

ゆうちょ銀行 特別寄稿

ゆうちょ銀行のプライベート・エクイティ投資について

ゆうちょ銀行プライベートエクイティ投資部

常務執行役員部長 貞永 英哉

担当部長 西澤 整

専門役 小野 泰宏

概要

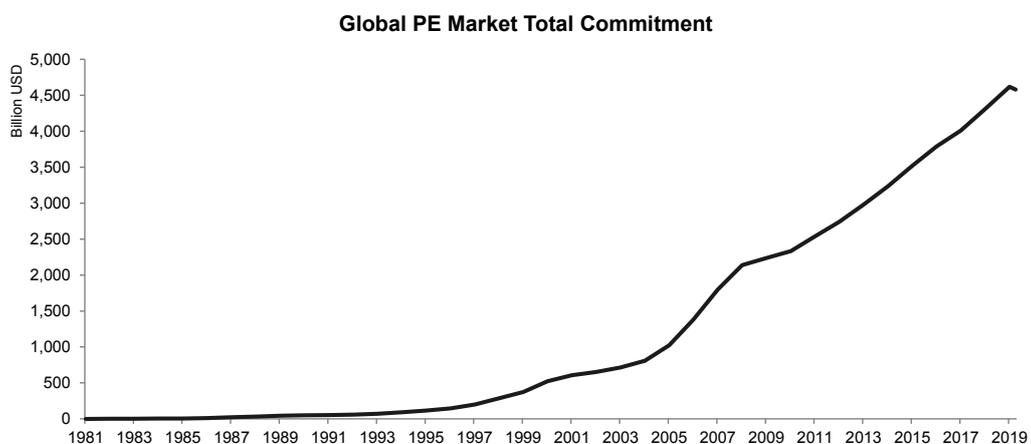
本稿では第1章にてプライベート・エクイティ投資の様々な投資戦略、プライベート・エクイティ・ファンドの仕組み、投資拡大の歴史や本邦機関投資家にとっての投資意義などにつき概説する。また、第2章ではゆうちょ銀行のプライベート・エクイティ投資プログラムのポートフォリオ構築の考え方について、とりわけ分散の考え方を中心に説明する。第3章ではコロナ危機のプライベート・エクイティ投資への影響について、途中経過ながら、投資の現場で観察した事象につき金融危機時の比較とともに説明する。そして最後に第4章ではゆうちょ銀行のプライベート・エクイティ投資プログラムにおいて今後注力していきたい事柄につき私見を述べたい。

第1章 プライベート・エクイティ投資とは

1. 存在感を増すプライベート・エクイティ投資

プライベート・エクイティ(以下 PE)投資は、非上場企業への投資を意味している。専門人材による投資運用の手法という意味での PE 投資は実は 80 年近い歴史を有する。金融市場において株式投資といえば上場株式への投資が主流であった中で、とりわけ近年 PE 投資は年々存在感を増してきている。運用のプロによる PE ファンドのルーツとしては、1940 年代の米国ベンチャー企業への投資が挙げられる。その後こうしたベンチャーキャピタル的な PE 投資に加え、1970 年代には成熟した大企業を投資対象としたバイアウト投資へと投資領域は拡大し、2000 年代以降、公的年金や保険会社等の世界中の機関投資家にとり主要な投資対象となっていくた。とりわけ 2009 年のリーマンショックを経て、一時的な価格下落を体験しながらも、最終的には PE ポートフォリオの多くが高いリターンを実現したことにより、機関投資家からの資金流入はさらに年々増加することとなった。

図 1



出典: Cambridge Associates

図1の通り、2018年時点で、グローバルにみたPEファンドの運用総額は約4.6兆ドルと推定され、上場株式の時価総額のおよそ10分の1程度の規模まで拡大している。PEファンド運用者の数も1万社以上存在すると推定されている。

このように、PE投資は機関投資家にとって非常に重要な投資手法であるとの評価が高まりつつあると言えるが、こうした機関投資家による資産運用という観点に止まらず、経済全体に与える影響という観点から見ても、PE投資は米国を初めとする先進国の資本主義システムに深く組み込まれ、企業の成長を促し、産業を振興するために不可欠なエンジンとなっている。業界の拡大や、資本主義システムとの結びつきを象徴する事例は幾つか挙げられる。例えば、PEファンドBain Capitalの創業者であるMitt Romneyは2012年に共和党の大統領候補として出馬しており、PE業界から政治参画する嚆矢となった。またBlackstoneの創業者であるSteven Schwartzmanは、2016年にトランプ政権によって設置された大統領戦略政策フォーラムの議長を務めており、政権中枢の経済政策について諮問する役割を果たした。また、CarlyleのパートナーであったJerome Powellは2018年に米国連邦準備銀行の議長に就任している。こうした事実は、PEが既にニッチ分野から米国の政治経済に多大なる影響を与える存在に変化してきていることの証左でもある。

なぜPE投資がここまで大きい潮流となっているのであろうか。投資である以上は、投資をする側と、投資をされる側の双方にとって意味のあるものでない限り持続的に拡大させることはできない。PE投資が拡大してきた背景には、投資をする側の機関投資家にとって望ましい特性を具備した投資戦略であったということは当然ながら、これと共に、投資をされる側の企業にとっても企業価値を向上させるための強力な資金調達手段となってきたということに注目すべきである。単純に見れば、事業拡大のための投資をサポートしてくれる資金力を有していることは、事業者側にとってPEファンドと組む上での大きいメリットとなっているだろう。しかしもう少し踏み込んで考えれば、単なる資金調達のためだけではなく、エクイティ取得を通じた企業経営に対する影響力の行使、ガバナンス強化や経営陣の派遣等、PEファンドが提供する「資金以外の付加価値」が長い時間を掛けて投資をされる多くの企業の経営陣に受け入れられるに至ったからこそこれだけPE投資は拡大してきたと言える。

本章では、PEファンドの多種多様な投資戦略や仕組みを解説すると共に、PEファンドの歴史を振り返ることを通じて、PEファンドがどういった付加価値を生み出し、それがどのような投資商品となり、それが結果的に機関投資家に受け入れられているかという点について説明を試みることを目的としている。

2. PE における多種多様な投資戦略

一口に PE 投資といっても、その投資戦略は以下の通り様々なタイプに分類される。

- (1) ベンチャーキャピタル投資・グロース投資
- (2) バイアウト投資
- (3) メザニン投資・ディストレス投資
- (4) インフラ投資
- (5) 長期 PE・運用会社投資

(1) ベンチャーキャピタル投資・グロース投資

新たな技術やサービスを生み出すベンチャー企業に投資をするベンチャーキャピタル(以下 VC)ファンドに対して投資をする投資戦略が VC 投資であり、設立間もない時期に投資をする「アーリーステージ投資」と、事業の拡大成長期に投資を行う「レイターステージ投資」などに分類される。VC 投資の対象分野としては、シリコンバレーをはじめとした IT・通信やインターネット分野が最も大きいウェイトを占めており、それに続いて、バイオテクノロジー分野、クリーンテクノロジー分野、その他新規サービスなどが挙げられる。各々の VC は数十件程度の投資を行い、その中から将来株式公開(IPO)や M&A での買収が見込まれる企業を選別して育成する。投資先企業の株式の 5-20%程度を投資し、一部の投資先企業には取締役を派遣することで経営に関与するマイノリティー投資であるということも後述のバイアウト投資と対比した場合の特徴であると言えよう。

