

# グローバル・インテリジェンス

2020年上期 投資環境見通し

マニライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

# 2020年上期の 投資環境見通し

2019年の金融市場は堅調な展開となりました。しかし、依然としてグローバル経済を取り巻く不透明感が高く、地政学的リスクなども懸念材料となっています。

金融政策は緩和スタンスが維持され、低金利・マイナス金利が続くと見られます。グローバル債券チーフ・インベストメント・オフィサーのジョン・アデオがその理由および現在のマイナス金利がもたらす課題と、そうした環境の中でアクティブ・マネージャーはどうすれば魅力的なリターンを創出する機会が得られるかについて解説します。また、米国プライベート・エクイティ・マネージャーのダニエル・ブディが、プライベート・エクイティの果たすポジティブな役割について紹介します。

そして、機関投資家にとってますます重要になりつつあるトレンドとして、アジア債券チームのマレー・コリスと日本債券チーム津本啓介が、急速に拡大しているアジア債券におけるサステナブル投資について考察します。

本誌「グローバル・インテリジェンス」が、ご参考情報として、皆様のご運用の一助となりましたら幸いです。



**クリストファー・コンキー、CFA**  
グローバル・ヘッド、伝統資産部門  
マニユライフ・インベストメント・マネジメント  
CEO 兼 CIO



**ステファン・ブリューイット**  
グローバル・ヘッド、プライベート・アセット部門

## アセット・アロケーション・チームの見通し

各アセットクラスに対する今後6～12カ月の見通しを以下にまとめています。



出所：アセット・アロケーション・マクロ・ストラテジー・チーム、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2019年12月31日時点。上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における当チームの見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。また、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。各運用チームの見通しは上記とは異なる場合があります。また、上記見通しは予告なく変更されることがあります。



# マイナス金利環境下における プラスリターンの創出

グローバル・インテリジェンス | グローバル債券



ジョン・アデオ, CFA

チーフ・インベストメント・オフィサー グローバル債券

## 主なポイント

- マイナス利回りの債券の出現は債券市場の著しい変化を意味しており、投資家、銀行、政策当局のいずれにも望ましくない影響を及ぼしています。
- こうした前例のない状況が今後数年間で大きく変化する可能性は低いと思われず、債券運用マネージャーは、このような環境においてリターンを創出するためにソリューションを見出す必要があります。
- 債券運用マネージャーが成功するには、グローバルな拠点網、機動的な投資戦略、これまでの手法にとらわれないアクティブ運用をベースとした幅広い専門性を駆使する必要があります。

## マイナス利回り債券時代の到来

投資家が一定期間、まして30年超の期間においても資金の貸し手が金利を支払うという考えは2009年まではほとんど理論上の考え方に過ぎませんでした。金融危機の最中、スウェーデン中央銀行は翌日物預金金利を-0.25%に引き下げました。欧州中央銀行（ECB）と日本銀行（日銀）もそれに続き、それぞれ2014年と2016年に政策金利をマイナス圏に引き下げ、その概念は金融政策として定着しました。

今日、欧州や日本の国債の大半、世界の投資適格債券の30%以上は最終利回りがマイナスとなっています。こうした現象が見られるのは短期債だけではありません。2019年8月、ドイツは初めてマイナス利回りの30年物国債を発行しました。発行総額8億2,400万ユーロの国債は利息がゼロで、2050年の満期時には元本が7億9,500万ユーロしか償還されません<sup>1</sup>。現在は社債にもマイナス利回りで売買されているものがあり、インフレ率を考慮すると、この範囲がさらに拡大することになることは言うまでもありません。直近では2019年9月現在、17兆米ドル以上のグローバル債券がマイナスの名目利回りで取引されています。これを実質利回りベースで見るとマイナス利回りの債券は約36兆米ドルまで膨れ上がり、範囲も欧州と日本以外

にまで広がります。実際に9兆米ドル以上の米国債は利回りがインフレ率を下回っています<sup>2</sup>。つまりマイナス利回り債券の時代が到来していると言えます。

## マイナス利回りの背景

マイナス利回り債券時代到来の要因はいくつも考えられますが、最大の要因は中央銀行の政策です。欧州や日本においては、政策金利のゼロ近辺への引き下げを含む従来の金融政策では景気を刺激する効果がないことが証明されています。現在、両中央銀行は準備金を積み増す銀行に対して実質的にペナルティを課すことで貸出を強制的に促し、経済を活性化させようとしています。これに伴う通貨下落は、輸出が経済成長に不可欠であるこれらの国々にとって、副次的な景気刺激策となっています。

政策金利の他、中央銀行が継続的に実施している量的金融緩和も長期債の価格の上昇、利回りの低下につながっています。ECBと日銀による国債買い入れは圧倒的な規模で実施されているため、民間部門による国債保有割合は減少し、例えばドイツや日本ではそれぞれ31%と57%になっています<sup>3</sup>。

こうした問題をさらに悪化させているのが投資家の

### 先進各国国債の期間別利回り(%)

	3か月	1年	2年	3年	5年	7年	10年	15年	20年	30年
スイス	-0.84	-0.72	-0.80	-0.80	-0.74	-0.71	-0.58	-0.41	-0.34	-0.20
ドイツ	-0.60	-0.61	-0.63	-0.66	-0.61	-0.55	-0.38	-0.24	-0.09	0.12
オランダ	-0.67	-0.04	-0.63	-0.66	-0.55	-0.43	-0.23	-0.08	0.13	0.16
日本	-0.21	-0.18	-0.19	-0.20	-0.20	-0.21	-0.09	0.10	0.26	0.42
デンマーク	-0.72	-0.55	-0.71	-0.64	-0.57	-	-0.34	-	-0.13	1.01
スウェーデン	-0.50	-	-0.36	-	-0.29	-0.21	-0.03	0.12	0.33	1.62
フランス	-0.59	-0.57	-0.62	-0.61	-0.44	-0.30	-0.06	0.20	0.42	0.74
アイルランド	-0.44	-0.39	-0.45	-0.45	-0.35	-0.15	0.06	0.33	0.52	0.86
スペイン	-0.54	-0.51	-0.42	-0.38	-0.13	0.07	0.40	0.79	0.80	1.27
ポルトガル	-0.48	-0.45	-0.51	-0.33	-0.11	0.14	0.37	0.76	0.96	1.29
イタリア	-0.27	-0.11	-0.01	0.04	0.52	0.84	1.27	1.75	1.95	2.29
カナダ	1.66	1.70	1.57	1.56	1.47	1.47	1.44	-	1.55	1.55
アメリカ	1.61	1.58	1.59	1.58	1.60	1.68	1.74	-	-	2.18
イギリス	0.75	0.61	0.49	0.45	0.46	0.44	0.65	0.92	1.11	1.21
オーストラリア	0.94	0.83	0.78	0.73	0.78	0.91	1.08	1.20	1.48	1.67

出所：リフィニティブ・マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2019年11月現在

利回り追求ニーズです。利回りに飢えた投資家は、利回りがある債券に殺到し、債券価格をつり上げています。こうした投資家群には機関投資家も含まれますが、一定の割合を国債に配分するパッシブ運用戦略からの需要もあります。2019年11月末現在、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合債券指数の構成銘柄のうち、実に22%がマイナス利回りとなっています。これは同指数を構成する国債の31%がマイナス利回りとなったことに起因します。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・グローバル国債指数では、この数値が40%近くになっています<sup>4</sup>。

国債の安全な逃避先としての位置付けも要因の1つです。国債は安全資産と見なされていることから、経済の先行きに不安を抱く投資家はリスク回避の見返りにマイナス利回りを許容している、あるいは将来、マイナス幅がさらに拡大した場合にプラスのリターンを獲得できると見込んでいます。後者の戦略はモメンタム投資家の間でさらに広がると考えられます。

## マイナス利回りの影響

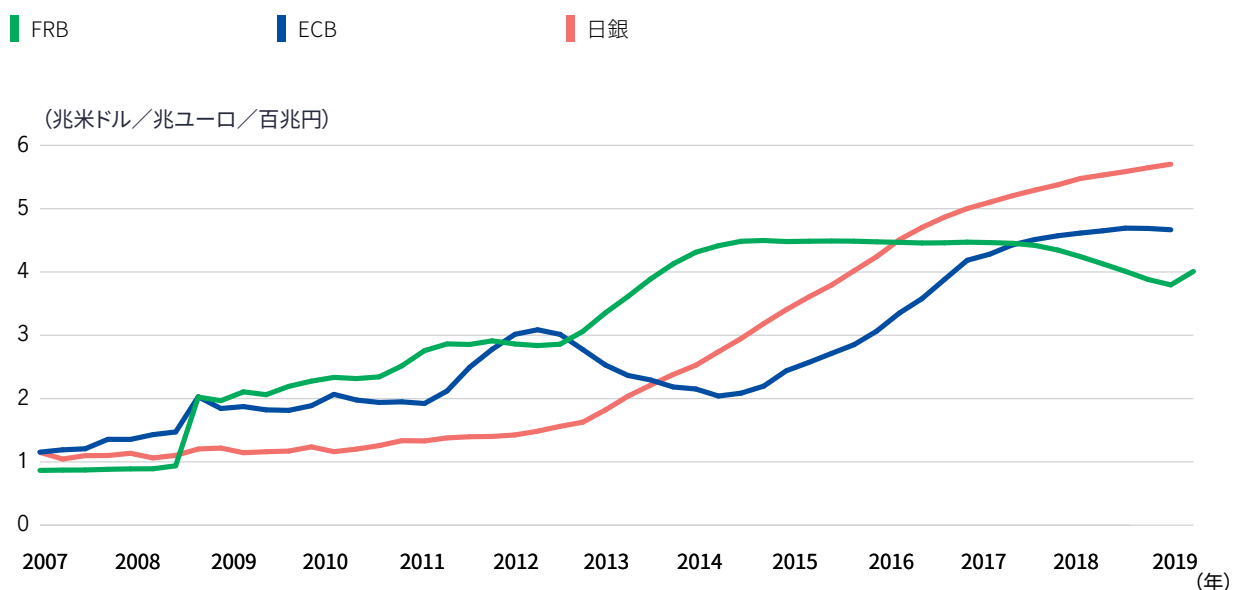
ニュー・ノーマル（新たな常態）となったマイナス金利を含む超低金利環境の影響は資本市場や实体经济全体に広がっています。2019年上半期には約2,500億米

