

**【アポジエム・キャピタル】**  
**不確実な市場における投資機会**  
**～ボラティリティ下におけるプライベート市場へのアクセスと評価～**

2026/04

本資料は、動画の内容に基づき作成したスクリプト（英語原文および日本語訳）です。

[▶ 動画はこちら](#)

## 目次

<b>I.   ダイレクト・レンディング</b>	
1. 競争環境と投資規律.....	2
2. デューデリジェンスおよびモニタリングの高度化.....	3
<b>II.   プライベート・エクイティ共同投資</b>	
3. 確信を持ったプライベート・エクイティ共同投資.....	4
<b>III.  プライベート・エクイティ・セカンダリー投資</b>	
4. ロウアー・ミドル市場における流動性ソリューションの未開拓機会.....	5
＜英語版＞	
<b>I.   Direct Lending</b>	
1. Maintaining Discipline Amid a Competitive Lending Environment.....	6
2. Modernizing Direct Lending Diligence & Monitoring.....	7
<b>II.   Private Equity Co-Investment</b>	
3. Co-Investing with Conviction.....	8
<b>III.  Private Equity Secondaries</b>	
4. Untapped Opportunity in Lower Middle Market Liquidity Solutions.....	9

## I. ダイレクト・レンディング

### 1. 競争環境と投資規律

Junaid Sozer, Managing Director

#### ○ロウアー・ミドル市場におけるディールフローの見通し

2026 年を見据えると、非常に力強い投資実行の年となるための条件は整っていると考えています。金利は低下し始めており、経済も概ね堅調に推移しています。スポンサーには LP（リミテッド・パートナー）への分配を進める構造的な圧力があり、DPI（投資家への分配額）への注目も高まっています。このため、エグジットおよび新規案件の組成の双方にとって良好な環境であると考えています。したがって、2026 年の投資実行活動については非常に前向きに見ています。

#### ○競争の激化や条件面での圧力がある中で、アポジエムはどのように効果的に投資を実行していますか

本市場における当社のアプローチは、質の高い資産については市場価格に合わせる一方で、アンダーライティングの規律やドキュメンテーションの条件については一切妥協しないというものです。

当社の競争優位性は、アクセス力と再現性のあるプロセスにあると考えています。当社は 25 年以上の実績を有し、その期間を通じて全米の 650 に及ぶプライベートエクイティ・スポンサーとの深い関係を築いてきました。これにより、新たなクレジット投資機会において厳選するための幅広いパイプラインを確保しています。

さらに、当社は複数の景気サイクルを通じて投資を行ってきており、その過程でサイクル耐性のあるアンダーライティングのフレームワークを確立してきました。これにより、リスクを迅速かつ効率的に評価し、プライベートエクイティ・スポンサーに対してタイムリーに対応することが可能となっています。

#### ○金利上昇やインフレがポートフォリオの健全性にどのような影響を与えていますか

当社の見方では、ポートフォリオは総じて非常に堅調に推移しています。売上および利益の力強い成長が見られるほか、借り手企業は価格転嫁やコスト効率化の実施を通じてマージンを維持しています。これは、優れた経営陣とプライベートエクイティの支援を受けた質の高い借り手を重視する当社のアンダーライティング方針を反映したものと考えています。

また、当社のポートフォリオの大半が非景気循環型の傾向を持つ専門分野で構成されている点も、安定性に寄与しています。

#### ○分散したポートフォリオにおいては、一定数のローンがストレスを受けることは避けられないが、どのように管理していますか

当社は強固なポートフォリオ管理体制を構築しており、綿密なモニタリングを行っています。アンダーライティング・チームが月次および四半期ベースで財務状況を追跡し、パフォーマンスの低下が見られた場合には、シニアマネジメントや日常的に対応にあたる専門のワークアウトチームへ迅速に情報共有できる体制を整えています。

ロウアー・ミドル市場にフォーカスしている利点として、より上位市場と比べて、経営陣へのアクセスや情報の流通量が豊富である点が挙げられます。このようなアクセスは、透明性の確保や情報収集の面で非常に有益です。

## 2. デューデリジェンスおよびモニタリングの高度化

Patrick Koehl, Managing Director

○アポジウムはダイレクト・レンディングのワークフローにおいて、どのように AI を活用していますか  
ダイレクト・レンディング市場では、AI の活用に関してはまだようやく本格的に取り組み始めた段階にあると考えています。アポジウムにおいても、ワークフローへの導入・実装に向けて着実に取り組んできました。

