

最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について

金融機構局 渡邊考記*、五十嵐公輔、稲場広記**

Bank of Japan Review

2018年4月

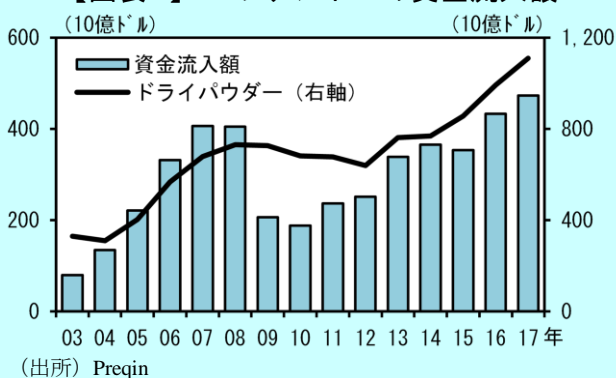
世界のプライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）——非上場企業の株式を主な投資対象とするファンド——の増勢については、投資家からの資金流入が金融危機以前の水準を上回るなど、金融市場参加者の間で注目されている。資金流入増加の背景としては、世界的に低金利環境が長期化したことから、内外機関投資家が利回り追求姿勢を前傾化し、比較的リターンの高い PE ファンドへの投資を愛好したことが挙げられる。こうした活発な資金流入に裏付けされ、PE ファンドによる企業への投資活動は世界的に拡がりをみせており、企業の円滑な資金調達の一助となっている。もっとも、今後、PE ファンドがリターンを高めるためにレバレッジを拡大する場合は、金融システムにとってのリスクとなり得るため、その動向を点検していく必要がある。

はじめに

プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE ファンド）とは、非上場企業の株式を主な投資対象とするファンドの総称である。最近、世界の PE ファンドに対する投資家からの資金流入が増加するなど、金融市場参加者の間で注目が高まっている。グローバルな PE ファンドの情報を収集している Preqin 社のデータによると、2017年の資金流入額は、金融危機以前の水準を明確に上回った（図表 1）。また、PE ファンドへの資金流入額から PE ファンドが実際に企業に対して行った投資額を引いた残高——業界内において「ドライパウダー」と呼ばれる PE ファンドの未使用の投資資金——は、数年前から既往ピークを更新し続けている。

PE ファンドはこうした投資商品としての側面だけでなく、その投資活動が企業の円滑な資本調達の一助となっている面もある²。注目すべき動きとして、米国において上場する企業の割合が 1996 年をピークに半減している。これには、PE ファンドなど非上場の資金調達手段が多様化している影響などが指摘されている。米国 IT などスタートアップ企業の多くにとっては株式非公開のまま長期的な視点で経営を続ける機会が格段に増えている。また、わが国においては、企業の資本効率に対する意識の高まりを受けた事業売却ニーズや経営者の高齢化に伴う事業承継ニーズを捉え、PE ファンドの投資活動がこのところ拡がりをみせている。

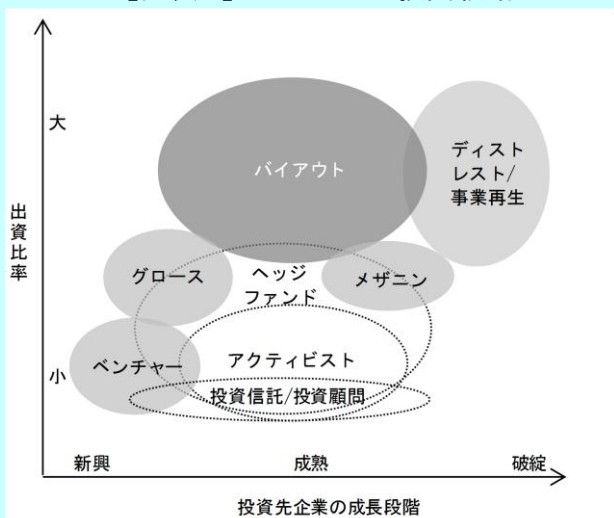
他方、PE ファンドによる投資活動は負債調達を伴うことが多く、銀行等の貸出市場や社債市場におけるリスク要因にも成り得る。この点は、金融危機前後から国際的にも議論の対象となっており、最近では、米国のクレジット市場が盛り上がりを見せていることもあって、更に注目度を高めている³。そこで本稿では、最近注目が集まっている PE ファンドに関して、投資家からの資金流入の動向や PE ファンドの投資動向について事実整理を行うとともに、PE ファンドが金融システムに及ぼすリスクについて付言する。

