

プライベート・エクイティと COVID-19

金融危機からの教訓

2020年6月26日

(原文：2020年6月22日)

プライベート・エクイティと COVID-19

先進国および新興国の各国は、短期間のうちに深刻な影響を経済に与える COVID-19 危機に対処しようとしている。不確実性が極めて高いことを考慮すると、グローバルベースでの人口、企業、および、経済への恒久的な影響を現時点で評価するのは時期尚早かもしれない。最終的な影響は、危機の持続期間に大きく左右されることになるが、危機の期間と深さに関する見通しは現時点では推測に基づくものであり、より詳細な分析を必要としている。

プライベート市場のレポートは通常タイムラグがあるため、プライベート市場への初期の影響を完全に評価するためにはかなりの時間を要する。しかし、世界金融危機（GFC）時のプライベート市場への影響を考察することで、今回の危機でのプライベート市場の短期的および長期的な見通しについて、何らかの洞察を得ることができるだろう。本稿で紹介する実績データは、GFC から悪影響を受けたファンドもあれば、それぞれのヴァンテージ（組成年）に応じた恩恵を受けたファンドもあることを示している。本稿では、2008 年に始まった、今回と同様に想定外かつ深刻な危機に、プライベート市場のファンド・マネージャーがどのように対応したかを検証する。

GFC からの主な教訓は、以下の通り。

- イグジット（投資資金の回収）の減少
- デール・フロー（投資案件）の減少
- IRR（内部収益率）の低下
- GFC 後に組成されたファンドの高い投資実績
- 幅広いヴァンテージ（組成年）のファンドが、GFC 後に長期にわたり波及効果を受容

2008 年は、様々な面で世界経済および金融市場にとって重要な年であった。多くの場合、GFC の発端は、過去最大の企業破綻となった、2008 年 9 月 15 日のリーマン・ブラザーズの突然の破綻とされている。しかしながら、2008 年初にベア・スターンズが救済措置を受けたのちに JP モルガンに売却されており、すでに初期の兆候が現れていた。COVID-19 危機の正確な発生時期は、まだ議論の余地があるものの、2020 年初め頃の比較的限られた期間に発生したと考えられており、似たような兆候は見られなかった。

プライベート・エクイティ・ファンドのストラクチャー

GFC の記憶は、公開市場の投資家にとって、依然として忌まわしい記憶だろう。とはいえ、2008 年と、現在の公開市場資産のパフォーマンスとの関連性はほとんどない。しかしながら、プライベート市場では、2008 年は非常に重要かつ永続的な影響を与え続けている。これには、資産クラスの特徴、および、プライベート資産クラスに投資するために一般的に使用されている投資ビークル（投資形態）が関係している。

プライベート・エクイティ・ファンドは、通常 7 年～10 年程度のファンド運用期間（マネージャーの裁量で 1 年単位でのファンド運用期間の延長が可能）を有している。コミットメント（出資約束金）の大半は投資期間中（通常は最初の 3 年～5 年）にキャピタル・コールにより払い込まれ、ポートフォリオ企業に投資される¹。ファンド運用期間の後半は、これらのポートフォリオ企業への追加投資が実施されることが特徴である。最終的に、投資の実現化により投資資金の回収が行われ、資本および収益がリミテッド・パートナー（LP）に還元される²。

追加投資を伴う個々のポートフォリオ企業の一般的な保有期間は 3～5 年程度であること、ファンド運用期間が長期であることから、プライベート市場ファンドは長期にわたって市場環境の変動にさらされることになる。

