

## プライベートキャピタルのトレンド

投資機会と実務に関する  
専門家の声をお届けします

2017年第3四半期

### 本号の内容:

ホワイトハウスからプライベートエクイティ業界へ  
ダン・クエール元米国副大統領がサーベラスでのキャリアを語る

### その他の内容:

- ニューバーガー・バーマンは  
クライアントとどう向き合っているか
- ハーバード大学教授による新興国市場研究
- 米国不動産への投資
- アラスカ州の投資方法とは
- 石油vs再生可能エネルギーへの投資を比較
- 日本の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の内側
- Preqinによるデータ

# Privcap/Report

## Privcap

### David Snow

Co-founder & CEO

### Gill Torren

Co-founder & President

## Marketing & Sales

### Erin McDonald

Marketing & Events Coordinator

### Scott Pestronk

Sales & Client Relationships Coordinator

## Content

### Matthew Malone

SVP, Content & Digital Strategy

## Production & Design

### Rachel Shim

Production & Design Coordinator

### Benjamin Asbell

Production & Design Assistant

### Nathan Pardee

Video Production Manager

## Contacts

### Editorial

David Snow / dsnow@privcap.com

Matthew Malone / mmalone@privcap.com

## Sponsorships & Sales

Gill Torren / gtorren@privcap.com

For subscriptions, please call 855-PRIVCAP  
or email subscribe@privcap.com

## About Privcap

Privcap is a digital media company that produces events and thought-leadership content for the global private capital markets. Privcap offers communications services to market participants.

www.privcap.com



### 森本 晴久

創設者

アストリアコンサルティンググループ

### Hal Morimoto

Managing Director, Founder,  
Astoria Consulting Group

## 編集者だより

—

プライベートエクイティという資産クラスは飛躍的な成長を遂げたものの、情報が少なすぎることに悩まされてきました。

情報不足の理由の一部は、プライベートエクイティの歴史、つまり極めてプライベートであることによって説明することができます。プライベートエクイティ投資会社は非公開企業に投資し、通常、取引に関する情報公開を求められることはありません。プライベートエクイティ投資会社の多くはこれまで、プライバシーと自己裁量の文化を育んできました。そのため投資家にとって、プライベートエクイティ業界のマネージャー同士を比較し、多様な投資機会や実務を正確に評価することは容易ではありません。

しかしプライベートエクイティをポートフォリオに加える機関投資家の増加に伴い、マネージャーは、これまで以上に透明性を求められるようになりました。また市場の競争が激化したことで、マネージャーは自社に投資すべき理由を説明せざるを得なくなっています。その結果、かつては厳重に秘匿されていた情報が、今では自由に共有されるようになりました。これまで決してマスコミに語ることのなかったプライベートエクイティのゼネラル・パートナー（GP）も、今では自社独自の戦略や能力を広報するために喜んでインタビューに答えるようになってきています。

日本でもプライベートエクイティを取り入れる大手投資家が増えつつあり、世界中の最も優れた投資機会やベストプラクティスに関する質の高い情報の供給拡大は、そうした投資家にとってプラスとなるでしょう。とりわけ、最も成熟した米国や欧州のプライベートエクイティ市場のリミテッド・パートナー（LP）やGPが提供する視野は、日本の投資家にとって有益といえるでしょう。欧米のプライベートエクイティ業界は数十年にわたって市場に参加し、苦しい時期をたびたび経験しながら進化を遂げてきました。

Privcapの編集チームと協力し、幅広いバックグラウンドを持つ経験豊富な投資家へのインタビューを中心としたPrivcapのコンテンツを翻訳して日本の投資家にお届けできることを嬉しく思います。こうしたインタビューから得られる視野が、世界的なプライベートエクイティへの投資機会に関する読者諸氏の理解を深めることに役立てば幸いです。次号の「プライベートキャピタルのトレンド」をより良くするための率直なご意見をお待ちしております。

編集者 拝

森本 晴久

# 新興国では、プライベートエクイティが活用手段を提供

## ハーバード大学教授が新興国市場のプライベートエクイティに関する迷信を一蹴

ハーバード・ビジネス・スクールのジョシュ・ラーナー教授は、これまでのキャリアの大半をプライベートエクイティの研究に傾けてきました。ラーナー教授は、過去20年間に爆発的な成長を見せた新興国市場におけるプライベートエクイティに関する研究に邁進しています。

最近の研究プロジェクトで、ラーナー教授は、新興国市場におけるプライベートエクイティに関するいくつかの共通認識が正しいかを検証しようとしてきました。その投資家の認識がどのようなものかといえば、例えば、次のようなものです。すなわち、投資家は単に現地株式市場に投資することで新興国市場の成長を享受することができるというものと、これらの市場でプライベートエクイティが保有することの多い少数持分の株式の支配力とリターンは減少しているというものです。



Professor Josh Lerner ジョシュ・ラーナー教授  
Harvard Business School ハーバード・ビジネス・スクール

**Privcap:** 教授は長年にわたってプライベートエクイティ業界の研究に携わっていらっしゃいます。新興国市場のプライベートエクイティに関して、市場ではさらなる解明が求められていると最近お考えになった理由は何でしょうか。

**ジョシュ・ラーナー教授 (ハーバード・ビジネス・スクール):** 今日の機関投資家の世界を見てみると、それが多彩であることがわかります。新興国市場投資に関して、一方では突出して熟練し、知識豊富な人々がいます。他方、多くの投資家は、多額の資金を持っていても、新興国における投資全体に関して比較的経験が浅いといえます。

そのような投資家の間では、多くの迷信や誤解が生まれているといつて良いでしょう。例えば、思いつ

く一例として、これらの投資からの引き揚げの問題、つまり「一度入ったらもう抜け出せない」という、イーグルスの「ホテル・カリフォルニア」に歌われた状況のような側面が若干あると認識されています。また、これらの投資の構造について、特にその少数持分の株式投資への依存度の高さ故にプライベートエクイティはその価値以上に問題をばらばらしている場合が多いとの懸念が存在します。

**Privcap:** 教授のご研究で得られた主要な知見のひとつは、プライベートエクイティによって、新興国市場ではその国の公開市場では利用できない業界や企業を活用できるという点でした。

**ラーナー教授:** 公開市場を見ると、例えば、アルゼンチンやコロンビアなどの多くの国では、上位数社が公開市場を独占していることがわかります。プライベートエクイティの対象は、非常に広範な中規模企業の集まりですから、規模の点でまず違いがあるといえます。

もうひとつの重要な検討事項は、セクターに関するものです。新興国市場における公開市場の指標の多くを見ると、資本集約型の産業、つまり、天然資源、大手銀行等に非常に偏っていることがわかります。しかし、プライベートエクイティに目を向けると、様相は一変します。その大半は、例えば、中流階級のさらなる拡大とともに今後数十年間に目覚ましい成長を遂げると多くの人が感じている、消費者市場向けの産業が占めているのです。

