

MEGATRENDS

# 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

2022年10月

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。すべての投資にはリスクが伴い、  
当初元本を下回る可能性があります。



# はじめに

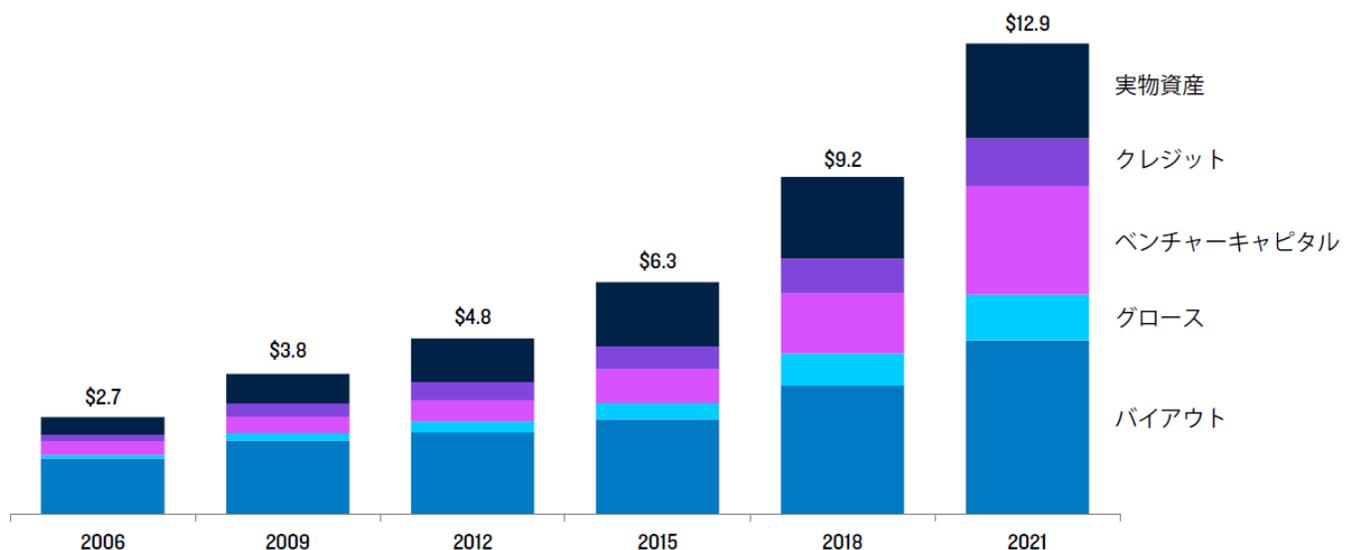
プライベート市場は、何世紀にもわたって、農業従事者、起業家、企業経営者、不動産開発業者など、様々な人々に資本市場へのアクセスを提供してきた。最初のプライベート融資は、およそ4千年前のメソポタミアで始まったと言われるが、企業の資金調達に焦点を当てたプライベート・エクイティの近代化は、1940年代後半にベンチャーキャピタルが出現するまで始まらなかった。<sup>1</sup> とは言え、昨今のプライベート市場は、これまでにないスピードで拡大し、複雑性を増している。これにより、機関投資家が直面する投資機会と課題は、根本的に変化しつつある。

今日、世界経済におけるプライベート・キャピタルの規模と影響力は驚異的である。世界のプライベート資本市場（株式、クレジット、実物資産など）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（図表1）。米国では、2021年の株式と債券を通じ

た資金調達の35%以上を、プライベート市場が占めている。（2009年は20%）<sup>2</sup> 雇用主としても、プライベート・エクイティ企業は世界最大級の規模に成長している。Blackstoneだけでも約80万人を雇用しており、米国を拠点とする企業の中で4番目の規模となっている。<sup>3</sup>

なぜ投資家は、このような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。プライベート・エクイティやクレジット市場の多くは、投資家が組み入れを増やし、ポートフォリオを多様化させ、より高いリターンを追求できるだけの十分な規模を有している。

**図表1：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。

現在のプライベート資本は、  
かつてないほどの規模、成長性と  
複雑性を有している

投資家は、プライベート市場における新たな潮流を理解するために、流動性の低さ、レバレッジ、フィーの高さ、透明性が限られていること、実体とかけ離れることのあるバリュエーションなどを考慮する必要がある。

本レポート作成にあたっては、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、

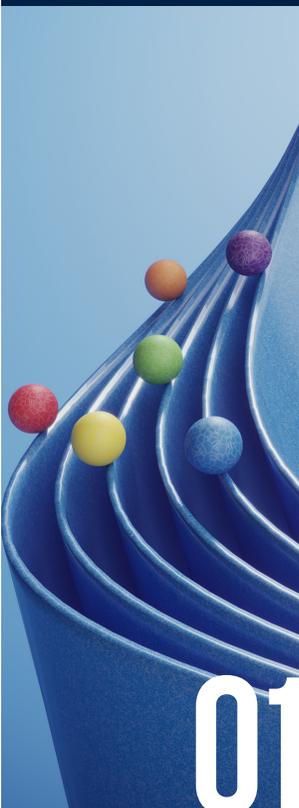
債券、株式を網羅する40名以上の運用部門の見識を活用した。また、10名以上のプライベート・エクイティ、クレジットマネージャー、ベンチャーキャピタル、エコノミスト、証券会社のリサーチ担当の知見も集めた。

第1章では、プライベート市場の変貌をもたらしたマクロ要因を幅広く検証し、システミック・リスクへの影響を考察する。第2章と第3章では、プライベート・クレジットとプライベート・エクイティ市場における、投資機会の進化とリスクの動向に焦点を当てる。その中では、実物資産（債券と株式の両方）も分析対象としている。最後に、第4章では、プライベート市場全体にわたる継続的な変化によってもたらされる、ポートフォリオ全体への影響について紹介する。

# 目次

プライベート市場に  
おけるパラダイム・シフト

5ページ



活用が広がる  
プライベート・クレジット

13ページ



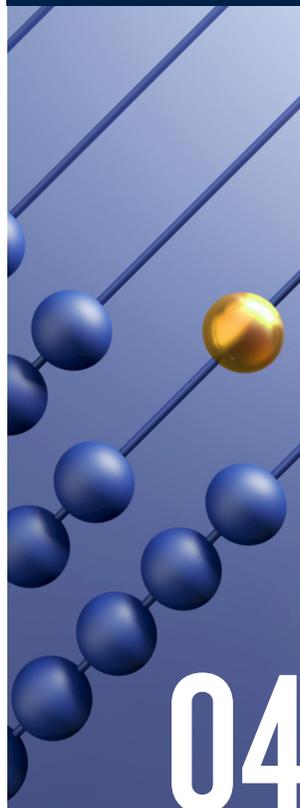
新たな局面を迎える  
プライベート・エクイティ

23ページ



ポートフォリオへの影響

33ページ



## PGIMについて

PGIM は、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の投資運用部門です。PFIは145年以上の歴史を持ち、30以上の市場サイクル\*を経験してきました。徹底したリスク管理をベースに、PGIMの1,300人を超える運用プロフェッショナルが世界の主要市場に拠点を構えています。それぞれが独立して、特定のアセットクラスに特化し運用を行っています。これにより、債券、株式、不動産、プライベート・クレジット、その他オルタナティブを含むパブリックおよびプライベートの資産クラスにおいて、グローバルな広さと規模を持つ世界有数の資産運用会社\*\*による多様なソリューションを提供しています。

詳しくは、<https://www.pgim.com/pgim-japan/> をご覧ください。

\*ここで言う30の市場サイクルは、PGIM、その関連会社、およびその前身となる会社を通じたPFIの資産運用の経験に基づき定義付けたものである。

\*\* PGIMは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の投資運用部門です。PFIは、2022年6月発表のPensions & InvestmentsのTop Money Managersで、運用資産額で第11位（調査対象431社中）です。このランキングは、2021年12月31日時点のPFIの機関投資家顧客運用資産額を表しています。このランキングへの参加に対して、報酬は提供されていません。

## 第1章

# プライベート市場における パラダイム・シフト



プライベート市場の再構築により  
投資の世界は大きく変化している

EXPLORE CHAPTERS

1

2

3

4

# 01

## 第1章

# プライベート市場におけるパラダイムシフト

世界金融危機以降、プライベート市場では需要と供給がともに大きく増加したが、その機運はコロナショックやその後のインフレによる大きな影響を受けなかったとみられる。我々は、こうしたトレンドを検証し、足もとのプライベート市場の変容を推し進める4つの主要因を推定した。

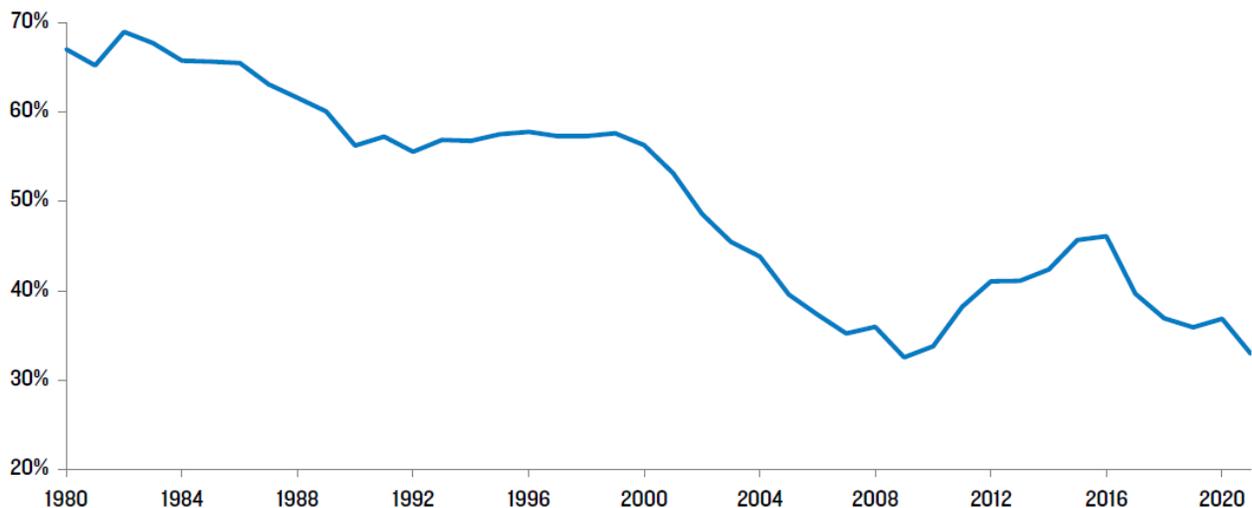
### 1. 銀行や金融機関は、リスクの高い融資を控える傾向がある

かつて商業銀行は、あらゆる規模の企業にとって負債による資金調達の主要な供給源だった。しかし、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に、銀行は市場の一部から撤退している。<sup>4</sup> 特に、バーゼルIIIなどの規制による資本コストの上昇により、世界中の商業銀行は、企業や不動産融資において、リスクが高いと判断した案件を控える傾向にある。<sup>\*5</sup>

重要なのは、規制の導入ペースが各地域の市場ダイナミクスに影響を与えることである。例えば、バーゼル規制やその他の規制によって長年にわたりビジネスモデルが変化してきた米国では、銀行による特定の市場セグメントからの撤退が顕在化している。法人向け融資に占める銀行の比率は、1982年の70%から、現在では30%にまで低下している（図表2）。

欧州の商業銀行も、バーゼル規制や各種基準の導入により自己資本を圧縮し始めている。このため、地方銀行は、より保守的な企業向け融資や不動産融

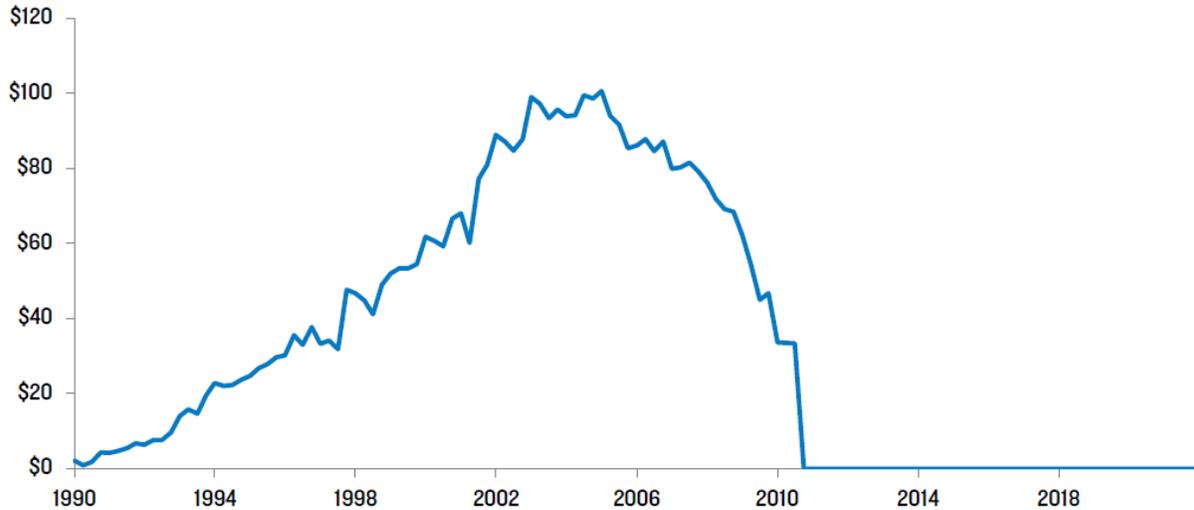
**図表2：銀行の企業向け融資の減少**  
米国における企業向け融資に占める銀行の割合



出所：FRB

\* バーゼルIIIは、2007年から2009年にかけての金融危機を受けて、バーゼル銀行監督委員会が策定した国際的に合意された一連の措置である。バーゼルIII基準は、国際的に活動するすべての銀行に対する流動性と自己資本の最低要件である。

**図表3：2008年以降、金融機関はABS市場から撤退**  
 金融機関が証券化した非金融機関向け融資、10億米ドル



出所：FRB

資に焦点を絞っており、今後はノンバンクの役割が大きくなることが確実視されている。さらに、オープンバンキングに関する新しい規則により、銀行は借り手のデータをフィンテック企業と共有することを余儀なくされ、プライベート・ノンバンク金融の参入障壁の1つが軽減された。<sup>6</sup>

2001年以降、米国年金による  
 オルタナティブ資産への配分は、20%  
 以上に倍増

商業銀行の撤退に加え、CITやGEキャピタルのような金融機関からの融資も激減している。それらの融資は、世界金融危機前後の数年間で大きく減少している（図表3）。例えば、GEキャピタルは、2008年に7,000億米ドル近い資産を有していたが、これは当時の米国5位の銀行と同等の規模であった。<sup>7</sup> 2008年以降、こうした形態の貸付は、ほぼ全て清算あるいは売却されている。<sup>8</sup> こうした企業の多くは、コマーシャルペーパー市場で資金を調達し、商業設備などのリース債権を担保にしたローンを発行し、資産担保証券（ABS）を発行していた。サブプライム問題に端を発した証券化市場の崩壊は、この商業貸付モデルを崩壊させた。

## 2. 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

世界の機関投資家は、プライベート市場への投資を大幅に増やしている。例えば、米国年金は、プライベート市場を含むオルタナティブ資産への配分を、2001年の10%未満から2021年には20%超に倍増させている。<sup>9</sup> また、世界の投資家の40%以上が、今後プライベート市場への配分を更に増やすと回答している。<sup>10</sup> このような需要は、様々な要因によってもたらされている。

第一に、世界的な超低金利と世界金融危機後の社債スプレッドの大幅な縮小により、多くの投資家が社債ポートフォリオの代替となる高利回りの債券を求めようになり、高い収益性と安定したキャッシュフローが期待できるコア不動産やインフラ・メザニンなどに注目した。

また、画一された実証的な証拠はないものの、多くの投資家は、プライベート市場が非流動性プレミアムを内包していると考えており、組み入れを増やしてきた。<sup>11, 12, 13</sup> さらに、プライベート市場は、投資先企業のクレジット・コバナンツや事業運営を直接コントロールすることを通じて、その他の超過収益獲得の機会を提供する可能性もある。

第二に、多くの投資家は、プライベート市場の特徴である、値付け頻度の低さを好んでいる。パブリック市場は、分単位で価格が変化し、特に、リスク許容度が急激に変化した場合には、激しく値が動く場合がある。対照的に、プライベート市場は、値付けの頻度が低く、パブリック市場のセンチメントに基づく変動（およびオーバーシュートの可能性）に晒されることが少ない。価格決定の頻度が低いことで、価格が平準化される効果がある。市場の混乱期には、このような価格反映の遅れによって、純資産価値やファンディングレシオの変動を抑えることができる。

### 個人投資家に対応した 新しい仕組みも登場

第三に、プライベート市場の魅力と規模の拡大により、個人投資家の関心も高まっている。米国の一般的な年金制度や基金が、ポートフォリオの20%以上をプライベート市場に配分しているのに対し、個人投資家の配分は、約5%となっている。<sup>14</sup> 大手プライベート・エクイティや運用会社は、個人投資家のファンド投資に対応するため、米国の上場BDC（新興・中小企業の事業開発などをサポートする投資会社でクローズドエンド型のファンドの形態を取る）から欧州の「オープンエンド型」プライベート・クレジット・ファンドまで、新しい投資手法を提供している。個人投資家向けのプライベート・クレジット・ファンドの中には、既に400億米ドル規模に近づいているものもあり<sup>15</sup>、今後も爆発的に増加する可能性がある。個人投資家が保有するオルタナティブ資産は現在約1兆米ドルと推定されるが、2027年には4.5兆米ドルに増加する可能性がある。<sup>16</sup>

