

拡大する米国のプライベート・エクイティ市場

米国では、ベンチャー・キャピタル、バイアウト・ファンド等、プライベート・エクイティに史上最高規模の資金が集まっている。本論では、今日の米国経済、産業のダイナミズムを支えているとも言われるプライベート・エクイティ市場の実態を概観する。

1. 米国のプライベート・エクイティ市場の動向

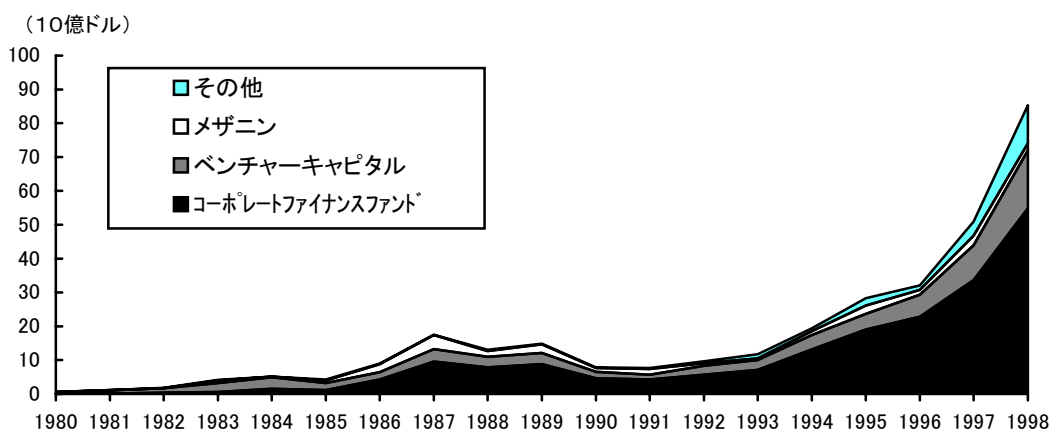
1) 活況続く米国のプライベート・エクイティ市場

1998年、米国のプライベート・エクイティ・ファンドは、853億ドルという史上最高の金額を集めた（コミットメント・ベース）。プライベート・エクイティ・ファンドは、過去数年、増加基調が続いてきたが、98年中は、前年比52.9%の急増ぶりである（図1）。

98年は、夏から秋にかけて、ロシア危機に端を発する市況悪化があり、好調が続いてきたプライベート・エクイティ・ファンド業界にも冷水を浴びせられる形となったが、年末に向けて市場は回復し、史上最高の一年となったわけである。

以下ではまず、米国のプライベート・エクイティの性格や拡大の背景について紹介する。

図1 プライベート・エクイティ・ファンドの調達額



(注) 「コーポレート・ファイナンス・ファンド」は、LBOファンドが主体。破綻証券関連ファンドは、1991年までは「その他」、1992年以降は、コーポレート・ファイナンス・ファンドに含まれる。「その他」には、ファンド・オブ・ファンズ、セカンダリ・リミテッド・パートナーシップ、ベンチャー・シンジケートなどが含まれる。

(出所) Private Equity Analyst

2) プライベート・エクイティとは

プライベート・エクイティとは、一般に、上場株式、Nasdaq 銘柄、通常の転換社債等、流動性が潤沢な通常のエクイティ投資と異なり、ベンチャー企業、ベンチャー・キャピタル・ファンド、及びバイアウト・ファンドへの出資など、市場性の低いエクイティ投資を総称したものである。

ピンクシート銘柄など、取引所にも Nasdaq にも上場されていない銘柄への投資や、私募で発行される証券への投資も、プライベート・エクイティ投資の範疇に入れることができる。従って、公募や上場のルールなどが 20 世紀になって整備されたことを考えると、それ以前の証券投資の世界は、全てプライベート・エクイティ投資の時代だったとも言える。

このある意味で古典的な金融形態は、公募証券、上場証券への投資が資本市場のメインストリームになった時代においても、ベンチャー企業ファイナンスなど、小口でかつ情報の非対称性の大きな分野など、公募市場にそぐわない分野において利用され続けてきたが、後述するように、80 年代以降、リミテッド・パートナーシップ形態の投資の普及や機関投資家による投資の活発化もあり、相当程度、オーガナイズされた市場として新たな発展を遂げているのである。

なおプライベート・エクイティという場合、定義上、公募以外のエクイティへの投資全般を指すことになるが、リミテッド・パートナーシップ形態の投資の役割が重要であるため、プライベート・エクイティを議論する場合、プライベート・エクイティ・ファンド（リミテッド・パートナーシップ形態）に焦点が当てられることが多い。また破綻証券投資の場合、形式上債券投資の形態をとっている場合が多いが、発行体が破綻状況にあり、社債といっても将来キャッシュフローの不確実性が極めて高いため、エクイティ的性格が強いという観点から、しばしばプライベート・エクイティの範疇に入れられる。

プライベート・エクイティ・ファンドの内訳を見ると、表 1 のように、バイアウトやディストレストなどコーポレート・ファイナンス分野が全体の 64.3%と最も大きな割合を占め、次いでベンチャー・キャピタル・ファンド 20.2%、ファンド・オブ・ファンズが 11.3%、メザニン・ファンドが 2.4%である。メザニンとは、株式とローンの中間形態にある優先株、劣後ローン等に専門的に投資するファンドを指す。ファンド・オブ・ファンズは、複数のプライベート・エクイティ・ファンドに投資するファンドである。なお、プライベート・エクイティ・ファンドの流通市場もある程度成長しており、セカンダリーでの投資も行われている。

プライベート・エクイティは、欧米の機関投資家のアセットクラスとして重要な位置づけを占めつつあるオルターナティブ・インベストメント分野の中心的な投資対象である。オルターナティブ・インベストメントには、この他、ヘッジ・ファンド、石油・ガスプロジェクトへの投資、森林関連プロジェクトなどが含まれる¹。

¹ 淵田康之「オルターナティブ・インベストメント」『資本市場クォーターリー』97年秋号参照。

表1 プライベート・エクイティファンドの設定状況

	1997			1998		
	本数	金額 (百万ドル)	シェア (%)	本数	金額 (百万ドル)	シェア (%)
コーポレートファイナンス	101	35,952	(64.5)	107	54,809	(64.3)
うち バイアウト・買収	68	26,262	(47.1)	80	47,362	(55.5)
リスト、ディストレスト	11	3,074	(5.5)	5	2,087	(2.5)
メゾン	13	3,492	(6.3)	10	2,072	(2.4)
ベンチャーキャピタル	136	11,699	(21.0)	139	17,260	(20.2)
ファンドオブファンズ	16	4,028	(7.2)	30	9,594	(11.3)
その他	5	599	(1.1)	3	1,557	(1.8)
合計	271	55,769	(100.0)	289	85,292	(100.0)

