

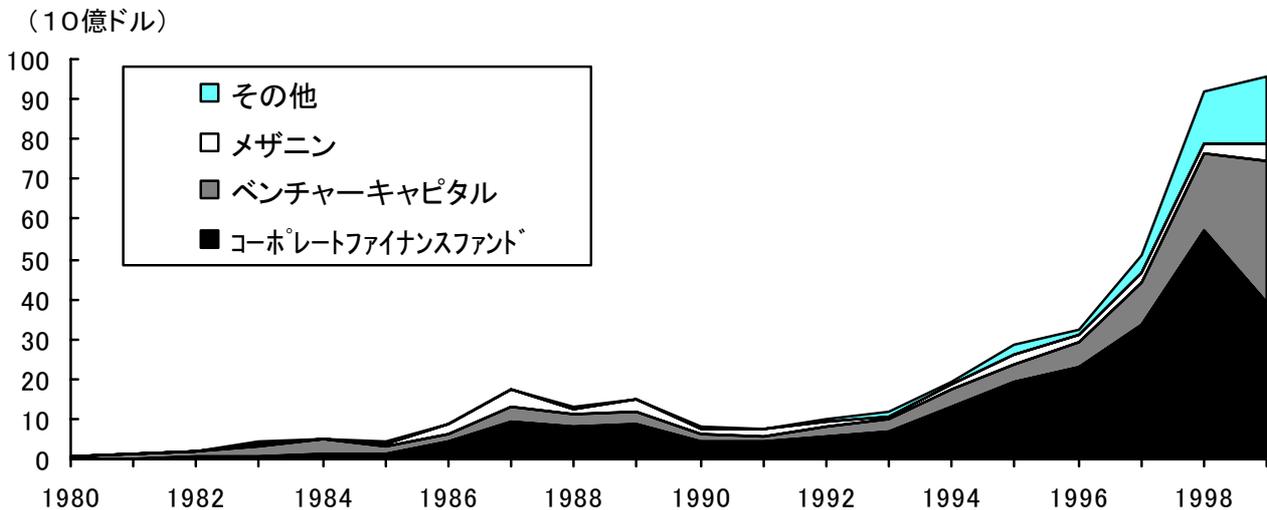
ベンチャー投資の専門性とディシプリン

1999年の米国のプライベート・エクイティ市場では、インターネット・ブームも反映し、ベンチャー・キャピタルが空前の拡大を示した。プライベート・エクイティ投資の裾野も広がる中で、プライベート・エクイティ投資におけるデュー・ディリジェンスやパートナーシップ・アグリーメントの Terms and Conditions に関するスタンダードを確立しようという動きも見られる。

1. 拡大するプライベート・エクイティ・ファンド投資

1999年、米国のベンチャー・キャピタルへの出資コミットメント金額は速報ベースで、356億ドル、前年比87.4%の急増を示した。米国でベンチャー・キャピタルが本格的に成長し始めてから約20年が経つが、これほどの急拡大を示したのは、過去に例を見ない(図1)。

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、セカンダリー・リミテッド・パートナーシップ、ベンチャー・リーシング・ファンドなどが含まれる。

(出所) Private Equity Analyst

ベンチャー・キャピタルは、プライベート・エクイティ・ファンドの一つであるが、従来、ウェイトとしては、バイアウトなどコーポレート・ファイナンス・ファンドに比べれば小さかった。しかし99年は、コーポレート・ファイナンス・ファンドが、大型ファンドの設定一巡で減少する一方、ベンチャー・キャピタルの急増がこれをカバーする形となり、結果、米国のプライベート・エクイティ・ファンド全体への資金流入は、955億ドルと、6年連続の増大となった(表1)。年末の数値の公表が遅れているファンドもあるため、確報ベースでは、遂に1000億ドル台を突破するのではないかという観測もある。

ナスダック市場におけるドット・コム銘柄の急騰など、インターネット関連を中心としたベンチャー企業の台頭が一大ブームとなっているのが昨今の公開市場の状況であり、そうした企業の育成を未公開の段階で支えるベンチャー・キャピタルが、急膨張するのも当然と言えよう。

表1 プライベート・エクイティファンドの設定状況

	1997			1998			1999		
	本数	金額 (百万ドル)	シェア (%)	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)	117	57,238	(62.1)	112	39,038	(40.9)
うち バイアウト・買収	68	26,262	(47.1)	82	46,680	(50.7)	75	25,767	(27.0)
リストラ、ディストレスト	11	3,074	(5.5)	5	2,087	(2.3)	8	4,239	(4.4)
メガコン	13	3,492	(6.3)	12	2,790	(3.0)	13	4,262	(4.5)
ベンチャーキャピタル	136	11,699	(21.0)	161	18,993	(20.6)	186	35,586	(37.3)
ファンドオブファンズ	16	4,028	(7.2)	39	11,116	(12.1)	43	14,862	(15.6)
その他	5	599	(1.1)	4	2,023	(2.2)	7	1,767	(1.8)
合計	271	55,769	(100.0)	333	92,160	(100.0)	361	95,514	(100.0)

(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、セカンダリーリミテッド・パートナーシップ、ベンチャーリーシングファンドなどが含まれる。

(出所) Private Equity Analyst

プライベート・エクイティは、昨今、米国の年金基金をはじめとする機関投資家において、ヘッジファンドと並ぶ、オルタナティブ・インベストメントの重要な対象となっているが、表2に見られるように、特にベンチャー・キャピタルへの投資が最もポピュラーなものとなっている¹。

