

# プライベート・クレジットの興隆と課題

神崎稔章

## 概要

本稿は、プライベート・クレジットの発展を考察する。1970年代以降、米国では M&A ブームを機に、レバレッジド・バイアウト (LBO) ファンドは投資運用会社の主な収益源であった。ところが近年、非プライベート・エクイティの増加が見られ、中でもプライベート・クレジット業務の拡大が目立っている。プライベート・クレジットは、金融危機を機に銀行に対する規制の制約下、中規模クラスのハイリスク企業に対して、資金供与を行ってきた。プライベート・ファンドは、従来、私募での長期資金の調達や経営再生を行ってきた。その影響力は、大手投資会社の運用額に反映されている。しかし、プライベート・クレジットに懸念材料がない訳ではない。伝統的な銀行業とは異なり、プライベート・クレジットの世界では、借り手の脆弱さ、流動性リスク、レバレッジの多層化、資産評価の不透明性がある。こうした不透明性や脆弱性の可能性は公表データの不足に起因する。この為、国際機関は、不断の市場調査と統計データの克服により情報の透明化を目指すと共に、必要に応じて規制の検討を行うだろう。

## キーワード

プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、ドライパウダー、半流動性、レバレッジの多層構造

## 目次

はじめに

第1章 プライベート・ファンドの位置づけ

第2章 プライベート・クレジット (PC)

おわりに

はじめに

本稿は、プライベート・ファンドの一つであるプライベート・クレジット（以下、PC）を考察する。考察の結果、金融仲介機関（銀行等）が中心とする市場においてリスク回避的な中規模企業に対する資金供与を代替する PC は、その市場規模において著しい発展を見せつつある。PC は、非公開型である為、具体的なデータや契約に関して公開市場程のデータよりも少ない為、ベールに包まれている。そこで、本稿では可能な限り当該市場像への接近を試みる。規制外の民間信用は、現時点ではそのリターンやリスクにおいて重要な問題がないとの指摘があるが、規制下の銀行ではなく、規制外の透明性の低い調達手段に移行することで潜在的なリスクが生じている。このリスクは直ちに問題となっているものではないが、一部の国際機関は警戒している。PC の借り手の情報や各プレイヤー（借り手や最終投資家に至る）のレバレッジの重層性を鑑みると相互に重要な脆弱性を内包している可能性がある。公開市場との競合や景気変動による取引の下振れリスクを踏まえると、当該市場に関するデータの蓄積と監視の継続の必要性が予想される。

本稿の構成は、以下の通りである。第1章では、プライベート・ファンドの位置付けを確認する。第2章では、PC の構造と課題を考察する。最後に、結論と課題を論じる。本論文の図表は、末尾の付表一覧に掲載している。

尚、金融資本市場の盛衰は常につきまとう。本稿は、あくまで2020年代時点での当該市場に関する考察内容であることを断っておく。

## 1. プライベート・ファンドの位置づけ

### 1.1 プライベート・ファンド<sup>1</sup>

プライベート・ファンドは、中央銀行、民間銀行、公的金融機関を除く全ての金融機関であるノンバンク（Non-Bank Financial Intermediation; NBF<sup>2</sup>）の一種であり、その経路を辿れば、図表1のようになる。

投資ファンド<sup>3</sup>は、投資家層から収集したマネーを用いて金融商品等に投資を行う。投資ファンドには、大きく分けて、オープン・エンドファンドとプライベート・ファンドがあ

---

<sup>1</sup> プライベート・ファンドの特徴として買収ファンドやヘッジ・ファンドを紹介し、それらが国際資本市場において存在感を高めてきたことを説明している文献がある（伊豆、2007）。また、今井（2004）は、プライベート・エクイティとヘッジ・ファンドの概要をオルタナティブ投資（代替投資）の一種として解説している。

<sup>2</sup> FSB（2023）p.3.

<sup>3</sup> 尚、ファンド資本主義に関する研究は数多く存在する。例えば、横川（2012）は、ハイマン・ミンスキーが指摘するファンドマネージャーの役割を踏まえた上で、1980年代以降の資産運用を行う投資銀行の投資行動に関する詳細な研究を行っている。また、三谷（2017）は、ニューディール期のアメリカ金融市場の動きを踏まえつつ、1980年代以降のファンド資本主義（金融市場主導型経済システム）の考察を行うとともに、金融市場の資産運用機関の投資行動による資本主義研究に関する様々な先行研究を紹介している。

る。オープン・エンドファンドは、投資開始後の償還可能なマネー・マーケットファンド（MMF）、上場型投資ファンド（ETF）、伝統的金融資産に投資可能なミューチュアル・ファンドである。一方で、プライベート・ファンドは、クローズ・エンド・ファンドやヘッジ・ファンド（HF）等がある。HFは、レバレッジを多用しつつ短期売買を行なう投資手法であるのに対し、クローズ・エンド・ファンドでは、早期引出しを防ぐロックアップを採用している為、随時償還が困難である<sup>4</sup>。クローズ・エンド・ファンドは、プライベート・エクイティ（未公開株；以下、PE）、プライベート・クレジット・ファンド（PC）、ベンチャー・キャピタル・ファンド（VC）、事業開発会社<sup>5</sup>（BDCs）、その他（インターバルファンドや不動産ファンド等）、から構成される。

プライベート・ファンドの活動は、世界金融危機後の期間に前例のない成長をもたらした。IOSCO（2023）によれば、プライベート・ファンドの世界的な運用資産残高<sup>6</sup>は、2022年までの4年間で約2倍になり、2022年までの10年間で3倍になり、2022年下半期には12.8兆米ドルに達した。

尚、プライベート・ファンドは、プライベート投資、プライベート資産等、論者によって異なる名称を持つ。また、プライベート・ファンドそれ自体の定義として、伝統的資産（株式や債券等）とは相関の低いポートフォリオ資産の優位性を全面的に取り上げるオルタナティブ資産（代替資産）の一種による指摘や、銀行以外の監督圏外の金融仲介を行う影の銀行の一種とする指摘もある<sup>7</sup>。こうした様々な指摘はあるが、総じて、プライベート・ファンドは、伝統的な上場株式等とは異なった非公開市場資産を対象とした投資であり、それらは主にファンド形式を採用している点で共通している。

## 1.2 プライベート・エクイティ（PE）

PEは、プライベート・ファンドを世の中に知らしめたという意味で、最も有名な投資の一種である<sup>8</sup>。

---

<sup>4</sup> FSB（2023）p.64.

