

# プライベート・デット投資について

## 目次

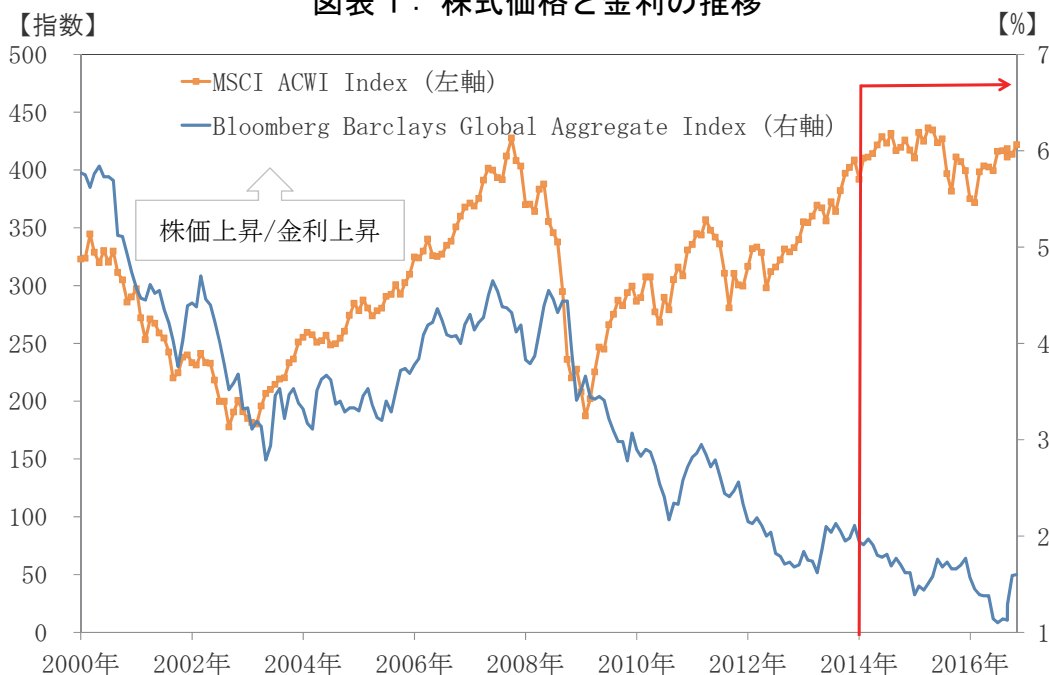
- I. はじめに
- II. プライベート・デットについて
- III. ファンドを通じたプライベート・デット投資
- IV. プライベート・デット投資のリスク
- V. 終わりに

運用商品開発部 プライベートエクイティ運用課 担当課長 岡 千晴  
 調査役補 高橋 雅史  
 調査役補 平井 洋輔

## I. はじめに

米国は 2015 年 12 月に続き、昨年 12 月にも追加利上げに踏み切ったものの、欧州に加え日本でもマイナス金利が導入されるなど、グローバルな金利水準は歴史的にみると低推移が継続している。一方で株式市場に目を転じると、リーマン・ショックを契機として採用されたリフレ政策(金融緩和、財政拡大等)を背景に株価は 2008 年を底に上昇に転じていたものの、2014 年以降は、中国経済の減速等により高値圏での横ばい推移となっている。

図表 1： 株式価格と金利の推移



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成。MSCI ACWI Index はグローバルな株式市場の動向を表す株価指数。Bloomberg Barclays Global Aggregate Index は、国債や投資適格社債等からなる債券指数。

このような金利の歴史的低水準での推移や株価の高値圏での推移を背景に、投資家の間では、従来の伝統的資産(株式、債券等)に加え、伝統的資産の範疇外にあるオルタナティブ資産(プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産、インフラストラクチャー等)への関心が高まっている。

また、低金利の環境下(図表2)、投資家は債券投資において、クレジットリスクを取りながら、投資適格社債やハイ・イールド債券等へと、より信用力の低いものにまで投資対象を広げている。

本稿では、オルタナティブ資産の中で、債券と同様にインカムゲインを享受できる新たな投資対象として認知されつつあるプライベート・デットについて、その特徴や市場環境、プライベート・デット・ファンドの動向に加え、ファンド投資を行う上での留意点等について概観したい。

図表2：金利の推移



出所：Bloomberg、Bank of America Merrill Lynch Global Research より三菱UFJ信託銀行作成。

## Ⅱ. プライベート・デットについて

### 1. プライベート・デットの定義

プライベート・デットとは、ファンドなどの銀行以外の主体による企業のデットに対する投資であり、広義の意味ではインフラストラクチャー、不動産、農地・森林などの天然資源開発等に従事する事業者が借り手となるものを含むが、狭義の意味では一般企業が借り手となるものを指す。

本稿では、プライベート・デットの定義を、ファンドなどの銀行以外の主体による一般企

業向けのデットファイナンスとして議論を進めたい。

## 2. プライベート・デットの詳細

プライベート・デットの主な借り手は信用力の低い企業であるが、一般的に、信用力の低い企業がデットを通じ資金調達を行う主な手段として、バンク・ローン(銀行借入れ)とハイ・イールド債(社債発行)がある(図表3)。両者とプライベート・デットを比較すると、プライベート・デットの特徴として①銀行以外の主体による資金供給であること、②借り手の信用力が相対的に乏しいこと、③流通市場がなく流動性が乏しいことが挙げられる。