具体的には、ベンチマーキング分析に AI を活用しています。新規案件が持ち込まれた際には、過去のデータと照らし合わせることができます。また、効率化の観点からも活用しており、データルームを精査して潜在的なリスクやトレンドを特定し、案件を見送るべきか、あるいは積極的に取りに行くべきかの判断に役立てています。さらに、ポートフォリオ管理の面では、300 に及ぶ投資先全体を横断してトレンド分析を行っています。現在では AI ツールを通じてこうした情報へのアクセスを全従業員に提供しており、プラットフォーム全体の高度化につながっています。

○関税や「リベレーション・デー（解放の日）」の影響は、ポートフォリオにどのような影響を与えていますか  
現時点ではポートフォリオへの影響は総じて限定的だと考えています。その理由はいくつかあります。まず、当社は主に米国のミドルマーケット企業に投資しており、これらの企業は関税の影響を大きく受けたような複雑でグローバルなサプライチェーンを持っていない点が挙げられます。実際に影響が見られた場合でも、借り手企業は価格転嫁やサプライヤーとの契約再交渉によって対応してきました。その結果、ポートフォリオ全体としての粗利益率への圧力はほぼ横ばいにとどまっています。

○ポートフォリオおよび市場全体において、PIK 金利の動向をどのように見えていますか  
PIK（金利の元本組入れ）は最近注目度の高いテーマですが、まずその内容を区別する必要があります。PIK には大きく 2 つのタイプがあります。ひとつはポジティブな側面を持つケースで、例えば新規案件において、ソフトウェア企業のように高成長が見込まれる取引で、当初から PIK が組み込まれる場合です。一方で、多くの人が懸念しているのは、いわゆる「悪い PIK」であり、本来契約上支払われるはずの利息が、リストラクチャリングの一環として PIK に変更されるケースです。

いずれにしても、当社にとって PIK はポートフォリオ戦略の中で大きな位置を占めるものではありません。300 社以上の投資先のうち、当初から PIK を組み込んでいるのはわずか 2 件にとどまっています。また、PIK を採用する場合でも、通常はスポンサーからの大規模なエクイティ出資や、エグジット戦略と連動した形で導入されるケースに限られます。そのため、ポートフォリオ全体に占める比率は小さいものの、当社としては引き続き慎重に注視しています。

## II. プライベート・エクイティ共同投資

### 3. 確信を持ったプライベート・エクイティ共同投資

#### Bryan Pendleton, Managing Director

○共同投資は現在、より一般的なものになっているように感じられますが、何が変化したのでしょうか

私が約 15 年前に入社した当時は、共同投資はまだ初期段階でした。スポンサーが案件を見つけると、親しい LP (リミテッド・パートナー) に連絡し、意思決定までに数週間、場合によってはそれ以上の時間が与えられていました。現在、このプロセスははるかに制度化されています。誰もが共同投資を望んでいると言いますが、実際に短い期限で実行段階に入ると、多くの LP はそのスピードに対応できる体制を十分に備えていないのが実情です。

○競争が一段と激化する中で、アポジエムはどのように対応しているのでしょうか

アポジエムは過去 25~30 年にわたりロウアー・ミドル市場に特化してきた中で、主要スポンサーとの非常に深い関係を築いてきました。この信頼関係により、当社は案件の初期段階から検討機会を得ることが多くなっています。また、これまでに複数の共同投資を共に実行してきた実績から、スポンサーは当社が適切な質問を行い、迅速なフィードバックを提供し、確実にクロージングに至るという信頼と安心感を持っています。

アンダーライティングの観点でも、当社はスポンサーの過去の成功事例を間近で見えてきた経験があります。そのため、各スポンサーにおいて「成功しやすい案件の特徴（スイートスポット）」を深く理解しています。新たな投資機会ではこうした成功パターンが見られた場合、当社は迅速かつ積極的に投資判断を行うことが可能です。

当社はスピードとデータ分析能力の継続的な向上にも注力しています。8 名からなる専任の共同投資チームを擁し、ファンドのアンダーライティングチームと密接に連携しています。さらに、クレジット、プライマリー、セカンダリー、リアルアセット、GP ステークスといったプラットフォーム全体での横断的な協働体制の恩恵も受けています。長年にわたる投資活動を通じて、数千件に及ぶ独自の比較データを蓄積しており、これが相対的なバリュエーション評価や他投資家のリターン水準の把握に役立っています。これらの知見により、迅速に投資意思を表明し、LP にとって魅力的な投資配分を確保し、最終的により良い投資判断を実現しています。

