

プライベートデット市場の 次のステップ



投資価値は変動します。そのため投資価値は下がる場合も上がる場合もあり、投資元本額を回収できない可能性もあります。本レポートに示されている実績は過去のものであり、将来の運用成績を保証するものではありません。

目次

第1章：現在の状況

変化する投資環境.....	3
---------------	---

第2章：現在と未来を形作る重要なテーマ

プライベートデット市場における ESGとインパクト投資.....	12
ビッグデータとテクノロジー	18
最先端分野	23

第3章：今後の展望

プライベートデット市場における次の展開.....	26
--------------------------	----

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文（英語）に差異がある場合は、原文が優先します。

第1章：現在の状況

変化する投資環境

プライベートデット市場は、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックが進行中においても、価格変動が激しくリターンの低いパブリック市場に対し、逆風環境に強く、適応力が高いことを実証し、好パフォーマンスが上げられることを戦略的なアセットアロケーション運用を行う投資家の脳裏に焼き付けました。市場の焦点が経済回復とそれに伴うポートフォリオの再構築に移るなかで、投資家のプライベートデットに対する需要は高い状態が続いています。現在の、そして好転が見込まれる市場環境では、案件のパイプラインが太くなり、投資機会が市場全体に広がるにつれて、プライベートデット投資家がこの需要の高まりを捉えることができると考えています。

新型コロナウイルス感染症によるパンデミックは、前例のないほどの危機を引き起こしました。出口の見えない不確実性と大きな落ち込みによって景気回復の見通しが立たなかったにもかかわらず、投資家は、新型コロナウイルス感染症が引き起こした混乱や、混乱によって新たに注目されてきた、あるいは加速している、電子商取引、グリーン・クリーンテクノロジーや新しい働き方などのトレンドの台頭によって生じた投資機会を投資開始の好機と捉え、プライベートデット市場全体で良好なリスク・リターンが期待できる投資機会を積極的に模索してきました。

要点：逆風環境に耐性を示したプライベートデット

パンデミック以前からプライベートデットに対する投資家の関心は高く、運用規模の大きいアセットアロケーション戦略の運用者はプライベートデットへの配分を徐々に増やしていました。プライベートデットは、パンデミックが引き起こした混乱から素早く立ち直ったことにより、回復力と適応力の高さが多面的に実証され、慎重な投資家にも安心感を与えました。当然のことながら、各中央銀行、政府による大規模な流動性供給が資産担証券(ABS)やレバレッジドローンを含め、流通市場(流動性供給を含め)が存在するすべてのクレジット市場の下支え要因となり、パンデミックによる流通市場のまひ状態が短期間で収束し、その後のローン市場の急速な回復につながったことは否定できません。

信用格付会社も当初のデフォルト予測を見直しており、当初予想していた大規模な企業デフォルトは現実にはなりません。S&Pグローバルの最新の予測では、成長見通しの改善と格上げ企業/格下げ企業比率が上昇し、今後はデフォルトが低下し、12か月の欧州不適格格付け企業の実績デフォルト率は2021年6月の4.7%から2022年6月には3.25%に低下しています¹。

プライベートデット市場のなかで流動性が低いデットの資産価格は通常モデルによって算出されるため、低流動性デットの市場価格は流動性の高い市場の大規模な価格変動の影響を受けませんでした。プライベートデットの市場価格算定には通常、パブリック市場の信用スプレッドも考慮されるため、それほど影響が大きいとはいえ、時価評価においてパブリック市場の影響を全く受けないわけではありません。通常、プライベート市場のスプレッドの回復は、パブリック市場よりも遅れる傾向があります。このことは、興味深い投資機会を提供するだけでなく、パブリック市場との相関が低いことから、パブリック市場における債券利回りが極端に低下し、株式配当が削減又は一時停止されたことは対照的に、インカム収入が得られるプライベートデットの耐性の高さが際立ちました。

¹S&P Global Ratings 『Default, Transition, and Recovery: The European Speculative-Grade Corporate Default Rate Could Fall To 3.25% By June 2022.』 2021年8月24日

市場概況

2020年の第2四半期は、プライベートデット市場のどの分野においても新規案件がほとんど組成されませんでした。市場の正常化とともに、新規案件の組成が再開され、レバレッジドローン市場で見られたように、まずは質の高い企業に対する融資案件の組成が始まりました。投資ファンドへの資金流入が堅調ななかでM&A活動が再開されたため、レバレッジドローンやダイレクトレンディングなどの企業向けデットの投資機会が増加しました。

世界のM&A市場



出所：M&G, Bloomberg, 2021年8月31日現在
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

多くの企業は、市場センチメントの改善に伴い、デット調達を進め、流動性を高め、償還負担を低減させることができました。ドライパウダー(投資待機資金)の水準が依然高いことは、より高いレバレッジ水準の案件に対する投資意欲が高いことを示しています。フィッチレーティングスは、特に株式の非公開化及びリサイクルLBO(バイアウトファンドが別のバイアウトファンドの投資先企業を買収する取引)などの新しいタイプのLBO案件へのシフトにより、下半期の新規案件額は増加すると予想しています²。ただし、引き続き、案件の約50%はエクイティスポンサーが参加しています。多くの点で、貸手は与信審査を厳格にしています。これは、パンデミックの影響を受けていないセクターに対しても同様であり、中堅企業向け案件の取引条件はかつてないほど厳しくなっていると言われています。

不動産のデットに関しては、厳しい審査が奏功し、また与信保全策が有益であることが証明されていますが、「最悪の事態」を想定したストレステストでも、世界的なパンデミックを想定したものはほとんどありませんでした。そのため、家賃を滞りなく回収できた分野があった一方、家賃の支払猶予政策の影響を受けた分野もありましたが、危機が収束しないなか、貸手はレバレッジ水準を引き下げるなど融資意欲を減退させ、案件選択において慎重な姿勢が継続しています。不動産案件のパイプラインは太くなりつつあり、多くの分野間でさまざまな融資の好機が見られます。

他では、インフラデットや社会住宅などの市場は、投資家が賞賛するほどの安定した好リターンを上げるなど、投資資産の優秀さを確認することができ、謳い文句どおりの結果となりました。ただし、例外もありました。運輸など個人層を相手にするセクターの借手には、事業のボラティリティと流動性に問題が生じ格下げされた企業もありましたが、このことは一時的なものと予想されます。インフラデット市場には、多くの投資機会とさまざまなタイプの案件があり、投資家がより高いリスク・リターン目標の達成が必要ななか、公益などのセクターの期待リターンが低いため、投資不適格の案件により多くの資金が集まっています。

貸手のアクション

プライベートデットの貸手は、既存の借手と積極的に協働して、非常に厳しい事業環境を切り抜けました。パンデミックは、プライベートデット業界における貸手・借手の協働関係の重要性を明白にしました。M&Gは、短期的な流動性の問題に直面している借手を支援することにより、根本的には優良企業が前例のない混乱のなかで倒産することなく成長し続けるための支援ができていますと考えます。支援を提供しなかったことで発生し得るデフォルトを回避し、投資元本を保全することを目指しています。

²フィッチレーティングス『European Leveraged Loan Chart Book 2021年上半期』

社会の変化に対応できるポートフォリオの構築

今回の危機は、ポートフォリオの分散と、投資期間中に起こり得るどのような「変化」にも対応できる積極的な資産配分の重要性を浮き彫りにしました。

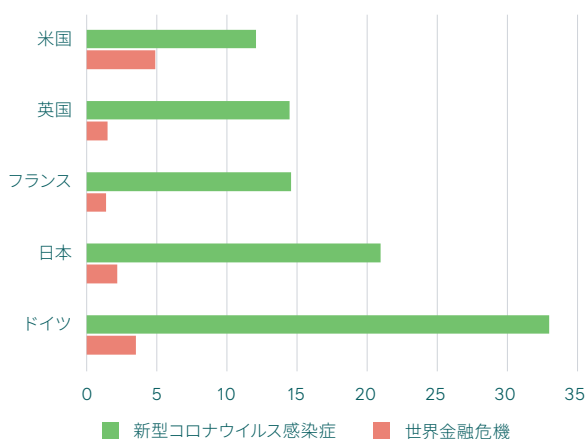
多くの投資家はプライベートデットを長期投資と捉えていますが、期間5年～7年の担保付き優先債権であったとしても、案件審査にあたっては、現在の環境、並びに将来的に成り得る環境が信用リスクに与える影響を検討する必要があります。持続可能な世界への移行は着実に進んでおり、ここ数年、セクターを問わず新しいテクノロジーの開発と実用化が急加速に進んでいます。多くの人はまた、ポストコロナ時代の出張のあり方や、日常の生活、仕事、買い物、社会活動の変化が特定のセクターの企業にどの程度の影響を与えるか、そして企業がどの程度長期的な変化の恩恵を享受できるかについて考えています。

全体像

前例のない強力な金融政策

多くの借手企業と個人に対する流動性の支援政策は、破産・デフォルトの発生を抑制させることができましたが、積極的な財政出動は12.7兆米ドルの莫大な歳出となりました³。報道によると、先進国政府は、刺激策だけでGDP合計額の5%を費やしています。さらに、危機への大規模な対応は、中央銀行による政策措置だけにとどまらず、貸手に住宅ローンのモラトリアムを課すなどの措置に及んでいます。

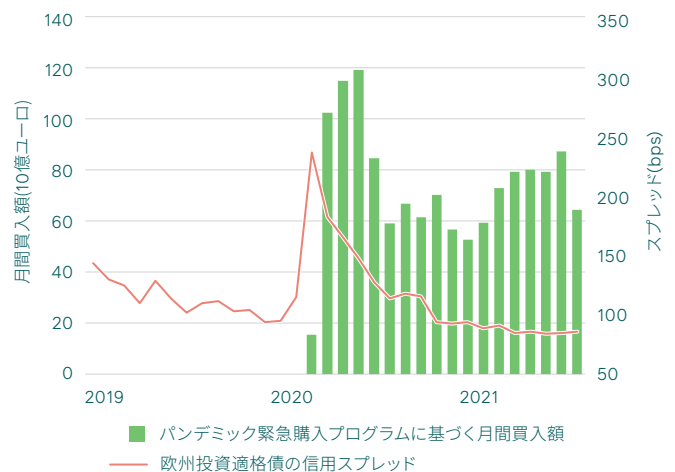
危機対応のための財政出動(%、対GDP)



出所: McKinsey & Company 『The \$10 trillion rescue: How governments can deliver impact, June 2020』
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

同時に、世界の主要中央銀行は、金利を歴史的な低水準に保つ一方で、量的緩和(QE)プログラムを再開しました。これは、政策立案者が、広範囲に及んだ混乱に直面した経済を支えるために「必要なことは何でも」実行することを約束したためです。その支援策は、恐怖とパニックのなかで麻痺した一部市場の機能を回復させるための規模と速度で実行され、信用リスクを考慮したものではありませんでした。インフレ懸念がこの数か月で急速に台頭してきましたが、公募債のスプレッドは依然としてタイトであり、利回りは歴史的に見て低い水準となっています。

欧州中央銀行のパンデミック緊急購入プログラムに基づく月間買入額と欧州投資適格債の信用スプレッド



出所: M&G, Morgan Stanley, Bloomberg, ECBデータ, 2021年8月31現在
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

