

### 拡大する欧州のプライベート・エクイティ投資と米国の動向

プライベート・エクイティ・ファンドによるベンチャー投資やバイアウト（企業買収）投資は、米国においては1999～2000年にブームの様相を呈したあと、大幅な調整を余儀なくされている。一方、欧州においては、エクイティ総額10億ユーロを上回る大型のファンドが複数組成されるなど、むしろゼネラルマネージャー（投資会社）、機関投資家の積極姿勢が注目されるようになってきている。本稿では、外見的に状態がわかりにくいプライベート・エクイティ投資市場について、資金の循環という観点から最近の米国における状況を把握するとともに、急速に成長し米国と並ぶ市場を形成しはじめた欧州プライベート・エクイティ市場について概観してみたい。

#### 1. 米国におけるプライベート・エクイティ投資資金の消化不良現象

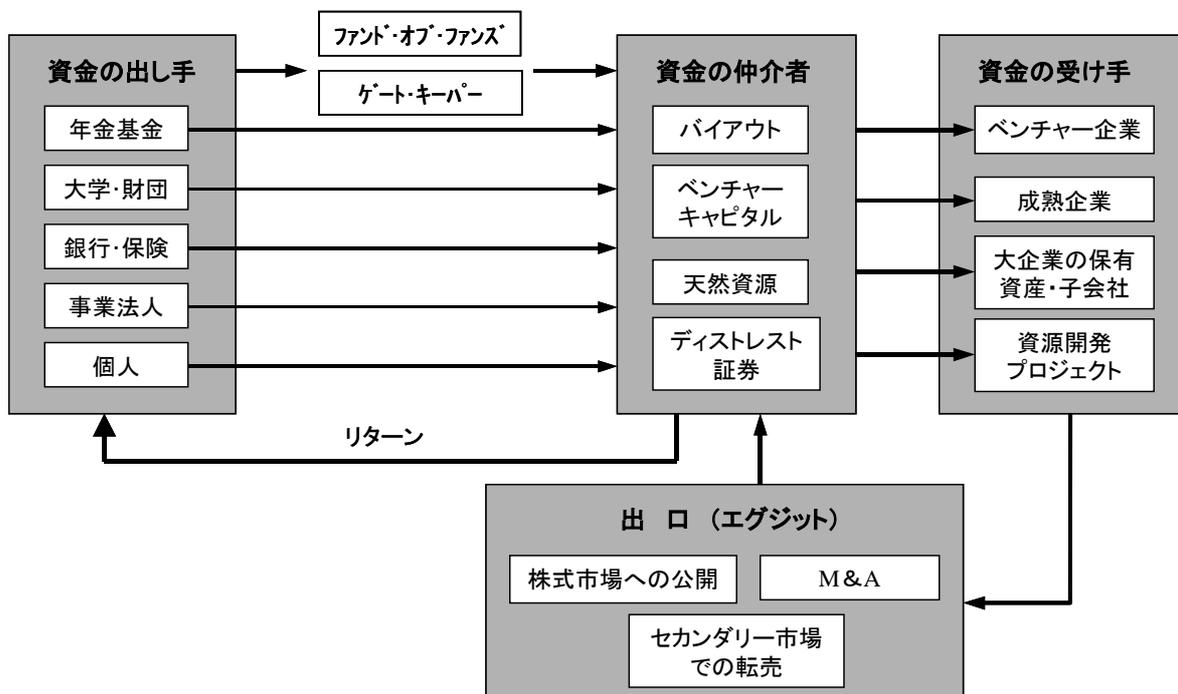
##### 1) プライベート・エクイティ市場における資金の循環と米国市場

まず、プライベート・エクイティ投資市場における資金の流れを確認しておきたい。

プライベート・エクイティ・ファンドの資金は、概念的には図1のように循環していると想定される。個別のファンドにおいては、当初3～4年以内に案件発掘、その後投資先の価値向上に何らかのコミットメントを経て、出口戦略を実行しリターンの「刈り取り」を行う、というライフサイクルを描くことになる。プライベート・エクイティ投資においては、投資回収＝「出口（エグジット）」の時を除いて公開証券市場との接点がありません、ファンドの投資期間も10～13年という長期に設定されるため、短期的な株式市場等とは異なる動きを示すことに留意しなければならない。

1999～2000年の米国でみられたように、プライベート・エクイティ・ファンドに短期間に大量の資金が集まった後にM&A市場や株式公開市場の急収縮が起こると、現実的な投資回収手段を想定して案件を開拓することが難しくなり、また出口戦略自体の実行も容易ではなくなる。また、本来一件当りの投資額が小さいベンチャーキャピタルが巨額の資金を調達してしまうと、集めた投資資金に見合う投資先を開拓できなかつたり、甘い審査に基づいて投資をしてしまうことが考えられる。