¹ ポートフォリオ企業は、プライベート・エクイティが投資する非上場企業である。

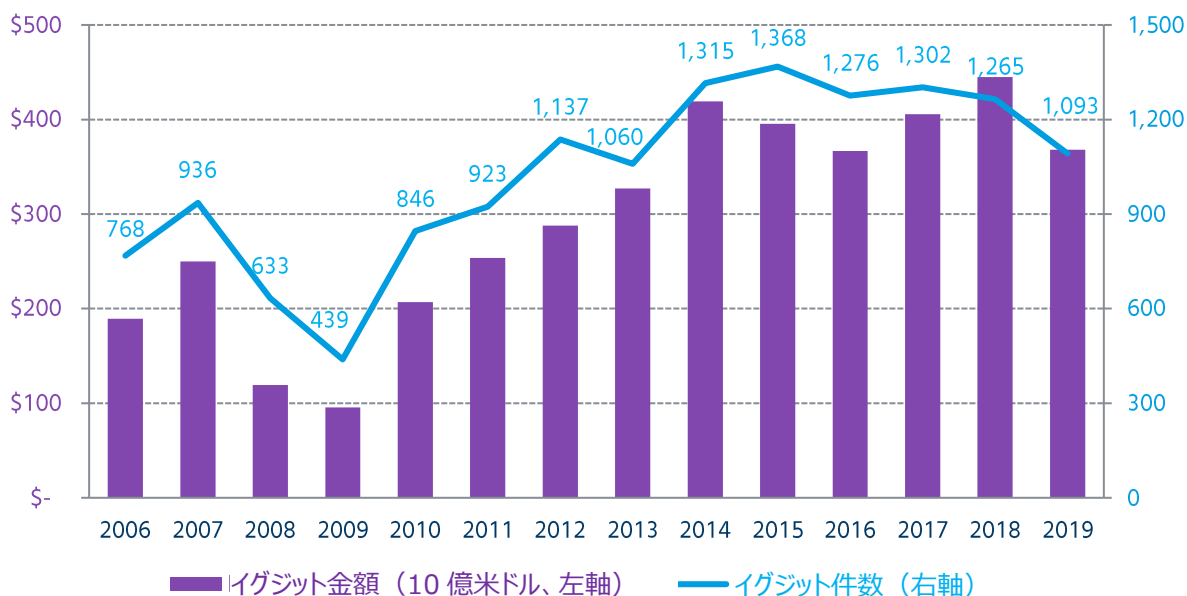
² プライベート・エクイティ・ファンドはパートナーシップとして設定され、投資家がリミテッド・パートナーとなり、ジェネラル・パートナーがファンド運用および全ての投資判断を行う。

イグジット（投資資金の回収）への影響

長期にわたって市場環境の影響を受けることが、プライベート・エクイティ・ファンドの行動にどのような影響を与えるかを示す好例として、図 1 に示すように、2008 年および 2009 年に米国のプライベート・エクイティ・ファンドのイグジット（投資資金の回収）が急激に減少したことが挙げられる³。上記特徴から、イグジットの減少は、1998 年ヴァンテージのファンドまで遡って影響を与えた可能性がある。しかし、2002 年～2005 年ヴァンテージのファンドが、最も影響を受けたと想定される。これらのファンドは、主要な投資活動はほぼ終了し、ポートフォリオ企業投資の実現化に伴い LP に資本および収益の還元を積極的に実施する収穫期間に入っていたと考えられる。

図 1 に示すように、プライベート・エクイティのイグジット総額が 2007 年の水準を超えたのは 2012 年であり、5 年を要している。したがって、2006 年および 2007 年ヴァンテージのファンドであっても、ポートフォリオ企業投資の実現化のタイミングにおいて市況悪化の影響をある程度受けたと考えられるが、その影響の程度は当初の投資ペースによって決まる部分もある。