(注)、(出所) 図1と同じ。

3) プライベート・エクイティ・ファンドの構造

投資対象が、ベンチャー企業なのか、あるいはバイアウト案件なのかという点は、大きな違いであるにも関わらず、プライベート・エクイティとして総称されるのは、上述のように、市場性の低い投資対象への投資であるという点以外にも、一般にリミテッド・パートナーシップの形態を通じた投資であるなど共通点があるためである。

通常の投資の場合、投資家は、投資対象の価値が上昇するか、下落するかは、投資対象がどう変化していくのか、それに対して、市場はどう評価していくのか、という点に委ねるしかない。そして投資対象の価値が下がると予想すれば、速やかに売却するのみである。もちろん、例えば州の年金など一部の株主が、投資先企業の経営に対してある程度のプレッシャーをかけることは可能であるが、通常の投資家にとっては、投資先の価値に対する直接的な影響力は極めて限定される。

これに対して、プライベート・エクイティ・ファンドの特徴は、投資家が、投資先の経営のあり方に深くコミットし、自ら投資先の企業価値を高めることによって、投資利回りの向上を図る点にある。従って、単に良い投資先を見つけるだけではなく、その投資先にコミットし、より良くしていくこと、あるいは経営者が企業をより良くする努力をするようモニターすることが、決定的に重要である。

ファンドは通常、リミテッド・パートナーシップの形態をとるが、これは無限責任のジェネラル・パートナーと有限責任のリミテッド・パートナーからなる。ファンドの運営会社は、ジェネラル・パートナーとなり、機関投資家や超富裕個人などリミテッド・パートナーを出資者として募る。

ジェネラル・パートナーは、企業に投資するにあたり、契約を結び、経営に対して、各種の影響力を行使できる形とする。例えば、役員会における投票権を持つケースもある。経営者のパフォーマンスが悪ければ、これを交代させるという条項が契約に入ることも多い。また、テクノロジーやファイナンス、あるいはマーケティング等の分野で各種のアド

バイスを行い、企業価値を高め、より高い価格でエグジット（投資価値の回収。IPO や他企業への売却等）できるようにしていくのである。もちろん、経営者が企業をより良くする努力を怠らないよう、ストック・オプションを与え、パフォーマンスをモニターしていくといった工夫も考える。

一方、リミテッド・パートナーにとっては、ジェネラル・パートナーが投資先の価値向上のために誠実に働くかどうか、重要なポイントとなる。この点をより確実なものとするため、いくつかの工夫がなされている。まず、パフォーマンスに連動したフィー体系である。ジェネラル・パートナーは、ファンドにコミットされた資本の 1~3%の年間管理手数料を徴収するが、同時にネットのパフォーマンスの 20%程度のフィー（キャリード・インタレスト=carried interest と呼ばれる）を手中にできる。また、ジェネラル・パートナー自身も自己資金を投入する。従って、他人の資金のみでプレイするのではなく、投資の失敗は、誰よりも運用者自らの痛手となるという、明確な成功報酬の体系が存在するわけである。

また、ジェネラル・パートナーが高い運用報酬を目指すばかりに、高いリスクを負わないように、パートナーシップ・コベナントで、一つの企業への投資比率を規制したり、公開企業、外国証券、デリバティブ、他のプライベート・エクイティファンド、あるいはパートナーシップの主たる目的からそれるような投資を規制する。借金をすることへの規制や、資産の売却によって生ずるキャッシュを直ちに投資家に支払うこと、ディールのフィーに対する制限やジェネラル・パートナーの他のファンドへの出資の規制なども定められる。

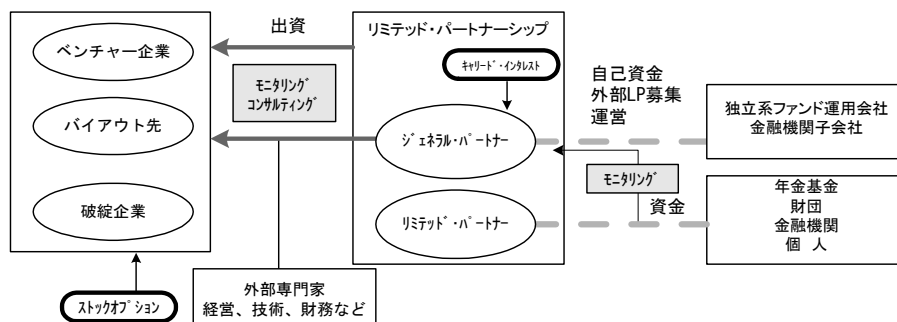
この他、多くのパートナーシップでは、通常、有力なリミテッド・パートナーから構成されるアドバイザリー・ボードが設置される。ここが、ディールのフィーの問題や、利益相反の問題を扱う。パートナーシップの投資を評価する特別委員会が設置されることもある。

以上のように、ジェネラル・パートナーが企業の経営にコミットし、リミテッド・パートナーがジェネラル・パートナーの運営を監視するといったガバナンス上の工夫、そしてストック・オプションや、キャリード・インタレストといったインセンティブ構造を導入することにより、プライベート・エクイティ・ファンドは、流動性が低く、情報の非対称性の大きい投資分野に適した、投資の手法として定着しているわけである（図 2）²。

現状、米国には 500~700 のファンド運営会社が存在し、ファンド数は、1,000 以上になると言われている。

図 2 プライベート・エクイティ・スキームの基本的構造

² プライベート・エクイティの構造に関する議論は、Stephen D. Prowse, “The Economics of the Private Equity Market”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Third Quarter 1998 に負っている。



(出所) 野村総合研究所

2. プライベート・エクイティ投資の実態

1) ファンドによる投資の実態

まず、ベンチャー企業やバイアウトなど、個別の企業や案件を、プライベート・エクイティ・ファンドの運営者がどのようにファインディングし、セレクションしていくか、米国のベンチャー・キャピタルの例を紹介しよう。

1960年代末に発足した東部のある名門ベンチャー・キャピタルで、現在約40億ドルの資産を運用している所の例であるが、同社の場合、年間約2,000件の投資の申し込みがベンチャー企業から送られてくる。投資案件としては小さなシード企業もあるが、平均すると1,000万ドル超の案件である。この約2,000件の申し込みは、コンピュータに入力され、同社のスクリーニング・ツールで分析されるが、大半が条件に満たず、即座に却下されるという。このプロセスをクリアしたものについては、プリディール・クオリフィケーション・メモ（案件の要約）が作られる。このメモに対して、価格面、業界動向、経営陣への評価等が加えられ、またこの段階で、相当部分が却下される。この段階もクリアした案件については、ディール・チームが構成され、徹底した調査が行われる。その上で有望と判断されたものに対し、意思決定のためのチームが作られ、OKであれば案件の締結に入るわけである。このようなプロセスを通じ、年間2,000件ほどの申し込みに対して、実際の投資に至るのは、15件程度である。