ですから、企業の規模のみならず、産業構成の面でも違いがあることがわかります。

**「プライベートエクイティに目を向けると、その大半は、今後数十年にわたって目覚ましい成長を遂げると多くの人が感じている、消費者市場向けの産業が占めています」**

**Privcap:** プライベートエクイティは新興国市場の成長を利用するうえで素晴らしい方法の様に見受けられます。確かにこれは最高の方法なのかもしれませんが。しかし新興国市場投資は、主に少数持分の投資によるものが中心であるとはいええないでしょうか。そしてそうした投資は支配権を握りづらく、リスクが高いため、最適とはいえないのではないのでしょうか。

**ラーナー教授:** 良い質問です。米国の視点から新興国市場投資を検討するときには注意が必要です。米国ではこれまで、プライベートエクイティのグループは支配権のある投資を行い、そのポートフォリオの大半は、大株主となって実際に投資を支配できる企業によるものでした。ですから、少数持分の投資取引である新興国市場のプライベートエクイティに関して、往々にしてそうした質問が生じるのは当然です。その場合に、米国や西欧で見られるような投資形態から生じるメリットの多くが失われるというのは事実ですよね？

しかし、実際にデータを見てみると、いくらか違った側面がわかります。どうやら、IFCのように新興国市場で経験豊富な投資家の実績を見ても、あるいはより一般的にプライベートエクイティ投資のエグジekutを見ても、少数持分投資は主要株主となる投資と同様に成功しているようなのです。プライベートエクイティ投資を成功させるためにほぼ必須の要件であると考えがちな支配株式を持っていないでも、投資を非常にうまく成功させることができると考えられるのです。

これについてはさまざまな説明が可能ですが、恐らく、起業家の姿勢を踏まえ、投資家は少数持分株式の売却の方に積極的な可能性があります。ですから、主要株主となる株式が必要な場合には、逆選択の問題が多少なりとも存在しているのです。理由が何であれ、新興国では、主要持分でも少数持分でも株式で魅力的なリターンを生み出すことができるという非常に一貫したパターンが見られます。

**Privcap:** 新興国市場のプライベートエクイティがこれまでもたらしたリターンについて、どのように理解すべきでしょうか。

**ラーナー教授:** 過去10年間のヒストリカルデータを見てみると、米国や西欧の市場への投資リターンの方が、新興国の大半に対するものよりも明らかに高くなっていました。その一方で、これにはやや複雑な面もあり、比較のうえで考慮しなければならぬ点が実はさらに2つあるのです。

まず、公開株式市場を見ると、特に米国では、公開市場が実際にアウトパフォームしていたという事実があります。そして次のような問題にしてみると、見え方が全く異なる可能性があります。「絶対

リターンを見るのではなく、公開株式市場との相対的リターンで比較して見る」というものです。多くの点で、新興国市場のプライベートエクイティの方が、より魅力的かもしれません。

また、考慮すべき2番目の点は、米国や英国、その他の多数の西欧諸国といった多くの先進国でプライベートエクイティのリターン実績を見ると、リターンが比較的落ち込んだという期間が長く存在していたことがわかります。ゼネラルパートナーにとってもリミテッドパートナーにとっても、投資を軌道に乗せて、魅力的なリターンを得られるような熟練の域に達するまでには、時間を要したのです。

過去10年間の新興国のリターンを見る際は、2000年代の米国のリターンと比較すべきなのではないでしょうか。むしろ、まだこの業界が黎明期にあった1970年代の米国と比較すべきなのかもしれません。■

# 不動産の好機

不動産機関投資家2名による意見交換



**Sarah Schwarzschild** サラ・シュヴァルツシルト氏  
 Managing Director, マネージングディレクター  
 Metropolitan Real Estate (Carlyle Group) メトロポリタン・リアルエステート(カーライル・グループ)

**Adriana de Alcantara** アドリアーナ・デ・アルカンタラ氏  
 Senior Director, シニアディレクター  
 TH Real Estate THリアルエステート

不動産市場は特に米国で、再び活況に沸いています。Privcapでは、経験豊富な不動産投資家であるお二方に、現在の市場の見方や、どこに魅力的な機会があるか、そして激しい競争を乗り越える術について伺いました。

経済は非常に好調で人口構成も良好であり、若年人口が多く、極めて多様な経済を有しています。

**Privcap:** 不動産のサイクルにおいて、今はどの段階にあるとお考えですか。

工業部門でも好感を持っています。物流配送センターが人口集中地域の近くに配置されています。アマゾンに代表されるように、今や携帯のアプリを開けば、いとも簡単にあらゆるものを短時間で配送してもらうことが可能です。Eコマースがブームとなっているため、工業部門は非常に活発です。

**アドリアーナ・デ・アルカンタラ氏 (THリアルエステート):** 不動産は今後しばらく好調でしょう。建設は景気後退後の2010年から2014年にかけて大幅に落ち込みました。連邦準備制度理事会 (FRB) は個人向けの銀行貸し出しを注視しており、建設は依然として軟調です。つまり、市場は十分にバランスして物件の過剰在庫がないため、賃料は下落しないと考えられます。

**シュヴァルツシルト氏:** 私たちの戦略のひとつに、不動産セカンダリー市場が挙げられます。不動産ファンドが新規募集を締め切った後に、リミテッドパートナーシップ持分を購入するというものです。これは非常に新しい市場であり、効率性の低い市場でもあります。一部の人がより多くの情報を持ち、その他

市場は依然として非常に健全な状態です。雇用の伸びは非常に良好です。また、経済は依然として極めて堅調で、個人消費も堅調です。これらはいずれも不動産を後押しする要因となっています。

## 「投資分析には熟練が必要です」

の人々にはあまり情報がないという非対称性が市場に存在しています。そのため、魅力的な購入機会につながる可能性があります。

サラ・シュヴァルツシルト氏、  
 メトロポリタン・リアルエステート(カーライル・グループ)

**サラ・シュヴァルツシルト氏(メトロポリタン・リアルエステート):** 基礎的なファンダメンタルズが全般に良好なことは間違いないと思います。キャピタルマーケットはかなり好調と見ています。このため、キャップレートは記録的に低い水準にあり、金利を上回っているものの、やはり比較的堅調な相場を表しています。これは市場の売手側にとってプラスとなる一方、買手にとっては厳しい環境になる可能性があります。

**Privcap:** そのような競争の激しい市場において、信頼される投資家であり続けるためにはどうすべきでしょうか。

**Privcap:** 現在の米国不動産市場で最も魅力的な機会はどこにあるとお考えですか。

**シュヴァルツシルト氏:** 投資分析に熟練が必要です。しかし、売買スプレッドを得るための方法はいろいろと存在します。セカンダリー市場のディール構築にはさまざまな方法があるため、売手が求める価格を実現すると同時に、不動産セカンダリーの買手も合意に至ることが可能です。この一例として、繰延支払プランがあります。

