

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 ——

金融機構局 直野未悠*、渡邊真一郎

Bank of Japan Review

2022年2月

プライベートデット（PD）ファンドは、主に信用力の低い企業への直接融資を行うファンドであり、その運用資産残高はグローバルにみて1.1兆ドルまで拡大している。他のデット性商品に比べてリターン水準が高く、キャッシュフローが安定していることなどから、機関投資家からの人気が高まっており、今後も拡大が見込まれる。金融システム全体において、PDファンドは、中堅・中小企業（ミドルマーケット）に対するデット供給者として、バンクローンに補完する機能を有している。ただし、PDファンドの多くがレバレッジドバイアウト（LBO）ファイナンスに融資案件を見出している中、被バイアウト企業のレバレッジは高い水準にある。今後は、被バイアウト企業のデフォルト増加などのリスクに留意が必要である。

はじめに

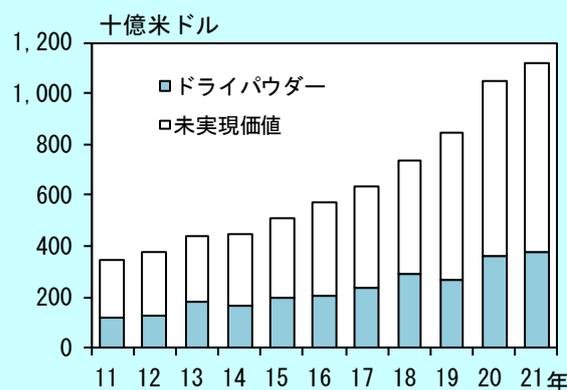
プライベートデット（PD）ファンドとは、比較的高いリスクの企業への直接融資を行うファンドであり、プライベートエクイティ（PE）ファンド¹をはじめとするプライベートキャピタルファンド²の一種である。また、プライベートキャピタルファンドは私募形式のクローズドエンド型の形態をとるケースがほとんどである。すなわち、投資資金の流れは、①ファンドレイズ（資金調達）：ファンドが投資家からコミットメントを募集、②キャピタルコール：ファンドが待機資金（ドライパウダー）からの資金を引き出す、③案件への投融資・運用、④投資家への分配の順となり、ファンド運用期間中の解約は原則として認められない（図表1）。

【図表1】プライベートキャピタルファンドにおける資金の流れ

①ファンドレイズ	投資家からのコミットメントを募集
②キャピタルコール	コミットメントから必要な資金を引き出す
③案件への投融資・運用	投融資を実行し、一定期間運用する
④投資家への分配	運用で得た利益を投資家へ分配する

近年、PDファンドは運用資産残高³（AUM）を大きく伸ばしており、足もとではグローバルにみて1.1兆ドルに達している⁴（図表2）。これは、PDファンドと同様に比較的高いリスクのデットファイナンス商品であるレバレッジドローン（3.2兆ドル⁵）やCLO（0.74兆ドル⁶）の残高と比較しても相応の規模といえる。

【図表2】PDファンドのAUM



（注1）ドライパウダーは、コミットメントから引き出されていない、いわゆる待機資金。未実現価値は、運用中の資産の価値。

（注2）2021年は3月末時点、他は12月末時点。

（出所）Preqin

また、投資家の投資意欲も旺盛であり、ファンドレイズの規模も年々上昇傾向にある。このように金融システム上、新たな存在として規模を拡大しつつあるPDファンドについて、投資先としての特徴、運用手法、抱えるリスクを中心に論じて

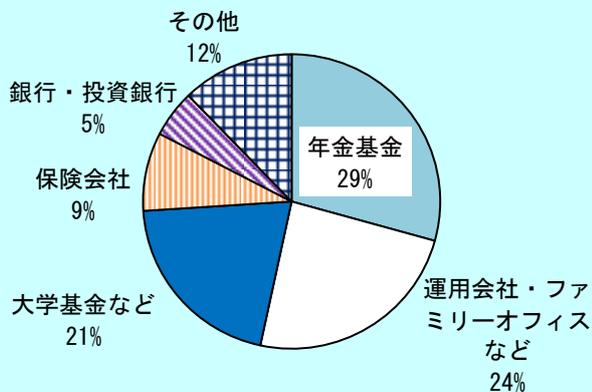
いく。

投資先としてのPDファンド

まず、投資先としてのPDファンドの特徴をみていく。PDファンドは5~10件程度の融資案件を取り扱い、案件あたりの運用期間は4年程度、ファンド運用期間は8~10年程度である。クローズドエンド型ファンドへの投資一般に言えることであるが、一度投資を行うと中途解約ができないため、投資家にとっては長期間資金を固定することになる。また、投資家がファンド持ち分を売却できるようなセカンダリー市場も小さい。そのため、流動性が低いことはPDファンド投資についての制約となる。