図 1: 米国プライベート・エクイティのイグジット実績



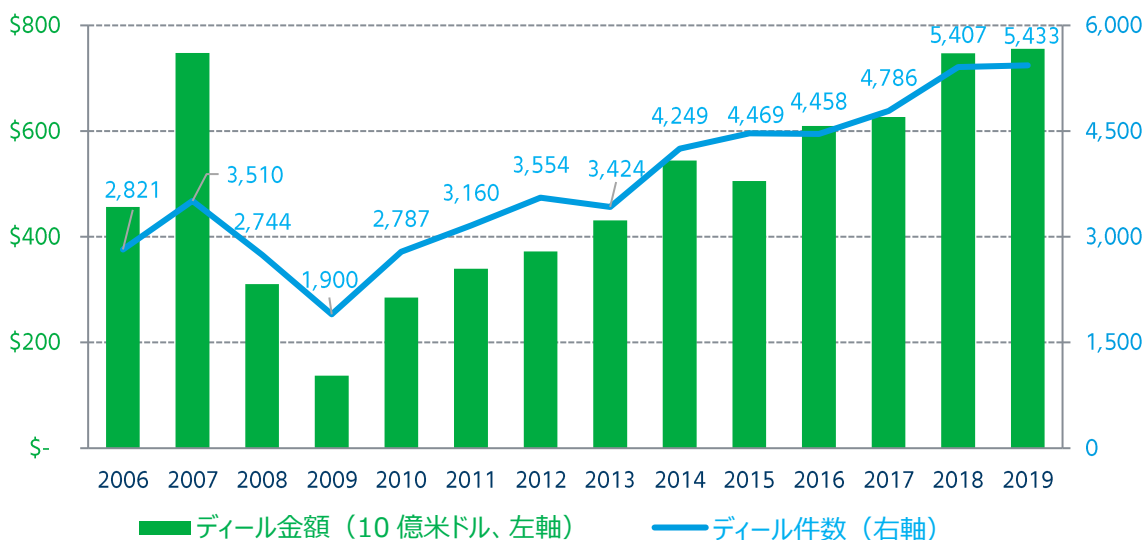
出所：Pitchbook 2020年 3月 31日時点

³ ここでいうプライベート・エクイティとは、バイアウト・ファンドのことを指す。

ディール・フロー（投資案件）への影響

図 2 に示すように、2008 年および 2009 年の米国プライベート・エクイティのディール・フローは大幅に減少しており、このことが 2006 年および 2007 年ヴァンテージのファンドに直接的な影響を与えている。ディール・フローの大幅な減少には、いくつかの要因が関係している。GFC に端を発した不確実性の中で、多くの上場株式投資家やプライベート・エクイティ投資家が、リスクおよびリスク管理に対する判断の見直しを実施したが、大半の場合において、そのことが投資ペースの低下をもたらした。また、ファンド・マネージャーは、既存のポートフォリオ企業への GFC の影響を把握することに注力したため、新規案件の発掘および投資に振り向けられるリソースが減少した。

図 2：米国プライベート・エクイティのディール・フロー



出所：Pitchbook 2020年3月31日時点

ディール・フローが減少したもう一つの理由は、流動性の高いポートフォリオが大幅に減少したため、キャピタルコールに対応するための資金調達が困難となったことを、多くの LP がプライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーに連絡していたことが考えられる。実際に、セカンダリー市場における 2008 年ヴァンテージのファンドの取引では、LP（売り手）が買い手にキャッシュを支払った上で持分を譲渡するという事例も見られたが、今後のキャピタルコール払込を避けるための対応と考えられる⁴。このような問題が生じたことと、LP との良好な関係を維持することの重要性を認識していたことから、多くのファンド・マネージャーは、GFC 後の数年間においてキャピタルコールを大幅に削減した。

