

# キャピタルコール の特徴

プライベート市場に関する考察



### 1. はじめに

当レポートは、プライベート・エクイティ・ファンドのゼネラルパートナー（GP、運用マネージャー）が、キャピタルコール実施のタイミングを決定する際に考慮するポイントについて検証したものです。一般的に、プライベート・エクイティのGPが想定外に多額のキャピタルコールを行うことを制限する、多数の制御要因が存在します。例えば、ファンド募集時点で投資家がキャピタルコールの見通しを持つこと、GPの限られたリソース、プライベート企業への投資は非常に時間がかかるといった要因が挙げられます。

レポートでは、30年以上のトラックレコードが存在するグローバル・プライベート・エクイティ・ファンドの大規模なデータセットを用いて、平常時におけるキャピタルコールと、厳しい経済状況下でのキャピタルコールの特徴を検証しました。データセットを用いた定量分析では、キャピタルコールの大部分はファンド期間の初期に行われ、年間キャピタルコールの水準および分散は、運用開始後一貫して統計的に有意に減少する結果となりました。年間キャピタルコール比率（ファンドサイズに対する年間キャピタルコール額）の中央値の最高値（21.6%）は、ファンド期間の1年目に発生しています。キャピタルコールのペースが速いケースを合理的に予測する一つの方法は、キャピタルコール分布の75パーセンタイルを利用することです。年間キャピタルコール比率の75パーセンタイルの最高値は32.9%で、中央値と同様、ファンド期間の1年目に発生しています。GPは新規ファンド募集終了時に、前号ファンドで未実現投資案件を有しているケースが多いことから、75パーセンタイルの結果がそれほど高くないということは、注目すべき点です。

厳しい市場環境においては、GPはキャピタルコール額を決定するにあたり、さらなる考慮すべきポイントに直面する可能性があります。例えば、プライベート・エクイティの時価評価に公開市場の下落が反映されるまでに相当なタイムラグが生じることや、投資家との良好な関係を維持することの重要性などです。これらのポイントに関する見解は、世界金融危機（GFC）時に、プライベート・エクイティのGPがキャピタルコールを大幅に減らしたという実証データが裏付けとなっています。GFC前に運用を開始し、GFCの最中にキャピタルコールを実施したファンドは、GFC前に大半のキャピタルコールを完了したファンド（通常環境時のファンド）と比較して、キャピタルコールは約40%減少しました。注目すべき点は、通常は投資活動が最も活発な投資期間初期のファンドが、キャピタルコールの減少率が最も大きかったことです。この結果は、経済混乱期においては、プライベート・エクイティのGPが、投資家にとって問題となるような追加的なキャピタルコールの実施を意識的に控えている、という見方を支持するものです。

## 2. キャピタルコールとは

プライベート・エクイティの特徴の一つは、ファンドの設定と資本払込のタイミングが異なることです。GP は、ファンド期間が限定された（通常 8 年から 10 年程度）投資ビークル（ファンド）を設定します。リミテッド・パートナー（LP、投資家）はファンドに対してコミットメントを行い、LP のコミットメントの合計が「ファンドサイズ」と呼ばれます。ファイナルクローズ時点の LP コミットメント額合計がファンドサイズとなりますが、その時点で LP のコミットメントがすべてファンドに払込されるわけではありません。GP はファンド期間中に「キャピタルコール」という形式で、LP に資本払込を要請します。キャピタルコールの金額やタイミングは、戦略、GP、および、市場環境によって大きく異なります。しかし、大半のキャピタルコールは、ファンド投資期間中（通常、ファンド期間の最初の 4～6 年間）に実施されます。<sup>1</sup> LP は、ファンドへのコミットメントを行った後は、キャピタルコールや投資のスピードをコントロールすることはほとんどできません。<sup>2</sup> このように、資本払込のタイミングが不透明なことが、プライベート・エクイティ投資の管理の複雑性を高めています。

2022 年初頭から見られる公開市場のボラティリティは、プライベート・エクイティの GP が、公開市場の低迷に伴うバリュエーションの低下を投資機会として活用するために、キャピタルコールのペースを加速させるのではないかという懸念を生み出しています。そのような市場環境下で、大規模かつ高頻度のキャピタルコールが発生した場合、LP は望ましくないタイミングで公開市場のポジションを清算せざるを得ないという、難しい立場に置かれる可能性があります。当レポートでは、1) プライベート・エクイティの GP がキャピタルコールを行う際の制御要因、2) キャピタルコールの一般的な特性について理解を深めることを目的とした、過去データに基づくキャピタルコールの実証分析、3) 厳しい経済環境における GP のキャピタルコールに対する追加的な制御要因、4) 公開市場の混乱時にプライベート・エクイティの GP が取り得る対応を洞察するための、GFC 時に GP がとった行動の検証、の 4 つについて内容を提示し、この問題について詳細な検証を行います。

---

<sup>1</sup> 投資期間の時間的制約は、ファンドからの投資の大半を占める「プラットフォーム」企業への投資に適用されるのが一般的です。従って、投資期間終了後に、企業買収等により資金ニーズが発生したプラットフォーム企業に対して追加出資を行うことは、許容されると考えられています。すなわち、プラットフォーム企業における GP の投資計画に基づき、追加出資に備えて資金を「取っておく」ことがあります。戦略によっては、プラットフォーム企業による買収に伴う追加出資が、投資資金全体のかなりの割合を占めることもあります。

