

プライベートファンドを巡る最近の動向
—PE・PD ファンドの拡大と近年の特徴点—

金融機構局 竹村啓太、岩村由子、沓脱誠

Bank of Japan Review

2025年9月

プライベートエクイティ（PE）ファンドやプライベートデット（PD）ファンドは、グローバル金融危機後、米国を中心に運用資産を拡大させてきた。近年の動向を確認すると、PE ファンドは、海外金利上昇に伴う投資先企業のバリュエーション低下等を受けて、軟調なパフォーマンスとなっているほか、投資先企業の売却の遅れがみられている。PD ファンドは、厚い融資スプレッドを背景に堅調なパフォーマンスであるものの、競争が高まる中、スプレッドがタイト化傾向にある。また、PE・PD ファンドの投融資先企業は、堅調な業績を維持しているものの、利払い負担に直面しており、信用力の動向に留意が必要である。邦銀や国内機関投資家は、投融資を通じて PE・PD ファンドと関連性を高めており、わが国金融システムへの潜在的な影響も高まっていると考えられ、今後の動向を注視する必要がある。

はじめに

プライベートファンドは、投資家から私募形式で資金を募って運用するファンドのことであり、ヘッジファンドのほか、非上場企業に対する出資（プライベートエクイティ¹、PE）や貸出（プライベートデット²、PD）を行うファンド等が含まれる。特に、PE ファンドやPD ファンド等の低流動性の資産は、長期投資を 선호する投資家による利回り向上とリスク分散を企図したオルタナティブ資産への投資ニーズの高まりを映じて、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、PE ファンドは、グローバル金融危機後の低金利環境の中で、利回りの高さが投資家から好感され、規模を拡大させてきた。また、主に中堅・中小企業向けに直接融資を行う PD ファンドは、グローバル金融危機後、銀行に対する金融規制が強化される中で金融仲介を補完してきたことや、厚い融資スプレッドを背景とした高い利回りが投資家需要を集めたこと等から、その規模を拡大させてきた。近年は、レバレッジドバイアウト（以下、LBO）ファイナンス等の大型案件を、銀行によるレバレッジド・ローン（以下、レバローン）に代わって実施する事例も広がっている。

【図表 1】 プライベートファンドの AUM



(注) Preqin の年次レポートより、見直しを含めた AUM をアセットごとに集計。PE ファンドは人民元建てのファンドを除く。ヘッジファンドを除くベース。

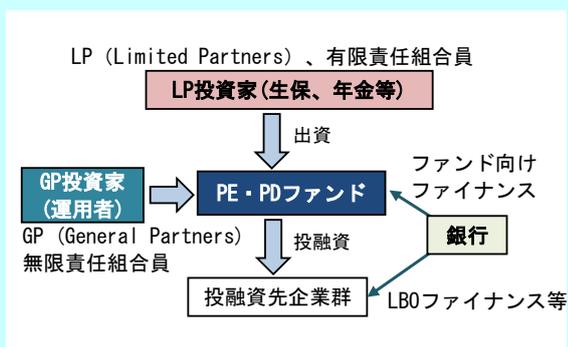
(出所) Preqin

本邦機関投資家（生命保険・年金基金等）や本邦金融機関は、投融資を通じて PE・PD ファンドとの関連性を高めており、PE・PD ファンドとわが国金融システムにおける相互関連やリスクの所在をみるうえで、これらファンドの動向の把握が重要になっている³。この点、海外当局や国際機関からは、近年、PE・PD ファンドを巡る金融システム内での相互関連性の高まりに対する警戒感が示されている⁴。そこで、本稿では、PE・PD ファンドについて、米国を中心に、パフォーマンスや資金フロー、投融資先企業の健全性等の最近の動向を整理するとともに、わが国金融システムへの潜在的なリスクについての考察を加える。

PE・PD ファンドの概要

PE・PD ファンドは、一般に、GP 投資家（ファンド運営会社）と LP 投資家（機関投資家等）から構成される（図表 2）。GP 投資家がファンドを設立し、複数の LP 投資家から出資金の拠出枠を確保する（ファンドレイズ）。投資判断は GP 投資家の裁量で行われ、LP 投資家は資金を随時拠出する（キャピタルコール）。加えて、銀行などの金融機関も、PE・PD ファンドや、投融資先企業に対して貸付を行っている。