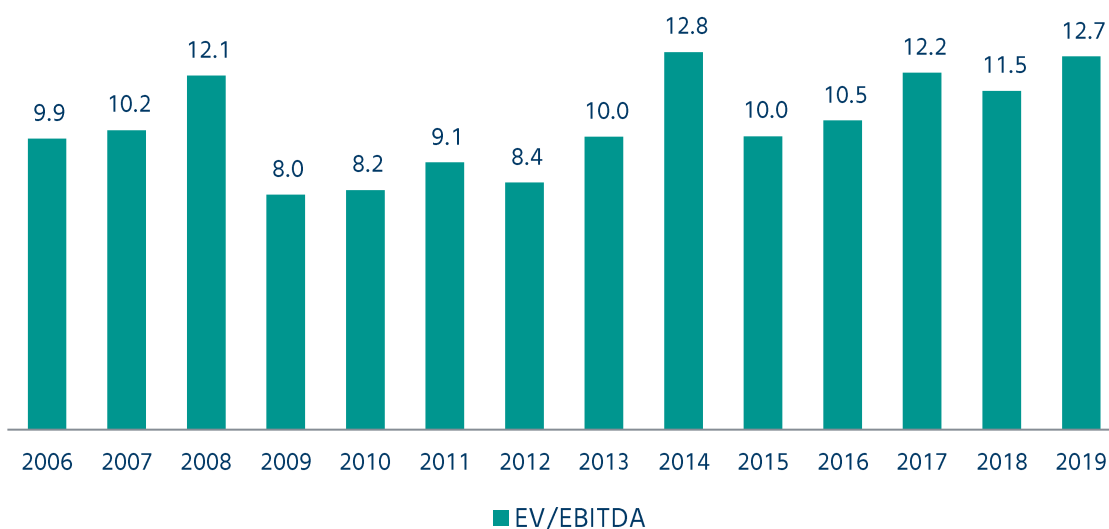
⁴ 出所: "The Private Equity Secondaries Market During the Financial Crisis and the 'Valuation Gap,'" The Journal of Private Equity, April 2011

ポートフォリオ企業評価への影響

プライベート・エクイティの時価評価は、通常は四半期毎（場合によっては年毎）に実施され、上場株式の評価に対してタイムラグが生じる。このため、プライベート・エクイティ・マネージャー（売り手）がポートフォリオ企業の企業価値を正確に把握することが困難だった可能性があり、さらに買い手がリスク回避姿勢を大幅に強めていたことで、図 1 に示すようなイグジットの低下につながった。そして、このことは、多くのケースで売却希望価格と購入希望価格との間に許容できないほどの大幅なスプレッドをもたらすこととなった。このような状況下では、売却意欲の強いプライベート・エクイティ・マネージャーだけが、大幅に低い評価額での取引を受け入れた可能性が高い。

図 3 に示すように、ディール・フローの減少に伴い企業価値評価指標（EV/EBITDA 倍率）は大幅に低下しており、前述の見方（当期間は売却意欲の強い売り手が関与する取引が大半を占めていた）を裏付けるものとなっている。また、同指標が GFC 以前の水準に回復したのは 2014 年以降であることも、注目に値する。2009 年～2012 年ヴィンテージのファンドは、比較的評価額が低い期間に、大半の投資を実施することができたと考えられる。その結果、2009 年～2012 年ヴィンテージのファンドの多くは、「マルチプル・アービトラージ」（市場環境の悪化によりマルチプル（EV/EBITDA 倍率）が低下している期間に購入し、市場の回復によりマルチプルが上昇した後に売却することで利益を得る手法）を通じて、高い運用実績を実現できた可能性がある。当時期は GFC 後と同様に不確実性が非常に高く、プライベート・エクイティの評価額が回復するまでにどのくらいの時間がかかるのか、もしくは、回復するかどうかさえも不透明だった。