投資をした後の、経営へのコミットメントであるが、この点は、ファンド運営会社によって個性があり、個々の企業に大きなステイクで投資し、過半数の所有権、支配権を手中にし、経営を相当程度コントロールすることを重視するファンド運営会社もあれば、役員会での投票権を持ち、戦略的なアドバイスは提供するにしても、日常的な経営に参画し、会社を運営するようなことは避けるというスタンスの所もある。後者の立場をとるファンド運営会社は、そもそも強力な経営陣が存在しないような企業には投資しない、という立

場を明確にしている。

ただ、後者のような場合も、人材の確保や交代、投資先企業とその関連業界との間の協力体制の構築、銀行との付き合いなどファイナンス面の管理、一般的な戦略の方向付けのサポート、といったキーとなる分野では大きくコミットしている。特に人材の面では、投資先の4分の1程度においては、CEO、CFOなどの交代が必要となると言う運営会社もある。

投資先企業がIPOをする場合、幹事証券会社はロックアップ・ピリオドを設け、大口の投資家はIPO終了後、6ヶ月は売却できない、という契約がなされる場合が多い。ファンド運営会社は、この期間が過ぎれば可能な限り早く市場で持ち分を売却する。プライベート・エクイティ・ファンドがとるリスクは、会社を成長させて売るまでの期間のリスクであり、IPO後の市場リスクまではとらないというスタンスが明確である。

2) キャッシュフローと投資リターン

ファンドが個別の企業や、プロジェクトに投資する場合、適正なプライスは、通常投資してから5年後程度までにエグジットすることを目標として算定される。利益、バランスシート、キャッシュフローから、5年後の価値を予想し、これを目標リターンで割り引いて現在価値を割り出す。目標リターンは、業種によって異なり、あるファンド運営会社の場合、ハイテク企業への投資の場合は140%、通常の企業においては28%といった数値を使っている。

投資対象が見つかるごとに、ファンド運営者は、リミテッド・パートナーのファンドへのコミットメント分から、実際に資金を引き出し（キャピタル・コール）、投資資金にあてる。通常、毎年2社～15社程度、各種の投資先を見つけ、投資をしてから3年目～5年目ぐらいまでに、10社～50社に投資を行うファンドとして完成する。投資を行うと、その投資先の経営にコミットし、投資価値を拡大させるというプロセスが続き、4年目ぐらいから、エグジットが一部で始まる。エグジットの資金は、再投資されたりせず、現金、場合によってはIPO後の株式という形で、リミテッド・パートナーに分配される。

従って、一つの案件へのキャッシュフローとしては、当初、マイナスのキャッシュフローの時期が続き、ある時点からプラスのキャッシュフローとなる。ファンド全体としては、スタートやエグジットの時期など形状が異なる複数のキャッシュフローの合成されたキャッシュフローとなる。

パートナーシップの期限は、通常10年であり、4年を限度として1、2年刻みの延長ができる場合が多い。最終的に、投資金額の何倍の投資価値が得られるかが勝負となる。ファンドへの投資リターンは、このキャッシュフローのIRR（Internal Rate of Return、内部収益率）として計算されるのが一般的である。ファンドの設定時と運用期間によってIRRは異なるので、あるファンドのパフォーマンスの比較対象には、同時に設定された同種のファ

ンドの IRR が利用される。この評価手法はビンテージ・イヤー概念と言われる。

3) 投資家（リミテッド・パートナー）の募集

老舗のベンチャー・キャピタルは、出資者と極めて長期の関係を維持している。ベンチャー・キャピタル自体が、10 年を単位とする投資であり、また、運用残高の拡大よりも、投資パフォーマンスを高くして、自己の投資分やキャリド・インタレストによる収入を拡大させることを目指すため、多くの投資家を募り、ファンドの規模を拡大させようというインセンティブは少ない。資金が集まりすぎれば、それに見合う良質の投資機会を見いだせず、パフォーマンスが低下するかもしれないし、仮に良い案件を多数開拓しようとするれば、サーチ・コストはもちろん、投資後のモニタリング・コストも高まるからである。

通常のベンチャー・キャピタルの場合、新たなファンドを設定するのは、4 年に一度くらいである。最近では、募集を始めると 1 ヶ月で必要資金の倍以上の申し込みがあるという。従って、優良ベンチャー・キャピタルにおいては、長年の優良顧客に出資してもらうだけでも、必要資金はほぼ集まることになる。新たな投資家を開拓することは、それなりのコストを伴うので、それほど重要なウェイトはおかれていない。

ただしこの場合も、ある程度は、新規の投資家を募っていくことも必要と考えられている。その場合、ファンドの運営者は、投資家に対してデューデリジェンスを行う。その際のポイントは、長期的な投資スタンスを持った、見識ある投資家かどうか、という点である。最低投資単位は、500 万ドルというケースが多いが、それ以下の場合もある。

以上は、大手のベンチャー・キャピタルの状況を念頭においた説明であるが、近年、機関投資家のオルターナティブ・インベストメントへの関心が高まっていることもあり、運営会社の拡大、ファンド数の拡大、ファンドの規模の拡大が生じている。

投資銀行が、機関投資家や富裕個人へのサービス拡大の一環で、プライベート・エクイティ・ファンドの設定、販売を強化する動きも見られる。また証券会社が、他のファンド運営会社のプレイズメント・エージェントとして、各種のファンドの販売を担うようなことも行われる。さらに、後述するファンド・オブ・ファンズを使い、より広範な投資家から資金を集めることも、活発化している。

4) ファンドの投資家動向

このように、投資家の拡大の結果、プライベート・エクイティの構造も変化してきているわけである。そこで、投資家サイドからプライベート・エクイティを見てみよう。

昨今におけるプライベート・エクイティの拡大には、株価上昇でインターネット関連企業に代表されるベンチャー・ブームとか、大型合併によるバイアウト機会の拡大といった、米国経済の活況を反映しているという面もあるが、同時に、機関投資家の間でオルターナ

■資本市場クォータリー 1999年春

ティブ・インベストメントを重視する姿勢が高まっている点が重要である。表2は、主要な投資家を示したものである。

表2 オルターナティブへのコミットメント上位50機関

(単位: 百万ドル、%)

