拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場
－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－

岡田　功太、橋口　達

▌要　約▐

1. 米国の資産運用業界では、比較的信用リスクの高い企業等に融資を行うプライベート・デット・ファンド（PD ファンド）の存在感が増している。PD ファンドの運用会社（PD ファーム）は、プライベート・エクイティ・ファーム（PE ファーム）から新たな企業等の紹介（ソーシング）を受ける形で融資を行っている。また、PD ファームは、銀行に代わって、レバレッジド・バイアウト・ファイナンス等を行い始めており、融資規模は大型化している。
2. 更に、一部の大手 PD ファームは、銀行等と共同で PD ファンド事業を展開し始めている。すなわち、①年金基金等から運用資金を受託し、銀行及び PD ファームが共同で PD ファンドを組成する、②銀行は、顧客企業のうち自ら融資するには信用リスクが高い企業等を PD ファンドにソーシングする、③資産運用会社は、PD ファンドに人員を含む運用リソース等を提供する、という形態の事業展開である。
3. 足元、日本においても、年金基金等のアセットオーナーが運用を積極化する可能性があることに加えて、PE ファームが日本企業への投資活動を活発化し始めている。このような状況を踏まえると、日本の銀行及び資産運用会社は、米国 PD ファームのように、共同で PD ファンド事業を展開することも、有力な選択肢になり得よう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・関雄太「アセットクラスとして注目を集める米国レバレッジド・ローン」『資本市場クォータリー』2004 年秋号。
・岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォータリー』2021 年秋号。

Ⅰ 企業等に融資を行うファンドの台頭

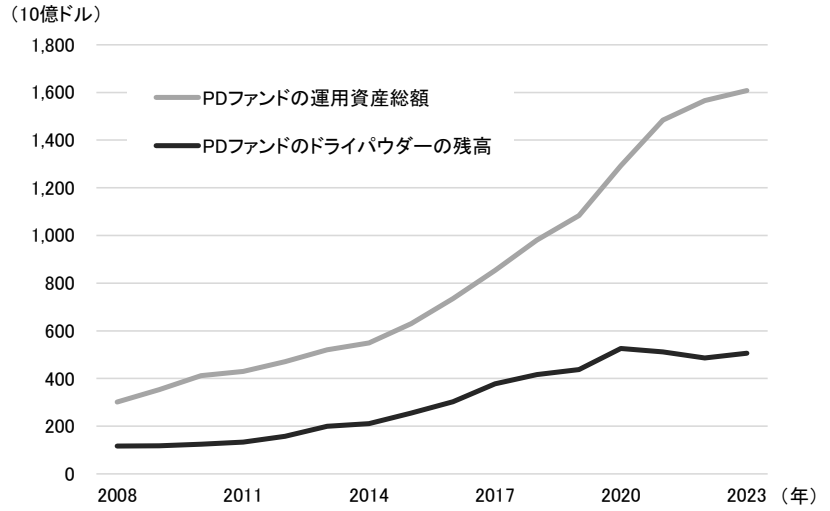
１．銀行からファンドへのシフト

米国の資産運用業界では、プライベート・デット・ファンド（以下、PD ファンド）の存在感が増している。PD ファンドとは、一般的に、比較的信用リスクの高い企業等に対して融資を行うファンドを指す。PD ファンドは、複数の貸付債権等から成るポートフォリオを構築し、企業やインフラ、不動産等の貸出先の信用リスク等を管理しながら、主にインカムゲインの獲得を目指す。PD ファンドは、オルタナティブ・ファンドの一種として分類され、しばしばプライベート・クレジット・ファンドと呼ばれる。

米国の PD ファンドの運用資産総額は、2008 年末時点で約 3,000 億ドルであったが、2023 年 6 月末時点では約 1.6 兆ドルと過去 15 年間で約 5.3 倍となっている（図表 1）。これは、米国におけるレバレッジド・ローンの残高約 1.4 兆ドル、ハイイールド債の市場規模約 1.7 兆ドルに匹敵する規模である[1]。PD ファンドの運用資産総額は過去 5 年間で約 4,555 億ドル増加したが、同ファンドの待機資金（以下、ドライパウダー）は約 686 億ドルの増加となっている。つまり、PD ファンドは、資金が流入しているだけでなく、実際の融資活動も活発化しており、比較的信用リスクの高い企業等にとって主要な資金調達源の一つとなっている。

PD ファンドの台頭は、企業やインフラ、不動産等に融資を行う主体が、預貸を中心としたビジネスモデルを有する銀行から、資産運用会社ないしファンドにシフトしている可能性があることを意味している。

図表 1　PD ファンドの運用資産総額の推移



（注）　2023 年は 6 月末時点の値。
（出所）ピッチブックより野村資本市場研究所作成

[1] Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Stability Report October 2023,” October 20, 2023.

