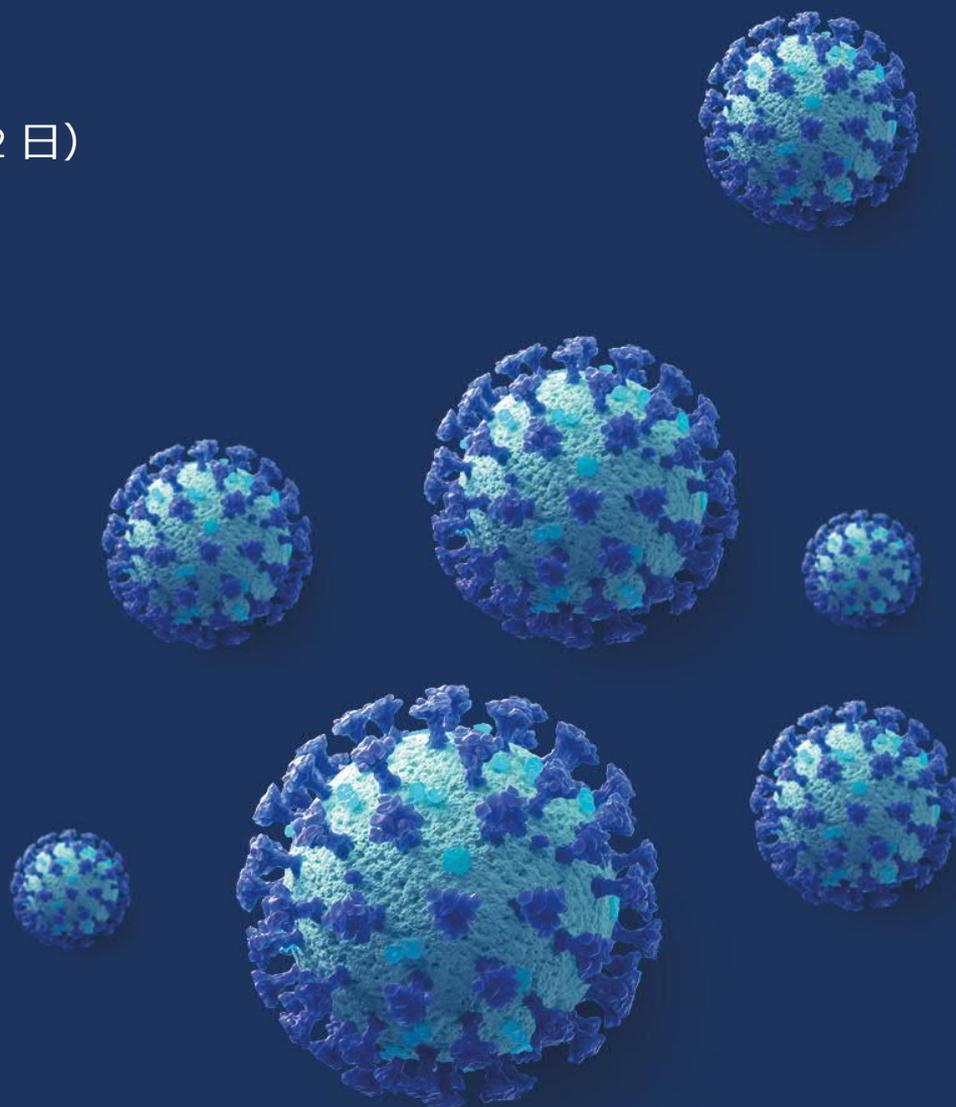


危機発生時における投資機会の追求

2020年4月8日

(原文：2020年4月2日)



危機発生時における投資機会の追求

投資家が市場ボラティリティのショックを乗り越え、今後の投資行動について検討を始める段階において、どのような投資機会が生じるとマーサーが考えているのか、しばしば質問をうけることがある。そこで、市場が COVID-19 の危機からいずれ必ず回復する際に、投資家が見出すであろう市場の不均衡および投資機会について、ロードマップを作成することを試みる。

過去事例の検証

現在の危機は主に健康問題によって引き起こされているが、グローバル金融危機（GFC）後に組成されたファンドのパフォーマンスを検証することは、参考になると考えられる。サイクルの初期段階では、プライベート・エクイティ投資よりもクレジット投資のほうが、短期的ながらも堅調なリターンを生む傾向があることから、プライベート・デット関連の投資機会については、GFC 直後の 2009-2010 年ヴィンテージのファンドリターンを提示している。一方で、株式関連の投資機会については、市場の安定性が回復した後に生じる傾向があるため、2010-2012 年ヴィンテージのファンドリターンを提示している。

