

「プライベート・エクイティ投資」
オルタナティブ投資プログラム
東京ラウンドテーブル

主催：

コロンビア大学ビジネス・スクール
日本経済経営研究所 オルタナティブ投資プログラム

日本の機関投資家達は引き続きオルタナティブ投資のその他の手法よりも、ヘッジファンドやファンド・オブ・ヘッジファンズを好んでいます。今ではプライベート・エクイティ（未公開株式）への投資機会を真剣に検討する日本の年金基金、銀行、保険会社が増えています。

どのようにしたら日本の投資家達は有望なプライベート・エクイティ・ファンドを効果的に見出し、デュー・デリジェンス（買収・出資先企業の詳細調査、買収監査）を実施できるのか？ このようなファンドが魅力的だとしても、その受け入れ能力に限界がある場合、いかにしてファンドに参加することができるのか？ 投資後には、プライベート・エクイティ・ポートフォリオを正確に評価し、ファンド・マネージャーの日々の運用状況を把握するため投資家はどのような手段をとるべきなのか？ そして投資家達はいかにこれらファンド・マネージャーのパフォーマンスを測定すべきなのか？

こうした論点を議論するため、コロンビア大学日本経済経営研究所のオルタナティブ投資プログラムは、2005年3月11日に東京で第2回目のセミナー及びラウンドテーブルを主催しました。セミナーでは厚生年金基金連合会の中村明弘氏、ラウンドテーブルではプログラム・ディレクターの私がそれぞれ司会を務め、パネリストには、プリンストン大学投資会社（Princeton University Investment Company (Princo)）の社長であるアンドリュー・ゴールドン氏（Andrew Golden）、バージニア州退職年金基金（Virginia Retirement System (VRS)）のプライベート・エクイティ担当 シニア・インベストメント・オフィサーのジョン・アルーフ氏（John Alouf）、住友信託銀行クレジット投資業務部主任調査役の増田徹氏に講演・討論頂きました。

議事進行は二部で構成され、第1部は日本の公的・私的年金基金業界から約30名の方を招いたセミナー形式、第2部は日本の銀行・保険業界から約30名の方を招いて円卓討論形式で行われました。本レポートは、第1部のプレゼンテーション及びその質疑応答と、第2部の討論をまとめたものです。

マーク・メイソン(Ph.D)
ディレクター

コロンビア大学ビジネス・スクール
日本経済経営研究所
オルタナティブ投資プログラム
www.gsb.columbia.edu/cjeb/alt_investments

目次

招待パネリスト

パートⅠ：年金基金向けセミナー「プライベート・エクイティ投資運用」

プレゼンテーション

プライベート・エクイティ投資－大学基金の視点

- アンドリュー・K・ゴールデン（プリンストン大学投資会社）

プライベート・エクイティ投資の導入にあたって

- 増田 徹（住友信託銀行）

プライベート・エクイティ投資プログラムの効果的な展開方法

－年金基金運用者の視点から－

- ジョン・P・アルーフ（バージニア州退職年金基金）

パネル・ディスカッション（質疑応答）

総合司会： マーク・メイソン（コロンビア大学日本経済経営研究所）

パネル司会： 中村 明弘（厚生年金基金連合会）

パネリスト：

増田 徹、アンドリュー・K・ゴールデン、ジョン・P・アルーフ

討論テーマ：

プライベート・エクイティ・ファンドの時価評価

プライベート・エクイティ投資運用のパフォーマンス評価法

プライベート・エクイティ投資と非流動性の問題

マネージャー選択

セカンダリー・マーケットの有効性

投資ポートフォリオとプライベート・エクイティ投資

パートⅡ：銀行・保険業界向けラウンドテーブル「プライベート・エクイティ投資運用」

ディスカッションⅠ：投資ポートフォリオ評価

ディスカッションⅡ：マネージャー選択

ディスカッションⅢ：投資のパフォーマンス評価

スポンサー企業

招待パネリスト

アンドリュー・K・ゴールデン

アンドリュー・K・ゴールデンはプリンストン大学の基金を運用するプリンストン大学投資会社 (以下、"Princo")の代表取締役を務めています (1995年1月より現職)。現職期間中には、基金の資産は大学運営資金のためのおよそ 125 億ドルを差し引いて、40 億ドル弱から 100 億ドルを超えるまでに増加しました。

Princo の過去最近 10 会計年度における投資リターンは 15.5%で、米国有数の基金です。基金の投資先は多岐にわたっており、米国その他諸外国の公開株及びプライベート・エクイティ、ヘッジファンドなどの独立リターン型ファンド、不動産・商品などの実物資産、債券への投資を行っています。

ゴールデンは Princo 入社以前にも、イエール大学の投資部門においてシニア・アソシエイト、その後デューク・マネージメント社のインベストメント・ディレクターを務めた。デューク大学学士号、イエール大学の M.P.P.M. (Masters in Public and Private Management) を取得しています。米国 CFA の資格を所持し、ニューヨークの証券アナリスト協会のメンバーです。株式公開商業融資検査スペシャリストである NAB アセット・コーポレーションの元理事も務めました。ベイン・キャピタル、ジェネラル・カタリスト・パートナーズ、ベンロック・アソシエーツ社などいくつかのプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル・マネージャーの投資顧問委員も兼任しています。

Princo での経歴に加え、現在「The Nathan Cummings Foundation」「The Princeton Area Community Foundation」「Rutgers Preparatory School」の理事を兼務しています。

ジョン・P・アルーフ

430 億ドルの公的年金基金、バージニア州退職年金基金 (VRS) にてシニア・インベストメント・オフィサーを務めています。70 億ドルのプライベート・エクイティ投資基金の運用、管理を担当している 3 人のチームのうちの 1 人です。当該プライベート・エクイティ投資グループのポートフォリオは 200 のパートナーシップ制を通じて、ベンチャー・キャピタル、バイアウト・ファンド、グロース・キャピタル、メザニンファンド、ディストレス投資ファンド、エネルギー・ファンドにより構成されています。

過去にはオルタナティブ・アセットのみを扱うプライベート投資会社 "Private Advisors" にてアソシエイト、また、財務コンサルティング会社 "Cambridge Associates" では、投資パフォーマンス・アナリストを務めました。William & Mary 大学にて M.B.A.、James Madison 大学より B.B.A. (経営学士号) を取得しています。

増田 徹

増田徹は、住友信託銀行のクレジット投資業務部プライベート・エクイティチームにて主任調査役を務めています。現在、プライベート・エクイティ投資の投資担当責任者として同社プライベート・エクイティポートフォリオを管理運用するとともに、プライベート・エクイティ関連会社・子会社の本社企画管理を担当しています。1988年に住友投資信託銀行に入社後、M&Aアドバイザー、ベンチャー企業への直接投資、ビジネスマッチング等、多岐にわたる分野でキャリアを積みました。さらに、1996年から2000年までロンドン支店に配属、ハイイールド債やエマージングマーケットのポートフォリオ投資の管理運用に携わりました。2000年以降、クレジット投資業務部のプライベート・エクイティ投資チームでファンドマネージメント業務を統括しています。大阪大学経済学部卒業。証券アナリスト。

マーク・メイソン (Ph.D)

コロンビア大学ビジネス・スクール日本経済経営研究所オルタナティブ投資プログラムのディレクターとして、学術研究及び運営面で主要な役割を担っています。直近では、ジョージタウン大学国際ビジネス学部、そしてイェール大学ビジネススクールで教鞭をとっておりました。現在は、日本の機関投資家による日本及び海外でのヘッジファンド、プライベート・エクイティ等のオルタナティブ投資戦略とその発展について研究を行っています。

主な著作には、「アメリカの多国籍企業と日本」(ハーバード大学出版)、「ヨーロッパと日本の挑戦」(オックスフォード大学出版)があります。また、ビジネスやマネジメント関係の一流雑誌にも数多くの論文を寄稿しており、ビジネスウィーク、エコノミスト、ファイナンシャルタイムズ、ニューヨークタイムズ、ウォールストリートジャーナル等の出版物にも幅広く引用されています。また、オルタナティブ投資については、カンファレンス等にて頻繁に講演を行っています。ハーバード大学博士号取得。

中村 明弘

中村明弘は、厚生年金基金連合会の年金運用部にて管理評価グループリーダーを務めています。1987年に明治学院大学法学部を卒業、同年より厚生年金基金連合会に勤務。1990年厚生省(現厚生労働省)年金局に出向、1992年年金運用部、1999年社団法人日本経済研究センターに出向、2000年運用調査部副調整役、2004年4月より現職。

1998年に、米国「ペンションズ・アンド・インベストメント」誌で、「世界の年金関係者注目すべき25人」に選ばれました。著作に「家計の金融資産選択と最適資産配分」(日本経済研究センター)、「金融不況の実証分析」(日本経済新聞社・共著)があります。社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。

パート I : 年金基金向けセミナー 「プライベート・エクイティ投資運用」

マーク・メイソン (Ph.D)
コロンビア大学ビジネス・スクール
日本経済経営研究所
オルタナティブ投資プログラム
ディレクター

本ラウンドテーブルは、機関投資家の視点でオルタナティブ資産について客観的かつ率直な討論を促すことを目的としており、今回が第 2 回目の開催になります。第 1 回目は昨年 12 月に東京で開催し、ヘッジファンド及びファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資をテーマにしました。本日の第 2 回目の会議ではプライベート・エクイティへの投資について議論します。プライベート・エクイティ・ポートフォリオの評価、マネージャー選択、パフォーマンス測定、セカンダリー・マーケット（流通市場）などのテーマを扱います。

