
プライベート・エクイティ 日本年金基金 セミナー

2005年3月11日

アンドリュー・ゴールデン
プリンストン大学投資会社(PRINCO) 社長

“何もうまくいかないことが分かっているので
何も心配しない。”

－モーズ・アリソン

日本年金基金 セミナー プライベート・エクイティ投資について

- プリンストン大学寄付基金(PRINCO)の背景
 - 基金概要
 - 組織構成
 - 投資目標
 - アセット・アロケーション(分散ポートフォリオにプライベート・エクイティを組入)
 - パフォーマンスの概要
- プリンストンのプライベート・エクイティ・プログラム

日本年金基金 セミナー

プライベート・エクイティ投資について(続)

- **議題**

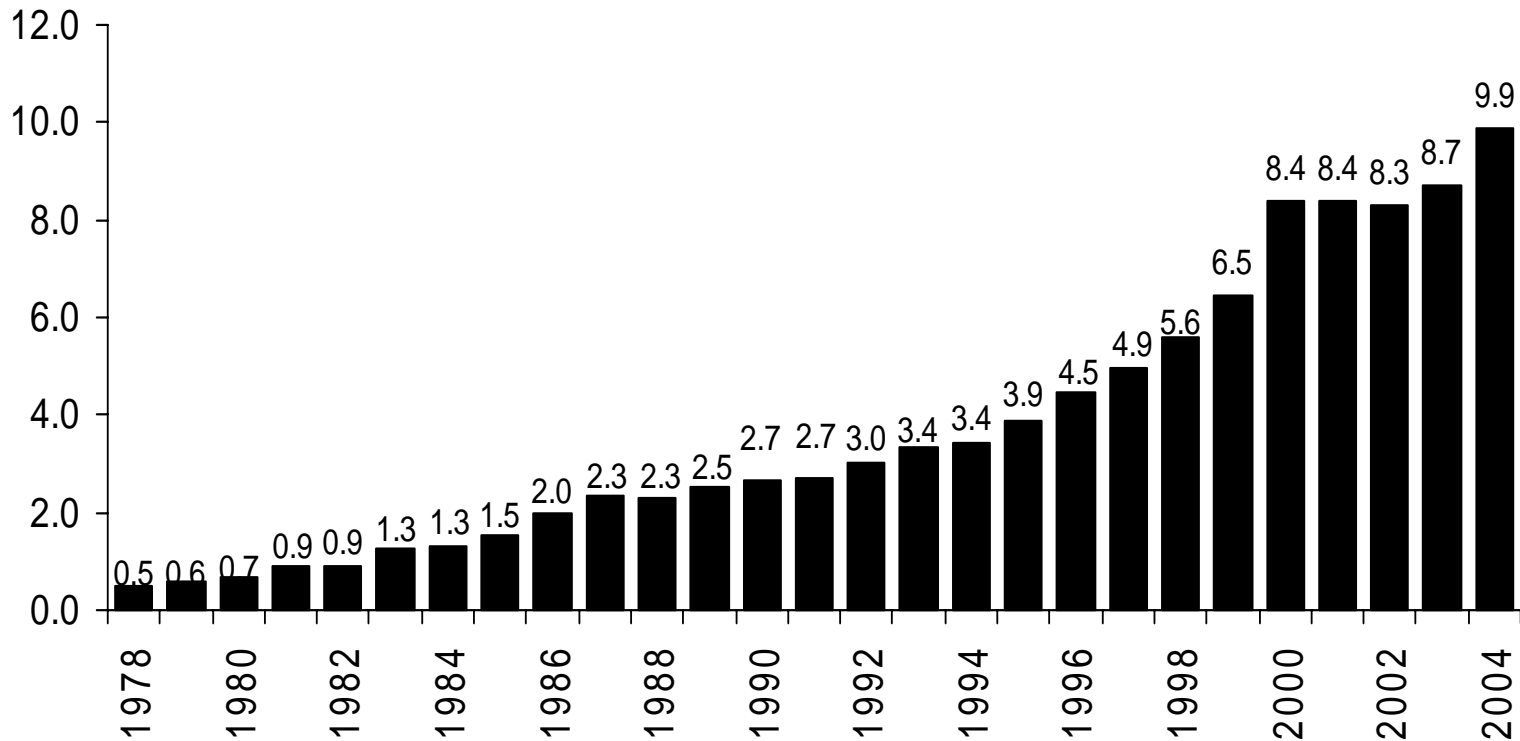
- プライベート・エクイティのポートフォリオ評価
- パフォーマンスの測定
- プライベート・エクイティとその他非流動資産の管理
- マネージャー選択
- プライベート・エクイティの流通市場とその意味

基金概要

- 2004年度営業予算に対し、投資収益3.198億ドル(36.4%)を計上
- 99億ドル、全米第4位、学生一人あたりでは第1位
- 目標：可能な限り慎重な支出
 - 将来の世代のための購買力を維持
 - 安定した収入を提供

80年代、90年代における 基金の顕著な伸び (会計年度末数値)

単位:10億ドル



プリンストン大学投資会社 (PRINCO) の構成

- 1987年、信託財政委員会より権限委譲を受け設立
- 独立組織、ただし非法人組織
- 役員12名（理事4名、旧理事2名、大学役員3名を含む）
- プロフェッショナル16名、事務スタッフ4名、及び財務部からのサポート
- 100名を超える登録外部マネージャー

PRINCOの組織モデルは1998年に発展

- 役員会では、長期アセット・アロケーションを含む方針課題に焦点
- 役員会構成の合理化
- 経営最高責任者（CEO）の権限をPRINCO社長に移管
- 従業員の役割:
 - 方針課題についての作業仮説の設定
 - マネージャー選択を含むプログラムの実行
- 2001年度、PRINCOは、オルタナティブ・アセット（代替資産）ファンド・プログラムの管理を再開