<sup>2</sup> 後述の通り、GP と LP 間の法的契約において、GP がある年にいくらコールできるかという上限が設定されている場合があります。

### 3. キャピタルコールのダイナミズム

GP が LP に対してキャピタルコールを行う理由は主に 2 つあります： 1) マネジメントフィーの徴収、2) 企業投資資金の調達です。マネジメントフィーの水準はファンド期間中に変化しますが、ファンド投資期間中は、コミットメント額の 1.0% から 2.5%（年率）が一般的です。<sup>3</sup> キャピタルコールに占めるマネジメントフィーの比率は小さく、キャピタルコールの大部分は投資先企業への投資に回されます。ポートフォリオ企業の保有期間は少なくとも 3 年以上が一般的であり、保有期間がもっと長くなることもあります。マネージャーは、企業への投資およびそれに伴うキャピタルコールの実施タイミングについて、大きな裁量を有しています。GP の中には、キャピタルコールをスムーズに行うために、クレジットラインやその他の資金調達オプションを使用し、LP のキャピタルコール対応のための資金繰り管理の負荷を軽減する場合があります。しかし、キャピタルコールが実施された場合、LP は通常 10 営業日以内に資本払込の義務を果たす必要があります。キャピタルコールの不履行は、LP が多大な代償を負う可能性があることに留意する必要があります。また、債務不履行が迅速に是正されない場合、LP は、払込済資本を含め、ファンドの全持分を没収される可能性があります。

GP が短期間に想定外の多額のキャピタルコールを実行する可能性があるという懸念は当然ありますが、このような事態が稀であることにはいくつかの理由があります：

- ・ **LP のキャピタルコールに対する見通し** – LP は、GP のデューデリジェンスの過程で、GP が想定する投資計画や投資ペースについて詳細に検証します。GP が投資計画とは異なる想定外の投資行動を取ることもあり得ますが、その場合 GP は多大なコストを負うこととなります。もし GP が早期にキャピタルコールを実施する計画を LP に伝えずに、それを実行した場合、LP は GP の誠実さと意思決定プロセスの両方を懸念することになります。そうすると、LP がその GP に求めるパフォーマンスのハードルが上がり、LP が次号ファンドにコミットしない可能性が高まると考えられます。GP の想定外の行動により、LP が次号ファンドにコミットしないことを選択した場合、他の LP はそれを強いネガティブシグナルと見なすことから、GP が次号ファンドを設定することがより難しくなる可能性があります。
- ・ **プライベート・エクイティ投資案件の発掘および締結にかかる時間** – ほとんどのプライベート・エクイティ投資案件は、案件の発掘、交渉、締結にかなりの時間を要し、多くの場合で数年を要します。GP が短期間でコミットメントの大部分を利用するのに十分な案件を発掘・締結できる可能性は、極めて低いと考えられます。また、想定外に GP がコミットメントの大半を短期間で利用した場合、案件の質に対して LP から強い批判を受ける可能性があります。
- ・ **時間分散** – GP は数年にわたる投資計画を立てるのが一般的ですが、これはポートフォリオに分散性を持たせ、市場環境の変化を活用するためでもあります。もし GP が短期間にすべての資金を投資し、その後市場が下落した場合、同じヴィンテージ年のファンドと比較して 2 つの点でリターンが低下する可能性があります。1 点目は、同じ企業をより低いコストで購入できたかもしれないことであり、2 点目は、より低い市場評価で企業を売却する可能性があることです。時間分散は、チームメンバーに対する需要の平準化にも役立ちます（詳細は後述します）。

<sup>3</sup> ファンドの報酬体系によっては、投資期間終了後にフィーの水準が低下したり、フィーの算出がコミットメントベースから純資産総額ベースに変更されたりすることがあり、その場合は残りのファンド期間ではフィーが安定的に減少していくことになります。