今朝の最初の講師はプリンストン大学投資会社 (Princo) の社長、アンドリュー・ゴールデン氏です。Princo は、投資の管理やパフォーマンスに関して、米国大学基金の「ゴールデン・サークル (golden circle)」の一員とみなされています。2005 年はゴールデン氏がプリンストンで寄付基金の運用管理を始めてから 10 年目になると聞いていますが、その間、資産は 40 億ドル弱から約 100 億ドルに成長しました。それでは、アンドリューさん、よろしくお願いします。

「プライベート・エクイティ投資－大学基金の視点」

アンドリュー・K・ゴールデン
プリンストン大学投資会社 社長

ありがとう、マーク。まず私共の投資哲学から説明したいと思います。私は 20 年間、寄付基金管理に携わってきましたが、その前にはプロの写真家として別のキャリアを持ち、哲学の勉強もしました。これらの異なるキャリアが、私がブルース哲学 (blues philosophy) と呼ぶ、基金管理についての私の考え方の背景にあります。偉大なるブルース・シンガーのモーゼ・アリソン (Mose Allison) の言葉を借りれば、「何もうまくいかないことがわかっているので、何も心配しない。(I don't worry about a thing because I know nothing is going to turn out all right.)」という哲学です。この言葉は投資の重要な要素を捉えています。すなわち、何事も期待通りにならない、ということです。

私共のプライベート・エクイティ投資に対する取り組み方を論じるためには、私共の寄付基金 (endowment) を理解し、私共の投資に対する全般的な考え方を理解していただくことが重要です。私共は非常に総合的な見方をします。私共は、案件ごとに異なる考え方で取り組むのではなく、ポートフォリオ全体にわたり私共の目的や目標に基

づいた共通のアプローチを取るように試みています。プリンストンの寄付基金は大学基金としては規模が大きく、2004年6月30日を末日とする昨会計年度において、資産は大まかに時価100億ドルでした。現在は110億ドル近くで、学生1人当たりでは米国大学中、最大寄付基金の一つになっています。プリンストン大学にとって決定的に重要な原資で、大学全体の収入の40%近くを占めています。

寄付基金に対する私共の目標は、現世代の学生に提供しているのと同じ教育サービスを将来の世代に提供するために、基金を使用して大学を支援することです。すなわち、それは、長期にわたり一貫して高率のリターンを上げる必要があることを意味します。私共は毎年、基金の4%から5%を支出するようにし、インフレ率を同じくらいの数値と考えます。常に年9%のリターンを上げることはできませんから、準備金を積み増す必要があります。すなわち毎年10%程度のリターンを目指す必要があるということです。

私共はその目標を達成してきました。寄付基金は、投資パフォーマンスを反映して、過去約20年間にわたり12.2%の割合で成長してきました。毎年受領する寄付金はありますが、その金額は私共が支出する金額より少ないのです。

私共が実行することは全て外部の資金運用会社とのパートナーシップを通して行われます。私共は、幾つかの理由からハンズオン型の投資はしていません。私共の巨大な艦隊を構成する各船の舵取りは世界最良の専門家に委ねたいと思っています。私共はあらゆる異なる分野に投資をしていますので、私共独自の組織内でそのような世界クラスの専門家を育成できるとは思っていません。どの分野においても、私共は、それぞれの特定分野を対象により多くの人員、専門知識、経験を持つ会社と競合することになります。これらの会社とパートナーシップを組むことにより、私共の持つ競争優位性の一部を活かすことができます。

パートナーを組むと、何本か電話をかけて私共のエクスポージャーを変更することにより、ポートフォリオを微調整できるという柔軟性も得られます。当社では16人の投資専門家が100を超えるパートナーシップ関係を管理しています。興味深いことに、私共が決定を下すのに費やす時間の約3分の1は、プライベート・エクイティ向けです。プライベート・エクイティは私共のポートフォリオの15%足らずであるにもかかわらず、私共の投資の中で最も労働集約的な分野の一つなのです。

プリンストンに勤めて10年になりますが、私が真の意味で自分のことを最高投資責任者(CIO)と呼べるようになったのはこの5年間だけです。それ以前のありとあらゆる重要な決定は、取締役会長の承認を必要としていました。私がこの新しい権限を得て以来、私共は非常にアクティブにポートフォリオの微調整を行ってきました。特定の機会があるごとに、その機会を生かすために、私共は委託先のファンド・マネージャー間で、70億ドル分の資金を再配分してきました。こうした微調整を行わなかった場合に私共のポートフォリオがどのような成果を上げていたかを調査したところ、実績を8億6,000万ドル下回っていたらということになりました。つまり、最前線にいらなくても、ポートフォリオ管理を非常にアクティブに行うことができる、ということです。

私共の一番の強みは、私共が非常に長期的な視野を持っていることです。支出は年に5%未満なので、それほど流動性を維持する必要がありません。このことから、私共は長期的な視野に立ち、流動性を必要としている人達を支援することが可能になります。

もう一つの重要な強みは、私共が「ゴールドディロックスの大きさ ("Goldilocks" size、理想的な状況・規模)」と呼ぶ基金の規模で、これは、寄付基金が大きすぎず、小さすぎず、ちょうど良い大きさであることを意味します。時価 110 億ドルという基金の規模は、オルタナティブ投資を理解し、普通とは違った機会を見つけることができる調査スタッフ 1 人をコスト効率良くかかえるのに十分な大きさです。しかし、基金がそれほど大きくないので、これらの投資機会が基金の最終損益に大きな影響を与えることもありえません。

私共は幾つかの段階を経て、資産配分を行います。まず、物事を現在の価値評価とは切り離して考えます。現在市場で何が起きているのかにとられるのではなく、基本的な投資原則や投資家として私共がおかれた特有の環境について、また非常に長期的な展望で合理的な資産構成は何かについて考慮します。

基本的な投資原則とは、例えば、投資家はリターンを要求するという考えです。長期間にわたり拠出した資金を自由に引き出せないこと、厳しい市場のボラティリティ（変動性）、または不透明なポートフォリオ等、投資家が我慢しなければならないことに対しては対価が支払われなければなりません。投資家が我慢しなければならないことについて挙げていたら切りがありませんが、これらに対して報酬がなければ意味がないことは明白です。

私共のポートフォリオの約 88%は、株式または準株式ポジションへの投資です。（スライド 11 参照）高リターンを得るためにはこうした投資手法が必要ですが、伝統的な米国株式投資は 17%だけです。私共の外国（米国外）株式への投資も同じ割合で、外国（米国外）株式投資は大雑把に先進国市場向けと発展途上国市場向けで半々に分かれています。約 25%は、ヘッジファンド・ユニバース（投資商品）の一部である、「絶対利益追求型」と呼ばれる投資です。株式ロング・ショート（割安株を買い（ロング）、割高株を売り（ショート）、割安割高が修正された時に反対取引をして収益を稼ぐ投資戦略）を行うマネージャーや、倒産または企業再編といったイベント・ドリブンの投資を有効に利用するマネージャーが運用しています。約 15%がプライベート・エクイティへの投資で、14%が不動産投資で、エネルギーや木材への投資もこの中に含まれます。私共のパフォーマンスは年を追うごとに強力になってきました。（スライド 13 参照）当社ポートフォリオ・リターンの 10 年間の経年変化を見ると、プリンストンが年 15.5%で伸びてきたのに対して、主要ベンチマークの伸び率は 11.7%でした。中でもプライベート・エクイティが 20%近くの伸び率で、最も好調なパフォーマンスの資産クラスとなってきましたが、そこに辿りつくまでに厳しい道のりがありました。2000 年は非常に好調な年でしたが、最近はそうではありません。しかし、これは私共が投資プランニングで当初から想定していたとおりです。時間が経つにつれ高リターンの資産クラスもあれば、そうでない資産クラスもありますが、長期的には釣り合いが取れるようになるでしょう。

約 11 億ドルの、私共の実際のプライベート・エクイティ・プログラムはこんな感じですが、18 億ドルの未履行のコミットメントがあり、89 の異なるマネージャーによる投資実行待ちとなっています。これら 89 のマネージャーのうち、52 が現在稼働中のパートナーシップです。私共はほとんど米国内で投資してきましたが、英国、イタリア、スカンジナビア、中国、インド、更には日本に拠点を置くマネージャー達とともに投資活動も行ってきました。現地のマネージャー達の方が有利な立場にあり、自分達の投

資環境をより良く理解しているはずですので、私共は米国外にもっと多くのパートナーを見つける努力をしています。

私共は最近まで、特にプライベート・エクイティの分野では、米国外に経験のある投資家は大勢いないと考えていました。この考えは変わりつつあります。今ではマネージャー達の国際ネットワークとその他の情報源を米国レベルに発展させるという、プログラム全体の壮大な統一的課題を持っています。それが、本日私がこの場にいること、また私が過去15ヶ月間で5回、アジアを訪問した理由の一つです。プライベート・エクイティは私共の強みの非常に重要な原動力になってきました。（スライド22参照。）例えば2000年に、寄付基金は全体で35.5%のリターンを計上しました。もしプライベート・エクイティ、特にベンチャー・キャピタルに投資していなかったら、リターンはこの半分にも満たなかったでしょう。とは言え、プライベート・エクイティは最近になって私共のリターンの足を引っ張ってきましたが、それでもよいのです。私共の分散コンセプトに立ち戻ってください。全てが常にうまく行くわけではないことは分かっています。

ポートフォリオの評価について理解すべき重要なことは、ポートフォリオの評価は科学というより芸術であることです。市場性のある分野である有価証券においてすら、皆さんのポートフォリオの真の価値は、多くの人考えるよりむしろ幻想に近いものです。例えばプライベート・エクイティをNASDAQ市場と対比してみましょう。常に細心の注意を払って提示される市場の価値が、あれほど変動すると本当に思いますか？ 本当の価値が実際にあれほど変動するものなのでしょうか？ それに私共のポートフォリオの規模が分かったとしても、果たしてそれが真の価値でしょうか？ 私共はポートフォリオ全部をその評価額で換金できないことを知っています。それにもかかわらず、公開市場では皆が自分のポートフォリオの価値を知っているという幻想があるのです。

