



ALLIANCEBERNSTEIN®

AB プライベート・クレジット・
インベスターズ (AB-PCI)

ノイズに惑わされず ソフトウェアを 引き受け審査する

コア・ミドルマーケットの
ソフトウェア企業に対する AB-PCI の
融資アプローチ



エンタープライズ・ソフトウェアは プライベート・クレジット市場で 有望な投資分野とされていたが、 現在では最も議論を呼ぶ セクターの一つへと 異例の速さで変化している。

その背景には、生成人工知能（AI）が急速に進化したことに加え、AIによって既存のソフトウェア・システムの仲介機能が不要となり、企業の内製化が進み、競争激化や急速なコモディティ化を招くのではないかという懸念がある。

確かに、AIはソフトウェアの開発コストを引き下げ、製品の開発・リリースのサイクルを短縮し、ソフトウェア・エコシステム全体の経済性を変えつつある。また、企業がAIツールを導入し、業務フローを見直すにつれ、一部のソフトウェア・ソリューションは排除される可能性が高い。しかし、ソフトウェア・セクター全体が高リスクのために融資の対象外になったと結論付けるのは的外れだろう。エンタープライズ・ソフトウェアは、生成AIの大規模言語モデル（LLM）にはできない機能を引き続き果たしている。依然として、記録の保存やアクセス権限の管理、業務フローの統制、監査証跡の維持を行うための業界標準の仕組みであり続けている。AIテクノロジーが進化し、AIエージェントが人間の業務をさらに自動化しても、企業はこうした重要なビジネスニーズを満たすために、引き続きソフトウェア・システムへの依存を続けるだろう。さらに重要なこととして、AIが急速に進歩して業務の効率化を高め、場合によっては知識労働者を含むホワイトカラー業務を代替する可能性がある一方で、その潜在能力を発揮するには、確立された信頼性の高いソフトウェア・ソリューションへのアクセスが必要だと私たちは考えている。

したがって、クレジット投資家は3つの重要な問いを考慮する必要がある。まず、業界動向やエコシステムの経済性が変化する中で、どのソフトウェア企業が変化への耐性や収益性を維持できるのか。次に、どのソフトウェア企業が、AIを活用して収益モデルや製品提供を適応させ、新たな収益源を生み出したり、既存の収益源を成長させたりできるのか。最後に、プライベート・クレジットはこうした企業に対して魅力的な融資をどのように組成できるのか。

ミドルマーケットのソフトウェア融資をリード

アライアンス・バーンスタイン・プライベート・クレジット・インベスターズ（AB-PCI）は、ミドルマーケットのソフトウェア企業向けダイレクト・レンディングのリーダーであり、エンタープライズ・ソフトウェア企業に対するキャッシュフロー・ローンと経常収益ローンで長年にわたり優れた実績を有している。このプラットフォームのソフトウェア投資能力を支えているのは、プライベート・クレジット、レバレッジド・ファイナンス、プライベート・エクイティ及びベンチャーキャピタル、ソフトウェア事業運営に関する経験を併せ持つ専任のセクターチームである。

同チームは、複数のビジネスモデルや市場サイクルにまたがって、**150社との約300件の取引で総額150億米ドル近くの自己資金投資を行ってきた**（図表1）。クレジット投資の実現損失率が**0%**¹であることは、AB-PCIの優れた審査能力と投資規律を示している。

AIに関する懸念が急速に高まり、広く報じられてはいるが、ソフトウェア・ポートフォリオのファンダメンタルズは今も健全である。融資先企業の収益は前年比で7%増加し、キャッシュフロー・ローンのインタレスト・カバレッジは2026年第2四半期時点で1.9倍から2.0倍へと改善した。同年第1四半期にAIとマクロ環境に関する懸念から時価評価が悪化したが、第2四半期には落ち着きを取り戻し、同四半期時点で、このセクターがAB-PCIの社内ウォッチリストに占める割合は低水準にとどまっている。

図表 1

150 億米ドル

クレジット投資元本

293 件

クレジット取引件数

0%

実現クレジット損失率

2026年6月30日現在。セクター分類には、ソフトウェア、テクノロジー／決済処理、テクノロジー活用サービスが含まれます。

1. 実現損失率は、終了したローンのうちデフォルトで損失となった投資元本の割合を反映しています。実現損失は、終了したクレジット投資の回収額が当初の元本金額を下回った場合に発生します。なお、支払デフォルト、未収利息不計上、破産が発生したソフトウェア・ローンは存在していません。当該損失率にはエクイティ投資とエクイティ共同投資は含まれません。

