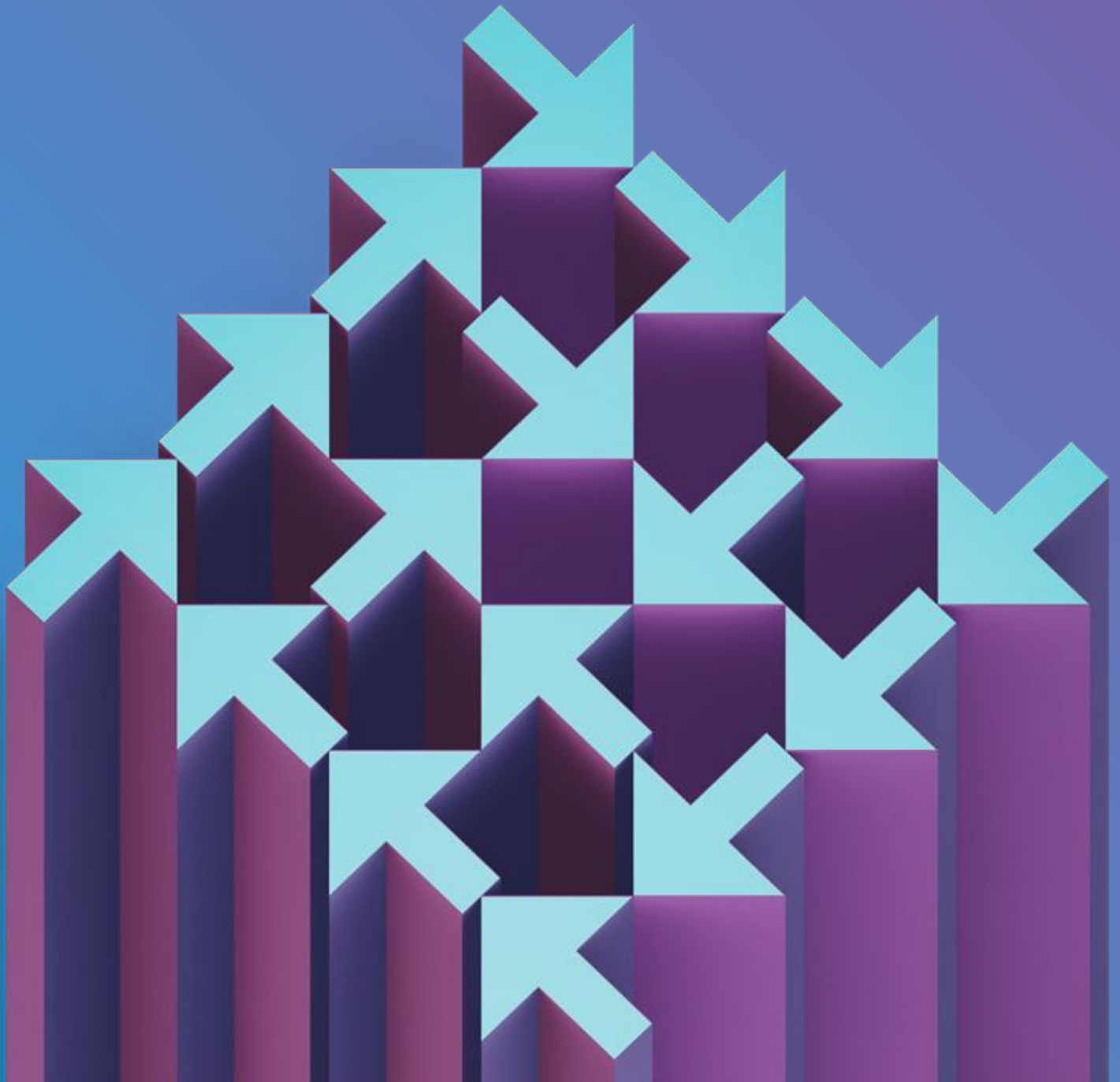


低金利がドライパウダーにもたらす影響

– プライベート市場ブームは継続するのか、
それとも終焉するのか



高いバリュエーション、競争が激しい市場、COVID-19による不確実性が相まって、2021年のプライベート市場におけるドライパウダー金額の水準は、過去最高となる見通しである。