【図表 1】 PE ファンドへの資金流入額¹

PE ファンドの概要

PE ファンドと一口に言っても、その投資戦略は出資比率や投資先企業の成長段階によって多岐に渡る（図表 2）。最も代表的な投資戦略は、成熟企業への出資比率を高め、経営への関与を通じて企業価値の向上を図る「バイアウト」である⁴。このほか、新興企業に出資を行うことで新規事業の拡大を資金面で支援する「ベンチャー」、経営不振企業の再生や債務整理を行う「ディストレスト／事業再生」、劣後債務・優先株などに資金拠出を行う「メザニン」、バイアウトとベンチャーの中間に位置づけられる「グロース」といった投資戦略が存在し、これらが一般に PE ファンドと分類されている。なお、「ヘッジファンド」や「投資信託／投資顧問」、「アクティビスト」については、出資比率や投資先企業の成長段階が PE ファンドと重複する部分もあるが、上場企業の株式を主な投資対象としていることから PE ファンドには分類されない⁵。

【図表 2】 ファンドの投資戦略



（注）金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ」を基に筆者作成。

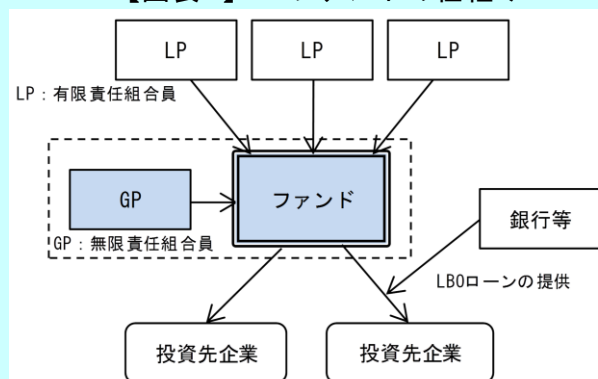
PE ファンドの設立から解散までの一般的な流れは、次のとおりである（図表 3）。

- ① ファンドの組成段階：ファンド運営会社がファンドを立ち上げ、複数の機関投資家からの出資を募る。機関投資家は有限責任組合員（LP：Limited Partner）として出資を約束（コミットメント）し、運営会社は無限責任組合員（GP：General Partner）として資本の一部を拠出する。
- ② 投資案件の発掘・実施段階：ファンドは、投

資価値があると判断される非上場企業や非上場化案件を発掘し、LP からコミットメント額の範囲内で資本を調達する（これを「キャピタルコール」と呼ぶ）⁶。なお、バイアウト・ファンドの場合、投資実施の際に巨額の買収資金を用意する必要があることが多いため、投資先企業の資産等を担保に銀行やノンバンクから負債の調達を行い、買収資金を補完する（これを、「LBO ローン：Leveraged Buyout Loan」と呼ぶ）。また、LBO ローンは、少ない資本で大きい買収案件を実現するというレバレッジ（槌子）効果を有するため、リターンを引き上げる目的で取り組まれる場合もある⁷。投資実施後、GP は、投資先企業の管理や運営を担うことで、投資先企業の企業価値向上を図る。

- ③ 投資収益の回収段階：数年後、ファンドは投資先企業へ投下した資本を他社に売却する、または、新規株式公開を行うことで、投資収益を回収する。その後、LP に対し元本の償還および配当金の分配を行い、ファンドは解散する。