図1 プライベート・エクイティ投資市場の資金循環構造

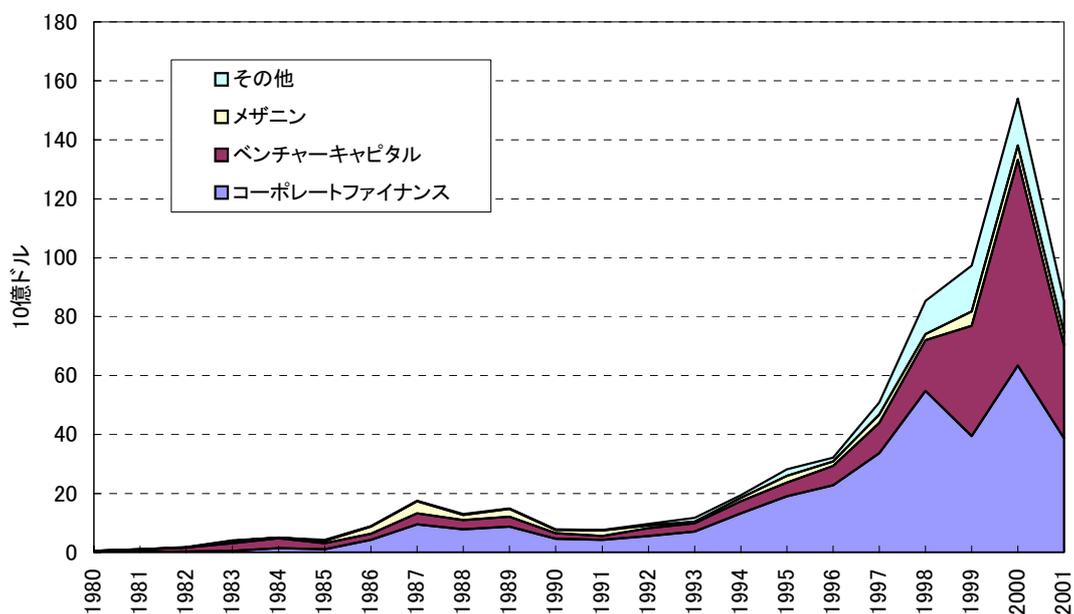


(出所) 通産省産業政策局「プライベートエクイティファイナンスの意義とその普及に向けての課題」  
(2000年12月)に野村総合研究所が一部加筆修正

2000年の米国においては、春頃からナスダック株価指数が急落し、ITバブルの崩壊が指摘されていたにもかかわらず、史上最高額の資金（約1,539億ドル：Private Equity Analyst誌集計）が調達された。目立つのはベンチャーキャピタルの調達額（約697億ドル）の莫大さで、1985年以降ではじめて、バイアウト・ファンドの調達額（634億ドル）を上回った（図2参照）。

2001年に入って、資金調達額はおおむね対前年比50～60%減くらいのペースで推移し、急速な調整が起きたが、まだ投資先にコミットされずに滞留している資金もある。ベンチャー投資の分野に限っていえば、ベンチャーエコノミクス社の集計による1999年第1四半期～2001年第3四半期までのベンチャーキャピタル累計調達額は、同時期の累積投資額を55億ドル強上回っている状況で、この超過分を投資するにはまだ3～4四半期は要することが予想されよう（表1参照）。

図2 米国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの調達額推移



(注) 1：コーポレート・ファイナンス・ファンドの主体はドバイアウト（LBO）ファンド。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。

2：2001年のデータは11月末頃までの集計

(出所) プライベート・エクイティ・アナリスト誌より野村総合研究所作成

表1 米国ベンチャーキャピタルの調達額・投資額（四半期ベース）

	調達額(a) (百万ドル)	総投資額(b) (百万ドル)	調達超過(a-b) (百万ドル)	<累積>
1999/Q1	9,579	7,217	2,362	2,362
1999/Q2	9,367	12,435	-3,068	-706
1999/Q3	11,762	13,966	-2,204	-2,910
1999/Q4	29,514	23,293	6,221	3,311
2000/Q1	22,412	26,864	-4,453	-1,141
2000/Q2	31,084	27,426	3,658	2,516
2000/Q3	27,358	28,470	-1,113	1,404
2000/Q4	25,464	21,294	4,170	5,574
2001/Q1	15,107	12,170	2,937	8,511
2001/Q2	9,748	11,134	-1,386	7,126
2001/Q3	6,170	7,716	-1,546	5,579

\*2001年第3四半期は速報ベース

(出所) Venture Economicsより野村総合研究所作成

## 2) 顕在化する損失の影響

以上のように、米国のプライベート・エクイティ・ファンドに集まった資金は、一種の消化不良を起こしている可能性が考えられる。その影響は、リターンの低下という形で顕在化し調整されていくはずだが、前述のプライベート・エクイティ投資資金の特質から、客観的にリアルタイムの状況を把握することは難しい。現在までに破綻や会計上の損失計上が表面化した中で、代表的な例は下記のようなものである。

### (1) リーガル・シネマズの破綻

1998年1月にヒックス・ミュージズ・テイト・アンド・ファースト（以下ヒックス・ミュージズ）とコールバーグ・クラビス・ロバーツ（以下KKR）<sup>1</sup>は、共同でリーガル・シネマズ（ナスダック上場会社）を買収することを発表した（買収価額約15億ドル）。初の共同投資を行ったヒックス・ミュージズとKKRの狙いは、リーガルをヒックス・ミュージズがユニテッド・アーティスツ・シアター・グループ（1997年11月に買収合意）、およびアクトⅢシネマズ（KKRが1997年12月に買収）と合併させ、700館・5,300スクリーンを超える世界最大の映画館チェーンをつくらうとしたことにある。上記3社への合計投資額は約30億ドルを超え、ヒックス・ミュージズ、KKRはそれぞれエクイティを約6億ドルずつ投資したとされている。しかし、映画館需要が頭打ちに転じていたにも関わらず拡張をつづけていたことがたたって、リーガル・シネマズは2000年末に社債のデフォルトを起こしたのち、2001年9月には倒産（チャプターイレブン手続）を申請した。再建計画においてはヒックス・ミュージズ、KKRへの弁済はほとんどなされなかったと考えられる<sup>2</sup>。

