

プライベートアセットの流動性

ディレクター、投資戦略調査 レオラ・ロス

構成/訳: オルタナティブ・アドバイザー部 ディレクター、オルタナティブ インベストメント コンサルティング 山浦 厚能



レオラ・ロス

Leora Rossは弊社における様々な議題を研究する役割を担っているが、その中でもプライベートアセットに関連したテーマは彼女にとって、所謂、お気に入りの1つに該当する。その理由はプライベートアセットが非常に独自のリターン源泉を備えており、それを適切に理解して有効に活用することで、ポートフォリオに大きく役立つからである。ところが、米国においても、プライベートアセットに対する理解が不十分、ないし、過度に単純化された理解に留まる傾向があるようだ。そこで本セッションでは、プライベートアセットがポートフォリオに与える便益を紹介するとともに、投資上の課題とそれに対する処方箋を伝えている。

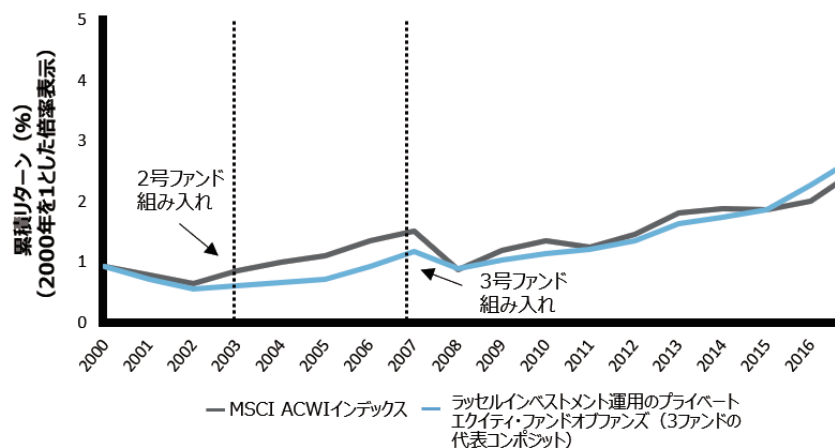


山浦 厚能

プライベートアセットをめぐる主な論点

まずは、実際に当社が運用している3つのFOFとMSCI AC World株式インデックスの実績を対比する(図表1)。非常に長期の実績で見ると、プライベートアセットは流動性プレミアムが寄与していることもあって、上場株式をアウトパフォーマンスしていることが分かる。弊社では、流動性にプレミアムが存在することをInvestment Beliefsとしても確信している。

図表1：ラッセル・インベストメントの3つのPE FOFのコンポジットデータとMSCI AC Worldのリターン推移



2000年は1四半期のみの実績、2007年に2号ファンドは年央に運用開始したため、2007年分リターンを年率化して算入。2017年は9月末まで。インデックスは説明目的に表示。ラッセルインベストメント運用のプライベートエクイティ・ファンドオープンズ(3ファンドの代表コンポジット)はクローズで、投資は不可。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。
出所：ラッセル・インベストメント、MSCI、2017年9月末時点。

次にプライベートアセットに関する課題を「認識されているもの」と「現実のもの」に区分して紹介する。前者には

- キャッシュが複数年にわたって固定化されること
- GFC(2008年～2009年の世界金融危機)のようなイベント時には流動性が枯渇することが挙げられ、後者では、
- Jカーブ効果で当初のリターンがマイナスとなること
- 管理・運営に手間暇がかかること
- 長期間にわたってのコミットメントが求められること

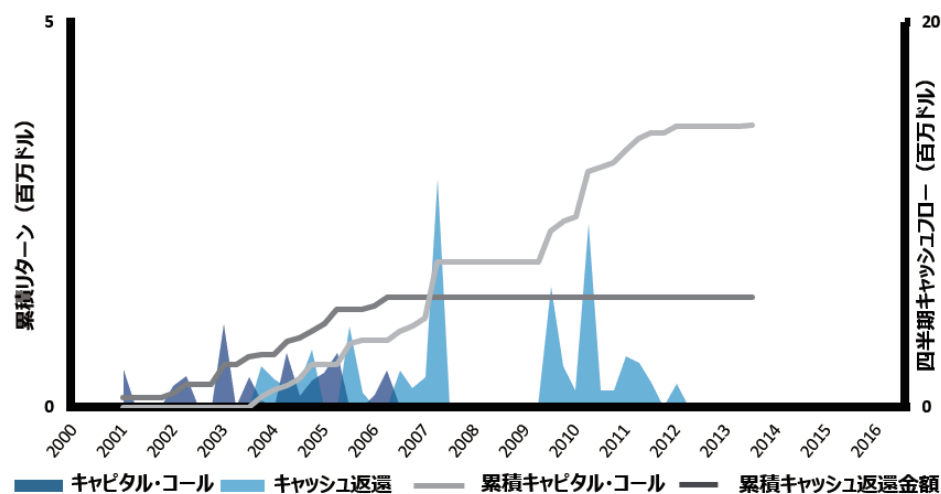
が対象となる。Jカーブについては、セカンダリー戦略や不動産、インフラ、プライベート・デットといった様々な戦略に分散することで相殺することが求められる。また、手間暇という点では外部運用機関を上手に活用することが現実的な対応となろう。長期のコミットメントというのはこの資産クラスにとって構造的なものであり、避けられない課題と言える。ただ、本セッションを通じてプライベートアセットの魅力を理解することで、長期的にもコミットしていくに資する資産クラスであることが理解できるだろう。