【図表 3】 PE ファンドの仕組み

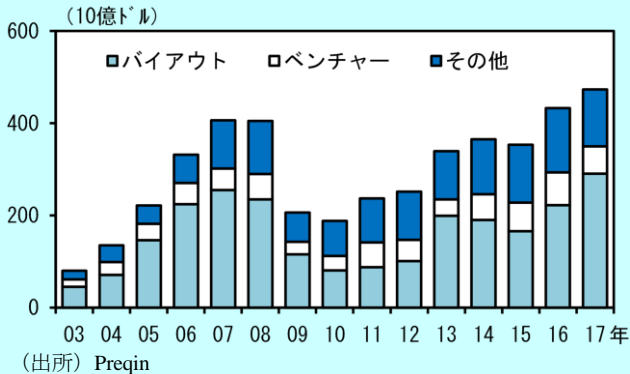


このように PE ファンドの活動においては、① ファンドの組成段階における投資家（LP）からファンドへの資金流入（コミットメント）と、② 投資案件の発掘・実施段階におけるファンドから投資先企業への投資という2つの資金の流れがある。キャピタルコールの存在によって両者の実行タイミングには一定程度のラグが生じ得るほか、LBO ローンが存在によって動く資金の大きさも異なってくる。次節以降は、この2つの資金の流れについて、最近の動向を確認していく。

投資家から PE ファンドへの資金流入動向

前述のとおり、グローバルにみた PE ファンドへの資金流入額は、足もとで金融危機以前の水準を超えている。投資戦略別にみると、全体の増加を牽引しているのは、バイアウト・ファンドである（図表 4）。特に、バイアウト・ファンドの主要マーケットである米国において、大型のファンドが次々と組成されている。

【図表 4】 PE ファンドへの資金流入額の内訳



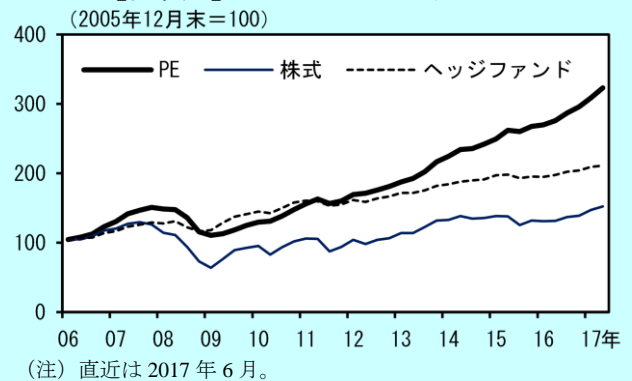
このように PE ファンドへの資金流入が増加している背景としては、金融危機後、世界的に低金利環境が長期化したことから、内外機関投資家が利回り追求姿勢を前傾化し、オルタナティブ（非伝統的）投資の一環として、比較的リターンの高い PE ファンド投資を選好したことが挙げられる。実際に、PE ファンドのリターンは、世界株式やヘッジファンドのリターンと比較して、金融危機以降の低金利環境下において群を抜いて高いことが分かる（図表 5）。

それでは、PE ファンドの高いリターンはどのように説明できるのであろうか。PE ファンドのリターンの源泉には、①数年にわたる投資期間において中途売却が難しいという流動性リスク・プレミアムと、②PE ファンドによる投資先企業の発掘や有効なガバナンスを通じた超過利潤の存在がある。後者については、市場が効率的なもとは超過利潤は存在し得ないと考えるのが一般的である。ただし、非上場企業への投資の場合は情報開示が少なく、GP の経営改善手法も他社に模倣されにくいいため、PE ファンドが超過利潤を獲得できるとの指摘が多い。

