

# 地域金融機関に求められる収益強化対策 「プライベートアセット投資」 拡大への道筋

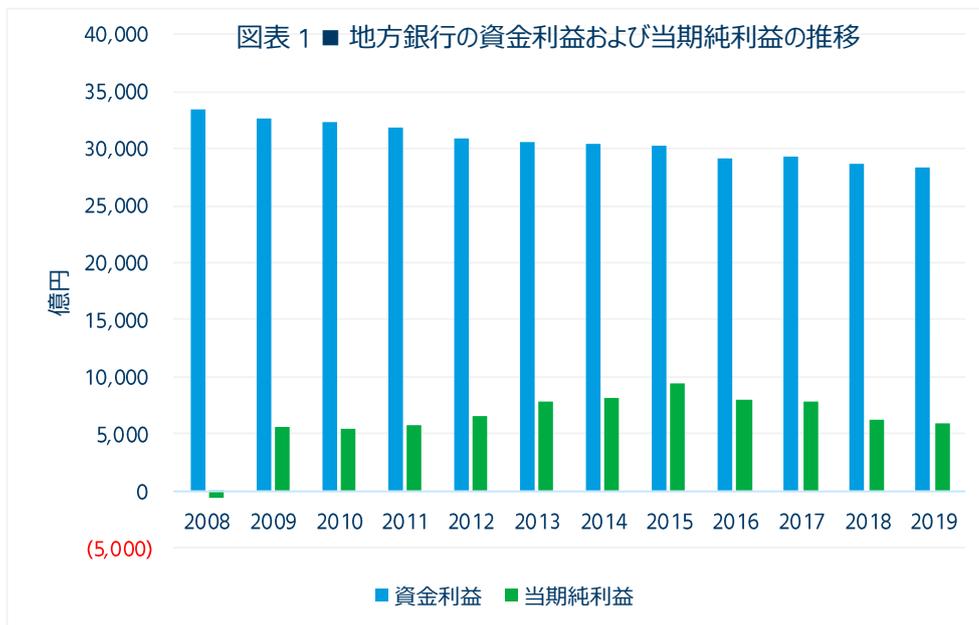
ニュー・ブロップ Vol. 13 掲載 (2021年2月15日 発行 | 株式会社 想研)

A business of Marsh McLennan



海外投資家の間で債券・株式運用に代わる収益源として採用が進むプライベートアセット投資。地域金融機関でこうした動きはまだ 限定的だが、コロナ禍以降も運用で収益を確保するためには一考の価値があるだろう。資産運用コンサルティング会社マーサージャパンのシニアコンサルタントで、金融法人での運用経験も持つ細谷弥穂氏に、プライベートアセット投資に踏み出す上でのポイントを解説いただいた。

長引く低金利環境や高齢化・人口減少の進展により、貸出業務の収益力低下が続く中、国内地域金融機関は収益源の多角化を求めて有価証券運用を強化してきた。2008 年の世界金融危機以降の地方銀行の決算を見ると、貸出業務の利益は低下しているが、当期純 利益は比較的堅調に推移してきた（図表 1）。本業は厳しい経営環境にある一方、有価証券の売却益などの増加や信用コストの低下が収益を支えたものと考えられる。



注: 第二地方銀行、埼玉りそな銀行を含まない。資金利益は、資金運用収益（貸付金利息や有価証券利息など）から資金調達費用（預金利息など）を差し引いたものであり、銀行の主要業務から得られる利益を測る指標の一つ

出所：出所: 全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」のデータを基にマーサージャパン作成

しかしながら、2020年に発生した新型コロナウイルス感染拡大の影響により、今後は信用コストが増大すると考えられる。また、各国の中央銀行の大規模緩和により、海外金利のさらなる低下が進んでいる。世界金融危機以降の収益を支えてきた柱が影響を受ける中、国内地域金融機関の経営はこれまで以上に困難な舵取りを迫られている。

こうした環境下、本稿では、「プライベートアセット投資」の活用について考えたい。プライベートアセット投資の活用は、国内地域金融機関にどのようなメリットをもたらさうのか？留意点はどのようなものか？投資の活用を阻む壁はどのようなもので、それを乗り越える方法はどのようなものか？各項目に分けて考察する。

