

# パンデミックおよび金融市場の混乱が プライベート・デット市場に与える影響

2020年4月6日

(原文：2020年3月27日)

## パンデミックおよび金融市場の混乱がプライベート・デット市場に与える影響

流動性のあるクレジット市場は、足元の COVID-19 の感染拡大に対して大きく反応した。原油市場での価格戦争に加えて、世界的な景気後退のリスクが高まったことで、ハイイールド債のクレジット・スプレッドは全面的に急拡大し、その影響はシンジケート・レバレッジド・ローン市場にも及び、市場価格は急落した。流動性の低いクレジット資産の状況を、リアルタイムまたは継続的に把握することは困難だが、評価の裏付けとなる借り手企業に対する影響は、基本的に流動性のあるクレジット資産と同一である。多くのプライベート・デット・マネージャーが 2007 年および 2008 年の世界金融危機後に出現したことを踏まえると、これまで比較的良好な投資環境下で拡大してきたプライベート・デット市場にとって、今回は最初の困難な局面となるだろう。

### 既存投資案件

プライベート・エクイティと同様に、ダイレクト・レンディング・ポートフォリオでの借り手企業の収益は、それぞれの産業サイクル、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。はじめに、需要サイドの観点から、主に旅行、レジャー、小売、および、これらに関連する消費者向けサービス（レストランやバー）などの業種が影響を受けると、ジェネラルパートナー（GP）はコメントしている。製造業者および小売業者も、主にアジアおよびヨーロッパにおいて、グローバルなサプライチェーンの混乱に直面している。石油およびガスの生産業者は、エネルギー価格の急落により、極めて強い影響を受けることが予想される。

多くの GP は、ポートフォリオ企業を COVID-19 の影響度合いに応じて「高リスク」、「中リスク」、「低リスク」に分類するなどして、COVID-19 の影響が懸念される投資案件の洗い出しを実施している。シニアローン中心のプライベート・デット・マネージャーからの初期情報では、「高リスク」に分類される企業および業種へのエクスポージャーが報告されているが、分散されたポートフォリオ（通常 35～50 のローンに分散投資）のうちの数件にとどまることが多い。さらに、多くの GP は、手元キャッシュおよび利用可能な借入枠など、流動性（資金繰り）確保のための対応について、ポートフォリオ企業およびスポンサーと積極的に議論を行っている。直近においては、借入枠を利用した大規模な資金調達を確認されている。

マーサーが最高レーティングを付与しているプライベート・デット・マネージャーでは、幅広く分散されたポートフォリオを構築し、景気変動の影響が限定的で、キャッシュフローが潤沢である、ディフェンシブ・セクターの企業を中心に貸出を実施しているケースが多いものの、長期にわたる経済収縮が続いた場合は、影響が懸念される。時間が経過するにつれて、問題は企業の流動性（資金繰り）確保から、企業の事業モデルや業界に及ぼす影響に移行する。今後留意すべき重要なポイントは、個々の案件のストラクチャーおよびレバレッジ水準が、デフォルト発生時のリストラクチャリングおよびワークアウト（ローン条件の見直し）におけるタイミングと交渉優位性に影響し、最終的にはデット投資におけるリカバリー率やリターンに強く反映されることである。

たとえば、返済順位が最上位である第一順位担保付プライベート・ローンが中心のポートフォリオでは、かなり厚い「エクイティ・クッション」（通常、ローン・トゥ・バリュー（ネット・デット／企業価値）は45%から50%の水準）が確保されている。また、「コベナンツライト」の貸出が一般的であるシンジケート・ローン市場に対して、大半のプライベート・デット・ファンドのGPは、少なくとも1つの財務コベナンツを設定している。特に上述のCOVID-19の影響が懸念されるセクターでは、収益の減少により、短期的にはコベナンツに抵触する企業が多発することが想定される。コベナンツ抵触が発生すること自体は喜ばしいことではないが、コベナンツ設定により資産保全に向けた対策を早期に講じることが可能となる。

豊富な運用経験を有するシニア・プライベート・デット・マネージャーは、今後の高ボラティリティ局面に対応するために、慎重に投資案件の選定を行うことが想定される。適切なコベナンツが設定された案件では、多くの場合、デフォルトが発生する前に問題のある状況を把握することができ、会社の経営陣やプライベート・エクイティ・スポンサーと早期の対応を図ることができる。プライベート・エクイティ・ファンドがスポンサーの企業に対するダイレクト・レンディングでは、プライベート・エクイティからの資本追加が期待できる。一方、スポンサーなしの企業に対するダイレクト・レンディングでは、スポンサーありの案件よりも相対的に高いリスクが想定されることから、多くの厳格なコベナンツが設定される傾向がある。

メザニン・ファンドのように返済順位が相対的に低位の資産に投資するファンドのGPも、幅広く分散されており、景気変動の影響が限定的なポートフォリオ構築を実施していることを強調している。とはいえ、多くのプライベート・デット・マネージャーは、従来よりもワークアウト案件およびディストレスト案件の発生率が高くなることを想定している。当然のことではあるが、メザニン投資では、案件ごとの投資実績のばらつきが拡大することを、マーサーは予測している。プライベート・デット市場のなかでも相対的にリスクの高い領域であるからこそ、より分散投資の重要性が高いだろう。

