

CFA 協会ブログ

No.528

2021 年 6 月 4 日

永久資本：プライベート市場の聖杯

Permanent Capital: The Holy Grail of Private Markets

[セバスチャン・キャンデル\(Sebastien Canderle\)](#)

レバレッジド・バイアウト (LBO) は過去半世紀で最も成功した金融商品の一つですが、先駆者のヘンリー・クラビス(Henry Kravis)氏とテディ・フォーツマン(Teddy Forstmann)氏がその立ち上げに手を貸した1970年当時、個々のディール毎に執行されていました。そのプロセスは面倒なものでした。

資本調達ステージを迅速に処理し、一層の規律を導入するため、LBO スペシャリストらは間もなく投資ストラクチャーを確立しましたが、それは典型的には第三者の限定責任パートナーすなわちLP投資家から10年間の出資コミットメントを確約してもらうというものでした。

いつでも利用可能なこうした武器を手に入れたことで、時間の限られた入札においてより効率的に動くことが可能となり、物議をかもした1988年のRJRナビスコに対するビッドにおいて、[フォーツマン氏とクラビス](#)氏が競合ホワイトナイトとしてふるまう上で役に立ったことはよく知られています。

このようにブラインドプールというストラクチャーが開発されて手数料ベースのモデルがより信頼に足るものとなったため、LBO スペシャリストらは最終的にはプライベート・エクイティ (PE) 投資会社と看板を変え、究極的な成功の証しともいえる永久資本の確保に励むようになりました。

グローバル・キラー

初期に創設されたファンドは長期にわたって素晴らしい成果を収めました。しかし、世界金融危機(GFC)

が、このセクターの多くの先導的企業に対して存在にかかわる問いを投げかけました。それは小惑星の衝突あるいはパンデミックなど、天文学者や疫学者らが「グローバル・キラー」と呼んでいる事象に匹敵する市場イベントでした。

TPG キャピタルは、[ハラズ・エンターテインメント](#)、[TXU](#)、[ワシントン・ミュージアル](#)のバイアウトといった失望的な取引の影響で新しい旗艦ファンドの一つを8年で閉鎖しました。[2016年に再設定されたファンド](#)の規模は105億ドルで、前回のTPG VIの約半分の規模にとどまりました。

一般的に米国の同業者の最悪の投資戦略を1-2年遅れで好んで採用する傾向のある英国企業の多くは、さらに不運でした。

[欧州最大の上場LBO投資会社であるスリーアイ・グループ](#)は、債務過剰の財政状態から脱却するため、2009年半ばに7億3200万ポンド(11億ドル)の緊急増資を余儀なくされました。

破綻に瀕していた音楽コンテンツのEMIを2007年に42億ポンドで買収した[テラ・ファーマ](#)は、[その後の資金調達で失敗を繰り返しました](#)。それもそのはずで、同社が2006年に設立した[ファンドIIIの収益率は年率マイナス9%](#)で、LPの資本の半分以上を毀損していたのです。

GFC以前に60億ユーロ以上を運用しており、[欧州上位10社の一角であったキャンダーバー](#)は、[ヨット製造のフェレッティの2006年におけるPE持分取得](#)や、

その前年における[ギャンプル・オペレーターのガラと
コーラル・ユーロベットの大規模合併](#)を含むいくつか
のディールが破滅的な失敗となったことで、3年前に
廃業となりました。

持続する脅威

[世界のバイアウト企業の 1/4 は 2008 年以後、一度も
資金を調達できていません](#)。辛くも死の淵から逃れて
生き残った企業も、この 10 年間、それほど暴力的で
はないものの、よりしぶとい課題に向き合わなければ
なりませんでした。

バイアウト企業が独自のスキルを備えているわけで
はなく、本質的に場当たり的なものであることを、金
融危機が LP 投資家に知らしめたためです。以来、直
接投資を行うことを選択する投資家が増加してきま
した。

様々な理由がこうした動きの背景にあります。重大な
理由の一つは、PE 投資会社の高い手数料がキャピタ
ルゲインのかなりの部分を食いつぶしてしまうこと
です。もう一つのファクターは、[ファンド・マネー
ジャーの大部分が LP 投資家に約束した 10 年以内での
成果を実現していない](#)ということです。

より最近の誘因は、このセクターのコモディティ化と
だぶつきに関連しています。不動産、クレジット、バ
イアウトを含む代替資産のあらゆる領域にわたり、[世
界で 5 千を超す企業と 2 兆 5 千億ドル超の待機資金](#)
が存在しています。先進国における（特定の投資家に最
初の交渉権が与えられる）プロプライアタリー・ディ
ールは過去のもののなのです。