<sup>5</sup> BDCsは、中堅企業や新興企業等の事業開発を金融面や経営面から支援すべく、1980年代に誕生したものであり、主な形態はクローズド・エンド・ファンドである。その収入源は、借り手から得られる利子や配当、及び株式値上がり等に依っている。

<sup>6</sup> PE、不動産、インフラ関連、プライベート・デット、天然資源の合計額を指す。

<sup>7</sup> 二上（2023）を参照されたい。但し、PEのパフォーマンスが景気に左右されるのであれば、分散投資にならない為、立ち入った実証研究が求められるとの指摘はある。川野（2021）119-120頁を参照されたい。

<sup>8</sup> PEの始まりについては諸説がある。VCを含むPEの始まりとして、ジョン・ピアント・モーガンがJPモルガンに再編成し、フェデラル・スチール設立を目的とする融資（1898年）や、ノーザンセキュリティーズ設立（1901年）後、同社がノーザンパシフィック等多数の株式保有による鉄道支配権を得た説明として畠田（2023）がある。

S.A.Vamante and F.Avalos(2021)は、1970年代にPEファンドが誕生したとし、当時の主

PE 登場の背景として、1980 年第後半の M&A（企業買収）の手法としてレバレッジド・バイアウト（以下、LBO）を多用した。LBO は、企業買収の際、被買収企業の資産やキャッシュフローを担保として買収資金の資金調達を多くを負債によってカバーする手法である。KKR<sup>9</sup>をはじめとする投資管理会社（PE ファーム等）が LBO を高収益ビジネスに繋げたことから、瞬く間に注目された。

近年の LBO は、大型の買収案件である場合、シンジケート単体ではなく、多国籍の銀行による資金調達も行っている（図表 2）。

投資管理会社は、例えば全調達資金の 25%を自らのファンド資金によって投資を行う。そして、買収先企業の資産を担保に資金を融資する。仮に被買収企業が  $\alpha$  国にあるとする。残る資金調達の 25%が  $\alpha$  国の銀行群（銀行 A、銀行 B）による初期のシンジケート幹事行とし、他の邦銀も融資時に幹事行（銀行 C）に加わり、別途 25%が海外の銀行海外の複数銀行（銀行 D、銀行 E、銀行 F）による融資とする。このように LBO ローンや融資枠によって買収資金を調達するケースが見られる<sup>10</sup>。というのも、過去に企業が経営破綻に追い込まれたことから、少数の国内銀行による巨額融資は多額の損失をもたらしたからである。米国では相次ぐ地方銀行の経営危機を受けて銀行規制の強化（自己資本要件引き上げ等）が生じたため、シンジケート単体での実施は手控えると共に、海外の銀行も融資に加えることで与信リスクを分散する動きがみられる。実際、銀行規制の強化から、LBO ファイナンスの貸し手は、シンジケートローンの減少を穴埋めするように、PC ファンドによる融資を強化した<sup>11</sup>。

他方、PE ファンドによる投資先の経営危機が問題視されたこと、また PE のような大型買収を恒常的に発掘することは困難である<sup>12</sup>。そこで、投資管理会社は巨額の運用資産の

---

な業務は LBO であったと指摘している。

<sup>9</sup> 1976 年に KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. / KKR & Co. Inc.) は、LBO の先駆的ファームとして知られる。Crey and Morris(2010)（邦訳（2011）17 頁）を参照されたい。KKR 共同創設者によれば、「ブーツ・ストラップ」という企業買収名称から始まり、その後、Management Buyout(MBO)や LBO、そして現在の PE という名称に変わった（「私の履歴書 ヘンリー・クラビス」、日本経済新聞、2024 年 10 月 5 日 36 面）。

<sup>10</sup> 正確には、米国投資管理会社であるアポロ・グローバル・マネジメントが、外資系ファンドとして投資を行う手法として、一部をファンドによって行う。そして、初期の幹事銀行群が全資金調達に占める 75%分を引き受けた後、組成を行い、アジアやインド等の複数銀行に債権 25%分を譲渡する。残る 25%は幹事行として他の銀行が直接融資を行う。「多国籍の銀行で資金調達」（日本経済新聞、2024 年 9 月 3 日付、9 面）を参照されたい。

<sup>11</sup> 例えば、調査会社 PitchBook の統計によれば、2023 年 9 月時点での LBO 案件において、PC の件数（146 件）がシンジケートの件数（24 件）を大きく上回っている。また少なくとも、2020 年第 1 四半期から 2023 年 9 月に至る LBO 案件における PC 関連の件数は、シンジケート関連の件数を常に上回っている。詳細は、「米ファンド 企業融資膨張」（日本経済新聞、2023 年 12 月 6 日 9 面）を参照されたい。

<sup>12</sup> 佐賀（2020）を参照されたい。

蓄積を行いつつ、業務の多角化を形成していく。

リーマンショック後の投資管理会社である大手公開会社4社(アポロ、ブラックストーン、カーライル、KKR)の運用資産額(AUM)は、2006年で最大700億ドル程度であった。その10年後に、ブラックストーン(約3500億ドル)を筆頭として増加している<sup>13</sup>。そして、PE以外に、ヘッジ・ファンド(HF)、クレジット・ファンド(CF)、不動産ファンド、ベンチャー・キャピタル(VC)、事業開発会社(BDCs)等の業務が登場する。こうした多角的業務が展開する中で、クレジット業務に関する大手公開会社の関心が伺える。例えば2013年に、ブラックストーンがライバルのアポロやKKRに続いて証券引受ライセンスを取得したことで、PEが幅を持った資産運用会社へと変貌を遂げた<sup>14</sup>。このため、ブラックストーンとKKRのポートフォリオの4分の1はクレジットで占められている<sup>15</sup>。現在、米国で巨大な運用資産を保有するブラックストーンは、2020年代になるとPC業務による運用資産がPE業務による運用資産を上回っている為、PCファンドによる黄金期が続いていると指摘している<sup>16</sup>。一方、アポロは、金融危機を機に、2007年時点で全運用資産に占めるPE運用資産の割合が70%台であったが、2016年になると運用資産の25%未満に低下している<sup>17</sup>。そして、アポロのクレジット分野への投資は2007年の101億ドル<sup>18</sup>から2016年には1366億ドルへ<sup>19</sup>と急増している<sup>20</sup>。後に示すように、PEファームは、PCのスポンサーとなっている為、PCの出し手としての役割を強める傾向を見せてくる。そこで、次章では急増するPCの全体像に接近する。

## 2. プライベート・クレジット(PC)

### 2.1 PCのはじまり

非PE活動による領域が拡大しつつある中で、特にPCは注目を浴びつつある<sup>21</sup>。PCは、商業銀行や公社債市場を枠外としたNBFIによる二国間協定、或いは、小規模のクラブ取

---

<sup>13</sup> Touch(2017) Fig. 4. Assets under management (in \$ billions), 2006-16. Source: firms' SEC filings, p.345 を参照されたい。

<sup>14</sup> Touch(2017)p.346.

<sup>15</sup> Touch(2017)p.346.

<sup>16</sup> 「ファンド融資「黄金期続く」(ブラックストーン CEO に聞く)」、日本経済新聞、2024年10月4日7面。

<sup>17</sup> Touch(2017) Fig. 5. Composition of Apollo Global Management's assets under management, 2007-16. Source: firm SEC filings.

<sup>18</sup> Apollo Global. Management., LLC, Registration Statement (Form S-1) 3 (April 8, 2008).

<sup>19</sup> Apollo Global. Management., LLC, Annual Report (Form 10-K) 9 (Feb. 13, 2017).

<sup>20</sup> Touch(2017)p.346.

<sup>21</sup> PCの起源は、保険会社が強力な借入実績を持つ企業に直接融資を始めた1980年代にさかのぼるとする指摘がある。Kat Hidalgo(2024) "Why Private Credit Is Booming and Banks Are Fighting Back," Bloomberg, 12 July.