【図表 2】 PE・PD ファンドの構造



（出所）日本銀行

PE・PD ファンドの大半は投資家の解約が制限されるクローズドエンド型であり、ファンドレイズ、投融資の実施（ディール）、M&A や IPO 等を通じた企業売却（PD ファンドの場合は元利金返済）による資金回収（エグジット）、の流れをとる。この間、利息配当金やエグジット等による収入から諸経費等を差し引いた利益が、LP 投資家・GP 投資家に分配される。

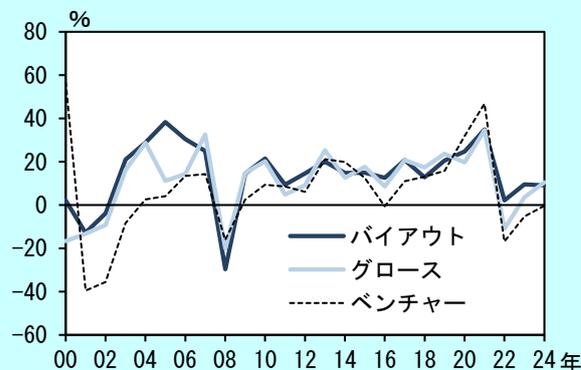
PE・PD ファンドのパフォーマンスの動向

ファンドのパフォーマンスは、各投資の投資期間やキャッシュフローのタイミングが異なることを考慮して計算された IRR（Internal Rate of Return）等の指標によって評価される。

PEファンドのパフォーマンスをみると、2010年代は高い収益率を維持していたものの、海外金利上昇を受けた投資先企業のバリュエーション低下や借入金利上昇等を受けて、2022年頃から軟調に推移している（図表 3）。戦略別には、金利上昇の影響を受けやすい新興企業への投資が主体のグロースやベンチャー⁵が特に軟調なほか、組成時期（ヴィンテージ）別には、株式市場のバリュエ

ーションが高まった時期に高レバレッジでの投資を進めた 2020～21 年頃のヴィンテージのパフォーマンスが特に軟調な姿となっている（図表 4）。

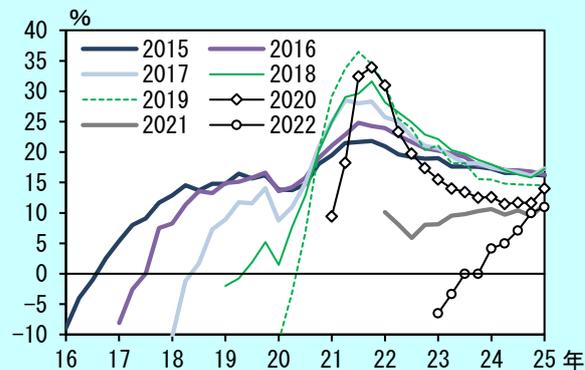
【図表 3】 PE ファンドの戦略別の IRR



（注）直近は 2024 年 1～9 月。

（出所）Preqin

【図表 4】 PE ファンドの組成時期別の IRR



（注）直近は 2025 年 1～3 月。

（出所）Preqin

他方、PD ファンドは、厚い融資スプレッドを背景に、堅調なパフォーマンスとなっている（図表 5）。融資の大半が変動金利貸であるもと、近年の海外金利上昇も堅調なパフォーマンスに寄与している。もっとも、PD ファンドの融資のスプレッドは、引き続き高水準で推移している⁶ものの、PD ファンド間や銀行によるレバローンとの競合の高まりに伴うタイト化が一部にみられている（図表 6⁷）。このうち、後者については、近年 PD ファンドが貸し手として進出してきた LBO ファイナンス等の大型案件において、銀行の融資姿勢が昨年頃から緩やかに回復してきた⁸中、借り手が PD ファンドよりスプレッド水準の低いレバローンを選好する動きも指摘されている。