このような形で、これまで機関投資家しか利用できなかったプライベート・エクイティやクレジット市場に、個人投資家がアクセスできるようになり、投資の「民主化」が進む可能性がある。パブリック市場だけで得られる投資機会は縮小している可能性がある一方、個人投資家

にプライベート・オルタナティブ投資の裾野を広げるに当たっては、大きな課題がある。例えば、ファンドの規制では、個人投資家が長期投資を目的としているにも関わらず、必ずしも必須ではないレベルの流動性を要求している。さらに、プライベート市場の流動性や複雑性について、個人投資家が的確な情報提供やアドバイスを得られるようにすることも重要である。

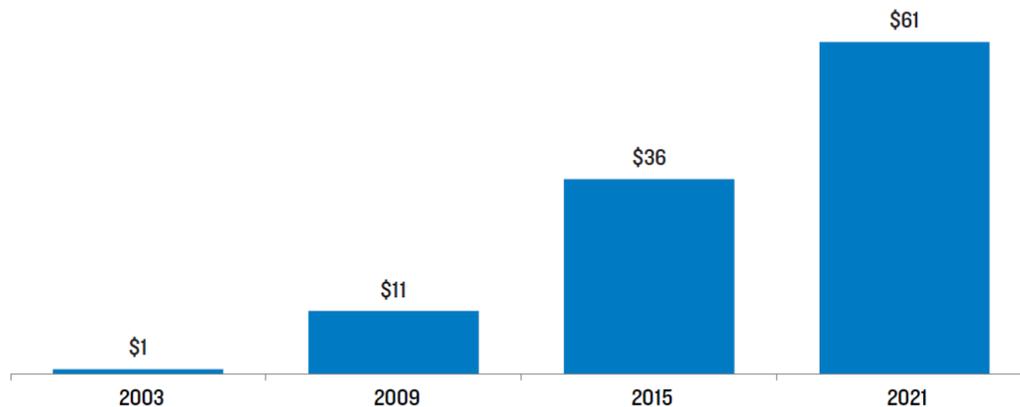
## 3. プライベート市場に適した ビジネスモデルが増えている可能性

様々な要因を背景に、非公開であることで優位性をもちうるビジネスモデルやセクターが出現している。

おそらく最も顕著な例は、無形資産が豊富な企業の台頭であろう。長期的には、製造業からサービス業へのシフトが起こり、企業の投資は、工場や機械などから、研究開発、ソフトウェア、知的財産、データ、アルゴリズムなどの無形資産へと移行しつつあり、資本が軽量化している。米国では1985年以降、時価総額に占める無形資産の割合が2倍以上になっている<sup>17</sup>。S&Pヨーロッパ350の時価総額の70%以上、S&P500の85%は無形資産で構成されている。<sup>18</sup>

アリババ、グーグル、アマゾンのように、無形資産が多い分野で利益を上げている企業は、規模が大きくなれば、最終的に株式市場で成功することができるが、しばしば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。なぜなら、無形資産を多く抱える企業は、収益化までの道のりが長く、四半期決算や上場市場のセンチメントにより振り回されてしまう傾向にあるからだ。これは、研究開発投資を費用として扱う米国会計基準で顕著となっており、技術主導のビジネスモデルにとっては特に過酷なものだ。さらに、無形資産型企業は物的資本集約型産業の企業に比べて、必要な資本が少なく、事業を拡大するためにパブリック市場に依存する必要性が少ないことが多い。

**図表4：プライベート市場におけるエネルギー分野への参入**  
プライベート・ファンドの従来型エネルギーへの投資額、10億米ドル



出所：PGIM

株式公開時の創業年数の中央値は  
11年と2倍以上に

化石燃料企業も、プライベート市場に回帰、あるいはとどまり続けている。プライベート市場をグリーンテクノロジーに関するイノベーションの拠点と考えている投資家もいるが、プライベート・エクイティによるエネルギー分野への投資を分析したところ、2010年以降の太陽光や風力などの再生可能エネルギーへの投資は15%未満にとどまっている。<sup>19</sup> 昨今では、株主や気候変動活動家が、大手商業銀行や資産運用会社、上場エネルギー企業に対して、炭素集約型産業の縮小や投資削減を求めている。<sup>20</sup> その結果、売却された資産だけでなく、中小のエネルギー企業（炭素集約型分野を含む）の資金も、プライベート市場で取り扱う割合が高まっている（図表4）。<sup>21</sup> また、プライベート・エクイティも、世界の石炭資産の主要な買い手となっている。

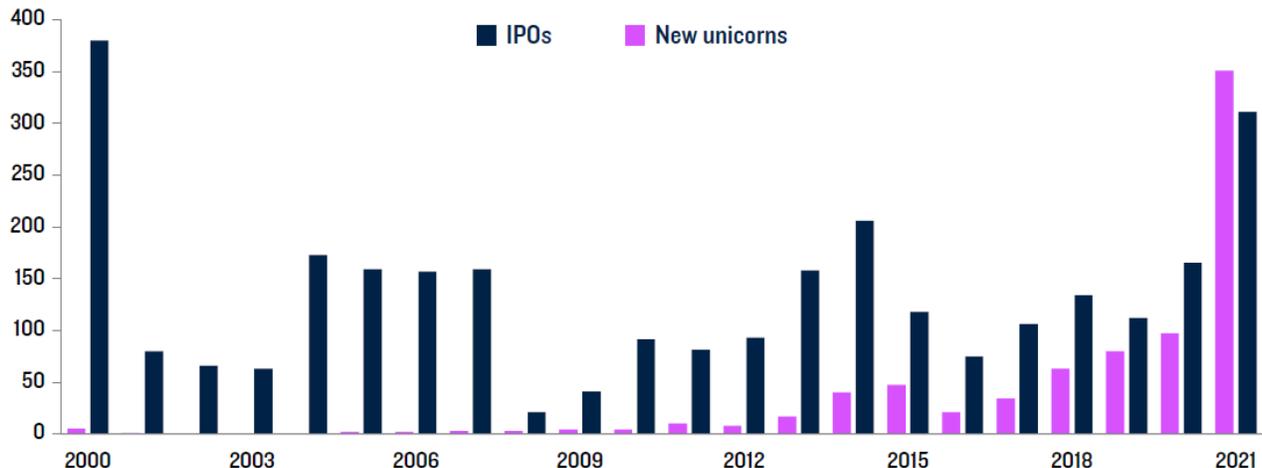
22, 23

## 4. 企業は長期にわたって非公開市場にとどまっている

上場企業では、近年、設立から長い期間が経過してから上場する傾向が高まっており、過去10年間で、米国の株式公開時の創業年数の中央値は、以前の2倍以上の11年となった。プライベート・エクイティに支援された企業が、より長く非公開市場にとどまるケースが増えていることが主な背景と見られる。かつては、ある程度の成長資金を得るためには、株式公開が必須だったが、近年では、上場企業数が減少しており、市場関係者や経済学者の悩みの種となっている。ドットコム・バブルの後、上場企業数は安定していたが、資金調達手段が多様化したことにより、株式公開の必要性が激減したと考えられる。例えば、ベンチャーキャピタルは、2013年から6倍に成長し、レイトステージの投資（シリーズC以降）の割合が、全投資資金の約半分から3分の2以上に増加している。<sup>24</sup>

**図表5：2021年にユニコーンの数がIPO件数を上回る**

ユニコーンの年間新規公開件数とIPO件数



出所：World Federation of Exchangesの情報よりPGIM作成

注記：NYSEとNasdaqの新規上場企業で、SPACを除く。ユニコーンは評価額10億ドル超の未公開企業と定義

ベンチャーキャピタルやその他のプライベート投資で、未上場企業を10億米ドルの評価額にすることは、「ユニコーン」という呼び名が示すように、かつては非常に珍しいことだったが、現在では、当たり前のことになっている。2021年には、ユニコーンの数が米国のIPOの数を上回った（図表5）。

多くの欧米企業は、開示要件が増え、負担が増えたと感じている

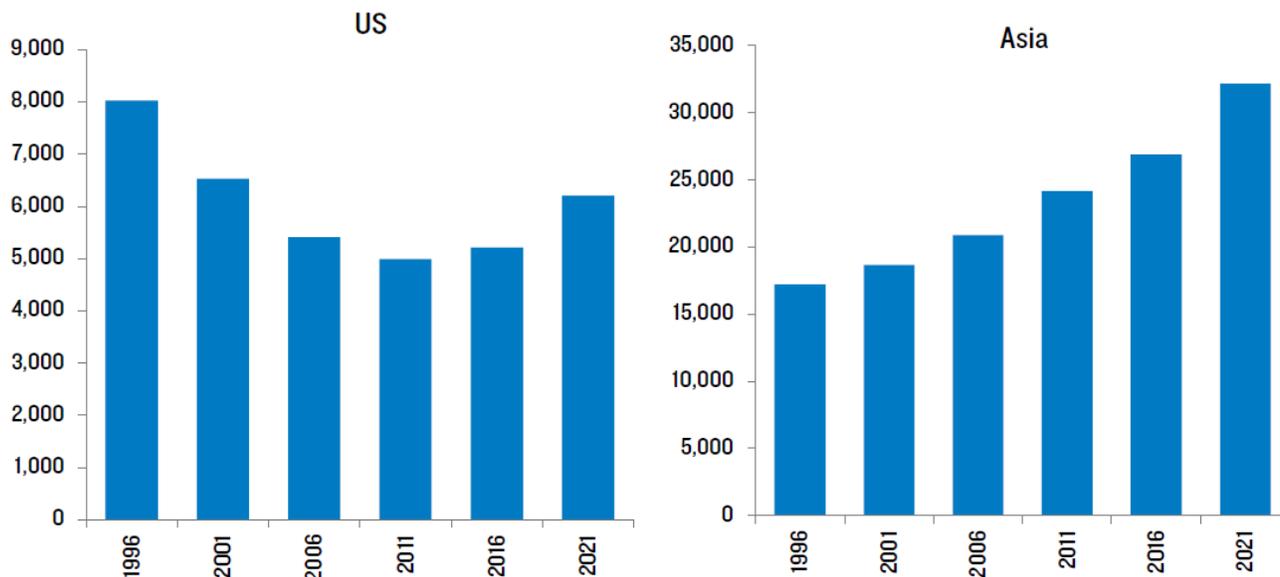
企業にとっては、かなりの流動性が必要または、多額の資金が必要になるまでは、パブリック市場の利用を迫る圧力が少なくなっている。この傾向は、プライベート市場で、資本が調達しやすい環境により、もたらされている。プライベート市場全体で3兆米ドルを超えるドライパウダー（待機資金）が存在するため、企業は資金調達先を決定する際に、戦略に集中できる。<sup>25</sup> さらに、欧米企業の多くは、定期的な開示義務や決算報告に対する要件強化が大きな負担

だと感じている。2000年代初頭の一連の世界的な会計不祥事を受けて、いくつかの国が上場企業に対して、より詳細な開示と報告義務を課している。例えば、米国では、サーベンス・オクスリー法が施行され、上場企業に対する監査やその他の要件が厳格化された。米国企業が用意すべき追加コストは年間200億米ドルを超えており、中小企業にとって株式公開は大きな負担になるとみられる。<sup>26</sup> 一方、アジアにおいては、プライベート市場を通じた資金調達手段が限られていることもあり、過去15年間で株式公開企業の数は極めて順調に増加している（図表6）。

## プライベート市場は、システムック・リスクにどのような影響を与えるのか

世界金融危機以降、規制が強化された銀行システムの外側で広がってきたプライベート市場の拡大が、金融システムや経済全体の安定やシステムック・リスクにどのような影響を与えるのかを注視する必要がある。<sup>27</sup>

**図表6：米国の上場企業数の減少、アジアのIPOブーム**  
上場企業数



出所：World Federation of Exchangesの情報よりPGIM作成。注記：数値は国内・海外の上場会社数を含む。

銀行システムの外側で行われる融資には、定期的な報告義務や資本要件が少なく、リスクの所在や、資本が十分かどうかを評価することが非常に難しい。<sup>28</sup> そのため、政府、規制当局、クレジット市場のアナリストは、金融システムにおけるレバレッジの増加（買収した企業やファンドに組み込まれたもの）が持続不可能か、新たな脆弱性を生み出す可能性があるかを見極めることが難しくなっている。これは、プライベート・クレジットが景気循環的なリスクを取っていることや、世界のマクロ環境が悪化していることを考えると、なおさらである。<sup>29</sup>

一方、信用リスクを少数の「大きすぎて潰せない」商業銀行から、より広範な関係者に分散させることで、システミック・リスクが軽減され、小規模で革新的な新興企業への投資機会が拡大する可能性がある。また、プライベート市場における融資は、商業銀行よりも迅速で安定した資金源となる可能性がある。こうした投資機会を活用する投資家は、これまでは、長期投資を前提とした年金や保険会社であった。経済的・財政的な苦境が極限に達した場合でも、プライベート市場にお

ける債権者は、大手商業銀行や国有銀行よりも、迅速かつ果断に行動することができる。

現在のプライベート・クレジット・ファンドは、2000年代半ばのシャドウバンクとは根本的に異なる

投資家にとって、プライベート市場におけるシステミック・リスクを理解することは重要である。第一に、現在のプライベート・クレジット・ファンドは、2000年代半ばのシャドウバンクとは根本的に異なっている。世界金融危機におけるシャドウバンクの破綻は、主に「短期で借り、長期で貸す」というビジネスモデルの脆弱性によるもので、コマーシャルペーパーで資金を調達し、流動性の低い長期資産に投資していた。金融危機の際、多くの投資家が資金を一気に引き揚げたことが、シャドーバンキングシステムには大きな負担となった。

まさに古典的なファンドの暴走であった。流動性の高い中央銀行の資産にアクセスできず、流動性と満期のミスマッチがシャドウバンクを疲弊させ、多くが崩壊したのである。<sup>30</sup> 現在のプライベート・クレジット・ファンドでは、短期資金への依存度ははるかに低い。流動性の低い資産に見合ったクローズドエンド型ファンドの資金源を確保することで、「ファンドの暴走」は起こりにくくなっている。

第二に、プライベート・クレジット・ファンドは、一部のリスクを適切に管理していると見られるが、根本的な信用リスクは依然として残っているため、投資家は十分に精査する必要がある。複数のクレジットサイクルを通じて景気後退を乗り越え、ワークアウト、資産の減損、回収に大きな経験を有しているファンドもある。

一方、プライベート・クレジットに比較的新しく参入した企業は、強気相場での経験しかなく、異なる相場展開で振り回されてしまうリスクが想定される。

プライベート市場を取り巻く大きな変化は、債券や株式市場だけでなく、機関投資家のポートフォリオ全体にわたって、大きな変化をもたらしている。

第2章では、クレジットに焦点を当て、プライベート・クレジット市場の広がりと複雑性、機関投資家が注目すべき投資テーマについて考察する。

## 第2章

# 活用が広がる プライベート・クレジット



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

EXPLORE CHAPTERS

1

2

3

4

# 02

## 第2章

# 活用が広がるプライベート・クレジット

第1章で紹介した景気循環的・構造的な変化は、世界金融危機後にプライベート・クレジット市場を著しく深化・拡大させることにつながった。かつては、私募債や保険会社が組成する不動産担保ローンなど、一部の分野に限られていたが、その範囲は劇的に拡大した。

現在のプライベート・クレジット市場には、多様なセグメント向け融資、より広範な不動産債務、音楽使用料や訴訟ファイナンスなど無形資産を担保にしたものも含む、広範な資産担保ローンが存在する（図表7）。また、幅だけでなく規模も拡大している（図表8）。

今後は、3つのトレンドが数年にわたりプライベート・クレジット市場を形成し続けると考えている。

### 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、銀行は企業向け融資のシェアを大きく落とした。バーゼルIIIの導入に伴う規制改革により、

銀行の競争力は低下し、中小企業向け融資やリスクの高い案件に消極的になっている。<sup>31</sup> 例えば、米国レバレッジド・ローン（プライベート・エクイティのバイアウトに関連していることが多い）に占める銀行のシェアは、2009年の30%から2021年には16%へと半減している（図表9）。

銀行が広範なシンジケートローン市場から撤退したことで、担保付融資証券（CLO）やプライベートのダイレクト・レンディング・プラットフォームがプライベート・エクイティのバイアウト向けに融資を行う機会が増えている。これはスポンサード・レンディングと呼ばれる。1980年代のスポンサード・レンディングは、かつて高利回り債券市場の領域であり、急増するレバレッジド・バイアウト（LBO）の資金調達に利用されていた。<sup>32</sup> その後、スポンサード・レンディングは、商業銀行や広範なシンジケートローン市場に定着していった。

