

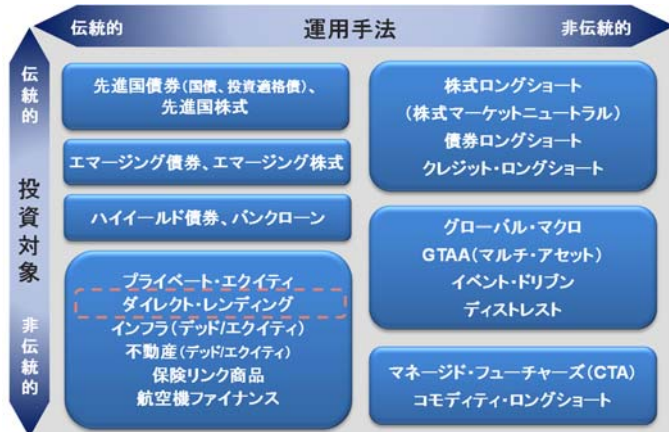
# ダイレクト・レンディング戦略の投資判断

近年の低金利環境を背景に、国内債券代替としての為替ヘッジ付外債投資、クレジット投資、オルタナティブ投資等、様々なアプローチが検討されている。そのなかの一つといえるダイレクト・レンディング戦略(以下“DL戦略”)というは、多くの運用会社から商品提供が開始され、投資家として検討を行う機会も増えていると想像される。同戦略には変動金利、相対的に高いクレジット・スプレッド水準等の魅力がある一方、低い解約流動性や伝統資産投資では見られないキャピタルコール方式といった特徴もあり、その十分な理解は容易ではない。本稿では、そうした特徴をいくつか整理し、投資判断の一助となることを目的とする。

## ■ダイレクト・レンディング戦略の位置づけ

図表1は弊社による各種戦略の分類。DL戦略は企業へ資金貸付(ローン)を行うものであり、デリバティブ等の使用を想定したものでないため、運用手法(横軸)は伝統的。投資対象(縦軸)としては、これまで一般的な企業年金が投資対象としてこなかったことから非伝統的と整理できる。

【図表1: 投資対象・投資手法による資産/戦略分類】



(資料)みずほ総合研究所作成

※戦略の特性によって、必ずしも正確な位置づけとまらない点留意

図表2は、低流動性資産内での比較である。DL戦略は、解約に制限がある点がデメリットである一方、債券のような流通市場がないため、需給環境による短期的な時価ブレが抑えられているメリットもある。

【図表2: 低流動性資産における比較】

資産名	収益源泉	ファンドの解約流動性	時価評価タイミング
不動産(私募REIT)	不動産からの賃料収入	国内私募REITは半年	半期毎程度
インフラストラクチャー	インフラ設備の利用料	10年超	四半期毎程度
ダイレクトレンディング	中堅企業へのローンから生じる金利収入	5~10年	四半期毎程度

(資料)みずほ総合研究所作成

## ■投資対象企業

DL戦略における投資対象を、借入企業のB/Sをイメージして整理したのが図表3である。債務弁済順位の高いシニアローンから、弁済順位は劣るがスプレッドの高いメザニンローンまで、一般的な貸手である商業銀行とともにファンドは貸出を行っている。

【図表3: 投資対象企業における資本構造のイメージ】



(資料)みずほ総合研究所作成

借入企業は“中堅企業”といわれる企業であり、「EBITDA(≒年間の創出キャッシュフロー)が数10~200億円程度」「売上高/企業規模が1,000億円程度まで」といった定義付けを行っている運用機関が多い。

同定義と比較するため、これまで事業債投資において対象としてきた上場企業における、EBITDA上位企業を確認すると図表4。EBITDAが数十億円という企業が相対的にどれ程小さな企業であるかがイメージできよう。こうした基本的な投資対象の属性、及びそこに内包されるリスクについては、再認識しておく必要がある。

【図表4: TOPIXで見るEBITDA上位企業】

企業名	業種	EBITDA(億円)
トヨタ自動車	輸送用機器	42,599
ソフトバンクグループ	情報・通信業	40,481
日本電信電話	情報・通信業	30,275
KDDI	情報・通信業	15,714
NTTドコモ	情報・通信業	14,846

(資料)2019年9月時点Bloombergデータより、みずほ総合研究所作成

## ■市場規模

DL戦略の投資対象となるMiddle Marketダイレクト・レンディングの市場規模を、各種インデックスと比較すると図表5である。DL戦略は非上場のプライベート投資であり精度の高い統計が存在しないことに留意は必要であるが、一般的なインデックスと比較して小さなマーケットであることは、認識しておきたい。

【図表5: 各種インデックスの市場規模】

	時価総額※
野村BPI総合	974兆円
FTSE-WGBI(除く日本)	1,789兆円
Bloomberg Barclays総合(含む日本)	6,092兆円
Middle Marketダイレクト・レンディング※	100~300兆円

