



# プライベート市場に おけるタイムラグ

プライベート市場に関する考察



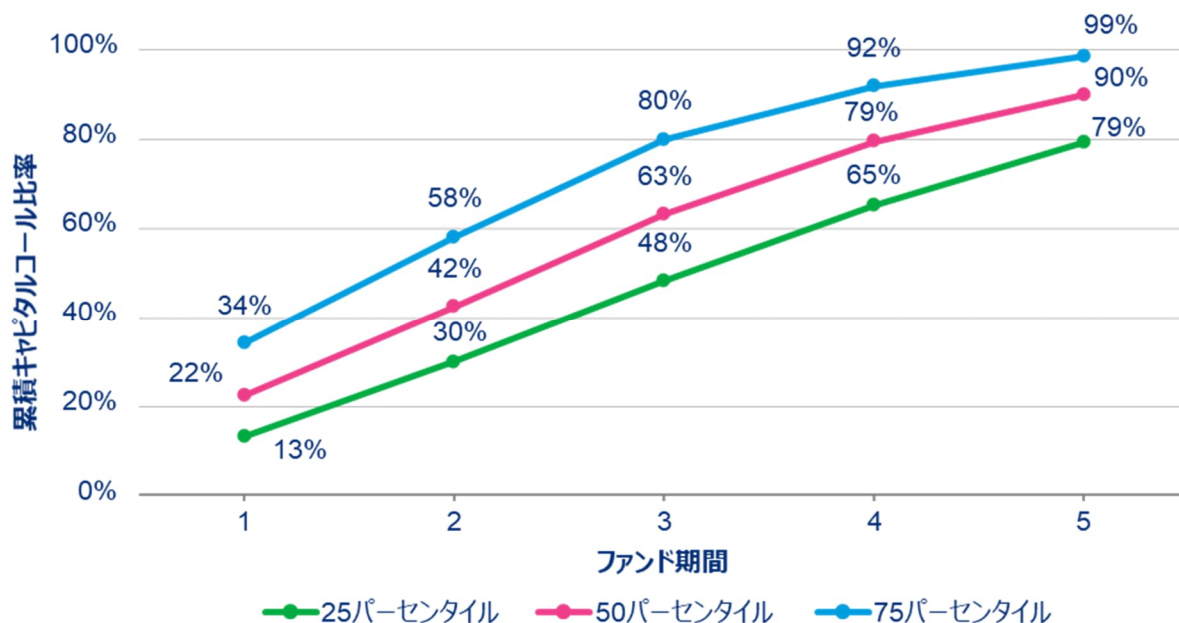
## プライベート市場におけるタイムラグ

プライベート市場の特徴は、アセットクラスに内在する様々な「タイムラグ」です。タイムラグは、資本払込（キャピタルコール）、パフォーマンス測定、レポート、時価評価などで発生し、プライベート市場への資金配分やポートフォリオ管理において重大な影響を与えています。プライベート市場ポートフォリオを効率的に運用するためには、これらのタイムラグおよびポートフォリオ全体への影響を理解することが重要です。

## コミットメント vs. エクスポート

**課題：**プライベート市場では、コミットメント（投資家がファンドに対して出資を約束した金額）とエクスポージャー（ファンド払込済資本総額）はイコールではありません。多くの投資家は通常、コミットメント・ペーシング・モデルに基づき、計画通りに年間投資額をプライベート市場に投入することを目指します。そして、プライベート市場への資金配分目標を達成するために、毎年複数のファンドマネージャーを調査し、コミットメント契約を締結します。しかし、リミテッド・パートナー（LP）がファンドマネージャーにコミットした後、いつ、どれだけの資本払込（キャピタルコール）が発生するかは、ゼネラル・パートナー（GP）の裁量で決定され、LPがコントロールすることはできません。図1は、運用開始から3年後においても、ファンドによって累積キャピタルコール比率（累積キャピタルコール金額／ファンドサイズ（ファンドコミットメント金額））に大きなばらつきがあることを示しており（例えば、3年目の25パーセンタイルと75パーセンタイルの間には31.7%の差があります）、LPは自身がコミットしたGPのキャピタルコールのペースを事前に知る事ができないことを示唆しています。これは、一旦資金配分を決定すると、比較的早期に全ての資金を投入することができる、他の多くの資産クラスとは異なる特徴です。