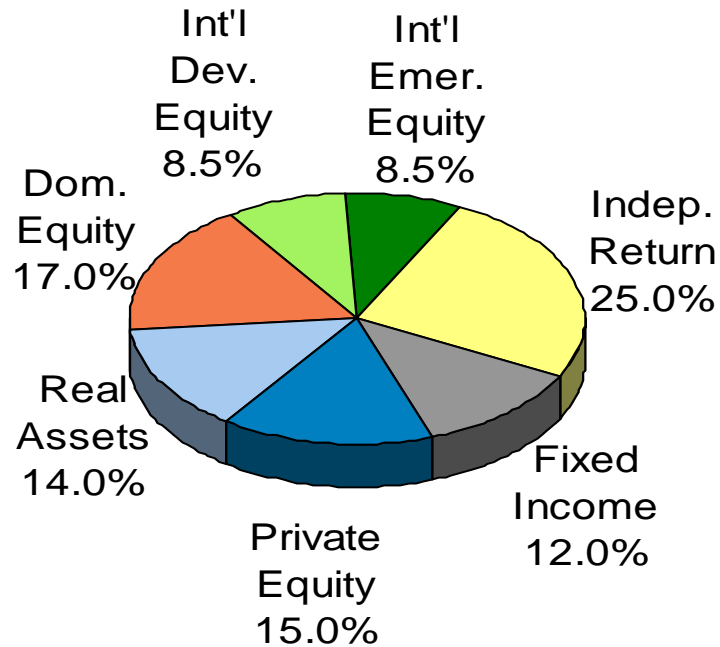
PRINCOの新組織下における 活発な活動

	<u>98年6月以来</u>
ファンドの移動	\$73 億
付加価値(\$)	\$8.63 億

PRINCO は高リターンを追及

- 収益増加の為、ポートフォリオをアクティブに管理
- 全てのリスクにつき、より以上の対価を要求
- 既にある優位な条件を利用
 - 長期視野、低流動性へのニーズ
 - 基金規模
 - 役員、諮問委員会、スタッフの能力と経験
 - プリンストンの評判
 - 卒業生と知合いのネットワーク
- ベンチマークを上回り、上位25%に入る成果を長期にわたり達成