○独立系／ファンドがないスポンサーに対しては、どのようなアプローチを取っていますか

共同投資におけるアンダーライティングは非常に厳格です。案件そのものだけでなく、スポンサー自体の評価も行う必要がありますが、多くの場合、明確に帰属されたトラックレコードが存在しません。そのため、スポンサーの前職での実績や広範なリファレンス調査を基にトラックレコードを再構築します。こうした作業は、長年この市場に身を置いていなければ困難です。

また、当社が評価している点の一つに、独立系スポンサーとの利害の一致があります。彼らは大手企業を離れたばかりで、自身の資金を投じるだけでなく、キャリア上の大きなリスクも負っています。そのため、成功トラックレコードを構築し将来的にファンドレイズを行うためには、この最初の案件を成功させる必要があります。

さらに、独立系スポンサーは競争の激しいオークションプロセスでは勝ちにくいいため、必然的に相対取引（オフマーケット案件）を発掘する傾向があります。「独占案件」という言葉は業界で多用されますが、真に成立しているケースは限られています。その中で、ロウアー・ミドル市場は依然としてこうした機会が存在する領域で、結果として投資時バリュエーションが低い傾向があります。これは、超過リターンを生み出す重要な要因となります。

### III. プライベート・エクイティ・セカンダリー投資

#### 4. ロウアー・ミドル市場における流動性ソリューションの未開拓機会

Stanley Xu, Managing Director

##### ○セカンダリー市場に魅力を感じる理由は何ですか

第一に、当業界はソリューション・プロバイダーとして非常に優れた価値提案を持っている点です。私たちが提供しているソリューションは、本来流動性の低い市場に対して流動性を供給することです。

第二に、当社はロウアー・ミドル市場に強い情熱を持っています。この領域ではセカンダリー取引はまだ普及の初期段階にあります。スポンサーおよび LP の双方によって利用が拡大しています。

第三に、チームとして、またアポジウムというプラットフォームとして、この市場におけるこれまでの実績と経験が、これらの機会を捉える上で非常に有利に働いています。

そして最後に、優れたチームの存在です。当社は高い専門性と誠実性をもってセカンダリー取引を実行しています。

##### ○セカンダリー市場の成長は今後も続くと見えていますか

当社が注力しているロウアー・ミドル市場においては、その通りだと考えています。実際、当社ネットワーク内のスポンサーの多くは、いまだに GP 主導のセカンダリー取引を一度も実行していません。また、これらスポンサーのファンドに対する LP 持分の多くも、広範なセカンダリー市場ではまだ取引されていません。このような未開拓領域（ホワイトスペース）がロウアー・ミドル市場に存在することが、私たちが日々の業務に大きな期待を抱いている理由の一つです。

##### ○市場の成長を捉えるために、チームとしてどのように取り組んでいますか

重要なのは、主体的に動くこと、強いコミットメントを持つこと、そしてあらゆる業務において一步踏み込んだ対応を行うことです。投資案件のソーシング、詳細なデューデリジェンス、ポートフォリオ管理、そして最終的な投資家対応に至るまで徹底しています。例えば昨年は 300 件以上の案件をソーシングし、総取引額は 650 億ドル超に達し、当社戦略において過去最大の水準となりました。

また、アポジウムのプラットフォームの幅と深さを最大限に活用することも重要です。スポンサーおよび LP コミュニティと密接に連携し、双方にとって有益なソリューションを提供しています。

最後に、やはり人材です。当社には高い専門性を持つだけでなく、人間的にも魅力的なチームが揃っています。このようなリレーションシップ重視のビジネスにおいては、「人としての魅力」も重要な要素であると考えています。

## &lt;英語版&gt;

**I. Direct Lending****1. Maintaining Discipline Amid a Competitive Lending Environment**

Junaid Sozer, Managing Director

(What's your outlook for deal flow in the lower middle market?)

Looking into 2026, we feel that the ingredients are there for a very strong deployment year. Rates have started to come down. The economy seems to be holding up well. There's structural pressure on sponsors to distribute to their LPs, and there's a focus on DPIs, so we think that that's a good environment for exit as well as new deal formation. So we feel pretty positive around deployment activity in 2026.

(How does Apogem deploy effectively amid competition and term pressure?)

