

## プライベートデット・ファンドの実態と金利上昇下の動向

金融機構局 黒田航一、長谷部光、伊藤智、池田大輔

Bank of Japan Review

2024年4月

プライベートデット (PD)・ファンドは、主に信用力の低い中堅・中小企業を対象に直接融資を行うファンドである。グローバルな金融危機後の低金利環境下での運用ニーズの高まりや金融規制強化等を背景に、米国を中心に、借り手企業と投資家の裾野を広げつつ、運用資産が拡大してきた。ただし、米欧で金利が上昇した近年は、新ファンド立ち上げにかかる期間の長期化や大手ファンドへの資金集中が進んでおり、新規出資は減少傾向にある。なお、わが国の PD ファンドの市場規模は、米欧対比で極めて限定的である。PD ファンドについては、運用実態の透明性の低さや金融システム内の連関性の高まり、信用の急拡大に伴う脆弱性の蓄積、一部にみられるオープンエンド型ファンドの流動性リスクなどへの警戒感が指摘されている。より長い目でみた持続的な経済成長のための効率的な資源配分への影響も含めて、その動向に注目していく必要がある。

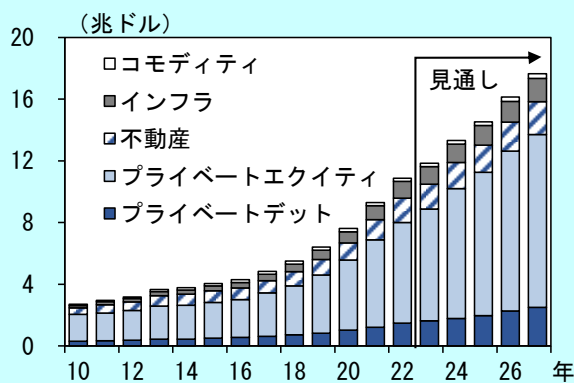
### はじめに

プライベートファンドとは、投資家から資金を募って運用する事業の中で、資金を募る対象者が限定されている私募ファンドであり、企業に対する相対の出資 (プライベートエクイティ<sup>1</sup>、PE) や貸出 (プライベートデット<sup>2</sup>、PD) を行うファンドの総称である。プライベートファンドは、グローバルな金融危機後の低金利環境を背景に、高い利回りとリスク分散を求める投資家のオルタナティブ資産への投資ニーズの高まりを映じて、そ

の運用資産残高 (AUM) を拡大させており、先行きも一層の拡大が見込まれている (図表 1)。

プライベートファンドのうち、市場拡大をけん引してきた PE ファンドに次いで、主に信用力の低い中堅・中小企業を対象に直接融資を行う PD ファンドが近年台頭している。PD ファンドの AUM は、2023 年 6 月末時点で 1.7 兆ドル程度と PE ファンドの 5 分の 1 程度の規模であるものの、過去 10 年間で 4 倍近く残高が拡大しており、米国を中心にその存在感が増している (図表 2)。

