

ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて

金融機構局 金口剛久、河上岳史*、長谷部光、小川佳也

Bank of Japan Review

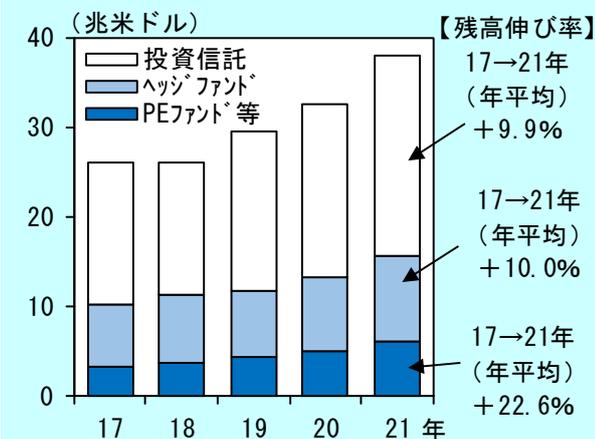
2022年10月

プライベート・エクイティ・ファンド等への資金流入が続くも、ファンドは自らの投資ステージに応じた資金需要を強めている。こうしたなか、金融機関は、ファンド向けファイナンスの収益性の高さなどを背景にビジネスを推進するとともに、当該ファイナンスに係るリスク特性に留意したリスク管理体制を敷いている。一方で、ファンドは、投資家へのリターン引き上げ等を企図して、当該ファイナンスの借入期間の長期化やレバレッジの拡大等を行っており、当該ファイナンスに係るリスクの高まりが確認されている。そのため、ファンド向けファイナンスの実態把握や潜在的なリスクについて丁寧にモニタリングしていくことが重要である。

はじめに

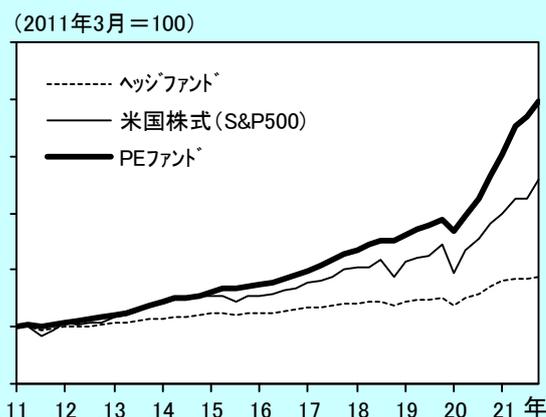
近年、世界的に低金利環境が継続してきたなか、投資家は利回り追求の動きを強めて、ファンドへの投資を活発化させてきた。米国におけるファンドの運用資産残高をみると、金額では、投資信託（ミューチュアル・ファンド）の規模が大きい、運用資産残高の増加ペースではプライベート資産（非上場資産）を投資対象とするプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEファンド）等が投資信託等を大きく上回っている（図表1）。これは、PEファンド等の相対的なリターンの高さが投資家を惹きつけていることが背景にある¹（図

【図表1】米国におけるファンド運用資産残高



(注) 直近は2021年。
 (出所) FRB、Preqin

【図表2】PEファンドの価格指数の推移



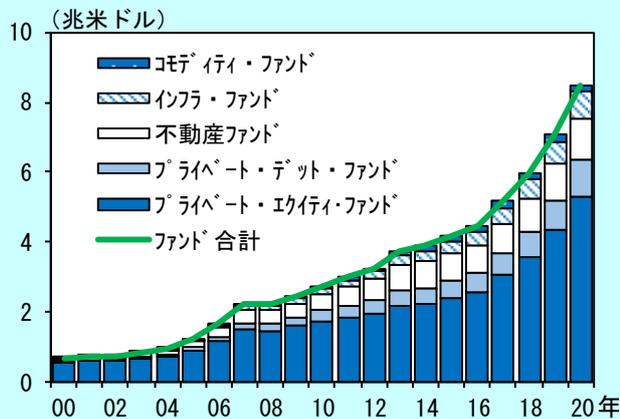
(注) 直近は2021年末。四半期ベース。価格指数を基準化。
 (出所) Bloomberg、Eurekahedge、Preqin