引を通じた直接融資を指す<sup>22</sup>。公開市場での銀行融資や、広範なシンジケート融資<sup>23</sup>、レバレッジド・ローン<sup>24</sup>、社債等の公開取引資産による資金は含まれない。PC では、主に中堅クラスの企業<sup>25</sup>のニーズ向けの融資提供を重要視している。

最も一般的な PC 投資手段は市場の約 80%を占めるクローズド・エンド・ファンドである。つまり、PC では、主にクローズド・エンド・ファンドを利用して機関投資家から資金を調達する（図表 3）。さらに、PC 市場の僅か 5%が、PC に投資するローン担保証券（以下、CLOs）である。加えて、米国で成長しているセグメントとしてビジネス開発会社（以下、BDCs）がある。BDCs は PC 市場全体の 14%を占めている。また、中規模市場の企業に直接融資を行う際、資産管理会社（資産運用会社）が関与している。

世界金融危機以降、PC は急速に成長している。2007 年から 2009 年に至る金融危機以降、低金利の恩恵もあって、PC ファンドは着実に成長してきた。同ファンドが行う非公開交渉による融資が、一部の企業、特に中規模クラスの企業にとって重要な信用源になりつつある。2012 年第 4 四半期時点での PC ファンドの AUM は 4000 億ドルに満たなかったが、2021 年第 4 四半期時点で AUM は 1 兆ドルに達した。また、2021 年第 4 四半期時点でのドライパウダー（投資目的で使用するファンドの余剰資金、若しくは、未使用資本金）は 2280 億ドルに達した<sup>26</sup>。

IMF の計算<sup>27</sup>によれば、PC のリターン指数は、2000 年 12 月 31 日（基準値 100 とする）から傾向的に上昇を見せた。即ち、2000 年から 2023 年に至る PC のリターン指数は、基準値の約 6 倍（最小時）～約 8 倍（最大時）に達した。2000 年から 2023 年に至る PC のリターンは、同時期の PE のリターン指数（基準値の約 8 倍～約 10 倍）に比べれば相対的に低い。但し、PC のリターンは、同期間における伝統的な株式ベンチマークである S&P500（基準値の約 4 倍～約 6 倍）や MSCI World TR（基準値の約 3 倍～約 4 倍）に比べ

---

<sup>22</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (2023) p.45, IMF(2024)p.2.

<sup>23</sup> 広範なシンジケート融資とは、単一の貸し手にかかる規模や返済リスクの限界を乗り越える目的として、投資銀行やその他記入機関等複数の貸付機関が単一の借り手に対して資金調達を行う融資方法である。詳細は、IMF(2024)p.2 を参照されたい。

<sup>24</sup> 企業レバレッジの高い広範囲にシンジケート化されたローンであり、その格付けは投資適格以下である為、信用スプレッドは高いことが多い。詳細は、IMF(2024)p.2 を参照されたい。

<sup>25</sup> IMF (2024) によれば、中堅クラスの企業は、公債を発行するには規模が大きすぎ、銀行では対応できない為、PC が当該クラスの企業にとって主要な貸し手を担う。米国では、年間収益が 1 億ドルから 10 億ドルまでの企業を中堅クラスの企業と定義付ける場合が多い。中堅クラスの企業向け融資は、複数の貸し手が関与している場合であっても格付けがなされない。詳細は、IMF(2024)p.2 を参照されたい。

<sup>26</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (2023) p.45 及び同頁の Figure A. Private credit fund assets and dry powder Assets を参照されたい。

<sup>27</sup> IMF (2024) p.3 ,figure 2.2-1, Returns of Private Equity, Private Credit, and Other Asset Classes を参照されたい。

れば高い。そして、PC市場それ自体は過去20年間に飛躍的に成長した（2023年には世界全体で約2.1兆ドル<sup>28</sup>に増加した）。2000年代から2023年までのPCは高パフォーマンスであったことから、当該市場の成長が著しい傾向にあることが伺える。

PCの地域別運用資産額を割合で見た場合、北米（54.4%）が最も大きく、第2位がアジア圏（24.1%）、第3位が英国（9.7%）となっている（図表4）。また、北米に拠点を置くファンドマネージャーは、アジアや欧州等の地域の市場も管理している<sup>29</sup>。

また、北米における分野別運用資産シェア（2021年10月時点）を算出すると、PE（38.5%）を筆頭に、実物資産（25.8%）に次いでPC（17.9%）の順となっている（図表5）。

そして、図表6によれば、主な投資家層（但し、2021年第4四半期時点での数値）の主なPC資産保有額は、年金ファンド（3070億ドル）、保険会社（920億ドル）等の機関投資家、プライベート・ファンド（1360億ドル）、そして個人富裕層（920億ドル）によって構成されていることが理解される。

PCは流動性や透明性が低く、信用リスクが高い為、主に長期的視野を持った機関投資家が貸し手となっている。

## 2.2 借手の特徴と脆弱性

プライベート・ファンドへの注目が集まっているにも関わらず、その活動やリスクが十分に把握されているとは言い難い。本節では、借手の特徴から脆弱性の可能性を言及する。

PCは変動金利による取引であり、さらにレバレッジを備えた借手を対象としている。PC市場での借手は景気後退では資金調達コストに直面し企業倒産の急増や予期せぬ損失を被る可能性がある。

PCは、ハイイールド債やハイレバレッジ債の発行者の取引相手よりも高リスクを金利に反映させる傾向がある。2023年末時点でのPC融資の変動金利（11%～12%の区分）は、社債利回り（投資格付け債が5%～6%の区分、ハイイールド債が7～8%の区分）やレバレッジド・ローンの利回り（9%～10%の区分）よりも高い<sup>30</sup>。PCは、銀行融資や債券発行と比較して、返済計画や担保要件等の各種取引において迅速に調整されるだけでなく、機密性も保持されるメリットを有する。このため、柔軟性や実行速度や機密性を兼ね備えた

---

<sup>28</sup> IMF（2024）p.3, figure2.2-2. The Growth of Private Credit Markets を参照されたい。尚、2.1兆ドルは、PCファンド（世界全体で1.7兆ドル）に、事業開発会社、民間担保ローン債務、ドライパウダーを加算した数字である。よって、PCの本来の規模を過小評価していることに注意しなければならない。

<sup>29</sup> IMF（2024）p.3, figure2.2-3. Geographical Focus of Private Credit Funds' Managers を参照されたい。

<sup>30</sup> IMF(2024)p.6.

借り手向けの資金調達コスト（金利）は、他の市場ベースの利回りを上回る傾向にある<sup>31</sup>。

また市場の大きい北米地域を見る限り、PC 市場の借り手は、レバレッジド・ローンや債券発行者よりも規模が小さく、収益に対するレバレッジは高い傾向にある<sup>32</sup>（図表7）。

また、PC の借り手は、金利上昇に対して脆弱である。PC の借り手は、その殆どが変動金利を利用している。変動金利の負債を抱えている企業程、金利上昇による負債費用に波及する速度が高い傾向にある（図表8）。加えて、金利上昇による PC の借り手負担は、現 BDCs 金利収入に占める PIK インタレスト（payment in kind interest）の割合が 2019 年（数値 1.5）から 2023 年には（数値 3）へと 2 倍に上昇していることが理解される（図表9）。PIK 取引は利払いを先送りにするシグナルである為、変動金利上昇による費用増大は借り手にとって大きな負担に直面になる可能性が高い<sup>33</sup>。

このように、PC は拡大しているものの、変動金利債務に依存する借り手の潜在的リスクに注意しなければならない。

### 2.3 流動性リスクとレバレッジの多層構造

次に、PC の様々な脆弱性の可能性の一つとして流動性リスクがある。PC において、代表的なクローズド・エンドによる契約は、非流動的である。但し、近年、プライベート・ファンドの世界では、投資家に幅広く投資を行ってもらいインセンティブを満たすため、非流動的であるものの償還期限を頻繁に短期化することで流動性を認める半流動性（semiliquid）構造に関心を持ちつつある。クローズド・エンド型のクレジット・ファンドが非流動的になる理由として、投資家が資本を償還する期間を長期ないロックアップ等の規約がある。そうした投資家は、保険会社や年金基金等の機関投資家であり、基本的に投資の多くを固定している。結果、流動性リスクが急減とする特徴は、プライベート・ファンドの強みであった。ところが、近年、エバーグリーンという新しいプライベート・ファンドの登場によって、流動性に関心の高い幅広いクローズド・エンド型の投資規模より小さい投資家層を獲得し始めた。半流動性ファンドは、投資家に有価証券を償還する期間が短い<sup>34</sup>。例えば、2023 年の BDCs による半流動性商品の金額は、一部の非流動性商品の金額を上回っている<sup>35</sup>。それ故に、今後も BDCs 等による半流動性商品の増加が続

---

<sup>31</sup> IMF(2024)p.6.