【図表 1】プライベートファンドの AUM

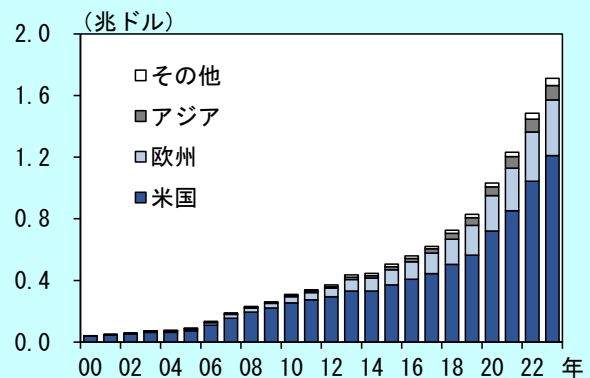


(注 1) Preqin の年次レポートより、見通しを含めた AUM をアセットごとに集計。なお、プライベートエクイティは人民元建てのファンドを除く。

(注 2) コモディティは、2022 年以降について見通し。

(出所) Preqin

【図表 2】PD ファンドの地域別 AUM



(注 1) ファンドの運用会社の所在地域で分類。

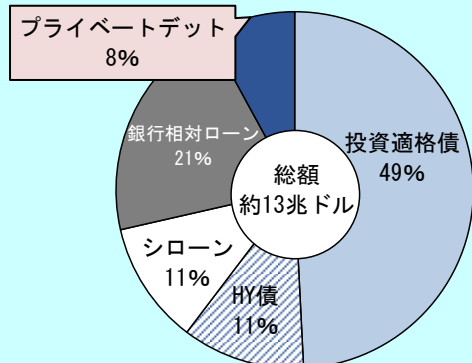
(注 2) 直近は、2023 年 6 月末時点。

(出所) Preqin

こうした市場規模の拡大の結果、米国の企業債

務市場では、社債（投資適格債とハイイールド（HY）債）が6割程度、銀行貸出（銀行相対ローンとシンジケートローン）が3割程度に対して、PDが1割弱を占めるようになっている（図表3）。

【図表3】米国の企業債務市場の規模



（注）2022年3月末時点。図表内の「シローン」は、シンジケートローンの略。

（出所）Nesbitt, S. L., 2023, *Private Debt: Yield, Safety and the Emergence of Alternative Lending*, Wiley

PDファンドが拡大してきた背景として、低金利下の運用ニーズの高まりに加えて、①グローバルな金融危機後に銀行に対する金融規制が強化される中、米国を中心に企業への金融仲介を補完してきたことのほか、最近では、②借り手企業と投資家の裾野が拡大したことや、③金利上昇や米地銀破綻の影響を受けて金融機関の貸出態度が一段と厳格化したことなども挙げられる。

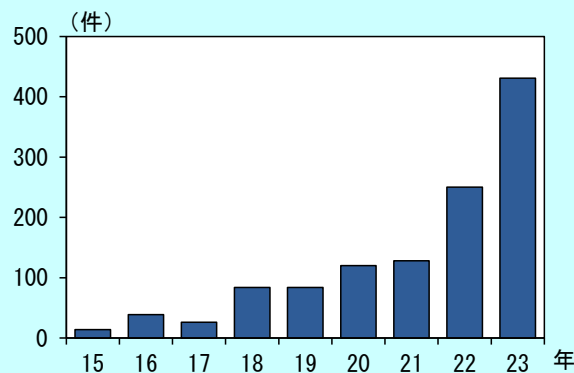
なお、わが国のPDファンドの市場規模は、米欧と比べて極めて限定的である。その背景としては、本邦デット市場では、国内銀行による融資が支配的であるほか、米欧と比べて貸出金利が低いことからファンドの期待リスク・リターンに見合わないことなどが指摘されている。

こうしたもとで、最近では、PDに関する報道が大幅に増えており、主要中央銀行や国際機関のレポートでも数多く取り上げられるなど、PDファンドへの関心が一層高まっている（図表4）。この日銀レビュー・シリーズにおいても、2022年2月に、PDファンドの融資手法やパフォーマンスの特徴を取り上げた<sup>3</sup>。本稿は、その後の環境変化を踏まえ、主体別の最近の特徴や近年の金利上昇下における動向、潜在的リスクを中心に論じる。

## PD ファンドとは

はじめに、PDファンドの定義や融資スキーム、

【図表4】PDの記事数



（注1）見出し・本文中に「プライベートデット」、「プライベートクレジット」、「private debt」、「private credit」が含まれる新聞・雑誌・ニュース記事を集計。

（注2）検索実施日は2024年3月4日。

（出所）日経テレコン

融資条件の特徴、パフォーマンスをみていく。

### （PD ファンドの定義）

PDファンドに統一された定義はないものの、「開示情報が少なく、借入実績がないなど、信用力が低く、比較的风险の高い中堅・中小企業への融資に特化したファンド」と概ねみなされている。ここでの「中堅・中小企業」とは、主に米欧における区分で、わが国企業に例えると、中堅・中小企業のみならず、一部の大企業も含まれる規模感となっている。こうした規模の「中堅・中小企業」は、米欧で3~6万社程度<sup>4</sup>と試算されており、PDファンドの潜在的な借り手は多いと言える。

