新陳代謝をより活性化させるために重要な手段の一つであると言える。

(3) PE 投資の流れ

○一般的な PE 投資の流れは、①資金調達（ファンドレイズ）、②投資先選定・投資実行（ソーシング・エグゼキューション）、③ファンド運用（バリュアップ）、④資金回収・分配（エグジット）である。

○各プロセスにおいて専門知識を必要とすることから、PE ファンド運営者や事業会社の経営陣のほか、監査法人、投資銀行、弁護士事務所、コンサルティングファームなどと連携するケースも多くみられる。

【PE 投資の流れ】

PE投資の流れ	概要	
資金調達 (ファンドレイズ)	ファンド 運用者	■ 投資戦略(※)をもとにした投資方針(投資対象、ファンドの規模、期待リターンとリスク、投資期間等)を決定し、投資家からファンドへの投資を募集 ※投資先企業のライフステージに基づき、ベンチャーキャピタル型、グロース型、パイアウト型、事業再生・ディストレスト型に区分される
	投資家	■ 大きく4つのステップを通じ、組織的な意思決定を経て、ファンドへの投資可否を決定 ● ステップ1: キャピタルコール等の投資資金拠出方法をもとに、想定されるキャッシュフローを踏まえたうえで、PEへの投資割合や金額(アセット・アロケーション)を決定 ● ステップ2: 国内・海外、ファンドタイプ、ビンテージの分散方針等の投資方針を決定し、具体的なDD(Due Diligence)に移行するファンドリストを作成 ● ステップ3: 投資実績に加え、運用会社の組織体制や法令・税務等のリスクチェック含め、必要に応じ外部専門家を活用しDDを実施 ● ステップ4: ファンドへの投資の妥当性を検証後、投資の意思決定を実施
投資先選定・ 投資実行 (ソーシング・エグ ゼキューション)	ファンド 運用者	■ 投資方針にマッチする投資先を抽出し、投資先を選定 ● 投資対象が非上場株式であることから、投資対象企業への直接提案、M&A仲介企業やFA(Financial Advisor)からの紹介、金融機関からの紹介が主な案件発掘・組成方法 ■ 投資案件発掘後は、投資対象企業の事業内容、リスク等をDDを通じて精査・評価し、投資に際しての条件・ストラクチャーを具体化した後、交渉を実施 ● 初期投資における資金が少額で済むこと、投資対象企業の企業価値向上によって得られる収益で金利分の償却が可能であることから、金融機関からの融資を受けて買収を行うLBO(Leveraged Buy Out)も利用される
	投資家	
ファンド運用 (バリュアップ)	ファンド 運用者	■ 投資実行後、投資先企業の経営課題解決に取り組むことで、投資先企業の企業価値向上を目指す ● 経営に関する知見・ノウハウが豊富な役職員を投資先企業の役員として派遣し、事業面の改善についての提案・実行するハンズオンの形態がとられることも多い
	投資家	■ ファンド運用者により発行される四半期(または月次等)のレポートを通じてモニタリングを実施 ● 運用に関してはファンドマネージャーの専決事項となるため、モニタリングにおいても基本的に運用に関して指示や要望は行わず、質問・確認・意見を伝えるのみにとどまる
資金回収・分配 (エグジット)	ファンド 運用者	■ 投資対象企業の企業価値を高めたのち、当該企業の株式を売却することで、投資収益を得る(キャピタルゲイン) ■ 株式売却によって得られた資金をもとに、投資家への元本返済の後、売却益を分配
	投資家	■ ファンド運用者から投資分の元本返済と収益の分配を受領 ● 一般的に、ファンド運用者と投資家の収益配分割合は2:8とされている

(出所) MURC 作成

○PE ファンド運用者の主な資金調達方法は以下の通り。

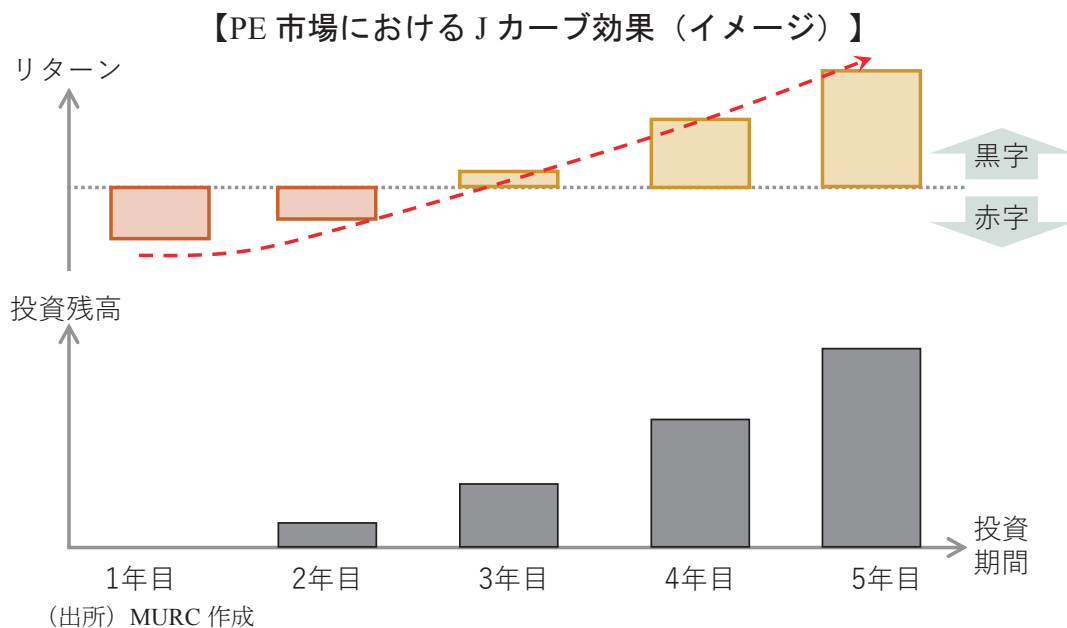
ファンド設立時に多額の資金を調達すると、必要以上の資金が停滞する原因にもなり得るため、通常はキャピタルコール方式が用いられることが多い。

- ・ 成立時に一括で調達する方法
- ・ 調達の時期をスケジュールリングする方法
- ・ 事前に契約した枠をもとに、投資時に出資者へ出資要請をする方法（キャピタルコール）

○キャピタルコール方式では、ファンド設立時に投資家と PE ファンドの間で、キャピタル・コミットメント（出資約束金額）が設定され、投資家は PE ファンドからの支払通知による出資要請に応える義務を負う。投資家が複数の場合は、キャピタル・コミットメントの額に応じて按分される。

○投資家にとってキャピタルコール方式の留意点は、「出資要請の時期などキャッシュフローのスケジュールが確定できない」ことに加え、「ファンドへの参加当初ではリターンを享受できない」かつ「ファンドへの管理報酬等のコスト負担が発生する」ことから赤字となってしまうことが挙げられる。

○この投資家のリターン推移がアルファベットの「J」に似ていることから「Jカーブ効果（以下、イメージを示す）」と言われている。



○投資資金の回収方法では、一般的に「株式の新規上場（IPO）」「オーナーや経営陣による買戻し」「他の事業会社（M&A 含む）や他 PE ファンドへの売却」がある。後述する事業再生型の投資の中には、企業の財務状況改善の後に期待されるキャッシュフローや金融機関からの借入などによる回収もある。

1-2. プライベート・エクイティ投資のパフォーマンス実績

○一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会が実施した、2019 年末に至る PE ファンドの年率化内部収益率（※IRR）の調査によると、3 年間（2017 年～2019 年）で 12.07%、5 年間（2015 年～2019 年）で 10.50%、10 年間（2010 年～2019 年）で 13.43%と 2 桁を超えるパフォーマンスを示している。

○同期間の配当込み東証株価指数（TOPIX）の期間投資収益率がそれぞれ 6.65%、6.40%、8.93%であったことから、日本における PE 投資のパフォーマンスは上場株式の市場収益率を上回っている。このように、比較的高いパフォーマンスが期待できることは、PE 投資の魅力であると言える。

※ファンドの運用パフォーマンスを測る指標として「内部収益率（IRR）」が一般的に用いられる。

内部収益率とは、事業から得られる将来のキャッシュフローの現在価値から、投資額の現在価値を差し引いた金額である「正味現在価値（NPV）」がゼロとなる割引率を指す。

PE ファンドにおいては、一般的に、ファンドへの初期投資・ファンドへの投資・分配額を現在価値に換算したものから、投資先企業の現在価値（事業から得られる将来収益の現在価値）を比較することにより算出する。

【内部収益率（IRR）の定義式】

$$0 = -V_0 + \sum_{i=1}^n \left\{ \frac{CF_i}{(1+r)^{t_i}} \right\} + \frac{V_E}{(1+r)^{t_E}}$$

CF_i ：投資開始時点より

i 番目のファンド投資額（負）・分配額（正）

V_E ：計測時点におけるファンドの時価

V_0 ：当初出資金

t_i ：計測開始時点から i 番目までの期間

t_E ：計測期間全体

r：内部収益率

○また、PE 投資は非上場株式を投資対象としていることから、伝統的資産である上場株式投資等とは異なるリスク・リターン特性を有しており、PE 投資を伝統的資産も含めた投資ポートフォリオの対象に加えることで分散効果が得られることも、PE 投資が選好される理由の一つであると言える。

2. プライベート・エクイティの分類

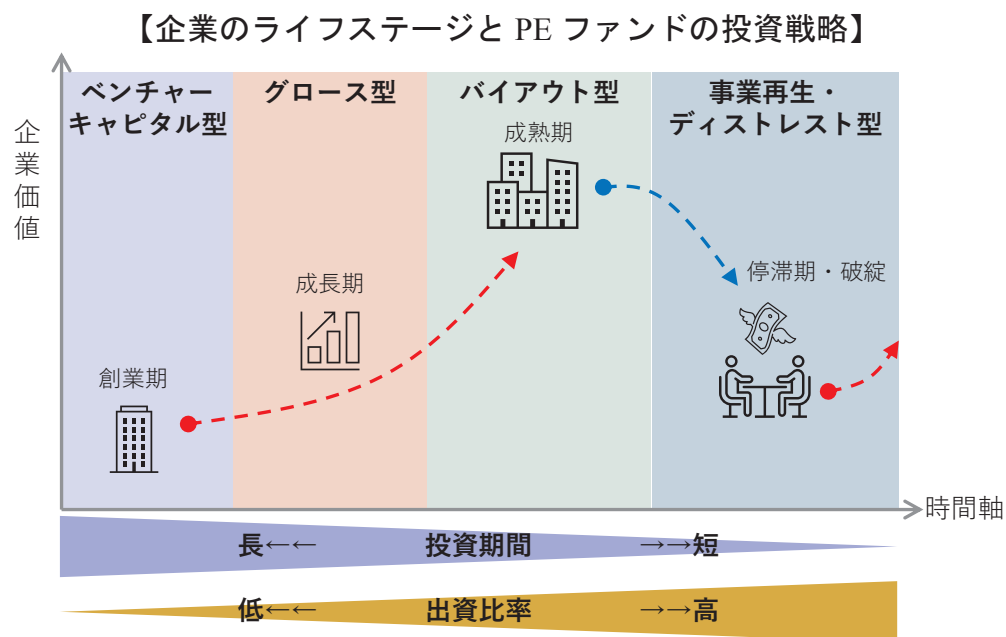
2-1. 投資先企業のライフステージに応じた分類

○PE の分類では、まず企業のライフステージの中で成長段階に応じた投資戦略による分類が挙げられる。企業設立を起点とした企業価値の変遷により、以下の4つに分類することができる。

- ①ベンチャーキャピタル型（以降 VC 型）
- ②グロース型
- ③バイアウト型
- ④事業再生・ディストレスト型

○PE ファンドは企業への投資期間は 5 年、ファンド運用期間は 10 年として設定されるのが一般的である。

○また、各ステージにおけるファンドの投資方針や経営への関与度合いに応じて、投資先企業への出資比率が高くなる傾向（①→②→③→④の順）がある。



I. プライベート・エクイティ市場の概要

○日本の PE 投資は VC 型とバイアウト型が主な投資戦略となっている。VC 投資の拡大は、日本においては比較的規模が小さい会社でも上場できる環境が整っていることが背景として挙げられる。VC 型を除くと PE 投資の大半をバイアウト型が占めており、日本における PE 市場拡大を牽引している。プレイヤー数が多いことがバイアウト型の特徴として挙げられる。また、そのため、相対的にグロース型の活躍の機会が少ない。

○PE 投資では、投資案件規模は数十億円～数千億円と案件ごとに大きく異なるものの、各投資戦略において一定の共通項も存在する。三菱 UFJ 信託資産運用情報 2020 年 1 月号「プライベート・エクイティと日本市場」によると、ファンドの期間は概ね 10 年前後、ファンドの目標リターン（グロス IRR：ファンド運用者への報酬控除前の内部収益率）は 10%～25%となっている。PE ファンドの投資戦略（VC 型、グロース型、バイアウト型、企業再生・ディストレスト型）別の特徴は以下の通りである。

- ・VC 型は創業後の業歴が浅い企業への投資となるため、ハイリスク・ハイリターンとなりやすい
- ・グロース型やバイアウト型は成長期や成熟期の企業への投資となるため、相対的に安定的なリスク・リターンが見込まれる
- ・企業再生・ディストレスト型では、財務改善等を通じて経営再建を目指すため、他の投資戦略と比してファンドの期間が短くなる

【PE ファンドの投資戦略別の目標リターンとファンド期間】

投資戦略	VC 型	グロース型	バイアウト型	企業再生・ディストレスト型
目標リターン	25%	20%	20%	10～20%
ファンド期間	10～12 年	9～11 年	9～11 年	7～10 年

（出所）三菱 UFJ 信託資産運用情報 2020 年 1 月号「プライベート・エクイティと日本市場」をもとに MURC 作成

(1) ベンチャーキャピタル (VC) 型

- VC 型とは「新規事業への参入・新技術の導入」や「創業から間もない企業」、「株式上場を目指す企業」に対して投資を行う投資戦略である。
- 一口に VC 型と言っても、企業のライフステージによって以下のように細分化され、各ステージの基準は以下のように定義される。
- ※なお、VC 各社により基準や定義は異なる点に留意が必要である。

【VC 型におけるステージ定義】

各ステージ	定義
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等

(出所) 一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書」より

- ファンド運用者は、当該新規事業や新技術に対して中長期的な視点での「市場形成」および「成長性」を見極める必要があることから、VC 型は将来への不確実性が高くハイリスク・ハイリターンな投資と言える。
- VC 型では、出資者の立場から投資先企業の事業計画・事業内容に対する助言・提言を行わない場合も多く、企業の資金需要に応じて段階的に投資を実施するため出資比率は少ない（マイノリティ投資）傾向がある。また、ファンド運用者は投資ポートフォリオの分散も考慮することから、他のファンド運用者と共に投資するといった特徴がある。

(2) グロース型

- グロース型は、事業の成長・拡大を目指すための設備投資等が必要な企業に対して投資を行う投資戦略である。
- 投資先企業は VC 型（レーターステージ）と後述するバイアウト型の間に位置する企業が対象であり、VC 型と比較すると投資先は中堅・中小企業（事業の基盤が確立され相応の顧客を擁している）のため、安定的なリスクとリターンが見込めると言える。
- また、VC 型と同様に「出資比率が低い（少数持分）」といった類似点があるものの、グロース型では、投資先企業の事業成長・拡大に対してファンド運用者が積極的にノウハウやソリューションを提供するといった関与が多くみられる。
- そのためファンド運用者は、投資先企業に対して少数株主の立場から助言・提言を行うことから、経営陣との良好なリレーションシップが肝要となる。

(3) バイアウト型

- バイアウト型は、投資先企業への出資比率を高めて議決権の過半数を取得し、経営権を持ったファンド運用者が、当該企業の企業価値向上に資する経営戦略や施策を推進・実行する投資戦略である。
- また、最も代表的な PE の投資戦略として挙げられることから、バイアウト型を狭義の PE と定義されることが多い。
- バイアウト型の投資先企業の特徴は、成熟企業のライフステージに置かれ、事業承継や株価低迷といった経営課題を抱えて成長が鈍化・停滞している企業が対象となる。
- バイアウト型の最も一般的な買収方法は、ファンド資金に金融機関からの借入金を加えて投資先企業へ出資（買収）する「LBO（レバレッジド・バイアウト）」である。その他、PE ファンドと経営者が共同で買収する「MBO（マネジメント・バイアウト）」も存在する。
- 主に以下のような経営課題・経営方針を有している企業にバイアウト型が用いられている。

【バイアウト型における投資先企業の主な経営課題】

経営課題 ・経営方針	PE の活用方法
事業承継	オーナー企業において「後継者の不在」や「業績の低迷・不振」といった経営課題に対して、PE ファンドが当該企業を買収して後継者を選び、経営の引き継ぎを実施・事業立て直しを図る。
株式非公開化	上場企業が中長期的な成長を目的とし、「円滑な経営の意思決定の実現」や「敵対的買収を避ける」ために、PE ファンドと経営者が共同で株式を取得して非公開化を行う。
カープアウト	主に大企業の非基幹事業において、より機動的な経営戦略・意思決定を実現させるために新会社として独立させ、当該新会社に対して PE ファンドおよび親会社が出資を行う。

（出所）MURC 作成

(4) 事業再生型・ディストレスト型

- 事業再生型とは、経営難に陥った企業に対して、PE ファンドが主に当該企業の「株式の取得」や「社債や借入金といった債権の買収」を実施し、財務状況等を改善させることにより経営の立て直しを図る投資戦略である。
- 一方、ディストレスト型は、破綻先や実質破綻先といった事業再生型と比較して投資先企業の経営状況は悪く再生の見込みの少ない企業を投資対象としており、買収後に企業の保有する事業・資産を売却するといった方法により短期的にリターンを得る投資戦略である。

2-2.投資ビークルによる分類

○PE ファンドは、組成された投資ビークルの種類により主に以下のポイントが異なる。

- ・有限責任 or 無限責任
- ・投資対象資産の制約有無

(1) 投資事業有限責任組合

○投資事業有限責任組合（LPS）は、本邦の PE ファンド組成において最も一般的な投資ビークルの形態であり「投資事業有限責任組合契約に関する法律」に基づく組合である。

○組合員は、無限責任組合員（GP）と有限責任組合員（LP）で構成され、投資家は LP の立場として出資することで出資額の範囲内での責任に限定される点が特徴的である。

○投資対象および制限は以下の通り。

- ・投資事業有限責任組合法 3 条 1 項に掲げるもの。
(株式、各種債券、金銭債権、匿名組合契約の出資持分、信託受益権等の取得・保有等)
- ・出資額の 50%超を国内へ投資する必要がある。

(2) 任意組合

○組合契約は、民法 667 条 1 項によれば「各当事者が出資をして共同の事業を営むことを約することによって、その効力を生ずる。」と定められている。

○特徴は全組合員が無限責任を負担する必要がある、特に投資家にとっては出資した額以上の損失を負う可能性があることから、投資ファンドとしては馴染まない側面もある。

○一方、任意組合では投資対象に制約はない（金銭等の財産による出資のほか労務出資も認められる）ことがメリットとして挙げられる。

(3) 匿名組合

○匿名組合契約は、商法 535 条によれば「当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを約することによって、その効力を生ずる。」と定められている。

○特徴は「無限責任の営業者」と「有限責任の投資家（匿名組合員）」の 2 者間での契約であり、複数の投資家が存在している場合でも他の投資家の情報が共有されることはない。

○また、匿名組合では投資対象に制約はないが、任意組合と異なり金銭等の財産による出資に限定される（労務出資は認められない）。

○一般的な PE ファンドにおいてはあまり組成されることのないマイナーな投資ビークルである。

(4) 有限責任事業組合

- 有限責任事業組合契約とは、有限責任事業組合に関する法律第3条1項によれば「個人又は法人が出資して、それぞれの出資の価額を責任の限度として共同で営利を目的とする事業を営むことを約し、各当事者がそれぞれの出資に係る払込み又は給付の全部を履行することによって、その効力を生ずる。」と定められている。
- 特徴は、全組合員が有限責任であるため、全員が出資額の限度内で組合の債務を弁済する責任を負う必要がある。
- 有限責任事業組合は以下のような業務を行うことができないという制約がある。
 - ・組合員の責任の限度を出資の価額とすることが適当でない業務
 - ・組合の債権者に不当な損害を与えるおそれがある業務
- 前述の投資事業有限責任組合と異なり、事業目的は投資に限られないことから、主に企業同士のジョイント・ベンチャーなどに活用される。そのため、一般的なPEファンドにおいてはあまり組成されることのないマイナーな投資ビークルである。

(5) 海外におけるリミテッド・パートナーシップ

- リミテッド・パートナーシップは外国法に基づいて組成されるファンドであり、各国の法律により詳細は異なるものの基本的にはLPSと類似している。
- 本邦において、当該投資ビークルが組成される目的としては以下が挙げられる。
 - ・外国の有価証券への積極的な投資
(本邦で一般的なLPSの投資対象は海外の有価証券に50%未満の制約があるため)
 - ・海外の投資家向け
(海外投資家の本邦での課税を回避するため)

2-3. 出資方法による分類

○PE の分類において、投資家が拠出した資金（始点）が投資先企業に渡る（終点）までに経由している PE ファンド等の出資方法により、以下の3つに分類することができる。

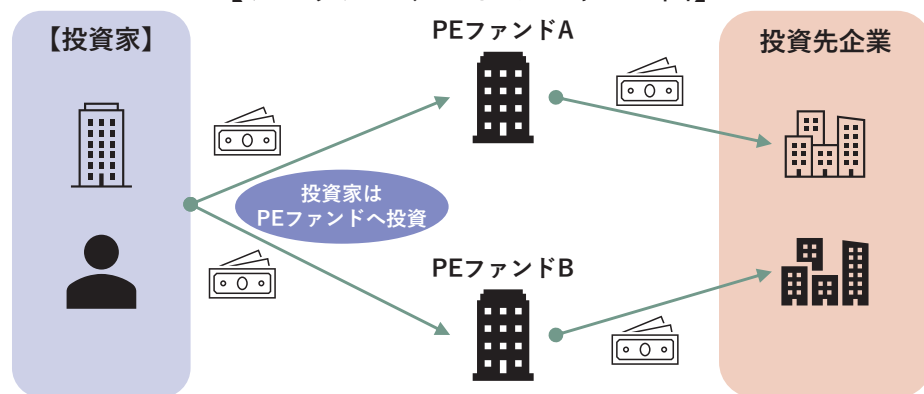
- ①シングルファンド・セカンダリーファンド
- ②ファンド・オブ・ファンズ
- ③ファンド外での投資（共同投資ファンド等）