私共は独自に評価を行う場合、まずゼネラル・パートナー（ファンドの無限責任社員：GP）が提供する数字を見て、それが妥当な場合、その数値を下方修正します。各マネージャーは非常に柔軟に資産運用を行っており、厳格に守らなければならない評価基準はありません。例えば、ベンチャー・キャピタリスト達は、誰か他の者が加わってより高い価格で追加資金を供給するのでない限り（戦略投資家の調整後でない限り）、ポートフォリオをコストで評価します。ベンチャー・キャピタリスト達はさらに、本源的価値が低下してきたと信じる理由がある場合にポートフォリオの評価損を計上します。バイアウトの場合、その基準は、はるかに柔軟です。

ちょっと変わった質問ですが、なぜ私共はポートフォリオの価値を気にするべきなのでしょう？ 評価額は私共の資産運用プログラムやマネージャー達を査定するのに使用され得ますが、この査定や理解のためにはより良い方法があると思います。とは言うものの、私共の評価方法には非常に不正確なものがある一方で、保守的なバイアスがあるように思われます。投資清算時に評価されてきた金額よりも多くのお金が戻ってくるからです。

私共はパフォーマンスを様々な方法で検討します。金額ベースでの収益率や内部収益率（IRR）を含めて、様々な質問をします。10年間のパフォーマンスを見る場合、リターンの60%がその資産運用プログラムから私共の元に現金で戻ってきているかで評価することもできます。その評価額について心配する必要はありません。実際、そ

のポートフォリオの価額をゼロに切り下げ、現時点での時価を信用しない場合でも、資産運用プログラムは依然として非常に高収益で力強いものになっているはずで

す。米国の投資家はパフォーマンスを測定する場合、伝統的にマネージャーと類似のファンドを比べるか、いわゆるビンテージと言われるファンド分析法を適用します。これは、資産運用プログラム全体を見るというよりも、様々な角度から検討する上で役立ちます。パフォーマンスの原動力が何であるかを解明する方に重点が置かれ、実際のパフォーマンスにはそれほど重点が置かれていません。私共がパフォーマンスの原動力にこだわる理由は、将来どのように行動すべきかを知りたいからで、それ故に信頼できるかどうかを見る上で定量分析に重点を置いています。

私共のポートフォリオ管理へのホリスティック（総合的）なアプローチは、極めて労働集約的です。マネージャーの選択に焦点を置き、ボトムアップ型アプローチを取ります。どこに投資すべきかについてトップダウン型で見ると、私共が未開拓のアプローチしていない投資家を探す方が重要です。私共のトップダウン型分析は、むしろマネージャーを探すのにどこに時間をかけるかということですが、良いパートナーを見つけられない場合は、無理をしてまで投資をしません。

新しい現象として挙げられるのは、私共がマネージャーのサービスを買っているにもかかわらず、気付けば、マネージャーに私共を売り込んでいることです。最良のマネージャーは、極めて選択的になれるので、なぜ彼らが他のクライアントより私共を選ぶべきかについて強調しなければなりません。私共はマネージャー候補に私共が他のマネージャーにもたらしてきた利益を提示し、私共の目標が最高の顧客になることだと示します。私共は、創意工夫を持ってマネージャーに協力し、彼らのビジネス・リスクの課題の一部を解決することにより、この目標を実行しています。私共が実行できる方法の一つは、分散制限のようなものを含めて、非常に柔軟になることです。マネージャーが本当に良い投資対象を見つけたら、私共は柔軟に対応し、何とかしてそのマネージャーに配分されたポートフォリオの中で大きな割合を投資させることができます。彼らは私共のポートフォリオのほんの小さな割合にすぎないので、私共のリスクは彼らのリスクよりもはるかに小さく、それ故にこれは理に適ったことです。

私共はマネージャーに何を求めているのでしょうか？ 最も重要なものは、会社の基礎価値を高める能力です。会社をより良いものにするマネージャーの能力、これが未公開株投資の最も重要な強みです。私共は、マネージャーが最良の取引に気付く能力を持つべきことが重要かつ明らかなことだと思います。彼らは非常に聡明であるべきです。交渉に長け、自制心を持つべきです。またリスクを理解し、高い道徳心も持つべきです。運用会社は合理的な投資を行い、長期的な安定を促進すべきです。

私共はファンドの選択に厳格です。昨年度、私共は65の案件を調査した中から4つのベンチャー・キャピタル・ファンドに投資し、バイアウトへの投資は7%未満でした。私共はセカンダリー・マーケットには、実際のところ、それほど関心がありません。時おり魅力的な買い物がありますが、その買い物件に投資する際でも、素晴らしいマネージャーとの関係を強化するためである場合が多いのです。

プライベート・エクイティはプリンストンにとって、長期的に見て最適な投資先ですが、皆さんにはそうでないかもしれません。競争上の優位性を持つことが重要であり、そうでなければプライベート・エクイティは不利になることもありえます。

「プライベート・エクイティ投資の導入にあたって」

増田 徹

住友信託銀行

クレジット投資業務部 プライベート・エクイティチーム

主任調査役

住友信託は、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、及びバイアウト・ファンドのみを扱う 20 人の人員をかかえており、コミットメント総額約 7 億 5,000 万ドルのクレジット投資業務部という部門を持っております。

先ほど触れられたとおり、プライベート・エクイティ投資は非常に労働集約的で、良好なリターンやパフォーマンス、流動性を生み出すまでに時間がかかります。ですから投資をする前に、なぜ投資をするのかを承知しておく必要があります。コンサルタントや信託銀行の専門家達は、プライベート・エクイティを皆さんの投資の選択肢の一つにするためにいろいろなことを言いますので、この投資商品の特徴を理解することが重要です。

なぜ住友信託はプライベート・エクイティ投資を始めたのでしょうか？ 理由はいろいろありますが、会社の目標は私共が株主や預金者から調達したファンドに対して 10%の株主資本利益率（ROE）を達成することです。信託銀行にとってプライベート・エクイティは、株式に代わる長期的に魅力的なオルタナティブ投資なのです。経済や企業部門が成長している時にはプライベート・エクイティは素晴らしい資産の一つです。しかし、それをどうやって実現させるのでしょうか？ 様々な要因が考慮されるべきです。まず、小額で組み込むことが可能でしょうか？ 一般に、ファンドへの最低投資額は 500 万～2,500 万ドルです。第二に、トップダウン型またはボトムアップ型アプローチにするか、といった投資形態についての選択があります。これはマネージャーの選択を意味します。マネージャーが優れている場合、10%のリターンが上げられるのです。

私は分散を好みますが、全ての市場でうまくいくとは限らないのです。例えば、円建てで資産を分散するのは難しいので、その場合、私は優れたマネージャーを自分で選びます。ただし、米国、欧州、または中国に投資する場合は、高リターンを達成する資産を私が検討することになります。その投資構成は市場の成熟度や投資家のキャパシティにより異なります。中には小型のファンドやファンド・オブ・ファンズを好む人もいるかもしれませんが、より長期間にかけて投資する人もいます。

日本ではプライベート・エクイティに投資する上で二つの方法があります。一つは、信託銀行を利用する方法で、もう一つは投資顧問会社を利用することです。どちらにしても、それほど大きな違いはありませんが、会社が皆さんにとって適正な投資プログラムを考案してくれることが重要です。実質的な違いは手続面のもので、他はほとんど変わりません。重要なのは、どのくらい資金の引き出しがあり、いかに金額がリターンされているかのキャッシュの流入流出をモニターすることです。キャッシュフローの傾向が分かれば、異なるマネージャー間で何らかの格差が見えてきます。

何がリスクでしょうか？ 数字を見るだけでプライベート・エクイティ投資のパフォーマンスを判断するのは困難です。この意味で、ボトムアップ型アプローチがより

重要になります。さらに、ぎっしり書かれたマネージャーの目論見書を見ることもかなり困難です。マネージャーごとに、異なる数字を使用して自分達のパフォーマンスを説明します。私共の元には多数の目論見書が送られてきますが、目論見書の数字だけで投資判断するのはさほど意味がないので、私共はほとんど目論見書を読んでいません。

最後に、一つご注意申し上げます。投資銀行が皆さんに話す言葉をうのみにしてはいけません。プライベート・エクイティに関心のある年金基金にとって重要なことは、すでにプライベート・エクイティ投資を始めている他の年金基金に、彼らの問題について尋ねることです。投資家ネットワークがあるはずですので、特定の問題や経験について話し合うことができるはずです。サービス・ベンダーから入手する情報だけを信賴しないでください。

「プライベート・エクイティ投資プログラムの効果的な展開方法 ー年金基金運用者の視点からー」

ジョン・P・アルーフ
バージニア州退職年金基金
プライベート・エクイティ担当
シニア・インベストメント・オフィサー

バージニア州退職年金基金（VRS）は、70 のゼネラル・パートナーからなる 430 億ドルの年金基金です。私共は有限責任パートナーシップ（組合）に単独で投資します。VRS は約 200 の異なるファンドから構成され、1989 年以来私共の純リターンは 23.7% です。

プライベート・エクイティは公開市場で取引されていない有価証券に対する投資です。VRS の資産配分は、ベンチャー・キャピタル、バイアウト、メザニン債、ディストレスト・デット（経営破綻企業への融資、破綻債権）、及びエネルギー・ファンドから構成されます。バイアウト市場での私共の投資は、本質的に、米国内で、借入と株式を組み合わせることで、通常借入が約 60% で、株式は 40% です。ベンチャー・キャピタル及びグロース・キャピタル（成長株投資）では、これら事業の利益がないので、大部分が全てエクイティ・ファイナンス（株式での資金調達）です。メザニン・ファイナンスは、バイアウトと株式投資の中間のような資金調達手法で、劣後債です。株式に優先し、ワラント（新株引受権）等のエクイティ要素を利用して何らかの利点を付けた現在価値のある商品として、主に見られています。