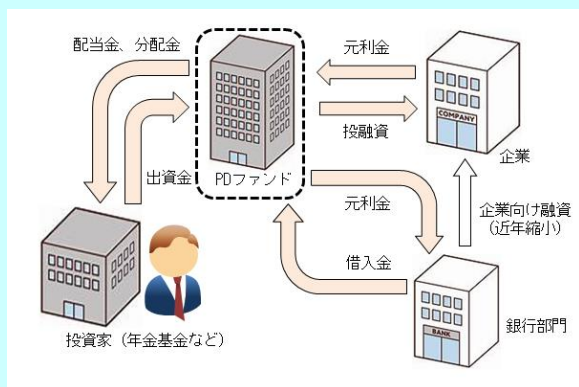
### （融資スキーム）

PDファンドは、年金基金をはじめとする投資家から調達した出資金と、銀行部門から調達した借入金<sup>5</sup>をもとに、企業向け融資を行い、得られた利息を投資家等に分配している（図表5）。PDファンドの運用会社は、得られた利息の一部を運用報酬として受領する。

また、PDファンドは、投資家と同じリスクを負うことで投資家の信頼を獲得することなどを目的に、ファンド自身もファンド運営に責任を負う投資家（GP投資家<sup>6</sup>）として案件に出資することが一般的である。

もっとも、PDファンドは、ポートフォリオの詳細やGP投資家としての出資割合、銀行部門からの資金調達状況など、多くの情報が非開示である

【図表 5】スキームの概要



(出所) 金口剛久・河上岳史・長谷部光・小川佳也「ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて」(日銀レビュー22-J-15、2022年)を参考に筆者ら作成。

ことが多い。

### (融資条件の特徴)

PDによる融資は、変動金利で融資期間7~10年程度の相対型ローンが主流である。一般的な銀行貸出と比べて、融資期間が長いほか、融資先のリスクが高いケースが多く、PDの貸出金利は、その分スプレッドが厚めに設定されている。

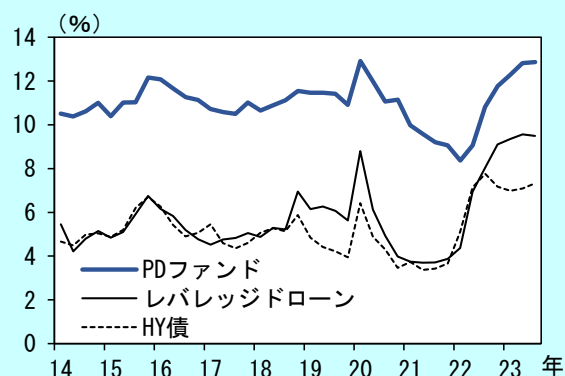
PDは、銀行貸出やHY債と比較して、流動性の低さとコバナンツの厳格さに特徴がある(図表6)。まず、流動性については、PDの多くは、投資家の解約が制限されているクローズドエンド型であり、融資実行後、償還までの保有が前提であるため、流通市場はなく流動性は極めて乏しい。次に、融資条件の変更等を定めたコバナンツについては、PDでは、デフォルト発生率の引き下げや破綻時回収率の引き上げのために、借り手企業に対して独自の強い制約を設定していることが多い。

### (パフォーマンス)

PDファンドは、金融市場で取引されないこともあって、他のデットアセットと比べて市場変動の影響を受けにくく、これまでのところ安定して

高いリターンが得られてきた(図表7)。加えて、変動金利貸であるため、今回の米欧における金利上昇下ではその恩恵を享受し、リターンが高まった面もある。こうしたPDファンドのパフォーマンスの高さも、市場規模拡大の一要因として指摘される。もともと、このリターンには、借り手のリスクの高さが反映されていることに加えて、投資家が長期間資金を供給したことに対する見返りが含まれるほか、ある程度限られた期間での結果であることには留意が必要である。