## キャピタルコールの特徴

- ・ **多くの GP のリソースは限られている** – 多くの GP は、比較的小規模なチームでファンド運用を行っています。ファンドのパートナーが、投資案件の発掘、運営、イグジットなど、特定のプロセスを専門に担当する場合もありますし、すべてのプロセスに関与する場合もあります。いずれの場合も、GP が短期間に多くの案件を実行するために十分なリソースを確保することは困難です。特に投資先企業の運営に必要なリソースは、GP が既存投資先の業務改善に重点を置くようになっているため、短期間に多くの企業に投資すると不足する可能性が極めて高くなっています。
- ・ **パフォーマンスを証明する根拠** – 時間分散の議論と関連する副次的な影響として、LP は通常、前号ファンドの運用が完全に終了する前に次号ファンドにコミットすることが求められることがあります。通常の資本払込スケジュール（通常 4～6 年）のファンドでは、GP が次号ファンドの募集を開始する時点において、イグジット済案件は投資期間初期に投資した数案件に留まるケースが一般的です。イグジット済案件数は少ないかもしれませんが、LP は GP が魅力的なリターンを生み出す能力を有していることを証明する実績（一部はイグジット前かもしれませんが）を確認することができます。例えば GP が投資期間の最初の 2～3 年で資金をフルに投入し、大半の投資先企業を 3～5 年保有する計画の場合、投資完了時点では、投資案件のイグジットはほとんどまだ始まっていないこととなります。そして、GP はファンドでの投資（案件選定）が完全に終了しているため、その時点で次号ファンドの募集を開始する可能性があります。その場合、LP は GP の価値創造能力の判断にあたり、通常よりもさらに根拠が乏しくなる可能性があります。すなわち、LP は、イグジット済案件がほとんどないにもかかわらず、次の長期投資ビークル（次号ファンド）にコミットするかどうかという、難しい判断を迫られることとなります。
- ・ **GP は "アウト・オブ・マーケット" になることを望んでいない** – GP が戦略的差別化のために積極的に取り組んでいることは、活発かつ「独自の」ディールフローやパイプラインを確立し、維持することです。このようなパイプラインを維持するためには、市場において信頼性の高い GP であり続けるために、継続的に新規投資を行う能力が求められます。もし GP が、特にファンド期間初期にすべてのキャピタルコールを実施してしまった場合、その後の数年間は新規案件を成立させることができなくなり、それによって風評リスクが生じる可能性があります。<sup>4</sup> GP は、次号ファンドの募集を行う際に、LP にファースト・クローズでのコミットを促す手段として、この「アウト・オブ・マーケット」に関する議論をよく使用します。また、想定を上回るスピードで資本を投下した GP は、次号ファンドの募集において LP から大きな抵抗を受ける可能性があります。なぜなら、多くの機関投資家は、数年前からファンド投資を計画しており、特に（前述のケースのように）パフォーマンスを証明する根拠が十分ではない場合、マネージャーによる突然のファンド募集を受け入れることができない可能性があるためです。

---

<sup>4</sup> LP がプライベート・エクイティ投資を受け入れやすい局面においては、GP は風評被害を受けることなく、想定していた投資期間よりも早く投資することが可能な場合があります。これは通常市場全体の状況によってもたらされるものであり、GP の投資ベースが他の類似ファンドとかなり異なるペースであれば、やはり困難に直面する可能性があります。

## キャピタルコールの特徴

- ・ **契約上の制約** – 全てではありませんが、ある年に実施可能なキャピタルコール額に上限を設定するファンドもあります。マーサーが把握している限りにおいては、30%から35%の範囲に上限が設定されています。この制約は、リミテッド・パートナー・アグリーメント（LPA）に記載されているか、個々のLPとの「サイドレター」の一項目として記載されています。<sup>5</sup> プライベート・エクイティ・ファンドでは、キャピタルコールはコミットメント額に基づきプロラタで実施されるため、あるLPとのサイドレターでの制約は、パートナーシップ全体に適用されます。LPAで上限に対する例外を認める場合もありますが、例外適用には通常LP諮問委員会の承認が必要となります。

## 4. キャピタルコールの実証分析

Burgiss Private i のデータを用いて、過去におけるキャピタルコールの水準およびタイミングの分析を行いました。収集したデータは、ファンドサイズに対する、ファンド期間中の年間および累積キャピタルコール額です。<sup>6</sup> ファンド期間における「年」は、暦年ベースとします（ファンドのファイナルクローズ日からの起算ではありません）。例えば、2008年ヴァインテージのファンドの2年目は、ファンドのファイナルクローズ日が2008年1月1日であろうと2008年12月31日であろうと、2009年となります。可能な限り分析対象を拡大するために、すべての地域のバイアウトファンドのキャピタルコールを分析に含めています。バイアウトファンドは、プライベート・エクイティ投資の主流であり、多くの機関投資家にとってこの資産クラスのエクスポージャーの大部分を占めているため、今回の分析ではバイアウトファンドを対象としています。データセットを最大限に活用するため、すべてのファンドサイズを分析対象としました。サンプルに含まれるファンドのヴァインテージは1980年から2014年までですが、最近のヴァインテージの方がサンプルに占める割合がかなり高くなっています。

次頁の図表 1a および 1b は、データセットに含まれるファンドの運用開始からの6年間の累積キャピタルコールの分布を示したものです（以降、ファンドサイズに対するキャピタルコール額の比率を「キャピタルコール比率」と表記します）。累積キャピタルコール比率の中央値のデータに基づくと、プライベート・エクイティのファンドマネージャーは、ファンド運用開始後数年間は、比較的計画的にキャピタルコールを実施していることがうかがえます。しかし、中央値から顕著な乖離が見られることもあります。4年目の累積キャピタルコール比率の四分位範囲（75パーセンタイル - 25パーセンタイル）は26.7%と大きく、25パーセンタイルのファンドの累積コミットメント比率は64.4%にとどまっています。ファンドの投資期間が4年から6年が一般的であることから、サンプルの4分の1のファンドは、コミットメントのかなりの割合を残りの限られた投資期間（かつその期間は短くなっていく）で投資する必要があります。