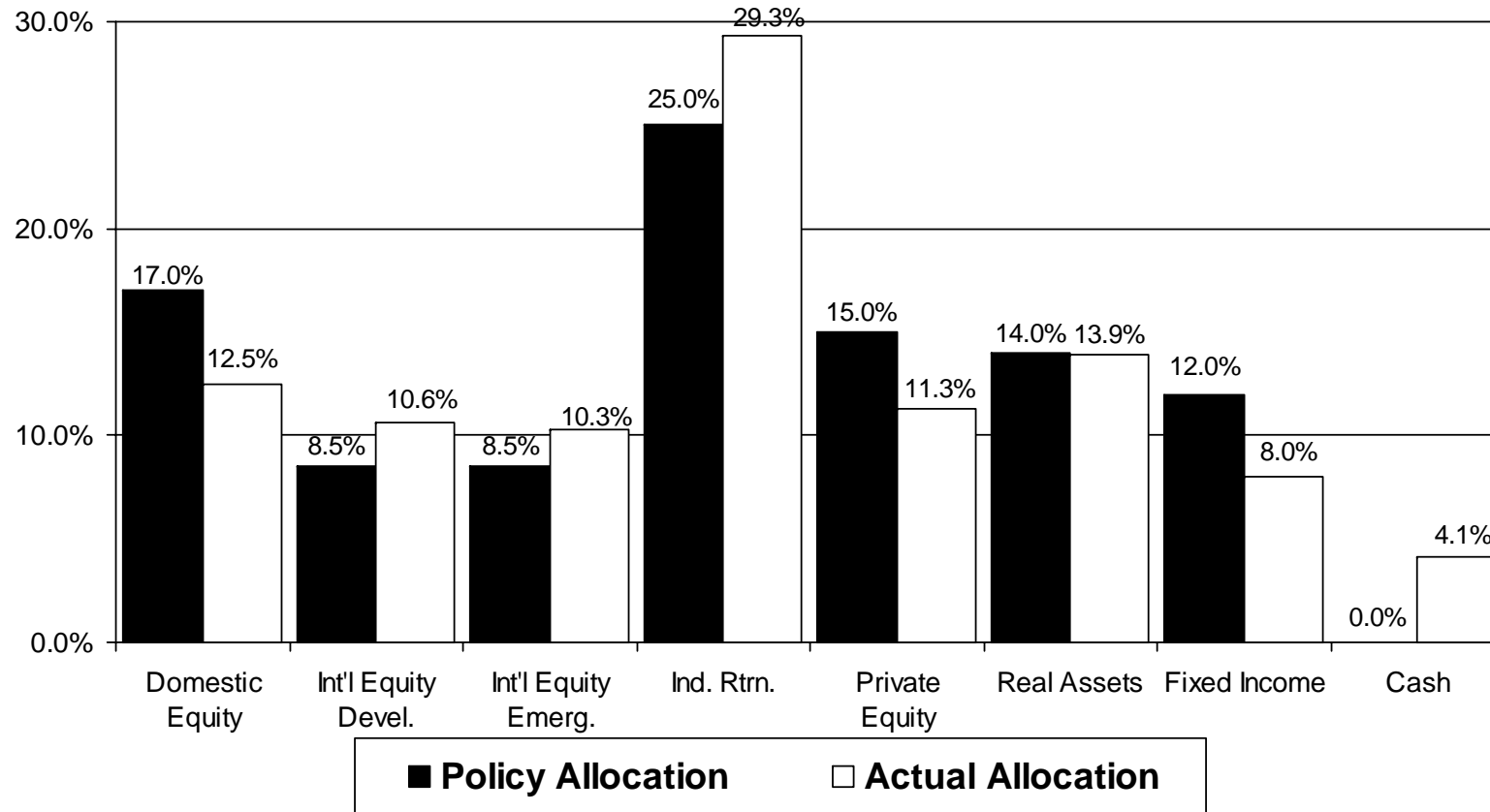
プリンストンの運用方針ポートフォリオ



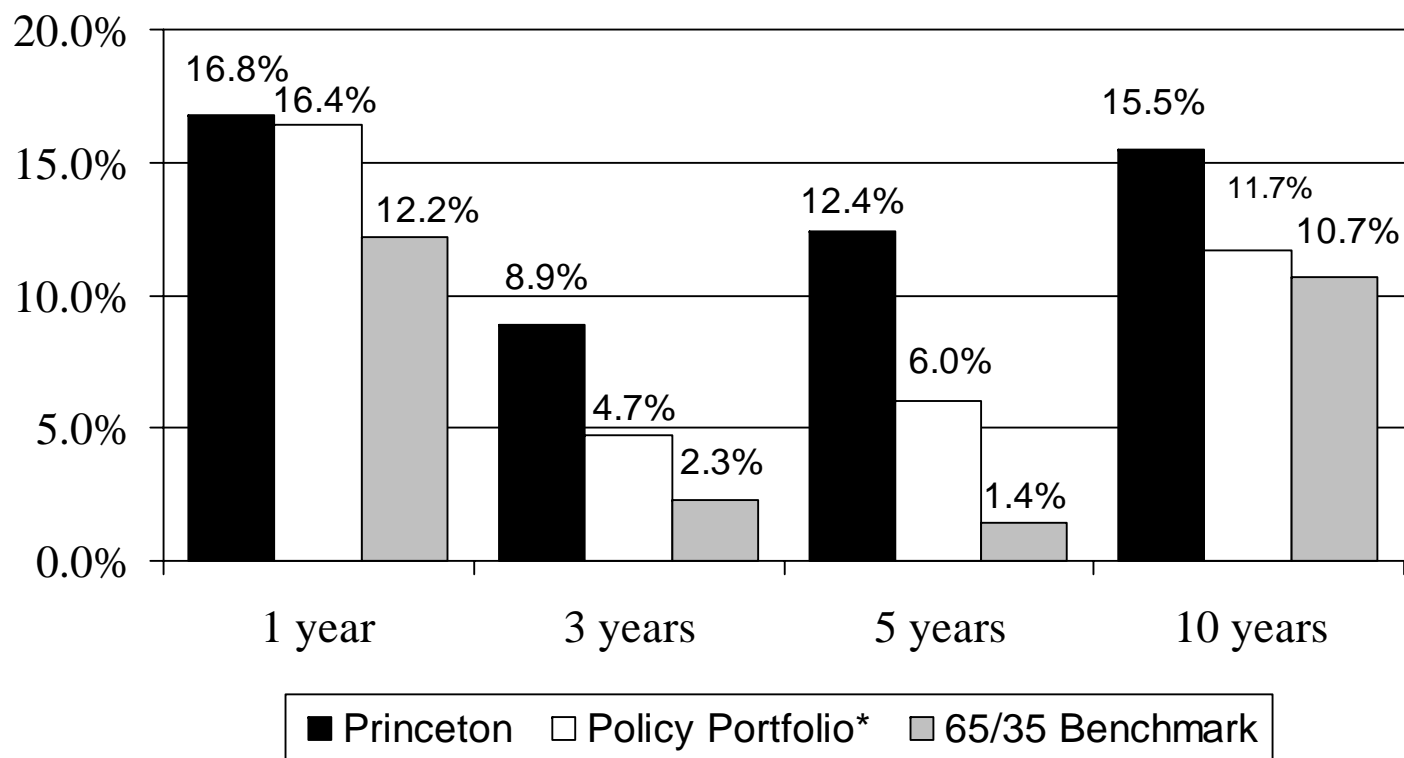
	Princo 運用方針 ポートフォリオ	基金平均	他校
株式全体	88%	77%	80%
国内株式	17%	37%	24%
外国株式	17%	17%	18%
絶対利益追求型	25%	15%	19%
PE	15%	5%	10%
不動産	14%	4%	9%
現金	0%	1%	1%

アセット・アロケーション: 実績 vs. 運用方針

2005年2月1日



年換算実績(2004年6月30日迄の期間)

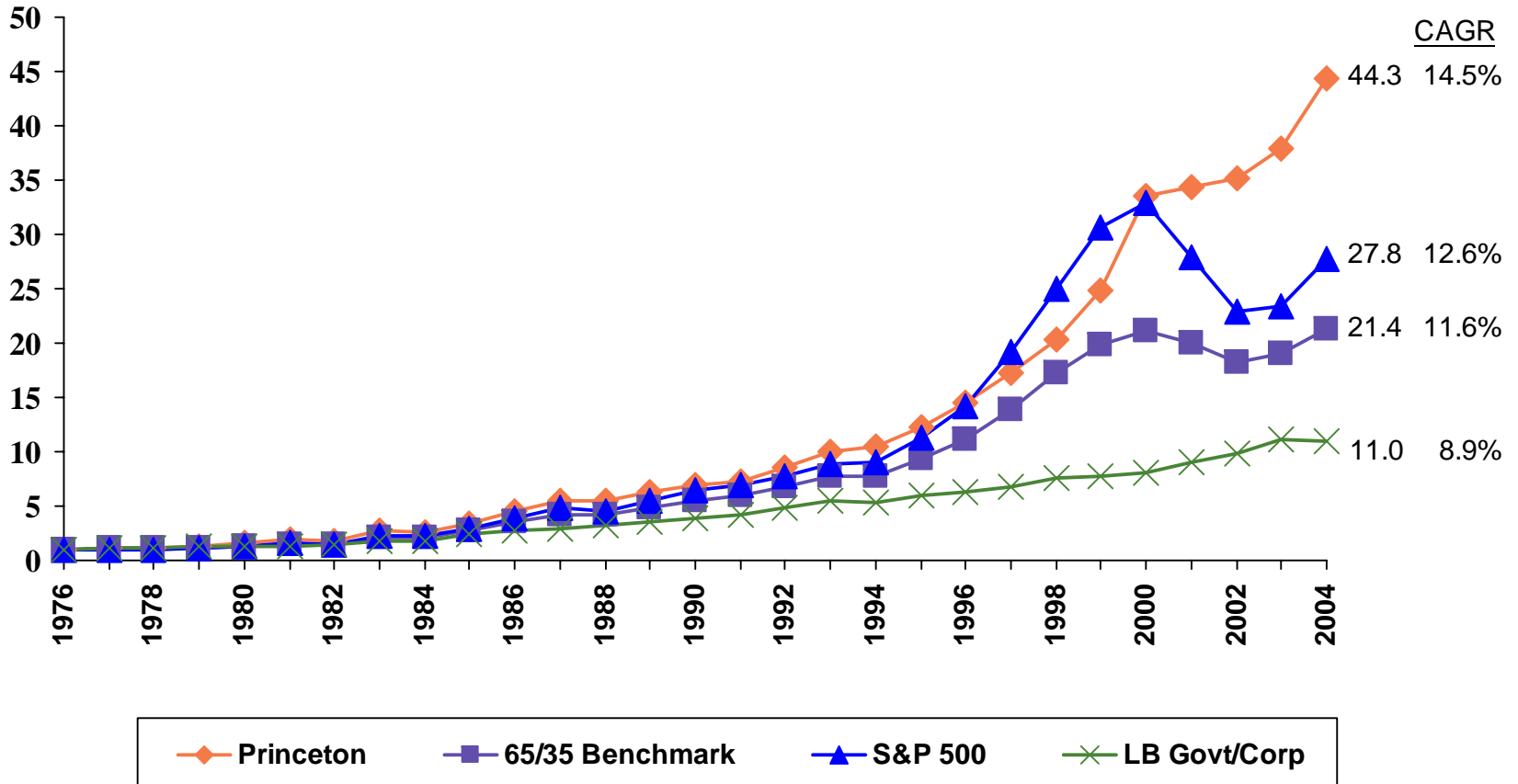


*Return to the Policy Portfolio represents the performance of individual asset class benchmarks, weighted according to Policy Portfolio target allocations