一見すると、足元の過去最高水準のドライパウダー金額は懸念すべきことのように感じられるが、興味深いことに、問題では無いかもしれないという意見もある。

低金利などの他の要素が、ジェネラル・パートナー（GP）の案件投資におけるレバレッジの活用、および、レバレッジド・ローンの利用拡大をもたらしている。このことは、ファンドの内部収益率（IRR）を改善する可能性があると同時に、ドライパウダーの増加をもたらす可能性がある。

これらの要素を総合した上で、プライベート市場への資金流入の増加は、ファンド・マネージャーがプライベート市場で近年達成してきたリターンの低下につながるか、という問いが生じる。

本レポートでは、この問いに関連するいくつかの問題について、検証を行う。

- プライベート市場への投資家のコミットメント（出資約束額）は過去にない水準に達しているものの、相対的なドライパウダーの水準は見た目ほど高くない可能性がある。
- バリュエーションは高まっているものの、GPはより厳格な投資先の選定を行っており、2020年の取引実績は大幅に減少した。
- GPは、サブスクリプション・ラインや借入枠を活用し、リターン毀損につながる要因をコントロールしている。
- プライベート市場のファンド・マネージャーは、パンデミックから生じる産業の構造的な変化に対して、投資先企業が適応できるよう、万全の支援を行うことができる立場にある。このことは、魅力的な投資機会の獲得につながる可能性がある。

ドライパウダーは、投資家のコミットメントのうち、投資などに利用されていない未払込資金を指す。



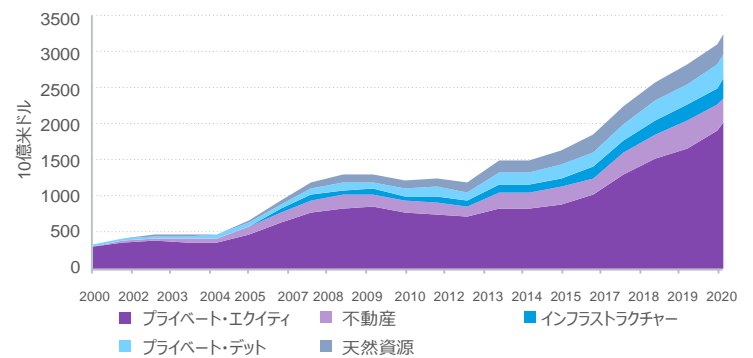
過去最高水準のドライパウダーの検証

世界的に、プライベート市場ファンドのドライパウダーは、過去数十年にわたり一貫して増加しており（図1）、2021年2月時点の金額は3.1兆米ドルと、20年間で9倍に増加しており、過去最高水準を記録している。興味深いことに、プライベート市場ファンド・マネージャーが運用する資産残高の増加率はそれをさらに上回っており、2021年2月時点の金額は7.5兆米ドルに達し、20年間で11倍以上に増加している（図2）。

ただし、両統計データには、以下の留意点がある。

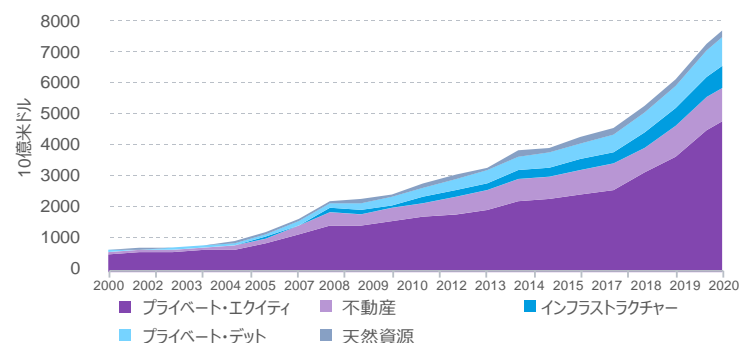
- ・ コミットメント金額にはセパレート・アカウント（専用口座）および共同投資は含まれていないため、ドライパウダー金額と運用資産残高の両方が、実際よりも過小評価されている可能性がある。
- ・ プライベート市場ファンドでは、投資中の案件については保守的に評価する傾向があることから、運用資産残高は過小評価されている可能性がある。