２．PD ファームを中心とした米国資産運用業界の再編

米国における主な PD ファンドの資産運用会社（以下、PD ファーム）は、①HPS インベストメント・パートナーズのように、主として PD ファンド事業を展開している資産運用会社、②ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（以下、GSAM）のように、広範に伝統的資産及びオルタナティブ資産への投資を行っている資産運用会社、③オークツリー・キャピタル・マネジメントやアレス・マネジメントのように、プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE ファンド）や不動産ファンド事業等も展開している総合オルタナティブ運用会社に大別される（図表 2）。

これらの大手 PD ファームは、PD ファンド 1 本あたり 100 億ドル超の資金調達に成功している。例えば、HPS インベストメント・パートナーズは 2023 年 4 月に、HPS ストラテジック・インベストメント・パートナーズⅤという PD ファンドの運用資金として約 120 億ドルを調達した。また、GSAM は 2024 年 5 月に、ウエスト・ストリート・ローン・パートナーズⅤという PD ファンドの運用資金として約 200 億ドルを調達した。

大手 PD ファームが成長を遂げる中、中堅 PD ファームを巡る買収が活発化している（図表 3）。買い手である伝統的資産運用会社及び PE ファームは、中堅 PD ファームの買収を通じて、運用戦略の多様化を図っており、被買収者である中堅 PD ファームは、伝統的資産運用会社あるいは PE ファームの傘下に入ることで、顧客基盤の拡大を目指している。

本稿では、PD ファンドの運用戦略、米国 PD ファームの成長戦略、PD ファンドの主要投資家である米国公的年金基金の動向、PD ファンドの法的形態について整理した上で、日本の金融機関への示唆を考察する。

図表 2　米国の PD ファームが運用する PD ファンドの運用資産総額

米国の PD ファームの名称	PD ファンドの運用資産総額（10 億ドル）
オークツリー・キャピタル・マネジメント	119.3
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	90.2
アレス・マネジメント	89.9
HPS インベストメント・パートナーズ	78.0
ブラックストーン	72.4
クリアレイク・キャピタル・グループ	33.8
フォートレス・インベストメント・グループ	33.7
クレセント・キャピタル・グループ	32.2
ベアリングス	29.7
ベインキャピタル	29.4
ブルー・アウル・キャピタル	26.8
シックス・ストリート	26.3
アポロ・グローバル・マネジメント	26.2
サーベラス・キャピタル・マネジメント	26.2
アベニュー・キャピタル・グループ	25.5

（出所）連邦準備制度理事会より野村資本市場研究所作成

図表 3　米国の伝統的資産運用会社及び PE ファームによる PD ファームの主な買収

公表時期	買収者	被買収者	被買収者の概要
2021 年 10 月	T ロウ・プライス	オーク・ヒル・アドバイザーズ	PD ファンドを含む複数のクレジット・ファンドを運用する資産運用会社。運用資産総額は約 560 億ドル（2021 年 11 月末時点）。
2022 年 5 月	フランクリン・テンプルトン	アルセントラ	欧州最大級のクレジット・ファンド及び PD ファンド事業を展開する BNY メロン傘下の資産運用会社。運用資産総額は約 350 億ドル（2022 年 9 月末時点）。
2022 年 10 月	ヌビーン	アークモント・アセット・マネジメント	欧州における PD ファンド等を運用する資産運用会社。
2022 年 10 月	ジェネラル・アトランティック	アイアン・パーク・キャピタル・パートナーズ	主に米国のクレジット・ファンドや PD ファンドを運用する資産運用会社。
2023 年 2 月	メットライフ・インベストメント・マネジメント	レイブン・キャピタル・マネジメント	主に米国のクレジット・ファンドや PD ファンドを運用する資産運用会社。運用資産総額は約 21 億ドル（2022 年末時点）。
2023 年 3 月	ファースト・センティア・インベスターズ	アルバコア・キャピタル・グループ	主に欧州における PD ファンド等の運用を行う資産運用会社。運用資産総額は約 94 億ドル（2023 年 9 月末時点）。
2023 年 5 月	PGIM	ディアパス・キャピタル・マネジメント	主に米国中小企業に融資等を行う PD ファーム。運用資産総額は約 50 億ドル（2023 年 3 月末時点）。
2023 年 5 月	TPG	アンジェロ・ゴードン	米国の PD ファンドを含むオルタナティブ・ファンドを運用する資産運用会社。運用資産総額は約 730 億ドル（2022 年末時点）。
2023 年 6 月	ブラックロック	クレオス・キャピタル	主に欧州やイスラエルのテクノロジー及びヘルスケア関連企業に融資等を行う PD ファーム。
2024 年 5 月	ブルックフィールド・アセット・マネジメント	キャッスルレイク	航空機関連に対する融資を含むスペシャルティ・ファイナンスを専門とする PD ファーム。運用資産総額は約 220 億ドル（2024 年 4 月末時点）。
2024 年 5 月	アフラック・グローバル・インベストメンツ	ツリー・ライン・キャピタル・パートナーズ	主に米国中小企業に融資等を行う PD ファーム。運用資産総額は約 27 億ドル（2024 年 4 月末時点）。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

Ⅱ PD ファンドの概要

米国の PD ファームは、銀行に代わって、レバレッジド・バイアウト（以下、LBO）ファイナンス等の融資を行い始めており、融資規模は大型化している。また、PD ファームは、PE ファームから新たな融資先企業等の紹介を受ける形で、PD ファンド事業を展開している。以下では、PD ファンドの概要を紹介する。

１．PD ファンドの運用戦略

PD ファンドの運用戦略は、図表 4 が示す通り、弁済順位、借り手の状況、融資先等によって大別される。一般的に、ある PD ファンドにおいて、ダイレクト・レンディングとメザニン・デットの両戦略を同時に採用しているケースは少ない。他方で、インフラスト