<sup>5</sup> LPAは、GPとグループとしての全てのLPとの間の法的合意であり、サイドレターはGPと特定のLPの間の追加的合意です。

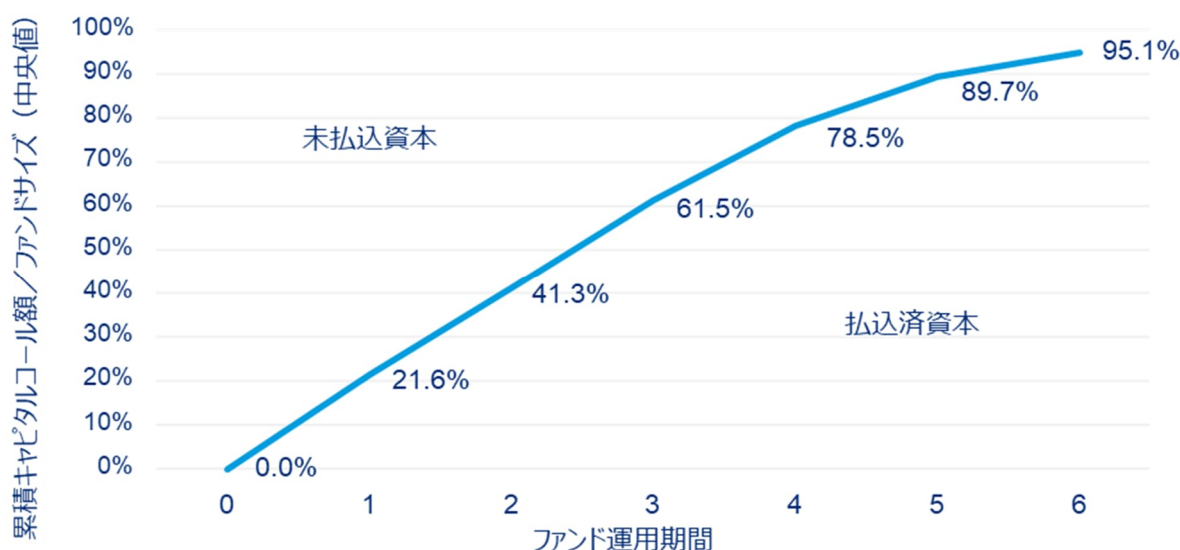
<sup>6</sup> Burgiss Private iは、キャピタルコール合計額のファンドサイズ（コミットメント額合計）に対する割合を提供しており、キャピタルコールの内訳（マネジメントフィー支払/案件投資）は記載していません。

図表 1a. 累積キャピタルコール比率の分布

統計値	累積キャピタルコール額／ファンドサイズ ファンド運用期間					
	1	2	3	4	5	6
ファンド数	1,589	1,589	1,588	1,587	1,586	1,585
75 パーセンタイル	32.9%	57.9%	79.0%	91.1%	98.1%	100.2%
中央値	21.6%	41.3%	61.5%	78.5%	89.7%	95.1%
25 パーセンタイル	12.6%	28.8%	46.4%	64.4%	79.3%	87.5%
四分位範囲	20.3%	29.2%	32.5%	26.7%	18.8%	12.7%

出所：Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。すべてのチャートは情報提供および説明の目的でのみ表示されています。

図表 1b. 累積キャピタルコール比率の中央値の推移



出所：Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。

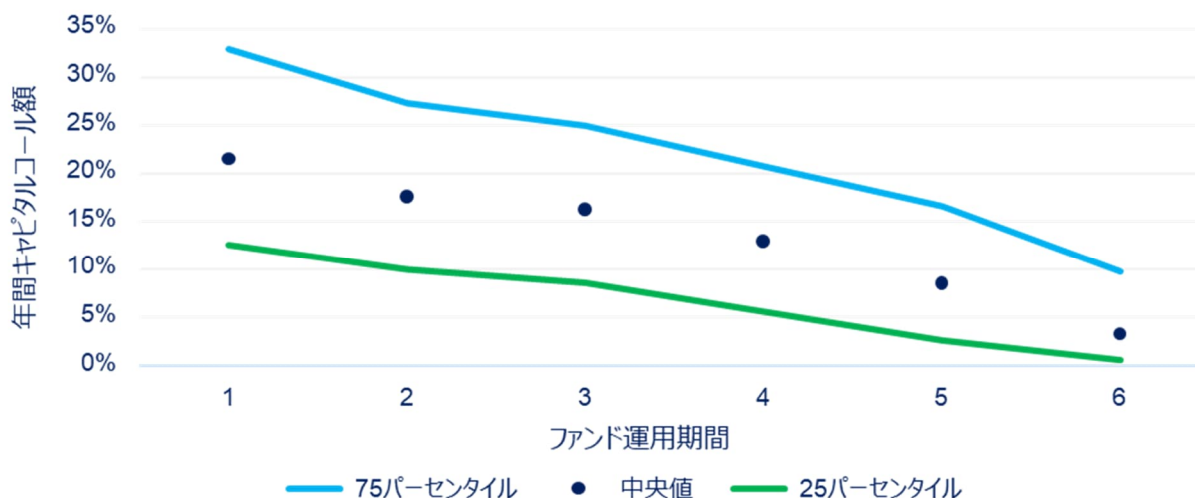
以降の分析では、データセットについて、上述の累積ではなく年間キャピタルコール水準に焦点を当てます。図表 2a および 2b は、ファンドの運用開始からの年間キャピタルコール比率の分布を示しています。

図表 2a. 年間キャピタルコール比率の分布

統計値	年間キャピタルコール額／ファンドサイズ ファンド運用期間					
	1	2	3	4	5	6
ファンド数	1,589	1,589	1,588	1,587	1,586	1,585
75 パーセンタイル	32.9%	27.4%	25.0%	20.8%	16.7%	9.9%
中央値	21.6%	17.6%	16.3%	13.0%	8.6%	3.3%
25 パーセンタイル	12.6%	10.0%	8.6%	5.7%	2.7%	0.6%
四分位範囲	20.3%	17.3%	16.4%	15.2%	14.0%	9.3%