表2)。世界的なインフレ高進を背景に、海外で利上げを進める動きもみられているが、これまでのところPEファンド等への投資需要について大きな変調はみられていないとの声が聞かれている。

こうしたなか、PEファンド等の投資対象資産や投資対象地域の拡がりも確認できる。投資対象資産別の運用資産残高の推移をみると、投資対象企業の株式の過半数を取得することで企業経営に関与し、企業価値向上等に取り組むバイアウト戦略を手掛けるPEファンドの運用資産残高の増加が顕著である。しかし、それ以外にも、信用力の低い企業に対してエクイティではなく融資の形態で直接資金を提供するプライベート・デット・

ファンドや、発電設備や交通網などに投資するインフラ・ファンドも増加している（図表 3）。また、投資対象地域別では、北米が PE ファンド投資の主戦場となっているが、欧州やアジア地域などへの拡がりもみられている（図表 4）。

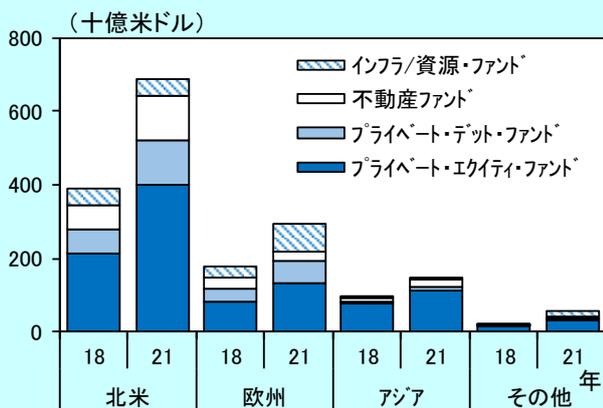
【図表 3】プライベート・ファンドの運用資産残高



(注) 直近は 2020 年末。

(出所) Preqin

【図表 4】地域別プライベート・ファンドの運用資産残高



(注) 2018 年上期、2021 年上期の運用資産残高。

(出所) Preqin

PE ファンド等の運用資産残高拡大が続くもとの、ファンドマネージャー²は、新規投資や投資対象資産の入れ替え等に伴う資金需要を強めている。そうした環境下、金融機関は、PE ファンド等からのこうした資金需要へ対応するため、ファンド向けファイナンスに積極的に取り組んでいる。

この点、本邦金融機関でも、PE ファンドを組成・運営するスポンサー³との関係強化を梃に付随取引獲得を目指すなど、ファンドおよびスポンサーに対する様々な形態のプロダクトの提供やサービスの拡充を進めている。もっとも、本邦金融機関は、当該ビジネスについての知見・経験の歴史が浅いため、案件の個別性の高さやデータ制約

などがあるなかで、リスク管理体制を整備しながら、ビジネスを推進している状況にある。

そこで、本稿では、近年、市場規模が拡大しているファンド向けファイナンスの動向やファイナンス手法の概要を紹介したうえで、金融機関が当該ファイナンスに取り組む際のリスク管理の留意点や潜在的なリスクについての考察を加える。

ファンド向けファイナンスの取組み動向

既述の通り、PE ファンド等の運用資産残高が増加するもとの、ファンドマネージャーは、エクイティ以外の資金調達手段も利用しながら、エクイティ投資家へのリターンの最大化⁴を図っている。この点、ファンドの戦略や投資ステージ等により必要となるファイナンス手法は異なってくる。そのため、金融機関は、ファンドの資金需要に合わせた資金提供体制を整えたいとすることで、ファンド向けファイナンスを推進している。

金融機関が当該ビジネスを推進するインセンティブとしては、市場規模（ビジネス機会）が拡大し続けていることに加え、当該ビジネス全体を通じた収益性の高さが指摘されている⁵。すなわち、ファンド向けファイナンスは、スプレッド水準が事業性と信に比べて高いほか、コミットメント・ライン⁶の未使用状態が比較的長く、資本コストが低く抑えられるため ROE が高く算出されることが魅力の 1 つである。さらに、PE スポンサーとの関係構築・強化を進めるなかで、為替やデリバティブ取引⁷などの様々な付随取引を通じた非金利収入が期待できることも、当該ビジネスに取り組むインセンティブを一段と高めている。