ドルの資金が米国に流入し、米国債の利回りをさらに低下させると同時に、不動産株や公益株など、債券代替資産のバリュエーションを上昇させています。特に日本からの資金流入が大きく、2019年の債券と株式の購入額は年換算ベースで約3,000億米ドルとなっています<sup>5</sup>。投資家はプラス利回りの債券に投資する結果として、デュレーション・リスクを高めています。

投資家はより高い利回りを得るため、一般的に低格付けの債券に投資する必要があることから、信用リスクも増加する傾向があります。ただし、投資家に景気サイクル後期の高揚感は一切なく、信用リスクについて、これまで以上に慎重になっています。長期にわたる低成長によって投資家の信頼感が高まることはなく、投資家は足元のリターンが持続的であるか懐疑的になっている模様です。そのため、クオリティを重視した投資判断がなされることにより、低格付けになればなるほどリターンが高くなるという状態にまではなっていません。

低金利環境は社債発行の急増の引き金ともなっています。現在、米国の社債発行残高は15兆米ドルを超え、前回のピーク時（2008年）の2倍以上となり、GDPの75%に近づいています<sup>6</sup>。経済成長が続き、金利が低水準にとどまっている限り、高水準の社債発行は

過去最高水準に膨張する中央銀行のバランスシート



出所：セントルイス連邦準備銀行、2019年



必ずしも問題とはなりません。景気が急激に減速した場合、想定外の危機の発生確率は著しく高まります。昨今の利回り追求の動きの結果、多くの債券でスプレッドは大幅に縮小し、投資家はリスクに見合った適正なリターンを得ていない場合もあると思われます。さらに、貿易摩擦、ブレグジット、2020年の米国大統領選挙をめぐる不透明感も重なり、社債のボラティリティが急上昇する可能性もあります。

急激な景気後退は想定していませんが、そうなった場合には極めて深刻な状況に陥ると思われます。景気後退によって多くの社債が投機的格付けに格下げされるような状況になると、機関投資家は売却を余儀なくされ、米国からの資金流出を誘発する可能性があります。中央銀行のバランスシートは過去最高水準に膨張しており、金利は低水準からマイナス圏にあることから、中央銀行にはもはやかつてのような手段がありません。通常、流動性は逼迫するまでは問題とはなりません。

## 当面続くマイナス金利

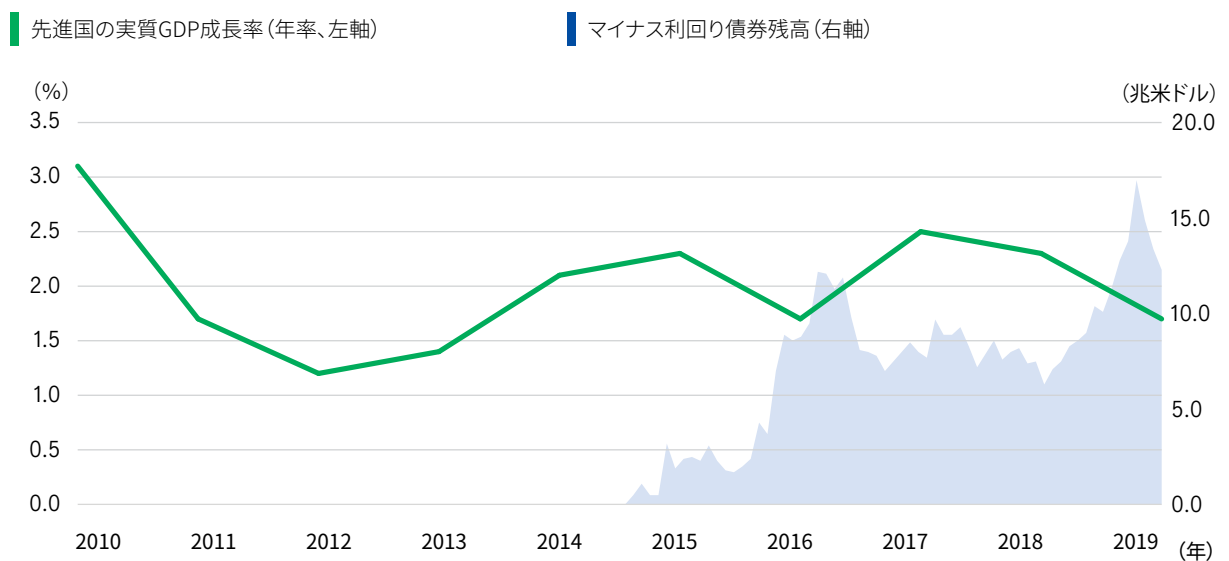
景気後退が生じなければ、マイナス金利が現在の水準から大幅に低下することはないと考える理由がいくつかあります。まず、マイナス金利は政策当局が期待するほどの効果がありません。マイナス金利政策を導入

して5年が経過しましたが、欧州と日本では今なお想定したような経済成長の兆しが見られません。大半の欧州諸国で失業率は高止まりしており、設備投資も大きくは改善しておらず、GDP成長率も低迷しています。日本でもあらゆる景気刺激策が講じられているにもかかわらず、実際にはインフレ率は低迷したままで、両地域とも2%のインフレ目標を下回っています。

マイナス金利政策は、实体经济に様々な望ましくない副作用をもたらしており、それは政策当局も痛感しています。現在の低金利環境は預金者、年金生活者をはじめ、預金ベースの収入に依存している人に不利益を強いる一方で、株式や不動産に投資する人には利益をもたらしています。政策当局は資産バブルの発生を懸念するとともに、預金者と投資家との収入格差が拡大することを危惧しています。

マイナス金利によって、銀行の利ざやも縮小しています。これは、銀行が過剰な準備金に対するペナルティを支払いながら、マイナス金利を預金者に転嫁することができないためです。その結果、欧州の銀行では2018年1月以降、時価総額が3分の1以上減少しています<sup>7</sup>。銀行がマイナス金利によるペナルティを回避するため、現金を金庫に保管するよう要請していると報告する中央銀行もあります。マイナス金利の深堀りは問題

## 失われつつあるマイナス金利の有効性



出所: IMF、ブルームバーグ 2019年11月

を悪化させるだけです。マイナス金利は、企業が低コストの資金調達で安定的な設備投資ができると錯覚したり、収益性の低い企業が資本コストが安価という理由だけで事業を継続できるという、ある種のモラル・ハザードを生み出すこともあります。

マイナス金利政策には様々な弊害がありますが、投資家はマイナス金利を含む超低金利環境が当面続くことを想定しておかなければなりません。多くの先進国では、多額の債務負担、グローバル化、高齢化、IT化などが物価の下押し圧力となり、インフレ率が政策目標を下回ったままです。高齢化だけを見ても、世帯形成数が減少する一方で債券の需要が増大するといったインフレと利回りに対する構造変化要因となっています。

政策当局がマイナス金利政策を転換したいという意向があったとしても、それを実行することは困難と考えられます。中央銀行がマイナス金利の終了に踏み切れない主な理由は、景気をさらに冷え込ませる可能性があるからです。実際には中央銀行は景気を刺激できる状況にはありません。多くの中央銀行が伝統的な手段を講じたいと考えていますが、残されているのは非伝統的手段だけであり、それを用いることは中央銀行が非伝統的手段に伴う副作用を受け入れることを意味

します。長期的に見ると、中央銀行はそれらのバランスを図ろうとすると思われます。

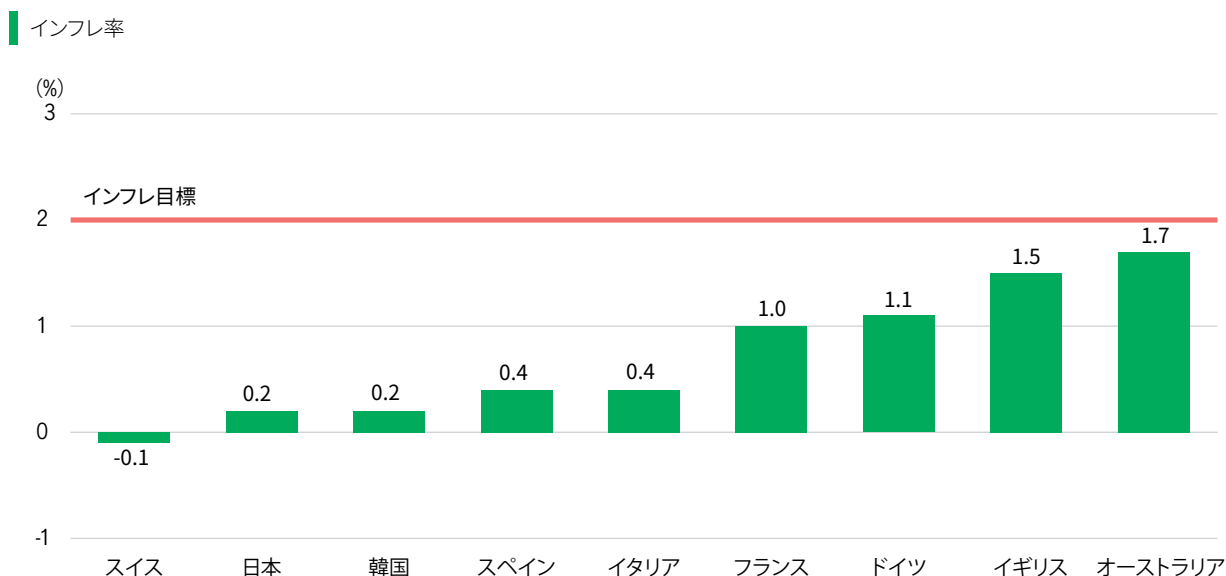
## 債券運用マネージャーにはより多くの手段が必要

安全資産がマイナス金利を含む超低金利状態にある中、債券運用マネージャーには創意工夫が求められます。インカムを創出するためには、グローバルな調査体制および伝統的な手法にとらわれないアクティブ運用をベースとした深い専門性が必要と考えます。しかし、単にリスクを増やすのではなく、債券運用の成功の基準は、ポートフォリオのリスク特性を大幅に変更させることなく、いかにインカムを創出できるかであると思われま

す。現在の市場環境において確実な運用方法はありません。以下ではマニユライフ・インベストメント・マネジメントが重視しているいくつかのポイントについて説明いたします。

