

# プライベート・エクイティにおける Jカーブ効果の削減

プライベート市場に関する考察

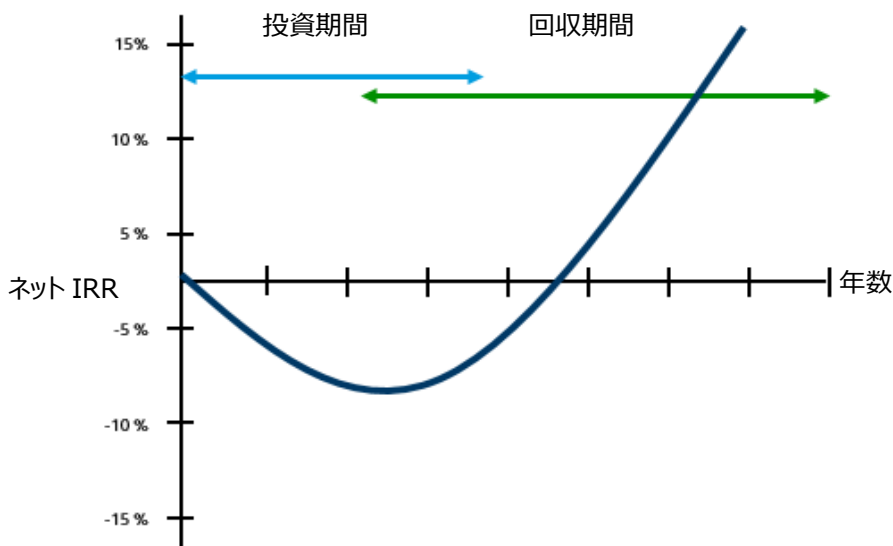
2020年9月

## Jカーブ

2020 年初に COVID-19 パンデミックが発生したことで、「カーブ（曲線）を平坦化する」という疫学的な概念が知られるようになった。高い伝染力を持つウイルスの初期の感染状況と、それが患者の呼吸器系に深刻な影響を与える可能性に鑑み、医療専門家や政府関係者は、集中治療用ベッドや人工呼吸器の需要が供給を大幅に上回る懸念を表明した。さらに、ロックダウンや社会的距離の確保により、人々がウイルスにさらされることを制限することで、感染者数を表すカーブの軌跡を低くする、もしくは、平坦化することが可能になると主張した。

そして、プライベート・エクイティの世界でも、望ましくない（といっても COVID-19 ほど切迫したものではないが）カーブが、大きく変化しつつある。プライベート・エクイティにおいて一般的に見られる、いわゆる「Jカーブ」もまた、複数の要因により平坦化しつつある。Jカーブは、この資産クラスに馴染みのない投資家には混乱をもたらしているが、プライベート・エクイティの特性に関する啓蒙活動および幅広い理解を通じてではなく、Jカーブ自体の解消をもたらす複数の進展により、近いうちに緩和される可能性がある。

以下は、プライベート・エクイティ・ファンドにおける、運用年数毎に手数料控除後の内部収益率（IRR）をグラフ化したものである。カーブは、0 年目の IRR がゼロの状態から始まり、マイナスの領域に落ち込んだ後に反発に転じ、運用期間の後期には上昇トレンドが続くことから、アルファベットの「J」を連想させる形となる。



出所：マーサー。例示および説明を目的としたものです。

この資産クラスに馴染みのない投資家にとって、ファンドのリターンがすぐにマイナスの領域に突入してしまうことは、特に気になるところである。Jカーブ効果は、プライベート・エクイティなどのプライベート市場投資に特有の3つの特徴が、その要因となっている。

1. キャピタルコール（資本の払込）が一定期間にわたって発生する
2. 市場評価の利用が困難である
3. 運用期間の初期には運用報酬などの手数料がリターンに強い影響を及ぼす

大半のプライベート・エクイティ・ファンドは、数年間の投資期間を設定しており、その期間内に投資先企業の発掘、評価、交渉、最終的な投資を実施する。一般的に、投資案件は少なくとも数四半期の間は簿価で評価され、投資期間の後期まで評価額は変更されない。一旦ファンドの投資活動が開始されると、定期的（通常は四半期ごと）に運用報酬が徴収されるが、その際に投資ペースは考慮されない。また、運用報酬は、投資済資本額ではなくコミットメント額に基づいて算出される。そのため、投資が進んでいない運用期間の初期における運用報酬は、投資済資本額と比較して不釣り合いに大きいように見える。

## 近年における進展

近年における複数の進展は、Jカーブの解消、もしくは、少なくとも大幅な削減をもたらす可能性がある。これらの進展の中には、プライベート・エクイティ・ファンドのマネージャーが、機関投資家にとってのIRRの重要性を認識するようになったことに起因するものもある。Jカーブを緩和するための対策が増えていることに加えて、構造的な変化も影響している。