図 3: 米国プライベート・エクイティ取得時 EV/EBITDA 倍率

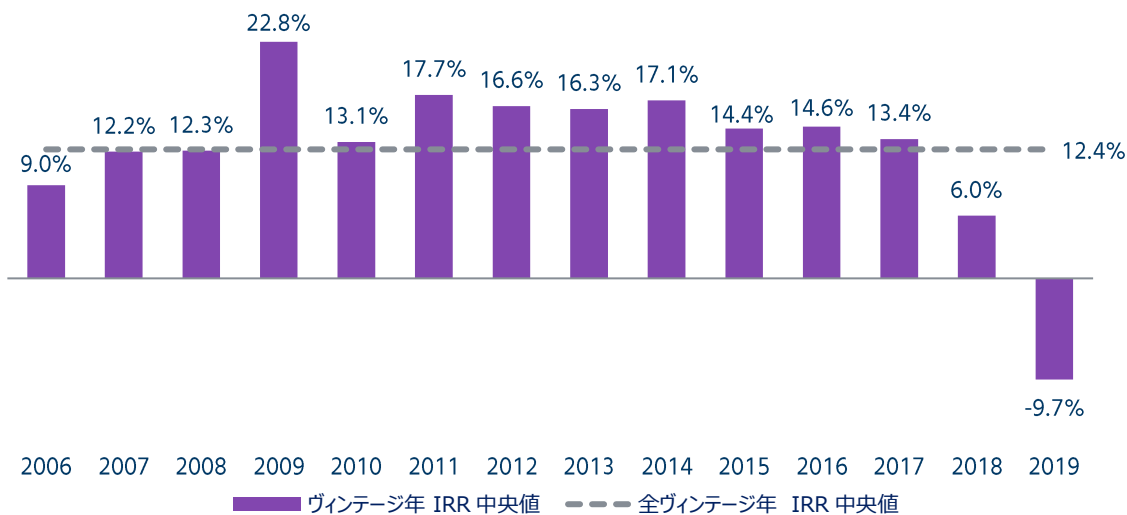


出所: Pitchbook 2020年 3月 31日時点

投資実績への影響

プライベート・エクイティの投資活動が大幅に減少したことは、2006年および2007年ヴァンテージのファンドのIRR（内部収益率）にもマイナスの影響を与えたと考えられる⁵。同ヴァンテージのファンドでは、運用報酬などの手数料が発生する一方で、投資ペースは想定よりも遅れたことから、図4に示すように、一般的なプライベート・エクイティ・ファンドで見られるJカーブ効果⁶はさらに悪化した。同ヴァンテージのファンドでは、ディール・フローの減少を補うために投資期間の延長をLPに求め、了承を得るケースが多数見られた。投資期間の延長により、ファンドは結果的にコミットメント枠を使い切ることができ、最終的には手数料がパフォーマンスに与える影響を低減することができた。米国のプライベート・エクイティのディール・フローは回復してきたものの、2007年に記録した最高値を更新したのは最近のことである。