市場インデックスの上昇が続く中で、伝統的なアクティブ運用の多くが、インデックスを下回るパフォーマンスになっていることもあり、伝統的なアセットにおいてはパッシブ運用やインデックス運用が重視されると同時に、「アルファ」の源泉としてのオルタナティブ・アセットに対する関心は強まっている。インターネット・ブームに加え、こうした運用機関サイドにおける運用スタンスの変化も、プライベート・エクイティ投資、とりわ

¹ オルタナティブ投資については、淵田康之「オルタナティブ・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。

けベンチャー・ファンド投資の増大に寄与している。

表 2 米国基金、財団によるオルタナティブ投資(1998年)

基金の形態	利用中の基金の割合			
	ヘッジファンド	ベンチャーキャピタル	バイアウト	
企業年金	全体	4%	14%	9%
	50億ドル超の基金	15%	51%	53%
	10億ドル超~50億ドル	5%	29%	18%
	5億ドル超~10億ドル	5%	14%	5%
	2.5億ドル超~5億ドル	2%	4%	1%
	1億ドル~2.5億ドル	2%	1%	0%
公務員年金	全体	2%	15%	8%
	50億ドル超の基金	2%	27%	25%
	10億ドル超~50億ドル	3%	35%	16%
	2.5億ドル超~10億ドル	3%	5%	1%
	1億ドル~2.5億ドル	1%	2%	0%
財団	全体	32%	39%	28%
	10億ドル超の基金	42%	52%	46%
	2.5億ドル超~10億ドル	31%	45%	30%
	1億ドル~2.5億ドル	29%	22%	14%
全基金 (1495社)	9%	19%	12%	

(出所) Greenwich Associates

2. デュー・ディリジェンスや Terms and Conditions におけるスタンダードの追求

このように、ベンチャーキャピタルをはじめとするプライベート・エクイティ投資が拡大、普及する中で、機関投資家がファンドを選ぶ上でのデュー・ディリジェンス・プラクティスや、ファンドのジェネラル・パートナーと締結するパートナーシップ・アグリーメントの Terms and Conditions について、一定のスタンダードを追求しようという動きが見られる。もはやこの分野の投資が、一部の先進的でリソースもある基金や財団だけが取り組むものではなく、より多くの機関投資家にとって真剣に取り組まなければならない分野となってきたことの反映である。そこで、これまで先進的な投資家が試行錯誤も踏まえながら個別に蓄積してきたノウハウが、広く共有されることが求められるようになってきた。

1996年には、カルパースをはじめとする9つの州関係の年金スポンサーらが、プライベート・エクイティ投資においてジェネラル・パートナーとどのような契約を結ぶのが望ましいかについての調査を、William M. Mercer Inc.に委託した。この結果は、*Key Terms and Conditions for Private Equity Investing* というレポートとして発表されている。

また1998年初頭、13の大手年金基金が、Pension Consulting Alliance, Inc.に、プライベート・エクイティ投資のデュー・ディリジェンス・プラクティスについての調査を依頼した。この一つの成果として、投資家がプライベート・エクイティ投資を行う上で、デュー・ディリジェンス上、把握すべき事項のひな形がまとめられ、99年に発表された（*Pension Consulting Alliance, Inc. A Due Diligence Questionnaire, 1999*）。

さらに、同年、Asset Alternatives Inc. より、*Private Equity Partnership Terms and Conditions*が発刊されたが、ここでは、各種プライベート・エクイティファンドに対し、実際のパートナーシップ・アグリーメントがどのような内容になっているか、主要項目について調査結果が報告されている。これによって、現状、リミテッド・パートナーとジェネラル・パートナーの間で、何が標準的な取り決めとなっているかを、確認することができるわけである。

以下では、これらの報告、調査の内容を元に、米国で、プライベート・エクイティ投資においてどのような点が留意事項とされているのかどうかを確認することとする。

後述するように、ベンチャー投資のようなリスクが高く、流動性も不十分な投資案件について、いかにリスクをコントロールし、リターンを確保するか、そしてそのためにも、いかに優れたジェネラル・パートナーを見出し、いかにインセンティブを与え、またいかにガバナンスを機能させるかについて、洗練された配慮が払われていることが、理解されよう。

3. プライベート・エクイティ・ファンド投資の留意事項

ファンドへの出資を検討するにあたり、ファンドの投資哲学、投資分野やジェネラルパートナーのバックグラウンド、資質、利益相反の可能性のチェック、その他基本的ディスクロージャー項目などを、定量的、定性的（訪問調査が重要）に確認することは当然として、以下、プライベート・エクイティならではの留意事項に焦点をあて、紹介することとする。

1) 適切な出資形態

(1) 調達額の規模

プライベート・エクイティ投資は、昨今、投資機会が拡大し、規模が拡大しているとは言え、公開市場への投資と異なり、非効率で、非流動的な投資対象への投資であり、大量の資金を受容できるほどの深みがあるわけではない。むしろ規模を追求することにより、取引価格の高騰や投資機会の縮小につながる。