【図表 7】PD ファンドのパフォーマンス



(注1) 「PD ファンド」はダイレクトレンディングの利回り。

(注2) 直近は2023年9月末。

(出所) S&P Global、Cliffwater Direct Lending Index

### 主体別の特徴

次に、PD ファンドを取り巻く主体である運用会社、借り手企業、投資家の特徴や最近の変化についてみていく。

#### (運用会社)

PDファンドの運用会社は、PEファンドや不動産ファンドも手掛けている米系大手ファンドが多い。これらの運用会社の中には、金利上昇下で

【図表 6】PD の特徴

	PD	銀行貸出	HY債
形態	相対ローン	相対ローン、シンジケートローン	社債
金利	変動金利	変動金利・固定金利	固定金利
流動性	極めて低い(償還まで持ち切り)	中程度	高い
融資期間	7-10年程度	1-7年程度	1-10年程度
コバナンツ	強い制約	緩い制約	なし
担保	あり	あり	なし

(出所) 三菱UFJ信託銀行などを参考に筆者ら作成。

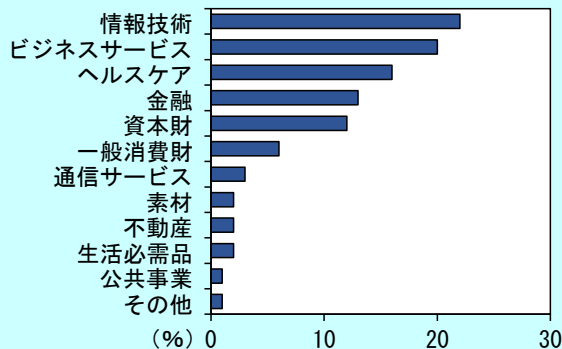
も安定した高い利回りを期待できる PD ファンドの運用方針を積極化させる先がみられる。こうした動きには、近年の金利上昇を背景に、以前は高いリターンを出していた PE ファンドのパフォーマンスが総じて低下したことも影響している。

### (借り手企業)

PD ファンドの借り手は、開示情報等の透明性の低さや業況低迷などから銀行借入が難しい先や、当該企業のスポンサー<sup>7</sup>である PE ファンドの紹介で、PD ファンドに資金調達を頼る先が多いと言われている。

借り手企業を業種別にみると、情報技術、ビジネスサービス（法律事務所、IT コンサルティングサービス業等）、ヘルスケアなどが多い（図表 8）。これらの業種では、事業の特殊性や新規性などを背景に、銀行から融資を得るのが相対的に難しいものと考えられる。

【図表 8】 PD ファンドの主な借り手企業



(注) 2023 年 9 月末時点で Cliffwater Direct Lending Index に登録されている約 14,000 件のローンの業種内訳。

(出所) Cliffwater Direct Lending Index

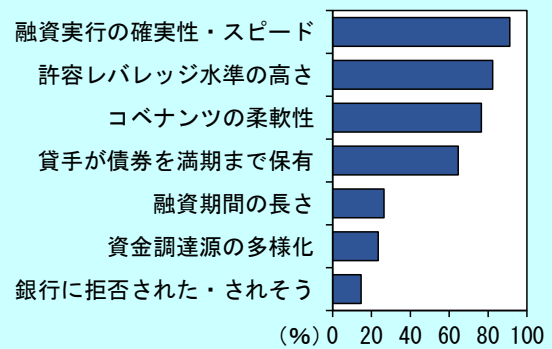
また、借り手にとっては、銀行融資対比で金利が高いながらも、融資審査期間が短く、早く確実に融資を得られることや、銀行規制のもとでは対応が難しいような大きい融資枠や長期の融資期間の設定も柔軟に対応可能であることなどが PD ファンドの利点として指摘されている（図表 9）。