この他、1978年に設立された老舗のプライベート・エクイティ・ファンドであるフォーストマン・リトルは、経営不振に陥った通信業者2社（XO Communications, Inc.とMcLeodUSA Inc.）への投資残高26億ドルを抱えていることが明らかとなっており、今後、相当の損失が生じるのではないかと推測されている（McLeod社はチャプターイレブン申請）。

### (2) JPモルガン・パートナーズ

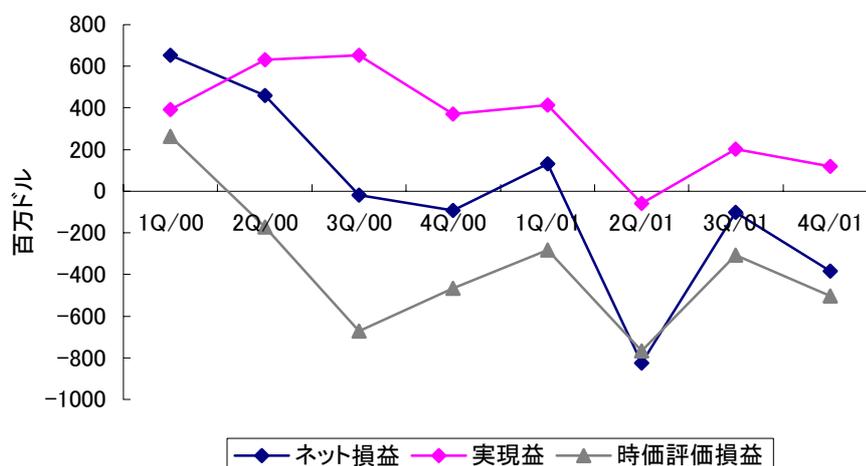
JPモルガン・パートナーズ（旧チェース・キャピタル・パートナーズ）の損失も注目を集めている。同社の場合、大規模な金融機関の自己勘定投資部門であり資金が豊富だった

<sup>1</sup> ヒックス・ミュージズは1989年創立で、メディア・プロスポーツ産業などへの投資が多い。またKKRは1976年設立、1988年のRJRナビスコの買収等で名をはせたバイアウトファンドである。2001年末時点でのファンド総資本は、ヒックス・ミュージズ146億ドル、KKR240億ドルとされ（アセットオルタナティブ社による）、米国でも最大級のプライベート・エクイティ投資会社に数えられる。

<sup>2</sup> 投資家のフィリップ・アンシュルツ氏と投資ファンドのオークツリー・キャピタル・マネジメントは、経営危機に陥ったリーガル・シネマズの債権を購入し、再建計画において転換された株式を取得した。2002年1月末には、リーガルは再建計画の終了を宣言し、アンシュルツ氏がすでに傘下におさめていたユニテッド・アーティスツ（2000年9月にヒックス・ミュージズから）とエドワード・シアターズと合併し、リーガル・エンタテインメントとして、普通株のNYSEへの上場を申請している（2002年3月11日）。

こと、プライベート・エクイティ投資会社としては後発だったことから、1997～99年のブームに乗ろうと情報通信・メディア産業に対して積極的な投資を行った。2000年後半以降は、株価急落のため、四半期ごとに評価損を計上している状況であり、連結ベースの収益まで圧迫する状況となっている。2001年には評価減だけで13億ドルを計上している。個別の案件の中で代表的な例はStarmedia Networkに対する投資（持分の23%）で、7億5270万ドルが、およそ100万ドルに再評価されている<sup>3</sup>。また、公開後まだ間がなく売却できない株式でも、損失を被っている。例えば、2001年末時点で1600万株を保有する通信会社Triton PCS Holdings（1999年10月にIPO）は、2002年に入って株価が50%以上も下落している<sup>4</sup>。2002年度第1四半期も、引き続きプライベート・エクイティ関連で1.5～2億ドルの損失を計上すると見込まれており、エンロンやKマートなど経営破綻企業への融資の焦げ付き以上の悪影響をもたらす可能性があるという指摘されている。

図3 JPモルガン・チェース：プライベート・エクイティ部門の損益推移



(出所) 会社資料等を基に野村セキュリティーズインターナショナル作成

米国では、景気悪化や株価の下落傾向から、伝統的な産業に属する成熟企業のバイアウトや経営不振企業の買収・再建（ターンアラウンド）を目指すファンドには、むしろ良い投資機会が提供されつつある、という見方もある。しかし、ベンチャー投資に関してはファンド募集が延期されたり、既存ファンドでも投資家の圧力を受けて資金返還や手数料の引き下げを行うところが増えてきており、今後も相当の調整が必要になると考えられる。