投資家がプライベート・エクイティ投資に求めるものはリターンであるため、規模の拡

大を過度に追求するようなファンドは敬遠される。ファンドのジェネラル・パートナーにとっても、後述するように、自らの収益が、ファンドの規模をベースとしたマネジメント・フィーよりも、運用パフォーマンスをベースとしたキャリド・インタレスト（成功報酬）に、より大きく依存しているため、規模よりもパフォーマンスを重視する姿勢となっている。以上を背景に、ファンドの設定上限を予め示した上で、出資が募られることになる。

昨今、ファンドの規模が拡大していることは、上記のような観点からすると、懸念材料とみなされる。ただし、ジェネラル・パートナーにとって、ファンディング活動は、投資リターンを高めるための本来業務に集中すべき時間を費消してしまうことなので、一回で大きな規模を集めてしまおうというニーズもあると言われる。出資者としても、ジェネラル・パートナーがファンディングに時間をとられるような状態は好まないため、こうした、規模の拡大を容認する姿勢もあるようである。

（２）オーバー・サブスクリプション・ポリシー

ファンドの設定上限を上回る出資希望があった場合の処理方法も、予め示されている必要がある。特に、昨今は、ベンチャー投資ブームや、プライベート・エクイティに対する投資家の裾野の広がりを背景に、すぐに調達予定額を上回る出資希望が集まるケースが常態化しているから、なおさらこうした条項を盛り込むことが重要になっている。

オーバー・サブスクリプション・ポリシーとしては、従来からの顧客を優先し、新規投資家をごく少数以外受け入れないことにする、先着順にする、ジェネラル・パートナーの裁量にまかせる、全員ないし一部申込者の金額を下げる、あるいは募集金額を上げる、といった形がある。

（３）出資者の数、性格

出資者としては、他のリミテッド・パートナーが何人で、どのようなタイプなのかという点は、気になるところである。出資比率が、全体で一定以上となり、ファンドの運営に対して、アドバイザー・ボードなどを通じて、十分な発言権が得られないファンドには出資しないというスタンスの機関投資家もいる。

（４）募集期間の明示

ジェネラル・パートナーがいつまでも出資期間を設けていると、早めに出資した投資家は、最後になって出資した投資家に比べて不利になる可能性がある。従って、募集期間がきちんと決められている必要がある。通常半年から1年である。

（５）テイクダウン（Take-Downs）

従来、出資者は、出資金を定期的に一定金額ずつジェネラル・パートナーに対して提供してきた。しかし昨今では、ジェネラル・パートナーが投資案件を見出し、資金が必要に

なっちはじめてコミットした出資金の範囲で、資金が引き出されるようになっている（キャピタル・コール）。通常、事前通知後、10日以内に支払いという運びとなる。これらの点もパートナーシップ・アグリーメントの締結の際に確認されている必要がある。

こうした必要に応じた出資をすることによって、投資家としても無駄に資金を寝かせておく必要がなくなった。ファンドのIRRの計算は、実際に出資されてから計算の対象になるので、ジャスト・イン・タイムの出資をすることにより、IRRの向上にもつながることになる。なお、キャピタル・コールに応じて出資したものの、投資がなされなかった場合に、これを返却する旨、明記されることもある。

（6）リミテッド・パートナーのデフォルトの場合

キャピタル・コールに対して、出資をコミットしていたリミテッド・パートナーが、デフォルトなどの結果、出資できない場合の措置が、明確になっている必要がある。ジェネラル・パートナーが新たな出資先を見つける、ジェネラル・パートナーが負担する、リミテッド・パートナーが比例配分で不足分を出資する、といったケースがありうる。また、デフォルトしたリミテッド・パートナーの過去の出資分の差し押さえといった措置がとられる。

（7）コインベストの権利

機関投資家は、ファンドに出資すると同時に、ファンド先の案件に直接投資することを望むケースが増えている。特に、プライベート・エクイティ投資に一定の経験を積み、案件に直接投資をする能力が備わってきた所や、ファンドを通じる形よりも、大きな資金を投入したいと考える投資家が増えていることが背景である。もちろん、全額をファンドを通じて投資するよりも、ジェネラル・パートナーに支払う手数料を削減できるというメリットもある。こうしたことから、パートナーシップ・アグリーメントで、ジェネラル・パートナーが、コインベストの機会を提供する努力をすることを約しているケースが増えている。

コインベストという場合、ジェネラル・パートナーが、ファンドからの投資を上回る金額の規模で、自らの資金をファンドの投資先の企業に投資する場合もある。リミテッド・パートナーとしては、ジェネラル・パートナーが、投資先企業に、よりコミットすることは、投資リターンの実確性を高めるという観点からは歓迎であるが、ファンドの投資先全体の中で、優良のものだけをつまみ食いの的にジェネラル・パートナーが大きな持ち分をとろうとするのは問題である。

すでに自ら投資している企業に、後からファンドの金を投資するクロスオーバー・コインベストメントというケースも、利益相反のおそれがある。ただし、すでにジェネラル・パートナーシップが、その企業にコミットしているということは、企業の実態やポテンシャルをより良く把握しており、投資家にとってのリスクが削減されるというメリットも指

摘できる。

このようにジェネラル・パートナーによるコインベストには、メリットもあるものの、デメリットもあるため、リミテッドパートナーは、これを禁止する場合もある。あるいは、認める場合も、「つまみ食い」の弊害を防ぐために、ファンドが投資している全ての企業に対してしなければいけないという条項が入れられることが多い。また、パートナーシップの投資と同じタイプの証券に投資することが求められる。