図表 4　PD ファンドの運用戦略の分類

分類	運用戦略の名称	運用戦略の概要
弁済順位	ダイレクト・レンディング	企業等に対する第一順位抵当権付きローンや第二順位抵当権付きローン等の提供。
	メザニン・デット	企業等に対する劣後ローンの提供。
借り手の状況/ステージ	スペシャル・シチュエーション	分離・独立や合併・買収など企業の経営戦略に関連するイベント発生時に提供する融資。
	ディストレスト・デット	経営破綻に陥っている又は破綻の可能性があるために債務が大幅なディスカウントで取引されている企業に対する融資。
	ベンチャー・デット	主にベンチャー・キャピタルが支援するスタートアップ企業に対する融資。
融資先の業種・種別	インフラストラクチャー・デット	有料道路、空港、港湾、風力発電、太陽光発電などのインフラの開発・整備資金を目的とした融資。
	リアル・エステート・デット	集合住宅、オフィス・ビル、商業施設、ホテルなどの商業用不動産の取得や開発、改修資金のための融資。
	スペシャルティ・ファイナンス	クレジットカード、学生向けローンなどの消費者関連融資や航空機及び船舶リース関連の融資。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

ラクチャー・デット向けのダイレクト・レンディング・ファンド、あるいはメザニン・デット・ファンドは存在する。

PD ファンドの運用戦略として主流となっているのは、ダイレクト・レンディング戦略である。ダイレクト・レンディング戦略とは、一般的に、比較的信用リスクの高い企業に融資を行い、第一順位抵当権付きローン[2]など弁済順位が高位の貸付債権を保有する運用戦略である。本稿で説明する PD ファンドの運用戦略は、特段の断りがない限りダイレクト・レンディング戦略を指す。

PD ファンドと銀行融資は、貸付債権を保有するという点においては共通しているが、主たる資金の出し手や収益源は異なる。銀行は、主に預金者から受け入れた預金（バランスシート上の負債）等をもとに融資を行っており、預金や市場から調達した資金に金利を上乗せして、企業等に貸し出している。他方で、PD ファンドは、主に外部の投資家から募った資金（ファンドのバランスシート上の資産）をもとに融資を行っており、外部投資家から徴収する運用手数料や成功報酬が収益源である。

PD ファンドによる融資は、変動金利で融資期間は 7～10 年程度のローンが主流であり、コベナンツが設定されている場合が多い[3]。PD ファームは、借り手企業のビジネスモデルや財務状況等を精査し、信用リスクを把握した上で、融資の実行を通じて金利収入等を獲得し、リターンの向上を図っている。その上で、PD ファームは、年金基金等の外部投資家から更なる運用資金を受託し、運用資産総額の増加を目指している。

2　担保に対して第一位の弁済順位が付与されている貸付債権である。

3　PD ファンドによる融資のコベナンツには、借り手企業に対して、追加の借り入れの制限や、EBITDA 有利子負債倍率の上限を設けることなどが含まれる。

２．大型化する PD ファンドの融資規模

PD ファンドは、銀行から十分な融資を受けることができていない中小企業に対して融資を行うファンドとして知られている。シカゴ大学のスティーブン・カプラン教授等が 2021 年に、PD ファーム 38 社（運用資産総額は合計で約 1,360 億ドル）に対して行った調査によると、PD ファンドの融資先企業の収入（平均値）は約 2.9 億ドル、従業員数（平均値）は 1,026 人であったという[4]。グローバル金融危機後の金融規制の強化や 2023 年以降の米地銀破綻の影響を受けて、一部の銀行が中小企業に対する貸出態度を厳格化し、代わりに PD ファンドがそうした企業に融資を提供し始めている状況が窺われる[5]。

他方で、足元、PD ファンドの融資先企業は大型化し始めている。例えば、大手 PE ファームの TPG 等が 2023 年 8 月に、ウェブ・アプリケーション・サービスを提供するニュー・レリックを買収した際、シックス・ストリートやブルー・アウル・キャピタル等の PD ファームが合計約 26.5 億ドルの融資を行った。更に、大手 PE ファームのウォーバーグ・ピンカス等が 2023 年 10 月に、医療メーカーとして著名なバクスター・インターナショナルが展開するバイオ医薬品ソリューション事業を買収した際、HPS インベストメント・パートナーズやアレス・マネジメント等の PD ファームが合計約 19.5 億ドルの融資を行った。

オルタナティブ・ファンド関連のデータ・プロバイダーであるピッチブックによると、2020 年から 2023 年上半期に実施された LBO1,104 件のうち、PD ファンドの融資を通じて資金調達を行った LBO は 803 件、銀行のレバレッジド・ローンを通じて資金調達を行った LBO は 301 件であったという[6]。また、HPS インベストメント・パートナーズによると、レバレッジド・ローンの発行市場に占める銀行の割合（発行額ベース）は、2000 年に約 46%、2009 年に約 30%、2021 年に約 13%となっているという[7]。このように、PD ファンドは、銀行に代わる LBO ファイナンスの提供者として、存在感を増している。

なお、国際通貨基金（以下、IMF）によると、PD ファンドの融資先企業の業種（直近 3 年間のグローバルな取引額に基づく分類）は、IT セクターが約 41%、ヘルスケアセクターが約 14%、一般消費財セクターが約 11%、産業財セクターが約 9%、原材料及び天然資源セクターが約 8%となっている[8]。

---

4 Joern Block, Young Soo Jang, Steven N. Kaplan, Anna Schulze, “A Survey of Private Debt Funds,” *Becker Friedman Institute*, January 2023.