図1. ドライパウダー金額は増加している



出所：Preqin（2020年12月末時点）

図2. プライベート市場運用資産残高



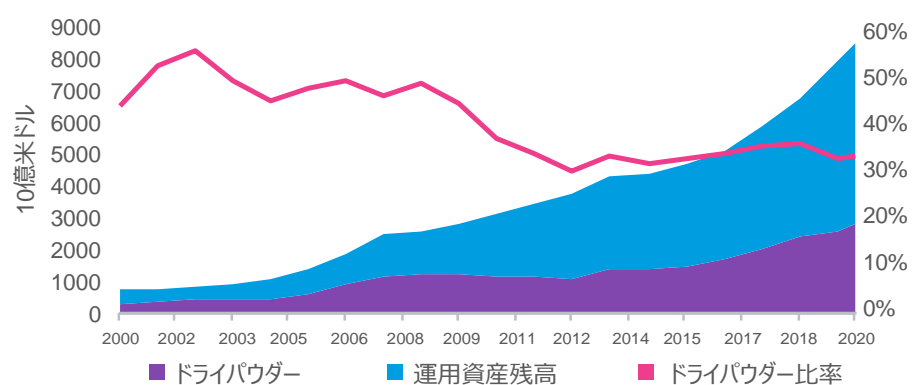
出所：Preqin（2020年12月末時点）

ドライパウダーの絶対額は確かに高水準にはあるものの、異なる観点から評価することが望ましいだろう。ドライパウダー比率（ドライパウダー金額／運用資産残高）は、2000年代初期には40%から50%の範囲で推移していたが、2008年から2011年頃にかけて低下し、2012年以降は30%強の水準で極めて安定的に推移している（図3）。

2008年の世界金融危機（GFC）の後、多くのリミテッド・パートナー（LP）がプライベート市場投資プログラムを一時的に停止し、また、新規ファンドの設定は減少した。その結果、多くのファンドが投資期間を延長し、既存のコミットメントからの資本調達を実施した。また、新規ファンドの募集活動を延期したことも、利用可能なドライパウダーの減少をもたらした。

その後、プライベート市場ファンド・マネージャーは厳しい市場環境の中でも高いリターンを生み出すことができると明らかになったことから、投資家は彼らへの資産配分を増加した。これにより、多くのプライベート市場マネージャーが、新規ファンドの設定および投資期間の短縮を実施した。そして、このことは、しばしば迅速な投資実行および低水準のドライパウダーの維持につながった。

図3. ドライパウダー比率



出所: Preqin, 運用資産残高とドライパウダーの合計額を、潜在的資産配分額と定義

近年では、ディール・フローの増加と相まって、バリュエーションの上昇がドライパウダー比率の低下に寄与している。例えば、米国プライベート・エクイティのEBITDA倍率（企業価値／EBITDA）は、2018年末の5.6倍から、2020年9月末の7.0倍へと増加した¹。これは、株式市場の上昇トレンドとも合致している。

COVID-19以降に魅力的な投資機会が生じる可能性があることを考慮すると、今後はさらに迅速な投資実行が期待できるかもしれない。

また、GFC後に設定されたファンドは、魅力的な条件（低いEBITDA倍率）で投資を実行し、その後のバリュエーションの上昇（EBITDA倍率の上昇）を達成することもできた。その結果、IRRと投資倍率の両方において、「通常の」市場環境に比べて魅力的なリターンを実現することができた²。