プライベートアセットの流動性

この問題を語る前に、そもそもポートフォリオにどの程度の流動性が必要か、ということを再考してもらいたい。確かにGFCのような局面でプライベートアセットを売却することは難しい。しかし、それは他のどの資産でも同じ課題と言えるし、実際に全ての資産を売却することは現実的には起こりえない。ポートフォリオにおける流動性確保の目的は、どのような局面でも売却できる資産を持つことではなく、ポートフォリオのキャッシュフローの要請に見合うこと、並びに、一定のリバランスができること、を重視すべきではないだろうか。多くの投資家が、必要以上に流動性資産でポートフォリオに固めすぎているかという疑問を投げかけてみたい。つまり、本当に全ての資産に流動性が必要なのか、そして、実際にポートフォリオにおける全てのポジションの売却を強いられたことがあるのか、ということである。

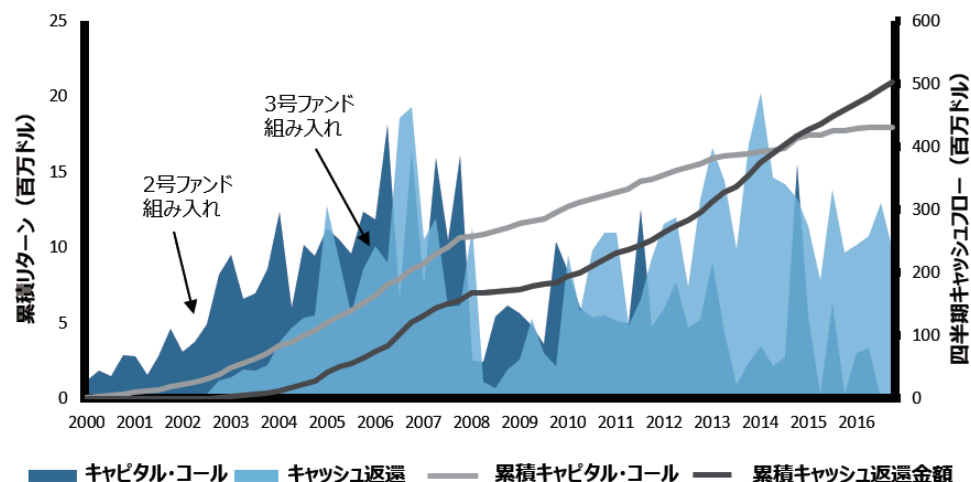
実際にプライベートアセットから得られるキャッシュフローは、資産クラスとベンチマークを分散することで非常に円滑に推移することを示したい。図表2は単一ファンドのキャッシュフローを表したものである。キャッシュリターンは比較的上下に振れており安定していないが、3つのFOFを組み合わせると図表3を見ると様相は変わって見える。

図表2：単一ファンドのキャッシュフロー等



2000年は1四半期のみの実績。ラッセルインベストメント運用のプライベートエクイティ・ファンドオプファンズはクローズで、投資は不可。上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。
出所：ラッセル・インベストメント、2017年9月末時点。