Our approach to this market is meet the market on price on the higher quality assets but what we will not compromise is our underwriting discipline and documentation terms. In our view our competitive edge comes from access and a repeatable process. We've been around for 25 plus years and over this time period we've developed deep relationships with our private equity sponsors, spanning 650 sponsors across the country. That gives us a wide funnel to be selective in terms of new credit opportunities. In addition to that we've invested through multiple cycles and we've developed an underwriting framework that we view to be cycle tested and this allows us to evaluate risk quickly and efficiently and deliver timely responses for our private equity sponsors.

(Can you discuss how higher rates and inflation affect portfolio health?)

In our view the portfolio has held up quite well. We've seen strong revenue growth and earnings growth and we've seen our borrowers protect margins through pricing actions as well as implementation of cost efficiencies. We think this is reflective of our underwriting approach in terms of supporting strong borrowers with quality management teams and private equity ownership. What's also helped has been the construction of our portfolio that's majority comprised of our specialty verticals which tend to be non-cyclical.

(In a diversified portfolio, some loans are inevitably going to experience stress. How is that managed?)

We've developed a robust portfolio management apparatus that is able to monitor these on a close basis. So we have underwriting teams that are tracking financials on a monthly and a quarterly basis and if we start seeing performance start to slide, we have channels of communication that we've developed to communicate those issues up to the senior management team, as well as our dedicated workout team that spends time on these on a day-in and day-out basis. The good thing about being in the lower middle market is the level of information flow and access to management teams that you have that may not exist as you go more upmarket. So having some of that access is helpful in kind of getting the transparency and information flow.



## 2. Modernizing Direct Lending Diligence & Monitoring

Speaker: Patrick Koehl, Managing Director

(How is Apogem implementing AI in its private credit workflow?)

I think the private credit market is just beginning to tap into the business with AI. I know for Apogem, we've made a good started effort to adopt and implement them into our workflows. We use it for benchmarking analysis. So when we get a new deal in, we'll compare it to deals we've looked at in our portfolio throughout our history. We use it for efficiency purposes. So we'll dig through data rooms to identify pitfalls or trends that maybe will encourage us to pass on a deal or allow us to lean in and win a new deal. And we use it for portfolio purposes to look across our 300 portfolio accounts to identify trends and themes. And now with the AI tools that we have, we can provide access to that information to all of our employees by using those tools, the betterment of the platform.

(How have tariffs and the effects of "Liberation Day" impacted your portfolio?)

I would say by and large it hasn't been a material impact on our portfolio and I think that's for a couple of reasons. First of all, we focus in on U.S. middle market borrowers. And those borrowers really didn't have the large global complex supply chains that were most impacted by tariffs. When we did see an impact, we saw our borrowers pass through price increases or renegotiate contracts with suppliers. So all in all, it really wasn't much of an impact. And the evidence of that is in the gross margin across our portfolio, which was largely flat during 2025.

(What are you seeing with regard to PIK interest in your portfolio and in the broader market?)

PIK interest is definitely a hot button topic these days, but for us, I think you first have to divide it into what you're talking about. There's two different types of PIK. Sometimes PIK can be a good thing. For example, like in a new transaction, a software deal, it's growing quickly, and PIK is structured at the original close. But I think what most people are focused in on is what they call bad PIK, where interest that was originally contractually scheduled is converted into PIK as part of a restructuring. And I think either way, for us, it's not a significant strategy for our portfolio. We have 300 plus borrowers and we only have two where we structure PIK interest in at the original close of the transaction. And I would say that, when we do have PIK involved, it's generally in connection with a large sponsor, equity contribution or, in connection with the exit strategy. So for us, it's not a big portion of our portfolio, but we certainly are very mindful of it.

## II. Private Equity Co-Investment

### 3. Co-Investing with Conviction

Bryan Pendleton, Managing Director

(Co-investing feels more mainstream today. What's changed?)

When I joined around 15 years ago, it was very much the early days of co-investing. A sponsor would find a deal, they would call up a couple of their closest LP relationships, and we would have weeks, if not more, to come back with a decision. Today, it is far more institutionalized. Everybody says they want co-investment, but what sponsors will often find is that when it comes time to execute on a tight timeline, a lot of LPs are just not internally equipped to meet those deadlines.

(How is Apogem navigating this increasingly competitive environment?)

Apogem, living in the lower middle market for the last 25, 30 years, over that time frame, we've built up some really deep relationships with our core sponsors. This relationship goodwill translates to Apogem often getting an early look. The fact that we've typically completed multiple co-investments and sponsors means that they have the comfort and confidence in us to know that we are going to ask good questions, provide quick feedback, and give them certainty in closing.