出所：Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。

図表 2b. 年間キャピタルコール比率の分布



出所：Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。

このデータから、いくつかの興味深い結果が確認できます。一般に、ファンドの運用開始当初はより多くのキャピタルコールが行われ、ファンドの運用期間中、キャピタルコールは着実に減少しています。初年度の年間キャピタルコール比率の中央値は21.6%で、75パーセンタイルでも32.9%にとどまっています。統計的検定では、各年度のキャピタルコール比率は前年度を有意に下回っています。つまり、1年目のキャピタルコール比率は、2年目のキャピタルコール比率よりも統計的に高く、以降の年度でもその傾向が続いています。さらに、75パーセンタイルと25パーセンタイルの間の分散（ばらつき）は、ファンドの運用期間が進むにつれて大幅に減少しています。なお、統計は年単位で独立して算出されるため、あるファンドがある年は中央値を下回り、翌年は中央値を上回るということは大いにあり得ることで

す。

ファンドの運用開始初年度のキャピタルコールが多い理由は、少なくとも2つあります。LPとGPの間の法的契約の一項目において、ファンドマネージャーはファンド設定費用を回収することが許容されています。それらの費用は、ファンド設定初年度のクローリング時に精算されます。ファンドが複数回クローリング日を設定することもあります。通常ファースト・クローズはかなりの額になります。<sup>7</sup> 初年度のキャピタルコールが多くなる第二の要因は、GPがディールフローをどのように管理しているかに関連しています。資金を持たないGPは、投資先企業への投資契約時点では資本払込は行わず、ファンドのファースト・クローズ後に資本払込を行う「ウェアハウス」取引を行うことがよくあります。<sup>8</sup> ファンド設定初年度のキャピタルコールが多いのは、ウェアハウス取引が一因であると考えられますが、その後の年次差を説明する要因とはなりません。

<sup>7</sup> ファンドマネージャーは、ファンド募集を完了するのに十分な投資家からの関心を集めるまで、一定期間にわたってファンド募集を行い、「ソフトサークル（興味はあるが様子見をしている投資家）」を集めていきます。ファースト・クローズの規模は、通常ファンドの目標募集額の実行可能性を市場に示す強いシグナルとみなされます。需要の高いファンドではファースト・クローズで募集が完了する一方で、ファースト・クローズが目標募集額の50%を下回る場合、ファンドが募集目標額に達しない可能性を示すものと考えられています。

<sup>8</sup> 近年、GPがディールフローと投資ペースを一定に保つことに価値を見出すようになったため、ウェアハウス取引が普及しています。



## キャピタルコールの特徴

ファンド設定初年度の投資ペースには、もう一つ注目すべき点があります。ファンド設定初年度は、投資期間が12か月を下回るファンドが大半となります。ファンドマネージャーは通常、ファースト・クローズに先立ち頻繁に交渉が行われることから、年末年始やその直後にファースト・クローズを行うことは避けようとしています。ファンドストラクチャーの複雑性や投資条件の特殊性によっては、GPとLPの交渉に数週間から数ヶ月を要することもあります。ほとんどのファンドは年頭にクローズしませんが、ファンドはファースト・クローズ日に基づいてヴェンテージ年が決定されます。馬の年齢の数え方と同様に、例えば2月と10月にファースト・クローズを行ったファンドは、いずれも翌年の1月1日に1歳とみなされます。従って、大半のファンドは初年度の運用期間はその年の一部（12か月未満）でしかないにもかかわらず、キャピタルコール率は初年度の方が高くなります。したがって、初年度の年率換算のキャピタルコール比率は、次年度以降よりも大幅に高くなります。

内部収益率（IRR）は、プライベート・エクイティにおけるパフォーマンスの指標として一般的に利用されており、GPは、同じ年（「ヴェンテージ」）にファンドを設定した他のマネージャーと、四分位ランクベースで比較されます。他の条件が同じであれば、IRRを高める1つの方法は、キャピタルコールを行うタイミングを遅らせる（リターン算出期間を短縮化する）ことです。したがって、プライベート・エクイティ・マネージャーは、キャッシュフローを集約し（ウェアハウジング）、また、運用報酬がIRRの算出に与える影響を相殺するために、できるだけ早期に投資資金調達目的のキャピタルコールを実施するインセンティブが生じます。<sup>9</sup> プライベート・エクイティ投資は通常、案件保有期間が長い（少なくとも3年が一般的）ため、GPには（前述のリソースの制約を前提とした）ファンド期間初期に投資を前倒しするインセンティブが生じます。これにより、投資先企業の成長機会や最終的なイグジット方法の選択肢を増やすことができます。これらの事象を考慮すると、過去におけるキャピタルコールの傾向は想定外の結果ではないものの、統計的に強い有意性を示した次年度との差については、それほど認識されていなかったことです。

## 5. 市場低迷期におけるキャピタルコール

前述の通り、LPはGPによるキャピタルコールのタイミングをコントロールできないことが、プライベート・エクイティのポートフォリオ管理の複雑性を高めています。公開市場低迷時に、プライベート・エクイティ・ファンドが多額のキャピタルコールを行った場合、キャピタルコールに対応するために公開市場のポジションを清算しなければならず、LPが困難な状況に陥る可能性があります。プライベート・エクイティの投資計画に、より高い不確実性が生じるものの、市場低迷時にキャピタルコール額の制限をもたらす可能性のある、いくつかの要因があります：