AssetAlternatives, Inc.のサーベイによると、ベンチャーで70%、バイアウトで60%のファンドがジェネラル・パートナーにコインベストメントのオプションが与えられている。ただし、ベンチャーで45%、バイアウトで66%のケースにおいて、コインベストするならばファンドの全てのディールに対して行わなければならないとされている。

2) 手数料の適切性

プライベート・エクイティ投資における基本的なフィーは、マネジメント・フィー、キャリド・インタレスト、その他に分かれる。

(1) マネジメント・フィー

マネジメント・フィーは、通常、リミテッド・パートナーがファンドにコミットした金額に対して、一定比率徴収されるもので、基本的な運営経費をまかなうためのものである。四半期、半期、年払いなど払い方はファンドによって違うが、一般に期初に支払われる。

マネジメント・フィーの水準は従来2%~3%程度が一般的であったが、近年1.5%~2.5%程度のレンジに低下している。AssetAlternatives, Inc.のサーベイでは、ベンチャー・ファンドの場合、調査対象となった57ファンドのうち、51%のファンドが2.1%~2.5%、34%のファンドが2%のマネジメント・フィーとなっており、2.6%以上というのはわずかである。バイアウト・ファンドの場合は、同じく65ファンドのうち49%のファンドが2%、35%のファンドが1.5%~1.9%となっている。

マネジメント・フィーが低下傾向にあるのは、ファンドの規模及び本数が拡大する結果、絶対金額でみたジェネラル・パートナーにとってのマネジメント・フィー収入が増大したことを反映している。ファンドの規模や本数が増大したからといって、比例的に労力や運営コストが増大するわけではない。むしろ、こうしたフィー収入が潤沢になることにより、ジェネラル・パートナーが、キャピタル・ゲイン増大の努力を怠るような事態を、リミテッド・パートナーは懸念するのである。

労力という点では、実際に新規投資先の発掘と立ち上げにジェネラル・パートナーが注力するインベストメント・ピリオド(後述)における労力と、資金回収期に入る後半における労力は、前者の方が一般に大きい。そこで、当初のマネジメント・フィーが高く、その後低下するというステップ・ダウンのスケジュールが導入される場合もある。

この他、ファンドによって、マネジメント・フィーのスケジュールは各種のバリエーションがある。例えば、コミットメント金額に対する比率ではなく、実際に企業に投資された金額に対する比率とする場合や、大口の出資者には低いマネジメント・フィーを適用する場合などがある。コミットメント金額ではなく、投資金額にするというのは、実際にお金が運用され始めてから手数料がかかるという点、また、ジェネラル・パートナーに投資先を迅速に見つけようというインセンティブを与えるという点で、一見合理的のようであるが、逆に、マネジメント・フィー収入を計上するために拙速な投資が行われるおそれがあるという批判もある。

ファンドの運営経費をカバーすることが目的ということであれば、每期予算の見積もりを行い、その中で、経費を明示し、これをマネジメント・フィーとして徴収すべきという考え方 (Budgeted Fees) もある。これは先述の William M. Mercer によるレポートでも推奨された考えであるが、AssetAlternatives Inc. のサーベイによると、今日でもほとんど採用されていない。予算をチェックする手間がある一方、結局、2%前後というレベルとそう変わらない水準に落ち着くに過ぎないという指摘もある。

(2) キャリード・インタレスト

フィーとしてもっとも重要なのが、キャリード・インタレストである。典型的には、リターンの 20% をジェネラル・パートナーが受け取り、80% をリミテッド・パートナーが受け取るというもので、石油やガスの採掘利益の分配で行われてきた慣行が受け継がれたと言われる。

ここ数年、プライベート・エクイティ投資に参加する投資家が拡大し、出資希望額も拡大していること、さらに、過去数年のトラックレコードが非常に高かったファンドが多かったことを反映し、ジェネラル・パートナーの取り分が 25% 程度までに上昇する傾向が見られる。

キャリード・インタレストは、従来、ポートフォリオの中の個々の案件におけるリターンごとに、利益配分する形となっていた。これでは、ファンド全体としてのリターンよりも、リターンのあがる個々の案件の運営にのみジェネラル・パートナーの関心が集中し、またファンド全体のリスクをリミテッド・パートナー側がより多く負担する形となるため、今日では、ファンド全体のアグリゲートしたリターンから、キャリード・インタレストが支払われる形となっている。

キャリード・インタレストの支払い時期も重要である。つまり、いつジェネラル・パートナーは値上がり益の分配を受けられるのか、ということである。後述するように、一定の利回り (プリファード・レート) に達するまでは、ジェネラル・パートナーにキャリード・インタレストが払われないというケースもあるが、そうでない場合は、次のような形がとられる。() 内は、AssetAlternatives, Inc が 125 のファンドをサーベイした結果である。

ーリミテッド・パートナーがコミットした金額に相当する金額が、回収された時点。

(全体で 10%、ベンチャー・ファンドは 19%、バイアウトは 3%がこの形式)

ーリミテッド・パートナーが実際に拠出した金額に相当する金額が、回収された時点。

(全体で 31%、ベンチャー・ファンドは 34%、バイアウトは 30%がこの形式)

ーリミテッド・パートナーが実際に拠出した金額の一定部分相当が、回収された時点。

(全体で 58%、ベンチャー・ファンドは 47%、バイアウトは 67%がこの形式)