<sup>32</sup> 但し、Cook(2024)によれば、PC ファンドの運用資産は近年急速に拡大しており、接近している。2023 年 9 月時点で 1.1 兆ドルに達すると推定されており、ハイイールド債市場と機関投資家向けレバレッジローン市場の両方に匹敵する規模に変化している。

<sup>33</sup> Silas Brown, Laura Benitez, John Sage, Kat Hidalgo, and Ellen Schneider (2024)“Flawed Valuations Threaten \$1.7 Trillion Private Credit Boom,” Bloomberg, 28 Feb.

<sup>34</sup> 例えば、欧州の特定ファンドでは、月ベースでの償還等、償還期間が短い。従って、流動性リスクの悪化の恐れがある。IMF(2024)p.10 を参照されたい。

<sup>35</sup> IMF(2024)p.10, Figure 2.7. Private Credit Liquidity によれば、2023 年の BDCs による非流動性商品を扱う金額（Traded BDCs が約 1500 億ドル、Private BDCs が約 500 億

けば、頻度の高い償還期間の採用することになる為、流動性リスクの増加をもたらす懸念がある<sup>36</sup>。

また、PC ファンドによるレバレッジは、銀行等の貸し手に比べれば低いように見えるかもしれないが、単純ではない。というのも、PC システム全体におけるレバレッジの対象はファンドのみならず、複数存在するからである。借り手を含む複数の経済主体がレバレッジを利用することによって、複雑なレバレッジネットワークを生み出す可能性がある。しかも、レバレッジ構造を俯瞰できるだけの継続的かつオープンな統計データが少ない為、現時点でレバレッジが財務に及ぼす影響を定量評価することはできない。この為、本稿では、複数層によるレバレッジの仕組みや特徴を説明するに留める。

PC を取り巻く経済主体は、少なくとも投資家、ファンド、借り手である。投資家、ファンド、借り手は、レバレッジを広範囲に用いる為、複雑な多層構造を形成する（図表 10）。PC における機関投資家はレバレッジを利用する経路（図表 10 の A）の可能性がある。また、PC の投資ビークルが特別目的会社（SPV）や持株会社等によるファンド内でのレバレッジ使用する経路（図表 10 の B）の可能性もある<sup>37</sup>。経路（図表 10 の B）は規制や税務を回避する事業体を含んでいる。そして、PC の借り手はレバレッジを活用している（図表 10 の C）。

こうした多層構造の詳細な定期的なデータ公開は不透明である。このため、借り手の脆弱性がファンドや最終投資家（顧客）に損失をもたらす潜在的可能性がある。過度な高レバレッジではないファンドであったとしても、巨額の資金調達に直面し、銀行や HF 等のレバレッジプレイヤーに影響を与えると、エクスポージャー（全体としての特定の資産の価格変動や特定リスク）を調整する為、他の市場に波及する不確実性がある。

PC 市場のレバレッジを定量評価する上でのデータ不足が当該市場を把握する上での課題となっている。PC ファンドが投資家の利益を上げようとレバレッジを活用するが、その負債構造はまた単純ではなく、投資手段によって異なってくる（図表 11）。クローズド・エンド型の PC 商品については、具体的なレバレッジ情報が公表されていないが、一部の調査によって、最大で約 1.3 としている<sup>38</sup>。従って、クローズド・エンド型のレバレッ

---

ドル。合計で約 2000 億ドル）に比べ、半流動性商品を扱う Perpetual BDCs（約 800 億ドル）は相対的に小さい金額であった。但し、2022 年から 2023 年に至る Perpetual BDCs の金額は、Private BDCs の金額を上回る金額であった。

<sup>36</sup> 保険会社と年金基金のビジネスモデルは、投資パフォーマンスや損失を最終投資家である顧客に移転することで顧客が投資計画を変更できるような動きがみられるとの指摘がある。具体的には、伝統的な長期保証商品からユニットリンク保険商品への移行や年金制度の変化がある。移行によって、保険会社や年金基金の負債期間が短縮化すると、彼らの原資産に対する流動性需要が高まる可能性がある。結果として PC の半流動性ファンドの傾斜が進むとの指摘がある。詳細は、IMF(2024)pp.9-10 を参照されたい。

<sup>37</sup> 本パラグラフの多くの説明は、IMF (2024) p.11 に依っている。

<sup>38</sup> 但し、Board of Governors of the Federal Reserve System(2023)によれば、機密の規制デ

ジは殆どない。

BDCs のレバレッジの推移は、上昇傾向にあるものの、規制値である 2 倍を下回っている（図表 12）。即ち、BDCs のデット・エクイティ・レシオ（中央値）は、2004 年第 4 四半期で 0.3705 であったが、2022 年第 3 四半期で過去最大の 1.097 であった。従って、BDCs は、規制値を下回る制限を設定していることが理解される。

PC のレバレッジは、数十倍といった高レバレッジではない（図表 11）。しかし、ロールオーバーリスクは全ての投資手段に存在する。例えば、予期せぬ景気後退が生じた場合、PC ファンドに対して巨額の担保請求に対応するストレスが生じる。また、レバレッジプレイヤーが借り手に関する価格データの情報を入手できず、資産価値を大幅に縮小することを決定する可能性がある。また、連邦準備制度によれば、商業銀行と異なって、PC の提供者は、中央銀行の融資制度を利用することもできないし、中央銀行もまた資産価格を維持するための資産購入（つまり、介入）もできなかった<sup>39</sup>。こうした理由として、満期、負債構成及び金額に関するオープンデータが不足していることによるリスク測定の困難さがある<sup>40</sup>。

レバレッジが複数の経済主体に跨っていると、国内外の資金移動の扱いと関連するレバレッジプレイヤーの資金不足の把握が困難になる。しかも、最新（現時点）の報告によれば、レバレッジに関する公開データが局所的に過ぎない<sup>41</sup>。このため、規制当局が国内外の機関と連携しながら、各レイヤーのレバレッジの情報収集を強化すると同時に、資金調達、PC ファンドの借り手による信用枠の引き下げが関係する経済主体に及ぼすシミュレーションを踏まえたレバレッジ規制に関する検討が必要とされている<sup>42</sup>。

PC ファンドは、様々な金融機関と関係を持っている。様々な金融機関には、PE 会社やレバレッジを提供する銀行、PC ファンドに株式投資や債券投資の形態で投資を行う機関投資家等がある。

中でも、PC ファンドを管理する企業の多くは、PE ファンドである。PC を管理する（金額ベースでの）PE の割合は、81.2%であるし、PE が PC を管理するファンド数の割合は 42.3%であった<sup>43</sup>。加えて、各地域別における PE スポンサー付きの PC に占める割合（2021 年～2023 年）は、欧州の場合が 77%、米国の場合が 72%である<sup>44</sup>。従って、PC の借入企業の多くは PE スポンサーである。最新調査によれば、PE がスポンサーであるメリ

---

ータを用いて分析した結果、クローズド・エンド型の多くがレバレッジを利用していないものの、一部はレバレッジを使用しているとしている。また、レバレッジ使用時のファンド資産に占める借入比率は約 1.27（95 パーセントイル）と指摘している。

<sup>39</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System(2023)を参照されたい。

<sup>40</sup> IMF(2024)p.12.