<sup>3</sup> ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2001年12月28日。

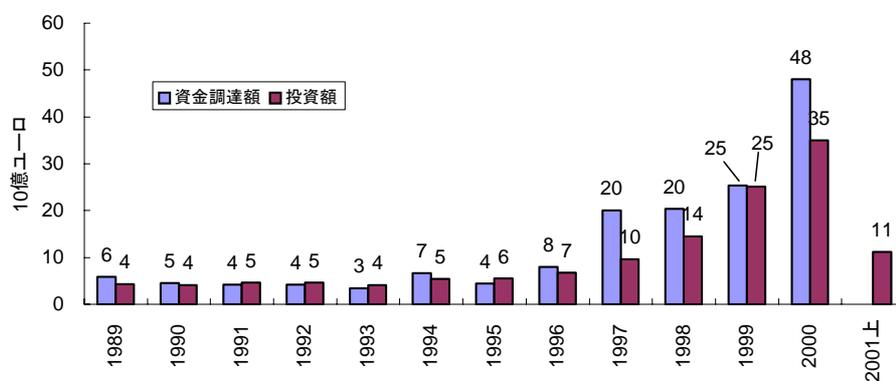
<sup>4</sup> アメリカンバンカー紙 2002年3月11日。Triton社の株価は01年末29.35ドルから、2月末には8.96ドルまで低下、3月には11～12ドル台と推移している。

## 2. 欧州におけるプライベート・エクイティ投資の概観

欧州プライベート・エクイティ・ベンチャーキャピタル協会（EVCA）の調査によれば、欧州における1980年代初頭から2000年までの累積プライベート・エクイティ投資額は、1,250億ユーロ（約14兆円）に達する。投資額は1997年以降に急激に増加し、特に2000年には、一年間だけで約350億ユーロ、投資案件数は10,440社に達した。2001年上半期における投資額は11,125百万ユーロ、投資案件数は4,006社で、2000年上期（投資額13,470百万ユーロ、案件数が4,630社）から20%弱の減少ペースで推移している。

一方、欧州で組成されたプライベート・エクイティ・ファンドの調達額は、1997年以降、投資額を上回る伸びで拡大し、2000年には一年で約480億ユーロを集めた（2001年の資金調達額、2001年下半期の投資額は2002年3月現在未公表）。ただし、伝統的に欧州におけるプライベート・エクイティ投資資金の多くは米国を源泉としている、といわれており、欧州域内の投資家はまだプライベート・エクイティ投資にそれほど積極的ではない<sup>5</sup>。投資家に占める年金基金の比率が米国と比べ低めになっているのも、欧州の特徴といえる。

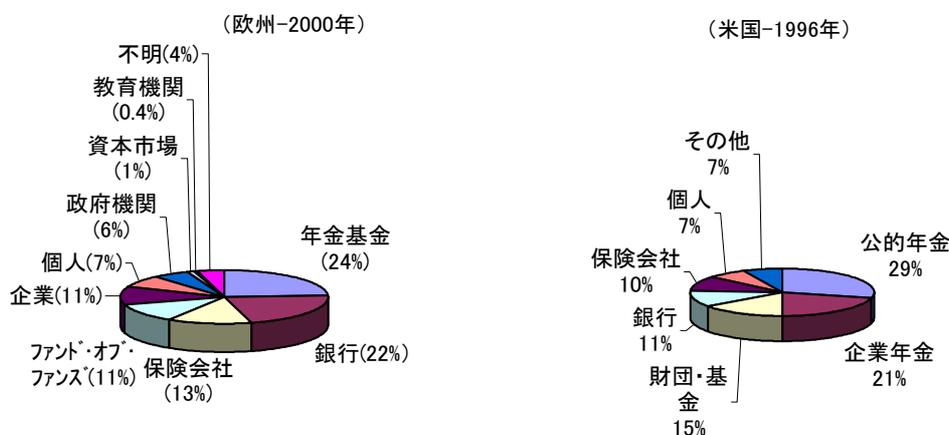
図4 欧州のプライベート・エクイティ投資市場：調達額・投資額の推移



(出所) European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)

<sup>5</sup> ユーロマネー誌2001年7月号「After the fall」など参照。後述するマイナーズ報告書でも、1999年に英国ベンチャーキャピタル協会（BVCA）会員が調達した資金の70%が英国外の投資家から供給されたものであると指摘している。

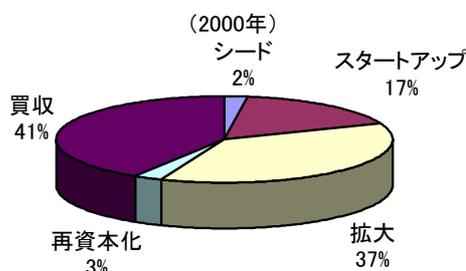
図5 プライベート・エクイティ市場の投資家構成



(出所) European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), Asset Alternatives

ファンドの投資対象については、伝統的にバイアウト投資が最大のカテゴリーであり、ベンチャー投資が最近増えているものの、内容はレイターステージのベンチャー企業に対する拡張資金の供給が主で、シードキャピタルのように創業時の企業に投資するファンドはあまり多くないことが特徴である。

図6 欧州プライベート・エクイティ・ファンドの投資対象



(出所) European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)

投資先の所在地では、英国の比率が高い。英国が欧州プライベート・エクイティで主要な市場となった理由には、独自の背景から MBO が盛んになったこと、規制緩和・民営化が大陸より先行して進んだこと、米国企業に近い経営スタイルをとる企業が多いことなどが考えられるが、最近では、大陸の各国におけるプライベート・エクイティ投資の活発化も注目されている。その背景には、EU の通貨統合、企業再編や M&A の活発化、ヌーボ・マルシェ（フランス、1996 年設立）やノイア・マルクト（ドイツ、1997 年設立）などベンチャー株式市場の創設、米国系投資銀行の積極展開などがあげられよう。