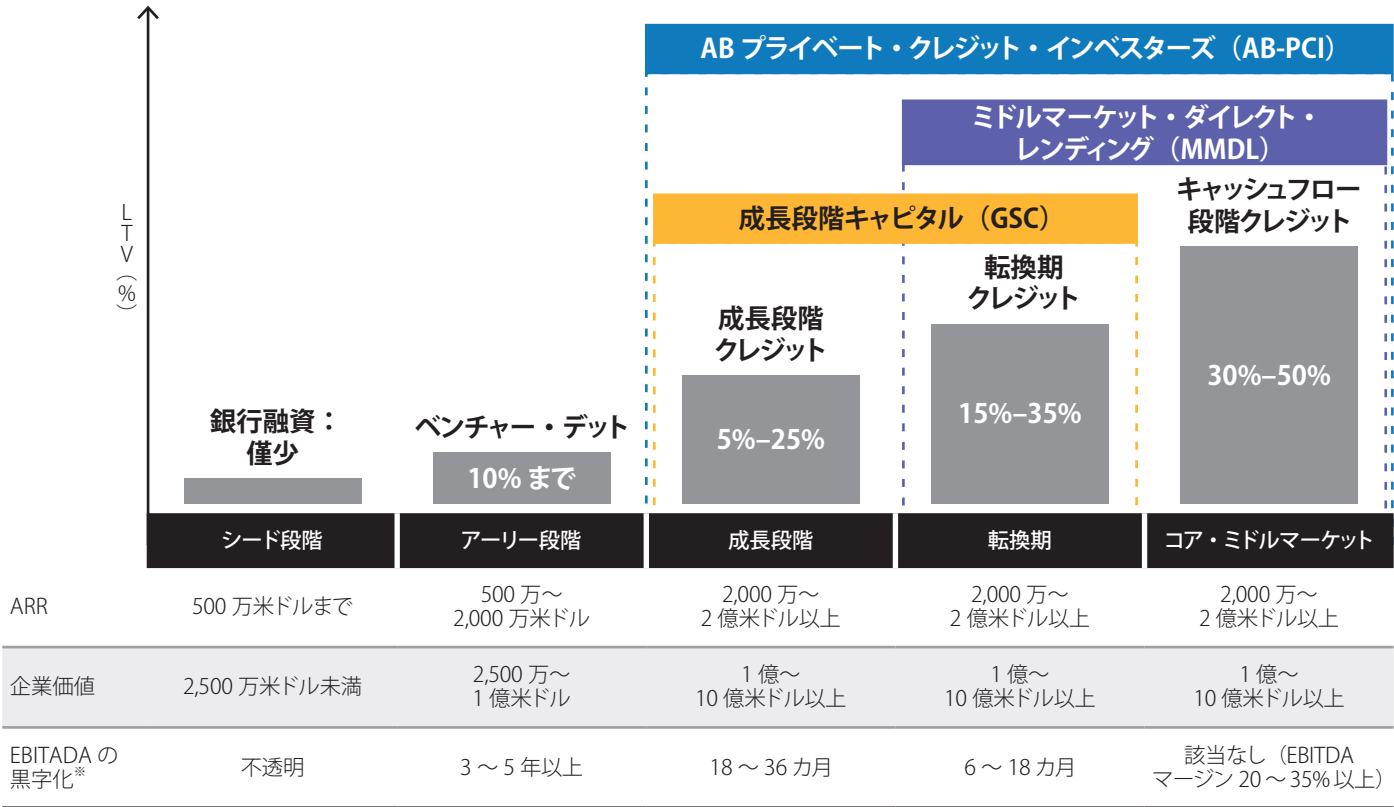
企業のライフサイクル全体にわたる資金提供

AB-PCI は、ソフトウェア企業に対して、その発展段階に応じて、プライベート・キャピタル・ソリューションを柔軟に提供する。ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング (MMDL) 戦略とグロースステージ・キャピタル (GSC) 戦略はともに、年間経常収益 (ARR)、企業価値、キャッシュフロー創出の可能性について強固な基盤を持ち、一定の規模に達している企業を対象としている (図表 2)。このうち MMDL 戦略のターゲットは、成熟した高収益企業、つまり成長が成熟期に入り、キャッシュフローと収益性がより強固となる局面に移行しつつある企業である。MMDL の借り手は一般的にプライベート・エクイティ・スポンサーの支援を受けており、その多くはバイアウトまたは成長投資に関連している。一方、GSC 戦略はベンチャーキャピタルが支援している成長企業に焦点を当てている。GSC の借り手は、高成長事業を支えるために必要な販売・マーケティングや研究開発 (R&D) への投資資金に関して、株式の希薄化が小さい資金調達を求める傾向がある。このような支出の多くは裁量的であり、企業がその支出に見合うリターンを得られない場合や、経営陣が市場シェアより現金ベースの収益性を優先する場合には、大幅に削減することが可能である。AB-PCI は、プロダクト・マーケット・フィットやビジネスモデルがまだ定まっ