「レイターステージ」の VC 投資と、主として成熟企業を対象とする後述の「バイアウト投資」との中間に位置付けられるのが、「グロース投資」である。VC 投資もグロース投資も、成長著しい企業への投資である点では共通しているが、両者の相違点は、グロース投資の方が、対象とする企業規模が大きいこと、また VC 投資がいわゆるハイテク分野が投資対象の殆どであるのに対して、グロース投資は高い成長が見込まれる一部のサービス業や小売りなど、伝統的なセクターにも投資をしていることが多いというところにある。また、グロース投資もコントロールを取らないマイノリティー投資であるのが一般的である。

(2) バイアウト投資

バイアウト投資は、今日においては PE 投資の中でも最も代表的な投資戦略であり、企業のライフサイクルの中盤以降に位置付けられる「ある程度成熟した企業」を主たる投資対象としている。投資対象は大企業のノンコア事業、後継者難を抱えているオーナー企業、経営不振により株価が低迷している上場企業など、大概の場合、一定の経営課題を抱えている企業でもある。バイアウト投資では、こうした企業を買収して、議決権の過半数を取得した上で、会社の経営権を持って経営の合理化や新たな戦略の下で事業を成長拡大させることなどにより高いリタ

ーンを狙う。市場動向、人件費などマクロ的な要素は上場株式と同様の投入要素ではあるものの、PE ファンドは経営陣を送り込んで新規の事業戦略を実行せしめることにより中期的に企業価値の大幅な増加を目指す。その付加価値部分については上場株式投資では実現が難しいものであるといえ、それゆえ上場株式投資とは異なるリターンを生む。

(3) メザニン投資・ディストレス投資

メザニンの語源は英語の *mezzanine*(中二階)であり、文字通りエクイティとデットの間位置付けられる劣後債や優先株への投資を行う投資戦略である。バイアウト案件の中で資金調達の一手段として発行される劣後債・優先株に投資を行うものと、銀行からの融資が限定されるような企業に対して、企業買収資金や事業拡張のための成長資金などを提供するものに分類される。リターン源泉は、債券のクーポンやワラント等の行使によるキャピタルゲインとの組み合わせによってエクイティとデットの間程度のミドルリターンを目指す戦略である。

ディストレス投資は、経営破綻企業に対して投資を行う投資戦略である。一般的には、それらの企業の債権を買い集めるなどの手法を通じて、当該企業の再生プロセスにおけるコントロール権を確保しつつ、エクイティへの転換などを図りながら、高いリターンを目指す「コントロール型」と、企業の債権を割安に買い上げ、タイミングをみて高値で売却することで鞘取りをする「トレーディング型」に分類される。

(4) インフラ投資

インフラ投資は、PE 投資の中でも、特にインフラ資産やインフラ事業を対象とした投資戦略である。具体的には、①エネルギー分野(火力発電所、太陽光、風力発電、送電線等)、②交通分野(空港、港湾施設、有料道路、鉄道貨車リース等)、③通信分野(光ファイバー、データセンター等)、④民営化された公共サービス分野(学校、病院等)がその主たる投資対象である。こうした事業は不可欠な社会基盤となるサービスを提供しており、不景気となっても需要が安定しているという性質を有する。また、需要が安定しているが故に、多くのケースにおいて、長期契約が付帯されており、安定したキャッシュフロー及び早期の配当収益が期待でき、ミドルリターンを狙いながら安定したインカム収益を目指す投資戦略として機関投資家から支持され近年急拡大している投資戦略となっている。なお、インフラ投資の投資特性を踏まえ PE 投資とは異なる独立した資産クラスとしてとらえる機関投資家も多いが、ゆうちょ銀行では PE 投資の一類型として整理している。

(5) 長期 PE・運用会社投資

長期 PE、運用会社投資の二つの投資戦略は比較的新しい PE 投資戦略であり、近年拡大している。

1つは「長期 PE」あるいは「コア PE」と呼ばれる、通常の PE ファンドよりも長い保有期間を想定する PE ファンドである。PE ファンドへの投資で散見される事象として、PE ファンドの投資先企業が別の PE ファンドに売買され、その後また別の PE ファンドに売買され、という形で 3~5 年毎に売買が繰り返されることがある。売買取引の都度に投資銀行や法律事務所に対する手数料や PE ファンドに対する成功報酬といった「取引コスト」が発生することから、投資先企業の事業戦略を大きく変更しない場合などには非効率なのではないかと問題視された。この結果、一部の海外の大手年金基金や政府系ファンド(SWF)の要望を踏まえ、ファンドの存続期間を予め長く設定した上で、事業戦略を大きくは変更する予定が無く安定的なキャッシュフロー特性を有する企業を長期保有して成長を図ることで余計な取引コストを排除し、再投資リスクを回避しつつ安定的なリターンを創出を狙う「長期 PE ファンド」が生まれた。もう 1 つは「PE 運用会社自体への投資」である。PE ファンドの運用会社は PE ファンドを運用することで得られる管理報酬、成功報酬、自ら運用するファンドに投資する「GP コミット」を収益の源泉としており、PE 業界が成熟する中で、PE 運用会社創業者の世代交代に伴う「運用会社自体の事業承継」や、新たにクレジット等の商品分野に進出するための「成長資金ニーズ」といった投資機会が生じている。一方、2007 年以降、Blackstone、KKR、Carlyle など上場する PE 運用会社も増加しており、こうした PE 運用会社に対する機関投資家の投資ニーズも高まっていることから、このような機会を捉えて PE 運用会社自体への投資を専門的に手掛けるファンドが出てきている。

3. PE ファンドの仕組み

PE ファンドの法的ストラクチャーは流動性が無く、投資家の意向で解約もできない組合等の形態をとるのが一般的である。そして投資戦略によっても多少の違いは生じるものの、標準的なバイアウト・ファンドの場合、投資先企業を探してくる期間が 5 年、当該企業の価値向上を行い、売却先を探してくる(または IPO 準備の)期間が 5 年、合計 10 年間に及ぶ長期投資である。こうした時間を経営改善・成長に使うことで、年率 10~20%程度の高いリターンを狙う。

いつでも買える上場株式と大きく異なる点は、投資先が常に存在する訳ではないということである。ファンドは常に投資対象を探すか、その間投資家資金を現金の状態でも保有してしまえば、運用効率が下がってしまうため、投資開始時点において一括で現金を引き受けるという事は行わない。寧ろ、投資家との間では「一定の待機資金枠」を設定する形で、投資対象が出現した際に機動的に現金を調達できる契約形態が採用されている。これを「コミットメント」と呼んでいる。逆に機関投資家の立場としては、投資するファンドを定めた時点で、希望する最大投資額に関するコミットメント契約をファンド側と締結して、投資先が見つかり次第、「キャピタルコール」と呼ばれる払込依頼を受けることで、はじめて現金移動が生じるため、それまでの間はいつでも引き出せるような待機資金を用意しておくということになる。