**デ・アルカンタラ氏:** シアトルは過去10年間、最も好調な市場のひとつとなっています。空室率は5%です。過去20年間の空室率は4.5%と、極めて低いものでした。

**デ・アルカンタラ氏:** 私たちには鍵となる確実なディール実行力があるので、市場外でのディールが多くなっています。■

# 「いつまでも待ち続けられる」アラスカ

アラスカ永久基金のスペシャル・オポチュニティを統括するヤップ・キム氏へのインタビュー



**Yup Kim ヤップ・キム氏**  
Senior Portfolio Manager, シニア・ポートフォリオマネージャー  
Alaska Permanent Fund アラスカ永久基金

1976年に設立されたアラスカ永久基金は現在、約140億ドルのオルタナティブ投資を含む560億ドルの投資ビークルとなっています。アラスカのジュノーを拠点とする同基金は、その洗練された投資アプローチと長期的な姿勢で知られています。Privcapは、同基金のスペシャル・オポチュニティ戦略を統括するシニア・ポートフォリオマネージャーのヤップ・キム氏に、その投資体制の独自性を生み出す要因と、どのような投資を検討しているかについて、お話を伺いました。

しています。プライベート投資の特異な性質により、必要性の高い、金融政策の変化に左右されない分散が可能となります。プライベートのディールは公開投資と比較して交渉の余地が多く、当基金の規模を強みとして活用し、有利な条件を引き出すことができます。

**Privcap:** 直接投資を選ぶのはどのような場合でしょうか。また、ファンドにコミットするのはどのような場合でしょうか。

**キム氏:** 新たなテーマを検討する際は、最適なセクターの専門知識を有するしかるべき戦略・財務投資家を探します。また、大抵は仲介役を通じて、その分野での直接投資の機会についても検討します。当然ながら、当基金の直接投資の多くは、時間をかけて築き上げたゼネラルパートナーとの信頼関係から生じています。

**Privcap:** アラスカ永久基金でスペシャル・オポチュニティをご担当になっているお立場から、「スペシャル・オポチュニティ」とはどのようなものだとお考えでしょうか。

**ヤップ・キム氏 (アラスカ永久基金):** スペシャル・オポチュニティのマンデートは、資産クラス、セクター、地域を問わず、長期で集中投資の可能性があるテーマ型投資を見つけることです。今ではポートフォリオの対象は、ベンチャーキャピタルやバイアウト案件への直接投資、ゼネラルパートナーとの共同投資、有名な投資会社への戦略的出資など、幅広い分野に及んでいます。当マンデートでは、その投資期間を基に、長期的かつ往々にして逆張りとなる投資が可能であり、単にディフェンシブなものにとどまらない果敢な投資を後押ししています。

ための壮大なアイデアを持つ、視野の広い企業を支援したいと考えています。過去10年間のサイエンス、医薬、テクノロジーの進展を見ると、今日の世界で唯一変わらないのは、その急速な変化のみであるということに正に実感します。

**「当基金の直接投資の多くは、時間をかけて築き上げたゼネラルパートナーとの信頼関係から生じています」**

リソース面での制約により、当基金の資金の大半はプライマリーファンドにコミットしています。しかし可能な場合には、低コストで当基金に魅力的なリターンを生み出すことのできる直接投資を好みます。

**Privcap:** ジュノーに向かおうと考えているマネージャーは、アラスカ永久基金について何を理解しておくべきでしょうか。

**キム氏:** 当基金では無駄のないチーム編成により560億ドルを管理し、全世界の資産に投資を行っています。ディールフローの中心地から遠く離れた場所で事業を行い、リソースを精一杯活用していることが多いため、魅力的なリターンを生み出すのみならず、チームの活動を補完する道を見出すことのできるマネージャーが高く評価されます。■

**Privcap:** 現在最も関心のあるテーマは何でしょうか。

**キム氏:** 米国および西欧以外では、一部の新興国市場、特にインドとブラジルの消費者市場の成長に期待しています。短期的なマクロ経済上の懸念はありますが、人口動向は、これらの地域での長期的な魅力ある機会を示しています。

さらに、ショックや下落に弱い市場も注視しています。当基金は投資期間を設定していないため、いつまでも待ち続けられます。売り手の連鎖を待ち、満を持してこれらの市場で大規模なポジションを構築する余裕があるということです。

最後に、革新的なベンチャーキャピタル出資のライフサイエンスおよびテクノロジー企業を引き続き探していきます。重要な問題を解決する

**Privcap:** アラスカ永久基金のポートフォリオ全体の中で、プライベートキャピタル戦略が果たす役割はどのようなものでしょうか。

**キム氏:** プライベートキャピタル戦略は、ポートフォリオ全体の中で非常に重要な役割を果た



# 石油・ガス対再生可能エネルギー

エネルギー投資の専門家が今後10年間の投資対象としてどちらが適しているかを討論

エネルギーとプライベートエクイティは相性の良い組み合わせです。長期的見通しと莫大な資金が必要なエネルギー投資は、正にゼネラルパートナー (GP) が関与したいと考える種類の事業にほかなりません。3年以上前に原油価格が下落するまでは、エネルギー分野のプライベートエクイティ・ファンドは最もパフォーマンスの優れたファンドのひとつでした。原油価格が底値を脱しつつある今、投資家は、再生可能エネルギー市場の進展により、エネルギー分野におけるプライベートエクイティ投資の魅力が高まるかどうか疑問を抱いています。Privcapでは、先日のイベントにエネルギー分野のGPである4名をお招きし、石油・ガス投資と比較した太陽光・風力発電投資のメリットについて討論していただきました。