ておらず、規模も一定水準に達していない企業への投資を明確に避けている。

例えば、評価額に対する借入金比率 (LTV) カバレッジや財務コベナンツといったローンの条件やストラクチャリング上の検討事項は、企業の規模や成熟度、想定されるリスク水準に応じて調整される。成長段階及び転換期の借り手には、一般的に LTV を低水準 (多くの場合 30% 未満) に設定し、十分な流動性余力の維持に一層の重点を置いた大幅に厳しい基準が課される。これに対し、キャッシュフローがプラスの成熟企業に対するローンの LTV は通常 40% レベルであるが、特定の案件では 50% 以上に達することもある。キャッシュフロー・ローンを含むストラクチャリングの特徴は、レバレッジ (負債 / EBITDA = 利払い・税引き・償却前利益) や固定費カバレッジなど、伝統的なクレジット指標に重点を置くことにある。ARR ローン及びキャッシュフロー・ローン、いずれの融資審査でも、市場構造を理解して競争上の地位を評価すること、及び借り手の個別事業部門または事業全体に対して買収の合理性を持つ戦略的買い手を特定することは、ダウンスайд・リスクを軽減する上で極めて重要である。

図表 2：ソフトウェア・キャピタルのライフサイクル



ソフトウェア企業の資本調達ライフサイクルを示しています。ベンチャー・成長段階から、転換期及びコア・ミドルマーケットのキャッシュフロー・クレジットに至る各段階について、ARR、企業価値、LTV の想定範囲を表示しました。例示のみを目的としたものであり、記載の水準はあくまで参考値に過ぎません。

セクター及び借り手の分散

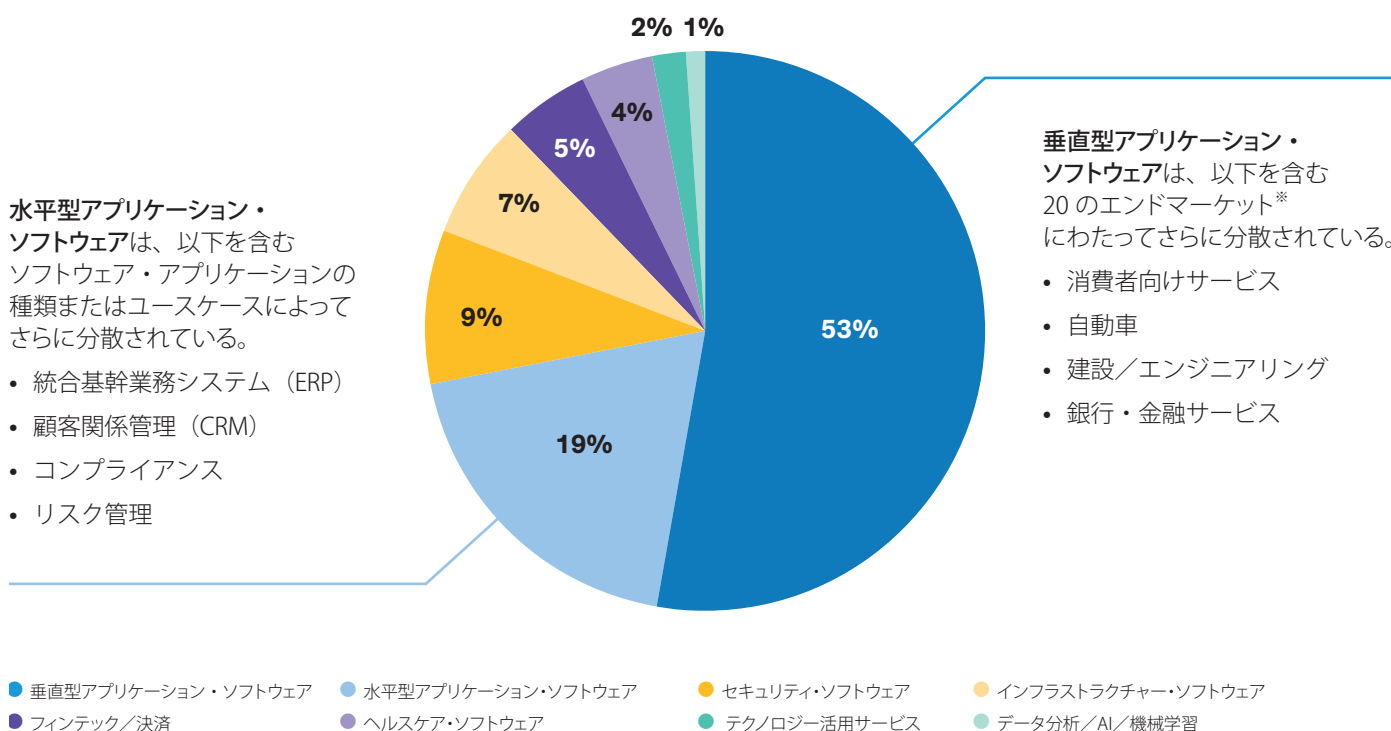
AB-PCI は、エンタープライズ・ソフトウェア内のさまざまなサブセクターやエンドマーケットにわたるソフトウェア企業への投資に豊富な経験を持つ（図表 3）。

チームは、サブセクターではアプリケーション・ソフトウェア、インフラストラクチャー・ソフトウェア、データサービス、ヘルスケア IT、サイバーセキュリティ、データ分析と AI／機械学習、通信、デブオプス、フィンテックと幅広くカバーしている。垂直型アプリケーション・ソフトウェア及び水平型アプリケーション・ソフトウェアが二大投資先であり、それぞれエンドマーケットやユースケースによってさらに分散されている。垂直

