

特集

活気づくP E市場

PEの隆盛を背景に拡大する プライベートデットファンド 日本でも期待される「第3の金融仲介機能」

欧米ではプライベートエクイティ（PE）の拡大とともに、プライベートデット（PD）への資金流入が続いている。その規模はPEの5分の1に相当する約1兆7000億^{ドル}（約258兆円）にまで拡大し（注1）、「第3の金融仲介機能」として存在感を高めている。他方、わが国は「失われた30年」を経て、産業構造変革のただ中にある。その持続的成長に必要な次世代の産業金融のエコシステムにおいて、伝統的な資金調達手法を補完し得るPDは極めて重要な役割を果たすものと思われる。

PEが牽引し急拡大する 北米プライベート市場

非上場企業の株式に投資するプライベートエクイティ（PE）ファンドに巨額の資金が集まり、今や世界の産業金融の主要な担い手として存在感を示している。金融面・産業面からの要請に応えるかたちでその動きが活発化し、巨額のエクイティ

ー性資金を集めるようになった。これと同時に、PEのバイアウトに負債のレバレッジを提供する大型シンジケートローン（BSL = Broadly Syndicated Loan）市場が形成され、そこで生ずるクレジットは世界的な超低金利環境において、有意なリターンをもたらす数少ない投資機会となった。もともと大型LBOの負債性

レバレッジは、欧米でも大手銀行が供給していた。だが、銀行に対する自己資本規制強化（注2）で、これらのローンは、次第にCLOs（証券化）を経て銀行のバランスシートから切り離され、広く資本市場に売却されるようになった。PEとBSL市場の発展は、産業金融のエコシステムに組み込まれ、米国の持続的でダイナミックな成長に

寄与した。他方、自己資本規制強化で多くの米国の国内銀行が、SME（Small & Midsize Enterprises）市場と呼ばれる中堅・中小企業融資ビジネスから撤退するなか、これに代わる「第3の金融仲介機能」として登場してきたのがプライベートデット（PD）である。PDはPE同様に、ファンド形式で集めた資金を直接貸し付けるため「ダイレクトレンディング」とも呼ばれる。変動金利かつ有担保、ミドルリスクながら短いデュレーションと低リスク率、さらに他の伝統的資産との低相関などの特性を有するため、



トパーズ・キャピタル
ダイレクター
草間 茂樹

機関投資家のポートフォリオに有意なシャープレシオ（注3）をもたらすアセットクラスとして注目されている。

このように米国のプライベート市場の発展は、米国の産業金融の構造化の中で必然的に起こった流れである。

銀行融資の補完として 企業の変革を後押し

米国と多少異なる部分はあるにせよ、わが国でも必然的にプライベート市場は拡大していくものと思われる。

日本は高度経済成長期を経て、成熟期・人口減少社会に突入した。上場銀行は国内基準行でも厳しい自己資本規制が課せられる一方、低PBR（株価純資産倍率）や低ROE（自己資本利益率）からの脱却と、効率的な経営体質への変革が求められる。実際、厳しい経営環境において、すでに多くの地方銀行等が国内PEへのLP出資と、PEによるバイアウトで生ずる高収益のLBOローンに積極的に取り組んでいる。また、再生可能エネルギー関連やベンチャーデ

ットなど、新分野の融資にも果敢に挑戦し始めている。

こうした状況を踏まえ、以下の二つの背景からPDのポテンシャルは大きいと思われる。

第一に、短・中期的には、銀行融資を補う中堅・中小企業に対するスペシヤル・シチュエーションでの融資機会の増加が挙げられる。国内の中堅・中小企業はコロナ禍で深刻な影響を受けたが、政府の「ゼロゼロ融資」等の緊急支援策で倒産件数自体は低位に推移した。代わりに政府系金融機関の融資残高はコロナ禍前よりも約14兆円、信用保証協会による信用保証残高は約19兆円増加した（注4）。

これらは、政府の緊急支援がなければ通常の銀行与信上、要注意先以下に分類される可能性のある債務者が潜在的に増えたことを意味する。ポストコロナ禍の経済正常化では増加した要留意先クレジットの相当部分は正常化に向かうと想定される。だが、コロナ禍という外的ショックによって負の効果もたらされ、その後、正の効果が現れる「Jカーブ」の深さに加え、

ニューノーマルな社会実相の変化への対応に時間を要することも予想される。

そうしたなか、銀行の従前の与信基準ではニューマネーの拠出に時間を要する事案など、変革を求められる中堅・中小企業に対し、銀行が資本規制強化の流れの中で対応し難い事案は無数に発生し得る。そのため、これを補完するPDの投資機会は多数生まれるものと想定される。