## 専門家

**マイケル・ホフマン氏**  
パートナー  
リバーストーン・ホールディングス

**Michael Hoffman**  
Partner,  
Riverstone Holdings

**ブライアン・クラムリー氏**  
マネージングパートナー  
ヴォータス・インベストメンツ

**Brian Crumley**  
Managing Partner,  
Vortus Investments

**デイビッド・スケイスブルック氏**  
共同創業者兼マネージングパートナー  
クインブルック・インフラストラクチャー・パートナーズ

**David Scaysbrook**  
Co-founder & Managing Partner,  
Quinbrook Infrastructure Partners

**マーク・ビッソ氏**  
マネージングディレクター  
オクジフ・キャピタル・マネジメント・グループ

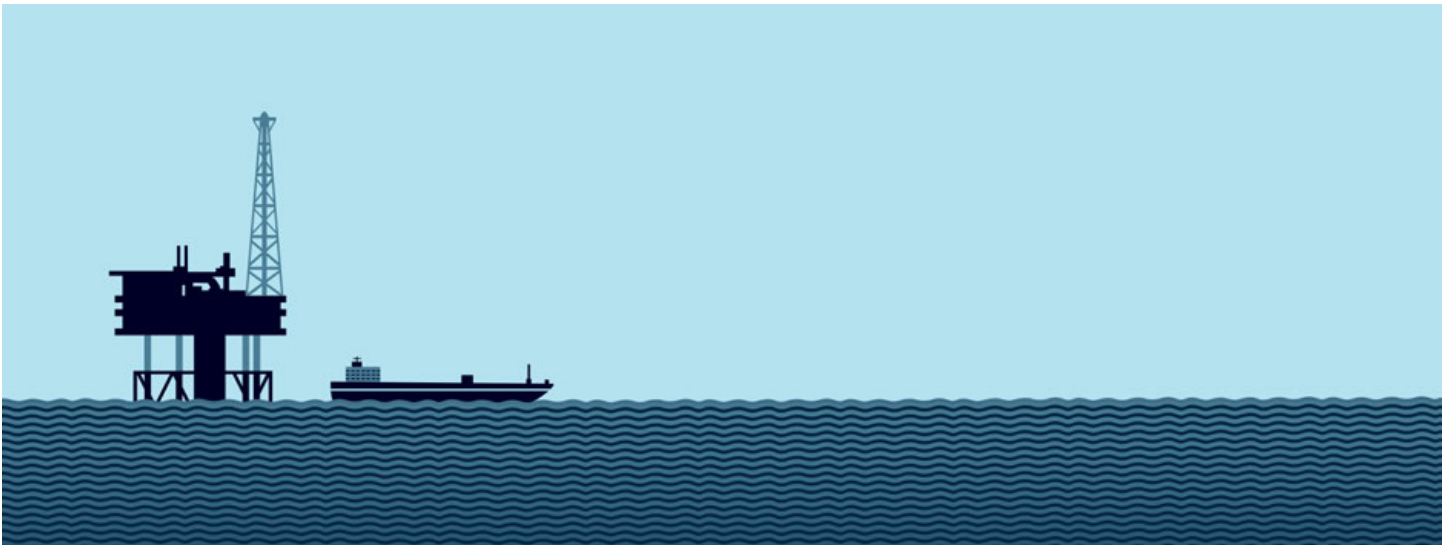
**Mark Bisso**  
Managing Director,  
Och-Ziff Capital Management Group

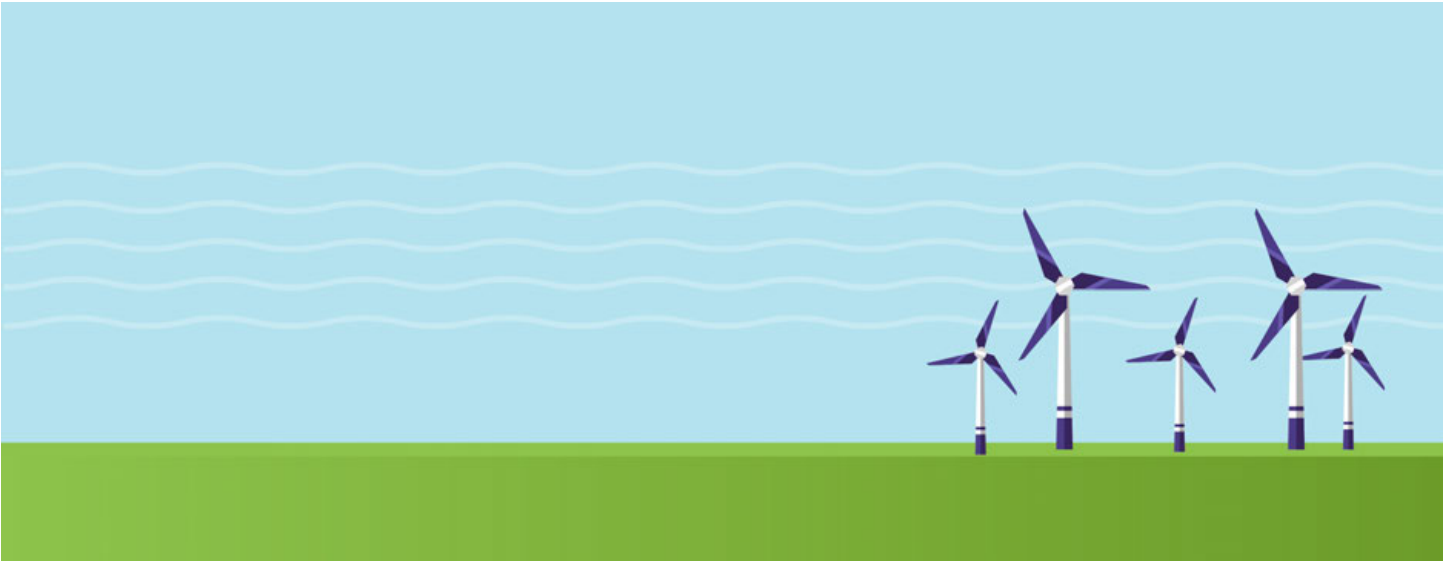
**Privcap: 従来の石油・ガスと再生可能エネルギーのどちらかに今後10年間投資しなければならないとしたら、どちらを選択されますか?**

**マーク・ビッソ氏 (オクジフ):** 原油価格の下落はエネルギー業界の川上セクターにいくつかの良い影響を与えました。業界の効率は高まり、資本構造は健全さを増し、開発に対するアプローチは全体的により建設的なものとなりました。需給関係を見れば、需要が今も堅調に伸び続けている一方で、過去2年間に設備投資を大幅に削減した結果、供給は課題に直面する可能性があります。

**ブライアン・クラムリー氏 (ヴォータス・インベストメンツ):** 石油・ガスは依然としてコモディティ・ビジネスであり、生産業者はコストを低く抑える必要があります。低コストを実現できた生産者が勝者となるのです。当社が重点的に投資している地元米国企業のリスク調節後リターンは満足のものです。

↓ 次のページに続く





**Privcap:** 再生可能エネルギーの専門家であるホフマンさんにお尋ねします。今後10年間の投資先として、再生可能エネルギーの方が適している点はどのようなもののでしょうか？

**マイケル・ホフマン氏 (リバーストーン・ホールディングス):** 当社は石油・ガス投資と再生可能エネルギー投資の双方に経験を有しています。しかし再生可能エネルギーは転換点に差し掛かっているという印象が強いですね。再生可能エネルギーを2つのグループに分けて考えてみましょう。エタノールやバイオディーゼル油は良いビジネスではありません。原油価格が80ドルを上回らなければ、原油と競争できないためです。しかし再生可能発電に関しては、当社が前回のファンドで投資を行った5年前とは大きく様変わりしました。5年前には、こうした再生可能エネルギー投資で成果をあげるには税制上の優遇措置が必要でした。しかし今日では税制上の優遇措置はなく、ガス発電所、風力発電所、太陽光発電所の間に大きな差はありません。再生可能エネルギーへの補助金はもはや必要ないのです。

**デイビッド・スケイスブルック氏 (クインブルック):** 確かに、特にここテキサス州では、石油・ガス投資に関して多くの富が築かれ、また失われていきました。しかし私たちが注目しなければならないのは損失の方です。石油・ガスはボラティリティが非常に激しいことが特徴です。石油・ガス分野のプライベートエクイティ投資で3倍、4倍、5倍のリターンを追求することは確かに可能ですが、資金を失う可能性もあるのです。そして基本的に、機関投資家はそのような多額の損失を出すわけにはいきません。