	機関名	性格	コミットメント 金額	投資 金額	オルターナティブの アロケーション		全運用 資産
						金額	
1	California Public Employees' Retirement System	公務員年金	7,000	3,000	6.0	7,800	130,000
2	Michigan Department of Treasury	公務員年金	5,786	2,650	7.5	3,075	41,000
3	Washington State Investment Board	公務員年金	5,063	3,522	15.0	4,981	33,206
4	IBM Retirement Fund	企業年金	4,950	2,800	7.5	3,000	40,000
5	Oregon State Treasury	公務員年金	4,504	3,250	15.0	4,200	28,000
6	New York State Common Retirement Fund	公務員年金	4,168	2,673	5.0	4,847	96,942
7	Virginia Retirement System	公務員年金	3,165	1,450	15.0	4,950	33,000
8	Minnesota State Board of Investments	公務員年金	3,137	2,065	na	na	33,200
9	State of Connecticut Retirement & Trust Funds	公務員年金	2,300	na	12.0	1,920	16,000
10	GTE Investment Management Corp.	企業年金	2,295	na	15.0	2,571	17,143
11	Pensionfonds PGGM	企業年金	2,040	730	6.5	2,470	38,000
12	Florida State Board of Administration	公務員年金	2,000	1,000	5.0	4,176	83,523
13	California State Teachers' Retirement System	公務員年金	2,000	na	5.0	3,250	65,000
14	Pennsylvania State Employees' Retirement System	公務員年金	1,857	739	8.0	1,706	21,320
15	Los Angeles County Employees' Retirement Assn.	公務員年金	1,788	764	10.0	2,494	24,941
16	Public Employees' Retirement Assn. Of Colorado	公務員年金	1,775	1,300	10.0	2,500	25,000
17	State of Wisconsin Investment Board	公務員年金	1,500	950	5.0	2,700	54,000
18	Ontario Teachers' Pension Plan Board	公務員年金	1,500	700	5.0	1,750	35,000
19	Massachusetts Pension Reserves Investment Trust	公務員年金	1,500	1,000	8.0	1,880	23,500
20	E.I. duPont de Nemours & Co.	企業年金	1,282	706	5.0	880	17,600
21	Iowa Public Employees' Retirement System	公務員年金	1,023	793	12.0	1,152	9,600
22	Yale University	財団、基金	1,010	750	20.0	999	4,996
23	SBC Communications Inc.	企業年金	1,000	670	na	na	25,000
24	Illinois State Teachers' Retirement System	公務員年金	895	515	5.0	900	18,000
25	Pennsylvania Public School Employees' Retirement	公務員年金	830	533	5.0	1,725	34,500
26	Hughes Investment Management Co.	企業年金	740	496	20.0	400	2,000
27	British Columbia Ministry of Finance	公務員年金	729	155	5.0	1,140	22,800
28	San Francisco City & County Employees' Retirement	公務員年金	717	335	7.0	553	7,900
29	Southern Company	企業年金	565	184	8.0	416	5,200
30	ABP Investments	企業年金	520	150	2.0	2,600	130,000
31	Shell Netherlands Pension Fund	企業年金	500	na	2.0	280	14,000
32	Honeywell Inc.	企業年金	450	316	10.0	390	3,900
33	Rhode Island State Treasury	公務員年金	450	161	7.5	11	152
34	AMR Investment Services	企業年金	448	264	10.0	550	5,500
35	Ewing Marion Kauffman Foundation	財団、基金	436	273	30.0	480	1,600
36	Illinois Municipal Retirement Fund	公務員年金	433	272	4.0	468	11,706
37	University of Texas Investment Management Co.	財団、基金	414	188	10.0	560	5,600
38	Houston Firefighters' Relief & Retirement	公務員年金	405	186	20.0	307	1,537
39	New Hampshire Retirement System	公務員年金	391	129	7.0	154	2,200
40	Rhode Island Employees' Retirement System	公務員年金	356	148	5.0	300	6,000
41	Bayer Corp.	企業年金	355	192	15.0	342	2,279
42	John D. & Catherine T. MacArthur Foundation	財団、基金	346	255	10.0	320	3,200
43	United Parcel Service	企業年金	308	136	na	na	6,832
44	Pension Fund Metalworkers	企業年金	300	100	4.0	520	13,000
45	Kansas Public Employees Retirement System	公務員年金	297	100	5.0	450	9,000
46	University of North Carolina-Chapel Hill	財団、基金	290	200	55.0	385	700
47	United Technologies Corp	企業年金	285	63	10.0	872	8,715
48	Philips Pension Fund	企業年金	270	na	1.5	203	13,500
49	Philip Morris Cos.	企業年金	269	73	5.0	350	7,000
50	Los Angeles Fire & Police Pension System	公務員年金	265	105	3.0	285	9,500

(注) コミットメントは、オルターナティブ投資の為に割り当てられた金額、投資金額は実際の投資が実行された金額、アロケーションは今後のアロケーションの目標とされる金額、及び比率。

(出所) Asset Alternatives Inc, *The Directory of Alternative Investment Programs*, 1999 Edition

機関投資家のプライベート・エクイティ投資の活発化は、1979年のERISA法改正により、年金基金の投資対象として認知されたことが契機となっている。

この時、年金基金を始めとする機関投資家が、プライベート・エクイティ投資を開始した第一の理由は、市場リターンより高いリターンが得られることにある。もちろん流動性は低く、リスクも高いが、年金のような長期の投資ホライズンを持つ投資家としては、こうしたリスクを通常の投資家以上に許容できる。また、プライベート・エクイティと一般の市場の動きは、相関性が低い。従って、プライベート・エクイティ投資を全体のポートフォリオに組み込むことにより、一層のポートフォリオ分散が可能となることも重視されている。

リターンに関しては、上場株や債券など伝統的な投資対象の市場の効率性が高まり、これらの市場でのみ投資を行っていても、超過リターンが得にくくなっている。その意味でも、オルタナティブ投資の関心が高まっているのである。

イエール大学の基金が、1985年にプライベート・エクイティ投資を本格化させた時の理由の一つが、まさにこの点、すなわち効率性の低い市場での投資機会をもっと追求すべきである、ということであった。債券マネジャーのパフォーマンス・ユニバースを見ると、トップ25%とボトム25%の間でほとんど差がない。株のマネジャーの場合も、その差は年間3%も無い。これに対して、プライベート・エクイティの場合は、年率12%以上も差がついている。そこで、情報の不完全性や流動性が低い市場において、より良いマネジャーを選ぶことで、より大きな追加的リターンを得ることができる、これがイエール大学の担当者の判断であった³。表3を見ても、トップ25%と中間値でパフォーマンスに大きな差があることが確認できる。

ERISA法の改正を受けて、実際にプライベート・エクイティ投資を始めた草分けが、AT&Tの年金基金である。この運用を担当したトム・ジャッジ氏は、今、アメリカでプライベート・エクイティの父と呼ばれる存在となっている。同基金は、1980年よりベンチャー・キャピタル投資を始め、1983年からバイアウト・ファンド投資を開始した。トム・ジャッジ氏がコンサルタントとして独立するまでの16年間で、14億ドルのベンチャー投資と23億ドルのバイアウト投資が行われた。件数的には、ベンチャーのパートナーシップは170、

表3 プライベートエクイティファンドのパフォーマンス
(1980年～97年に設定されたファンド)

種類	ファンド数	全ファンドのIRR	中間値	トップ25%
ベンチャーキャピタル	577	13.5%	9.4%	17.4%
バイアウト	185	21.2%	13.8%	24.9%
メザニン	34	11.4%	12.1%	17.6%
全体	796	N/A	N/A	N/A