この点、本邦金融機関が当該ビジネスを進める際には、異なる業態・エンティティ間で協働体制を敷き、金融機関にとってのファンド関連ビジネス全体の最適化を意識しながら、PE スポンサーとの関係構築を進め、付随取引獲得を進めている。具体的には、各種ファンド向けファイナンスは銀行等が、決済・支払い等のアドミニストレーション・サービスは信託銀行が、デリバティブ商品提供や PE ファンド等の投資先企業の債券発行に係るビジネスは証券会社が主体となりビジネスを進めるなど、ファンド向けファイナンスに関連し

得る業務は多岐に及んでいる。

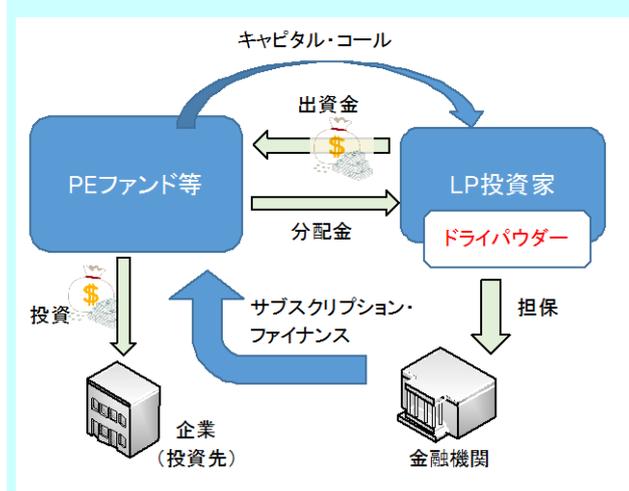
ファンド向けファイナンスの概要

本章では、ファンド向けファイナンスのうち、幅広く利用されているサブスクリプション・ファイナンス⁸とネット・アセット・バリュー・ファイナンス（以下、NAVファイナンス）の2つの概要について紹介する⁹。なお、銀行部門の貸出残高規模としては、サブスクリプション・ファイナンスの方がNAVファイナンスを大幅に上回っており、現状では、サブスクリプション・ファイナンスが主要なファンド向けファイナンスと位置づけられている。

（サブスクリプション・ファイナンスの概要）

サブスクリプション・ファイナンスは、クローズド・エンド型のファンドに出資をコミットした有限責任組合（以下、LP投資家：Limited Partner）に対する出資履行請求権（キャピタル・コール・ライト）を担保に、金融機関がファンドに対してコミットメント・ラインを提供するファイナンス手法である（図表5）。ファンドマネージャーが当該ファイナンスを利用するインセンティブとしては、①短期的な流動性ギャップへの対応、②ファンドのリターンの上昇、③事務的負担の軽減等が挙げられる。

【図表5】サブスクリプション・ファイナンスの概要図



（注）ドライパウダーとは、投資家がファンドに出資をコミットした金額のうち未実行の金額。待機資金なども表現される場合もある。

実際、サブスクリプション・ファイナンスの利用は増加しており、アンケート調査などからは、

2018年末時点で9割程度のプライベート・ファンドが利用しているという結果も報告されている¹⁰。

① 短期的な流動性ギャップへの対応

一般的に、PEファンド等は、ファンドを立ち上げた後に、複数の機関投資家からの出資を募る。機関投資家は、LP投資家として出資を約束（コミットメント）し、長期間に亘り投資資金が拘束されることになる。そして、PEファンド等は、4～5年程度の投資期間にLP投資家に対して段階的にキャピタル・コールによる資金の払込要請を行い、投資資金等を随時調達することになる。しかし、ファンドマネージャーからのキャピタル・コールに対して、LP投資家が資金の払い込みを完了するまでには、通常は数週間から1か月程度の時間を要する。そのため、魅力的な投資案件をファンドマネージャーが迅速に獲得したいと考えている場合、LP投資家にキャピタル・コールを通知して、払込完了を待っていると、競合が激しいなかでは、案件逸失リスクを高めることとなる。そこで、こうした短期的な流動性ギャップが生じた際に、サブスクリプション・ファイナンスを利用することで、LP投資家からの払い込み完了を待たずに必要な投資資金を確保することが可能となる。