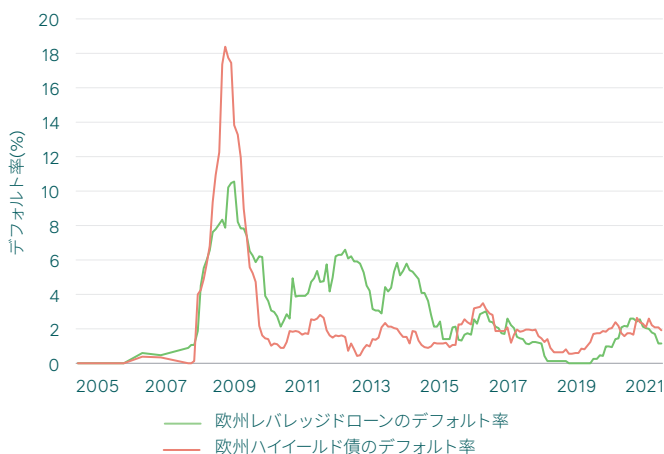
興味深いことに、信用スプレッドが正常化した現在も、引き続き政策立案者は重要な役割を果たしています。欧州中央銀行(ECB)は、1兆8,500億ユーロのパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)において、月間買入額を3月以降の800億ユーロから「適度に遅いペース」にすることを決定したと発表しました。

³国連『Monthly briefing on the world economic situation and prospects』
146号、2021年2月5日

一旦停止した信用サイクル

危機以前は、市場のコメンテーターは信用サイクルが終盤に突入することへの懸念を示していましたが、2020年に発生したパンデミックとその対応は果たして信用サイクルを狂わしたのでしょうか。フィッチレーティングスは「欧州のレバレッジドクレジット債市場及びローン市場における新しい信用サイクルは、デフォルト率の低下と格上げ/格下げ企業の比率の急上昇を反映している」との見方を示しました⁴。欧州のディストレスト債権額の水準は20年間で最低水準にあり⁵、企業デフォルトの短期的な見通しは投資家にある程度の安心感をもたらしています。

欧州のレバレッジドローンとハイイールド債のデフォルト率(年率)



出所：S&P LCD、S&P Ratings Direct、BofAML、2021年7月31日現在
欧州ローンのデータは2007年以降
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

これまでのところ、多額の負債を抱える企業は、手元流動性とコストの管理を強化し、企業存続に注力し、利用可能なすべての流動性・クレジットラインを活用した結果、当初恐れていたほどの悪い状況には陥りませんでした。大規模かつ継続的な政策支援は、世界金融危機後に経験した広範で壮絶な企業倒産の事態を回避できることにつながると考えられます。現段階で、何が大規模な企業倒産を発生させる引き金になるかを推測することは困難ですが(誤った政策を除き)、「対症的」な危機対応(ほとんどが債務の増加を伴った)は、個人層を顧客とするセクターにおいて、既に事業の先行きに暗雲が垂れ込めている一部の高負債企業にとって避けられないデフォルトシナリオを、単に先延ばしにしていると考えるべき理由はあるのでしょうか。将来的には、現時点と全く異なった状況になるのでしょうか。

多額の債務を抱えた企業・政府のリスクを無視することはできません。金利水準は歴史的に低く、積極的な借り換えにより、流動性リスクと利払い負担は軽減され、償還のプレッシャーからも解放されましたが、企業のレバレッジが現在のようにならざるを得ないなか、金利が上昇した場合、低デフォルト率のシナリオは一変する可能性があります。インフレ率の高止まりは、各中央銀行にとって利上げ実行の圧力となることが想定され、変動金利の債務を抱える借手・発行体は借入コストの急上昇に直面する可能性があります。銀行ローン、企業向けダイレクトレンディング、レバレッジドローンの大半が変動金利であるため、これは債権者にとっても考慮すべきことです。

これは、たとえ担保付きのシニアローンであっても、プライベートデットの貸手は、案件採り上げの際に厳格な審査とリスクに対する規律を遵守する必要があることを示しています。デットのリスクプロファイルが非対称であるため、貸手は、貸手自身と最終投資家を保護するために、ローンのストラクチャーと与信保全策を通じて案件のダウンサイドリスクを軽減させる必要があります。貸手はまた、債務再編の専門知識を有するチームを社内に編成することにより、投資が期待とは異なった方向に進んだ場合の回収額を最大化する備えをすることも有益です。

⁴フィッチレーティングスのスペシャルレポート『European at-risk leveraged credit 2021年6月』2021年6月21日

⁵JP Morganのユーロ建て・英ポンド建て債券(除く金融機関)指数に基づく。
2021年5月時点で取引価格が80未満の銘柄は全体のわずか0.3%

貸手のアクションが重要な理由

M&Gは2016年に某企業に融資しました。2018年に同社が売却された時点で再びファイナンスを供与しました。この段階で、同社は事業基盤の拡大につながる大規模な新規契約を獲得していました。しかしながら、この契約に基づく取引は計画どおりに進まず、計画外の費用が発生しました。業況は新型コロナウイルス感染症によって悪化し、コベナンツ条項に抵触する事態になりました。

厳格な契約内容と適切なコベナンツが織り込まれていたことより、投資先企業及び株主(スポンサー)と迅速にエンゲージすることができました。スポンサーは、同社の短期流動性要件を充足させ、業績を回復させるために、追加的に株式を引き受けることに同意しました。デット供給者として、M&Gとその他の貸手は、ローン契約をさらに貸手に有利な内容への変更を勝ち取り、強固な与信保全策をさらに強化することができました。

その後、スポンサーと融資団は、同社のレバレッジ引き下げを目標にすることに合意しました。時間を要しましたが、期待どおりの内容で合意し、現在ではすべての主要業績評価指標は遵守されています。同社の事業は新型コロナウイルス感染症のなかでも通常どおりであり、月を追うごとに財務内容は改善しています。

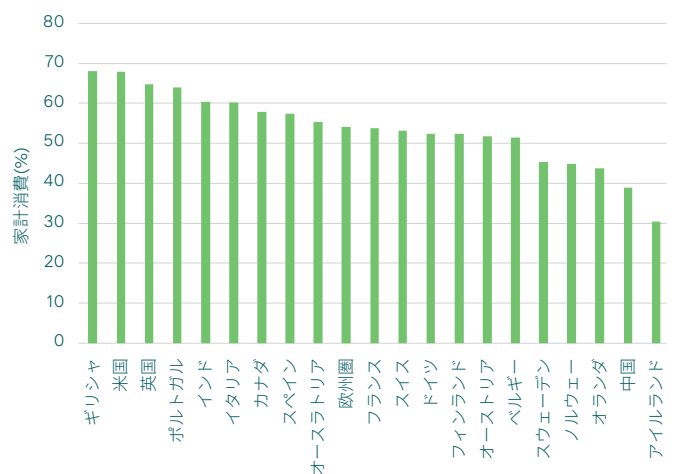
これは、根本的には良好な企業が予期せぬ事態に直面し、融資条件に含まれていたコベナンツに沿って貸手が解決策を見だし、最終投資家の利益を守るために企業と協働したケースでした。ローンの慎重なストラクチャーと専門知識を有した債務再編チームの存在が良い結果を生んだものと考えています。

消費者の信用の高さは維持されたのか

政府が大規模な財政対応を実行した根底にあるのは、消費者を守るという政治的な必要性でした。先進国の経済はますますサービス業への依存を高めているため、経済の成長を維持するには、経済のエンジン(消費者)の財務状況が良好である、又は将来の見通しについて楽観的である必要があります。

家計所得の低下や一時帰休制度の導入とセットであった賃金保証など、政府による一時的な支援措置の終了が今後の失業水準に与える影響については懸念が残り、個人消費の見通しの不透明感は未だ払拭されたとは言えません。それにもかかわらず、壊滅的な事態を引き起こしたパンデミックのなかでも、先進国の多くの消費者は依然として財務状況について楽観的であると信じるに足る理由が幾つか存在します。

主要各国の家計消費(対GDP比)

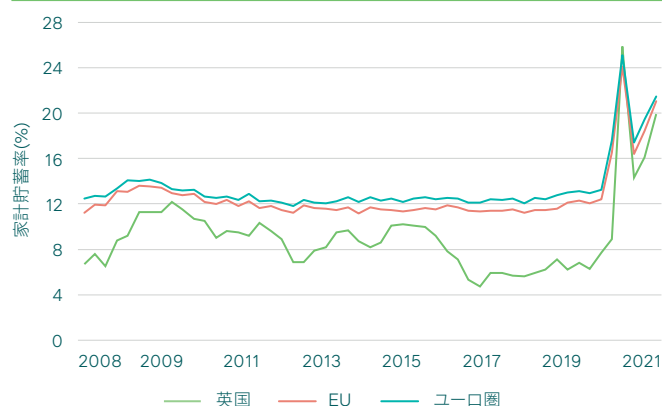


出所：M&G、世界銀行『Household Wealth』2019年
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

主要先進国では、金利の引き下げにより、住宅ローン金利が過去最低水準となっていることと豊富な家計貯蓄が相まって、需要の高まりにより住宅価格が上昇し、市場は活況を呈しています。堅調な住宅市場動向と住宅価格の上昇は、経済の他の分野に多くの好影響を与えていると思われます。要約すると、住宅価格の上昇は、住宅の所有者の金銭的な余裕につながり、将来の財務状況に自信をもつ一方で、債務返済余力が向上し、より多くの支出につながります。

量的緩和策が多く先進国の投資リターンを人為的に低下させたのとは対照的に、今回の消費者に焦点を当てた財政政策は、金利そのものには影響を与えませんでした。消費者の負担にはプラスに働きました。パンデミックの間、従来の雇用をそのまま維持した消費者の貯蓄額が増大した一方で、ロックダウン措置は、特に宿泊、旅行、小売部門全体での裁量的支出の機会を減少させました。

英国、EU、ユーロ圏諸国の家計貯蓄率推移



出所: Eurostat (オンラインデータのコード: NASQ_10_K、家計総貯蓄率(季節・稼働日調整値))、2021年7月28日。ONS(シリーズID: DGD8、家計貯蓄率%(季節調整値))、2021年6月30日(データ取得日: 2021年9月21日)
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

イングランド銀行の調査によると、住宅ローンの債務者は所得の減少によって支出を削減する傾向が強いのに対し、無担保ローンの債務者は危機の間に貯蓄を崩して消費する傾向があり、なかには借入額を増加させた債務者もいます。イングランド銀行は、「この結果は、住宅ローンを受けている層の所得が比較的高いことを反映している可能性があり、ロックダウン措置によって、比較的高所得層の裁量的消費が抑制された可能性が高い」とコメントしています。このことは、住宅ローンに代表される従来型の個人向けローンの債務者の信用リスクが、パンデミック以前よりも今日の方が低いことの原因として当然かもしれません。

パンデミック後の回復におけるプライベートデットの役割

世界各国で新型コロナウイルス感染症によるパンデミックが突然引き起こした経済的・社会的影響に対処しているなか、先進国の多くが危機の発生以降に採用・策定した財政刺激策と予算は、国連が世界各国に呼びかけている「より良い復興(Build back better)」に呼応していることを示しており、現世代だけでなく将来の世代のためになるグリーンで持続可能かつ公平な回復を目指す行動を起こすことを表しています。

プライベートデットは適応性、効率性に富み、幅広い分野をカバーする資産クラスであるため、経済回復を必要としている世界に資金を供与し、変化が必要な分野にファイナンスを提供するために重要かつ多面的な役割を果たすことができると考えています。プライベートデットには魅力的な投資機会があり、現在そして今後変化する投資環境に対応できる資産クラスだとM&Gは考えます。