(出所) Venture Economics

³ Harvard Business School, Yale University Investment Office, 1995

ベンチャー・キャピタル会社数は 90、投資先の個別ベンチャー企業数は 2,000 社以上であり、バイアウトについては、パートナーシップ数（ファンド数）は 34、バイアウト・ファンド運用会社数は 17、対象企業数は 216 であった。これからも、バイアウトの場合、一件あたりの金額がベンチャーより大きいことがわかる。この間、平均のリターンは、18%弱であった。AT&T の年金基金総額に占めるプライベート・エクイティの割合は、トム・ジャッジ氏がスタートした時点でターゲットを 1%としていたが、徐々に拡大され、16 年後の彼の退任時には 8%であった。最高 10%になったこともあるという。

大学の基金や財団も重要な投資家である。先述のように、イエール大学が先駆者として有名である。大学の基金や財団は、年金よりも長期的性格の資金を運用していること、予定利率を上回らなければならないといった明確な制約もないことから、表 2 に見るように、運用資産に占めるプライベート・エクイティへの投資比率は、極めて高いケースが目立つ。大学の基金の場合は、その大学を出てベンチャー企業を興した人間や、投資銀行に入って成功した人間が、大学の経営や基金の運営等にも発言力を持つようなケースも多く、この点で、プライベート・エクイティ投資を積極的に行いやすい風土があると言われる。

80 年代後半より、一部の州の年金など公的機関の年金基金によるプライベート・エクイティ投資を始め、他の公的機関の年金基金も追随していった。オレゴン州公務員退職年金基金、カリフォルニア州公務員退職年金基金（カルパス）などが、草分けである。総資産に占めるプライベート・エクイティの比率は大学基金や企業年金よりも小さいが、巨大機関が多いため、プライベート・エクイティにおいては、最大手の投資家である。カルパスの例は、次項で紹介する。

表 4 は、米国の機関投資家の運用資産の内訳を示したものである。ここでわかるように

表 4 米国の年金、財団のアセット・アロケーション

	1996	1997	2000(予)
国内株	47.9%	50.8%	50.1%
アクティブ	25.8%	26.9%	26.5%
パッシブ	15.8%	18.1%	17.6%
自社株	6.3%	5.8%	5.9%
国内債	26.2%	24.6%	23.2%
外国証券	11.4%	12.3%	14.0%
不動産関連	4.1%	3.5%	3.7%
GIC(利回り保証契約)	3.6%	2.8%	2.6%
オルタナティブ	1.8%	2.1%	2.9%
短期証券、現金	3.3%	2.8%	2.1%
その他	1.6%	1.4%	1.4%
(総運用資産、10 億ドル)	\$ 3,347	\$ 4,017	\$ 4,950

(出所) Greenwich Associates

オルターナティブ投資の比率は、1996年の1.8%から2000年には2.9%に高まることが予想されている。この間、運用資産規模も拡大するため、絶対金額としては、600億ドルから、1,431億ドルへと、約2.4倍になる。ここでオルターナティブとは、ヘッジファンドや、オイル、ガスプロジェクトへの投資なども含まれているが、通常のプライベート・エクイティに限定しても、表5に見るように、すべてのタイプの投資家層において、拡大の傾向が確認できる。また、この表から、規模の大きい投資家ほど、プライベート・エクイティに積極的であることも示される。

以上、機関投資家によるプライベート・エクイティ投資の拡大を説明したが、昨今、富裕個人の投資も拡大しているようである。従来、投資会社法の登録をせずにファンドを販売できるのは、所有者が100人まで、という人数制限があったが、96年10月に制定された全国証券市場改革法において、この制限が無くなったこともプラスに働いている。すなわち、同法を受けて成立した新ルール（1997年4月施行）では、証券、不動産、商品、キャッシュなどに500万ドル以上を投資している個人投資家と、2,500万ドル以上を投資している機関投資家（両者をQualified Purchasersと呼ぶ）を相手にする場合は、その人数に関わらず、投資会社法の登録免除とされたのである。これを受けて、大手証券会社が、ファンド・オブ・ファンズの形態などで、富裕個人顧客向けのオルターナティブ商品販売を強化している。

表5 プライベート・エクイティへの関心

	ベンチャー・キャピタル						バイアウト・ファンド					
	現在利用中		今後検討		合計		現在利用中		今後検討		合計	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
企業年金	14%	17%	2%	4%	16%	21%	6%	8%	2%	2%	8%	10%
(ファンド規模)												
Over \$5 billion	57	63	2	2	59	65	45	50	2	4	48	54
\$1,001-5,000 million	36	37	4	10	40	47	18	19	3	8	21	27
\$501-1,000 million	25	22	3	3	28	25	5	5	6	1	11	5
公務員年金	17%	18%	4%	5%	21%	24%	5%	7%	2%	3%	7%	10%
(ファンド規模)												
Over \$5 billion	40	45	4	4	44	49	20	33	6	5	26	38
\$1,001-5,000 million	37	38	8	10	45	47	12	10	5	8	17	18
\$251-1,000 million	7	4	3	6	11	10	0	0	1	1	1	1
財団	41%	46%	9%	11%	50%	57%	26%	30%	8%	7%	33%	36%
(ファンド規模)												
Over \$1 billion	63	54	0	13	63	67	63	57	3	4	67	61
\$251-1,000 million	45	57	14	13	58	70	26	34	11	9	37	43
\$250 million and under	31	30	5	8	36	38	13	12	5	5	18	17
ファンド全体	19%	22%	3%	6%	22%	27%	9%	11%	3%	3%	12%	14%

(出所) Greenwich Associates

5) カルパースのケース

米国最大のプライベート・エクイティ投資家は、カルパースである。同基金は、1,533億ドルの総資産のうち、表6のように、2.7%にあたる42億ドルをオルタナティブに投資している。同基金は、ヘッジ・ファンド投資は行っていないため、そのほとんどは、プライベート・エクイティ投資と考えられる。ターゲットとするオルタナティブ投資比率は、4.0%である⁴。表2で見たように、投資比率としてはより高い比率をプライベート・エクイティに割り当てている投資家はいるが、総資産規模の大きさから、コミットメント金額としては、カルパースが他を大きく引き離している。

約1,000人の職員のうち、投資関係の職員は約70名、うち投資専門家と事務職員が半々である。プライベート・エクイティ担当者は、プリンシパル・インベストメント・オフィサーと、3人のスタッフである。

カルパースがプライベート・エクイティ投資を始めたのは、10年ほど前からである。先駆的な企業年金や大学の基金が、この分野で成功してきたのを受けて、カルパースのような公務員向け年金基金も参加するようになったのである。ウィスコンシン州やオレゴン州も比較的早く、1980年代初頭に参入した公務員年金である。カルパースは、プライベート・エクイティ投資に必要なデューデリジェンスを行うにあたり、専門のコンサルタントを採用した。

95年末時点で40のパートナーシップ、総額40億ドルをコミットしていたが、その後の株式市場の活況もあり、エグジットが順調に実現した。同時に多くのファンドが第2ラウンドの資金調達を活発化させるようになっているため、投資金額も倍に膨らんでいる。このうち、45%がバイアウト関連、30%が破綻債券やターン・アラウンド（業績悪化状態か