図表3：中小企業の資金調達手段の比較

	プライベート・デット	バンク・ローン	ハイ・イールド債
形態	ローン	ローン	社債
担保	あり	あり	なし
金利	変動金利	変動金利	固定金利
満期	5-8年程度	1-8年程度	7-10年程度
財務制限条項 (コベナンツ)	財務指標の維持、財務活動の制限を伴うコベナンツ	財務指標の維持、財務活動の制限を伴うコベナンツ	あまり制限的でないコベナンツ
流動性	なし	あり	あり
格付 <sup>(※)</sup>	なし	あり	あり

(※)格付について、バンク・ローンは発行体の格付、ハイ・イールド債は債券の格付。

出所：三菱UFJ信託銀行作成。上記はあくまでも一般的な特質について示したもので、すべてが上記の特徴に合致するとは限らない。

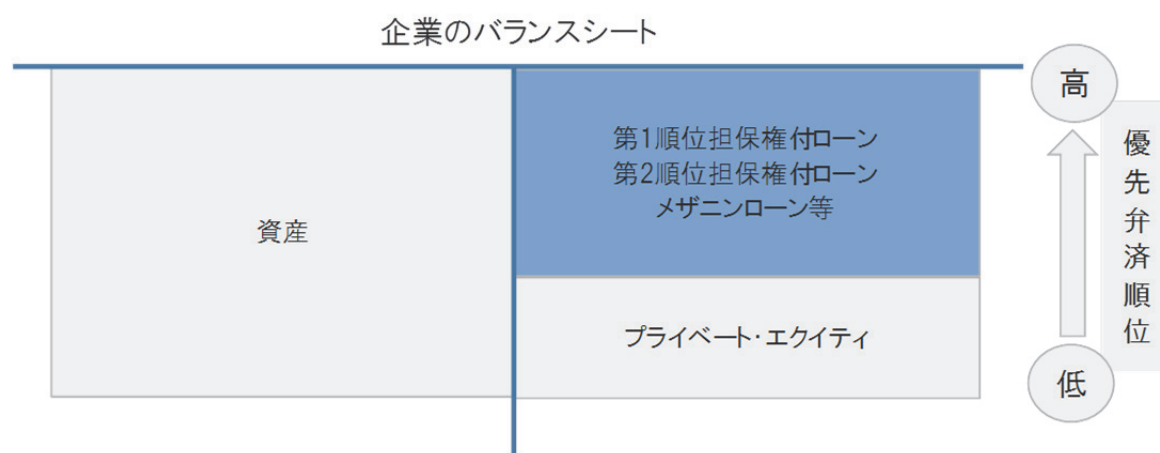
プライベート・デットによるファイナンスの条件は、借入れを行う企業と投資家の交渉で決定され、そのストラクチャーは、第1抵当順位等の優先弁済権が付与されたものから、無担保もしくは第2順位担保権付ローンやメザニン・ローン等様々である(図表4)。投資期間は条件により異なるが、5年から8年程度が一般的で、資金調達の用途としては、買収、借り換え、設備投資等がある。

プライベート・デットにより資金調達を行う企業は、資本市場での社債や株式の発行による資金調達が困難な中小企業<sup>1</sup>が大半であることから、貸し手は金利水準や担保の設定等に関し、他の調達手段と比較して有利な発行条件を設定するが多い。プライベート・デットの金利は、変動金利が一般的であり、そのスプレッド水準は、現在の米国の例では、第1

<sup>1</sup> 中小企業の定義について業界統一のものはない。年間売上高が1000万ドルから10億ドル程度の企業を中小企業と定義するが多い。

順位の担保付ローンで6～9%程度、第2順位担保付ローンで9～12%程度と、中小企業向けバンク・ローン市場の平均スプレッドである約4～5%を上回る水準となっている。一般的に、他の調達手段と比較して、プライベート・デットの借り手の信用力は低く、流動性が乏しいため、貸し手は信用リスクや流動性リスクを取る対価として、相対的に高い利回りを得ているものと考えられる。

