



資産レース

プライベートデット： 台頭する資産クラス

BNY Mellon、アラン・フラナガン、ロバート・ワグスタッフ

「成長資本を求める企業の数が非常に多いことから、当ファンドではプライベートデット全体の資産配分比率を引き上げています。このような状況を背景に、我々投資家がぜひとも便乗したいと思うような強力な市場が創出されています」。

EMEA (欧州・中東・アフリカ地域) の政府系投資ファンドの財務担当ディレクター

プライベートデット資金調達額は
過去最高基準に到達

世界レベルでの
調達額は



2017年

世界金融危機以降、プライベートデット（ファンド等の銀行以外の主体による企業への貸付債権）は、利回りを求める機関投資家や成長資本を求める企業のニーズに適合し、確立した独立の資産クラスとなっています。プライベートデット市場の成長を牽引する要因の一部に注目しながら、どうすれば企業がプライベートデット市場でさらなる投資機会を活用して成長することができるのかについて検討します。

この10年間におけるプライベートデット市場の成長はまさに驚異的であったと言えるでしょう。世界金融危機発生後に従来型の貸し手が融資を縮小する一方で、ファンドが実体経済へ極めて重要な融資を行い、この実需を満たすことで空白を埋めてきました。こうした状況がさらに機関投資家による利回りの追求と相まって、プライベートデットファンドが頭角を現す条件をもたらしたのです。

英調査会社プレキン (Preqin) 社のデータ¹によれば、プライベートデットが世界の投資家から調達した資金額は、ここ数年間にわたり増加を続けていましたが、2017年には過去最高水準に達し、初めて1000億米ドルを超えています。プライベートデット市場の勢いが弱まる兆候はほとんど見られません。プライベートデットファンドは世界全体で現在6000億米ドル前後に及ぶ資産を運用していますが、オルタナティブ・クレジット・カウンシル (Alternative Credit Council, ACC)²の予測によれば、プライベートデット市場の運用資産残高は2020年までに1兆米ドルを突破すると見込まれています。

ダイレクトレンディング戦略に対する投資意欲の高まり

ダイレクトレンディング (中小型企業を主な対象とした劣後ローンを除いた融資) ファンドが、プライベートデットに対する投資家の投資意欲や借り手企業の間での需要の高まりから最も大きな恩恵を受けたプライベートデットファンドの一つでした。ダイレクトレンディングファンドは、2017年にはプライベートデット全体の資金調達総額の約半分を占めるに至っており、ダイレクトレンディングファンドの資金調達額は2016年のわずか240億米ドルから2017年には500億米ドルを上回る水準にまで達しています。ダイレクトレンディングファンドの成長は今後も継続する可能性が高いと予想されます。機関投資家を対象にした当社の「資産レース (Race for Assets)」調査では、49%の機関投資家がダイレクトファンディングへの投資比率を今後引き上げていくつもりだと回答しています

ダイレクトレンディングが最も大きな成長を遂げたのは欧州でした。欧州では、世界金融危機以前には、従来型の貸し手が支配的な地位を占めていました。欧州全体では銀行貸出が依然として高い割合(70%超)を占めていますが、プライベートデット運用会社の数も著しく増加しており、プレキン社のデータ1によれば、プライベートデット運用会社が保有する手元資金の総額はここ10年間で5倍に増加しています。世界金融危機以降に従来型の貸し手が信用の供与に対して慎重なスタンスを取ったことから、欧州中央銀行(ECB)はユーロ圏各国の規制当局に直接融資ファンド(loan origination fund)を支援するよう強く要請しました。ローンパーティシペーション(貸出参加)からローンオリジネーション(融資組成)への転換の流れは、借り手に代替の資金調達手段を提供することによって景気回復を後押ししているだけでなく、投資家に魅力的なリターン獲得の投資機会を提供しています。