型アプリケーション・ソフトウェアは約 20 のエンドマーケットに及ぶ。この中には、教育、ヘルスケア、自動車、建設・エンジニアリング、銀行・金融サービスなどが含まれる。水平型アプリケーション・ソフトウェアでは、統合基幹業務システム、顧客関係管理、コンプライアンス、リスク管理、その他のユースケースに分散されている。

ポートフォリオは個別の借り手についても十分に分散されており、1 企業当たりの集中度は平均で 1% 未満であり、最大でも通常は総資産の 2% 未満となっている。

図表 3：AB-PCI のソフトウェア・ポートフォリオはサブセクターに基づき分散されている



サブセクター別の AB-PCI ソフトウェア・デット・ポートフォリオ。コミットメント額ベース。

※ S&P によるエンドマーケット分類

2026 年 6 月 30 日現在

実績に裏付けられた資産選定枠組み

AB-PCI は、一貫して魅力的な投資特性を備えた B2B ソフトウェア企業を対象にしている。この特性は深い専門知識を持つ、経験豊富な専門チームによって評価される。投資チームはこの枠組みを 20 年間にわたり一貫して適用してきた。

あらゆる投資候補案件に対して、チームは以下を求めている。

- **経常収益**: 定期的なサブスクリプション、サポート・保守契約、予測可能性が高い利用量ベースの経常収益によるものが一般的であり、AI エージェントがエコシステムでの役割を拡大するにつれて利用料ベースの契約は拡大する可能性がある。
- **確立された業務上不可欠なソリューション**: 最終顧客にとって不可欠であり、業務フローに深く組み込まれ、置き換えに高い障壁を有するソリューションを指す。これらの要因が組み合わさることで、通常、顧客維持率及び売上維持率が高水準を保つ。
- **多角化ビジネスモデル**: 顧客、サプライヤー、パートナーが分散されていること。
- **防御力を持つ競争優位**: 製品機能の差別化に加えて、業界のパートナーシップやネットワーク効果など製品以外の参入障壁に支えられた優位性。こうした非製品要因は、生成 AI の時代には重要性が高まると予想される。
- **魅力的な顧客当たりの収益性**: 高水準の売上総利益率や維持率、及び顧客獲得コストに対する高い投資対効果が含まれる。
- **好調な長期的トレンド**: 長期にわたって需要を下支えすると見込まれる要因が存在すること。
- **強固な戦略的価値を持つ資産**: 複数の戦略的買い手が存在し、製品や市場の拡大、コストシナジーなど、強固な事業上の合理性に基づいた統合の可能性が見込まれること。
- **健全な引き受けストラクチャー**: 低い LTV、財務維持コベナント、担保価値流出に対する厳格な制限が含まれること。

これらの基準を満たす借り手に対して適切にストラクチャーされたシニア担保付きローンは、デフォルトの可能性が低いと AB-PCI は考えている。また、デフォルトが発生した場合でも、損失率は低水準にとどまる可能性が高い。こうした特性によって通常、投資家は魅力的なリスク調整後リターンを得る可能性がある。

経常収益ローンの融資審査

AB-PCI は ARR ローン市場に早い時期から参入し、10 年以上にわたって経常収益ローンの引き受けを手掛けてきた。AB-PCI の実証されたトラックレコードには、32 件の回収済み ARR ローンに加えて、回収済み及び未回収の投資を合わせて、基礎となる事業の成熟に伴い EBITDA ベースのコベナントに移行した 19 件の ARR ローンが含まれている。ARR ローンとキャッシュフロー・ローン両方の引き受けを含む広範なソフトウェア・ローン・ポートフォリオ全体で、AB-PCI は実現損失ゼロを維持している。

キャッシュフロー・ローンと経常収益ローンの両方において魅力的な候補案件を特定するために、チームは上記で示したものと同一の資産選定枠組みを用いている。しかし、ARR ローンをストラクチャーする際、AB-PCI は報告された EBITDA や ARR を額面通り受け取るのではなく、借り手ごとに「標準化」EBITDA を算出する。これは、既存顧客基盤の持続可能な収益力に基づいている。チームがこのアプローチを採用している理由は、GAAP（一般に公正妥当と認められた会計原則）に基づく財務諸表が、ソフトウェア事業の根本的な潜在収益力を過小評価する可能性があるためだ。例えば、サブスクリプション契約が将来何年にもわたって利益率の高い収益を生み出す可能性があるとしても、顧客獲得コストは通常、発生時に費用計上される。その結果、新規顧客の獲得に積極的に投資している健全な企業の場合、報告される EBITDA が低水準、あるいはマイナスになることがある。しかし実際には、企業価値が堅調に成長していたり、既存顧客からのキャッシュフローを最適化すれば、高い潜在収益力を発揮できたりすることがある。