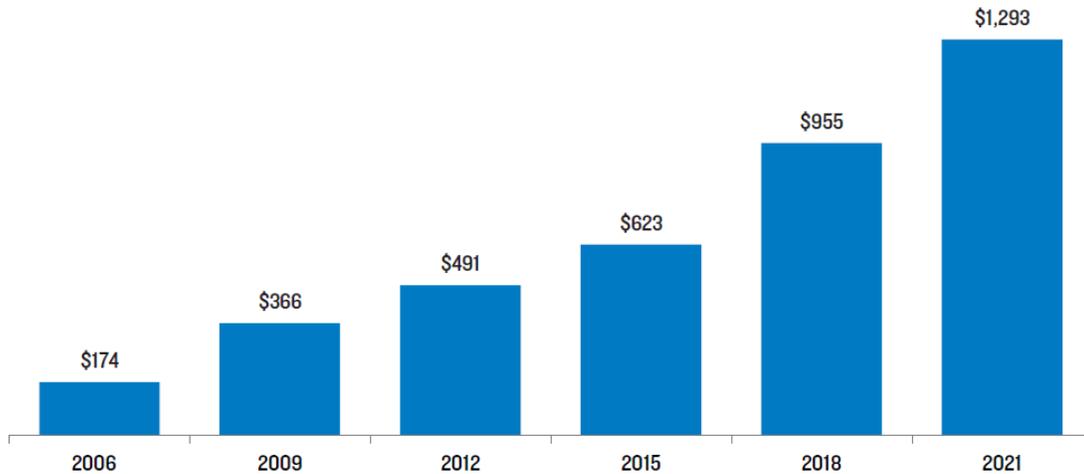
図表7：プライベートクレジットの概要



出所：PGIMのテーマ別リサーチに基づく

### 図表8：プライベート・クレジットが活発化

純資産価値とドライパウダー（待機資金）の合計、10億米ドル



出所：PGIM

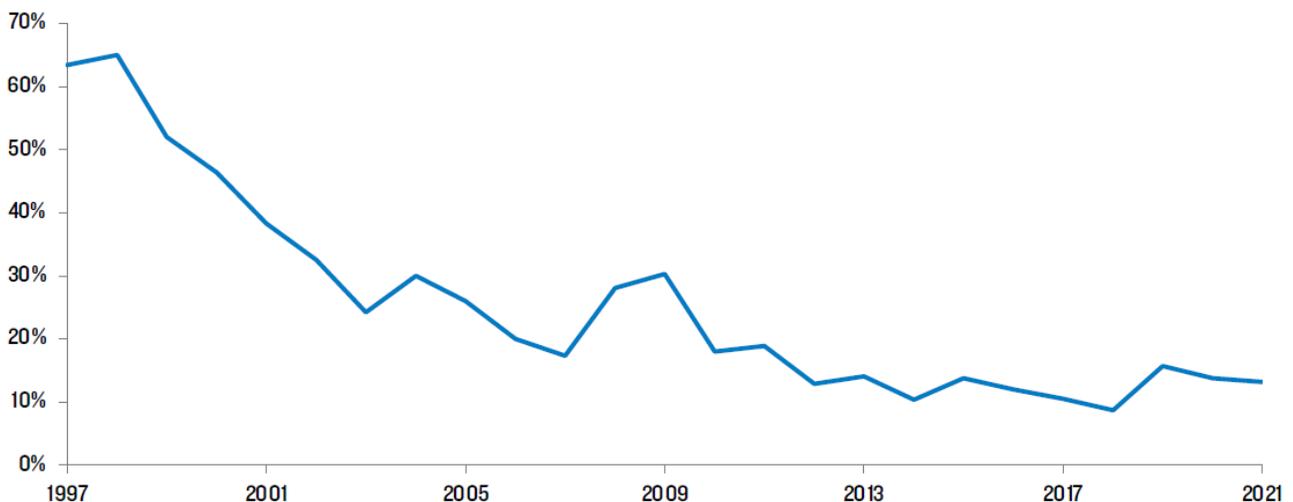
銀行がレバレッジド・ローン市場から撤退する中、プライベート・クレジットがその穴を埋め続けることになる。プライベート・クレジット・ファンドからの直接融資（ダイレクト・レンディング）は、2006年の100億米ドル未満から2021年には4000億米ドル超に拡大した。<sup>33</sup>

最大手のクレジット・ファンドは、レバレッジが高く、十分な資金を持っているため、競争は非常に激しくなっている。

プライベート・エクイティが市場規模を拡大し、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（図表10）。<sup>34</sup> スポンサー案件のローン市場が深化し、多くの資本が参入するにつれ、大型発行のレバレッジド・ローンは、大規模なプライベート・クレジットの絶好の投資機会となっている。規模の拡大により、大規模なプライベート・エクイティが恩恵を受けている。

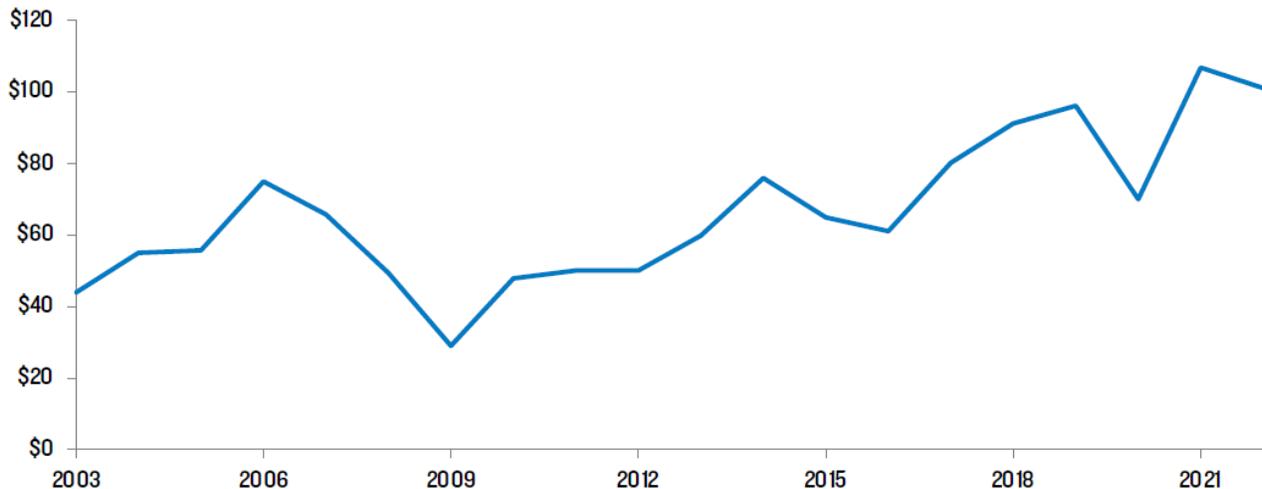
### 図表9：銀行の企業向け融資からの撤退

米国レバレッジド・ローン市場における銀行のシェア



出所：レバレッジド・コメンタリー & データ

**図表10：レバレッジド・バイアウト（LBO）の規模が拡大**  
世界のLBO案件規模（中央値）、百万米ドル



出所：PGIM

資金調達規模が膨らむと、規模の経済とプロセスの標準化によって効率化を図るビジネスモデルを持つ、大規模なプライベートレンダーに有利となる。この傾向は、一つの借り手が優先債務と劣後債務を一つのトランシェにまとめたローンの案件数にも表れている。<sup>35</sup> この「ユニットランシェ」の四半期当たり発行額は、5年前の約30億米ドルから、2021年には200億米ドル超にまで急増した。<sup>36</sup> さらに、プライベート・エクイティは、官僚的で柔軟性に欠けるレバレッジド・ローン市場よりも、プライベート・クレジット市場の貸し手の柔軟性、スピード、適応性を好む傾向にある。<sup>37</sup>

世界金融危機以降、米国の  
レバレッジド・ローンに占める  
銀行の割合は30%から16%に低下

## 2. 機関投資家の投資対象として成長する実物資産債券

現在のプライベート・クレジットは、企業に対して直接組成されたシニアローンや劣後ローンを想起させる。しかし、過去10年でみられた商業銀行の撤退は、不動産やインフラなど他の融資にも大きな影響を与えている。

## 不動産

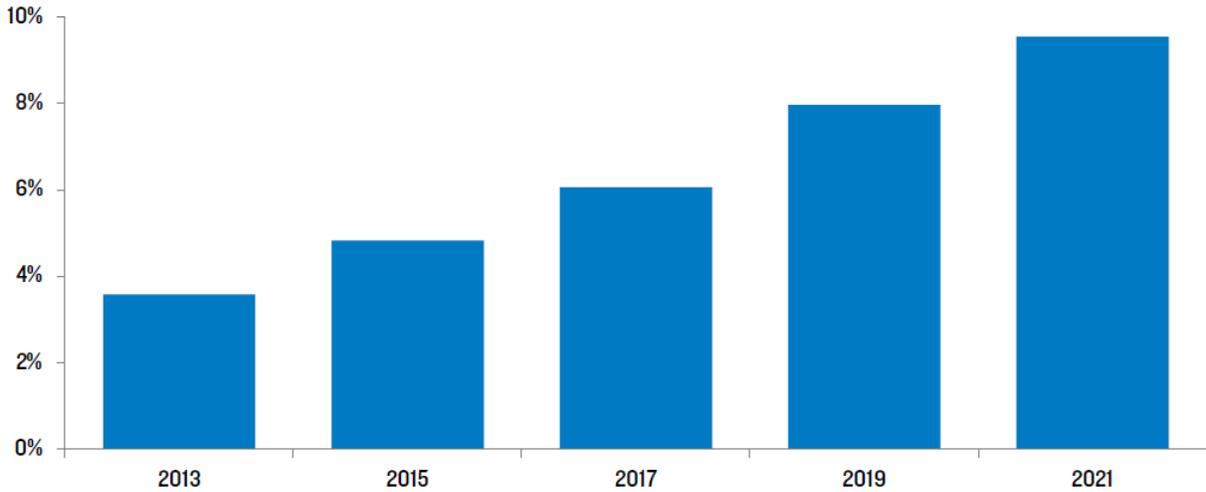
かつて不動産への融資は、銀行、生命保険会社、一部の年金の領域であった。生命保険会社は、保守的な「コア」不動産、つまり、一等地にあり、空室率が低く、質の高いテナントが入居している一流不動産に投資することが多かった。このような不動産は、生命保険会社にとって数十年にわたり、安定した収入源、利回り源として機能してきた。

一方、銀行は歴史的に、コア不動産だけでなく、土地開発、ビル建設、劣後債など、よりリスクの高い分野への投資にも積極的だった。世界金融危機後に登場したバーゼルの枠組みは、この分野の資本配分の力学を変化させた。具体的には、銀行はコア不動産への融資をほぼ維持しているが、バーゼルIII基準の導入に伴い、不動産クレジット市場などのよりリスクの高いセグメントへの投資を削減している。

不動産融資における規制の影響は、バーゼル規制の導入が最も進んでおり、ノンバンクがシェアを伸ばしている英国のような市場で最も顕著に現れている（図表11）。米国では、商業銀行もリスクの高い不動産融資から撤退している。しかし、欧州は米国や英国に比べ、導入が大幅に遅れており、銀行が依然として不動産融資の中心となっている。<sup>38</sup>

### 図表11：英国のノンバンクがシェアを拡大

英国ノンバンクの商業用不動産向け融資のマーケットシェア



出所：ベイスビジネススクール、PGIMリアルエステート

銀行がリスクの高い不動産を手放し、新たなプライベート・クレジットが参入している地域もある。ノンバンクのインフラデットファンドによる資金投入は世界的に急増しており、8年間で2倍以上の規模になっている（図表12）。

### インフラ

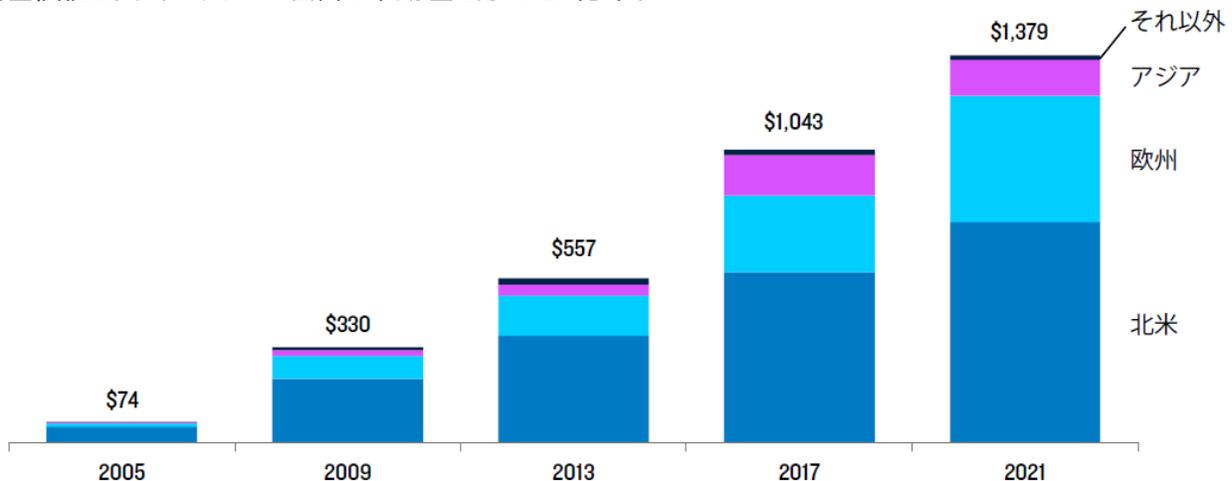
機関投資家によるプライベート・インフラファンドへの出資規模は、安定的かつ多様なリターン源泉を追求するニーズの拡大を受け、過去10年間で急拡大している。

再生可能エネルギーへの移行は、今後もインフラへの投資機会を大きく拡大させるとみられる。

国際エネルギー機関では、2050年までにネットゼロを達成するためには、100兆米ドルを超えるインフラ投資が必要になると試算している。<sup>39</sup> 再生可能エネルギーの発電、送電、蓄電に加え、太陽光発電の断続性の問題（継続的な利用やオンデマンドの利用ができない）など、再生可能エネルギー普及に伴う障害を取り除く、新技術の開発と普及に、多くの資金調達ニーズがある。

### 図表12：実物資産において拡大するプライベート市場

純資産価値とドライパウダーの合計、不動産を除く、10億米ドル



出所：PGIM

注記：石油・ガス、金属・鉱業、木材、農業、インフラに投資するプライベート・エクイティおよびクレジット・ファンド

意外かもしれないが、従来型の石油・ガスにおける「環境に優しい」分野にも、環境への配慮を志向する投資家にとっての投資機会があるかもしれない。

化石燃料が長期的には枯渇していくことが避けられない中、排除的なESGアプローチによって投資家が高炭素資産への出資から手を引いているが、これらの資産には希少価値が高まっている可能性がある。<sup>40</sup>

従来は銀行が組成し、公開市場を通じて流通していた案件が、プライベート・クレジットにシフトしつつある

### 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

世界金融危機は、特殊な資産担保金融の世界も変えた。第一に、サブプライム問題により証券化市場が崩壊し、プライベート・キャピタルやノンバンクがより大きな役割を担うようになった。第二に、金融危機を契機とした銀行に対する規制変更は、銀行に対してリスク資産の圧縮を求める大きな圧力となり、銀行は優良な担保を持つ優良な借り手に対する融資に焦点を絞るようになった。多くの専門機関が破綻し、銀行が証券化市場から撤退したことで、資産担保融資において、機関投資家からの資金調達が増加している。また、証券化商品の専門知識が豊富なプライベート・クレジットとパブリック債券運用会社が、資産担保融資の空白を埋めるべく参入している。

ABS市場は大きく分けて、設備系ファイナンス、消費者金融、その他の複雑な（“esoteric”）担保の3つのセグメントに分けられる。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、発行体が、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、厳選さ

た投資家からの投資を募るようになってきている。例えば、多くの保険会社は、メザンCLOのトランシェについて、同格の社債やローンよりも有利な提案を受けている。<sup>41</sup>

今後は、知的財産、棚卸資産、売掛金、エンタープライズ・コンピューティングなど多様な資産を裏付けとする複雑なABSが、大規模な資産クラスとして台頭してくる兆しがある。これらのABSでは、投資家が公開市場経由でなく、オリジネーターと直接取引することが増えるとみられる。

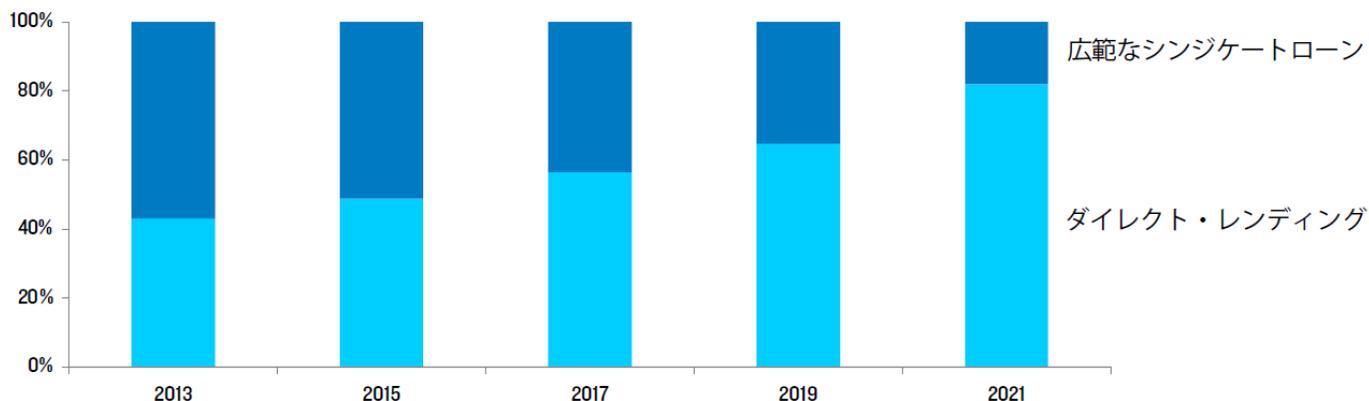
また、投資家は、従来型の銀行やクレジットカード会社を凌駕しつつあるフィンテック企業の動向を注視している。<sup>42</sup> ピアツーピアレンディング、ポイント購入クレジット、その他のデジタル化された消費者向けクレジットの世界は急速に発展しており、景気後退時のパフォーマンスに関する不確実性はあるものの、新たな投資機会を提供している。アジアのCrowdoやManeo、欧州のMintoやKlarna、米国のLending Clubなどのデジタルベースの金融業者は、個人や中小企業に融資や信用供与を行っている。これらは、フィンテック・プラットフォームによって組成・アレンジされ、AIによる引き受けやリスク管理のアルゴリズムによって規模を拡大しつつある。また、これらのビジネスは、プライベート・キャピタルに依存することが多く、この種の消費者クレジットは証券化の新たな領域となり得る。