キャリド・インタレストのベースとなるリターンの計算方法については明確になっている必要がある。マネジメント・フィーなどを除いた後の、ネットベースのリターン(ネット IRR)が利用されるのが一般的である。配当が現物の証券でなされる場合の証券の評価方法などについても事前に規定されている必要がある。

なお、William M. Mercer のレポートでは、キャリド・インタレスト全体のレベルだけではなく、それが、個々のジェネラル・パートナーにどのように配分されているかについても、リミテッド・パートナーにディスクローズされることが望ましいと主張されている。Pension Consulting Alliance, Inc.によるデューデリジェンス・クwestionsでは、この点が盛り込まれている。

(3) その他のフィーについて

その他のフィーとしては、出張、法律、会計、オファリング・メモランダム作成といった経費があるが、この負担のあり方は、パートナーシップ・アグリーメントで規定される。リミテッド・パートナーが負担するのが一般的であるが、一定の上限を定め、それ以上はジェネラル・パートナーの負担とされるケースが多い。

また、最近、募集の段階でプレイスメント・エージェントが利用されることが多い。Asset Alternatives, Inc.のサーベイによると、全体の 33%、ベンチャーの場合 29%、バイアウトの場合 38%のファンドがプレイスメント・エージェントを使っている。これも、ジェネラル・パートナーが本来のファンド運営活動に専念するための工夫である。もっとも、有力ファンドでは、エージェントを使わずとも、投資家の方から申し込みが十分来る状況にある。

募集フィーは、ジェネラル・パートナーが負担するのが一般的である。この場合ジェネラル・パートナーは、マネジメント・フィー収入をこの支払いに充てる。なお、プレイスメント・エージェントにもキャリド・インタレストの一部が提供されるケースもある。

なお、ジェネラル・パートナーが、投資先企業へのコンサルティングや公開などの投資銀行的業務に関与することによりフィー収入を得る場合がある。特に投資銀行出身者の多いバイアウト・ファンドにおいてこうした例が多い。こうしたフィー収入は、90 年代初頭までは全てジェネラル・パートナーが手中にしていたが、リミテッド・パートナーにも分配されるべきという考えが一般化してきた。直接、リミテッド・パートナーに支払われるのではなく、この分、マネジメント・フィーが削減されるという形がとられる。

3) 優れた人材によるファンド運営へのコミットメントの確保

プライベート・エクイティ投資は、高度な専門性を要求される分野であり、ジェネラル・パートナーの資質によって、パフォーマンスも大きく差がでるため、いかに能力のある個人、ないしそのチームが、ファンドの運用にしっかりと携わってくれるかが、最大のカギとなる。

(1) キャリード・インタレストとジェネラル・パートナーによる出資

そこで、能力ある個人がジェネラル・パートナーとしてコミットメントすることを確保するために、いくつかの工夫がなされている。パフォーマンスに応じてリワードされるという、キャリード・インタレストの仕組みは、インセンティブの一つである。

また、ジェネラル・パートナーとして、ファンドに出資することも、リターン向上のインセンティブを担保するものと見なされ、重視するリミテッド・パートナーも多い。Asset Alternatives, Inc.のサーベイでは、出資比率が1%というケースが、ベンチャーで66%、バイアウトで37%、同1.1%~5%というケースが、ベンチャーで29%、バイアウトで47%。バイアウトの場合は、5%超の出資となっているファンドも、13%ある。

(2) 新規ファンド設定の制限

新たなファンドを設定することを制限することも行われる。あるファンドの運用を任せていたチームが、すぐに新しいファンドを設定し、その運用をするような場合、自分が出資したファンドに対するコミットが薄れるおそれがあるためである。三分の二のケースで、ファンドの資金の75%以上が実際に投資されてからではないと、新規のファンドの設立は認められていない。新規のファンドの設定が認められない期間が明示されるケースもある。

(3) キーマン条項と Divorce 条項

より直接的に、人材のコミットを確保するために設けられるのが、キーマン条項である。これは、キーマンとされたジェネラル・パートナーがファンドの運営から離れた場合、追加出資を取りやめたり、場合によってはファンド自体を終了させることができるという取り決めである。ベンチャー・ファンドで6割、バイアウト・ファンドで8割のケースでこうした条項が採用されている。同条項の発動には、アドバイザー・ボード（後述）の三分の二以上の合意が必要とされているケースが多い。

一方、信任義務違反など、ジェネラル・パートナーに問題がある場合は、解任や交代、場合によってはファンドの解散を要求できる Divorce 条項も盛り込まれるのが一般的である。

4) 適切な投資活動

(1) 投資対象に関する規定

ファンドの投資活動に関する規定としては、まず、投資対象に制限が加えられる。特定の会社に一定比率以上投資すること、公開会社に投資すること、以前に設定されたファンドのポートフォリオに組み込まれた企業への投資、他のファンドへの投資などが、規制されていることが多い。海外への投資が制限されている場合もある。

公開会社への投資が制限されるケースが珍しくないが、これは、プライベート・エクイティ投資は、非流動的市場でアルファを追求するオルタナティブ投資として位置づけられているため、投資家は、マーケットリスクまで取ることを忌避するためである。

(2) Investment period

ファンド（リミテッド・パートナーシップ）には満期があるが、ベンチャー企業などに投資し、その果実が得られるのには時間がかかる。従って、ファンドの満期が近づいてから新たな企業に投資を行うことは正当化されない。そこで必ず、新たな投資を行える期間を investment period として、予め限定される形となっている。