② ファンドのリターンの上昇

PEファンド等のパフォーマンスは、時間的価値を考慮して計算されたIRR（Internal Rate of Return：内部収益率）¹¹によって評価される。そして、このIRRはLP投資家のキャッシュ・フローの払込発生時点が遅くなるほど高く計算される¹²。そのため、PEファンドのファンドマネージャーがつなぎ資金として、サブスクリプション・ファイナンスを利用して投資を行い、その後に、LP投資家に対してキャピタル・コールを要請すれば、投資家からの実際のキャッシュ・フローの払い出しが後ずれした期間だけ（言い換えれば、ファンドが金融機関からの資金調達でレバレッジを効かせた期間が長いだけ）、計算上はIRRを高めることが可能となる（図表6）。

③ 事務的負担の軽減等

PEファンド等の投資機会は常に存在している訳ではない。さらに、M&Aのターゲット企業が選定された場合等でも、他のPEスポンサーとの競合や買収条件等から、当該案件を獲得できるか

も定かではない。そのため、実際の投資実行のタイミングについては、ファンドマネージャー・LP投資家双方にとって予測することは難しい。つまり、M&A 案件等の獲得件数が想定以上に増えた場合等には、ファンドマネージャーが LP 投資家に対して高頻度でキャピタル・コールを行い、投資資金を調達するケースも生じ得る。しかし、全ての LP 投資家へのキャピタル・コールの通知・払込状況のモニタリング、キャッシュ・ポジションの管理などには相応の事務的負担が生じる。そこで、サブスクリプション・ファイナンスを利用することで、LP 投資家へのキャピタル・コールの頻度を減らし、事務的負担を軽減するとともに、双方にとってのキャッシュ・フローの予見可能性を高めることが可能となる。

【図表 6】 IRR の引き上げ効果のイメージ

		ケース①	ケース②	ケース③
1年目	投資金額	▲ 100	0	0
	管理報酬	▲ 2	▲ 2	▲ 2
2年目	キャピタル・コール	0	▲ 100	0
	管理報酬	▲ 2	▲ 2	▲ 2
3年目	キャピタル・コール	0	0	▲ 100
	管理報酬	▲ 2	▲ 2	▲ 2
4年目	管理報酬	▲ 2	▲ 2	▲ 2
5年目	管理報酬	▲ 2	▲ 2	▲ 2
6年目	管理報酬	▲ 2	▲ 2	▲ 2
	投資回収	162	162	162
IRR (内部収益率)		8.1%	10.0%	13.2%
TVPI (投資倍率)		1.45	1.45	1.45

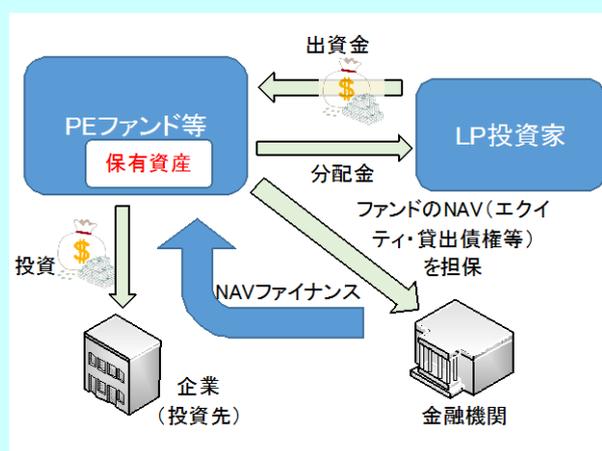
(注) ケース①は、サブスクリプション・ファイナンスを利用せず、投資1年目に投資金額(100)をLP投資家へのキャピタル・コールのみで賄った場合で、IRRは8.1%と計算される。ケース②は、サブスクリプション・ファイナンスを1年間利用して、LP投資家へのキャピタル・コールをその間引き延ばした場合となり、IRRは10.0%と計算される。ケース③は、サブスクリプション・ファイナンスを利用して、2年間キャピタル・コールを引き延ばした場合となり、IRRが13.2%と計算される。いずれの場合も、投資倍率(投資回収金額/払い込み金額)は変わらないが、サブスクリプション・ファイナンスを利用してキャピタル・コールを遅らせる期間が長いほど、IRRが上昇する結果が示されている。なお、当該試算には単純化のためにサブスクリプション・ファイナンス利用に伴う金利負担は考慮していないほか、サブスクリプション・ファイナンスを2年間利用可能と仮定した。また、管理報酬は毎年2とし、投資6年目に投資回収を行う場合を想定。ILPA, Recommended Disclosures Regarding Exposure, Capital Calls and Performance Impacts, June 2020のp.4の例を参考に作成。