## 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

パブリック市場とプライベート市場の境界線は、ますます曖昧になってきているが、プライベート・クレジットも例外ではない。魅力的なプライベート・クレジットにおける投資機会は、伝統的なクレジット・ファンドや流動性が低くロックアップ期間の長いドローダウン型のファンドにおける同等の格付けの公社債との接点に、しばしば見出すことができる。

**図表13 : BDC \*はダイレクト・レンディングにシフトしている**  
BDCのポートフォリオ構成



出所 : Leveraged Commentary & Dataの情報からPGIM作成

\*新興・中小企業の事業開発などをサポートする投資会社でクローズドエンド型のファンドの形態を取る

例えば、米国BDCは、プライベート・エクイティが支援する企業に対して直接融資（ダイレクト・レンディング）を行うなど、より積極的なアプローチを取っている（図表13）。このような投資ビークルの利用が増えることで、一般的な投資家の資金がプライベート・クレジットの組成に使われることが可能になるのである。

ダイレクト・レンディングにおける資金調達が大規模になっていることにより、プライベート・クレジット会社は、かつてパブリック市場で資金調達されていた分野に進出している。例えば、歴史的に広範なシンジケートローン市場で資金調達が行われてきた大規模な企業の負債調達案件を、プライベート・クレジット会社が入札し、落札するケースが増えている。<sup>43</sup>

このように、プライベートとパブリックの信用機会が交錯するようになったことにより、投資家は債券投資を幅広く注視する必要がある。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かもしれない。例えば、同一企業のローンの一部は、シンジケーション、CLO、あるいは私募ファンドで利用される可能性がある。同様に、消費者向けクレジットカード会社は、その債権を銀行のプラットフォーム

を通じて証券化し、クレジット機関によって格付けされ、パブリック市場で広く流通させることができる。また、同じクレジットカードの債権をプライベート・クレジット・プレーヤーがABSにパッケージ化し、複数のクレジット・ファンドに販売することも可能である。どのような仕組みであれ、原債権の流動性が高まっているため、パブリック・クレジットとプライベート・クレジットに別々に分散投資するメリットは少なくなっていくかもしれない。

プライベート・クレジットからのダイレクト・レンディングは、2006年の100億米ドル未満から、現在では4000億米ドルを超えるまでに成長

## 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・エクイティの成長により、スポンサー案件の融資はダイレクト・レンディングの70%以上を占めるようになってきている。<sup>44</sup> しかし、企業向け融資の魅力的な投資機会は、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。ただし、これらの案件へのアクセスは、難しい場合が多い。

米国と欧州には、数十万社の中堅企業が存在する。<sup>45,46</sup> プライベート・エクイティ・ファームが関与している企業は、これらの企業の10%未満である。ノン・スポンサー案件の分野は、その他の膨大な数の中堅企業に対する融資で構成されており、資本が潤沢になっているとは言い難い。これらの企業の多くは、個人や創業家が所有するものであり、銀行融資に依存し、バランスシートはより保守的である。

ノン・スポンサーの中堅企業への投資機会は混みあっていないが、企業リスクや信用リスクは様々である。例えば、商品や顧客基盤の多様性に乏しい専任事業者もある。重要なことは、ノン・スポンサー企業を対象としたダイレクト・レンダーに、借り手を選別する能力があることである。このため、この分野のダイレクト・レンダーは、これらのリスクを特定し、軽減することに秀でていることが特に重要である。

## ノン・スポンサーの中堅企業への投資機会は限られている

この分野に興味のある投資家は、企業のいくつかの重要な特徴を見極める必要がある。第一に、ニッチ産業のリーディング・プレイヤーである企業（例：地方で支配的なサプライヤー）を探すべきである。このような企業は、プライベート・エクイティ投資を呼び込むには十分な成長機会を提供できないかもしれないが、潤沢なキャッシュフローは、ダイレクト・レンダーにとって非常に魅力的である。

第二に、ダイレクト・レンダーにとって理想的なのは、規模や方向性において銀行が融資しにくく（おそらく銀行のリスク許容範囲を超えた成長資金を求めている）、上場を伴う資本市場を利用したくないと考えている企業である。このような市場では、相対的に資金が不足している。オーナーとの関係を構築し、事業戦略を理解し、オーダーメイドの引き受け条件（特殊なコベナンツとカスタム条件）に取り組む意欲のあるダイレクト・レンダーは、魅力的な負債調達策を生み出すことができる。投資家は、ノン・スポンサーの領域で、オーダーメイドの案件を調達するための幅広いネットワークと、これら

の取引を実行するための引受とクレジットの専門知識を持つプラットフォームを探し求める必要がある。また、複数のクレジット・サイクルを通じて、堅調なトラックレコードを持つ経験豊富なチームは、より一貫した投資パフォーマンスを提供し得るだろう。

## 3. エネルギーインフラは独自の投資機会を提供

化石燃料は、いずれは環境に優しいエネルギー源にシフトするものの、この移行には何十年の月日を要するとみられる。風力や太陽光を利用したエネルギー資源が世界の需要を十分に満たすようになるまでは、石油や天然ガスのシェアは徐々に減っていくものと思われる。<sup>47</sup>

従来型のエネルギー分野では、プライベート・エクイティ・ファームは、大手・中堅企業の案件に焦点を絞っている。この分野は資本が潤沢であり、スポンサー案件の融資市場で資金を調達する上での問題はほとんどない。しかし、多くの中小エネルギー企業は、このような資本プールを利用することができない。加えて、地方銀行や商業銀行も、中小企業への融資にはあまり積極的でなく、より大手にフォーカスしている。<sup>48</sup> 北米の従来型エネルギーのこの分野は資本が乏しいことから、ダイレクト・レンダーは価格や条件にある程度の影響力を持つため、興味深い投資機会を提供している。

石油やガスの探査や掘削の初期段階は、多くの場合、株式で資金を調達するが、予備調査で掘削に最適な地域が確認されると、エネルギー関係者は、より低リスクで資本集約的な次のステージのために、しばしば債券市場に目を向ける。<sup>49</sup> この種の間接ステージにある掘削井は、実績のあるキャッシュフローと実態のある担保を提供することができ、信用力の高い案件となる傾向にある。

保守的な条件で引き受けた債務（低レバレッジ、シンプルな資本構造、既知の埋蔵量に基づく融資）は、より環境に優しい従来型エネルギー企業への投資と相性がよいESG志向を持つ投資家にとって、魅力的な投資機会を提供できる可能性がある。さらに、メザニン債は、実績あるキャッシュフローに基づいた魅力的なクーポンや、資産のロイヤルティやワラントという形での付加的なリターンを提供し、ひいては投資家に確かなインフレ対応手段をも提供し得る。

## 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

かなり特殊性の強いニッチな特定貸付債権が登場しているが、クレジットのスコアリング・モデルをはじめとした検証は終わっていない。例えば、過去10年で、個人や中小企業に無担保で融資を行うフィンテック融資プラットフォームが急増している。これらの多くは、ローンをABSとして証券化し、投資家に販売するというビジネスモデルを持っている。しかし、これらの新しいクレジットを支える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、これらの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。

新しいクレジットとしては、オンライン・ショッピングサイトで広がっているAfterpayやAffirmのような後払いモデルや、決済サービスプロバイダーからのマーチャントキャッシングなど、様々な種類がある。これらの多くは、AIを活用したアルゴリズムで信用リスクのスコアリングを行っているが、こういったサービスが始まってから日が浅く、景気後退や実際のデフォルト・サイクルを経験したケースはかなり少なく、これらのスコアリング・モデルやビジネスが問題となったことはほとんどない。

世界的にインフレが高進し、経済成長が鈍化する中、今後は、一部の融資ビジネスやそのクレジット・スコアリング手法が試されていくことになる。すでに、一部のABS発行者の資金調達コストの上昇や、ビジネスモデルの実行可能性に対する投資家の懸念が顕在化している。<sup>50</sup> データサイエンスとアルゴリズムによるフィンテック・アプリケーションに依存してきた他の分野（例えばピアツーピアレンディングやマーチャントアドバンスなど）も、困難なマクロ経済環境下で試されることになる。

対照的に、例えばCLOやCMBSなど、従来型のストラクチャー商品のシニア・トランシェは、より検証されたクレジット・モデルやストラクチャーを提供している。今日、これらの証券化商品には、以前と同じ借手が多く含まれているが、多くの場合、プライベート・キャピタルで資金を調達し、銀行の外で組成されている。米国や欧州のCMBSやCLOのシニア・トランシェには、クレジット・

サイクル全体を網羅するパフォーマンス実績がある。マクロ環境が厳しさを増す中、こうした試行錯誤を経た構造は投資家にとって妙味があるかもしれない。

さらに、これらの証券化商品は、同等のローン商品よりも潤沢な流動性を提供し、資本優遇措置とリスク調整後リターンを提供できる可能性がある。<sup>51</sup>

世界的なインフレ高進で、  
新たな融資ビジネスが、  
かつてないほど試される

## 5. 住宅セクターは不動産の中で根強い人気がある

経済や市場に対する不透明感が増す中、不動産投資家の中には、デレーションの短縮化やクレジットの質の引き上げなど、戦術を見直す者も出てくるだろう。しかし、戦略的な観点からは、不動産の長期的な構造テーマに焦点を当てるべきであると考えられる。このようなテーマは、経済サイクル全体を通じて持続する可能性が高く、市場環境や価格水準に応じて、債券投資と株式投資の双方を検討することが重要である。

構造テーマの一つが、マルチファミリー住宅への移行である。世界の主要都市では、個人住宅の価格が高騰しており、多くの家庭にとって持ち家は手が届かなくなっている。その結果、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きている。さらに、新型コロナウイルスの大流行以来、一人暮らしを希望する人が増え、世帯数が急増している。<sup>52</sup> このような流れは今後も続くと考えられ、不動産投資の魅力的な投資機会が継続的に生み出されるとみられる。

マルチファミリー賃貸住宅には、経済成長が減速し、インフレが高進する中、債券投資家にとって特に魅力的な特性が備わっている。経済成長が鈍化する中でも、住宅投資における収益は、住居に対する安定的な需要と、大都市の安価な居住空間に対する旺盛な需要の両方に支えられている。

さらに、賃貸住宅は、通常は毎年価格が見直されるため、ある程度のインフレ対策にもなる。

賃貸市場が確立している米国では、特にニューヨーク、ボストン、ロサンゼルスなどの沿岸部で投資機会が豊富で、稼働率も賃料もパンデミックの低下から回復しつつある。

住宅価格の上昇は、他の国・地域においてもみられる。例えば、アジアの主要都市では、住宅価格が10年以上にわたって所得の伸びを上回っているため、現在では購入しにくい価格帯にある。<sup>53</sup>

これにより賃貸支出は急速に伸びており、この傾向は今後も続くと予想されている。メルボルンやシドニーといったオーストラリアの主要都市では、今後10年間で賃貸市場の規模が2倍になると予測されている。<sup>54</sup>

欧州では、フランス、ドイツ、イギリスの3大経済大国全体で、2015年以降、住宅価格が年率6%で上昇しており、インフレ率をはるかに上回っている。ロンドンやマンチェスターといった英国の都市における需要は旺盛で、家賃の規制が厳しくないため、特に魅力的な投資機会となり得る。

クレジット市場は、プライベート・キャピタル市場の半分程度に過ぎない。次の章では、レバレッジド・バイアウト、ベンチャーキャピタル、不動産直接投資、インフラ・エクイティといったプライベート・エクイティ市場の新しいダイナミクスを取り上げ、長期投資家の隠れたリスクと新しい投資機会を見極めるためのヒントを紹介する。

## 第3章

# 新たな局面を迎える プライベート・エクイティ



プライベート・エクイティの投資対象は、  
LBOにとどまらず、不動産直接投資、  
インフラ、セカンダリーなど多岐にわたる

EXPLORE CHAPTERS

1

2

3

4

# 03

## 第3章

# 新たな局面を迎えるプライベート・エクイティ

多くの人は、プライベート・エクイティと聞くと大規模な企業買収を想像するかもしれない。LBOは依然として最大のセグメントであるが、プライベート・エクイティ市場は過去20年で飛躍的に成長し、現在では不動産直接投資、インフラ・エクイティ、セカンダリーなど、より多くの分野が含まれている（図表14、15）。

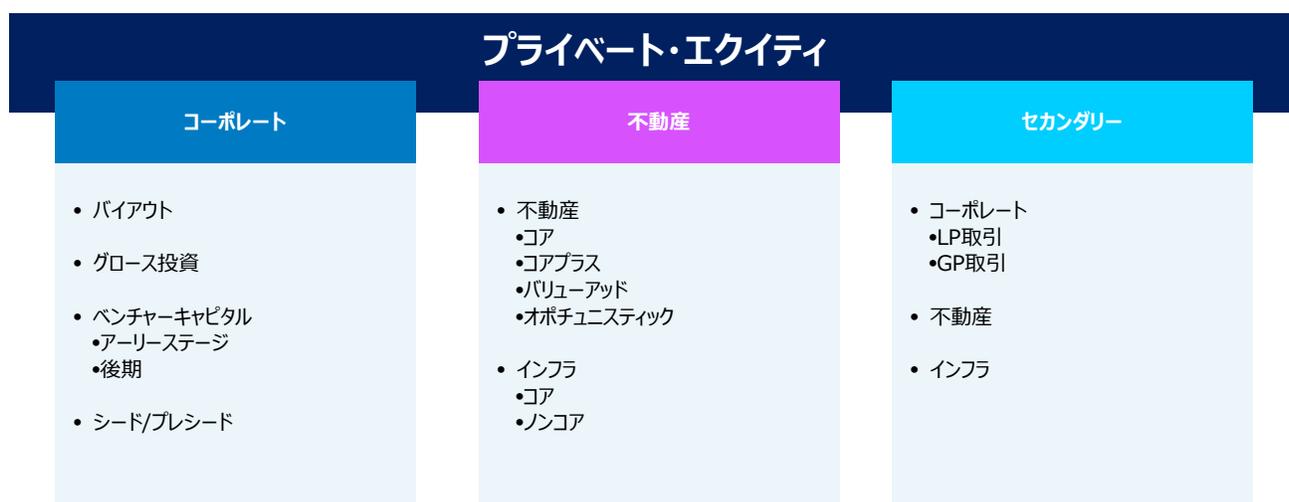
過去15年間、低金利環境下での安定した経済成長に加え、バリュエーションの上昇が、プライベート・エクイティ市場にとって、理想的なマクロ環境を作り上げてきたことに疑いの余地はないだろう。ただし、昨今の環境変化により、ポートフォリオと運用者は試練に立たされることになる。しかし、今後数年間がどのように推移するかに関わらず、いくつかの要因により、プライベート・エクイティ市場は進化していくとみられる。

LBO案件の規模は、1億米ドルと過去10年間で2倍以上に拡大

## 1. 待機資金と取引規模は過去最高を記録し、プライベート・エクイティの先駆者らが有利な立場に

過去最高の8700億米ドルの投資可能額を背景に、プライベート・エクイティ業界全体で取引規模が拡大している。<sup>55</sup> このような取引規模の拡大は、プライベート・エクイティ業界全体に見られる。ベンチャーキャピタルに関しては、ユニコーンがもはや神話的存在ではなく、ありふれた存在になりつつある。また、LBOにおいては、取引規模が2011年の4800万米ドルから2021年には1億100万米ドルと2倍以上に増加している。

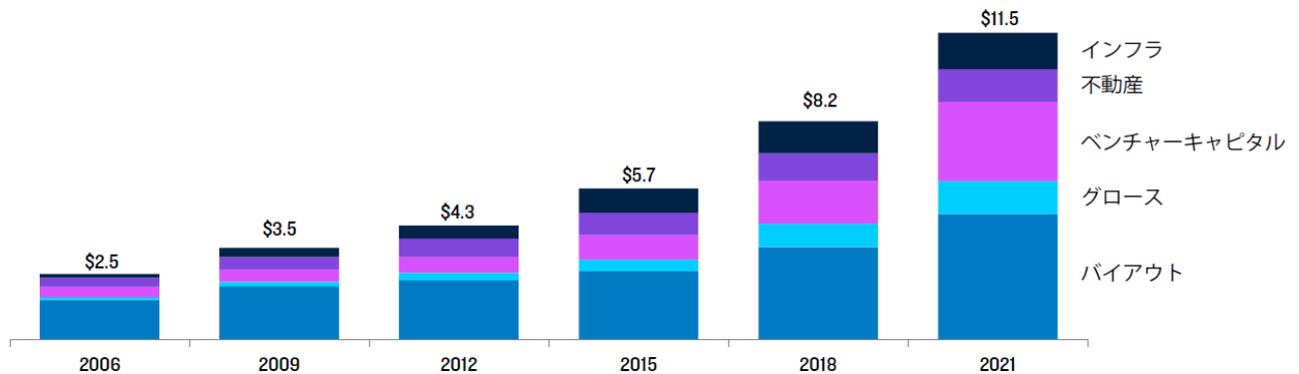
図表14：プライベート・エクイティ市場の概要



出所：PGIM テーマ別リサーチ

### 図表15 : プライベート・エクイティ資産残高は過去10年で増加

純資産価値と待機資金（待機資金）の合計、実物資産を含む、1兆米ドル



出所：PGIM

その結果、プライベート・エクイティ・ファームは、1990年代の純粋なレバレッジド・バイアウトから、株式、クレジット、不動産、インフラなどに広がり、時には相互に関連した利益を持つ多様なプライベート・オルタナティブ・コングロメリットへと発展してきている。