**Privcap:** 米国は天然ガスの主要輸出国となりつつあります。それによって石油・ガスの投資機会の見通しに変化はあるのでしょうか？

**ホフマン氏:** メキシコやカナダといった市場からのガス需要が拡大すれば、おそらく液化天然ガス (LNG) の輸出企業は優れた投資対象となるでしょう。再生可能エネルギーにはすでに競争力があるため、このトレンドは再生可能エネルギーにとって有利なだけです。

**スケイスブルック氏:** これは当社にも関係することです。今日では、ガスを根本的に理解していなければ、長期にわたって再生可能エネルギーに投資することはできません。石炭火力発電所の廃止が加速し、

風力や太陽光など燃料コストのかからない再生可能エネルギーがガス発電所をますます隅に追いやっている今、電力価格はガス発電に左右される傾向が強くなっているからです。規制緩和された世界中の電力市場のほとんどにおいて、ガス発電は電力の需給均衡化価格を決定する発電方法となりつつあります。

**Privcap:** 米国では共和党の大統領が誕生し、議会も共和党が過半数を占めています。このことはエネルギー業界にどのような変化をもたらすのでしょうか？

**ビッソ氏:** 石炭については多くの議論が交わされていますが、このセクターは根本的な経済問題に直面しているため、エネルギー業界への影響はあまり大きくないと思われます。しかし、規制環境は明らかに改善するでしょう。パイプラインに関しては、オバマ政権がいくつかの主要プロジェクトに反対したため、過去12~18カ月には多くのニュースが取り沙汰されました。新政権下ではそうしたプロジェクトが前進する可能性が高く、そうなれば中流セクター全体にとってプラスと見ています。掘削に関していえば、水圧破砕法 (フラッキング) 規制が強化されるリスクは根強いものの、新政権下ではそうしたリスクの多くが取り除かれると見られ、多くの生産者が救われるでしょう。

## 「再生可能エネルギーへの補助金はもはや必要ないのです」

マイケル・ホフマン氏、リバーストーン・ホールディングス

**ホフマン氏:** 一部では、トランプ新政権が再生可能エネルギー・ビジネスを潰そうとするのではないかと騒がれています。現実的に見て、クリーン発電所はおそらく最初から頓挫するでしょう。いずれにせよ、再生可能エネルギーに影響が出るのは2020年代後半のことと思われます。再生可能エネルギーの90%は各州の再生可能エネルギー生産令に基づいて生産されており、その割合は高まる一方です。オレゴン州はこれを50%に引き上げ、カリフォルニア州では50%、ニューヨーク州でも50%となっています。ですからこの点において、各州は連邦政府とは無関係に需要を拡大させていることとなります。■

# 顧客一人ひとりのニーズに合わせた カスタマイズ型投資ソリューション



**Sean Ward** ショーン・ワード氏  
Managing Director, Dyal Capital Partners  
マネージング・ディレクター  
ダイアル・キャピタル・パートナーズ

**Anthony Tutrone** アンソニー・テトロン氏  
Global Head, NB Alternatives  
グローバル責任者  
NBオルタナティブ部門

**Jonathan Shofet** ジョナサン・ショフェット氏  
Managing Director, Private Investment Portfolios  
マネージング・ディレクター  
プライベート投資ポートフォリオ

## ニューバーガー・バーマンの知見と広範なプラットフォームを最大限活用したカスタマイズ型プライベート・エクイティ投資プログラムおよび様々な特化型投資戦略の提供能力 顧客へ最適な投資ソリューションを提供する魅力および秘訣とは

Privcapはニューバーガー・バーマンのニューヨーク本社を訪問、同社のプライベート・エクイティ部門について、グローバルおよび日本におけるビジネスの拡大、特にカスタマイズ型投資プログラムおよび同社が運用するユニークな特化型戦略の拡大について話を聞いた。

**Privcap: 競争の激しい市場において、ニューバーガー・バーマンの提供する戦略・サービスはどのような点で他社と差別化しているのか?**

**テトロン:** 当社の投資手法、そしてお客様とのパートナーシップに対する取り組みは非常にユニークだと考えています。当社の受託資産残高に占めるカスタマイズ型投資プログラム、つまり「戦略的パートナーシップ」の割合は拡大を続けています。プライベート・エクイティ部門の受託資産残高約500億ドル(2017年3月末時点)のうちカスタマイズ型投資プログラムの受託は200億ドル近く(2017年3月末時点)に達しています。

**ショフェット:** 当社がプライベート・エクイティ戦略で受託している、グローバルおよび日本における運用規模が大きい洗練された機関投資家のお客様は、魅力的なリターンと投資における高い一貫性を強く求めています。さらに、当社ではプライベート・エクイティ市場をはじめとする様々な市場情報、デュー・デリジェンス関連情報、お客様向けトレーニング・プログラム等、多岐に渡る知識移転(ナレッジ・トランスファー)のサービスを提供しています。

**テトロン:** 当社の受託規模の大きさや業界における広範なネットワークは、お客様へ最も優れたプライベート・エクイティ・ファンドへより良い条件で投資を行うための非常に強固な交渉力に繋がっています。投資枠の確保や最恵国待遇条件の適用などが例に挙げられます。カスタマイズ型の受託においては、投資ガイドラインのニーズも様々であり、ESG投資の組み入れや特定の投資を禁止する等の投資家様固有の制約を設けたケースもあります。また、当社は共同投資にも強みを有しており、多くのカスタマイズ型投資プログラムで共同投資案件を組み入れています。当社の共同投資は、多くの場合、案件をリードするプライベート・エクイティ・マネージャー(ジェネラル・パートナー)に成功報酬や運用報酬の支払いが生じないため、コスト効率が極めて高い投資となります。

**Privcap: 日本のプライベート・エクイティ事業について**

**テトロン:** 日本のお客様は、プライベート・エクイティ投資案件が豊富な北米や欧州といった地域から地理的に離れていることから、投資や情報提供に関するご要望は詳細かつ非常に多岐にわたります。日本のお客様の様々なニーズにお応えするため、東京オフィスには約60名の社員を配置しています。また、ニューヨークのプライベート・エクイティ部門にプライベート・エクイティ専任の日本人プロフェッショナルが在籍し、日本のお客様向けのカスタマイズ型投資プログラムのポートフォリオ構築、組み入れファンド・案件に関する情報収集、また各種プライベート投資戦略や市場の最新情報のご提供をはじめ、お客様の様々なご

要望に対応したサービスを提供しています。このような体制を構築することで、差別化されたクオリティの高いサービスとコミュニケーションを実現しています。

2017年3月時点で日本の投資家様から約30億ドルのプライベート・エクイティ・ビジネスでの受託があり、当社は、日本におけるプライベート・エクイティ投資戦略の最大手かつ最も実績豊富な運用会社の一社だと言えます。