(NAVファイナンスの概要)

NAVファイナンスは、ファンドが保有する投

資資産の価値やファンドの Net Asset Value (純資産総額) を上限に、金融機関がコミットメント・ライン等を提供するファイナンス手法である¹³ (図表 7)。

【図表 7】 NAVファイナンスの概要図



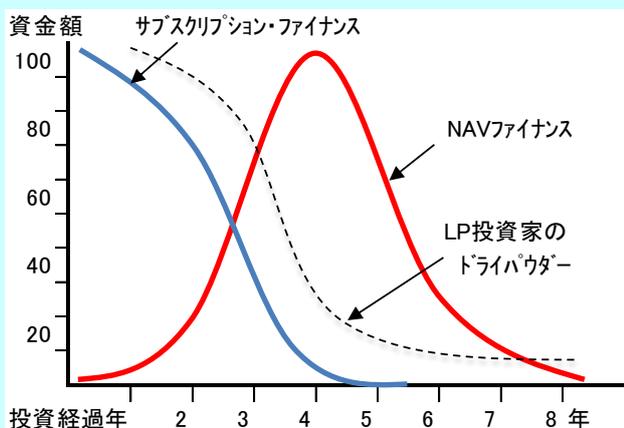
NAVファイナンスは、従来は、市場流動性の高い上場株式・債券等を投資対象とするミューチュアル・ファンド等において、投資家の解約請求に対する支払いやポートフォリオの資産入れ替え時の短期的な流動性ニーズ等に用いられてきた。

もともと、近年では、低流動性資産を投資対象とする PE ファンド等からの投資の進捗等に伴う流動性ニーズの高まりを映じて、当該ファンドによる NAV ファイナンスの利用が増加している。

当該ファイナンスは、サブスクリプション・ファイナンスからの切り替えとして利用される場合も多い。すなわち、LP 投資家のドライパウダーを費消した PE ファンド等は、サブスクリプション・ファイナンスは利用できなくなるため、資産の入替目的の資金需要については、柔軟に利用可能な調達手段として NAV ファイナンスの利用に切り替えていくことになる (図表 8)。

また、サブスクリプション・ファイナンスと同様に、当該ファイナンスを利用することで、ファンドの IRR を引き上げることも可能である。例えば、PE ファンドが投資案件からのエグジットを完了する前に、当該ファイナンスで調達した資金を利用して LP 投資家に分配金を支払えば、ファンドが資金調達によりレバレッジを効かせた期間分だけ計算上の IRR は上昇する。

【図表 8】 ファンドの投資ステージと必要となるファイナンス手法のイメージ



(注) 投資経過年とともに、LP 投資家のドライバウダーの費消が進んでいくため、サブスクリプション・ファイナンスから NAV ファイナンスへの利用に切り替わってくるのが一般的なファイナンス手法の投資ステージによる変遷となる。

このように、NAV ファイナンスは比較的柔軟に利用される場合が多く、コロナショック時などに流動性ニーズを強く意識した PE ファンド等を中心に、NAV ファイナンスの利用が大きく増加しているとの声が聞かれている。

ファンド向けファイナンスのリスク

金融機関はファンド向けファイナンスへの取組みを進めるとともに、リスク管理の高度化にも取り組んでいる。この点、前述のサブスクリプション・ファイナンスと NAV ファイナンスのリスクと金融機関のリスク管理について考察する。