表 2 欧州におけるプライベート・エクイティ投資額（国別・四半期）

投資先所在国	2001/1Q 案件数	2001/1Q(千ドル) 投資額合計(開示分)	シェア (%)	2000/4Q 案件数	2000/4Q(千ドル) 投資額合計(開示分)	シェア (%)
英国	121	1,095,711	46	190	2,387,973	40
フランス	72	475,370	20	52	1,292,088	22
イタリア	1	325,395	14	14	994,507	17
ドイツ	22	158,783	7	57	513,017	9
オランダ	15	109,784	5	20	148,693	3
デンマーク	3	63,902	3	7	72,245	1
スウェーデン	14	57,768	2	31	230,815	4
スペイン	5	31,535	1	6	39,765	1
フィンランド	10	31,542	1	18	156,687	3
スイス	7	30,718	1	9	77,479	1
ノルウェー	-	-	-	2	19,500	0
計	270	2,380,508	100	406	5,905,769	100

(出所) Venture Economics

案件発生の要因・源泉は、バイアウトに関しては①公開企業の非公開化(Public-to-private、Going Private と呼ばれる<sup>6</sup>)、②民営化、③大企業の再編によるノンコア事業・子会社の整理があげられる。欧州における大型バイアウト案件への投資で実績のある野村インターナショナル(野村ホールディングスの英国現地法人)の過去6年間の実績をみても、③と②による案件が多くなっている。民営化については、世界的にみても欧州の案件が多く、プライベート・エクイティ投資の大きな源泉となっているが、英国における民営化は1997年で一服し、その後は大陸諸国での案件となっている。

投資の出口としては、トレード・セール(事業目的の投資家への売却)と、フローテーション(Floatation)と呼ばれる再上場が一般的だが、セカンダリー・バイアウト(投資ファンド・金融目的の投資家への売却)も増えているとされる。欧州のプライベート・エクイティ投資市場を調査しているイニシアチブ・ヨーロッパによれば、1997年には49件、2000年には57件のセカンダリー・バイアウト案件があったとされる。また、英国のバイアウト案件については、ノッティンガム大学により、出口の種類別案件数の調査が行われている。この調査によれば、伝統的に20%弱の案件は倒産・清算(Receivership)に至っており、2001年は倒産・清算に至った案件の比率が高くなっている。

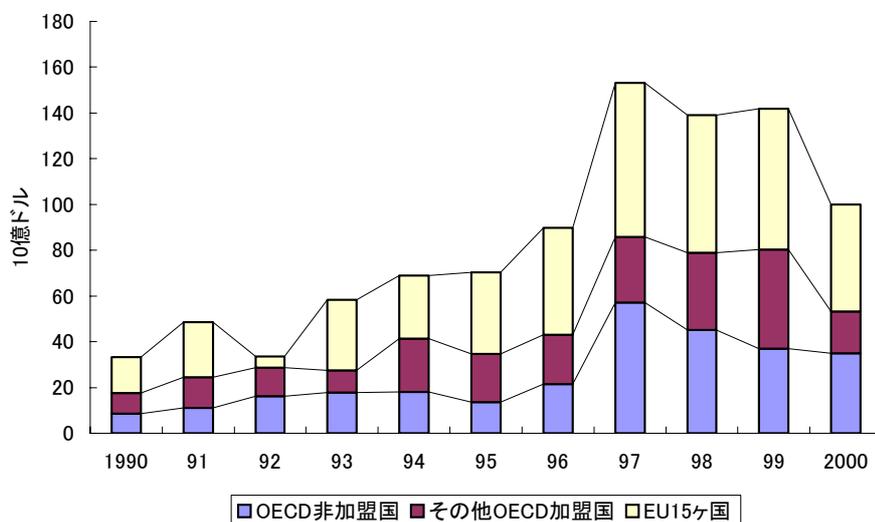
<sup>6</sup> 公開企業の非公開化の意義や方法について、岩谷賢伸「『戦略的非公開化』という選択肢」『資本市場クォーターリー』2002年春号を参照。

表3 野村インターナショナル（プリンシパルファイナンスグループ）の投資案件

案件名	セクター	案件ソース	投資時期	案件規模 (百万ポンド)
フェニックス・イン	パブ	ノンコア資産の売却	1995年8月	249
エンジェル・トレイン	鉄道車両リース	民営化	1996年1月	690
AT&Tキャピタル	機器リース	ノンコア資産の売却	1996年6月	1,421
アニントン・ホームズ	住宅	民営化	1996年9月	1,713
アントレプレナー	パブ	ノンコア資産の売却	1997年9月	1,276
ウィリアム・ヒル	スポーツ・ジム	ノンコア資産の売却	1997年10月	736
ゾーン	家電レンタル	非公開化	1998年7月	1,069
イン・パートナーシップ	パブ	ノンコア資産の売却	1999年1月	385
ユニーク	パブ	ノンコア資産の売却	1999年3月	906
ハイダー	水道・電力会社	非公開化	2000年4月	66
ファースト・クエンチ	アルコール小売	ノンコア資産の売却	2000年10月	238
メリディアン	ホテル	ノンコア資産の売却	2000年12月	2,323
ドイチェ・アニントン	住宅	民営化	2000年12月	1,361
ハイダー・ビジネス・サービス	事務作業アウトソーシング	ノンコア資産の売却	2000年12月	100
ボイジャー	パブ	ノンコア資産の売却	2001年2月	656
小計		ノンコア資産の売却	8,290	62.9%
		民営化	3,764	28.5%
		非公開化	1,135	8.6%