**グローバルな調査体制**—私たちは北米、ロンドンおよびアジア 10 カ国・地域に運用チームを配備しています。このことは、チームが現地の動向にタイムリーに接することができるということであり、弊社はそうした知見

### 2%のインフレ目標を下回る先進各国のインフレ率



出所: トレーディング・エコノミクス、2019年10月および11月データ



を全社的に活用するよう努めています。現地に拠点があることのメリットは、証券に関する情報がタイムリーに得られるだけでなく、経験上、現地情報に直接触れられるチームは大局的に考察する機会に恵まれ、それがよりの確な意思決定とより効果的なリスク管理につながっていることです。

**柔軟な対応力**—現在の市場環境で投資成果を出すためには、ポートフォリオ・マネージャーは柔軟に投資機会を追求する必要があります。私たちは、マクロの視点とファンダメンタルズに基づく銘柄選択とを組み合わせさせてポートフォリオを構築しますが、その際にいくつかの最適な組み合わせ方法について検討します。例えば、ポートフォリオ・マネージャーがファンダメンタルズの観点から社債の спреッドが縮小する見通しを立てた場合、長期債を使ってその銘柄のデュレーションを長期化することを考えます。また、優先証券がより多くのインカムを創出する場合もあれば、ポートフォリオ全体の金利感応度を管理するために変動金利のバンクローンを選択する場合があります。更には、株式へのエクスポージャーがファンダメンタルズの視点を反映させる最も効果的な方法であると判断することもあります。結局のところバリュエーションとリスク許容度が重要になります。

**ハイ・イールド債券**—ハイ・イールド債券は株式と比べて低リスクの株式代替資産であると考えます。この25年間にハイ・イールド債券はS&P 500種株価指数のリターンの76%を創出しながら、ボラティリティは同指数の53%にとどまっています<sup>8</sup>。世界のハイ・イールド債券に投資する際は、ファンダメンタルズ・リサーチが不可欠です。信用リスクは、同一の格付においても、地域によって大きく異なるのが実情です。統計的に見ると、中南米のB格債のデフォルト率は、米国のB格債を大幅に上回っています。

**新興国債券**—私たちのグローバルな拠点網がこの魅力的な資産クラスに投資する上で役立っています。500社以上の発行体を調査しているアジアでは多くの国が高い格付を付与されたり、格付が引き上げられています。一方で、グローバルEM指数に占めるアジア債券の割合はアジアの株式と比較すると概して低すぎます。そのため、新興国債券についてもファンダメンタルズ・リサーチとアクティブ運用が優位性をもたらす手法で

す。私たちのアプローチでは、現地通貨のポジションと米ドル建て債券を状況に応じて機動的に組み合わせることで、より大きなアルファを追求する機会をとらえます。

**優先証券**—優先証券はハイ・イールド債券並みのインカムを提供しますが、ハイ・イールド債券より魅力的な特性も有し、配当は優先的に扱われます。債券であるため、歴史的に優先証券は金融緩和局面か、金融政策が一時的休止状態にある局面で好調なパフォーマンスを示してきました。発行体が金融、通信および公益事業セクターに集中しているという点でも、発行体がおおむね他のセクターであるハイ・イールド債券を補完する手段とすることができます。

**オプションの活用**—私たちは高いインカムを創出するため、株式のカバード・コールや現金確保プット売りの組み合わせも活用します。リスクを排除することはできませんが、オプションの売りで得たプレミアムはリターンの低下を緩和するクッションの役割を果たします。この戦略は実質的にショート・オプションを利用して株価上昇をダウンサイド・リスクの低減に転換することにより、株式のエクスポージャーをハイ・イールド債券に極めて類似したリスク特性に変換します。こうしたハイ・イールド債券のようなエクスポージャーは一般的に同様のインカムを確保しながら、従来のハイ・イールド債券保有と組み合わせることで分散効果をもたらします。カバード・コールと現金確保プット売りを組み合わせることで、いずれか一方の戦略を単独で用いる場合よりも長期的にインカムを安定させることができます。

**通貨の活用**—通貨のアクティブ運用もリターンを高め、リスクを管理するもう1つの方法です。私たちはよく、為替取引を行うことによってマイナス利回りをプラス利回りに転換させています。通貨は金融市場において比類のない流動性の源泉でもあり、為替市場には24時間アクセスが可能です。

## 投資機会の発掘能力

マイナス利回りは債券投資家やグローバル経済にとって著しく困難な課題です。私たちは、基本的に当面は深刻な景気後退局面に入ることは想定していませんが、世界的な超低金利環境は少なくとも今後3年から5年は続き、高利回り、高インカムを創出する資産クラスに買いが集中する状況は変わらないと考えます。しかし、私の30年以上に及ぶ投資経験では、世界にはファンダメンタルズが改善しインカムを創出できる投資機会が無数に存在してきました。今後の10年間で債券運用マネージャーが成功するためには、インカムを創出する投資機会を発掘するための深い専門性と幅広い能力を備える必要があります。

- 1 ウォール・ストリート・ジャーナル、2019年8月
- 2 ブルームバーグ、2019年9月
- 3 Global Markets Daily: Negative-Yielding Debt-Flows and Spillovers、ゴールドマン・サックス、2019年8月
- 4 ブルームバーグ、2019年11月
- 5 Exante Data、2019年
- 6 米連邦準備銀行 (FRB)、2019年7月
- 7 ブルームバーグ、2019年8月31日現在
- 8 JPモルガン、2019年9月現在

# アジア債券における サステナブル投資

グローバル・インテリジェンス | ESG投資



マレー・コリス  
マネージング・ディレクター  
ヘッド・オブ・フィクスト  
インカム(シンガポール)



津本啓介  
取締役 債券運用部長  
(日本)

## 主なポイント

- 様々なステークホルダーにとって、アジアにおいても事業の持続可能性 (Sustainability) に関する取り組みはますます重要となっており、アジア・パシフィック市場全体に魅力的な投資機会を生み出しています。
- アジア企業による ESG 課題に関する開示は改善しつつあるものの、開示データは依然として十分性・一貫性においてばらつきがあります。このことは、アクティブ運用を行うアジア債券のサステナブル投資戦略に幅広い投資機会を提供しています。
- 私たちのアジア債券チームによる積極的な取り組みには、ESG 要素の分析をクレジット分析に組み込むこと (ESG Integration) や企業とのしっかりとした対話 (エンゲージメント) の実践が含まれます。アジアの多様な言語、文化および事業環境について各拠点での事業活動を通じて知見を蓄積していることは、私たちがアジア債券投資における ESG リスクと投資機会を大局的な観点を形成することを可能としていると感じています。



## アジアの金融市場における サステナビリティ関連資産の成長と 生みの苦しみ

市場では、アジアにおけるサステナブル投資に対する関心が急速に高まりつつあります。日本のサステナブル投資戦略の保有資産は、2016年～2018年の間に4倍に増加し、欧州と米国に次ぐ世界第3位の市場へと成長しました<sup>1</sup>。サステナブル投資戦略の成長と共に、サステナビリティボンドの発行も拡大しました。中国では、グリーンボンドは2016年以前は、ほとんど発行されていませんでしたが、2018年には世界のグリーンボンド発行総額の18%を占めるまでになりました。この結果、アジア・パシフィック地域のグリーンボンド発行総額についても世界全体の26.7%を占めています<sup>2</sup>。この間、グリーンボンド、ソーシャルボンド、およびサステナビリティボンドの発行は徐々に拡大しており、これらはアジアで発行された米ドル建てソブリン債と社債で構成される時価総額1兆米ドル超のJPモルガン・アジア・クレジット・インデックス(JACI)の3.6%を占めています<sup>3</sup>。

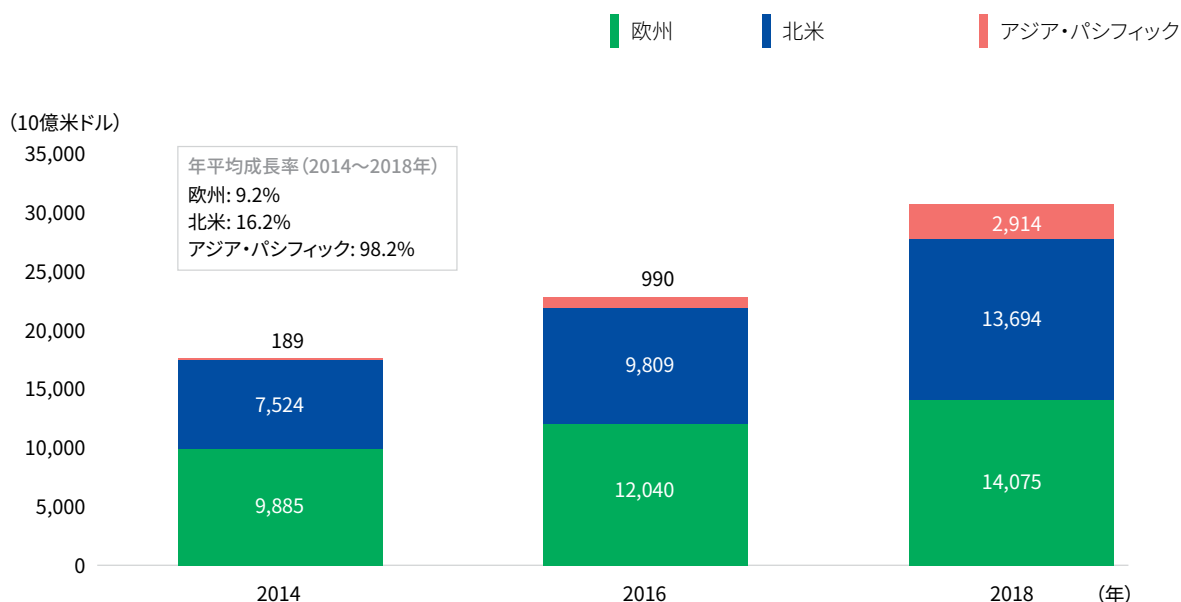
これほどの成長を遂げた背景には多くの要因がありますが、最も大きな要因としては、気候変動リスクという喫緊の課題や、最近や今後見込まれる規制の変化、アジア・