図表4：プライベート・デット発行企業の典型的なバランスシート

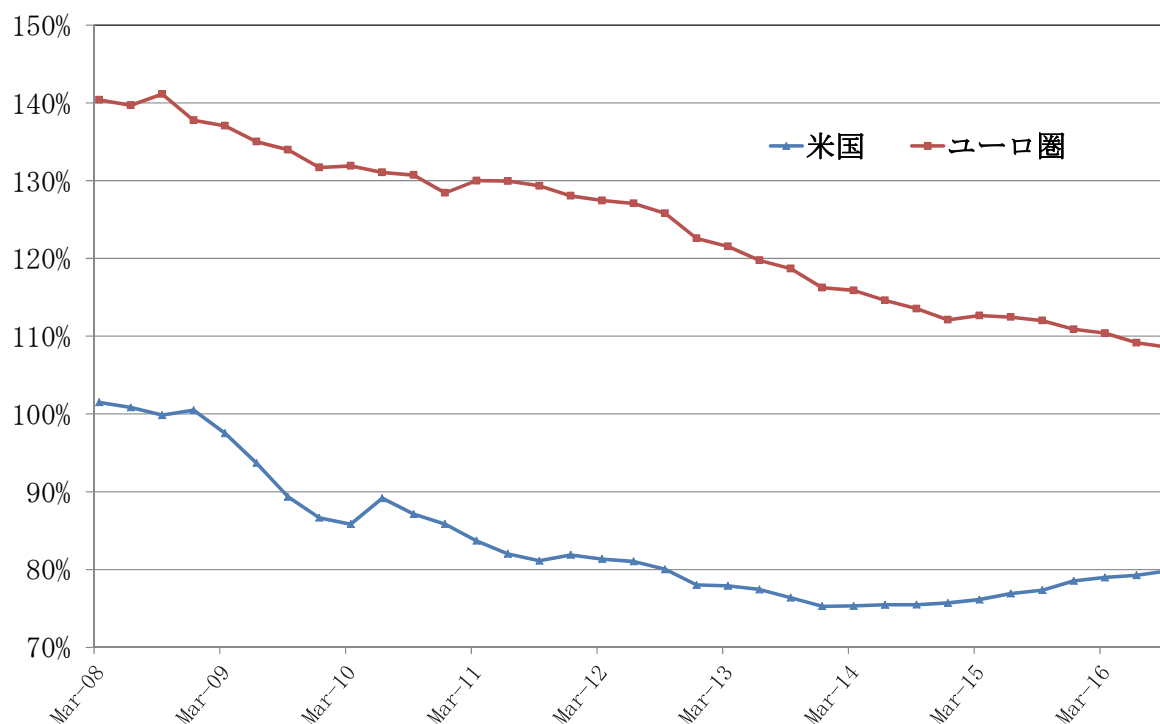


出所：三菱UFJ信託銀行作成。

### 3. プライベート・デット市場拡大の背景

銀行は信用力の低い企業への貸出を抑制する傾向にあるため、プライベート・デットの投資機会は増加していくものと考えられる。図表5は、リーマン・ショックが発生した2008年以降の欧米の銀行の預貸率(貸出金額を預金金額で除したもの)の推移をみたものである。図表5からは欧米の銀行が金融危機後、預貸率を引き下げていることがわかる。景気変動により預貸率はある程度上下に変動するものの、2008年の金融危機を契機に採用されたバーゼルⅢ等の銀行に対する規制強化の動きを背景に、銀行はより多くの資本の積み増しが求められる信用力の低い企業への貸し出しには消極的になっており、今後も慎重な姿勢を継続する可能性が高い。このような国際的な規制強化の環境下、プライベート・デットは、金融仲介機能の一部を今後も代替していくものと考えられる。

図表5：金融危機後の銀行の預貸率の推移



出所：米国連邦準備制度理事会、欧州中央銀行の統計資料より三菱UFJ信託銀行作成。

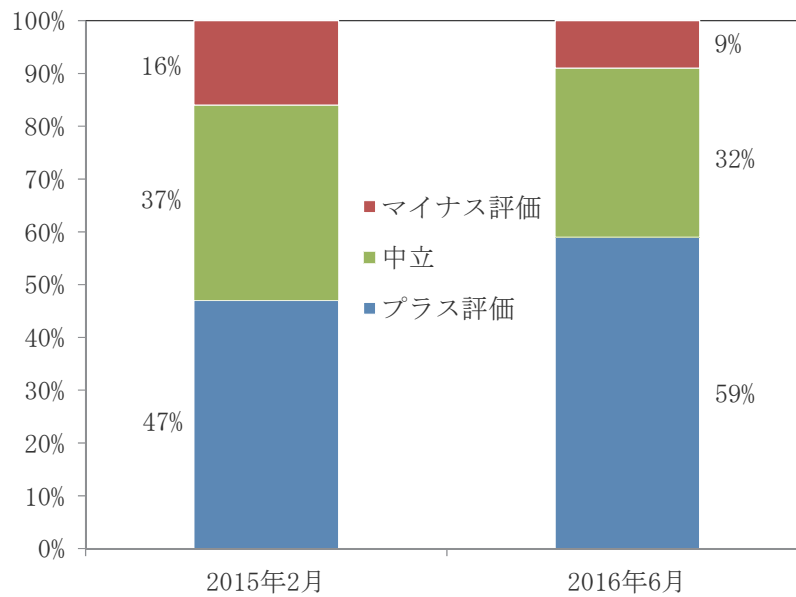
#### 4. 投資対象としての位置付け

プライベート・デットは、主に企業のデットへの投資であることから、企業の発行する株式へ投資を行い、キャピタルゲインの獲得を目指すプライベート・エクイティと比較すると、相対的にリターンとリスクが低いものの、エクイティよりも弁済順位が高く、デフォルトしない限りは高いインカムゲインを享受できる投資対象として位置付けられる。また、プライベート・デット投資は、他の債券資産と比較して、クレジットリスク、流動性リスクの高い投資であることから、期待できるインカムゲインの水準は、ハイ・イールド債はもとよりバンク・ローンよりも高い。

#### 5. 投資家動向

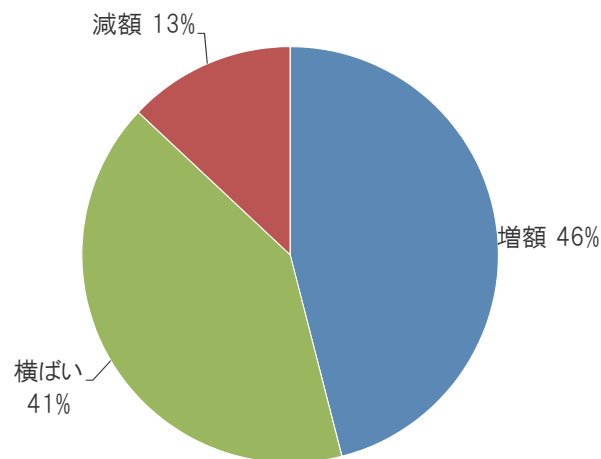
プライベート・デット投資について、オルタナティブ資産の調査会社である Preqin 社がグローバルの機関投資家に実施したアンケートによると、回答者の約6割がプライベート・デットにプラスの評価をしており、魅力ある投資対象として評価が高まっていることが示されている(図表6)。そして、このような高い評価を背景に、プライベート・デットへの投資拡大を検討している投資家が全体の半数近くを占めている(図表7)。プライベート・デットに投資実績のある投資家のうち、全体の4割近くが足元の資産配分が目標を下回っている(図表8)と考えることから、今後、機関投資家によるプライベート・デットへの投資はさらに拡大して行くものと思われる。