### 投資にともなうメリットはリスク・リターン両面に現れる

プライベートアセット投資を行うことで得られる主なメリットとして、リスクとリターンの観点から掘り下げてみよう。

リスク面の主なメリットとして、第一に「時価評価のブレの少なさ」が挙げられる。プライベートアセット投資では時価評価を日々行う必要が無く、長期的な視野に立ち四半期のNAVが算出されるため、時系列リターンはスムージング（平滑化）され、観測されるリスク（ボラティリティ）は低くなる傾向がある。このため、会計上プライベートアセットは価格変動が抑えられた投資対象となり、毎期の投資収益の変動を抑える役割が期待できる。

また第二に、「伝統資産との低い相関」が挙げられる。プライベートアセットは、非流動性プレミアムやハンズ・オンによる付加価値創造など伝統的資産とは異なるリターンの源泉を有しており、ポートフォリオの分散効果が期待できる。

一方、リターンの観点のメリットとしては、第一に「安定したインカム収入」が挙げられる。これは、コア型の不動産やインフラストラクチャー、プライベートデットなどインカム重視の戦略が提供するものであり、長引く低金利環境下でこれらの戦略への需要が拡大している。

このほか、「高い絶対リターン」もリターンの観点で得られるメリットであり、これはプライベートエクイティのほか、バリューアド、オポチュニスティック型の不動産やインフラストラクチャーといったキャピタルゲイン重視の戦略が提供するものである。

以上見てきたように、プライベートアセットは、適切に活用できればリスクを抑えながらより安定した運用収益の創出に寄与する資産クラスといえる。

### 伝統的資産とは大きく異なる投資上の留意点

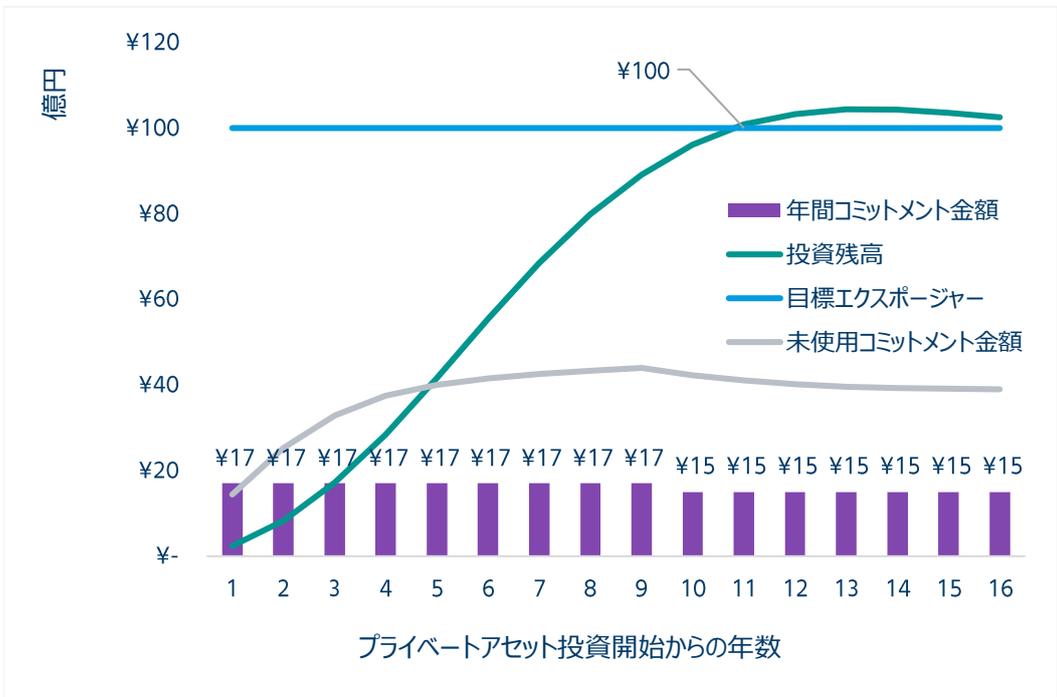
メリットがある一方、プライベートアセット投資においては伝統的資産への投資と異なるさまざまな留意点が存在する。以下、主な留意点について触れておきたい。

#### ① 目標エクスポージャーの設定

銀行によるファンド向けエクイティ出資にあたっては、どの計算方式で信用リスクアセットを算出するかにより賦課される所要資本額が異なる。したがって、どの計算方式を主軸としてリスク管理を行うのか明確にしたうえで、許容可能なリスク量の範囲内で目標エクスポージャーを設定することが肝要となる。