AB-PCI は、過去 10 年間にわたる数百件のソフトウェア案件の評価経験に基づき、「標準化 EBITDA」を評価する独自のアプローチを開発している。標準化 EBITDA の算出は、業界のベンチマーク、スポンサーや経営陣からのインプット、顧客当たりの収益性に対する感応度分析など、多様な要因を総合的に評価する作業である。標準化 EBITDA を推定するための総合的作業は、調整をほぼ加えない過去の財務実績に基づく引き受け審査と比較すると、より間接的な分析を伴うと AB-PCI は認識している。このため、キャッシュフロー・ローンの引き受け審査で 40 ～ 50% 程度に設定している LTV を、ARR ローンでは 15 ～ 35% の範囲に抑制している。最後に、多くの ARR ローンでは、借り手企業に対して当初のローン実行から通常は 24 カ月以内に、標準化調整を行わない EBITDA の黒字化を要件としている。ただし、ベンチャーキャピタルの支援を受けることが一般的な成長段階の借り手には適用しない。

生成 AI 時代のソフトウェアの引き受け審査（第一部）： AI がもたらす新たな収益機会とコスト削減機会

AI は、ソフトウェアにとどまらず、事実上すべての業界において競争環境とコスト構造をつくり変えており、各セクターで大きな成長余地を生む一方で、数年前には存在しなかった新たなリスクや検討課題をもたらしている。

ソフトウェア業界でも、AI がもたらす新たな成長機会とリスクが併存するという同様の構図がみられる。特に AB-PCI のソフトウェア・ポートフォリオについては、現時点では全体として AI による追い風が逆風に勝っているとみている。このような追い風は概して、新たな収益機会とコスト削減の 2 つのカテゴリーに分類される。以下ではこれらについて順次説明した後に、慎重な引き受け審査が求められるリスクに目を向ける（図表 4）。

また、AI がソフトウェア事業の収益構造をどのように変える可能性があるかを理解することも重要である。生成 AI は、新たな追加収益源を生むと同時にコストを削減し、既存のソフトウェア事業の全体的な収益性を高める可能性も秘めていると考えられる。本稿の後半では、競争激化、コモディティ化、内製化に伴う ARR の減少や顧客の解約リスクを取り上げる。これらは現実的な問題ではあるが、適切に管理することは可能だ。

生成 AI 時代のソフトウェアの引き受け審査（第二部）： 現実のリスクと信頼性の高い軽減策

生成 AI がエンタープライズ・ソフトウェア業界を変革し、業界の経済性を変化させていることは疑いようがない。前のセクションでは AI による潜在的な追い風について論じたが、ここでは潜在的な逆風に焦点を当てる。では、AI 時代にも引き受け審査の枠組みの有効性を維持するためには、どのように変更すべきだろうか。AB-PCI はまず、エンタープライズ・ソフトウェア事業に対して生成 AI がもたらす課題を徹底的に評価すべきだと考えている。同時に、そのようなリスクを軽減できる特性を備えた借り手を見極めることが重要だ。

- **競争とコモディティ化**：AI によって、ソフトウェアの構築はより迅速かつ安価になっている。その結果、既存の製品やサービスの一部は差別化が難しくなり、周辺業界のプレーヤーとの競争が激化する可能性がある。これによって成長率や価格設定がプレッシャーを受けるかもしれない。ただし、業務上不可欠で確立されたソリューションを提供する企業で、乗り換えに対して高い障壁を持つ場合は、顧客を維持する上で有利な立場にある。多くの既存企業にとって、優れた製品設計、他のシステムとの統合、セキュリティ、信頼性は、引き続き重要な差別化要因だろう。効果的な営業組織、業界パートナーシップ、ネットワーク効果など、代替が困難な製品以外の強み（AB-PCI が「製品以外の堀」と呼ぶもの）もまた、最も強力な既存企業が自身の市場での地位を防衛するのに役立つはずである。

図表 4：エンタープライズ・ソフトウェア事業に対する生成 AI の事業上の影響

領域	影響	現在／将来に予想される影響
収益	マイナスもプラスも	AI 活用製品や追加機能が新たな収益を生む。従量課金型の価格設定への移行が AI / エージェントの利用を支える。一方、競争激化や内製化の拡大によって売上高に圧力がかかる可能性。
売上総利益	マイナスもプラスも	AI を活用した追加機能の提供によって新たな売上総利益が生まれるが、利益率は低下の可能性。AI による自動化（例えば直接コストの低下）は、さまざまな収益源にわたり売上総利益の絶対額と利益率を押し上げる可能性。
ソフトウェア R&D	プラス	R&D 支出の生産性が 2 つのシナリオのいずれかにより向上。すなわち、(1) 投資利益率が高まる一方で支出額は安定するか（ソフトウェア・ベンダーがリリース・サイクルを短縮し、機能を充実させた新製品を追加することで、同じコストでより多くの成果を実現）、(2) 開発コストの低下に伴い支出額が減少する（この低下分が顧客に還元される場合、利益率は変わらないが、企業が一部を留保すれば利益率は上昇、市場全体で見れば後者の可能性が高いと考える）。
その他の営業費用	プラス	AI エージェントによる自動化の拡大により、カスタマーサポートやその他の一般管理部門における営業費用が削減され、利益率が改善。