図4：米国プライベート・エクイティIRR（ヴァンテージ年毎）



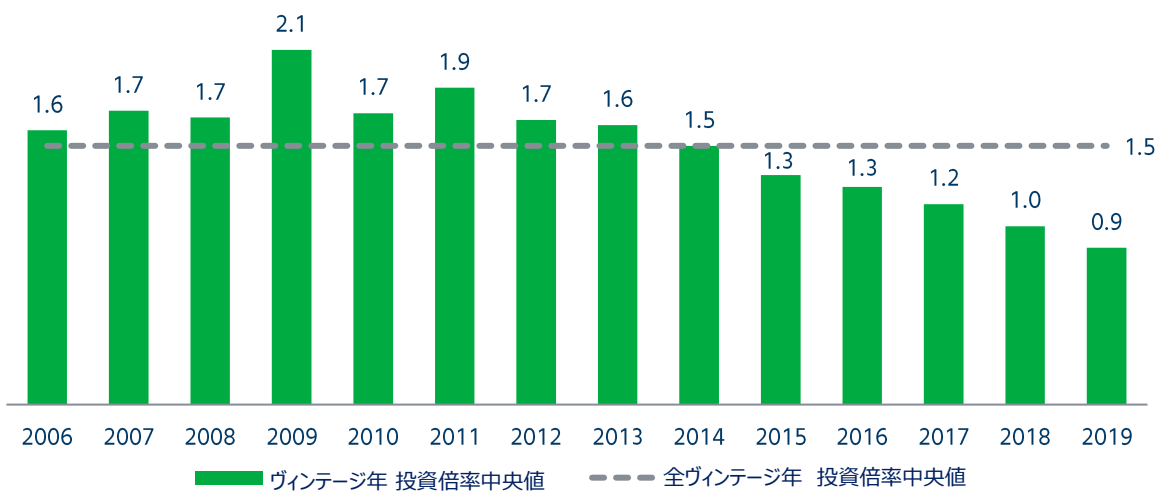
出所：Burgiss Private i 2019年12月31日時点

⁵ 内部収益率（IRR）は、正味現在価値がゼロとなる割引率であり、プライベート・エクイティのパフォーマンス指標として一般的に使用されている。

⁶ Jカーブ効果は、横軸にプライベート・エクイティ・ファンドの運用年数、縦軸にリターンをプロットしたもので、ファンド運用期間の初期には、多くの投資がまだ実現されていない一方で手数料が請求されるため、パフォーマンスはマイナスとなる。さらに、既存の投資は、ファンド運用期間後半まで評価額が上昇しないことが通常である。

2006年ヴァンテージのファンドのIRR中央値は、全ヴァンテージ年のIRR中央値を大幅に下回ったが、2007年および2008年は改善が見られた。しかし、特に注目すべき点は、それ以降の2009年～2017年ヴァンテージのファンドのIRR中央値が、一貫して全ヴァンテージ年のIRR中央値を大幅に上回っていることである⁷。このような一貫した運用実績により、既存のプライベート・エクイティ投資家の多くが当資産クラスへの資金配分を増やし、資金配分を行っていなかった投資家は資金配分を検討するようになった。

図5：米国プライベート・エクイティ投資倍率（ヴァンテージ年毎）



出所：Burgiss Private | 2019年12月31日時点

図5は、ヴァンテージ年毎の投資倍率を示している（分析対象ファンドは図4と同一）。IRRの結果とは対照的に、2006年ヴァンテージでさえも、全ヴァンテージ年を上回っている。これは、イグジット時のポートフォリオ企業価値の絶対水準が低下したのではなく、イグジットのタイミングが遅れたことが、IRRの低下をもたらしたことを示す証拠であると考えられる。前述の通り、GFC危機後のヴァンテージのファンドは、一貫して高いリターンを生み出していた。なお、直近ヴァンテージにおけるIRRと投資倍率のパフォーマンスの違いは、算出対象期間が短期間の場合、IRRの算出結果の水準幅が上下に大きく変動する傾向が見られることに起因するものと想定される。

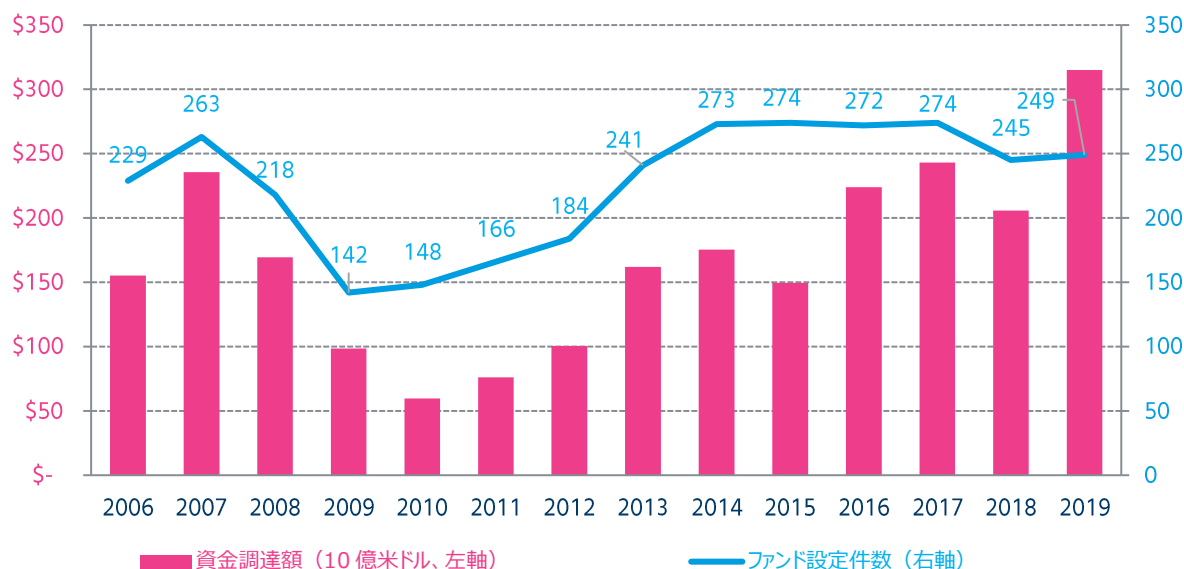
⁷ 2018年および2019年ヴァンテージのファンドのIRRが低いのは、これらのファンドがまだファンドサイクルの初期段階にあり、投資回収案件が発生していないことから、前述のJカーブ効果の影響が顕在化したためと想定される。