（1）シングルファンド・セカンダリーファンド

○シングルファンドとは、投資家が個別の PE ファンドへ投資する基本的なスキームである。後述するセカンダリー投資に対して「プライマリー投資」と呼ばれる。

○シングルファンドの「スキーム図」および「投資家のメリット・デメリット」を以下に示す。

【シングルファンドのスキーム図】

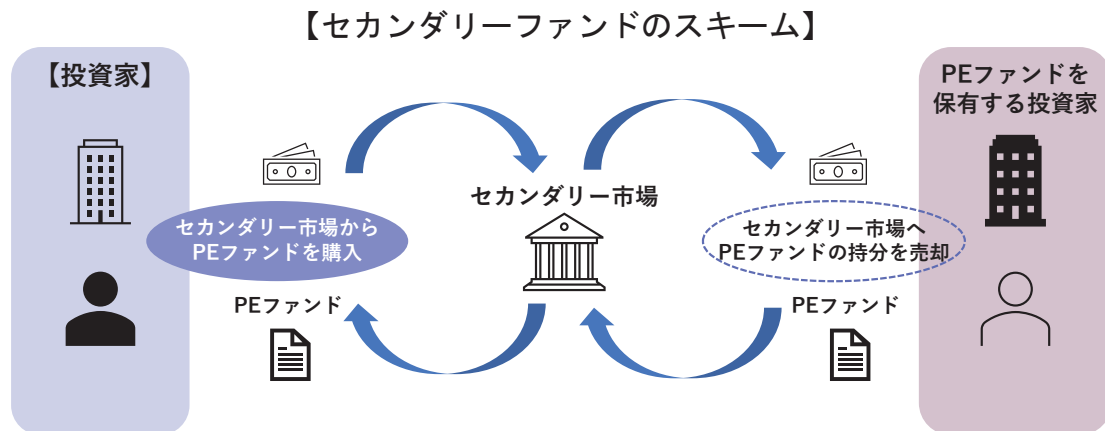


【投資家のメリット・デメリット】

メリット	◎PE ファンドを選定する自由度が高い ◎相対的に支払報酬が少ない（PE ファンドの管理報酬・成功報酬）
デメリット	●PE ファンドの選定が必要 ●PE ファンドの管理・モニタリングが必要 ●分散投資には多額の投資資金が必要

I. プライベート・エクイティ市場の概要

- また、その他のシングルファンドへの投資方法として、セカンダリー市場にて別の投資家が売却した PE ファンドの持ち分（セカンダリーファンド）を購入することができる。
- 以下に、セカンダリーファンドの「スキーム図」を示す。

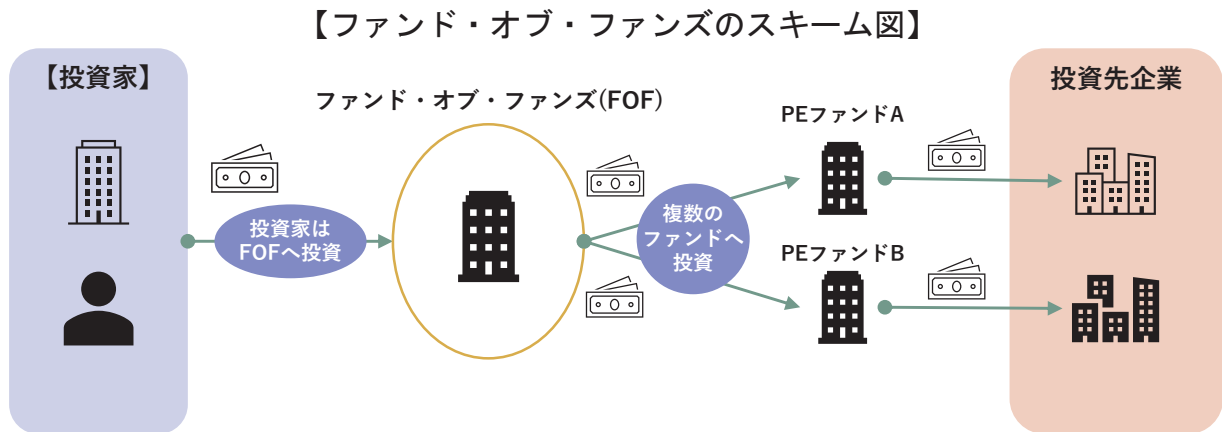


- セカンダリーファンドへの投資によるメリットは、個別の PE ファンドへ投資する場合と比較して以下のような点が挙げられる。
- ・投資先企業の企業価値向上の途中であるためリスクが小さい
 - ・投資期間が短く、早期にリターンが得られる
- 一方、PE ファンドを保有する投資家については、「PE ファンドとの運用方針の相違」や「流動性を確保できない」といった事由・課題に対する解決策として、セカンダリー市場へ売却する選択肢が挙げられる。
- これまでセカンダリー市場では、PE ファンドの持分を保有する投資家（LP）が流動性を求めて売却するケースが多かった。しかし近年では、ファンドの償還が近づくと、投資先企業のライフステージの変化により資金ニーズが変わることから、将来有望な投資先企業に対して GP が新たに資金調達を実施するために、流動性を確保したいと考えている LP に対して、GP が能動的にセカンダリー市場への売却を促しているケースも増えている。
- セカンダリー市場は欧米を中心に拡大を続けている一方で、本邦においては市場規模は小さく発展途上である。まず本邦ではセカンダリー市場の認知度が低く、また売却により投資先企業や GP との関係悪化、ファンドの風評悪化への懸念などが要因と考えられている。

(2) ファンド・オブ・ファンズ

○ファンド・オブ・ファンズ（FOF）とは、複数の PE ファンドへ分散投資することで、投資家のリスク低減や小口投資が可能となるスキームである。

○FOF の「スキーム図」および「投資家のメリット・デメリット」を以下に示す。

**【投資家のメリット・デメリット】**

メリット	◎小口投資でも分散効果が得られる ◎PE ファンドの管理・モニタリングは不要 ◎個別投資家では投資できないファンドへの投資が可能
デメリット	●FOF の運用内容等、情報開示が不十分な場合がある ●流動性が低い（シングルファンドよりも解約条件が厳しい） ●PE ファンドへの報酬に加えて FOF への運用報酬の負担がある

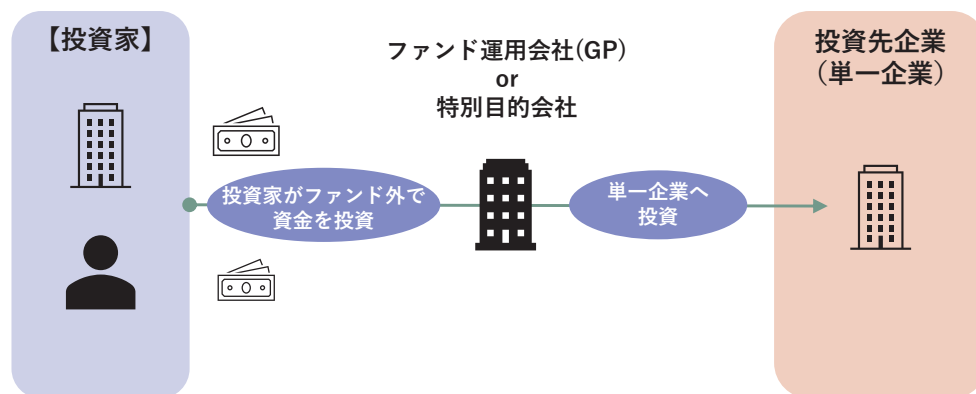
(3) ファンド外での投資（共同投資ファンド等）

○PE 投資の中にはファンドを介さずに投資先企業へ投資をするスキームも存在し、例えば、投資先企業へ追加的な資金需要が発生した際などに活用される。

- ・ LP の直接投資
- ・ GP およびその他パートナー（経営者等）との共同投資

○ファンド外での投資についての「スキーム図」および「投資家のメリット・デメリット」を以下に示す。

【ファンド外での投資のスキーム図】



【投資家のメリット・デメリット】

メリット	◎投資先が個別企業のため情報の透明性が高い ◎管理報酬・成功報酬がない
デメリット	●投資機会が限定されている ●GP と同水準の管理ノウハウ・人員が必要 ●多額の投資資金が必要であり、分散投資効果がないためリスクが高い

3. プライベート・エクイティ市場の歴史

3-1. 米国のプライベート・エクイティ市場の誕生と変遷

(1) 米国のプライベート・エクイティ市場の起源は 1940 年代まで遡る

- 米国のプライベート・エクイティ（PE）市場の起源は、現在のベンチャーキャピタル（VC）に近い形態が誕生した 1940 年代まで遡るといわれている。ARDC（American Research and Development Corporation）や J.H. Whitney & Company が誕生した時期である。
- 当時 VC が誕生した背景としては、ベンチャー企業が十分な資金を調達できていなかったこと、機関投資家等の潤沢な資金がベンチャー企業に向かうための仕組みがなかったことが挙げられており、ARDC 等の活動はこれらの解消に資することとなった。
- 1958 年には中小企業投資法が成立し、Small Business Administration（SBA：中小企業庁）が認可した Small Business Investment Company（SBIC：中小企業投資会社）に対して資金を供給し、SBIC がベンチャー企業等に資金面で支援を行う仕組みが構築された。この仕組みによりベンチャー企業等へのリスクマネー供給が促されることとなり、VC 市場が拡大することになった。

(2) 1970 年代以降になると現在においても存在感を有するプレイヤーが誕生

- 1970 年代になると、Kleiner, Perkins, Caufield & Byers（KPCB）や Sequoia Capital など現在でも存在感を有する VC に加え、KKR などのバイアウト専門ファンドも誕生し、グロース投資やバイアウト投資へと PE 投資の投資対象が拡大していった。また、この時期には公的年金基金や大学基金なども徐々に PE 投資を行うようになり、良好なパフォーマンスであったことから、PE 投資に注目する機関投資家が増えていった。
- これらの市場拡大の背景には、制度整備も関わっている。1979 年に改正された従業員退職所得保障法（ERISA 法）により年金基金の投資対象として PE が加わったことが、PE 投資が促進されることにつながった。1981 年には経済再建租税法（ERTA 法）も施行され、キャピタルゲインへの課税が減税されることになり、オルタナティブ投資が促進されることとなった。
- 1980 年代に入ると、PE ファンドとしていまなお存在感を示し続けている Blackstone や Carlyle が誕生し、更なる市場参加者の拡大につながった。当時の PE 市場では、少ない資金で大型案件の買収が可能になること、より良いパフォーマンスが期待できることなどの理由から、レバレッジド・バイアウト（LBO）が急速に拡大していったという特徴がみられる。

(3) 年金基金・大学基金の存在が PE 市場拡大に大きく貢献

- ERISA 法改正を受けて、PE 投資を開始した主な年金基金として AT&T の年金基金が挙げられる。1980 年より VC 投資を始め、1983 年からバイアウト投資を開始し、良好なパフォーマンスに支えられ、徐々にポートフォリオに占める PE の割合が高まっていくこととなった。また、大学基金も PE 市場拡大に与えた影響は大きく、イエール大学の PE 投資が当時の先進的な事例として有名である。1980 年代後半になると、一部の公的機関の年金基金も PE 投資を開始し、徐々に他の公的機関の年金基金へと普及していくこととなった。年金基金や大学基金は、長期的に資金を運用するという性質から流動性リスクを積極的に引き受けることができるため、PE 投資の活用が広がることとなったのである。
- このような公的年金や大学基金が牽引役となり、1990 年代後半以降になると米国の機関投資家の間で PE 投資は主な投資対象として定着していった。
- また、投資先企業側でも PE ファンドを企業の成長に積極的に活用してきたことも市場拡大の大きな要因となった。新規投資資金の確保や、新規上場（IPO）ブームでの上場準備、事業ポートフォリオ理論に基づく事業買収・売却などにおいて、PE ファンドを通じた資金が活用された。こうした投資先企業の成長が高い利回りを生み、多くの機関投資家のリスクマネーの呼び込むことになった。
- さらに 2000 年代以降になると、PE ファンドは、投資先企業に対し、事業成長や経営改善による企業価値向上を通じたリターン獲得に重きを置くようになっていった。このことにより、PE 投資が社会的にも受容性を高めることとなり、主要な投資戦略の一つとして地位を確立することにもつながったのである。

3-2. プライベート・エクイティの世界的な拡がり

(1) 欧州では 1980 年代から PE 市場興隆に向けた動きあり

- 欧州では 1983 年に欧州全体の PE・VC・インフラ投資関連業界に関する業界団体として Invest Europe（以前は European Private Equity & Venture Capital Association（EVCA））が設立され、また同年に英国における PE・VC 業界の業界団体である British Private Equity and Venture Capital Association（BVCA）が設立された。
- 欧州の PE 市場では、英国が主要な市場として位置付けられている。その背景として、国際的な金融センターであるロンドンでは PE ファンド運営に必要な情報や人材が集まりやすかったこと、1980 年代以降民営化やノンコア事業の売却等に MBO の手法が多く取り入れられていたこと等が挙げられる。
- 英国を中心に PE 市場が形成された後は、EU による通貨統合、企業再編の拡がり・活性化、フランスやドイツ等のベンチャー株式市場の設立、米系投資銀行の積極展開等を経て、欧州全域で PE 投資が活発に行われることとなった。特に 1990 年代後半以降の市場拡大が顕著である。

(2) アジアにおける PE 市場の台頭

- アジアの PE 市場の台頭の背景には、アジア経済の成長による投資機会増が挙げられる。中国、インド、東南アジア諸国の経済発展による恩恵を得るための積極的な投資に加え、株式市場が比較的好調であったことや、IPO が増加したことも、ファンドがエグジット（売却等による資金回収）の見通しを立てやすくなったことに繋がり、投資資金の呼び水となった。また、アジアの成長企業群においては、先進国と比べ、経営戦略・財務・事業推進等における専門性不足により、PE ファンドによる企業価値向上余地が大きかったことも一因として挙げられる。
- このような背景から、欧米の有力な PE ファンドがアジアへの進出を加速させ、2000 年以降の PE 市場拡大を牽引していくこととなった。当時のアジアの PE 市場に対し、欧米の機関投資家が市場として特に有望視していたのが中国とインドであった。
- 中国の PE 市場は、政府主導で作られてきたという特徴がある。1985 年に国務院により中国新技術創業投資会社が設立され、これが中国最初の VC ファンドと言われている。中国では国策としてハイテク関連企業育成を推進していたことから、中国における PE 投資は VC 投資が主な手法であった。1997 年以降、徐々に VC が発達し、PE 市場が拡大していくこととなった。
- インドの PE 市場は 2000 年代半ばに急成長することとなった。インドでは、高齢化が進行している欧米諸国と比べ若い人口が多く、高度な教育を受けた人材が豊富であること、他のアジア諸国と比べ所得水準の向上が著しいことから、着実な経済成長を遂げており、今後も更なる経済成長が期待できることが、PE 市場の拡大につながっていった。また、インドの PE 市場黎明期の特徴として、グロース投資が多いことが挙げられる。これは VC 投資やバイアウト投資がインドの法律や文化に馴染まなかったことが一因であると考えられている。

3-3. 日本におけるプライベート・エクイティ市場の誕生と変遷

(1) 日本の PE ファンドの起源は 1972 年

○日本における PE ファンドの歴史を紐解くと、京都経済同好会が VC として京都エンタープライズ・ディベロップメントを立ち上げた 1972 年まで遡ることとなる。その翌年には、現存する最古の VC である日本合同ファイナンス（現ジャフコ）が設立され、1980 年代に入ると、証券系、銀行系、保険会社系などの金融機関系列の VC が多く誕生した。

(2) 日本におけるバイアウトの黎明期は 1990 年代、外資系ファンドも徐々に参入

○1990 年代になると、外資系ファンドによる本邦市場参入が始まることとなった。1997 年にベイン・アンド・カンパニー出身者によって日本初のバイアウト・ファンドであるアドバンテッジパートナーズのファンドが設立され、その後、ゴールドマン・サックス出身者によってユニゾンキャピタルが設立された。

○同時期における制度整備も PE ファンド普及に深くかかわっている。1997 年に改正独占禁止法施行により純粋持株会社化が解禁され、翌 1998 年には中小企業等投資事業有限責任組合法（中小ベンチャーファンド法）施行により中小・ベンチャー企業への資金供給が促進されることとなった。

○1990 年代後半の金融機関の不良債権問題も PE ファンドの認知度向上につながった。この時期においては、不良債権問題が世間の関心を集めており、不良債権の新たな受け皿として PE ファンドが機能することに期待されていたのである。

○2000 年代になると、外資系ファンドの本格参入や独立系バイアウト・ファンドの設立など、徐々にプレイヤーが拡大していくこととなった。外資系ファンドでは Carlyle、KKR、Bain Capital、独立系バイアウト・ファンドでは日本産業パートナーズ（JIP）、ポラリスキャピタル、インテグラルなどが代表的企業として挙げられる。

(3) 世界的な金融危機の影響により市場は一時低迷も新たなプレイヤーが徐々に参画

○順調に市場形成・拡大を続けてきた本邦 PE 市場であるが、リーマンショックによる景気低迷によって PE 投資は大きく落ち込み、2010 年代半ばまで停滞することとなった。

○市場が停滞する中、2010 年前後には、新たな独立系 VC や事業会社が自社 VC（CVC : Corporate Venture Capital）を通じて投資するケース、過去に起業した経営者がそのキャピタルゲインを用いて起業家に投資するいわゆるエンジェル投資など、新たなプレイヤーも参画する動きが広がった。2009 年には次世代産業の育成、創出を目的とした官民ファンドである産業革新機構、2014 年頃から大阪大学・京都大学・東北大学・東京大学・慶應義塾大学等の大学による VC も誕生した。

(4) 2016 年・2017 年は大型案件により市場が急伸も以降続かず

○金融危機以降停滞が続いていた PE 市場は 2016 年・2017 年において市場規模が急伸することとなった。その要因としては、2016 年ではカルソニックカンセイ、2017 年では東芝メモリ、日立国際電気、アサツーディ・ケイなどの大型案件に PE ファンドが関与したことが挙げられる。特に東芝メモリの案件規模は 2 兆円と市場へのインパクトは大きい。

○近年の大型投資案件をみると、日立グループや武田薬品工業など非中核事業の売却を行ったものもあるが、ワークスアプリケーションズは黒字事業の売却による財務改善、パイオニアは非上場化による経営再建など大手企業の経営悪化を背景としたものも散見される。赤字の企業・事業の再建においては、PE ファンドによる経営支援も期待されており、オリンパスの映像事業を買収した日本産業パートナーズは、VAIO 事業やビッグロブの再建実績を有している。

○このように主要案件を把握することが PE 市場の動向把握にもつながるため、以下に直近の代表的な案件のうち、案件規模が公表されているものを紹介する。

【PE ファンドによる国内の主な投資案件】

リリース日	買収企業	売却企業	被買収企業	被買収企業事業内容	金額(概算)
2021年8月	・ビザスク ・アドバンテッジアドバイザーズ	Coleman Research Group, Inc.	Coleman Research Group, Inc.	知見者インタビューマッチングサービス	112億円 (1億米ドル)
2021年7月	・アドバンテッジアドバイザーズ ・東京センチュリー	昭和電工	昭和電工マテリアルズ	鉛蓄電池事業	600億円
2021年7月	・コールバーグ・クラビス・ロバート	森トラスト	米サンノゼ市のオフィスビル	オフィスビル	600億円
2021年7月	・The Blackstone Group Inc.	近鉄グループホールディングス	近鉄・都ホテルズ等ホテル8つ	ホテル事業	600億円
2020年12月	・アドバンテッジパートナーズ ・ユグレナ ・東京センチュリー	コカ・コーラボトラーズジャパンホールディングス	キューサイ	健康食品/化粧品販売	400億円
2020年11月	・The Blackstone Group Inc.	三越伊勢丹ホールディングス	三越伊勢丹不動産	不動産賃貸/管理	300億円
2020年11月	・コールバーグ・クラビス・ロバート ・楽天	ウォルマート	西友	食料品/衣料品小売	1,725億円 (16億米ドル)
2020年9月	・ベインキャピタル ・経営陣(MBO)	麒麟堂ホールディングス	麒麟堂ホールディングス	ドラッグストア	338億円
2020年8月	・The Blackstone Group Inc.	武田薬品工業	武田コンシューマーヘルスケア	一般用医薬品製造/販売	2,420億円
2020年8月	・アント・キャピタル・パートナーズ	スカラ	ソフトブレイン	営業支援ソフト製造/販売	127億円
2020年5月	・ベインキャピタル ・経営陣(MBO)	ニチイ学館	ニチイ学館	介護	1,100億円

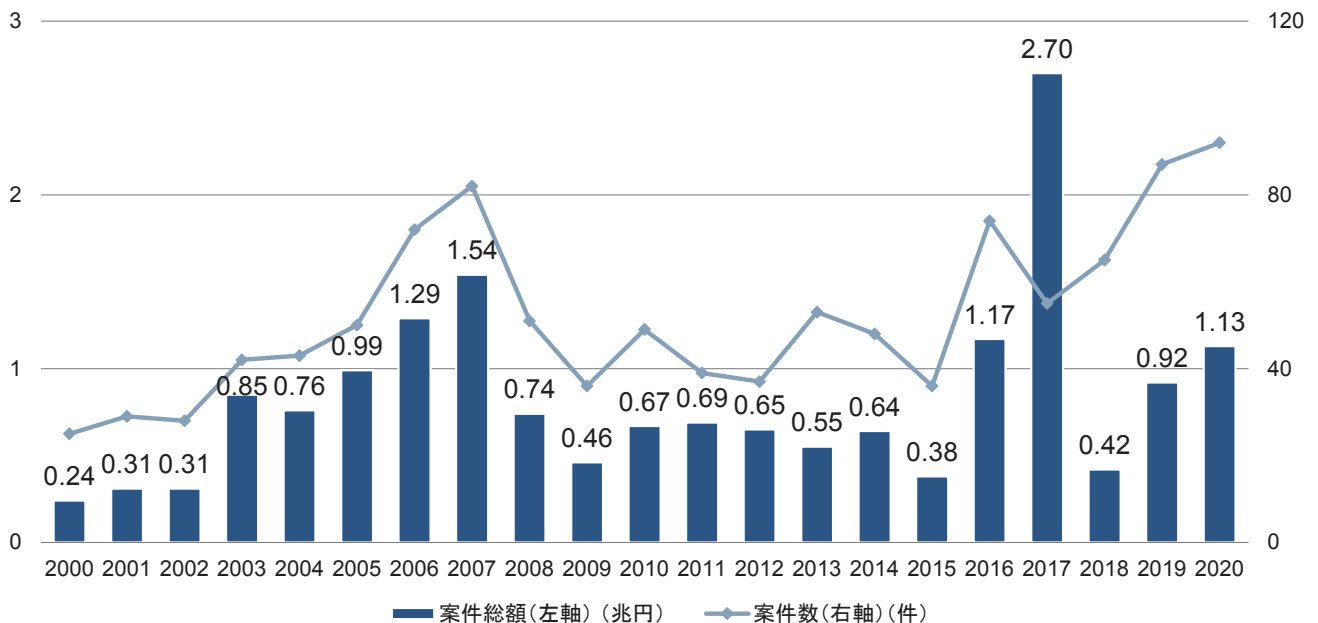
(出所) 各種公開情報をもとに MURC 作成

4. プライベート・エクイティ市場の規模

4-1. 日本のプライベート・エクイティ市場の規模と推移

- 前述の通り、日本の PE 市場は 2000 年代から台頭し、2007 年まで急速な成長を続けたものの、その後の金融危機の影響を受け、低迷の時期が続くこととなった。
- 2016 年・2017 年は大型案件により市場が大幅に伸長したものの、一過性の動きにとどまっている。足元はやや盛り返しの兆しをみせ、金融危機以前のピークと同水準である 1 兆円前後で推移している。
- 一方、案件数の推移をみると、PE 市場規模と概ね同様となっているが、2017 年以降、案件数が増加基調となっており、2020 年では過去最高を記録している。
- 今後の PE 市場動向においては、中堅・中小企業を中心とした事業承継関連案件の増加、競争力強化に向けた非中核事業の売却（カーブアウト）に加え、サステナビリティ・ESG への取り組み強化、テクノロジーの活用による更なる変革推進などにより、引き続き PE ファンドによる国内投資は続くと考えられる。