¹ マーサーの四半期オルクナティブ・レポート（プライベート・エクイティ）を参照

² プライベート・エクイティとCOVID-19 金融危機からの教訓 – Mercer 2020

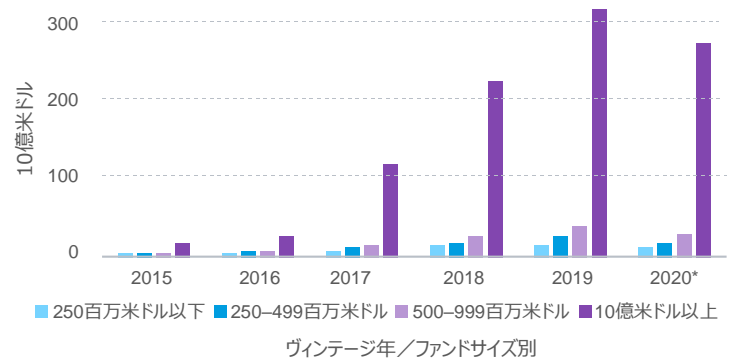
ドライパウダーの分布状況

想定通りではあるが、ドライパウダーの水準は、メガファンドおよび最近のヴィンテージ年のファンドで最も高くなっている。図4および図5は、ファンド規模およびヴィンテージ年ごとのドライパウダーの分布状況を示している。メガファンド³のドライパウダーは、過去数年間で増加している。これは、GFC後、設定されたメガファンドの数が大幅に増加したことが理由であると考えられる。Pitchbookによると、50億米ドル超を調達したファンドの数は、2019年のピークには35ファンド（合計3,860億米ドル）と、2012年の9ファンド（合計730億米ドル）から増加している。

メガファンドは巨額の資金を運用することから、GPは、投資機会の慎重な評価とLPからの資金利用に対するプレッシャーとのバランスを取ることが求められる。投資家は、デュー・ディリジェンスプロセスが損なわれる可能性を懸念している。さらに、深刻な景気後退が発生した場合、GPは長期に渡りドライパウダーに直面する可能性もある。

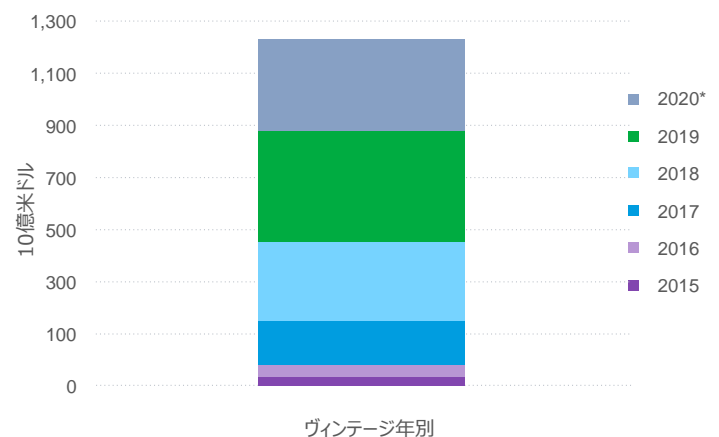
一方で、メリットとしては、規模が大きいファンドは、株式非公開化の案件を手掛けることも可能であり、取引における競合相手が少なく、豊富な運用経験を有している可能性がある。また、より有利な資金調達ならびに投資条件（低いレバレッジ倍率）で投資を実行できるかもしれない。メガファンドについては、小規模ファンドよりもリターンのはらつきが小さく、リターンの再現性が高いことを、マーサーは確認している。一般的に、メガファンドは豊富な運用実績を有しており、このことが、規模が大きいファンドの継続的な設定を可能としている。その他のメリットとしては、ダウンサイド・リスクの厳格な管理、および、異なるプライベート市場における投資機会の活用なども挙げられる。

図4. ドライパウダーの分布



* 2020年6月まで
出所: Pitchbook

図5. ヴィンテージ年別ドライパウダー合計額



* 2020年6月まで
出所: Pitchbook

³ ファンドAUMが50億米ドル以上

低金利の影響

プライベート市場への資金配分の増加

プライベート市場への投資家への関心が高まっている主な要因の1つとして、超低金利および量的緩和の経済レジームが継続していることが挙げられる。

オルタナティブ投資への着目とともに、低利回りもしくはマイナス利回りの債券によってもたらされる循環的および構造的な要因が、プライベート市場への資産配分のシフトを促している。さらに、プライベート市場は、以下のような低金利の恩恵を受ける。

- 企業はかつてないほど潤沢な資金を調達することができるとともに、厚みのある資本市場および洗練されたパートナーの活用が可能となる。
- 債券利回りは歴史的な低水準にあり、投資家はより高い利回りを求めてプライベート・デットに着目している。
- 株式およびデットによる様々な資金調達手法（レバレッジ、資本再構成など）により、プライベート企業は、事業拡大のため、公開市場以外からも資金調達が長期間可能となる。
- 負債のコストが低いため、ポートフォリオ企業の負担は低下し、プライベート市場のリターンが高まる。
- リファイナンスおよびリストラクチャリング案件が増加する。