パシフィック地域の発行体が資金調達先を世界の投資家にまで広げようとする動きや資金調達源の多様化などが挙げられます。しかし、この傾向はこれまででも、そしてこれからも一種の生みの苦しみを伴うと考えられます。アジアの主な年金基金等アセットオーナーは、国連責任投資原則(PRI)や気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)の提言に賛同しています。一方、同地域の運用会社(アセットマネージャー)は、環境、社会、ガバナンス(ESG)課題を投資プロセスに組み込むためのノウハウやリソースに関して依然としてグローバルな運用会社と比べると発展途上にあります。最近の調査では、分析モデルに対してESG関連情報を用いて体系的に調整を加えているアジア地域の運用会社は10%にも満たないという推計結果が出ました<sup>4</sup>。気候変動リスクの緊急性に関する科学的報告書が世界中の注目を集める中、ステークホルダー(アセットオーナー、アセットマネージャー)は、低炭素社会への移行に必要な変化の規模と時間軸を真剣に検討し始めています。

## アジアのサステナビリティボンドに 投資する意義

環境や社会のトレンドが企業のビジネス・モデルを変化させる中、債券投資家は、こうしたトレンドが自身のポート

### 急速に拡大するアジアのサステナブル投資



出所: 世界持続可能投資連合、世界サステナブル投資報告2018

フォリオにもたらすクレジット・リスクと投資機会に向き合っています。私たちは、このような状況は、インデックスでは捕捉しきれない世の中のダイナミクスによる恩恵を獲得出来る可能性のあるアクティブ・マネージャーに強力な投資機会をもたらすと考えています。規制当局は、投資家に対してポートフォリオにおける気候変動リスクの影響のような課題について検討することを望んでおり、年金基金などアセットオーナーは、それらの影響を正確に測定し、管理するためのソリューションを必要としています。サステナビリティへの道は、よりよい開示を出発点としていますので、運用会社（アセットマネージャー）にとって、企業とのエンゲージメントを通じて発行体に関する知見を深め、情報の流れをスムーズにすることは、企業のサステナビリティを促進し、結果として顧客ポートフォリオのリスク耐性 (resilience) を高めることにつながると考えられます。

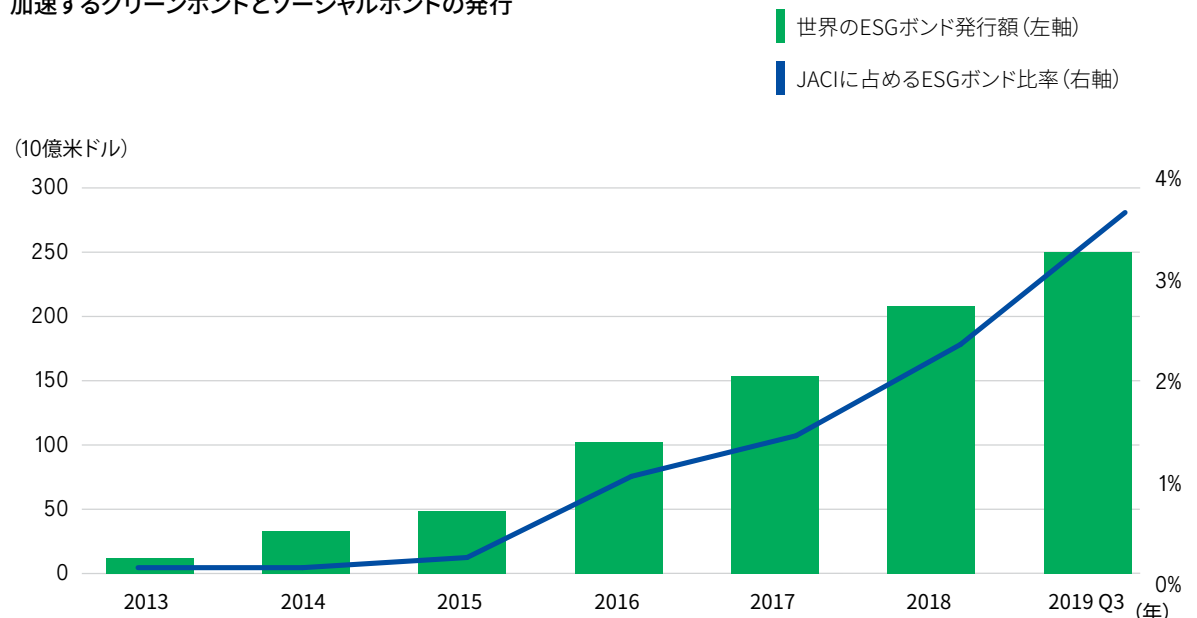
私たちは、アジア地域固有の ESG 要素を踏まえ、サステナビリティボンドの投資においては以下の3つのポイントが重要と考えています。

- **企業戦略に沿った統合的な ESG データの必要性**  
 第三者機関によるサステナビリティ格付けは運用会社の ESG リサーチにとって有益な情報となりうるものの、それらをより深く多面的に分析する必要があります。ESG インテグレーションは、一度行えばそれで終わり

というわけではありません。柔軟に見直し、調整していくことにより、アジア地域での運用成績を向上させる可能性のある新たな要因・カタリストを見出すことができると考えています。

- **アジア企業のガバナンスの複雑さと重要性**  
 アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの構造は、その他地域とは異なることが多いと考えています。家族経営企業や国営企業の割合が相対的に高く、株式持ち合いが一般的に行われています。この点については、私たちは以前からアジア地域のクレジット分析において考慮してきていますが、運用会社に現地のリソースと専門性が必要であることの裏付けとなるのではないかと考えています。
- **アジア地域におけるサステナブルな開発機会の捕捉**  
 アジアがどのように成長を遂げてきたかは周知のとおりです。急速な工業化、輸出、活発な投資と高い貯蓄率が、めざましい経済成長と中間所得層の台頭を牽引してきました。また世界人口の 61% がアジアに居住しており<sup>5</sup>、アジアは世界の陸地面積の約 1/3 を占め<sup>6</sup>、かつ人口の高齢化が急激に進んでいます<sup>7</sup>。市場は、こうした背景の中でサステナブルなソリューションを提供する企業を選好することが予想されます。よって、そうした企業をいち早く特定するためのプロセスを

### 加速するグリーンボンドとソーシャルボンドの発行



出所: HSBC Green Bond Market Overview 2019 (2019年9月30日現在) ESGボンドには、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドが含まれます。JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス (JACI) には、アジア以外で発行された米ドル建債券も含まれます。

確立していることは、それらの機会を捉えるための鍵となります。また、そのことはアジア地域の持続的な成長性を支えることにもつながると考えています。

上記は、アジアでサステナブル投資を行うことへの十分な論証となると考えております。一方、そこでの中心的な課題は ESG リスクへの耐性を持ち、かつ ESG 機会の恩恵を享受できる投資先を組み入れるポートフォリオ構築プロセスを確立させることであると考えます。

## アジア・クレジット（除く日本）に関する ESG リサーチ

アジアにおけるクレジット投資に関連する ESG 要素に対する目線をよりシャープにするため、アジア（除く日本）のクレジット・リサーチにおいて、アジア・クレジット・チームは、社内信用格付けの決定に ESG 要素が及ぼす影響を体系的に定量化するプロセスを確立しました。ESG リサーチを通じて環境課題や労働課題に対する取り組みのベスト・プラクティスを特定し、その取り組みがベストプラクティスから距離のある企業に対する社内信用格付に調整を加えるというものです。アジア・クレジット・チームは、カバーしているユニバース内の企業を、様々な定量・定性評価に基づいて、E（環境）、S（社会）G（ガバナンス）要素のそれぞれについて4つのリスクカテゴリー（非常に高い、高い、中程度、低い）のいずれかに分類しています。

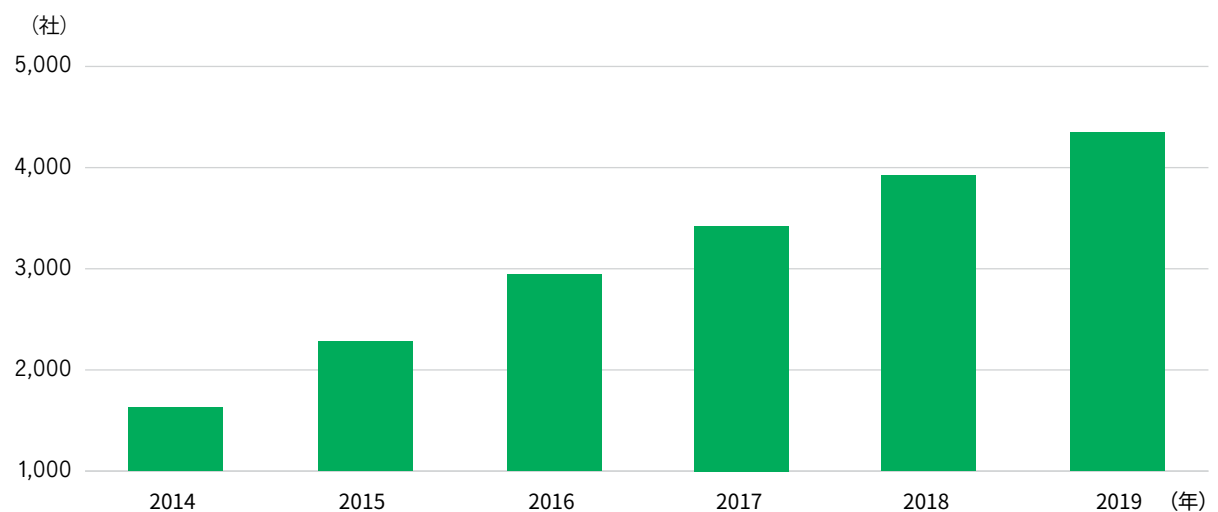
## ESG リサーチ事例：東南アジアのパーム油農園

私たちのファンダメンタルなクレジット調査における ESG インテグレーションとエンゲージメントへの取り組みが地域的な文脈（local context）に対してどの程度適応可能かについての一例をお示したいと思います。最近の事例として、環境と社会に重大な影響を及ぼすパーム油農園について行った ESG リサーチの事例をご紹介します。

リスクが「高い」と判定された東南アジアのとあるパーム油生産会社は、農園の持続可能とは考えにくい開発手法について国際的に告発を受け、2017年に欧州企業への販売が停止となりました。このことは直ちに多くの国際的な契約に影響を及ぼし、同社の株式や債券の価格変動につながりました。