ノンバンク融資の新たな段階

パンデミックは、多くの点で、欧州における融資の中核的な機能として、銀行による融資の代替となる「ノンバンク」による融資の必要性を浮き彫りにしました。

政府の流動性供給政策を享受できた企業や、パンデミック中にリボルビング信用枠(RCF)を利用した企業は、近い将来、短期債務を長期債務に切り替える際に、あるいは今後資金調達環境が厳しい状況になった際には、さまざまな資金調達手段を検討することが必要になるでしょう。また、企業は自社の成長サイクルに応じた資金調達手段が必要です。成長過程にある企業にとって、通常のローン(キャッシュフロー・ローン)による調達には必ずしも適しているわけではなく、資産担保ベースのローンなど、企業サイクルや事業内容により適した革新的な融資形態を必要とするケースが多々あります。プライベートデットが強みを明確に発揮できる点として、より複雑な金融ニーズを満たす能力を備えていることが挙げられます。

今回の危機は2008年の危機とは同じではありません。当時、企業が必要としていた資金を銀行が供与できなかった部分を埋めたのはクローズドエンド型のプライベートデットファンドでしたが、プライベートデットファンドは今日では当時より規模が大きく、シニアローンからメザンファイナンスまで、企業に多くの資金調達手段を柔軟に提供します。このような、リスクに「柔軟な」ローンのトランシェを1つの「ユニットランシェ」にまとめるケースが増加しており、案件の規模が大きくなる傾向があります。

このようなストラクチャーは、欧州でのダイレクトレンディング市場でシェアを拡大しており、英国においては70%と支配的となっているほか、過去12か月における欧州の案件の半分以上(56%)を占めるようになってきており、デロイト・オルタナティブ・ディールトラッカーの2021年秋のデータによると、Libor+6.5%以上(レバレッジが5倍以上の場合)がプライシングの目安となっています。中堅企業(M&Gの定義では通常EBITDAが1,000万~4,000万ユーロの企業)向けのダイレクトレンディングに関しては、M&Gは非上場企業向けの融資が多く、相対(あいたい)ベースのシニアローンに限定しています。プライシングに関してはLibor+4~7%であり、魅力的なリスク調整後リターンを享受しながら、優れた企業に融資できる良好な投資機会であると考えています。

シニアローンに限定した案件とユニットランシェ案件の双方とも今後成長する余地があり、ユニットランシェ案件に対する投資家の関心はダイレクトレンディング市場が本格的な規模に成長するための鍵となるでしょう。



インフラ投資不足を補う資金の提供

世界各国の公的債務は、2020年～2021年には第二次世界大戦以来の最高水準に達するほど膨らんでいます。政策立案者は、経済を立て直しながら、長期的な繁栄の起爆剤となるインフラ投資に熱意をもって取り組む姿勢ですが、財政支出に制約が生じているため、不足資金を埋めるために再び民間による投資に期待を寄せています。また、エネルギー源の転換とデジタル化を推進するためのインフラ整備に焦点が当てられていることも明白です。

インフラ投資のギャップを埋めることに重点が置かれていることは、英国のグリーン産業革命のための10項目の計画、欧州委員会による欧州投資計画、米国バイデン大統領による1兆米ドル規模のインフラ投資法案等、多くの国で優先事項として挙げられていることから明らかです。英国政府の10項目の計画は、120億英ポンドの財政投資と、民間部門からその3倍の投資を目指しており、最大25万人分のグリーンジョブ(地球環境の保全・修復に役立つ仕事)の創出を目的としています。一方、グリーンプロジェクト(地球温暖化をはじめとする環境問題の解決に貢献する事業)は、EU復興基金7,500億ユーロのほぼ3分の1の規模となっています。

洋上風力発電や送電など、気候変動対策に貢献するグリーンプロジェクトに資金を提供することが強く求められており、一方では、光ファイバーのネットワーク、データセンターに代表されるデジタルインフラなど、パンデミックによって需要が高まっているテレワークや電子商取引に必須であるインフラへの投資の必要性も高まっています。コンサルティング会社のマッキンゼーによると、このようなインフラは、増加する使用量に対応するために、今後10年間は投資額を毎年6～11%増加させていく必要があると試算しています。

年金基金や保険会社などの多くのアセットオーナーは、インフラセクターへの投資に長期的にコミットしており、長期間にわたって年金受給者や保険契約者に対する給付資金確保のため安定したキャッシュフローとポートフォリオの多様化が期待できるインフラ資産への投資機会を引き続き熱心に求めています。投資家は、デットや株式と比較して、実物資産への投資もインフレに対してある程度のヘッジ効果が期待できることを十分に認識しています。

第2章：現在と未来を形作る重要なテーマ

プライベートデット市場におけるESGとインパクト投資

次世代の資本(主義)

次世代の資本提供者の1つはプライベート市場であり、これまで以上に環境や社会を考慮することになると考えられています。世界中の人々が、持続可能な世界への転換が深刻、かつ緊急かつ不可逆的な課題で、投資のパラダイムがシフトしつつあると信じています。これは、脱炭素化、多様性と経済包摂、貧困問題の緩和などの深刻な問題の解決策を模索することがドライバーとなり、規制と政策変更の速度と真剣さによってさらに促進されています。特に欧州では、当局が持続可能なビジネス、投資、資本市場の育成を推進し、透明性の向上を義務付け、グリーンウォッシング(うわべだけ環境保護に熱心にみせること)を防止するための新しいルール・基準・枠組みなどを投資業界に提供することなどを通じて、規制を採り入れる方向であることは明確です。

このような規制はパブリック市場での採用がより進んでいることは事実ですが、プライベート市場においても、分野ごとに採用と統合のペースがばらばらであるとはいえ、ESG要因採用の勢いはパブリック市場と同様に顕著です。プライベートデットの貸手も改善する必要性を認識しており、エンゲージメントを通じてESG要因の採用を奨励するために、一段とギアを上げる準備ができています。

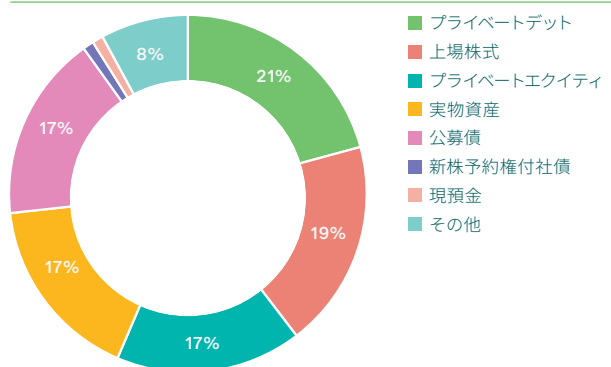
目的をもったプライベートデット

ESGと持続可能な投資手法をめぐる議論は、この数年で劇的に変化しています。その背景には、大規模な投資家や資産運用会社を中心とした幅広い投資関係者が注目しており、彼らの長期的な目標と社会的な価値感に沿った形で実際の世界にインパクトを与えたいという要望の高まりがあります。

投資家はまた、重大な問題にかつてないほど積極的に取り組んでおり、解決がなかなか進まない気候変動の危険性に大きな関心を寄せています。

プライベートデットは、今日の世界が直面している諸問題の解決策の一部に資金を提供することができるため、持続可能な融資に特に適しているとM&Gは考えます。プライベートデットは、多くの場合、的を絞った明確な目的をもつ特定のプロジェクトに資金を供与することができます。同様に、環境にプラスになることや社会的に有益な目的を備えた建物の開発に資金を提供する案件も存在します。これには、住宅が不足し、社会住宅を求める住民が多い地域において、手頃な賃料・社会的賃料で人々が利用できる住宅とその質を向上させる住宅建設のための資金供与が含まれます。

インパクト投資における資産クラス別配分(運用資産残高に占める比率)



出所: GIIN『2020 Annual Impact Investor Survey』2020年6月

注: 運用資産残高は外れ値を除く、n=289、運用資産残高=2,210億米ドル、その他は、保証、メザニクラス、ソーシャル・アウトカム契約
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

コインの両面

インフラデットや社会住宅などの特定のプライベートデット戦略は、学校や病院などの社会インフラ資産、エネルギー生産、暖房、交通など投資の必要性が高まっているインフラ分野に資金を提供することで、重要なESG要素や持続可能性のモメンタムの恩恵を自然と受ける資産への投資機会を投資家に提供します。風力や太陽光など再生可能エネルギーでの発電プロジェクトの成長初期段階における投資の多くは民間資金で賄われており、NHS(国民健康保険)が運営する病院や学生用住宅などに対するエネルギーや資源効率を含む環境面の改善を目的とする融資の金額は、年ごとに増加しています。

公共インフラ資産を運営する民間の事業者は、利害関係者のニーズではなくユーザーのニーズを充足することが必要であり、事業を行う地域で認められるために、social licence(当局による認可ではなく、社会で認められること)が必要です。ESGの影響力の高まりは、このような民間事業者とエンゲージする機会につながり、事業が社会的価値を生んでいるか、インパクトが最大化されているかを確かめることが可能になりました。

運輸など、二酸化炭素排出の削減が難しい分野でも、回収や貯留などの技術を含め、今後数十年にわたって脱炭素化を進める際の排出量削減の実用的で責任ある解決策が必要になることは明白です。プライベートデットは、このような資金に適しています。航空業界の場合、飛行中の二酸化炭素排出量の削減は、持続可能な航空燃料などの長期的解決策とテクノロジーが必要となるため、商業的に実用化するには相応の時間が必要ですが、今日長期の資金を提供することにより、空港など、気候中立(温室効果ガス排出をネットゼロにする)達成が困難な分野で目標を達成することに貢献できると思われれます。将来に目を向けると、例えば、新しい滑走路建設の資金を提供するのではなく、空港の照明をエネルギー効率の高い機器への交換に資金を提供するなど、選択的な投資機会が生じてくるかもしれません。

プライベートデットにおけるESG—解決策は一つではない

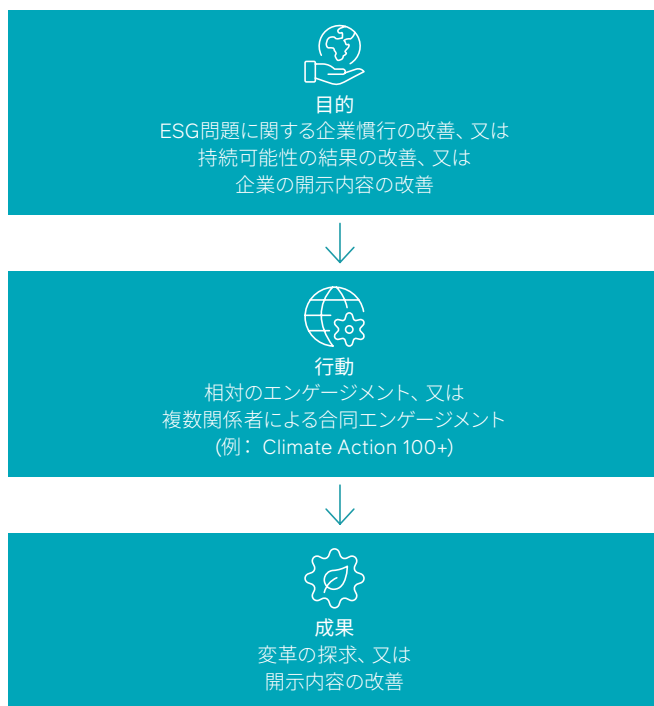
プライベートデットが借手と貸手を緊密に連携させる特性があることを勘案すると、長期的な信用力に重点を置いたプライベートデットは、投資プロセスにESGの考慮事項を組み込むのに適していると考えます。また、プライベートデット投資が満期まで保有することを前提とした投資であるという特性を考慮すると、貸手は、ESG要因が投資にどのような影響を与えるかを特定し分析するため積極的にエンゲージすることが奨励されます。借手と貸手の緊密な関係により、ESGに関する問題や開示について借手との有意義な対話を行うことができるなど、プライベートデットの貸手はパブリック債の投資家に比べて優位な立場にあると言えるでしょう。