図表 6：プライベート・デットに対する評価



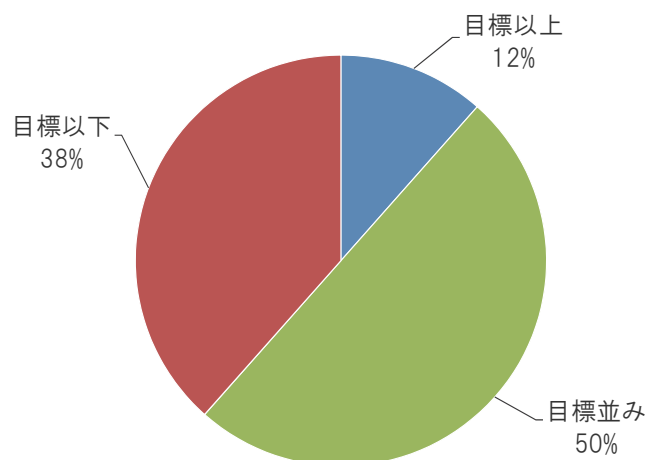
出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2H 2016／同1H 2015より三菱UFJ信託銀行作成。  
 対象となる投資家は年金、個人富裕層、保険会社等で所在地は欧米が中心。

図表 7：過去1年間と比較した今後の投資予定額



出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2H 2016より三菱UFJ信託銀行作成。  
 対象となる投資家は年金、個人富裕層、保険会社等で所在地は欧米が中心。

図表 8：目標資産配分に対する足元の資産配分状況



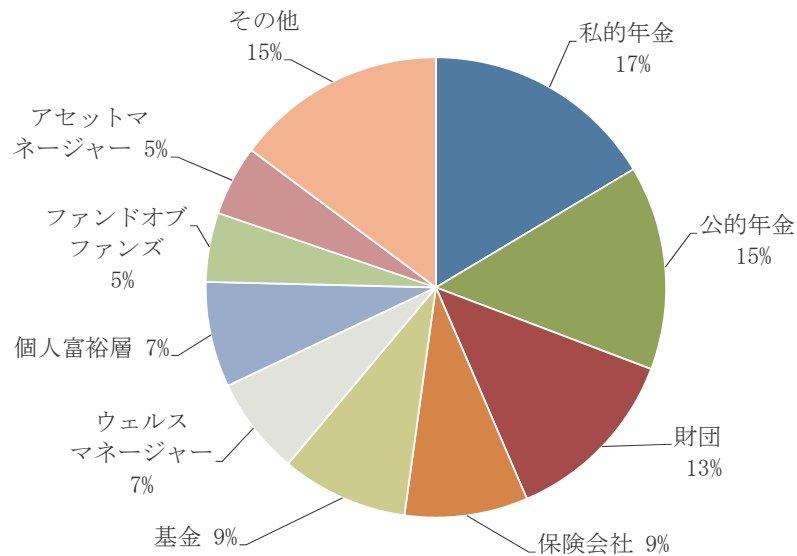
出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2H 2016 より三菱UFJ信託銀行作成。

対象となる投資家は年金、個人富裕層、保険会社等で所在地は欧米が中心。

投資家構成に目を向けると、現状、グローバルの投資家全体のおよそ3割を公的及び私的年金基金が占めており、米国所在の年金基金を中心に最大の投資家層を形成している(図表9、10)。背景として、年金基金は年金債務の割引率を上回る運用利回りを求める傾向が強く、プライベート・デットが現在の市場環境においては、比較的高い利回りを得ることが出来る数少ない投資対象の一つとして活用されていると考えられる。

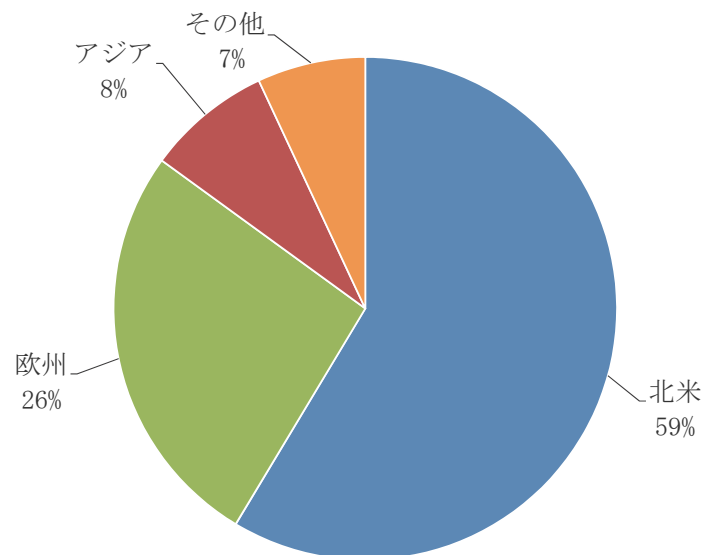
また、機関投資家は、分散の観点からアセットクラス毎に投資配分枠を決定した上でポートフォリオを構築することが一般的であるが、機関投資家の間では、プライベート・デットはオルタナティブ資産の一つとして分類されており、プライベート・エクイティの投資枠やその他のオルタナティブ投資枠の中から投資されることが多く、債券など伝統的資産の投資枠から投資を行う機関投資家は少数に留まっている(図表11)。