【PE 市場の案件総額・案件数とその推移】



(出所) 一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会 公表データをもとに MURC 作成

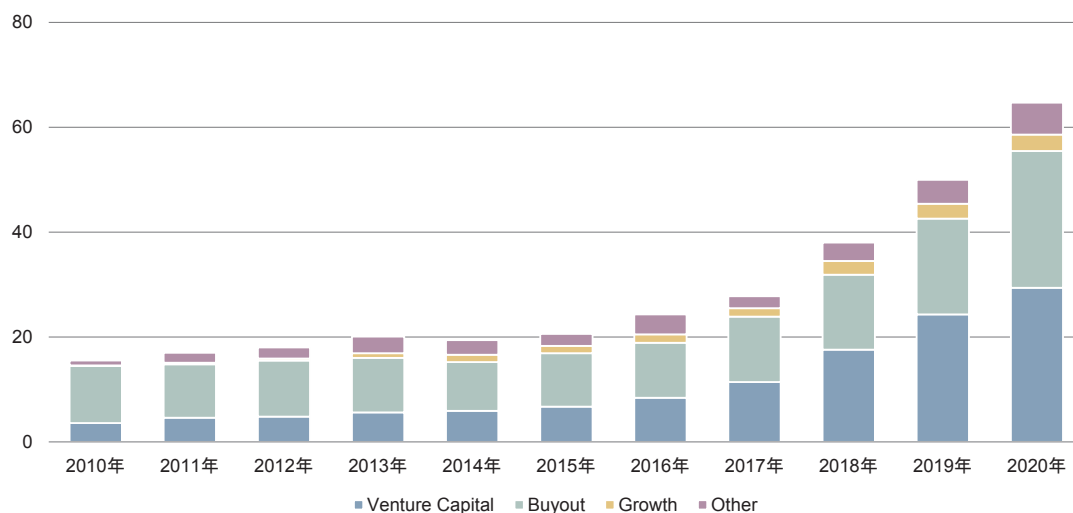
4-2. 世界規模でみたプライベート・エクイティ市場の規模

○足元堅調な推移を見せる本邦 PE 市場であるが、北米と比べるとその規模は限定的なものとなっている。北米と日本の PE・VC の運用資産残高（ファンドタイプ別）をみると、パイアウトと VC が主な内訳となっている点は共通しているものの、規模の差異は歴然である。米国と日本の GDP 水準の差を勘案しても PE 市場規模の差は非常に大きく、本邦 PE 市場は更なる成長可能性をうかがうことができる。

○また、北米はヨーロッパやアジア太平洋と比較しても PE・VC の運用資産残高は突出しており、PE 発祥の地である北米は、世界規模でみてもいまなお PE を主導する市場として君臨している。

【日本における PE・VC ファンドの運用資産残高（ファンドタイプ別）】

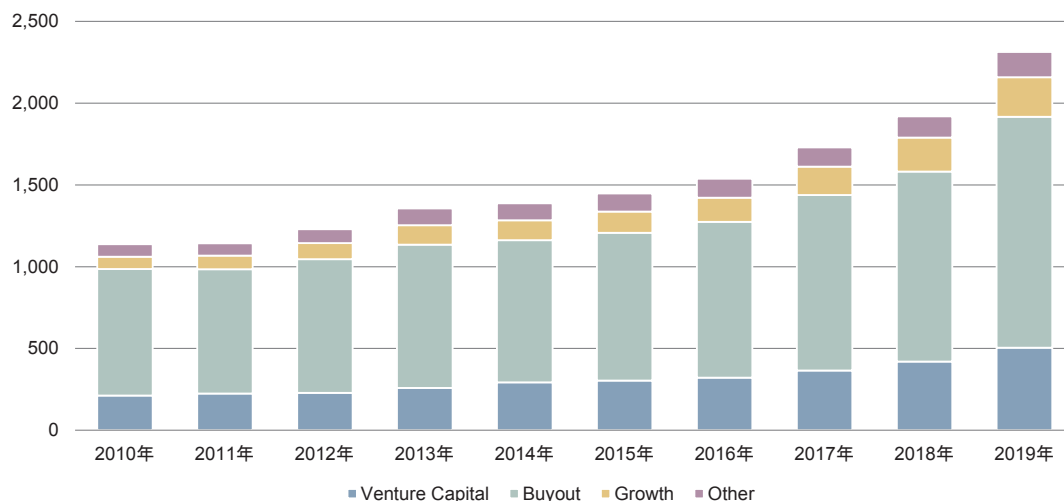
[単位: 10億ドル]



(出所) Preqin Pro より MURC 作成

【北米における PE・VC ファンドの運用資産残高（ファンドタイプ別）】

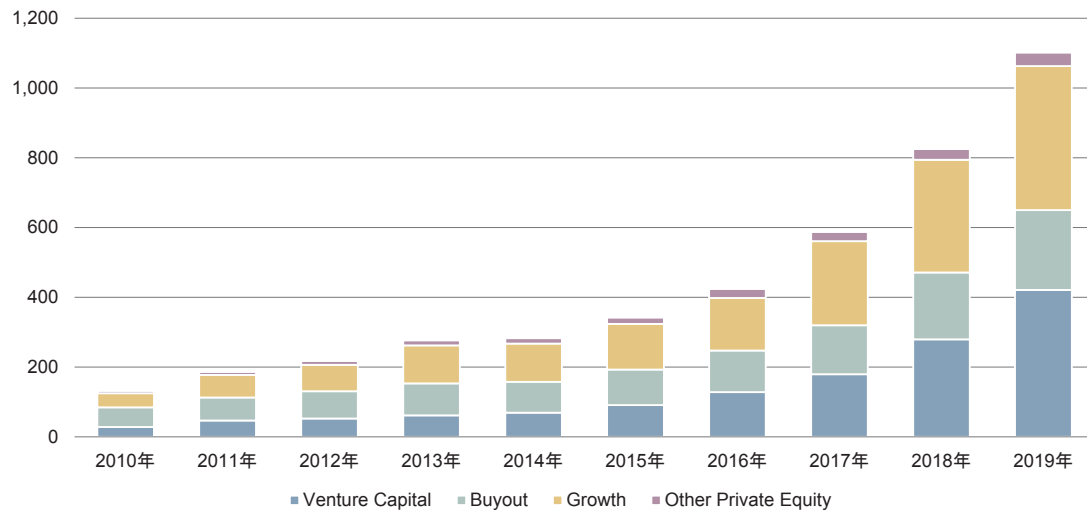
[単位: 10億ドル]



(出所) Preqin Pro より MURC 作成

【アジア太平洋における PE・VC ファンドの運用資産残高（ファンドタイプ別）】

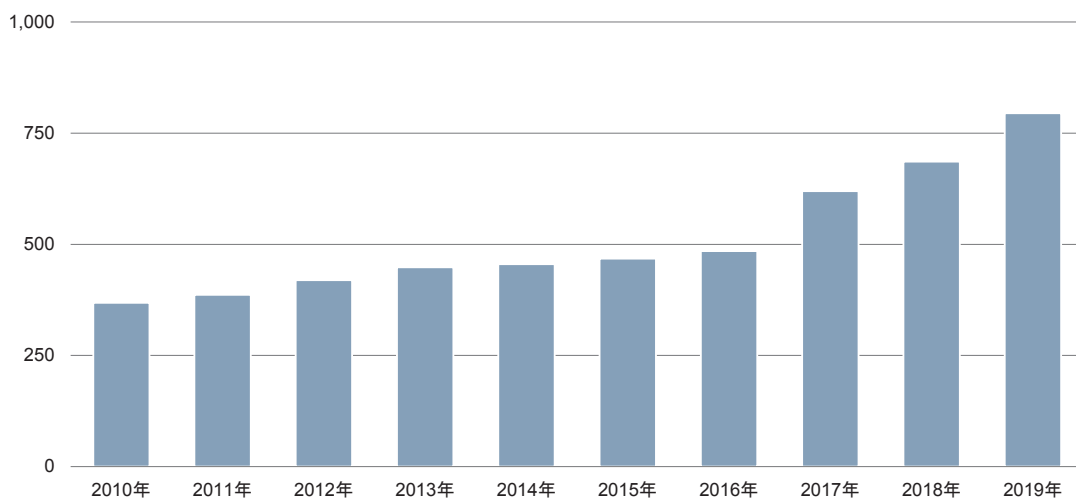
[単位:10億ドル]



(出所) Preqin Pro より MURC 作成

【ヨーロッパにおける PE・VC ファンドの運用資産残高】

[単位:10億ユーロ]



(出所) Preqin Pro より MURC 作成

I. プライベート・エクイティ市場の概要

○金融庁金融研究センターの『本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化に向けて』では、本邦 PE が米国 PE と比して緩やかな成長にとどまっている要因として、「本邦企業、本邦投資家ニーズへの対応」と「本邦の社会的特徴への適合」が十分ではないことが指摘されている。以下に具体的な指摘事項を引用する。

- ・本邦マーケットの中心的な取引形態は多額の借入金を活用したレバレッジド・バイアウト（LBO）であるが、LBO は欧米で行われている取引形態をプロダクトアウト的に本邦に持ち込んできたものであり、海外買収、事業統合等、非連続的な成長戦略と一緒に推進してくれる協働パートナーを求める本邦企業並びにミドルリスクミドルリターンを志向する本邦投資家のニーズを十分に捕捉できていない。
- ・また、企業を売買の対象ではなく、生活共同体的なものとしてとらえることの多い本邦の社会的特徴にも本質的には適合していない。

○これらを踏まえ、「本邦で PE を活性化するために必要なことは、本邦企業、本邦投資家のニーズに対応し、本邦の社会的特徴に十分適合したマーケットイン的発想に基づく PE の確立」であるとし、「欧米型資本主義を体現する主役としての PE ではなく、本邦企業の成長戦略実行をサポートする支援体としての PE。投資収益拡大を目的に最大限のレバレッジを活用する LBO ではなく、本邦企業の支援を第一目的に柔軟なストラクチャーで適度なレバレッジを活用する取引形態。「日本型 PE」ともいうべき新たな投資手法を確立し、活用していることが肝要である。」と提唱されている。

Ⅱ．プライベート・エクイティ投資の リスクと投資家動向

1. 機関投資家を取り巻くリスク
2. 機関投資家の狙い・動向

1. 機関投資家を取り巻くリスク

1-1. リスクの概要

○PE 投資は広義ではオルタナティブ投資の一部であり、上場株式や国債といった従来の伝統的な投資と比較して、主に非上場株式を扱うことから、流動性が低い一方で企業価値向上を通じて高いリターンが期待できる。

さらに、投資ポートフォリオの中において PE 投資は株式市場等の影響を受けにくく、分散効果を発揮してポートフォリオ全体としてリターンの安定化につながるメリットもある。

○しかし、PE 投資には主に以下の特徴があることから、個人投資家には投資へのハードルが高く、機関投資家にとっても内在するリスクに対して耐え得るポートフォリオの構築が必須である。

- ・多額の投資資金が必要（数億円～）
- ・長期の投資期間（10 年超）
- ・J カーブ効果の存在（コスト対比リターンが黒字化するのは 3 年～5 年後以降）
- ・ファンドは私募形式で投資家を募る
- ・ファンドの管理やモニタリングが必要

○機関投資家にとっての PE 投資のリスクとしては、以下の通り整理することができる。

【PE 投資のリスク】

分類	リスクの影響範囲	主なリスクの内容
流動性リスク	投資家	・投資対象期間が長く、中途解約が困難 ・投資対象が非上場株式で換金性が低い
残高・案件のリスク	運用者	・適切な投資対象が確保できない ・ファンド運営に十分な資金が集まらない
運用者のリスク	投資家	・ファンド運営に関する透明性が低い ・運用者の経験・実績等による差が大きい
投資パフォーマンスのリスク	投資家	・投資目的や投資時期により影響を受けやすい ・株式市況・企業業績により影響を受けやすい
規制制度リスク	投資家	・PE 投資はリスクの高い資産として、自己資本比率規制や当局報告等でより厳しい規制が課せられる
キャッシュフローのリスク	投資家	・キャピタルコールによる資金拠出やエグジットによる資金回収のタイミングが不確定であること

(1) 流動性リスク

- PE 投資は、一般的に投資対象期間が 10 年超と長期に亘り、かつ中途解約も困難（解約にはペナルティも存在する）なことから投資家目線では流動性リスクが高いと言える。
- ファンド・オブ・ファンズ（個別 PE ファンド等の集合体）については、個別ファンドよりも解約条件が厳しいため、個別 PE ファンド以上に流動性を得ることは困難である。

(2) 残高・案件のリスク

- ファンド運用者にとって、ファンド組成時に最も留意が必要なリスクは「残高・案件のリスク」であり、以下のように豊富な過去実績や人的ネットワークが求められる。
 - ・投資家から資金を募る：ファンド運用者の過去実績や投資家とのリレーション
 - ・投資先企業の発掘：企業経営者や弁護士等の専門家（投資先企業の紹介）との人脈
- そのため、過去の運用実績がない新規 PE ファンドや高いリターンを挙げていない PE ファンドでは、投資家からの資金が集まりづらくなり、より一層パフォーマンスが低下するという悪循環に陥る場合もある。
- 一方で、実績のある、パフォーマンス良好なファンドは投資家からの運用資金が集中する傾向があるが、投資資金に合わせて投資先企業を拡大できるわけではないため、一定の投資家出資制限を設定せざるを得ず、ファンド運用者にとって投資先企業の確保と出資者、ファンド規模のバランス確保は大きな課題である。
- また、ファンド運用者は投資先企業の買収時に必要な資金調達において、LBO ファイナンスを活用するケースもある。

LBO ファイナンスは、不足資金を補いながらレバレッジを活かして良好なリターンを得られる可能性があるといった主に投資家に対するメリットがある一方、金融機関からの借入（負債）であることから、投資先企業に対しては「財務状況の悪化懸念」や「コベナンツ（誓約条項）への抵触」には留意が必要である。

(3) 運用者のリスク

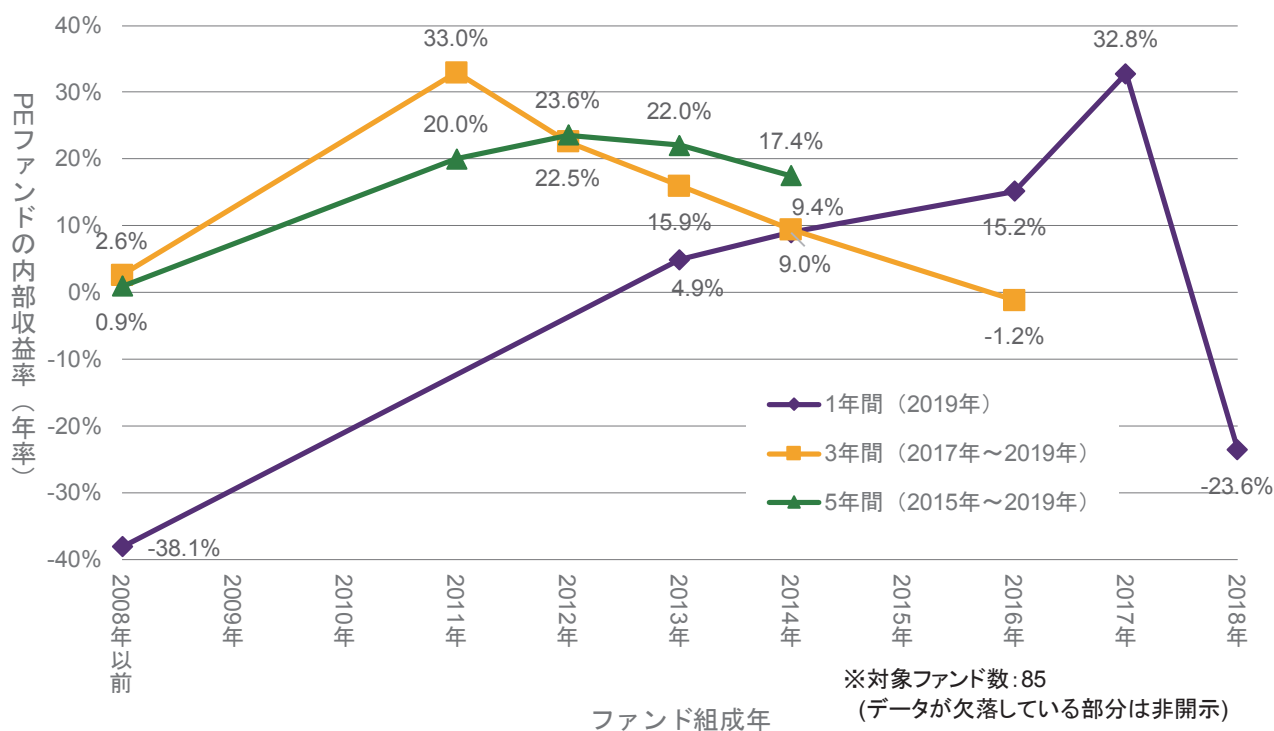
- PE ファンドのパフォーマンスは同じ投資戦略であってもファンド運用者に依って大きく異なる。そのため、投資家にとって「ファンド募集時点」および「運用開始後」におけるファンド運用者からの情報開示が重要となる。
- 特に、投資家は PE ファンドが投資を始めるまで投資先企業を把握することはできないため、事前にファンドの運用方針・投資戦略、過去の運用実績を把握することが肝要である。
- しかし現状、本邦では PE ファンドに対して投資家が投資するための判断材料が定性・定量両面において不足しており、投資家からの情報開示の拡充を求める声は多い。

(4) 投資パフォーマンスのリスク

○PE ファンド（キャピタルコール方式）の特徴から、投資家にとって「ファンドへの参加当初ではリターンを享受できない」かつ「ファンドへの管理報酬等のコスト負担が発生する」ことから参加から3年～5年ほどは赤字となってしまうことが挙げられる（Jカーブ効果）。

○また、次のようにファンド組成年ごとにファンドのパフォーマンスが異なること（ビンテージリスク）が知られており、例えば景気後退局面で組成されたファンドでは、その後の景気回復による追い風を受けて投資先企業の業績が好調に推移して、ファンドにとっても高いパフォーマンスを生み出すことになる。

【本邦における PE ファンドの組成年別パフォーマンス】



(出所) 一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会「JPEA プライベート・エクイティパフォーマンス調査(2019年)」より MURC 作成

(5) 規制制度リスク

○PE ファンドへの主な機関投資家である金融機関、とりわけ銀行においては、自己資本比率規制※の影響があり、リスク資産への保有には一定の抑止力が設けられている。

※国際統一基準行は 8%以上、国内基準行は 4%以上の自己資本比率が求められる。

$$\text{自己資本比率} = \text{自己資本} \div \text{RWA}$$

(Risk Weighted Assets：リスク資産にリスク・ウェイトを乗じた額)

○2023 年 3 月 31 日から適用が開始される「バーゼルⅢ最終化告示案（令和 3 年 9 月 28 日金融庁公表）」によれば、銀行が保有する株式のリスク・ウェイト（リスクの度合い）が大きく引き上げ（100%→250%、投機的な非上場株式投資※400%）となる。

○従って、PE 投資は以前よりもリスクの大きい資産として評価されることから、自己資本比率の低下要因として銀行が PE 投資に対して慎重になる懸念がある。

○特に、PE 投資がよりリスク・ウェイトの大きい「投機的な非上場株式投資」と判断されれば、銀行にとってより一層のリスク増加が見込まれることとなる。

※投機的な非上場株式投資（金融庁 自己資本比率告示案 令和 3 年 9 月 28 日）

- ・短期的な売買により譲渡益を取得することを期待する非上場株式投資
- ・金融市場における相場その他の指標に係る価格変動を伴い、かつ、長期的にトレンド以上の多額の譲渡益または利益を取得することを想定する非上場株式投資

○また、PE 投資におけるコミットメントの空き枠に対しても RWA の算出が求められることから、実際に資金が拠出されていなくても自己資本比率が低下する要因になり得ることに留意する必要がある。

(6) キャッシュフローのリスク

○キャッシュフローのリスクは、投資家の投資資金について PE ファンドへの拠出・回収の時期が不確定なことにより生じる。

そのため、ファンドの投資期間中に投資家が確保していた資金は、投資に回されない期間・金額（投資機会の損失）が相応に存在することとなり、結果的に期待していたリターンを得られないことがある点に留意が必要である。

○投資開始のタイミングでは、主にキャピタルコール方式（投資先企業の資金需要に応じて段階的に資金を拠出する）であることから、投資資金を拠出するタイミングを事前に把握することが困難である。

○また PE ファンドのエグジット時点では、例えば、VC 型のように事業そのものが失敗し、資金回収が困難となるリスクの高い案件であったり、グロース型においてもエグジット時点で売却先の選定が難航し、資金回収が遅延するといった事態も想定しておく必要がある。

1-2. 投資家のリスク管理手法

○投資家を取り得るリスク管理手法は、主に以下の4つが挙げられる。

(1) ファンド・オブ・ファンズ等を活用した分散投資

→残高・案件のリスク、運用者のリスク、投資パフォーマンスのリスク等への対応

(2) セカンダリー市場の活用

→流動性リスク、運用者のリスク、投資パフォーマンスのリスク等への対応

(3) DD を利用したファンド運用状況のモニタリング

→残高・案件のリスク、運用者のリスク等への対応

(4) リスクの定量評価

→投資パフォーマンスのリスク、規制制度リスク等への対応

(1) ファンド・オブ・ファンズ等を活用した分散投資

○投資家が運用者リスクや投資パフォーマンス等のリスクを軽減するためには、分散投資により個別 PE ファンドの影響を抑制することが有効である。個別 PE ファンド等の集合体であるファンド・オブ・ファンズを活用することにより、様々な個別 PE ファンド等への投資機会が得られ、分散投資により各ファンド間でのリスクの相殺効果があることから、当該リスクは軽減されていると言える。