なぜ私共はプライベート・エクイティに投資をするのでしょうか？ 公開市場を上回るリターンを生み出すためです。しかし、先ほど話に出たように、上位 4 分の 1 に入る優秀なマネージャーとともに投資をしなければ、皆さんのパフォーマンスは良くても最低ラインに届くか届かないかです。プライベート・エクイティはポートフォリオにとって良い分散手法ですが、長期にわたる非流動的投資でもあります。私共が投資をしているパートナーシップは通常 10 年です。そのうちの半分がほぼ投資期で、残り半分が投資の成果を刈り入れる成熟期または配当期にあります。

ゼネラル・パートナーとの調整があり、その中で、彼らは実際にかかなりの利益配分を受けます。それは、通常、各パートナーシップの全体的な利益の 20% です。このことを説明するために、J カーブ効果を見てください（スライド 5 参照）。最初の 3 年間くらいは純キャッシュフローがどんどんマイナスになります。目標が達成されるにつれ、キャッシュフローは上昇に転じ、うまくいけば 6 年目までに利益を生む投資になります。これまでのところ、プライベート・エクイティは公開市場のリターンを上回る成果を上げてきました（スライド 6 参照）。

それから同様にマネージャーの間でも大きな格差があります（スライド 7 参照）。現在の投資機会と私共が魅力的だと考えるものについて少し話したいと思います。私共は、アメリカではミドル・マーケット（中堅企業案件を扱う市場）のバイアウト、もしくは 2 億 5,000 万～7 億 5,000 万ドルの間のファンドに積極的に投資を行います。欧州でもミドル・マーケット・バイアウトが好まれますが、私は欧州でのベンチャー・キャピタル投資に非常に慎重です。それは、成熟し始めてはいますが、まだ目を見張

るほどのリターンはないので、私共は極めて厳格に選択しています。優良なベンチャー・キャピタルもありますが、参加が難しい選りすぐりのパートナーシップです。

プライベート・エクイティで流動性を提供する方法の一つは、セカンダリー・マーケットを利用することです。それは、かなり成熟してきました。どの資産クラスでも成熟するにつれ、リターンが減ることになります。しかしながら、セカンダリー・マーケットでの投資機会は同市場に投資される資本規模を著しく上回っているため、しばらくリターンが減ることはないと考えられる人もいます。

1991～2001年にかけて、インターネット・バブルのためにベンチャー・キャピタルのコミットメント総額が大幅に増加しました。インターネット・バブルがはじけると、企業は各社の投資戦略を合理化し、より小型のファンドに移行しました。そのためベンチャー・キャピタルの案件は相当小さくなりましたが、年金基金や寄付基金のベンチャー・キャピタルへの投資欲は高まりました。

これはプライベート・エクイティとヘッジファンドの違いを説明したものです。プライベート・エクイティはより管理されたポジションからなる非流動的な資産クラスであることに対して、ヘッジファンドは売買戦略を使用します。今現在、ヘッジファンドとプライベート・エクイティの境界線をあいまいにする幾つかの大きな議論が進行中です。これは、私が信じるどころでは、ヘッジファンドがより高率のリターン分野を探そうと努力しているため、今後5年内に皆さんはプライベート・エクイティやヘッジファンドといった投資資産ではなく、実際に、あわせてオルタナティブ資産と呼ぶようになると多くの人が信じています。

私共は、まずトップダウン型アプローチによりポートフォリオを構築し、それは現在では非常に成熟し、分散されたポートフォリオになっています（スライド 13 参照）。最初はマクロ的トップダウン型アプローチで始まりましたが、その後ボトムアップ型アプローチに切り替えました。私共は最良のパートナーを選別し、既存ポートフォリオへの付加価値創造に焦点を絞りました。

皆さんがプライベート・エクイティを検討すべき主な理由は、より高いリスク調整後リターンがあるからです。VRSは430億ドルの基金で、5%をプライベート・エクイティに配分しています。その配分内で、異なるリスク・リターン特性を持つ様々なサブセクターを保有しています。この点が、私共の全体的な資産構成や資産配分、及び特定の資産クラスを組み入れる際の額の大きい投資機会に影響を与えます。

皆さんがプログラムを構築しようとした場合、専門のリソースが必要となり、これを実行するためには二つの方法があります。時間はかかりますが、これらのリソースを内部で構築するか、または外部の専門家を利用することができます。私は、この二つの組み合わせで行うことが最善の方法だと思います。投資プログラムを始動するために外部スタッフを雇用しますが、同時に、外部の専門家の指導を受けながら、内部のスタッフにポートフォリオを構築させます。

ヨーロッパ及び北米の両方で、プライベート・エクイティ投資が大幅に増加しています（スライド 16 参照）。私の理想としては、ベンチャー・キャピタル 40%、バイアウト 40%、そしてディストレスト、グロース、及びその他の特別な形態で 20%という配分を期待しています。VRSにおける私共のベンチャー・キャピタル配分は18%です。私共は幾つかの非常に有名なベンチャー・キャピタル会社に参加しており、これらの会社に対する配分をできるだけ大きくしようとしているところですが、ベンチャー・キャ

ピタルへの配分率を引き上げるためだけにベンチャー・キャピタルへの投資額を増やすつもりはございません。

資金調達先への対応、できる限り最良の投資機会の発見、特定グループに関連したデュー・デリジェンスの実行、投資のモニタリング、及び会計処理のためにも莫大な専門リソースが必要です。リソース上の制約を克服するための戦略は何でしょうか？ まずはアドバイザーを使って、そしてスタッフにそのアドバイザーと一緒に仕事をさせながら、業務の詳細を学ばせ、社内の専門知識を深め、その後、コンサルタントから乳離れすることです。

パート I : 年金基金向けセミナー 「プライベート・エクイティ投資運用」

パネル・ディスカッション (質疑応答)

総合司会： マーク・メイソン (コロンビア大学日本経済経営研究所)

パネル司会： 中村 明弘 (厚生年金基金連合会)

パネリスト： 増田 徹、アンドリュー・K・ゴールデン、ジョン・P・アールフ

討論テーマ：

プライベート・エクイティ・ファンドの時価評価

プライベート・エクイティ投資運用のパフォーマンス評価法

プライベート・エクイティ投資と非流動性の問題

マネージャー選択

セカンダリー・マーケットの有効性

投資ポートフォリオとプライベート・エクイティ投資

中村: 日本でオルタナティブ投資に配分される資金は、2000年から順調に増えており、昨年末時点で年金基金の18%がヘッジファンドに投資されました。しかしながら、プライベート・エクイティに投資している年金基金は15%だけでした。最初の質問は「なぜプライベート・エクイティ投資なのか？ 何の目的で、どんな利点があり、どんな意義があるのか？」です。ゴールデンさん、プリンストン大学寄付基金の場合、プライベート・エクイティ投資を最初に初めた時にどんな目標が頭にありましたか？

ゴールデン: 私共がこの分野への投資をする主な理由は、高リターンを得るという目標のためです。私共は、インフレ調整後で10%の実質リターンを上げられるのであればリスクを取る価値があると思いました。他の人達は、しばしばプライベート・エクイティに投資する理由を分散投資のためだと言いますが、私はそれは言い過ぎだと思いません。

中村: アールフさん、プライベート・エクイティ投資の決定についてのご説明とどのくらいの割合か教えていただけませんか？

アールフ: 現時点でのプライベート・エクイティの全体的な配分構成は5%です。私共が1989年にプライベート・エクイティ投資を開始した時、リスクに対するリターンの可能性は現在のものよりはるかに高い状況でした。私共のプログラム全体の純リターンは、開始以来23.7%でした。私共の現行の市場価値を\$1とすると、私共の純内部収益率(IRR)は未だに18%です。将来的に、私は上位4分の1の優れた成果を上げているマネージャーに対して、ベンチャー・キャピタルでは12~15%の純リターンを望んでいます。このリターンは低いように思われるかもしれませんが、同期に米国の公開市場で約7%のリターンを期待するのなら、それでも公開市場を上回る成果を上げているわけです。

中村: 増田さん、日本の年金基金がなぜプライベート・エクイティに投資すべきかについてお考えを聞かせてくださいませんか？

増田: そうですね、現在の環境では株式のリスク・プレミアムが下がっているのです、実際、プライベート・エクイティよりも株式市場からのゲインの方が大きいと思います。しかし、最大の伸びはプライベート・エクイティを通じて達成されることでしょうし、マネージャーの間で違いがあるにせよ、それがプライベート・エクイティをポートフォリオに組み入れる上での主な理由になります。さらに、プライベート・エクイティ・プログラムを設定する場合、日本の投資家はグローバルに思考しなければなりません。そうでなければ、この資産クラスでは恐らく成功しないと思います。

ゴールドデン: 先ほどリターンの展望について述べた時、私はドルの場合について話していました。日本の投資家は、今がこの市場に参入するのに良いタイミングかどうかについて考慮すべきです。プライベート・エクイティ投資の継続期間は非常に長いので、現時点で円を投じるリスクをドルのように効果的にヘッジするのは不可能でしょう。また私はアメリカで投資を続けていますが、それは、今後数年間を過ぎた後で以前のようリターンを取得するためではなく、景気が良くなった時のためにファンドとの関係を持続させるためです。ですから、私は今、どうして新しい取引関係を始めたいのかわかりません。私なら、投資家の苦痛が増して、彼らが特定のマネージャーを見捨てるまで待ちます。それこそ新たな取引関係を始める時です。一つのリターンの源に、低い評価額で参画できます。多くの場合、米国外では十分なリターン率が設定されていないので、私共は多くの場合プライベート・エクイティ・マネージャーと一緒に投資できませんでした。