米国でもダイレクトレンディングは大きく成長していますが、その出発点は欧州よりもより成熟した水準に達していました。例を挙げれば、ここ10年間で米国のプライベートデットファンドの手元資金は2倍に増加しています。欧州では、プライベートデットファンドが提供する戦略の種類が急増しています。米国では、ダイレクトレンディングの成長を牽引する要因として、企業がより多額の資金を調達していること、ファンドの投資ユニバース(投資対象範囲)が拡大し、ミドルマーケット(中堅・中小企業向け市場)の企業ヘドット資金が提供されていること、インフラデットファンドや商業不動産(CRE)デットファンドなどの分野により多額の資金が割り当てられていることなどが挙げられます。

96%

の資産レース調査対象者が

プライベートデットの
パフォーマンスは期待通り
或いは期待を上回っていると回答

分散投資のメリット

投資家にとってのプライベートデット市場の魅力の一部として、利用可能な選択肢の幅広さがあります。プライベートデット市場へ投入される機関投資家の資金の大部分はダイレクトレンディングファンドが占めていますが、不動産、インフラストラクチャー、ローン担保証券(CLO)、住宅ローンなどを投資対象にしたファンドに加えて、エネルギー、資産担保融資(ABL)などその他のより専門的な分野を投資対象にしたファンドなど、さまざまなプライベートデット戦略が利用可能となっており、投資家に豊富な選択肢や、さまざまなリスク・リターンプロファイルが提供されています。

元々、伝統的な債券戦略よりも高い利回りを獲得できる投資機会に着目していた機関投資家は、今プライベートデット投資が顕著な分散化メリットをもたらす可能性を見出しています。

プライベートデット戦略は、投資家に様々なオルタナティブ資産へアクセスする別の手段を提供します。プライベートデット戦略では不動産、インフラストラクチャー、コーポレートファイナンスなどといった資産クラスのROE戦略投資サイクルにおいて高いバリュエーションになる時点で、これらの分野への投資機会がもたらされます。

さまざまなクレジット戦略の異なるデレベーションや特性によって、投資家のポートフォリオのインカム収入を分散化できます。例えば、ダイレクトレンディングの場合は、投資ホライズン(投資期間)が比較的短いことがありますが、インフラデットの場合はその対極となり、はるかに長期にわたる投資戦略です。

「プライベートデットでは規模が成功のカギとなる要因です。プライベートデット市場で規模が大きく、一貫性のある投資を行ってれば、通常、他のファンドに先んじて投資機会のソーシング(発掘)ができ、投資家からより大きな資産配分を獲得することができます~このことは、資本を展開するうえで重要です」。

アクサ ストラクチャード・ファイナンス責任者 デボラ・シャイアー

なぜ規模が重要なのか?

投資家は、プライベートデットのパフォーマンスがこれまでのところ良好であると考えているように思われます。当社の「資産レース」調査では、プライベートデットのパフォーマンスが見通しと同じ、あるいは、それを上回る水準に達したと回答した投資家が96%に上っており、他のどのオルタナティブ投資よりも高くなっています³。

プライベートクレジットへの投資意欲が衰える兆候はすぐには見られそうにないものの、ファンドの課題は、規律ある投資行動を実践して確実に資本を展開し続けることを可能にすることでしょう。米国や欧州では、市場における流動性や競争の高まりによって価格低下やファイナンス条件の緩和などが引き起こされています。継続的な市場への新規ファンド参入や既存プレーヤーによる新戦略展開は、この状況にさらに拍車をかけているだけです。

とはいえ、ファンド規模が拡大傾向にあることで新規参入ファンド数の増加が多少軽減する可能性は高いでしょう。プレキン社のデータ1によれば、ダイレクトレンディングファンドの平均的な規模は2016年の4億7800万米ドルから2017年には10億米ドルへと2倍以上に拡大しています。市場の他の多くの分野でも、ファンドマネージャーは規模の拡大を目指しています。ファンドの規模が大きければ大きいほど、ファンドマネージャーにとってディールフロー(案件数)の選択範囲が大きく広がり、またさまざまな資本構成レベルを対象として貸し出しできることが多くなることから、借り手との交渉力が一段と強まり、計画通りの運用成果があがっていない状況でもより強力な役割を果たすことが可能になります。