こうした PE ファンドの構造は、「J カーブ効果」と呼ばれる現象を引き起こす。前述の構造に基づき、機関投資家がファンドに投資を決めてから、平均して 3-5 年は、投資のための資金や運用者に支払うフィーは出金されるが、案件の売却が無い場合、リターンがマイナスの状態となり、その後、ファンドが順次投資先企業を売却することでリターンがプラスに転じるが、最初にリターンが悪化して、その後、売却が始まると改善していくリターンのグラフの形状が「J」の文字のようであるため、この現象は Jカーブ効果と呼ばれている。Jカーブがあることによって、PE ファンドの投資家には収益実現までの長い時間を耐えるだけの忍耐力が必要となる。この Jカーブ効果をなるべく軽減するための方策は後述のセカンダリー戦略や、配当等を早期に生むインカム戦略の活用など幾つか考えられる。

4. PE 投資拡大の歴史

人類の歴史の中で非上場株式への投資の歴史は、株式会社の歴史と同義である。上場株式市場が生まれるまでの株式会社の例として、古くは欧州各国による植民地経営と国際貿易を支えた東インド会社が挙げられる。東インド会社の株式はリスクの高い航海に伴う事業リスクを分散するために、多くの投資家によって分散所有されたと言われている。

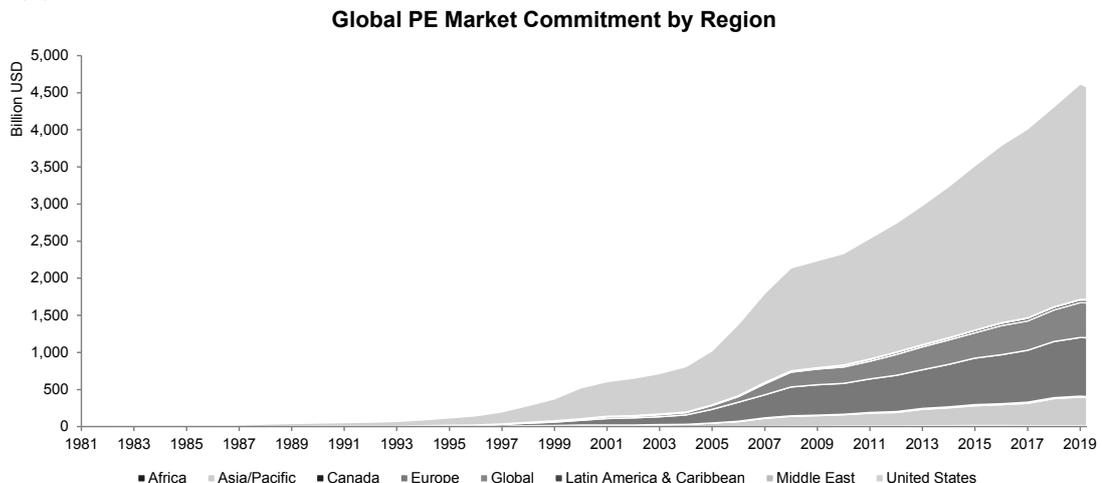
しかしながら、本稿で対象とするような現代的な PE 投資が登場するのは、1940 年代の米国ベンチャー企業を投資対象としたベンチャーキャピタルファンド以降である。当時、ハーバードビジネススクールの学長を務めており、後にベンチャーキャピタルの父と呼ばれることになる Georges Doriot によって 1946 年に設立された ADRC(American Research and Development Corporation)は新規事業(ベンチャー)を投資対象とし、これに加えて、J.H. Whitney & Company や、ADRC 出身者が独立して始めた Greylock Partners などが最初に生まれた。その後 1970 年代に入ると Kleiner, Perkins, Caufield & Byers (KPCB) や Sequoia Capital といった今日の VC 業界の中でも最も有力なベンチャーキャピタリストも登場した。こうしたベンチャー企業への投資は、1970 年代にはより成熟した企業を対象としたグロース投資やバイアウト投資へと拡大をしながら、その対象領域を大幅に拡大させた。例えば、Warburg Pincus は今日では有力なグロース投資及びバイアウト投資を手掛けるファンドのひとつであるが、元々の祖業はベンチャーキャピタルであり、投資対象が 1980 年代以降徐々に変化していった。

1970 年代には、KKR のようなバイアウト専門ファンドも次々と立ち上がり、それに対して大学基金や公的年金等が投資を行った。前述の VC ファンド、及びこうした黎明期のバイアウト・ファンドが運用成績上も成功したことにより、徐々に PE 投資が機関投資家に受け入れられるようになっていった。そして Blackstone、TPG、Carlyle といった PE ファンド運用者がその後次々と誕生して、良好な運用成績を残し、投資領域を拡大していった。

米国で PE ファンドが市民権を得る過程においては、大学基金が大きい役割を果たした。米国の大学基金は、日本の大学基金とは異なり、巨額の資金を超長期にわたって運用しているという特性の違いを有しており、中でもイェール大学の David Swensen による PE 投資が殊に著名である。同氏は、大学基金を使った PE 投資によって運用成績を上げると共に、それらの投資理論をレポートとして世に出したことで、多くの米国投資プロが PE 投資を知ることとなり、機関投資家が取り組む意義や、具体的な投資手法についての理解が大幅に広まったと言われている。同氏の投資理論については、*Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment (2000)* や、*Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (2005)* といった書籍にも纏められている。こうした大学基金や公的年金が牽引役となり、特に 1990 年代後半以降、北米の機関投資家の間で、PE 投資は主要な投資対象として定着していった。公的年金や大学基金は、その性質上、キャッシュを引き受けてから支払いを行うまでに長い時間軸があり、前述のような流動性リスクを積極的に引き受けることができる特性を有しているため、こうした資金の性質が背景となって、PE 投資を大規模に踏み出すことができたという経緯がある。

また、1970 年代黎明期におけるバイアウト・ファンドのリターン源泉が、事業そのものの価値向上というよりは、「安く買い、高く売る」という事業価値に対する認知ギャップや高レバレッジに大きく依存していた反面、とりわけ 2000 年代以降は、オペレーション改善や投資先の海外進出支援等の事業成長の加速による企業価値向上に軸足が置かれるようになったことも、PE 投資の社会受容性を高め、金融システムの傍流から本流へ移行する上での大きな材料となったことも見逃せない。米国で生まれ、発展した PE 投資は、図 2 の通り、その後欧州や他地域においても拡大を続けており、少なくとも欧米市場においては、既に主要な投資戦略としての確固たる地位を確立している状態と言えよう。

図 2



出典: Cambridge Associates

日本でも欧米ほどではないにしても、PE 投資が拡大している。日本の非上場会社への投資も江戸末期~明治初期の亀山社中から始まる長い歴史があるが、日本での民間の運用のプロによる PE 投資の本格的な始まりは 1970 年代前半となる。この高度成長期の真ただ中の時代、日本合同ファイナンス(現ジャフコ)を初めとして、幾つかのベンチャーキャピタルが創業し、当時銀行や保険会社などの機関投資家の多くもこうした新興ベンチャーキャピタルが運用する VC ファンドに投資した。