図 1. プライベート・エクイティ・ファンドの運用開始後累積キャピタルコール比率推移（バイアウト）



出所: Burgiss Private I, 2022年9月30日時点

キャピタルコールのペースは、ファンドの戦略（バイアウト、グロス、ベンチャーキャピタルなど）などによって異なります。アーリーステージのベンチャーキャピタルやバイオテクノロジーファンドなど、戦略によっては、投資先企業への初期段階での投資は少額とし、投資先企業のうち成功した企業に対して追加投資を実施するために、相当額の未履行コミットメントを残しておくケースが多くみられます。仮に投資先企業の価値創造が成功しなかった場合、残しておいたコミットメント枠を他の企業に振り向けることができます。この場合、残しておいたコミットメントにより、投資ペースが計画より遅れているように見えるかもしれませんが、実際には、特にポートフォリオに想定以上の「成功企業」がいれば、投資ペースを挽回することが可能です（これは間違いなくLPにとって喜ばしいことです）。

## プライベート市場におけるタイムラグ

図 1 のように、同じ戦略（バイアウト戦略）であっても、キャピタルコールのペースに大きなばらつきがある場合があります。主にプラットフォーム企業での追加的な企業買収によって企業価値向上を図るバイアウト・マネージャーは、主に業務や戦略の改善を通じて投資先企業の企業価値向上を図るバイアウト・マネージャーよりも、より多くの資金を残しておく可能性が高いです。ファンドの戦略を十分に理解していても、GP のキャピタルコールのペースは、市場環境や個々の投資案件の成約状況によって変化するため、正確に予測することは困難です。さらに、大半のプライベート市場ファンドの投資先企業数は 15-25 社と比較的少ないことから、投資ペースが想定よりも遅れていたとしても、想定を上回る案件数が成約した場合、比較的早期に投資ペースが回復することもあります。

**インプリケーション：**特に、LP はキャッシュフローの規模やタイミングを直接コントロールすることができないため、コミットメントと資本払込のタイムラグは、ポートフォリオマネジメントに課題をもたらします。この不確実性と、キャピタルコール通知受領後に定められた期間内（通常 10 営業日以内）に資本払込を実施する必要があるという要件が組み合わさると、LP はいつ発生するか分からないキャピタルコールに対応するために、ある程度の流動性を維持する必要があります。このことは、特に新たに運用を開始したプライベート市場投資プログラムにおいて、課題となります。成熟した投資プログラムでは、回収期間に入っている古いファンドからの分配金が、新しいファンドからのキャピタルコールの一部を相殺することができ、また、多数のファンドから構成される大規模なプライベート市場ポートフォリオでは、トータルでは平均的水準に落ち着くことから、通常は課題に直面することは限定的です。それでも、特にディールフローが活発な時期には、成熟したプログラムでも適切な流動性管理が難しくなるケースがあります。

## レポーティング

**課題：**プライベート市場で特に問題となるのは、プライベート市場ファンドの四半期報告書の一般的な記載事項である、詳細なポートフォリオ情報の受領に時間がかかることです。ポジションおよび評価額の変化がほぼ瞬時に報告される公開市場とは対照的に、プライベート市場のポジションおよび評価額の報告では数ヶ月の遅れが生じることがあります。通常、プライベート市場ファンドは、LP に四半期ごとに運用報告書を発行します。しかし、ファンドが財務諸表を集計して LP に発行する前に、まず投資先企業から財務情報を受け取る必要があります。そのため、LP は四半期末から 2-3 ヶ月後に四半期運用報告書を受け取ることになります。第 4 四半期の運用報告書は、年次監査や（場合によっては）第三者による評価レビューのため、さらに遅れることがよくあります。