投資家の利益のために

プライベートデット投資の人气が高まっており、投資家の需要が拡大していることから、ファンドマネージャーはこうした投資家の要望に応えるためにさらに動きを強めています。

プレキン社のデータ1によれば、2017年の手数料は2013年の水準から減少しており、プライベートデットファンドの2017年の運用管理手数料は平均で1.52%となっており、2016年の1.76%から減少しています。

また、ファンドマネージャーは、固定投資期間を持つ伝統的なクロードエンド型ファンドの流動性よりも大きな流動性を確保しつつ資金を投資し続けたいという投資家の欲求に応える方法を模索しています。オープンエンド型クレジットファンドは、投資家に資金を運用する機会を提供する一方で、2年または3年ごとに資金調達のためにリソースを振り向ける必要性からファンドマネージャーが解放されるので、現在では市場の主流となっています。より伝統的なクロードエンド型ファンドの場合には、「より流動性の高いクレジットへ初期投資を行い、その後ディスインベストメント（投資を引き揚げ）して、当該ファンドのコア戦略またはより広範なマルチ・ストラテジー投資に資産を配分する」というより広範な投資ガイドラインを投資家が徐々に受け入れつつあります。

透明性、テクノロジーおよび変革

透明性は、オルタナティブ資産クラス全体にわたる基本的な課題です。当社の「資産レース」調査では、プライベートデットは他の大半のオルタナティブ資産よりも透明性に関して高い評価を得ていますが（プライベートエクイティだけが、透明性が高いプライベート資産クラスとして評価を受けています）、投資家はさらなる透明性の向上を求めています。

利用可能なフォーマットでタイムリーに詳細な投資レポートを投資家に提供することが、時代遅れの旧型ITシステムやプロセスを使用している投資運用会社にとっては一段と困難になっています。投資運用会社が複数のファンドを運用している場合や、さまざまな投資戦略やラップ口座を運用している場合には、これが特に困難になっています。

投資家は現在、より詳細かつ頻繁な投資レポートの提供を期待しています。高利回り債券やシンジケートローンについては、投資家は投資対象の持ち高およびパフォーマンスの牽引要因に共通するリスクや規制適合に対するさらなる透明性に加えて、日ごとまたは週ごとの評価額の変動を伴った頻繁な取引およびレポートを求めています。ミドルマーケットローン、インフラ債券やハイイールド債券などの流動性が相対的に低い戦略については、投資家は各四半期末でのタイムリーなバリュエーションに加えて高度なパフォーマンス（運用実績）およびアトリビューション（要因分析）に関するレポートを求めています。

プロセスの自動化や大量のデータのワンタッチでの分析、エクスポージャーやポジションに関するリアルタイムの情報提供を可能とするために、ファンドマネージャーにとって最先端のシステムへのアクセスの必要性がますます高まっています。こうしたニーズや、ファンドマネージャーがプライベートデット資産クラスの微妙なニュアンスを理解するアドミニストレーター（資産価値の算出や口座管理を担当）と連携して業務を行うことに対する投資家の期待を受けて、ファンドは現在バックオフィス業務やミドルオフィス業務を第三者の専門業者にアウトソースする方向に進んでいます。これらのファンドマネージャーは、より効率的なシステムやプロセスを自由に利用できるようになれば、旧型のシステムで運用する場合よりもはるかに迅速に成長し規模を拡大できることに気付いています。

また、一部の分野では、テクノロジーがフロントオフィス業務の変革で重要な役割を果たしています。プライベートデット資産クラスの多くの分野においては、きめ細かなクレジット投資の決定が依然として人間のやりとりや人間の判断に依存しています。その一方で、CLO投資分野では、新たなツールの開発によって、大量のデータを迅速に分析できるようになっており、また分析結果を分かりやすいフォーマットで提示することができるようになったことから、投資決定や投資プロセスが一段と効率化しています。