図表9：プライベート・デット・ファンドの機関投資家内訳



出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2H 2016 より三菱UFJ信託銀行作成。  
端数処理の関係から合計は100%にならない。

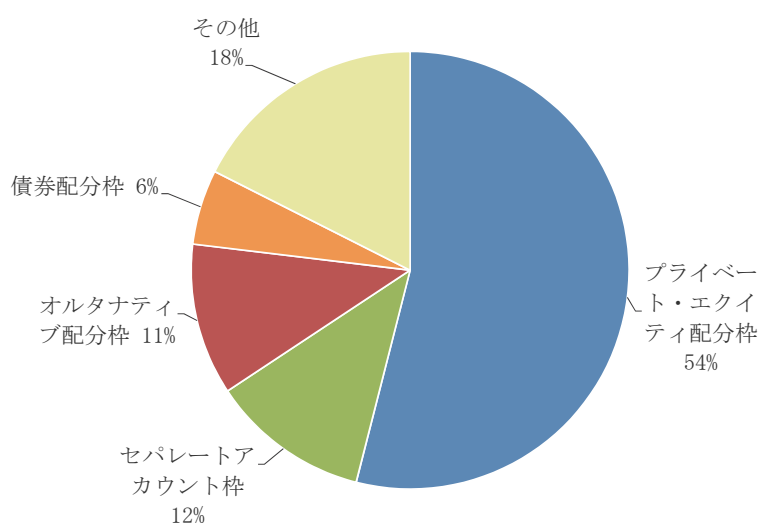
図表10：プライベート・デット・ファンドの機関投資家の所在



出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2H 2016 より三菱UFJ信託銀行作成。



図表 11: プライベート・デットに対する投資配分枠



出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2 H 2016 より三菱UFJ信託銀行作成。  
端数処理の関係から合計は100%にならない。

### Ⅲ. ファンドを通じたプライベート・デット投資

ここまでプライベート・デット投資の概要についてみてきたが、プライベート・デット投資を行うには、投資先企業の信用力を見極め、適切なコベナンツ(財務制限条項)設定によるデフォルトリスクの極小化等を行う必要があり、高度な専門性が要求される。以下では、プライベート・デット・ファンドの運用者や、運用資産額の推移、ファンドが投資を行う上での投資先企業のソーシング(案件発掘)手法やデューデリジェンス(案件の調査・分析)手法等についてみてみたい。

#### 1. プライベート・デット・ファンドの概要

プライベート・デット・ファンドとは、専門性を備えたファンド運用者が、機関投資家や個人富裕層から集めた資金で、企業のデットに投資を行い、得られた収益を分配することにより、投資家に還元するものである。投資先企業の発掘は、金融機関やプライベート・エクイティ・ファンド等との独自のネットワークを通じて行い、企業の財務体質や業績見通しの蓋然性等を検証の上、運用者の定める水準を満たすと判断された場合に投資を行う。ファンドからは複数企業へ投資を行うが、運用者はリスク分散を勘案しながら、投資先企業の業種や地域、規模等が過度に重複しないよう、選別的に投資を行う。それら投資先のデットからの利息収入により、高いキャッシュ利回り(インカムゲイン)の獲得を目指す。企業のエクイティに投資を行い、株式の値上がり益(キャピタルゲイン)の獲得を目指すプライベート・エクイティ・ファンドとは、この点において異なる。

図表 12 のように、大手プライベート・デット・ファンド運用者は、2010年1月から2015

年6月までに100億ドルを超える規模で資金を調達している。現時点では、大手運用者の多くはプライベート・デット市場の規模が大きい米国に所在しているが、足元では欧州のプライベート・デット市場も拡大しつつあり、欧州の運用者による資金も増加している。

図表 12: プライベート・デット・ファンドの主要運用者<sup>(※)</sup>

			【百万ドル】
	運用者名	本社所在地	調達金額
1	Oaktree Capital Management	Los Angeles	38,107
2	Lone Star Funds	New York	36,500
3	M&G Investments	London	30,634
4	Goldman Sachs & Co. Merchant Banking Division	New York	25,684
5	Apollo Global Management	New York	22,304
6	The Blackstone Group /GSO Capital Partners	New York	22,027
7	Intermediate Capital Group	London	18,260
8	Fortress Investment Group	New York	15,752
9	EIG Global Energy Partners	Washington DC	12,959
10	Oak Hill Advisors	New York	11,867