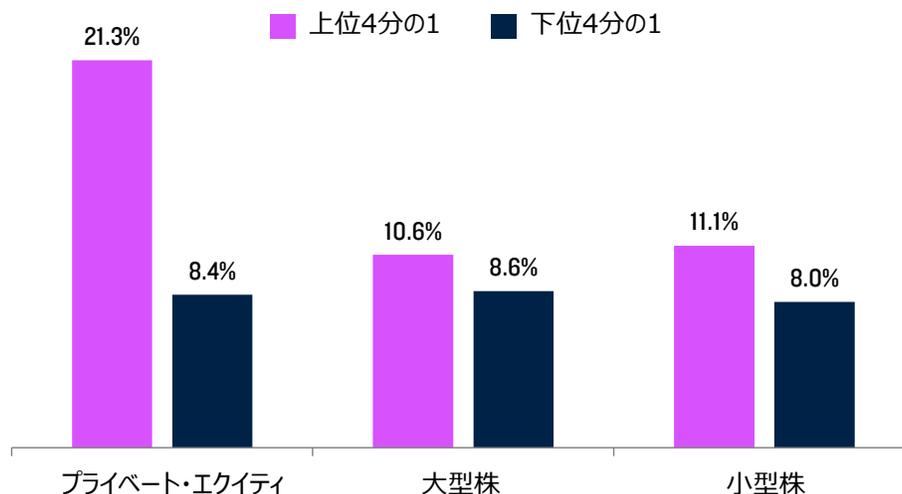
とりわけ、5大プライベート・エクイティ・ファームの運用資産は、過去10年間で200%以上増加して2兆1000億米ドルとなり、世界のほぼ4分の1のシェアを占めた。長期の運用実績、低いキーパーソンリスク、グローバルなリレーション、大口投資家のニーズに応えられる運用

能力など、プライベート・エクイティ市場では先行者メリットが多く、新たな参入者にとっては、厳しい環境となっている。

最近の調査では、新興のプライベート・エクイティ・ファンド（1、2、3号ファンドの調達者）は、より確立されたファンド（4号ファンド以上の調達者）よりも、中央値リターンが低く、ボラティリティが高かった。<sup>56</sup> その結果、投資家の新興運用会社に対する投資意欲は減退し、新興運用会社を支援する可能性が「より高い」と考える投資家は、わずか11%にとどまった。<sup>57</sup>

### 図表16 : プライベート・エクイティのリターンは格差が大きい

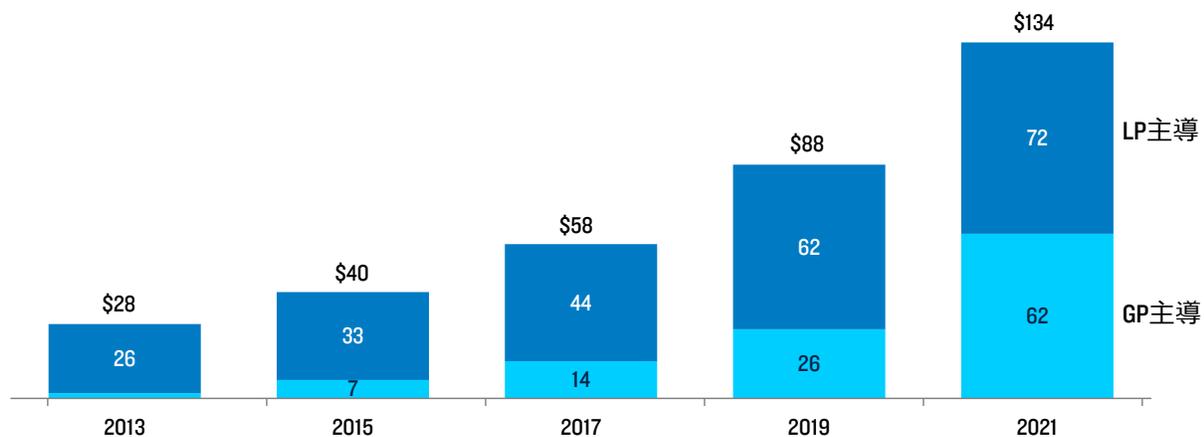
2004年以降の上位4分の1および下位4分の1のファンドのパフォーマンス



出所：eVestment、PGIM

注記：2021年12月時点の2004年から2017年までのヴィンテージのプライベート・エクイティ・ファンドの内部収益率。大型株、小型株はそれぞれ同カテゴリーの米国投資信託のデータ

**図表17：GP主導で進むセカンダリー市場**  
GPおよびLP主導の総取引量、10億米ドル



出所：グリーンヒルコジェント、グローバル・セカンダリーマーケット・レビュー2022上期

重要なことは、プライベート・エクイティ・ファンドのパフォーマンスは、競合ファンドを継続的にアウトパフォームする少数のファンドに大きく依存しているということである。このリターンの格差は、マネージャー選択の重要性を浮き彫りにしている。上位4分の1のファンドは、下位4分の1のファンドに比べて2倍以上の投資リターンを生み出している。このようなパフォーマンスのばらつきは、運用会社のパフォーマンスが中央値付近に集中している株式市場よりもはるかに大きい（図表16）。こうした傾向を踏まえると、米国だけでも18,000以上のプライベート・エクイティ・ファンドの統合が、今後進むと思われる。<sup>58</sup>

## 2. プライベート・エクイティのセカンダリー市場が深化

プライマリーのプライベート・エクイティ市場が成熟し、機関投資家のポートフォリオに占める割合が高まるにつれ、戦略的に配分調整を行う必要が出てくるなど、流動性が求められるようになってきた。プライベート・エクイティにおけるLP投資家の持分を、セカンダリーを専門とするファンドに売却する市場を作ることによって、このようなニーズに対応することが可能となる。セカンダリー市場での取引は、市場混乱期の流動性ニーズが一因であり、世界金融危機時にも取引量の急増がみられた。

セカンダリー市場が、ポートフォリオ運用に活用されるようになってきていることは、セカンダリーのシェアが2000年代前半の約2%から、5年間で5%を超えるまでに拡大していることから明らかである。<sup>59</sup>

セカンダリー市場は、  
ポートフォリオマネジメントに  
欠かせないツール

セカンダリー市場は、拡大するプライベート・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であることが証明されている。これは、目標とする配分への単純なリバランスから、戦略変更によるポートフォリオ全体の大きな調整まで様々である。一般的に、投資家はベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティ・ファンドが最終的に投資することになる企業の構成を知らない。従って、ファンドが資金を投入する際、投資家は特定のセクターや地域への偏りなど、様々な理由で配分の見直しの必要性を感じるかもしれない。

また、不安定な相場において、セカンダリー取引は流動性という選択肢を提供するだけでなく、割安な価格でリバランスができる機会を提供し得る。

セカンダリー市場は、純資産価値よりも割安な価格で取引されることが多いが、市場の不確実性が高まると、評価額と取引価格の間のギャップが拡大する。<sup>60</sup> これはLP投資家とセカンダリーファンドの双方にとって、割引率が高すぎる既存投資の組み入れを拡大する、あるいは需要の高い投資対象に魅力的なバリュエーションで投資するなどの投資機会が存在することを意味する。

セカンダリー市場では、スポンサー自身が重要な役割を果たすことが多くなっている。いわゆるGP主導の取引では、スポンサーは、既存の投資先企業の一つまたは複数を新しいファンドに移管することでファンドを再編する（公開買付け、継続ファンド、セカンダリーセールなどのいずれかによる）。<sup>61</sup> スポンサーは、投資から完全に撤退するのではなく、価値を最大化するための時間、資本、またはその両方を提供する。例えば、KKR は、収益を8倍に伸ばした Internet Brands を保有するために、継続ファンドで20億米ドル超を調達した。<sup>62</sup> こうした新しい取引は、スポンサーにとって投資先企業を管理するための魅力的なツールとなるため、GP主導の取引の割合が過去5年間で2倍以上に増え、セカンダリー取引全体のほぼ50%を占めるようになったのも不思議ではない（図表17）。

GP主導のセカンダリー取引は  
過去5年間で倍増し、  
セカンダリー取引全体のほぼ50%を占める

### 3. 最大手の機関投資家は、LPからGPに移行しつつある

プライベート市場への配分が多い機関投資家は、低い手数料を求めようになっている。一部の投資家は、直接投資や共同投資を通じて、魅力的なプライベート市場に投資しつつ、手数料を削減する方法を見出している。これらの取引は、従来のプライベート・エクイティ・ファンドの構造とは一線を画しており、GPは、権利と義務が平等な一握りのLP（通常は機関投資家）から資本を調達する。

現在、米国のカルパース、シンガポールのテマセク、カナダのCPPなど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いる。これらの取引においては、機関投資家に対等なパートナー、または単独投資家として構成されているため、手数料を下げることでより高い収益を得られる可能性が高まる。しかし、このような魅力的な条件を得るためには、大きな代償を払う必要がある。つまり、多額の資本を投じ、投資とそれに伴うリスクを直接管理するために相当な社内人材を確保する必要がある。

### 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

プライベート市場の中心は、長期的な資金供給が可能な機関投資家であるが、プライベート・エクイティ・ファームは、より持続的な資金を求めようになっている。これにより、資金調達への依存度を下げ、より長い投資回収期間の資産に投資することができる可能性があり、その選択肢が以下のように複数出てきている。

第一の選択肢は、保険会社を買収したり、提携したりすることである。アポロとアテネの合併やKKRとグローバル・アトランティックの合併はこの好例である。<sup>63,64</sup> プライベート・エクイティ・ファームにとって、これは次のようなメリットをもたらす。(1)資本を再投入する必要がない(2)超過収益を保険契約者に分配せず、スポンサーに帰属させることができる。<sup>65</sup> これらの利点から、プライベート・エクイティが所有する保険会社が増加傾向にある。10年前にはほとんど存在しなかったが、現在では米国の保険資産7.5兆米ドルのうち7%近くをプライベート・エクイティが運用している。<sup>66</sup>

第二の選択肢は、通常8年から12年の時間軸を持つ従来のクローズドエンド型ファンドではなく、恒久的な投資ビークルを採用することである。このような投資形態は、富裕層や個人投資家をターゲットにすることが多くなっている。例えば、ベンチャーキャピタルのセコイア・キャピタルは、2021年後半に立ち上げた恒久的な投資ファンドで最大200億米ドルを調達する見込みである。<sup>67</sup>

これらのファンドは、プライベート・エクイティ・ファームに継続的な投資資金を提供する一方で、ファンドの資産と負債の間の流動性のミスマッチに対処するため、投資家の解約流動性には一定の制約を付与している（通常、四半期あたり5%の引き出しに制限される）。

継続ファンドは、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し、その複雑性が増すにつれ、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。セカンダリー市場の規模の拡大は、プライベート・エクイティ市場の急激な成長と、企業がプライベート市場にとどまる期間が長いことの双方からもたらされている。また、リバランスを巡る課題は、ポートフォリオにおいて組み入れるアセットクラスの評価頻度の不一致によっても生じ得る。すなわち、市場全体の評価額の下落は、まずパブリック市場で反映され、資産配分が目標配分から乖離する可能性がある。これは"分母効果"とも呼ばれる。セカンダリー市場は、厳格な配分管理が必要な投資家にとって、重要なポートフォリオ管理ツールとなり得る。<sup>68</sup> このような流動性を提供できる買い手は、市場の不確実性が高い時に売却の必要があるときには利益を得ることができる。

セカンダリーファンドなどの買い手にとって、こうした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。<sup>69</sup> これにより、Jカーブ効果（プライマリーファンドによる資本投入の初期にリターンがマイナスになる現象）が抑制される可能性がある。また、セカンダリーファンドは、複数のプライマリーファンドに投資するため、投資先企業の数が飛躍的に増えることから、単一のプライマリーファンドよりも、幅広いプライベート・エクイティ市場への投資機会を提供できる可能性がある。

この点は、分散投資を求めるものの、複数のプライマリーファンドへの投資が難しい小規模投資家にとって、特に魅力的であると思われる。

### 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

従来のプライベート・エクイティ投資は、GPとLPの利害がプロセスの大半を通じて一致していたことが強みであった。<sup>70</sup> しかし、新しい投資手法や仕組みの登場により、隠れたリスクやインセンティブの乖離がもたらされる可能性がある。

#### 継続ファンド

継続ファンドは、GPとLPの投資家の利害を一致させない可能性がある。<sup>71</sup> クローズドエンド型ファンドの構造にもかかわらず、GPは投資先企業の経営や資金引き上げに関して、自由度を高める新たな方法を見出している。市場や経済の状況により、特に資金引き上げのタイミングが悪いケースもある。また、GPが投資先企業の将来の成長性を高く評価し、より多くの資本を提供し、より長く保有したいと考えるケースもある。<sup>72</sup>

さらに、GPは、現在運用しているファンドから、1社以上の投資先企業を、運用は継続するものの、プライベート・エクイティのセカンダリーファンドが資本参加する別のファンドに移したいと考えるかもしれない。このような状況下では、GPとLPの利害が一致しないことがある。継続ファンドへの投資先企業の移管は、GPに大きく影響される。公正な市場評価を得ることが一般的なやり方だが、この譲渡で用いられる評価額は通常、対等な立場同士の間で用いられる市場評価とは異なる場合が多い。この場合、GPは、高い評価だけでなく、より多くのキャリアと管理手数料の恩恵を受けることになる。

LPは通常、投資を継続するか、新しいファンドに出資するか、古いファンドから抜けて清算するかを選択肢を提供されるが、より広いポートフォリオの中でリスクとリターンを評価することが必要となる。GPとLPの双方が成功するためには、多くの時間とデータ分析が必要となる。<sup>73</sup> GPとLP投資家の間で戦略やインセンティブに不整合が生じる可能性があるため、規制当局がそのような慣行を検証するために監視の目を強めている。<sup>74, 75</sup>

## 組み込まれたレバレッジの潜在的な源泉

レバレッジは、当然ながらLBOの重要な要素であるが、レバレッジの形態によっては、より透明性の高いものもある。例えば、サブスクリプション・ライン（LP投資家の出資約束金を担保としたクレジット枠）は、ファンドの投資フェーズにおいて、キャッシュフローやキャピタルコールを円滑化するために利用される。<sup>76,77</sup> GPにとっては、一般的な資金調達手段であり、頻繁なキャピタルコールを抑制することができる。しかし、これらの開示は、標準化も義務化もされていないため、適切でない取引が行われてしまったり、開示がなされなかったりすることにより、パフォーマンス指標が歪められてしまう可能性がある。<sup>78</sup>

これらは、次のキャピタルコールまでのつなぎ融資として利用されることが多いが、このような形態の取引は、4000億米ドル以上と近年爆発的に増加している。さらに、サブスクリプション・ラインの期間も90日から360日以上に伸びており、四半期ごとのキャピタルコールを単に平準化する以上の目的で利用されている可能性が示唆されている。<sup>79</sup> また、サブスクリプション・ラインの利用は、パフォーマンスを歪める可能性もある。<sup>80</sup> プライベート・エクイティ・ファンドの収益率は、ファンドが投資家にもたらすキャッシュフローに基づいている。つまり、キャピタルコールは投資家にとってアウトフローであり、資本分配はインフローである。したがって、途中で借入金を用いて投資を行うことで、キャッシュアウトとインフローの間の時間を短縮し、一部のパフォーマンスを向上させることができる。<sup>81</sup>

さらに、サブスクリプション・ラインの利用は、LPの柔軟性やセカンダリー市場へのアクセスを制限する可能性もある。GPが引受機関に対して行った取り決めにより、LP投資家が持分の売却を実行できなくなってしまうケースも考えられる。<sup>82</sup>

サブスクリプション・ラインが積極的に利用され、十分な情報開示がなされない場合、LP投資家に想定外のリスクをもたらす可能性がある。例えば、開示されていないサブスクリプション・ラインは、リターン指標を高める働きをするが、レバレッジ指標には影響を与えない。<sup>83</sup> さらに、損失を吸収する資本を高めずにレバレッジを高くすると、LPは、分配金を受け取れていないかもしれない不況下

で、キャピタルコールされるといふリスクが高まることに直面する可能性がある。LP投資家は、サブスクリプション・ラインが悪用される可能性を認識し、GPにその使用方法についてより詳細な情報を求めるべきである。実際、これらの引受枠やその他の隠れたレバレッジの源泉に関する透明性の欠如は、投資家グループや米国の規制当局から高い関心を集めている。<sup>84</sup>

ベンチャーキャピタルは、2000年以降、フィー控除後のリスク調整後リターンで遅れをとっている

## 3. 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は、長い間、機関投資家に活用されてきた。次のスーパースター企業にいち早く投資し、指数関数的な投資リターンが狙えることは、大きな魅力を持っている。しかし、現実には難しく、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。<sup>85, 86</sup>

新型コロナウイルスのパンデミック後に加速した技術革新は、ベンチャーキャピタルの取引執行のスピードと規模に火をつけ、2020年3月から2021年12月にかけて、投資額は5000億米ドルと驚異的な伸びを示した。

ベンチャーキャピタルは、ポートフォリオのごく一部から大きなリターンを得ることを基本としているが、この分野への投資の急増により、特に一部のテクノロジー分野ではバリュエーションが割高な水準に達し、ベンチャーキャピタルは投機的な投資に賭けることを余儀なくされている。このため、最近のパフォーマンスは悪化し、米国だけでも、2022年の資金調達ラウンド、いわゆる「ダウンラウンド」で評価額のヘアカットを余儀なくされ、企業は数十億米ドルの損失を出した。<sup>87</sup> このようなパフォーマンスであるにも関わらず、ベンチャーキャピタルは、機関投資家のポートフォリオの中で一定の役割を果たせる可能性がある。例えば、後期のベンチャーキャピタルやグロース投資