成長の余地

プライベートデット市場にはまだ多くの成長の余地があります。例えば、プレキン社は、オルタナティブ資産の投資ユニバースの一部であるプライベートデット市場の運用資産残高は今後10年の間に2兆5000億米ドルに達する可能性があるかと予測しています¹。

金利変動リスクの防御となる変動利率型の伝統的な債券よりも高リターンであるというプライベートデットのユニークなメリットを踏まえて、投資家は引き続きプライベートデット戦略へ資産を配分し続ける可能性が高いでしょう。米国では金融政策がすでに転換されており、中期的には欧州でも金融引き締めが予想されていることを踏まえると、この点は極めて重要であり十分に考慮すべき事項です。

また、ファンドマネージャーが投資家のニーズや要求事項に応えようとするなかで、イノベーション（革新）や新たな戦略が引き続き出現する可能性も高いでしょう。

規制動向の留意点

他のオルタナティブ投資と同様に、プライベートデットファンドの場合にも、規制の枠組みが米国と欧州との間で異なっています。欧州では、多くのファンドが2014年から施行されているオルタナティブ投資ファンドマネージャー指令（AIFMD）の対象となります。AIFMDでは、手数料の透明性、欧州連合（EU）域内投資家および投資戦略への域内市場規則への順守などが義務付けられており、またデポジタリー（預託機関）の任命も義務付けられています。AIFMDの要求事項に対応するために、多くのファンドがEU域内に本拠地を置いたことから、特にルクセンブルクやアイルランドはEUの金融市場の中心地として大きな成長を遂げています。しかし、アイルランドにおける直接融資ファンド（loan originating funds）に関わる制度の足元での変更提案が大きな関心を引き起こしています。ルクセンブルク、アイルランドともにこの欧州における投資のストラクチャリングの動きから恩恵を受けることになると見えています。

米国では、世界金融危機後にドッド・フランク法（米金融規制改革法）が成立した以降は、規制関連の制度は安定化しています。2018年5月に資産規模が2500億米ドル未満の米国の銀行に対する規制を緩和するドッド・フランク法の改正法が議会で可決されましたが、この改正法によって銀行の貸出意欲が高まるか否かは現時点では依然不透明なままです。とはいえ、CLOマネージャーに組成したファンドの持ち分の5%を保有することを義務付けるルール（スキン・イン・ザ・ゲーム）が最近になって廃止されたことは、市場の追い風となっています。



提言

ファンドマネージャーが成功するための3つのステップ

1 資金運用能力を明確に示すこと。プライベートデット投資の一部の分野では競争の激化によって、利回りが圧縮される可能性があります。これは、投資家から資金を預かることができるのは、強力なオリジネーション能力を発揮して確実に資金を運用する能力を持ったファンドマネージャーか、あるいは、さまざまな資本構成レベルでローンを提供できる規模を有しており、借り手や他の貸し手に対して強い交渉力を持っているファンドマネージャーだけであることを意味します。

2 投資ビークルの構造に柔軟性を持つこと。プライベートエクイティのクローズドエンド型ファンド構造が依然としてプライベートデッドファンドの投資ビークルとして最も一般的に使用されていますが、オープンエンド型構造も代替的選択肢として人気が高まっていますし、分離型マニフェストでは引き続きその他の枠組みが使用されています。投資家に適切な柔軟性を提供するとともに、投資家がどのような自己の資本の展開を望んでいるのかを考慮することが重要です。それに加えて、オープンエンド型プラットフォームはその永続性によって、ファンドマネージャーが資本を循環させることができるようになり、さらに投資の範囲がより広範になります。

3 複雑で厄介な業務はテクノロジーに任せること。これはスケールアップ化にも役立ちます～例えば、バックオフィス業務やミドルオフィス業務を担当するスタッフに多額の投資を行う必要性が減ります～その一方でファンドマネージャーは投資家の期待に応じて複雑で詳細な情報をタイムリーに提供できるようになります。