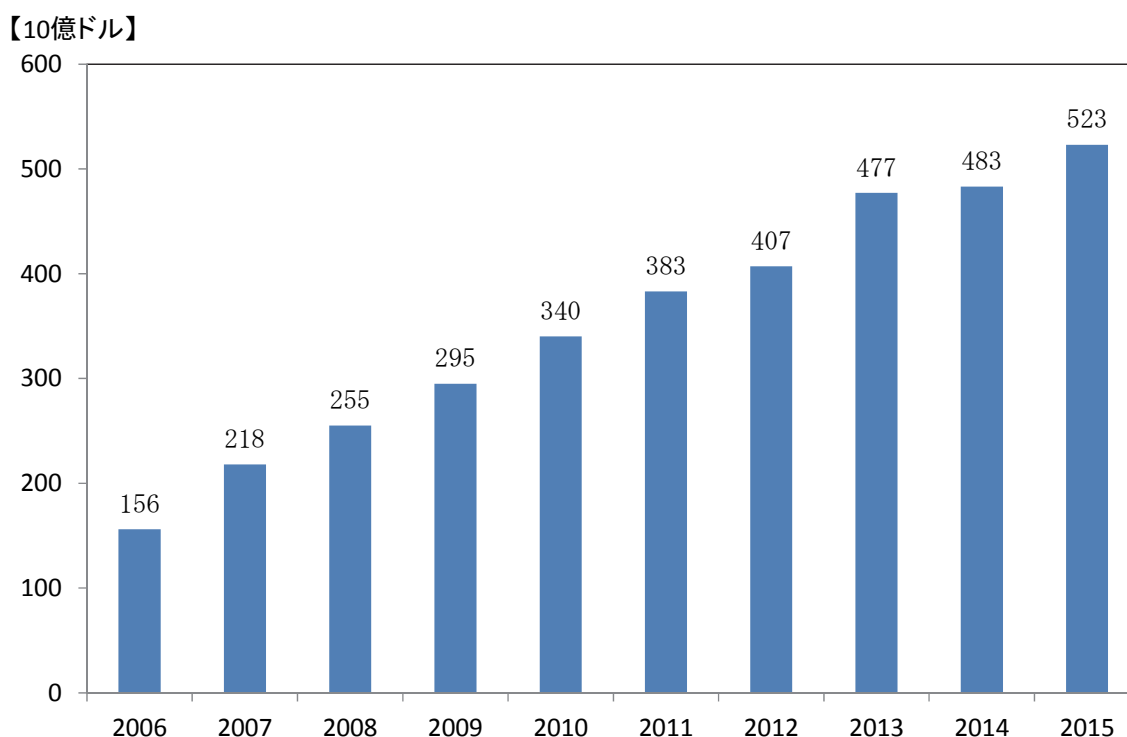
(※) 2010年1月1日から2015年6月1日までの資金調達額に基づくランキング。  
出所: 「Special Report The PDI 30」 Private Debt Investor (September 2015) より三菱UFJ信託銀行転載。

## 2. プライベート・デット・ファンドの運用資産額

銀行が信用力の低い企業に対する貸出を抑制していること等を背景に、プライベート・デット・ファンドの運用資産額<sup>2</sup>は右肩上がりに増加しており、2006年末時点で1,560億ドルであった運用資産額は、2015年末時点においては5,230億ドルに達し、この10年間で3倍以上の水準へと拡大している(図表13)。

<sup>2</sup>運用資産額とは、ファンドが投資中の案件の時価価値と、ファンドが調達した資金のうち未だ投資に回されていない金額の合計値。

図表 13: プライベート・デット・ファンドの運用資産額の推移



出所：Hamilton Lane 資料より三菱 UFJ 信託銀行作成。

### 3. プライベート・デットの主要な投資戦略

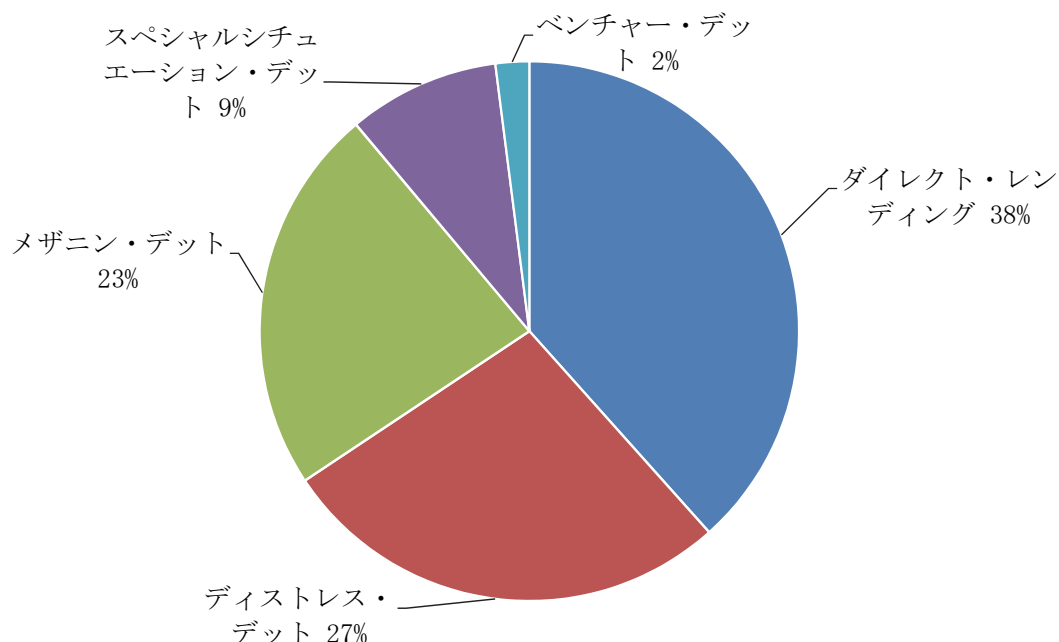
プライベート・デット・ファンドの中でも、投資先企業の財務状況や、投資対象の資産クラスに応じて、戦略が分かれる(図表 14)。2015 年に組成されたファンドの中で、最も多い戦略はダイレクト・レンディング、ディストレス・デット、メザニン・デットの3タイプとなっている。プライベート・デット・ファンドには、これらの主要な戦略を組み合わせる投資を行うファンドと、1つの戦略に特化して投資を行うファンドがある(図表 15)。