日本におけるバイアウト投資の黎明期は 1990 年代後半である。経営コンサル会社であるペインアンドカンパニー出身者によって 1997 年に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た。続いて 1999 年には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、これ以降日本でも PE ファンドの運用が本格化していくことになる。1990 年代後半は、長期不況の中で金融機関の不良債権問題が関心を集めており、日本の PE ファンドはこうした不良債権の受け皿として認知度を高めていき、2000 年代に入って以降、Carlyle、KKR、Bain Capital 等の外資系ファンドの本格参入を迎えて市場規模を拡大していった。

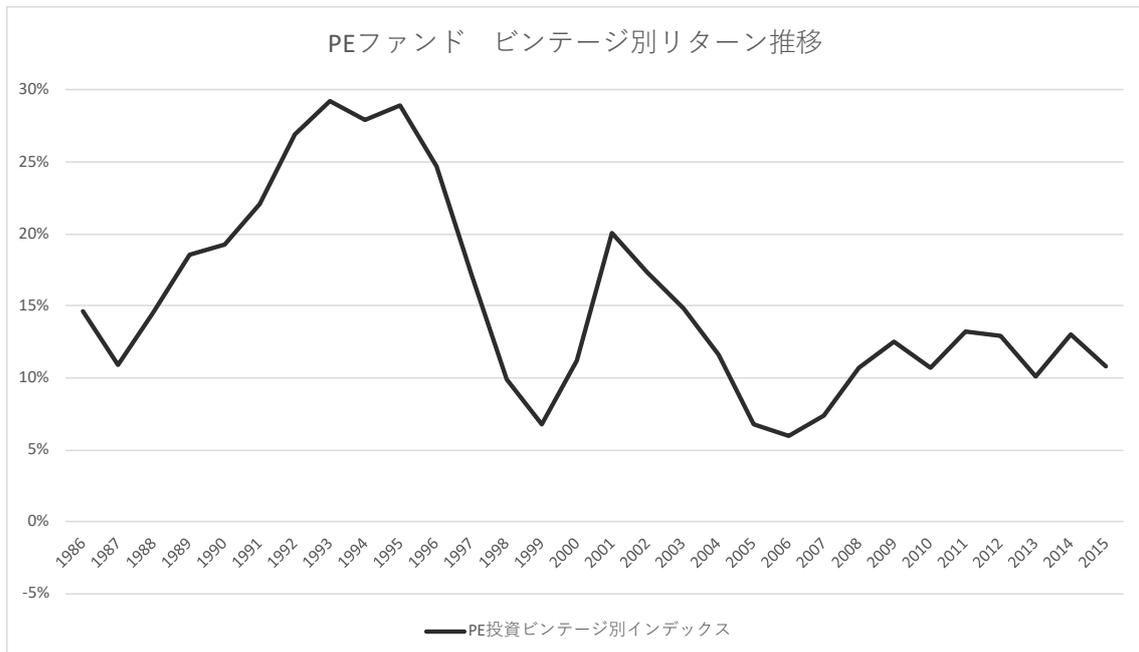
また 2000 年代に入って以降、独立系バイアウトファンドが規模を拡大してきている。日本興業銀行出身者によって 2002 年に設立された日本産業パートナーズ(JIP)、同じく日本興業銀行出身者によって 2004 年に設立されたポラリスキャピタル、ユニゾンキャピタル出身者によって 2007 年に設立されたインテグラルなどはいずれも 1,000 億円規模以上のファンドを現在運用している。とはいえ、米国・欧州などとの対比で言えば、本邦バイアウト・ファンドは累積規模ベースで見てもとても小さく、日本の経済規模と比べてバイアウト投資は十分に浸透しているとは言えない。こうなっている理由は幾つか考えられるが、はっきりしていることとしては米国と同様に国内の PE 業界が発展するためには、投資先の企業及び社会から許容され、機関投資家にとり魅力的な投資対象であること、この二つの要件を満たすことが最低限不可欠である、ということではなからうか。

5. 機関投資家にとっての PE 投資の意義

大規模な資金を運用する機関投資家にとって、PE ファンド投資はどういった意味を持つであろうか。伝統的に、資金運用といえば国債、融資や大手企業が発行する社債などの融資・債券商品、または上場株式(そして投資家によっては不動産投資)というのが最もスタンダードな投資対象であった。これは日本に限らず、1990 年代頃までは米国の機関投資家にとっても同様である。債券投資は株式投資とは異なる性質を有するため、ここでは上場株式と PE ファンド投資の比較を通じた機関投資家にとっての相違点を浮き彫りにしたい。

結論を先に言えば、米国の機関投資家に PE 投資が受け入れられた理由は、「流動性リスクを取ることで、上場株式を超えるリターンを期待できる」という利点である。図 3 に示される通り、過去 40 年近くにわたって PE 投資は高いリターンを計上してきたことが分かる。通常 PE 投資はファンド期間が 10 年程度の長期間に及び、かつ機関投資家側から自由に解約ができない構造となっている。こうした PE 投資の特性により、運用資産を頻繁に現金化する必要性のある投資家にとっては、大きい流動性リスクを抱えることになる。換言すれば、前述の通り PE 投資は流動性を犠牲にすることで、高いリターンを狙うことができる投資戦略といえる。

図 3



出典: Cambridge Associates リターンはフィー控除後のビンテージ別の内部収益率 (IRR)

一方で、上場株式の最大の利点は、買いたいときに買えて、売りたいときに売れるという「流動性」にある。これは運用資産を頻繁に現金化する必要のある投資家にとっては不可欠の要件である。流動性の観点では PE 投資は上場株式に劣後しており、これが上場株式との対比で言えばより安価に企業に投資できる一つの理由となる。もっとも流動性に対する考え方は、機関投資家の負債属性や置かれている状況によって当然に大きく異なるので、流動性を犠牲にできない投資家も存在する。

特筆すべきは、上場株式は多くの投資家の目に晒され、等しく投資機会が与えられる一方、一般的には事業については経営陣に付託されている受け身の投資であるのに対し、PE 投資ではある程度の時間軸を確保して、自ら事業戦略を立案し腰を据えて企業価値向上に取り組むことで、長期にわたる高いリターンを目指す攻めの投資であると言える。ただ誰に対しても開かれた投資機会ではなく情報もプロが精査する必要がある。こうした案件の精査や投資後の企業価値向上などを通じて同期間の上場株式に対して 2-5%程度の超過リターンを目指す。

実は上場株式と PE 投資のリターン比較については、今日においても専門家や研究者の間で激しく議論がなされており、必ずしも科学的に定まった唯一解に議論が収斂している訳ではない。しかしながら、多くの機関投資家は上記の PE 投資特有の理論的な優位性、経験的に、また実証的に PE 投資が上場株式よりも高いリターンを自分のポートフォリオで実現している事実などを踏まえ、流動性を犠牲にする代わりに今後もこうした超過リターンが継続するであろうということを期待している。