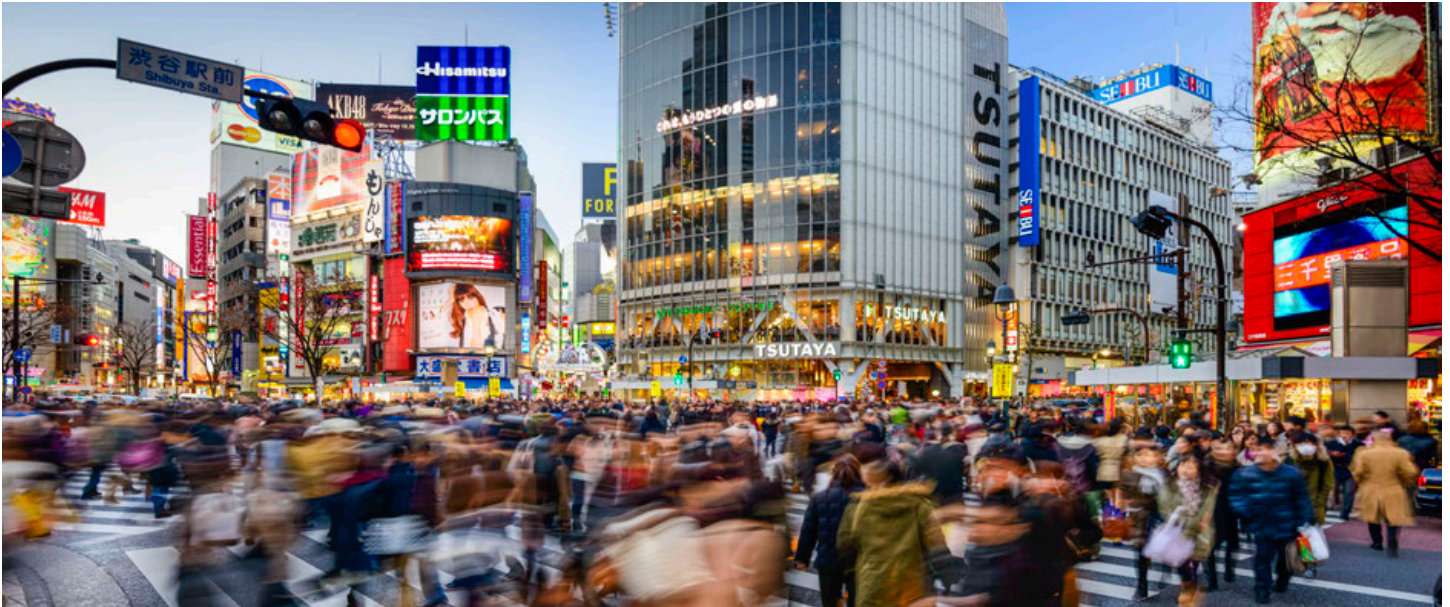
例を挙げますと、多くの日本のお客様から当社のトレーニング・プログラムに高い評価を頂いています。トレーニング・プログラムでは、投資家様に当社海外オフィスにお越し頂き、各戦略の投資委員会への同席をはじめ、プライマリー投資やセカンダリー投資等の戦略別トレーニングなどにご参加頂いています。当社では知識移転(ナレッジ・トランスファー)を非常に重要なサービスの1つと捉えています。

日本のお客様には、プライベート・エクイティ投資においてグローバルなエクスポージャーで、ポートフォリオの大部分を自ら運用する非常に洗練された機関投資家様もいらっしゃいます。一方で、米国や欧州のミッド・キャップ・バイアウトなどの一部の戦略では、日本の投資家様のアクセスが難しいファンドも存在しており、この領域における当社の高いアクセス能力をご活用頂けると考えています。

**ワード:** また、多くのお客様は、プライベート・エクイティ投資プログラムに加えて、差別化された特化型プライベート投資戦略の提供も可能な運用会社を戦略的パートナーとして探しています。当社のダイアル・キャピタル・パートナーズはその良い例です。ダイアルは実績が豊富な大手オルタナティブ運用会社ヘマインリテリイ出資(通常20%程度)を行います。ダイアルは、他のファンドでは実施出来ない投資案件へのアクセスを提供しています。当社はこれまでにヴィスタ、シルバー・レイク、スターウッド等の大手オルタナティブ運用会社への出資実績があります。日本でもすでに大手金融機関様や年金基金様を含む多くの投資家様からコミットメントを受託しています。■



# GPIFへの5つの質問



135兆円を運用する日本の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) がオルタナティブ資産への投資を開始すると発表した際は大きな注目を集めました。GPIFは世界最大級のプライベートエクイティ投資家のひとつとなる可能性があります。私たちはGPIFの広報担当者に5つの重要な質問を行い、以下の回答を得ました。

**Privcap:** オルタナティブ投資はGPIFの資産ポートフォリオ全体の中でどのような役割を果たすのでしょうか？

**GPIF:** 私たちがオルタナティブ投資を行う最も重要な目的は、ポートフォリオ全体を分散し、リスク・リターン特性を改善することにあります。ポートフォリオ内でのオルタナティブ投資のカテゴリーは特に決めていません。むしろ国内債券／株式、外国債券／株式といった既存のアロケーション・カテゴリーの中で、それぞれにオルタナティブ投資取引を行う方針です。

国際プライベートエクイティ投資は今後、外国株式ポートフォリオの一部として分類されることとなります。相対的な流動性の低さやリスクの高さを考慮し、プライベートエクイティには従来の株式投資ポートフォリオを上回るリターンとポートフォリオの分散効果を期待しています。

**Privcap:** オルタナティブ投資へのアロケーションはどの程度を予定されていますか？

**GPIF:** 実際問題としてプライベートエクイティ市場にどの程度投資できるかは、これから採用するファンド・オブ・ファンズのゲートキーパー／マネージャーと協議する考えです。GPIFはポートフォリオ全体の5%をオルタナティブ資産に投資することができますが、プライベートエクイティへの具体的なアロケーション目標は定めていません。

幅広いオルタナティブ投資の中で、GPIFがこれまで個別の資産クラスとして投資を認められていたのはプライベートエクイティ、インフラおよび不動産です。「プライベートエクイティ」自体にもベンチャー・キャピタル、パイアウト、グロース株、スペシャル・シチュエーションなど幅広い戦略が含まれている場合があり、今後数年間に重点を置くべき戦略についてはファンド・オブ・ファンズのゲートキーパー／マネージャーからご提案いただけるものと期待しています。