コベナンツ・ライト・ステープル・ファイナンスから
ベンダー・デュー・デリジェンスまで、投資技法の標
準化は株式のリターンを縮小し、LBO をジェネラリ
ストにもアクセス可能なものとなりました。カナダ・ペ
ンション・プランのような年金プランや、シンガポー
ルの GIC といったソブリン・ウェルス・ファンドに

は、多くの PE グループに匹敵する能力があります。

LP の影響に対抗する

激化する競争の影響を緩和し、収益モデルをより持続
的なものとするため、PE ファンド・マネージャーは、
契約の 10 年以内で資本を返還するという義務を守ろ
うとする代わりに、新たなビジネス・ラインを考案し
ました。

ブラックストーンは、低成長ながらより安全と期待さ
れる業界代表企業に投資するため、[50 億ドルの「コア」
PE ファンド](#)を 2016 年に立ち上げました。ウォーレ
ン・バフェット氏の買い持ち戦略を模倣するためです。
同年、[カーライルは 36 億ドルの長期ファンドへの
出資を確保し、欧州のライバルである CVC は期間 15
年のファンドで 50 億ドルを集めました](#)。

期間の特定されていない導管的スキームでは、手数料
を長く反復的に徴収できます。しかしながら、その見
返りとしてパフォーマンス・フィーはより低く、通常
は伝統的な 10 年満期ファンドの 20%の半分です。よ
り長期的な寿命を持つ投資ビークルは以来、アセッ
ト・ギャザリングのカギとなる手法の一つとなってお
り、昨年[ブラックストーンが設定した第二の長期フ
ァンド](#)でも、保有期間はあいまいのまま、80 億ドルが集
まりました。

サード・パーティー向けファンドの満期を伸ばすこと
に加え、PE 企業は LP に対抗して優位を取り戻すた
め、補完的な行動をとりました。つまり、外部から新
しい資金を導入したのです。

ビッグ 5 と呼ばれるアポロ、アレス、ブラックスト
ーン、カーライル、および KKR は、2008 年の危機に前
後して新規公開の道をとりました。スウェーデンの
EQT は 2 年前にこれに続けました。しかし、欧州の
BC パートナーズやブリッジポイントなど、準大手プ
レイヤーの大部分は私募によって運用会社の少数株
主持分を売却することを選択しました。

株式公開や私募による持分売却は、流動性と PE 企業の経営陣の持分を現金化する手段をもたらしました。しかし、どんな時でも資本を蓄積していくという道筋からは大きな隔たりがあります。ビッグ 5 の株価が 2020 年第一四半期に 40-50% 下落したことは、この戦略に固有の制約を証明するものです。下落市場においては、大幅なディスカウントでなければ、資本を引き付けることは困難でしょう。

LP への依存を減らす

聖杯クエストにおける最近の強力なイノベーションの一つは、長期的な資本プールを管理するプラットフォームの構想あるいはその獲得です。PE 企業は、LP 組成の最も魅力的な特徴である資産と手数料への制約なきアクセスを再現しようとしています。

実際、LP は永久資本について知り尽くしています。主要大学の基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、年金プランの管理者、保険会社などは数十年にわたって資金を運用し、卒業生からの寄付金、政府からの税収、年金拠出金、保険料などの定期的なキャッシュ・インフローや、債券や株式の保有による定期的な利息や配当金の収入を享受しています。

この模倣政策は、アポロが 2009 年に退職金サービス専門のアテネに投資したことで始まりました。このような動きが起こったのが、PE という種が危機に瀕した金融メルトダウンの後であったことは偶然ではありません。

年金保険の提供者は、取引資金の保証人や融資機関として利用できる資本基盤として代表的なものです。

[KKR はこの観点から](#)昨年退職金・生命保険会社のグローバル・アトランティックを買収し、700 億ドルを資産ベースに追加しました。

自動車保険の GEICO は、親会社であるバフェット氏のバークシャー・ハサウェイに滞留資金(float)を供給することで信頼できる浮き輪(float)の役目を果たし

ています。[1995 年にバークシャー・ハサウェイの完全子会社となって以来](#)、GEICO の滞留資金はバークシャー・ハサウェイの投資や買収を支えるために、ただ同然の担保貸付金として利用されてきました。この点で[アポロが 2016 年にアテネをニューヨーク証券取引所に上場させたことは、明らかに失敗](#)でした。アポロは今年初めにこれを撤回し、[かつて傘下に置いていた同社と合併](#)しました。