このため、PDファンドの主要な投資家は、年金基金など長期投資が可能な機関投資家である(図表3)。これらの投資家層は、低金利環境下、オルタナティブ投資のシェアを上げている。その中でもプライベートキャピタルファンドへの投資を増加させており、PDファンドへの投資もその一環と考えられる。

【図表3】PDファンドの投資家シェア



(注) 2020年末時点。

(出所) Preqin

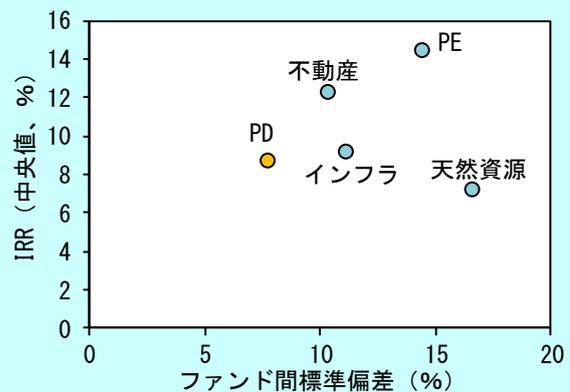
こうした中で、PDファンドを投資先に選択する投資家の間では、①リスクをある程度抑えつつ有利なリターンを狙える、②安定したキャッシュフローを確保できる、③ポートフォリオの多様化の一環となるといった期待がみられる。

実際に、PDファンドのパフォーマンスをみると、PEファンド等には劣るものの、デット性商品としては非常に高いリターン水準を実現しており、プライベートキャピタルファンドの中ではリ

スクも小さい(図表4)。こうした特徴は、債券利回りが低いなかで、リスクを中程度に抑えつつ高めのリターンを狙う資産をポートフォリオに加えたいと考える投資家には魅力的であろう。

さらに、デット部分への投資であることから、エクイティ部分への投資に比べ、キャッシュフローの安定性は高い。投資家のコミットメント額に対する分配ペースをPE(バイアウト)ファンドと比較すると、早期から一定のペースで分配が行われていることがわかる(図表5)。

【図表4】PDファンドのパフォーマンス



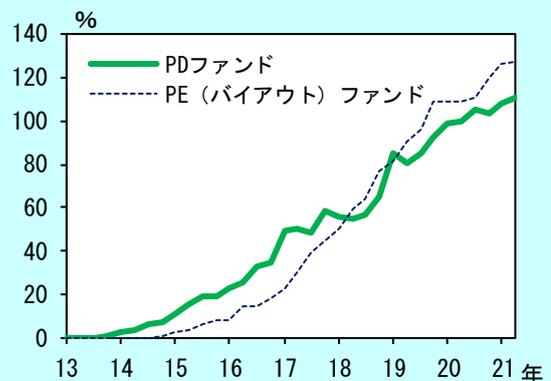
(注1) プライベートキャピタルファンドの資産クラス間の比較。

(注2) IRR (Internal Rate of Return、内部収益率) は年率リターン。ファンド間標準偏差はIRRのばらつきを表し、大きいほどリスクが高いと考えられる。

(注3) データは2008~2017年に設定されたファンドのもの。

(出所) Preqin

【図表5】2012年に設定されたファンドの累積分配ペース
(コミットメント額に対する割合)



(注1) Preqinのデータから筆者ら試算。

(注2) グラフは2013年3月から2021年6月まで。

(出所) Preqin

ただし、こうしたメリットの一方で、いくつか

留意すべき点もある。まず、PD ファンドの融資先は信用力が低いため、景況が悪化する局面ではデフォルト率が高まりやすい。このことを背景として、PD ファンドのパフォーマンスは同様に景気の影響を受けやすい株式との相関があり、インデックス間の相関係数は 0.78 と高水準である⁸。そのため、PD ファンドへの投資には、十分な分散効果が期待できない可能性がある。