○ファンド・オブ・ファンズは一般的に、投資ファンドの選定にあたり、VC 型・バイアウト型・再生型などの「戦略分散」に加えて、投資コミットメントの年度である「ビンテージ分散」などを行っている。特定ファンドや時期のリスク影響を受けないよう、複数の PE ファンドに分散投資し、投資家が限られた資金で分散投資できるよう商品化されている。

○個別の PE ファンドを選定する際においても、高いパフォーマンスが期待できるとしても同じファンド運用者へ集中して投資をせず、複数の PE ファンドに投資を分散させる観点も必要である。

○また、ビンテージリスクを低減させるためには、投資家が各 PE ファンドへのコミットメント時期をずらすことにより分散効果を狙う方法が一般的である。

但し、実際に PE ファンドが投資を開始するタイミングまで予見できない点には留意が必要である。

(2) セカンダリー市場の活用

○セカンダリー市場を活用して、ファンド組成から相応に時間が経過している PE ファンドの持ち分を他の機関投資家から購入することで、案件初期段階の J カーブ効果を軽減し、資金回収のタイミングを早めることが期待される。

○しかし、本邦のセカンダリー市場の規模はまだ小さく発展途上であり、投資家が売却する局面においては早期に買い手がつく可能性は低く流動性リスクが高いことに留意が必要である。

Ⅱ. プライベート・エクイティ投資のリスクと投資家動向

そのため、流動性確保のためにはまず十分な余剰資金を備えることや、他の資産売却を含めた資金調達手段を複数用意しておくことが肝要となる。

- また、機関投資家がセカンダリー市場で売買を行う際には、投資先企業の将来の成長性も含めた企業価値を評価できるかどうかのポイントとなる。例えば、将来的に高いパフォーマンスを期待できると見込んで適正な市場価値よりも割高に購入してしまうことや、流動性の確保を急ぐために割安で売却してしまうといった点には留意しなければならない。
- 本邦の最近の動向では、三井住友銀行と日本政策投資銀行が出資する WM パートナーズが、2021 年 10 月 19 日に機関投資家の PE ファンドの持ち分を買い取るファンドを立ち上げることで、流通市場の役割を担うことで PE ファンドの流動性を高めることが期待されている。

【セカンダリー投資ファンドの動き】

プライベート・エクイティファンドのセカンダリー投資を目的とするジャパン・プライベート・エクイティ・オポチュニティ 2021 投資事業責任組合への出資について

株式会社三井住友銀行（頭取 CEO：高島 誠、以下「三井住友銀行」）及び株式会社日本政策投資銀行（代表取締役社長：渡辺 一、以下「DBJ」）は、WM パートナーズ株式会社（代表取締役社長：徳永康雄、以下「WM」）が無限責任組合員として運用し、エー・アイ・キャピタル株式会社（代表取締役社長：佐村 礼二郎、以下「AIC」）が投資助言を行う「ジャパン・プライベート・エクイティ・オポチュニティ 2021 投資事業有限責任組合（以下、「本ファンド」）」への出資を決定いたしました。

従来、バイアウト・ファンドやベンチャーキャピタルファンド等、プライベート・エクイティ（以下「PE」）ファンドの投資家による出資持ち分（以下「PE 持ち分」）は 10 年程度の長期間に亘り継続保有することが一般的でありましたが、PE 市場の拡大や投資家による PE 持ち分の保有戦略・運用ニーズの多様化や規制対応に伴い、PE 持ち分を買い取るセカンダリー取引が世界的に拡大傾向にあり、今後、国内においても需要が一層高まるが見込まれます。

本ファンドは、主に国内投資家が保有する PE 持ち分を取得することを目的に設立され、我が国において数少ない、セカンダリー取引の実績を有する運用者である WM 及び AIC が運営するものです。SMBC 及び DBJ は、本ファンドへの出資を通じて PE 持ち分のセカンダリー取引市場の活性化を図ることで、PE 持ち分の流動性向上による国内投資家の PE 市場への参入促進や、投資家層の拡大による国内のリスクマネー供給規模の拡大等、国内 PE 市場の更なる発展に貢献してまいります。

本ファンドは、2021 年 10 月より運営を開始、2022 年 9 月末までを目途に他の国内投資家の参画により 100 億円のファンドとなることを目指しております。

（出所）三井住友銀行プレスリリース（2021 年 10 月 19 日）

(3) DD を利用したファンド運用状況のモニタリング

○2020 年 3 月に経済産業省主導により「投資家向けデューデリジェンス Q&A (DDQ)」ならびに四半期レポート (QR) 雛形」が作成された。ファンド運用者と投資家の情報の非対称性を解消することで残高・案件のリスクや運用者のリスクを軽減し、かつファンド運用者の開示作業を効率化・最適化することにより、投資家の資金流入を増加させることを目的としている。

【投資家向けデューデリジェンス Q&A (DDQ) の内容】

分類	項目	内容
ファンド 概要	会社・ファンドの一般情報	現在地、連絡先、GP・ファンド登録名／等
	ファンド規模 (計算通貨)	募集金額ターゲット、最低募集額、募集上限、ファーストクローズ金額、現状の募集金額
	管理報酬 (%)	投資期間中、追加投資期間中、延長期間中
	投資戦略	投資ステージ、投資対象地域、投資セグメント／インダストリー
	ファンド条件 (年数)	投資期間、ファンド期間、延長期間、ファンド国籍、ファンド形態、クローバック有無
	その他	報告通貨、ハードル、キャリー、キャッチアップ、キャリーエスクロー、GP のコミット、初回クローズ期日、監査法人
基本質問 ・ 詳細質問	基本質問：Yes/No 形式 詳細質問：記述回答形式	1.会社情報全般、2.ファンド情報全般、3.投資戦略／トラックレコード、4.投資プロセス、5.チーム、6.利害の一致、7.市場環境、8.ファンド条件、9.企業統治／リスク／コンプライアンス、10.環境、社会と企業統治 (ESG)、11.会計／バリュエーション (価値評価)／リポーティング、12.法務／管理

【四半期レポート (QR) の内容】

項目	内容
ファンド概要	ファンド規模、コミットメント額の推移、パフォーマンスの推移、ポートフォリオ分散状況／等
財務諸表	貸借対照表、損益計算書
投資先情報一覧	企業名、業種、証券種別、投資実行日、保有比率、投資額、投資簿価、時価、回収額、投資倍率
キャピタルコール・分配金明細	日時、キャピタルコール、分配金／等
ポートフォリオ企業サマリー	ファンド運用者による投資先企業のサマリー (自由記述形式)

(出所) 経済産業省「投資家向けデューデリジェンス Q&A (DDQ)」ならびに四半期レポート (QR) 雛形」より MURC 作成

(4) リスクの定量評価

- 株式や債券といった伝統的な資産においては、市場リスクを計測する際に VaR (Value at Risk : リスク資産の経済価値評価) やストレス・テストといった統計的な手法による定量評価が一般的である。
- 一方、PE 投資は主に市場流動性が低い非上場株式が投資対象となることから、時価評価の頻度が少なく、また開示にタイムラグがあることから長期的なパフォーマンス評価をせざるを得ない。
- そのため、過去実績の影響（正の自己相関がある状態）を受けてパフォーマンスの変動が小さく見える「平滑化問題」により、リスクが過小評価されているといった点が指摘されている。この問題を解決するために、PE の過去実績の時系列データから正の自己相関を排除すると、上場株式指数と一定程度の相関関係を持ちリスクが高く計測されることが知られている。
- PE は上場株式との相関関係を利用して、伝統的な資産と同様に VaR やストレス・テストといった統計的なリスク計測は可能となる。
しかし、PE 投資は「企業価値向上を目的とした長期的な投資」が前提であることから、他の上場株式と同様に短期的なリスク評価を実施するのは本質的ではないとも考えられている。

2. 機関投資家の狙い・動向

2-1. 概要

- 上場株式や国債といった伝統的な投資においては、全ての投資家が等しく投資機会を与えられており流動性も高い一方で、資産価値は市場の環境に大きく左右されることから高いリターンを得るためには高いリスクを伴う。
- 一方、オルタナティブ投資の一部である PE 投資では、投資家はファンド運用者からの案件紹介等（私募形式）がなければ投資することができないため投資機会は限定されるものの、長期的な投資期間を通じて上場株式等よりも高いリターンが期待できることから、機関投資家のポートフォリオへ組み入れるには有力な選択肢の一つと言える。
- 次頁より、本邦における PE 投資の主な機関投資家である「銀行」「保険会社」「年金基金」それぞれの投資状況や投資方針を記載する。

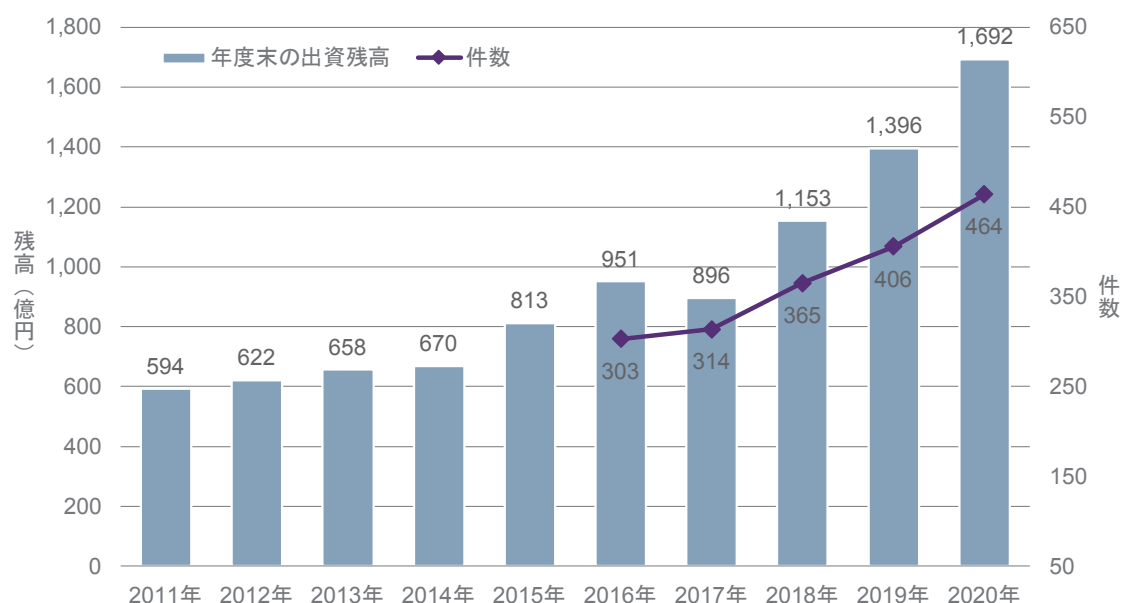
2-2 銀行

(1) ファンドへの投資状況

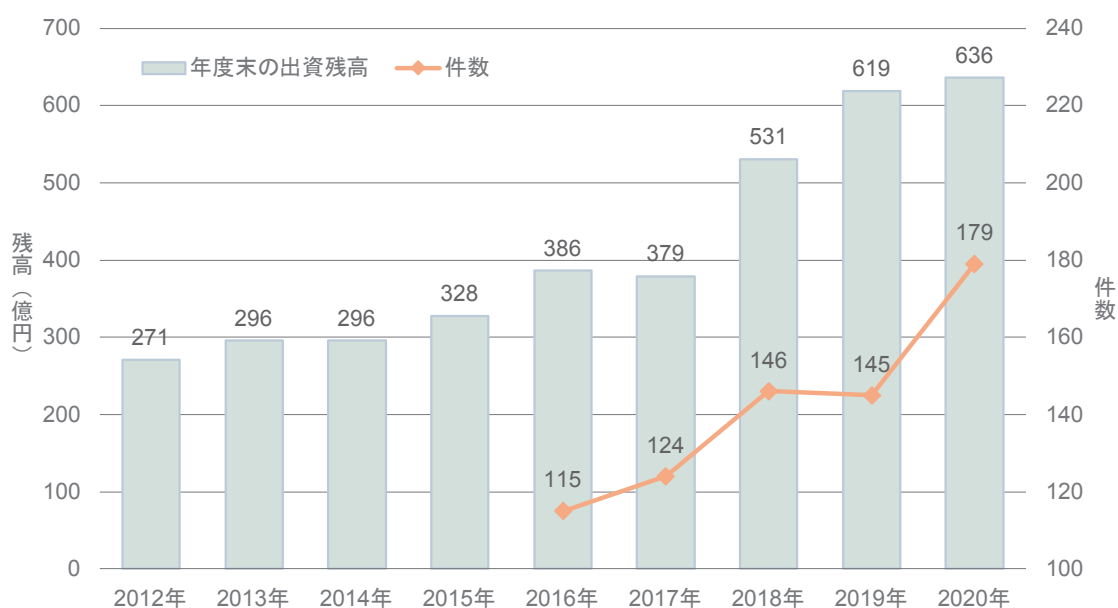
○金融機関を取り巻く経営環境は、世界的に低金利が長期化して運用収益が低迷し、さらに追い打ちをかけるように昨今の新型コロナウイルス蔓延による経済活動停滞から企業業績も悪化しており、収益が低迷する中でリスクが増大する厳しい環境が続いている。

○本邦のメガバンクや地銀においても、本業における貸出利鞘の低下による運用収益悪化を背景にオルタナティブ投資への資金流入が増えている。特に、地銀では地域の産業育成・活性化に対する取り組みを継続的に実施しており、特に2015年頃からファンドへの出資残高・件数が増加基調となっている。

【地銀における企業育成ファンドへの出資実績】



【地銀における企業再生ファンドへの出資実績】



(出所) 一般社団法人全国地方銀行協会「地方銀行における「地域密着型金融」に関する取り組み状況」(各年度)より MURC 作成

Ⅱ. プライベート・エクイティ投資のリスクと投資家動向

- 地銀における PE 投資の規模は 1 行あたり 2～3 百億円程度が多く、大手地銀では 5 百億円程度である。堅調な増加は続いているものの、投資リスクの大きさ等も考慮され、貸出金残高の 1%に満たない水準での運用となっている。
- 地域金融機関における PE 投資は、地域経済の再生・活性化や自行の収益性向上を目的とした資金運用手段の 1 つとして、今後も拡大傾向が続くことが見込まれる。
- 一方、メガバンクでは、主に法人部門の顧客に対する融資や外為・決済などの付随する案件を獲得するためにオルタナティブ投資が実施されてきた背景もあり、これまでは銀行本体による積極的な PE 投資はみられなかった。
- その中で、三菱UFJ フィナンシャルグループでは、2021 年 4 月より市場事業本部内に「市場企画部 ポートフォリオ運用室」を設置し、従来の投資の枠組みとは異なる「新機軸投資」の枠組みを設定することで、長期分散投資への機動的な投資を実現する。オルタナティブ投資（PE、不動産投資信託など）を含めた投資対象を設定し、3 年間で 1 兆円の運用資産残高を目指すこととしている。

【MUFG 新機軸投資】

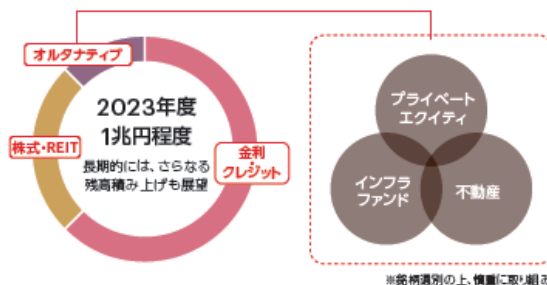
新機軸投資ビジネス

低金利環境の継続、預金超過構造の拡大が見込まれるなか、中長期的な観点での新たな収益源の確保は喫緊の課題の一つです。新機軸投資は、中長期での持続的・安定的な財務収益への貢献をめざし、多様なリスク特性・資産への長期分散投資を行います。銀行の国債や株式の機動的な運用の知見と、クレジット・オルタナティブ投資のノウハウを持つ信託の知見を結集した、新たな組織体制で運用を行います。長期的な目線での運用スタンスと親和性が高いサステナビリティ・ESG投資にも取り組みます。

長期的目線に立った新たな運営スタイル

▶ 債券や株式に加え、リスク・リターン特性の異なるオルタナティブ資産（プライベートエクイティ・不動産等）を投資ポートフォリオに組み入れ

ポートフォリオイメージ



（出所）MUFG ディスクローチャー誌 2021

- 今後、メガバンクの市場部門における純投資領域でのオルタナティブ投資が拡大する傾向はみられるものの、地域金融機関の運用ポートフォリオと比較すると、未だメガバンクの PE 投資の割合は相対的に低いと言える。
- 前述の通り、銀行では自己資本比率規制の影響を受けるため、PE 投資拡大にはリスクへの備えとして十分な自己資本の確保が求められる。そのため、PE 投資の拡大には比較的高い自己資本比率の維持が必要であり、各行が PE 投資へ投入可能な資金は各行の自己資本の充実状況にも依存する。

(2) GP としての参加

○銀行が PE ファンドへ出資する場合、LP（有限責任組合員）として参加する方法が一般的ではあるが、GP（無限責任組合員）としてファンド運営自体にも関与する動きもみられる。

○現状、メガバンクにおいては、以下の GP 子会社による PE 市場への関与がみられる。

- ・三菱UFJ銀行系：株式会社丸の内キャピタル
- ・三井住友銀行系：SMB Cベンチャーキャピタル株式会社、WM パートナーズ株式会社
- ・みずほ銀行系：みずほキャピタル株式会社、MCP キャピタルパートナーズ株式会社
- ・りそな銀行系：りそなキャピタル株式会社

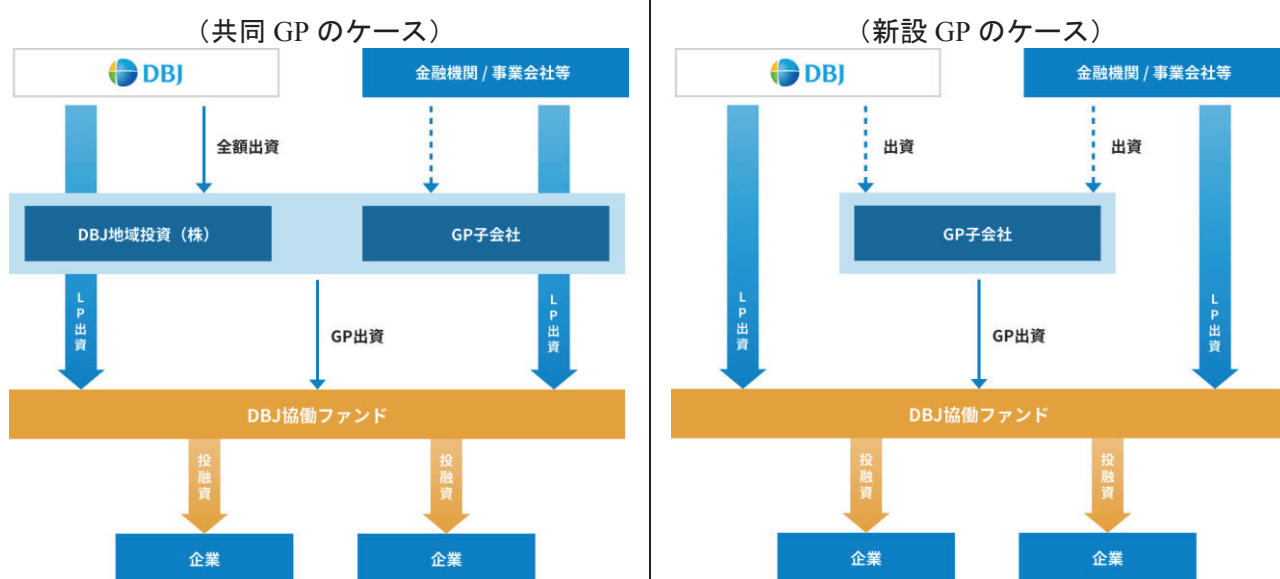
○メガバンクが GP としてファンド運営に携わる目的としては、「融資だけでは支援が困難な顧客・案件への参画」や「出資に付随するファイナンス案件の獲得」「顧客リレーション向上」などが考えられる。今後は豊富な資金量を背景としたファンドの立ち上げ等により「市場拡大・活性化」や「市場流動性の向上」へ貢献する政策的な役割が期待される。

○地域金融機関では、政府系金融機関と共に GP（無限責任組合員）子会社を活用してファンドの管理・運営および出資をするケース（いわゆる官民ファンド）もある。

○日本政策投資銀行では、地場企業・産業の成長や地域活性化等に資するリスクマネーの供給を目的として、地域金融機関との間で協働ファンドを設立している。

○これは、案件の規模やリスクの大きさ等から地域金融機関が単独で実行するのは難しいファイナンスを、日本政策投資銀行との協働により実施することで、地域経済の活性化のみならず地域金融機関の投資機会の拡大などを目指す取り組みである。

【日本政策投資銀行による協働ファンドのスキーム図】



（出所）日本政策投資銀行 HP より

- また、農林中央金庫においても、2021 年 10 月に農林中金キャピタルを設立し、PE ファンドを通じて地域金融機関から資金を集めるとともに、自庫の収益力向上を目的としている。

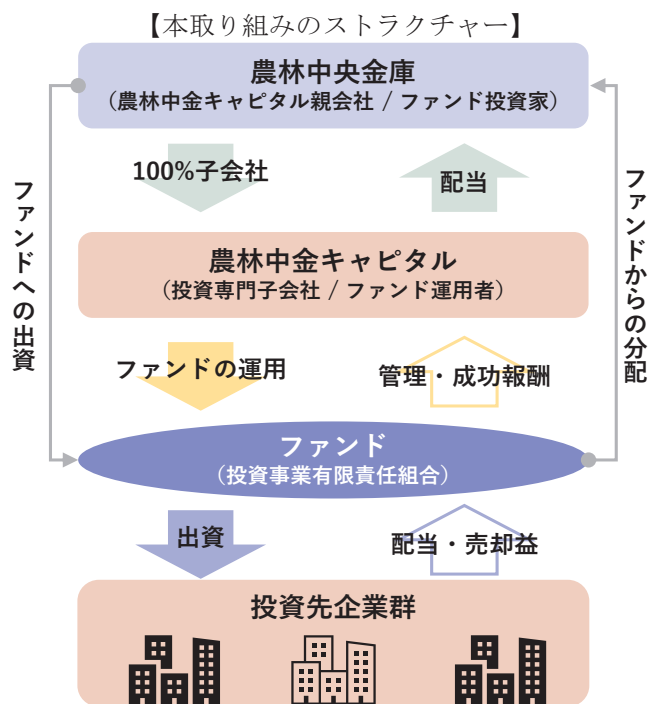
【農林中金の動き】

農林中金キャピタル株式会社の設立について

農林中央金庫（代表理事理事長：奥和登）は、プライベート・エクイティ分野における投資の拡充を目的に、2021 年 8 月 10 日に投資専門子会社となる農林中金キャピタル株式会社を設立いたしました。