は、魅力的なリスク・リターン特性を提供できる可能性があり、実際に投資家の間でそのような手法で活用されている。

さらに、ベンチャーキャピタルが、テクノロジー関連事業の最先端への投資機会を提供できることやその分野の見地を持っていることは、長期投資家にとって、将来のテクノロジーの未知なる可能性を垣間見ることができ、有益であると思われる。先見性のある運用責任者は、ベンチャーキャピタルの経営陣や投資先企業のビジョンや市場情報を活用し、ポートフォリオの他の部分における、テクノロジーがもたらす破壊的な変化等を特定することができるかもしれない。

最も急成長しているベンチャーキャピタル市場は、アジアである。2012年以降、アジアのベンチャーキャピタルの市場規模は10倍の1兆3000億米ドルに達し、欧州をはるかにしのぎ、米国とほぼ同じ規模になっている。背景のひとつが、ベンチャーキャピタルが、新興国の小規模ビジネスへの直接的な投資機会を提供できることである。パブリック市場は対照的に、国営企業や多国籍企業が市場の中心となっており、現地のダイナミックな経済を反映していない可能性がある。さらに、ベンチャーキャピタルは、世界のGDPに占める割合がますます大きくなっている経済へのアクセスを提供することが可能で、現地の新興企業や起業家にとっても、より好ましい規制環境であることも多い。

#### 4. 再生可能エネルギーとデジタルインフラは、グローバルな株式投資機会を提供

インフラは、代替が効きにくく、規模の経済が働くことが多いため、ボラティリティが低く、キャッシュフローが安定しており、インフレヘッジとしても有効で、他投資との相関が低いなど、いくつかの魅力的な特性を持つことが多い。また、ディフェンシブな特性や、インフレヘッジとして機能し得る点も考慮すると、現在のマクロ経済環境に適しているとみている。投資家は、比較的安定したコア投資から新興市場や開発プロジェクトへのオポチュニステ

ック投資まで、インフラ・エクイティの 카테고리を幅広く検討する中で、特に、再生可能エネルギーとデジタルインフラにおける投資機会に注目するべきだと考える。\*

インフラは、ディフェンシブな特性やインフレヘッジとして機能し得ることから、現在のマクロ経済環境に適しているとみられる

#### 再生可能エネルギーと脱炭素化の推進

ネットゼロエミッションの目標を達成するためには、世界のエネルギー構成を、現在の化石燃料3分の2から、2050年までに再生可能エネルギー3分の2にしていく必要がある。<sup>88</sup> この移行は持続的な成長を促し、太陽光、風力、水力発電などの自然エネルギー分野や、蓄電、送電などの隣接分野でのビジネスチャンスにつながると考えられる。米国の2022年インフレ抑制法、欧州の2021年グリーンディールなど、政府による継続的なコミットメントも、この移行をさらに加速させるとみられる。

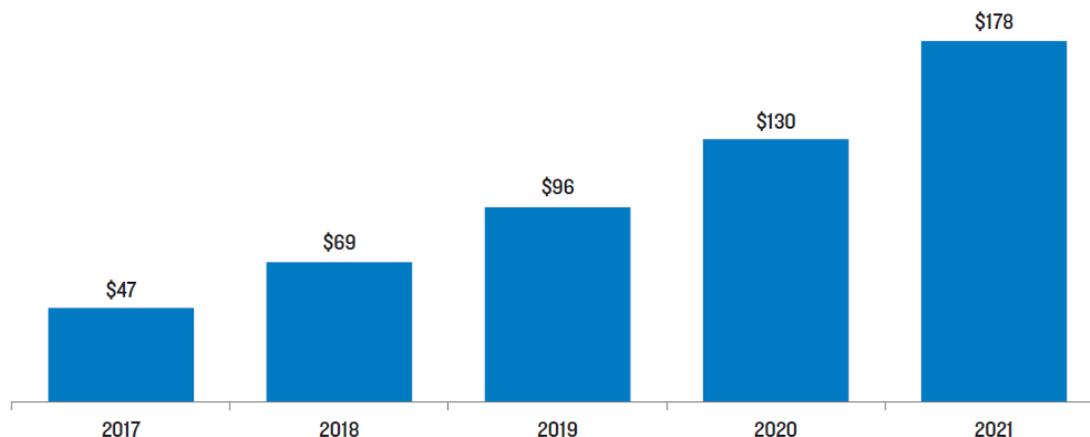
欧州は、再生可能エネルギーの分野で世界をリードしており、ウクライナ戦争による供給不安やショックはあるものの、将来の投資機会は堅調に推移すると思われる。一方、北米では、従来の化石燃料よりもコスト競争力のある再生可能エネルギーの導入が進んでいるため、将来の設備投資額は欧州と同等かそれ以上になると予想される。

アジアでは、この分野では初期段階にある。中国の再生可能エネルギー投資はかなりの規模に達しているが、海外の機関投資家がアクセスすることはほとんどない。

世界的には、再生可能エネルギー関連ファンドへの需要が高まる一方で、先進国市場の再生可能エネルギー関連資産に対する競争は激化し、その結果リターンは圧縮されている。

\*定義にもよるが、世界には20～50兆米ドルのインフラ資産があり、そのうち10兆米ドルは民間が所有している。

図表18：クラウド基盤サービスへの支出額  
10億米ドル



出所：Synergy ResearchのデータよりPGIM作成

我々は、再生可能エネルギー分野で旺盛な出資が続くことが見込まれることから、株式、債券双方において、魅力的なリターンを提供できる可能性が高いと考える。

エネルギー貯蔵や低炭素型水素と  
いった隣接する分野にも  
ビジネスチャンスが生まれている

長期的には、再生可能エネルギーによる発電量の増加に伴い、エネルギー貯蔵、浮体式洋上風力発電、低炭素水素、二酸化炭素回収・貯蔵、モジュール式原子力など、隣接する分野にもビジネスチャンスがあると考えられる。新しいエネルギー政策、特にエネルギー安全保障を促進する政策は、コスト競争力の向上と相まって、米国と欧州における再生可能エネルギーの採用を加速させるとされる。また、再生可能エネルギーへのシフトが進むにつれ、エネルギーを効率的に電力網に統合するための蓄電設備や仕組みが重要となっている。

## デジタルインフラ

新型コロナウイルスの感染拡大は、デジタル化のスピードを加速させた。データセンター、ファイバーネットワーク、携帯電話基地局、人工衛星などのデジタルインフラは、このトレンドを支えるものであり、これらは、魅力的な投資機会を提供しているとみられる。

例えば、より多くの企業、大学、政府が、自前のデータストレージから、パブリック・クラウドに移行している。世界的に見ると、2021年のパブリッククラウド・サービスへの年間支出額は1780億米ドルに達し、前年比で40%近く増加した（図表18）。

クラウドコンピューティングを支えるデータセンターは、世界的に需要が高まっているデジタルインフラである。この分野の中では、ハイパースケールデータセンター（Alibaba Cloud、Azure、AWS、Googleなどの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。<sup>89</sup> こうしたクラウドプロバイダーは、データセンターの開発・建設・運営を他社に委託する傾向が強まっている。

投資収益の観点からみると、データセンターは不動産とインフラの両方にまたがっており、比較的安定した収入が得られることや他の投資対象との相関が低いことなど双方から得られる魅力があると考えられる。

長期的でひたむきな顧客を確保して運営している成熟したデータセンターは、長期投資家にとって特に魅力的かもしれない。

非常に規模が大きいデータセンターには、広大な土地、厚い床と高い天井を持つ特殊な設計の建物が必要である。また、サーバーと集中冷却システムの両方を稼働させるために、安定していて、かつ十分な電力供給が必要とされる。

大規模データセンターの開発における魅力的な投資機会は、米国と欧州にある。米国では、北バージニアやシリコンバレーなどの地域でデータセンタービジネスが確立しているが、フェニックスやシカゴにも、土地や電力

インフラが十分にあることから、魅力的な投資機会が提供されている。欧州では、市場は成熟しておらず、パリ、フランクフルト、アムステルダムなどの主要都市部で需要が拡大する可能性がある。しかし、欧州では、ESGへの配慮や、土地や電力の使用に関するいくつかの規制によって制限される可能性がある。

第2章と第3章では、プライベート・クレジットとプライベート・エクイティ市場における力学の変化とその結果としての投資機会について分析した。しかし、プライベート市場における変化は、ポートフォリオ全体にも重要な影響を及ぼしている。第4章では、これらの影響について考察し、運用責任者のためのアクションプランを紹介する。

## 第4章

# ポートフォリオへの影響



プライベート市場の激変は、  
ポートフォリオ全体に長期的な影響を及ぼす

EXPLORE CHAPTERS

1

2

3

4

# 04

## 第4章

# ポートフォリオへの影響

プライベート市場の進化により、運用責任者は、前章までで紹介した特定の資産クラスでの投資機会のみならず、ポートフォリオ全体が長期的にどのような影響を受けるのかを検討する必要があるだろう。この影響を考える上で、運用責任者は4つの分野を評価する必要があると考える。

### 1. パブリックとプライベートの境界が曖昧なことをふまえ、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、より曖昧になってきている。それに伴い、大手機関投資家におけるパブリック債券、プライベート・クレジット、上場株式、プライベート・エクイティの各グループの区分けも曖昧になってきている。このような現象は、運用会社の選定や調査チーム間での議論と協力の必要性を高めている。

例えば、投資家はプライベート・コア不動産から得られるキャッシュフローを社債の利子の代用として利用している。かつては、広範なシンジケートローンとプライベート市場を分ける明確な境界線があったが、プライベートレンダーが10億米ドル規模のローン案件で競争するのに十分な規模を持つようになったため、足元ではその境界が不明瞭になっている。プライベート市場で組成される、無格付けの証券化は、日常的に銀行の外で行われるようになり、パブリック市場で流通するのではなく、それぞれの投資家向けにカスタマイズされる。そして、上場株式の投資家の中には、強力で特権的なコネクションをもとにIPO前の有望な未公開企業への投資を行っている者もいる。<sup>90</sup>

こうした境界線の曖昧さは、投資家に新たなリスクをもたらす可能性がある。例えば、LBOが主導するスポンサー案件の融資がダイレクト・レンディングを席捲する中、資産配分担当者は、プライベート・クレジットとプライベート・エクイティの配分において、エクスポージャーの重複や潜在的な相関関係に留意する必要がある。

また、進化するビジネスチャンスに注視する必要もあり、運用責任者は、パブリックとプライベートのアナリスト・チーム間で定期的なコミュニケーション（公式・非公式の両方）を確保することが望ましいと思われる。そうすることで、各チームはそれぞれの資産クラスについて、「360度」の視点を持つことができるようになる。このように、より広範な視点を持つことで、パブリックとプライベートの交差点における投資機会や、相関リスクやエクスポージャーの特定を容易にすることができる。

機関投資家は、運用担当者がパブリックとプライベートの両方の市場で最も魅力的なリスク・リターンを追求できるような、制約の少ないマルチアセットや「混合型」投資を検討するようになってきている。このような投資の例として、債券においては、運用担当者が、公募債券、不動産債券、証券化商品、プライベート・クレジットにまたがって相対価値を評価し、投資を行うことができる。不動産においても、債券や株式にとらわれないアロケーションにより、運用会社は全体を調査し、相対価値の変動に乗じて、市場が調整されるタイミングを逃さず投資することが可能となる。

### 2. 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

様々な投資家は、プライベート市場にどのぐらいの資産を振り向けるのが適切なのかという疑問を持っているだろう。それを考えるにあたり、流動性は、プライベート資産に大きな配分を行おうとする投資家にとって、大きな制約となる。

例えば、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資においては、投資家が分配金を受け取るまで数年間、資金がロックされることがある。プライベート・エクイティ・ファンドの運用会社からキャピタルコールを受けるなど、予期せぬ資金流出が発生する可能性もあり、特に、年金運用者などにとって難しい点も多い。

様々な資産クラスと投資期間にまたがる包括的なポートフォリオ運営は、運用責任者にとっても有益であり、プライベート市場の投資における流動性の問題をより深く理解することにもつながる。<sup>91</sup> さらに、個別のポートフォリオに合わせてカスタマイズできるフレームワークが理想である。これは、ポートフォリオ全体のパブリック/プライベート市場の資産配分、プライベート資産のコミットメント履歴、将来的なコミットメント戦略、およびポートフォリオ固有の流動性に関するニーズを合わせて分析する必要がある。このような分析は、さまざまな市場や経済状況下でのポートフォリオのストレステストに利用でき、流動性リスクを可視化できる。また、これらの要素を分析モデルに組み込むことで、運用責任者は全体的な流動性リスクとパフォーマンスのトレードオフを十分に理解できるようになると考えられる。

流動性は、プライベート資産に  
大きな配分を行う投資家にとって  
重要な制約となる

### 3. ESGはプライベート市場を形成し始めたばかりである

プライベート市場は、これまでは、パブリック市場に比べてESGの圧力にさらされることが少なかった。第一に、気候変動リスクの報告義務が上場企業の枠を超えることはほとんどない。その結果、透明性や関連データの不足から、ESGを重視する一部の投資家がプライベート市場から遠ざかっている。第二に、気候変動活動家は、風評リスクやネガティブな見出しに敏感な商業銀行や資産運用会社に焦点を当てる傾向にあった。

しかし、現在では、ESGへの配慮が、プライベート市場にも影響を及ぼすようになってきている。世界のプライベート・エクイティLP投資家の約70%が、自社の投資方針にESGの観点が含まれていると回答している。<sup>92</sup> また、プライベート・エクイティ・ファンドのポートフォリオに、ESGの観点を取り入れる投資家も増えている。プライベート・エクイティ・ファームやプライベート・クレジット・ファンドは、投資家の要望に応え、ESGをテーマに設定したファンドを設立している。<sup>93</sup> また、大手プライベート・エクイティ・ファンドの40%以上が、投資を決定する際にESGを真剣に、もしくは非常に真剣に検討すると回答している。<sup>94</sup> このようなESGの機運は、いくつかの点でプライベート市場の状況を変化させている。

- **プライベート市場の透明性とレポーティングの向上**  
ESGに関心のある投資家は、投資先企業の従業員や顧客と共に、より詳細な報告や説明責任の必要性を訴えている。より多くの投資家がGPやクレジットファンドマネージャーにリスク、インパクト、サステナビリティ、公正さの指標を求めようになり、プライベート・ファンド・マネージャーによる情報開示と報告の強化が進んでいる。<sup>95</sup>

プライベート市場に透明性を求めているのは、投資家だけでなく、規制当局もまた、気候関連情報の報告義務を拡張している。例えば、最近英国では、気候変動リスクの報告義務を、企業構造や所有権に関わらず、従業員500人以上の全企業にまで広げた。

- **投資家はより直接的で測定可能な影響を与えることができる**

プライベート・エクイティ（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。多くの場合、投資先企業は、カーボンフットプリントやエクイティ&インクルージョンの取り組みなど、環境や社会に与える影響を管理するためのリソースが少ない。そのため、ESGを重視する投資家の間では、投資先企業の環境・社会・ガバナンスのパフォーマンス向上を支援する運用能力を持つプライベート・ファンドを求める声が高まっている。

また、プライベート・エクイティの投資家全体の約40%が2022年にESG関連商品に投資すると回答し、前年の33%から増加した。<sup>96</sup>

投資家数が限られ、事業運営に直接関与するプライベート・エクイティはある意味、ESGを重視する投資家が目的を達成するための理想的な環境を提供している。例えば、プライベート・エクイティのオーナーは、持続可能性を高めるための変革や、多様性のためのイニシアチブを実施するために、その運営管理を活用することができる。同様に、ベンチャーキャピタルファンドは、グリーン移行を強力に推進できる技術への投資を促進することができる。

## 4. 確定拠出年金による プライベート市場投資を検証

個人投資家が、プライベート市場で得られる投資機会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。このことから、個人投資家が、プライベート市場への投資における長い時間軸と非流動性を認識し、複雑さを理解するようになっていることは明らかである。

確定拠出年金（DC）は、個人投資家にとって、非流動性が問題になりにくい投資の枠組みの一つかもしれない。確定拠出年金加入者、特に若い従業員の多くは、何十年も先の老後に備えてDCプランを利用しているからだ。このような長期投資は、プライベート市場のコミットメント型資本構造と概念的によく似ている。

米国、英国、オーストラリアなど、確定給付型と確定拠出型の退職金制度の両方を担当する運用責任者は、確定給付型制度と同様に、DC制度にも責任を持ってプライベート市場投資を取り入れる方法を模索すべきである。

個人投資家が、プライベート・オルタナティブ投資を利用できるようにすることのメリットは明らかである。例えば、パブリック市場における投資機会が縮小しつつある中で、プライベート市場へのアクセスを「民主化」することができる。さらに、退職年金制度にプライベート資産を組み入れることで、個人投資家にとって、より合理的な手数料体系を実現できる可能性もある。退職年金制度がプライベート資産の組み入れを始めている分野の一つに、コア不動産がある。これは、ターゲット・デート・ファンドを通じて、すでに一部の退職年金プランで利用可能であり、若い投資家に資産成長機会を提供するとともに、退職が近づいている、あるいはすでに退職している投資家にインフレヘッジとインカム創出を提供することができる。

しかし、DCプランへの普及には、大きな課題が残っている。例えば、米国では、2020年に当局が何らかの明確化を示したにもかかわらず、実際の導入をめぐる責任リスクと不確実性が、プライベート・エクイティにとって依然として大きな負担となっている。<sup>97</sup> オーストラリアの退職年金基金や英国のマスタートラストのように、専門的に管理されている退職年金制度は、プライベート投資に最も適しており、導入の機会も多いだろう。