- プライベート・エクイティ投資の評価にIRRを利用する上での問題点はしばしば指摘されているが、多くの機関投資家がIRRをパフォーマンスおよび成功報酬算出の代表的なベンチマークとして、引き続き利用している。そのため、ファンドマネージャーがファンドを設定しても、少なくとも最初の投資が実行されるまではファンドを始動させない慣行が、より一般的になってきている。こうした慣行は「ウェアハウジング」と呼ばれており、運用報酬は直接保有している資産に対して課されるため、（他のすべての要素が同一であれば）キャピタルコールから最初の評価額の増加までの期間が短縮され、その結果IRRが改善される。
- ファンドマネージャーがより積極的に採用しているもう一つのJカーブ緩和策は、キャピタルコールの回数を減らす、もしくは、キャピタルコールを遅らせるために借入枠（クレジットライン）を利用することである。ウェアハウジングと同様に、借入枠を利用することで、キャピタルコールからポートフォリオにおいて投資先企業の評価額が上昇するまでの期間を短縮することができる。低金利の借入枠を利用することで、ファンドマネージャーは最小限のコストでIRRを大幅に向上させること

ができる。なかには、ファンドマネージャーがキャピタルコールを6ヶ月も遅らせたケースもある。この手法は、現在の低金利環境下では、ファンドマネージャーにとって特に魅力的な手法となっている。

- Jカーブに影響を与える構造的な進展としては、米国財務会計基準審議会（**Financial Accounting Standards Board**）のステートメント第157号など、各国の会計基準で規定されている公正価値測定の採用も挙げられる。監査法人がこれらの基準に基づく監査実績を積み重ねるにつれ、特にファンドの年次評価報告書の作成において、ファンドマネージャーと監査法人との間で、評価に関するより積極的な議論が実施されることが一般的になりつつある。その結果、以前よりも短時間で評価額が上昇することが、一般的となってきている。IRRの算出では、評価期間が短いほど、評価額の変動による影響が大きくなることから、運用期間の初期における投資先企業の評価額の上昇は、手数料の影響を相殺することができる。
- Jカーブに影響を与えるもう一つの構造的な進展は、ファンドマネージャーの収入と運用報酬を相殺するファンドが増加していることである。プライベート・エクイティ・ファンドは、投資先企業の取締役会に参加するなどの役務提供により、投資先企業から収入を得ることが多い。プライベート・エクイティの投資家は、この慣行をより意識するようになった。すなわち、投資家は、ファンドを経由して投資先企業に投下される資本の一部が、実質的にはプライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーに直接還元されることを認識したのである。現在では、大半のファンドにおいて、こうした収入の全額、もしくは、大半の部分が、運用報酬と相殺されるようになっている。その結果、プライベート・エクイティ・ファンドの投資家に請求される手数料が減少し、そのため手数料による影響も低下し、IRRが向上している。

特筆すべきは、これら4つの進展は、すべてがJカーブ効果を低減させるという、同一の影響をもたらすことである。各要因がJカーブにどの程度の影響を与えるかは、各ファンドマネージャーの判断および対応に大きく左右される。しかしながら、機関投資家にとってIRRが重要な評価基準であることに変わりはないことから、同業他社に対する相対的な競争優位性を高めるために、利用可能なあらゆる方法を採用しようとするインセンティブがファンドマネージャーに働くことは明らかである。これにより、極めて高い確率で、業界全体のJカーブが大幅に低減されるか、場合によっては解消されることになるだろう。また、仮にそうである場合、機関投資家によるプライベート・エクイティ・ポートフォリオの管理に、以下のような示唆をもたらす。

- ウェアハウジング、もしくは、借入枠を利用しているファンドは、キャピタルコールのタイミングを遅らせることはあっても、コール額を減らすことはないだろう。そのため、キャピタルコールの頻度は減少し、1回あたりの金額は大きくなる可能性がある。これにより、機関投資家は、取引コストの削減というメリットを享受することができる。
- 他方で、収入と運用報酬の相殺を適用するファンドにおいては、（他のすべての要素が同一であれば）手数料の絶対水準は低下する。したがって、機関投資家の運用担当者にとっては、相殺された部分の手数料についての資金調達計画が不要となる。
- 公正価値測定を採用することで、機関投資家は、プライベート・エクイティ・ポートフォリオの実際の価値をより正確に評価することが可能となる。このことは、ポートフォリオにおけるアロケーションを管理する上で、特に有用であろう。

COVID-19 カーブと J カーブの本質的な違いは、COVID-19 カーブが感染者数という負の結果のみを表しているのに対して、J カーブは正と負の両方の側面があるということである。COVID-19 カーブについては、ワクチンの開発成功により、我々は感染者数のカーブを最小限に抑えることができる、あるいは、理想的にはゼロにまで削減することができるかもしれない。一方、J カーブについては、ファンド運用期間の初期におけるマイナスを削減するだけでなく、運用が順調なファンドでは、従来通り、運用期間の後期において高いリターンを継続的に享受することが期待できる。我々は、プライベート・エクイティの世界において、J カーブから左右が逆の L カーブへの移行を目の当たりにしているのかもしれない。これは、機関投資家の運用担当者が、プライベート・エクイティ・ファンドの運用初期において、マイナスのリターンを正当化する必要から、今後は解放されるかもしれないというメリットをもたらすものである。



**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。