

# 共同投資：入門編

プライベート市場に関する考察

2020年10月

## 共同投資：入門編

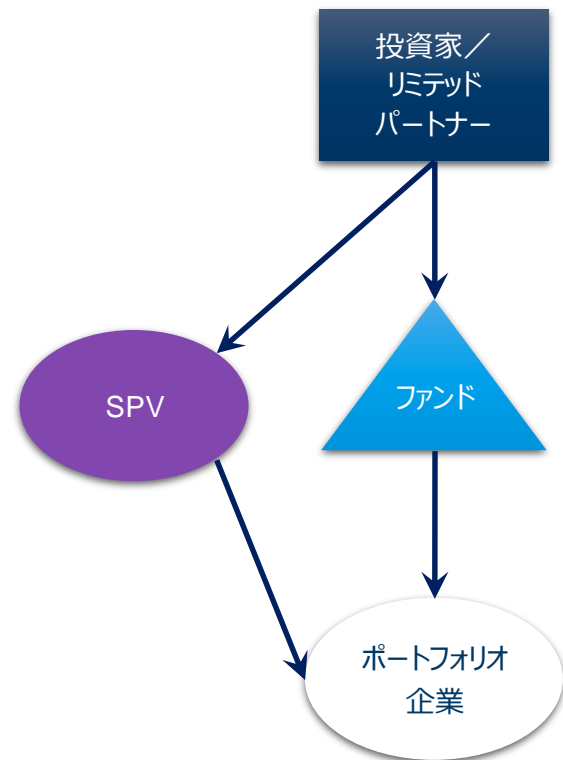
プライベート市場への投資を行う多くの機関投資家にとって、共同投資は、バランスのとれたプライベート市場投資プログラムを構築する上で、重要な手段となっている。共同投資には、ネットリターンの相対的な向上が期待できる一方、プライベート・エクイティ・ファンドを通じた投資とは異なるリスクおよび留意点も存在する。本レポートでは、共同投資において想定されるメリットおよびリスク、リミテッド・パートナー（LP）が投資プログラムに共同投資を組み入れるための様々な方法、そして、共同投資を検討しているLPにとって重要なポイントについて検証する。

### 共同投資とは？

共同投資とは、プライマリー・プライベート・エクイティ・ファンドのような分散されたブラインド・プール型のポートフォリオとは異なる、単一企業へのプライベート・エクイティ投資である。共同投資では、プライベート・エクイティ・ファンドのジェネラル・パートナー（GP）と共同で、通常は同条件かつ同タイミングで投資を実行する。共同投資は、対象企業に直接、または、合同事業体もしくは特別目的事業体（SPV）を通じて実行される。投資主体となるプライベート・エクイティ・ファンドのGPは、SPVのGPも兼任するケースが一般的である。

共同投資の機会、プライベート・エクイティ・マネージャーが魅力的な取引を発掘したものの、ポートフォリオの分散規定もしくはその他の制約条件により許容される額を上回るエクイティ投資額を必要とするケースにおいて発生する。プライベート・エクイティ・マネージャーは、魅力的な投資機会を見送るのではなく、必要な追加エクイティを調達するために、ファンドのLPまたはその他の戦略的パートナーをシンジケートする。

図 1. 共同投資のストラクチャー



共同投資機会の割り当て先は、プライベート・エクイティ・マネージャー、および（もしくは）、投資案件の特性によって異なる。これまでは、大規模かつ高度な知見を有するプライベート・エクイティ・ファンドのLP、あるいは、案件に何らかの戦略的価値をもたらす投資家に限定して、投資機会が提供されてきた。

また、共同投資は、投資のスポンサーであるプライベート・エクイティ・ファンドと同タイミング、かつ、原則として同条件でイグジットを迎える。

## 共同投資の検討理由

共同投資は、プライベート市場投資プログラムの多様化に寄与し、以下のようなメリットを LP にもたらす可能性がある。

### 1. 低水準の手数料

- ゼロもしくは低水準の運用報酬および成功報酬による、投資対象へのアクセス。

### 2. ネットリターンの改善

- 手数料がなし、もしくは、低水準であることから、相応のリターンの達成を前提とした場合、ネットリターンの相対的な向上への期待。

### 3. 資本払込の早期化/Jカーブ効果の抑制

- より迅速な資本の払込による、目標配分比率への早期の到達の促進。
- 払込資本の投資先企業への迅速な出資、および、手数料の抑制による、Jカーブ効果の抑制の実現<sup>1</sup>。

### 4. ポートフォリオの多様化およびコントロール

- 戦略、地域、業種、取引規模に対する目標資金配分を実現するための柔軟性の提供、および、ディール・フローに応じたポートフォリオの多様化の提供。

### 5. GP とのリレーションシップの強化

- 共同投資プロジェクトを通じた GP との直接的な協業による、より緊密なリレーションシップの構築。

### 6. 知識移転/透明性/利益の一致

- GP の取引執行手法の直接的な会得、透明性の向上、および、GP との利益の一致の強化。
- 特定業種についての理解の深化。
- 投資判断への示唆、および、それによるファンド選定スキルの向上の可能性。

### 7. 運用チームの強化

- 直接投資への取り組みによる、運用能力の強化および貴重な投資経験の獲得。

---

<sup>1</sup>マーサー・レポート「[プライベート・エクイティにおけるJカーブ効果の削減](#)」(2020年9月) 参照

## 留意すべき潜在的なリスク

共同投資がもたらすメリットは極めて大きい一方、一部の機関投資家には、共同投資のリスクに関する理解の混乱が依然としてある。共同投資に関連する主なリスクは、以下のとおりである。