## まとめ

資本市場は過去 20 年間で大きく発展し、金融危機以降も、そのスピードは加速している。現在の企業は、その発展のあらゆる段階において、成長と拡大のための資金調達に利用できるさまざまな選択肢を有している。PGIM では、こうした進展が機関投資家のポートフォリオに重要な意味を持ち、投資の検討を有意に変化させていると考えている（図表 19）。

今後20年間で、資本市場がどのような変化を遂げ、市場サイクルや地政学的な変化を乗り越えていくかは、後になってみないと分からないものの、一つだけ明確なことがある。それは、プライベート市場は、世界中のあらゆるイノベーションと経済活動のための重要な資金源であり続けるということである。投資家とアセットマネージャーは、短期的な柔軟性と長期的なビジョンを持って、深化し成長するプライベート市場で得られる新たな投資機会を捉え、同時に特殊なリスクをうまくコントロールする必要があると考える。

図表19：投資の意義のまとめ

プライベート・クレジット投資の意義	
1. クレジットエクスポージャーを総合的に管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>パブリック・クレジット市場とプライベート・クレジット市場の境界はますます曖昧になっている（例：プライベート・ダイレクト・レンダーが広範なシンジケート市場に移行している）</li> <li>投資家は、機会を捉え、重複するリスクと相関を十分に理解するために、クレジットエクスポージャー全体を一括して見る必要がある。</li> </ul>
2. スポンサー・レンディングの先を見据える	<ul style="list-style-type: none"> <li>プライベート・ローンの魅力的な投資機会は、人気のあるスポンサー・レンディングの枠を超えたところにある</li> <li>ノンスポンサー案件を調達でき、複数の市場サイクルにおいて強力な引受実績とクレジット実績を有するダイレクト・レンディング・プラットフォームを選別する。</li> </ul>
3. エネルギーインフラは独自の投資機会を提供	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行が従来型エネルギー分野から撤退することで、小規模な企業が不相应に影響を受けている。</li> <li>ESGの制約がない投資家にとっては、実績のある油井を対象としたストラクチャード・ローンは、魅力的なクーポンと、株式やロイヤルティという形での付加リターンを提供し得る</li> </ul>
4. 伝統的な証券化商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>より「エキゾチック」でニッチな特定貸付債権の目新しさにもかかわらず、そのクレジット・スコアリング・モデルは、クレジット・サイクル全体を通じた検証がまだ終わっていない（後払い決済モデルなど）。</li> <li>一方、伝統的な証券化商品（CLOやCMBSなど）は、検証済みのクレジット・モデルやストラクチャー、資本優遇措置を提供している。</li> </ul>
5. マルチファミリー向け賃貸住宅	<ul style="list-style-type: none"> <li>一人暮らしのニーズの高まりを受けた世帯数の急増や世界的な住宅価格の上昇など、新型コロナショック後のトレンドは、賃貸集合住宅にとって好ましいマクロ的背景となっている</li> <li>マルチファミリー住宅は、債券投資家にとってインフレ対策にもなり、クレジット・サイクルを通じてより良いパフォーマンスを発揮し得る。</li> </ul>
プライベート・エクイティ投資の意義	
1. セカンダリー市場は新たな柔軟性と投資機会を生み出す	<ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー取引は、流動性の創出に加え、リバランス、投資戦略の変更、プライマリーファンドのJカーブの抑制など、ポートフォリオマネジメントのツールとしても活用できる。</li> <li>セカンダリー市場は、市場の不確実性や純資産価値のディスカウントが高まった時に、流動性を提供することができる買い手への投資機会を創出し得る。</li> </ul>
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	<ul style="list-style-type: none"> <li>リストラクチャリングやファンドの継承は、価値の移転を伴うため、GPとLPの間でインセンティブの不整合が生じる可能性があり、その評価が必要。</li> <li>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、組み込まれたレバレッジの源となる可能性がある。</li> </ul>
3. ポートフォリオにおけるベンチャーキャピタルの役割の再検討	<ul style="list-style-type: none"> <li>ベンチャーキャピタルのリスク調整後リターンは、2000年代初頭以降、他のプライベート市場戦略より劣後している。</li> <li>しかし、運用責任者は、ベンチャーキャピタルの経営陣や投資先企業のビジョンや市場情報から、ポートフォリオの他の部分における潜在的な脆弱性や破壊的な変化の標的を特定することができる。</li> </ul>
4. 再生可能エネルギーとデジタルインフラがもたらすグローバルなビジネスチャンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>再生可能エネルギーの普及に伴い、エネルギー貯蔵や低炭素型水素といった隣接する分野にもビジネスチャンスが拡大。</li> <li>超大型データセンター（最大手のクラウドプロバイダーやハイテク企業向けの大規模な施設）は、世界的に魅力的な投資機会を提供。</li> </ul>

## ポートフォリオ全体での投資効果

### 1.境界線が曖昧になっているため、より柔軟な投資アプローチが必要

- ・パブリック市場とプライベート市場の境界がますます曖昧になる中、投資家は投資分析および意思決定へのアプローチを再考する必要がある。
- ・そのためには、アナリスト・チーム間の協力体制の強化や双方の市場にまたがる評価方法の再構築が求められる。

### 2.流動性リスクに対するより高度な理解

- ・プライベート市場への投資が拡大するにつれ、ポートフォリオの流動性や最適なアロケーションに関する疑問も生じている。
- ・様々な資産クラスと投資期間にまたがるカスタマイズされたポートフォリオの枠組みは、ポートフォリオの流動性リスクをより深く理解することにつながる。

### 3.ESGがプライベート市場を形成し始めている

- ・ESGを重視する投資家は、詳細な情報開示と説明責任の強化に向けた変革を推進している。
- ・プライベート市場の直接的な経営関与は、ESGを意識する投資家が目的と目標を達成するための理想的な状況を提供し得る。

### 4.確定拠出型退職年金への導入

- ・プライベート・オルタナティブを個人投資家が利用できるようにすることのメリットは明らかである
- ・責任リスクと不確実性が高いハードルとなる。運用責任者は、確定拠出年金にプライベート市場資産を効果的に組み入れられる方法を模索すべきである。

上記は作成時点でのPGIMの見解であり、これらは今後変更することがあります。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。

## 本稿の執筆協力者



本稿を執筆するに当たり、多大なる支援をいただいた方々

Dr. Fernando Avalos, Senior Economist, Bank for International Settlements

Michael Anderson, CFA, Head, US Credit Strategy, Citi

Dr. Sirio Aramonte, Senior Economist, Bank for International Settlements

Frances Beyers, Head of Capital Markets for Private Credit Group, Cliffwater

Dr. Greg Brown, Professor of Finance, Executive Director at Kenan Institute of Private Enterprise & Research Director of Institute for Private Capital, UNC Kenan-Flagler

Victoria Cheng, Partner, PruVen Capital

Dr. Peter Cornelius, Managing Director & Chief Economist, Alpinvest

Ramneek Gupta, Founder & Managing Partner, PruVen Capital

Dr. Victoria Ivashina, Lovett-Learned Professor of Finance & Head of the Finance Unit, Harvard Business School

Lotfi Karoui, Chief Credit Strategist, Goldman Sachs

Matthew James, Managing Director, Strategist, Head of Global Spread Products Research, Citi

Shawn Munday, Executive Director, Institute for Private Capital, UNC Kenan-Flagler

Stuart Odell, Investment Committee Member, St. Ignatius Prep

Dr. David Robinson, PhD, James and Gail Vander Weide Professor of Finance, Duke University, Fuqua School of Business

Travis Skelly, Partner, PruVen Capital

## PGIM グループの執筆・情報提供者

Stephen Bailey, PGIM Real Estate  
Matt Baker, PGIM Private Capital  
David Blanchett, PGIM DC Solutions  
Chuck Bewalder, PGIM Investments  
Jackie Brady, PGIM Real Estate  
Edward L. Campbell, PGIM Quantitative Solutions  
Mark Chamieh, PGIM Real Estate  
Peter Clark, Jennison Associates  
Josh Cohen, PGIM DC Solutions  
Tony Coletta, PGIM Private Capital  
Jeff Dickson, PGIM Private Capital  
Matt Douglas, PGIM Private Capital  
Dr. Guillermo Felices, PGIM Fixed Income  
Anina Fraser, PGIM  
Katherine Fuszner, PGIM Private Capital  
Susan Garrett, Prudential Financial  
Richard Greenwood, PGIM Fixed Income  
Matt Harvey, PGIM Private Capital  
Dr. Peter Hayes, PGIM Real Estate  
Debra Hemsey, , PGIM Private Capital  
Jonathan Holt, PGIM Portfolio Advisory  
David Hunt, PGIM  
Eugenia Jackson, PGIM  
Ed Keon, PGIM Quantitative Solutions

Jonathan Kohana, PGIM Real Estate  
Morgan Laughlin, PGIM Real Estate  
Eduard Lemle, Montana Capital  
Alfred Lerman, PGIM Portfolio Advisory  
Anthony Ma, PGIM Private Capital  
Mark Mangum, PGIM Private Capital  
Bryan McDonnell, PGIM Real Estate  
Lee Menifee, PGIM Real Estate  
Mark Negus, PGIM Real Estate  
Mikaylee O'Connor, PGIM DC Solutions  
Dr. Harsh Parikh, PGIM IAS  
Greg Peters, PGIM Fixed Income  
Andrew Radkiewicz, PGIM Real Estate  
Keshav Rajagopalan, PGIM Portfolio Advisory  
Jacquelin Renda, PGIM Private Capital  
Gabriel Rivera, PGIM Fixed Income  
Marcella Sivilotti, PGIM  
Dr. Gavin Smith, PGIM Quantitative Solutions  
Dr. Michelle Teng, PGIM IAS  
Al Trank, PGIM Private Capital  
John Vibert, PGIM Fixed Income  
Henri Vuong, PGIM Real Estate  
Dr. Noah Weisberger, PGIM IAS

### 主筆

Shehriyar Antia, PGIM Thematic Research  
Dr. Taimur Hyat, PGIM  
Jakob Wilhelmus, PGIM Thematic Research

## 出典

1. “Georges F. Doriot,” Harvard Business School, Baker Library Historical Collections, accessed Sep. 13, 2022. <<https://www.library.hbs.edu/hc/doriot/innovation-vc/ard/>>
2. When comparing capital raised through public bond and equity issuance with capital deployed by private equity and credit funds. Data from Pitchbook and SIFMA.
3. Roumeliotis, Greg and Meads, Simon, “EXCLUSIVE - Blackstone Grooms Six Executives for Schwarzman’s Job,” Reuters, Aug. 27, 2012. <<https://www.reuters.com/article/blackstone-succession/exclusive-blackstone-grooms-six-executives-for-schwarzmans-job-idINDEE87Q04420120827>>
4. Aramonte, Sirio and Avalos, Fernando, “The rise of private markets,” Bank of International Settlement, Quarterly Review, December 2021. <[https://www.bis.org/publ/qrpdf/r\\_qt2112e.pdf](https://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qt2112e.pdf)>
5. “Basel III: International Regulatory Framework for Banks,” Bank for International Settlement. <<https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>>
6. Cruickshank, Alex, “How far has open banking come in Europe?” ComputerWeekly.com, March 29, 2021. <<https://www.computerweekly.com/news/252498549/How-far-has-open-banking-come-in-Europe>>
7. Lohr, Steve, “GE, a Giant of Lending, Is Dragged Down Along With Banks,” The New York Times, Sept. 21, 2008. <<https://www.nytimes.com/2008/09/22/business/22ge.html>>
8. Gryta, Thomas, “GE to Wind Down GE Capital After Shedding Jet-Leasing Unit,” The Wall Street Journal, March 10, 2021. <<https://www.wsj.com/articles/ge-reaches-jet-leasing-deal-with-aercap-11615376187>>
9. Public Plans Data, accessed Sept. 13, 2022. <<https://publicplansdata.org/quick-facts/national/>>
10. Goodsell, Dave, “2022 Global Institutional Investor Outlook,” Natixis, 2021. <<https://www.im.natixis.com/us/research/institutional-investor-survey-2022-outlook>>
11. Phalippou, Ludovic, “An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory,” University of Oxford, Said Business School, Working Paper, Jul. 2020. <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3623820](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3623820)>
12. Palhares, Diogo and Richardson, Scott, “(Il) liquidity Premium in Credit Markets: A Myth?” The Journal of Fixed Income, Volume 28, Issue 3, 2019. <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3130213](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3130213)>
13. Celarier, Michelle, “Is Private Equity Overrated?” The New York Times, Dec. 4, 2021. <<https://www.nytimes.com/2021/12/04/business/is-private-equity-overrated.html>>
14. Finley, John “Expanding Retail Access to Private Equity,” Blackstone, Jan. 14, 2020. <<https://www.sec.gov/files/Panel2-John-Finley-Blackstone.pdf>>
15. McGovern, Rachel, “Blackstone’s new twist on private equity will open up billions,” Bloomberg, May 31, 2020. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-31/blackstone-s-new-twist-on-private-credit-will-open-up-billions>>
16. “Quick RIC: When Alternatives go mainstream,” Bank of America Global Research, Aug. 9, 2022.
17. “The Future Means Business,” PGIM Thematic Research, 2019. <<https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-megatrend-the-future-means-business>>
18. Ibid.
19. Tabuchi, Hiroko, “Private Equity Funds, Sensing Profit in Tumult, Are Propping Up Oil,” The New York Times, Oct. 13, 2021. <<https://www.nytimes.com/2021/10/13/climate/private-equity-funds-oil-gas-fossil-fuels.html>>
20. Mufson, Steven, “Republicans threaten Wall Street over climate positions,” The Wall Street Journal, July 12, 2022. <<https://www.washingtonpost.com/climate-environment/2022/07/12/republicans-threaten-wall-street-over-climate-positions/>>
21. “Who buys the dirty energy assets public companies no longer want?” The Economist, Feb. 12, 2022. <<https://www.economist.com/finance-and-economics/who-buys-the-dirty-energy-assets-public-companies-no-longer-want/21807594>>
22. McLaughlin, Tim, “How Private Equity Squeezes Cash From the Dying US Coal Industry,” Reuters, March 2, 2021. <<https://www.reuters.com/article/us-usa-investment-coal-insight/how-private-equity-squeezes-cash-from-the-dying-u-s-coal-industry-idUSKBN2AU1YW>>
23. Attwood, James, “Private Equity Lines Up for Coal ‘Bonanza’ Left by Public Miners,” Bloomberg, Jan. 3, 2022. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-03/private-equity-lines-up-for-coal-bonanza-left-by-public-miners>>
24. Teare, Gené, “Global VC Report 2020: Funding and Exits Blow Past 2019 Despite Pandemic Headwinds,” Crunchbase, Jan. 13, 2021. <<https://news.crunchbase.com/venture/global-2020-funding-and-exit/>>
25. “Global Private Equity Report,” Bain & Company, 2022.
26. Ahmed, Anwer, McAnally, Mary Lea, Rasmussen, Stephanie, and Weaver, Connie, “How costly is the Sarbanes Oxley Act? Evidence on the effects of the Act on corporate profitability,” Journal of Corporate Finance, Volume 16, Issue 3, June 2010. <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0929119909000765>>
27. “Assessment of Shadow Banking Activities, Risks and the Adequacy of Post-Crisis Policy Tools to Address Financial Stability Concerns,” Financial Stability Board, July 2017. <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf>>
28. Pozsar, Zoltan, Adrian, Tobias, Ashcraft, Adam, and Boesky, Hayley, “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, Vol. 19, No. 2, Dec. 2013. <<https://www.newyorkfed.org/research/epr/2013/0713adri.html>>