- [1 http://docs.preqin.com/reports/2018-Preqin-Global-Private-Debt-Report-Sample-Pages.pdf](http://docs.preqin.com/reports/2018-Preqin-Global-Private-Debt-Report-Sample-Pages.pdf)
- [2 https://www.aima.org/article/acc-sees-private-credit-market-reaching-1-trillion-by-2020.html](https://www.aima.org/article/acc-sees-private-credit-market-reaching-1-trillion-by-2020.html)
- [3 https://www.bnymellon.com/global-assets/pdf/our-thinking/the-race-for-assets-alternative-investments-surge-ahead.pdf](https://www.bnymellon.com/global-assets/pdf/our-thinking/the-race-for-assets-alternative-investments-surge-ahead.pdf)

本シリーズの最新情報については、
bnymellon.com/raceforassetsをご覧ください。

詳細については、以下の担当者にお問い合わせ下さい。



アラン・フラナガン

BNY Mellon オルタナティブ・インベストメント・サービス
プライベートマーケット・ソリューションズ
グローバルヘッド
alan.flanagan@bnymellon.com



ロバート・ワグスタッフ

BNY Mellon コーポレート・トラスト
EMEA ビジネス・ディベロップメント・ヘッド
robert.wagstaff@bnymellon.com



FTリマーク社は、主要なオーディエンスセグメントの考察や見解を調査し、これをマルチプラットフォームのソートリーダーシップキャンペーンの土台構築に利用して、個別にカスタマイズした調査レポートを作成しています。FTリマーク社の調査はアクユリス傘下のアクユリス・スタジオ社が実施し、FT.comおよびFTライブイベントを通じてフィナンシャル・タイムズの読者に対して配布されています。



BNY MELLON

BNY Mellonは、お客様の金融資産の運用と管理を投資サイクルの始めから終わりまで支援するグローバルなインベストメント・カンパニーです。BNY Mellonは、35カ国において機関投資家、企業および個人投資家のお客様に資産運用・投資サービスを提供しています。2018年6月30日現在、保護預りまたは管理資産残高は33.6兆米ドル、運用資産残高は1.8兆米ドルです。BNY Mellonはお客様の投資対象の組成、取引、保有、運用、管理、分配、再構築をかなえる際のワンストップの窓口としてサービスをご提供しています。BNY Mellonは、The Bank of New York Mellon Corporation (NYSE: BK) のコーポレートブランドです。詳しくは、www.bnymellon.comをご覧ください。最新の企業情報についてはTwitter (@BNYMellon) で当社をフォローしていただくか、弊社HPのニュースルーム (www.bnymellon.com/bnymellon.com/newsroom) をご覧ください。

bnymellon.com

BNY Mellonは、The Bank of New York Mellon Corporationのコーポレートブランドであり、当社全体及び/又は当社の様々な子会社を指す一般名称として使用される場合があります。本書は情報提供のみを目的として提供されるもので、財務、法務、規制、その他に関して信頼できる専門的な助言を提供することは意図されていません。BNY Mellonは、本書に記載されているいかなる情報も更新する義務を負いません。また、本書に記載されている見解や情報は予告なしに変更されることがあります。BNY Mellonは、本書の誤り或いは本書に依拠することにより生じる誤りに対して直接責任および結果責任を一切負いません。BNY Mellonの書面による事前の許可なく、本書を複製または本書の情報を開示することはいかなる形式であっても禁止されています。商標、サービスマーク、ロゴに関する権利は、それぞれの権利の所有者に帰属します。詳しい開示情報についてはこちらのページ (<https://www.bnymellon.com/us/en/disclaimers/business-disclaimers.jsp#ais-corporatetrust>) をご参照ください。

©2018 The Bank of New York Mellon Corporation. 無断複写・複製・転載を禁ず。

AS_0618_1131_NWL