中村: アルーフさん、VRS のプライベート・エクイティ・プログラムの立ち上げの頃どのようなプロセスを経てきましたか？ どんなことを検討し、どのように内部リソースなどを育成したのでしょうか？

アルーフ: 資産配分関連では、私共はインターネット・バブルの犠牲者でしたし、ベンチャー・キャピタル・ファンドが非常に狂気的なペースで規模を倍にし始めた時に、私共はプロラタ（比例配分）での追加配分をしませんでした。例えば、2,000 万ドル、4,000 万ドル、または 8,000 万ドルと投資する代わりに、私たちは 2,000 万ドルに留まりました。従って、私共がペースがあまりに速すぎると思って自制したのは非常に幸運なことでした。しかし現在、マネージャー達は当時の半分の規模のファンドをかかえているので、私共にそのつけが回ってきているところです。そのため、なぜ私共は、プロラタでの追加配分をするかどうかについていろいろ議論しています。それから、私共は、常に上位 4 分の 1 に入るマネージャーを見つけることができるというような趣旨のことも言っていません。何せ、4 人に 1 人しかいないのですから。私共のパフォーマンスをさかのぼって見てみると、私共のマネージャーのうち上位 4 分の 1 またはその次の上位 4 分の 1 にランクされているのは、全体の 3 分の 2 のみです。私共のリターンが並外れて大きいのは、適正な上位 4 分の 1 のマネージャー、つまり、本当に平均を上回っているマネージャーを実際に選んだからです。

投資プログラム開発についてですが、当基金には 70 人のゼネラル・パートナーがいて、3 人の投資専門家がゼネラル・パートナーとの関係を管理し、新規案件を探しています。現在実施しているのは、アドバイザーを利用して、私共がより小規模またはエマージング市場のマネージャー達と一緒に私共をサポートとしてくれる最良の新しい人材を探そうとしているところです。

中村: ゴールデンさん、内部リソースやその構築に関して、プリンストンはどのようにしてプライベート・エクイティ投資やリソースを増やしたのですか？

ゴールデン: 私共はボトムアップ型アプローチを取っているので、機会に応じてコミットメントを増やしてきました。たまたま今年と昨年に多くの素晴らしいマネージャーを発掘しましたが、来年ははるかに規模が小さくなる可能性があります。スタッフの点では、私共は非常にゆっくりと増やしてきました。私共の成長パターンは、上位 4 分の 1 のマネージャーを見つける私共の能力と直接的に結びついていると思う人もいるかもしれません。いずれは上位 4 分の 1 のマネージャーが魅力的な投資プログラムを作るのに十分ではなくなると私は信じています。世の中には非常に多くのマネージャーがいますが、素晴らしいベンチャー・キャピタルやバイアウト・ファンドの数は限られています。それでもファンドの総数は無限にあるようで、それが、私共が皆、用心すべきだというもう一つの理由です。

中村: ファンド・オブ・ファンズを考慮している日本の年金基金はどんな点に注意すべきでしょうか？

増田: 通常最低コミット額は 500 万ドルから 2,000 万ドルで、私はファンド・オブ・ファンズのマネージャーは特定の資産タイプに直接アクセスできると思います。すなわち通常、ファンド・オブ・ファンズがよりグローバルにバランスが取れていることを意味します。しかし、ファンド・オブ・ファンズにも同様に注意を払わなければなりません。ターゲットは何か、または何に投資をするか、を決めなければなりません。それが皆さんのニーズにマッチしているか？ マネージャーによって大きな違いがありますので、できるだけ多くのマネージャーに会うべきです。また、ファンド・オブ・ファンズは規模が大きすぎると考えておられるなら、バイアウトと独自の関係を築いて、特定のエマージング市場を扱うマネージャーを選ぶことができます。

アールフ: 一つ注意しなければならないのは、ファンド・オブ・ファンズが市場への投資額を増やすように皆さんに言ってきた時です。より規模の大きいファンドと一緒により大型の投資をするか、それともインデックス・タイプのファンドを作ることになります。ファンド・オブ・ファンズの成長と資産に注意してください。ファンド・オブ・ファンズがインデックス・ファンドになったり、多額の資本をより最大のファンドに投じたりし始めると、皆さんのリターンはそれほど魅力的ではなくなります。

中村: ゴールデンさん、プライベート・エクイティ・プログラムを構築する際にセカンダリー・マーケットを利用することについて、どう思われますか？

ゴールドデン: 私共は、関係を増補する方法の一つとして、折に触れてセカンダリー・マーケットで購入しますが、今からプログラムに着手する場合は、専門家を雇用しなければなりません。 もう一つ別の料金階層があるし、より多くの資産を配備するファンド・オブ・ファンズには利害の対立があります。 私は、セカンダリー・マーケットには何らかの逆淘汰性があるので、非常に選択に慎重になる必要があると思います。 というのも、ファンドが本当に優れていれば、どうしてそのファンドのリミテッド・パートナーが流動性を必要としているのか不思議に思えるからです。 ですから、概して、私はかなり懐疑的です。

アールフ: 皆さんがプライベート・エクイティの世界に参入しようとしていて、迅速に多額の投資をしたい場合には、セカンダリー・マーケットを利用し、組成年が分散するような形で投資することをお勧めします。 セカンダリー・マーケットにはところどころまとまったチャンスがあります。 しかしながら、ポジションが大きくなればなるほど、リターンの可能性は少なくなります。 現在私共は、基本的に終焉に近づいている一部のファンドを私共の帳簿から取り除くという目的だけのために売却する可能性を検討しています。 しかし、プライベート・エクイティは全てどのような取引関係を保つかによりますので、何かをひっくり返す場合、短期の場合は問題ないかもしれませんが、長期の関係を確立するのであれば役に立ちません。

質問: ベンチャー・キャピタルまたはバイアウトの点で日本の会社をどのように評価しておられますか？

アールフ: 私共は日本またはアジアのプライベート・エクイティに投資したことはありません。 西欧への配分は **18%**のみですが、少し増やしているところです。 私にはスタッフが **3** 人しかいなくて、**70** 億ドルを管理しています。 投資の約 **82%**は米国内ですので、私のチームはあまりに忙しくて、ここまで来ることができません。 私は、きっとここに私の知らないたくさんのお機会有ると思います。 しかし、時間的な観点から見て、それが私共にとってのリターンを得る機会に相当するかどうかは分かりません。 日本またはアジアを実際に検討するには、恐らくファンド・オブ・ファンズやこれらの市場での経験とエクスポージャーのあるところを通じてということになります。 私は **10** 年前に日本に投資したことのあるファンド・オブ・ファンズのマネージャーと話していて、彼にこの市場に参入するなら今がその時期だと言われました。

ゴールドデン: 私共の日本への投資は二つの要素により左右されることになります。 一つは、パートナーを組む最優良のプライベート・エクイティ投資家がいるかどうかで、もう一つは、これらプライベート・エクイティ・マネージャー達が企業の基本価値を高める能力、です。 これは、最良の投資機会を提供する企業を多く再生できるかどうかにかかっているように思われるでしょうが、しかし、利害関係者に対する約束を維持しながら、どうやって株主の都合の良いように会社を再生することができるのでしょうか？ これが、過去、他よりも日本でプライベート・エクイティ投資の魅力が薄かった理由です。

パートII：銀行・保険業界向けラウンドテーブル
「プライベート・エクイティ投資運用」

総合司会： マーク・メイソン（コロンビア大学日本経済経営研究所）

パネリスト： アンドリュー・K・ゴールドデン（プリンストン大学投資会社）
ジョン・P・アルーフ（バージニア州年金システム）

討論テーマ： 投資ポートフォリオ評価
マネージャー選択
投資のパフォーマンス評価

ディスカッション I： 投資ポートフォリオ評価

メイソン： 日本の銀行・保険業界を対象にした第二回オルタナティブ投資ラウンド・テーブルによろこそ。早速討論に入り、ポートフォリオ評価の項目から始めたいと思います。アンディーさん、プライベート・エクイティのポートフォリオを評価するのにPrincoはどのようなアプローチを取っていますか？

ゴールドデン： プライベート・エクイティの評価は、非常に困難です。科学というより芸術に近いと思います。私共の場合、まずゼネラル・パートナーが提示した数字を見て、ほとんどの場合、その数字を下方修正することになります。皆さんの多くがご存知のように、ゼネラル・パートナーはポートフォリオ評価時に幅広い余地を持たせています。バイアウトよりもベンチャー・キャピタル業界の方が多くの基準があります。ベンチャー・キャピタルは、より高い評価額で参加してくる何らかの検証可能、または追加の資金調達があるまで（戦略投資家の参加による調整があるまで）、コスト（原価）またはそれを下回る金額で評価される傾向があります。外部の者が関与する場合にのみ書面化されるだけで、最後まで評価が書面化されないこともあります。実際、その新しい参加者が財務投資家ではなく戦略投資家である場合は、半分のケースしか書面化されません。もちろん、ベンチャー・キャピタリストは投資対象の会社に問題があるとみなす妥当な理由があれば、その会社の評価減を計上します。

バイアウト業界の基準はベンチャー・キャピタル業界よりもさらに少ないです。バイアウト・マネージャーの中には減損があった場合に、とかくより低いコストまたは価値で評価する者もいます。類似する会社と比較することもあります。しかし、重要な問いは、なぜ私共はいかなる瞬間でもポートフォリオの価値を気にすべきか、です。奇妙に聞こえるかもしれませんが、最終的にポートフォリオの会社が清算された時にその価値が分かります。たいてい、ポートフォリオの会社は、その会社の価値だと言われていたものよりも高い価値で清算されてきました。