29. Wigglesworth, Robin, Rennison, Joe, and Gara, Antoine, "Moody's Warns of 'Systemic Risks' in Private Credit Industry," Financial Times, Oct. 26, 2021. <<https://www.ft.com/content/862d0efb-09e5-4d92-b8aa-7856a59adb20>>
30. Kodres, Laura, "Shadow Banks: Out of the Eyes of Regulators," International Monetary Fund, Finance & Development.
31. Aramonte, Sirio and Avalos, Fernando, "The rise of private markets," Bank of International Settlement, December 2021. <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2112e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112e.pdf)>
32. Kaplan, Steven and Strömberg, Per, "Leveraged Buyouts and Private Equity," Journal of Economic Perspectives, Volume 23, Number 1, 2019. <<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.23.1.121>>
33. Gunter, Evan, Latour, Abby, and Maguire, Joe, "Private Debt: A Lesser-Known Corner of Finance Finds the Spotlight," S&P Global, Oct. 12, 2021. <<https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/private-debt>>
34. "Leveraged Buyout Review," S&P Global, 2022.
35. "Alternative credit and its asset classes," NN Investment Partners, May 2017. <[https://assets.ctfassets.net/y4nxuejkhx03/3PYG54Iy5WG5QCV7EfyI5x/f4c28cf7c2da5cbfe689a38bbc968f7d/NN\\_IP\\_Guide\\_book\\_to\\_Alternative\\_Credit.pdf](https://assets.ctfassets.net/y4nxuejkhx03/3PYG54Iy5WG5QCV7EfyI5x/f4c28cf7c2da5cbfe689a38bbc968f7d/NN_IP_Guide_book_to_Alternative_Credit.pdf)>
36. Raimonde, Olivia, "Why Unitranche Loans Grew From Niche to Billions," Bloomberg, Aug. 7, 2021. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-07/why-unitranche-loans-grew-from-niche-to-billions-quicktake>>
37. Cumming, Chris, "Private Equity Turns to Direct Lenders as Leveraged Loans Dry Up," The Wall Street Journal, June 8, 2022. <<https://www.wsj.com/articles/private-equity-turns-to-direct-lenders-as-leveraged-loans-dry-up-11654682400>>
38. Strachan, David, Hardcastle, Rod, Martin, Scott, and Spooner, Alex "Implementing Basel 3.1 in the EU: Delay, Defer, Diverge - and more...," Deloitte, Oct. 28, 2021. <<https://ukfinancialservicesinsights.deloitte.com/post/102h9f8/implementing-basel-3-1-in-the-eu-delay-defer-diverge-and-more>>
39. "Net Zero by 2050," International Energy Agency, May 2021. <<https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>>
40. "Weathering Climate Change," PGIM Thematic Research, 2021. <<https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-mega-trend-weathering-climate-change>>
41. Coffey, Meredith, "CLOs: NAIC-SCENT Challenges," Loan Syndication and Trading Association, June 30, 2022. <<https://www.lsta.org/news-resources/clos-naic-scent-challenges/>>
42. Cornaggia, Jess, Wolfe, Brian, and Yoo, Woongsun, "Crowding Out Banks: Credit Substitution by Peer-to-Peer Lending," Federal Reserve Bank of New York, Sept. 2018. <[www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2019/fintech/Yoo\\_Cornaggia\\_Wolfe\\_FinTech](http://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/conference/2019/fintech/Yoo_Cornaggia_Wolfe_FinTech)>
43. "Direct Lending Goes Large," JD Supra, Latham&Watkins, July 18, 2022. <<https://www.jdsupra.com/legalnews/direct-lending-goes-large-3404506/>>
44. "US Private Credit Perspectives," Creditflux, 2020. <<https://www.creditflux.com/creditflux/assets/documents/5118d6979f503bbb71d80816455ce61e.pdf>>
45. Price, Richard, "Bridging the Gap Between Capital Providers and Midsize Companies," Harvard Business Review, March 23, 2021. <<https://hbr.org/2021/03/bridging-the-gap-between-capital-providers-and-midsize-companies>>
46. Statistisches Bundesamt. <[https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Unternehmensregister/\\_inhalt.html](https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Unternehmensregister/_inhalt.html)>
47. "Weathering Climate Change," PGIM Thematic Research, 2020. <<https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-mega-trend-weathering-climate-change>>
48. Duren, Carolyn and Tor, Maria, "Some regional banks back off oil and gas lending," S&P Global, Feb. 6, 2020. <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/some-regional-banks-back-off-oil-and-gas-lending-56939381>>
49. Halbout, Jérôme and Riboud-Seydoux, Marie-Noëlle, "Financing of Energy Investment," Springer, May 2022. <[https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-86884-0\\_17](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-030-86884-0_17)>
50. Ramnarayan, Abhinav and Arroyo, Carmen, "Funding Squeeze at Buy-Now-Pay-Later Pioneer Flashes Industry Warning," Bloomberg, June 7, 2022. <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-06-07/buy-now-pay-later-lender-affirm-sees-loan-package-value-plummet>>
51. Johnson, Jennifer, "Collateralized Loan Obligations (CLOs) Primer," NAIC's Capital Markets Bureau, 2018. <<https://content.naic.org/sites/default/files/capital-markets-primer-collateralized-loan-obligations.pdf>>
52. García, Daniel and Paciorek, Andrew, "The Remarkable Recent Rebound in Household Formation and the Prospects for Future Housing Demand," Board of Governors of the Federal Reserve System, May 6, 2022. <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-remarkable-recent-rebound-in-household-formation-and-the-prospects-for-future-housing-demand-20220506.html>>
53. Curran, Enda, "The World's Bubbliest Housing Markets Are Flashing Warning Signs," Bloomberg, June 21, 2022. <<https://www.bloomberg.com/news/features/2022-06-21/cooling-real-estate-markets-in-us-uk-risk-deeper-global-economic-slump>>
54. "Global Outlook: Investing Through Uncertainty," PGIM Real Estate, May 2022. <<https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-mega-trend-weathering-climate-change>>
55. Barry, David, "Buyout dry powder rises," Markets Group, June 2, 2022. <<https://www.marketsgroup.org/news/Private-Equity-Dry-Powder>>
56. Zhang, Hannah, "Up-and-Coming Managers Don't Always Outperform," Institutional Investor, Sept. 13, 2021. <<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1tkvwp5jlty3m/Up-and-Coming-Managers-Don-t-Always-Outperform>>
57. Mendoza, Carmela, "Emerging Managers: New Blood? Not Just Yet," Private Equity International, Dec. 1, 2021. <<https://www.privateequityinternational.com/emerging-managers-new-blood-not-just-yet/>>
58. "Private Funds Statistics," SEC, July 2022. <<https://www.sec.gov/divisions/investment/private-funds-statistics/private-funds-statistics-2021-q4.pdf>>
59. Mende, Jochen, Marks, Joseph, and Perembetov, Kairat, "Introductory Guide to Investing in Private Equity Secondaries," CAIA, 2016. <[https://caia.org/sites/default/files/AIAR\\_Q3\\_2016\\_01\\_Secondaries.pdf](https://caia.org/sites/default/files/AIAR_Q3_2016_01_Secondaries.pdf)>

60. Ibid.
61. Global Secondary Market Review, Greenhill, 2022.
62. Witkowski, Chris, "KKR's Internet Brands, Valued at More Than \$12B, Completes GP-Led Secondary," Buyouts, July 20, 2022. <<https://www.buyoutsinsider.com/kkrs-internet-brands-valued-at-more-than-12bn-completes-gp-led-secondary>>
63. Evans, Steve, "Apollo Completes Merger With Athene, Lifting Market Cap to \$43B," Reinsurance News, Jan. 3, 2022. <<https://www.reinsurancene.ws/apollo-completes-merger-with-athene-lifting-market-cap-to-43bn>>
64. "KKR Closes Acquisition of Global Atlantic Financial Group Limited," Global Atlantic, Press release, Feb. 1, 2021. <<https://www.globalatlantic.com/news/KKR-closes-acquisition-of-Global-Atlantic-Financial-Group-Limited>>
65. Zhang, Hannah, "Private equity is taking a long, hard look at insurance. So far, It likes what it sees." Institutional Investor, Feb. 2, 2022. <<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1wlnbc3wkd7hq/Private-Equity-Is-Taking-a-Long-Hard-Look-at-Insurance-So-Far-It-Likes-What-It-Sees>>
66. Johnson, Jennifer and Carelus, Jean-Baptiste, "Private Equity-Owned US Insurer Investments as of Year-End 2020," National Association of Insurance Commissioners, 2021. <<https://content.naic.org/sites/default/files/capital-markets-special-report-private-equity-owned-2020.pdf>>
67. Kruppa, Miles, "Sequoia Borrows Wall Street's Playbook in Chase for 'Permanent Capital'," Financial Times, Nov. 4, 2021. <<https://www.ft.com/content/0015e0b3-4664-4ead-a2b9-a4a193ce2bc0>>
68. Serenelli, Luigi and Hoekstra, Tjibbe, "Pension Funds Expected to Become Largest Sellers on Private Equity Secondary Market in H2," Investment & Pensions Europe, Aug. 23, 2022. <<https://www.ipe.com/news/pension-funds-expected-to-become-largest-sellers-on-private-equity-secondary-market-in-h2/10061708.article>>
69. "Finding Opportunity in Secondaries," Blackstone, May 2021. <<https://pws.blackstone.com/wp-content/uploads/sites/5/2021/05/Finding-Opportunity-in-Secondaries-End-Client.pdf>>
70. Bratton, William, "Private Equity's Three Lessons for Agency Theory," Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Volume 3, Issue 1, 2008. <<https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1132&context=bjcfcl>>
71. "GP-Led Secondary Fund Restructurings," Institutional Limited Partners Association, April 2019. <<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/04/ILPA-Guidance-on-GP-Led-Secondary-Fund-Restructurings-Apr-2019-FINAL.pdf>>
72. Singh, Preeti, "KKR Looks for Around \$2 Billion for Portfolio Company Internet Brands," The Wall Street Journal, Feb. 8, 2022. <<https://www.wsj.com/articles/kkr-looks-for-around-2-billion-for-portfolio-company-internet-brands-11644366088>>
73. Farman, Madeleine, "Transparency Is Key to Avoiding Failed GP-Led Secondaries," S&P Global, Feb. 17, 2020. <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/transparency-is-key-to-avoiding-failed-gp-led-secondaries-57054834>>
74. "GP-led Secondaries," Capital Dynamics, May 2022. <[https://www.capdyn.com/Customer-Content/www/news/PDFs/Capital\\_Dynamics\\_-\\_GP-led\\_Secondaries.pdf](https://www.capdyn.com/Customer-Content/www/news/PDFs/Capital_Dynamics_-_GP-led_Secondaries.pdf)>
75. Johnson, Justin and Rucker, Chad, "SEC could take fairness opinions from 'nice to have' to 'must have' for continuation funds," Secondaries Investor, April 19, 2022. <<https://www.secondariesinvestor.com/sec-could-take-fairness-opinions-from-nice-to-have-to-must-have-for-continuation-funds/>>
76. Schillinger, Pierre, Braun, Reiner, and Cornel, Jeroen, "Distortion or Cash Flow Management? Understanding Credit Facilities in Private Equity Funds," SSRN, February 2020. <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3434112](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3434112)>
77. Kazemi, Hossein, "Subscription Line of Credit: Benefits, Risks, and Distortions," CAIA Association, Sept. 29, 2020. <<https://caia.org/blog/2020/09/29/subscription-line-of-credit-benefits-risks-and-distortions>>
78. "Enhancing Transparency Around Subscription Lines of Credit," Institutional Limited Partners Association, June 2020. <[https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/06/ILPA-Guidance-on-Disclosures-Related-to-Subscription-Lines-of-Credit\\_2020\\_FINAL.pdf](https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/06/ILPA-Guidance-on-Disclosures-Related-to-Subscription-Lines-of-Credit_2020_FINAL.pdf)>
79. Schillinger, Pierre, Braun, Reiner, and Cornel, Jeroen, "Distortion or Cash Flow Management? Understanding Credit Facilities in Private Equity Funds," SSRN, February 2020. <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3434112](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3434112)>
80. Kazemi, Hossein, "Subscription Line of Credit: Benefits, Risks, and Distortions," CAIA Association, Sept. 29, 2020. <<https://caia.org/blog/2020/09/29/subscription-line-of-credit-benefits-risks-and-distortions>>
81. Ibid.
82. Silveira, Mark, "Line Dance: The Rise of Subscription Credit Lines in Private Funds," MJ Hudson, Feb. 2019. <<https://mjhudson.com/line-dance-the-rise-of-subscription-credit-lines-in-private-funds/>>
83. "Subscription Lines of Credit and Alignment of Interests," Institutional Limited Partners Association, June 2017. <<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2020/06/ILPA-Subscription-Lines-of-Credit-and-Alignment-of-Interests-June-2017.pdf>>
84. Croce, Brian, "SEC Targets Hedge Funds, Private Equity for Enhanced Reporting Requirements," Pensions & Investments, Aug. 10, 2022. <<https://www.pionline.com/regulation/hedge-funds-private-equity-face-expanded-reporting-requirements-new-sec-proposal>>
85. Parikh, Harsh and Cheng, Tully, "Revisiting the Role of Alternatives in Asset Allocation," CAIA Association, June 2017. <[https://caia.org/sites/default/files/02\\_revisiting-the-role-of-alt\\_9-14-17.pdf](https://caia.org/sites/default/files/02_revisiting-the-role-of-alt_9-14-17.pdf)>
86. Korteweg, Arthur, "Risk Adjustment in Private Equity Returns," Annual Review of Financial Economics, 2019. <<https://www.marshall.usc.edu/sites/default/files/korteweg/intellcont/annurev-financial-110118-123057-1.pdf>>
87. Saini, Manya, "Dreaded 'Down Rounds' Shave Billions Off Startup Valuations," Reuters, Aug. 9, 2022. <<https://www.reuters.com/business/dreaded-down-rounds-shave-billions-off-startup-valuations-2022-08-09/>>

88. "Global Energy Transformation," International Renewable Energy Agency, 2018.
89. Tilley, Aaron, "Amazon, Microsoft, Google Strengthen Grip on Cloud," The Wall Street Journal, Jul. 5, 2022. <<https://www.wsj.com/articles/amazon-microsoft-google-strengthen-grip-on-cloud-11657018980>>
90. O'Neal, Lydia, "Digital Freight Broker Convoy Weighs Potential IPO After Hitting \$3.8 Billion Valuation," The Wall Street Journal, April 21, 2022. <<https://www.wsj.com/articles/digital-freight-broker-convoy-weighs-potential-ipo-after-hitting-3-8-billion-valuation-11650531600>>
91. Shen, Junying and Teng, Michelle, "Harnessing the potential of private assets: A framework for institutional portfolio construction," PGIM, June 2021.
92. Lino, Marc, Connolly, Liam, Hoverman, David, McCoy, Debra, Schey, Matthew and Anders, Samantha, "Limited Partners and Private Equity Firms Embrace ESG," Bain & Company, Feb. 17, 2022. <<https://www.bain.com/insights/limited-partners-and-private-equity-firms-embrace-esg/>>
93. Roumeliotis, Greg, "KKR to launch its two first ESG credit funds," Reuters, July 8, 2022. <<https://www.reuters.com/business/sustainable-business/exclusive-kr-launch-its-two-first-esg-credit-funds-2022-07-07/>>
94. "Private Equity Can Further ESG Progress," Buyouts, June 1, 2022. <<https://www.buyoutsinsider.com/private-equity-can-further-esg-progress/>>
95. Brennan, Jim, Shandal, Vinay, Brigl, Michael, Fischer, Greg, Stoffers, Maike and Remillard, Marielle, "How Private Equity Can Converge on ESG Data," Boston Consulting Group, Oct. 21, 2021. <<https://www.bcg.com/publications/2021/private-equity-convergence-on-esg-data>>
96. "Private Equity Can Further ESG Progress," Buyouts, June 1, 2022. <<https://www.buyoutsinsider.com/private-equity-can-further-esg-progress/>>
97. Croce, Brian, "DOL Letter, Intel Ruling Pave Way for Private Equity in DC Plans," Pensions & Investments, Jan. 24, 2022. <<https://www.pionline.com/defined-contribution/dol-letter-intel-ruling-pave-way-private-equity-dc-plans>>

## 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、当初元本を下回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、およびその関連会社の名のもとに提供されるものです。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。イタリアでは、CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) によりイタリアでの認可を受けたPGIMリミテッドによって情報が提供されます。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 (以下「PGIMジャパン」) およびPGIMリアルエステート・ジャパン株式会社 (以下「PGIMリアルエステート・ジャパン」) によって情報が提供されます。PGIMジャパンは、金融庁によって認可された金融商品取引業者として日本国内で様々な投資運用サービスを提供しています。PGIMリアルエステート・ジャパンは、関東財務局に登録された日本の不動産資産運用会社です。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。シンガポールでは、シンガポール金融管理局 (MAS) より認可を受け、CMSライセンスのもとで資産運用を行う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・アドバイザーが情報を提供しています。これらの資料は、2021年SFAの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。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わけではありません。

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およびその関係会社が、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およびその関係会社や役員が、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の関係会社が、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“THE NEW DYNAMICS OF PRIVATE MARKETS”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はありません。

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

PGIMJP 93775

# PGIM メガトレンドのご案内

変化を続ける世界情勢が、今後の投資行動にどのような影響を与えるかを考察しています。



## 暗号資産への投資

暗号資産の時価総額は1兆米ドルを大きく上回り、無視できない規模にまで成長している。暗号資産はそのエコシステムにおいて、機関投資家に多様化された魅力的なリターンを提供し得るものであり、足元では機関投資家が大きなポジションを構築するのに十分な規模と流動性を有している。

🔗 詳しくはレポートをご覧ください → [当社ウェブページ](#)



## テクノロジーが変えるサービス業のかたち

20世紀に世界経済の主役であった農業と製造業は、今やサービス業にその座を明け渡した。サービス業は、先進国市場で労働人口の4分の3が従事し、世界のGDPの3分の2を生み出している。

🔗 詳しくはレポートをご覧ください → [当社ウェブページ](#)



## 気候変動の波を掻い潜る

気候変動はもはや仮想のリスクなどではない。それは既に世界経済を転換させ、市場を再構築し、投資環境を変容させている。本稿では、気候変動に関する投資課題を取り上げ、低炭素経済への移行に伴う、ポートフォリオに潜む脆弱性と潜在的な投資機会を考察している。

🔗 詳しくはレポートをご覧ください → [当社ウェブページ](#)



## パンデミック後の世界

新型コロナウイルスを背景に、企業は消費者行動や企業のビジネスモデルの持続的な変化への適応を余儀なくされている。こうした中、コロナ禍による経済封鎖が解除された後の世界に十分に備えるために、今後の大きな構造変化に焦点を当てた検証が必要である。

🔗 詳しくはレポートをご覧ください → [当社ウェブページ](#)



## 未来を拓くビジネスモデル

さまざまな破壊的エネルギーが契機となって、機関投資家の投資分析やポートフォリオ配分を根本的に変化させるような3つの新たなビジネスモデルが出現している。本稿では、このような変革的なビジネスモデルが投資に与える影響について検証する。

🕒 詳しくはレポートをご覧ください → [当社ウェブページ](#)



## テクノロジーフロンティア

我々はこれまでにない技術革新の時代に生きている。技術革新がもたらす破壊的創造は、資産クラスや地域にまたがり、投資機会を根本的に変えるものとなるだろう。

🕒 詳しくはレポートをご覧ください → [当社ウェブページ](#)

この他にも、PGIMメガトレンドシリーズ（英語版のみ）が刊行されています。過去の刊行物に関しては、当社営業担当までお問い合わせください。





**THE PURSUIT OF OUTPERFORMANCE™**