5 連邦準備制度理事会等の銀行規制当局は 2013 年 3 月に、銀行がレバレッジド・ローンを提供する際の基準に係るガイダンスを公表し、融資先企業の減価償却前営業利益（EBITDA）に対する負債額の比率が 6 倍以下とすることを求めた。同ガイダンスによって、信用リスクの高い企業に対する資金の貸し手が、銀行から PD ファーム等のノンバンクへと移る一つの契機になったと指摘されている。Sooji Kim, Matthew C. Plosser, João A. C. Santos, “Macroprudential Policy and the Revolving Door of Risk: Lessons from Leveraged Lending Guidance,” *Federal Reserve Bank of New York*, May 2017.

6 Marie Kemplay, “4 charts: Mezzanine debt surges and other global private debt trends,” *Pitchbook*, September 26, 2023.

7 HPS Investment Partners, “The Evolving Private Credit Opportunity Set,” May 22, 2023.

8 International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report, April 2024 The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks,” April 16, 2024.

３．PE ファンド傘下企業への積極的な融資

１）スポンサード・ローンの拡大

PD ファンドは、PE ファンドが支配権を有する企業（以下、スポンサード企業）への融資（以下、スポンサード・ローン）を積極的に行っている。IMF の調査によると、2021 年から 2023 年にかけて、米国の PD ファンドが実行した融資のうち、スポンサード・ローンは約 7 割を占めていたという。

足元では、スポンサード企業がリファイナンスを行う際に、大型のスポンサード・ローン案件が成立している。例えば、金融ソフトウェア会社のフィナストラ（ビスタ・エクイティ・パートナーズのスポンサード企業）は 2023 年 8 月に、従前は銀行から融資を受けていたが、HPS インベストメント・パートナーズやアレス・マネジメント等のスポンサード・ローンに借り換え、合計で約 48 億ドルの融資を受けた。更に、動物病院を経営するペットベット・ケア・センターズ（KKR のスポンサード企業）は 2023 年 10 月に、銀行融資をブルー・アウル・キャピタルやアレス・マネジメント等のスポンサード・ローンに借り換え、合計で約 23 億ドルの融資を受けた。

IMF によると、米国のスポンサード企業が 2023 年に行った資金調達額の手法別内訳は、ハイイールド債の発行が約 13.8%、銀行からの借入が約 43.9%、PD ファンドからの借入が約 42.3%であったという。このように、スポンサード・ローンは、スポンサード企業にとって主要な資金調達源の一つになっている。

２）PE ファームによるソーシング

スポンサード・ローンが拡大している要因の一つとして、融資の迅速性が挙げられる。米国では銀行がシンジケート・ローンを組成し、企業に融資を行う際、第三者への貸付債権の譲渡をすることを前提としているため、マーケティング等に時間を要する[9]。他方で、PD ファームは、リターン獲得を目的に貸付債権を保有し続けるため、マーケティング等を行わない。PE ファームは、融資の迅速性の観点から、PD ファームが組成したスポンサード・ローンを通じて資金を借り入れ、スポンサード企業の財務基盤の拡充を図る。

PE ファームは、過去にスポンサード・ローン案件を行った実績がある PD ファームに対して、新たな借り手企業を紹介する傾向にある[10]。つまり、PD ファームは、PE ファームからバイアウト案件の際に、スポンサード・ローン案件のソーシング（新たな案件の発掘・紹介）を受けている。例えば、大手 PD ファームのゴラブ・キャピタ

[9] 日本においては、メインバンク制に代表される融資慣行が依然として主流であることもあり、米国と比べて、銀行がレバレッジド・ローン等の貸付債権を第三者に譲渡する事例は多いとはいえない。詳細は、国内 LBO ファイナンスの課題に関する勉強会（事務局：一般社団法人全国銀行協会）「国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書（2023 年度）」2024 年 3 月 25 日を参照。

[10] Brookfield Oaktree Wealth Solutions, “Understanding Private Credit: Sponsored Vs. Non-Sponsored Financing,” September 2023.

ルは 1994 年の創業以来、PE ファーム約 360 社とスポンサード・ローン案件を行ってきたが、そのうち約 250 社との間では複数回にわたってスポンサード・ローン案件を行っているという。このように、PD ファームのスポンサード・ローン事業の拡大は、PE ファームのバイアウト事業の拡大と密接に関係している。

Ⅲ 米国の PD ファームの成長戦略

一部の大手 PD ファームは、銀行や生命保険会社等と共同で、PD ファンド事業を展開し始めている。以下では、①JP モルガンと共同融資を行っている HPS インベストメント・パートナーズ、②ウェルズ・ファーゴと PD ファームを設立したセンターブリッジ・パートナーズ、③マスミューチュアル生命と PD ファームを設立したジェフリーズ・ファイナンスの事業戦略について紹介する。