対称的に、リスクが「中程度」と判定された別の企業は、パーム油以外の事業にも進出し、その影響を受けにくい状態を維持しています。世界市場ではサステナブル認証を受けたパーム油に対する需要が拡大していく見通しであり、持続可能なパーム油のための円卓会議（RSPO）の加盟社数も増加傾向にあります。このように、独自の ESG リサーチと、リスクを判定するプロセスを確立したことは、投資判断に役立っています。

### RSPO加盟社数の推移



出所：RSPO、2019年12月18日



## アジアにおけるエンゲージメント

アジアでは、ESG 課題に関する投資家と企業のエンゲージメントは歴史が浅く、株式投資家によるエンゲージメントでさえも同様です。債券投資家によるエンゲージメントはより一般的ではない一方、負債は通常、企業の資本構成（負債・資本）において大きな割合を占めています。このことは、長期的な環境リスクにさらされやすい公益企業、製造業など、社債を多く発行する業種においてはなおさら顕著です。私たちは、パートナーシップや協調的な議論を通じて、発行体と長期的な関係を構築することが可能だと考えています。私たちのアジアにおけるエンゲージメント活動は、現地に根ざしたクレジット・リサーチ・チームやアジア地域専担の ESG チームなど世界有数の規模を誇るアジア債券チームによって支えられています。

私たちは、ESG に関する様々なテーマについて発行体と話し合うことにより、企業のビジネス・モデルや戦略に関する知見を深めています。アジアにおける多様な現地市場、言語、文化に関して、私たちが幅広い情報を有していることは、企業、政府および規制当局へのエンゲージメントを行う際に役立っています。また、私たちは、リサーチや経験に基づきサステナビリティに関するベスト・プラクティスについての考えを伝えることも可能です。エンゲージメント活動によって、投資のリスク・リターンを改善することにつながるだけでなく、発行体が内包する主な問題を特定し、資本市場のリスク耐性を強化することにもつながると考えます。

### 中国における取締役の多様性とガバナンス

取締役の多様性はリーダーシップとコーポレート・ガバナンスを強化し、最終的には企業の業績と競争力を高めることにつながると私たちは考えています。マニユライフ・インベストメント・マネジメントが創設メンバーに名を連ねる Board Diversity Hong Kong Initiative は、香港の上場企業のあらゆる階層に多様性を取り入れるよう奨励することで、この信念を実現させることを目指しています<sup>8</sup>。

私たちのコミットメントの一環として、香港に上場している中国のテクノロジー・メディア企業に対し、取締役の多様性に関するエンゲージメントを行いました。同社の取締役は上場以来、全員が男性でした。私たちは、同社から社外取締役の指名方法について説明を受けた後、女性

消費者向けの製品またはサービスについては、女性を取締役に加えた方が、競争力を戦略的に管理しやすくなるのではないかとこの考えについて話し合いました。同社はその後、指名プロセスにおいて性別をどのように考慮しているかについての開示を拡充させ、女性取締役を任命しました。その後、この女性取締役は、その経歴を生かし、同社の主要戦略となるであろう分野について新しいアイデアを取締役会にもたらしたと聞いています。

## 日本のクレジットに関する ESG リサーチ

日本の社債市場は他のアジア地域の社債市場とは市場構造が異なっています。日本において債券の発行体はわずか 450 社ほどです。また格付けは投資適格に集中しており、ハイ・イールド債券市場は存在しません。日本のクレジット・チームが発行体のリサーチを行う際は、ESG 要素を分析し、伝統的なクレジット投資プロセスの各段階に ESG 要素を組み込むという手法を取っています。具体的には、(1) 重要 (Material) な ESG 課題の特定、およびエンゲージメント対象企業の特定のためのスクリーニング、(2) 伝統的なクレジット分析への ESG 要素の組み込み、(3) 発行体との対話 (dialogue) および目的を持った対話・エンゲージメント、(4) 投資、という形を取ります。

当チームは、日本の債券市場の特徴と、日本企業の強みや投資機会を考慮に入れながら、企業との ESG に関するエンゲージメントに力を入れてきました。

### 日本におけるエンゲージメント 事例

日本では、ESG 課題に関する投資家と企業のエンゲージメントは、まだ始まったばかりです。しかし、日本企業は、売り手 (発行体) 良し、買い手 (投資家) 良し、世間 (社会) 良し、所謂「三方良し」の文化を、暗黙のうちに (英語で言う「implicit」) 共有していると考えています。私たちの日本におけるエンゲージメント活動は、日本企業の ESG への取り組みを世界の投資家に正しく理解してもらえるように、各企業が ESG 課題に対する定量目標を定め、取り組みの進捗状況について開示していくことなど、明示的な (英語で言う「explicit」) 情報開示を促すことを目的としています。

企業とのエンゲージメントの準備において、日本のクレジット・チームと ESG チームは、企業が英語と日本語で

どのような開示を行っているかを詳細にレビューしています。このプロセスは、企業がどの程度サステナビリティ・ESG 要素を事業戦略に組み込んでいるかを理解するだけでなく、翻訳上の課題という観点などから企業の開示データのクオリティについて理解することにも役立ちます。また、開示が進んでいる企業とそうでない企業を客観的に特定し、それぞれの企業の開示の段階において ESG 開示に必要な項目を明確化することも可能となると考えています。企業との対話では、データの収集と開示、第三者機関による ESG リサーチ、および社内のステークホルダーから開示に対する同意を取り付けることなど企業が直面している困難等について率直に話し合うことが少なくありません。心強いことに、当チームと複数回にわたってエンゲージメントを行ったいくつかの企業では、ESG 課題について具体的な目標を設定し、目標に向けた進捗状況を開示するなど ESG への取り組みを積極化して頂いております。

### 日本の電力会社における企業価値の向上に関して

日本には主要電力会社が 11 社存在し、それらの社債は、日本の発行済み社債残高総額の約 15% を占めています<sup>9</sup>。したがって、電力セクターは世界の投資家にとって日本での債券投資における配分において非常に重要な構成要素となっています。つまり、電力会社の企業価値を高めようとする試みは、運用成績の大幅な向上につながる可能性

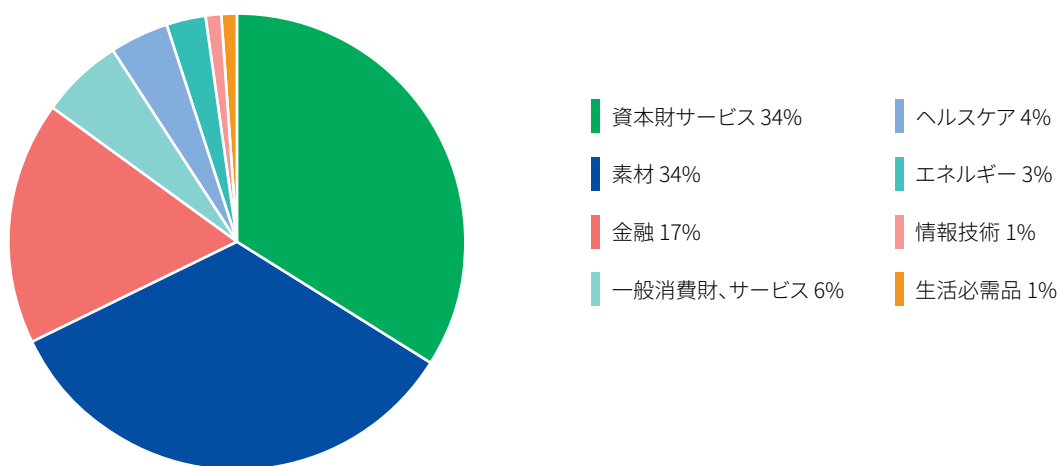
があります。

当チームは従来より、ほとんどの主要電力会社とステークホルダーとして関わってきました。複数回のエンゲージメントを通じて、これらの企業が直面する主要課題が安定的なエネルギー供給の維持であること、それと同時に、低炭素社会の実現に向けて努力する必要があることなどについて理解をしています。これは極めて大きな役割であり、電力会社は、福島原発事故以来、原子力発電所が停止していることを踏まえ、温室効果ガス削減技術の開発に多くの努力を費やしていると理解をしています。

日本はエネルギーの多くを輸入に頼っています。エネルギー自給率に関して言えば、日本の自給率はわずか 8% であり、フランス (56%)、英国 (66%)、中国 (84%)、米国 (92%)、カナダ (174%) など他の先進国を大きく下回っています。また日本の可住地面積は国土の 27.3% と、他国を下回るだけでなく、相対的に気候リスクによる物理的危険性が高い沿岸の都市部に集中しています<sup>10</sup>。

当チームはこれらの企業との個別のエンゲージメントにおいて、私たちがこうした根本的な課題を認識していることにより、発行体も世界の投資家の低炭素社会の実現に向けた取り組み、ポートフォリオにおけるカーボン・リスク量、そして TCFD に関する日本企業への啓発活動等について耳を傾けやすくなっていると感じています。重要な点として、

### 日本における ESG エンゲージメント活動



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社、2019年1月～9月30日におけるエンゲージメント活動の業種別内訳

主要電力会社 11 社はいずれも TCFD に賛同していることです。当チームは業界全体の脱炭素化目標について私たちの考えをお伝えするとともに、個々の電力会社に対し、独自の脱炭素化目標を設定するよう働きかけています。

私たちは経験上、投資家が、低炭素社会への移行など、世界の気候変動に関する喫緊の課題について考える際は、各国・地域の事情を考慮しなければ話が先に進まないと考えています。また、私たちは日本の電力会社による低炭素社会への対応を働きかけるためには、協働的なアプローチが不可欠だと考えています。なぜなら、そうした対応に簡単な答えはないからです。例えば日本で再生可能エネルギーを開発しようとするれば、地理的条件等のいくつかの本質的な課題に直面しますが、ESG 課題に関するエンゲージメントの効果を最大限に高めるためには、そうした課題を理解しておくことも重要です。洋上風力発電に関しては、他国では海が浅く、地震活動が活発ではないために、採算が取りやすい一方で、日本沿岸に洋上風力発電所を建設する場合は、よりコストがかさみ、リスクが高くなるおそれがあります。地熱発電に関しても、地震活動が他国より活発であることや、可住地面積の割合が相対的に小さく地熱発電所が集中していることが問題を複雑にしています。それと同時に、福島原発事故以来、原子力発電所を再稼働させるためには、厳格な安全対策を導入するよう定められています。これらの問題を理解することは、複数のステークホルダーから確実に前向きなサポートが得られるために、また各国・地域の事情を考慮して受け入れ可能な方法で低炭素社会への移行を進めるために必須条件となると考えています。