弱体化するコーポレート・ガバナンス

端的に言えば、これらの資本プラットフォームは PE ディール・メーカーが伝統的な LP に支えられた投資ビークルとの競争に打ち勝ち、時間のかかる資金調達の頻度を減らすことに役立つでしょう。

しかし、プライベート市場における永久資本は、元々疑わしい慣行で悪名高いセクターにおける不正行為のリスクを強めるものにもなるでしょう。世界金融危機のあと、いくつかの PE グループは[談合、腐敗、資本提供者への手数料の不十分な開示などの訴え](#)によって評判を落としました。

規制は極めて緩いとはいえ、プライベート・エクイティは依然として LP 投資家の監督下にあり、LP 投資家自身も年金保有者や預金者に対する受託者責任を負っています。アポロの共同創業者兼 CEO であるレオン・ブラック氏の[失脚に LP が重要な役割を果たした](#)のがそのためであることには疑いありません。

[アテネとの合併](#)は、アポロの経営陣にとって[価値ある道具立て](#)となる可能性があります。蓄積された永久資本を支配することで、LP の力を弱めることができるからです。

ブラックロックやバンガードのような機関投資家は、ニューヨーク証券取引所に上場しているアポロ・グローバル・マネジメント・インクの株式名簿に登録されていますが、歴史ある PE ファンドの主要投資家がファンドに及ぼすような権威を持つことは決していない

と思われます。実際のところ、LP が弱体化して、手数料収入の見通しが良くなり、株式のボラティリティーが低下することは、一般投資家にとって当初は恩恵となるかもしれません。

しかし、LP に監視権を与える諮問委員会の必要性をなくすことは、主要な PE グループの永久的な待機資金について、見せかけのアカウンタビリティ（説明責任）さえ終わらせる可能性があります。これは、[ランプ政権が個人投資家に 401\(k\) プランを通じてプライベート・エクイティに直接投資する選択肢を与えた 1 年後の今、個人投資家にとって良いことではないでしょう](#)。これらの小口投資家は、プライベート・マーケットの規制がなく特定の目的を持たない資金プールに「洗練されていない」資金を追加することになるでしょう。

不老不死の妙薬

永久資本は、中世初期の中国の仏教僧院における「無尽」を思い起こさせます。人類学者のデイビッド・グレーバー (David Graeber) は、[「資金を継続的に利子付きで貸し出し、それ以外の方法では元金に手を付けないことで、\(僧院は\) 実質的にリスクのない投資を保証することができました。それがすべてでした」](#)と記録しています。

PE ファンド・マネージャーにとって、無尽蔵の資金を持っていることの意味はもっと繊細なものです。彼らのモデルは、LP の気まぐれに左右されることなく、資産基盤と定期的な追加資金の流れを確保することが必要です。PE が金融危機に見舞われた 2009 年 12 月、ヘンリー・クラビス氏はバフェット氏について「[彼は自分が望むどんな投資でもできる・・・そして、彼は決して資金を調達する必要がない](#)」と、羨望を込めて語っています。

扱いにくい金融コングロマリットを証券取引所に上場し、一定の滞留資金をコントロールすることがバフェット氏の青写真を模したものであるならば、[バーク](#)

[シャー・ハサウェイが過去 10 年間そうであったように](#)、上場 PE グループはベンチマーク・インデックスをアンダーパフォームすることになるのでしょうか？

バフェット氏とは異なり、PE ファンド・マネージャーはパフォーマンスに関係なく手数料を取ることにためらいはありません。容赦ない手数料取り立てというこの楽な仕事の存続が許される限り、KKR の株主は、クラビス氏を含めて、KKR が運用するビンテージ・ファンドの LP 投資家よりも良い結果を得ることができるでしょう。

帝国建設と永遠の命を追求するこの物語のなかでは、気まぐれな景気サイクルや外部からの干渉の影響を受けなくなることが目標です。プライベート・エクイティの支配者たちが自分たちの城の周りに掘っているのは、バフェットのような堀ではなく、跳ね橋さえない永久的な資本のプールなのです。

この投稿が気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購読をお願い致します

執筆者

セバスチャン・キャンデル (Cebastien Canderle)

(翻訳者：清水 英佑、CFA)

英文オリジナル記事はこちら [Permanent Capital: The Holy Grail of Private Markets | CFA Institute Enterprising Investor](#)

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。