１．銀行との共同投資で急成長を遂げる独立系 PD ファームの事例

HPS インベストメント・パートナーズは、2007 年に設立された PD ファームであり、従業員数は約 660 人（運用担当者は約 200 人）、グローバルに 14 拠点を有している。同社の最高経営責任者（以下、CEO）であるスコット・カプニック氏等の経営陣は、ゴールドマン・サックスにて、メザニン・ファイナンス事業やプリンシパル投資事業等に従事した後、JP モルガン・アセットマネジメント傘下のハイブリッジ・キャピタル・マネジメントに移籍した。その後、カプニック CEO 等の経営陣は 2017 年に、マネジメント・バイアウトを行い、JP モルガン・アセットマネジメントから分離・独立した。

要するに、HPS インベストメント・パートナーズとは、ゴールドマン・サックス等の銀行において、メザニン・ファイナンス事業やプリンシパル投資事業等に従事していた者が、グローバル金融危機以降の金融規制の強化を受けて、銀行のバランスシートを用いたビジネスが制限されるようになったため、外部投資家の資金をもとに組成したファンドを通じて、メザニン・ファイナンス事業及びプリンシパル投資事業を行うために設立した資産運用会社と言える。

HPS インベストメント・パートナーズは、カリフォルニア州職員退職年金基金（以下、カルパース）等の年金基金から運用受託するだけではなく、ガーディアン・ライフ等の生命保険会社の一般勘定の資産運用も担っており、同社の運用資産総額は約 1,120 億ドルと過去 6 年間で約 2.5 倍になっている（2024 年 3 月末時点）。米国 PD ファンド全体の運用資産総額が、同期間において約 1.6 倍になっていることを踏まえると、HPS インベストメント・パートナーズの成長には目を見張るものがある。

なお、HPS インベストメント・パートナーズ等の大手 PD ファームは、JP モルガンと共同で融資を行うケースが増えている（図表 5）。JP モルガンのトロイ・ローアバウ氏（商業・投資銀行部門の共同責任者）によると、PD ファンド市場は成長著しい分野であり、

図表 5　JP モルガン及び PD ファームが 2023 年に取り組んだ主な共同融資案件

公表時期	JPモルガンと共同融資を行った PD ファーム	共同融資案件の概要
2023 年 5 月	オークツリー	インドの資源大手ベダンタが融資の借り換えを行った際、合計約 8.5 億ドルを融資。
2023 年 5 月	HPS インベストメント・パートナーズ、ブルー・アウル・キャピタル等	大手 PE ファームのウォーバーグ・ピンカスが、米国の保険会社 K2 インシュランスを買収した際、合計約 5.9 億ドルを融資。
2023 年 7 月	アポロ・グローバル・マネジメント、ブラックストーン等	ブラックストーンのスポンサード企業であるオランダの太陽光発電企業エスデックに対して、合計約 8 億ユーロを融資。
2023 年 9 月	オーク・ヒル・アドバイザーズ、ゴラブ・キャピタル等	大手 PE ファームのリンゼイ・ゴールドバーグが、米国のエンジニアリング会社クラインフェルダー・グループを買収した際、合計約 5 億ドルを融資。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

こうした共同融資を通じて、顧客企業の資金借り入れニーズにより柔軟に対応できるという[11]。HPS インベストメント・パートナーズ等の大手 PD ファームは、JP モルガン等の銀行と共に、更なる成長を遂げる可能性がある。

２．銀行との共同ファンド事業設立の事例

米国の PD ファームは、レバレッジド・ローン市場において銀行と競合しているが、共同で PD ファンドを設立するケースもある（図表 6）。例えば、米国の PD ファームとして著名なセンターブリッジ・パートナーズは 2023 年 6 月に、ウェルズ・ファーゴとの提携を公表し、①オーバーランド・アドバンテージという資産運用会社を共同出資する形で設立したこと、②今後、オーバーランド・アドバンテージは新たな PD ファンドを組成・運用する予定であることを明らかにした。

上記提携において、ウェルズ・ファーゴは、オーバーランド・アドバンテージに対して、自ら融資するには信用リスクが高い企業等をソーシングする役割を担う。つまり、ウェルズ・ファーゴは自社のバランスシートの使用を避けながらも、北米の顧客企業との関係維持を図ることが可能となる。

他方で、センターブリッジ・パートナーズは、人員を含む運用リソースをオーバーランド・アドバンテージに提供し、同社が今後組成する新たな PD ファンドを通じて、ウェルズ・ファーゴの顧客企業に融資等を行う予定である。その上で、センターブリッジ・パートナーズ及びウェルズ・ファーゴは、オーバーランド・アドバンテージの事業規模が拡大した場合、オーバーランド・アドバンテージから配当等の収益を得ることができる。

なお、アブダビ投資庁及びブリティッシュ・コロンビア・インベスト・マネジメント・コーポレーション[12]は、オーバーランド・アドバンテージが、今後組成する新たな PD ファンドに対して、約 20 億ドルの投資を行うことをコミットしている。

[11] Shanny Basar, “JP Morgan Targets Private Credit for Growth,” *Markets Media*, May 20, 2024.
[12] カナダのブリティッシュコロンビア州の公的年金基金の資産運用会社である。