### 1. 集中リスク

- 集中投資の度合いが強いポートフォリオとなるため、1つの案件のリターンにパフォーマンスが大きく左右される可能性。
- 集中リスクは様々な基準（マネージャー、業種、地域）において発生し得るため、マネージャー、業種、地域ごとの投資額をモニタリングする必要があり、多くのLPは、ポートフォリオ全体における各基準への最大投資比率を設定。

### 2. リソースの集約

- 共同投資プログラムの成功のためには、高度な知見を有する投資プロフェッショナルが必要となり、これには費用と時間がかかる可能性。

### 3. パフォーマンス

- ファンド投資とはリスク特性が異なるため、共同投資の投資実績は、ばらつきが大きくなる可能性。
- 例えば、アプローチ方法やGPとのリレーションシップによって、パフォーマンスが変わる可能性。

### 4. 逆選択

- GPが通常の投資範囲から逸脱した案件を実行する可能性。
- LP側の投資金額の制約により、投資機会が制限されている可能性。
- ただし、共同投資経験が豊富な投資家の一部は、そのような逆選択は事実ではなく、誤った理解であると認識。

### 5. GPとのリレーションシップ

- LPが適切に契約の履行を実施した場合、共同投資によりGPとのリレーションシップを強化することができる一方、契約の適切な履行が実施されなかった場合、GPとのリレーションシップが悪化し、今後設定されるファンドや共同投資機会へのアクセスが妨げられる可能性。

### 6. ヘッドラインリスク

- 注目度の高い投資が失敗したり、社会問題となった場合、LPもヘッドラインリスクにさらされる可能性。

## 共同投資の実行方法

プライベート市場投資プログラムにおいて共同投資を実施するには、様々な方法がある。共同投資に積極的に取り組む投資家は、主に以下の方法を利用している。

図 2. 一般的な共同投資の実行方法

	メリットおよび留意点	必要なリソース
サード・パーティー 共同投資 マネージャー	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ レポートの統一化</li> <li>+ 豊富なデールフロー</li> <li>+ 十分に分散されたポートフォリオの構築が可能</li> <li>- 投資家に裁量権はなく、カスタマイズは不可</li> <li>- 追加的なフィーが発生</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 追加的なリソースは不要</li> </ul>
ファンド・オブ・ワン / 専用口座 (SMA)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ レポートの統一化</li> <li>+ カスタマイズが可能 (ポートフォリオ構築および投資への関与)</li> <li>+ 投資家は、投資案件の所有権を保持</li> <li>- 追加的なフィーが発生</li> <li>- 投資家のGPとのリレーションシップに依存</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ストラクチャーによるが、ある程度の追加的なリソースが必要</li> </ul>
共同投資助言者	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 完全にカスタマイズ化された手法</li> <li>+ 投資家が最終的な投資判断を執行</li> <li>+ 助言者は案件発掘およびデューデリジェンスをサポート</li> <li>+ 相対的に低いコスト</li> <li>- 投資家のGPとのリレーションシップに依存</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 追加的なリソースが必要</li> <li>• 迅速な判断を行う能力</li> </ul>
GP共同投資案件 への出資 / GPが設定する共 同投資ビークル	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ フィーの優位性</li> <li>- 投資家に裁量権はなく、カスタマイズは不可</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 追加的なリソースは不要</li> </ul>

出所：マーサー

適切な実行方法を決定するにあたり、特に共同投資に自身で対応することを検討している LP は、様々な基準を検証する必要がある。共同投資には、追加のリソース、専門知識、および、GP への積極的な働きかけが必要となるため、LP は十分なリソースと投資経験を有する必要がある。また、GP から共同投資案件を割り当てられるためには、GP との強力なリレーションシップを構築し、GP との継続的なコミュニケーションを維持し、GP にとって「好ましい」LP としての地位を確立し、良きパートナーとしての評価を得る必要がある。

さらに、共同投資の選定においては、プライマリー・ファンドの選定に比べて、はるかに短期間での判断が求められる。そのため、LP におけるプロセスの効率性や執行能力が極めて重要となる。つまり、GP への迅速な回答、効率的な案件分析、明確な評価基準の設定が必要となる。また、プロセスにおいて過失が生じた場合、今後の共同投資の機会を失うとともに、GP とのリレーションシップが悪化し、将来のファンドへのアクセスが妨げられる可能性もある。

最後に、LP はあくまでも「共同投資家」であり、「共同主導者」ではないことを認識し、GP の良きパートナーであることの重要性を認識する必要がある。

## 共同投資の検討における重要なポイント

マーサーは長年にわたり、共同投資に取り組んできた。この間、共同投資への様々なアプローチを目の当たりにしてきたが、成功したものもあれば、そうでないものもあった。投資家自身で取り組むか、サード・パーティーに委託するかに関わらず、共同投資への関心を有する LP にとって最も重要なポイントは、以下であると考えている。

### 優秀な GP との連携

マーサーは、強力な共同投資プログラムを構築するためには、評価の高い GP との連携が必要であると考えている<sup>2</sup>。LP は、検討案件が GP の戦略、能力、過去の成功に合致したものであることを担保するため、当該 GP の質、検討案件に対する取組方法、付加価値の提供実績などを検証する必要がある。

### 規律あるアプローチの採用

これまでに最も成功した共同投資プログラムは、規律あるアプローチを採用している。ヴァンテージ年や取引規模の観点から、一貫性のある多様な分散投資を追求してきた LP が、特に経済環境や市場環境が変動した際に、相対的に良好な運用実績を残してきたと、我々は確信している。

---

<sup>2</sup> マーサー・レポート“[Co-investments investments — Some Portfolio Management Considerations](#)” September 2019”参照

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

### ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。