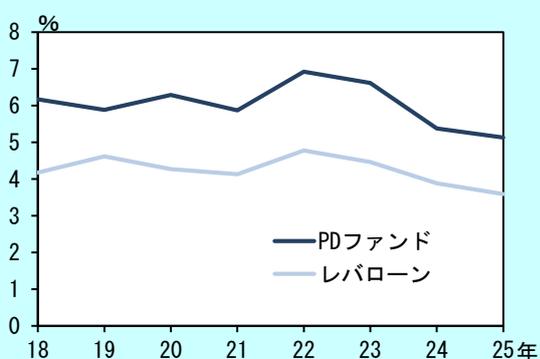
【図表 5】 PD ファンドの IRR



(注) 直近は 2024 年 1~9 月。

(出所) Preqin

【図表 6】 PD ファンドのスプレッド



(注 1) いずれも米国での LBO ファイナンスにおけるスプレッド。PD はダイレクトレンディングを対象としている。

(注 2) 直近は 2025 年 1~6 月。

(出所) PitchBook

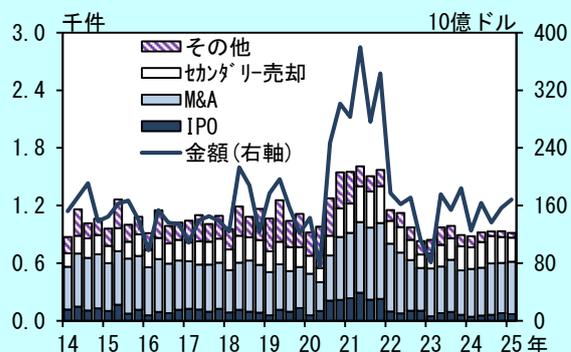
PE・PD ファンドの資金フローの動向

次に、PE・PD ファンドの資金フローの動向を確認する。PE ファンドにとって、投資先企業の売却（エグジット）は LP 投資家への分配金の主要な原資である。この点、エグジットの停滞により LP 投資家への分配金の支払いが滞ると、LP 投資家による新規投資（PE ファンドのファンドレイズ）の停滞に繋がり得るため、PE がエグジットを遅滞なく実施できているかは、資金フローの動向をみていくうえで重要である。

PE ファンドのエグジットの動向をみると、2022 年以降の海外金利上昇や金融市場の不確実性の高まり等を受けて、未上場企業の価格目線が定まりづらくなるもと、停滞してきた⁹（図表 7）。海外中銀の利下げに伴い、エグジットが緩やかな回復

傾向にあるとの見方が聞かれるものの、直近では、米国の政策運営を巡る不確実性が意識されるもと、回復ペースの鈍化も指摘されている。

【図表 7】 PE ファンドのエグジット

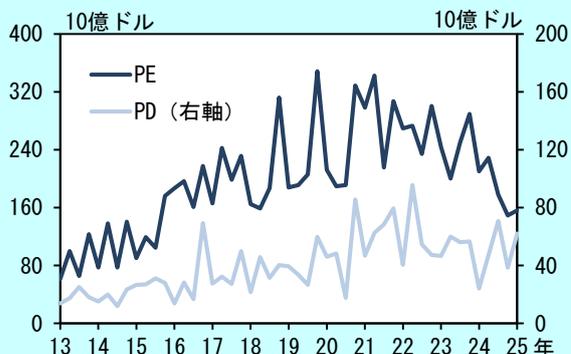


(注) 直近は 2025 年 1~3 月。

(出所) Preqin

また、ファンドレイズの動向をみると、PE ファンドでは、エグジットの遅れを受けて停滞している。PD ファンドについても、堅調なパフォーマンスを好感した機関投資家による需要がみられるものの、PD ファンドによる融資先の多くが PE の投資先企業である¹⁰もと、PE のディールの停滞の影響を受け、伸び悩んでいる（図表 8）。