プライベートアセットでは、コア型の不動産ファンド戦略を除き、クローズドエンド型のファンド形態が主流となっている。この形態のファンドは、図表 2 に示す通り、目標エクスポージャーに到達するのに何年も要すほか、コミットメント金額 = 投資残高ではないため、目標エクスポージャーを達成し、またその水準を維持するために、毎年どの程度のコミットメントを行うべきかの試算（以下、コミットメントペーシング）を伴う中長期的な投資計画の策定が欠かせない。賦課される所要資本額の算出に際しては、投資残高のみならず未使用コミットメント金額も考慮する必要があり、コミットメントペーシングにより中長期的に必要なリスク量を予め把握しておくことが重要となる。

図表 2 ■ プライベートアセット・ポートフォリオの投資残高のイメージ



注: 例示を目的としたものであり、実際の投資ペースは異なる可能性があります  
出所: マーサージャパン

② 成熟した分散ポートフォリオの構築

本来プライベートアセット投資は中長期的に安定した収益の実現を目指す投資手法であり、そのためには中長期的な視野で分散されたプライベートアセット・ポートフォリオを構築すること肝要となる。分散は、資産クラス、サブ資産クラス、ビンテージ、地域、マネジャー、業種など複数の観点から行われる。

分散を図りながら毎年一貫してコミットメントを継続していくと、ポートフォリオは成熟し、図表 3 に示す特性が見られるようになる。この中で特に重要な特性は「期中のインカムおよびリターンが安定する」点である。これは、一時的にオポチュニスティックにプライベートアセットに投資する場合には得られない特性であり、中長期的な観点でプライベートアセット投資を行う投資家のみが享受できる特性である。

### ③ ファンドの発掘と選定

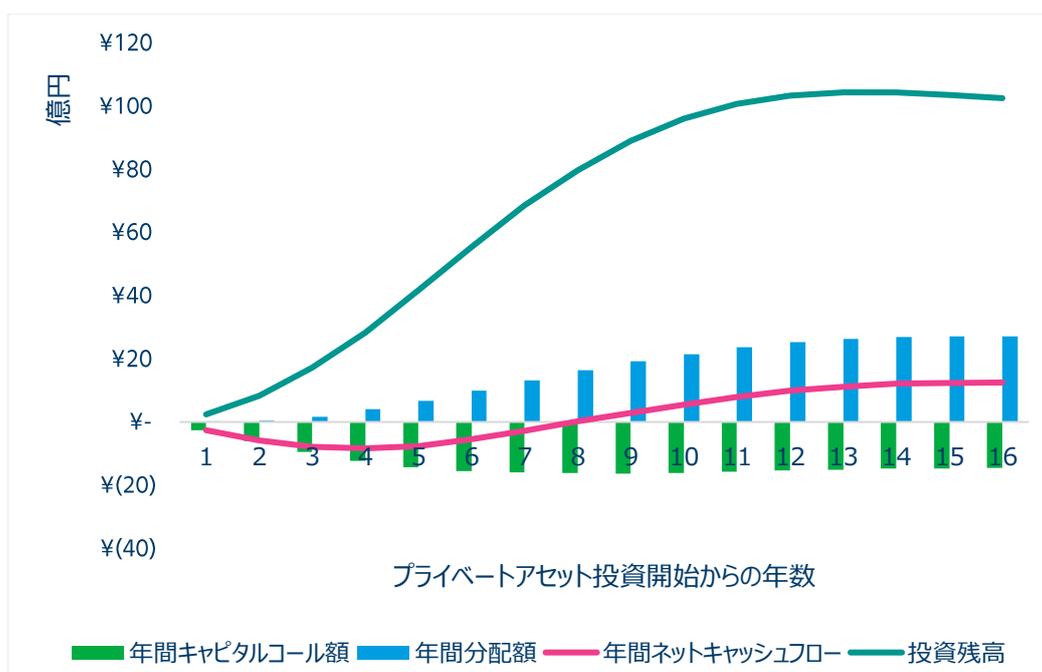
プライベートアセットはマネジャーごとのパフォーマンス格差が大きいいため、優良ファンドを選別することが肝要である。ファンドの発掘においては、各戦略にどのような運用者が存在しているのか、いわゆる運用者のランドスケープを調査し、その中から投資候補となるファンドを段階的に絞り込んでいくアプローチが取られる。しかし、人気ファンドは「一見さんお断り」のケースも多くアクセスは容易ではないため、優良マネジャーとの関係を構築し、維持する努力が欠かせない。