AssetAlternatives, Inc.のサーベイによると、5年というケースがベンチャーの場合 38%、バイアウトの場合 51%、6年というケースがベンチャーの場合 21%、バイアウトの場合 35% となっている。

(3) 再投資の禁止

通常、プライベート・エクイティ投資は、非流動的な資産に長期に投資してようやく現金化されるという性格が強いため、出資者としては、現金化された場合、その都度確実に受け取るというのが基本原則である。しかし、極めて早期にエグジットが生じた場合など、再投資が正当化される場合もある。ベンチャーで 84%、バイアウトで 62%のケースで再投資が認められている。

なお、一般に再投資できるのは、元本部分の範囲であり、キャピタルゲイン部分などは全て分配されなければならない。

(4) ファンドの満期と延長

ファンドの満期は一般に 10 年であるが、バイアウトの場合 2 回まで、ベンチャーの場合、3 回まで、1 年ずつ延長可能というケースが多い。延長は、アドバイザー・ボードによる承認か、リミテッド・パートナーによる直接投票を経て認められる。

5) リターンをより確実に受け取るための留意点

プライベート・エクイティ投資は、パブリック・エクイティ投資に比べてリスクも高いため、少しでもリターンの可能性を高めようという工夫がなされている。先述したように、

出資が投資機会に関わらず定期的に一定額行われていた状況から、必要な時に必要な額をイクダウンされるようになったことも、こうしたリターン向上のための工夫であったが、他に、下記のような点が注目される。

(1) プリファード・リターン

一定の投資リターン（プリファード・リターン。ハードル・レートともいう）に達するまでは、キャリド・インタレストをジェネラル・パートナーに配分しないという合意がなされることがある。水準は5%~19%と様々である。Tビル・レートに対するスプレッドという形で決められている場合もある。

プリファード・リターンの導入率は、ベンチャー・キャピタルでは19%程度であるが、バイアウトでは89%のケースで入っているとされる。こうした規定を導入すると、特定のレートの達成にジェネラル・パートナーが注力するようになり、過度なリスクをとったり、逆にこのレートを達成した後は、さらなるリターンを追求する意欲が薄れるといった問題の可能性が指摘されている。ベンチャー・キャピタルは、特に不確実性が高いため、バイアウトに比べてプリファード・リターンの導入を要求する投資家は少ないわけである。

プリファード・リターンの水準としては、6割のケースで8%に設定され、次いで9%、10%といった設定が多い。25%という極端なケースもある。

プリファード・リターンが採用されている場合、これに達するまでは、ジェネラル・パートナーにはキャリド・インタレストが支払われないのが原則であるが、投資家にすでに相当程度の支払いが進んでいる、また投資家に配分はされていないが、ネット・アセット・バリュー・テストを行うと未実現益が十分生じているといったケースなど、キャリド・インタレストが支払われる形になっているケースもある。もちろん、この場合、後になってパフォーマンスが悪化し、不利益を被る可能性があるが、後述するクローバック条項があるため、リミテッド・パートナーは、ジェネラル・パートナーが過剰に得た利益を取り返すことができる。

いったんプリファード・リターンに達すると、これまでの投資リターン分も含めて、合意されたキャリド・インタレスト配分になるようにジェネラル・パートナーに収益が提供される。プリファード・リターンが導入されている場合、9割のケースでこの点が明確にされている。この場合、キャリド・インタレスト配分のジェネラル・パートナーの取り分に達するまでの間、プリファード・リターン達成後の収益が、100%ジェネラル・パートナーに行く場合が半数、収益の80%というケースが全体の3割程度のファンドで見られる。この比率をキャッチアップ・レートという。

(2) ディストリビューション・ポリシー

投資先企業のIPOや売却などの場合、証券や証券の売却代金をどう分配するか、分配は、すぐに行われるのか、あるいは一定の日数をおいてからか、といった点は、ディストリビ

ューション・ポリシーとして定められる。キャリド・インタレストの所で述べたように、ジェネラル・パートナーに利益が分配される前に、予め定められた金額がリミテッド・パートナーに分配されていなければならない。

証券で分配がなされる場合は、税制上の扱いの違いなどもあり、投資家によって証券でもらいたい現金でもらいたいかは異なるため、予め合意しておく必要がある。証券の場合、売却に制限のある証券による分配は認められないと、明示される場合もある。また、証券のバリュエーションの方法を、明確にしておくことも不可欠である。このバリュエーションを元に、ファンドのリターンが最終的に確定するが、分配の発表がなされると、換金売りの発生を見越して、株価が低下する傾向があるため、William M. Mercer のレポートでは、分配の発表時点からの一定期間の株価を平均したものを利用することが望ましいとされている。

(3) クローバック条項

前記のように、プリファード・リターンが規定されていても、ネット・アセット・バリュエーション・テストにより、キャリド・インタレストが前倒しで支払われたり、あるいは、手数料等の扱い、証券の価格評価などにより、ファンドが終了する時点で総括した時に、ジェネラル・パートナーが当初の合意以上に分配を受けていることが判明する場合がある。この時に、ジェネラル・パートナーが超過分をリミテッド・パートナーに返還する義務があることを規定するのが、クローバック条項である。この条項は、ほぼ必ず入る形となっている。