【図表 8】 PE・PD ファンドのファンドレイズ



(注) 直近は 2025 年 1~3 月。

(出所) Preqin

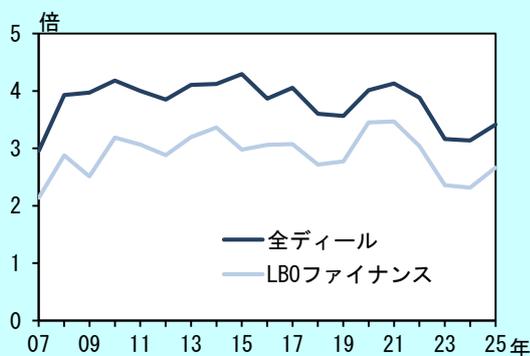
PE・PD ファンドの信用力の動向

ここからは、PE・PD ファンドの信用力について、ファンドの投融資先企業の健全性や、ファンド自身によるレバレッジ（ファンド向けファイナンス）の観点から考察する。なお、PE・PD ファンドやその投融資先企業については、開示情報に乏しく、十分なデータが得られないこともあり、実態把握に一定の限度がある点には留意する必要がある。

（PE・PD ファンドの投融資先企業の健全性）

これまで米国経済が堅調に推移してきた中、PE・PD ファンドの投融資先企業の売上やEBITDA（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization：利払・税引・減価償却前利益）は全体として増加を続けているとの見方が聞かれている。もっとも、米国を中心に海外金利が高水準で推移する中、PE ファンドの投資先企業と一定の重複があるとされるレバローンの借り手のICRは低下傾向にあるなど、債務返済能力の低下も観察される（図表9）。

【図表9】レバローンのICR



（注1） EBITDA が5千万ドル以上の企業による、新規発行のレバローンを集計。

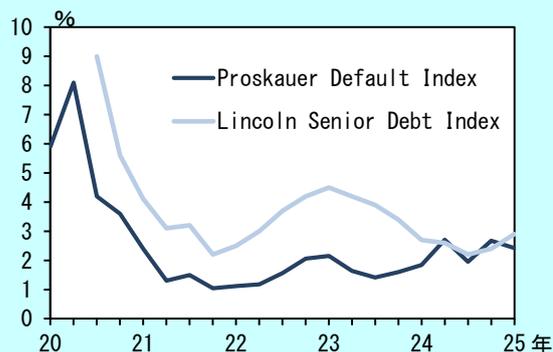
（注2） 直近は2025年1月初～6月24日。

（出所） PitchBook

他方、PD ファンドの融資先企業のデフォルト率に大幅な悪化は生じていないとみられる（図表10）。この点、PD ファンドは、融資先企業と密接な関係を有するもと、融資先企業の信用力悪化の早期の段階で、業績改善の取り組み等の働きかけを株主サイド（主にPE ファンド）に行っているとされる。こうした動きが信用力の更なる悪化を抑止している可能性がある。

ただし、PD ファンドによる融資条件の緩和が、デフォルトの顕現化の先送りに繋がっている可

【図表10】PD 融資先企業のデフォルト率



（注1） PD 市場のデータ制約を背景に、データソースによるばらつきが大きい点に留意。

（注2） Lincoln Senior Debt Index は、ダイレクトレンディングのデフォルト率。

（注3） 直近は2025年1～3月。

（出所） Proskauer Rose LLP、Lincoln International LLC

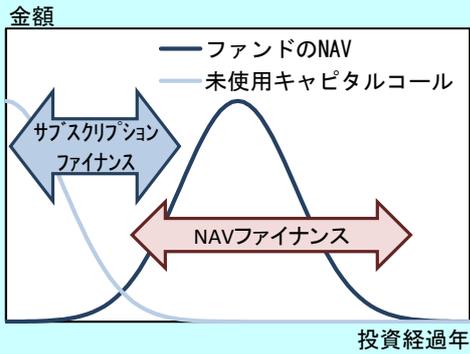
能性も指摘されている。例えば、PIK 貸出（Payment in kind：利払いを満期まで繰り延べ、一括返済することもできる貸出）の増加が指摘されている。この点、PD ファンドは、将来の成長性が高いものの、融資時点でのキャッシュ創出力が限定的な企業に対する柔軟な融資条件として、PIK 貸出を実施している面もあり、必ずしも PIK 貸出の増加が信用力の悪化を示唆するわけではない。もっとも、競合が高まる中での融資条件の差別化や、利払い負担に直面する企業への融資条件緩和を企図した PIK 貸出が増加しているとの指摘も聞かれている。PIK 貸出以外にも、PD ファンドによる融資のコベナント設定の緩和を指摘する声も聞かれており、こうした動きが PD ファンドの融資の質の悪化に繋がっていないか、注視する必要がある。

