

プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」

二上季代司

近年、プライベート市場について言及される事例が増えてきた。プライベート市場とは公開（パブリック）市場に対置される言葉で「非公開市場」と訳される場合もあるが、その対象はかなり幅広い。運用対象は非上場株、低（または無）格付企業向け債券・融資、不動産、インフラ、実物資産など多岐にわたる。それらは、上場株や投資適格債券のような市場性はなく、開示等の透明性も低いなどの特徴がある。

このため従来、投資家は「プロ」⁽¹⁾に限定されてきた。したがって、プライベート市場について、一般の投資家はあまりなじみがなかったのである。ところが、一昨年あたりから、富裕層や中堅法人等の「セミプロ」への販売、さらにはプライベート資産を組み入れた公募投信がみられるようになった。つまり投資家層に広がりがみえてきたのである。そこで、以下ではこれについて取り上げることとした。

1 プライベート投資の定義

プライベート市場（投資）⁽²⁾に関する定まった定義は無いようである。しかし以前からこれと類似した（あるいは一部重なる）「オルタナティブ投資」とか、「シャドウ・バンキング」といった用語が使われてきた。そこで、これと比較してみれば、ある程度、何を意味しているかが理解できるのではなからうか。

【オルタナティブ投資、Alternative investments】

オルタナティブ投資とは、直訳すれば「代替投資」である。株式や債券以外の不動産、コモディティ等がイメージされる。「代替投資」が注目されたのは、「リスク・ファクター」が異なるため、株式や債券との「相関」が低くリスク分散の有効性が認められるということであった。

「プライベート市場」の投資対象は不動産やインフラ（太陽光発電所など）ファンド等、株式、債券のような伝統的資産とは異なるものを含み、オルタナティブ投資と重なる面がある。論者によっては、ほとんど同じような意味合いで使われる場合もある。にもかかわらず、あえて「プライベート」と呼称する理由は何か。

プライベート市場には未公開株や低格付け（無格付け）デッドも含んでおり、リスク分散を目的とするよりも信用リスクや流動性リスクを積極的に行うことで超過リターン（アルファ）を追求する意味合いもある。流動性がないだけに、本来は長期運用になる。ヘッジファンドは取引手法に着目した商品分類で、先物や外為等の短期売買が多く、通常は「プライベート」には含まれない。それもオルタナティブ投資と違う点だろう。

【シャドウ・バンキング、Shadow Banking】

一方、「プライベート投資」の直接の対象は「ファンド」の形式をとっている。アセットマネージャー（投資顧問等の運用機関）がファンドを組成し、そのファンドに未公開株や低（無）格付けデッド、不動産、インフラ等を組み入れ運用する。その運用成果を投資主体であるアセットオーナー（年金基金や保険会社、金融機関等の投資家）が享受する。

投資対象には市場性のないものが多いため、購入と解約は運用期間中（通常、一〇年間）は原則不可とされる。また仕組みが複雑でリスクも高いため「プロ」の投資家に限定し、最低投資単位もかなり高額（通常、一億円以

上)に設定している。

ところで、プライベート投資の場合は、投資家の資金はファンドを經由して流れていく。融資も銀行を經由しながら(「disintermediation」)。したがって銀行以外の者が銀行の機能を果たすという意味では「シャドウ・バンキング(影の銀行業)」に類似しているともいえる。現在、使われている「シャドウ・バンキング」の用語の由来をたずねてみると、サブプライムローン問題にいきつく。

欧米の金融機関が連結対象から外せる「ペーパー・カンパニー」を作り、それが短期のCPを発行してサブプライムローンを組み込んだ証券化商品を購入し、それが破綻して大問題となった。短期借りの長期運用の典型であり、流動性リスクと信用リスクを実質的に抱えていたのは銀行であったが、連結から外して金融当局の監督から免れていたのである。だから「シャドウ・バンキング」と呼ばれ、金融監督の枠外の金融仲介という意味に使われる。

今日では、「シャドウ・バンキング」は、銀行以外の、金融監督下にはない者の金融仲介を指す用語として、かなり広く使われており、プライベート投資も、それに含まれるだろう。ただ、サブプライム問題当時のように、「短期借りの長期貸し」によってファンドが直接、流動性リスクを負うようにはなっていない。リスクを負担するのは投資家である。

以上のように「オルタナティブ投資」や「シャドウ・バンキング」と重ね合わせながら「プライベート投資」の性格を確認していけば、なんとなくイメージが出てくる。つまり、きわめておおざっぱであるが、プライベート市場とは、伝統的な上場株や投資適格債券と異なっており、流動性が低く信用リスクも高い資産への投融資を包括

した概念である。こうした高いリスクは、導管体である「ファンド」を経由して、投資家が直接、負担する。

そこで次の問題は、このような「プライベート投資」がなぜ拡大してきたのか、それが「プロ」の投資家にとどまらず、セミプロやさらに一般投資家にまで拡大するにはどのような工夫が必要だったのか、それをみよう。