一例として、多くの年金基金や保険会社が、国債および社債への資産配分を縮小し、プライベート・デットへの資産配分目標を拡大している。また、プライベート市場は、大規模なプライベート市場ファンドの増加に伴う、資金流入の大幅な増加にも支えられている。

中央銀行が長期的な低金利の維持を明言し、公社債および株式の期待リターンが低下していることから、投資家はインカム・ゲインの獲得、分散投資、成長性の実現のために、オルタナティブ投資への着目を継続するだろう。



低金利および低い資本コスト

もう一つの要因は、資金調達が容易に、かつ、低コストで実施できることである。ファンドは、収益率を高めるために、レバレッジを活用するのが一般的である。すなわち、低金利および良好な借入環境が、より高いリターンを達成するための重要な要素である。

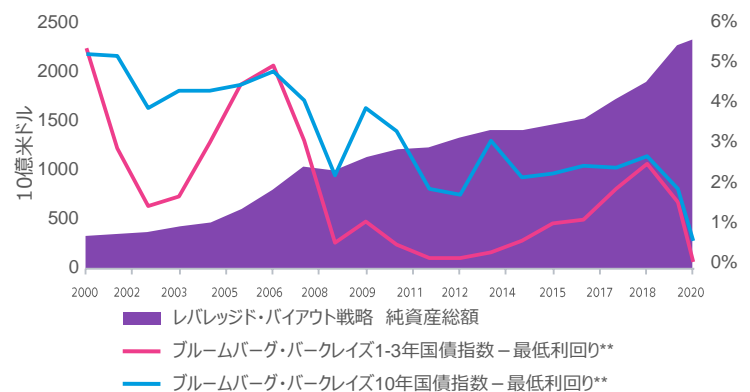
近年、プライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーとプライベート・デット・プロバイダーとの関係が強まっている。プライベート・デット・プロバイダーが、伝統的な銀行融資に代わり、非上場企業に直接融資を行うケースが増加している。また、この傾向に拍車をかけているのが、債券ポートフォリオのリターンを改善させる手段として、プライベート・デット・ファンドへの投資を行うLPである。

低金利は、プライベート市場への資金流入の増加、良好な案件発掘環境、レバレッジおよび借入枠の活用促進をもたらす可能性があり、それらはいずれもIRRの向上に寄与するだろう。

レバレッジド・バイアウト・プライベート・エクイティ戦略*は、高いレバレッジを用いる可能性があることから、特に金利の影響を受けやすい。低金利は、案件投資における資金調達コストの低下につながり、GPにとって魅力的な投資機会を創出する。図6および図7は、米国のバイアウト市場において、良好な市場環境が資産額およびレバレッジにどのような影響を与えているかを、時系列で示したものである。

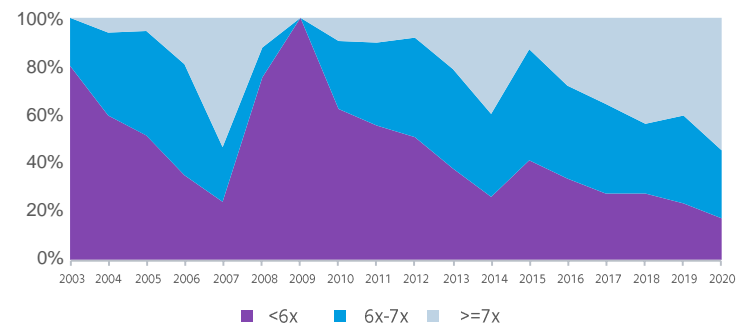
2020年末時点において、プライベート市場資産の約3分の1をバイアウト・ファンド戦略が占めている。利回りの低下に伴い、バイアウト案件のための資金調達におけるレバレッジの水準は上昇しており、足元では過去最高水準のレバレッジ倍率（負債／資本、負債比率）が記録されている。図7が示すとおり、2020年には、約55%のバイアウト・ファンドが、7倍以上のレバレッジ倍率で投資を実施している。

図6. 金利低下に伴いレバレッジド・バイアウト戦略は急増



出所: Preqin, Bloomberg Barclays (2020年末)