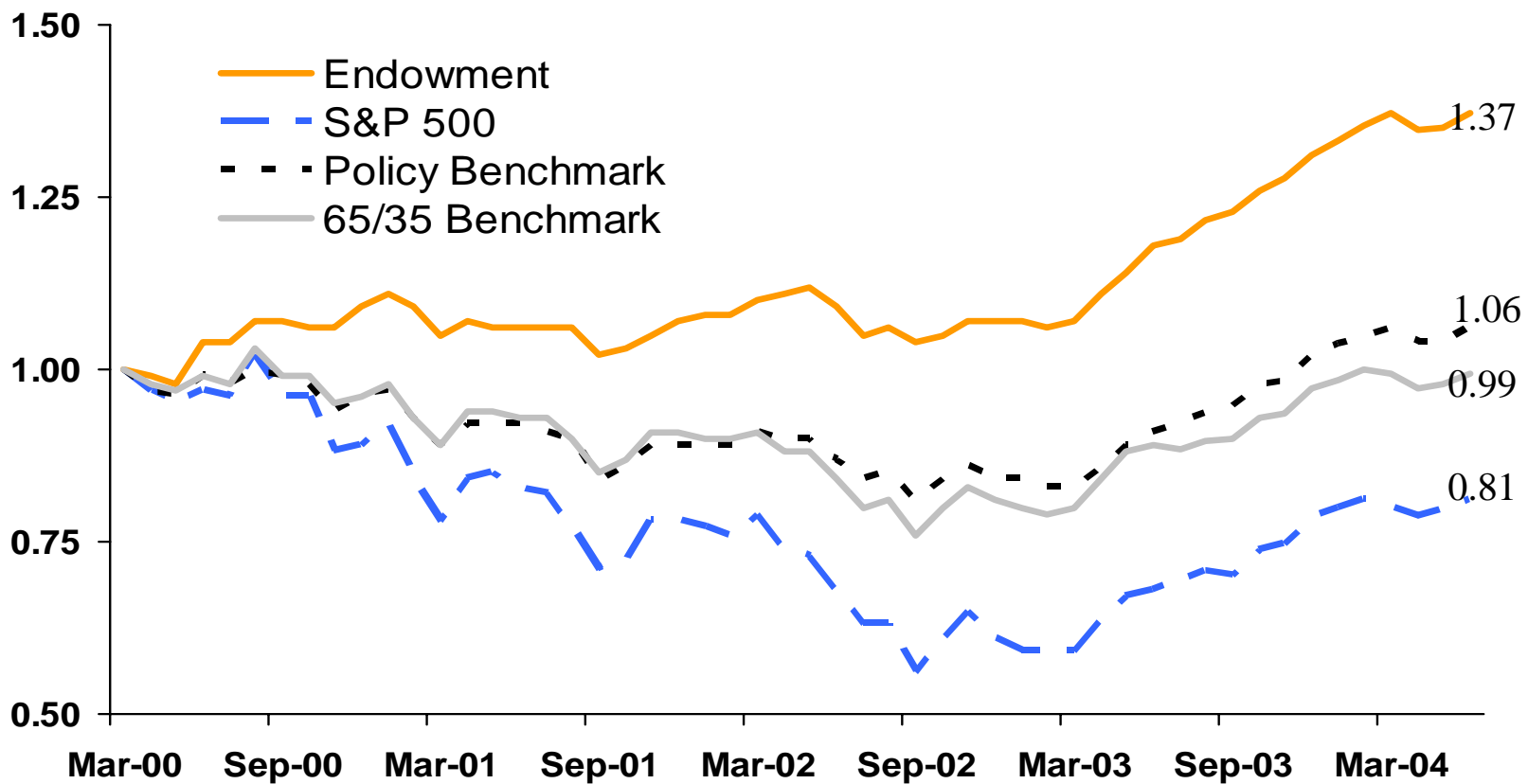
パフォーマンス実績 vs ケンブリッジ・アソシエーツ 実績調査

	1年	3年	5年	10年
Princeton	16.8	8.9	12.4	15.5
<i>Median</i>	16.9	4.6	5.2	10.5
<i>Top Quartile</i>	18.6	5.8	6.6	12.0
<i>Top Decile</i>	19.8	7.0	9.2	13.9
<i>n =</i>	143	143	142	126