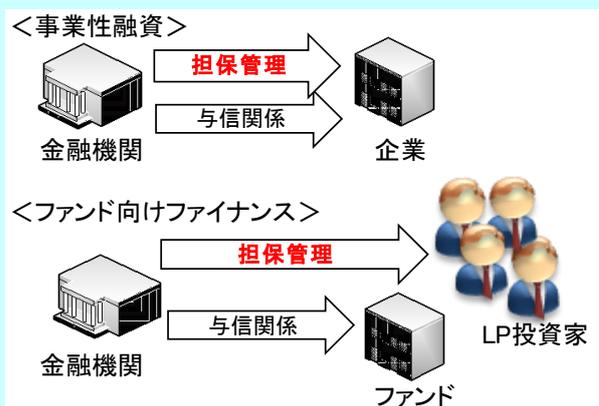
(サブスクリプション・ファイナンス)

既述の通り、サブスクリプション・ファイナンスは、LP 投資家の出資履行請求権（キャピタル・コール・ライト）を担保に金融機関がファンドに対してコミットメント・ラインを提供するファイナンス手法である。このサブスクリプション・ファイナンスは、一般的に LP 投資家の分散が効いているほか、信用力の高いソブリン・ウェルス・ファンド等の大手投資家で構成される取引が多く、相対的にリスクは高くない融資手法と言われている。

しかし、リスク管理手法として、データ制約等から事業性・与信と比べ限定的にならざるを得ないという難しさもある。すなわち、サブスクリプション・ファイナンスの担保管理には、①PE ファ

ンド等に出資している個々の LP 投資家（のドライバウダー）の集中度や、②キャピタル・コールの応諾可能性等のモニタリングが必要となる（図表 9）。特に②のキャピタル・コールの応諾可能性等については、金融機関では、個々の LP 投資家がコミットメントしている全てのファンドに対する未履行コミットメント額の総額と手元流動性の分析などに取り組んでいる。この点、大手 LP 投資家（例えば、米国大手年金基金等）の財務内容については、四半期、（少なくとも）年次の頻度で公表されているほか、ファンドマネージャーから詳細な情報が入手可能である。しかし、運用資産残高が比較的小さい中堅・中小 LP 投資家（例えば、ヘッジファンド、ファンド・オブ・ファンズ、ファミリー・オフィス等）について金融機関に提供される情報は限定的なものとならざるを得ない。

【図表 9】 ファンド向けファイナンスの管理（例：サブスクリプション・ファイナンス）



こうしたなか、当該ファイナンスに係る潜在的なリスクの高まりとしては、近年、借入期間の長期化やレバレッジ目的での利用が増加している点が挙げられる。サブスクリプション・ファイナンスは基本的には短期的なファシリティと位置づけられているため、従来は、コミットメント・ラインからの引き出し後、90 日以内に返済する取極めとなる場合が多かった。しかし、近年は、返済期間の上限が 90 日を超過する取引形態も増えてきているほか、今まで以上に貸出条件の柔軟性が確保されるもとの、レバレッジ目的への利用も増加しており、潜在的なリスクは高まりつつあると言える¹⁴。

(NAV ファイナンス)

NAV ファイナンスは、LP 投資家の信用力に依拠したサブスクリプション・ファイナンスとは異なり、ファンドの信用リスク等を内包しているため、比較的高い融資手法と言われている。金融機関が、当該ファイナンスで設定する担保は、ファンドの保有資産等により区々であり、①ファンドの投資先企業のキャッシュ・フローや LP 投資家への分配金等が滞留する口座¹⁵の管理権を設定する場合や、②ファンドが保有する貸出債権や投資先企業の出資持分等の流動性の低い資産を設定する場合などがある。

この点、①の担保を設定する場合には、投資先企業のビジネスの安定性が重要となるため、キャッシュ・フローが比較的安定しているインフラ・ファンド等を中心に取り組んでいる。

他方で、②の担保を設定する場合には、金融機関が流動性の低い担保を処分し、融資資金を回収することが実質的には不可能となるケースも発生し得る。また、海外籍ファンド等の保有資産の担保価値の更新頻度は、日々値洗いされる投資信託などとは異なり、四半期に一回のペースに留まっている場合が多く¹⁶、その際、1 四半期前の株式市場のバリュエーション（企業価値/EBITDA 倍率）を参考にするため、足もとの市場動向が担保価値に反映されるまでには相応のタイムラグが生じてしまう。