(出所) 野村インターナショナル<sup>7</sup>

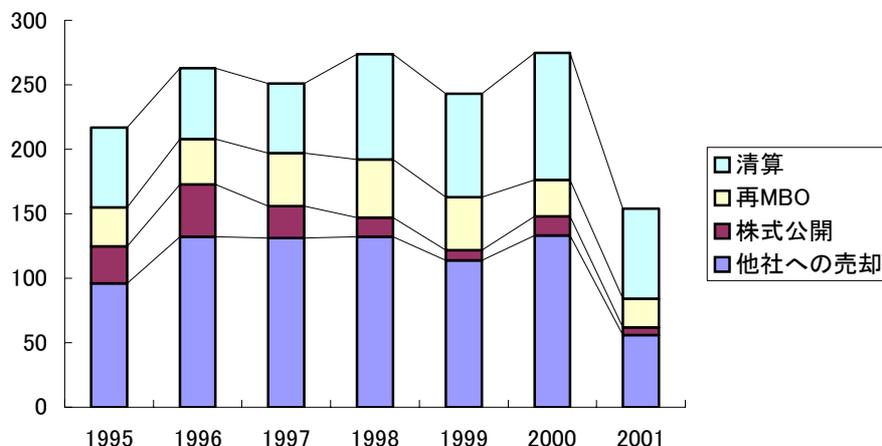
図7 世界の民営化（資金調達額・地域別）



(出所) OECD “Financial Market Trends” No.79, June 2001 より野村総合研究所作成

<sup>7</sup> 野村インターナショナル（Nomura International, Plc.）のプライベート・エクイティ資産は2002年3月を以て、同社のプリンシパル・ファイナンス・グループが独立して設立するテラファーマ・キャピタル・パートナーズ（Terra Firma Capital Partners Limited）に運用・管理を委託された。

図8 英国バイアウト案件のエグジット案件数（タイプ別）の推移



(注) 2001年は9月までの途中経過

(出所) ノッティンガム大学マネジメントバイアウト研究所 (CMBOR)

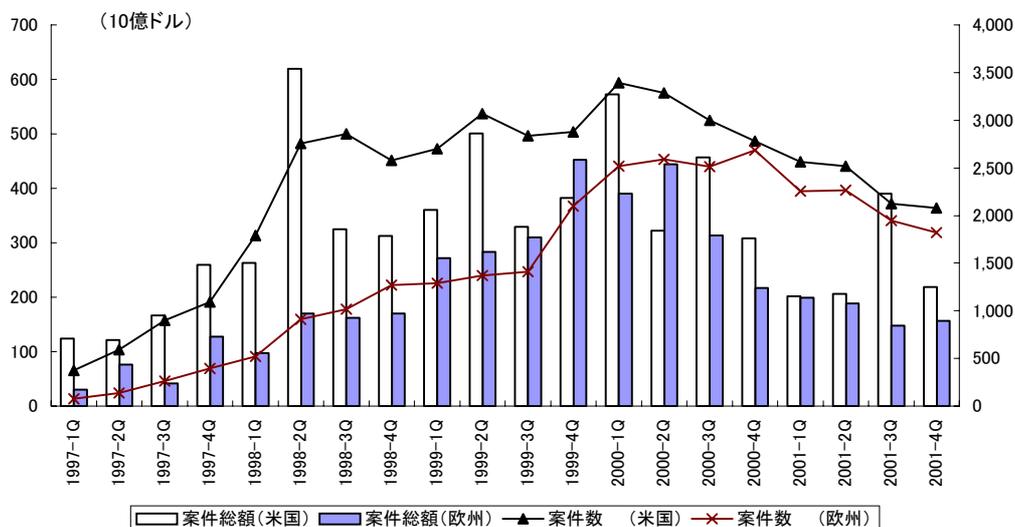
### 3. 欧州におけるプライベート・エクイティ投資—最近の動向

最近の欧州におけるプライベート・エクイティ投資市場は、米国における混乱の影響も少なからず受けている一方で、相対的に安定感があるとみられている。これにはいくつかの背景がある。

ひとつは、欧州のプライベート・エクイティ市場は、米国のようなベンチャー投資への過度の資金集中がみられなかったことである。例えば、量的な側面で主要市場である英国バイアウト市場の2001年の案件動向をみると、第1～第3四半期の案件価額は169億ポンド（約3.2兆円）、案件数は282件と、2000年同期の178億ポンド、307件から数%の減少にとどまっている（CMBOR調べ）。第4四半期には、9月11日の同時多発テロの影響などで買収活動がかなり収縮した模様だが、景気回復にともない、大企業・コングロマリットの再編・事業再構築が再び活発化することが予想されており、バイアウト・ファンドにとって買収機会は多いとされている。

次に、出口市場においてM&A取引のディールフローが大きくなっている。欧州のM&Aは、数年前まで米国の数分の一規模だったが、現在では米国と肩を並べる大きさにまで成長してきており（図9参照）、他社への売却機会は数年前に比べると豊富である。また新規上場・IPOについても、英国に限れば2000年ほどではないものの引き続き高水準で、バイアウト後の再上場案件（9月までに6件）もみられる。