なお、最近では、金利上昇を受けて銀行の貸出態度が厳格化する中、一部の大手企業が新たな資金調達源として大手 PD ファンドを選択する例もみられており、借り手企業の裾野が拡大している。

### (投資家)

PD ファンドの投資家は、年金基金や資産運用会社など、長期投資が可能な機関投資家が 9 割弱

【図表 9】 PD ファンドから資金調達する借り手企業の理由



(注) シカゴ大学による PD ファンドへのアンケート調査。

(出所) Becker Friedman Institute

<sup>8</sup>を占めており、主な投資理由としては、分散投資効果と安定したインカム収入が挙げられる。

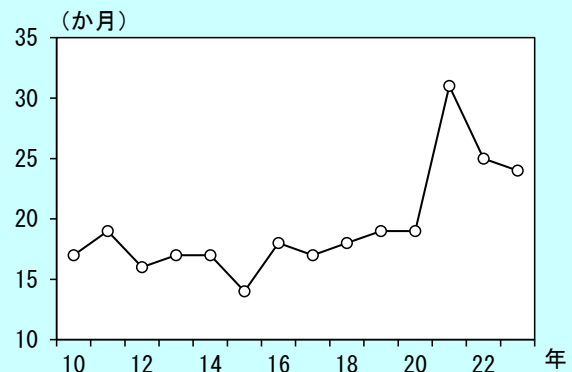
最近では、大手ファンドが、個人（主に富裕層）でも投資しやすいように、月次や四半期ごとに購入・解約を受けつけるプライベートファンド商品（オープンエンド型<sup>9</sup>）を手掛けるなど、投資家層の裾野が広がっている。

## 金利上昇下における PD ファンドの動向

ここまでは、PD ファンドの概要や主体別の特徴について解説してきた。以下では、近年の米欧における金利上昇下での PD ファンドの動向について、特徴的な動きを紹介する。

金利上昇の影響として、まず、新たなファンドを立ち上げる際に投資家に出資を募集するファンドレイズ期間の長期化が挙げられる（図表 10）。割引率の上昇によって被買収企業の現在価値が低下した中、M&A 市場が低迷し、バイアウト案

【図表 10】 ファイナルクローズまでの期間



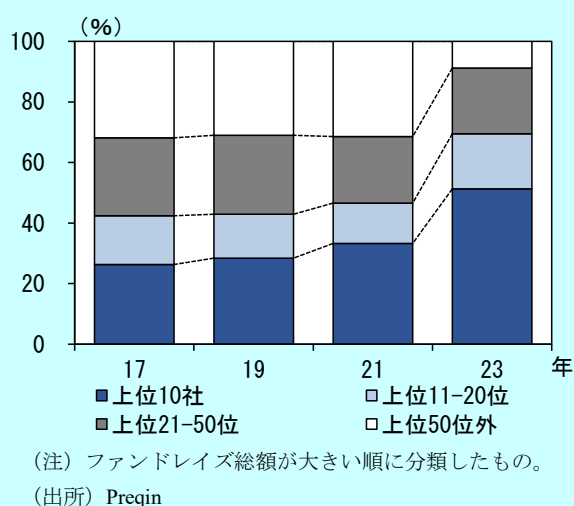
(注) 「ファイナルクローズ」とは、投資資金を募る際、投資家が投資を確約する時点。

(出所) Preqin

件において企業売却による投資資金の回収が遅れている。こうした動きは、PEファンドだけでなく、PEファンドが手掛けた案件に融資したPDファンドにもみられる。投資家は、通常、回収した資金を元手に次の案件に投資するため、投資家・ファンド間の資金移動が停滞したことで、PDファンドに新規出資が集まりにくくなっている。