図表 6　銀行と米国 PD ファームの主な提携

公表時期	銀行	米国 PD ファーム	提携の概要
2023 年 9 月	ウェルズ・ファーゴ	センターブリッジ・パートナーズ	センターブリッジ・パートナーズは 2005 年に設立されたオルタナティブ運用会社。同社の運用資産総額は約 380 億ドル（2023 年 9 月末時点）。ウェルズ・ファーゴが融資先企業等のソーシングを担い、センターブリッジ・パートナーズが運用を担当する PD ファンドを設立する。
2023 年 11 月	ソシエテ・ジェネラル	ブルックフィールド	ソシエテ・ジェネラルが融資先企業等のソーシングを担い、ブルックフィールドが運用を担当する PD ファンドを設立する。ブルックフィールドは同ファンドの運用を通じて、欧州における事業基盤を強化する。
2024 年 1 月	シティ	ルミナークス・キャピタル・マネジメント	ルミナークス・キャピタル・マネジメントは 2023 年に設立された PD ファーム。同社の運用資産総額は約 22 億ドル（2024 年 2 月末時点）。シティが融資先企業等のソーシングを担い、ルミナークス・キャピタル・マネジメントが運用を担当する PD ファンドを設立する。
2024 年 4 月	バークレイズ	AGL クレジット・マネジメント	AGL クレジット・マネジメントは 2018 年に設立された PD ファーム。同社の運用資産総額は約 144 億ドル（2023 年末時点）。バークレイズが融資先企業等のソーシングを担い、AGL クレジット・マネジメントが運用を担当する PD ファンドを設立する。
2024 年 5 月	PNC	TCW	PNC が融資先企業等のソーシングを担い、TCW が運用を担当する PD ファンドを設立する。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

３．保険会社と証券会社が共同で設立する PD ファームの事例

米国の保険会社及び証券会社が、PD ファームを共同で設立する事例もある。マスミューチュアル生命及びジェフリーズは 2004 年 10 月に、ジェフリーズ・ファイナンスという資産運用会社を設立した。ジェフリーズ・ファイナンスは傘下に、①ジェフリーズ・クレジット・パートナーズ（以下、JCP）という PD ファーム、②アペックス・クレジット・パートナーズというローン担保証券（以下、CLO）等の資産運用会社[13]を有しており、これらの運用資産総額は合計で約 164 億ドルとなっている（2022 年末時点）。

ジェフリーズは、ジェフリーズ・ファイナンスを通じて、投資銀行事業の強化を図っている。すなわち、証券会社であるジェフリーズは、預貸事業を展開する銀行のように、大規模なバランスシートを保有することは困難であるが、①マスミューチュアル生命から出資を得ることでジェフリーズ・ファイナンスを設立し、②年金基金等の外部投資家から運用資金を受託することで、JCP が運用する PD ファンド等を組成した上で、③ジェフリーズの顧客基盤から融資の対象となり得る企業等を同ファンドにソーシングしている。

他方で、マスミューチュアル生命は、同社傘下の資産運用会社であるベアリングス（旧バブソン・キャピタル・マネジメント）が、人員を含む運用リソースをジェフリーズ・ファイナンス傘下の資産運用会社に提供する。その上で、マスミューチュアル生命及びジェフリーズは、ジェフリーズ・ファイナンスの事業規模が拡大した場合、ジェフリーズ・ファイナンスから配当等の収益を得ることができる。

[13] 主に CLO の裏付け資産であるローン・ポートフォリオを構築している。

Ⅳ PD ファンドへの投資額を増加させる米国公的年金基金

米国 PD ファームは、主に年金基金から運用資金を受託することで成長を遂げている。IMF によると、2022 年末時点で、PD ファンドの運用資産総額の投資家属性別の内訳は、年金基金が約 28%、財団及び基金が約 21%、ファミリー・オフィスやウェルス・マネジャーが約 19%、保険会社が約 9%、ファンド・オブ・ファンズが約 9%、その他が約 14%であったという（2022 年末時点）[14]。

年金基金の中でも、特にアリゾナ州退職制度は、PD ファンド投資に積極的であることで知られている。アリゾナ州退職制度は 1953 年に、アリゾナ州の公務員に退職給付を行うために設立された公的年金基金[15]であり、加入者数は約 65 万人、運用資産総額は約 518 億ドルである（2023 年 6 月末時点）。

アリゾナ州退職制度はグローバル金融危機以降、ハイイールド債などのクレジット投資を積極的に行っており、2012 年に初めて PD ファンドに投資を行った。当初は運用資産総額の 3%を目安に PD ファンドに投資していたが、パフォーマンスが良好であること等を踏まえ、投資エクスポージャーを増加させ、2023 年 6 月末時点で、アリゾナ州退職制度の運用資産総額に占める PD ファンドへの投資エクスポージャーの割合は約 16.3%となっている（図表 7）。

米国最大の公的年金基金であるカルパースも PD ファンドに投資している。カルパースは、カリフォルニア州の公務員が加入する公的年金であり、加入者数は約 200 万人、運用資産総額は 5,219 億ドルである（2023 年 6 月末時点）。カルパースは 2022 年 7 月に、PD ファンドへの投資を正式に開始し、2024 年 4 月末時点で、運用資産総額に占める PD ファ

