

エグゼクティブ・サマリー

# プライベート市場における 新たな潮流

## 投資リスクと機会

世界のプライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、実物資産などを含むプライベート資本市場の規模は12兆米ドルを超え、わずか6年前の2倍の規模になっている。さらに、現在のプライベート資本は、かつてないほどの規模と複雑性を有しており、市場や世界経済に与える影響も大きくなっている。

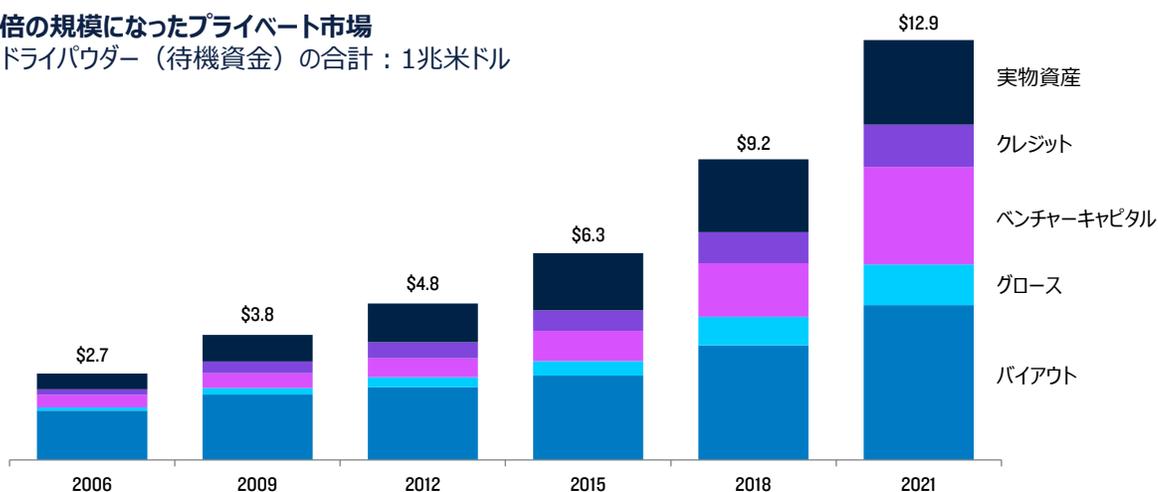
なぜ投資家は、こうした力学の変化に注視すべきなのだろうか。一言で言えば、企業が銀行や証券取引所を通じて資金を調達するという従来モデルだけでは立ち行かなくなったからだ。

その結果、プライベート市場に成長と変革が起こり、機関投資家に新たな投資機会とリスクがもたらされつつある。

こうしたプライベート市場の新たなダイナミクスと投資への影響を深く検証するために、PGIMグループのプライベート資産、オルタナティブ、不動産、債券、株式を網羅する40名以上の運用部門の見識を活用するとともに、多くの学術研究者、投資家、証券会社のリサーチ担当の知見も集めた。

### 過去6年間で倍の規模になったプライベート市場

純資産残高とドライパウダー（待機資金）の合計：1兆米ドル



出所：PGIM

注記：実物資産には不動産とインフラを含む。

## 足もとのプライベート市場の変容を押し進めると推定される、 4つの主要因:

# 01

### 銀行や金融機関は、リスクの高い融資を控える傾向がある

過去20年ほどの間に、規制の変更やビジネスモデルの転換を背景として、銀行や一部の大規模な専門金融機関は、リスクが高いと判断した企業や不動産融資から撤退している。

# 02

### 収益と利回りを求める投資家がプライベート市場への配分を拡大

世界の上位10の大手機関投資家のプライベート資産への配分比率（中央値）は、足元で23%に達している。

# 03

### プライベート市場に適したビジネスモデルが増加している可能性がある

一部のビジネスモデルは、プライベート市場を通じてより高く評価され、資金が供給されることがある。その好例が、独自のソフトウェアやその他の知的財産などの無形資産を多く抱える無形資産型企業である。また、伝統的な化石燃料企業が、パブリック市場でESGを重視する一部の投資家が同セクターへの投資を手控える中、プライベート市場にとどまる傾向が強まっている。

# 04

### 企業は長期にわたって非公開市場にとどまっている

過去20年間で、株式公開時の創業年数の中央値が以前の2倍以上の11年となった。これは、様々な段階での資金調達（創業時だけでなく成長投資に至るまで）にプライベート市場を活用できるようになっていることに加え、特に先進国市場において株式公開に伴う開示要件が増え、負担が増加していることが背景にある。

# 活用が広がるプライベート・クレジット

## 1. 企業向けでは、プライベート・クレジットがシェアを拡大し、大型案件へ移行

過去20年間で、企業向け融資に占める銀行の割合は半減した。また、プライベート・エクイティは市場規模を拡大し、より大きな企業を買収するにつれて、買収倍率とそれを支える負債調達規模も増加している。徐々に、プライベート・クレジットによる資金調達が、広範なシンジケート・ローン市場を凌駕しつつある。