表6 カルパースのアセットアロケーション（1999年1月末）

アセットクラス	時価 (10億ドル)	現状のアロケーション (%)	ターゲットアロケーション (%)
現金等	2.1	1.4	1.0
債券			
国内	34.7	22.6	24.0
外国	5.7	3.7	4.0
債券合計	42.5	27.7	29.0
エクイティ			
国内	72.5	47.3	41.0
外国	27.2	17.8	20.0
オルタナティブ	4.2	2.7	4.0
エクイティ合計	103.9	67.8	65.0
不動産	6.9	4.5	6.0
総計	153.3	100.0	100.0

(出所) カルパース・ホームページ (http://www.calpers.ca.gov) より野村総合研究所作成

⁴ 表2のカルパースの数字と表6が正確に一致しないが、表2はアセットオルタナティブ社の独自調査であり、調査手法及び調査時期の違いが考えられる。

ら回復する契機に投資)などのスペシャル・シチュエーション関連の投資、25%がベンチャー・キャピタルである。また海外のファンドへの投資は18%程度である。ベンチャー・キャピタルは、8,000~1億2,500万ドルといった規模であるが、カルパースは、1件に1億ドルは投資したいと考えている。ベンチャー企業自身は、一投資家から25%以上の投資を受け入れることは抵抗があるので、カルパースのベンチャー投資のウェイトはそれほど大きくないわけである。ただし、ベンチャー投資の社会的意義にも注目しており、ベンチャー投資は重視している。そこで、ファンド・オブ・ファンズを通じたベンチャー企業への投資を重視するようになっている。

リターンの目標はSP500+5%であるが、昨今SP500のリターンが極めて高いため、この目標には達していない。

今後、カルパースが重視していくのは、まず上述の通り、ファンド・オブ・ファンズを通じたベンチャー投資である。また、ファンドを通じた投資ではなく、直接個別案件への投融資を行うことも重視するようになっている。プライベート・エクイティブームの中で、一部のパートナーシップでは、100件以上の機関投資家、個人投資家の出資となり、公開市場と同じように、多数の投資家の一人という立場になってしまうことが、問題視されているからである。こうした個別案件への投資としては、98年初頭に、エネルギー開発関連プロジェクトを数多く手がけているエンロン社が、開発資金調達のために10億ドルのファンド(Enron II)を設定し、このうち半分はエンロン社が、残り半分はカルパースが出資した例がある。エンロンとカルパースの共同ファンドは、これが2度目である。

このように、カルパース自身が個別の案件に直接投資するような指向が出ている。また、現在は、基金の理事や関係者におき、プライベート・エクイティに関する理解、経験が深まってきたこともあり、コンサルタントを通じた運用ではなく、自ら個別ファンドを選別する傾向も強まっている。

6) ファンドの選別とコンサルタント会社の役割

以上からも明らかなように、プライベート・エクイティ・ファンド投資は、通常の公開企業とは異なるため、投資家にとっては、個別企業の投資とは異なる経験、ノウハウが必要となる。

例えば、投資対象とすべきファンドやその運営会社の選別においては、当然のことながら、良好な投資リターンを上げた実績のあるファンド運営会社かどうかを選別の基準の一つになるが、そもそもそうしたデータも公的なものがあるわけではないため、データ収集から始める必要がある⁵。このデータもファンドごとに、計測の手法が異なるケースもあるため、これを修正して比較する必要がある。

⁵ 近年、ベンチャー・エコノミクス社など、民間のデータ会社がプライベート・エクイティに関するデータベース・サービスを充実させるようになっている。

また、単に過去のファンドの実績が良くても、それは新ファンドのパフォーマンスを保証するわけではない。通常、あらたに設定されたファンドが、どういうタイプの企業に投資するという方針は示されても、具体的にどの個別の企業に投資されていくかは、ファンドが設定されてから選別されていくのであり、その時点ではわからない（ブラインド・プール）。

従って、新規のファンドは、過去のファンドとは投資先企業は当然異なるし、投資哲学や担当者も変わっているかもしれない。投資家にとり、こうした定性的な要因まで含め、多くのファンド運営会社をサーチするのは容易でない。しかも、投資先を選別すれば済むわけではなく、投資を決定した後はジェネラル・パートナーの投資価値向上への行動に対し、ガバナンスを働かせていかなければならない。

このように、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資にあたっては、専門的な能力が要求されるため、機関投資家に対して適切なファンド運営会社及びファンドの選別をアドバイスするコンサルタント会社が多数存在する。

特に、投資家の裾野が広がっていくにつれ、自ら個別ファンドを選別する経験、ノウハウが不十分な投資家も増大し、コンサルタント・ビジネスも拡大してしてきた。ファンド運営会社にとっても、自ら適切なパートナーをファンドの組成毎に探し出すよりも、専門的なコンサルタント会社と継続的に付き合い、ここを通じてまとまった資金を引き出すことが好まれる。こうした期待もあるため、ファンド運営会社は、コンサルタント会社に各種の情報やデータを提供する。従ってコンサルタント会社にこうした情報やデータが自然と集積することになるため、彼らは各ファンド会社のパフォーマンスを的確に修正して横比較するなど、個々の投資家に対して情報的に優位に立てるわけである。

また、ファンド運営会社と直接長期的な関係を確立しているわけではない一般の機関投資家にとっては、優良ファンド運営会社にアクセスするには、こうしたコンサルタント会社が各優良ファンドと築いている継続的關係に頼るのが近道である。従って単に表面的な情報提供、情報分析者以上の存在である。

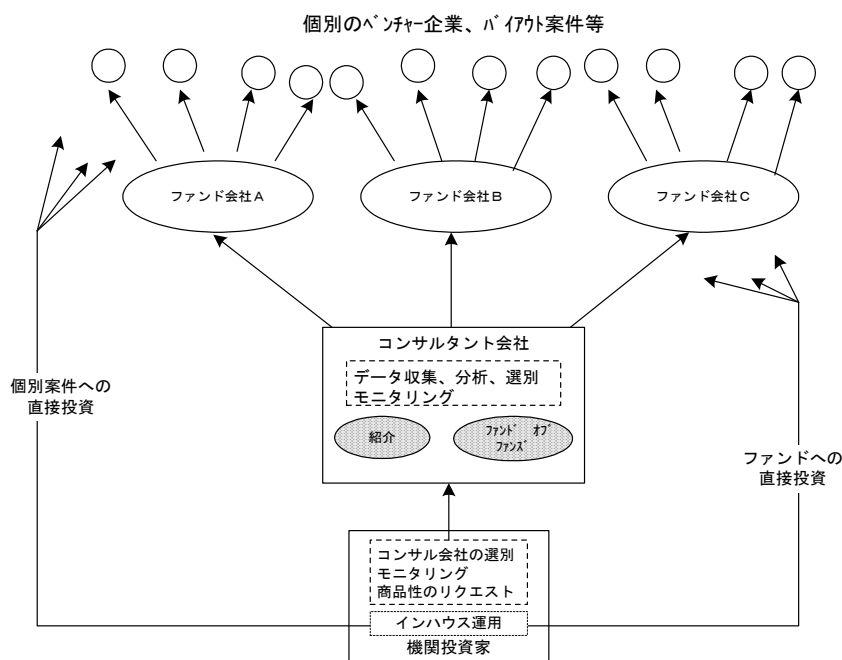
このように多くの投資家にとって、コンサルタントは、プライベート・エクイティ・ファンド投資にアクセスする場合の入り口の役割を果たすため、ゲート・キーパーと呼ばれることもある（図3）。