上場株式投資を行う機関投資家にとって悩ましい問題がもう一つある。それは世界の上場企業数の伸び悩みが 2000 年代半ばから鮮明となっており、中でも世界最大の株式市場である米国においては過去最高であった 1996 年との比較でほぼ半減していることである。上場企業数減少の背景には、アクティビストと呼ばれるヘッジファンド等の「短期志向の投資家」や上場企業に課せられる厳しいルール等の高い「上場コスト」があると云われる。このような問題もあり、ベンチャーキャピタルに投資される企業の新規上場のタイミングが遅くなり、上場することなくベンチャーキャピタルの資金を受けて成長を続け、「ユニコーン」と呼ばれる 1,000 億円以上の企業価値を有する非上場企業が出現する現象が多数起こっている。かつては企業が上場後も成長し、機関投資家はその成長の果実を享受することができたが、今ではベンチャーキャピタルやグロースキャピタルがたっぷりと成長局面を味わった後に、ようやく機関投資家が投資できる状況になっている面がある。また、既存の上場企業も上述の問題を回避するためバイアウト・ファンドと組んで非公開化を選び、長期的な視点で経営改革を行って復活を果たそうとする例も出てきている。機関投資家が PE 投資を行う意義として、このような上場企業で失われた投資機会を、PE 投資を通じて捕捉する面もあると考えられる。

第 2 章 ゆうちょ銀行の PE ポートフォリオ構築

ゆうちょ銀行(以下「当行」)では高度に分散した PE ポートフォリオの構築を目指しており、分散とは単なるファンド数の分散だけではなく、投資戦略/手法・ビンテージ・地域・規模といった多様な分散を意味する。本章では、そのようなポートフォリオを構築する考え方について説明したい。

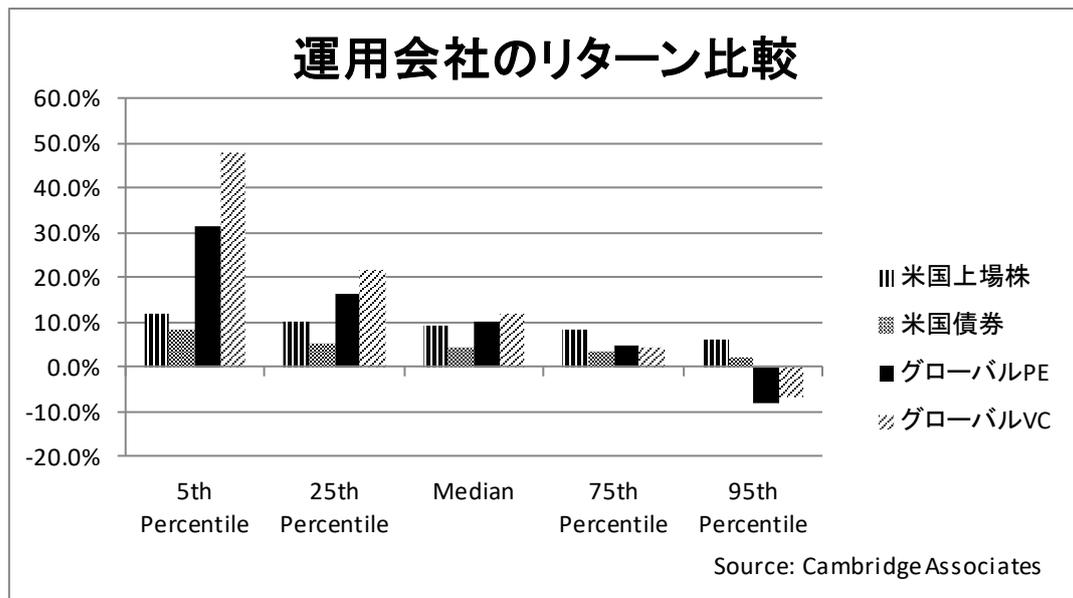
1. 投資戦略の分散

前章の通り、PE 投資と言ってもその戦略は「VC 投資」「バイアウト投資」のようにキャピタルゲインの獲得を狙う戦略や(ここでは「エクイティ戦略」と呼称する)、「メザニン投資」、「インフラ投資」のようにインカムゲインの獲得も期待できる戦略(同様に「インカム戦略」)など、様々な投資戦略が存在する。また、切り口は異なるが投資手法という観点では、運用者による 3~5 年毎に行われるファンド募集に応じる「プライマリー投資」、数年前に募集されて既に投資案件が組み込まれたファンド

持分を他投資家から購入し、早期にリターンを期待できる「セカンダリー投資」、運用者との「共同投資」など、様々なアプローチがあり、リスク・リターンやキャッシュフローの特性がそれぞれ異なる。

当行の PE ポートフォリオにおいて中心となるのは、市場規模の大きい「バイアウト投資」である。しかしながら、当行では「VC 投資」や「グロース投資」に対しても、一定の配分を維持するように意識している。その理由は、テクノロジーのイノベーションに伴う企業の成長すなわち「グロース」をポートフォリオに取り込むことがアルファを生む上で重要と考えるためである。但し、ベンチャーキャピタルは運用者毎のパフォーマンスの差が大きいいため、ポートフォリオの質を落とすことがないようにトップクラスのベンチャーキャピタルへのアクセスを有するファンドオブファンズ（“FOF”）と呼ばれる専門の運用者を活用している。図 4 の通り、米国上場株式ファンドでは上位 5%の運用者と下位 5%の運用者の運用成績の差は年率 5%程度しかないのに対して、ベンチャーキャピタルの場合、その差は同 50%にも達している。

図 4



出典: Cambridge Associates

上述の通り「エクイティ戦略」でキャピタルゲインを追求しながら、「インカム戦略」への配分が大きいことも当行の PE ポートフォリオの特徴である。エクイティ戦略は景気後退期には Exit 活動が停滞し、実現利益が減少する傾向がある一方、インカム戦略はそのような時期でも一定の実現利益を獲得できるため、ポートフォリオ全体の PL の安定化に寄与することが期待できる。また、インカム戦略として収益の源泉を更に分散化するため、比較的新しい領域である「長期 PE」、「運用会社投資」もポートフォリオに組み入れている。インカム戦略において大きな割合を占めるのがインフラである。当行のインフラの戦略の特徴としてはキャピタルゲインを狙うバリューアッド型よりもインカムを重視したコア/コアプラス型をポートフォリオの中心に据えていること、資産の種類としては再生可能

エネルギーに傾斜して投資を行っており、原油・ガス関連の資産の組み入れは大きく抑制していることがあげられる。なお、原油・ガス関連に対してはリターンのボラティリティの高さと ESG の観点から、PE ポートフォリオ全体でも抑制している。

2. 投資手法の分散

投資手法の面では「プライマリー投資」がポートフォリオの中心である。しかしながら、第1章で述べたように、プライマリー投資には最初の 3~4 年程度は PE ファンドの運用者に対する管理報酬等の支払い等のコストが先行し、リターンがマイナスになるという「J カーブ効果」が存在する。当行ではそのような「J カーブ効果」を緩和するため、ポートフォリオ構築の初期段階では「セカンダリー投資」への配分を大きくした。「セカンダリー投資」は前述の通り、既に投資案件が組み入れ済みのファンドを購入するため、プライマリー投資と比べてエグジットのタイミングが早く、早期のリターン実現が期待できる。セカンダリーの組み入れと、上述のインカム戦略への配分により、当行の PE プログラムは「J カーブ効果」を経験することなく当初からプラスのリターンをあげることができた。