**インプリケーション：**このことは、後述の評価の希薄化とともに、LP がポートフォリオにおけるプライベート資産へのエクスポージャーや評価の変化を完全には把握できない要因となります。特に公開市場が（プラスでもマイナスでも）大きく変動する局面では、ポートフォリオ情報を受け取るのが遅れることで不確実性が増し、それにより実際の資産配分の判断が難しくなります。プライベート市場への資金配分が大きくなるほど、この課題はより難しいものとなります。

## ポートフォリオの評価額の希薄化

**課題：**複数回に分けて資本払込を行うことは、別のタイムラグの発生要因にもなっています。すなわち、追加キャピタルコールが、GP のファンド全体の評価額に影響を与えています。GP は、新規投資への資本払込のために、いったんクレジットラインを使用して資金調達を行い、後日キャピタルコールを実施することがよくあります。新規投資先企業への投資はしばらくの間（通常は 1 年間）原価で評価され、その後時価評価されることが一般的です。プライベート市場ファンドの GP が、投資先企業を当初原価で評価する主な理由の一つは、企業変革のために GP が策定する事業計画が実現化されるまでに通常数四半期かかり、その効果が企業運営や企業業績にすぐに反映されない可能性があるためです。

希薄化の影響はファンド期間の初期に特に顕著であり、その証拠は図 1 のグラフで確認することができます。初年度のキャピタルコール比率の中央値は 22.3% です。仮に 1 年目に投資を実施したすべての企業が、2 年目に完

## プライベート市場におけるタイムラグ

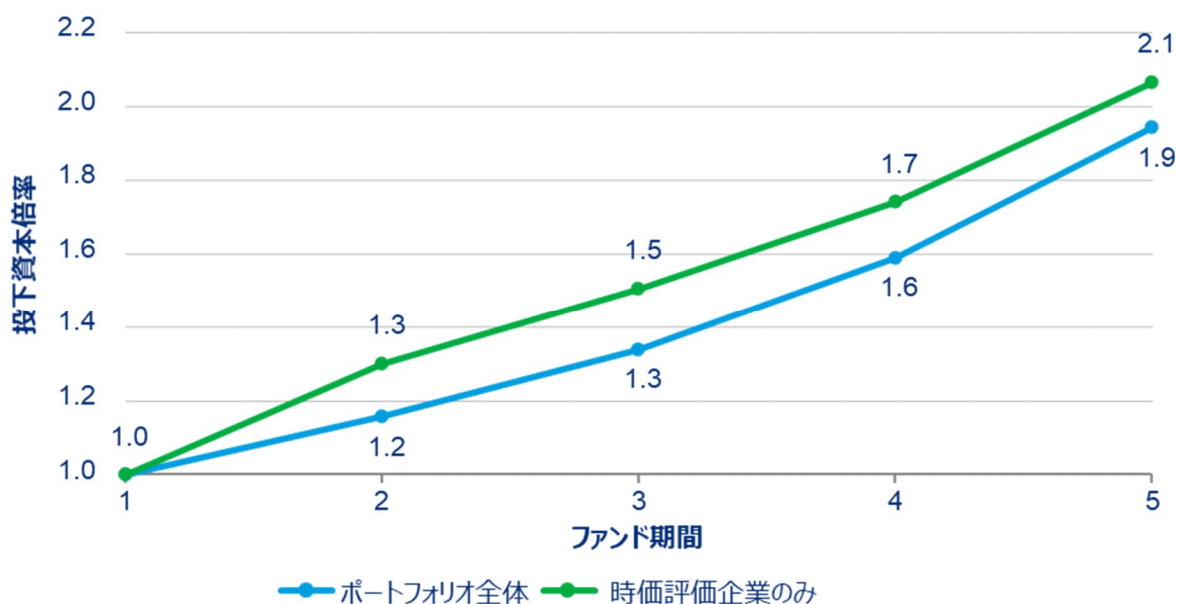
全に時価評価されたとしても（可能性は低いですが）、2年目に実施されたキャピタルコール（ファンドサイズの20.1%）はおそらく原価で計上されるため、1年目に投資した企業の時価上昇分は、50%近く希薄化されます。図2は、この評価額の希薄化がパフォーマンス測定に与える影響を示しています。これは、全投資先企業ポートフォリオ（原価で計上されている投資を含む）と時価評価されている企業ポートフォリオ（一定期間経過した投資のみを含む）を比較しています<sup>1</sup>。グラフが示す通り、パフォーマンス結果は両ポートフォリオ間で大きく乖離しており、この差によって、あるマネージャーが「優良」ではなく「平均並み」とみなされる場合があります。ファンド間のパフォーマンス格差は、キャピタルコールのペースと時価評価ルール（いずれもGPごとに異なる）の影響を受けることを留意する必要があります。