図7. レバレッジ倍率の分布（米国）



出所: Refinitiv (2020年末)

サブスクリプション・ラインとは、プライベート市場ファンドが、投資実行時からLPにキャピタル・コールを実施するまでの間の一時的な資金ギャップをカバーするために利用する、短期借入枠のことである。こうした借入枠は、LPのコミットメントを裏付けとする。

* 買収先企業の資産や将来キャッシュフローを返済原資として借入金を調達し、少ない自己資金で企業買収を行う戦略。

** 繰上償還が可能な債券の場合、初回繰上償還日に償還が実施された場合の利回り、満期まで保有した場合の最終利回りのうち、低いほうの利回り。従って、繰上償還が無い債券の場合、最低利回りは最終利回りと一致する。

サブスクリプション・ラインの有効活用

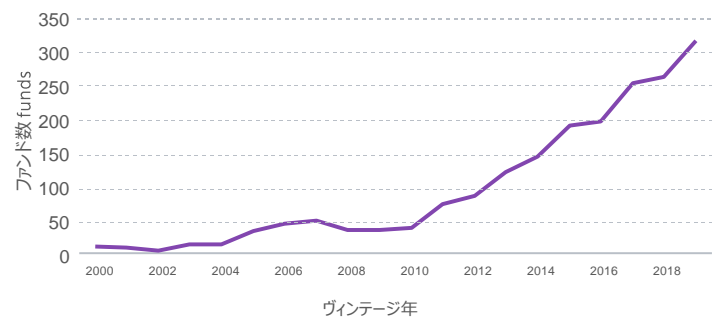
また、低金利および良好な借入環境が、借入枠（サブスクリプション・ラインやクレジット・ライン）の活用をもたらした。借入枠の規模や期間、および、LPコミットメント額に占める比率は急速に増加しており、サブスクリプション・ラインを利用するファンドの数も増加傾向にある（図8）。2018年時点では、90%以上のファンドが借入枠を利用している。

クレジット・ラインは、以前から利用されている。クレジット・ラインを活用することで、GPおよびLPは資金繰り管理を効率化し、プライベート・エクイティ・ファンドが投資実行時からLPにキャピタル・コールを実施する間の一時的な資金ギャップを埋めることができる。その結果、キャッシュフローの頻度が減り、より予測可能なキャッシュフローとなり、マネージャーの迅速な投資機会への対応が可能となる。さらに、Jカーブ効果を抑制する効果もある。今日では、複数のマネージャーが、他のプライベート市場ファンドへの資金調達ソリューションの提供に特化したクレジット・ファンドを設定している。

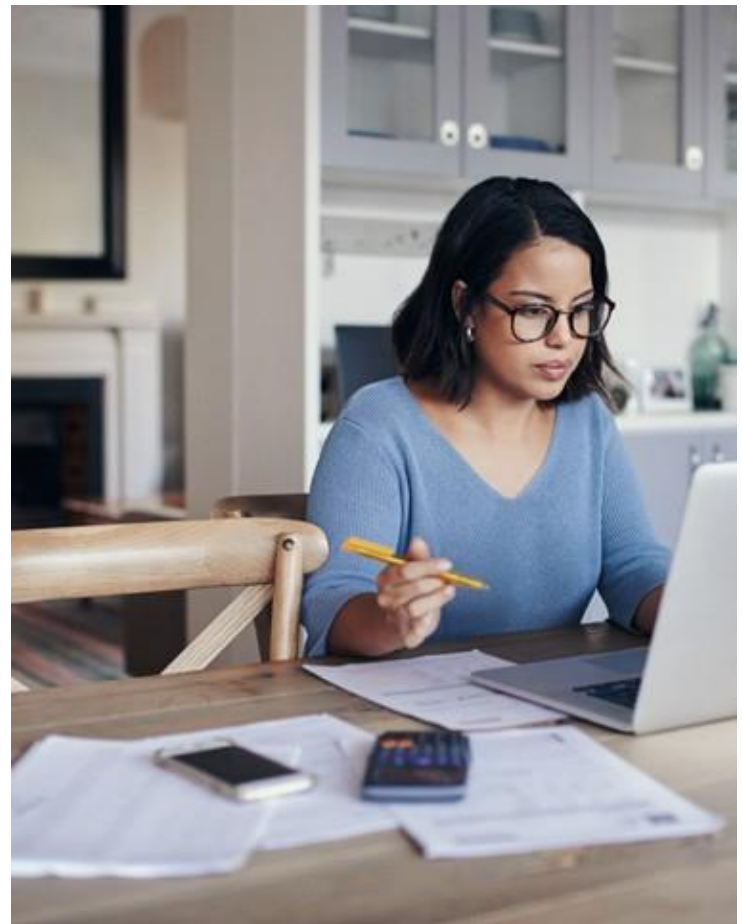
クレジット・ラインを活用し、キャピタル・コールのタイミングを遅らせ、LPの投資期間を短くすることにより、ファンド期間を通してネットIRRを高めることができる。実現IRRが高ければ、マネージャーの四分位ランキングが向上する可能性もあるが、投資家の払込金額および受取分配金の水準は変わらない（そのタイミングが変わるにすぎない）。