エンタープライズ・ソフトウェア・ベンダーに対する生成 AI の事業上の影響の予想。収益及び利益の増加分は、コモディティ化の可能性や LLM の利用コストによって一部相殺されます。

- **AI ネイティブのスタートアップ**：これはおそらく最も注目度が高く、金融メディアで最も広く取り上げられているリスクである。しかし、企業の確立された業務フローを置き換えるには、性能面またはコスト面で大幅に優れた製品が必要とされるが、これは多くの新規参入者にとって乗り越えることが困難な障壁である。その一因は、既存企業も同じテクノロジーを同様のスピードで組み込んでいることにある。さらに既存企業は、すでに存在する顧客基盤から得られる規模の経済の恩恵を受けている。多くの場合、こうした顧客は継続率が高く、ソフトウェア・プロバイダーの変更には高い乗り換えコストを負担することになる。
- **内製化リスク**：ソフトウェア開発コストを削減する AI ツールによって、企業はサードパーティ・ベンダーに頼らずに社内でソフトウェアを構築するようになるだろう。一部の企業はそうするかもしれない。しかし、商用ソフトウェア・ベンダーは、開発や統合、テスト、保守のコストを数百、あるいは数千の顧客に分散できる。これは、ユーザーによる社内の取り組みでは不可能だ。ソリューションの大規模なカスタマイズに多額の費用を投じている顧客でない限り、大半の顧客は「内製化」よりも「購入」を選択するだろう。さらに、社内でソフトウェア・ソリューションを開発するかどうかの決定は意思決定基準の一つの要素に過ぎない。これは、大規模システムの維持には通常、経営陣の多大な関与、社内リソース、継続的運営費用が必要となるためだ。
- **価格モデルの破壊**：一部の投資家は、自律的にタスクを実行できる AI エージェントによって、ソフトウェア・アプリケーションを直接利用する人間のユーザー数が減少し、ユーザー単位の課金モデルに下押し圧力がかかることを懸念している。しかし、エンタープライズ・ソフトウェア・ベンダーは、利用状況、完了したタスク、または提供したその他の成果に基づいて課金する新たな価格モデルによって適応できる。実際、多くのクラウドベースのソフトウェア企業において、同様の価格設定アプローチがすでに採用されている。
- **業務フローの変化による排除**：AI によって業務の遂行方法が見直され、特定のソフトウェア・アプリケーションが完全に不要になるかもしれないとの懸念も存在する。場合によっては、今日専用ソフトウェアによって実行されているタスクが、AI を活用したツールやエージェントによってより適切に処理される可能性が存在する。これは一部のベンダーにはリスクになり得るが、変化はソフトウェアのカテゴリーごとに徐々に、さまざまなスピードで進む可能性が高い。ほとんどの組織は今後も、データの保存や記録の維持、業務フロー管理、重要な業務プロセスをサポートするシステムを必要とするでしょう。これらの機能に自社製品が深く組み込まれているベンダーは、ソフトウェア・ソリューションとユーザー（人間またはエージェント）の関わり方が徐々に変化するとしても、引き続き重要な存在にとどまる可能性が高い。

新たな枠組みではなく、より厳格なスクリーニング

AI 時代でもソフトウェア・ローンの引き受けを継続するため、AB-PCI は既存の資産選定枠組みに、より厳格な選別基準を追加した（図表 5）。担当チームは、実績に裏付けられた資産選定枠組みに沿って、業務上不可欠なソリューション、経常収益ビジネスモデル、防御力を持つ競争優位、魅力的な顧客当たりの収益性、強固な戦略的価値を引き続き重視している。新たな点は、融資のあらゆる借り手候補を評価する際に使用するフィルターを追加したことだ。AI の台頭を考慮し、AB-PCI は現在、記録システム及び業務フロー管理システムの事業への関心を高めている。また、単機能ソリューションよりも総合プラットフォーム、そして製品の特徴や機能以外に防御力を持つ堀を有するベンダーをより重視するようになっている。また、AB-PCI は AI による破壊的変革によるリスクが高いと判断したソフトウェア企業への融資を回避している。例えば、データ変換、合成、コンテンツ生成を中心に構築された事業は、現在では、LLM によって直接代替されるリスクを抱えていると考えている。さらに、機能が限定された単機能ソリューションは、激しい競争リスクや業務プロセスの変化によるリスクに直面する。加えて、少数の特定顧客に販売される、高度にカスタマイズされたソフトウェアは、開発コストの低下によって内製化リスクが上昇する。

図表 5：既存の資産選定枠組みに追加された生成 AI 時代の選別基準

枠組み一変更なし

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 経常収益モデル ・ 防御力を持つ競争優位 ・ 業務上不可欠な戦略的価値 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 魅力的な顧客当たりの収益性 ・ シニア担保付きポジション／低い LTV |
|---|--|