<sup>41</sup> IMF(2024)p.21.

<sup>42</sup> IMF(2024)p.21.

<sup>43</sup> IMF(2024),Pichbook LCD, Preqin による数値。

<sup>44</sup> IMF(2024),Pichbook LCD, Preqin による数値。

ットとして、現時点で信用リスクを軽減する役割を担っているとしている<sup>45</sup>。但し、プライベート・ファンドによる非公開取引は、投資家層がファンドマネージャーの裁量を信頼しており、非公開で投資が実施されつつある為、その動きは不透明である。こうした不透明さは、PEの管理者が関与するスポンサー付きのプライベート・ファイナンス会社の活動方法（利益相反や評価<sup>46</sup>）、（ショック時のプライベート・ファイナンスが公開市場に及ぼす影響等）金融システムとの相互連関、資金調達を行うポートフォリオ企業、実体経済に及ぼすリスク等の脆弱性が懸念される為、過度な信用リスクや景気後退に備えて、国際機関による継続的な監視が必要である<sup>47</sup>。

おわりに

本稿は、PCの発展を考察した。M&Aブームを機にレバレッジLBOファンドは投資管理会社（投資運用会社）にとって主な収益源であった。しかし、近年、全運用額に占めるPEの割合の減少が生じると同時に、全運用額に占める非PEの割合の増加が見られた。非PEの中でもPCの拡大が著しい。金融危機を機に商業銀行や大手投資銀行に対する規制の制約があり、そうした制約のない私募市場において、PCの拡大が見られるようになった。PCは、銀行が回避する中規模のハイリスク企業に対して、資金供与を行う。しかも、プライベート・ファンドは、短期資金の調達によるものではなく、主に私募での長期資金調達を通じて、企業の成長を助長している。そして、投資管理会社は、様々な業務の一つとしてPCを区分された部門としつつも、PC市場への資金調達減としてのPEファームの役割が強めている。無論、過去のPEは、何度も業績が悪化した歴史がある為、浮き沈みが激しい業界という感を否定できない<sup>48</sup>。しかし、キャッシュフローの予測、企業買収、経営再建、資金調達等を取り纏めることで需要を確保するプライベート・ファンドの動きは後を絶たない<sup>49</sup>。私募市場においてPEをスポンサーとするPCも無視できない存在の一つ

---

<sup>45</sup> IMF(2024) p.8, Figure 2.5. Private-Equity-Sponsored Firms Show Lower Default Rates during Times of Stress, and Overall Credit Losses in Private Credit Have Historically Not Been Outsized because of Risk Mitigants によれば、民間デット（PC）の損失は、ハイイールド債や銀行融資の信用損失を下回っていること、PEスポンサー付きのレバレッジド・ローンは、スポンサー無しの場合と比較して、ストレス時のデフォルト率が大幅に低くなることをデータから紹介している。

<sup>46</sup> US Securities and Exchange Commission (2024)や Financial Conduct Authority (2023) は、PCの評価を検討している。

<sup>47</sup> IOSCO(2023)p.1, p.19,p.39, p.44. IMF(2024)p.22.

<sup>48</sup> Crey D. and Morris (2010)（土方奈美訳（2011））を参照されたい。

<sup>49</sup> データセンター買収を目的とするPEファンドによる2024年度上半期買収額は286億ドル（為替レート換算で約4.1兆円）であり、2023年同年の2.1倍となった。大手投資会社のブラックストーンは、世界最大550億ドルのデータセンターを保有しているし、KKRもシンガポール通信大手企業と提携し約30億ドルの投資を決定した（日本経済新聞、「データセンター買収急増」、2024年10月3日9面）。

になりつつある。

PC はこれまでのところ、銀行にとってリスク回避的であり、公開市場では小さすぎる企業に長期融資を提供し、大きな経済利益を生み出してきた。PC 拡大の評価については、金融システムの回復力に重大な悪影響を及ぼしていない見解（連邦準備制度理事会）とそうでない見解（国際通貨基金、米国証券取引委員会等）がある。前者によれば、その根拠として、PC ファンドの仲介業者が一般的に高レバレッジをほとんど使用せず、主にクローズド・エンド型ファンドとして組織されているため、投資家は投資を支える資金を引き出すことができないとしている<sup>50</sup>。借り手はこれまでのところ大きな景気後退を経験していないし、金融システム全体に占める規模は大きくない為、大きな問題はないという評価もある。但し、後者は、大幅な金利上昇への転換や銀行の貸出抑制によって、米国経済の失速とともに、PC 市場や他の市場に悪影響を及ぼす可能性があることを懸念している。銀行融資は金融規制の対象になるが、PC は金融規制対象外になる為、資産価値の評価損やシステミックリスクに及ぶような潜在的なリスクが生じる恐れがある。既に国際的な規制当局は当該市場を継続的に調査しているが、今後、新たな統計の公開と必要に応じた規制を確立していくことを念頭にプライベート・ファンドの動向を観察していくことが予想される。

ところで、大手公開会社の運用資産額の拡大を受けて、既存の投資銀行も PC 市場に参入しつつある。大手投資銀行は、自らが代替資産業者の買収や関係を通じた PE 戦略の拡大企業活動の加速と投資銀行案件の拡大が生まれる為、投資銀行と運用業者は共生関係にあるとする指摘がある<sup>51</sup>。一方で、レバレッジド・ファイナンス業界から PC 業界への人材が流出する動きが見られている<sup>52</sup>。投資銀行と資金運用業者（直接金融業者）との関係性は複雑になりつつある。

#### 参考文献

伊豆久（2007）「ファンド・ブーム下の国際資本市場」、『甲南経済学論集』、第 47 巻第 4 号 3 月、69-93 頁。

今井貴志(2004)「オルタナティブ投資の概要：ヘッジファンドとプライベートエクイティ」、『証券経済研究』、第 46 号、6 月、95-110 頁。

川野祐司（2021）『国際金融の教科書』、文真堂。

五味祐子（2024）「ノンバンクセクターの概況及び米国プライベートファンドの動向について」、国際通貨研究所レポート、1-19 頁。

---

<sup>50</sup> Cook(2024)や Board of Governors of the Federal Reserve System(2023)を参照されたい。

<sup>51</sup> 神野（2024）を参照されたい。

<sup>52</sup> Eleanor Duncan, Silas Brown, Ellen Schneider, and Paula Seligson(2024) “Bonus-Starved Bankers Are Jumping Ship for Private Credit Riches,”Bloomberg, September 26, 2024.