---

<sup>9</sup> 運用初期は、運用報酬はGPに支払われますが、それに対応する純資産価値（NAV）がないため、投資に対するキャピタルコールに対して、報酬に対するキャピタルコールが多いほど、IRRは低くなります。ファンド初期に投資案件を簿価で保有する場合、ファンド費用の影響によりIRRがマイナスになることがあります。これは、プライベート・エクイティにおける「Jカーブ」と呼ばれるものです。

## キャピタルコールの特徴

- ・ **公開市場とプライベート市場の評価差** – 公開市場には、現在のバリュエーションが遅滞なく広く反映されるという明確な利点があります。公開市場の投資家は、その評価に同意できないかもしれませんが、市場価格を容易に確認することができます。一方、プライベート・エクイティ市場の価格決定は、企業経営者とファンドの GP による直接交渉での評価が含まれる、より複雑なプロセスとなります。未公開企業の取引交渉は通常、数年単位で行われます。さらに、価格は交渉の一要素に過ぎないため、プライベート・エクイティ市場における価格シグナルから得られる情報は弱められてしまいます。GP の報告によると、深刻な景気後退の後、未公開企業の経営者が、景気後退の影響が反映された新たな市場に合わせて価格見直しをリセットするのに数年かかることがあります。移行期間中は、ファンドの買収希望価格と企業経営者が納得する価格とのギャップが大きくなり、取引が成立するケースが少なくなります。
- ・ **不確実性の増大、集中投資ポートフォリオ、長い保有期間** – プライベート・エクイティの GP は、投資先企業数を限定的（通常は 10～20 社）とし、3～5 年間保有することで、イグジットまでに企業価値を大幅に高めることが可能となります。投資先企業数が少なく、保有期間が長い場合、GP は市場の不確実性に敏感であると考えられます。従って、経済危機の間は、成立する案件が少なくなる可能性があります。
- ・ **GP は LP の流動性問題を認識している** – 多くの GP は、LP が直面している流動性問題を認識しています。代表的な LP である公的年金基金は、プライベート・エクイティ市場における重要なプレイヤーであり、GP は基金の流動性ニーズを認識しているため、GP は基金との関係を維持する手段として、キャピタルコールを抑制するかもしれません。GFC の際には、LP と GP は、多額のキャピタルコールが LP にとって問題となるかどうか、定期的に話し合いを持つことが一般的でした。
- ・ **次号ファンドの設定タイミング** – プライベート・エクイティ・ファンドの新規設定・募集は、GP にとって非常に時間のかかるプロセスであり、極端な場合、数年かかることもあります。一般的に、GP は市場環境が悪い時にファンド設定・募集を行うことに消極的です。これは通常、ファンド設定にかかる時間が長くなり、GP が提示した目標募集額に到達しない可能性が高くなるからです。目標額に達しない場合、風評問題が生じ、将来のファンド設定に支障をきたす可能性があります。こうした問題により、GP は運用中のファンドについて、未履行コミットメントの利用を遅らせたり、場合によっては投資期間の延長を検討することで、次号ファンドの募集開始を遅らせたりすることがあります。この考えと一致するのが、2008 年と 2009 年の世界金融のピーク時にファンド募集額が顕著に減少したことです（次節で詳述します）。
- ・ **中小企業は経済情勢に敏感である可能性がある** – 顧客基盤が集中している、製品ラインが限られている、資金力が乏しいなどの理由から、中小企業は経済状況の影響を受けやすい可能性があります。このような経済的感応度が企業全体に波及し、財務諸表に反映されるまでに数年かかる場合があります。深刻な景気後退の場合、GP は財務諸表が会社の状態を正確に反映しているという確信が持てず、この不確実性により投資ペースが落ちる可能性があります。

## 6. 世界金融危機（GFC）時の GP の行動に関する実証分析

GFC は、深刻な経済イベント中の GP の行動を考察する上で、唯一無二の情報を提供してくれます。これまでの分析で使用したデータセットは、GFC の前、中、後に設定されたファンドで構成されています。最初に、GFC の影響を受けていないデータを取得するために、2008 年および 2009 年の GFC ピーク時までには大半のキャピタルコールが完了したファンドから構成されるデータセットを作成しました。この「GFC 以前」に区分されたサンプルは、GFC 時点で運用期間が 6 年以上のファンド（2003 年ヴィンテージ以前のファンド）で構成されています。当サンプルの分析結果は、図表 3 のとおりです。興味深いことに、「GFC 以前」に区分されたサンプルと、第 4 節で紹介した全データセットとの間で統計的検定を行っても、両者の間に有意な差は見られませんでした。また、「GFC 以前」に区分されたサンプルは、運用初期にキャピタルコールが高く、分散が大きくなるという、フルデータセットと同様の傾向を示しています。

**図表 3. 年間キャピタルコール比率（サンプル：GFC 以前）**

統計値	全パイアウトファンド（2003 年ヴィンテージ以前）年間キャピタルコール額／ファンドサイズ ファンド運用期間					
	1	2	3	4	5	6
ファンド数	539	539	538	538	538	538
75 パーセンタイル	36.4%	30.0%	27.0%	20.2%	15.0%	7.4%
中央値	22.9%	20.2%	18.1%	11.5%	6.3%	1.7%
25 パーセンタイル	13.6%	10.5%	8.9%	5.0%	0.8%	0.0%
四分位範囲	22.8%	19.5%	18.1%	15.2%	14.2%	7.4%