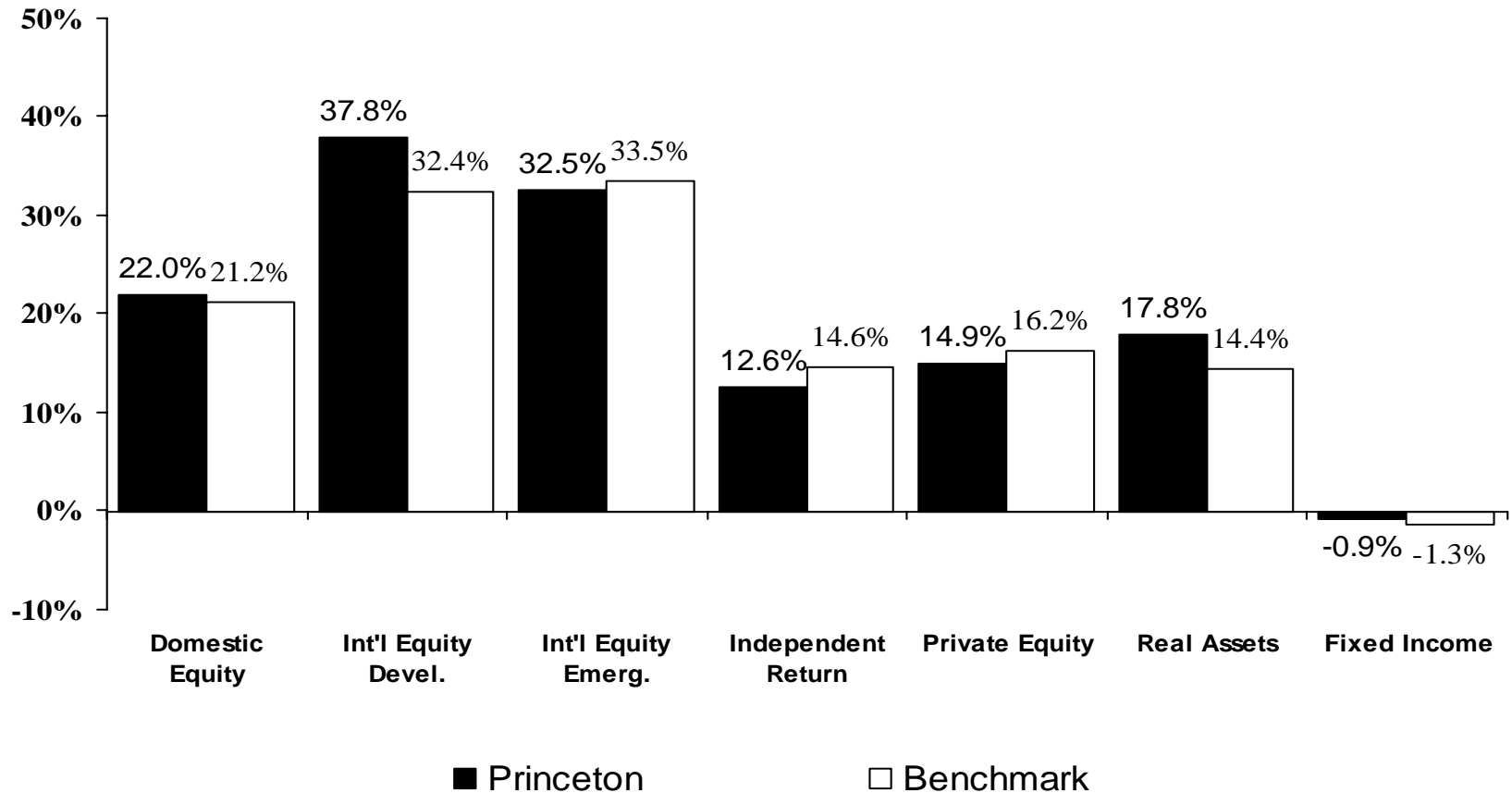
基金の累積実績 1977-2004年度



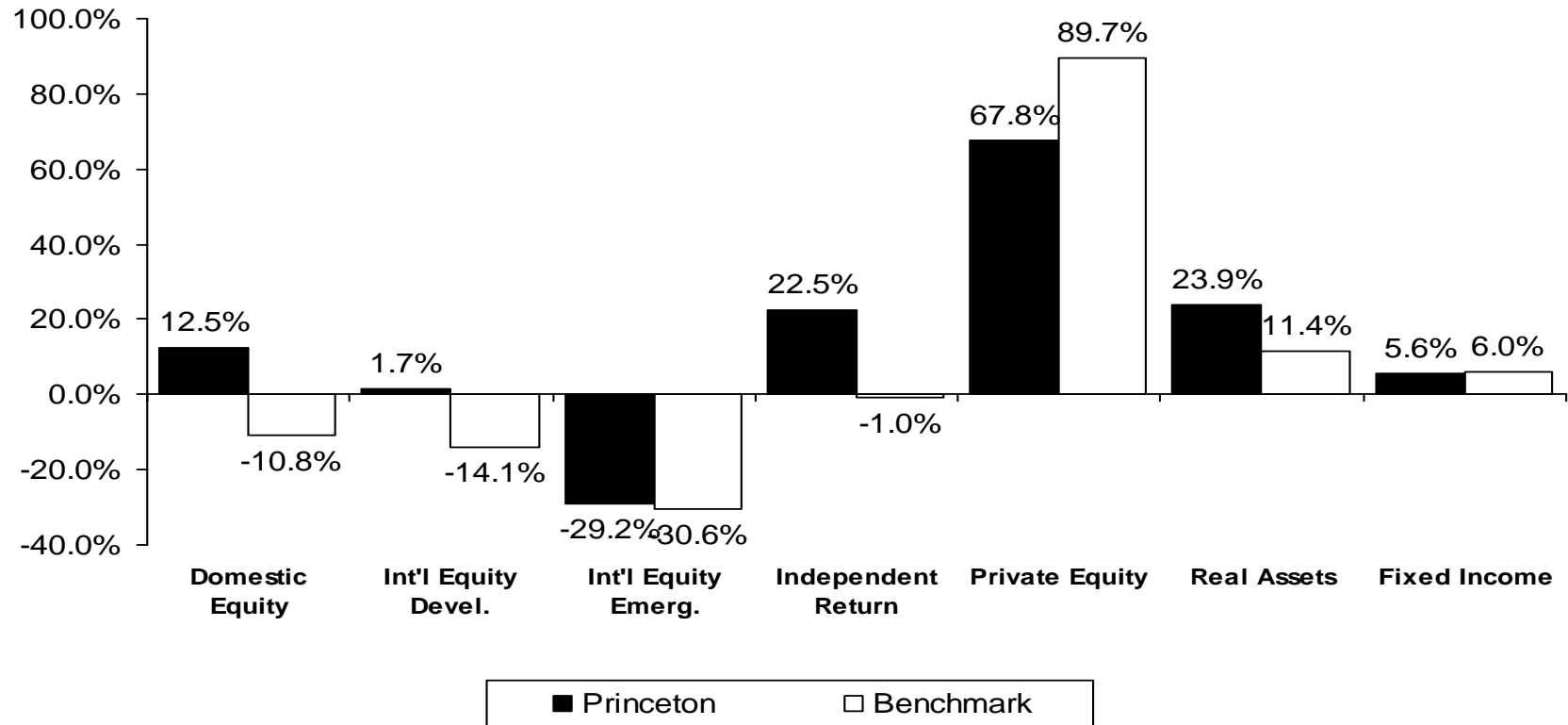
市場のピーク以来18.5億ドルの収益



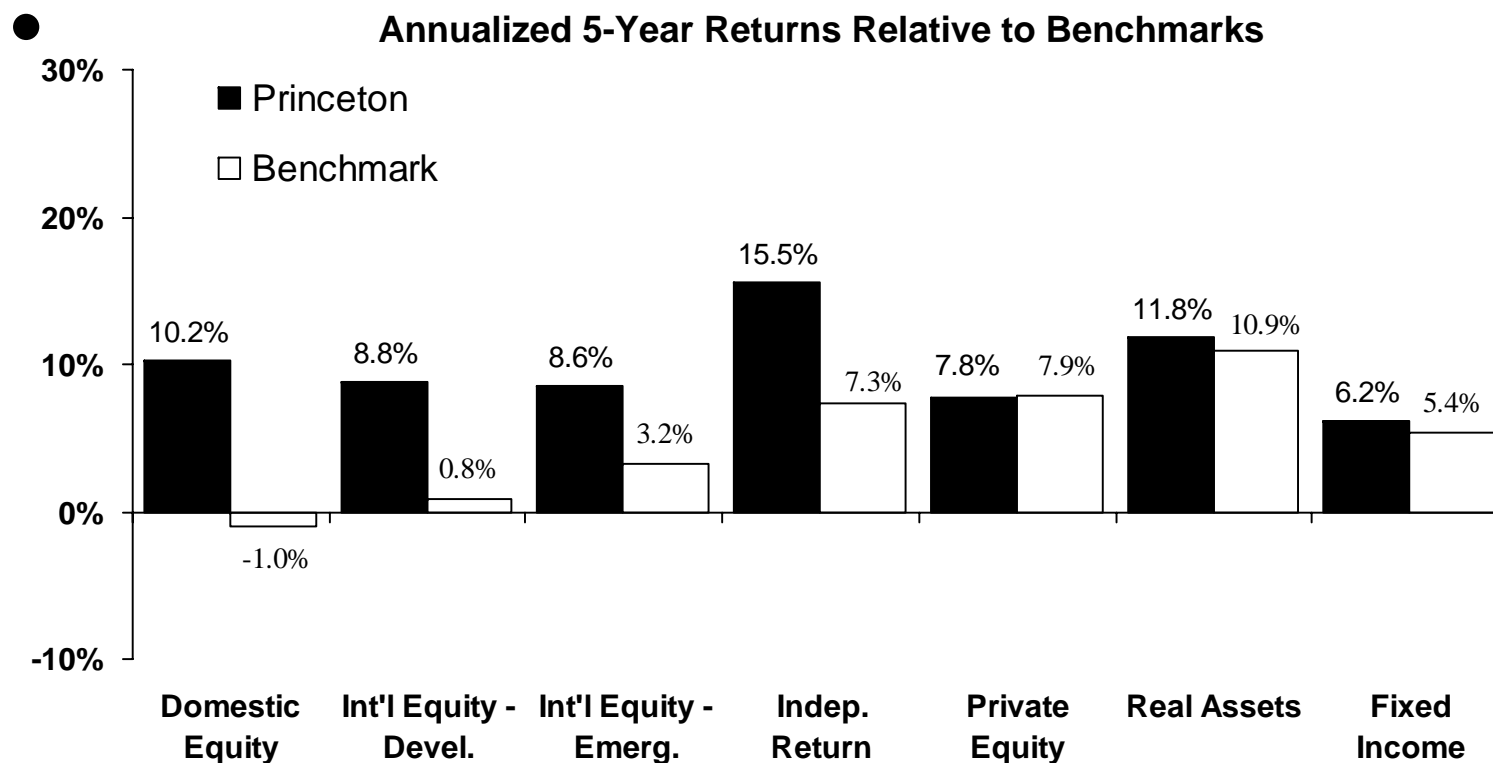
プリンストンの資産クラス別実績 2004年度



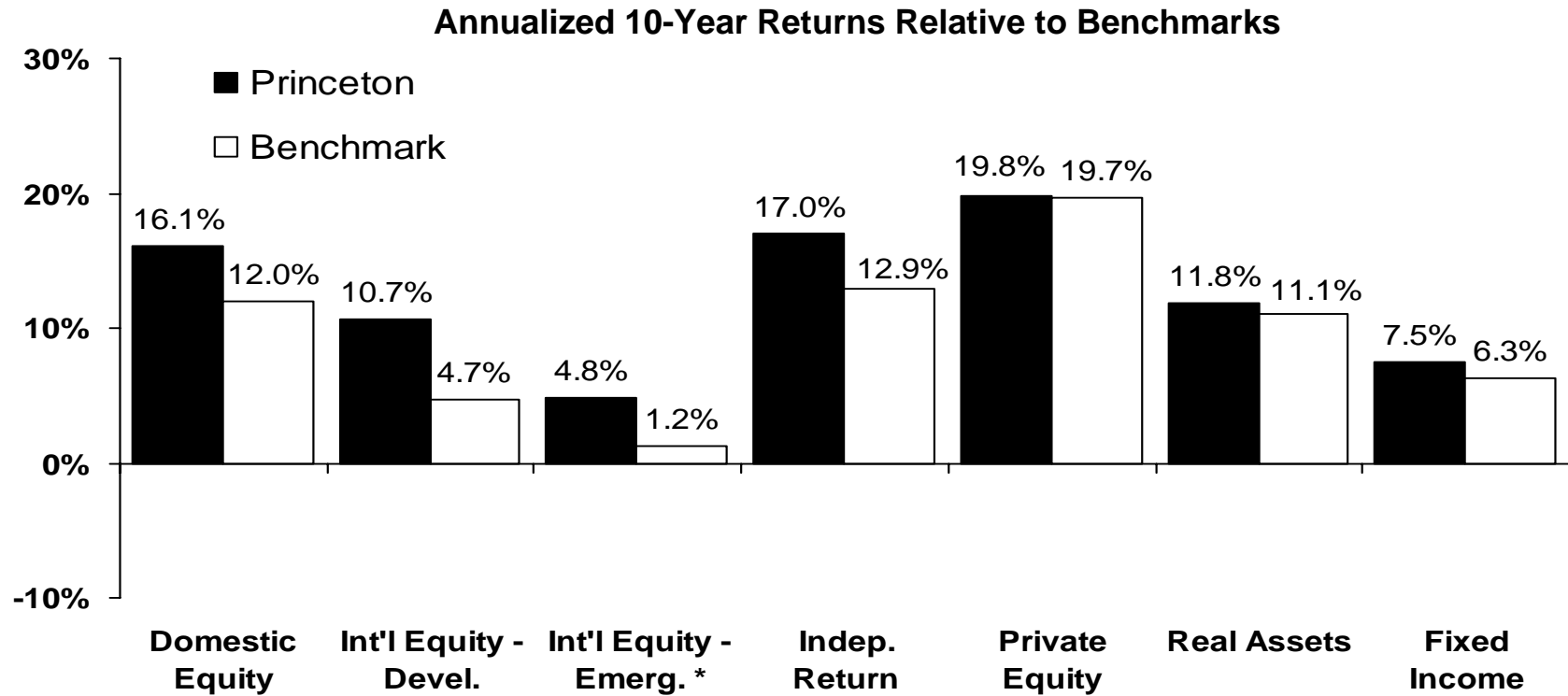
プリンストンの資産クラス別実績 2000年



5年の期間中、全ての資産クラスにおいて 確実な成果



10年の期間中、全ての資産クラスで ベンチマークを上回る

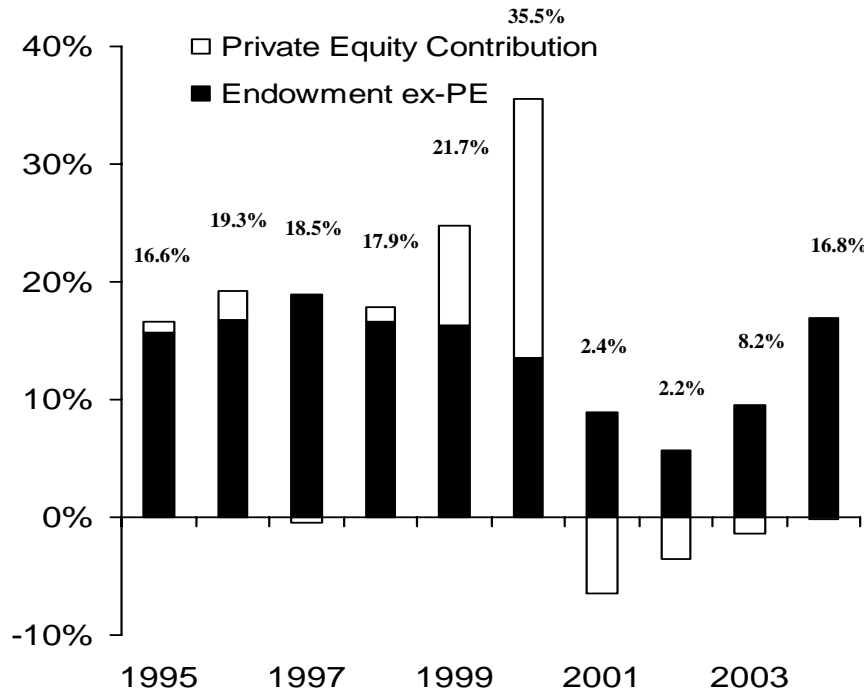


プリンストンの プライベート・エクイティ・プログラム

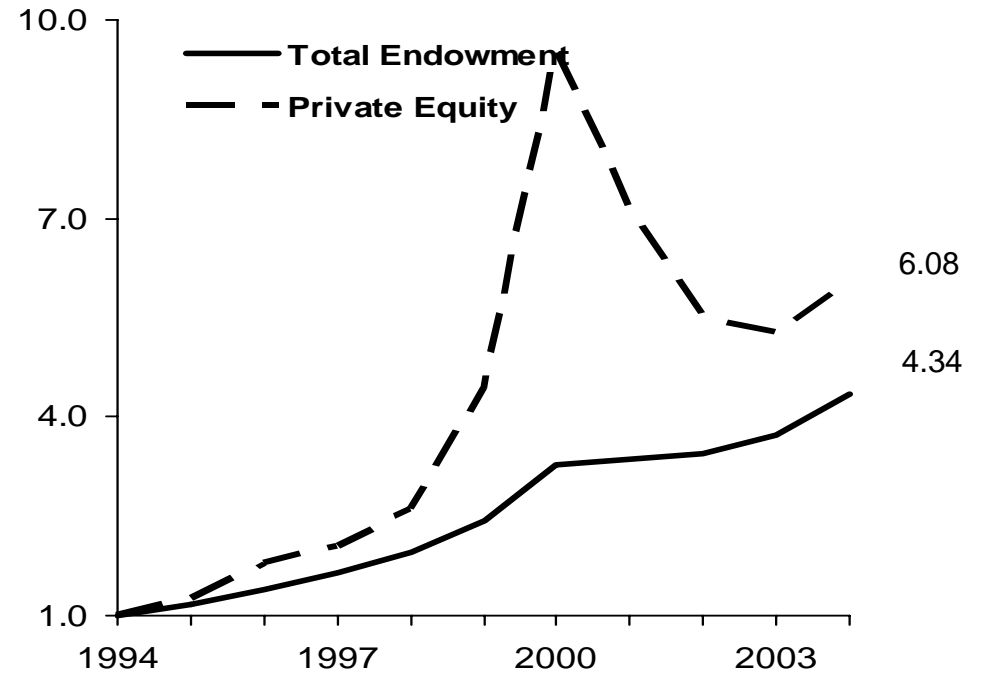
- バイアウト
 - 時価6.95億ドル； 追加12.7億ドルのコミット額