彼らは、デューディリジェンスを行い、また投資家の性格に鑑み、ファンド間の適切な分散を検討する。また、投資家のためにパートナーシップの契約内容を十分に交渉し、顧客がきちんと保護されるような条件を、一つ一つのパートナーシップごとに交渉し、契約書に盛り込んでいく作業を行う。投資後は、継続的に投資内容をモニターする。これは、ジェネラル・パートナーが四半期毎に提出するレポートをレビューし、パートナーに電話等で質問を行うことに加え、通常、アドバイザリー・ボードに入り、自ら顧問役となるか、顧客の投資家が顧問役となる場合は、これをサポートする形で、運営に関与する形で行われる。この他、年に1回、ほとんどのジェネラル・パートナーは、投資総会を開くが、開

題が生じているようなパートナーシップの投資総会には、ゲートキーパーは代表を参加させる。このようなプロセスを通じ、問題をできるだけ早期に発見し、ジェネラル・パートナーと話し合いの場を持ち、修正を図っていくのが、彼らの役割である。

なお、AT&Tの年金基金のように、コンサルタントを使わず、自前でファンドを選別している所もある。トム・ジャッジ氏が退職した95年時点で、同基金は、基金総額約550億ドルを、30人で運用していたが、このうち、半数がプライベート・エクイティ担当であったという。こうした対応は、大企業の年金基金であったからこそ、可能であったと言えよう。この場合も、選別の基準は、上記のコンサルタントによるファンドの選別と基本同じであるが、トム・ジャッジ氏は、4つのPという言い方をする。すなわち、People、Process、Products、Priceである。Peopleは、パートナーのノウハウ、チームワーク、経営支援体制など。Processは、ファンド運営会社の投資判断のプロセスや基準。Productsは、パートナーシップのデザインがどうか、十分な考慮が行き届いているか、革新的か、といった点。Priceは、個別案件への投資の実際、利益の分配、手数料といった点である。同氏は、これに、Philosophy、Practice、Portfolio、Performance、Progressの5つを加えてP⁹とも表現している。

図3 コンサルタント会社の位置づけ



3. 最近の特徴

1) ファンド・オブ・ファンズの普及

近年目立っている現象は、ファンド・オブ・ファンズの活発化である。

ファンド・オブ・ファンズは、複数のプライベート・エクイティ・ファンドに投資するファンドである。機関投資家にとってのファンド・オブ・ファンズの意義は、大きなロットの資金を一括して一つのファンドに投じることができ、同時に各種ファンド間の分散投資のメリットも受けられる点である。機関投資家にとっての悩みの一つは、プライベート・エクイティの規模が通常小さいことである。特にベンチャー・ファンドにおいて、この傾向が強い。少額ずつ多数のファンドに分散すると、管理コストの問題もでてくる。ファンド・オブ・ファンズ投資でこうした問題を回避できる。

ファンド・オブ・ファンズは、富裕個人がプライベート・エクイティ投資を行う上でも、有用である。96年全国証券市場改革法で、個人にも広く保有される可能性が高まっている。しかし、個人が、個々のプライベート・エクイティ・ファンドに投資しようとしても、ファンドの運営会社にとっては少額すぎる場合がある。そもそも、いわゆるエンジェルを除けば、富裕個人が個々のファンド運営会社にアクセスするルートは、通常無い。しかし、個人はファンド・オブ・ファンズに投資すれば、多数の個人の資金を集めたファンド・オブ・ファンズが、一定程度の規模の資金を、各プライベート・エクイティ・ファンドに投資してくれるわけである。当然、個人としても、分散投資のメリットを享受できる。この分野においては、既述の通り、証券会社や銀行系が、富裕個人向けビジネス強化の一環として、ファンド・オブ・ファンズの組成や販売をする姿勢を強めている。実際、98年においては、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントが13億ドルと8.9億ドルの2本、DLJが10億ドルと、巨額のファンド・オブ・ファンズを設定した。またチェース・オルターナティブ・アセット・マネジメントやシティバンク・グローバル・アセット・マネジメントも数億ドル規模のファンドを設定した。

このように、機関投資家、個人投資家双方にメリットがあるため、ファンド・オブ・ファンズは、プライベート・エクイティ全体が拡大するなかでも、顕著な拡大を続けており、表1で示されるように98年の場合、96億ドルと、前年の2.4倍となっている。

最近、コンサルタント会社による、ファンド・オブ・ファンズの運営も活発化している。98年は、ブリンソン・パートナーズ、ハーバーベスト、パンセオンなど、著名なコンサルタント会社が、大型のファンド・オブ・ファンズを組成して話題となった。この分野におけるコンサルタント会社の進出は、従来からのコンサルティング・ビジネスの収益性が、競争の活発化の結果、低下していることが一因と言われる。コンサルティング料は、一定期間ごとに契約更改の交渉が必要であり、その都度、引き下げのプレッシャーが生じるわけである。

これに対して、ファンド・オブ・ファンズの場合、一端資金を集めれば、ファンドの管理手数料をファンド運営期間中確保できるというメリットがある。手数料の形態は、多様であり、キャリド・インタレストは取らず、年間 1.25% 程度のマネジメント・フィーを徴収する例が一般的であるが、10% のキャリド・インタレストを徴収するような例もある。大口の場合、料率ディスカウントがなされるのが通常である。

2) 巨大化するバイアウト・ファンド

プライベート・エクイティ・ファンドの大きな割合は、バイアウトなどのコーポレート・ファンドであるが、昨今、バイアウト・ファンドの巨大化が目立っている。

バイアウトは、企業全体、ないし一部門を買収し、その価値を高めるような改革を行うことを通じて、高い投資リターンを目指すものである。米国においては、特に 1984 年以降、レバレッジド・バイアウトという手法が急速に拡大した。レバレッジド・バイアウトは、買収において、積極的な銀行借入によって資金調達をする点が特徴であるため、その名前が付けられたわけである。

レバレッジド・バイアウトが活発化するにつれて生じたことは、案件が生ずるごとにファイナンスを検討するのではなく、LBO ファンドを組成し、そこから資金を投入できるようにすることである。すなわち、予め多数の出資者を募り、LBO の具体的案件が見つかるごとに、このファンドから資金を拠出していくわけである。ファンドの運営者が、投資先の経営にコミットし、投資価値が高まるようモニタリングを働かせるといった点は、通常のプライベート・エクイティ・ファンドと同様である。