**Privcap:** これまでもプライベートエクイティ投資を実施されたことはありますか？

**GPIF:** GPIFは国際金融公社および日本政策投資銀行との共同投資契約に基づいて、新興国のプライベートエクイティへの投資を行ってきました。現段階ではこれがGPIFのポートフォリオに含まれる唯一のプライベートエクイティ投資です。

**Privcap:** GPIFのオルタナティブ投資担当チームは何人体制なのでしょう？

**GPIF:** 水野弘道CIO兼オルタナティブ投資室長を含め、プライベートエクイティ投資の経験を持つ5人のメンバーが担当していますが、さらに人員を拡充したいと考えています。

**Privcap:** 投資アドバイザーとの連携はどのように行われるのでしょうか？

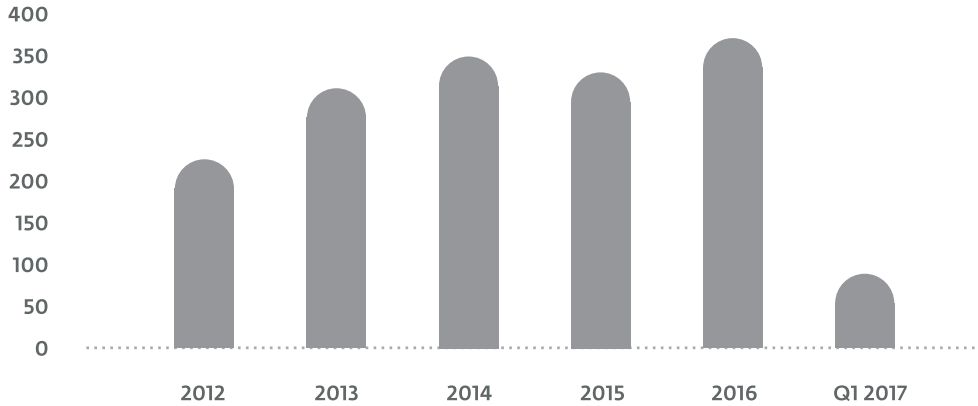
**GPIF:** 私たちはファンド・オブ・ファンズ型商品のゲートキーパーやマネージャーの採用に向けたRFP (提案依頼書) プロセスを開始しました。オルタナティブ投資ポートフォリオの構築に (これまで以上に) 積極的に取り組む第一歩として、ファンド・オブ・ファンズへの投資から始めたいと考えています。スキルと能力を備えたマネージャーを選定した後、GPIF専用ファンド・オブ・ファンズ・ビークルの設定と運用を委託する方針です。そのため、GPIF専用の一連のファンド・オブ・ファンズを設定させる方針であり、明確な理由がない限り、合同運用型のファンド・オブ・ファンズに投資する予定はありません。

時間をかけてGPIF内の投資チームを育成し、プライベートエクイティ市場の経験を積んでゆきたい考えです。また将来、運用関連の規制緩和が進めば、(ファンド・オブ・ファンズを経由せず) プライベートエクイティで直接複数の個別投資ファンド (GP) に出資する可能性についても検討することになるでしょう。■

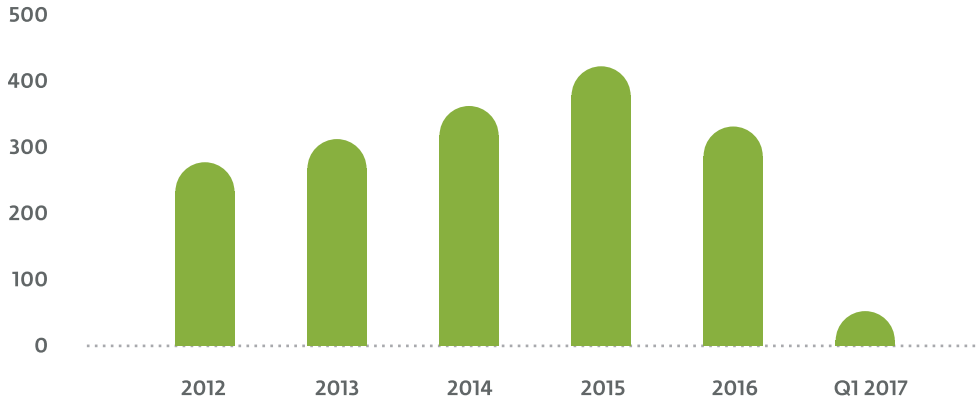
# 流入する資金と出て行く資金

Preqinのデータによると資金調達には世界的に依然活発なもの、市場ウォッチャーの間では、これだけの資金がはたしてどのように投資されるだろうかという声も聞かれます。

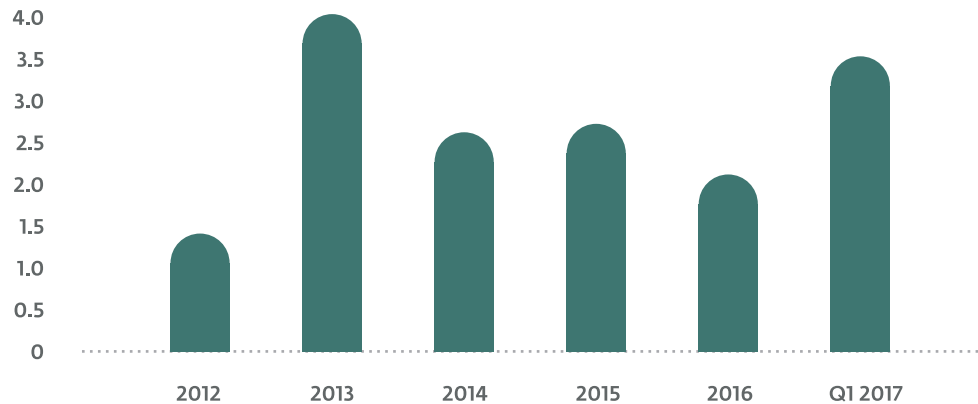
世界的なプライベートエクイティの資金調達総額 (\$B)



世界的なバイアウト案件の総額 (\$B)



日本を対象としたプライベートエクイティ・ファンドの資金調達総額 (\$B)



出典:



# ダン・クエール氏： プライベートエクイティ分野における私のキャリア

元米国副大統領が、政治、サーベラスおよび日本市場について語る



Photo: Gage Skidmore

ダン・クエール元米国副大統領は政界で活躍した後、1999年に、300億ドル超を運用する世界最大級の民間投資会社サーベラス・キャピタル・マネジメントに入社。2001年からはサーベラス・グローバル・インベストメンツの会長を務めています。Privcapではクエール元副大統領にインタビューを行い、サーベラスでのキャリア、同社の今後の展望、トランプ政権の決定が地政学に及ぼす影響、そして日本の投資環境の変化についてお話を伺いました。クエール元副大統領が初めて日本を訪れたのは、彼が米国議会議員となった最初の年、1977年でした。

**Privcap:** まず、最も質問をお受けになっていると思われるトピック、すなわちトランプ大統領についてお尋ねしたいと思います。就任から100日が経過しましたが、トランプ大統領が打ち出した主なイニシアティブの多くは目立った成果をあげられていません。大統領の政策を推進するには何が必要なのでしょう？

**ダン・クエール元副大統領:** 実業家としてのキャリアを見ても分かるように、トランプ大統領はブランディングに長けています。しかし

政治の世界では、ビジネスにおけるブランディングの役割をメッセージが担っています。法律を制定し何かを実現するためには、メッセージを打ち出し、それに従って行動する必要があります。「米国を再び偉大にする」というメッセージは民心を掴むものでした。

私が考えるところ、トランプ大統領はビジネスとブランドという考え方からシフトし、自らの優先事項に関する、明確で一貫したメッセージを確立する必要があります。これまでのところ、トランプ大統領はニール・ゴースッチ氏を最高裁判事に任命し、ヘルスケア法案を下院で可決させるなど、重要な成果をあげています。しかし税制改革やインフラ計画などの明確な政策案を発表し、その実現に厳密に焦点を当てる必要があります。