また、このところ PE ファンド投資のリターンが他のアセットクラスと比べて高い背景には、③金融危機直後に比較的安値で投資した案件が昨

年までの良好な市場環境の追い風を受け、高値で売却できているという景気循環的な要因と、④オルタナティブ資産の代表格であるヘッジファンドのリターンが最近では伸び悩んでいるという相対的な要因がある。④のヘッジファンドについては、昨年まで金融市場のボラティリティが低迷し収益機会が失われたことや、透明性向上の観点から投資手法の開示を余儀なくされ、他社に模倣されやすくなっていることが、超過利潤を獲得しづらくなっている原因として指摘されている。

【図表 5】 PE ファンドのリターン



(参考) 各インデックスの概要

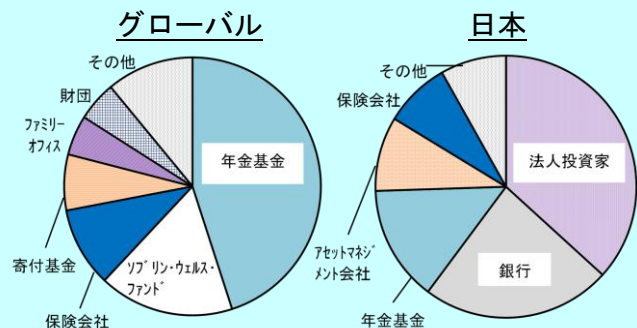
PE	<i>Preqin Private Capital Quarterly Index</i> 約 3,900 社の PE ファンドが対象。各社の投資案件の時価評価額 (NAV) を用いて次のとおり計算。 リターン = (期末の NAV 総額 + LP に対する配当) ÷ (期初の NAV 総額 + キャピタル・コール)
ヘッジファンド	<i>Eurekahedge Hedge Fund Index</i> 約 2,700 社のヘッジファンドが対象。ファンドへの手数料を控除したうえで、各社のリターンの単純平均値を算出。
株式	<i>MSCI World Index</i> 1,652 銘柄が対象。先進国 23 か国の大型株・中型株の時価総額の加重平均。

(出所) Preqin, Eurekahedge, Bloomberg

それでは、PE ファンドにはどのような投資家が資金を振り向けているのだろうか。PE ファンドが持つ低流動性の長期投資という特性から、グローバルには年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド、保険会社といった長期投資を選好する投資家が多い（図表 6）。他方、わが国の投資家層をみると、年金・保険といった機関投資家はオルタナティブ投資への取組みの歴史が比較的浅いことからシェアが小さく、PE ファンドに早期から携わっていた商社といった法人投資家や銀行のプレゼンスが依然高いことが特徴である。最近では、こうした機関投資家・銀行のなかでも、PE ファンド投資を新規に開始する先や資産配分比率を引き上げる先が増えてきている。例えば、年金積立金

管理運用独立行政法人（GPIF）は、2017年4月にPEファンド投資等の運用委託先を公募するなど、オルタナティブ投資の拡大に向けた体制整備を進めている。

【図表6】PEファンドの投資家層

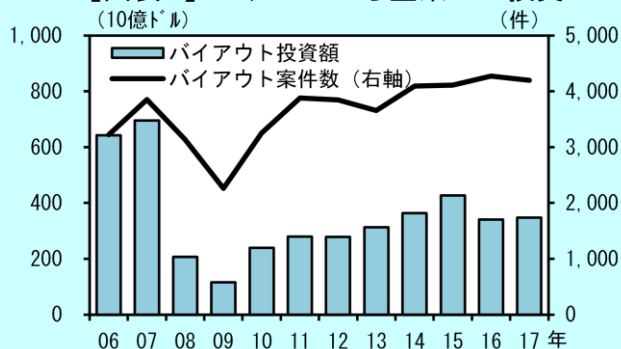


(注) グローバルは"Private Equity growth in transition" 2016, Deloitte Center for Financial Service、日本は"Japan-Based Investors in Alternative Assets" 2016 Preqin から筆者作成。