こうしたファンド形態のバイアウトが普及してきたことに加え、銀行が BIS 規制上の要請から、レバレッジド・ローンの提供を、従来よりも注意深く行うようになってきたこともあり、バイアウト取引におけるレバレッジの比率（負債/EBITDA）は、表 7 にみるように従来より低下している。80 年代末の景気後退時に、ディールが困難な状況に陥ったこともこの背景にある。

近年のプライベート・エクイティ市場の活況のなかで、バイアウト・ファンドの数も、その規模も急増するに至っている。98 年においては、E.M. ウォーバーク・ピンカスが、50 億ドルという巨額のファンドを設定したことが話題を呼んだ。プライベート・エクイティ・ファンドとしては、KKR が 96 年に設定した 58 億ドルのファンド、同じく KKR が 87 年に設定した 56 億ドルのファンドに次ぐ、史上 3 番目の大型ファンドである。

昨年は、それ以外にも、ヒックス・ミュース・テイトの 37 億ドルのファンド、アポロ・インベストメントの 36 億ドルのファンド、ウェルチ・カーソン・アンダーソン&ストウの 32 億ドルのファンド、GS キャピタル・パートナーズの 28 億ドルのファンドなど、大型ファンドの設定が目白押しであった。

表7 米国のバイアウト案件における負債/EBITDA 比率 (平均)

	負債/EBITDA
1987	8.83
1988	7.14
1989	6.67
1990	5.34
1991	NM ^(注1)
1992	4.95
1993	5.14
1994	5.33
1995	5.16
1996	5.75
1997 ^(注2)	5.70

(注) 1. NM= not meaningful,
EBITDA = Earnings before interest, tax, depreciation and amortization
2. 97年は、9月30日まで。
(出所) AIMR コンファレンス資料より。

カルパースのケースでも示されているように、大手の機関投資家にとっては、バイアウト・ファンドの方が、ベンチャー・ファンドに比べて、大きなロットの資金を投資できるというメリットがある。また、通常、ベンチャー・ファンドよりも、資金が実際に投資され、投資リターンが得られるまでの期間が短い

バイアウトは、英国においても活発である。ただ、英国ではレバレッジの大きさに着目してレバレッジド・バイアウトと呼ぶのではなく、原経営者が残るのかどうかに注目し、原経営者が会社や部門の買い取りに参加し、経営を続ける場合をマネジメント・バイアウト (MBO)、買収者が新経営者を送り込む場合を、マネジメント・バイインと呼んで区別することが多い。

3) 米国プライベート・エクイティの国際化

近年、米国のプライベート・エクイティの国際化が進展している。米国のプライベート・エクイティ市場に多額の資金が流入するなかで、投資機会を海外に求める必要が生じていることが一因である。米国市場に比べ、海外の投資対象のバリュエーションが割安視されている面もある。プライベート・エクイティ・ファンドのなかでも、特にベンチャー・キャピタルなどは、シリコンバレーといった地域に根ざしていることも多いため、国際化は困難という見方もあったが、自分のファンドに投資していた顧客ベースが国際化していくにつれ、海外にファンドを設立し、こうした海外顧客に販売するというビジネスも発展するようになってきたと言われる。また、シリコンバレーのベンチャー企業なども、海外の企業との取引や提携を活発に行うようになっており、その意味でも、ベンチャー・キャピタルの関心も国際化しているという面もある。

1989年に業界初のグローバル・ファンドを設定するなど、グローバルな活動で定評あるアドベント・インターナショナルの場合は、98年秋時点で、世界14カ国に展開し、95人

以上の投資専門家を擁している。関連会社も 17 カ国にある。

最近、日本に米国の有力なプライベート・エクイティ・ファンド運営会社が進出する動きもある。98 年後半には、東部の名門、E.M.ウォーバーグ・ピンカスが東京に事務所を開設した。99 年 3 月には、やはり東部の名門であるパトリコフが、日本のエイパックス・グロービス・パートナーズとベンチャー投資や MBO のための合弁会社を設立した。一方興銀は、99 年 4 月、欧州最大のプライベート・エクイティ・ファンド運営会社 3 i と合弁で日本に MBO 専門会社「スリーアイ興銀バイアウト」を設立すると発表した。三井物産も英のロスチャイルドグループとプライベート・エクイティ業務に取り組んでいると言われる。この他、サーベラスなど、不良資産、不良債権関連ビジネスを展開する投資会社も相次いで進出し、活発な動きを始めている。

これも、近年において、日本から米国のファンドへの投資が活発化するなど、日本におけるファンド投資家層の広がりが米国で認知されるようになってきていること、あるいは、低迷する日本市場において、技術力のある日本の企業に割安感が生じていることや、MBO、不良債権関連ビジネスの拡大への期待が高まっているためである。

おわりに

米国のプライベート・エクイティ市場への資金流入が、いつまで続くか疑問視する声が多い。ディール・プライスも高騰している。昨年 8 月以降の米国市場の混乱の中で、一時、IPO 市場が凍結状態になった折には、ついにバブルがはじけた、といった見方もなされた。

80 年代前半からベンチャー・キャピタルに巨額の資金が流れ、80 年代半ばには LBO がブームとなった。しかし、その後、80 年代後半から 90 年代初頭にかけて、ベンチャー・ファンド、LBO ファンドは低迷期を迎えた。

しかし 98 年の市場混乱の最中にも、強気の見方は多数聞かれた。プライベート・エクイティ投資は、長期の視点で行われているので、短期的な市場の動向には大きく左右されない、80 年代後半の低迷についても、その状態から今日の状態にまで立ち直ったことを考えると、低迷があっても、当時と同様、一時の循環的な動きにすぎない、といった議論である。

より強気の見方は、次のようなものである。すなわち、特許の出願数一つとっても米国におけるテクノロジーの発展は急速であり、こうしたダイナミックな構造変化がプライベート・エクイティを活発にしていける。逆に、こうしたテクノロジーの発展を支えているのが、プライベート・エクイティである⁶。この相乗作用は始まったところであり、プライベート・エクイティ市場は、長期的に大きく成長していく上での一つの過渡期にある。これ

⁶ ラーナー教授の調査によれば、ベンチャー・キャピタルが支援した企業と、そうでなかった企業の IPO 後のパフォーマンスを比較すると、前者の方が高い。

は、プライベート・エクイティ研究の第一人者である、ハーバード・ビジネス・スクールのジョシュ・ラーナー教授の意見である。

ここまで強気の立場はとらないとしても、株式市場にブームや低迷、バブルやクラッシュがあっても、株式市場の存在意義が無くならないように、プライベート・エクイティ市場も、変動はあろうが、米国経済、企業のダイナミズムを支える重要な機能を、今後とも果たし続けることは、確かであろう。

(淵田 康之)