非上場企業は、上場企業と同水準の開示を行う義務はありませんが、M&Gの融資先企業の多くは、貸手によるESG開示の要求に対して、開示基準より多くの情報を提供しています。プライベートデットの多くは、相対(あいたい)取引、あるいは貸手が少数であるため、借手の資金調達に占める比率が高くなる傾向があります。そして、借手の規模がより大きく、IPOを目指しているような企業は、積極的にエンゲージメントを行い、開示内容を充実させる傾向があります。

プライベートデットは、気候リスクに関するデータを含め、一貫性のある正確なデータが欠如していることが少なくなく、貸手を悩ますことがあります。主要な情報提供業者がこのような企業を調査する確率は高くありません。このことは、ESGに非常に熱心であり、定量的評価を必要とする投資家の要件を満たすうえで問題となります。直面している課題としては、一部企業におけるESGの方法論とプロセスの形式や検証方法から、セクターごとに異なるデータ収集と開示内容のギャップを調整することまで、多岐に亘っています。つまり、短期・中期・長期の目標を含め、借手・発行体に情報開示を促すことが必要です。ESGの問題やその影響について借手の経営陣と適切な議論を交わすことは、運用ポートフォリオにおいて、ESGや影響がどこから来ているのか、どこに問題があるのか、それに対して何ができるのかを投資家に正確に示すことが、より容易になります。

インパクトを最大化するためのエンゲージメント

意思決定に影響を与え、ベストプラクティスを促進するためのESGエンゲージメントの厳格な枠組み



出所: M&G, 2021年9月現在。

注: M&Gにとって、エンゲージメントがESG関連として認識されるための要件は、企業や政策立案者との対話が国連責任投資原則(UNPRI)に基づいた目的、行動、成果であることです。UNPRIのベストプラクティスに沿って、データ収集やデットの購入・売却・保有を決定するための調査は「ESGエンゲージメント」とは見なされず、ESGに関する質疑(ESGインタラクション)として記録されます。

情報は変更される可能性があり、将来の結果を保証するものではありません。

将来的には、プライベートデットに最適の報告、開示、ベンチマーキング(指標・他社との対比)の基準が開発され、データ入手の困難さに対処するために資産運用会社がビッグデータを活用することなどで、開示等の精度が高くなることを期待しています(「ビッグデータとテクノロジー」を参照)。

資産担保証券市場におけるESG

ESGスコアカード: 資産担保証券市場(ABS)では、法的には担保物件の所有権が原債務者から特別目的会社(SPV)に移転しますが、SPVには物件を運営・管理する機能がないため、ESG考慮事項の評価は不明瞭で複雑です。現在、ABS案件のESGスコアリングに関しては第三者機関のシステムは存在せず、スコアリングの方法に関する業界のコンセンサスもありません。そのため、M&GはESGリスクを適切にモデル化してスコアリングする方法を独自に開発しました。M&Gが最近導入したABSのESGスコアカードは、業界初となると考えています。ESGスコア算出には、担保物件、ストラクチャー、スポンサー(オリジネーター及びサービサーを含む)の3要素を使用します。次に、この3要素がもつESG要因を基に要約したESGスコアを算定します。このスコアは、スポンサーとエンゲージする際に、必要な分野の改善を促すために使用されます。

エンゲージメント行動: 欧州のABSは商業ローン、住宅ローン、自動車ローン、消費者ローン、中小企業向けローンなど、実体経済に関連する資産を担保とすることが主です。新型コロナウイルス感染症が引き起こしたパンデミックに対処するため、各国政府は所得支援策や支払猶予策など、個人や企業向けに巨額の政策を実行したため、担保となるローンに直接的な影響を及ぼしました。M&Gは、欧州ABSの大口保有者であることを活かし、保有する9つのABSプログラムの発行体とエンゲージし、支払猶予の実態や、貸手が、与信の弱い借手をどのように評価し、きちんとした対応を取っていることを確認する一方で、社債権者に対する開示の改善を図りました。このようなエンゲージメントの結果、資産プールのうちで支払猶予の対象となったローンに関するより細かいデータを手に入れることができるようになりました。時間の経過とともに、データの精度は高くなり、ローンの借手の特性がだんだんと明らかになりました。M&G独自の分析によると、支払猶予の対照となった英国のプライムローンの残高は、2020年半ばに住宅ローン残高の約25%でピークに達し、その後急激に減少に転じました。

スイッチを入れる

借手と単にエンゲージするだけでなく、最大の効果を得るためには強力で体系的なエンゲージメントのプログラムが必要であり、そのためにはエンゲージメントのための十分な人的リソース(及びリソースを有効活用するためのリソース)に加えて、ロビー活動や社内のリスク評価(定性的及び定量的)機能が重要です。投資先企業、借手、スポンサーのESG問題に対処することはM&Gの責任であると信じています。多くの場合、借手と対話することにより、借手にとってのESGに対する考え方がM&Gと合致しているかを確認することができます。もし経営陣の考え方が合致していないことが判明した場合、投資することは原則的にありません。

M&Gでは、ポートフォリオにおける二酸化炭素排出量の多い企業を対象に(目標は上位100社)、気候変動プログラムに取り組んでいます。これは、M&Gの気候変動の専門チームが、当該企業のアナリストの協力を得て実施します。このプログラムには、プライベートデットの借手が含まれます。

レバレッジドファイナンス供与企業に対するネットゼロ目標のチェック

M&Gは最近、消費財の某企業とエンゲージし、同社のネットゼロへの取り組みについて話し合いました。同社はまだScience Based Targets(科学的根拠に基づく目標)イニシアチブ(SBTi)にコミットしていませんが、最近になり2050年までにネットゼロを達成するとのコミットメントを発表しました。同社は、製造工程におけるフットプリントが大きく(スコープ1、2)、スコープ3に関しては排出量の測定プロセスの確立に取り組んでいる段階であることから、事業のどの分野がどのような影響を与えているかの把握を同社は継続しています。また、2021年、遅くとも2022年の下半期には暫定的な目標を設定することを目指しています。M&Gは同社のネットゼロのコミットメントを高く評価する一方で、暫定目標の進捗状況を引き続き注視します。

サステナビリティリンク債の台頭

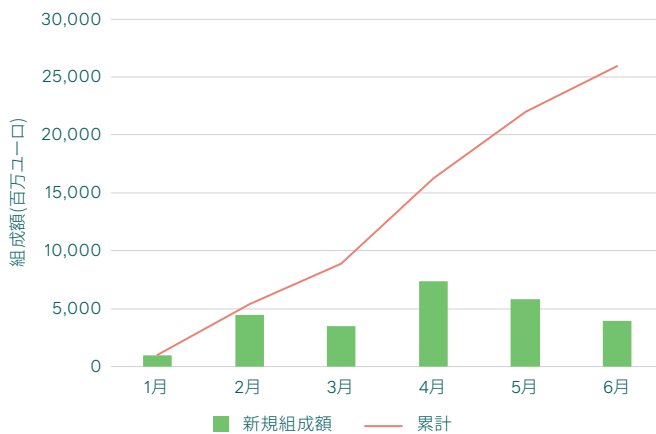
プライベートデットの貸手は、インフラデットで見られたように、体系的なエンゲージメントなど、前向きな変化をもたらすインセンティブとなるように設計された持続可能性項目の達成にリンクしたスキームを採用し始めており、そのことでプライベートデット市場でのESGのスイッチを入れ、より持続可能な融資形態を進めています。

広範な債券市場では、「グリーン」金融革命が順調に進行しているように見えます。持続可能性が、資金を調達する利害関係者や企業にとって重要な要素になるにつれて、持続可能債券の発行額は次々と記録を更新しています。

ESGラベル付きローンが組成されようになったことは、民間企業が変化を受け入れていることを象徴しています。今年は、サステナビリティリンクローン(SLL、企業が設定したサステナビリティ目標に基づき、事前に合意した主要業績評価指標にマージンがリンクしているローン)がレバレッジドファイナンス市場に浸透してきています。2021年上半期のSLLの組成額が280億ユーロと、欧州のレバレッジドローン市場全体の約40%を占めたのに対し、サステナビリティリンク債は350億ユーロとハイイールド債発行額の約30%を占めるようになりました。

正しい方向に向かう第一歩であることは事実ですが、貸手は、借手や発行体が設定した、持続可能性の目標にリンクするマージンが借手や発行体にとって真に意味をもつか、また持続可能性にリンクすることが持続可能性の枠組みを適切に反映しているかを確認する必要があり、さらに目標が持続可能性と深い関連があり、借手や発行体が持続可能性に対して真摯であることを確認する必要があります。

欧州におけるサステナビリティリンクローンの組成額(2021年上半期)



出所: 9fin.com、M&G、2021年6月30日現在
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

レバレッジドローンにおける持続可能性

一部のプライベートエクイティ(PE)スポンサーにとって、ESGは、所有する企業に求める価値創造の1項目ですが、ESGリスクの管理、開示とも統一的な基準がなく、多くの場合、リスク管理と開示は上場企業ほど構築されていません。このような企業は一般的に歴史が比較的浅いことを考慮すると、開示が十分でないことは仕方のないことでしょう。

今日のサステナビリティローン戦略では、運用プロセスにESG要因を統合するだけにとどまらず、ESGリスクを測定したうえで軽減策を策定し、企業が強固で持続可能なアプローチを実施する、あるいは実施する意図があるかを追求します。M&Gは、ローン市場を20年以上にわたって広範に直接運用してきた投資経験、定量的ツール(多くは独自仕様)を駆使して、ESGのマネジメントにおける企業のランク付けとモニタリングを行い、持続可能性を精査します。この内容は、投資決定と当該企業とのエンゲージメントのプログラムに反映されます。

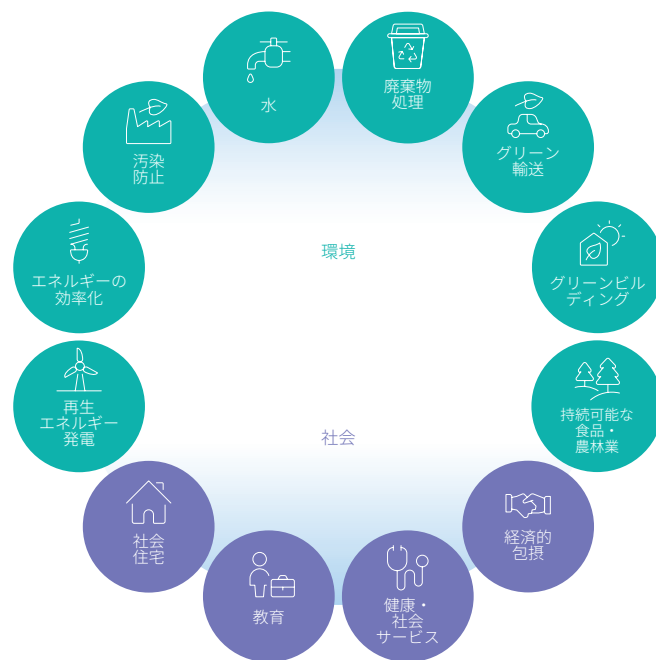
M&Gは、ESGに関連する重要な問題について投資先企業と相対で定期的にエンゲージしていますが、持続可能性の改善には協働が不可欠と考えており、広範な市場で志を同じくする機関投資家との間でも持続可能性の重要なテーマ、討論、イニシアチブについて積極的にエンゲージしています。