図表 7　アリゾナ州退職制度の資産配分比率及び運用資産総額の推移

	2019 年 6 月末	2020 年 6 月末	2021 年 6 月末	2022 年 6 月末	2023 年 6 月末
株式	45.7%	42.4%	42.6%	35.5%	39.0%
クレジット	18.0%	20.7%	20.6%	23.6%	23.2%
PD	13.1%	14.8%	14.5%	16.5%	16.3%
ディストレスト・デット	4.1%	3.6%	2.9%	3.2%	3.1%
その他のクレジット	0.8%	2.3%	3.2%	3.9%	3.8%
不動産	14.7%	16.0%	15.8%	19.8%	18.5%
PE	10.1%	9.5%	11.7%	12.7%	13.0%
債券	9.9%	8.8%	7.3%	6.8%	4.7%
現金及び現金同等物	1.6%	2.6%	2.0%	1.6%	1.6%
運用資産総額	417 億ドル	422 億ドル	501 億ドル	487 億ドル	518 億ドル

（出所）アリゾナ州退職制度より野村資本市場研究所作成

[14] 前掲脚注 8 を参照。
[15] アリゾナ州退職制度は、米国における地方公務員年金であるが、本稿においては公的年金と記す。

ンドへの投資エクスポージャーは約 2.6%となっている[16]。その上で、カルパースは 2024 年 3 月に、PD ファンドへの投資エクスポージャーの割合を運用資産総額の 8%まで引き上げる意向を示した。

以上のように、米国では、年金基金による資金流入の増加が、PD ファンド市場の拡大に多分に寄与してきたといえる。

V　BDC 形態の PD ファンドを巡る動向

アリゾナ州退職制度やカルパース等の年金基金は、主に私募ファンド形態で組成された PD ファンドに投資しているが、PD ファンドは事業開発会社（以下、BDC）形態で組成されることもある。以下では、BDC について整理する。

1．私募ファンド及び BDC の概要

米国の PD ファームは、主に①私募ファンド、あるいは②BDC のいずれかの形態で、PD ファンドを組成している。私募ファンドとは、1940 年投資会社法第 3 条(c)(1)または同法第 3 条(c)(7)が定義するファンドを指す。前者は、受益者数 100 人以下等の要件を満たすファンドであり、後者は私募で適格購入者[17]のみに保有される等の要件を満たすファンドである。

他方で、BDC とは、1940 年投資会社法が定めるクローズドエンド・ファンドの一種であり、その特徴は、①原則として収入の 90%以上が投資収益であり、90%以上を配当等として投資家に提供している場合、法人段階での課税がされない、②ファンド資産の 70%以上を中小企業が私募発行した証券等に投資する等である[18]。

BDC は、新興成長企業や破綻企業等に対する資金提供を目的に導入された仕組みであるが、足元では PD ファンドの投資ビークル形態として採用されるケースが増えている。BDC は、上場 BDC と非上場 BDC に大別されるが、独立系投資顧問会社のクローズドエンド・ファンド・アドバイザーズの調査によると、上場 BDC の資産構成比率（平均値）は、第一順位抵当権付きローンが約 73%、次いで第二順位抵当権付きローンが約 8%であったという[19]。一方で、非上場 BDC として米国最大級の規模を誇るブラックストーン・プライ

[16] カルパースの詳細は、岡田功太・中村美江奈「米カルパースの新興運用会社促進プログラム（EMP）」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号を参照。なお、カルパースが PD 戦略を採用する際、PD ファンドに投資する場合と、PD ファームと共同投資・融資を行う場合がある。共同投資の詳細は、岡田功太・中村美江奈「米カルスターズの運用戦略－運用機能の内製化と外部知見の活用－」『野村資本市場研究所クォータリー』2024 年夏号を参照。

[17] 適格購入者とは、①配偶者との共同保有も含めて 500 万ドル以上の投資資産を持つ個人、または②家族関係にある 2 人以上によって直接・間接的に保有される 500 万ドル以上の投資資産を持つ会社、または③自己または他の適格購入者の勘定で 2,500 万ドル以上の投資資産の裁量を有する形で保有する個人、または④上記の①、②、③に該当する者が出資し、受託者が決定権限を持つ信託である。

[18] BDC の詳細は、神山哲也「上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給―米国 BDC と英国 VCT の事例―」『野村資本市場クォータリー』2021 年春号を参照。

[19] 2024 年 4 月 10 日時点の値。90 日平均の取引高が 100 万ドル以上の BDC35 本が対象。

ベート・クレジット・ファンド（以下、BCRED）は、運用資産総額の 90%超が第一順位抵当権付きローン及び第二順位抵当権付きローンとなっている（2024 年 4 月末時点）。

HPS インベストメント・パートナーズやアレス・マネジメント等の大手 PD ファームは、私募ファンド及び BDC の両方の形態の PD ファンドを組成しており、前者を主に年金基金、後者を年金基金以外のアセットオーナーや富裕層等の幅広い投資家に提供している。

２．ノン・トレード BDC 形態の PD ファンドの台頭

米国 BDC の運用資産残高は、2012 年末時点の約 350 億ドルから 2023 年末時点には約 2,710 億ドルと約 8 倍となっているが、足元では、ノン・トレード BDC と呼ばれる形態の非上場 BDC が急拡大し、BDC 全体の運用資産総額の約 33%を占めている（図表 8）。これは、ブラックストーンが 2021 年に、BCRED というノン・トレード BDC 形態の PD ファンドを組成し、資金調達を成功させて以来、他の PD ファームが追随したためである。