LBOファイナンスでの 拡大可能性

第二に、中長期的には、拡大を続けるLBOファイナンスにおける利用可能性である。今年7月公表の金融庁のアンケート調査（注5）によれば、大手銀行・地域銀行の双方でLBOローン残高は増加の一途をたどっている。特に地域銀行の2023年9月末の残高は、19年対比で約6倍の約1兆4000億円に拡大している（与信リスクの残高も同様に増加）。

これは前述のとおり、日本でも欧米同様にM&A・LBOに

よるダイナミックな産業転換の歯車が回り始めたことを示唆している。だが、LBOローンは通常の銀行与信と比べて負債比率の高い融資である。

米国では規制により、銀行がLBOローンをバランスシートに抱えることが難しくなり、これらを市場全体で吸収できる仕組みとしてBSL市場が形成された。しかし足元では、ウクライナ紛争勃発後にボラティリティーが高まっている市場環境の下、CLOsやハイイールド債を最終的な需要先とするBSL市場が他の伝統的資産と同様、少なからず時価変動の影響を受けている。

その中でPDが、BSL市場を一部代替した。PDは、解約等を原則認めない「クローズド・エンド型」で、時価変動の影響を受ける伝統的資産とは低相関のマーケット・ニュートラルな資産であるためだ。

今やPDはBSL市場で融資期間の長いタムローンであるTLB（約1兆4000億ドル）やハイイールド債（約1兆3000億ドル）と並ぶ約1兆700

0億^{ドル}規模の市場に成長している。従来、SME市場を運用の中心に据えていたPDが、補完的とはいえBSL市場に進出したことは米国で大きな話題となった。

翻って日本では、LBO市場が地域銀行にも波及し、ようやく本格的な成長期を迎えた段階にある。今後、米国のように増え続けるLBOローンを銀行のバランスシートで抱え続けるには限界があると思われる、PDが補完役を担う可能性がある。

金融システムへの安定化にも貢献

以上を踏まえ、三つの観点からPDの意義を整理したい。

第一に、資金調達サイド（企業側）の視点では、調達手段の多様化に資するものである。すなわち、銀行融資や公社債市場からの資金調達が難しい局面で、それらを補完する「第3の調達手段」となり得る。

PDはプロのマネジャーに投資判断が一任されており、意思決定が迅速かつストラクチャーも柔軟に対応可能であり、こう

した特徴から、比較的難易度の高い案件にも機動的に対応できる利点がある。

第二に、資金運用サイド（投資家側）の観点では、円金利ベースのミドルリスク/ミドルリターン¹の希少な投資機会だといえる。PE、デイトレス（事業再生）、ベンチャーデット等のオルタナティブ投資との比較では、ポートフォリオ全体のJカーブ効果を緩和するなど、広い意味でのリスク分散投資効果も期待できよう。

国内の中小の銀行は、PD投資を通じてさまざまな融資ノウハウを吸収できる。間接的に域外の融資機会にリスク分散しながら投資できるメリットもある。

第三に、金融システム安定化の観点では、マクロ・イベント発生時における特定銀行の破綻など、信用連鎖不安の際の信用補完機能となり得る。実際、23年に米国で発生した複数地銀の破綻では、銀行セクター全体が一斉に融資姿勢を厳しくするなか、PDが信用補完機能として一部これを補うことで、市場がクレジット・クラッシュに陥るリ

スクが緩和されたといわれている（注6）。中長期的にPDが、日本のオーバーバンキング解消と、銀行セクターのビジネスモデル転換の実現までの「中継ぎ投手」的役割を担うことも期待される。

求められる法制度の整備

最後に、国内PD市場拡大のための課題について考察する。

まず挙げられるのは、事業者向けローンに関する法制度のバリエーションアップの必要性である。その最たるものに、担保実務と登記制度（対抗要件の具備）がある。

日本の有担保ローンに関する担保実務と登記制度は、もともととは相對融資と不動産担保を前提としている。そのため、多種類の有担保ローン債権が、直接金融における社債券のように複数債権者の間でセカンダリー売買されることを前提に設計されていない。

他方、証券化市場の発達した米国では、米国統一商事法典（Uniform Commercial Code =

UCC）に基づき、いわゆるUCCファイリングなどの動産担保法制により、不動産以外の集合債権等への担保設定と登記手続きが早期に大幅に簡素化されている。このため、ローン債権者間での債権譲渡も行いやすい。つまり、リスクの高い事業体にさまざまな担保権設定と当該有担保ローン債権への流動性が付与されることで、有担保ローン債権に多くの市場参加者が投資しやすくなっている。その結果、全体としてリスク分散ないし調達と運用の裾野拡大などもたらされている。