 - ファンド数95、マネージャー数55（29人稼働）
- ベンチャー・キャピタル
 - 時価4.3億ドル； 追加5.25億ドルのコミット額
 - ファンド数89、マネージャー数34（23人稼働）
- 主に米国。 英国、イタリア、スカンジナビア、中国、インドも含む

プライベート・エクイティ・プログラムは 長期発展の源

Endowment and Private Equity Returns
FY 1995–FY 2004



Endowment and Private Equity Growth
FY 1995–FY 2004



議題

ポートフォリオ評価

- 困難。技術というより芸術
- まずゼネラル・パートナーが提示するを検証、妥当であれば下方修正
- 確固たる業界基準は存在しない
 - VCは基準化傾向
 - 新たな参加者を伴う追加資金がない限り(戦略投資家調整後でない限り)、コスト以下で評価
 - バイアウトは比較的基準化されていない
 - 類似企業比較、修正EBITDA、コスト

ポートフォリオ評価(続)

- なぜ気にするのか？
- 困難だからこそ、投資機会が存在
- 評価にあたり、定性分析及びファンダメンタル分析を強調
- 以上とは別に： 評価は控えめ傾向

パフォーマンスの測定

- 異なる問題には異なる回答
 - 価値(ドル)と時間による加重
- とにかく非常に困難
 - 資産評価の問題
 - 但し、それほど資産評価は重要でない
 - 最終的には、資金回収できる
- 他社からの差別化
- 何が決定要因か？ 何が反復可能か？
- リスクを調整できるか？

プライベート・エクイティと その他非流動資産の管理

- PRINCOの総合的アプローチ
- 労働集約的
- 定性及び定量分析
- ボトム・アップに焦点
- 継続性の重要性
- 売買
- 目標

マネージャー選択は非常に重要

- 他の資産クラスに比べ、インデックス・リターンは魅力的でない
- インデックスはそもそも歪んだもの
- 誰と投資するかは、いつ投資するかよりも重要
(マネージャー選択は投資のタイミングより重要)