なお、営業開始は 2021 年 10 月 1 日を予定しております。

農林中金キャピタル株式会社では、職能関連（アグテック、フードテック）を含むテクノロジー系のベンチャー企業への投資（イノベーション投資）や成長。成熟企業への投資（バイアウト・グロース投資）により、様々なステージにある企業へのリスクマネーの提供や経営支援に取り組み、本邦企業、社会、経済の持続的発展に寄与してまいります。



（出所）農林中央金庫プレスリリース（2021 年 8 月 10 日）

- 銀行本体が GP となった出資の場合、銀行法上の議決権取得等制限（5%・15%ルール）に抵触し、少額出資に限定されることから、現状では同制限の例外となる一定の子会社（投資専門会社）を通じて出資している。
- これは銀行が、出資先への過度な事業支配力の集中を防止するため、かつ銀行の健全性を確保するための必要措置であるが、より積極的なファンド組成を実施するために同制限の緩和を求める声は挙がっている。

Ⅱ. プライベート・エクイティ投資のリスクと投資家動向

○こうした声に対応する形で、令和3年5月26日付で「新型コロナウイルス感染症等の影響による社会経済情勢の変化に対応して金融の機能の強化及び安定の確保を図るための銀行法等の一部を改正する法律」が公布された。

その中で、「早期の経営改善・事業再生支援や、中小企業の新事業開拓の幅広い支援を可能とする観点から、出資可能範囲・期間を拡充する」などの措置が講じられている。

（３）エクイティ出資以外の活用（LBO ファイナンス）

○特に銀行においては、PE ファンドへの投資としては通常のエクイティの他に、LBO ファイナンス（Leveraged Buyout（レバレッジド・バイアウト）：買収企業の資産等を担保とした貸出）を通じた資金運用も可能である。

○銀行にとって LBO ファイナンスは「貸出」であり、「出資」である PE 投資とは取扱いが異なる。

○LBO ファイナンスでは、貸出先企業の財務状況・信用状況、買収スキーム等に応じてデフォルトリスク（信用リスク）を評価する必要がある。万が一、貸出先企業が倒産した場合には、LBO ファイナンスでは不良債権となる恐れがあるが、エクイティである PE 投資と比較すると、最終的に回収できる金額は大きい可能性がある。

○また、自己資本比率規制上の取扱いも異なる。貸出先企業の信用力（銀行の貸出先に対する内部格付）次第で、新規貸出の増加（＝信用リスクの増加）は自己資本比率への低下要因になり得るが、一般的には出資の方が必要となる自己資本額は大きい。

○一方で LBO ファイナンスは貸付金利のみが収益となるため、リスク・リターンを考慮し、「PE 投資（エクイティ）」と「LBO ファイナンス」のバランスを鑑みる必要がある。

2-3. 保険会社

(1) オルタナティブ投資の状況

○保険会社においては、2025 年 4 月から経済価値ベースの資本規制（ICS）の導入が予定されており、これまで以上にリスクに対する資本の効率的な経営が求められることとなる。

○保険会社各社の動向は、足元では主に金利リスクの削減を計画しつつ、収益力強化のために投資する資産を検討している。その中でも収益力の高い投資先の 1 つとして、PE 投資をはじめとしたオルタナティブ投資での運用を積極的に実施していく方針を定めている。

【保険会社各社のオルタナティブ投資の方針】

分類	社名	オルタナティブ投資の方針（抜粋）
生命 保険	第一生命保険株式会社	収益性の確保やポートフォリオのリスク分散を目的に、オルタナティブ資産を積み増す方針ですが、株価水準次第で外国株式全体の残高を機動的にコントロールする方針です。また、投資スタイルの分散や地域分散を図りながら、ポートフォリオの収益力向上・安定化を図ります。
	日本生命保険株式会社	ポートフォリオの変革については、円金利資産の長期化による金利リスクの圧縮や、海外を中心としたクレジット資産の積み増し、オルタナティブ資産等への国際分散投資の推進を通じて、長期安定的運用収益の確保とリスク削減の両立を目指します。
	株式会社 かんぽ生命保険	新資本規制導入に適切に対処しつつ、オルタナティブなどの投資領域毎とポートフォリオ構築の両面から資産運用を深化・高度化します。
	住友生命保険相互会社	2021 年度は、低金利環境が続くとの見通しの下、ALM運用ポートフォリオでは、超長期の国内債券への投資等により、国内金利リスク削減を一層進めるとともに、為替リスクをとらない外貨建クレジット資産や非伝統的資産等への投資を進めていきます。
損害 保険	東京海上日動火災保険株式会社	外国証券やオルタナティブ投資等も活用しながら、国内外でのリスク分散と運用手法の多様化を図ることで、中長期的な収益確保を目指しています。
	三井住友海上火災保険株式会社	純資産残高を活用して、非流動性プレミアムを取得できる、オルタナティブ投資を拡大 (参考) 2020 年度の資産運用概況 低金利環境下での収益性の維持・向上のため、外国債券、外国株式、オルタナティブ等、相対的に高いリターンが期待できる資産（収益期待資産）への分散投資を段階的に実施しており、2020 年度の収益期待資産への投資残高は 7.2 兆円と 2016 年度対比 1.6 兆円増加しております。
	損保ジャパン株式会社	株式・債券等への投資や融資などの伝統的な手法に加え、インフラ投資やオルタナティブ投資など、国内外でリスクの分散と運用手法の多様化を図りつつ、中長期的な収益確保を目指しています。

（出所）各社 2021 年 3 月度ディスクロージャー誌および決算報告書より抜粋

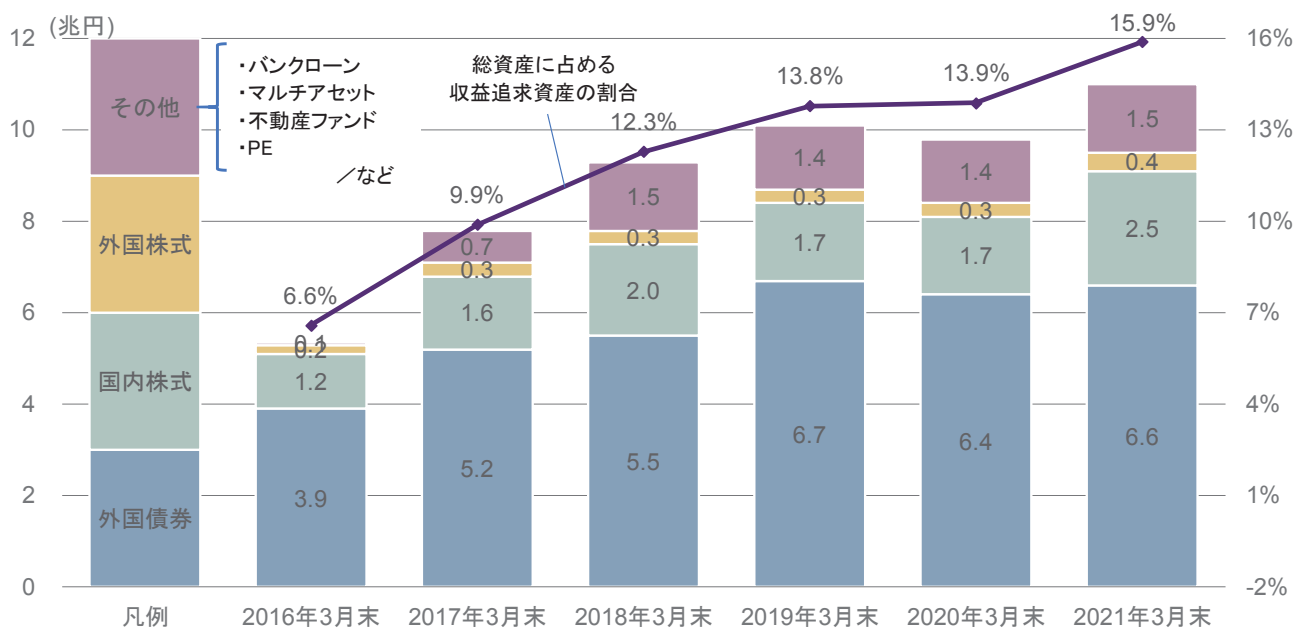
(2) かんぽ生命保険の状況

○かんぽ生命保険では、2021年5月に公表された「中期経営計画(2021年度～2025年度)」によると、リスク対比リターンの向上を追求すべく、収益追求資産*の割合を足元の15.9%から18%～20%ほどに拡大する方針を示している。

※収益追求資産は、貸借対照表上「金銭の信託」および「有価証券」に計上している資産のうち、資産運用目的で保有する国内外の株式、外貨建債券、投資信託等が対象。

○そのうち、オルタナティブ投資（下図では「その他」に分類）については、2018年より投資を開始しており、2020年度以降は投資額を拡大している状況である。

【収益追求資産残高の推移】



(出所) 株式会社 かんぽ生命保険 「2021年3月期 決算・経営方針説明会資料」より MURC 作成

2-4. 年金基金

(1) 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）

① PE 投資の状況

○年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）では、PE 投資の運用方針を以下のように定めて投資を行っている。

【PE 投資の運用方針】（年金積立金管理運用独立行政法人 HP より抜粋）

創業、成長、発展、再生といった、通常の上場株式への投資ではカバーしきれない様々な企業ライフステージにある非上場企業の株式等へグローバルに分散投資を行うことにより、投資ポートフォリオ全体の分散効果を高めリスクの低減に貢献します。また、PE ファンドによる経営支援等により企業価値が増大することで、中長期的に上場株式運用を上回る投資リターン確保を目指します。

○GPIF では 2014 年からオルタナティブ投資による運用を開始しており、資産構成全体の 5%を上限としているが、2021 年 3 月末時点における投資額（時価総額）は「1 兆 3,419 億円（年金積立金全体に占める割合は 0.7%）」にとどまる。うち、PE 投資の時価総額は「610 億円」とさらに小さい。

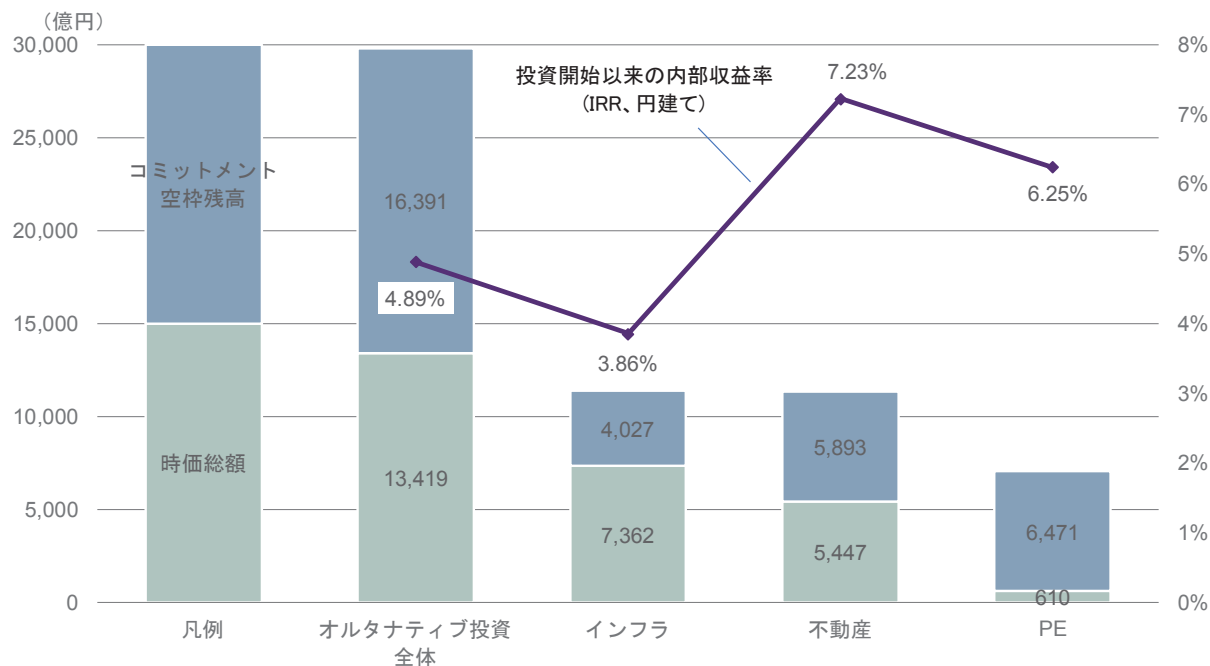
○PE 投資は、2015 年に新興国の消費関連企業等のプライベート・エクイティ（PE）に投資する外貨建て投資信託受益証券を保有し、2020 年度からは先進国を中心とした PE ファンド（ファンド・オブ・ファンズ）への分散投資を実施している。

○2021 年 3 月末時点の PE 投資は、コミットメント額 7,081 億円に対して実際に運用されている投資額としては 610 億円ほどと少なく、投資先企業の選定状況・資金需要に依存することから、実際の投資額の積み上がり方が遅いことがわかる。

○PE 投資を開始した初期段階（～2017 年度）では、相応に組成費用等が発生していることから内部収益率（IRR）は「-9.57%」と低いものの、2021 年 3 月末時点での IRR は「6.25%」まで上昇している。

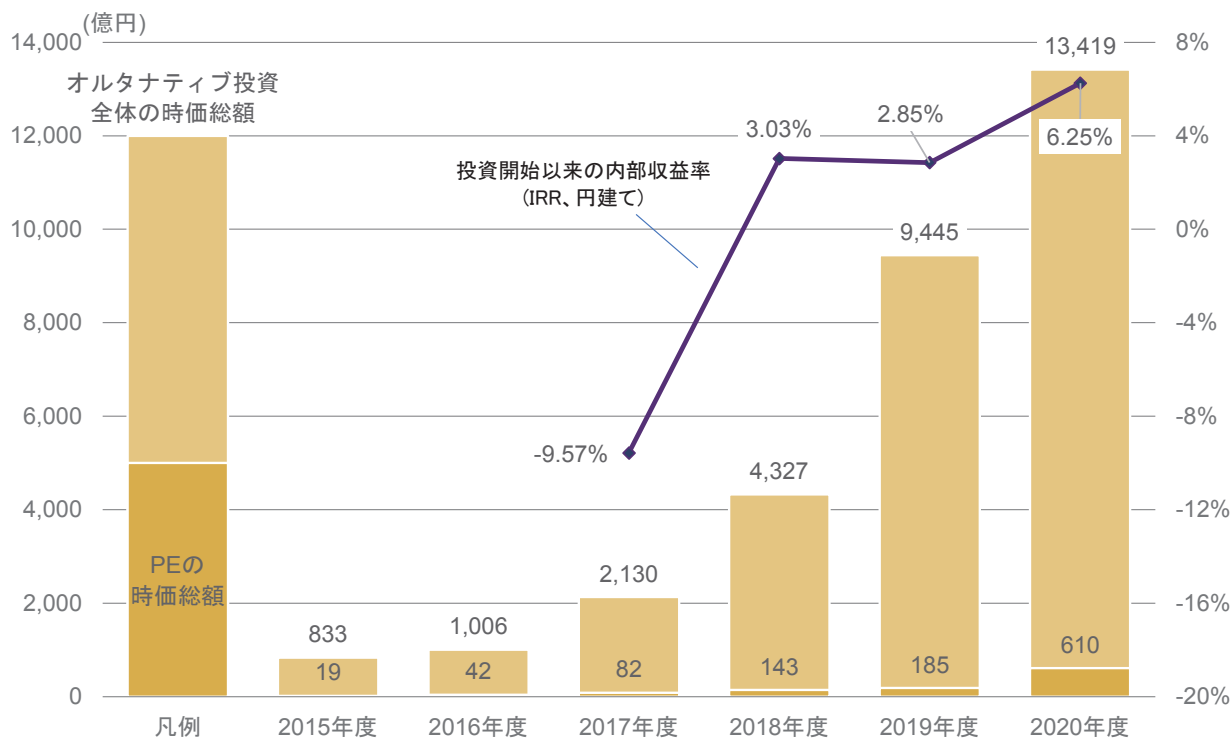
一般的な PE 投資の IRR 水準（10 数%ほど）からは低いものの、オルタナティブ投資全体の 4.89%を上回るパフォーマンスを発揮している。

【オルタナティブ投資の運用状況（2021年3月末時点）】



（出所）年金積立金管理運用独立行政法人「2020年度業務概況書」より MURC 作成

【PE投資の時系列推移】



（出所）年金積立金管理運用独立行政法人「（各年度）業務概況書」より MURC 作成

② PE 投資の特徴

○GPIF では、PE 投資として一般的な非上場企業の株式への投資のほか、非上場企業の債権への投資（プライベート・デット）等をしている点が特徴的である。

○地域別の投資対象では、主に北米や中国をはじめとした海外の非上場企業であり、新興国に対しても積極的に投資を行っている。セクター別には幅広い投資を行っているが、国や地域の経済発展に応じて内需に連動した一般消費財・生活必需品といったセクターに注力している。

【GPIF による PE 投資の特徴】

項目	内容
投資対象	非上場企業の株式（プライベート・エクイティ）及び非上場企業が発行する債券や非上場企業に対するローン（プライベート・デット）等への投資
運用スタイル	【新興国プライベート・エクイティへの投資】 新興国の非上場株式、特に今後の人口動態や経済発展によって高い成長が見込め、より内需に連動した消費関連企業等への投資を行うことにより、GPIF の新興国株式投資ポートフォリオの業種の偏りを改め、バランスよく世界経済の成長の果実を獲得することを目的としている 【先進国を中心としたグローバル・戦略分散型の投資】 プライベート・エクイティ投資の投資環境が整備されている先進国を中心に、グローバルに様々な企業ライフステージやセクターに、複数の戦略手法を組み合わせ分散投資を行う。先進国を中心とした経済成長や産業の拡大、企業価値増大を幅広く捕捉し、投資ポートフォリオ全体のリスク・リターン効率の向上を目指す
運用状況	【主な構成比(2021 年 3 月末時点)】 国・地域別：北米 35%、中国 22%、インド 15%、欧州 12% セクター別：一般消費財 19%、生活必需品 17%、素材 17%、ヘルスケア 13%
今後の運用	グローバル・戦略分散型を通じた投資の進捗に応じて、市場規模が大きい先進国を中心にグローバルに投資が拡大していく見込み

（出所）年金積立金管理運用独立行政法人 HP より MURC 作成

○また、GPIF では、市場リスクや流動性リスクといった伝統的な資産のリスク管理に加えて、オルタナティブ投資固有のリスクとして以下の内容を挙げている。

【オルタナティブ投資固有のリスク事象の例】

項目	リスク事象の例
アセットクラス固有のマネジャーの専門能力	投資判断におけるマネジャーの専門性の変動
長期運用に適する組織の安定継続性	マネジャーの組織体制の変更、規定された投資プロセスの逸脱
資産価値評価の妥当性	投資先の時価評価・検証方法の変更
事業環境の継続性	保有資産の将来キャッシュフローに影響を及ぼし得る、法令・規制の枠組みの変更

（出所）年金積立金管理運用独立行政法人「2020 年度業務概況書」より抜粋

(2) 企業年金連合会

① PE 投資の状況

○企業年金連合会では、PE 投資は年金資産運用の基本方針（以下参照）にて方針を定めて 2002 年秋より投資を行っている。

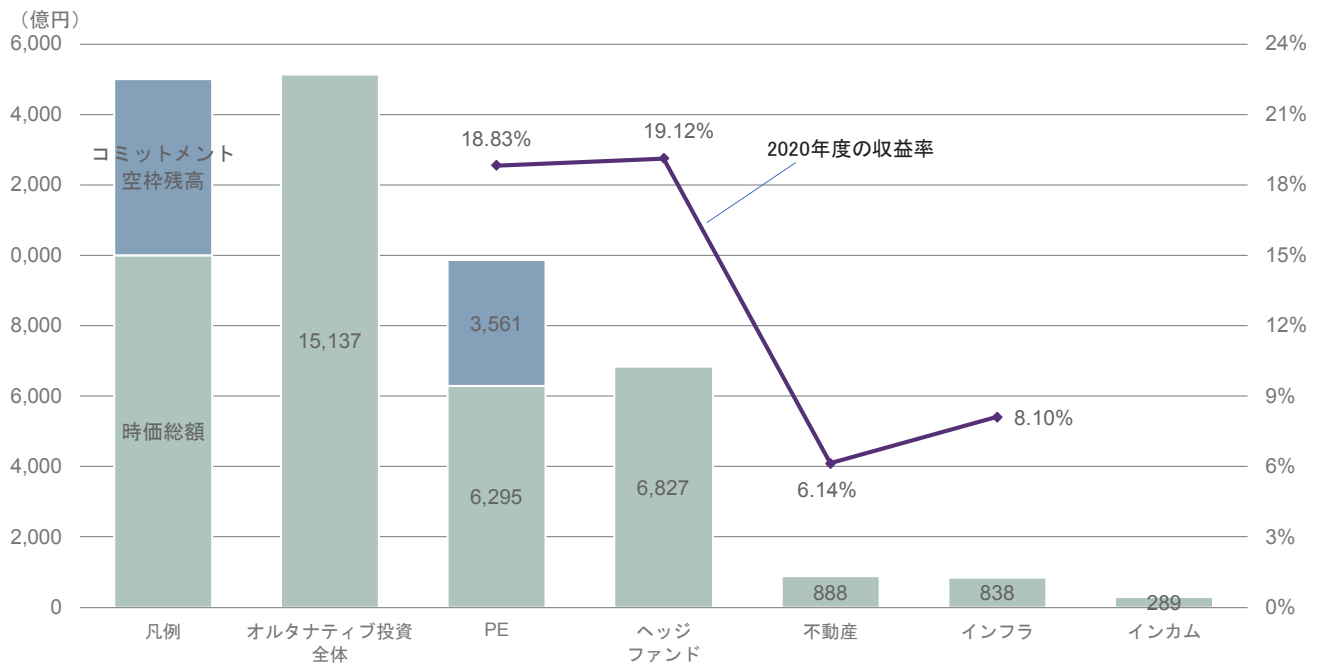
【プライベート・エクイティ投資の方針】（企業年金連合会 年金資産運用の基本方針より抜粋）
プライベート・エクイティ投資（バイアウト、ベンチャーキャピタル、及びそれらに準ずる投資）は、主に流動性プレミアムと投資先企業に対する有効なガバナンスから生まれるアルファ※を長期的に獲得することを目的とし、株式エクスポージャーの一部として、実投資残高で当該総資産の 4%（±2%）を目途に投資を行う。

