

## モルガン・スタンレーのメザニン・ファンドにみる 新たな規制環境下のアセットマネジメント・ビジネス

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのメザニン・ファンド（劣後債とエクイティに投資）、モルガン・スタンレー・クレジット・パートナーズ（MS クレジット）は、ファイナル・クローズで9.56億ドルのコミットメントを獲得した。
2. MS クレジットは、欧米で懸念されるリファイナンス問題に着目したものである。2010年代前半に1兆ドルともされるレバレッジド・ローンやハイイールド債が満期を迎える一方、自己資本規制の強化などを受けて、特にミドルマーケットやプライベート・エクイティ（PE）ファンドに対する銀行貸出は停滞する可能性がある。MS クレジットは、このギャップに投資機会を見出している。
3. 投資銀行ビジネスへの規制強化を受け、モルガン・スタンレーは、リテール投信部門のヴァン・カンペンを売却し、投資銀行顧客向けサービスの一環としてのアセットマネジメント・ビジネスの位置づけを強めようとしているように見える。MS クレジットについても、機関投資家へのプロダクト・オフリングの拡充、PE顧客への支援という側面が指摘できよう。
4. また、モルガン・スタンレーも含め、米国の大手金融機関では、自己勘定取引デスクのスピノフやトレーダーのアセットマネジメント部門への異動などの動きもみられる。今後、金融規制改革が、大手金融機関のアセットマネジメント・ビジネスにどのような影響を与えるか、注目される。

### I. メザニン・ファンドの概要

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（MSIM）は2011年1月12日、ミドル・マーケットのメザニン投資を行うモルガン・スタンレー・クレジット・パートナーズ（MS クレジット）のファイナル・クローズで9.56億ドルのコミットメントを獲得

得たことを発表した。

MS クレジットは 2009 年に設立され、既に 5 社に対して 1.6 億ドルを投資している。米国および西欧におけるレバレッジド・バイアウト、デット・リファイナンス、再資本化、M&A に対し、劣後債とエクイティの組み合わせで投資する。また、一案件あたりの投資金額は 2,000~5,000 万ドルで、MSIM がミドル・マーケットと定義する EBITDA（税前・利払前・償却前利益）が 2,000 万ドル以上の中堅企業を投資対象とする。大企業のエクイティやシニア・ローンに投資するファンドに比べ、高いリスクを取ることでリターンを追求したものとえよう。

運用は、MSIM でプライベート・エクイティ（PE）ファンド、インフラ・ファンド、不動産ファンドを運用するマーチャント・バンキング部門が担い、レバレッジド・ファイナンスの専門家であるヘンリー・ディ・アレサンドロ氏をヘッドとする 8 名のチームで運用する。また、投資家は機関投資家および富裕層であり、後者についてはグループのリテール証券部門であるモルガン・スタンレー・スミス・バーニーから紹介される顧客もある。

MS クレジットは、欧米で懸念されるリファイナンス問題に着目したものであると同時に、モルガン・スタンレーのアセットマネジメント・ビジネスの方向性を象徴するものとして注目される。

## II. リファイナンス問題への対応

MS クレジットと同様のファンドは他にも出てきている。例えば、プルデンシャル・キャピタルのプルデンシャル・キャピタル・パートナーズⅢも、ミドル・マーケットのメザニン投資を行うファンドであり、2010 年 1 月に 9.65 億ドルのコミットメントを獲得してファイナル・クローズをした。また、2011 年 3 月にモルガン・スタンレーからスピノフしたヘッジファンドのフロントポイント・パートナーズも、2011 年 1 月 22 日、ミドル・マーケット<sup>1</sup>のシニア・ローンを投資対象とするフロントポイント-SJC ダイレクト・レンディング・ファンドのファイナル・クローズで 10 億ドル以上のコミットメントを獲得したことを発表した<sup>2</sup>。いずれも MS クレジットと同様、目標のコミットメント額に達した模様である。

いずれのファンドも、2010 年代前半に満期を迎えるレバレッジド・ローンとハイイールド債のリファイナンスに投資機会を見出しているものと考えられる。モルガン・スタンレーによると、米国におけるレバレッジド・ローンの提供は 2007 年第 2 四半期にピークアウトした後、急減している。レバレッジド・ローンの平均的な満期は 7 年程度であるため、2007 年第 2 四半期までに組成されたものが 2010 年代前半に満期を迎えることになるが、