また、PD ファンドの損失（投資元本割れ）発生率は 6.2%と、PE（バイアウト）ファンドの 3.1%と比べて 2 倍の水準である⁹。デットとエクイティの優先劣後関係から、案件毎にみれば PD ファンドは PE（バイアウト）ファンドと比べて損失が発生しにくいと考えられる。しかし、PE（バイアウト）ファンドと比べてリターン水準が低い PD ファンドは、一つの融資先で大きな損失が発生した場合、他の融資先からの収益でそれを埋め合わせることが難しい。これが、PD ファンドの損失発生率が高い理由である。

従って、融資審査を適切に行いつつ、多様かつ十分な数の案件に分散して融資を行う実力がファンドマネージャーに備わっていないと、PD ファンドは他のプライベートキャピタルファンド対比リスクが低いという本来の特徴を發揮できない場合があることには注意が必要である。

これまで述べたことを踏まえると、PD ファンドはミドルリスク・ミドルリターンを志向する投資家のニーズに概ね沿ったパフォーマンスを挙げているといえる。その一方で、PD ファンドをポートフォリオに組み入れる際には、分散投資効果が見込めるかといった点や、投資先のファンドマネージャーが十分な融資スキルを有しているかといった点をよく吟味する必要がある。

PD ファンドの融資手法

PD ファンドの融資手法は、ダイレクトレンディングやメザニンデット、ディストレストデット、スペシャルシチュエーションなどに大別できるが、なかでもダイレクトレンディングの増勢が著しい（図表 6・7）。そこで、以下ではダイレクトレンディング戦略に焦点を当て、融資・運用手法をみていく。

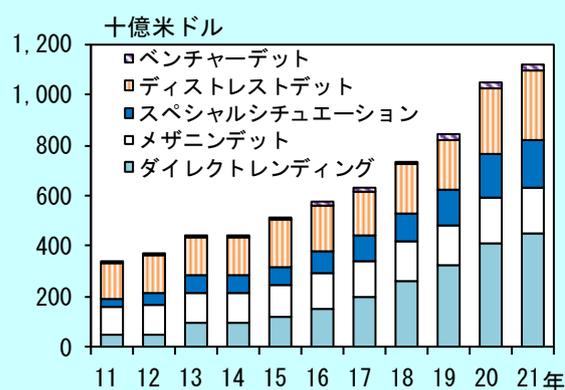
ダイレクトレンディングには厳密な定義はな

いものの、一般的にはノンバンクによる中堅・中小企業（ミドルマーケット）への相対型ローンを指す。ダイレクトレンディング戦略をとる PD ファンドの特徴として、多くの場合、融資時に外部機関による格付を利用せず自ら詳細な融資審査を行うことや、担保を確保するとともに厳格なコベナントを設定することが挙げられる。また、融資後のモニタリングも綿密に行い、破綻時の回収も迅速である。こうした特徴は、貸し手と借り手が一対一であり、融資先との密接な交渉を行いやすい相対型ローンならではの利点といえる。

【図表 6】 PD ファンドの戦略概要

戦略	概要
ダイレクトレンディング	中堅・中小企業への相対型ローンを提供する。
メザニンデット	劣後ローンを提供。一部ワラントなどへの投資を含む。
ディストレストデット	破綻懸念先への融資を行う。
スペシャルシチュエーション	企業経営の特殊な局面をとらえて融資を行う。
ベンチャーデット	ベンチャー企業に融資を行う。