実社会にインパクトを与える

プライベートデット戦略は、インパクト投資戦略等が選好する個別のプロジェクト(例えば、風力発電所や病院の建設)や小規模企業をより正確に発掘可能にするため、インパクト投資に特に適しています。焦点となるのは、借手との緊密な関係を通したリスク分析及び管理により、最終投資家の投資元本を保全しながら、個々の投資先の特性と成長段階に合わせたストラクチャーを提供することです。プライベートデットの投資ユニバースは広範で秘伝的要素を有していることから、投資家は自身のニーズに合致するさまざまな資産にアクセスすることができ、投資リターンとともに意図的で測定可能なインパクトを生み出すことができると考えます。

プライベートローンは、有害な二酸化炭素排出量の削減に貢献するクリーンで再生可能な電力を生成する、新しい洋上風力発電所の建設に資金を提供するプロジェクトやその開発のための資金、低所得世帯により良い生活の質と機会を与える住宅協会への融資、サービスが行き届いていない地域の人々に専門的な入院治療を提供する新しいメンタルヘルスケア施設の建設資金調達のためのローンなど、さまざまな形態・種類があります。

インパクト投資のユニバースの提議



出所:M&G

情報は変更される可能性があり、将来の結果を保証するものではありません。

さらに、気候変動やより広範な持続可能性の問題に対する行動の呼びかけが強まるにつれて、実社会にインパクトを与えるような大きな投資機会が生じてくるとM&Gは考えています。例えば、廃棄物とその管理は、資源の枯渇や気候変動などの他の環境問題と密接に関連する世界的な課題として急速に広まっており、これらのテーマに焦点を当てた多くの案件が組成されています。社会から発生する廃棄物を利用して住宅に電力と暖房を供給する最新式のごみ焼却発電(WtE)施設は、より資源効率の高い循環経済への移行を後押しし、より広範なネットゼロという高い目標達成に貢献できると考えます。

ビッグデータとテクノロジー

データ分析の機能を高める

データは、すべての資産クラスにおいて運用と分析のための中核的な役割を果たします。リスク分析と利害関係者への情報提供の観点から、テクノロジーとビッグデータの重要性は高まっています。特にESGに対する投資家や規制当局の期待・要請に対応する場合、データの質と情報量の改善を進めることがますます重要視されています。プライベートデットにおけるデータ分析機能を高める努力は、十分に報われると考えられます。

プライベートデットの貸手は複雑な案件を扱うことが多いのですが、第三者の見解や情報が不足しがちです。投資は、オリジネーション、デューデリジェンス、与信審査からポートフォリオの構築、投資の継続的なモニタリングに至るまで、非常に多くの人材を必要とします。通常投資対象資産は相当量の基礎的データを有していますが、そのなかには投資のリスクに関する重要な情報が埋もれていることがあります。

既成のソフトウェアの機能に勝る革新的な技術ソリューションと精緻なデータ分析ツールを構築することは、完全には言えないまでも、他では得られない有益な情報を得ることを可能にします。融資業務のすべてのプロセスにおいてビッグデータとテクノロジーのソリューションを活用することで、物事をより良い方向に変革することができ、長期的には投資家により良い成果をもたらすことにつながると考えます。

ESGデータ収集の難しさを乗り越える

プライベートデットにおけるデータ入手と開示要件に関しては、企業向けの一般的な融資から実物資産担保融資までの広範な形態において、事業や対象資産の運営に関する持続可能性を証明する具体的な証拠とデータの入手・提供のために克服しなければならない課題がまだあります。

上場企業は、一定のデータを作成する義務があり(上場企業としての本質)、MSCIなどの第三者のデータ業者が評価している一方、CDP(気候変動など環境分野に取り組む国際NGO)などのイニシアチブは企業報告書におけるESGデータ開示の強化を支援し、企業持続可能性報告指令や非財務報告指令などの規制とともに、気候変動関連の開示の水準を高めることに寄与しています。他方、プライベートデットの借手・発行体は、企業規模が小さく人材が不足がちであるため、資本市場にアクセスできる大企業ほど開示は進んでいません。

したがって、プライベートデット市場では、持続可能な慣行や、充実した内容のESG開示を推進させるうえで貸手は大きな影響力を発揮できます。貸手からの要求がないにもかかわらず、多様性と経済包摂性、気候と持続可能性に関連する指標に関して、質の高い、情報量が豊富なESG開示を行うなど、既に先頭集団に位置している借手も存在します。一部のプライベートエクイティのスポンサーは、近年ESG開示を全面的に受け入れるようになっており、投資先企業がESGのあらゆる分野で優れた開示をすることを支持してきました。インフラデットでは、貸手は、債務者が中小企業であっても、スポンサー並みにデータを入手することが可能であり、また、ときには他の債権者に情報の提供を要請することもあります。規制業種であるインフラデットの債務者は、規制当局によりESG資格についての透明性を保つことが義務付けられており、社会にどのような利益をもたらしているかを広範に証明する必要性が高まっています。

また、社会に利益をもたらすことが明らかである社会住宅セクターにおいても開示面で進展が見られますが、エネルギー効率などのより広範なESGデータに関しては、住宅組合を含む多くの機関の開示が進んでいるとは言えません。社会住宅の持続可能性報告基準(SRS)は、住宅組合、銀行、投資家、サービス提供者、インパクト投資の組織が共同で運営するESG社会住宅ワーキンググループによって2020年11月に導入された報告要領の自主的な枠組みです。ESG報告の不透明性と一貫性の欠如を改善するために2019年に設立されたワーキンググループのメンバーとして、M&Gは社会住宅セクターにおけるESG開示と基準の改善を早くから提唱していました。持続可能性報告基準は、手頃な価格、火災に対する安全性、二酸化炭素排出のネットゼロ等のESG考慮事項が対象とする分野のなかの12のテーマと48の基準で構成されています。

レバレッジドローン市場では、今年に入って欧州レバレッジドファイナンスにおける新規のSustainability-Linked Loans(SLL)が急増したことに照らして、最近では、SLLに関し、LMAが2019年にLoan Syndications and Trading Association (LSTA)及びAsia Pacific Loan Market Association (APLMA)と共同で開発したガイドラインを基に、新たにガイドライン(Sustainability Linked Loan Principles(SLLP))が5月に作成されましたが、その作成にM&Gが関与するなど、引き続き業界のワーキンググループの一員として積極的に活動しました。

またM&Gは、二酸化炭素排出量の多い企業のなかで、上場を廃止する企業が増加していることへの対応策として新たに設立されたイニシアチブであるプライベート・マーケット・パイロットを支持しています。新しい開示の枠組みでは、新興国と先進国の1,000以上の民間企業に対して、CDPのプラットフォームを通じて環境データを公開し、上場企業に近い透明性を求めています。このパイロットには、投資家がプライベート企業の環境パフォーマンスを比較することを目的とした、プライベートデットに特化した環境負荷開示の標準的プラットフォームを開発することが含まれています。

Carbonator—プライベートデット用の二酸化炭素排出量推定ツール

気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)の推奨方法に沿って気候関連情報を報告することが、アセットオーナーと資産運用会社の両方に義務付けられることになります。プライベートデット企業のなかで二酸化炭素排出量が少なくデータ精度が高い企業は決して多くなく、できることから速やかに着手することが重要です。このような背景が、不足しているESGデータとプライベートデット債務者間の開示程度の差に対応するためのツールを独自に開発した理由です。ツールの名称はCarbonatorであり、全ポートフォリオに占めるプライベートデットの二酸化炭素排出総量を推計します。資産クラスによって異なる推計方法が必要です。例えば、企業の場合、Carbonatorは機械学習技術を利用して事業規模、セクター・業界、所在地、地理的要因など、その企業にとって関連性の高い項目が、一般に公表されているどのデータと類似しているかのパターンを特定します。インターネット・データ・スクレイピング(Web上から必要なデータを取得すること)などのテクノロジーツールは、企業の財務データなど公表されているデータの収集を容易にします。

ツールの目的とはデータ精度を高めることで、M&Gはエンゲージメントを通じてプライベートデットの貸手としての経験を活かすことができます。Carbonatorは、二酸化炭素排出のデータが入手できない場合や開示されていない投資先の排出量を推定することができます。これは、借手・発行体、オリジネーターに、より正確な数値の開示を求めるために話し合うことと開示を奨励することへの第一歩となります。つまり、Carbonatorのような革新的なテクノロジーツールは、持続的で体系的なエンゲージメントのプログラムの有効性を高め、融資取引が終了するまでの期間にわたってESG関連リスクを適切に管理しモニターするのに役立ちます。

企業の二酸化炭素排出量を推計する論理と技法は、住宅ローン、一般のローン、実物資産のプールを参照する証券化商品とは異なります。証券化商品の場合、案件ごとに内容が異なり、モデル化が困難である、あるいは比較できる公表データがないことが往々にしてあります。このような場合、オリジネーターや発行体とエンゲージして情報を入手できる場合もあれば、例えばオートローンのABSのように、オートローンごとのデータを利用することで、担保プール全体の二酸化炭素排出量を推計することもできます。不動産関連のABSの場合、所在地や物件タイプのデータを利用することにより、ばらつきが大きいプールでも二酸化炭素排出量を推定することが可能です。

CarbonatorテクノロジーをM&Gが投資するすべてのプライベートデット戦略で使用することにより、他の方法とは異なった課題に直面することもあります。収集したデータと分析結果の多くを使用して入力データの質の向上を図ることなどを通じて、M&Gは最良の方法を確立することを常に目指しています。

速度こそ重要

クリック1つで情報を入手できる独自のシステムを構築することとデータマイニング技術を活用することにより、資産運用会社はより迅速に結論を導き出すことができ、市場で素早く行動を起こすことができます。2020年3月に欧州ABS市場のボラティリティが急上昇したとき、個人層を顧客とするセクター・業界に対するエクスポージャーを迅速に評価したうえで、すべてのポートフォリオとCLO、RMBSなどの担保プールのストレステストを実行することができました。ABSのプールは、案件の性質上多くのデータが存在しており、その多くはプライベートデット市場の他分野とは異なり標準化されていません。M&Gは、それらのデータを収集するために独自のデータベースを構築し、モニタリングとポートフォリオ管理のため、ストレステストを実施しています。

大量のデータ量を処理する経験により、プライベートデットのプールに証券化商品で培った手法を適用したり、公営住宅や農業融資などABSの担保資産としては比較的新しい資産クラスに適用することができました。データ収集のための大規模なデータベースを有することで、ABS案件のウェアハウス(つなぎ融資)などのプライベートの投資機会を分析・評価することができます。また、独立した分野になりつつある消費者金融における投資機会を特定するのにも役立ちました。

消費者金融における分析力の向上

大量のデータを入手し、形式をそろえて処理する機能を有することは、購入を検討している住宅ローンや消費者ローンのポートフォリオを評価する際の貴重な武器となります。オリジネーターは、このようなポートフォリオの購入者にローンごとの広範にわたる詳細な履歴データを提供します。他のオリジネーターやEuropean Data Warehouse(データを資産担保証券の投資家に提供するデータプロバイダー)の履歴データと合わせて分析することにより、資産運用会社は審査、ストレステスト、ポートフォリオ選定と価格設定をより容易にすることができます。その結果は、売却者との交渉において、ポートフォリオの中のどのローンを購入・除外するか判断や購入価格の算定の基になります。