投資候補となるファンドのうち、実際に投資の検討を進めるファンドに対しては、定性面、定量面、オペレーション面、法務、税務などの観点からより深い精査が必要となる。このほか、国内地域金融機関においては、規制対応のためルックスルーを含め特定のモニタリング要件が満たされることが投資を行う前提条件となることもあるだろう。そうした前提条件については、早い段階でファンドの運用者と交渉を行い、最終的にはサイド・レターなど法的拘束力のある形で規定しておくことが望ましい。

### ④ 投資後の管理

投資後は、キャピタルコールや分配金の対応を行う「資金管理」、会計上ファンドの持分・損益を出資割合に応じて取り込む「会計処理」、プライベートアセット・ポートフォリオ全体および個別ファンドの運用状況を確認する「パフォーマンス計測」、賦課される所要資本額を算出する「リスク量の算定」といった作業が定期的が発生する。毎年一貫してコミットメントを行い、分散されたポートフォリオを構築すると、投資先ファンドは年々数が増えていく。さらに、運用会社から受領する四半期報告書などのデータは、各社それぞれのフォーマットや定義により作成されたものとなっており、データの確認業務が発生するなど、総じてこれら作業に要する業務負荷は高いものとなる。

図表 3 ■ 成熟した分散ポートフォリオの特性



注: 例示を目的としたものであり、実際の投資ペースは異なる可能性があります

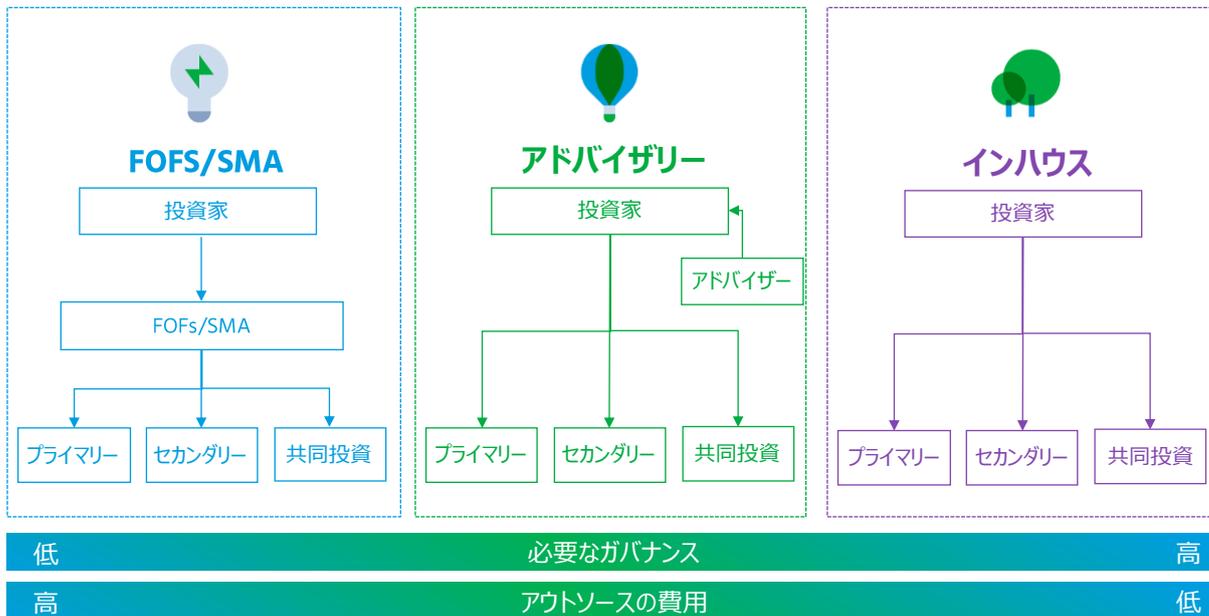
出所: マーサージャパン

こうした定期的な作業に加え、ファンドの契約書の変更などに伴う投資家決議における議決権行使や、税務面での対応が随時発生する。また、キーマン条項抵触などの重大事象発生時にはより綿密なモニタリングが必要となる。