## まとめ

アジアにおけるサステナビリティボンドの起債や、アジア資産に対するサステナブル投資の枠組みは、時に矛盾を抱えながら進化しています。そうした中、ステークホルダーは混乱を避け適切な対応をとるため慎重に、協働でデューデリジェンスを実施する必要があります。ステークホルダーは、起債から当該債券に係るサステナブル投資目標の実現までの間、各発行体の ESG 特性を評価するプロセスを確立させる必要があると考えています。私たちは、ESG リスクと機会の本質を特定し、これらのリスクの軽減または機会を活用するための適切な戦略を策定し、これらの課題を戦略的にポートフォリオに組み込むためには、積極的なリサーチやエンゲージメントが極めて重要であると考えています。

企業へのエンゲージメントは、とりわけ世界的なサステナビリティの目標をしっかりと認識しつつ、各国・地域の事情に配慮しながら行うことによって目標の実現に大きく貢献する可能性があります。また、エンゲージメントの効果を最大限に高めるためには、企業との長期的なパートナーシップを育み、企業がより持続可能な事業を推進していくことに重点を置く必要があると考えています。

1 世界持続可能投資連合、世界サステナブル投資報告2018

2 HSBC Green Bond Market Overview 2019 (2019年3月22日)

3 JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス (2019年9月30日)

4 CFA協会および責任投資原則 (2019年5月30日)

5 国連世界人口推計2019年版。

6 Britannica.com.

7 “Asia’s Ageing Challenge”、エコノミスト・インテリジェンス・ユニット (2018年7月23日)。

8 <https://www.boarddiversityhk.org/> (2019年12月11日現在)

9 NOMURA-BPI (2019年9月30日現在)

10 国土技術研究センター (<http://www.jice.or.jp/knowledge/japan/commentary06>) (2019年12月12日現在)。主要国の可住地は、英国 (84.6%)、フランス (74.5%)、ドイツ (66.7%) と日本よりはるかに大きく、より広範囲かつ標高の高いエリアに分散しているのが一般的です。



# アルファの追求： 今後10年間の プライベート・エクイティへの 投資機会

グローバル・インテリジェンス | プライベート・アセット



ダニエル・ブディ、CFA、FRM  
シニア・マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネージャー

## 主なポイント

- プライベート・エクイティはグローバル企業の資金調達手段として存在感を増しています。また、投資リターンとベータとの相関が伝統資産に比べて低い点が、資産クラスとしてプライベート・エクイティに世界的に注目が集まる要因となっています。
- プライベート・エクイティ投資は、今後も投資家、企業、従業員、年金受給者そして経済の発展にグローバルに貢献するポジティブな役割を担うと考えています。

## 減少しつつある株式公開企業

1602年にアムステルダム証券取引所が設立され、オランダ東インド会社は世界初の上場企業となりました<sup>1</sup>。その後4世紀にわたり、全世界の証券取引所における上場企業数は増加しました。ところが最近、株式を公開する企業が減少しています。米国の新規株式公開件数は1999年に486件あったのに対し、2018年はわずか190件となりました<sup>2</sup>。実際に米国の上場企業数は1990年代後半以降、40%以上減少しています<sup>3</sup>。

一方、プライベート・エクイティにより資金調達を行った企業数は増加しており、その数は米国証券取引所における上場企業数を凌いでいます。こうした傾向は、世界で生じている動きを示唆するものです。ディールが成立したプライベート・エクイティ案件は、2001年は世界でわずか1,700件でしたが、2018年には9,000件となっています<sup>4</sup>。プライベート・エクイティの運用資産残高も目覚ましい伸びを示しており、特にアジアでの成長が著しく、今では世界のプライベート・エクイティ市場の4分の1を占めています<sup>5</sup>。

投資先企業の経営に影響力を行使することが難しい一般的な上場企業の株主と異なり、プライベート・エクイティ・ファンドは多くの場合、投資先企業の経営に直接関与し、企業の戦略的方針の策定にも積極的に関与します。取締役会のコントロールは、究極的には経営陣の交代に対する株主のコール・オプションを意味

### 米国：プライベート・エクイティにより資金調達を行った企業数は今や上場企業数を上回る

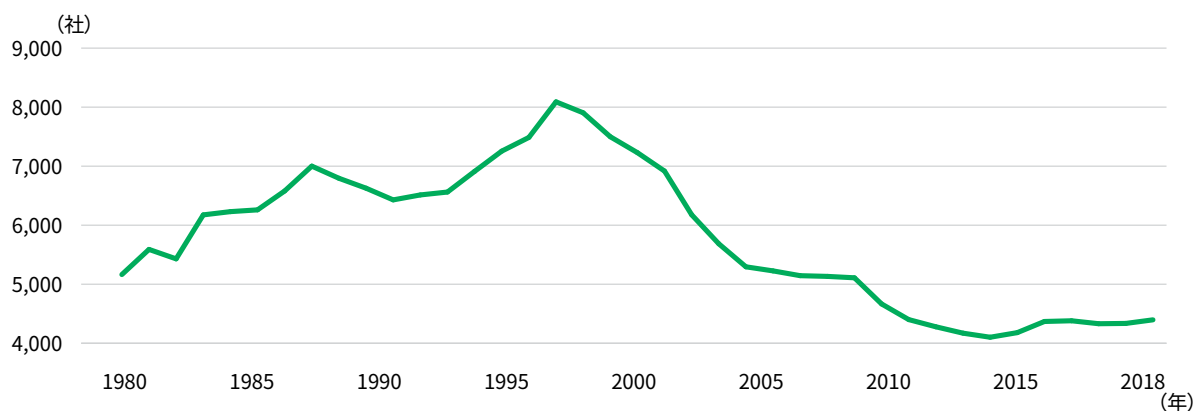
	2006	2017
プライベート・エクイティにより資金調達を行った企業数(米国)	4,000	8,000
上場企業数(米国)	5,100	4,300

出所：マッキンゼー、2019年

します。投資家がオプションを行使する理由がなくても、こうした仕組みは経営陣と投資家の利害を一致させ、企業の長期的な成否に重要である機会とリスクに関係者全員を集中させることが可能となります。上場企業は散発的なリスク要因や短期的成果を求める金融市場に悩まされることがよくありますが、優良なプライベート・エクイティにより資金調達を行った企業は、インセンティブ体系や時間軸のおかげで、長期的な企業価値の向上に最も重要な目標に経営資源を集中させることができるというメリットがあります。プライベート・エクイティとは、有能な投資家と優れた経営陣とを結び付け、両者の知恵を活かして企業を共に運営していく形態であると言えます。

### 上場企業数は近年減少傾向

米国の上場企業数：1980年～2018年



出所：Cerulli、2019年

株式の公開からプライベート・キャピタルへのシフトには様々な要因が関係していますが、この数年間に大きな役割を果たし、今なお続くトレンドに影響を与えたものとして、米国の法律面での2つの変化を挙げる事ができます。まずはエンロン破綻に象徴される一連の粉飾決算スキャンダルへの対応策として制定され

た2002年のサーベンス・オクスリー法（上場企業会計改革および投資家保護法）で、米国上場企業の報告義務負担は以前よりも増大しました。またその10年後、米国新興企業促進法が制定され、株主数が2,000名以下の非公開企業は開示義務が免除されるようになりました。

サーベンス・オクスリー法も米国新興企業促進法も、企業の株式公開へのインセンティブを減退させ、株式を非公開のままにするか、非公開化することへのインセンティブを高めるという思わぬ波及効果をもたらしました。特に、自社の知的財産を競合他社や市場の注目にさらしたくないと考えている小規模資本のR&D集約型企業において、その影響が顕著に見られます。世界経済は大きく変化し、現在は多くの企業が有形資産よりも無形資産の方が重要だと考えるようになってきています<sup>6</sup>。

ここ数年、低金利のおかげでプライベート・エクイティ

投資家は借り入れ資金による投資が行いやすくなっており、世界各国の中央銀行もこうした動きを後押ししていると言えます。深刻な世界金融危機から10年以上を経て、世界的に政策金利は過去最低かそれに近い水準にとどまっており、投資家が企業への投資に必要な資金を負債で調達する際、比較的低コストかつ有利な条件で資金調達可能な機会が豊富にあります。

## プライベート・エクイティとアルファの関係

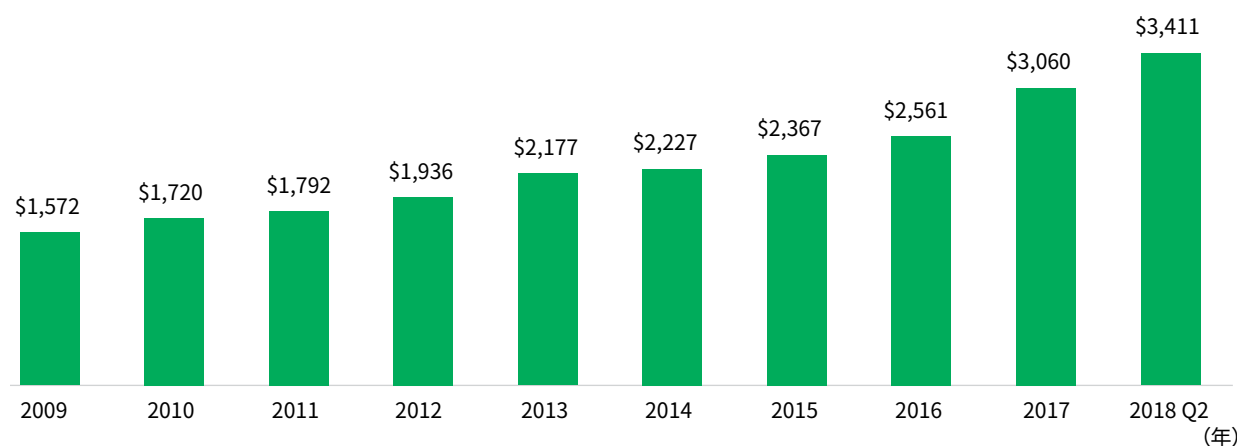
法律、マクロ経済、金融政策の下支えにより、プライベート・エクイティ・キャピタルはグローバル企業の資金調達手段として存在感を増しており、その魅力的な投資リターンにより、資産クラスとしてプライベート・エクイティに世界的に注目が集まっています。