（ファンド向けファイナンスの増加）

PE・PD ファンドでは、投資先企業による借入に加えて、ファンド自身も借入を実施することがある。こうしたファンド向けファイナンスは、LP 投資家に対する出資履行請求権を担保とし、ファンドの立ち上げ時に主に利用されるサブスクリプション・ファイナンスと、ファンドの NAV（保有資産等）を担保とし、ファンドのライフサイクル後期に主に利用される NAV ファイナンスに大別される¹¹（図表11）。

この点、サブスクリプション・ファイナンスの利用に加え、近年は、エグジットが停滞する中、PE ファンドのライフサイクル後期の資金ニーズの高まりを受けて、NAV ファイナンスの利用の拡

【図表 11】 ファンド向けファイナンス



(出所) 日本銀行

大が指摘されている。NAV ファイナンスの増加については、エグジットによるキャッシュインの機会に乏しい中、投資資金の回収を希望する LP 投資家への分配金の支払いに充当するための利用が増加の一因となってきたとみられるが、こうした目的での利用については、ファンド価値の向上に必ずしも繋がらない形でのレバレッジの拡大や、ファンドの利払い負担の高まりに繋がりがかねないとして、LP 投資家から懸念されてきた¹²。足もとこうした利用は減少しているとの指摘も聞かれるが、その実態把握はデータ制約もあって困難である。

NAV ファイナンスの LTV は総じて低位に抑制されており、過度なレバレッジには繋がっていないとの見方が多い。もっとも、NAV ファイナンスは、LBO ファイナンス等を受けた投資先企業の NAV を担保としている点で、担保関係が多層にわたるほか、LP 投資家の信用力に依拠するサブスクリプション・ファイナンスと異なり、ファンドの信用リスクを内包していることから、相対的にリスクの高い融資となるため、今後の NAV ファイナンスの増勢を注意深くみていく必要がある。

おわりに

本稿では、PE・PD ファンドについて、そのパフォーマンスや資金フロー、信用力等の動向に焦点を当てて整理した。

PE・PD ファンドは、格付け取得や銀行借入、資本調達へのアクセスが困難であった中堅・中小企業へのリスクマネーの供給や、機関投資家のポートフォリオ多様化に資する役割を果たしており、その金融仲介における重要性を高めている。

PE・PD ファンドの足もとの動向をみると、投融資先企業のデフォルトは総じて抑制されているとみられるものの、既往の金利上昇に伴う利払い負担に直面する中、信用力の悪化を示唆する動きがみられるほか、融資条件の緩和等によるデフォルトの先送りとみられる動きも観察される。昨年より米欧では利下げが開始されたものの、金利水準が高止まりする場合には、投融資先企業の財務面での負担は継続する。

この他にも、開示情報の少なさから PE・PD ファンドの運用実態や投融資先企業の業績・信用力の把握が難しい点や、ファンドによる投融資先企業のバリュエーション評価が不透明な点¹³、セミリキッド型ファンドの流動性リスク¹⁴等が指摘されている。

この間、PE・PD ファンドは、グローバルな金融システム内での連関性を高めてきた。機関投資家（生命保険・年金基金等）は、ファンドのエクイティ資金の出し手として存在感を一段と高めている。これに加え、近年は、米国を中心に、ファンド運営会社による生命保険の買収が増加してきたほか、PE 傘下再保険（主にバミューダ拠点の再保険会社）への保険契約の移転（出再）を実施する事例もみられており、傘下の生保や再保険会社はファンド運営会社が組成したファンドに投資する形で関係を深めている。また、米欧金融機関は、ファンド向けファイナンスのほか、ファンド運営会社との提携・出資や PD ファンド設立を通じて、PE・PD 市場との関係を深めている。