また、GPが、成功報酬におけるハードルレートを上回るIRRを早期に達成する可能性がある。その結果、成功報酬の発生および支払いが早まるとともに、その後パフォーマンスが低下した場合には、受領済成功報酬をLPに返還するリスクが高まることとなる。さらに、クレジット・ラインを使用した場合、実際には投資が行われているにもかかわらず、キャピタル・コールが実施されないケースが発生することから、報告ベースのドライパウダーの水準が高まる可能性がある。

図8. サブスクリプション・ラインを利用するプライベート・ファンド



出所：Preqin（2019年末時点）



COVID-19のインパクト

パンデミックの影響を受け、プライベート市場およびパブリック市場ともに混乱に陥っている。投資活動は停滞し、ディール・フローは減少し、LPへの分配金は限定的となっている。一方で、ファンド募集活動は回復傾向にあり、プライベート・エクイティ・ファンドにおける高水準のバリユーションおよびドライパウダーは継続している（ドライパウダー金額は過去最高水準を更新している）。さらには、高水準のドライパウダー、すなわち、PEマネージャーが利用可能な資本を潤沢に有していたことが、ポートフォリオのダウンサイド・プロテクションに寄与した。豊富なドライパウダーを有する状態でCOVID-19に直面したGPは、高度な資金調達手段を提供するプライベート・クレジット市場を活用しながら、市場の混乱により生じる投資機会を利用する上で有利な立場にある。

新たな経済成長の牽引役として、イノベーションと新技術に注目が集まっている。パンデミックの終息後、新たな働き方や消費行動が、少なくともある程度定着する場合、様々な分野でM&Aが活発化するだろう。

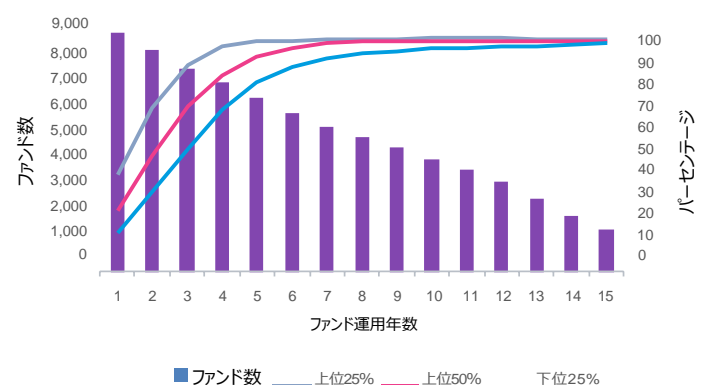
LP需要の観点では、低金利環境の継続により、代替となる収益源の必要性がますます高まっている。さらに、危機発生後のヴァンテージ年のプライベート・ファンドは、傾向的に高いパフォーマンス実績をあげている。今後設定されるプライベート・デット・ファンドも、同様の傾向になると見込んでいる。

現在、投資家が直面している主な課題の1つに、投資家のリスク／リターン目標の実現に最適な戦略の選択が挙げられる。プライベート市場戦略は、かつてないほど多様化している。さらに、リターンには大きなばらつきがあり、好調なヴァンテージ年であっても、低パフォーマンスのマネージャーも存在する。そのため、適切な助言およびマネージャー選択が重要となる。重要な評価ポイントは、過去にGPが危機を乗り越えた経験を有しているかどうかである。さらに、LPにとっては、企業の成長ステージ、セクター、担保形態などに基づいたファンド選択が可能となっており、投資の複雑性が高まっている。