問題は、ファンドの期間は長期にわたるため、分配を受けたジェネラル・パートナーが離職していることもあり、実際に超過分を取り戻すことができるかどうか不確定であることである。そこで、エスクロー勘定にキャリド・インタレストの一部を保管するというケースもあるが、この管理の手間もあり、敬遠される傾向にあるようである。

(4) 金利収入等

短期金利収入、企業に対するブリッジ・ローンの金利収入などについても配分方法が予め規定される。

(5) Winding down 条項

満期におけるファンドの資産やエスクロー上の資産の処理の方法、すなわち配分方法や処分期間などを定める。

(6) 運用状況の確認

投資家に対する運用状況の情報開示としては、年 1 回の投資報告書の配布と投資報告会の開催がある。大手のファンド会社では、より頻繁なレポートを行っているケース

も多い。

Pension Consulting Alliance, Inc.のとりまとめたデューデリジェンス・クエストリクエストでは、投資プロフィールと投資パフォーマンスを開示する上での標準フォーマットが提示されている。また、リミテッド・パートナーシップに提供される報告書の見本を、投資を検討している投資家に提供することを求めている。

投資プロフィールは、ファンドの投資先の企業の概要、財務状況、投資の背景、投資証券の内訳、当該会社に対するジェネラル・パートナーの役割分担、パフォーマンスについてのコメント等をまとめたものである。

投資パフォーマンス開示のためのフォーマットは、ネット IRR を導くために必要な諸変数も含め、開示するものである。ファンドを構成する個別投資対象ごとのリターンとファンド全体のリターンの内訳が、キャッシュフローやフィーの細目も含めて開示される。

6) アドバイザリー・ボードの存在

アドバイザリー・ボードは、ジェネラル・パートナーのファンド運営に関し、利益相反のおそれがある事項についての判断をしたり、期間延長の決定等を行う。会計会社の選択やリミテッド・パートナーのデフォルト時の対応を決めることもある。

構成メンバーは、一般に3~9人であり、ジェネラル・パートナーが指名する。通常、大口の出資者であるリミテッド・パートナーが構成メンバーとなるが、外部の専門家が構成メンバーとなることもある。

4. プライベート・エクイティ投資の本質とその変質—わが国への示唆

1) プライベート・エクイティ投資の専門性とディシプリン

上記でみたように、ファンドの運営主体であるジェネラル・パートナーとリミテッド・パートナーの間では、細部にわたり、適切な運営がなされるような仕組みが考案されてきた。そして、リミテッド・パートナーがジェネラル・パートナーを選別する場合においては、こうした留意事項が、デューデリジェンスの際に当然盛り込まれることになる。そして、96年における William M. Mercer のレポート、99年における Pension Consulting Alliances, Inc.のレポートや AssetAlternatives, Inc.のサーベイもあり、こうした慣行が一部の先進的な機関投資家における内部ノウハウではなく、業界のスタンダードとして確立していく方向にある。

こうした仕組みの背景にある基本原理は、インセンティブとガバナンスという二つのポイントに集約されよう。プライベート・エクイティ投資は、利用可能な公開情報も少なく、

高度の専門性を要するので、専門家を確保し、かつ彼らに投資活動を真剣に行うようなインセンティブ環境を形成する必要がある。同時に、リスクの高い投資を外部に委託する上で、しっかりしたガバナンスが発揮されるようにするという点が重要である。

このように専門的な投資活動を、ディシプリンをもって遂行するための工夫が、パートナーシップの Terms and Conditions に集約されているわけである。

この専門性とディシプリンの重視という姿勢は、ジェネラル・パートナーとリミテッド・パートナーの間だけではなく、米国のプライベート・エクイティ投資の全体構造に貫かれているように思われる²。

そもそも、機関投資家が通常の証券市場と異なる投資機会に、直接投資していくのではなく、ベンチャー・キャピタルやバイアウト・ファンドという専門家集団を通じて投資するという姿が基本となっていることがその端的な現れである。

プライベート・エクイティ・ファンド自体、投資案件のデューデリジェンスを綿密に行った上で投資をしている。大手のファンド会社の場合、ベンチャー企業等より、毎年数千件のプロポーザルが寄せられる中から、何段階もの精査プロセスを経て、最終的に 20 件程度の案件が絞り込まれる。そして、出資する場合は、意味のあるシェアを握る株主となり、経営に対して各種の発言権を確保し、経営チームの交代や財務上の意思決定にも深く関与しながら、企業価値の増大にコミットするわけである。もちろん、経営チームには、ストック・オプションが付与されるなど、ガバナンスだけではなく、インセンティブへの配慮も忘れない。

こうした機能を発揮するファンド会社に対して、投資家が本稿で紹介したようなデューデリジェンスを行い、また望ましいパートナーシップ・アグリーメントを結ぶわけである。もっとも、そのためには、投資家サイドに一定の経験、ノウハウが必要である。そこで、ゲート・キーパーやコンサルタントと呼ばれるもう一つの専門家集団も、プライベート・エクイティ投資においては、重要な役割を果たしている。彼らは、投資家の意向を受け、その要件に適したデューデリジェンスを行い、また Terms and Conditions の細部をネゴシエイトして書き込むのである。

機関投資家としては、受託者責任を全うする上でも、このようにきめ細かく専門家を活用し、ディシプリンのある形でベンチャーやバイアウトといったオルタナティブ投資の提供するリターンに参加する姿勢をとっているわけである。