また、米国では債務者の全資産について担保権を設定・登記できる「企業価値担保制度」も完備されている。この制度は、有形の資産背景は持たないが、将来の成長が見込める（キャッシュフロー創出力を有する）企業の将来キャッシュフローに依拠して企業価値を評価し、それを担保に登記できる仕組みである。この制度を活用することで、資産背景は乏しいが有望なミドルステージ以降のベンチャー企業等に対し、有担保ローンが提

供しやすくなる可能性がある。

加えて、この制度は欧米のLBO市場において昨今、PDが活発化させているユニ・トランシェ（注7）とも親和性があり、その制度的裏付けとなっているものと思われる。日本でもLBOローンにおいてPDが補完的な役割を担うためには、PDによるユニ・トランシェのアレンジと、その先にあるローンの証券化・CLOs市場の発展は不可欠であり、同様の制度の整備が期待される。

なお、今年6月7日に国内における企業価値担保制度を創設する「事業性融資の推進等に関する法律案」が成立した（2年半以内に施行）。この中で担保信託の活用などがすでに打ち出されている点は注目に値しよう。

このほか日本では、銀行以外の法人向け融資を手掛けるプロの貸金業者に對して、依然として個人消費者向けの貸金業者同様の煩雑な通知・書面交付義務が課せられている（注8）。これがローン債権に対する流動性付与の実務上の障害となっていること等も課題として挙げられる。

大きな課題は運用サイド

そして、やはり大きな課題は運用サイド、すなわち2000兆円を越え滞留するわが国の個人預金資産をPD市場に供給するフローが圧倒的に不足していることである。日本の銀行・貸金業者による貸付残高は約800兆円程度と推定され（注9）、そのわずか10%がPDにシフトしただけでも80兆円規模の市場となり得る。

足元で伝統的資産（特に海外資産）のボラティリティーが高まるなか、国内の円建てかつフリックスト・インカムのみドルリターンの運用機会は貴重である。巨額の資産を有する年金基金や保険会社においても重要な運用先の一つとなる可能性がある。

何よりPDは、特に中堅・中小企業を中心に国内産業全体が構造変化を成し遂げ、噴出するさまざまな社会課題に対し、日本国内の待機資金をリスクマネーとして有効に還流させる機能を担う。その市場の発展は、ほかならぬわが国のファンダメン

タルズにとつて不可欠である。

PEについては、国が出資したプレーヤー（注10）が呼び水となり、国内の独立系PEの活動をさらに活発化させた好事例もある。PDにおいても、何らかの公的資金を呼び水とした市場の迅速な拡大に向けた仕組みが望まれる。

（注）1 Preqin

2 バーゼル3、ドット・フラック法、レバレッジド・レンディングガイドラインなど。

3 投資信託やオルタナティブ運用におけるポートフォリオの投資効率を測る指標。

4 政府系金融機関融資残高は、日本政策投資銀行、日本政策金融公庫および商工組合中央金庫の各社の有価証券報告書を参照し単体決算貸出金残高を合算。

5 全国信用保証協会信用保証残高は、全国信用保証協会連合会「信用保証実績の推移」を参照。倒産件数は、帝国データバンク「倒産集計」を参照。

6 金融庁「大手銀行・地域銀行国内LBOローンに関するアンケート調査結果」（2024年7月25日）

7 Preqin

7 PEに対するレバレッジド・デットの提供を一つの契約書に一括で引き受けた後、後方で優先劣後構造を設定し異なるプロファイルの投資家を集めるファイナンス手法。

8 貸金業免許に基づき融資を行うPDも含まれる（同じローンを扱う場合でも銀行にはこの義務は課せられない）。

9 財務省「政策金融機関と民間金融機関の貸出金残高（推移）」（2023年9月29日）および金融庁「貸金業関係資料集」（23年6月7日更新）データからトバース推計。

10 2018年設立の産業革新投資機構（JIC）および傘下でPE投資を行うJICキャピタル等がある。

くさま しげき

95年金沢大学経済学部卒、三和銀行（現三菱UFJ銀行）入行。コーポレートファイナンス部、ニューヨーク支店等を経て06年野村証券入社。LBOファイナンスなどさまざまなスペシヤル・シチュエーション案件に携わる。24年トバース・キャピタル参画。事業構想大学院大学修了。CMA・CIA。