※アルファ：超過収益の指標

○2021 年 3 月末時点の投資額は「6,295 億円（資産全体の 5.2%）」であり、投資上限の目途値に近い水準で運用され、かつ 2015 年度の時価総額「3,225 億円」から比較して倍近く増加していることから、企業年金連合会は PE 投資へ積極的な投資を行っていることがわかる。

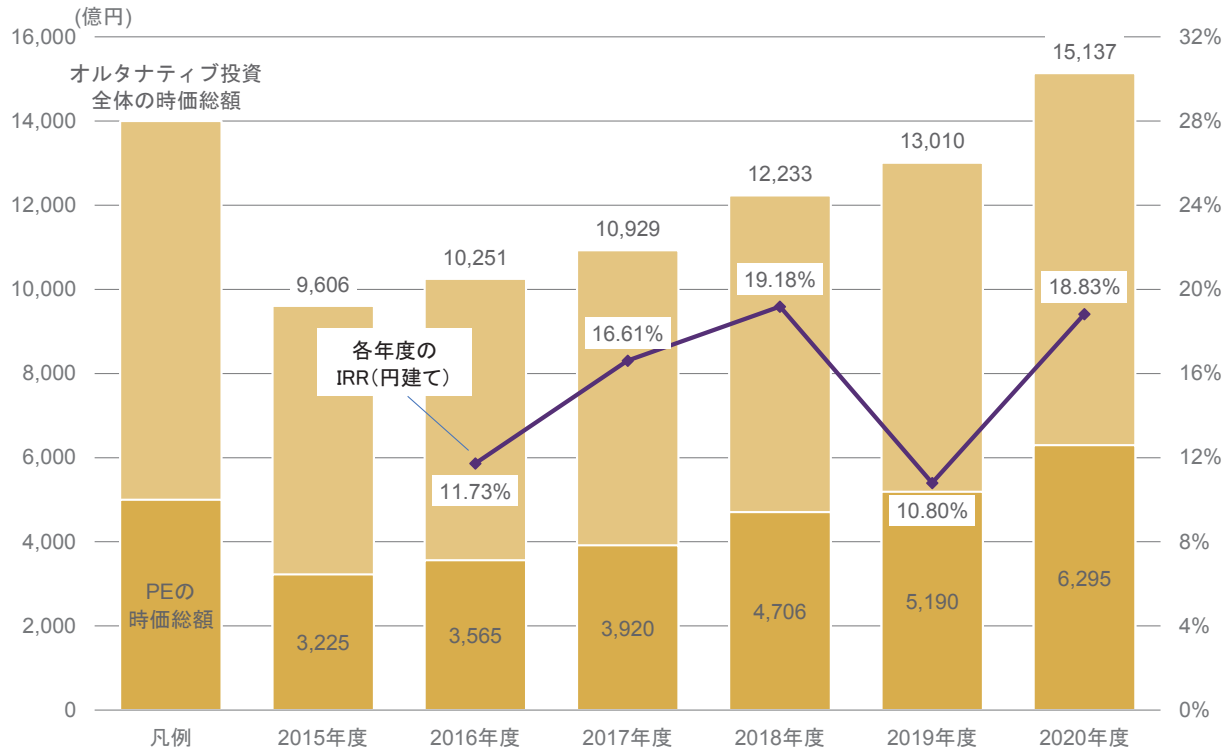
○また、PE 投資の 2020 年度の収益率（円建ての IRR）は 18.83%（2002 年 10 月の投資開始以来では 13.1%）と高いことから、後述するビンテージリスクの分散への取り組みやこれまでの長期的な運用（J カーブ効果の影響縮小）により高いリターンが得られていると考えられる。

【オルタナティブ投資の運用状況（2021年3月末時点）】



（出所）企業年金連合会「2020年度 年金資産の運用状況（概況）」および「2020年度企業年金連合会 年金資産運用状況説明書」より MURC 作成

【PE投資の時系列推移】



（出所）企業年金連合会「2020年度 年金資産の運用状況（概況）」および「2020年度企業年金連合会 年金資産運用状況説明書」より MURC 作成

② PE 投資の特徴

○企業年金連合会による PE 投資は、シングルファンドによる運用が中心であり、リスク分散化を考慮しつつ、安定的なリターンを得るために幅広い投資手法を用いて投資機会を捉えていくことを目指している点に特徴がある。

【企業年金連合会による PE 投資の特徴】

項目	内容
投資対象	2021 年 3 月末現在では、シングル・ファンド（国内 30 社、海外 86 社）が中心であり、ファンド・オブ・ファンズに対しては、例えば米国のトップベンチャーキャピタルや小型ファンド、一部のエマージング市場などへの効率的な投資を実行するために活用している。
運用 スタイル	【ビンテージ分散】 中長期的な観点から投資エクスポージャーを維持し、ビンテージ分散を図るため、毎年度、20 前後のファンドに対して合計 700 億円程度の新規のコミットメントを継続に実施している。 【投資戦略】 リスク・リターン特性や市場の厚み等を考慮してバイアウト投資（グロース含む）を中心（70～90%を目安）としたポートフォリオを構築し、その他の戦略と合わせた分散効果を期待している。 【地域】 全世界の市場規模を勘案した地域分散を図っているが、市場の厚みや戦略・取引案件の多様性等から米国中心（50%～65%を目安）としたポートフォリオとなっている。 【投資形態】 ファンド期間全体を通して期待されるリターンを全て享受するために長期投資を前提としたプライマリーでの参加を中心としている。セカンダリーや直接共同投資についても投資機会を捉えて投資する方針である。 【業種】 過度に特定の業種へ集中しないように、業種分散型と業種特化型のファンドを組み合わせるポートフォリオを構築するように配慮している。
運用状況	【主な構成比(2021 年 3 月末時点)】 戦略別：バイアウト 68%、グロース 18%、ベンチャー10%、その他 4% 地域別：米州 57%、欧州 15%、日本 14%、アジア・その他 14% 投資手法別：プライマリー87%、直接共同投資 9%、セカンダリー4% 業種別：IT26%、消費財 19%、ヘルスケア 16%、資本財・サービス 14%

（出所）企業年金連合会「2020 年度企業年金連合会 年金資産運用状況説明書」より MURC 作成

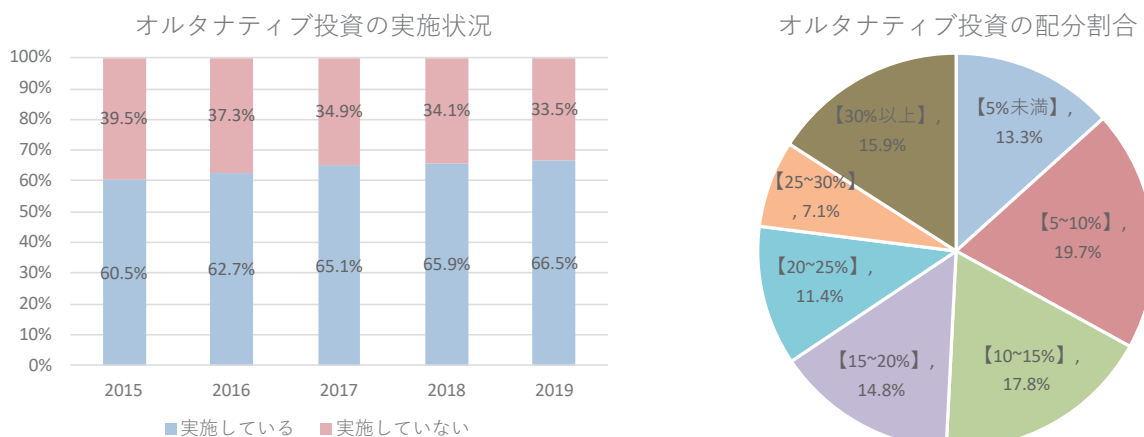
(3) 企業年金基金

○企業年金基金は、各基金の運用方針に基づいて運用を行っているため、各基金により PE 投資への投資状況は異なる。

○確定給付型企业年金の PE 投資は、2020 年 3 月末時点の平均値で運用資産全体の 1.03%と、極めて限定的な資産配分となっている（金融庁「第 12 回金融審議会 市場制度ワーキング・グループ資料」より）。

○一方で、PE 投資を含むオルタナティブ投資は、基金全体の 66.5%が実施しており、その割合は上昇している。またオルタナティブ投資への投資資産配分も、「5%未満」とする基金が 13.3%いる一方で、「30%以上」を配分する基金の割合も 15.9%となっている。

【企業年金基金におけるオルタナティブ投資の状況】



（出所）企業年金連合会「企業年金実態調査結果（2019 年度概要版）」より MURC 作成

○企業年金基金において、オルタナティブ投資は、個別基金の方針はあるものの、主要な投資手法として拡大してきており、その傾向は今後も続くと思われる。ただし、オルタナティブ投資の中では、ヘッジファンドや不動産ファンド、マルチアセットなどへの投資が主流となっており、PE 投資への投資はまだ限定的であることが伺える。

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

1. PE ファンドを活用した新しい動き
2. 投資対象企業の観点
3. 機関投資家の観点
4. 政府（規制当局）の観点

1. PE ファンドを利用した新しい動き

○これまでの純粋に運用収益を追求する PE ファンドに加えて、近年では PE 投資を活用して企業支援や産業育成、地域活性化などを旨とする PE ファンドが増加している。

○本項では、こうした特定の政策目的等を持つ PE ファンドとして以下の 4 つのトピックを取り上げる。

1. コーポレート・ベンチャーキャピタル (CVC)
2. 官民ファンド
3. 大学系ベンチャーキャピタル
4. 地域ファンド

○なお、上記トピックで紹介するファンド事例の中には、ファンドの成り立ちや目的から複数のトピックにまたがるファンドも存在する。

例えば、後述する「地域経済活性化支援機構」のように「官民ファンド」であり「地域ファンド」の特徴があるファンドがあることには留意が必要である。

○PE 投資は、非上場企業への投資を通じて、非上場企業の企業価値向上により、運用収益を獲得する投資行動であり、これまでは主に運用利回りの高さや伝統的な債券・株式投資との異なる分散効果などの「投資的側面」の特性から発展してきた。

○一方で、前述の特定の政策的目的を持つ PE ファンドは、投資ファンドである以上、運用収益を獲得することが求められるが、それ以上に、ファンド運営において政策的目的との合致性や支援の意義などが重視されている。PE ファンドが持つ「機能的側面」、すなわち、PE ファンドを活用することにより、特定の企業へのみの投資に比べて、

- ・産・学・官・金など、多様な出資者・協力者の関与が可能であること
(企業支援のアドバイス、オープンイノベーション、地方創生プロジェクト等)
- ・事業承継や企業再生など、多様な利害関係者間の調整が行いやすくなること
- ・長期のファンド期間にわたる安定的な支援が可能であること
- ・リスクマネーの分散が可能であること

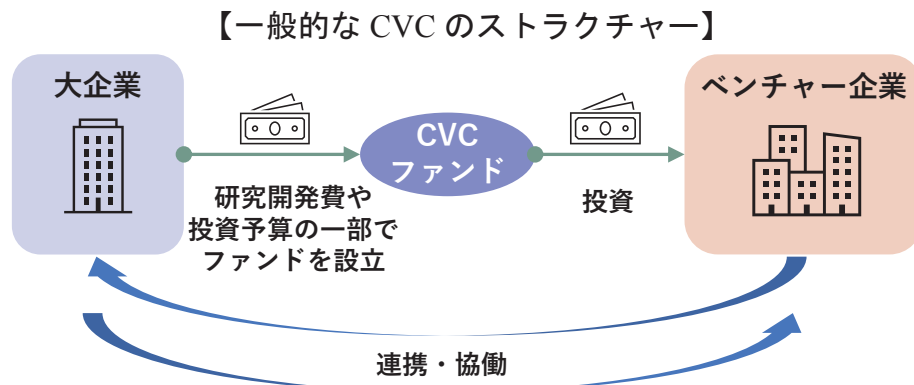
といった特性を政策的目的の実現に活用しようとするものである。

○「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」の制定など、投資家の責任が求められる社会環境の中で、PE ファンドを活用したこうした取組みは今後も拡大していくものと考えられる。

1-1. コーポレート・ベンチャーキャピタル (CVC)

(1) 概要

- CVC とは、事業会社（主に大企業）が自社の戦略のため新興企業等のベンチャー企業に対して投資を行う手法である。
- これまで VC と言えば、主に専門ファンドが複数の投資家から資金を集めて出資を行い、投資先企業の企業価値向上を通じてリターンを得ることが主な目的であった。
- 一方 CVC は、昨今、大企業が多様化・複雑化する顧客ニーズに機動的に応えるべく「製品開発までの期間短縮」や「独創的な新商品の開発（オープンイノベーション）」「既存事業の防衛」等を目的として、ベンチャー企業が保有する専門技術やアイデアを活用すべく、自己資金を元手にファンドを設立してベンチャー企業へ投資する手法である。



【CVC を設立する企業のメリット・デメリット】

メリット	◎新商品・新サービスの開発費用の低減、開発期間の短縮 ◎新規事業展開へのリスク低減 ◎オープンイノベーションの獲得
デメリット	●優良な投資先の選定が困難 ●ファンド運用・管理のノウハウが不足

○CVC ファンドの設立形態は以下の2つに大別できる。

- ・自社単独で CVC ファンド設立（GP 子会社）
- ・他の事業会社や VC との協働出資による CVC ファンド設立

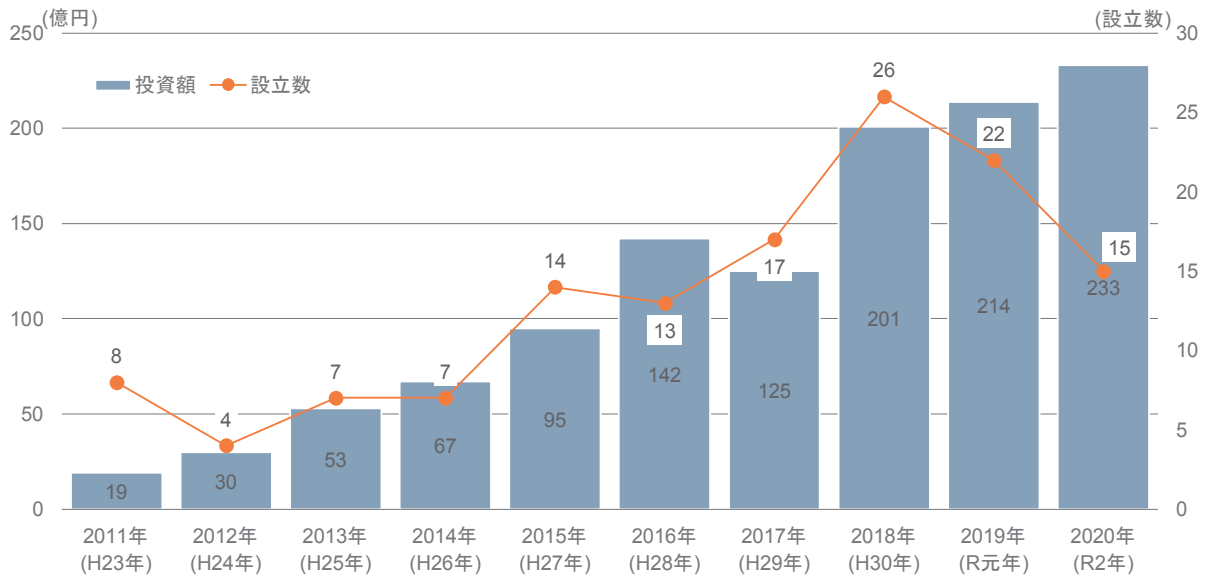
本邦では、CVC を設立する企業の「ファンドの運営・管理に対するリソース・専門知識の不足」や「共同出資による投資額の抑制」「幅広い知見を活用した投資先企業の選定」といった狙いから「他の事業会社や VC との共同出資による CVC ファンド設立」が多い傾向がみられる。

(2) 投資状況

○本邦における CVC の投資額および設立数の推移を以下に示す。

○本邦における CVC の投資額および設立数はともに増加しているものの、令和 2 年においてはコロナ禍による影響もあり設立数は減少している。

【本邦における CVC の投資額および設立数の推移】



(出所) 株式会社 INITIAL 「2020 Japan Startup Finance」 より MURC 作成

(3) 今後の課題

○CVC は、投資先企業独自のサービスや技術を活用し、自社の新規事業の展開や既存事業の拡大などといったメリットを享受することで、企業間競争力を向上させる効果が期待できる。

○CVC を設立する事業会社は、投資先企業の経営の自由度が低下する可能性にも配慮し、投資先企業の成長に繋がるような協業体制・支援体制を積極的に構築することにより、更なる相乗効果を目指すことが望ましい。

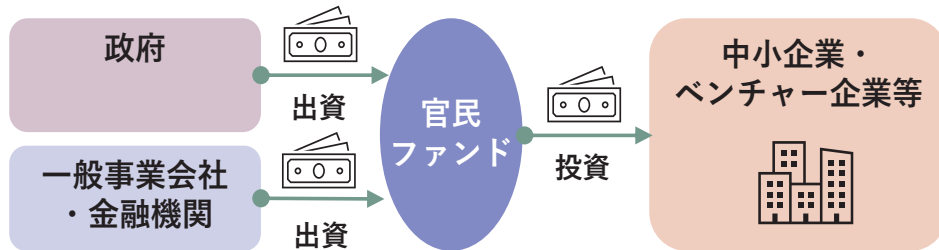
○そのためには、投資先企業を発掘・選別する際、投資後、出口戦略までを見据えて事業シナジーを最大限に発揮できるような戦略設計ができる目利き力のある人材の確保が喫緊の課題と言える。

1-2. 官民ファンド

(1) 概要

○官民ファンドとは、国の政策に基づいて政府と民間企業が特定の共通目的のために出資した政府系ファンドを指す。リスク対比リターンの追求が求められる民間企業が単独では資金の拠出が難しい分野・企業等に対して、民間資金の呼び水として公的資金を活用することによってリスクの補完を行うことで「新規産業の創生」や「地域経済の活性化」などの政策へ繋がることが期待される。

【官民ファンドのストラクチャー】



○官民ファンドは、平成 25 年 9 月 27 日「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議」において「官民ファンドの運営に係るガイドライン」が決定され、官民ファンドの運営に関しては以下の項目が特に重要とされている。

- ①各々の政策目的に応じた投資案件の選定・採択が適切に行われていること
- ②投資実行後のモニタリングが適切に行われていること
- ③投資実績が透明性を持って情報開示されており、監督官庁及び出資者たる国及び民間出資者に適時適切に報告されていること
- ④成長戦略の観点から特に重視すべき、創業・ベンチャー案件への資金供給について特段の配慮がなされていること
- ⑤官民ファンドが民業圧迫になっておらず、効率的に運用されていること

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

○令和3年3月末時点における官民ファンドの一覧は以下の通り。

【官民ファンド一覧（令和3年3月末時点）】

名称	設立時期	主な投資先
株式会社 産業革新投資機構	平成30年9月	起業(大学含む)
株式会社 INCJ	平成30年9月	事業再生・起業
独立行政法人 中小企業基盤整備機構	平成16年7月	事業再生・起業
株式会社 地域経済活性化支援機構（詳細は後述）	平成25年3月	地域活性化 ・事業再生
株式会社 農林漁業成長産業化支援機構	平成25年1月	農林漁業の 事業再編・起業
株式会社 民間資金等活用事業推進機構	平成25年10月	インフラ
官民イノベーションプログラム（詳細は後述）	(詳細は後述)	大学起業
クールジャパン機構(株式会社 海外需要開拓支援機構)	平成25年11月	海外起業
一般社団法人 環境不動産普及促進機構による 「耐震・環境不動産形成促進事業」	平成25年3月 (基金設置日)	インフラ
株式会社 日本政策投資銀行による「特定投資業務」	平成27年6月 (事業開始日)	地域活性化・ 企業競争力強化
株式会社 海外交通・都市開発事業支援機構	平成26年10月	海外インフラ
国立研究開発法人科学技術振興機構	平成26年4月 (事業開始日)	大学起業
株式会社 海外通信・放送・郵便事業支援機構	平成27年11月	海外インフラ
一般社団法人 グリーンファイナンス推進機構による 「地域脱炭素投資促進ファンド事業」	平成25年6月 (事業開始日)	インフラ

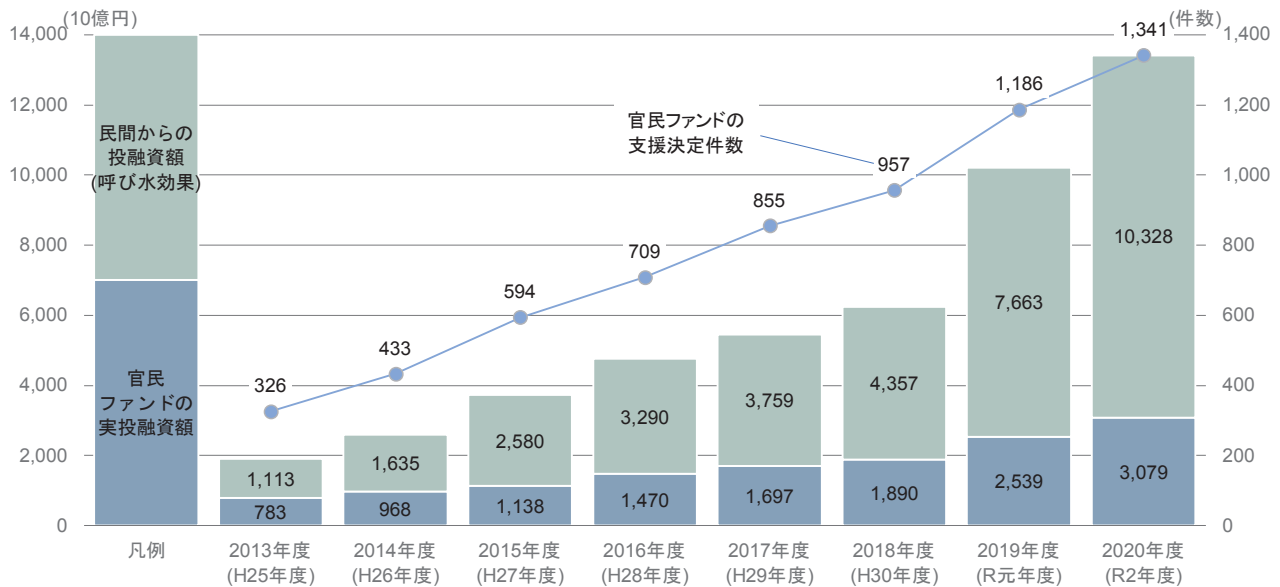
(出所) 内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」および各社 HP より MURC 作成

