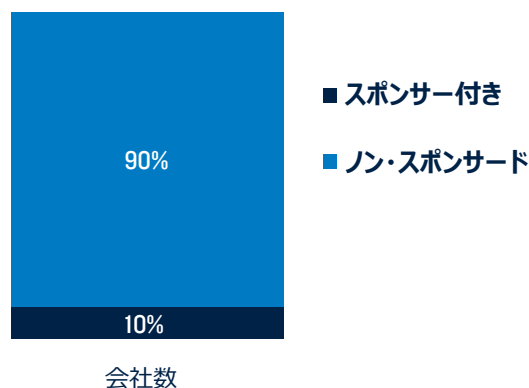


ダイレクト・レンディングのノン・スポンサード案件組み入れによる分散化効果の拡充

プライベート・クレジット市場は急速に拡大し、機関投資家のポートフォリオにおいて、その重要性は一段と高まっている。規制強化に伴い、銀行がレバレッジド・ローンから手を引く中で、世界全体のプライベート・クレジット市場の運用資産残高（AUM）は2023年に2.1兆米ドルに達し、過去10年間で4倍に増加した。¹ さらに2028年には2.8兆米ドルに拡大する見通しである。² この規模拡大の大半はダイレクト・レンディングによるもので、2023年末時点で北米におけるプライベート・クレジット市場の44%を占めており、2008年の15%から大幅に増加している。³

ただし、プライベート・キャピタルの拡大はすべての企業に均しく資金調達機会をもたらしたわけではない。プライベート・キャピタルの多くは、プライベート・エクイティ（PE）ファンドが所有する「スポンサー付き」企業に集中している。また、プライベート・クレジット市場拡大に伴う資金流入の大半は、EBITDAが7,500万米ドルを超える大企業へ流れた。その結果、ノン・スポンサードの中堅企業、つまり個人や家族所有のEBITDAが1,000万米ドルから7,500万米ドルの企業では、資金調達のギャップが生じている。この流れを受け、ノン・スポンサード市場へのアクセスが可能なダイレクト・レンディング・マネー

ノン・スポンサード企業の割合



出所: National Center for the Middle Market, PGIM (2024年9月30日時点)。機関投資家によるノン・スポンサード案件のローン。「スポンサー付き」企業は、プライベート・エクイティ（PE）ファンドに100%または大部分を所有されている企業を指す。一方、「ノン・スポンサード」企業はPEの支援を受けず、多くの場合、家族経営の企業で、長期の運営実績があり、より長期的な投資の時間軸を持つ。

1. 出所: オーストラリア準備銀行 (2024年10月17日、2024年12月アクセス) 「Growth in Global Private Credit」
<https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2024/oct/growth-in-global-private-credit.html>
2. 出所: Preqin (2024年4月8日、2024年12月アクセス) 「Private Debt's Rapid Growth Merits Closer Scrutiny, IMF Says」
<https://www.preqin.com/news/private-debts-rapid-growth-merits-closer-scrutiny-imf-says>
予測は保証されたものではなく、将来の結果の信頼性の高い指標とはならない場合があります。
3. 出所: Preqin (2024年3月20日、2024年12月アクセス) 「North America Is Consolidating Alternative Assets as Region Holds Almost Two-Thirds of Global AUM - Preqin Reports」
<https://www.globenewswire.com/newsrelease/2024/03/20/2849698/0/en/North-America-is-consolidating-alternative-assets-as-region-holds-almost-two-thirds-of-global-AUM-Preqin-reports.html>

ジャーにとっては大きな成長機会が生まれている。これらの企業は米国および欧州の非公開企業の約90%を占め、質の高い事業が多く含まれている。幅広い投資機会を持つノン・スポンサード・ダイレクト・レンディング市場は、投資家が分散投資を強化する有力な手段となる。

未開拓の投資機会とそのメリット

ノン・スポンサード市場に資金調達ギャップが生じた理由は何か。簡単に言えば、プライベート・クレジット・ファンドの大半は、投資銀行やプライベート・エクイティ運用会社とのネットワークを通じて貸し出し案件にアクセスすることで大規模なポートフォリオでの融資機会を得ているためだ。プライベート・クレジット・ファンドは、スポンサー付き企業の案件にアクセスする目的では、多額の費用をかけて各地に拠点網を作り、自前で大規模なスタッフを抱える必要がない。

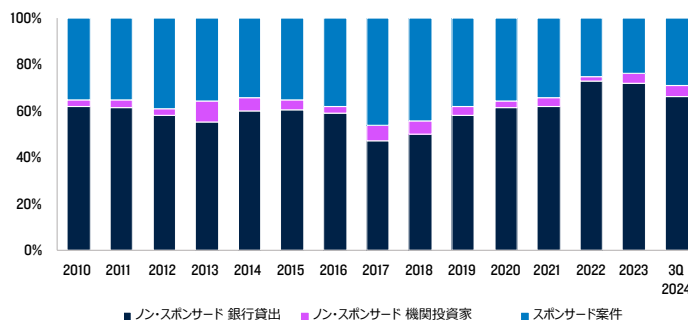
しかし、この手法には欠点もある。プライベート・クレジット・ファンド同士でPEの案件を巡って激しく競争するため、レンダーの収益性や価格競争力が低下しやすい。また、スポンサード案件でレンダーがローン契約に組み込むプロテクション条項が弱まる可能性もある。さらに、PEのバイアウト動向はM&Aサイクルに強く依存しているため、特定の時期には案件数が大幅に減少し、融資ベースが鈍化することがある。