出所：Burgiss Private i（2022 年 9 月 30 日時点）。

次に、GFC の影響を受けたファンドについて検証を行います。GFC の影響を受けたファンドのキャピタルコール実績と比較するために、2004 年から 2010 年ヴィンテージ・ファンドのキャピタルコールデータをヴィンテージ年単位で収集したものが、図表 4 です。キャピタルコールの水準とは関係ありませんが、興味深い結果として、GFC に至るまでの数年間は設定ファンド数が大幅に増加し、GFC の影響が本格化した 2008 年以降は設定ファンド数が急激に減少していることが確認できます。2007 年の設定ファンド数は 138 ファンドでしたが、わずか 2 年後の 2009 年の設定ファンド数は 45 ファンドにとどまっています。

図表 4. ヴィンテージ年別年間キャピタルコール比率中央値

ヴィンテージ 年数	ファンド	ヴィンテージ年別年間キャピタルコール額／ファンドサイズ（中央値） 全バイアウトファンド					
		2006	2007	2008	2009	2010	2011
2004	72	20.6%	11.6%	5.0%	2.0%	1.4%	0.6%
2005	100	22.6%	19.9%	7.2%	4.3%	2.6%	1.0%
2006	125	26.6%	22.9%	9.7%	7.3%	8.3%	4.9%
2007	138		23.9%	13.9%	10.9%	13.3%	10.7%
2008	130			18.4%	12.9%	16.1%	14.6%
2009	45				10.2%	17.9%	17.8%
2010	54					17.0%	17.1%

出所： Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。

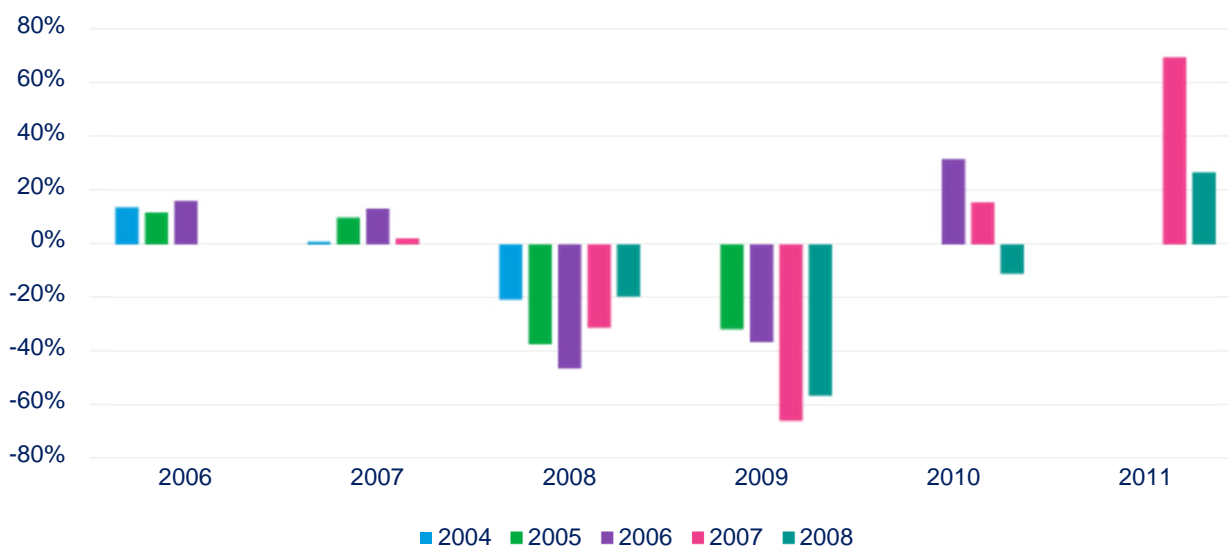
年別にデータを収集することで、GPの行動の変化をより直接的に比較することができます。図表 5,6 は、2004年から2010年ヴィンテージのファンドについて、「GFC 以前」に区分されたファンドのキャピタルコール比率中央値と、ヴィンテージ年毎のキャピタルコール比率中央値との乖離率を算出したものです。例えば、2005年ヴィンテージのファンドの2007年（運用開始3年目）の数値9.9%は、2005年ヴィンテージ・ファンドの2007年におけるキャピタルコール比率中央値（19.9%）と、「GFC 前」に区分されたファンドの3年目のキャピタルコール比率中央値（18.1%）との乖離率（ $19.9\% \div 18.1\% - 1$ ）を示しています。乖離率は、サンプル数が少ないと異常値の影響を受けやすいことから、サンプル数が少ない「運用開始から5年以上」については表示していません。

図表 5. ヴィンテージ年別年間キャピタルコール比率中央値と GFC 以前キャピタルコール比率中央値との乖離率（表）

ヴィンテージ 年数	ファンド	GFC 以前キャピタルコール比率中央値との乖離率					
		2006	2007	2008	2009	2010	2011
2004	72	13.8%	0.9%	-20.6%			
2005	100	11.9%	9.9%	-37.4%	-31.7%		
2006	125	16.2%	13.4%	-46.4%	-36.5%	31.7%	
2007	138		4.4%	-31.2%	-66.1%	15.7%	69.8%
2008	130			-19.7%	-56.6%	-11.0%	27.0%
2009	45				-55.5%	-11.4%	-1.7%
2010	54					-34.7%	-15.3%
全データセットキャピタルコール比率中央値との乖離率							
運用開始から 5 年以下				-31.1%	-49.3%	-1.9%	19.9%
運用開始から 3 年以下		14.0%	9.2%	-32.4%	-59.4%	-19.0%	-8.5%