2) インターネット・ブーム下の米国プライベート・エクイティ市場

もっともファンド会社、ゲートキーパー、機関投資家というそれぞれのレベルで綿密なデュー・デリジェンスが行われながら、長期的視野に立ったリスクマネーがベンチャー企業やバイアウト案件に流れ、ベンチャー企業の発展や企業、産業のリストラクチャリン

² 淵田康之「拡大する米国のプライベート・エクイティ市場」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

グに寄与していくという米国プライベート・エクイティ市場の基本構造は、目下の所、重要な変質を受けているようである。

背景は、オルタナティブ投資への関心が高まり、金あまり状態とも言われるプライベート・エクイティ市場において、インターネット・ブームに火がついていることである。99年1~6月期のアメリカのベンチャー・キャピタル投資は、その半分以上がネット関連ベンチャーに投資されたという観測がなされている。

インターネット分野の変化があまりに速いため、投資判断に悠長に時間をかけていられないという状況が生じている。また、他企業からの買収や、ナスダックへの上場など、エグジットの機会にも急テンポで恵まれるようになってきている。そして、急速なエグジットが生じるため、すぐに新しいファンドの設立に向かうというのが、この分野の最近の傾向である。

大きな経済構造変化、技術革新を受けた動きとして、こうした変化に柔軟に対応し、投資機会をものにする必要性は高まっているものの、必ずしも時間のかけたデュー・ディリジェンスや、時間をかけた企業育成努力を伴わないまま、投資活動が行われる傾向が指摘されている。そして、未熟な企業、未熟なジェネラル・パートナーにお金が集まり、投資案件の価格がつけられ、有能なジェネラル・パートナーにおいても高いリターンへの創出が困難になりつつあると懸念されている³。

3) わが国への示唆

昨今、潤沢な資金を蓄えた米国プライベート・エクイティ・ファンドが、日本市場における投資機会に大きな関心を寄せるようになってきている。日系のプライベート・エクイティ会社の新規設立や、既存のベンチャー・キャピタル会社が欧米流のプライベート・エクイティ投資を本格化させる動きがある⁴。

一方、規制緩和と運用難を背景に、年金基金を含めた日本の機関投資家のオルタナティブ投資への関心が高まっており、プライベート・エクイティ投資への取り組みも本格化に向かう兆しがある。

折しも、わが国においてもインターネット・ブームが本格化しつつある。マザーズがスタートし、ナスダック・ジャパンの設立も発表されるなど、ベンチャー企業のIPOの迅速化も現実のものとなってきた。

今、わが国の関係者は二つのことに注意しなければならない。一つは、ベンチャー企業というものは、まずそのリスク故に、パブリックなマーケットではなく、プライベートなマーケットで育成されるのが本来の姿であるということである。資金のみならず、経営な

³ マイケル・J・コーバー『プライベート・エクイティ 価値創造の投資手法』東洋経済新報社、1999年参照。

⁴ 淵田康之「我が国におけるプライベート・エクイティ市場発展への課題」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

どのノウハウをつぎ込み、このベンチャー企業の育成を担っている専門家集団がベンチャー・キャピタルである。ベンチャー・キャピタルの関与を受けた企業とそうでない企業で、新規公開後のパフォーマンスを比べると、ベンチャー・キャピタルの関与を受けた企業の方が優れていることが学術的にも確認されている。

わが国は、パブリックなエクイティ・マーケットの敷居を下げることは実現したが、同時に、パブリックな市場に登場するには未熟すぎる企業を、きちんとケアするプライベート・エクイティ市場の整備も伴う必要がある。

プライベート・エクイティ市場の主役は、プライベート・エクイティ・ファンドであり、一部で話題となっている未公開株の流通市場ではない。リスクがあり、流動性が低いのが未公開企業投資の本来の姿であるからこそ、長期のファンド形態で、専門家が関与して、パブリック・エクイティになるまで育てあげる必要があるのである。

わが国の機関投資家も、リスクの高いベンチャー企業投資を行う上では、よほどの経験があり、受託者責任上も支障が無いという自信が無い限り、直接投資ではなく、こうした専門家を通じた投資を、基本とすべきであろう。

こうしたスタンスを堅持することにより、逆に、わが国においても、プライベート・エクイティ・ファンドの本来の専門性が育まれることが期待されよう。

これと関連して、もう一つ注意すべきことは、昨今のインターネット・ブームの下で変質した米国のプライベート・エクイティの表面的な風潮のみが、やはりインターネット・ブームに沸く日本に移植されてしまうおそれがあるということである。

米国のインターネット・ブームは、株価面では既に行き過ぎかもしれず、修正が生じる可能性がある。またインターネットは確かに歴史的投資機会であるとしても、プライベート・エクイティの投資機会はインターネット関連に限らない。その意味で、米国は、企業年金、公的年金による、過去 20 年以上のプライベート・エクイティ投資の歴史の中で、これまで指摘したような専門性とディシプリンのある投資体制が確立してきたのであり、仮に、ブームに修正が生じたとしても、正常に回帰するのも速いであろう。

これに対し、日本の多くの機関投資家は、本来のプライベート・エクイティ投資のノウハウを積まないまま、ブーム的な状況に対峙することになる。こうした時だからこそ、日本の事情を加味しつつも、米国で培われてきたプライベート・エクイティ投資の本来の姿を咀嚼し、専門性を尊重した、かつ高いディシプリンに貫かれたプライベート・エクイティ投資の体制を構築していくことが必要と言えよう。

(淵田 康之)