<sup>1</sup> 同社は、年間収益 7,500 万~5 億ドル、EBITDA750~5,000 万ドルの企業としている。

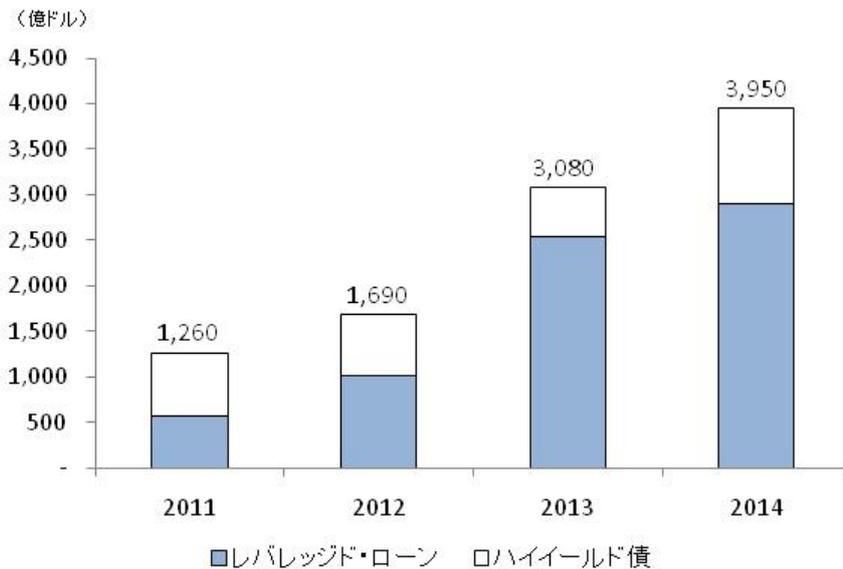
<sup>2</sup> なお、フロントポイントは、2010 年末にエキスパート・ネットワークのインサイダー取引に関連して捜査を受けているが、それでもなお、これだけの資金を集められたことは、投資家のニーズの多さを示していると言えよう。エキスパート・ネットワーク関連事件の詳細については、神山哲也「エキスパート・ネットワーク事件とインサイダー取引を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号ウェブサイト掲載版参照。

ハイイールド債と併せると、2011年～2014年の間に約1兆ドルが満期を迎えると予測される（図表）<sup>3</sup>。なお、格付機関のフィッチはこれを上回る推計をしており、2012～2014年に満期を迎えるレバレッジド・ローンだけで1.1兆ドルに達するという<sup>4</sup>。

大量のリファイナンス需要に対し、ハイイールド債の新規発行は順調に回復しており、大企業や大型バイアウト案件ではローンからハイイールド債に借り換える動きも一部にあるものの、レバレッジド・ローン市場の回復はそれほど顕著ではない。また、シンジケートローン以外の銀行貸出の回復も、かなり遅れていると見る向きが多勢であり、貸出先の信用力によって異なるリスクウェイトが賦課される自己資本規制の強化を鑑みれば、今後、ミドル・マーケット以下の企業やPEファンドに対する貸出は特に停滞する可能性がある。例えばFRBが銀行の融資担当者の貸出基準について行った2011年1月の調査では、年間売上5,000万ドル以上の企業については貸出基準を厳格化している融資担当者は10.5%減少していたのに対し、それ以下の企業については1.9%の減少に留まっている。実際、MSクレジット運用ヘッドのディ・アレサンドロ氏によると、流動性の低いミドル・マーケットにおける資金調達は引き続き困難だという。

一方で、景気の回復基調は強まる方向であり、デフォルト増加に対する懸念はそれほど強くはないと考えられる。MSクレジットは、ミドル・マーケットにおけるレバレッジド・ローンやハイイールド債などのリファイナンス需要と、銀行貸出とのギャップから生まれる投資機会に着目したものと言えよう。

図表 レバレッジド・ローンとハイイールド債の満期



(出所) モルガン・スタンレー資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 欧米におけるリファイナンス問題の詳細については、関雄太・井上武「欧米で注目されるリファイナンス問題」『資本市場クォーターリー』2010年春号参照。

<sup>4</sup> “Bridging the Refinancing Cliff, Volume II” *Fitch Ratings*, October 13, 2011

### Ⅲ. アセットマネジメント・ビジネスの方向性

MS クレジットは、金融危機および新たな金融規制の下におけるモルガン・スタンレーのアセットマネジメント・ビジネスの方向性を象徴したものと見ることもできる。すなわち、ホールセール投資銀行ビジネスに対して、ボルカー・ルール<sup>5</sup>の導入など規制強化が予想され、投資銀行とヘッジファンドとの間で人材の移動や組織の再編が起きはじめた一方<sup>6</sup>、リテール証券ビジネスにおいても、資産運用部門と販売・アドバイズ部門との関係が改めて注目されており、再編が進んでいる。例えば、前者においてはシティグループや JP モルガンなどで、自己勘定取引のトレーダーをアセットマネジメント部門に異動させたことが報じられた<sup>6</sup>。また、後者の動きの例としては、ブラックロックによるパークレイズ・グローバル・インベスターズの買収、バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収とコロムビア・マネジメントの売却（アメリプライズへ）などがある。