【図表 7】 PD ファンドの戦略別 AUM



（注）2021 年は 3 月末時点、他は 12 月末時点。
（出所）Preqin

一方、ダイレクトレンディングには社債やバンクローンのような流通市場が無いいため、ほとんどの場合償還まで持ち切らなければならないという短所も存在する。

ダイレクトレンディングの融資先は、信用力が低い企業向けデットファイナンス商品であるバ

【図表 8】ダイレクトレンディングの特徴（他の低格付デットファイナンス商品との比較）

	ダイレクトレンディング	バンクローン	ハイイールド債
形態	バイラテラル（相対）ローン	シンジケートローン	社債
融資先の信用力	非常に低い （格付を取得しないことが多い）	低い （非投資適格/無格付）	低い （非投資適格）
融資先の規模	中堅・中小企業 （ミドルマーケット）	中堅～大企業	中堅～大企業
流動性	低（償還まで持ち切り）	中	高
コベナンツ	・財務指標の維持、財務活動の制限 ・きめ細かいモニタリングや協議を実施	・財務指標の維持、財務活動の制限 ・上記条項が緩和された債権契約（コベナンツライト）が多い	・緩やかな制約
担保	ある場合が多い	あり	なし
融資先との関係	密接 （破綻時の回収も単独で行う）	希薄 （破綻時の回収交渉は集団で行う）	なし

（出所）三菱 UFJ 信託銀行、年金シニアプラン総合研究機構などを参考に筆者ら作成。

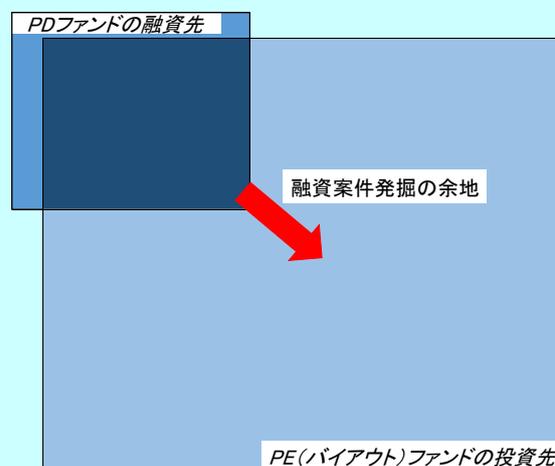
ンクローンやハイイールド債の利用先と比較しても、小規模で信用力がさらに低いケースが多い。そのため、PD ファンドがコベナンツの設定や融資後のモニタリングを厳格に行うことは、デフォルト発生率の低下や、破綻時回収率の向上を目指す上での重要なポイントとなる。

なお、小規模で信用力の低い企業の方がダイレクトレンディングを利用する傾向は、借入を行う企業側のインセンティブからみても合理的であるといえる。すなわち、規模が大きく、格付を取得している企業であれば、コベナンツなどの制約が緩やかな社債やバンクローンが有利な調達手段となり、規模の小ささなどから格付取得やシンジケート団の組成に見合わない企業にとっては、相対型のダイレクトレンディングが利便性の高い調達手段となる。

こうした点を踏まえると、PD ファンドによるダイレクトレンディングは、社債やバンクローンといった他のデット性商品を補完するような立ち位置にあるといえる（図表 8）。

PD ファンドのもう一つの特徴として、PE ファンドのレバレッジドバイアウト（LBO）ファイナンスに活用されるケースが多いことが挙げられる。PD ファンドの融資先のうち 76%が、PE（バイアウト）ファンドの出資先となっている^{10,11}。一方で、PE（バイアウト）ファンドの出資先のうち PD ファンドの融資先は 15%しかない。このため、PE ファンドの LBO ファイナンスにおけるシェアを高めていく余地はまだ相応にあると考えられ、PD ファンドの成長余力は大きいと思われる（図表 9）。

【図表 9】PE ファンドの投資先と PD ファンドの融資先



バイアウト市場のレバレッジ

ここまでは、投資先としての特徴や実際の運用手法といった観点から PD ファンドについて述べてきたが、マクロ的な視点から見たときに、金融システムや企業の経済活動において PD ファンドの融資はどのようなリスクを有しているであろうか。PD ファンドの融資状況に関する詳細なデータを取得・集計することは困難であるため、PD ファンドの主要な融資案件が LBO ファイナンスであることに注目し、被バイアウト企業の財務状況についてみていく。

バイアウト市場では、PE ファンドの案件獲得競争などにより、被バイアウト企業のバリュエーション（事業価値評価）や買収価格は年々上昇している（図表 10）。

【図表 10】米欧バイアウト市場の EV/EBITDA



(注1) EV (Enterprise Value)

= 資本 + 有利子負債 - 非事業用資産

= 資本 + ネット有利子負債

(注2) EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization)