生成 AI ー追加されたレイヤー

- | | |
|--|---|
| <p>✓ 選好対象</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 記録システム及び業務フロー管理システム ・ 総合プラットフォーム ・ 製品以外の堀 | <p>✗ 回避対象</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ LLM の脅威に脅かされる分析ツール ・ 機能が限定された単機能ソリューション ・ 顧客集中度の高いカスタム開発 |
|--|---|

既存の資産選定枠組みに追加された生成 AI 時代に対応した選別基準：選好対象（記録システム及び業務フロー管理システム、総合プラットフォーム、製品以外の堀）と回避対象（LLM による代替、単機能ソリューション、内製化リスク）。

現在の状況

生成 AI に関する懸念から、プライベート・エクイティ及びプライベート・クレジットにとって有望セクターであったソフトウェア業界は、回避すべきセクターに一変した。一部の業界ウォッチャーはソフトウェアを「不適切な投資対象」と見なしているが、AB-PCI の意見は明確に異なる。2026 年上半期に、ソフトウェアが大規模なシンジケート・ローン (BSL) に占める割合はわずか約 9% にとどまり、2025 年の割合のおよそ半分、かつ 2014 年以来的の最低水準となった。2026 年半ばまでには、ソフトウェア企業向けの正常債権 BSL の取引価格は正常債権市場全体を大幅に下回り、ローン指数全体がプラスのリターンを記録する中でソフトウェア・セクターのリターンはマイナスとなった (図表 6)。

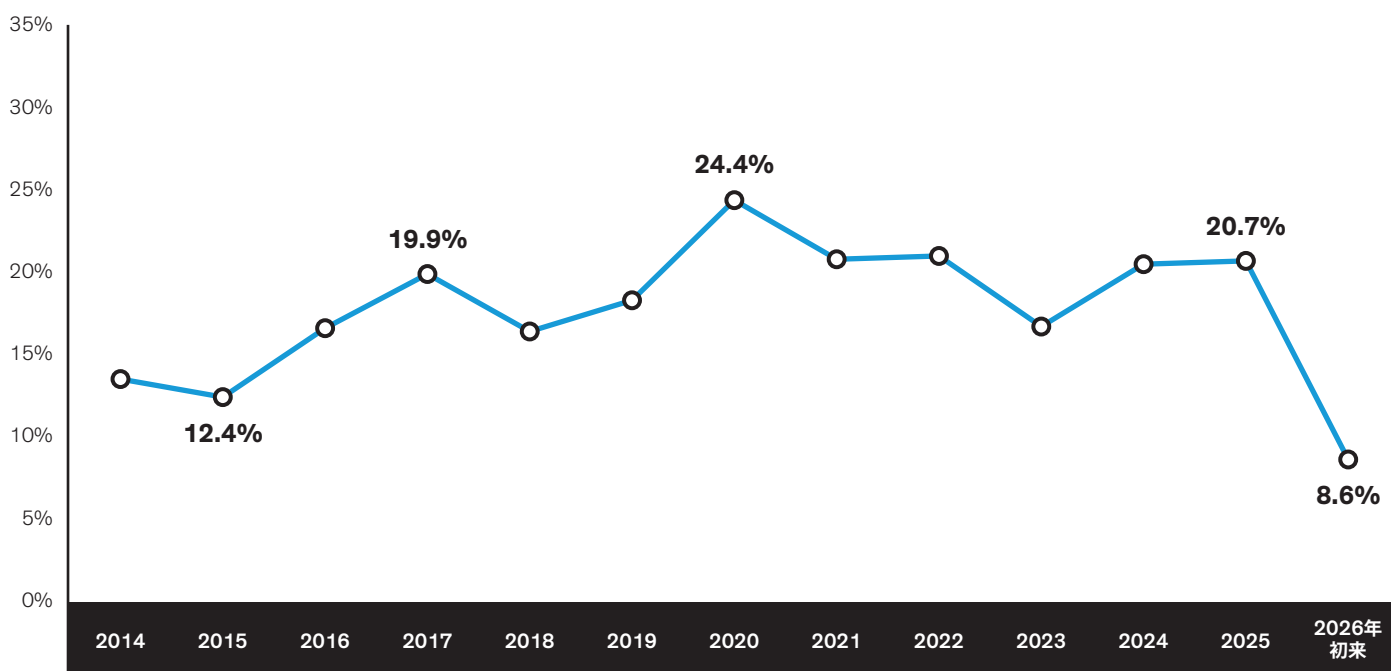
直近の LCD プライベート・クレジット調査では、回答者の半数以上がソフトウェアのエクスポージャーを引き下げたと回答し、同セクターへの融資を完全に停止したところも相当数あることが分かった。

AI の導入は依然として比較的初期段階にあり、セクターの全体的な信用力に対する AI の影響は、これまでのところ非常に限定的なものにとどまっている。ソフトウェア・ローンにおける未収利息不計上率やデフォルト率は、市場や金融メディアに