「共同投資」も当行のポートフォリオの重要な要素の一つである。一般的に、PE ファンドは投資可能額を上回る大型案件を発掘した場合、競合相手である他の PE ファンドと共同投資を行うよりも、当該 PE ファンドの投資家に共同投資機会を提供することで投資家との関係を深めようとすることがある。運用者は共同投資案件に対しては管理報酬や成功報酬を投資家から徴収しない、ないしは大幅に削減することが多いため、投資家は共同投資を組み入れることにより、フィーを節約することができる。また、PE ファンドは一般的に 5 年の投資期間の中で案件を発掘するため投資実行に時間を要するが、共同投資を行うことにより、投資家としてはフィーを低減させながら投資実行を加速化させることができるため、J カーブ効果の緩和にもつながる。

但し、共同投資は 2~4 週間という短期間での意思決定が求められるため、短期間で集中してデューデリジェンスを行うことができる機動的な体制を構築しなければならない。当行においては欧米の共同投資案件は専門の助言者を採用する一方、国内とアジアの共同投資案件に対しては、自社で共同投資運用を行う子会社（JP インベストメント株式会社、“JPIC”）を 2018 年 2 月に当行、かんぽ生命、役職員（運用担当者）の共同出資で設立し、同 4 月には JPIC が運用する共同投資ファンドに投資した。JPIC 設立に際しては、PE ファンドでの直接投資経験者を中心に採用し、機動的な意思決定が可能な体制を構築している。

3. ビンテージの分散

PE 投資は程度の差はあれども基本的には株式投資であり、株式市場との相関は実際の経験に照らしても相応に高く、投資案件の購入価格、売却価格はその時々相場に左右されることになる。

従って、株式市場が好調/不調な時に投資案件を買っているか/売っているかによって、PE ファンドのパフォーマンスは大きく影響を受ける。これをワインのビンテージに譬え、「ビンテージの出来不出来によりリターン差が生ずる」と PE 関係者は表現する。一方、市場の数年先を正確に予測すること自体そもそも不可能であるため、このビンテージの良し悪しを事前に予測して、マーケットタイミングに合わせてアロケーションを大きく調整するのは、極めて困難である。

このため、当行では最終的なポートフォリオ像を思い描きながら、毎年幾らの投資確約を行うかを定め、計画的に数年かけて平準的にポートフォリオを積み上げることを企図している。しかしながら、継続的に毎年投資を行うということは一見簡単なようで実行することは難しい。2008年の金融危機においては、多くの機関投資家が PE 投資を継続することができず、極めて良いビンテージを逃しただけではなく、有力な運用者との関係が途絶えてしまった例がある。その後投資を再開しても、関係を再構築することが出来なかつたり、長い時間がかかつたりするため、機会損失は非常に大きい。当行においてはこのような教訓を踏まえて、継続性の重要性を認識した上で PE 投資を長期的なプログラムとして開始した。

4. 地域分散

地域的には当行のポートフォリオの中心は、市場規模の大きい北米・欧州であるが、アジア、とりわけ中国への配分も小さくないことも特徴の一つである。これはベンチャーキャピタルに対する考え方と同様に、成長率の高い経済地域をポートフォリオに取り込むことがアルファを生む上で重要と考えたことに加えて、中国においてはテクノロジーで米国を凌駕していると言える領域も出てきているため、中国のテクノロジー・セクターへの投資機会を捉えたいという狙いもある。

日本は為替リスクのないホームマーケットであり、JPIC という子会社を有していることから戦略上の観点でも日本の PE 市場の発展は重要であると考えている。一方、国内市場が米国市場同様に成熟していたのであれば投資できたであろう金額との比較で言えば、未だ国内への投資額は限定的である。これは色々な意味で日本国内において PE 投資は未成熟できちんと社会に受け入れられていないためであると言える。当行としては海外の PE ファンドへの投資で得られた知見やノウハウを国内にも適用し、日本の PE 市場の今後一層の成長に貢献できれば幸いである。

5. 規模分散

ファンド規模の大きい大型ファンドだけではなく、中小規模の PE ファンドに分散していることも、当行の PE ポートフォリオの特徴である。大型ファンドは規模の大きい企業を対象とする大型案件が中心になるが、規模の大きい企業は言わば既に大きく成長することに成功した会社であり、経営の合理化や成長余地は相対的に小さい分、借入を活用したレバレッジ効果への依存度、財務リス

クが大きい場合が多い。出口戦略も IPO への依存度が高まり、資本市場サイクルの影響をより大きく受けることになる。一方、中小規模のファンドは規模の小さい企業を対象とすることから、成長をリターンの源泉とすることができるため財務レバレッジへの依存度が比較的小さく、出口戦略においても事業会社への売却が相対的に容易であるため、IPO に依存する必要はない。したがって、中小規模の PE ファンドを組み入れることはポートフォリオのリスク・リターン特性の改善に寄与すると考えている。

6. 外部リソースの活用

上述のポートフォリオの分散を実現するため、自社リソースのみで世界中の PE ファンドを調査し、投資審査、投資実務を行うのは現実的でない。適切な投資体制を構築するためには、最低でも数十人の投資プロフェッショナル、その数に匹敵する管理スタッフが必要となり、これを構築するには時間がかかるため外部リソースを積極的に活用している。具体的には国内で PE 投資の経験が豊富で第三者向けにサービスを提供している数社を投資一任業者として採用した。しかしこうした投資一任業者ですら、自社で全世界を必ずしも有効にカバーできるとは限らないため、十分にカバーできないであろうと考えた投資領域については FOF や、ゲートキーパーと云われる専門会社に運用をお願いした。その際、地域・投資戦略毎に細分化して、それぞれの投資戦略を得意とする最適な専門会社を領域ごとに採用するようセレクションを行った。こうした専門会社の目利き力及びリソースを最大限にレバレッジすることで、高い運用力を有する PE ファンドへの投資機会を逃さず、かついわゆる「一見さんお断り」のファンドに対しても一定規模の投資が可能となる。

海外の運用者との主要なコンタクトポイントは上述の投資一任業者やゲートキーパーとなるが、当行の投資プロフェッショナルは海外の運用者と積極的なコミュニケーションを行い、直接関係を構築することで信頼される機関投資家となることを目指している。こうしたコミュニケーションを通じて、投資すること自体が困難な運用者のファンドへの投資額を積み増せた事例が複数出てきており、ここ数年運用者とのコミュニケーションに当行メンバーが邁進してきた結果、大きな成果が生まれつつあると考えている。今後も投資額を十分に増やすことができている優良運用者とのコミュニケーションを継続させ、ポートフォリオのリターン向上に努めたい。