図表 14: プライベート・デットの主要な戦略

戦略	内容
ダイレクト・レンディング	中小型企業を主な対象とした劣後ローンを除いた融資
ディストレス・デット	財務状況が健全でない企業への融資
メザニン・デット	劣後ローン
スペシャルシチュエーション・デット	経営戦略に係る重要な出来事を契機に行うデット投資
ベンチャー・デット	設立後間もないベンチャー企業への融資

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成。上記は一般的な特質を示したもので、すべてが上記の特徴に合致するとは限らない。

図表 15: プライベート・デットの主要な戦略の内訳



出所：The 2016 Preqin Global Private Debt Report より三菱UFJ信託銀行作成。  
端数処理の関係から合計は100%にならない。

#### 4. ファンドによるソーシング(案件発掘)

プライベート・デット・ファンドの運用者は、企業の資金ニーズを自ら発掘し、投資を実行していく必要がある。そして、ファンドとして優れたポートフォリオを構築していくためには、選別的に投資を実行するとともに、業種や地域等の面で一定の分散を図ることが重要であり、そのためには、ファンド運用者が豊富な投資候補案件に関する情報を有していなければならない。したがって、流動性が低く、他の資産に比べ市場規模が小さいプライベート・デットへの投資においては、高い案件発掘能力が運用者に求められ、ファンドのパフォーマンスを大きく左右する要素と考えられる。

具体的な案件発掘の方法としては、運用者が資金需要のある企業に対して自ら直接働きかけるだけでなく、企業のエクイティ・スポンサーとなっているプライベート・エクイティ・ファンド、銀行、会計事務所、アドバイザーファーム、米国のBDC(ビジネスディベロップメントカンパニー)のような中小企業向けの投融資会社などといった、外部関係者とのネットワークが活用されている。こうした外部関係者とのネットワークは一朝一夕に構築できるものではなく、ファンド運用者には、信用力の低い企業に対する資金の供給者としてビジネスに継続的にコミットし、意思決定のスピードの早さや投資スキームの企画・提案力等における優れた運用者としての評価を維持していくことが求められる。

## 5. ファンドによるデューデリジェンス(案件の調査・分析)

プライベート・デットの投資対象は一般的に、格付けが無く信用力の低い企業であり、また、投資後の転売が難しい。そのため、投資対象企業の調査・分析の段階においては、投資対象企業の経営陣との面談や財務情報に基づく利益水準、負債比率、キャッシュフロー創出能力等の分析、ダウンサイドシナリオの検討等、慎重に企業分析が行われる。加えて、投資対象企業にどのようなトラックレコードを有するエクイティ・スポンサーがついているか、エクイティ・スポンサーが今後、どのような経営への関与を想定しているか、といった点についても検証を行う。

そのような分析を通じて把握した企業の信用力に応じて、利益金額、負債比率、固定費倍率、設備投資金額についての制限等、借り手企業に財務健全性の維持を求めるファイナンシャル・コベナント(財務制限条項)を課したり、借り手企業による新たな借り入れや資産の売却を制限するネガティブ・コベナント(制限・禁止条項)等を設定することで投資リスクを低減させる。ファンド運用者は投資対象先の分析結果や、投資条件の内容を総合的に判断し、最終的な意思決定を行う。

上記のとおり、ファンド運用者には、企業の資金ニーズに対して、限られた時間の中で適切な貸出スキームを提供する高い分析能力も求められる。

## IV. プライベート・デット投資のリスク

プライベート・デット投資は、投資対象が一般的に格付けのない信用力の低い企業へのローン債権であることから、クレジットリスクや流動性リスクを伴うが、これらのリスクの度合いは、投資対象となる企業の信用力やローンの種別・貸出条件によって異なる。また、ファンドを通じて投資を行う場合には、ファンド運用者が借り手企業との交渉によって条件等を設定していくため、リスクの水準は運用者の運用能力にも依存する面も大きいと考えられる。以下では、プライベート・デット投資における代表的なリスクについて触れる。

### 1. 信用リスク

一般的に景気が悪化する局面では、売上減少等に伴う企業収益の悪化から企業向けローンのデフォルト率は上昇する傾向にある。ファンド運用者は、景気悪化局面も念頭に入れてローンの種別や投資先企業のセクター分散を進めるべきであろう。投資資金の保全を図るために、投資実行時には財務制限条項(コベナント)の内容やローンに対するエクイティの潤沢さを示すデット・エクイティ比率等の財務内容を慎重に吟味する必要がある。

### 2. 流動性リスク

プライベート・デットの投資対象資産は、流通市場も存在する一部の企業向けローンと異なり、流動性は乏しい。ファンド運用者は、本投資にあたり、長期に亘る負債サイドのキャ

シュフローの管理等、ALM(アセット・ライアビリティ・マネジメント)の点からも配慮が必要であろう。

### 3. 為替リスク

他国通貨建のプライベート・デットに投資を行う場合は、為替リスクの管理が必要となる。プライベート・デットは企業のデットに投資を行うことから、通常の状態において原通貨ベースではインカムゲインの享受が可能であるが、為替ヘッジを行わずに投資を行った場合には、元本及び利息部分に対し為替リスクを負うことになる。