機関投資家の中にはここ数年、ポートフォリオの資産配分を上場株式からプライベート・エクイティに移行させているところもあります。例えば、米国の高等教育基金のプライベート・エクイティへの資産配分比率（金額加重平均）は2002年から2018年までの間に3倍以上（3%から10%）に上昇する一方、米国上場株式への配分は同期間中に半分以下（37%から16%）に減少しています<sup>7</sup>。現在、プライベート・エクイティ投資家の約60%を大学基金、慈善財団、および従業員年金基金が占めています<sup>8</sup>。

“プライベート・エクイティとは、有能な投資家と優れた経営陣とを結び付け、両者の知恵を活かして企業を共に運営していく形態です。”

### プライベート・エクイティの運用資産残高は、過去10年弱で2倍以上に増加

2009年～2018年第2四半期のグローバル・プライベート・エクイティ運用資産残高(単位:10億米ドル)



出所: Cerulli, 2019年



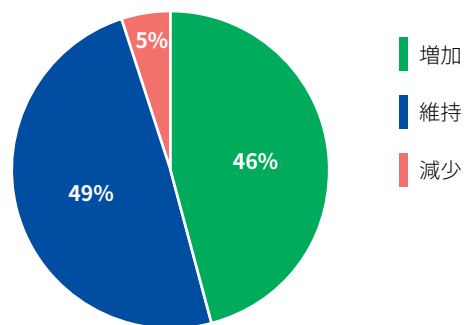
これまでのところ、プライベート・エクイティへのシフトはこうした機関投資家などに好ましい結果をもたらしています。グローバルのプライベート・エクイティの純資産価値は2002年から7.5倍に増加したのに対し、同期間中の上場株式の時価総額は3.5倍の増加にとどまっています<sup>4</sup>。投資環境全般において、バリュエーションの上昇と低利回りを背景に先行きの不透明感が増すなか、プライベート・エクイティは上場株式を上回る目覚ましい伸びの後も引き続き最も有望な資産クラスとして注目されています。その理由としては、回帰分析により上場株式と比較した場合、プライベート・エクイティのパフォーマンスはアルファの寄与が大きく、ベータの寄与が小さいことが挙げられます<sup>9</sup>。

上場株式市場が内包するベータは過去の実績により歪んで計測されていますが、プライベート・エクイティの足元のディール数は将来の見通しをより明確に示唆していると考えられます。世界の投資家は既に着目しており、それがこの数年間にプライベート・エクイティの運用資産残高が急速に増加している理由のひとつです。北米や欧州だけでなく、アジア・パシフィック地域でも残高は急速に拡大しており、今では世界のプライベート・エクイティ市場の4分の1をアジア・パシフィック地域が占めています<sup>5</sup>。

流動性の低い資産を保有するリスクの対価として投資

### プライベート・エクイティ投資家は、その資産配分を増加もしくは維持する方針

機関投資家のプライベート・アセット投資への長期資産配分計画：2018年

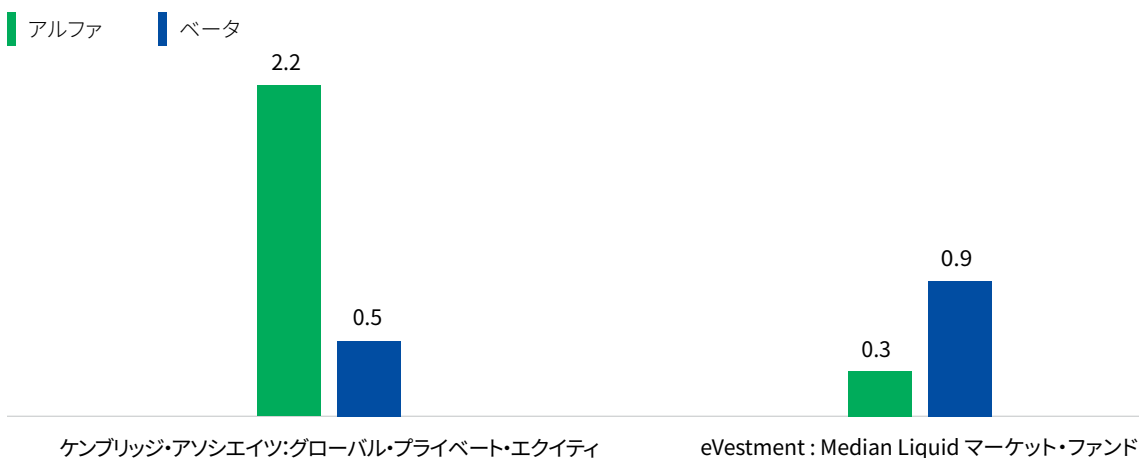


出所：Cerulli, 2019年

家を得る非流動性プレミアムは、プライベート・エクイティの重要なアルファの源泉です。保険会社や年金基金など長期債務を有する機関投資家にとって、非流動性プレミアムは魅力的な特性です。米国を拠点とする最大のプライベート・エクイティ投資家であるカルパス（カリフォルニア州職員退職年金基金）は、現状の資産配分に満足していないようです。「当基金にはプライベート・エクイティが必要です。プライベート・エクイティへの資産配分を今、増やす必要があります」

### プライベート・エクイティはアルファの寄与が大きく、ベータの寄与は小さい

アルファおよびベータ vs. MSCI ACWI (クロス、米ドル・ベース)：2000年～2018年<sup>10</sup>



出所：ケンブリッジ・アソシエイツ、eVestment、Bloomberg、KKR、2019年

と、カルパース最高投資責任者は述べています<sup>3</sup>。プライベート・エクイティが過去の実績に匹敵するほどの成果を上げることが難しいとしても、多くの投資家は引き続きプライベート・エクイティを現時点で最も有望な資産クラスと見ています。米国の機関投資家 400 社を対象とした調査によれば、95% が長期的にプライベート・エクイティへの配分を高めるか、維持する方針を示しています<sup>3</sup>。

成功への複数の道筋や状況に応じて方向転換できる能力を有する投資先企業を慎重に見極めることのできるプライベート・エクイティ投資家は、柔軟性と忍耐により追加的なアルファの源泉を得られる可能性があると思われます。魅力的な投資機会は、以下のような特徴を有する企業にみられる傾向があります。

- 質の高い経営陣
- 構造的な追い風を受ける業界において、好調な売上と健全な利益成長を実現
- 堅固な参入障壁が存在する業界で事業を展開
- 低い資本集約度
- 高い営業レバレッジ：売上の増加を純利益に最大限反映し、事業規模の拡大に伴い利益率を高める能力

こうした特徴は、成功する企業を見極める際に有力な指針となりますが、このような企業が実際の価値以上の値をつける危険性は常にあります。プライベート・エクイティ・ファンドが企業を過大評価して投資を行うと、投資家のためのリターン創出に苦労する恐れがあります。そのため、私たちはプライベート・エクイティ・マネージャーを評価する際、特定のビジネスの固有の価値を適正に判断する能力を備え、企業の収益性向上、すなわち価値向上を実現する戦略の遂行に幅広い経験を有するマネージャーに注目しています。

## プライベート・エクイティへの“イメージ”の問題

業界は成熟しつつありますが、プライベート・エクイティに携わる人々は、業界の草創期に横行した行為により、乗っ取り屋、敵対的買収、ジャンク債を利用した企業合併・買収、といった表現で今なお批判を受け

ることがあります。『Barbarians at the Gate』(1989年)、『Den of Thieves』(1992年)、『The Predators' Ball』(1988年)といった書籍が当時の悪質な事例を取り上げています。

1980年代後半から1990年代前半にかけて、多くのプライベート・エクイティ・ファンドが先を争って、総企業価値のわずか10%から20%程度の自己資本を拠出し、必要な残りの資金を借入金によって賄うディールを行っていました。そのため、プライベート・エクイティによる資金調達を行った企業の多くは過剰債務を抱え、景気サイクルの後退局面を乗り切るだけの財務的な余力はほとんどありませんでした。その後必然的に生じた経営破綻、破産申請、人員削減は、現在もプライベート・エクイティ業界の評判に暗い影を落としています。

プライベート・エクイティはそれ以降、大きな進化を遂げました。コストを削減し、手っ取り早く利益を上げるために資産の切り売りや従業員解雇といった乱暴な手法に頼るのではなく、プライベート・エクイティ投資は企業の成長促進、競争力強化、持続可能な長期的価値の向上をより重視するようになりました。私たちの投資先企業の多くは、事業規模を拡大し、売上拡大のために綿密に練った合併・買収計画を実行し、かつては存在しなかった分野での価値を創出しています。直近の動向は、プライベート・エクイティの草創期に特徴的に見られた注目度の高いディールの失敗による度重なる経営破綻、年金債務の不履行、雇用崩壊といったかつての評判を打ち消すものとなっています。現在では、オーナーが買収先企業価値の40%から50%、時には60%もの資金を自己資本から拠出することで、借入金の必要額を減らし、次の景気後退がいつ到来しても切り抜けることができるように、企業の財務的柔軟性の向上に努めることが珍しくなくなりました。

## 企業価値向上を支える成長力

プライベート・エクイティに対する否定的な意見もありますが、私たちはこれまでの経験に基づき、それとは異なる見方を有しています。プライベート・エクイティは、様々な点で効率的で責任ある持続可能な資本配分を可能にし、投資家、企業、コミュニティーを支えています。以降で、プライベート・エクイティ・ファンドが投資先企業の価値を向上させる手法・戦略につ

いて単純化して解説していますが、このような汎用的な戦略を通じ、プライベート・エクイティ・ファンドが投資家にリターンをもたらした例は無数にあります。

### 1. “最初の”機関投資家としての投資

成功企業の創業オーナーの多くは、自らの個人資産が最終的に自社の株式に集中することになり、懸命に築き上げてきた資産への影響力を失わずに自らの資産を分散したいと考えることがよくあります。さらに、このように大きな富が単一の資産に集中していることは、オーナー経営者がリスク回避姿勢をとり、さらなる成長を妨げる要因となることがあります。例えば、新たな地域への進出や新製品発売の機会は、不透明性が高いとして断念されることがあります。このようなオーナー経営者は、無から何かを築き上げる才能に溢れた起業家かもしれませんが、成熟した事業を次の段階へ進展させるには異なる技能と経験が必要です。将来にわたって継続的な投資を行うことができるよう、流動性、資産分散、専門知識およびパートナーシップがいずれ必要になります。オーナー経営者にとって適切な買い手を選ぶことは、適正な価格を設定することと同様に重要です。オーナーと信頼関係を築き、さらなる価値創出に向けて魅力的な計画を立案できるプライベート・エクイティ・ファンドは、優良な資産を適正な価格で取得する機会を捉えることが可能です。さら

