

オルタナティブ資産への 新型コロナウイルスの影響

投資へのインプリケーション

2020年3月31日



オルタナティブ資産へのコロナウイルスの影響

コロナウイルスの危機が急激に広まり、政治的、社会的、経済的な不確実性を生むことで世界中の公開市場のボラティリティを高めている。オルタナティブ資産への影響は今までのところあまり大きくはないが、今後公開市場と同じように影響を受ける可能性がある。コロナウイルスによる被害は現時点で想定が困難であるため、オルタナティブ資産への影響を包括的に判断することは難しい。以下では、現在の状況、および、コロナショックから想定されるシナリオについて論じる。

セクター/地域別のインパクト

米国プライベートエクイティ市場

バイアウトとグロースは公開市場との相関が高いため、他のセクターより早期に影響を受けることが想定される。都度契約型ではなく、継続取引型の収益モデルを持つ企業や産業は、短期的にはうまくやっていたりできる可能性が高い。一方で小規模企業は、景気低迷の影響を最も強く受ける可能性が高い。しかしながら、プライベートエクイティ・ファンドは 2 兆ドルもの過去最大のドライパウダーを保有しており、より魅力的なバリュエーションで資金を投下し、既存のポートフォリオを管理する余力を有している。さらに、多くのファンドは、2008 年の世界金融危機時の経験を活かし、困難に対応することができる。取引量は減少することが想定されるが、進行中の案件では近いうちにキャピタルコールが発生する見通しであることから、今後数四半期は取引量の減少は顕在化しないだろう。ジェネラルパートナー（GP）の裁量による価値創造能力が試されることになり、またその力量が明るみになるだろう。また、GP がどの取引を追求し、どの経営陣を支援するかの決定が投資の成果においてますます重要な役割を果たすだろう。

米国ベンチャーキャピタル市場

アーリーステージの企業は、マーケットサイクルに影響されない傾向がある。また、最大手のベンチャーキャピタルに支援されたテクノロジー企業のなかには、不況のさなか、もしくは不況から脱却した直後に設立された企業もある。ミドルからレイター・ステージのスタートアップ企業は、一般的にバーンレート（1 月あたりにかかるコスト）が高く、まだ高いマージンが獲得できる顧客を探している段階であるため、この状況に耐えるためには豊富な資金が必要となる。成長ステージの企業は、ほとんどレバレッジを利用しないため、資金繰りが苦しいときに債権者が返済を求めてくるというリスクは低い。セクター別では、消費者関連のスタートアップ企業が短期的には最も悪影響を受ける可能性がある一方で、BtoB のソフトウェア企業への影響は相対的に小さいことが見込まれる。バイオテクノロジー・ファンドは、コロナウイルスがヘルスケア全体に及ぼす影響により、エグジットが鈍化することが想定される。

欧州プライベートエクイティ市場

GP は、資金繰り確保のための最善策について、検討を進めている。コロナショックの影響が相対的に大きいポートフォリオ企業では、リストラクチャリング、資産売却および人員削減が起ると、マーサーは予測している。影響は一部の産業や地域に集中しているように見えるが、状況は極めて流動的であり、今後さらに拡大する可能性がある。多くの GP は、景気の変動に影響されにくく、キャッシュフローが潤沢なビジネスをターゲットとする傾向にあるが、そうでない GP も存在することから留意する必要がある。マルチプルの縮小は、最近設定されたファンドにおいて高いパフォーマンスを上げてきたポートフォリオ企業においてさえも、エクジットが困難となる可能性がある。2020 年のファンド募集活動は、過去の募集サイクルを踏まえると減少する見通しだが、コロナウイルスの影響でさらに減少することが予想される。GP は、ディストレスト案件やスペシャルシチュエーション案件にシフトする可能性がある。

アジア・プライベートエクイティ市場

GP は、市場変動を乗り切るためにポートフォリオ企業と連携して財務体質の強化に取り組むとともに、コスト管理の徹底、手元資金の確保、キーパーソンの流出防止を図っている。また、多くの GP は、ポートフォリオ企業が取引先銀行を拡大し、新規に低コストの資金調達先を確保することを支援している。多くの GP は、政策に関するリサーチを共有するとともに、中小企業を支援するために開始された補助金プログラムへの申請を実施している。状況次第では、ブリッジローン、銀行借入、および、資本追加を通して、GP が追加的な資金注入を実施することが想定される。ファンド募集活動は 2019 年に減少したが、2020 年は、渡航禁止により募集活動が制限されることや、コロナウイルスの影響が明確になるまでは投資家が契約を行わないことによる影響で、さらに減少すると見込まれる。