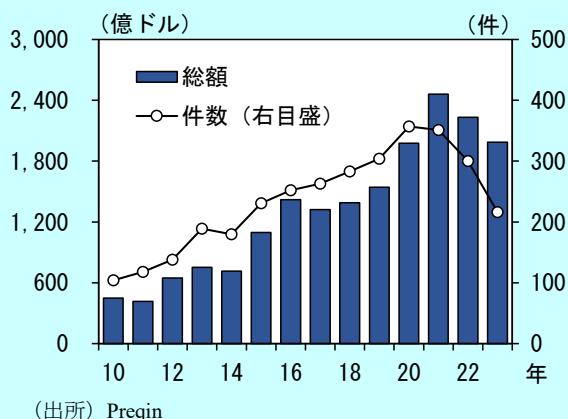
また、金利上昇下で、実績のある大手ファンドへの資金集中もみられている。運用実績が豊富な大手ファンドに資金が集中し、大手以外のファンドは資金が集まりにくくなっている（図表 11）。この結果、新設ファンド規模は巨大化している。

【図表 11】 運用会社の順位別ファンドレイズ総額の割合



これらの動きを映じて、冒頭でみたように PD ファンドの AUM が増加を続けている一方で、追加的な資金流入に当たる新規出資（ファンドレイズ）は、金額・件数ともに近年減少傾向となっている（図表 12）。

【図表 12】 ファンドレイズ総額・件数



## PD ファンドの潜在的リスク

最後に、PD ファンドの潜在的リスクについて考察する。

PD ファンドは、クローズドエンド型が主流のため、投資家による中途解約の集中による資金流出リスク（ファンドの流動性リスク）は小さいとみられる。また、これまでのところ、レバレッジ比率も低いとみられることから、金融システムへの影響は限定的との見方がある。

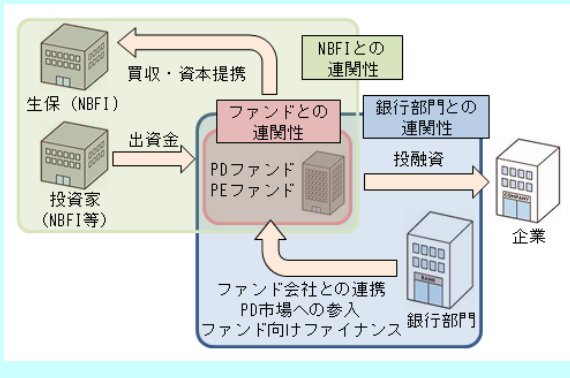
もともと、最近では、PD ファンドの潜在的リスクを指摘する声が徐々に増えており、警戒感が高まっている。具体的には、①運用実態の透明性の低さ、②金融システム内の関連性の高まり、③信用の急拡大に伴う脆弱性の蓄積、④一部にみられるオープンエンド型ファンドの流動性リスク、が指摘される。

①の透明性については、すでに触れたように、PD ファンドに関する開示情報が少なく、十分なデータが得られないことから、運用実態や保有資産の内包するリスクを把握できない点に警戒を示す声が多い。

②の関連性については、PD ファンドは、同じ投融资先をもつ PE ファンドをはじめ、資金調達先である機関投資家等のノンバンク金融仲介機関（NBF）との関連性が極めて高い。さらに、近年、米欧金融機関がファンド会社との連携などにより PD 市場へ参入する事例が増えているほか、本邦金融機関の一部でもファンド向けファイナンスを積極化するなど、銀行部門との関連性も高まっている。景気後退等によって PD ファンドのパフォーマンスが悪化すると、ファンドへの資金流入の急減、NBF によるリバランス、銀行部門のファンド向けファイナンスの棄損を通じて、金融システムにストレスがかかる可能性がある（図表 13）。

③の脆弱性の蓄積については、歴史を振り返ると、民間信用の急激な拡大期に脆弱性が蓄積し、多くの金融危機が生じてきた。グローバルな金融危機後に急成長した PD ファンドでは、多くの先が景気後退局面における債権回収などの信用リスク管理を未経験であると考えられる。今後、PD ファンドがさらに市場規模を拡大し、貸出競争の