出所：Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。

図表 6. ヴィンテージ年別年間キャピタルコール比率中央値と GFC 以前キャピタルコール比率中央値との乖離率（グラフ）



出所：Burgiss Private i（2022年9月30日時点）。

## キャピタルコールの特徴

これらの図表は、GFC の間に GP のキャピタルコールの方法に劇的な変化があったことを示しています。GFC 前の 2006 年と 2007 年には、すべてのヴィンテージ年（2004-2007 年）で乖離率がプラスとなっており、このことは過去のファンドと比較してキャピタルコールの水準が高かったことを示しています。同様に、2008 年と 2009 年には、すべてのヴィンテージ年のファンドで乖離率が大きくマイナスとなっており、キャピタルコールが大幅に減少したことを示しています。多くのファンドは 5 年程度の投資サイクルで運用されているため、2 年連続でキャピタルコールが大幅に減少すると、投資プログラムにとって重大な障害となることから、このような状況は GP の能動的な決断によるのみ発生すると考えられます。

運用開始から 3 年以下のファンドと 5 年以下のファンドを比較すると、3 年以下のファンドの方が 2008 年以降の乖離率のマイナス幅が大きくなっています。このことは、投資期間初期にあるファンドは、投資期間後期にあるファンドよりも高い割合でキャピタルコールが減少したことを示しています。これは、流動性の逼迫を懸念する LP にとって特に心強い結果と言えます。第 4 節で、ファンド初期はキャピタルコールが極めて活発に実施されることを示しましたが、初期段階のファンドであっても、市場が困難な場合はキャピタルコールを十分に減少させています。

ヴィンテージ年別のキャピタルコールを過去の傾向と比較すると、キャピタルコールがほぼ通常と見なせる状態に戻ったのは 2010 年以降であることがわかります。興味深いことに、2007 年ヴィンテージのファンドの 2010 年と 2011 年の乖離率はそれぞれ 15.7%と 69.8%とプラスであり、このことは GFC 後にキャピタルコールを増加しキャッチアップしたことを示唆しています（ただし、2011 年に対応する過去のサンプル数は比較的少ないことを留意する必要があります）。2007 年ヴィンテージのファンドは、多額の投資を行う前に景気悪化の影響を受け、さらに 2011 年は運用開始から 5 年目と投資期間が終わりに近づいていたため、キャピタルコールのスケジュールに最も影響を受けたと考えられます。2008 年ヴィンテージのファンドも同様に、キャピタルコールの増加により 2011 年に乖離率がプラス（27.0%）に転じました。

## 7. 総括

当レポートでは、キャピタルコールのタイミングに影響をもたらすこととなる投資ペースを、GP が決定する際に直面するいくつかの考慮事項について、検証を行いました。バイアウトファンドの大規模なデータセットを用いて、様々な市場環境において実施されたキャピタルコールの傾向について検証を行いました。また、GFC がプライベート・エクイティ・ファンドとその投資プログラムに与えた影響の程度について、実証分析を行いました。このような分析は貴重な洞察をもたらしますが、個々のファンドのキャピタルコールの意思決定を決定的に予測することはできず、その行動は大規模サンプルの結果と有意に異なる可能性があります。

当レポートでの分析結果における重要なポイントは以下の通りです：

- ・ 累積キャピタルコール率の中央値は、ファンド設定当初の数年間における投資のペースを示していますが、市場環境によってはその傾向から大幅に外れることがあります。
- ・ 年間キャピタルコール率はファンド期間初期が最も高く、その水準はファンド期間中に一貫して減少します。
- ・ ファンド初年度のキャピタルコール比率中央値は 21.6%です。
- ・ ファンド初年度のキャピタルコール比率の 75 パーセンタイル（コミットメントのペースが速いシナリオ）は 32.9%であり、中央値を 10%強上回っています。
- ・ ファンドのキャピタルコールの大半は、ファンド期間の最初の 3 年間に平均的に発生しました。
- ・ GFC 直前の数年間は、キャピタルコール率が過去水準を上回りました。
- ・ 2008 年から 2009 年にかけて、全てのヴィンテージ年のファンドで、キャピタルコールが大幅に減少しました。特に、投資期間初期にあるファンドは、投資期間後期にあるファンドよりも高い割合でキャピタルコールが減少しました。
- ・ キャピタルコールがヒストリカルな水準に戻ったのは、2010 年になってからです。
- ・ 2007 年および 2008 年ヴィンテージのファンドが、GFC のピーク時に利用できなかったキャピタルコールを取り戻すために、2010 年と 2011 年にキャピタルコールを増やしたことが確認されています。
- ・ プライベート・エクイティの GP は、意図的に市場環境に合わせて投資プログラムを調整していると考えられ、たとえそうすることでキャピタルコールのペースが損なわれる可能性がある場合でも、公的市場で大きなネガティブ・イベントが発生した場合には、キャピタルコールを抑制すると見られます。



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.

May 2023 #G375084



## 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。