エネルギー市場

エネルギー・セクターでは、既に供給サイドにおいてショックが発生しているが、コロナウイルスの影響により需要サイドにもショックが発生すると予想している。経済成長の鈍化、特に交通の減少およびオフィスや工場の一時的な閉鎖により、化石燃料の需要が減少することが見込まれる。原油価格が大幅に低下すると、採掘および生産が鈍化するため、ただちに事業活動への影響が出るのが想定される。現状の原油価格低迷が続く場合、資産売却およびエクジットが遅れるとともに、ポートフォリオ企業の大幅な評価引き下げが行われる可能性がある。さらに、再生可能エネルギー部門では、中国における工場閉鎖の影響により製品の調達と設置の両面で遅延が発生し、サプライチェーンの問題に直面している。

インフラ市場

欧州の海運及び港湾セクターは、工場閉鎖および渡航制限の影響を直接的に受けている。欧州の主要空港では、政府によるロックダウンと米国の渡航禁止令による大幅な乗客数の減少が見込まれている。一方で、通信インフラは、市場の逆風

に対して最も抵抗があると想定される。コロナウイルスの感染拡大は、社会インフラに対して大きな影響を与える見通しであり、一部の医療施設では収益面での寄与が期待される一方で、それ以外の社会インフラ（高齢者介護施設など）への悪影響が懸念される。

プライベートデット市場

ダイレクトレンディングのポートフォリオ企業のパフォーマンスは、それぞれの産業サイクル、収益性、サプライチェーン、および、事業モデルによって異なることが想定される。GP は、デットの価格再評価および投資先への追加投資に注力しているため、多くの新規投資案件が保留となり投資が鈍化する可能性がある。ポートフォリオ企業のエクジットは、特に企業買収関連活動の低下の影響を受けて、鈍化する見通しである。借り手と貸し手の交渉において借り手が有利な状況が長期的に続いてきたが、この関係にも変化が生じることが予想される。

不動産市場

コロナショックにより、不動産のバリュエーション算出に用いられるキャッシュフローとリスクの前提が悪影響を受けることが想定される。全てのリスク資産に対して、より大きなリスクプレミアムが適用されることが想定される。近い将来、賃料の上昇率は鈍化し、隔離やソーシャル・ディスタンスが行われている地域の不動産はより一層深刻な影響を受ける見通しである。適度なレバレッジを活用した、質が良く入居率の高い物件は、下値抵抗力が期待される。ファンダメンタルズが弱く、景気変動の影響を受けやすい物件は、最も深刻な影響を受けることが想定される。不動産はインカムとバリュエーションの両面で困難に直面するが、同時に魅力的な投資機会が生じるだろう。

ヘッジファンド市場

コロナウイルスと原油価格競争でのリスクを適切に管理しているファンドの場合、そこから利益を得るための打ち手に抜かりはない。これらのイベントは、次のディストレスト・サイクルを引き起こす可能性もある。ヘッジファンドはこうしたファンダメンタルの評価を行い、ロング/ショート両方のポジションを使い分ける能力があることを考えると、クレジット市場における優れた判断力を上手く利用できる有利な位置にある。さらに、特定の国/地域/セクターはそれぞれ非常に異なった方法で影響を受け、それにより、金利と為替のマクロ投資は様々な機会を生み出す。ヘッジファンドにとってのリスクは各国政府が協調して財政政策、金融政策を発動し、すぐに経済がベータ・ドリブンの V 字回復となり、救済措置や過剰信用によって勝者と敗者の区分がなくなることである。このような環境はヘッジファンドが苦戦しながらもなんとか切り抜けるようなシナリオになる。弊社は、うまく構成されたヘッジファンドプログラムに投資する投資家がそれに応じて報われると信じている。

総括

プライベート市場では、未実現のポートフォリオが大きい 2016 年から 2019 年のヴァンテージが、最大の影響を受けるだろう。それ以前のヴァンテージは、投資案件のエクジットが進んでいることから、インパクトは限定的となる見込みである。売り手が価格の回復を待つため、保有期間は延長される可能性が高い。セカンダリー市場では、12 月のバリュエーションからどの程度価格を引き下げるかを決めるのは困難であり、その結果、少なくとも 3 月中、おそらくは 6 月まで取引量が減少することが予想される。

最近のセカンダリー市場での取引はポートフォリオ管理のためのものであったが、直近の取引はプライベート市場への配分そのものの調整の結果であると考えている。不確実性の高まりに伴い、GP は厳しい市場環境の中で既存投資先企業をナビゲートすることに注力しており、その結果プライベート市場での新規取引の減少が想定されることから、共同投資案件も減少することが見込まれる。コロナウイルスの危機により、プライベートエクイティおよびベンチャーキャピタルのプレイヤーは、危機管理、事業継続計画、および、ダウンサイド・プロテクションにより注意を払うようになった。オルタナティブ資産全体への影響度合いは、危機の深さと広がり両方に依存する。コロナウイルスの危機が近いうちに解決される場合、オルタナティブ資産への影響はそれほど大きくはならないだろう。危機が長引く場合、オルタナティブ資産の価格評価がさらに悪化し、大きな逆風に直面する可能性がある。

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 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・マネー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。