また、危機直後は新規ファンド設定が減少すること、そして、その後に組成されたファンドを含めたより大きなユニバースのほうが投資家の潜在的なエクスポージャーにより近いと考えられることから、複数のヴィンテージ年のファンドを分析の対象とした。さらに、第 2 四分位の中央値を利用することで、適切に構築された分散ポートフォリオに投資する大半の投資家の典型的な運用実績を反映することができる考えた。

| 戦略 | ヴィンテージ年 | 第2四分位 IRR（中央値） | 第2四分位 投資倍率（中央値） |
|----------------|-----------|-------------------|--------------------|
| シニア・プライベート・デット | 2010* | 11.3% | 1.34x |
| メザニン・デット | 2009-2011 | 12.0% | 1.47x |
| ディストレスト・デット | 2009-2011 | 13.1% | 1.52x |
| PEセカンダリー | 2010-2012 | 15.9% | 1.60x |
| 米国バイアウト | 2010-2012 | 19.7% | 1.93x |
| グローバル・バイアウト | 2010-2012 | 17.3% | 1.80x |
| ベンチャー・キャピタル | 2010-2012 | 20.0% | 2.37x |

*ヴィンテージ年が2009年のシニア・プライベート・デット・ファンドは少ないことから、対象から除外している。

データソース：Burgiss Private IQ

目先の投資機会 – 流動性の提供

目先の投資機会は、高クオリティの資産を強制的に売却せざるを得ない投資家が存在する局面において、それらの資産の買い手となることである（流動性の提供）。このような投資機会の最初の波はクレジット市場で生じると、マーサーは想定している。市場において買い手が一時的に不在となるか、資産の保有者が流動性確保を強いられる状況では、いずれも大きな市場の不均衡が生まれ、投資機会となる傾向がある。例えば、複数のクレジット・ヘッジファンドが閉鎖した2016年初に、そうした状況が確認された。このような投資機会からは、通常、短期間で約10%から30%のリターンが期待できる。投資機会の存在期間が短いため、投資倍率はさほど高くはないものの、保有期間が短いためIRRは高くなる傾向がある。

ディスロケーション・ファンド（Dislocation Fund）は、通常不測の事態の発生を前提に組成され、十分な投資機会が確認されると、運用が開始される。従って、近年は、ファンドから資金の払込が求められることはなかった。しかしながら、現在の環境下において、こうした戦略のファンドが積極的な投資を実行していることを、マーサーは確認している。また、短期的な投資機会を追求するために、多くのファンドが非常に短い募集期間で組成されている。

ディストレスト・デット・ファンドは、大きく下落した価格水準でローンを取得し、借り手と協働してローンの返済を可能にするためのリストラチャリングを実行する。このプロセスには時間を要するため、過去実績では、投資倍率にはかなり安定的な傾向が見られたものの、投資期間の長さがIRRの低下要因となっていた。さらに、企業価値もしくはデットの担保資産価値を安定的に評価できるようになるまでには一定の期間を要するため、収益獲得機会は当面の間続く可能性がある。1.5倍程度の投資倍率の想定が妥当であると考えられるが、冒頭の表でも示されているように、これは前回のサイクルでの実績に沿ったものである。ただし、特に危機が長引いた場合、ディストレスト企業が悪化を続け、完全な回復は保証されなくなることもあるため、サイクルの早い段階での投資には損失の可能性もあることには留意が必要である。GFCは、回復が微小にとどまったディストレスト企業投資にとってはとりわけ弱いサイクルであったが、その一方で、モーゲージ市場の投資家は大きな収益を獲得することができた。

足元はクレジット・スプレッドが拡大しているため、プライベート・デットの良好な組成タイミングである。直近は約6%の利回りのシニア・デットでも、GFC直後には12%を超える収益を獲得できる期間があった。また、2010年のシニア・プライベート・デット戦略のリターンだけを見ても、さほど高いリスクを取ることなく11%のIRRを達成することができていた。

劣後債市場でも、利回りが15%を上回る良好なリターンを獲得することができた。ただし、そのような投資機会は短期的である傾向があり、クローズド・エンド型ファンドの一般的な投資期間のうちに、スプレッドはタイト化してしまうだろう。他のヴァインテージ年と比較して高いリターンは期待できるものの、驚異的なリターンを期待すべきではない。2009-2011年ヴァインテージのメザニン・ファンドのリターンは12%であったが、2009年ユニバースにはわずか2つのメザニン・ファンドしかなかったため、より高いリターンを獲得できる可能性は極めて限られていた。