And for Apogem, from an underwriting perspective, it means that we've had a front row seat to where they've been most successful in the past. So with each one of these sponsors, we have a really deep understanding of what a sweet spot deal looks like. And when we see those patterns of success emerge in a new opportunity, we're able to really lean in and move with conviction. We are constantly focused on continuously improving our speed data site. We have an eight-person dedicated co-investment team that is deeply integrated with our fund underwriting colleagues, and we benefit from the cross-platform collaboration from Apogem Credit, primaries, secondaries, real assets, and GP states.

And so doing this for multiple decades has created what is a very hard-to-replicate repository of thousands of proprietary comps that help us inform relative valuation as well as what kind of returns other investors have made in the space. These insights all together allow us to raise our hand quickly, secure attractive allocations for our LPs, and ultimately make better investments.

(Independent/fundless sponsors: what's your approach?)

The underwriting process is very intense because you are not only underwriting the deal, but you're also underwriting a sponsor that probably doesn't have a formal track record attribution. And so we look to reconstruct track records based on information that we have from the sponsor's prior firm as well as extensive reference work both of which would be very challenging to do if you weren't living in this market for many many years. One thing we like about it is the alignment so if you think about an independent sponsor they've probably just recently left a nice job at an established firm. And not only are they putting their personal capital on the line but they are taking very real career risk deals. So they really need this one transaction to work if they want to build a successful track record that allows them to go on and raise a committed fund. Independent sponsors are also less likely to prevail in a competitive auction process, so they're almost forced to find off-the-run deal flow. Proprietary is a very overused term in this industry and truly rare, but this is one segment of the market where it still exists. And so we typically see that translate into lower entry valuations, which can be a critical driver of outsized returns.

### III. Private Equity Secondaries

#### 4. Untapped Opportunity in Lower Middle Market Liquidity Solutions

Stanley Xu, Managing Director

(What makes you excited about the secondaries market segment?)

First, I think, our industry has a great value proposition as a solution provider. And the solution we're providing is actually liquidity to an otherwise illiquid market. Second, we are very passionate about the lower middle market, where secondary transactions are still relatively early on the adoption curve, but are increasingly utilized by both sponsors and limited partners. And third, I think our history and experience in this market site, both as a team and at the Apogem level, as a platform, positions us very well to capture these opportunities. And lastly, we have a fantastic team. We execute secondary transactions in a highly competent and high integrity way.

(Do you expect continued growth in the secondaries market?)

In the market segment where we focus, which is the lower middle market I do. In fact, when you look at the sponsors within our network, the majority of them still have not executed a single GP-led transaction. And LP interest in these sponsors' funds for the most part, still have not traded on the broader secondary market. So this white space in the lower middle market is one of the key reasons why we're excited about going to work every day.

(How are you positioning your team to capture the market growth?)

I think it's about being proactive bring intensity and going the extra mile in everything we do, from sourcing investments to conducting in-depth due diligence to managing portfolio and ultimately servicing investors. For example, we sourced more than 300 transactions last year, representing more than \$65 billion in total transaction value, which marked the largest sourcing in the year for our strategy in our history. It's also about harnessing the breadth and depth of the Apogem platform. We collaborate very closely with the sponsors and the LP community to provide mutually beneficial solutions. Lastly, going back to our people, we have a highly competent team that is also very likable. In this relationship-oriented business, we believe likability matters.

#### <当資料に関する留意事項>

○当資料は、情報提供を目的として New York Life Investment Management Asia Limited（以下「当社」といいます。）が作成したものであり、特定の金融商品またはサービスの勧誘や投資助言を目的とするものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。○当資料は、当社が信頼できると判断した情報等をもとに作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社および当社のグループ会社の見解・予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、市場環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。また、将来の投資成果や市場環境の変動等を保証または予想するものではありません。特定の銘柄や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではありません。○当社が提供する金融商品およびサービスは、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、商品・サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、あらかじめその金額または計算方法等を表示することはできません。○「ニューヨークライフ・インベストメント・マネジメント」は、ニューヨークライフ・インシュランス・カンパニー傘下の投資運用子会社のサービスマークおよび通称です。ニューヨークライフ・インベストメント・マネジメント内のプティック会社の商品およびサービスは、その提供が認められていない国・地域では提供されません。○当社による事前の同意無く、当資料の全部またはその一部を複製、転用、または配布することはご遠慮ください。

New York Life Investment Management Asia Limited

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2964 号／加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会