ノン・スポンサード市場の魅力の一つは、資金展開のスピードと安定性にある。米国や欧州ではスポンサー付き企業の数よりも家族経営企業の方が多く⁴、有力な借り手が豊富に存在するため、レンダーは比較的多くの案件候補から慎重に融資先を選ぶことができる。家族経営企業は長期的な視点を重視し、安定した経営が特徴とされる。一方、プライベート・エクイティ（PE）がオーナーの場合は、短期的な成長による投資リターンを追求し、事業拡大のために積極的に財務リスクを取る傾向がある。すなわち、長期的視点をもち安定した方針の家族経営のノン・スポンサード企業と信頼関係を築くことで、レンダーの損失リスクを大幅に軽減することができるのである。

また、家族経営企業はレンダーとより信頼に基づいた関係を構築する傾向にあり、これにより有利な融資条件や契約条項（コベナント）を獲得することにもつながる。厳格なコベナントを設定することで、借り手が財務的な困難に直面した場合でも、レンダーは有利な立場を維持できる。具体的には、リスク上昇を反映した利率の引き上げ、所有者への追加出資の要請、または外部コンサルタントの導入の要請等が考えられる。

まとめると、ノン・スポンサード案件はリスクが高いと考えられがちだが、適切な投資パートナーと組むことで、ノン・スポンサード案件のポートフォリオのリスクは抑制され、プライベート・クレジット・ファンドと最終的にはファンドの投資家にとって安全性の高い選択肢となり得ることを意味している。

ミドルマーケット・ローンの内訳



出所: National Center for the Middle Market, PGIM (2024年9月30日時点)。
機関投資家によるノン・スポンサード案件のローン。「スポンサー付き」企業は、プライベート・エクイティ（PE）ファンドに100%または大部分を所有されている企業を指す。一方、「ノン・スポンサード」企業はPEの支援を受けず、多くの場合、家族経営の企業で、長期の運営実績があり、より長期的な投資の時間軸を持つ。

投資家が注目すべきポイント

スポンサード案件とノン・スポンサード案件の両市場にアクセスしたい場合、投資家は、運用者がノン・スポンサード案件を体系的に直接組成できるか、また、大規模で銀行のような拠点網と案件獲得ネットワークを備えているかを確認すべきだ。広範で組織的な案件組成のプラットフォームが成功の鍵となる。米国各州には数千の家族経営企業が存在し、都市部から地方まで広がっている。ノン・スポンサード企業が緊密な関係性を求めることを踏まえると、年間数十件の案件を成功させるだけでも、数百から数千の企業に接触できる広範な地理的ネットワークを持つレンダーが必要だ。現地に根ざした案件発掘を行い、借り手との強固な関係を築ける運用会社が競争優位を確保できる。

また、投資家は詳細なデューデリジェンスの実績を持つ運用者を選ぶべきである。これは、さまざまな業種や企業タイプにおけるリスク評価や貸出案件のストラクチャーの設計において重要な要素となる。ノン・スポンサード・ミドルマーケットは、大企業市場ほど均質なものであるのではなく、デューデリジェンスもPEファンドによって効率化されているわけではない。

まとめ

スポンサード案件とノン・スポンサード案件のローンを組み合わせ分散されたポートフォリオは、投資家にとってより多くの案件、幅広い投資機会、そして長期的なパフォーマンス向上の可能性を提供することが出来る。適切なアプローチを取れば、ノン・スポンサード案件をダイレクト・レンディングのポートフォリオに組み入れることで、低いレバレッジ、高い利回りプレミアム、そして厳格なコベナントといった利点を得られ、効果的な分散投資を実現できるだろう。

4. 出所: マッキンゼー・アンド・カンパニー (2024年1月現在)

分散投資は利益を保証するものではなく、下落市場における損失を防ぐものでもありません。いかなる投資戦略やリスク管理手法も、あらゆる市場環境において利益を保証したり、リスクを排除したりすることはできません。

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁じたいします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示・黙示を問わず何ら保証または表明するものではありません。

本資料に含まれる予測、予想、特定の情報は独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案、勧誘、いかなる金融商品の購入や売却を推奨するものではありません。予測や予想には固有の限界があり、実際のパフォーマンスとは異なります。また、実際の取引、流動性の制約、手数料についても反映されていません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受けます。満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受け易く、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下で当リスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受け易く、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があります。これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証は有りません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V. は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および /または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。スイスでは、ロンドンのPGIMリミテッドが、チューリッヒの駐在員事務所を通じて情報を提供しています。チューリッヒの事務所所在地は以下の通りです：Kappelergasse 14, CH-8001 Zurich, Switzerland. ロンドンのPGIMリミテッド、チューリッヒ駐在員事務所は、スイス金融市場監督局 FINMAによって認可および規制されており、スイスのFinSA第4条第3項および第4項の範囲内で投資の専門家または機関投資家に情報が提供されます。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) の規制対象事業体であるシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が、資産管理を行うCMSライセンスに基づいて情報を提供しています。PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.は、免除された財務アドバイザーです。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、豪州2001年会社法で定義されている販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアはPGIMリミテッドの関連会社であり、金融サービスの提供に当たり2001年オーストラリア法人法に基づくオーストラリア金融サービス免許の保有義務が免除されています。PGIMリミテッドは、英国法に基づくFCA (登録番号：193418) による規制およびASIC Class Order 03/1099の適用により免除されています。英国法はオーストラリア法とは異なります。カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインク作成の“2025 BEST IDEAS: ALPHA OPPORTUNITIES BEYOND THE MACRO VOLATILITY”におけるPGIM Private CapitalのパートをPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJP115905
4217734_20250206