資金調達（ファンド募集）への影響

その他の特筆すべき GFC の影響として、GFC 後のプライベート・エクイティ・ファンドの資金調達額が大幅に減少したことが挙げられる。図 6 に示すように、米国のプライベート・エクイティ・ファンドの資金調達額は、2013 年に初めて 2008 年の水準を回復した。

2013 年以降の資金調達額の増加は、上述の投資倍率の上昇の影響を強く反映した結果であることから、多くの市場関係者が IRR への影響に対する懸念を強めている。IRR への影響を相殺するものとして、2013 年以降ヴァンテージのファンドの多くが、ポートフォリオ企業の平均保有期間を短縮し、上場株式市場などの非常に堅調なイグジット市場に売却していることが挙げられる。この結果、過去数年間の LP への分配金は過去最高水準となっている。

図 6：米国プライベート・エクイティ・ファンド資金調達状況



出所：Pitchbook 2020年 3月 31日時点

ヴァンテージ年毎の影響

GFC が世界の金融市場および多くの国の経済に大きな影響を与えたことは、明白である。一方、そこまで明白ではないが、GFC は同様に、幅広いヴァンテージのプライベート・エクイティ・ファンドに大きな影響を与えた。2002 年～2005 年のヴァンテージのファンドでは、ファンドのライフサイクルにおける収穫期間中に、上場株式市場の急落などによりイグジット市場が低迷したことで、投資回収活動が制限され、IRR および投資倍率の両面でリターンが低下した。2006 年～2010 年のヴァンテージのファンドでは、ディール・フローの減少により投資期間中に資本を投入することが困難となり、IRR が低下した。ただし、少なくとも 2009 年～2012 年ヴァンテージのファンドは、上述の「マルチプル・アービトラージ」により、IRR および投資倍率の両面でリターンを「通常の」市場環境よりも高めることができたことが、ディール・フローの減少による IRR の低下を相殺した。

図 7 は、ヴァンテージ年毎に、ポジティブな影響、ネガティブな影響、および、「通常の」市場環境と比較した潜在的なパフォーマンスの影響についてまとめたものである。

図 7：主なポジティブおよびネガティブな影響

ヴァンテージ	GFC の ネガティブな影響	GFC の ポジティブな影響	潜在的な IRR への影響	潜在的な 投資倍率への影響
2002-2005	ポートフォリオ企業の選別 イグジット環境	--	マイナス影響 (保有期間, 評価額の低下)	マイナス影響 (評価額の低下)
2006-2009	ポートフォリオ企業の選別 イグジット環境 (一部) 投資ペース	投資対象企業評価額低下 (一部)	マイナス影響 (投資ペース)	プラス/マイナス (投資ペースの状況による)
2010-2012	投資ペース (一部)	投資対象企業評価額低下	プラス影響 (投資対象企業評価額 低下, ディール・フロー)	プラス影響 (評価額の回復)