図9 欧州・米国のM&A 案件数・価額（公表ベース）の推移



(出所) ブルームバーグより野村総合研究所作成

証券取引所	新規上場			IPO		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
ロンドン(英)	96	163	92	23	53	36
AIM(英)	102	277	177	13	50	33
ヌーボ・マルシェ(仏)	na	52	10	na	50	6
ノイア・マーケット(独)	na	na	na	132	132	11
NASDAQ(米)	634	605	145	485	397	63

注) IPOは新規上場時に資金調達を行った案件数をカウント。ロンドン証取は外国株の分を含んでいない。

(出所) 各取引所資料より野村総合研究所作成

表4 新興企業向け株式市場の新規上場数

取引例	案件価額 (百万ポンド)	エグジット価額 (百万ポンド)	実施年	売却先企業
IPC Magazines	860	1,150	1998	AOL Time Warner
Money Store	340	600	1999	Britannia Building Society
PHS Holdings	215	414	1999	公開
Ascot Holdings	27	305	1994	Dow Chemical
Principal Hotels	65	255	1994	セカンダリーバイアウト
Leisure Link	70	230	1998	セカンダリーバイアウト
Oowen UK Limited	510	209	1999	GE Capital
London Luton Airport Group	108	196	1998	TBI Plc
Braitrim Group Ltd	50	120	1998	Spotless Group (Australia)
Auto Windscreens	77	112	1998	Lex Service

表5 英国のバイアウト案件の出口：2001年（第3四半期まで）の大型事例

(出所) ノッティンガム大学マネジメントバイアウト研究所 (CMBOR)

さらに、バイアウトで大型案件が増加していることがあげられる。英国のバイアウト市場でみると、案件価額1億ポンド以上（約190億円以上）の取引は、5年前の1996年には年間10件にすぎなかったが、その後急増、2000年には45件に達した。2001年も第3四半

期までに 31 件を数えている。一方で、案件価額 500 万ポンド未満のバイアウトは 1998 年まで 10 年間ほど年間 400 件を超えていたが、1999 年と 2000 年は 300 件台にとどまっている。最近では英国だけではなく、ドイツやフランスでも大型の買収取引がプライベート・エクイティ・ファンド主導で成立している。

案件大型化の傾向を反映して、新ファンドの組成・調達活動について、バイアウト・ファンドを中心に、10 億ユーロを超える大型のファンドが組成されつつあることも注目される。すでに調達目標額に到達したファンドもあり、大型バイアウトを中心に、欧州のプライベート・エクイティ投資について積極的な見方が多いことが示されている。

表 6 英国・欧州の大型バイアウト案件の例 (2001 年)

英国のバイアウト: 2001年の大型MBO/MBI事例

取引例	価額 (百万ポンド)	案件ソース	買い手
イェル・グループ	2,140	ブリティッシュ・テレコム(電話帳事業)	エイパックス・パートナーズ、ヒックス・ミューズ
メリディアン・ホテルズ	1,900	コンバスグループ(コングロマリット解消)	野村インターナショナル
ホイットブレッド・パブ	1,630	ホイットブレッド・パブ	モルガン・グレンフェル・プライベート・エクイティ
TIオートモーティブ	1,073	スミス・グループ(燃料装置・ブレーキ等)	経営陣など
パーフォールド(不動産)	920	非公開化	リーマン・ブラザーズ
ベース(パブ)	625	ベース(現シックスコンチネント)	野村インターナショナル
BPT	476	非公開化	ドイツ銀行、Graingerなど
ブリタックス	441	非公開化	セトンハウス(経営陣、ロイヤルバンクプライベートエクイティなど)
フェアビュー	307	非公開化	ゼネラル・ロンドン(オズボーン・クラークなど)
フログモア・エステーツ	293	非公開化	ノース・ロウ・エステーツ

欧州のバイアウト: 2001年の大型MBO/MBI事例

取引例	価額(百万 ユーロ)	案件ソース	買い手
ドイツ鉄道職員住宅	3,879	民営化	野村インターナショナル
Messer Griesheim(独)	2,661	アベンティスの子会社(産業用ガス)	アリアンツ・キャピタル・パートナーズ
ドイツテレコムケーブルサービスなど	1,630	ドイツテレコム(ケーブルTV部門)	クレシユ・キャピタル、リパティメディア
Cegelec (Alstom Contracting)(仏)	1,370	アルストム(電気工事サービス部門)	CDCエクイティ・キャピタル、チャーターハウス・デ ペロップメント・キャピタル
Picard Surgeles(仏)	918	カルフル(冷凍食品部門)	キャンダー

(出所) 各種資料を基に野村総合研究所作成

表 7 欧州における大型プライベート・エクイティ・ファンド組成の動き

ゼネラルマネージャー	資金総額	投資内容
CSFBプライベートエクイティ	54億ドル	欧州・北米の企業買収(15億ドル投資済)
CVCキャピタル・パートナーズ	46.5億ユーロ	バイアウト、プレIPO
エイパックス・パートナーズ	40億ユーロ	成長企業、アーリーステージ
シュローダー・ベンチャーズ	30-33億ユーロ	バイアウト(大陸案件を中心に)
BCパートナーズ	35億ユーロ	MBO
シンベン	35億ユーロ	バイアウト
テラファーマ・キャピタル・パートナーズ	目標30億ユーロ	バイアウト
キャンダー・パートナーズ	目標25-30億ユーロ	バイアウト
デューク・ストリート・キャピタル	目標10億ユーロ	バイアウト

