

RBC BlueBay Asset Management

エマージング市場のプライベート・アセット

プライベート・クレジットへのエクスポージャーを通じてプライベート・エクイティの欠点を克服する

ミハイ・フロリアン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
エマージング債チーム

2026年11月

「EMプライベート・ローンへの投資は、EMプライベート・エクイティよりも高いリターンと優れたリスク・プロファイルを提供し、より大きな分散効果をもたらす可能性があります。」

ポイント:

- **EMプライベート・エクイティは魅力的ですが、課題もあります**：追加的なリターンと分散効果が期待できることから、エマージング市場のプライベート・エクイティ（EM PE）投資は魅力的な選択肢となり得ます。しかし、EMではレバレッジ、エグジット、通貨リスクがPE戦略の課題となります。
- **EMプライベート・クレジット – より強力な代替手段**：EMプライベート・クレジットは、契約に基づくキャッシュフロー、より早期の分配、シニアの位置付け、外貨建ての選択肢により、EM PEよりも魅力的なリスク調整後リターンが期待出来ます。
- **適切な運用会社の選定が鍵**：EMに特化した専門知識や、厳選されたニッチな投資機会を発掘する能力が、この資産クラスのメリットを享受するには不可欠です。

EM PE投資は、以下のような投資目標を達成するための有力な手段となり得ます：1) 長期目線で配分する資産の配分先、2）流動性プレミアムを通じて高められたリターンの獲得、3）パブリック市場では得られない投資機会へのアクセス、4）グローバル市場におけるエクスポージャーの分散です。

しかし、EMプライベート・クレジット（ローン）への投資は、EM PEよりもさらに高いリターンと、優れたリスク特性を提供し、より大きな分散効果をもたらす可能性があります。以下では、EMプライベート・クレジットへの配分によってEMプライベート市場へのエクスポージャーを強化すべきかを検討する上での考慮すべき点をいくつかご紹介します。

EM市場におけるプライベート・エクイティ（PE）とプライベート・クレジットの比較

PE戦略の成功には3つの基本的なドライバーが必要ですが、EMではその3つすべてにリスクがあります：

1. **信用供与者(銀行、ファンドなど)に依存した、LBO負債を通じたエクイティ部分のレバレッジ:** LBO負債はリターンにとって極めて重要ですが、EMではクレジット市場が未成熟で、代替となる資金調達源も限定されているため、利用できないことが多くあります。
2. **IPO、他のPE会社への売却、または事業会社への売却によるエグジット機会:** EMでは、株式資本市場の厚みが乏しく買い手も少ないため、こうした機会は限られています。
3. **取得からエグジットまでの企業価値の成長:** EMでは、現地通貨の切り下げや高金利、資本規制、税金によって、これが大幅に損なわれる可能性があります。

これら3つの基準すべてを一貫して満たすEM諸国はほとんどなく、EM PE戦略は困難なものとなっています。成功例は、特定の国に焦点を当てた戦略、とりわけ為替リスクがそれほど顕著でないEM投資家の自国市場に限られてきました。

当社は、EMプライベート・クレジットがEM PEの強力な代替手段となり得、以下のメリットを提供すると考えています：

1. **ローン投資は、レバレッジのために現地の銀行や信用供与者に依存しません。**
2. **エグジットは、企業自身のキャッシュフローによる契約上の元本返済を通じて行われます。**
3. **保守的な与信審査(例: 負債倍率は2～4倍)により、たとえ事業成長が停滞した場合でも、企業はローンを返済することが可能となります。**

EM市場でプライベート・クレジットが魅力的な理由

資金が不十分な市場へのアクセス

- 一般的な銀行は、規制上の制約や認識されたリスクのために、融資が出来ない、あるいは融資に消極的となることが多くあります。プライベート・クレジット投資家はこのギャップを埋めることができ、PE投資家には得られない可能性のあるEM企業全体の投資機会にアクセスできます。
- 良好な需給ダイナミクス：専門の買い手は少数のため、ローンのプライシングは魅力的な水準を維持しています。

より迅速な資本投下

- プライベート・クレジット(ローン)は一般的に、PEと比べてデュー・デリジェンスや交渉が少なくて済むため、より迅速な資本投下が可能です。
- PEの7～10年と比較して、年限も短くなっています(平均3年)。
- 元本償還(アモチ)型ローンにより、ファンドの存続期間内で資本の再投資が可能となります。

差別化されたリターン特性

- EMプライベート・クレジット(ローン)は、利息支払いを通じて安定したインカムを提供します。これは、通常は配当によるインカムを生まないアーリーステージのPE/VCとは異なります。
- PEのJカーブと比較して、キャッシュフローの分配がより迅速に行われます。
- 変動金利構造は金利の不確実性に対する防御となり、低い負債倍率(レバレッジ: 2～4倍)は、企業が利上げの影響を吸収するのに役立ちます。

管理されたリスク・エクスポージャー

- ローンは資本構成において株式よりも上位に位置するため、デフォルト時には資産に対してより優先的な請求権を有します。
- 投資家は、英国法など強固な法的枠組みの下で発行されたEMシニア担保付ローンにアクセスできます。
- 担保パッケージは、借り手のさまざまな資産を包括的に対象としているため、発行体の資産に対する担保権の選択的行使が可能です（例えば、不動産資産に対する担保権を行使し、主要な製造工場とは切り離して売却することができます）。
- EM PEでは、投資家は事業運営通貨のリスクを全面的に負います。プライベート・クレジット(ローン)は外貨(例: 米ドル)建てのローンに焦点を当てることができ、EM PEに伴う現地通貨の切り下げリスクを回避できます。当社の見解では、低流動性と現地通貨の組み合わせは、プライベート・アセット保有のリスクを大幅に高める可能性があります。

資本の回収

- プライベート・クレジット(ローン)のリターンは、変動の激しい市場価格や出口マルチプルではなく、契約上の義務に基づく支払いをベースとします。
- クレジットのパフォーマンスにとって事業の成長は必要不可欠ではなく、事業の成長にそれほど依存しません。
- EM PEは、時間の経過とともに評価額の変動や予期せぬ規制・税制の変更によるリスクに直面し、リターンが損なわれ、投資家に返還される資本が減少する可能性があります。



投資家はEMプライベート・クレジット(ローン)の運用会社に何を求めるべきでしょうか？

EMに特化したリソース

- EMのパブリック市場とプライベート市場の両方における豊富な経験。これにより、運用会社は発行体やセクターを深く理解し、獲得している流動性プレミアムを明確に把握したうえで、ローンを適切に評価することができます。
- EMクレジットに大きな影響を与えるソブリン・リスクに関する専門的な知見。

リスク管理への明確な注力

- 強力な収益力、最小限のレバレッジ、堅実なインタレスト・カバレッジを有する大企業への投資は、より魅力的なリスク特性を提供します。
- 包括的な担保パッケージと厳格な法的保護を備えた、外貨建てのシニア担保付ローンにフォーカスします。
- 現実的なエグジット戦略 – 元本償還型ローンは、ファンド満期時の借り換えへの依存に伴うリスクの一部を軽減することができます。

機動性と選別力

- 他の投資家との競争が少ないニッチな案件を発掘する能力。
- 地域、業種、発行体企業の資金ニーズにおける分散。
- パフォーミング・セカンダリー、ニューマネー、ストレストへの投資機会に関する専門知識。
- 実績ある案件発掘能力。

ディスクレーマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 資産運用業協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等
当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸ戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ戦略	絶対ﾘﾀｰﾝ戦略	ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。
本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上

RBC BlueBay
Asset Management