自分のポートフォリオの価値が正確に分からないのは、かなり歯がゆいことです。しかしながら、歴史的に見てまた理論的にも、投資家が我慢しなければならないことに対しては対価が支払われたことが証明されています。投資家は報酬を受けるべきです。そうでなければ、我慢する理由がありません。私はこれを自分のポートフォリオの価値を知っているという幻想のある公開市場と対比できると思います。高い精度は得ませんが、多分正確なものは得られないでしょう。この常識外れの発言に対する裏付けとしては、公開市場の価格の変動性を見れば、ある会社の真の経済価値が株価と同様に変動が激しいとは信じ難いということです。投資決定はおおむね質的な要因やその会社とパートナーシップがどうなっているのかの理解に基づくものです。それは定量分析に基づいているのと同じくらい定性的課題に基づいています。

アールフ: 私は評価を二つに分けます。潜在的な投資機会を検討する際に私がマネージャーに奨励していることと、私がポートフォリオをどのように評価するか、の二つです。

私は何であれ下値で驚かされたくないのです。私は、マネージャー達にコストで評価するよう奨励しています。ベンチャー・キャピタリストの立場では、新しい評価を保証する独立第三者と一緒に、次のラウンドの資金調達をする場合か、または会社を売却する場合は、評価増ししても良いでしょう。バイアウト・マネージャー側は、コスト（原価）での評価の方が良いでしょう。私はアップサイド(上昇)で投資家を驚かせた方が良いでしょう。新しい機会を検討しているときに私はどのように評価するのでしょうか。皆さんがベンチャー・キャピタル側の場合は、利益のない事業をどのように評価しますか？ いかにも素晴らしい市場のように新しい機会について話すことができます。しかしながら、私には他に何人の参加者が全く同じ市場に参加しようとしているのか分かりません。多くの人が話してきた一般原則は、企業が何十億もの評価額について話していたインターネット・バブル時のものです。最近の多くのソフトウェア会社が話しているエグジット評価額ではせいぜい 2 億ドルです。ですから、皆さんがベンチャー・グループがソフトウェア事業に投下する資本金額を検討しているのであれば、同分野は未だにリスクの高い投資なので、投資額が 2,000 万ドルを上回るような過大評価は見たくありません。資金を 10 倍にする機会がないのであれば、そのようなことは良くないでしょう。ベンチャー市場は彼らが事業に支払う価格設定について、以前よりずっと保守的になってきたと思います。バイアウト面では、私は事業の負債水準と同様に、利益の伸びを検討します。過去 1 年間の米国バイアウト市場における大きな傾向はリキャップ（資本構成変更）でした。プライベート・エクイティが価値を創造しようとしているところなので、リキャップについては私も、私のマネージャー達もそれほど高く評価していません。リキャップは価値を生み出しません。リキャップは単にアグレッシブな債券市場を利用しているだけのことです。

ディスカッション

聴衆: 昨年、投資先案件のリキャップをしたバイアウト・ファンドがたくさんありますが、これらは未だにリキャップ前と同じ評価額で全株式を保有しています。この場合、お二人はゼネラル・パートナーに保守的な形で投資を推奨しますか？

アールフ: 現在の状況は、購入価格と負債水準が上がり始めた 1988 年の再来のようです。1988 年と現在の違いは、負債に対して支払っている金利がはるかに低いということです。1988 年には、今よりもっと負債倍率を検討していましたが、現在は支払利息を検討する必要があります。お金を取り戻すためにリキャップをするのは良いことですが、その場合私は投資先のレバレッジがどれだけか、また経済にちょっとした問題がある場合に何が起こるか、が気になります。現在の環境に関して良いことは、支払金利が低いことです。しかしながら、価値創造の点で言えば、誰でもできることなので、私はリキャップをマネージャーの積極的な動きとは見ていません。自分達を差別化することになりません。

ゴールドデン: 私はリキャップについてアールフさんより若干心配の度合いが少ないです。私は、投資に関する様々なものと同様にリキャップも事実と状況によると思いますが、レバレッジが会社を駄目にするとは思いません。レバレッジの使い方が悪い場合に会社を駄目にすることになるのです。ですから、私は場合によっては、リキャップを実施することが非常に賢明なことだと思います。リキャップのやり方に非常に精通していない限り、リキャップが価値を高める源になる可能性はさほどあり得ません。会社のファンダメンタルズを改善するのと同じでないことは間違いないのです。

聴衆: 小規模のオペレーションの場合、誰が何をするかについてどのように任せますか？ 私のグループの中にはプライベート・エクイティ投資が非常に長期間で、何が起こるのか分からないので決定をするのを恐れる人がいます。

ゴールドデン: 私は 15 人の社員と一緒に仕事をしていますが、そのうちの 3 人はシニアクラスです。私は彼らを自分のパートナーとみなし、この 3 人がそれぞれ一つ以上の資産クラスにおいてリーダーとしての役割を担当しています。その下の皆は、実際にむしろ万能選手の役割で、異なる資産分類を横断して作業しています。決定はチームでなされ、私共はコンセンサスを形成するようにしています。3 人の年長の同僚と私自身はマネージング・ディレクターと呼ばれ、コンセンサスを得る上でリーダーとして活動します。しかし、全員が投票します。大切なことは、個々の資産分類や個々の投資が、いかに良い成績を上げたかではなく、ファンド全体がいかに良い成績を上げたかに対して報酬を受けるのだということ、私共全員が理解することです。

私共の取締役会は、スタッフを変更すべきかどうかを含めて、多数の重要な責任を負っています。プライベート・エクイティのポートフォリオ評価の難しさを避ける一つの方法は、プロセスを理解することです。私共は、マネージャーの評価や定性的要素の重要性を実践するために、非常に一生懸命働いています。そこで、私共は取締役会に私共が考えていることを事前に説明する投資メモを渡します。私共には外部のマネージャーを雇用・解雇する権限がありますが、私共はなぜそれを実施したのかについて私共の考えを報告するメモを書きます。

聴衆: 投資の一つが失敗だと分かると問題になりますか？

ゴールドデン: 失敗だと判明するのがたった一つの投資だけだといいいのですが。投資はチェスではなく、バックギャモンのようなものです。運がからんできます。投げられ

るサイコロがあり、基金の中の 1 セグメントではなく基金全体に重点を置く動機の一つとして、報酬のようなものがあります。 より多くの投資に参加すればするほど、ひとまとめにすることができる個々の決定が多くなり、より多く分散することができます。私共は、私共の投資の多くが結果的にうまくいかないと予想しています。 判断を誤ったためにそうなるものもあれば、違う賽の目が出たためにうまくいかないこともあります。 しかし、失敗を恐れていたら、この分野の投資はできません。

アールフ: それがプライベート・エクイティに関して困難なことのひとつです。 10 年の投資計画が終わり、願わくはそのマネージャーが予定通りに現金化するまで、何度も何度もその投資判断を思い出させられます。 私共も投資がうまくいかなかったという状況を経験してきました。 投資判断が悪かった場合、それはそれで問題です。 しかし有限責任パートナー (LP) の最良の利益のためでなく、自分の利益のためにのみ行動するマネージャーがいる場合、彼らはポートフォリオ会社にしがみついて、何とかして追加のマネジメント・フィーをとるために、売却しようとしません。 そのようなことがあると、本当に問題になります。 法廷でこれに対処するには、パートナーシップを解体するための 75% の議決権が必要で、これを得るのが非常に難しく、極めて時間がかかります。 2 年ほど前に私はこれを経験し、今でも続いています。 非常に忍耐を要します。 これは、皆さんが対応する用意をしておかなければならないマイナス面のひとつです。

メイソン: 御社の取締役会の構成と性格について、どんな感じが教えていただけませんか？ 特に、どのくらいオルタナティブ投資全般を理解し、中でも特にプライベート・エクイティについて理解してくれますか？ 多くの米国基金の取締役会のメンバーには、例えばヘッジファンド投資などで非常にアクティブに活動している、一連の成功している個人資産家がありますが。

ゴールドデン: 取締役会には 9 人の社外取締役がいて、そのうち 4 人がプロとして投資に関わっています。 投資銀行家が 2 人いますが、彼らを投資家とみなすことができるかどうかは知りません。 当社の取締役会長はシリコンバレーで最も長く続いているベンチャー・キャピタル会社の一つの創設者ですので、彼はベンチャー・キャピタルを分かっています。 もう 1 人の取締役は最も古いベンチャー・キャピタル会社の一つに所属するベンチャー・キャピタリストです。 彼も分かっています。 その他、プロとしてヘッジファンドを運営している取締役がいて、彼も分かっています。 それから、もう 1 人、最大規模のファミリー・オフィスの一つを運営していて、彼女も「理解」してくれます。 話し合いはかなり簡単です。 私が思う成功の秘訣は、頭の良いボスを持つことです。

メイソン: 御社が優良なプライベート・エクイティ・ファンドにアクセスできるように支援をしてくれる取締役員がいると言っても間違いはないですね？

ゴールドデン: その通りです。 プリンストン連合軍から個々の取締役の成果を分離することは困難です。

アールフ: 私はとても羨ましいです。VRS の取締役会は州公務員から構成されています。教師、警察官、消防士、などです。取締役会は VRS の投資諮問委員会のアドバイスを受け、投資諮問委員会は業界関係者から構成されています。彼らは教授や市場に精通している人達で、通常プライベート・エクイティやヘッジファンドのプロではありませんが、以前に年金基金を運営したことがある人や、現在最高投資責任者 (CIO) の方々です。VRS の投資諮問委員会には確か 8 人か 9 人いたと思います。私共は彼らの反応を見て判断材料とし、何にせよ私共が何をしているかは彼等に言いません。私共は彼等の承認を得る必要がなく、「彼等にこれが私共の計画です、妥当だと思いますか」と聞き、彼らとその検討結果を取締役に報告し、その後、取締役会が私共の実施内容を承認します。

ディスカッション II : マネージャー選択

メイソン: マネージャー選択のテーマに移りたいと思います。ジョン、投資をするプライベート・エクイティのマネージャーをどのように選びますか?