- 神野光指郎 (2024) 「金融危機後における米大手投資銀行の進化と非銀行金融仲介の拡大」、『信用理論研究』、第 41 号、31-70 頁。
- 佐賀卓雄 (2020) 「アメリカ株式市場の変貌とプライベート・エクイティ (PE)」、月刊資本市場、No.414、4-13 頁。
- 二上季代司 (2023) 「プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」」、『証研レポート』、1-11 頁。
- 日本経済新聞社、日本経済新聞各号。
- 畠田公明 (2023) 「プライベート・ファンドとアクティビスト投資」、『福岡大学法学論叢』、第 68 巻、第 1 号、89-132 頁。
- 三谷進(2017) 「金融の肥大化－金融市場の構造変化とファンド資本主義の展開－」(谷口明丈・須藤功編 (2017) 『現代アメリカ経済史 「問題大国」の出現』、有斐閣、第 9 章所収)。
- 横川太郎(2012) 「『ミンスキーの資金運用者資本主義』と投資銀行－1980 年代以降のアメリカ投資銀行業を中心に－」、『季刊経済理論』、経済理論学会、第 49 巻第 1 号。
- Crey D. and Morris J.E.(2010) *King of Capital: The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone*, Crown Business (土方奈美訳 (2011) 「ブラックストーン」、東洋経済新報社)。
- Financial Stability Board(2023), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2023*, 18 December, pp.1-94.
- Board of Governors of the Federal Reserve System(2023) *Financial Stability Report*, May.
- International Monetary Fund(2024) *Global Financial Stability Report, The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risk*, April.
- Eleanor Duncan, Silas Brown, Ellen Schneider, and Paula Seligson(2024) “Bonus-Starved Bankers Are Jumping Ship for Private Credit Riches,” Bloomberg, September 26, 2024. (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-26/private-credit-firms-are-poaching-some-of-wall-street-s-top-loan-bankers?leadSource=verify%20wall>)
- Financial Conduct Authority (2023) “Annual Public Meeting.” Speech. London, October 4. (<https://www.fca.org.uk/publication/transcripts/transcript-apm-2023.pdf>)
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO)(2023) “Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance.” Final Report FR10–23, IOSCO.
- Kat Hidalgo(2024) ” Why Private Credit Is Booming and Banks Are Fighting Back,” Bloomberg, updated on 12 July . (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-20/what-is-private-credit-how-does-it-work-and-what-are-the-risks>)
- Lisa D.Cook (2024) ”Current Assessment of Financial Stability,” The Brookings Institution, Washington, D.C, May, pp.1-10.
- S.A.Vamante and F.Avalos(2021)”The Rise of Private Markets,” *BIS Quarterly Review*,

December, pp.62-82.

Silas Brown, Laura Benitez, John Sage, Kat Hidalgo, and Ellen Schneider (2024)“Flawed Valuations Threaten \$1.7 Trillion Private Credit Boom,” Bloomberg, 28 Feb.

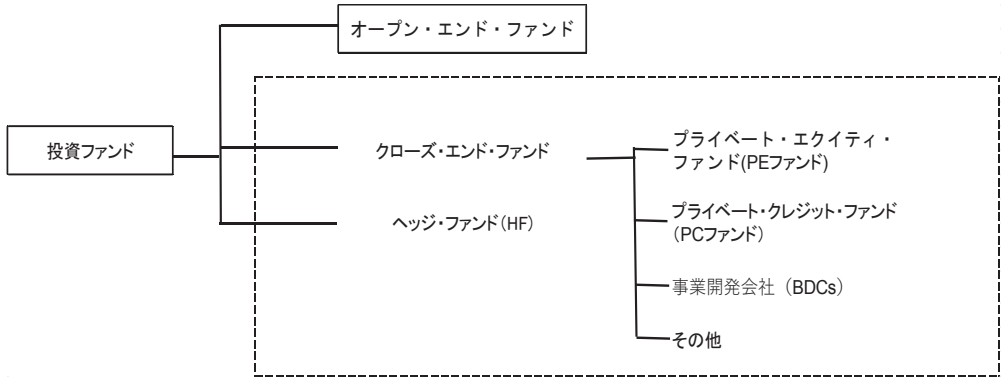
(<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-28/how-private-credit-market-boom-is-hiding-potential-valuation-problems?leadSource=verify%20wall>)

Touch A.F(2017)“The Remaking of Wall Street,” *Harvard Business Law Review*, Vol.17, pp.316-373.

US Securities and Exchange Commission (US SEC)(2024)“Examination Priorities: Division of Examinations,” Washington, DC. ([https:// www .sec .gov/ files/ 2024 -exam-priorities. pdf](https://www.sec.gov/files/2024-exam-priorities.pdf))

図表一覧

図表1 プライベート・ファンドの位置づけ



(注) 点線枠内が、プライベート・ファンドの領域。投資ファンドは、投資家から資金を収集した上で金融商品等に投資を行う。投資ファンドはNBFIの範疇の一つ。

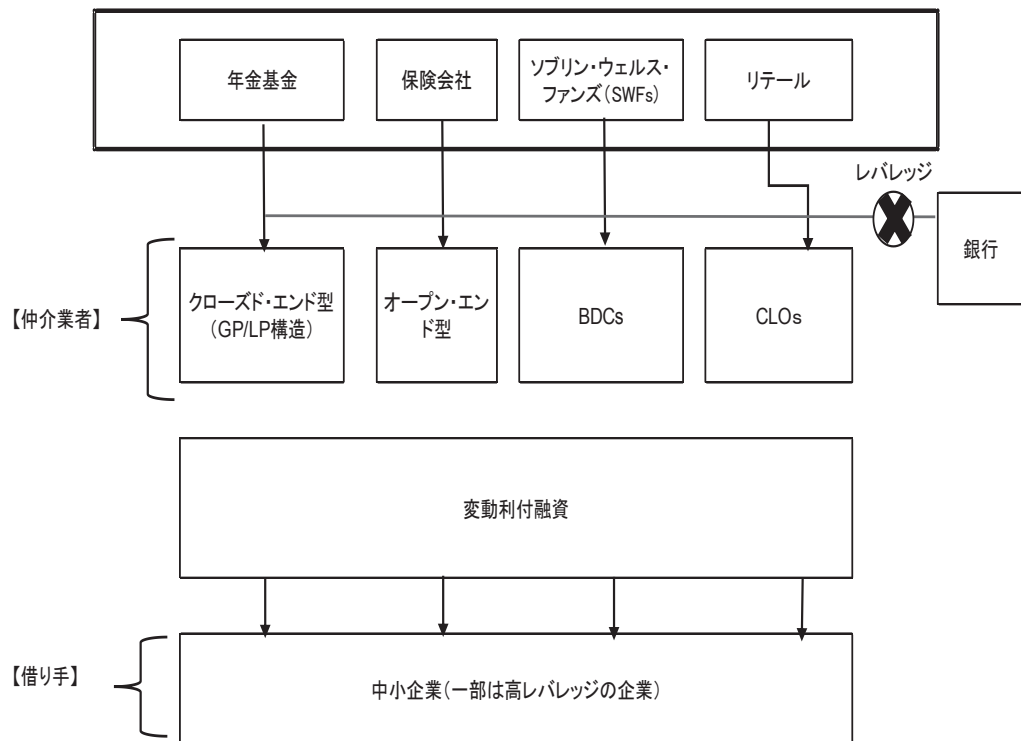
(出所) 五味 (2024)、各種資料より一部修正の上作成。

図表2 投資管理会社による買収資金調達の場合

機関投資家	全調達資金の25%
α国幹事行の銀行群 (銀行A、銀行B)	全調達資金の25%
α国(銀行C)	全調達資金の25%
海外の複数銀行 (銀行D、銀行E、銀行F)	全調達資金の25%