## 2. 機関投資家の投資対象として成長する実物資産債券

プライベート不動産およびプライベート・インフラ・ファンドによるプライベート資本の額は過去8年間でほぼ倍増し、足元では2.6兆米ドルに達している。

## 3. 特定貸付債権は機関投資家の投資対象として成熟しつつある

かつて商業銀行が組成し、公開市場を通じて流通していた案件が、ノンバンクの組成者に委ねられ、プライベート市場で流通するケースが増加している。さらに、発行体は銀行や公開市場を避け、プライベート市場を通じて、より直接的に厳選された投資家からの投資を募るようになっていく。

## 投資リスクと投資機会

### 1. 投資家はクレジットエクスポージャーを総合的に評価する必要がある

プライベートとパブリックを別々に分析する信用リスクアプローチは、2つのセグメント間の重複と相互作用が増大しているため、もはや最適とは言えない可能性がある。

### 2. スポンサー・レンディングの先を見据える

プライベート・クレジットの魅力的な投資機会は、資本が潤沢だとは言えないような、混みあっているスポンサー主導のセグメント以外にも存在する可能性がある。

### 3. エネルギー・インフラは独自の投資機会を提供

ダイレクト・レンダーにとって北米の従来型の中小エネルギー企業は資本が乏しいことから、興味深い投資機会が提供されている。

### 4. 特定貸付債権の最新分野における検証は終わっていない

フィンテック融資を支えるAIに基づく運用モデルは、まだクレジット・サイクルを通してストレスを受けたことがないため、これらが裏付けとなっているABSのパフォーマンスは慎重に見ていく必要があると思われる。

### 5. 住宅セクターは不動産の中で根強い人気がある

世界の主要都市において個人住宅の価格が高騰する中、より多くの世帯がマルチファミリー住宅を利用するようになっていく。



景気循環的かつ構造的な変革により、世界金融危機後、プライベート・クレジット市場は大幅に発展した。

## 新たな局面を迎えるプライベート・エクイティ

我々は、ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ、不動産、インフラ等を含むプライベート市場における投資機会を明確にする中で、幾つかの要因によってプライベート資本の再構築が促されていると見ている。

- 1. 待機資金と取引規模は過去最高に達する中、プライベート・エクイティの先駆者らが有利な立場に**  
LBOの中間的な取引規模は2011年の0.48億米ドルから足元では1.01億米ドルと2倍以上に増加し、2021年には米国で初めてユニコーンがIPOを上回った。
- 2. プライベート・エクイティのセカンダリー市場が深化**  
セカンダリー市場は、目標とする配分への単純なリバランスから戦略変更に基づく比率調整に至るまで、プライベート・エクイティ・ポートフォリオを管理するための効果的なツールだと証明されている。継続ファンド等のGP主導の取引の割合は過去5年間で2倍以上に増えており、セカンダリー取引全体の約50%を占めている。
- 3. 最大手の機関投資家は、LPからGPに移行しつつある**  
米国のカルパース、シンガポールのテマセク等の一握りの大手投資家は、プライベート・エクイティやベンチャーキャピタルと共同投資するか自ら直接投資を行っており、手数料を下げることでより高い収益を得ている。
- 4. プライベート・エクイティ・ファームは、より持続的な資金源を求めている**  
持続的な資金源により、プライベート・エクイティの資金調達への依存度が下がる。例えば、保険会社の買収や個人投資家向けに設計された投資形態等、選択肢は拡大している。



一部のプライベート・エクイティ・ファンドの実務や構造により、GPとLPの投資家の利害を一致させない可能性がある

### 投資リスクと投資機会

- 1. セカンダリー市場は、柔軟性を高め、新たな投資機会を創出する**  
プライベート市場が成長するにつれ、ポートフォリオのリバランスやファンドのリストラクチャリングが必要になり、流動性を確保するための選択肢の必要性も高まっている。セカンダリーファンドにおいて、セカンダリー取引は投資のエントリーポイントが低く、投資先企業やトラックレコードの透明性も確保されている。
- 2. プライベート・エクイティ・ファンドの実務と構造を注視する**  
継続ファンドへの資産の移管は、責任を持って行われるものの、GPとLPの利害の不一致につながる可能性がある。また、サブスクリプション・ラインが誤って使用されたり、開示されなかったりした場合、パフォーマンス分析を歪め、隠れたレバレッジの源泉となる可能性がある。
- 3. パフォーマンス面の課題を踏まえ、ベンチャーキャピタルの役割を再認識する**  
ベンチャーキャピタルの2000年以降のフィー控除後のリスク調整後リターンは、他のオルタナティブ投資と比較して低調なものとなっている。しかし、ベンチャーキャピタルに資産配分することで、機関投資家はテクノロジー関連事業の最先端への投資機会やテクノロジーがもたらす破壊的な変化を特定できる可能性がある。
- 4. 再生可能エネルギーとデジタルインフラは、グローバルな投資機会を提供**  
再生可能エネルギーによる発電量の増加に伴って、浮体式洋上風力発電、低炭素水素、あるいはモジュール式原子力等の隣接する分野にも長期的なビジネスチャンスがあると考えられる。デジタルインフラでは、クラウドコンピューティングを支えるデータセンターに対する世界的な需要が高まっている。同分野では、グローバルクラウドプロバイダーやハイテク企業に対応する大規模施設への需要が特に高まっている。