**Privcap:** 米国の政治情勢以外では、御社の投資家はどのような地政学的情勢に注目していますか？

**クエール元副大統領:** 政治情勢が目まぐるしく変化する今の時代、投資家は、主要な出来事が経済にどのような影響を与える

↓ 次のページに続く

かを注視しています。

欧州に目を向けると、投資家からは、ブレグジット（英国のEUからの離脱）、欧州各地の選挙とその結果が欧州地域のポピュリズムの台頭にとって何を意味するか、そしてユーロ圏の行く末に関する質問が寄せられています。

ブレグジットに関しては、従前に予想されていたほど破壊的な影響が生じることはないと考えており、実際、これまでのところはそのように見受けられます。とはいえ、EUからの離脱条件を巡る交渉が行われている最中であり、予断を許しません。英国がハード（強硬的）ブレグジットとソフト（穏健的）ブレグジットのどちらを選択するかは、長期にわたって欧州地域に影響を及ぼすことになるでしょう。

北朝鮮は注視しなければならないもう一つの地域です。とりわけ韓国で新大統領が誕生したことで、東アジアの地政学的情勢が変化する可能性があります。対北朝鮮関係での文大統領のアプローチは前任の朴大統領とは大きく異なり、南北の再統一に前向きです。この政権交代が地域政治や世界政治にどのような影響を及ぼすのか、興味深いところです。

**Privcap: サーベラスにお話を戻しましょう。サーベラスでのあなたの役割が過去20年間でどのように変化したか、お話しいただけますか？**

**クエール元副大統領:** 1999年にサーベラスに入社した当初は、国際展開に注力していました。まず日本オフィスの設立を手伝い、その後はフランクフルトとロンドンでのオフィス開設を支援しました。

現在はサーベラスの事業の両面に携わっています。つまり世界各地の既存投資家や潜在的な投資家への対応に時間を投じ、その一方

れるよう、企業を支援するというものです。サーベラス傘下のサーベラス・オペレーションズ・アンド・アドバイザーズ・カンパニー（COAC）は投資運用会社のアドバイザーズ会社としては最大級であり、当社の大きな強みです。COACにはサーベラスという会社とその社風を熟知した100人以上のプロフェッショナルが在籍しており、その顔ぶれには、元最高経営責任者（CEO）、元最高財務責任者（CFO）、元最高法律顧問といった企業の元幹部のほか、投資対象会社に助言を提供する機能特化型の専門家も含まれています。

当社はこうしたプロフェッショナルの専門知識を活かして投資候補先企業に対するデュー・ディリジェンスを行うだけでなく、新たな幹部または役員を外部から雇用する代わりに、彼らが持つ経営の実務経験を利用することができます。

**Privcap: サーベラスに入社されて間もない1990年代後半/2000年代前半の世界的な景気後退局面では日本関連のお仕事がほとんどでした。その頃の体験を少しお話しただけですか？**

**クエール元副大統領:** 私は1977年から定期的に日本を訪れており、サーベラスが日本で業務を展開して18年になります。当社が不良債権処理事業を行うために日本市場に進出した当時、日本は米国が1980年代後半から1990年代前半にかけて起こった貯蓄貸付組合（S&L）危機の際に経験したのと同じような環境に置かれていました。サーベラスの不良債権処理事業は初めからうまくいきました。私たちは1990年代前半、米国でS&L危機から生じた機会に焦点を当てた事業をスタートさせ、1990年代後半に日本に進出しました。

## 「日本のいくつかの機関投資家と面会しましたが、明らかに、国外の投資機会を探し求めていました」

で、投資家に関するインサイトを投資対象会社と共有しています。

**Privcap: サーベラスを今後どのような方向に進展させたいとお考えですか？**

**クエール元副大統領:** 当社は、（不良債権、社債・ディストレスト債、モーゲージ証券・資産、直接融資を含む）グローバルなクレジット・オポチュニティー、プライベートエクイティ、そして不動産という、互いに補完し合う三つの戦略を扱っていますが、そのどれにも豊富な投資機会があると考えています。当社はいくつかの戦略を通じて株式や債券に投資するための資金を備えており、市場の混乱によって割安な投資機会が見つければ、迅速に反応することが可能です。

**Privcap: サーベラスはどのようにして他の投資会社との差別化を図っているのですか？**

**クエール元副大統領:** 1992年の創業以来、当社の投資に対する業務アプローチは常に一貫しています。それは企業が事業運営や業界を取り巻く課題を乗り越えて成功を収めら

やがて日本事業は不良債権処理以外にも広がりました。一時はアジア地域への投資額が約100億ドルにのぼり、私は年に6~7回のペースでアジア地域を訪れていました。日本における事業を拡大するに当たっては、日本の実業界を理解し、実業界から受け入れられるよう、時間をかけて準備を行いました。市場参加者として、および投資家として成功するためにはそうすることが不可欠だからです。

**Privcap: 日本の一部の超大手機関投資家に見られる変化についてはどのようにお考えですか？ 投資資金を世界のプライベートエクイティに割り当てる動きが報告されていますが、この変化は本物でしょうか？**

**クエール元副大統領:** 私は過去1年間に日本のいくつかの機関投資家と面会しましたが、明らかに、オルタナティブ投資を含む国外の投資機会を探し求めていました。この背景には、低金利またはマイナス金利環境があります。これまで日本の機関投資家は主に日本国内で投資を行っていましたが、世界のプライベートエクイティやクレジットの投資機会へのシフトは本物であり、近く大きな変化が訪れる可能性があるものと私は考えています。■

日本を代表するLPカンファレンス

# Astoria Investor Forum 2017

2017年12月7日～8日、東京・学士会館

詳細はこちら

<http://www.astoriacg.com/pdf/LatestSponsorshipInfoE.pdf>  
からご覧いただけます。

日本の機関投資家の中で認知度の高い、プライベート・エクイティ、インフラストラクチャーおよびプライベート・デットに関するLPカンファレンスを今年12月に開催いたします。

アストリアは2002年から日本のLPコミュニティの教育ニーズに寄り添ってきました。今年カンファレンスでも200名以上の参加者が見込まれ、日本のLPの間で投資意欲が引き続き拡大していることがわかります。日本の機関投資家や資産運用機関にとって、アストリアインベスターフォーラムは、引き続き最新の投資トレンドや課題を学ぶ機会であることはもちろん、オルタナティブ投資業界のネットワークを構築するために優れた機会ともなっています。アストリアはこれまでも増して、機関投資家向け運用教育事業を通して日本のLPコミュニティのさらなる発展を支援してまいります。

## メーリングリストに参加

[register@astoriacg.com](mailto:register@astoriacg.com)にメールをお送りください。

ご不明な点がございましたら、アストリアコンサルティンググループ、マネジング・ディレクター、森本晴久までお問い合わせください。

[hm@astoriacg.com](mailto:hm@astoriacg.com)

**ASTORIA**  
CONSULTING  
GROUP, LLC