ノン・トレード BDC とは、非上場の公募 BDC である。すなわち、公募証券として州当局に登録することで、「一部の投資家」に対して、定期的（月次または四半期）に募集を行うことが可能であり、かつ、投資家に対して、定期的（月次または四半期）な解約機会[20]を提供する。

上記の「一部の投資家」とは、北米証券監督者協会が定める適合性基準[21]に基づいて、①年間所得が 7 万ドル以上かつ純資産が 7 万ドル以上、または②純資産が 25 万ドル以上を有する個人及び法人とされている。つまり、ノン・トレード BDC は、①上場 BDC よりも募集可能な投資家は限定されるが、上場にかかるコストは生じない、②主に自衛力認定投資家[22]を対象とする非上場 BDC よりも、幅広い投資家に募集することができる、という特徴を有している。

例えば、HPS インベストメント・パートナーズが運用する HPS コーポレート・レンディング・ファンドはノン・トレード BDC 形態を採用しており、ジェフリーズ・ファイナンスは 2023 年 7 月に、アブダビ投資庁から約 6.3 億ドルの運用資金を受託し、ジェフリーズ・プライベート・クレジット BDC というノン・トレード BDC 形態の PD ファンドの運用を開始している。更に、ウェルズ・ファーゴ及びセンターブリッジ・パートナーズの合弁会社であるオーバーランド・アドバンテージは、ノン・トレード BDC 形態の PD ファンドを組成・運用する予定である。

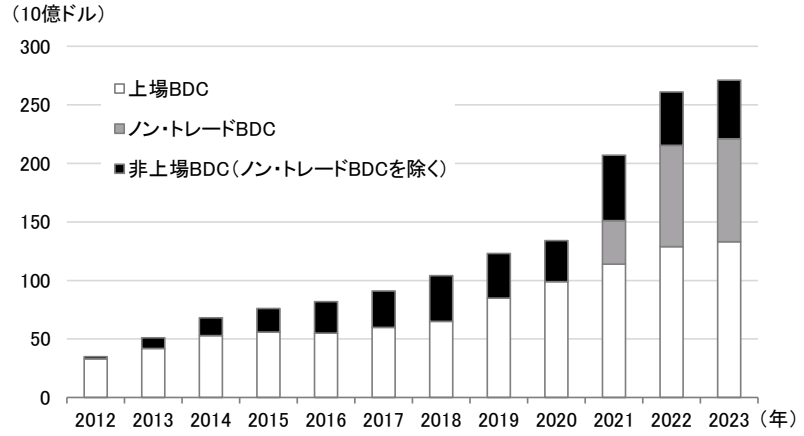
---

20 投資家が、一度に解約できる金額は、ノン・トレード BDC の純資産価額の上限 5%とされている場合が多い。

21 州によっては、適合性基準よりも厳格な基準を設けている場合もある。

22 自衛力認定投資家とは、私募証券に投資可能な者であり、①銀行、保険会社、投資会社といった金融機関等の法人、あるいは②単独または配偶者と合算した純資産が 100 万ドル超の個人、あるいは③直近 2 年間の年収が 20 万ドル超の個人、またはその配偶者の年収の合計が 30 万ドル以上であり、当該年度の年収がこれに達することを合理的に見込める個人である。詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み－自衛力認定投資家の規制緩和を中心に－」『野村資本市場クォータリー』2020 年秋号を参照。

図表 8　BDC の運用資産残高の推移



（出所）フーリハン・ローキーより野村資本市場研究所作成

VI 日本の銀行及び資産運用会社への示唆

米国 PD ファームの成長戦略は、日本の銀行及び資産運用会社にとって、示唆に富むものといえる。

米国において、PD ファンドが拡大した背景として、①年金基金等のアセットオーナーが、プライベート投資を積極化する中で、PE ファンドだけではなく、PD ファンドへの投資エクスポージャーも増加させたこと、②PE ファンド及びその投資対象企業の資金調達需要が高まったこと、③グローバル金融危機後の金融規制の強化や 2023 年以降の米地銀破綻の影響を受けて、一部の銀行が貸出態度を厳格化したこと等が挙げられる。

足元、日本においても、政府が主導する資産運用立国実現プランを踏まえて、年金基金等のアセットオーナーが運用を積極化する可能性があり、コーポレート・ガバナンス改革の進展等もあり、PE ファンドが投資活動を活発化している。このような状況を踏まえると、日本の銀行及び資産運用会社は、米国 PD ファームのように、共同で PD ファンド事業を展開することを検討してもよいのではないだろうか。

すなわち、①日本の銀行及び資産運用会社が共同出資することで、PD ファームを設立する、②同 PD ファームが、年金基金等から運用資金を受託することで、PD ファンドを組成する、③銀行は、信用リスク等を踏まえると、自ら直接的に融資を行うことはできないが、急成長する可能性がある企業等を PD ファンドにソーシングする、④資産運用会社は、PD ファンドに対して人員を含む運用リソース等を提供し、運用力の向上を図る、という形態の事業を展開することも、有力な選択肢になり得よう。