= 税引き前利益 + 特別利益 + 支払利息 + 減価償却費

= 経常利益 + 支払利息 + 減価償却費

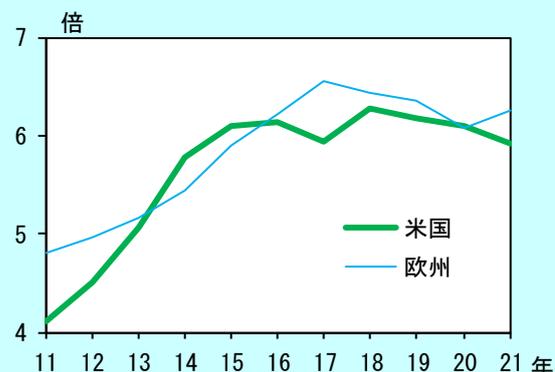
= 営業利益 + 減価償却費

(注3) 図中の計数は後方3期移動平均。

(出所) PitchBook

推測される。

【図表 11】米欧バイアウト市場の Debt/EBITDA



(注) 図中の計数は後方3期移動平均。

(出所) PitchBook

おわりに

PD ファンドは、中堅・中小企業（ミドルマーケット）に対するデット供給者として、バンクローンを補完する機能を有している。また、オルタナティブ投資家にとっては、リスクを抑えつつある程度のリターンや安定したキャッシュフローを得られるといった魅力があり、今後も規模が拡大していくことが見込まれる。

一方で、PD ファンドの多くが LBO ファイナンスに融資案件を見出している中、被バイアウト企業のレバレッジは高い水準にあり、PD ファンドもバイアウト市場のレバレッジを支える役割を担っていると推測される。今後は、被バイアウト企業のデフォルト増加などのリスクに留意が必要である。

PE ファンドにとって、買収価格が割高化する中にあっても、高いリターンを維持するための施策の一つとして、LBO ローンを用いたレバレッジの活用が挙げられる。実際、バイアウト市場の EBITDA 有利子負債倍率は高水準で推移しており、被バイアウト企業の債務負担は重い状態にある（図表 11）。また、他機関からは、ここ数年間においても米国バイアウト市場の EBITDA 有利子負債倍率が高まっている姿が報告されている¹²。

このような状況下、PD ファンドもバイアウト市場のレバレッジを支える役割を担っていると

* 現・岡山支店

¹ PE ファンドの概要については、渡邊考記・五十嵐公輔・稲葉広記（2018）「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）を参照。

² 非上場・公募資産を投融資対象とするファンドの総称。プライベートキャピタルファンドには、PD・PE のほかに、不動産・インフラ・天然資源などのアセットクラスが存在する。

³ 運用資産残高（AUM）にはファンドオブファンズを含めない。以降の計数も同様。

⁴ このうち 60% が北米、30% が欧州、7% がアジアを主たる投資先地域としている。

⁵ 2018 年末時点。FSB（2019）“Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations”、日本銀行金融機構局・金融庁監督局（2020）「本邦金融機関の海外クレジット投融資の動向 ―日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理―」

日銀レビュー（20-J-4）より。

⁶ 同上。

⁷ プライベートキャピタルファンドのファンド持ち分を取り扱うセカンダリーファンドが存在するが、その規模は小さい。

⁸ Preqin が提供するインデックス Preqin Private Capital Quarterly Index と S&P500 のデータ（2011 年以降、それぞれ四半期毎）から筆者らが算出した。

⁹ Preqin のデータから、2010～2014 年に設定されたファンドのパフォーマンス（IRR）をもとに筆者らが算出した。

¹⁰ Preqin の直近 3 年のデータから、PD ファンド・PE（バイアウト）ファンドのディールが両方行われている案件をカウントして筆者らが算出した。

¹¹ これらのうち一部には、同一の運用会社が運営する PE ファンド・PD ファンドが、同じ企業に投資・融資を行うケースが含まれている。この場合、利益相反の懸念があるとの指摘も存在

する。例えば以下を参照。

Sirio Aramonte (2020) “Private credit: recent developments and long-term trends,” *BIS Quarterly Review*, March 2020.

¹² Bain & Company “Global Private Equity Report 2021”や McKinsey & Company “McKinsey Global Private Markets Review 2021”などを参照。

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。