---

<sup>1</sup> 図2は、図1の累積キャピタルコール比率の中央値に基づき作成しており、1年以上保有する投資案件の評価額が30%上昇したと仮定しています。なお、パフォーマンス計測期間が短期であることから、内部収益率（IRR）ではなく、投下資本倍率（MOIC）を使用しています。



図 2. 投下資本倍率 (MOIC) 推移<sup>2</sup>



出所: Mercer analysis

時価評価希薄化の影響は、キャピタルコールの大部分が実施されるファンド投資期間（通常はファンド設定から5年程度）を通じて見られますが、投資期間の終盤になると時価評価企業がポートフォリオの大半を占めるため、その影響は減少すると考えられます。ファンド投資期間（通常は5年もしくは次号ファンド設定まで）以降、希薄化の影響は通常は減衰することが想定されます<sup>3</sup>。

**インプリケーション：**ポートフォリオの時価評価における希薄化は、ポートフォリオ全体のエクスポージャーの過小評価や特定の戦略へのエクスポージャーの過小評価につながる可能性があります。このことは、LPのポートフォリオ全体のエクスポージャーの管理の難易度を上げることになりかねません。時価評価額の希薄化がもたらすもう一つのインプリケーションは、希薄化された評価額に基づくパフォーマンス指標は、ファンドのパフォーマンスを正確に反映しない可能性があるということです。なお、短い投資期間、ファンドサイズ対比で大規模な投資額、時価評価額の大幅な変動などの要因が組み合わさることで、IRRが大きく変動し、この問題は相殺される可能性があります。

<sup>2</sup> パフォーマンスは仮定に基づくバックテスト結果であり、情報提供のみを目的として提示されるものです。データは、2022年9月30日時点。分析は2023年3月30日に実施。データはBurgiss Private iから入手したものです。全バイアウトファンド/全ヴィンテージ年のバイアウトファンドのキャピタルコールデータの中央値を利用しています。投資先企業は、初年度は原価で計上され、その後は年度毎に30%ずつ評価額が上昇すると仮定しています。「ポートフォリオ全体」では、すべての投資案件をMOIC (Multiple of Investment Cost) の計算に含めています。「時価評価企業のみ」では、MOICの算出には評価額が上昇した投資のみが含まれます。

パフォーマンスは、運用報酬控除前のグロスリターンを表示しています。実際の運用結果は、仮定に基づくバックテストとは大きく異なる場合があります。投資家は、損失を被る可能性があります。市場環境の予測が困難な期間や市場のボラティリティが高い期間など、経済・市場環境が異なる様々な期間のデータが含まれています。投資家毎に独自の投資目的、リスク許容度、パフォーマンス目標、ポートフォリオのベンチマークを有しているため、分析結果が全ての投資家にあてはまるとは限りません。経済、市場およびその他の要因による、ファンドや戦略の変更、リバランスタイミングの変更、資産配分比率の変更により、実際の結果は異なる場合があります。