この分析を実行するために必要なデータの絶対量は、既製のスプレッドシートやデータベースプログラムの最大容量をはるかに超えており、分析に先だってデータを保存するために、まず独自のPythonベースのデータベースとシステムを構築する必要があります。最近購入した自動車ローンのストレステストのために、過去のABS案件のデータと売却者から入手した対象ローンのデータとを合わせた合計50億を超えるデータ数を分析し、全ローンが満了するまでの期間におけるデフォルト確率と損失リスクを試算しました。この試算により、このリスクに見合った望ましいリターン水準を計算し、適正な購入価格を決定することができました。このような分析は、期限前返済の影響、債務者の信用、ローン・トゥ・バリュー(資産価値に対する負債比率)など、ローンのポートフォリオ分析におけるさまざまな要素にも適用可能です。

デジタル技術が重要となる将来

将来的には、ビッグデータと高度なテクノロジーがプライベートデット投資の他の分野に応用される可能性が高いと考えます。

プライベートデットと低流動性資産のトークン化

プライベートデットの多くは、その構造上オーダーメイドであることが多く、なかには秘伝的な要素を有しているものもあり、1件ごとに性質が全く異なることはまれではありません。ストラクチャーと与信の詳細が公表されていないプライベートデットを保有することの副作用は、流動性がないことです。プライベートデット投資では、クローズドエンド型ファンドが資金の出し手として普及していますが、情報が一方通行であることが、ファンドのストラクチャー、市場参加者、そしてリターンに影響を与えるという特徴を有しています。プライベートデットは通常流動性が低く、パブリック市場ほど透明性がないため、本質的に投資は容易ではありません。また、それらは取引所に上場されているため、売買規模の大小にかかわらず市場参加者間で取引が可能です。ただし、債券・株式は上場するコストが高いため、実際には大企業のみが発行可能であり、さらに、流動性を保つためには、相応の売買高がある流通市場の存在が必要です。

ブロックチェーン技術の出現により、「トークン化」と呼ばれる手法が利用できるようになりました。これは、流動性の低い資産をブロックチェーン技術により譲渡可能な商品(証券)にできる機能です。英国金融行為規制機構(FCA)は、セキュリティトークンを有価証券と見なしており、プライベートデットの債務者と投資家が印刷物に記録されるのではなく、建物やプライベートローンなどの資産をブロックチェーン技術によってデジタル化されたデータが分散型台帳で管理されます。この技術は、各国で関心が高まっており、中央銀行の多くはデジタル通貨に使用するテクノロジーとして研究を進めています。ブロックチェーン技術により、トークンは以前の多くの技術と異なり、メモリーなどへの依存とは無縁となる可能性があります。

このテクノロジーにより、現在流動性の低い資産の取引単位を小さくし譲渡可能にすることができます。これにより、売買を比較的簡単に、低いコストで迅速に実行できるようになり、より幅広い投資家が売買できるようになる可能性があります。投資家の要件に合う魅力的なプライベートデットの投資機会は多く存在していますが、その多くは、案件規模が数億英ポンド単位であり、分割は簡単ではありません。このような案件は現在、少数の潜在的な購入者を対象としていますが、資産を分割することができれば、より多くの潜在的な投資家がこのような資産を購入できるようになります。プライベートデットの流動性の概念は、最終的には、株式や国債の取引が標準化されたのと同様に発展する可能性があります。

売買が可能になったとしても、それだけでプライベートデットの流動性が高くなるわけではありません。情報が一方通行であるため、潜在的な購入者がプライベートデットの中身とそのリスクを理解するのが困難と感ずることには変わりありませんが、少なくとも一般の投資家がプライベートデットや低流動資産に投資できる環境の構築に向かっていることは確かです。

ブロックチェーン技術

ブロックチェーン技術は、情報の格納方法が一般的なデータベースとは異なるデジタルシステム分散型台帳テクノロジー(DLT)を、取引の元帳として使用する特殊な種類のデータベースです。ブロックチェーンは分散型のデータ格納技術を使用しているため、データは1人の管理者(グループ)によってコントロールされずに、すべてのユーザーが集合的にコントロールし、それが信頼できる唯一の情報源と見なされます。分散型であるブロックチェーンにデータを一旦入力すると、以降は一切変更することができません。

ブロックチェーン技術は一般的に暗号通貨のイメージが強いのですが、実際は医療データを安全に共有することや音楽の著作権の管理など、高度なデータセキュリティとデータ共有が必要な分野でも使用されています。

最先端分野

イノベーションに対する需要の高まり

資産運用会社のなかで、幅広い運用能力とともに専門知識を有する人材を開発、確立した会社は、それまでプライベートデット市場で検討すらされていなかった新しい分野や資産クラスでの投資機会を開拓することで、新しいアルファの源泉を求める投資家の要望に応えることができました。通常では獲得できないリターンとリスク分散を追求するために、今まで以上に非伝統的な資産クラス・投資機会を求めることは、従来のプライベートデットの特徴である伝統に挑戦することであり、投資家に、自社の目標を達成するためのより包括的な投資手法を活用する投資機会を提供します。

さらに、プライベートデット運用を行う資産運用会社として高い運用能力が重要であることは当然ですが、恐らくより重要なことは、十分なオリジネーション能力や案件発掘力とともに、革新的な投資アイデアを考え出す意欲を備えていることが、プライベートデットの継続的な発展と異なったタイプの投資家と借手にプライベートデット市場の魅力をアピールするうえで不可欠だとM&Gは考えます。

借手主導のファイナンス

現在の企業は、10年前と比較して、非上場のままでいる期間を長くする傾向にあります。欧州における2020年のIPOは、過去8年で33%減少しました。最も成長している時期を非公開に保ち、非公開企業を投資対象とするファンド等の大規模な資金を活用して、IPOによる上場やその他の出口戦略を採るための十分な規模に成長することを目指しています。これは、プライベートデットやオルタナティブ資産の投資家にとって、より多様な投資機会が増加することを意味していると考えます。

そのため、借手のニーズに応じてさまざまな種類の資金を提供する能力と柔軟性を持つことは、プライベートデットの貸手が長期にわたって借手と友好的な関係を築くのに役立ちます。中堅企業は、不動産、在庫、売掛債権、機械・設備などの特定の資産を担保として提供することで魅力的なコストで融資を受けることができ、一方では、能力の高い貸手は、実物資産を担保とした安全性が高いローンを組成することができ、最終投資家の利益に供することになります。

幅広い分野のプライベートデットを提供する資産運用会社の場合、融資が完済されるまでの間の企業との関係は、当初はごく小規模なダイレクトレンディングのクラブディールを他社から購入することにすぎないかもしれませんが、その後は、成長過程を経て、大規模なプライベートエクイティが所有する時価総額の大きな企業となり、最終的には証券取引所に上場する可能性もあります。パブリック市場とプライベート市場の両方で広範に規模の大きな資金を運用する積極的な資産運用会社は、成長過程のどの部分においても借手との取引関係を維持することができると考えます。

さまざまな投資家層の投資目標を満たす

保険会社など、厳格な規制を受ける投資家にとって、プライベートデットは従来型の資産クラスに比べて、さまざまな規制要件を満たしながら高いリターン目標を長期間にわたって達成することを可能にする資産クラスであり、非常に魅力的な投資対象であることが実証されています。EUソルベンシーIIやその他の資本規制が導入されたことにより、保険会社は、プライベートエクイティを含めた他の資産クラスと比較して、リスクウェイトが低く、最低資本要件が低い資産に多く投資するようになりました。この需要を満たすために、多くの「ソルベンシーII適合」商品が市場に登場しました。一般的な無格付け債券や、投資適格(IG)相当の「適格インフラ」デットはその例です。

プライベートデット全体で、さまざまな業態の投資家をターゲットにした、多種多様な案件が市場に多くあります。投資家は、それぞれ異なる投資要件を有しています。プライベートデット市場では、異なるタイプの投資戦略に組み込まれた多くの資産クラスが存在しており、オーダーメイドのポートフォリオを構築するためのパーツとして捉えることもできます。パーツはポートフォリオによって異なった働きをするため、用途によってどのパーツを組み込むかを選択できます。例えば、インフラデットやロングリース不動産を検討している場合、プライベートデットのなかにはインフレ要素を明確に包含した案件が少なくありません。20年間にもわたるインフレヘッジが得られる可能性があり、年金受給者への給付のためのキャッシュフローが必要な年金基金にとっては非常に興味深い案件もあります。また、比較的短期間の案件を求めている場合、消費者金融のように、7〜8年間の投資期間で高いリスク調整後リターンが期待できる案件もあります。繰り返しますが、プライベートデットは、富裕個人投資家や、高いリターンを求めている異なる業態の機関投資家にとって興味深い資産クラスだと思われます。

強みを発揮する

プライベートデットの投資ユニバースは、継続的に発展しており、以前に比べはるかに広範で多様化しています。代替資金の提供者のなかには、借手の間で高評価を受けるようになり、特定の業種や国において存在感を高めることに成功した者もいれば、革新的なソリューションを求める堅実な需要に対応しようとする者もいます。

債務者と協働することについて実証済みの手法を、新たなセクター・市場や異なる国に適用することは、アルファとベータの源泉の分散化を最終投資家に提供するとともに、新規案件の太いパイプラインを構築するのに役立ちます。例えば、証券化のストラクチャーと手法は、多くのセクターや幅広い種類のプライベートデットに適用されており、さまざまな投資家層が有する多種のリスク・リターン目標を1つの案件で満たすため、異なるリスクプロファイルをもつ複数のトランシェで構成される案件が増加しています。

注目されるアジアでのオリジネーション

プライベートデット市場は進化を続けており、アジア太平洋や米国など、世界のより多くの地域でオリジネーション能力を確立して投資機会を拡大し、投資家に分散効果の高いポートフォリオを提供できるように、投資ユニバースをより多様で幅広いものに拡大し、さまざまな投資戦略に組み入れられるようにすることをM&Gは目指しています。アジア太平洋地域などにおいて、地域内でのオリジネーション能力を構築することで、融資先企業、提携可能なオリジネーター、地域の銀行との関係を構築し深めることができるようになると考えます。

今年に入り、アジア太平洋地域のオリジネーションチームは、多くの国で案件フローが一貫して増加していることを認識しており、特にストラクチャードファイナンスでは、ローンポートフォリオや不動産資産を担保とした案件が多く見られました。アジア太平洋地域のチームはこの種の案件が今後も大きく増加する余地があると見ています。

革新的な考え方

プライベートデットによる資金調達（借手）ニーズが投資家（貸手）の投資ニーズを下回る事態にはならないというのがM&Gの見解です。しかしながら、全体ではないにしろ、市場が時間の経過とともに成熟し、他市場と同様に差別化を図ることが困難になることが想定され、プライベートデットが長期にわたって、さまざまな投資家の変化し続けるニーズに応え続けるためには、市場の拡大に資する新しいアイデアを考案し、新たな投資機会を創出する能力を備えることも同様に重要です。

これを成功させるために、高い参入障壁を克服する先駆者としての考え方が重要と思われますが、一方では、新しいことを試すための社内の人材、専門知識、発掘能力、並びに関係者とのネットワーク作りに直接・間接に関連することも同様に重要です。プライベートデットの貸手はまた、最適な投資機会を見いだすための柔軟性を持ち、プライベートデット市場全体から案件を組成できるオリジネーション能力と案件発掘力を必要とし、さらに個別銘柄選定にあたっては厳格な選択を続けることが重要です。