【図表 13】PD ファンドを巡る連関性



激化や融資目線の緩和を伴って民間信用全体の伸びを急激に高めていくことがないか、また、企業が既往の低金利の銀行借入を借り換える際に、デット市場において PD ファンドへの急速なシフトが生じないかなど、注視していく必要がある。

④のオープンエンド型ファンドについては、これまでのところ、PD ファンド全体に占めるオープンエンド型ファンドの割合は高くないとみられる<sup>10</sup>が、近年、大手ファンドにおいて、長期的な運用のもとでの安定的な収入の維持を目的にオープンエンド型ファンドを立ち上げる動きもみられることから、その流動性リスクに留意する必要がある。

## おわりに

本稿では、PD ファンドについて、その実態を改

めて確認し、主体別の最近の特徴や近年の金利上昇下における動向、潜在的リスクに焦点を当てて整理した。PD ファンドは、運用会社の運用方針の積極化、借り手企業と投資家の裾野の拡大、金融規制強化や金利上昇下での金融機関の貸出態度の厳格化等を背景に市場規模を拡大させてきており、先行きも拡大が見込まれている。

米欧金利が上昇した近年において、安定した高いリターンをもたらす PD ファンドは投資家にとって魅力的なアセットであった。もっとも、金利上昇下において、ファンドレイズ期間の長期化や実績のある大手ファンドへの資金集中が進んでおり、新規出資は減少傾向にある。

この間、PD ファンドの潜在的リスクとして、運用実態の透明性の低さ、金融システム内の連関性の高まり、信用の急拡大に伴う脆弱性の蓄積、一部にみられるオープンエンド型ファンドの流動性リスクなどを指摘する声が徐々に増えており、警戒感が高まっている。

今後、こうした潜在的リスクに加えて、PD ファンドによる金融仲介活動が、長期的な視点で持続的な経済成長のための効率的な資源配分に資するのか、融資先の経営状況や設備投資・研究開発投資行動への影響を含め、その動向に注目していく必要がある。

<sup>1</sup> 非上場企業の株式を主な投資対象とするファンドの総称。PE ファンドの概要については、渡邊考記・五十嵐公輔・稲場広記「最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について」（日銀レビュー18-J-1、2018年）を参照。

<sup>2</sup> プライベートデットとプライベートクレジットは同義として用いられることが多く、本レビューでも同義としている。なお、一部では、クレジットが広義で、デットが狭義と使い分けるケースもみられる。

<sup>3</sup> 直野未悠・渡邊真一郎「プライベートデットファンドの融資手法——ダイレクトレンディングの特徴——」（日銀レビュー22-J-1、2022年）を参照。

<sup>4</sup> Campbell Lutyens による試算。

<sup>5</sup> 一般に、銀行部門から調達した借入金は、一定の期間および限度枠内で、ファンドが自由に引き出し・返済を行うことが可能（Revolving Credit Facility, RCF）な形態をとることが多い。

<sup>6</sup> General Partner の略で、無限責任組合員とも呼ばれる。ファンドの GP 出資分は、ファンド総額の 1%以上であることが一般的。

<sup>7</sup> PD ファンドの主要な戦略であるダイレクトレンディングでは、PE ファンドが所有する企業に対してデットを提供するスポンサー案件と、PE ファンドが関与しないノンスポンサー案件があり、両者間で案件発掘手法や融資審査期間等に違いがみられる。

<sup>8</sup> Preqin が実施した 2022 年時点の調査によると、PD ファンドの投資家シェアは、年金基金（30%）、資産運用会社・ファミリーオフィスなど（27%）、基金・大学基金など（21%）、保険会社（8%）、銀行・投資銀行（5%）、その他（8%）。

<sup>9</sup> 投資家が四半期など一定期間ごとに資金の出し入れ（解約）や追加投資を行うことが可能で、償還期限がないファンド。

<sup>10</sup> Alternative Investment Management Association が調査した 56 先の PD ファンドのうち、オープンエンド型ファンドは 16%だった。なお、当該 56 先の PD ファンドの市場シェアは、約 6 割を占める。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局金融第 3 課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。