に、こうした投資先企業には、ことわざにあるような「低い位置にぶら下がっている果実（少しの努力で大きな成果をもたらす）」が多いと考えられます。このような価値

創出の機会を創業者は見過ごしているか、過小評価していることがあります。すでに持っているものを失うことを過度に恐れる創業者にとって、事業の成長を考えることは困難です。こうした状況は、特にバリュエーションが幾分割高な現在の市場において、プライベート・エクイティの投資家にとっても、創業オーナーにとっても好都合となる場合があります。

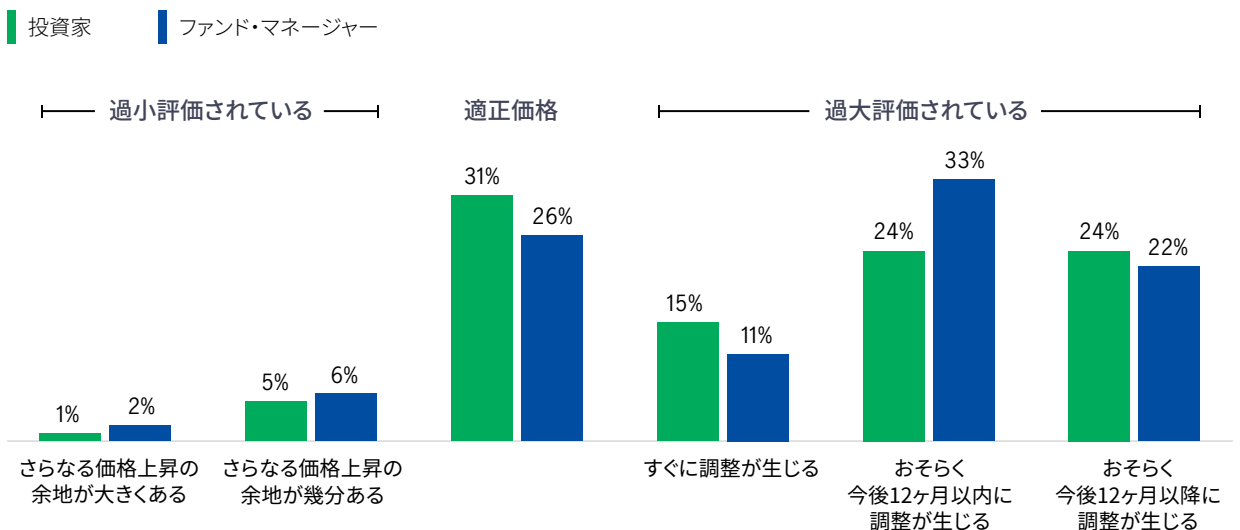
### 2. バイ・アンド・ビルド戦略

売却する場合は有利ですが、買収する場合は不利となるバリュエーションの上昇に、いわゆるバイ・アンド・ビルド戦略によって対処するプライベート・エクイティ・ファンドが増えています。これは「将来有望なプラットフォーム企業を用いて、少なくとも4社のよ

“プライベートエクイティは、様々な点で効率的で責任ある持続可能な資本配分を可能にし、投資家、企業、コミュニティを支えています。”

現在の環境下では、“最初の”機関投資家としての投資は上手く行く可能性が高い

投資家vs.ファンド・マネージャー：プライベート・エクイティのプライシングに対する見方：2018年<sup>11</sup>



出所: Cerulli, 2019

り小規模な企業の追加買収を順次行うことによって価値を高める戦略」です<sup>5</sup>。ファンドは有望な企業を買収し、同じ業種または関連業種内でより規模が小さく、より割安な企業を順次買収することによって規模を拡大します。規模の小さい企業は大規模な企業よりも低いバリュエーションで売買される傾向があるため、ファンドはバイ・アンド・ビルド戦略を通じて相対的に低いバリュエーションで企業を取得し、それらの企業をより大規模な組織に統合し、営業レバレッジを増大させ、バリュエーションの上昇を通じてリターンを得ることが可能です。しかし、実際には統合リスクがあり、投資家はこうしたリスクを過小評価しがちです。異なる企業文化を統一のとれた1つの組織にまとめるのは絶妙な技能であり、高い評価を得ているプライベート・エクイティ・ファンドは極めて少数です。

### 3. グッド・トゥ・グレート（優良企業の価値向上）

#### アプローチ

プライベート・エクイティ市場が成長し、あるファンドから別のファンドへ企業が売却されることも珍しくなくなりました。業界専門家は、こうした取引が買い手にとって妥当かどうか疑問を抱くときがあります。売り手のプライベート・エクイティ・ファンドによって洗練され、成長を遂げた企業に、買い手のプライベート・エクイティ・ファンドが得られる価値はどの程度残っているのでしょうか。ファンド間の取引は、買収先企業の確実な経営計画と、売り手の達成した成果をさらに高める計画が買い手にある場合、本質的にはそれほど大きなリスクはありません。買い手は優良な企業を取得して、企業の能力を強化することでさらに価値の高い企業に育成します。これには、海外進出、マネジメント・システムの向上、トップクラスの経営幹部の採用など、様々な形態が考えられます。この戦略はファンド間の取引のみで行われるわけではなく、真に有能な創業オーナー企業の取得や、カープアウト・ディール（ある企業からの事業分離）による取得もあります。

### 4. スクラッチ・アンド・デント（非優良企業の再建）投資

プライベート・エクイティにとって魅力的なターゲットは必ずしも完璧な企業であるとは限りません。それ

は何らかの弱点や複雑な問題により、潜在的な価値に対して大幅なディスカウントで取引される企業である場合もあります。こうした企業を立て直し、複雑な要因を取り除くことができるファンドは、成長力とバリュエーションが再生プロセス後に力強く向上する企業を保有することが可能となります。この戦略の実行には、投資先企業の運営を抜本的に、かつ多くの場合、破壊的な方法で変革する運営能力が必要とされます。こうした企業再建は困難を伴うことがありますが、成功した場合は大きな利益を得ることができません。極端な一例ですが、あるプライベート・エクイティ・ファンドは、カープアウト・ディールにより経営破綻した企業を取得する機会がありました。同社の売り手は年間数百万ドルの損失を計上しており、黒字転換の方法を見つけることができずにいました。最終的に売り手は同社を手放すため、プライベート・エクイティ・ファンドに代金を支払って引き取ってもらいました。プライベート・エクイティ・ファンドは独創的な構想と戦略的な買収により、同社を黒字転換させることができました。これはいわゆるスクラッチ・アンド・デント投資のユニークな例です。

### 5. 破綻企業の株式化を目的とする投資

破綻企業の株式化を目的とする投資とは、通常は対象企業の債権を当該企業の株式に交換し支配権を獲得する投資を意味します。こうした形態のバリュー投資は、基本的には健全な企業が既存の債務を履行できないほど過剰な債務を抱えている場合、大きな投資リターンが期待されます。経営困難にある事業分野がバランスシートを毀損させ、グローバルな事業環境の予想外の変化が債務不履行の要因となることがあります。破綻状態にある企業への投資は、消滅の瀬戸際にある企業を救済することによって魅力的なリターンを得る機会を捉えることが可能です。こうした特別な状況では、資本構造にとらわれない見方が有効です。資本構造全般に亘り投資機会を機動的に追求できるプライベート・エクイティ投資家が、適切な企業の資本構造の適切な部分を、適切なタイミングで選択した場合、大きな利益を得られる可能性があります。しかし、この戦略は軽視できないリスクを伴います。例えばどの証券によって企業再編が可能となる支配権を得られるのか、債権との交換により支配権獲得は可能なのかといった点を



理解し、さらに買収先企業にどのような措置を講じるべきかを把握するには、長年の経験が必要とされます。

## まとめ

今日、プライベート・エクイティは投資家と経営陣の利害を一致させ、資本市場の効率的な運用と生産性の向上に寄与しています。プライベート・エクイティは進化を続け、さらなる企業成長、新たなファイナンス手法、雇用拡大につながるアイデアを提供しています。それらは広い意味では、広範囲にわたり生活水準の向上に寄与するものです。プライベート・エクイティ投資はこのような動きを永続的な成長力とし、今後も引き続き、世界各地で企業オーナー、経営陣、従業員、年金受給者、コミュニティの関係性向上に積極的に貢献すると思われます。

1 [investopedia.com/terms/a/aex.asp](https://investopedia.com/terms/a/aex.asp)

2 [statista.com/statistics/270290/number-of-ipo-in-the-us-since-1999](https://statista.com/statistics/270290/number-of-ipo-in-the-us-since-1999)

3 Cerulli, 2019年

4 マッキンゼー, 2019年

5 ベイン・アンド・カンパニー, 2019年

6 米国、ドイツ、中国の上場企業および非上場企業300社以上を対象とするPGIMの調査、2019年

7 [nacubo.org/research/2019/public-ntse-tables](https://nacubo.org/research/2019/public-ntse-tables)、2019年

8 [wsj.com/articles/warren-would-destroy-private-equity-at-everyones-expense-11576439453](https://wsj.com/articles/warren-would-destroy-private-equity-at-everyones-expense-11576439453)

9 KKR, 2019年

10 当図表は、MSCI All Country World Indexに対して、ケンブリッジ・アソシエイツが取得したグローバル・プライベート・エクイティ・データの長期平均ベータが0.5となっている一方で、上場株式戦略の代表としているeVestment Median Liquid マーケット・ファンドの長期平均ベータは0.9となっていることを示しています。注:ケンブリッジ・アソシエイツのデータベースは、リミテッドパートナー (LP) のファンド・マネージャー (GP) が作成した四半期ごとの未監査および年次監査済みファンドの財務諸表を使用しています。これらの文書は、ファンド・マネージャー自身によりケンブリッジ・アソシエイツに提供されています。数値は、2,193件のプライベート・エクイティ・ファンドから集められたデータに基づいて算出されています。

11 当図表は、米国の400の機関投資家の代表的調査に基づいて、プライベート・エクイティ・ファンド・マネージャーと機関投資家の大多数がプライベート・エクイティのバリュエーションは相応な高さであることに同意していることを示しています。

# ディスクレーム

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 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