新しい市場への参入

欧州でのスペシャリティファイナンスの出現により、投資家は、リスク分散やリスク調整後リターンの上昇など、多くのメリットを提供する、規模が大きく、成熟度が高く、逆風環境に強い資産クラスである消費者金融に投資できるようになりました。ほんの数年前までは、機関投資家が消費者金融に投資できる機会はほとんどありませんでした。しかし、当局によって課せられた自己資本規制により、リテール銀行は、融資額を増やすためにはバランスシートからリスクアセットを削減し、規制当局によって課せられた自己資本比率とレバレッジ比率を満たすための効率的な方法を発見する以外に選択肢がほとんどありません。1つの方法は、銀行が住宅ローンや消費者ローンなどを信頼できるノンバンクに売却することでした。また、一部の分野では、住宅ローン専門業者が台頭してきており、資金調達を必要とするこのような会社の存在も案件数の増加につながっています。

これらの資産売却者は、忍耐強く長期投資を行う機関投資家を選好する傾向があります。なぜならば、このような取引は、買い手と売り手が運命共同体的な長期関係を構築しようとしている場合に最も効果を発揮します。そのため、デューデリジェンスのための時間、コスト及び労力は、両者にとって無駄にはなりません。M&Gの規模と市場での存在感は、オリジネーターと緊密な関係を構築することを可能にします。これは、M&Gの案件組成能力に対する信頼度を高め、最終投資家のリターン目標を達成するために重要であるとM&Gは考えます。

プライベートデット市場における次の展開

(今までの)ストーリー メインストリームへの移行

プライベートデットは、長期的にわたって、投資家に多様化が図れる投資配分を機動的に行う機会を提供します。世界金融危機以降の数年間におけるダイレクトレンディング市場の成長については、既に十分に語られてきました。欧州市場は、2010年からの10年間で運用資産残高が実質ゼロから1,570億米ドルにまで成長しました。その間、市場は広範にわたって投資可能なものとなり、プライベートデットの他の主要分野においても投資家の関心が着実に高まっています。成長志向の戦略的債券配分の投資戦略に対する投資家の投資意欲は引き続き高く、MercerのEuropean Asset Allocation Insights 2020によると、投資家は、2019年からの1年間でプライベートデットへの配分を5%増加させています。インフラデットや社会住宅デットなどの長期デットも、長期債務とのデュレーションを合わせるために投資家は投資しています。

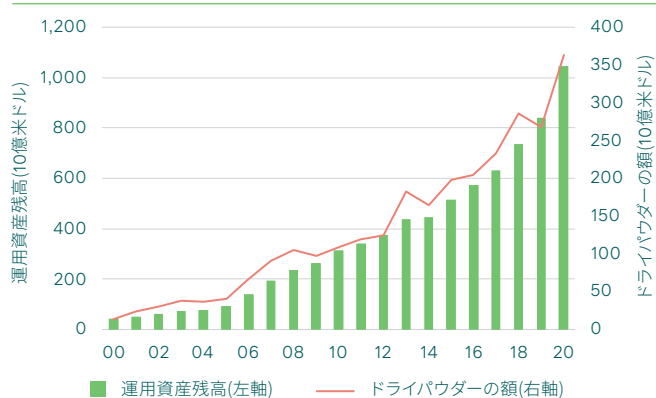
プライベートデット内のさまざまなセクターの成熟度にはばらつきがありますが、共通することは、成長している新しい市場であり、投資家にとって投資対象の選択肢が増加しているとともに、良好なリスク調整後リターンを上げることが可能な市場であり、その結果、市場への投資額は順調に増加しています。

将来的には、プライベートデットが資産運用市場における主流の一分野になるという方向性ははっきりしていると思われます。過去20年間は変革の連続でしたが、これからの10年間は進化的(evolutionary)であると同時に革命的(revolutionary)になると考えます。長期投資が今後の投資テーマであることを考慮すると、プライベートデットの成長は大きく期待でき、新時代の到来を告げる可能性があると考えています。

プライベートデットの時代 成長の新たな段階か

すべての数値やコメントは、投資家がポートフォリオのより戦略的かつ重要な資産クラスとして捉えるようになることを背景に、今後もプライベートデットへの投資配分が増加することを示しています。オルタナティブ投資のデータ提供者であるPreqinは、プライベートデットの運用資産残高が今年1兆米ドルを超え、2025年までに1.4兆米ドルに達すると予測していますが、これは年換算で11.4%の成長率(複利)に相当し、オルタナティブ資産のなかではプライベートエクイティに次いで2番目に高い伸び率になると予想しています。Preqin Proのデータによると、ドライパウダー(プライベートデット戦略の運用資産残高のうち、未投資分)も近年指数関数的に増加し、2021年10月には3,860億ドルに達しました。ドライパウダーの増加要因は、M&A案件の減少と2020年に他のデット資産の流動性が高まったことを背景としたプライベートデット戦略投資額の減少が影響したとPreqinは分析しています。

プライベートデット戦略の運用資産残高とドライパウダーの額
(2000年～2020年)



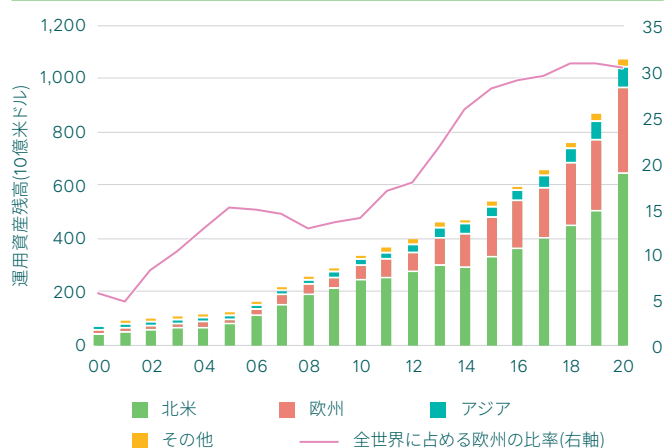
出所：Preqin Pro、2020年12月31日現在

数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

欧州のプライベートデット市場は米国のように輝くことができるか

現在の時点で、米国のプライベートデット市場は他国を大きく引き離して世界最大で、かつ最も発達した市場です。欧州がそれに続いており、アジア市場はそれほど発達していませんが、将来的に有望視される成長を続けています。市場の成熟性の違いは各地域における銀行業界の強さを反映しており、欧州が米国と同様の道筋をたどると考えるに足る理由がありますが、その道のりは長いと考えます。

地域別プライベートデットの運用資産残高(2000年～2020年)



出所: Preqin Pro, 2020年12月31日現在

数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

欧州のレバレッジドローン市場はこの20年間で大きく成長し、今後どのように発展するか興味深い市場です。結論としては、欧州のローン市場がようやく米国のローン市場を追いかけるまでに成長してきたということです。つまり、欧州では、米国で起きたのと同様に、銀行が間接金融の役割を果たさなくなっており、融資案件の多くではアレンジ業務に徹して、ローンを自らの資産にせず、第三者に売却する傾向を強めており、特に投資不適格級の借手に関してはほとんど自らの資産にすることがなくなりました。好リターンに魅了された機関投資家は、銀行の撤退に合わせるように、企業の資金調達を投資の好機として着実に活用してきました。現在、レバレッジドファイナンス残高の4分の3以上は銀行以外が投資家となっています。しかし、その背景はそれほど単純ではなく、今日では企業とその取引銀行、そして機関投資家の3者の関係になっています。

ただし、欧州市場における投資家の業態は米国とは微妙に異なります。また、米国市場の方が規模も流動性も高く、間違いなくより開かれた市場であり、「債券市場のような」性質を有しています。欧州市場は米国のように個人投資家は存在せず、またローンはUCITSファンドとして不適格な資産クラスです。

プライベートデット市場が大きく成長し十分な流動性をもつようになった場合、公募債とプライベートデットは共栄できるのでしょうか。欧州では、プライベートエクイティが保有する企業の割合が大きいため、傾向として、ローンとハイイールド債の双方が発行されることは多くありません。ただ、限られた大規模な案件に限定されますが、プライベートエクイティのスポンサーがレバレッジドファイナンス市場と債券市場の両方で資金調達することもあります。

銀行の融資余力の縮小

長期的に欧州の銀行は、M&Aの拡大と銀行同士のさらなる合併などの要因が重なり、レバレッジ比率の引下げを加速させる方向にあります。時間をかけた銀行に対する規制や金融規制の改革により、伝統的な資金の出し手である銀行が融資できる余裕がさらに縮小し、代替的な資金の出し手の融資機会が増えると見られています。

企業向けのダイレクトレンディング市場では、銀行の撤退がさらに進んでおり、中堅企業にとって銀行融資の重要性は加速度的に低下しています。今後、企業向けダイレクトレンディングにおいては、融資規模の重要性が増すと考えられていますが、ノンバンクの貸手は比較的規模の大きな中堅企業向けでは1案件あたり2億5000万ポンドから6億ポンドのローンを提供する姿勢にある一方、ドライパウダーの額も記録的な水準にあります。ユニットランシェのクラブディールも一層一般的になりつつあり、いわゆる「大ヒット」案件の規模はますます大きくなっており、今年に入り、プライベートエクイティ企業であるThoma BravoによるStamps.comの買収資金として、過去最大の26億米ドルのユニットランシェ案件が組成されました。

世界金融危機以降、伝統的な資金の出し手である銀行の融資余力と新規の商業用不動産ローンの需要とのギャップが拡大していることを考えると、代替的な貸手にとって商業用不動産ローン市場には大きな投資機会があるとM&Gは考えています。米国を除くと、不動産ファイナンスは主として銀行の存在が大きいため、欧州におけるこれからの10年間は、運用資産残高が増えこそすれ、減ることがないデット投資戦略などを運用する資産運用会社を含め、貸手の業態が多様化する余地が十分にあります。一方借手は、プライベートデットの貸手が取引関係を重視している姿勢を高く評価しています。

このことは、不動産ローンにおける銀行の役割がなくなることの意味するわけではありませんが、年金基金、保険会社などの資金を運用する資産運用会社は、債務と投資期間のデュレーションが長いという特性を考慮すると、おのずと不動産ローンを長期的に保有する投資家です。欧州の不動産ローンでは、ノンバンクの融資シェアが、現在の50%(残りの50%は銀行)より高くなる可能性すらあると考えています。ノンバンクのシェアがわずか10年前はほとんど無視できる水準であったことを考えると、シェア拡大の速度には目を見張るものがあると考えます。

銀行を必要としない融資

大規模なスポンサーがバックにいるLBOやテイクプライベート(株式の非公開化)案件の多くは、スポンサーの出資額が多額である場合でも、案件成立にはデットによる多額の調達を必要とします。かつては銀行がこの種の資金の出し手となっていました。現在はそうではありません。

例えばレバレッジ比率が8倍以上の案件は、ほとんどの銀行と規制当局のリスク許容基準を超えることになり、融資対象とはなりません。銀行の融資対象にならないような案件にでも、融資に積極的な規模の大きいプライベートデットのファンド数が増加しているなど、一部非銀行による融資意欲は強まっており、それもシニアからメザニンまですべてのクラスのローンを提供する構えです。

プライベートエクイティとプライベートデットは、提供資金の柔軟性や案件実行のためにお互いの存在が不可欠であることなど、相乗効果の高い資産クラスです。また、レバレッジドローン市場やハイイールド債市場とは異なり、ロードショーは必要なく債券格付けも必要ありません。