景気後退が長期間継続した場合、GPにとっては魅力的な投資機会の発掘が困難となる可能性がある。しかしながら、これまでのところ、この懸念を裏付ける結果は生じていない。キャピタル・コールの分析によれば、四分位で上位50%のファンドは、8年間でコミットメント額の100%相当のキャピタル・コールを実施しており、また、下位25%のファンドでも、最終的には100%相当のキャピタル・コールを実施している（図9）。

図9. キャピタル・コールの推移（2020年末時点）



出所：Burgiss

総括

高いバリュエーションおよび不透明な経済環境を背景として、GPは新規案件への投資に慎重な姿勢を見せ始めており、2020年の投資案件数は減少している。一方で、投資家は、COVID-19終息後の世界経済の回復から恩恵を受けるべく、資金配分を実施しているため、ファンドの募集活動は堅調である。低金利と利用可能なドライパウダーの組み合わせにより、GPがプライベート市場に投資するための舞台は整っている。

パンデミックは、既存ポートフォリオの改善につながる可能性がある投資機会を提示している。例えば、変化しつつある産業（サプライチェーン・マネジメント、ヘルスケア・テクノロジー、働く場所（ワーキング・プレイス）の変化など）への投資、ブリッジ・ファイナンスの提供やPIPE（Private investment in public equities、上場企業による私募増資）の引受、ディストレスト資産の取得（店舗型小売業の事業再生プログラムなど）などが挙げられる。

マーサーは、公開市場よりもプライベート市場においての方が、成長機会や市場の混乱に伴う投資機会に、投資家が直接的に参加できると考えている。経済的インパクトの大きさおよび期間は依然として不透明ではあるが、プライベート市場のファンド・マネージャーの多くは、パンデミックから生じる産業の構造的な変化に対して、投資先企業が適応できるよう、万全の支援を行うことができる立場にある。

このことは、産業構造を変革し、さらに多くの投資機会を創出するための、パワーおよび潜在力を投資家が有していることを示している。

マーサー・ストラテジック・リサーチ・コミュニティ（Mercer SRC）

Mercer SRCでは、マーサーの投資リサーチに加えて、外部の運用会社等が提供するコンテンツや分析レポートに、無料でアクセスすることができます。

[Mercer SRC : https://src.mercer.com/](https://src.mercer.com/)



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。

References to Mercer shall be construed to include Mercer LLC and/or its associated companies.

© 2021 Mercer LLC. All rights reserved.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

Funds of private capital funds are speculative and involve a high degree of risk. Private capital fund managers have total authority over the private capital funds. The use of a single advisor applying similar strategies could mean lack of diversification and, consequentially, higher risk. Funds of private capital funds are not liquid and require investors to commit to funding capital calls over a period of several years; any default on a capital call may result in substantial penalties and/or legal action. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. There are restrictions on transferring interests in private capital funds. Funds of private capital funds' fees and expenses may offset private capital funds' profits. Funds of private capital funds are not required to provide periodic pricing or valuation information to investors. Funds of private capital funds may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information. Funds of private capital funds are not subject to the same regulatory requirements as mutual funds. Fund offering may only be made through a Private Placement Memorandum (PPM).

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

Information contained herein may have been obtained from a range of third party sources. While the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential, or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Please see the following link for more information on indices: <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/nurture-cycle/gl-2020-investment-management-index-definitions-mercer.pdf>.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited, Mercer (Ireland) Limited and Mercer Limited.

Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer (Ireland) Limited are regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered officer: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.

Investment management and advisory services for U.S. clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments). Mercer Investments LLC is registered to do business as "Mercer Investment Advisers LLC" in the following states: Arizona, California, Florida, Illinois, Kentucky, New Jersey, North Carolina, Oklahoma, Pennsylvania, Texas, and West Virginia; as "Mercer Investments LLC (Delaware)" in Georgia; as "Mercer Investments LLC of Delaware" in Louisiana; and "Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware" in Oregon. Mercer Investments LLC is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Part 2A & 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110.

March 2021