図表3：3つのFOFの組み合わせのキャッシュフロー等



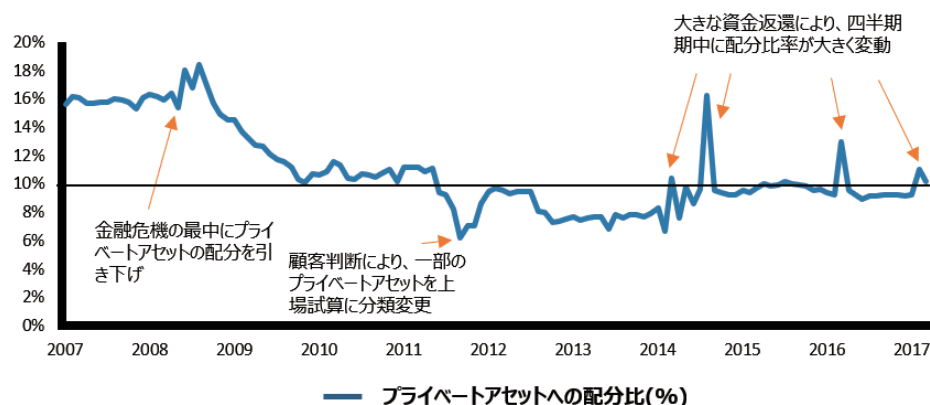
2000年は1四半期のみの実績、2007年に2号ファンドは年次に運用開始したため、2007年分リターンを年率化して算入。2017年は9月末まで。ラッセルインベストメント運用のプライベートエクイティ・ファンドオブファンズ（3ファンドの代表コンボット）はクローズで、投資は不可。上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。
出所：ラッセル・インベストメント、2017年9月末時点。

図表3では、キャッシュリターン、並びに累積キャッシュリターンはどの期間を通じても非常に安定していることが分かる。特にGFCの時期に注目すると、もちろん、他の期間よりはキャッシュリターンが低迷するものの、一定のリターンを投資家に返していることを強調しておきたい。この事実は、多くの投資家にとって意外ではないだろうか。そして、プライベートアセットは危機時に流動性が枯渇するという認識を変えることにつながることを期待したい。

また、図表1を改めて見つめ直すと、プライベートアセットはGFC時に上場株式ほどダウンサイドリスクが大きくなっていないことも分かる。従って、プライベートアセットは上場株式ほどリバランスが求められない可能性を示唆するものと言えよう。

次に、このような特性を認識した上で、ポートフォリオにプライベートアセットを組み入れた時の管理の実態を確認する。図表4にはGFCを含む過去10年間のポートフォリオに占めるプライベートアセット比率の推移を示したものである。これは、弊社が顧客向けに運用しているマルチアセットポートフォリオの実績値であり、プライベートアセット比率を10%にすることを目指している。図表の初期の段階で不動産に限定していたプライベートアセット・ポートフォリオにプライベートエクイティを加え、さらに目標配分比率を引き下げている。その後、プライベートアセットの一部を上場資産に再分類している。そうした特殊事情を除くと、概ね9%–12%といったレンジ内でプライベートアセット比率を維持できていることが分かる。プライベートアセット自体は売却できないという制約があるものの、顧客ポートフォリオの給付支出やリバランスには自然に発生したキャッシュフローで十分に対応できていたのである。

図表4：ポートフォリオに占めるプライベートアセット比率の推移



出所：ラッセル・インベストメント、2017年9月末時点。
 当ケーススタディーは参考のために使用。個別の顧客の投資成績は、それぞれの状況や市場環境により異なります。すべての顧客が同様の結果を得る保証はありません。

終わりに

多くの投資家がプライベートアセットには流動性がないという認識を持っている。本セッションでは、確かにそうした事実はあるものの、ポートフォリオ全体の流動性を考慮すると、実際に全てのアセット（プライベートアセットに限らない）を売却するわけではないはずであるという疑問を投げかけている。また、本セッションでは、弊社が運用している3つのファンドを組み合わせた実例を使いながら解説をしているが、確かにプライベートアセットを売却できるかという点で、流動性は限られているものの、プライベートアセットがもたらすキャッシュリターンが非常に安定している、つまりは支払い流動性の確保に一定の貢献をしていた事実を示している。特にGFCのような時期においても、一定のキャッシュリターンが獲得できていたことは、プライベートアセットに馴染みのない投資家にとっては意外な現象ではないだろうか。

プライベートアセットには流動性プレミアムの上乗せが期待されている。弊社運用ポートフォリオ長期実績によって、その期待が現実となっていることを示すと同時に、GFC時にはダウンサイドリスクが上場株式よりも小さかったことが確認できた。このことも、プライベートアセットはリスクが高い、または、危機時には流動性が枯渇するとして、プライベートアセットは上場株式より不利だとする誤解を解く上での一材料となるのではないだろうか。

最後に、売買ができないことで、ポートフォリオ全体の比率を維持することが難しい、つまり、リバランスができないという制約があるのではないかと疑問に対して、長期の実績を通じて、安定したレンジ内に比率を維持することができるということも示している。プライベートアセットから生じるキャッシュリターンとポートフォリオ全体のキャッシュフローニーズを理解していれば、プライベートアセット自体を大きくリバランスさせる必要がなく、リバランスに伴うコストは発生しないということである。実際に投資を開始する段階ではJカーブは避けられず、分散を強化することで一定の相殺を図るしかない。しかし、投資が進んでいくにしたがって、投資家が誤認している上記のような問題は実務上、解消できるという示唆を含んだセッションと言えよう。