\*テラファーマ・キャピタル=旧野村インターナショナル(プリンシパルファイナンスグループ)

(出所) Financial Times (2001.6.14), Private Equity Europe (2000.5), PrivateEquityOnline.comなどより野村総合研究所作成

なお、大型ファンドが組成されている背景には、欧州域内の機関投資家のプライベート・エクイティ投資に対する考え方が変化しはじめたことも影響している。例えば英国で 2001 年 3 月にブラウン蔵相の諮問に対して作成された機関投資家の資産運用に関する「マイナーズ報告書」は、単純比較は難しいものの、英国の年金基金の資産運用はリスク回避的す

ぎ、プライベート・エクイティ投資は米国に比べ不十分であると結論づけた<sup>8</sup>。実際に、欧州最大の企業年金であるブリティッシュ・テレコム年金基金でも、表 8 にみられるように、総投資資産の 1%程度しか非公開株に投資していない。マイナーズ報告書などの影響で、今後 5 年間程度の間、米国を上回るペースで欧州機関投資家のプライベート・エクイティ投資への参入がつづき、市場を支えるとの見方もでている。

表 8 カルパースとブリティッシュ・テレコム年金基金の投資資産内訳

---

<sup>8</sup> 落合大輔「英国機関投資家運用の問題点—マイナーズ報告書の要点」『資本市場クォーターリー』2001年夏号参照。ちなみに同報告書では、米国では企業年金総資産の 6.6%、公的年金の 4.8%がプライベート・エクイティに投資されているが、英国では企業年金総資産の 0.5%、公的年金の 0.8%にすぎないとした。

■ 資本市場クォーター 2002年春

Calpers(カリフォルニア州公職員退職年金)の投資資産  
(2002年1月末)

資産	時価(10億ドル)	構成比	目標配分比
現預金	\$1.4	0.9%	0%
債券			
米国	36.0	24.6	24.0
国外	6.1	4.2	4.0
債券計	\$43.5	29.7	28.0
株式			
米国	\$56.3	38.4	39.0
国外	26.4	18.0	19.0
代替/プライベートエクイティ	7.5	5.1	6.0
株式計	90.2	61.5	64.0
不動産	\$12.9	8.8	8.0
資産総額	\$146.6	100.0%	100.0%

(出所)カルパース資料(<http://www.calpers.ca.gov/>)

参考:オルタナティブ投資の中の配分  
(1999年6月末)

バイアウト・ファンド	41%
エクспанションキャピタル	13%
ベンチャーキャピタル	11%
直接投資	8%
メザニン	3%
天然資源	3%
その他	21%

→

BT Pension Schemeの投資資産  
(2000年末時点)

資産	時価(10億ポンド)	構成比	目標配分比
現預金	£2.03	6.8%	0%
債券			
英国公共債	0.60	2.0	
英国その他上場	0.24	0.8	
英国その他非上場	0.02	0.1	
債券計	£0.86	2.9	3.0
株式			
英国上場	13.23	44.4	
英国非上場	0.22	0.7	
FTSE指数先物	0.19	0.6	
海外上場	6.58	22.1	
海外非上場	0.10	0.3	
海外株価指数先物	-0.54	-1.8	
株式計	£19.78	66.3	79.0
指数連動			
英国上場	1.74	5.8	
英国非上場	0.00	0.0	
海外上場	0.01	0.0	
指数連動計	£1.75	5.9	8.0
不動産	£2.75	9.2	10.0
保険その他	£2.66	8.9	0.0
投資資産総額	£29.83	100.0%	100.0%

(出所)BT年金基金年次報告より

非上場株式計

→ 321.70 百万ポンド  
1.08% (対投資資産)

#### 4. おわりに

最近ようやくオルタナティブ投資(代替投資)の意義が評価されるようになってきたわが国の投資家の間では、プレゼンスが大きい米国のプライベート・エクイティ市場が乱高下していること、日本でのバイアウト取引がまだ勃興期であること、トラックレコードのあるファンドへの新規コミットメントが難しくなっていることから、投資開始のタイミングを図りかねる、もしくは選択肢がないという実務的な問題を抱えている機関が多いと考えられる。

この点で、欧州の機関投資家が、中期的にはプライベート・エクイティ投資を積極化す

る方向にあるといわれていることは注目される。冒頭でみたようにプライベート・エクイティ投資は長い経済サイクルをもっているため、最良のタイミングを投資家が把握するというのは非常に困難であり、サイクルを通じて分散的にコミットしておくことが有効な投資手法であることは留意されるべきであろう。

また、本稿でみたように、欧州のプライベート・エクイティ投資市場は、米国と比べると IT ブーム・崩壊の影響は少なく、いまようやく本格的な市場拡大が起きつつある状況である。将来的には米国と並ぶ市場規模になっていく期待が高まっており、日本の投資家にとってもひとつの選択肢となるのではないかと考えられる。課題としては、本格的な景気回復、欧州でもみられた通信・ハイテク産業への過剰な期待と価格形成の反動への懸念があり、また米国から流入してきた余剰資金が一種の攪乱要因となる可能性もあろう。

わが国においては、米国のベンチャー投資ブームとその後の続いた混乱に、とかく焦点があてられがちだが、欧州のプライベート・エクイティ投資の可能性にも今後注目していきたい。

(関 雄太)