プライベート資産のリターンは 市場性有価証券を下回る

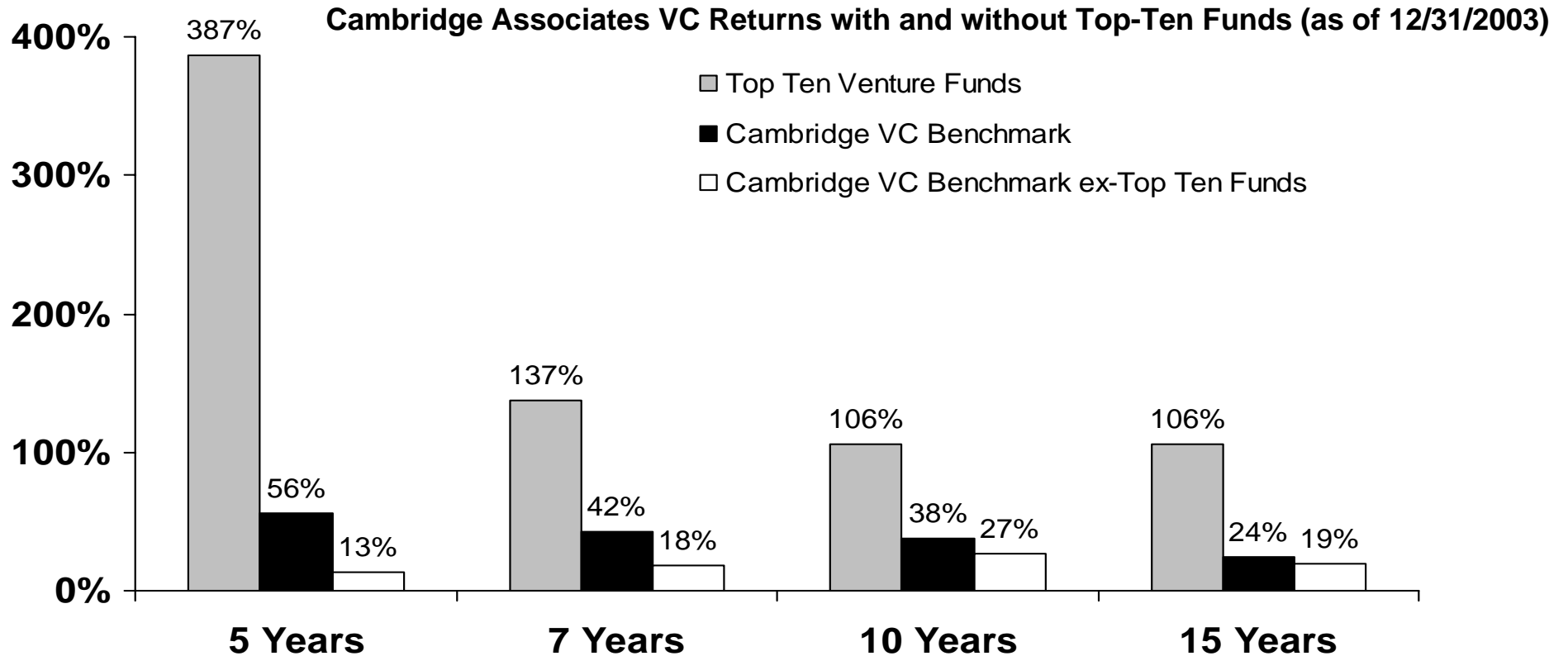
Investment Fund Returns, 1980-1997

	Real Estate	Venture Capital	Leveraged Buyouts	Domestic Equity	Foreign Equity
Maximum		498.2%	243.9%	18.1%	19.5%
First quartile	9.9%	17.1	23.8	16.6	16.1
Median	7.8	8.1	13.2	15.5	14.9
Third quartile	5.9	0.6	1.1	14.9	14.0
Minimum		-89.7	-65.9	13.2	11.1
First to third-quartile range	4.0	16.5	22.7	1.7	2.1
Standard deviation	2.5	30	35.7	1.3	2.1

Sources: Data for real estate are from Institutional Property Consultants (IPC). Data for venture capital and leveraged buyouts are from Venture Economics: 1998 Investment Benchmark Report: Buyouts and Other Private Equity and 1998 Investment Benchmark Report: Venture Capital. Data for domestic equity and foreign equity are from PIPER.

This chart is drawn from pp. 229 of Pioneering Portfolio Management, by David Swensen.

プライベート・エクイティのベンチマークは小規模で 数少ないファンド(特にVC)で占められている



マネージャー選択 vs タイミング

	全ての年における 最良マネージャー (上位25%平均)	良好年における中間位 (メディアン)マネージャー (良好年の上位半分における メディアン・リターンの平均)	差
ベンチャー キャピタル	41.7%	38.8%	2.9%
バイアウト	23.9%	18.1%	5.7%

出展: ケンブリッジ・アソシエーツ、2000年12月31日。良好年 1981-98 (VC)、
1986-98 (バイアウト)。

我々は何を求めるか？

- 基礎価値を高める能力
- ディール・フローの優位性 (非効率な産業セクター)
- 分析力
- 交渉能力
- 自制心

我々は何を求めるか(続)?

- リスクに対する敏感さ
- 高い道徳心
- 会社との相性 >>> 安定性
- 協調的利害関係
 - GP v. LP
 - LP
- 良好なファンドの条件・構成

PRINCOは選択につき厳格

ベンチャー・キャピタル

Renewal New Relationships & Vehicles

Committed

4 \$93.0 mil	0
-------------------------------	----------

Declined

0	61
----------	-----------

バイアウト

Renewal New Relationships & Vehicles

Committed

3 \$350.0 mil	4 \$250.0 mil
--------------------------------	--------------------------------

Declined

1	98
----------	-----------

セカンダリー・マーケット（流通市場）

- 売却しない
- 市場が存在すると想定しない
- 魅力的な買いは、時宜に適し存在
- IRRを押し上げる（しかし再投資リスク）
- 価格のみでなく、質を追求
- 専門特化したファンドを通じてではなく、自分達で行う

終わりに

- PRINCOにとり、長期的に最適な投資先
- 誰にとっても適しているかはわからない
- 米国進出の際、最も良い時期ではないかも知れない
- 他国のプライベート・エクイティの魅力度は様々な要因による