なお、国内のバイアウト・ファンドは十分にカバーできると考えたため当行メンバーが自ら投資先を選定しておりこちらも順調に推移している。

7. PE ファンドの選別

ポートフォリオの分散と PE ファンドの選別は、部分的には矛盾する概念ではあるが、分散を実現しつつも優良な PE ファンドを選別することは非常に重要である。前述の通り、PE ファンドのファンド

間のリターン格差は上場株や債券よりも非常に大きいためである。PE ファンドの選別の考え方などについては別稿「PE ファンド投資の実務面の課題」(証券アナリストジャーナル 2018 年 10 月号)で説明しているので興味のある方はそちらをご覧ください。

第 3 章 コロナ危機の PE 投資に対する影響

今年に入り、新型コロナウイルスの出現により、世界経済が未曾有の危機に陥り、PE ファンドも多大な影響を受けている。本章では、前回の危機である金融危機と比較しつつ、今回のコロナ危機で何が起り、どのように PE 投資に影響したか、整理してみたい。

第一に、デジタル化の加速化である。コロナ危機への対応として実施された都市のロックダウンに伴い、人々が在宅勤務を余儀なくされ、外出制限により自宅で過ごす時間が増えたことから、Eコマース、クラウド上のソフトウェア、オンラインエンターテインメント、通信セキュリティに対するニーズが高まり、これらを手掛ける企業のバリュエーションが大幅に増加している。コロナ危機以前からデジタル化は PE ファンドにとって主要な投資テーマであったが、コロナ危機がトレンドを加速化させた。PE ファンドの中ではベンチャーキャピタルは勿論のこと、バイアウト・ファンドにおいても「デジタル化」への対応は新規投資の発掘や投資先の支援において不可欠であり、一部の運用者はデータサイエンティストなどの IT の専門家を採用するなど積極的に対応しており、コロナ危機も相対的にうまく乗り切っている。実は金融危機時においても Uber や Airbnb のような革新的な企業が生まれており、危機時においてテクノロジー・セクターに投資機会が生じることは過去にも見られたが、今回のコロナ危機は特にその傾向が強く生じている。前述の通り、当行ではテクノロジーのイノベーションに伴うグロースを重視し、ベンチャーキャピタルやグロースキャピタルへの配分を意識的に高くしてきたため、幸運にも恩恵を得ることができている。

第二に、エネルギーセクター企業の苦境があげられる。今回のコロナ危機においては経済活動の縮小による原油需要の減少懸念に加えて、サウジアラビアやロシアの増産決定により原油価格が急落し、チェサピークなど上流企業を中心に破産する企業が続出している。この背景にあるのは、上述の通り原油価格が下落したという問題だけではなく、数年前から徐々に大きくなってきた構造的な問題として、ESGを意識する機関投資家が増え、同セクターに対してリスク資本が流れにくくなっているということが挙げられる。金融危機においても原油価格が急落したが、今回のコロナ危機においてはそのような構造的な問題も底流にあることが大きな違いである。前述の通り、当行では同セクターへの投資のボラティリティの高さに対する懸念と ESG の観点から原油・ガス関連の投資に対して消極的に取り組んでおり、インフラ投資においても再生可能エネルギーに重点を置いてきたことから、幸運にもエネルギーセクター企業の苦境がポートフォリオに与えるマイナスの影響を緩和することができた。

第三に、今回の危機においては、経済活動は依然としてロックダウンや行動制限により厳しい状況が続いているものの、株式市場などの資本市場に関しては極めて短期間に回復したことが挙げられる。これは金融危機を教訓として政府・中央銀行が迅速かつ大規模な財政・金融政策を実施したことが奏功したものと考えられる。金融危機は主にモーゲージ証券化市場の構造的な問題に端を発した文字通り金融に起因する危機であり、金融機関がダメージを負ったことから回復には時間を要した。「音楽が鳴っている間は、踊り続けなければならない。」というシティグループ元 CEO のチャック・プリンス氏の言葉に象徴されるように金融機関も PE ファンドも金融危機前は非常にアグレッシブであったため、とりわけ借入に対する依存度の高い大型の PE ファンドが苦境に陥り、新規投資・エグジット活動の停滞も非常に長引いた。その裏返しとして、幅広い業種においてディストレスの投資機会が一定期間に亘り生じた。

今回のコロナ危機においては、10 年前の危機の記憶が人々にまだ残っており、金融機関も PE ファンド運用者も一定の規律を維持していたことからそれほど大きな問題は生じておらず、前回と同様に新規投資・エグジット活動は停滞したものの、テクノロジー・セクターを中心に既に活動の再開が見られ始めている。また、価格の大幅な下落に伴うディストレス投資のウィンドウは比較的短期間で終了しており、旅行、航空、外食、エネルギーなど強く影響を受ける特定の業種においてのみ、投資機会が残っているという違いがある。但し、資本市場の回復は上述の通り財政・金融政策に支えられている危ういものであり、経済活動の厳しい状況が続いている中では、再び急落する時期がいつ訪れるか予断を許さないため引き続き状況を注視したい。

最後に、今回、コロナ危機が発生し、一部の運用者の中にはパフォーマンスが悪化したところも出ている。このような危機は運用者が迅速に危機に対応することができるか、投資家にどのように説明するか、を見る絶好の機会でもある。今回の危機から現在までについて言えば、総論として多くの大手運用者については情報公開のレベルは満足のいくものであったと評価される。情報アップデートの頻度が高く投資先各社の状況につき積極的にディスクローズする運用者が多かったと言えよう。しかし、一部の運用者、特により小規模な運用者の多くについてはまだ情報のアップデートの頻度・量が十分でないと感じている部分もあるため今後の管理強化上の課題としたい。

第 4 章 今後の PE ポートフォリオの運用において注力したい点について

当行の PE 投資はもうすぐ運用開始から 5 年が経とうとしている。5 年は一般的な運用の世界の年月の感覚で言えば相応に長い期間と言えるかも知れないが PE の世界の常識ではワン・サイクルにも達していない、ごくごく短い期間である。

前述の通り、PE ファンドの多くは5年程度の投資期間の間に段階的に投資し6年目位から本格的な回収期を迎える。従って当行のPE ポートフォリオは本格的な収穫期をまだ迎えていない未成熟な状態であると言え、目指している最終的な目標との対比で何か誇れるような成果を実現できている状況ではない。

これまでポートフォリオが一度もJカーブを味わうことが無かったこと、今回の危機においても一定の下方耐性を示した点については、運が良かったという面も多々あるものの、途中経過としては必ずしも悪くない状況であると考えているが、前章にあるような運用の取組として良かった点、留意を要する点に関する振り返りなども踏まえつつ、改めて今後の当行PEプログラムの運営に当たって注力していきたい点について述べたい。

1. 長期的な成長が見込まれる企業への投資を通じて得るキャピタルゲインと長期的に安定したインカムゲインの双方の獲得を目指すポートフォリオ像の継続的な探求

当初のPE投資プログラムの構築においてはビンテージを分散させ、Jカーブを軽減することを目的としたセカンダリー投資に大きな力点があった。しかしポートフォリオが成熟し始めキャピタルゲインを生むようになる段階で以前ほどの意義ではなくなる。従って今後は生み出せる本源的(付加)価値が限定的であるセカンダリーの投資割合は減少させていくことになろう。一方、これまでプライマリー領域で行ってきた、様々な投資戦略分散上の工夫は継続していきたいと考える。その際の基本的な視座としては、長期的な成長が見込まれる企業への投資を通じて得るキャピタルゲインと、長期的に安定したインカムゲインの双方の獲得を目指したいと考えている。

