

ミドルマーケット向けプライベート・クレジットの投資機会



MATTHEW HARVEY
PGIMプライベート・キャピタル
ダイレクト・レンディング責任者

理想的とは言えないマクロ経済環境と、全体的に低調な最近の資金調達活動にもかかわらず、プライベート・レンダーは立ち直りが早く、銀行から市場シェアを奪っている。金利低下の見通しに支えられたより安定した経済環境を迎えるにつれ、プライベート・クレジットを巡る状況は改善しつつある。借り手がプライベート・レンダーからの資金調達に自信を深める一方で、プライベート・レンダーの資金貸付意欲も高まっている。

M&Aが再び活況に

プライベート・クレジットの取引量は、プライベート・エクイティのスポンサーが主導する合併・買収（M&A）とレバレッジド・バイアウト（LBO）に大きく依存する。景気後退が懸念される中で金利上昇と経済の不安定さのため、近年ではM&Aが停滞し、オリジネーションの伸びを阻害する要因となってきた。しかし、引き続き逆風は続いているものの、M&Aは昨年10-12月期までの低水準から回復し始めている。経済が安定し続け、スポンサーが資金貸付意欲の高い優秀なプライベート・クレジット・マネージャーを求めようになるにつれ、広範な市場でM&Aおよび設備投資が回復すると我々は考えている。さらに、2023年の米地方銀行の経営破綻後には、銀行に代わってプライベート・レンダーがシンジケート・ローンの主な担い手になっていたが、経済見通しがより改善する中で銀行によるシンジケート・ローンも回復しつつある。こうした動きにより、大企業向けローンに焦点を当てたプライベート・レン

ダー間の競争が激化し、ローンのスプレッドが縮小している。我々は、こうした競争およびローンに対する需要の変化により、大企業向けローンに投資する投資家の利回りは低下すると考えている。

競争により引受基準が緩む可能性

2007～08年の世界金融危機が起こった後の超緩和的な金融政策によって引受基準が緩み、これが現在の高金利環境では問題となっている。銀行によるシンジケート・ローンとプライベート・レンダーによる大企業向けローンが競合する中、スプレッドの縮小と競争の激化によって、一部の貸し手の引受基準がさらに緩む可能性がある。

ミドルマーケット向けローンの確かな優位性

大企業向けローン市場では競争が激化し、信用力が低下する可能性もある中、引き続き「コア・ミドルマーケット」（ミドルマーケットでも中位の規模にある中堅企業セグメント）向けローンは優れたレバティブ・バリューとリターンの可能性を提供すると考えている。コア・ミドルマーケット向けローン市場では、貸付時で低位なレバレッジ水準や厳しいコベナントが求められるなど、より厳格な引受基準が一般的となっており、依然として全体的に開拓が進んでいない。よって、コア・ミドルマーケットにおけるプライベート・クレジットの機会は、取引量および引受基準の両面において増加すると考えられる。ミドルマーケット企業は、財務が健全な場

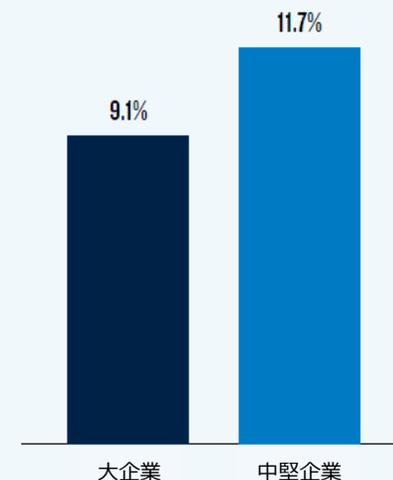
合でさえも資金調達の選択肢は限定的だ。こうした中、ミドルマーケット向けローンに投資する投資家には次のような恩恵がもたらされると考える。

投資機会の拡大：米国の約20万社の中堅企業うち、90%がコアまたは小規模な中堅企業である一方、残りが大規模な中堅企業（1億米ドル以上の年間売上高）と見なされている¹。

より高い利回り：大企業は幅広い資金調達手段を持っている一方で、コア・ミドルマーケット企業は資金調達手段が限られていることが多く、貸付市場からの銀行の撤退および規制の強化の中、ダイレクト・レンディングへの依存度を高めていくと考えられる。そのため、ミドルマーケットでのローンの利回りは大企業向けのローンよりも高く、スプレッドが急速に縮小する局面でもより底堅い動きを示す傾向にある。

より強い引受基準：大企業向けローン市場において貸し手の競争が激しくなると、多くの場合には引受基準が緩み、レバレッジが上昇する。一方、ミドルマーケットでは、ダウンサイド・リスクに対する備えを強めるために、一般的により厳しい引受条件やコベナント、低いレバレッジが要求される。さらに、借入規模が小さいため、ミドルマーケットではローンで単独または過半数のポジションを占めることが可能となり、大企業向けローン市場で最近見られる貸し手間の衝突が抑制されている。

中堅企業向けローンの利回りは高い



出所：BDC Collateral、2024年3月31日現在。第一順位抵当権付きローンの利回り。

すべてのダイレクト・レンディングの貸し手が、ミドルマーケットでダイレクト・レンディング戦略を実行するために十分な規模、ビジネス関係、およびリソースを有しているわけではない。投資家は、信用力を慎重に評価し、借り手との長期的かつ直接的な深いビジネス関係をもたらすローカルネットワークを有する、経験豊富なアクティブ運用を行う運用会社に投資することで、同市場からより多くの恩恵を受けることができるだろう。

1. 出所：National Center for the Middle Market, Capital IQ、2021年2月現在（全ての構成要素について入手可能な最新のデータ）。

留意事項

- 本資料は、PGIMジャパン株式会社（以下、“当社”）の関係会社であるPGIM Investmentが作成したレポート“STRATEGICALLY POSITIONING FOR THE CYCLE’S NEXT PHASE : Adapting to shifting perspectives and investment opportunities”について、当社がその一部を抜粋して、翻訳・編集したものです。原文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、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。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。
- 本資料は、当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。
- 本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。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。
- “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。
- 当社は、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：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ110778

3767465-20240805