(2) 投資状況

○官民ファンド全体の支援実績推移を以下に示す。

○平成 25 年度の官民ファンド設立開始以来、官民ファンドの投融資額は順調に増加しており、特に官民ファンドの投融資が呼び水となって民間からの投融資額の増加が顕著である。

【官民ファンド全体の支援実績推移】



(出所) 内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」より MURC 作成

○新型コロナウイルス感染症の拡大による投資先企業への影響は「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第 13 回）令和 3 年 9 月 10 日」によれば、以下の通りファンドや業種により影響度の差があったとされている。

新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴う官民ファンド自身のファンド業務への影響等については、大きな影響はないとするファンドがある一方、行動制限等による人流の抑制を受け、飲食・宿泊業等のサービス産業を中心とした投資先の売上の減少や、施設建設工事や研究開発・治験の停滞による事業計画の遅延等によって投資計画への影響があるとするファンドも見受けられた。また、先行きの不透明感から新たな投資判断に対して慎重となる傾向も見られた。他方、IT 関連分野や宅配・物流業といった、コロナ禍によりニーズが増した事業領域への投資は堅調に推移しており、売上増となるものもあった。

(出所) 内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」より抜粋

(3) 今後の課題

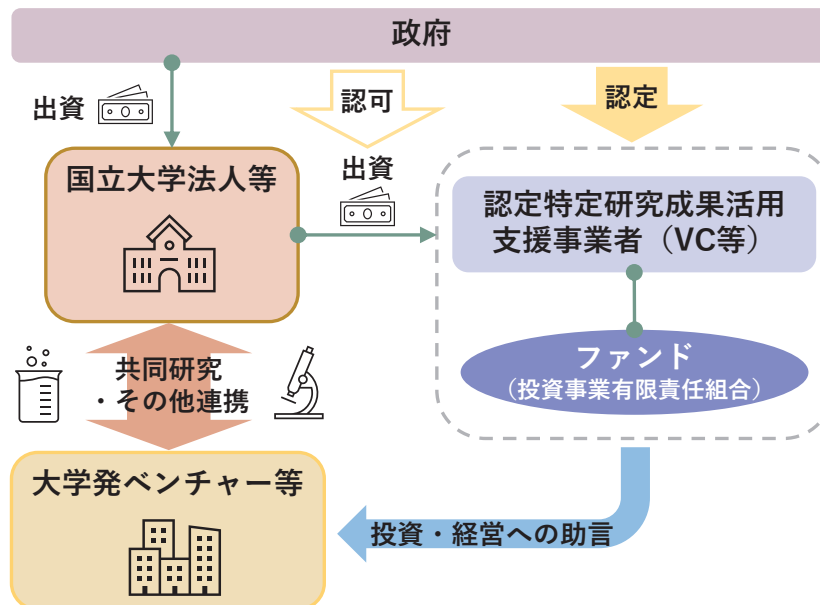
- これまでも官民ファンドに対しては、特に欧米と比較して官民ファンドの数が多いこともあり、「民間ファンドの投資領域との重複」や「適正な投資価格・売却額かどうか」等といった民業圧迫への懸念が指摘されてきた。その度に民業補完の原則に徹するように求められているが、明確な基準が存在しないために「民業圧迫」か「民業補完」の判断が難しく、あるべき姿の議論は課題として継続している。
- さらに官民ファンドは、民間企業では資金の拠出が難しいとされる、リスクの高い投資先や、成長性や政策的意義のある投資先への資金供給といった役割があるものの、その役割を果たすための「適切な事業リスクの評価」や「運用による損失を被った際のハードルレートの設定」に対する課題も挙げられる。
- 今後は官民ファンドの投資拡大に重点を置くよりも、継続的に「政策的役割を果たすこと」と「収益確保」の両軸のバランスをとり安定的なファンド運営を行いつつ、官民ファンドのあるべき姿として、持続的な民間ファンドからの投資拡大へ繋げるように官民ファンド自体のエグジット戦略も必要になると考えられる。

1－3.大学系 VC

(1) 概要

- 大学系 VC とは、その名の通り大学が VC ファンドを設立し、大企業等からの出資を元手に、主に大学発ベンチャー企業への投資を行うことで大学の研究成果を事業化に結び付ける役割を担う VC の一つである。
- 大学系 VC が設立された背景には、文部科学省による「官民イノベーションプログラム」の取り組みがある。官民イノベーションプログラムとは、平成 26 年 4 月に改正産業競争力強化法及び改正国立大学法人法の施行により、国立大学の研究成果を活用する大学発ベンチャーを支援する事業を行うことを目的とする会社のうち、一定の要件を満たすものに対して、国立大学法人が出資を行ってベンチャーキャピタル（以下、大学 VC）を設立し、ファンドの創設を可能とする制度のことである。
- 官民イノベーションプログラムの狙いは、国立大学法人における研究成果の実用化を促進し、社会における新たな価値の創造につなげていくためとされている。当該取り組みの当初は、平成 24 年補正予算により、高い研究力及び共同研究実績を有する下表の 4 つの国立大学法人に対して合計 1,000 億円が国から出資された。特に、民間の VC にとってはリスクが高い、企業のライフステージにおけるシードステージやアーリーステージの案件を中心に投資された。

【官民イノベーションプログラムのストラクチャー】



【官民イノベーションプログラムによる大学 VC】

大学 VC	設立時期	出資した国立大学
東北大学ベンチャーパートナーズ株式会社	平成 27 年 2 月	東北大学
東京大学共創プラットフォーム開発株式会社	平成 28 年 1 月	東京大学
京都大学イノベーションキャピタル株式会社	平成 26 年 12 月	京都大学
大阪大学ベンチャーキャピタル株式会社	平成 26 年 12 月	大阪大学

(出所) 内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」より MURC 作成

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

○また、官民イノベーションプログラムによる大学 VC の他にも、「国立大学の認定を受けた民間 VC」や「私立大学が出資している VC」が全国各地で設立されており、大学発ベンチャーへの投資のみならず地域活性化を掲げた大学系 VC の設立も進んでいる。

【大学系 VC の事例】

大学系 VC・ファンド	設立時期	出資した大学等
日本ベンチャーキャピタル株式会社「阪大ベンチャーNVCC1号投資事業有限責任組合」／等	平成8年2月	大阪大学、京都大学、名古屋大学／等
みやこキャピタル株式会社	平成25年9月	京都大学
株式会社みらい創造機構	平成26年9月	東京工業大学
株式会社慶應イノベーション・イニシアティブ	平成27年12月	慶應義塾大学
株式会社産学連携キャピタル	令和2年3月	徳島大学、阿波銀行、一般社団法人大学支援機構

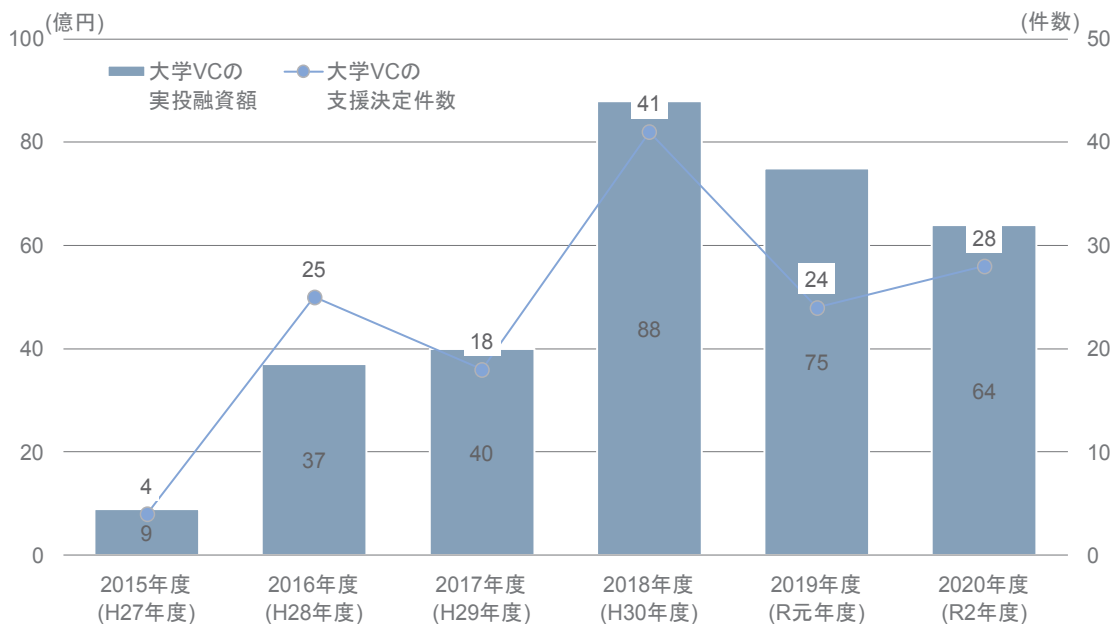
(出所) 各社報道資料より MURC 作成

(2) 投資状況

○官民イノベーションプログラムの支援実績推移を以下に示す。

○上記4大学の大学 VC の支援実績は、平成27年度以降、支援決定件数および実投融資額が順調に増加しているものの、令和2年度は新型コロナウイルス感染症の拡大による影響もあり、既存の投資先に支援の重点を置き、新規投資を抑えたことにより実投融資額は減少している。

【官民イノベーションプログラムの支援実績推移】



(出所) 内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」より MURC 作成

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

○令和3年度の状況は「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第13回）令和3年9月10日」によれば、以下の通り、新規投資は順調であり、新型コロナウイルス感染症の拡大による影響は抑制されているとされている。

令和2年度は既存投資先の支援に軸足を置くことにシフトし、新規投資を抑えたケースもあったが、新設した第2号投資事業有限責任組合が本格稼働した令和3年は、新規投資も順調に行われている。これらの対応を通じて、コロナ禍にあっても、2020年度に一定数の Exit を創出し（回収額6億円、投資倍率1.4倍）、また、上場延期となった投資案件も再び上場時期の見通しが立つなど、新型コロナウイルス感染症の拡大による負の影響を最小限に留めることはできており、引き続き同様の対応を継続して実施することとしている。

（出所）内閣官房「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告」より抜粋

（3）今後の課題

- 大学系 VC の投資先は技術研究分野の大学発ベンチャーが多く、実際に製品化・事業化するまでの期間が長いことからエグジット戦略に対する課題が多いと言える。
- さらに、投資先の技術研究を製品化・事業化するまでの間に、他のベンチャーや研究機関による新技術の開発により、投資先のこれまでの技術研究等が通用しなくなるリスクも内在していることに留意が必要である。
- そのため、大学系 VC は資金を拠出して投資先の自助努力に期待するだけではなく、投資先の研究内容・研究成果を熟知した上で、エグジット戦略のうちの1つとして大企業が欲している技術領域や社会的な課題とのマッチングも常に模索しながらファンド運営を行う必要がある。

1-4. 地域ファンド

(1) 概要

- 地域ファンドとは、当該地域（都道府県や地域金融機関の営業エリアなど）の企業支援に特化した PE ファンドであり、地域内の企業支援・再生を通じて、地域経済の活性化や産業育成を目的とするものである。
- 一般的に、地方圏では中小企業が経済の中心である一方で、リスクマネーや人材、ノウハウなど企業支援のリソースが不足している傾向にある。地域に特化した PE ファンドを活用することにより、こうした企業にも支援の手が行き渡るよう網の目を細かくしていくほか、地域の情報を集積し、実情に応じた企業支援を可能とすることが期待されている。
- また地域に特化することにより、都道府県や市町村などの地元自治体を筆頭に、地域企業や商工会議所、地元大学、地域金融機関など、「地域の産学官金」の多様な参加者の、地域経済の活性化を目的とした強い連携による企業支援を可能とすることも期待されている。
- 政府の政策である「地方創生」の担い手の一つとしても期待が高く、官民ファンドでの連携も進んでいる。

(2) ファンドの分類

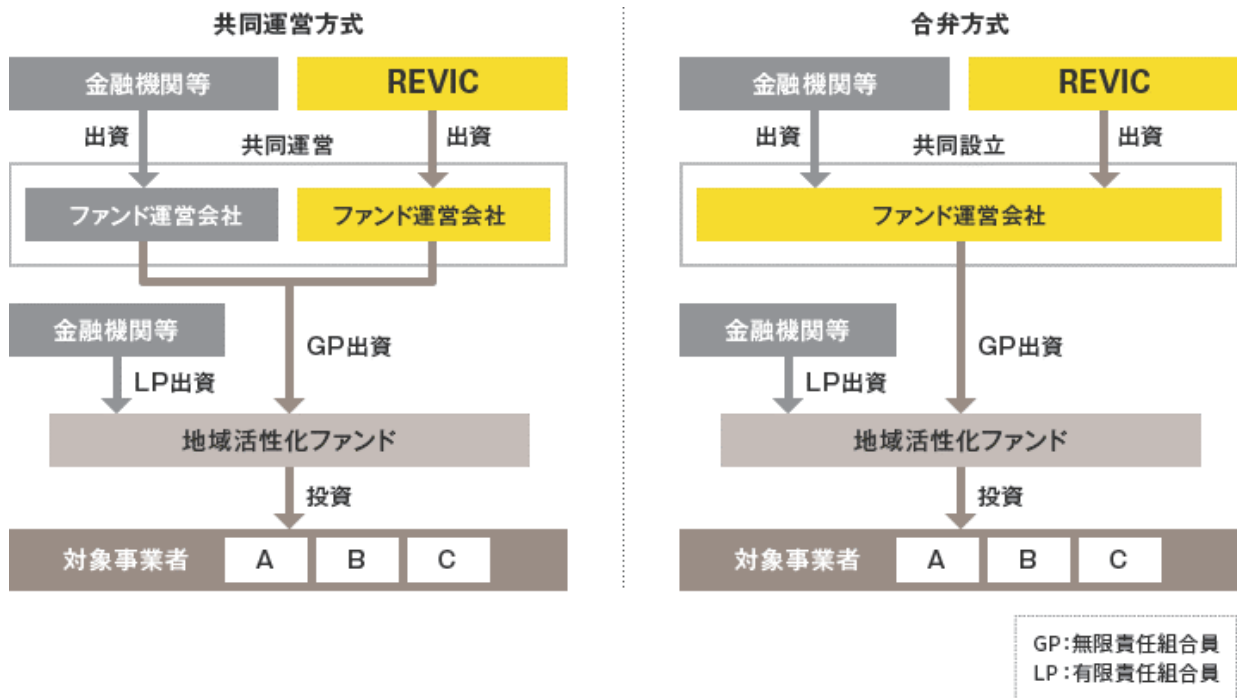
- 地域ファンドは「地域経済の活性化」の政策的な目的から、主な担い手としては「官民ファンド」「地域金融機関」が主役となっている。現在主流となっている地域ファンドは、担い手により、主に2つに分類することができる。

① 地域経済活性化支援機構（REVIC）による地域活性化ファンド

- 官民ファンドの項でも挙げた株式会社地域経済活性化支援機構（REVIC）は、自らが行う事業再生支援だけでなく、金融機関等と共同した地域活性化ファンドの運営も行っている。
- 2021年3月末時点で、44件のファンドを組成・運営している。
 - ・地域活性化ファンド：34件、組成総額 804.7 億円
 - ・地域再生ファンド：4件、組成総額：113.0 億円
 - ・災害復興支援ファンド：6件、組成総額：284.65 億円
- ファンド運営は、金融機関等と共同でファンド運営会社を共同設立する「合弁方式」と、それぞれの運営会社が GP として出資運営する共同運営方式がある。金融機関とファンドを共同で運営することで、REVIC の持つノウハウを金融機関等に移転し、金融機関等の支援能力向上に寄与することにより、各地域における事業者に対する支援の充実を目指している。REVIC は、金融機関やファンドへの専門人材の派遣や金融機関からの出向者受入も行っており、金融機関を通じた幅広い地域経済の活性化支援業務を行っている。
- なお、REVIC は時限的組織として位置づけられている（2021年の期限からコロナ影響により

5年間延長し、2026年3月まで）。近年では災害復興支援ファンドの機能を利用し、各地域においてコロナ禍で影響を受けた事業者を支援対象に追加している。

【REVICの地域活性化ファンド運営方式】



(出所) 株式会社地域経済活性化支援機構 HP

② 地域金融機関による地域ファンド

- 官民ファンドだけでなく、地域金融機関独自の地域ファンドも増加している。
- 地域金融機関はもともと当該地域の企業に対して融資を中心とした資金調達支援を行っているが、創業支援や再生、事業承継等、大きなリスクや利害調整が必要な場合には融資のみでは対応しきれない場合もある。このような場合に、PE ファンドを活用することにより、長期的なリスクマネーの供給や複数の利害関係者の調整、ハンズオンによる企業価値向上等の踏み込んだ支援が可能になる。
- 地方銀行を中心に、2017年ごろからファンドが設立され始め、現在では多くの地域金融機関で独自ファンドが設立されている。各地域金融機関ごとにファンドが設立されているため、各ファンドの規模や各案件投資金額は比較的小さいものの、ファンドの設立、投資実績ともに増加傾向にある。
- 運営形態として、（１）地域金融機関自身が運営するファンド、（２）外部機関と共同運営するファンド、（３）外部機関が運営するファンド、などに分かれる。
 - （１）地域金融機関自身が運営するファンドでは、グループの投資会社等が運用者（GP）となる例が多く、実質的に地域金融機関グループが企業に出資する形態に近い。
 - （２）外部機関と共同運営するファンドでは、日本政策投資銀行などの金融機関や、PE ファンド運営者、コンサルティング会社などを共同パートナーとして運営されている。地域

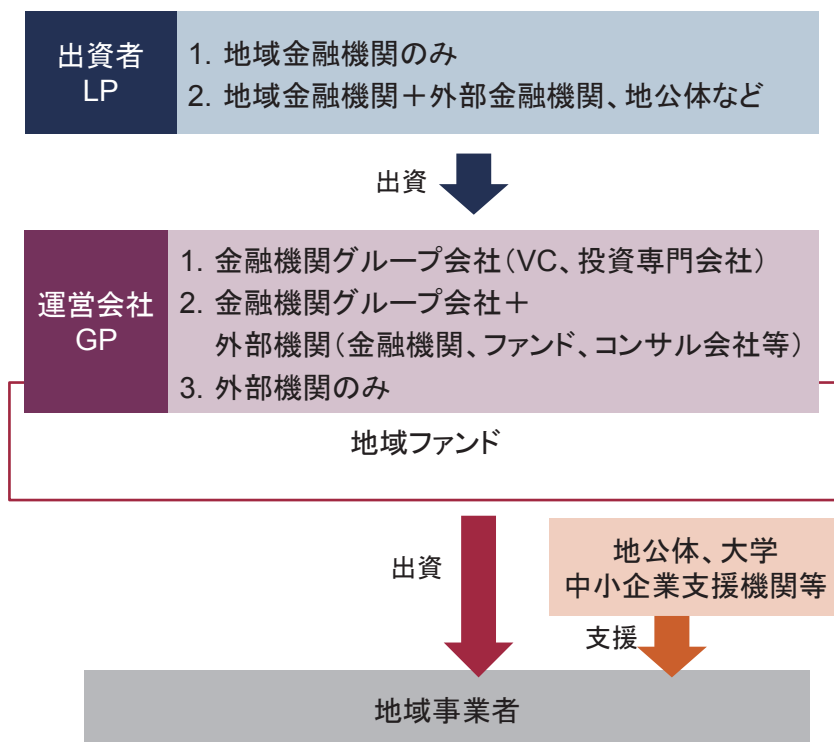
金融機関の主導ながら、PE 投資やファンド運営に関するノウハウを外部パートナーに求める目的と考えられる。

- (3) 外部機関が運営するファンドは、運営自体は外部に任せ、出資者（LP）として地域金融機関が出資する方式である。通常の PE ファンドへの出資に近いが、地域ファンドであるため、取引先企業への支援との連携を目的としていると考えられる。

○また出資者（LP）についても、ファンド運営の地域金融機関のみが出資しているファンドも多いが、日本政策投資銀行やゆうちょ銀行の外部金融機関や、地元地公体などが共同出資しているファンドもある。

○地域活性化に関する地域金融機関への期待は大きく、融資だけでなく幅広い支援が期待されている。銀行の業務範囲・出資規制も緩和されてきており、前項で挙げた REVIC の業務期限などを勘案しても、今後地域金融機関における地域ファンドの役割は拡大していくものと考えられる。

【地域ファンドの運営形態イメージ】



（出所）MURC 作成

2. 投資対象企業の観点

- PE 投資は、投資対象である非上場企業の企業価値向上が唯一の収益源であるため、PE 市場拡大のためには、投資対象企業におけるファンド活用の拡大が欠かせない。
- これまで欧米に比べて日本の PE 市場規模が低水準にとどまってきた一因として、非上場企業側の「ファンド活用に対する抵抗感」が指摘されてきた。日本の非上場企業は、同族経営企業が多く、親族以外の株式を譲渡することへの抵抗感や、バブル崩壊後の「ハゲタカファンド」などのネガティブ・イメージにより、第三者が経営に参画することへの抵抗感が強いと言われている。
- PE 市場が拡大するためには、こうした投資対象企業の抵抗感を払拭し、多くの非上場企業を候補とする「投資対象企業の層の厚み」が欠かせない。有望な投資企業候補とリターン期待が、ファンドを通じたリスクマネー供給を拡大させる大きな要因であるためである。
- 投資対象企業の抵抗感を払拭する一つの方法として、欧米型のファンド買収とドラスティックな経営改革手法を改善した「日本型 PE」が提唱されている（金融庁金融研究センター「本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化に向けて」）。
- 日本型 PE では、投資収益の最大化を目的とする欧米型 PE に対して、
 - ・投資対象の事業会社の利益に寄り添った成長サポートの役割
 - ・外部パートナーとの協働も積極的に進めステークホルダーとリスク・リターンをシェア
 - ・ファンドの目標リターンを抑え、事業会社の成長とファンドリターンとのバランス確保を目的としたファンド運営が提言されている。

【日本型 PE と欧米型 PE の比較】

	欧米型 PE	日本型 PE
ファンドの役割	主役	企業の成長サポート
非連続的成長への取り組み	△	○
リターン	高（20～30%）	中（10～15%）
協働	△	○
リスクシェア	×	○
レバレッジ	高	小～中
ストラクチャー	LBO 中心	柔軟

（出所）金融庁金融研究センター「本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化に向けて」

- 事業の継続や取引先の関係性、従業員の保護などを重視する日本型経営の中では、投資収益の最大化を追求する欧米型 PE よりも、成長サポートを重視する日本型 PE の方が受け入れられやすいと考えられる。一方で、投資リターンの低下や成長サポートに向けた支援負担は避けられず、投資家側からは PE ファンドの魅力が低減する懸念もある。
- 官民ファンドや地域ファンドなどに近い PE 運営と考えられるが、PE 市場の拡大には、民間ファンドとしても日本型 PE を取り入れていくことが必要であろう。そのためには、ファンドの企業支援能力の拡充とともに、ファンド運営における企業利益と投資家利益のバランス確保が「カギ」となると考えられる。