従来型のキャッシュフローを裏付けとした企業向けダイレクト・レンディングから、オポチュニスティック投資、資産担保ローン、および、その他資産向けダイレクト・レンディング（不動産、インフラなど）に目を向けると、これらのクレジット市場は多様性と複雑性がより強いことから、今後の見通しを想定することはさらに困難になる。たとえば、航空機ファイナンスや船舶ファイナンスなど、特定のセクターに特化した戦略は、投資対象がより分散化された戦略（スペシャリティ・ファイナンス、消費者向けローン、資産担保ローンなど）よりも、短期的には大きな影響を受けると、マーサーは予想している。ただし、影響度合いは、投資対象の特性、取引タイプ、および、時価評価ルールに強く依存するだろう。

## 今後の見通し

不確定要素が多く今後の予想は困難ではあるが、GP がデットの価格再評価および既存投資先への追加資金拠出に注力する結果、多くの新規投資案件がキャンセルとなり、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については、買収側がオンサイト・デューデリジェンスを実施することが困難になりつつあるため、特に企業買収関連活動が低下し、エクジットのペースは鈍化する見通しである。エクジットの遅延により、長期的には実現投資倍率の上昇の一方、ある程度の IRR の低下が想定される（他の要素に変化がないことが前提）。ただし、バリュエーションおよび価格見通しが増加することによって、将来的には、より収益性の高い案件への投資が行える可能性もある。また、オンサイト・デューデリジェンスの実施が困難になっていることから、ファンドの募集期間が延長されることも予想される。

全てのプライベート・デット・ファンドを網羅した運用実績を算出することは困難だが、Burgiss（オルタナティブ運用における代表的なプラットフォームおよびデータベース・プロバイダー）登録ファンドのデータを用いて算出した、「グローバル・プライベート・デット・ファンド」の平均ネット IRR は、2010 年および 2011 年ヴァインテージで 10%以上、2009 年ヴァインテージは 13%以上を達成している（ただし、2009 年ヴァインテージのファンド数は相対的に少ないことに留意の必要あり）。一方で、（運用期間中に金融危機が発生した）2006 年および 2007 年ヴァインテージのファンドの平均ネット IRR は、5%を下回っている。このことは、包括的なプライベート・デット投資プログラムの構築にあたっては、戦略の分散やマネージャー選定だけでなく、ヴァインテージ分散が重要であることを示唆している。

多くの GP は、当面は慎重に投資案件を選定し、質の高い案件を中心に投資を実施するとコメントしているが、次号ファンドでは魅力的な投資機会の増加を見込んでいる。プライベート・デット・ファンドは、2,780 億米ドルもの大量のドライパウダーを保有している（2020 年 3 月時点、出所：Preqin）。従って、柔軟性が無い貸し手や銀行に比べて、プライベート・デット・ファンドは、より迅速で柔軟な資金提供が可能である（ただし、マーサーは、ファンドに対して規律ある対応を求めている）。従来であれば資本市場で資金調達を行っていたであろう企業が、プライベート・デット・ファンドの活用を検討する可能性がある。

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。プライベート・エクイティにおけるレバレッジ水準（ネット・デット／EBITDA）は、多くのケースで 6 倍超だったが、今後は低下する可能性がある。ローン・トゥ・バリュー（ネット・デット／企業価値）の水準は、ネット・デットの減少の影響が企業価値の低下の影響を上回ることによって低下すると想定している。その結果、エクイティ・クッションが拡大するとともに、プライベート・エクイティ・ファンドによる EBITDA 調整やコベナンツ削減などの圧力が弱まる可能性がある。

オポチュニスティック・クレジット戦略およびその他クレジット戦略では、COVID-19 などのショックにより投資の複雑性に対するプレミアムが必然的に高まることが想定されるとともに、同分野における伝統的な資金提供者の退場が見込まれると多くの GP がコメントしている。たとえば、ストラクチャード・クレジット（CLO エクイティなど）など、セカンダリー市場での投資機会が存在する戦略では、ローンなどの裏付資産の内容やクオリティを度外視した無差別な売り圧力により、収益機会が生じる可能性がある。不良債権ポートフォリオのように、企業が保有するハードアセット（不動産など）によりエクジット（回収）がある程度保証されるケースもあるが、IRR の結果は、損失の見通しだけでなく、エクジットの長期化の影響を受ける可能性がある。

広義のプライベート・デット戦略である、スペシャル・シチュエーション・ファンドやディストレスト・デット・ファンドは、多額のドライパウダーを有しており、市場の混乱による投資機会の増加に速やかに対応できることから、絶好の投資環境が到来したと考えている（ディストレスト・デット・ファンドのドライパウダーは、前述のプライベート・デット・ファンドのドライパウダー（2,780 億米ドル）のうち 636 億米ドルを占める）。投資機会が発生したら投資を開始する、トリガー型のディストレスト・クレジット・ファンドについては、今後数年に渡って魅力的な投資機会が期待できることから、投資を開始することが見込まれる。ただし、強制解約の影響により、セカンダリー市場や流動性のあるクレジット市場での取引機会は発生しているものの、流動性の低いクレジット取引については、適正価格の算定が実施できるようになるまでに時間がかかる可能性もある。

## 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に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](http://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。