PEファンドから企業への投資動向

PEファンドに対する活発な資金流入を背景に、PEファンドが行う企業への投資額も、金融危機後、回復傾向が続いている（図表7）。バイアウト・ファンドが企業に投資する案件数は金融危機前の水準を超えており、PEファンドの投資活動は世界的に拡がりを見せている。ただし、金額ベースで見ると、2015年以降は伸び悩んでいるほか、水準も資金流入額とは対照的に、金融危機前の半分程度にとどまっている。こうした投資額の伸び悩みが、前述のドライパウダーの積み上がりに繋がっている。

【図表7】ファンドから企業への投資

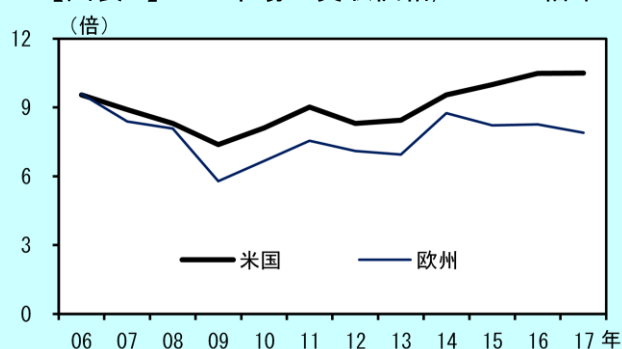


(出所) Preqin

ファンドによる投資額が伸び悩んでいる背景として、買収価格が割高化していることがある。バイアウト・ファンドが行う企業への投資活動は、買収する側がファンド形態をとるという点以外

は、企業同士が行うM&A活動と経済的に同質であり、両者は常に競合関係にある。最近、M&A市場における案件獲得競争が激化していることもあって、M&A市場の買収価格は割高化が進んでいる。買収価格の割高／割安を表す指標である、買収価格を投資先企業の利益（ここでは、EBITDAと呼ばれる利払い前・税引き前・減価償却前利益を使用）で除算した倍率をみると、米国では10倍を超えており、金融危機前を上回る水準に達している（図表8）。こうしたM&A市場における買収価格の割高化が、ファンドによる買収価格を引き上げ、投資額を抑制させている。

【図表8】M&A市場の買収価格/EBITDA倍率



(注) 2017年の欧州は3月末の値。

(出所) PitchBook

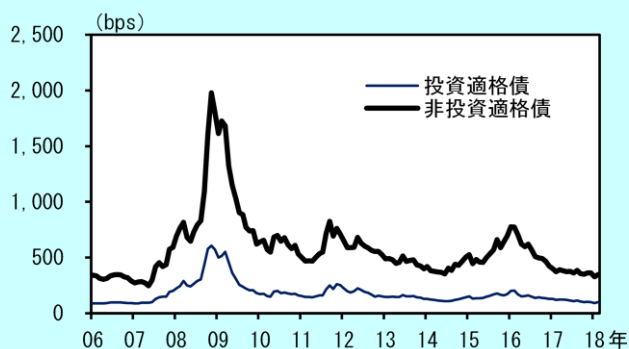
金融システムに及ぼすリスク

現状、投資家からPEファンドへの資金流入は活発な一方、PEファンドから企業への投資は伸び悩んでおり、その結果としてドライパウダーが積み上がっている。こうした状況のもとで、PEファンドが金融システムに及ぼすリスクとして、LBOローンを通じたレバレッジの拡大に再び注目が集まっている。すなわち、買収価格が割高化するもでも高いリターンを維持するため、PEファンドがLBOローンを通じて過度なレバレッジをかけつつ、企業への投資を増加させる可能性が懸念されている。

こうした懸念が高まる背景として、最近の米国クレジット市場が盛り上がりを見せていることが挙げられる。米国の社債スプレッドは、投資家の利回り追求姿勢の前傾化から、低格付け債券も含めて、このところ縮小傾向にある（図表9）。また、米国ローン市場では、債務者に課されるべき財務制限条項等を緩和したコベナンツライト・ローンの割合が増加している。金融危機の教訓から、