## ポートフォリオへの影響

# 01

### パブリックとプライベートの境界が曖昧なことを踏まえ、より柔軟な投資アプローチを検討する

パブリック市場とプライベート市場の区別は、より曖昧になっている（例えば、かつては明確だった広範なシニジケート・ローンとダイレクトレンディングの境界線が不明瞭になっている）。それに伴い、これまで明確だった大手機関投資家におけるパブリック市場とプライベート市場の担当チームの区分けも曖昧になっている。この現象は、チーム横断的な分析や投資機会の評価の必要性を高めるだけでなく、パブリック市場とプライベート市場の両方に精通した運用会社へのマンデート増加に繋がる可能性がある。

# 02

### 流動性リスクについては、より洗練された理解が重要となる

様々な投資期間に加え、プライベート資産のキャッシュフローや拠出タイミングについての詳細なモデルが含まれる包括的なポートフォリオ分析は、異なる市場や経済状況下でのストレステストに利用できるほか、パブリック市場の資産と比較することも可能である。これによって、運用責任者はプライベート資産の流動性に関する特性を十分に理解することができる。

# 03

### ESGはプライベート市場を形成し始めたばかりである

これまでプライベート市場は、ESGへの配慮という面でパブリック市場に出遅れていた。しかし、ESGに関するリスク、影響、持続可能性、エクイティに関する詳細な報告の必要性を強調する上で、プライベート市場の投資家が重要な役割を担うようになっている。また、プライベート・エクイティの投資家（場合によっては債券投資家も）は、投資先企業の業務や運営に大きな影響力を持つため、より直接的な影響を与えることができる可能性がある。

# 04

### 確定拠出年金によるプライベート市場投資を検証

ロックアップ期間の長いプライベート市場と概念的によく似ている長期投資である確定拠出年金プラン（DCプラン）等において、個人投資家がプライベート市場に参加するための道筋を作ることに、より注目が集まっている。一方、DCプランの普及には大きな課題も残っている。

# THE PURSUIT OF OUTPERFORMANCE

## 留意事項 1

**当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。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。**

本稿は、ブルデンシャル・フィナンシャル・インク(PFI)の主要な資産運用事業で、米国証券取引委員会への登録投資顧問会社であるPGIMインクが提供しています。登録投資顧問会社としての登録は、一定水準の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。

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. によって情報が提供されます。PGIMネーデルラント B.V.の登記上の所在地は以下の通りです：Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA Amsterdam, The Netherlands。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(登録番号：15003620)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情報が提供されます。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。この資料は、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あるいは適格な投資家、自分自身の口座に投資を行うお客様、ファンド・オブ・ファンズ、または投資を一任されているお客様に対して情報提供されるものです。シンガポールでは、シンガポール金融管理局(MAS)に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM(シンガポール) Pte.Ltd.および適用を受けたフィナンシャル・アドバイザー(登録番号199404146N)が情報を提供しています。これらの資料は、SFA第289章304条に従って「機関投資家」向けに一般的な情報として、また、SFA第289章305条に従って「適格投資家」その他の関連する投資家に対し、PGIMシンガポールにより提供されます。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。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リミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは米国法に基づきSECの監督下にあり、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、米国法はオーストラリア法と異なります。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、韓国の適格機関投資家に対して、国境を越えて投資一任管理サービスを直接提供する免許を有するPGIMインクが情報を提供しています。

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。

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、意見および提言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止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIM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なく、誤謬についての責任を負うものでもありません。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。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。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。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIM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。本資料に記載されている予測や見通しは、本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更されることがあります。実際のデータは様々であり、本資料に反映されない場合もあります。予測や見通しには大きな不確実性が伴い、よって、どのような予測や見通しであっても、単に多くの可能性の1つの代表的な例に過ぎません。予測や見通しは特定の前提条件に基づくものであり、経済や市場環境の変化に応じて大きく変化する可能性があります。PGIMは、いかなる予測または見通しに対しても、それを更新または変更する義務を負っていません。

利益相反：PGIMおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。

© 2022 PFI and its related entities. 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。

## 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インクが作成した“NEW DYNAMICS OF PRIVATE MARKETS – Executive Summary”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、個別セクター等はい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、ブルデンシャル・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ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルー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  
PGIMJP94069