本邦においても、機関投資家は、オルタナティブ資産投資を通じて PE・PD ファンドへのエクスポージャーを拡大しているほか、国内金融機関は、大手銀行を中心に、海外貸出の採算性向上や付随取引獲得（ファンド投融資先企業への債券・株式調達支援等）を企図して、ファンド向けファイナンスに注力しており、PE・PD ファンドとの連関性を高めている。こうしたもつで、PE・PD 市場でのショックが本邦の金融システムへ及ぼす潜在的な影響度合いも高まっていると考えられる。

今後、海外 PE・PD 市場のリスクの所在やわが国金融システムとの相互連関をみるうえで、その運用実態の把握が一段と重要となっており、その動向を丁寧にモニタリングしていく必要がある。

¹ 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。

² PD ファンドの概要については、黒田航一・長谷部光・伊藤智・池田大輔「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」（日銀レビュー24-J-3、2024年）を参照。

³ 邦銀および国内機関投資家による海外プライベートファンド向けエクスポージャーの動向については、金融システムレポート2025年4月号のBOX3を参照。

⁴ BOE (2024)やIMF (2025)では、グローバルな銀行セクターや機関投資家が投融資を通じてPE・PD ファンドへのエクスポージャーを高めているもと、PE・PD ファンドの投資先企業へのショックが銀行や機関投資家のみならず、他市場・他地域に伝播するリスクが指摘されている。

BOE (2024), "Financial Stability Report," Bank of England, June 2024
IMF (2025), "Global Financial Stability Report," International Monetary Fund, April 2025

⁵ バイアウトは、成熟企業の経営への関与を通じて企業価値の向上を図る戦略。ベンチャーは、新興企業に出資し、新規事業の拡大を資金面から支援する戦略。グロースは、バイアウトとベンチャーの中間に位置づけられる戦略。

⁶ 一般的な銀行貸出対比、融資期間が長いほか、融資先のリスクが高いことが多いため、スプレッドが厚めに設定されることが多い。

⁷ ダイレクトレンディングは、主に中堅・中小企業への相対型ローンを提供する戦略。この他には、破綻懸念先への融資を行うデイトレストデットや、劣後ローン等を提供するメザニンデットといった戦略が存在する。

⁸ 銀行によるLBOファイナンスの最近の動向については、金口剛久・稲次春彦・三浦翔「LBOファイナンスの動向とリスク管理」（日銀レビュー24-J-8、2024年）を参照。

⁹ エグジットが停滞する中、投資持分の流動化を企図したLP投資家やそうしたニーズに直面したGP投資家による、セカンダリー市場での取引が増加している。こうした取引機会を捉えたセカンダリーファンドの増加もあって、セカンダリー市場はこのところ急速に拡大しており、Jefferies「Global Secondary Market Review」によれば、2018年から2024年にかけて、その市場規模が2倍以

上に拡大している。

¹⁰ PD ファンドは、PE ファンドによるLBOファイナンスに活用されるケースが多い。詳細は、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。

¹¹ 本稿で紹介した手法以外にも、PD ファンドの貸付債権を担保とするPDファンド向けファイナンスや、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存在する。ファンド向けファイナンスの詳細については、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）を参照。

¹² Rede Partners「NAVigating NAV Financing, LP perception survey and lender market report」によれば、分配金拠出目的でのNAVファイナンスの利用は、アドオンM&Aや新規プラットフォーム投資、既存負債の借り換え等の他の目的対比、否定的に捉えるLP投資家の比率が高い。

¹³ 英国金融行為規制機構（FCA）は、ファンド運営会社やアセットマネジメント会社等を対象に、バリュエーション手法やガバナンスを調査。2025年3月に結果を公表し、投資家へのレポートやバリュエーションの文書化等では優れた取り組み（good practice）が確認されたものの、バリュエーション・プロセスにおける潜在的な利益相反の特定・明文化や、バリュエーション機能の社内における独立性等に改善の余地があると指摘している。

¹⁴ 富裕層の個人投資家等に投資家層を広げることを企図して、一定の解約オプションを付与した、比較的流動性の高い（semi-liquid）ファンドの立ち上げが増加している。

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。