その中でモルガン・スタンレーは、シティグループからスミス・バーニーを買収して大規模化した販売・アドバイズ部門において、運用商品の中立性を確保していくことなどを狙い、資金流出に喘いでいたリテール投信部門「ヴァン・カンペン」をインベスコに売却する一方<sup>7</sup>、MSIM においてはマーチャント・バンキング部門を残し、投資銀行顧客向けサービスの一環としてのアセットマネジメント・ビジネスという位置づけを強めようとしているように見える。

MS クレジットを組成した狙いという点でも、二つの側面が指摘できよう。一つは、機関投資家顧客へのプロダクト・オファリングの拡充である。米国の機関投資家は、金融危機後の株価下落や、年金受給者の増大に対応して負債と資産をマッチさせる必要を受け、運用側で債券比率を高めている（ライアビリティ・ドリブン・インベストメント）一方、不動産や PE などオルタナティブの比率は維持している。また、社債市場に大量の資金が流れ込む中、シニア債でオリジネートされた商品の利回りも低くなっている。こうした状況に直面する機関投資家にとって、今後多くの投資機会が見込まれるミドル・マーケットのメザニン投資は親和性の高いものと言えよう。実際、2010 年の PE ファンド全体の資金調達額は前年比 16%減だったのに対し、メザニン債ファンドは前年比 82%増の 62 億ドルであった<sup>8</sup>。

もう一つは、投資銀行の PE 顧客に対する支援である。即ち、今後レバレッジド・ローンの満期を迎える案件に対し、リファイナンス資金を提供する手法として MS クレジットが用いられる可能性がある。あるいは、直接 PE 顧客にリファイナンス資金を提供しなく

<sup>5</sup> ボルカー・ルールの詳細については、関雄太・神山哲也「ボルカー・ルールに関する調査・提言を公表した米国金融安定監督カウンスル（FSOC）」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

<sup>6</sup> “Goldman Trader Sze Raising \$1 Billion-plus Hong Kong Hedge Fund” *Reuters*, December 16, 2010, “Morgan Stanley to Spin Off Proprietary Trading Unit” *Reuters*, January 10, 2011, “Quants and Morgan Stanley to Part” *The New York Times*, November 11, 2010 など。

<sup>7</sup> ただし、モルガン・スタンレーはヴァン・カンペンの売却先のインベスコ株式を 9.4%保有している。

<sup>8</sup> “Morgan Stanley Raises Nearly a Billion for a New Debt Fund” *The New York Times*, January 12, 2011

とも、PE 市場にリファイナンス資金を供給することにより、PE 顧客にとっての資金の需給環境を改善することができる。また、MSIM のマーチャント・バンキング部門は、金融危機を経て不動産などの保有資産が目減りしている<sup>9</sup>。MS クレジットによる投資銀行顧客へのオフアリングを通じて、マーチャント・バンキング部門が活路を見出そうとしているとも解釈できよう。

なお、モルガン・スタンレーは、ボルカー・ルール<sup>9</sup>の適用をにらみ、前述の通り、2011 年 3 月にフロントポイント・パートナーズをスピノフしている<sup>10</sup>。また、著名トレーダーのピーター・ミュラー氏率いるクォンツ運用デスク「プロセス・ドリブン・トレーディング」も 2012 年末にスピノフすることが決定している。今後、金融規制改革が、モルガン・スタンレーと大手金融機関のアセットマネジメント・ビジネスにどのような影響を与えるか、また、人材の移動に伴い PE を含むアセットマネジメント業界にどのような変化が発生するのか、注目される。

<sup>9</sup> 2010 年第 3 四半期の財務報告書によると、アセットマネジメント・ビジネスにおける不動産投資では、2009 年 1～9 月で 4 億ドルの損失を計上しており、2010 年同期も 2 億ドルの利益を計上するに留まっている。

<sup>10</sup> なお、フロントポイントのファンドマネージャーで、サブプライムローンの CDS で多額の収益を上げたことで著名なスティーブ・アイズマン氏は、同社を退社してヘッジファンドを立ち上げる可能性を示唆している。