### 投資を阻む「壁」の存在と乗り越えるためのアイデア

これまでプライベートアセット投資の主な留意点を見てきたが、国内地域金融機関がこれらを克服するにあたり壁となるのは、一言でいえば「内部体制」であろう。ファンドの発掘、選定、投資後の管理の全てにおいて高い専門性と十分なリソースおよびガバナンス体制が必要となる。しかしながら、これは国内地域金融機関に限った話ではなく、グローバルなプライベートアセットに一定規模以上で投資を行う投資家全てが直面する壁であり、これを克服するための手法として、各投資家のプライベートアセット投資の習熟度、リソース、内部体制に応じて異なる「投資モデル」が存在している。以下で、3つの主な投資モデル（図表4）について見てみたい。

図表4 ■ プライベートアセット投資の主な投資モデル



出所: マーサージャパン

1つ目は「ファンド・オブ・ファンズ（以下、FOFs）/セパレート・アカウント（以下、SMA）モデル」である。これは、投資家はFOFs/SMAの選定を行い、それ以降は全てFOFs/SMAにアウトソースするモデルである。一定規模以上の金額の投資ができる投資家は、合同運用型のFOFsへの投資よりもSMAを設定するのが一般的であり、FOFsに投資するよりも運用報酬を低減できる可能性があるほか、投資先の選定やモニタリングなどにおいて、規制対応を含めた投資家固有の要件の落とし込みが可能となる。この対極にあるのが「インハウスモデル」であり、全ての業務を投資家内部のリソースで手掛けるモデルである。

図表 5 ■ アドバイザーモデルの主なメリット・デメリット

	主なメリット	主なデメリット
FOF/SMA モデルに対して	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般的にFOFS/SMAモデルよりもアドバイザーモデルの方が費用が低い</li> <li>投資家が投資判断に対するコントロールを維持できる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FOFS/SMAにアウトソースしていた業務の一部は投資家自身で行う必要がある</li> <li>アドバイザーに対して成功報酬が支払われることは稀であり、利害の一致の観点から必ずしも強固とは言えない側面がある</li> </ul>
インハウスモデル に対して	<ul style="list-style-type: none"> <li>アドバイザーのスキル、リソース等を活用できる</li> <li>投資家は重要な業務に集中できる</li> <li>第三者の意見が得られる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>アドバイザーに対するフィーの負担</li> </ul>

出所: マーサージャパン

そしてこれら 2 つの投資モデルの中間に位置するのが「アドバイザーモデル」である。これはアドバイザーを活用するモデルであるが、アドバイザーに大きく依存するモデルから、限定的にアドバイザーを活用するモデルまで、投資家のニーズに応じて幅広いスタイルが存在している。参考までに、図表 5 にアドバイザーモデルとその他 2 つの投資モデルの比較をまとめている。

このように、主に 3 つの投資モデルが存在しているが、通常は「FOFS/SMA モデル」でプライベートアセット投資を開始し、次に「アドバイザーモデル」、そして「インハウスモデル」へと投資家の内部体制が向上するとともに段階的に移行していくのが一般的である。国内地域金融機関においては、プライベートアセット投資を行うにあたり現時点では内部体制が十分ではないケースが多いと考えられるが、その場合は「FOFS/SMA モデル」や「アドバイザーモデル」を主軸としてプライベートアセット投資の活用を検討してみても良いだろう。

#### マーサージャパン株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第 1061 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会 投資助言・代理会員

- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売上の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。
- 当社との間で投資顧問契約をご締結いただいた場合には、お客様と合意した投資顧問報酬をいただきます。投資顧問報酬は、お客様の事情、運用スタイル、契約資産額、サービス内容等に照らして、当社の裁量によって決定するため、具体的な報酬料率、上限額等を事前に示すことができません。
- 弊社はお客様との投資顧問契約に基づき、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断を含む様々なコンサルティング・サービスをご提供いたします。当社の助言に基づいて、お客様が投資を行った成果は、すべてお客様に帰属します。当社の助言は、お客様を拘束するものではなく、有価証券等の売買を強制するものではありません。売買の結果、お客様に損害が発生することがあっても、当社はこれを賠償する責任は負いません。