

オープンエンド型ファンドにおけるプライベート・アセットへの資産配分について

BNP パリバ・アセットマネジメントは[最近の研究](#)（※グローバルサイトヘリンク）において、オープンエンド型ファンドでのプライベート・アセットへの投資は、投資家に分散効果などのメリットをもたらす一方で、流動性の面などで課題があることを解説しています。今回の記事では、資産運用会社がオープンエンド型ファンドでプライベート・アセットへの資産配分を組み入れたポートフォリオを構築し、相対的に小口の投資家に対してどのように投資機会を提供すべきか考察していきます。

オープンエンド型ファンドがプライベート・アセットに投資する場合、主に次の3つの課題があります。

- ・ キャッシュ（現金）比率を最小限に抑えてリターンが希薄化されるのを回避するためには、プライベート・アセット投資のキャピタルコールと分配金を厳密に管理し、投下資本が効率的に運用される必要がある。
- ・ ファンドマネジャーは、リバランスが困難な流動性の低いプライベート・アセットへの資産配分が過度に高まらないように、ポートフォリオのアロケーションが大きく変動しないよう管理する必要がある。
- ・ 投資戦略は、オープンエンド型ファンドに期待される流動性要件（設定解約を含む）を提供する一方で、数年間ロックアップされるプライベート・アセットに資本を投入できるように設計される必要がある。

以下では、これらの課題を解決する戦略をご提案いたします。



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

キャッシュフローの金額とタイミングがリターンに影響を与える理由

プライベート・アセットのパフォーマンス指標として用いられているのは内部収益率（IRR）です。IRR は、プライベート・エクイティ・ファンドやプライベート・デット・ファンドのキャッシュフロー（キャピタルコールと分配金）の金額とタイミング、そして計算時点の純資産価値を考慮したパフォーマンスを反映したものです。

当社のリサーチが示している通り、プライベート・アセット・ファンドの IRR は魅力的で、同等の上場資産ベンチマークのリターンよりも高い傾向があります。

しかし、IRR と上場資産のリターンを直接比較することはできません。それは、IRR の計算において投資家が初期段階に投資した資本は、最初のイグジット（投資回収）で計算された IRR と同じ IRR でプライベート・アセット・ファンドの存続期間にわたって再投資されるという仮定が組み込まれているからです。

残念ながら、プライベート・アセット・ファンドにコミットされた資本は、すべてが同時に投資されるわけではなく、ファンドの信託期間全体にわたって投資されるというわけでもありません。投資されていないキャッシュはリターンを希薄化させるため、コミットされた総資本に対する実質的なリターンに影響を与えるケースがあるのです。

オープンエンド型ファンドによるプライベート・アセットへの投資

こうしたリターンの希薄化を避けるためには、プライベート・アセットのキャッシュフローを適切に管理し、投資に回されないキャッシュを最小限に抑えることが極めて重要となります。

プライベート・アセット・ファンドからの分配とキャピタルコールを完全に一致させることは不可能であるため、キャッシュフローを効率的に管理するためのバッファーとして、上場株式と債券への配分が必要となります。

当社が提案する戦略では、キャッシュへの配分を最小限に抑える一方で、新たな投資資金は毎年最新ビンテージ（組成年）のプライベート・アセット・ファンドに投資されるというものです。この方法を用いると、ファンドはプライベート・エクイティとプライベート・デットの複数のビンテージに永続的に投資されていることになります。この戦略は事実上、IRR に組み込まれている再投資の仮定を実践していることになります。

また、オープンエンド型ファンドとして許容されるレベルの流動性（例えば、投資家が2週間に1回ファンドを購入または解約できる）を提供できるようにするためには、ポートフォリオは非上場資産と上場資産をバランスよく保有し、上場資産にもある程度の資本配分を行うことで、短期的な資金流入に対応できるようにしなければなりません。

ダイナミック・リコミットメント戦略（Dynamic recommitment strategy）

ダイナミック・リコミットメント戦略では、ポートフォリオにおけるプライベート・アセット・ファンドの様々なビンテージから想定されるキャピタルコールと分配金、そして各ファンドの期待 IRR と上場資産の期待リターンを使用します。

プライベート・エクイティを例にとってみましょう。プライベート・エクイティにおおよそ一定の配分比率を維持することを目標とした場合について、年あたりで必要とされる追加コミットメントの規模を計算します。プライベート・エクイティ・ファンドへの目標配分比率は、ポートフォリオの 7.5% に維持するとの前提を置きます。

この戦略では、キャピタルコール、分配金、期待リターンの仮定を用いて、ポートフォリオの長期間にわたる計量シミュレーションから、その規模を導きます。結論としては、新しいビンテージにコミットメントされる投資資金の金額は、毎年ポートフォリオの 1.92% 相当と試算されました。

この 1.92% の投資資金うち、

- ・ およそ 0.42% は、最新ビンテージ（新しくコミットしたプライベート・エクイティ・ファンド）の最初のキャピタルコールに投資されます。
- ・ 残り 1.50% は、上場株式に投資され、将来のキャピタルコールに対応するためのバッファーとして保持します。

このシミュレーションでは、以下の点を考慮しています。

- ・ 毎年最新ビンテージへコミットメント
- ・ ポートフォリオに含まれるさまざまな資産が、時間の経過とともにどのように蓄積されていくか
- ・ あるビンテージにコミットした各サブ・ポートフォリオ内の投資が、時間の経過とともにどのように蓄積されるか
- ・ 想定されるキャピタルコールと分配金に基づき、各サブ・ポートフォリオ内の非上場資産に投資されている資金の資産配分が時間の経過とともにどのように変化するか