(出所) 日本経済新聞、2024年9月3日9面を参考に作成。

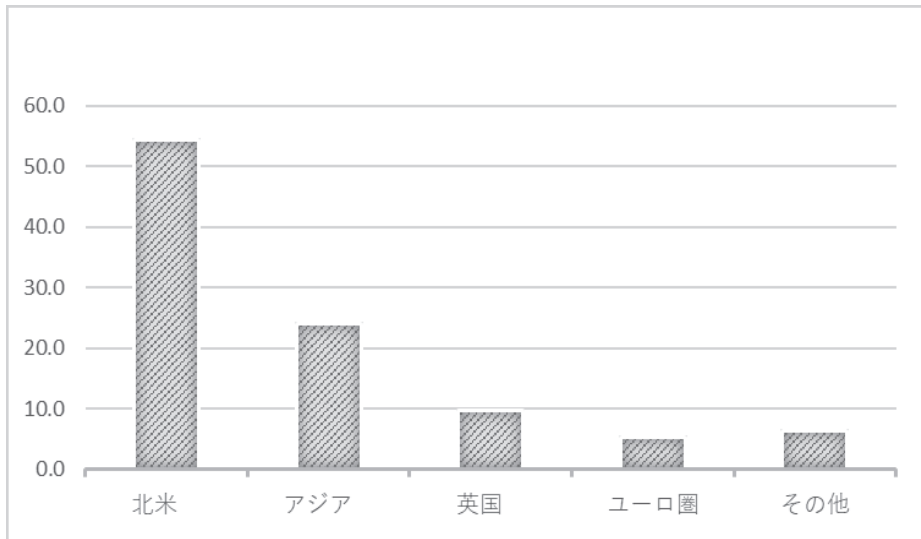
図表3 PCの構造



(注) GP はゼネラル・パートナーの略. LP はリミテッド・パートナーの略. CLOs は担保付ローン債務の略. 二重枠内は、最終投資家. 最終投資家は、クローズド・エンド型を中心とする長期ホライズンの傾向. 仲介業者は、限定的な満期変換、金融機関によるレバレッジ. 変動利付融資では、契約条件が厳格.

(出所) IMF(2024)p.2 より筆者一部修正の上、作成.

図表4 プライベート・ファイナンスの地域別運用資産シェア (%)



(注) 統計は、2022年12月31日時点での計算。

(出所) FSB (2023) p.66, 原典は PitchBook.

図表5 北米での分野別運用資産シェア (上段金額10億ドル単位、下段は%)

PE	ベンチャー	PC	実物資産	合計
2115	975	982	1416	5489
38.5	17.8	17.9	25.8	100

(注) 2021年10月21日時点のデータ。項目「ベンチャー」は成長資本を含む。

(出所) Vamante and Avalos (2021)p.73, 原典: PitchBook.

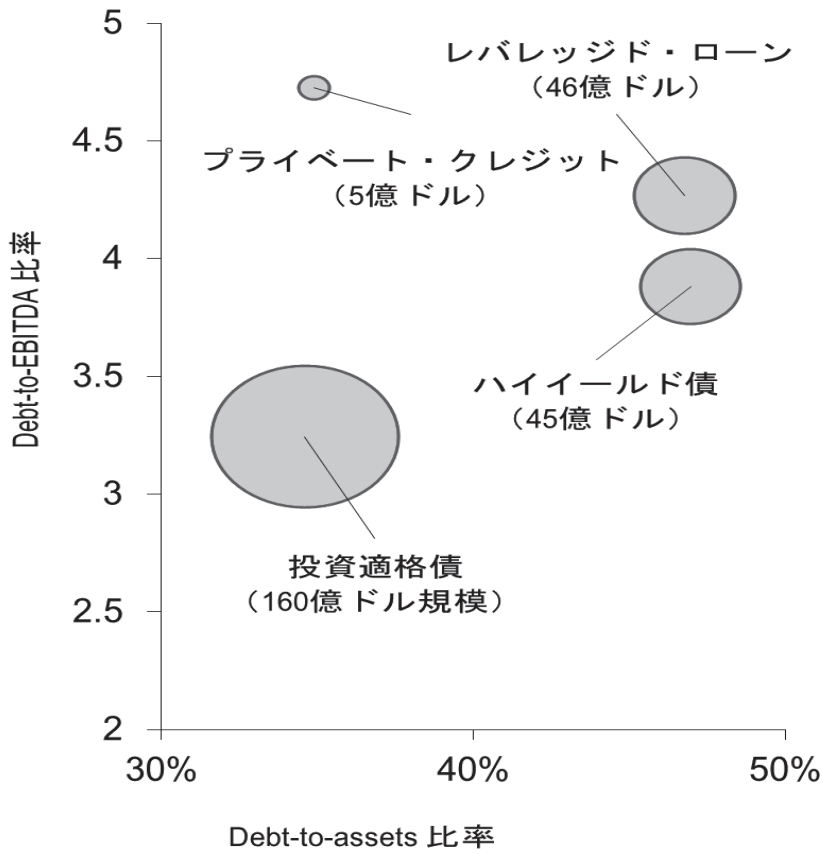
図表6 PCファンド資産の投資家層

	金額(億ドル)	シェア
年金ファンド	3070	31
プライベート・ファンド	1360	14
保険会社	920	9
個人	920	9
その他	3660	37

(注) 2021年第4四半期時点。「その他」は、SWFsや非営利法人等。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System (2023) p.46.原典は、U.S. Securities and Exchange Commission, Form PF.

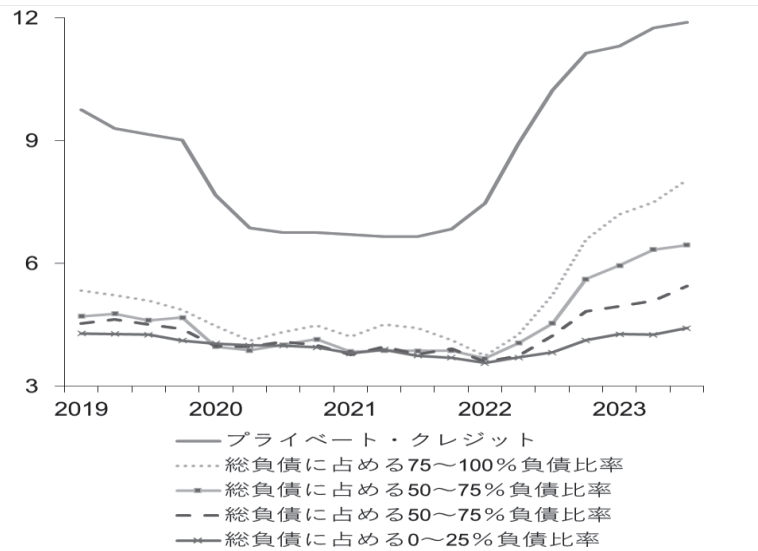
図表7 各発行体の規模とレバレッジ（北米地域）



(出所) IMF(2024), Bloomberg Finance L.P.; Preqin; S&P Capital IQ より作成。

(注) プライベート・クレジットの企業ファンダメンタルズは、Preqin の取引サンプルに依拠。EBITDA=利子、税金、原価償却前の利益。円の大きさは総資産による企業規模の中央値を反映。但し、PCの借り手の多くが財務情報を公開していない為、サンプルは代理データである。従って、選択バイアスの影響を受ける可能性があることに注意しなければならない。