キャピタルゲイン型のPE投資のリターン源泉は、企業の色々な意味での成長にある。なお、これは何もテクノロジー企業の売り上げの成長という話だけをしている訳ではなく、あらゆる意味での企業の成長のことを述べている。密なコミュニケーションを通じて、同じような視点で企業を成長せしめることに全力を尽くす多くの優良運用者との関係を一層強固なものにしていきたい。そして日本でもPE投資がより理解され、一般に受け入れられるよう我々に貢献できることは積極的に行っていきたい。

2. 未来に具現化する可能性があるリスク事象を早期にキャッチし回避する努力の継続

これまでも意識してきたことであるが、未来に具現化する可能性があるリスク事象を早期にキャッチし回避する努力を今後も意識したい。今回色々な振り返りを行っているが、過去にキャッチできた事象はあくまでも過去の話である。大切なのは今後もアンテナを高く上げ関連の深い情報をキャッチし続ける豊かな感受性を持ち続けることである。

PE 投資業界の名言として **You are only as good as your next deal** という言葉がある。PE 投資業界では、過去に成功した投資案件をもっている運用担当者がいたとしても、次の投資案件で失敗すると同僚等に責められ降格されたり、その運用会社を去らねばならなくなる(そうでなければ同僚が去っていく)ことが往々にしてある。結果を生み続けなければならないとても厳しい世界である。

我々のポートフォリオ運用においても、ポートフォリオが分散されている分、個別の事象への注意は PE 運用者ほどには注意しなくても良いかも知れないが、ポートフォリオが趨勢的にどのような特徴や傾向を帯びているのか、ポートフォリオ全体としてのリスクはどのようなものか、に良く注意する必要がある。また、これから作るポートフォリオについても、どう構築していくかを真剣に考え続ける限り、あつという間に我々の目指しているリターン目標は遠のいてしまう。

足許では具体的には、下記のようなリスクへの対応について、考えをまとめる必要があると考える。

(1) 中国の Decoupling リスク

近年、中国の PE 投資は取り分けテクノロジー領域において、多くの魅力的な投資機会を生んできた。他方、米国との軋轢により、欧米でのこれらの企業の活躍の余地が、以前よりも限定されそうであるというのは皆の知るところである。中国企業のテクノロジー面での躍進が今後も続くであろうことは論文や新規特許申請数などからも明らかだが、こうしたテクノロジーの活躍の場は以前よりもずっと内向きに、つまり中国国内向けになる可能性がある。もちろん中国経済の内需自体が巨大で、成長率も先進国とは異なる水準感ではあるのだが、以前よりも中国のこうした企業の国際的な成長余地が落ちたとも言えるので、これをどう考えるべきか。しかしこれは同時に欧米、日本の中国市場で躍進をしてきたプレーヤーの多くが今後は中国市場に参入することが難しくなるであろうことを意味しており、欧米や日本の PE 運用を検討する時にも「中国問題」とどう対面するかは常に考えておく必要がある。

(2) ESG の Societal 要素への対応

前述の通り、ESG への注目が高まる可能性があることも理由にこれまで再生エネルギー以外のエネルギー関係への投資は PE ポートフォリオでは事実上非常に限定してきた。今後 Environmental に留意した投資ポリシーにより明確に舵を切るのであろうが、まだ余り対応が完了しておらず最も注意したいと考えているのは S (Societal) の部分である。各社会の規範には異なる部分もあるが、大きくは「人権」や「ダイバーシティ」に留意した運用がより重要になってくるであろう。一部の大手 PE 運用者は、既に自社ダイバーシティを高めるよう組織運営を変えるのみならず、投資先企業に対しても、同様の目標を課し始めている。重要なのは、これが投資先の価値のディスカウント要因となることを避けるために行われているということである。つまりそれは投資案件の価値実現に影響するリスク要因だということである。リスクが具現化してから行動したのでは遅い。その次の deal まで周囲は待ってくれないかもしれないのであり、我々も機先を制して行動する必要があると

考える。故に投資活動の中でこうした Societal な面への取り組みにつき PE 運用者と協議する場面が今後は増やさねばならないと考える。

(3) 価格が不相応に高くなった領域に不用意に「興奮」してアロケートしすぎるリスク

足許で言えばテクノロジーやソフトウェア・セクターがこの典型だが、過去には不動産セクターや金融セクターの価格も、不相応に高騰した時期がある。もちろん今回はデジタル・トランスフォーメーション(DX)の必要性が国内においても声高に叫ばれていることから分かる通り、こうしたテクノロジー企業の商品やサービスへのニーズはとでも高まっている。これはドットコムバブル崩壊前夜も同じ状況であり、そうした企業のサービスや商品へのニーズは当時も高かった。譬えそうであったとしても、機関投資家が平時に掲げているような前提条件から大きくかけ離れた前提でないと正当化できないような価格が払われているとき、それは「バブル」と言えるのではなかろうか。

残念ながらこうした合理的に説明しづらい取引価格が足許一部の案件で見られると考える。優良運用者はこうしたバブルの危険性が分かっているため非合理的な価格でそれらの案件に投資することは無いが、こういう状況の時の常として、モメンタムに乗っかろうとする泡沫運用者が多く現れる。こうしたモメンタム運用とは一線を画したい。とはいえ、様々な場面で成長を目指している企業には引き続き成長資金を提供したいので、変にポートフォリオのアロケーションをいじることなく、きちんと価格ディシプリンを有する運用者を選定し続けることに注力したい。

上記のリスクは足元見えているほんの一例である。常に状況は変化し続けるため、カーブの後ろにいつてしまわないように、マクロ的な視点で世の中の動きを良く見つめるとともに、ミクロ的にポートフォリオの中身を良く見て、これらのリスクについての考え方の確認を含め、運用者との対話を重ねることでこうしたリスクへの対応方針を的確かつ前広に策定し実行に移していく必要がある。

3. 運用スキル及び管理スキルの一層の高度化

最後に、本稿ではこうした PE 運用を行いたい場合の組織運営の在り方についての考えは余り触れていないが、ご興味があればこれも前述の証券アナリストジャーナルの記事をご覧頂きたい。当行のプライベートエクイティ投資部の組織は創立時点の 6 名との比較で言えば 18 名と 3 倍の規模になった。JPIC の人員を入れれば 8 倍ほどであろうか。

今後実績は更に積みあがっていき、収益面でも我々が描いた計画に近づいていくことを期待したいが、上記のようなその時々を生じる様々なリスクに対応し、管理を高度化するため、そしてその基礎的素養としてファンド選定のスキルをさらに高めるため、一層組織の強化を図りたい。我々のポートフォリオは真に分散されたポートフォリオとなっているがその分管理負荷は重く、適切な管理を行うためにも各人の運用スキルの高度化、組織の一層の充実が必要であると考えます。