上記に加え、プライベート・デットは、株式や債券等の伝統的資産や、オルタナティブ資産の中でも、投資対象として認知されてからの歴史が浅く、長期のトラックレコードを有するファンド運用者は少ないため、リターンに関するデータの蓄積も限られている。したがって、ファンド投資を行うに当たっては、投資家は限られた情報や小さなユニバースの中から運用者間の比較や分析を通じて、有能な運用者を見付け出し、投資判断を行わなければならない。

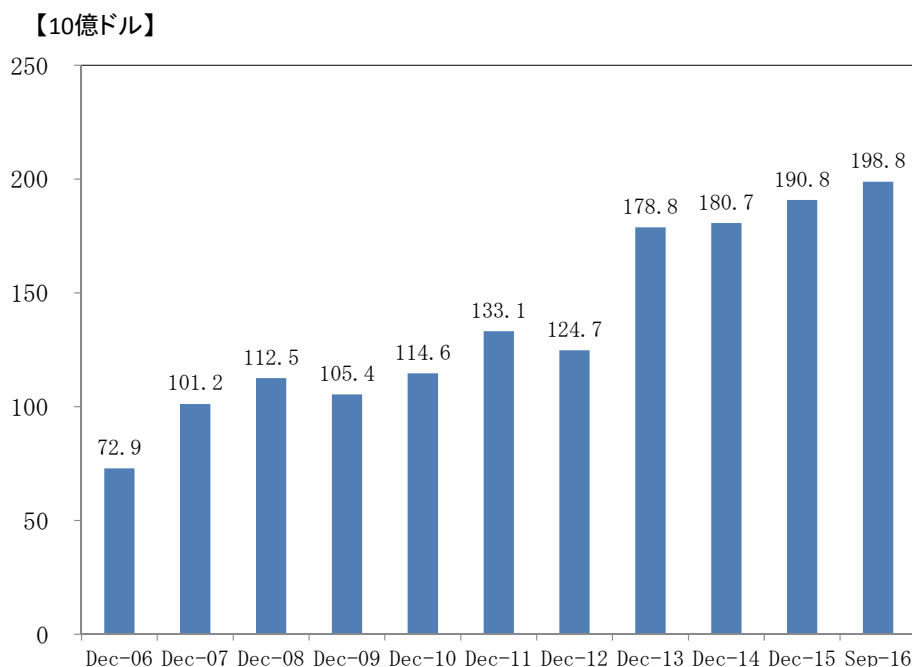
## V. 終わりに

最後に、現在の市場環境を踏まえ、プライベート・デット投資を行うに当たって投資家が留意すべき点について述べたい。

プライベート・デットは、本稿で述べたような高いキャッシュ利回りなど、魅力ある投資対象として認識されつつも、自ら投資を行うには案件発掘、投資スキーム構築、投資後のモニタリングや、投資に伴うリスクの管理等に相応の資源および高度な専門性を必要とするため、ファンドを活用した投資が現実的であると考えられる。

ただし、市場に目を転じると、2013年以降、プライベート・デット・ファンドが調達した資金のうち、未だ投資に回されていない資金であるドライパウダーが大きく増加している(図表16)。これは、運用者が投資機会をみつけて投資を実行する以上のペースで、投資家からの資金流入が続いていることを意味していると考えられる。

図表 16：プライベート・デット・ファンドのドライパウダー累積



出所：The Q3 2016 Preqin Quarterly Update Private Debt より三菱UFJ信託銀行作成。

ドライパウダーが増加し、高い水準にある状況では、投資先の発掘においてファンド運用者間の競争が従来よりも厳しくなる傾向にあり、かつ、ファンド運用者には資金を消化したいというインセンティブが働きやすい。

このような状況においては、ファンド運用者に対して、投資規律を堅持したファンド運営が求められ、その上で、リスクに見合った適切なリターンが得られる投資案件を発掘しなければならない。ファンドの投資家は、個別投資先企業の信用力分析、景気悪化時に価値が大きく毀損しない財務制限条項(コベナンツ)を含めた適切な投資条件の設定、十分に分散されたポートフォリオの構築といった点を確実に遂行できるファンド運用者を選別し、投資規律が遵守されていることを継続的にモニタリングしていく必要がある。

「低金利環境下での運用難」という環境が継続している中、プライベート・デットは比較的高いインカムゲインをもたらす投資対象として投資家からの注目が集まっている。そのような状況下、プライベート・デット・ファンドへの投資検討に際し、投資家はプライベート・デットの投資対象としての特性のみならず、ファンド運用者の投資実績や投資手法を十分に精査すべきであろう。

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

## 【参考文献】

- ・ 「バンクローン投資の魅力について」 (2016年11月) 三菱UFJ信託銀行株式会社
- ・ 「Private Debt in 2015 : Thinking Outside the Bank」 Brown Brothers Harriman, Preqin
- ・ 「MIDDLE MARKET DEBT : THE LONG VIEW」 (July 2016) BLACKROCK
- ・ 「The Rise of Private Debt as an Institutional Asset Class」 (September 2015) ICG, CREATE, Preqin
- ・ 「Private debt : The opportunity for diversification with illiquid assets」 (Summer 2016) TIAA Global Asset Management
- ・ 「Special Report The PDI 30」 (September 2015) Private Debt Investor
- ・ 「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」 (『野村資本市場クォーターリー』2004年秋号) 野村資本市場研究所



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）