リスク共有の投資機会

当局による規制が強化されている環境下、銀行が特定の融資分野やニッチな融資分野から撤退する一方、自己資本比率に関しての厳格な規制により、銀行がリスク許容度やレバレッジ比率の審査基準を厳格化させた結果、融資対象を投資適格企業に限定せざるを得なくなっています。このことにより、ノンバンクに投資不適格企業に対する融資機会が生じるようになりました。自己資本比率の低い銀行は、状況に応じて、インフラデットを含め、融資を中心に資産をバランスシートから外すことを始めました。

このことはまた、融資拡大を企図している代替的な業態が、正常債権である住宅ローンや消費者ローンなどで構成されるポートフォリオの一括購入者となる機会につながっています。市場シェアの拡大を目指す、個人層を顧客とするノンバンクにとって銀行からではなく、シェア拡大を企図する機関投資家から融資を受ける方が大きなメリットを得られると思われます。銀行が融資先を絞っているため、ノンバンクが、銀行融資を受けられなくなっている借手にローンを供与し始めていますが、欧州においては、現在でも銀行は消費者ローン市場で圧倒的な地位を占めています。中小企業に対する当座貸越やリボルビング与信枠の供与は、銀行が特に強い分野です。

中小企業向けローンなど、その性格上、実務上や評判面の理由により売却できないローンの場合、銀行は、第三者の投資家にファーストロス(損失を最初にこうむる)のポジションを売却することによる「相当のリスク移転(SRT)」の取引を増加させています。この手法はこの10年間で着実に拡大しており、国を問わず多くのセクター・業界でSRTの投資機会がさらに拡大すると予想されます。

フィンテック企業に対するローン供与

同様に、機関投資家によるフィンテック企業への融資が加速すると思われます。専門性のある融資プラットフォームを含め、フィンテック企業は、プライベートデットやダイレクトレンディング投資戦略とともに、中小企業向けなどの融資市場に参入しており、融資環境の変革の一助となっています。

例えば、これら融資プラットフォームは、スペシャリスト・パイプトレット(通常では融資を受けられない賃借人に賃貸する目的で物件を購入する)やスペシャリスト住宅ローン(通常では融資を受けられない債務者向けローン)の分野に参入し始めており、M&Gを含め機関投資家から資金を調達しています。この分野は、世界金融危機以前はリテール銀行の独壇場でしたが、現在では撤退しています。このようなローンは、資金効率を高めるために証券化されることがよくあります。また、消費者に無担保ローンを提供するフィンテック企業も複数存在します。

投資対象分野の拡大

プライベートエクイティファンドの成長も見過ごしてはいけないと考えます。これは、プライベートエクイティ案件から派生する企業向けのダイレクトレンディングやレバレッジドファイナンスの投資機会にとどまらず、不動産デットやインフラデットの投資機会にも影響を与えています。プライベートエクイティ案件において、リターンを高めるための重要な要素はデットです。エクイティ部分のリターンが漸次縮小していることを実感しているプライベートエクイティのスポンサーは、資金調達構造を最適化して債務返済負担を低減し、エクイティのリターンを高めるために、デット調達の比率を高めようとしています。プライベートエクイティファンドはまた、デジタルインフラや通信などの新しい分野に参入することにより、債券市場におけるインフラや不動産など、実物資産の定義を拡大させています。

不動産投資(デットとエクイティ)はかつてないほど拡大しており、最近では賃貸住宅セクター (PRS)、学生向け住宅、さらには、物流施設など以前は「代替的」であった分野が主流と呼ばれるようになってきました。このような環境下、利回り向上の機会を窺う、投資先に制限がない待機資金が積み上がっています。今後、投資機会が広がるにつれて、投資家は、開発金融など、さまざまな分野に融資する専門的なマンデートを探求する方向性にあるかもしれません。

言い換えれば、エクイティの供給者は、デットの投資家が社会的で手頃な価格を提供する住宅セクターに融資し、インフレに連動した賃貸収入及びインフレに強い住宅資産による収益獲得の機会を提供しています。住宅組合は、英国で最大の非営利団体であり、民間と公的機関の両方と緊密に連携しています。投資を継続する必要がある住宅組合は、長年デットによる資金調達によって政府からの助成金の減少を補っていますが、その結果、債務残高は増加しました。

一方では、イングランドの今後10年間の社会住宅需要を満たすためには、住宅組合は平均して毎年146億英ポンドの政府助成金が必要と推定されています⁶。デットによる調達だけでは資金不足となる、社会的で手頃な価格の住宅供給者の資金調達の新たな手段として出現した1つの方策は、新しい住宅の建設資金のエクイティ部分を、営利目的のシェアードオーナーシップ(1戸の住居を住宅協会と共同所有)業者が提供するものであり、このスキームを政府助成金の対象とすることです。シェアードオーナーシップが一般的なものとなり、今後数年間で社会住宅の建設資金の調達に大きな役割を果たす可能性があるとしてM&Gは考えています。

⁶英国全国住宅協会『Capital grant required to meet social housing need in England 2021-2031』

政策立案者による後押し

政策立案者は、ノンバンクによる融資が実体経済を資本市場につなぐ貴重な役割として機能する潜在性があることを認識しており、欧州のプライベートデットの発展を促進させる方向にあります。特に、2020年に見られたように、プライベートデットが経済の再建に重要な役割を果たすことを指摘する声が多々あります。金融の安定性の観点から政策立案者は、銀行による企業与信が顧客の預金を原資としたリスク資産であることを再認識しています。このような背景を考慮すると、政策立案者が投資に関しての障壁を取り除き、投資家による長期資産への投資を容易にする方向に動いていることは驚くに当たらないと考えます。

英国政府は最近、年金基金などのアセットオーナーに対し、経済回復を支援するために英国のインフラプロジェクトなどの長期資産や、成長が期待できる技術系のスタートアップ企業(通常はベンチャーキャピタルが投資しますが、最近ではバイアウトを行うプライベートエクイティが積極的)などへの投資配分を増やすことを要望しています。これは、国の長期負債を投資家が引き受ける見返りとして、長期のインカム収入を提供するという暗黙の約束のもとに、投資家のニーズに合致する長期資産を購入してもらうという、政策立案者が考え出したことの一例です。多額の債務を抱える政府が、グリーンで、持続可能な経済に移行するために要する資金を、銀行以外の機関が長期間にわたって提供する役割を果たせる可能性を認識していることは明らかです。

プライベートデット市場での投資機会を求めている幅広い投資家の投資意欲が高まっているため、投資トレンドのなかで重要なことは、どんな投資家でも投資できる市場に変えていくことです。これを後押しするには、資金調達面と自己資本比率等に対する規制の変革が必要なのは明白です。英国政府は、個人投資家が株式や債券など、従前から存在する上場証券ではない資産クラスに投資できるようにする長期資産ファンド制度(LTAF)の創設を後押ししています。2015年に導入された欧州長期投資ファンド(Eltif)が目指したものに類似していますが、Eltifはクローズドエンドのファンドであり、投資対象は欧州に限定されています。LTAFは、ファンドのストラクチャーをより柔軟にすることで、長期のプライベートデットの保有を可能にするという考え方は、将来の確定拠出年金(DC)の加入者による経済の再建と改革への貢献を可能にすることにに基づいています。

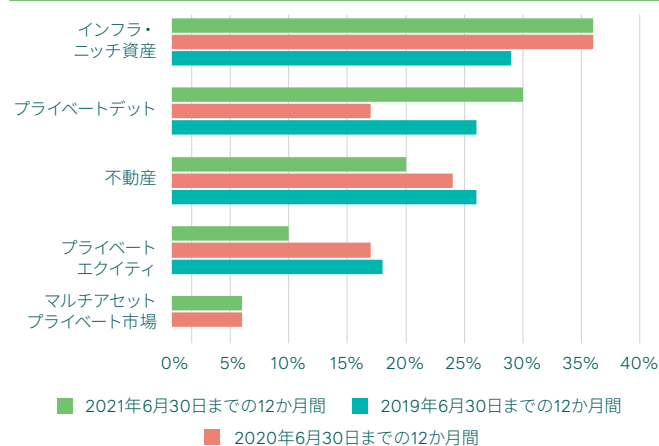
資産がプライベートであって、流動性が低いとしても、それは必ずしも年金基金の資産として不適ではないという考え方があり、規制当局や各国の政府は実行に移したい事項が山積しています。年金は退職後に備える長期貯蓄の手段であるため、その性質上、長期の投資資産と適合するということです。したがって、長期インフラデットなどは、個人の私的年金が投資する資産として非常に適していると思われます。今後20年～30年間に給付を受ける必要性がない場合は、資金を超長期の資産で運用することは効果的です。

投資家需要に応える

Preqinの「Global Private Debt Report 2021」によると、調査対象の投資家のほぼ半数が、今後12か月間でプライベートデットへの配分を増加させる予定、40%は配分を維持する予定と回答しています。今後12か月以内にプライベートデットへの配分を減少させることを予定していた投資家はわずか14%でした。投資コンサルタントbfinanceのレポート「Manager Intelligence and Market Trends, August 2021」によると、最終投資家による運用会社の2021年6月30日までの12か月間の新規サーチ依頼のなかで、プライベートデット戦略に関する依頼がプライベート投資戦略全体に占める比率は、過去3年間で最高の30%に上昇しました。同レポートでは、「...プライベートデットのサーチ依頼は表面上の数値よりも実体的には多い。なぜならば、不動産とインフラデットのプライベートデットはプライベートデットとしてではなく、それぞれ不動産とインフラデットとして計上されているからだ」との注釈が付されています。

プライベートデット運用において優れた成果を現時点で挙げている資産運用会社は、今後の5年～10年においても、投資家のニーズと目標の変化に合わせた望ましい成果をもたらすものと思われます。また、プライベートデットのすべての分野にわたって幅広いネットワークをもつことは、強力なオリジネーション能力と案件発掘力とともに、魅力的な投資機会を獲得することをより容易にします。M&Gの見解では、イノベーションを受け入れる一方で、新しいアイデアを単に思いっただけでなく、実行に移し規模を拡大する能力をもつ先駆者としてのマインドを有することは、投資機会を拡大させるうえで極めて重要な要素です。

プライベート市場の資産運用会社のサーチ(前年比増加率%)



出所: bfinance『Manager Intelligence and Market Trends, August 2021』
 注: 「プライベートデット」は不動産及びインフラ資産を含まないが、貿易金融とリース戦略を含む。データは、対象期間に開始された依頼の数値であり、前年に開始された依頼は含みません。
 数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

プライベートデット業界では、投資家が長期的な戦略的パートナーとして相応しい資産運用会社を求めていることから、運用委託先が特定の資産運用会社に集中する傾向が強まるとM&Gは考えています。幅広い運用能力を有することは、運用委託先社数の絞り込みを図る投資家や、マルチ運用債券戦略の運用を求める投資家の需要を満たすことができると思われますが、戦略的パートナーという面では、プライベートデットの全分野を運用し、プライベート市場とパブリック市場の両方の運用能力を発揮できる資産運用会社が投資家のニーズにより合致していると考えられます。

www.mandg.com/institutional

このウェブサイトはSFCによる審査を受けておらず、SFCに登録されていない戦略・ファンドに関する情報が含まれていることにご留意ください。



M&G Investments Japan株式会社
投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者
関東財務局長（金商）第2942号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.（以下あわせて「海外関連会社」といいます。）の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもありません。当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、②当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、③お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、③お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Inc.とはいかなる関係もありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority（金融市場監督庁）により認可され規制を受けます。