バックテストのパフォーマンスは、インサンプルで作成されたものであり、財務リスクを考慮していません。バックテストの結果は、アドバイザーのスキルを示すものではありません。オルタナティブ投資に分類される投資には、大きなリスクがあります。投資家は、オルタナティブ投資に関連するリスクに対応するために、十分な投資能力、投資経験および投資実績を有する必要があります。

<sup>3</sup> インデックスの構築方法によっては、希薄化効果はプライベート市場インデックスにも影響をおよぼす可能性があります。成熟ファンド（投資期間終了後のファンド）と投資期間中ファンドの比率に依存すると考えられます。

## プライベート市場と公開市場のバリュエーション比較

**課題：** 大半の公開市場の資産とは異なり、通常はプライベート市場の資産は継続的に時価評価されないため、イグジット時に大幅な評価額の調整が生じることがあります。このことは興味深い結果をもたらす可能性があり、COVID-19 パンデミックの初期段階におけるそれぞれの市場の動きは、適切な例と言えます。2020 年第 4-6 月期の初期においては、パンデミックの経済的インパクト予想に基づく投資家の投資行動により、公開市場は大きな売りに見舞われました。しかしながら、同四半期末には、公開市場はパンデミック前の水準までほぼ回復しました。確かに、プライベート市場における資産の評価でも、同様の変動が生じていたと言えるかもしれません。しかしながら、プライベート市場ファンドの運用報告基準日（通常は四半期末）までに、公開市場がほぼ完全に回復したため、大半のプライベート市場ファンドの 2020 年 4-6 月期の運用報告書において、大幅なバリュエーション変動は見られませんでした。

2 つ目の事例は、2021 年後半からの大幅なインフレ率の上昇と、2022 年前半で市場に完全に織り込まれた金融政策の影響にともなう、公開市場の変動です。この事例では、公開市場の変動は 1 四半期以上続いたため、プライベート市場ファンドの評価額は、グローバル・マクロ経済環境の大きな変化を反映して低下すると予想されます<sup>4</sup>。しかしながら、評価額がどの程度調整されるかについて、現時点で正確に見極めることは困難です。

**インプリケーション：** レポートのタイムラグと、時価評価のタイムラグの組み合わせは、「真の」プライベート市場ポートフォリオ・エクスポージャーの把握することを、非常に困難なものとしています。公開市場の変動がプライベート市場の評価に反映されるまでに数四半期を要するため、プライベート市場への資産配分比率が高いポートフォリオでは、運用が困難になる可能性があります。

公開市場とプライベート市場で時価評価の調整プロセスが異なることは、「分母効果」という課題をもたらしています。通常、プライベート市場への資産配分は、ポートフォリオ全体に占める比率で管理されます。公開市場が急騰する一方で、プライベート市場の評価は連動して調整されない場合、投資家はプライベート市場への配分比率を過小評価する可能性があります。逆に、2022 年のように公開市場が急落した場合、短期間でプライベート市場への配分比率が計画よりも大幅に高まります。このような場合、LP は、プライベート市場の資産も同様の価値下落に見舞われている可能性が高いにもかかわらず、四半期報告書にはそれが十分に反映されていないために、プライベート市場投資プログラムの停止を検討することになりかねません。

## 複合的インプリケーション

当レポートで提示した複数の課題の組み合わせおよび相互作用は、プライベート市場のポートフォリオ管理において、より広範かつ重要なインプリケーションをもたらします。プライベート市場の評価には「平滑化」と「不確実性」という特徴があるため、多くの標準的な公開市場分析ツールを適用できない可能性があります。例えば、プライベート・エクイティのヒストリカル・データを用いて算出した公開市場との相関は、想定される「真の値」よりも過小評価されることが多いと考えられます。同様に、分散の算出では、利用可能な時系列データが比較的少ないことも問題となります（例えば、ポートフォリオに関する 5 年間の四半期報告から得られる時系列データは、わずか 20 であり、さらに当初数四半期は簿価評価です）。分散と相関は、いずれも資産配分最適化モデルにおける重要なインプットであるため、これらのプライベート市場の特性は、あらゆる最適化モデルの結果の妥当性に疑問を投げかけることとなります<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 当レポートは、2022 年 10-12 月期の四半期報告書が発表される前に書かれたものです。必要に応じて、記載内容を変更する可能性があります。