アールフ: 私共は数え切れないほどの投資機会を検討します。私共の基本的なプロセスは通常、VRS でのミーティングから始まります。非常に多くの異なるグループと面談するので、ミーティング時間は 1 時間に制限するようにしています。その後、私は自分の事務所に戻って、通常、私が知っている潜在的投資家や、その会社に投資をしたことのある人や、そのグループと共同投資したことのある人に数本電話をして、それがまともな投資機会のように思われるかどうかを見ます。

この電話がうまくいけば、マネージャーに会いに出かけます。私は普通、半日からまる一日彼らの事務所で過ごし、彼らのプロセスや、実現したものも実現しなかったものも含めて過去の記録・実績を徹底的に調べます。そして会社に戻ります。そこから、多数の様々な人々に非常に沢山の電話をかけることにより、実質的なデュー・デリジェンスが始まります。ネットワークが広がるにつれ実行できるデュー・デリジェンスがより徹底されるので、経験が役に立ちます。そうしてデュー・デリジェンスが終わった後には、投資提案を文書にしなければなりません。私は CIO に検討中の新規案件の提案書をまわすことを知らせます。私共は提案書を提出し、CIO、取締役、CIO 代理、及び最高業務責任者 (COO) がそれを読み、基本的にその提案を承認または否認します。

しかしながら、私が VRS に勤務した 5 年以上の全期間中、私共が提案した投資が否認されたことはないのです。私共が厳しい質問に返答できる限り、CIO は私共の投資を承認します。私は CIO のところに行く度に、もちろん、私の要確認項目と彼女が聞くかもしれないことについての私の考えを全て確認しますが、彼女が提案を承認して当然とは思っていません。

マネージャーの分析をする時に私が検討する主なものは何でしょうか？ 第一に、私は実績を見ます。実績数値について嘘をつくことはできません。その後私は実現しなかったポートフォリオの展開を検討します。成長、市場シェア、そして負債水準を見ます。さらに、提案は何だったのか、マネージャーの考えはどこに向かっていたのか、また、それがこれまでいかに作用してきたかも検討します。私にとって大きなことは、私が様々な照会先から聞く、そのマネージャーの評判です。そして、それは単に彼らの能力についてだけではなく、彼らの人間性についてです。誰かと10年間顔を付き合わせていく場合、そのマネージャーを信頼でき、彼または彼女がすぐれた人格を持つと信じられることを確認したいと思います。それからディールフローも検討します。違う視点があるか？ 特定分野の専門知識を持っているか？ 案件の競合市場も見ます。競争上、最初から一歩先じるものがあるか？ 彼らの戦略も見ます。プロセスや、ポートフォリオ会社の価値をどのように高めることができるかも見ます。

ゴールドデン: 私共のプロセスは労働集約的です。新しいマネージャーを雇う場合、私共は契約を結ぶ前に400時間を越える時間を費やします。私個人は約20時間費やします。この役割は心躍るものではありませんが、私はセールスマンとしての役目も果たします。最良のマネージャーへのアクセスをするのがかなり難しくなっているので、このセールスマンとしての役割がますます重要性を増しています。彼らの事務所に行き、いかに彼らが私共にとって重要な存在になるかを提示することが重要です。実際、これが私が中国に行ってきた理由です。私は中国でマネージャー達にプリンストンを売り込んできましたが、同時にあまり知られていないことについての直接的理解をするためでもありました。

私共は基本的な価値を創造する能力のあるマネージャーを求めています。そのため電話をかけることや、他のマネージャー達と話したり誰かの評判について投資家達に確認したりすることに加えて、プライベート・エクイティのマネージャーがいかに関わってきたかや経営陣達が会社向上の支援をする上でマネージャー達がどのような成功をしてきたかを理解するために、ポートフォリオ会社の経営陣と話すのにも多くの時間を費やしています。

聴衆: 日本では、投資家がトップ・レベルのマネージャーを選ぶというよりは、トップ・レベルのマネージャーに投資家が選ばれています。投資家として選ばれる、より優れた候補になるにはどうすればよいのでしょうか？

ゴールドデン: 私はヘッジファンド関連の仕事を過去・現在といろいろ行っていますが、その選別は間違いなく双方向的なものだと言えますし、それはプライベート・エクイティでも同じだと思います。本質的に、営業活動には顧客のニーズや欲求を聞くことやそうしたニーズや欲求を満たす方法を説明することが含まれます。私はそれこそ最良のマネージャー達が求めているものだと思います。私共にとって、プリンストンの名声は私共の売り込みをはるかに容易にするものです。しかし他の要素も私の行動に関わっています。私共は、私共が彼らに対して絶対にしないことについて、マネージャー達を納得させようとし、私共の会話が刺激的なもので、重要な課題についてであり、彼らの時間を無駄にしないことを望みます。私共は、コンタクトできる他のマネージャー達が沢山いることを提示することもできます。コネクションを作り、彼らに彼ら

のビジネスの構成要素について助言をすることが重要です。これはむしろ新進の会社向けですが、単に恩恵を享受するだけでなく提供する側でもあるという評判が、一部のマネージャーにとって私共を魅力的な存在にしています。

アールフ: 州の年金基金としては、VRSは非常に好意的に見られています。VRSは実質的にヘッジファンドに参加した業界で最初の年金基金の一つです。1989年からヘッジファンドに参加していますので、私共が長期的な投資家であることを証明してきました。州の年金基金としては、非常に簡単なプロセスを持っています。私共の取締役会を訪問したり、プレゼンをしたりする必要がありません。取引が欲しい場合、何らかのミーティングを待つ必要もありません。

私もマネージャーの選別が双方向的なものだということに賛成です。マネージャーは私共に自分を売り込み、同時に私はVRSをマネージャーに売り込みます。私共は前向きであるよう努めます。私は常にマネージャーに彼らが出会った人の中で本当に尊敬する人は誰かを質問します。あなたと一緒に案件に誰がいたか、あなたと同じ見方をするのは誰か、などです。世の中には本当に多数の様々なベンチャー・キャピタルやバイアウトのファンドがあるので、私共は、これらのファンドが公開される3ヶ月または6ヶ月前に、その公開しようとしているファンドに連絡するようにしています。私の決まり文句はこうです。「突然申し訳ありませんが、私共は大金の小切手を切らなければならないのですが、私共は長期的な投資家なもので、貴社の投資戦略は大変興味深いです。貴ファンドについていろいろ調べてきました。」ファンド・マネージャーに会う前に経歴を調査したことを示すことが必要です。マネージャーが投資家の多くの関心を得始める前に、マネージャーの前に出る必要があります。

私が実行してきたもう一つのことは、プレースメント・エージェント（募集代理人）との関係を形成することです。皆さんは、良好なファンドが資金を募るのになぜプレースメント・エージェントを使用するのかと聞くかもしれません。ファンド側は時々自分達の顧客（投資家）ベースを多様化したいと考えます。潜在的投資家は既に参加している投資家の3倍を上回っているのです。投資家をえり抜くためにプレースメント・エージェントを必要としているのです。この方法はヨーロッパで数回私にとって役に立ちましたし、プレースメント・エージェントとの関係のおかげで、その流通ルートに流れてくるものを知りました。そのような時に、少しだけ積極的になり、前面に出ることができます。

聴衆: 投資初年度と一緒に仕事をしたいと思う新しいマネージャーの特定数を決めるようにしていますか？

ゴールデン: いいえ、私共は全てボトムアップ型で行います。パートナーシップ関係または配備するファンドの数のどちらについても、何をするつもりかを事前に決定するのは意味がありません。そうすることは、資金を次善のファンドで運用することを強いられたり、恣意的に少額投資にしたり、または運悪く、ファンドが多く設立された年にたまたま当たったために、非常に良いファンドを見逃すという危険を冒すこととなります。

アールフ: 私共のベンチャー・キャピタルへの配分は18%ですが、単にベンチャー・

キャピタルの配分があるからといって、その枠を埋めるために無理に配分することはありません。例えば、私共は3月に6つの案件をクローズしました。6つです！3人しかいないので、新しい機会の調査に関しては、予定を調整しなければなりません。基本的に、私共は6月まで新しい案件を検討できません。私が最もやりたくないことは、新しいマネージャーを参加させることができるように私のデュール・デリジェンス過程を短縮することです。

ディスカッション III： 投資のパフォーマンス評価

メイソン： 今度はファンドのモニタリングとパフォーマンス測定について考えましょう。アンディー、Princoではどのように取り組んでいますか？

ゴールドデン： ファンド・モニタリングは労働集約的です。私共は、現行の各関係に対して年間6～12日を費やします。この中には移動時間やバックオフィスの時間を入れていません。それに、ポートフォリオの間接経費（オーバーヘッド）または個々の構成要素ではない全体のモニタリングも入れていません。私は、モニタリングというのが恐らく間違った言葉だと思うのです。私共はモニタリングだけでなく、実際にマネージャーの支援をしようとしているからです。

このモニタリング・プロセスの中で重要な要素の一つは、通常私共は各マネージャーを対象にした諮問委員会または取締役会の一員になっていて、それがマネージャーと一緒にごく自然に時間を過ごすことになっていることです。私共は時にはマネージャーが彼らの事業について考える手助けをします。マネージャーの誰しものがアドバイスを求めているわけではないですが、マネージャーがすでに決定してきたことについてのコンセンサスを形成する上で非常に有効な方法になります。私共はマネージャー達が互いに知り合いになるパイプ役として役に立つこともあります。このことは、米国内のマネージャー達と国外のマネージャー達を結び付ける点で最も注目になります。