米欧の金融監督当局では銀行による高レバレッジの貸出を抑制する指導を行っているが、指導の適用外となるダイレクト・レンディング・ファンドといった、主として中堅・中小企業向けにローン業務を行うファンドの貸出が寧ろ増える状況となっている⁸。こうした米国におけるクレジット市場環境を追い風に、PE ファンドが今後レバレッジを高めていく場合には、金融システム上のリスクを増大させるため、点検していく必要がある。

【図表 9】 米国企業の社債スプレッド



(注) 直近は2018年2月末。

(出所) Bloomberg

おわりに

以上をまとめると、最近、世界の PE ファンドに対する投資家からの資金流入が増加しており、この背景としては、金融危機後、世界的に低金利環境が長期化したことから、内外機関投資家が利回り追求姿勢を前傾化し、比較的高いリターンを求め PE ファンド投資を選好したことが挙げられる。こうした活発な資金流入に裏付けられ、PE ファンドによる企業への投資活動は世界的に拡がりを見せており、企業の円滑な資金調達の一助となっている。こうした動きが日本の金融仲介手段、ひいては企業の成長にどのような影響を与えていくかは、注目に値する。また、金融システムに及ぼすリスクとして、PE ファンドが LBO ローンを通じて過度なレバレッジをかけつつ、企業への投資を増加させる可能性が懸念されている。こうした動向も点検していく必要がある。

* 現・鹿児島支店。

** 現・企画局。

¹ 「資金流入額」とは、年間に組成された PE ファンドに対する投資家からのコミットメント総額を表す(グロスベースのフローの概念)。実際には、PE ファンドが投資案件を発掘し、投資家にコミットメント額の範囲内で資金拠出を依頼(キャピタルコール)して初めて資金が移動する。このため、「ドライパウダー」とは、

未だキャピタルコールが成されていない未使用のコミットメント残高(ストックの概念)と言い換えることができる。

² 詳細は、河合祐子・西田章「「ファンド」の企業金融における役割」(日銀レビュー06-J-10、2006年)を参照。

³ 次のレポートを参照。

BIS, *Private equity and leveraged finance markets*, July 2008.

Gregory D., "Private equity and financial stability," *BOE Quarterly Bulletin*, Q1 2013.

⁴ バイアウト・ファンドが行う投資の種類も幾つかのケースに分けられ、単に非上場企業に対して出資するケースのほかに、上場企業が非上場化する際にファンドが株式公開買付を行い出資するケースや、企業が非中核(ノンコア)事業を売却する際にファンドが出資するケースなどがある。

⁵ 「ヘッジファンド」にも様々な投資戦略が存在する。詳細は、東尾直人・寺田泰・清水季子「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響」(日銀レビュー06-J-18、2006年)を参照。

また、「アクティビスト」とは、上場株式の一定保有に基づき積極的に経営に介入し、株価(企業価値)の引上げを狙うファンドである。詳細は、岩谷賢伸「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」(野村資本市場研究所、資本市場クォーターリー、2007年秋)を参照。

⁶ 大型案件の場合は、ファンド組成前に投資案件の目途をつけておく場合もある。

⁷ PE ファンドのリターン(内部収益率)は、期初と期末の投資案件の時価評価額を用いて計算される。このため、LBO ローンを用いたり、投資資金の全てを一旦ブリッジ・ローンで賄うと、表面上のリターンは嵩上げされることになる。

⁸ 米欧金融監督当局の指導については、次のレポートを参照。

FRB, FDIC, and OCC, "Interagency Guidance on Leveraged Lending," March 2013.

FRB, FDIC, and OCC, "Frequently Asked Questions (FAQ) for Implementing March 2013 Interagency Guidance on Leveraged Lending," November 2014.

ECB, "Guidance on Leveraged Transactions," May 2017.

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第3課(代表 03-3279-1111)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。