<sup>5</sup> 公開市場のアプローチをプライベート市場に適用する際の課題については、今後作成予定のレポートでより詳細に説明します。

## 軽減策について

当レポートの目的は、他の資産クラスと異なるプライベート市場資産の特徴を明らかにすることです。これらの課題の解決は困難だと思われるかもしれませんが、影響を軽減するための複数のアプローチが考えられます：

- **質の高いペーシング・プランの採用**：プライベート市場資産クラスは長期投資であることから、複数の前提条件や感応度の設定が可能な、質の高いキャッシュフロー・ペーシング・モデルを採用することが重要です。これにより、ポートフォリオ・マネージャーは、流動性要件に対する予想精度を高め、それに応じた計画を立てることが可能となります。前述のとおり、キャッシュフローの問題は、新規の投資プログラムではより大きな課題となりますが、成熟した投資プログラムでは、キャッシュインとキャッシュアウトが少なくとも部分的には相殺されることがあります。
- **適切な戦略的ポートフォリオ計画の策定**：タイムラグの問題を相殺する最善策の一つは、投資家のリスクおよびリターン目標を満たし、かつ、特異な状況を考慮した長期的な戦略的ポートフォリオ計画を策定することであると、マーサーは考えています。過去における厳しい経済環境でも見られたように、規律を持って投資プログラムを継続した投資家は、様々なタイムラグの問題の影響を受けることなく、比較的良好な結果を残しています。
- **柔軟性の維持**：規律について述べた後で、柔軟性について言及するのは少し皮肉なことです。しかし、厳しい経済環境下では、一部の投資家が優良マネージャーへの投資を中断することで、他の投資家に、これまでアクセスすることができなかった優良マネージャーに投資する機会が生じます。これにより、投資家はポートフォリオの質を向上させながら、資産配分とエクスポージャーの間のラグを改善することができます。
- **頑健性の高いマネージャー選定プロセスの構築**：他のレポートでも主張していることではありますが、プライベート市場におけるマネージャーの選定は極めて重要であると考えます。頑健性の高いマネージャー選定プロセスを構築することのメリットは、優良マネージャーはこれまで議論してきた課題の影響を強く認識しており、投資家への影響を最小限に抑えるためのアプローチを採用することが多いことです。具体例として、クレジットラインの利用が挙げられます。ファンドマネージャーは、投資先企業への資本払込の都度キャピタルコールを実施するかわりに、一旦クレジットラインで資金を調達し、一度にまとめて、事前にLPに提示したタイミングでキャピタルコールを実施します。このようなマネージャーの対応は、投資家の流動性管理に役立ちます。
- **マネージャーとの良好なコミュニケーションの確立**：プライベート市場のファンドマネージャーは、公開市場のファンドマネージャーに適用される情報開示義務の対象ではありません。大半のプライベート市場ファンドの運用会社は、すべての投資家に同等の情報開示を実施していますが、投資家の要請に応じてさらに詳細な情報を提供することを厭わない運用会社も存在します。投資先企業の詳細な財務情報を開示することはまずありませんが、ポートフォリオに「勝者」が多いかどうか、あるいは、近いうちにどの程度の案件を成立できるかどうかについて、積極的な開示を受けられる可能性があります。
- **タイムラグについてのチーム内での認識共有**：投資チームや投資委員会の新たなメンバーが、プライベート市場自体には詳しいものの、プライベート市場ポートフォリオの運用実績がない場合、タイムラグに関するインプ리케이션を十分に理解していない可能性があります。このようなケースは、特に新規のプライベート市場投資プログラムで見られます。したがって、「現場で学ぶ」よりも、相違点を理解するための優れた教育／研修プログラムを実施することが重要です。