高い柔軟性を有する投資スキームを通じてスペシャル・シチュエーション投資を行うことは、時宜にかなっていると考えられる。最良の投資機会がどこに存在するか正確には把握できない状況下では、柔軟性は必要不可欠である。こうした投資機会には、ストラクチャード・クレジット、セクター特化戦略、資産担保証券投資戦略、および、様々なスペシャリティ・ファイナンス戦略などが含まれる。戦略の柔軟性を有するファンドを選択することは、最も市場の近くにおり、投資機会が生じたときに迅速に行動できる運用者に、資産選択の決定を委ねることである。これは、マルチストラテジー・ヘッジファンドが、ヘッジファンド・ポートフォリオにおいて重要な役割を果たしている理由と同様である。

比較的早期の発生が期待される投資機会 – ミスプライシングが生じている資産

PE セカンダリーは、GFC から生じた最高の投資機会の 1 つであった。NAV（純資産価値）の 60%にまでディスカウントされた取引価格、そして、その後の 10 年間にわたる好調なプライベート・エクイティ市場の恩恵を享受することができた。現在の投資機会が十分に発展するには、まだ 1 年以上かかるかもしれない。ポートフォリオを評価できるようになるためには、基盤となる経済が安定する必要があるためだ。短期的には、バリュエーションの最終的な下落率を見越した低い買値が提示される可能性もあるが、ビッド・アスク・スプレッドが大幅に拡大しているため、取引が成立しない可能性の方が高い。GFC の終息から数年経過後に設定された、2010 年および 2011 年ヴァインテージのファンドの投資倍率は、それぞれ 1.60 倍および 1.63 倍と、過去 20 年間で最も高かった。マーサーは、PE セカンダリーが良好な投資対象となる可能性が高いと考えている。ただし、10 年前と比較して、潜在的な買い手がより多額のドライパウダーを保有していることには、留意する必要がある。

航空機などのハード・アセットは、困難な時期に直面することになるだろう。そして、それは投資家にとっては良いエントリー・ポイントとなるかもしれない。ただし、相応の確信度を持って投資を実行するには、需給環境のより明確な把握が必要となる。

エネルギーセクターは、サウジアラビアとロシアの動向により原油価格が急落しており、COVID-19 がなくても関心のある分野となっている。さらに、今回のパンデミックによって、エネルギー需要は悪影響を受けている。ファンドマネージャーは異なる主張をするかもしれないが、エネルギー投資の成功は、ファンドが投資を行う時点でのエネルギー商品の相対価格によって、殆ど決定づけられると、マーサーは考えている。現在は、新規投資には極めて好ましい環境のように思われる一方、アップストリーム企業（探鉱・開発企業）の潜在的なバランスシートの問題が、大幅なディスカウントの発生にもかかわらず、セカンダリー市場での投資を非常に難しくしている。4 月を過ぎ、貸し手が問題企業へのローンの裏付けとなる埋蔵量などの資産を再評価できるようになると、いづらか状況は明確になるだろう。

今後の回復について

公開市場の低迷による影響の 1 つは、投資家がプライベート資産（非流動性資産）への過剰な投資配分を見直す機会を提供することであるとも考えられる。プライベート資産への投資配分が過剰であると判断した投資家は、一部のポジションについてはセカンダリー市場を通じて調整するが、一般的には、たとえ高評価のファンドマネージャーであっても、次号ファンドへの投資や資金配分を減らすことで対応する。これにより、従来は投資が困難であったファンドマネージャーに、新規投資家が投資できる余地が生じる可能性がある。新たに優秀なマネージャーと関係を構築したり、重要なマネージャーとの関係を強化する機会は、長期的な価値の源泉となり得るだろう。なお、GFC 後において最大のリターンを獲得した戦略は、US バイアウトとベンチャー・キャピタルであった（適切に構築された分散ポートフォリオを通じて第 2 四分位の中央値を実現できることが前提）。

冒頭の表が示すように、ダウンサイクルからもたらされるリターンは、極めて魅力的である。GFC における危機の度合いは、長期的な戦略よりも、短いサイクルの戦略に有利であったと推測されるかもしれないが、プライベート・デットからベンチャー・キャピタルへと、リスクの程度に応じて、リターンの順序もかなり一貫性のあるものとなっていた。十分な流動性を有する投資家にとって、現在の市場ボラティリティは魅力的な投資機会を提供するだろう。信頼できるコアマネージャーは最後まで維持しつつ、魅力的な投資機会の発生に際してはオポチュニスティックな資金配分を行うことが出来るよう、準備をすべきである。

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 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。