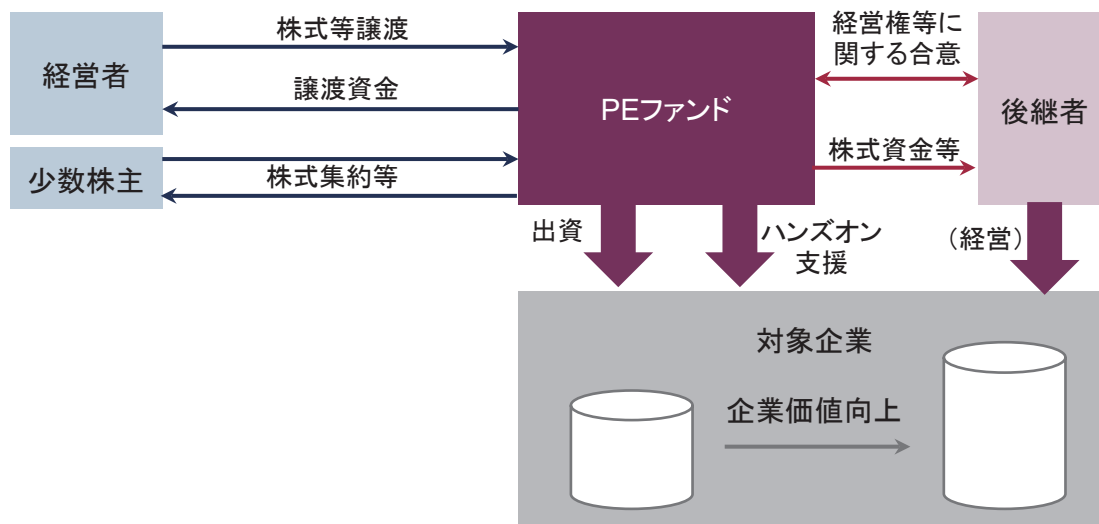
- その上で、投資対象企業へのファンド活用を拡大するためには、事業会社の経営課題に対応したファンド機能を提供することが重要である。
- 本項では、こうしたファンド機能を活用した近年の経営課題への取組みとして、以下の3項目を挙げる。
 1. 事業承継
 2. カーブアウト
 3. ESG/SDGs 投資

2-1. 事業承継

- 日本企業の経営者の高齢化が進んでおり、中小企業において後継者問題は最重要課題になりつつある。コロナ禍の影響もあり、休廃業・解散を選択する企業は増えており、特に代表者の年齢が60歳以上の休廃業・解散が85%を超えるなど、高齢化が休廃業・解散を加速する要因になっている（東京商工リサーチ「2021年休廃業・解散企業」動向調査）。
- 円滑な事業承継が企業や地域経済にとっても重要性を増す中で、PEファンドを事業承継に活用する動きが広がっている。
- 事業承継においては、一般的に以下のような課題に直面しやすい。
 - ・後継者：後継者が不在、後継者の経験・能力の不安、後継者の株式取得資金不足 / 等
 - ・利害調整：少数株主の株式の取扱い / 等
 - ・経営支援：事業承継をきっかけとした事業再構築・成長への投資 / 等
- こうした課題に対して、PEファンドの機能を活用して、円滑な事業承継を支援することが可能となる場合がある。PEファンドを事業承継先とすることにより、後継者不足の中でも事業継続が可能になり、ファンド資金を利用した少数株主の株式集約も可能となる。また事業承継後も、成長戦略の支援や人材育成、経営管理の高度化など、ファンドのハンズオン支援機能を活用することで、企業の成長・企業価値向上を支援することが可能になる。
- 一方でPEファンドを活用した事業承継においては、経営権がPEファンドに移ることになる。これを敬遠する経営者も多いため、事業承継のPEファンドでは、経営権を経営者や後継者に残しつつ、一部のマイノリティ出資により事業承継資金の共有やハンズオン支援を行う場合もある。
- 事業承継は、オーナー企業や同族経営企業など比較的規模の小さい会社でのニーズが大きい。特に中小企業を中心とするPEファンドでは、事業承継案件に注力するファンドが多い。特に地域金融機関を中心とする地域ファンドでは、取引先企業の事業承継ニーズに応えるため、融資だけでは対応できない事業承継案件への投資に取り組むファンドが多い。中には事業承継のみに投資対象を特化している地域ファンドもある。
- 経営者の高齢化とともに、今後も事業承継のニーズは加速度的に増加することが見込まれてい

る。厳しい経営環境の中で、単純な事業・株式の承継だけでなく、雇用や取引関係の維持や事業の分社化、DX やサステナビリティなどの成長戦略投資など、事業承継に対するニーズも複雑化してくることが想定される。円滑な事業承継による地域経済の活性化に向けて、PE ファンドに期待される役割は大きい。

【事業承継における PE ファンドの役割（イメージ）】



(出所) MURC 作成

2-2.カーブアウト

- カーブアウトとは、主に大企業において、非中核事業や採算の悪化した事業を、事業単位で切り出し、分社化や売却等により外部化する手法である。企業全体ではなく、企業内の各事業単位での切り出しを特徴とする。
- 大企業においては、こうしたカーブアウトの手法活用の拡大が見込まれている。投資家等からの収益性の向上や資本・資産の効率的活用が求められており、採算性の高い中核事業への経営資源の絞り込みニーズは強い。
- 加えて、2021年6月に改訂された「コーポレートガバナンス・コード」（CGコード）によりこうした動きが促進される見通しである。改訂版CGコードでは、企業に「事業ポートフォリオ管理」のプロセス構築・開示が求められている。このためには、事業ごとのリスク・リターンの採算性を適切に把握し、採算性や将来性などにに基づき、今後の経営資源の配分の検討を行う仕組み作りが必要である。経営資源の配分の検討には、将来性のない事業の撤退や売却なども選択肢として挙げられるため、大企業が事業ポートフォリオ管理態勢の整備を進めると、不採算な事業が明確になり、投資家から事業の保有意義をより強く問われるようになり、カーブアウトによる事業切り出しニーズも拡大してくる考えられる。
- こうした事業のカーブアウトのニーズに対して、PEファンドがその受け皿としての役割拡大を期待されている。カーブアウトにおいては、事業自体は継続するため、事業に必要なヒト・モノ・カネを円滑に継続する必要がある。また、元の企業の中では不採算や非中核事業とされ

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

た事業であるため、切り出した後に事業を継続して収益性を高めていくためには、経営改善等による企業価値向上が欠かせない。こうした事業継続のためのリスクマネーの供給や経営改善支援などにおいて、PE ファンドが果たす役割が期待されている。

- カーブアウトにおいては、切り出した事業が独立した企業となる場合と、別の企業への事業売却を行う場合がある。

独立した企業となる場合には、切り出した事業を分社・独立した上で、PE ファンドがその出資者として経営に携わり、事業の改善を通じて企業価値の向上を目指す。

一方で、別の企業への事業売却を行う場合は、ファンドを通して事業の統合や子会社化を行い、PE ファンドも一部出資を継続する場合もある。切り出された事業部門のトップが経営陣となり、事業を買収して独立するマネジメント・バイアウト（MBO）の手法を利用する場合もある。

- カーブアウトは、大企業の事業単位で実施されるため、案件が大型化する傾向にある。PE ファンドがこの市場においてリスクマネーの供給と企業支援の役割を果たすことにより、大企業の事業再編による持続的成長と PE 市場の拡大が期待されている。

2－3. ESG/SDGs 投資

- 社会全体での ESG/SDGs への関心の高まりは、PE ファンドの投資行動にも影響を与えている。企業価値向上が期待できる投資対象企業であったとしても、環境・社会等に問題のある企業は投資対象から外すなど、投資先の対象企業の選定において ESG/SDGs の観点での重要性は高まっている。

- 日系 PE ファンドの多くが「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」の受け入れを表明しており、同コードに則った投資行動を表明している。この日本版スチュワードシップ・コードは、サステナビリティの観点を投資行動に反映するため、2020 年 3 月に改訂されている。

- 改訂においては、投資運用戦略におけるサステナビリティ課題に対する方針を明確に開示し、投資先企業の中長期的・持続的な成長につながるよう、サステナビリティを考慮した投資先企業との対話（エンゲージメント）を行うことが求められている（次頁参照）。

- こうしたコードの改訂は、PE ファンドへの資金の出し手となる投資家にも影響が大きいため、ファンドへの資金調達の観点からも PE ファンドにおける ESG 投資の意識は高まっており、投資行動にも反映されている。

- 投資対象企業には、単に収益を上げ企業価値を向上させるだけでなく、その事業内容がサステナビリティに貢献するものであることが求められる。ESG/SDGs に関する社会課題に取り組む企業には投資家の期待値も高いため、資金調達が容易になるなど、投資対象企業にもメリットは大きい。

- また ESG/SDGs に関する課題については、短期的な取組みで解決することが難しく長期にわた

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

る取組みが必要であり、国際規制や技術的連携など事業ノウハウも必要となる。こうしたサステナビリティの課題に、PE ファンドの中長期的な投資リスクマネーと企業支援の機能を利用することは、事業化に向けて有効性が高いと考えられる。

- 本邦における ESG/SDGs の諸課題に対しては、開示等において厳しい目が注がれる上場大企業が先行して対応してきた。PE ファンドの ESG/SDGs 投資を通して非上場企業にもサステナビリティの意識が広がってくることは、社会全体としても意義は大きい。PE ファンドは単なる資金供給者としてだけでなく、社会問題に対する役割も期待されている。

【日本版スチュワードシップ・コードの主な改訂点（サステナビリティ関連抜粋）】

指針 1－1.

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

指針 1－2.

機関投資家は、こうした認識の下、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

指針 4－2.

機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

（出所）金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」より抜粋
※下線部分は 2020/3 改訂点

3. 機関投資家の観点

- 相対的な利回りの高さや、伝統的な株式・債券投資とは異なる投資特性などを魅力として、投資家は PE 投資への資金投入を拡大してきた。金融緩和による低金利とカネ余りの状況が続く中で、今後とも PE 投資への資金拡大は続いていくことが予想される。
- 一方で、PE 市場の変化に合わせて、機関投資家にも PE 投資における行動の変化が求められる。

3-1. PE ファンドの多様化による投資目的の明確化

- これまで見てきたように、PE ファンドは多様化が進んでいる。
 - ・投資戦略：ベンチャー、バイアウト、グロース、企業再生 等
 - ・投資形態：個別ファンド、ファンド・オブ・ファンズ、セカンダリー 等
 - ・投資対象地域：国内（全国）、国内（個別地域）、海外 等
 - ・ファンド運営：独立系、金融機関、官民協働、大学 等
 - ・投資テーマ：業種特化、事業承継、ESG 等
- こうした動きは今後もさらに進むことが予想され、PE 投資を行う投資家は、多様な投資方法の中で、自ら適切な手段を選択する能力がこれまで以上に求められる。このためには、投資家は「PE 投資における投資目的」を明確化する必要がある。
- これまで PE 投資の主な目的は「高い投資利回りの確保」や「伝統的な株式・債券投資とのリスク分散」が中心であった。新しい PE 投資の動きでは、「中小企業支援」「地域経済の活性化」「ESG の推進」など、PE 投資を活用しながら社会的な課題への貢献する目的も加わってきている。
- 投資家は、純粋な運用利回りの高さを期待するファンド選択もあれば、運用利回りは低下する可能性はあるものの投資家が目指す企業支援等の目的に合ったファンドを選択する方法もあるだろう。投資家は、PE 投資において運用利回り・リスク分散・企業支援等の各目的をどのようなバランスで重視するか、そのスタンスを明確化する必要がある。
- こうした PE 投資の目的は投資家によって異なり、それによって投資対象となるファンドや投資手法も異なってくる。PE 投資は長期間にわたる流動性の低い投資であるため、投資方針に合わせた機動的なポートフォリオ変更が難しい。そのため、PE 投資全体を貫く投資目的・方針が極めて重要であり、多様化する PE 投資の中でその必要性はより一層高まっている。

3-2. 投資ができないリスク

- PE 市場の拡大は望ましいことではあるが、メリットばかりではない。PE 投資を拡大しようとする投資家が増えると、投資家間の競争も激しくなる。
- PE 市場の投資機会・案件は無限にあるわけではない。特に日本市場はまだ市場規模が小さく、投資ファンド・投資対象企業も限定的である。
- こうした中で PE 投資資金が急激に増加すると、投資ファンドの運用上限を超え、「投資したいのにファンドに参加できない」という状態に陥る可能性がある。投資ファンド側でも投資家需要に応えようとファンド規模を拡大すると、低利回りの案件に投資せざるを得なくなったり、企業の買収価格が高騰したりするなどして、利回りの低下を招く可能性がある。
- こうした現象は既に一部で発生しており、実績のある人気ファンドでは投資枠に限りがあり、全ての投資家の需要に応えられない状況になっているものもある。今後 PE 市場への投資資金が拡大すると、より一層こうした事態が増加する懸念がある。
- 投資家としては、希望する時期に希望する額の投資ができないリスクも考慮し、残高計画は急激な増加を抑えるとともに、複数の投資対象を候補として検討するなどの対応が必要である。また、一般的に PE ファンドは投資募集期間が限定されるため、投資対象候補とするファンドの募集期間などは随時情報収集を行う必要がある。

3-3. ゲートキーパーの活用

- 「ゲートキーパー」とは、PE 投資において、ファンドの分析や選定、モニタリング等を行う外部専門家を指す。PE 投資において、投資ファンドが拡大し、投資戦略や手法が多様化する中で、投資家がゲートキーパーを活用する場面が増えている。
- PE 投資は、投資家から各ファンドの手法や投資状況など、運用状況に関して情報の非対称性がある。また近年では、ESG や責任投資原則など、運用状況が投資家の方針に合致しているかどうか、確認・モニタリングが必要な事項も増加してきている。こうした中で、多数ある投資候補ファンドに対して、投資家がデューデリジェンスや運用状況のモニタリングを網羅的に詳細に行うことは負担が大きい。
- ゲートキーパーは、こうした投資家に代わり、ファンドの調査分析を行い、投資家に情報提供やアドバイスを行う。またアドバイスだけでなく、投資一任勘定を利用して実際の運用をコミットするほか、ファンド・オブ・ファンズの運用マネージャーとして各ファンドへの投資を選定・配分する役割を担うゲートキーパーもある。一般的には、信託銀行やアセットマネジメント、投資顧問業の会社がこの役割を担っている。
- GPIF では、PE 投資を含むオルタナティブ投資においてゲートキーパーを選定している。ゲートキーパーは GPIF と投資一任契約を締結し、事前に策定された投資ガイドラインに基づくポートフォリオ構築と投資の実行を行い、運用状況のモニタリング・報告を行う。GPIF はゲー

Ⅲ. プライベート・エクイティ市場の見通し

トキーパーに対して年次で評価を行っている（現在、PE 投資のゲートキーパーとして、ニューバーガー・バーマン株式会社、三菱 UFJ 信託銀行が選定されている）。

- 投資家はゲートキーパーを利用することにより、PE に関する専門的なノウハウと投資アドバイスが得られるほか、投資ファンドの分析やデューデリジェンス、モニタリング等の負担を大きく軽減することが可能になる。また投資一任勘定を利用することで、当社の投資方針や資金特性に応じたポートフォリオを構築することも可能となる。
- 一方で、ゲートキーパーの活用はその専門性ゆえに、いわゆる「任せっぱなし」の状況に陥る懸念がある。アセットオーナーとしては、投資の基本方針は自ら設定し、ゲートキーパーのパフォーマンスを適切に評価するなど、アセットオーナーと受託者であるゲートキーパーの規律を働かせる必要がある。
- ゲートキーパーの役割はファンド情報の分析や報告を投資家に行うだけでなく、投資家の意向やニーズを把握しファンドに必要な対応を促すことも重要である。いわばファンドと投資家の「架け橋」となり、それぞれの希望を勘案しながらファンドのパフォーマンス向上や市場全体の拡大を目指すことが求められる。近年では、ESG 投資が求められる社会環境の中で、ファンドの ESG 対応状況を投資家へ情報提供しつつ、ファンドが ESG に対応した投資を行う支援も行い、PE ファンド全体の ESG 対応の向上に貢献している。PE 投資市場の拡大が続く中で、ゲートキーパーの役割は今後も大きくなっていくと見込まれる。

4. 政府（規制当局）の観点

○PE 投資に関する規制当局の動向は、「成長のためのリスクマネー供給の促進」という観点と、「高リスク投資に対するリスク管理態勢の整備」の観点に分けられる。

4-1. 成長のためのリスクマネー供給の促進

○主に経済産業省（中小企業庁）・金融庁は、PE 投資を「中堅中小企業の成長に向けたリスクマネー供給の一つの手段」としてとらえ、PE 投資拡大のための制度整備を目指している。

○これまで、投資事業有限責任組合の制度整備や、募集要件、開示要件等の整備を行い、投資家がファンドへ出資しやすい環境整備を行ってきた。

○金融庁が所管する金融審議会市場制度ワーキング・グループでは、広く金融市場のあり方が検討・審議されており、2021 年 6 月 18 日には二次報告として「成長資金の供給のあり方」に関する報告書が取りまとめられた。この中では「VC・PE による投資のあり方」についても議論されており、具体的な制度見直しはなかったものの、コロナ後の新たな経済社会への変革には VC・PE が十分機能を発揮していくことが重要であることが再確認されている。

【金融審議会市場制度 WG 「成長資金の供給のあり方」VC・PE 関連要旨】

VC	・スタートアップ企業への資金供給量は大幅に増加 ・1 社当たりの資金調達額も大型化 ・シードからエグジットまで多様な投資家が参加 ・独立系 VC の案件発掘力、経営支援能力、資金調達力には大きなばらつきがあり、機関投資家の投資対象となり得る運営体制の整った VC は少数にとどまる ・投資先の企業価値評価手法の国際標準の適用推進が重要 ・VC 投資は東京に集中しており、地方の研究開発型企業への資金供給が不足 ・地域金融機関と VC の協働が重要 ・投資資金・投資家層の多様化が課題 ・ファンドマネージャー育成が課題
PE	・事業承継案件を中心に企業によるファンドの活用が進み、市場は順調に成長 ・国内ファンドは中小型案件が中心であり、大型案件への対応力には課題 ・高いレバレッジをかけた既存のファンドでは、海外展開・業界再編といった日本企業が求める非連続的な成長の支援が難しい ・日本企業のニーズを的確に捉え、パートナーとして投資先の成長をサポートする投資のあり方の追求が必要

（出所）金融審議会市場制度ワーキング・グループ第二次報告より MURC 作成

○基本的な政策スタンスは PE 市場の拡大促進であり、そのためにファンド運用者が守るべきルールや投資家保護のルール、非効率な規制の簡素化など、投資環境の整備は今後も継続的に行われていく見通しである。

- 特に日本政府の政策的課題である「地方創生」「中小企業支援（事業承継）」「DX」「カーボンニュートラル」等は、PE ファンド等のリスクマネーを活用する余地が大きく、政策推進に向けた投資市場の整備や政策的支援が検討されうる分野と考えられる。
- また政府では、官民ファンドや政府系金融機関、GPIF を通じた PE ファンドの運営・出資を実際に行っており、投資の呼び水効果や市場のすそ野拡大への効果は大きい。こうした政府主導でのリスクマネー拡大は、今後も拡大していくことが見込まれる。

4－2.投資家のリスク管理態勢の整備

- 一方で、PE 投資は流動性リスクや投資パフォーマンスのリスクがあり、伝統的な株式・債券投資等に比べてリスクが大きい投資である。PE 市場の拡大を促進する一方で、投資家が過度なリスクテイクを行うことを抑制し、市場の安定性を守ることとも政府の役割である。
- 特に金融機関の PE 投資は、景気悪化等で投資先企業の企業価値が大きく低下すると、金融機関のバランスシートが毀損し、金融機関の損失や資本不足により、金融不安などの金融システム全体にも影響を及ぼしかねない。このため金融機関での PE 投資に関しては、自己資本比率計算上高いリスク・ウェイトが適用されるほか、ファンドの資産内訳ごとのリスク計算（ルックスルー）が求められる。
- こうした規制は、経済環境や金融技術の進展とともに変化する。再び金融危機のような事態が発生した場合には、PE 投資をはじめとするリスク資産への自己資本比率規制が厳しくなる可能性もある。
- ただし、これは直接的に投資家の PE 投資保有を制限しようとするものではなく、PE 投資という比較的リスクの大きい投資を行う以上、それに見合った適切なリスク管理態勢の整備と、リスクに対する十分な備えを求めるものである。自己資本規制は金融機関の投資行動に影響を与えるものの、必要な資本に見合う収益が期待できる投資案件であるかどうか、どこまで PE 投資を拡大するかは、個別の金融機関の投資方針による。
- 規制の動向によらず、金融機関自身が PE 投資に見合ったリスク管理態勢を整備する必要がある、今後も金融機関の PE 投資は拡大基調で推移すると考えられる。

＜調査研究の趣旨＞

昨今の金融市場においては、国内の低金利環境が継続し、運用収益の源泉である金利や信用スプレッドが低位で推移する状況下、ゆうちょ銀行をはじめとする本邦機関投資家の資産運用における金利収益や信用スプレッド収益が低下している。そのため、利回り向上や収益源の多様化（分散）を目的としたオルタナティブ投資が活発化する中、過剰流動性の投資先は上場株式のみならず、非上場株式（プライベート・エクイティ：PE）にも目が向けられてきた。

非上場株式を主な投資対象とする PE ファンドは、企業の成長や再生に伴って高い投資収益が期待できる一方、投資対象企業の事業リスクに加え、流動性リスクやファンド運用者のパフォーマンス格差など、上場株式や他のアセットクラスと比較して特異なリスクを内包している。

本調査研究においては、PE 市場の概要・仕組み・ファンド類型や市場動向等を踏まえた上で、PE ファンド投資を検討する際のリスクを明確化して今後の見通しを調査分析して取りまとめた。

＜謝辞＞

当該調査研究の実施に当たって、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング GRC コンサルティング部 五藤靖人 プリンシパル、江南敦啓 チーフコンサルタント、及び加藤隼也 シニアコンサルタントに全面的にご協力いただいたこと、また駒澤大学 代田純 経済学部教授には有益なご示唆をいただいたことに感謝申し上げます。

プライベート・エクイティ市場に関する調査研究(2021 年度)

2022 年 3 月

編集・発行所 一般財団法人 ゆうちょ財団

ゆうちょ資産研究センター

〒105-0061 東京都千代田区神田三崎町 3-7-4

TEL:03-5275-1814

HP:<http://www.yu-cho-f.jp/>

印刷・製本 日本印刷(株)

乱丁本、落丁本はお取替えします。