パフォーマンス測定の点については、多くの場合その質問と答えは見かけよりも複雑だと思えます。私共は定量評価にはそれほどこだわっておらず、定性評価には重点を置いています。次のファンドに投資する決定をしなければならない時は多くの場合、実際、それまでの過去のパフォーマンスよりも、その会社のファンダメンタルズについての方が重要です。

パフォーマンスの測定が非常に困難に思えるのに、私の自信はどこからやってくるのでしょうか？ 私は、物事は想定していたよりはるかにうまくいく傾向があることを経験から学んできました。確信に基づく賭けは、多くの場合報われるものです。

アールフ： 私は新規案件を検討するのに自分の時間の75～80%を使っています。私共の投資は10年の期間にわたるからです。いったん投資に参加すると、そこから逃れられません。ですから、自分が納得いくまで徹底的に検討し、思慮深い判断をするようにします。

私共はどのようにファンドをモニターするか？ 私の職務として、少なくとも年に1回、そのマネージャーを訪問しなければなりません。私はもっと訪問したいのですが、できません。当然ながら、他のマネージャーよりも親密な関係を持つマネージャーもあります。また私は訪問に加えて、少なくとも年に数回、間違いなく話をするようにもしていますが、月1回話をする他のマネージャーもいます。普通私が月1回話をするのは投資規模の大きいマネージャーとではありません。私は中堅企業を扱うマネージャーからたくさんの価値を得ています。

私のファンド・モニタリングの多くは、次回のファンドを対象にしたものでもありません。パートナーシップの展開はどうなっているか、既存の投資はどうなっているか、また市場の状態はどうか、などです。マネージャーについて良い感触を得なければなりません。彼らはどのように自分の戦略を明確に述べ、どのように環境の変化につれて、どのように戦略が進展してきたのか？ 私は異なるマネージャーの、市場について語り、彼らがそれにどう反応してきたかを対比するのが好きです。さらに、私は既存マネージャー達が業界内で尊敬する人を通じて新しい案件を探すことにも、彼らを活用します。

プライベート・エクイティ投資のパフォーマンスを測定するには、IRR（内部収益率）や投資利益を検討することができます。私は100%、または200%のIRRを見たいとも、4ヶ月以内に私の資金を返してもらいたいとは思っていませんが、同時に、15年かけてマルチプルが4というのも見たくありません。最も答えるのが難しい質問の一つは、インターネット・バブル以来、ベンチャー・キャピタル・マネージャーのパフォーマンスをどのように評価するかです。1996～1998年にマネージャー達が記録した特大サイズのパフォーマンスはインターネット・バブルのため、それとも市場に起因するのでしょうか？ 2000～2003年のマイナスのパフォーマンスはインターネット・バブルのため、それとも市場に起因するのでしょうか？ マネージャー達は過去に一生懸命働いたのと同じくらいインセンティブをどのくらい持っているのでしょうか？

また私は、私のマネージャー達の市場価値を四半期末に調整したり、その価値はXとかYとかでなければならぬと考えたりはしないようにもしています。しかしながら、マネージャーと再契約したいかどうかを決めるための検討過程では、自分で進んでその調整をします。

メイソン: プライベート・エクイティに投資をしたことがある日本の参加者が自分の経験と取り組み方を比較できるように、日本の参加者についての話に移りましょう。

聴衆: 日本にある私の会社では、私共が投資するファンドの約3分の2がオフショアにあります。そのため、年に1回マネージャーに会うことが非常に困難です。可能な時にはこれらのファンドの年次総会時にマネージャーを訪問するようにしています。マネージャーに会われる時、年次総会または別の機会での訪問かどうかで変わってきますか？

ゴールドデン: 私は、年次総会は多くの場合、時間の無駄だと思っています。

アールフ: 年次総会では実際多数の概要資料を受け取りますが、激しい議論を呼ぶ問題や、皆さんの望むことに対する正確な説明を得る場ではありません。しかし、しばし

ば年次総会はその他の疑問・問題を浮かび上がらせるのに良い方法です。私は、事業の展開を見る上でポートフォリオ会社のプレゼンテーションを楽しみにしています。さらに、会場には他の有限責任パートナー達がいるので、私は考えやアイデアを彼らに投げかけます。それに、年次総会では私が普通それほど出会う機会のない下位レベルのスタッフに実際会うことができます。私はこれがお偉方の後ろにいる部隊の質を調査する上で重要だと考えています。これが将来いつか新しいマネージャーになる可能性のある誰かに出会う機会になることもありえます。それに多くの場合、ゼネラル・パートナー達と話すと、彼らは皆さんの質問に正確にどのように答えるかを繰り返し練習し、用意しているのにも気付きます。それが下のレベルの者であればあるほど、彼らほど洗練されてないので、より多くの情報を皆さんと共有してくれることとなります。

年次総会自体には価値があると考えますが、特定の質問をしたいのであれば、直接面談の方がはるかに迅速に皆さんの質問に対する答えを得られます。

聴衆: その通りですが、これらの年次総会が豪勢なリゾート地で開催されるのに時々戸惑うことがあります。その目的は一体何なのでしょう？ しかし、私は他の有限責任パートナー達とのネットワークを築くことができるので、出席しています。その価値の方がより大きく、より重要です。彼らは私共が知らないファンド・マネージャーの名前を出してくれることもあり、役に立ちます。それで、私は全く時間の無駄だとはいえないのですが。

聴衆: マネージャーからの情報公開は日本では困難なことです。日本には情報の開示を義務付ける十分な法律がないので、私共は情報の共有を進んでしてくれるマネージャーを選ぶようにしています。米国の情報公開法（Freedom of Information Act : FOIA）はしばらく多数のメディアにカバーされていましたが、下火になってきました。現在同法はどのような状況にあるのでしょうか？

アールフ: FOIA は未だに論点になっている話題ですが、沈静化してきました。FOIA はなぜ VRS が積極的な有限責任パートナーになろうとしているかの理由です。FOIA が私共のポートフォリオ会社のデータを開示するよう私共に義務付けることになると最初に聞いた時に、「私共はこれまで素晴らしい有名なプライベート・エクイティ会社に投資をしてきた。私共がポートフォリオ会社のデータを公表し始めたら、基本的にこの素晴らしいネットワークが無駄になる」と言いました。

私共は、私共の異なる有限責任パートナー達から渡された各四半期及び年次報告書を箱に詰め、マネージャー宛に発送しました。その情報が要らない場合は私共の元へ送り返してくれるよう頼みました。それがかなり役に立ちました。次に、私共は非常に精力的に活動し、実際に議会から適用除外を得ました。その文言が正確に私共の望んでいたものではなかったもので、その後私共は司法長官に出向き、私共はポートフォリオ会社のデータを提供しなくてもよいという追加意見を取得しました。

VRS は世間に名前が出るようなことはしないようにしています。私はただくつろいで、自分達の事業だけを気にしていただけなのです。その方が楽に暮らせます。これまでのところ、FOIA の件が理由で、私共が私共のトップ・クラスのマネージャーの一部と投資ができなかったことはありません。

メイソン: CALPers (California Public Employees Retirement System : カリフォルニア州公務員退職年金基金) が彼らと彼らが投資するファンドの一部との間にクッションになる中間会社を作り、中間会社が CALPers の代わりに全ての一次情報を受領できるようにしようとしているという話を聞きました。 そうすれば、年金マネージャーは必要に応じてこのバッファー会社に質問をすることになります。 CALPers は、こうすれば、情報開示に関して訴訟を起こされても、自分達はその情報を所有していないと堂々と言うことができるかと論理的に考えました。 しかし、私はそれは一般的な方法ではないと思います。

聴衆: 私は、ベンチャー・キャピタル・ファンド、中でも特に IT やバイオテクノロジーに投資しているファンドをモニターするのが非常に困難であることに気付きました。 新しい発明や、真新しい装置や、専門用語の全てに遅れずについていくことができません。 私が理解するまでに、古くなってしまいうからです。

アールフ: 全く同感です。 私が最初に VRS に勤務し始めた頃、私はテクノロジーやバイオテックを理解していくつもりだと自分に言い聞かせました。ところが、私が業界紙で何かについて読むまでに、その素材は時代遅れになっていることに気付きました。

私は、ベンチャー・マネージャーの中には本当に正直で、これらの最新技術について多くの場合彼らも知らないという者もいると思います。 彼らはしばしばポートフォリオ会社やその他の起業家達、または本当に業界に精通しているベンチャー・パートナー達から情報を聞いています。 結局のところは、皆さんが新製品を買うことを検討している大企業だった場合、それを明日にはいなくなるかもしれない小さなベンチャー企業から買いたいのか、それとも製品はあまり良くはないけれど既存の企業から買いたいのか、ということです。 皆さんはモルモット (実験台) になりたいですか、または、根拠のない仮説に基づいたリスクを引き受ける最初のクライアントになりたいですか? これらの新しい会社は商品を買ってもらうことが難しいがために、成功しない優れた会社がたくさんあります。 加えて、多くの最高技術責任者が人員を削減しており、現在はベンチャー企業が成功するのがますます困難になっています。

一部のベンチャー会社を私が検討する方法の一つは、その会社が過去に生み出した会社を見ることです。 これらの会社が今でも成長可能かまたはまだ存在しているか? 多くの場合、成功が成功を生みます。 成功した会社が一つ生み出されていれば、そこから二つ、三つとスピナウトがあることだと思います。

(邦訳のとりまとめに当りましては、株式会社産業再生機構の石坂弘紀氏に大変お世話になりました。 お礼申し上げます。)

オルタナティブ投資プログラム スポンサー

リード・コーポレート・スポンサー

株式会社 野村証券ホールディングス

大同生命保険 株式会社

コーポレート・スポンサー

アドバンテッジパートナーズ **LLP**

株式会社 新生銀行