こうしたなか、金融機関は、投資先企業のビジネスの不安定化や担保価値の急変動などファンドの運用リスクを抑制する観点から、運用成績が安定しているファンドマネージャーやスポンサーとの取引を中心に行っている¹⁷。そのうえで、当該ファイナンスのリスク特性に留意して、担保のヘアカットを保守的に設定したり、ファンドが引き出した金額および貸出可能額の NAV¹⁸に対する割合（LTV 比率¹⁹）が一定の水準を超過しないように管理するなど、全体として慎重なスタンスを維持しながら当該ビジネスを進めている²⁰。

おわりに

本稿では、金融機関が取り組んでいるファンド向けファイナンスの概要と金融機関が当該ファイナンスに取り組む際のリスク管理の留意点や

潜在的なリスクについて考察を行った。

世界的に PE ファンド等の運用資産残高が増加を続けるなかで、ファンドマネージャーはポートフォリオ管理のために柔軟に利用可能な資金需要を強めている。

こうしたなか、金融機関は、当該ビジネスの収益性の高さなどを背景に、ファンド向けファイナンスを推進するとともに、当該ファイナンスに係るリスク特性に留意したリスク管理体制を敷いている。

一方で、ファンドは投資家へのリターンの引き上げを企図して、ファンド向けファイナンスにおける返済期間の長期化やレバレッジ拡大を行うなど潜在的なリスクの高まりもみられている。このため、世界的に拡大を続けているファンド向けファイナンスの実態把握に加え、当該ファイナンスの利用目的の変化等に伴う潜在的なリスクについて丁寧にモニタリングしていくことが重要である。

* 現・総務人事局。

¹ PEファンドの高いリターンの源泉としては、流動性リスク・プレミアムやPEファンドによる投資先企業の発掘、投資先企業への有効なガバナンスを通じた超過利潤の存在などが指摘されている（渡邊考記・五十嵐公輔・稲場広記（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 PE ファンドの事業運営に全責任を負うゼネラル・パートナー（GP）に属しているファンドの運用者。主な役割としては、投資家から集めた資金の投資先や資産配分等を決定している。

³ 大手の運用スポンサー会社では、PE ファンドにとどまらず、プライベート・デットや不動産など様々なオルタナティブ資産の運用を手掛けている。

⁴ 投資ファンドのファンドマネージャーは、IRR（Internal Rate of Return）の最大化を目的に、資金調達手段の選択や投資案件からのエグジットのタイミングなどを検討している。ファンドマネージャーの運用の巧拙を評価する際、過去のファンドのトラッキングコードとして、ファンド・レイジングされた同年のヴィンテージと比較して、上位 25%に入ることが 1 つの目線と言われている。

⁵ 但し、2023 年度からバーゼルⅢの最終化により、リスクアセット額が増加し、現状のような高い ROE を享受することができなくなると言われている。

⁶ 当該ファシリティで提供されるコミットメント・ラインについては、RCF（Revolving Credit Facility）や、Revolver などと表現されることが多い。

⁷ PE スポンサーは、エクイティ投資のほか、債券運用も相応の規模行っている。そのため、ヘッジ目的の金利スワップなどのデリバティブ取引ニーズも高く、金融機関は、当該付随取引獲得なども見据えて、スポンサーとの関係構築を進めている。

⁸ 本稿で、サブスクリプション・ファイナンスと表現しているが、ブリッジ・ファシリティ、サブスクリプション・ライン、アフターケア・ファシリティなど複数の呼称があり、金融機関によっても名称は異なっている。

⁹ サブスクリプション・ファイナンスや NAV ファイナンス以外に

は、ファンドが保有するレバローン等の貸付債権を担保とするプライベート・デット・ファンド向けファイナンス、上場株式を担保とするエクイティ・マージン・レンディング等のファイナンス手法がある。

¹⁰ マーサー・インベストメンツ株式会社「低金利がドライパウダーにもたらす影響—プライベート市場ブームは継続するのか、それとも終焉するのか」（2021年）を参照。

¹¹ IRR の計算には管理報酬等の手数料の控除前のグロス IRR と、管理報酬等控除後のネット IRR の 2 つがあり、LP 投資家がファンドのトラックレコードを評価する際には、後者を利用するケースが多い。