### まとめ

過去 20 年間に於いてプライベート市場への関心が著しく高まり、多くの機関投資家のポートフォリオにおいてプライベート市場のエクスポージャーが増加するにつれて、当レポートで提示した課題はますます重要になっています。長期にわたって非上場を維持する企業が増加していることもあり、プライベート市場ファンドは、投資家に魅力的なリターン・プロファイルを提供するだけでなく、公開市場では投資が困難なタイプの企業へのエクスポージャーを提供することが可能となっています。今まで議論してきた通り、タイムラグを完全に排除することはできませんが、プライベート市場資産に対する長期的な見通しを構築し適用することで、タイムラグをある程度軽減することができます。しかしながら、プライベート市場にも課題がないわけではありません。前述のような情報の制約を考慮したエクスポージャーの構築は、プライベート市場資産を含むポートフォリオの構築と維持に、より多くのリソースを必要とするプロセスです。さらに、プライベート市場ポートフォリオが安定的な状態（分配金がキャピタルコールを相殺するようになり、LP がポートフォリオの中核となるとなる複数の GP を見出し、それらの GP に集中的に投資するようになった状態）になるには、通常数年かかります。このような困難さはあるものの、プライベート市場が現代の機関投資家の投資プログラムにおいて、ますます重要な位置を占めるようになることは間違いないと考えています。



**William T. Charlton, Jr., Ph.D., CFA**

Global Head of Private Markets Data Analytics and Research



## Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer (US) LLC and/or its associated companies.

© 2023 Mercer (US) LLC. All rights reserved.

This contains confidential and proprietary information of Mercer and is intended for the exclusive use of the parties to whom it was provided by Mercer.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

Please see the following link for information on indexes: <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/nurture-cycle/gl-investment-management-index-definitions-mercer.pdf>. One cannot invest directly in an index.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

Information contained herein has been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

Past performance is no guarantee of future results. The value of investments can go down as well as up, and you may not get back the amount you have invested. Investments denominated in a foreign currency will fluctuate with the value of the currency. Certain investments, such as securities issued by small capitalization, foreign and emerging market issuers, real property, and illiquid, leveraged or high-yield funds, carry additional risks that should be considered before choosing an investment manager or making an investment decision.

Funds of private capital funds are speculative and involve a high degree of risk. Private capital fund managers have total authority over the private capital funds. The use of a single advisor applying similar strategies could mean lack of diversification and, consequentially, higher risk. Funds of private capital funds are not liquid and require investors to commit to funding capital calls over a period of several years; any default on a capital call may result in substantial penalties and/or legal action. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. There are restrictions on transferring interests in private capital funds. Funds of private capital funds' fees and expenses may offset private capital funds' profits. Funds of private capital funds are not required

to provide periodic pricing or valuation information to investors. Funds of private capital funds may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information. Funds of private capital funds are not subject to the same regulatory requirements as mutual funds. Fund offering may only be made through a Private Placement Memorandum (PPM).

Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Investment management and advisory services for US clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments). Mercer Investments LLC is registered to do business as "Mercer Investment Advisers LLC" in the following states: Arizona, California, Florida, Illinois, Kentucky, New Jersey, North Carolina, Oklahoma, Pennsylvania, Texas and West Virginia; as "Mercer Investments LLC (Delaware)" in Georgia; as "Mercer Investments LLC of Delaware" in Louisiana; and "Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware" in Oregon. Mercer Investments is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Parts 2A and 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited. Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited are regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered officer: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.

Investment advisory services for Brazil clients are provided by Mercer Human do Brasil (Mercer Brazil), a company regulated by the Brazilian Securities and Exchange Commission to provide Financial Advisory services.

March 2023 #G369038

## 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。