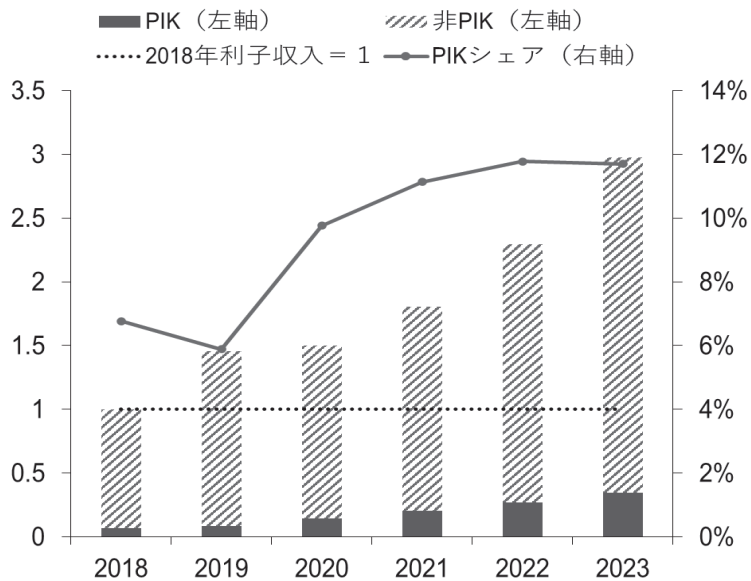
図表8 変動金利商品への各債務区分別の負債費用 (%)



(出所) IMF(2024);BDCS10-K, 10-Q filings;S&P Capital IQ より一部加筆.

(注) 変動金利利息を総負債で割った比率を示している. PC は BDCs ポートフォリオのサンプルによって算出されている.

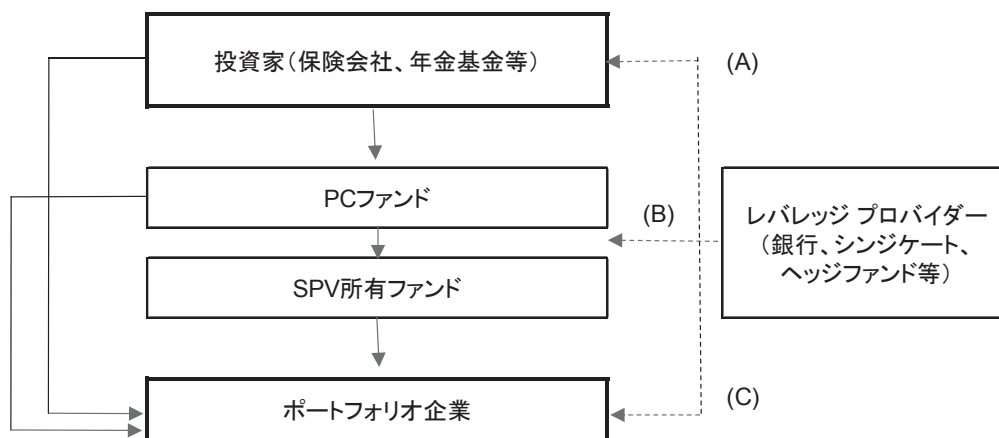
図表9 利息収入と現物払いの割合



(出所) 図表8と同じ.

(注) PIK は、ペイメント・イン・カインドの略. PIK シェアは現物払い. 総利息収入の基準年を2018年としている. 利息収入はBDCsによるもの.

図表 10 レバレッジの多層構造



(出所) IMF(2024);IOSCO(2023);Preqin より作成。

(注) 実線矢印は株式或いはクレジット投資。点線矢印はレバレッジ。SPV は特別目的会社。

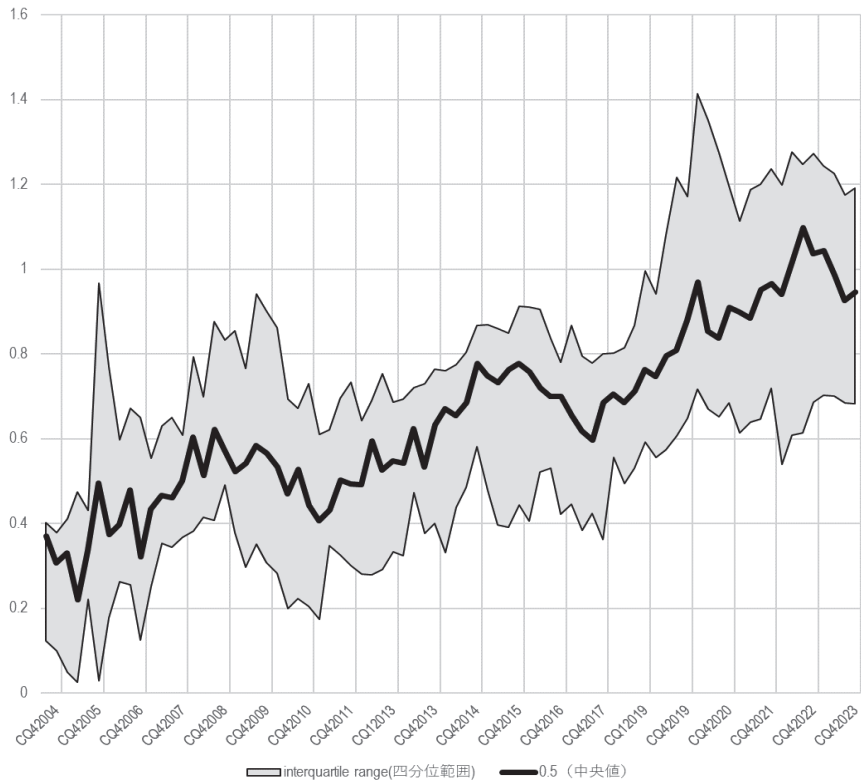
図表 11 PC ビークルのレバレッジ

	クローズド・エンドファンド	BDCs	中間市場CLOs
デット・エクイティ・レシオ	~0 to 1.3	~0.8 to 1.2	全デット・エクイティ・レシオ: ~6 格付AAA(その他クラス): ~1
レバレッジ源	ポートフォリオ・ファイナンス、NAV融資、サブスクリプション・ライン、デリバティブズ	担保付クレジット・ライン、社債(担保付、担保なし)	ストラクチャード・ノートによる期間レバレッジ
ロールオーバーリスク	有	有	無
コラテラル・コール	○(四半期)	○(四半期)	×(キャッシュ・フロー構造)
主な貸し手	銀行・保険会社・年金基金	銀行・保険会社・年金基金	保険会社・年金基金・ヘッジファンド・銀行
運用資産額	~1.2兆ドル	~3000億ドル	~1000億ドル

(出所) IOSCO(2023);IMF(2024)より作成。

(注) デット・エクイティ・レシオは、倍数表示。NAVは、純資産価値。

図表 12 BDCs レバレッジ (デット・エクイティ・レシオ)



(出所) IMF(2024), S&P Capital IQ より筆者一部修正.

(注) 四分位範囲は、上限ライン 75%、下限ライン 25%水準を含む範囲.