いずれの時点においても、過去 12 年間毎年新しいビンテージに 1 つずつ投資し、計 12 個のサブ・ポートフォリオがあるという前提です。

シンプルではありますが、この戦略によって、プライベート・アセット・ファンドの IRR がポートフォリオ全体のリターンに寄与することを可能にし、プライベート・アセットのリターンの希薄化を回避します。

すべてのプライベート・エクイティ・ファンドまたはすべてのプライベート・デット・ファンドにおいて、キャピタルコールと分配のタイミングが完全に同じなわけではなく、実現 IRR も同じではないという事実が臨機応変に適應しなければならぬため、実際のポートフォリオでこの戦略を採用した場合はより複雑になると言わざるを得ません。また、それぞれの資産における実現リターンも、期待リターンとは違ったものになるでしょう。

それでも、実際のポートフォリオにおける戦略の設計や運用において、この原則を適用することができます。

高ストレス状況への対応

オープンエンド型ファンドにおいて、投資資金が数年間ロックアップされている間にプライベート・アセットへの資産配分を管理するのは容易ではなく、能力を問われるものです。ここでは、2 つのストレスシナリオを見てみましょう。

株式市場が暴落した場合の影響：ファンド内の他の資産クラスのパフォーマンス低下が理由でプライベート・アセットへのアロケーション比率が上昇した場合、プライベート・アセットへの資産配分を目標値に戻す最もコストがかからない方法は、新ビンテージへの年間コミットメントを、必要であればゼロまで、必要な期間だけ減らすことです。

解約対応の影響：オープンエンド型ファンドの流動性要件を満たすという課題は、上場株式や上場債券を利用して目先の流動性ニーズを管理することで対処できます。つまり、ファンドの購入や解約が発生した場合、新しいプライベート・アセットへのコミットメントを変更し、従来のプライベート・アセットへの戦略的資産配分に戻すまで、上場株式や上場債券の売買にて対応していきます。

ファンドの流動性を管理しなければいけないことが、プライベート・アセットへの資産配分を最大化させ、上場株式・上場債券への資産配分を最小化するという目的にとっては、制約となります。

プライベート・アセットの成長可能性

リターン向上とリスク抑制の可能性、そしてサステナブル投資においてプライベート・アセットが果たし得る役割を勘案すると、プライベート・アセットへの投資は今後も拡大することが予想されます。

私たちは、資産運用会社がオープンエンド型ファンドにおいて、プライベート・アセットへのアロケーションを組み入れたポートフォリオを構築することは可能であり、小口の投資家であってもこの魅力的な資産クラスへの投資が可能になると考えています。

当資料は、BNP パリバ・アセットマネジメントグループの公式ブログ「VIEWPOINT」(英文サイト)に掲載された
“Private asset allocations in open-ended funds” (2023 年 7 月 28 日付) を翻訳したものです。

ご留意事項

- 本資料は BNP パリバ・アセットマネジメントグループの公式ブログ「VIEWPOINT」（英文サイト）に掲載された内容を、BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社が翻訳したもので、特定の金融商品の取得勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社は、翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。万一、原文と和訳との間に齟齬がある場合には、英語の原文が優先することをご了承下さい。
- 本資料における統計等は、信頼できると思われる外部情報等に基づいて作成しておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。
- 本資料には専門用語や専門的な内容が含まれる可能性がある点をご留意ください。
- 本資料中の情報は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。
- 本資料中で掲載されている銘柄はご説明のための参考情報であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘を行うものではありません。
- 本資料中の過去の実績に関する数値、図表、見解や予測などを含むいかなる内容も将来の運用成績を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している商標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該商標等の権利者に帰属します。
- BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社は、記載された情報の正確性及び完全性について、明示的であるか黙示的であるかを問わず、なんらの表明又は保証を行うものではなく、また、一切の責任を負いません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りいたします。
- 投資した資産の価値や分配金は変動する可能性があり、投資家は投資元本を回収できない可能性があります。新興国市場、または専門的なセクター、制限されたセクターへの投資は、入手可能な情報が少なく流動性が低いため、また市場の状況（社会的、政治的、経済的状況）の変化により敏感に反応しやすいため、より不安定性があり、大きな変動を受ける可能性があります。
- 環境・社会・ガバナンス（ESG）投資に関するリスク：ESG と持続可能性を統合する際、EU 基準で共通または統一された定義やラベルがないため、ESG 目標を設定する際に資産運用会社によって異なるアプローチが取られる場合があります。これは ESG と持続可能性の基準を統合した投資戦略を比較することが困難であることを意味しており、同じ名称が用いられていても異なる測定方法に基づいている場合があるということです。保有銘柄の ESG や持続可能性に関する評価において、資産運用会社は、外部の ESG 調査会社から提供されたデータソースを活用する場合があります。ESG 投資は発展途上の分野であるため、こうしたデータソースは不完全、不正確、または利用できない場合があります。投資プロセスにおいて責任ある企業行動指針を適用することで、特定の発行体やセクターが除外される場合があります。その結果、当該指針を適用しない類似の投資戦略のパフォーマンスよりも良くなったり、悪くなったりする場合があります。

BNP パリバ・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 378 号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会