出所：マーサー（例示および説明を目的としたものです）

多くの場合、市場が大きく変動すると、マクロイベントの影響によりマネージャーの投資スキルを見極めることが非常に困難になる。プライベート・エクイティ投資の特性上、運用実績の評価においては、さらに高い不確実性が伴う。プライベート・エクイティ・マネージャーは通常、3年から5年ごとに資金調達（次号ファンドの設定）を実施する。したがって、実績のあるマネージャーでも、上記のような様々な困難な状況にさらされたファンドを、せいぜい2~3本程度しか運用していない場合が大半である。あらゆる市場環境において高い運用実績を上げている場合、マネージャーのスキルに起因する可能性が高いが、通常は運用ファンドのうちマクロイベントの影響が極めて大きかったファンドはせいぜい1ファンド程度であり、このことが、マクロの影響に対するマネージャーのスキルを正確に評価することをさらに困難にしている。

前述の通り、資金調達（ファンド設定）のタイミングは、ファンドの運用実績を決定する重要な要素となり得る。しかし、プライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーは、投資期間中のファンドがなければ、投資候補案件（ディール・フロー）および投資プロフェッショナルを維持することが困難である。その結果、資金調達のタイミングをコントロールすることができず、プライベート・エクイティ市場での「投資タイミング」を図ることが実質的に困難となっている。

COVID-19 の影響

これまで述べてきたように、GFC はプライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーの運用に大きな影響を与えるとともに、幅広いヴァンテージのファンド運用実績に影響を与えた。ポートフォリオ企業の選別、保有期間の長期化、投資ペースの鈍化、評価額が低水準な状況下での投資など、GFC 後に見られた事象は、COVID-19 後の世界で想定すべきことの指針となり得る。GFC は金融危機として始まり、その後実体経済に波及したのに対して、COVID-19 の危機はグローバルベースの自然災害と類似しており、企業活動全体に極めて直接的かつ即時に影響を与えるものである。GFC での経験と COVID-19 の影響に関するこれまでの考察に基づき、プライベート市場投資において、LP は以下のポイントを念頭に置いておくべきだと考えている。

- プライベート市場への資金配分の維持 - GFC 後にプライベート市場への資金配分を維持した投資家は、ほとんどの場合、GFC 危機以降一貫して高い投資実績を達成。
- 着実な投資ペースの維持 - プライベート市場ファンドは長期投資の特性を有することから、投資タイミングをコントロールする「市場タイミング戦略」を採用することは非常に困難である。GFC 後に投資ペースを維持した投資家は、その後の堅調なイグジット市場の恩恵を享受することができた。
- 良好な投資機会が期待できること - 他の LP がプライベート市場から撤退した場合、高評価のファンド・マネージャーに新規および追加での資金配分を実施できる可能性が生じる。また、セカンダリー・ファンドやディストレスト・ファンドなどで、魅力的な投資機会が存在する可能性がある。

- GFC から学んだ教訓の活用 - LP は、ファンドの投資ペースが遅くなること、ポートフォリオ企業の保有期間が長くなること、資金調達（ファンド設定）が減少することを想定すべきである。そして、これらの変化を、LP のポートフォリオ計画のプロセスに反映させるべきである。
- 交渉の優位性 - GP による資金調達がさらに困難となった場合、LP に有利な投資条件での交渉が期待できる。

GFC は歴史の一部となったが、現在は COVID-19 危機の真っ只中にあり、危機の深さおよび期間は依然として不透明である。しかし、GFC 後のプライベート市場の投資実績は、現在の危機を乗り越えれば、プライベート市場への投資プログラムを継続して実行する能力および意欲を有する投資家にとって、魅力的な投資実績を生み出すことが可能であるという希望を与えてくれる。



William T. Charlton, Jr., Ph.D., CFA
Global Head of Private Markets Data Analytics and Research

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ございます。
- 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 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。