※Middle Marketダイレクト・レンディングの市場規模は、明確な統計がなく米国における参考値である点留意

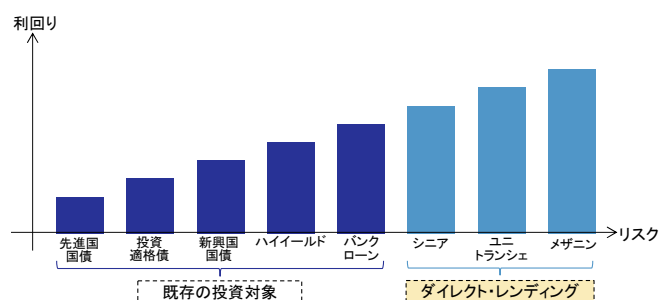
※時価総額2019年8月末、1USD=108円で換算

(資料)各社データより、みずほ総研作成

## ■リスク/リターン特性

投資対象となるローンの性質は債券と近いため、同ローンと一般的企業年金における債券系投資対象との比較をすると図表6である。債券の投資対象として一般的とまでは言えない新興国債・ハイイールド・バンクローンより、さらに高いリスク/リターン特性をDL戦略は持つ。従って、先進国債・投資適格債のみに投資を行ってきた一般的な投資家は、「DL戦略に先んじて、まずはハイイールド投資を検討」等、投資範囲拡大の順序に留意する必要がある。

【図表6: 利回り水準イメージ】



(資料)各種資料より、みずほ総合研究所作成

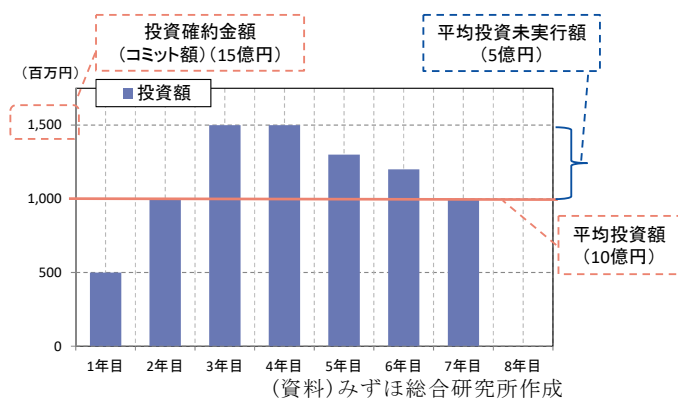
こうした高い利回り水準は魅力的である一方、その裏返しである高いリスク特性は、これまでDL戦略が一般的な投資対象となつてこなかった背景の一つと想像するのは難くない。

## ■キャピタルコール方式と収益率計算方法

DL戦略には、変動金利・高いスプレッド水準・低流動性等の特徴がある。そのすべてに触れることは紙面の都合上難しいため、今回は投資家として大きな判断基準の一つである「過去のパフォーマンス実績」に係る、キャピタルコール方式とその収益率計算方法(IRR: Internal Rate of Return)について解説を加える。

図表7はキャピタルコール方式の一例。投資家は契約締結時に投資確約金額(コミット金額)を約束するが、ファンドは投資案件発掘後随時資金拠出を投資家に求め、投資終了後速やかに資金を返還するため、コミット金額全額が、常に投資されているわけではない。

【図表7:キャピタルコール方式の例】



この特性にあった収益率計算/目標収益率設定を行うため、運用機関は「投資実行分における、その投資期間だけにフォーカスした収益率計算」、すなわちIRRを使用しているケースがほとんどである。

このIRRと一般的に使用される時間加重収益率を、簡単な例を用いて比較するため図表8を用意した。

【図表8:IRRと時間加重収益率の関係】

	当初	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目
コミット額	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
投資額	1,000								
回収額									1,800

(資料) みずほ総合研究所作成

※コミット額15億円のうち、当初10億円投資実行、8年目に18億円回収が行われた取引事例

- ✓ IRR:  $(1,800 \div 1,000 - 100\%) \div 8年 = 10\%$
- ⇔ 時間加重:  $(1,800 \div 1,500 - 100\%) \div 8年 = 2.5\%$
- ✓  $(100\% + IRR: 10\% \times 8年) \times 平均稼働率: 1,000 / 1,500$   
=  $100\% + 時間加重: 2.5\% \times 8年$

同一のキャッシュフローデータを元にそれぞれの収益率を算出すると、IRR:10%である一方、時間加重収益率は2.5%と計算され、その結果は大きく異なる。同計算において時間加重収益率は、投資未実行額も含めたコミット金額を分母としていることが両者の差の大きな要因であるが、投資家として投資実行額ではなくコミット金額が全体ポートフォリオ内での配分額になりがちであることを考えれば、算出方法として適正であるものといえるかもしれない。IRRは、コミット

金額>投資実行額という性質上、収益がプラスである前提では時間加重収益率を上回るため、投資家が過去のIRR実績を過大に評価、今後に期待している可能性は否定出来ない。

この点は、投資未実行額をどの様に効率的に管理、収益に結びつけているかという、ポートフォリオ全体の資金管理の問題に帰結する。投資家がDL戦略を取組む際は、こうしたファンド外の資金管理方法にも留意しておく必要がある。

## ■終わりに

DL戦略は、相対的に新しい戦略であるため、多くの投資家にとって過大に期待・不安が醸成されるケースが多く、適切な評価が難しい側面があると考えられる。本稿で触れた戦略特有の特徴のほか、投資家には運用機関の優劣の判断も必要となつてこよう。

低金利が継続するなか、安定的収益を獲得する方法は益々難しい。その解決策の一つとなり得るDL戦略について、その特徴を整理し、今後の投資判断につなげていく価値はあるのではないだろうか。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。