¹² 投資プロセスで発生する投資家からの払い込みや投資家への分配金などの全てのキャッシュ・フローを DCF 法（ディスカウント・キャッシュ・フロー法）によって現在価値に割り引いた際に、現在価値の合計がゼロとなる割引率を IRR と定義している。また、一般的に、PE ファンドに出資をコミットメントした投資家は、最初の数年間は投資案件の発生が頻度、キャピタル・コールの払込要請によって、キャッシュ・フローの流出が発生する一方、投資の回収は進まないため、累積のキャッシュ・フローは流出超の状況が続く。その後、新規投資額が減少する一方で投資回収が進んでいくため、投資家に分配金が支払われ始め、累積のキャッシュ・フローは改善し、次第に流入超に転じる。こうした PE ファンド投資における累積のキャッシュ・フローが、J の字に近い形状を示すことは、PE ファンド投資の「Jカーブ効果」と表現される場合が多い。ファンドマネージャーは、この Jカーブをマイルド（マイナスのキャッシュ・フロー幅を抑制）にすることで、IRR を高めることができる。

¹³ NAV ファイナンスは、ABL（Asset Based Lending）の一形態として整理される場合もある。金融機関によって定義は異なり得るが、一般的には、ABL は、顧客の流動資産（集合動産、在庫、売掛債権等）を直接的な担保として受け入れ、金融機関がファイナンスを提供する手法とされる。一方で、PE ファンド向け NAV ファイナンスでは、ファンドの投資先企業に対する出資持分やこれら出資持分を管理する 2 号ファンドに対する出資持分、投資先企業から得られる配当収益等を管理する口座等を担保にファイナンスを提供するケースが多いとされている。なお、NAV ファイナンスを含むファンド向けシニア貸付については、非銀行部門からの資金提供が多く、銀行部門が取り組んでいるボリュームは限定的なものに留まっているとの指摘も聞かれている。

¹⁴ 近年では、サブスク립ション・ファイナンスと NAV ファイナンスのハイブリッド型の与信提供も行われており、サブスク립ション・ファイナンスでは想定されていないリスクを内包する取引も増えてきている。

¹⁵ 当該口座を介する返済原資としては、ファンド投資先企業からのエグジットに伴う売却代金や、投資先企業からの配当金等に加え、LP 投資家の未履行キャピタル・コールなど、複数の回収手段を想定したうえで、当該ファイナンスが提供される場合が多い。

¹⁶ ファンドマネージャーは、保有資産の NAV 計算を第三者機関に依頼するケースが多い。そのため、ファンドマネージャーが 1 四半期ラグのある最新の NAV を入手し、その後、金融機関に当該情報を提供するという流れとなるため、金融機関における最新の NAV を更新するまでには 1 四半期以上のラグが生じてしまう。

¹⁷ ファンドのパフォーマンスは、市場要因や投資資産のアセットクラス要因等に加えて、ファンドマネージャーの運用力によって変動しうる。この点を踏まえ、多くの金融機関では、ファンドマネージャー（スポンサー）の直近 10 年程度の運用成績、運用資産残高の規模・変化、業界におけるレピュテーション等を分析・評価し、ファンドに対する与信実行判断を行っている（サブスク립ション・ファイナンスも同様の扱いとするケースが多い）。また、ファンド向けファイナンスのリスク特性は各手法によって異なるものの、ファンド向けエクスポージャーをファンドマネージャーで名寄せ・管理し、ファンドマネージャーに対するリスクの所在を明らかにする取り組みも行われている。

¹⁸ PE ファンドの NAV 算出方法は、国内籍・海外籍かの違いにより異なっている。詳細については、鷲見和昭（2020）「わが国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの可能性」（日本銀行調査論文）等を参照。

行調査論文）等を参照。

¹⁹ 貸出可能額（Borrowing Base）については、契約上の貸出可能上限額と、ファンドが保有する資産の担保価値に、リスク特性を踏まえて設定した一定の割引率（Advance Rate）を乗じて算出する貸出可能額の低い金額が採用される。

²⁰ 金融機関が、NAV ファイナンスを提供する際の入口審査では、当該ファンドの投資先企業が将来生み出すキャッシュ・フローについて、DCF 法等を用いた分析を行っている。

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考査企画課（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、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。