おける「サースポカリプス」(SaaS 終えん) という論調の深刻さと比べればわずかに上昇したに過ぎず、実際の信用力の状況に対して市場心理が大きく先行して悪化しているように見受けられる。

逆説的ではあるが、市場の不振によって、AI の普及に伴う機会とリスクを適切に評価できる洗練されたソフトウェア投資家にとって魅力的な市場機会が生まれていると AB-PCI は考えている。現在、レンダー間の競争が緩和しているプライベート・クレジット市場にアクセスできるのはトップクラスのソフトウェア・ベンダーのみであり、それを引き受ける意欲のある投資家には、良好なリスク調整後リターンがもたらされている。ソフトウェア・ローンでは今、スプレッドの拡大、レバレッジの低下、より強固なストラクチャーや契約条件が見られる。要するに、AI に関する懸念はもっともだが、ソフトウェア・セクターへの現在の投資機会は過去数年間と比較して改善していると AB-PCI は考えている。AB-PCI は、新たなソフトウェアの投資機会を追求する場合、引き続き積極的だが、極めて選別的な姿勢を維持する方針であり、深いセクター専門知識を活用することで、手数料及び予想損失を考慮したベースで投資家に魅力的なリターンを継続的に提供できると確信している。

図表 6：新規 BSL 市場におけるソフトウェアの割合
(スポンサー支援案件)



LCD データ、2026 年 6 月 30 日まで。 | 出所：ピッチブック

結論

ソフトウェアは、2026 年に入って投資対象としての価値を失ったのではなく、ブームが去っただけに過ぎない。生成 AI は革新的な影響をもたらすが、エンタープライズ・ソフトウェア・セクターは引き続きミドルマーケット・ローンの対象として魅力的な投資機会を提供していると確信している。実績に裏付けられた AB-PCI の資産選定枠組みは、そうした機会を特定し、ローンを組成するための堅固なアプローチを提供する。業界では AI によって強化されるソフトウェア企業と AI によって衰退する企業の見極めが進んでおり、AB-PCI は今後ともこの規律を適用し、ソフトウェア・ローン市場で積極的な姿勢を維持していく。

リスクに関する説明

オルタナティブ戦略への投資は投機的なもので、高いリスクを伴います。オルタナティブ戦略への投資はボラティリティが高くなり、投資家は元本の全部または大部分を失う場合もあります。パフォーマンス連動型の運用報酬は、よりリスクが高い、または投機的な投資を行う誘因を作る可能性があります。ヘッジファンドは多くの他の種類の投資より手数料が高く、売買益がその分減る可能性があります。いかなるオルタナティブ戦略もその投資目的を達成できる保証はありません。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではなく、投資目的の達成を保証するものではありません。本資料に記載された見通し、予想等は将来予告なく変更される場合があります。また、実際の結果はこれらと大きく異なる可能性があります。

- ・市場リスク：保有銘柄の市場価値は日々変動するため、投資元本の価値が減る可能性があります。
- ・金利リスク：債券は金利変動に伴い価値が減る場合もあり、長期債の方が短期債より変動が大きい傾向があります。
- ・信用リスク：債券の信用格付けは発行体の元利返済能力を反映するもので、格付けが低いほど、デフォルトのリスクは高くなります。発行体の財務力が悪化すると、発行体の格付けが引き下げられ、当該債券の価値が下がる可能性があります。
- ・インフレ・リスク：財やサービスの価格は長期的に上昇する傾向があり、それが投資元本の購買力低下につながる可能性があります。
- ・カントリー・リスク：海外の証券に投資する場合は、当該証券に関連した政治、規制、市場、経済面の不透明感のため国内証券よりボラティリティが高くなる可能性があります。為替レートの変動は、投資元本の価値が減る影響を及ぼしたり、リターンを低下させたりする可能性があります。新興国市場の場合は、こうしたリスクがさらに高くなります。
- ・分散リスク：ポートフォリオの保有銘柄が少ない場合、個別の銘柄の損益がポートフォリオ全体の価値により大きな影響を及ぼすため、分散化されたポートフォリオよりボラティリティが高くなる可能性があります。
- ・デリバティブ・リスク：オプション、先物、フォワード、スワップなどのデリバティブ商品に投資する場合は、伝統的な投資よりリスクが高く、特に下落局面においてはボラティリティが高まる可能性があります。
- ・レバレッジ・リスク：借入や他のレバレッジ手段を使って投資リターンを高めようすると、利益と損失がともに増幅され、ボラティリティが高くなります。
- ・投資適格未満の証券に関するリスク：格付けの低い債券（一般に「ジャンク債」と呼ばれる）への投資は、発行体が債務不履行に陥ったり、支払義務を履行できなくなったりする可能性が高くなる傾向があります。

当資料は、2026年6月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン（AB）が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当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、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- ・投資信託のリスクについて
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- ・お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限 3.3%（税抜 3.0%）です。
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限 0.5% です。
 - ・保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限 2.068%（税抜 1.880%）です。

その他費用：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 303 号

【加入協会】一般社団法人資産運用業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