2 プライベート投資の種類

プライベート投資の規模は、純資産残高とドライパウダー（待機資金）あわせて一二・九兆ドル（二〇二二年）とされており、地域的には米国が圧倒的に大きい。その種類は①バイアウト、②グロース、③ベンチャーキャピタル、④クレジット、⑤実物資産（不動産、インフラを含む）に分けられている。この数字と種類分けは、PGIM社によるものだが、他の業者もほぼ同様で、これが業界の一致した認識だと考えられる。

【PEファンド】

これらのうち①～③までは「プライベート・エクイティ（非上場株）」と総称され、これらに投資するファンドは「PE (Private Equity) ファンド」と呼ばれる。ただし、非上場企業のステージは異なるために三つに分類される。①は買収して非上場となったものである。②と③は新規事業を立ち上げた未上場企業であるが、②は、事業が軌道に乗り、PEファンドにとってIPOやM&Aによってエグジット（出口）を検討する段階（「レイターステージ」）に入っている企業を指している。「ユニコーン」と呼ばれる企業価値一〇億ドル以上の未上場企業などがこれに該当するのだろう。

技術革新ならびに産業構造の変化の中で、一方ではM&Aによる事業の組み換えが増えており、他方では新規事業を立ち上げる企業も増えてきたこと、そして超金融緩和の中で投資家サイドが投資意欲を高めていることが、

PEファンドの成長拡大の背景になっている。プライベート市場の大部分は、このPEファンドが占めている。

【プライベート・クレジット（又はデッド）】

低格付けや無格付け企業に対してファンドが行うデッド（融資等）を「ダイレクト・レンディング」とか「プライベート・クレジット」とよばれる。普通に考えれば企業向け融資は銀行の本業業務である。にもかかわらず、銀行抜きで投資家の資金がファンド形式で直接、企業融資に回される。そこでこれを「ダイレクト・レンディング」と呼ぶ。あるいは、銀行のシンジケートローンのようにには売却できず流動性がないので「プライベート・クレジット」とも呼ばれる。

では、なぜ銀行が融資せず、ファンドが行うのか。

その理由の一つは「金融規制の強化」である。リーマン・ショック以来、自己資本規制が強化され、金融機関の資本コストは上昇している。この結果、低格付けや無格付け企業向けの融資（レバレッジド・ローン⁽⁵⁾）に銀行は消極的にならざるをえない。

他方、PEファンドとりわけ企業買収ファンドは、買収先企業の資金調達のためローンを必要とするが、格付けが低い（あるいは無い）ため銀行融資を受けにくい。そこで、自ら組成したPEファンドに（あるいは新しく組成したファンドに）ローンを組み入れるケースが増えたのである。また、昨年春まで続いた超低金利状態の長期化で「利回り追求（Yield hunting）」を強めた機関投資家が、PEファンドを組成している運用会社からの案件紹介に積極的に対応して投融資に応じたのである。

【不動産、インフラなど実物資産】

このほか、不動産向け融資や再生可能エネルギー関連のインフラ向け融資がファンド形式で行われている。不

動産融資も銀行の本来業務だが、「プライベート」が増えているのは、「コア不動産」⁽⁶⁾よりも土地開発やビル建設、劣後債などリスクの高い不動産向けローンである。こういったリスクの高い案件に対してアメリカの銀行は自己資本規制の面から消極的になっているのである。

またIEA（国際エネルギー機関）によると、二〇五〇年〇%ネットゼロを実現するためには一〇〇兆ドルのインフラ投資が必要とされている。加えて昨年の米国インフレ抑制法（Inflation Reduction Act of 2022）は、インフレ抑制のほかにエネルギー安全保障や気候変動対策を迅速に進めることを目的とした法律である。温暖化ガス排出量の実質ゼロに向けたインフラ整備へ連邦政府が税額控除や補助金の形で五〇兆円規模の支援を行うと報道されている（日本経済新聞四月八日）。こうした動きは今後、インフラ・ファンド拡大を後押しするものと期待されている。

3 プライベート投資の「ゲートキーパー」

以上のように、プライベート投資の拡大は銀行の後退（自己資本規制強化、最近では米国中堅地方銀行の経営不安等）、機関投資家の利回り追求、気候変動対策のインフラ投資などが背景となっている。その背景や促進要因をみても、市場拡大は米国が主導していることがわかる。

わが国では以前から、外国籍のファンドを輸入する形で機関投資家が投資する動きがみられた。それが最近になってプロの範囲を超えた投資家層拡大の兆候がみられるのである。そこで役割を期待されるのが、ゲートキーパーである。

【ゲートキーパー】

ゲートキーパー (Gatekeeper) とは、文字通り、怪しげな者を通さず信用できる者だけを通す「門番」である。プライベート投資は、仕組みが複雑でリスクの高いファンドへの投資である。それだけに投資に際しては、運用対象やファンドの仕組みを精査してその可否を決めなければならない。さらに投資決定に至れば、その後のモニタリングやファンド管理を行う必要がある。他方、ファンドを組成する運用業者も、潜在する投資家を探索し、募集前にファンドの内容説明を行う必要がある。

そこでおのずから、運用業者と投資家の間に介在して、投資家のためにプライベート投資案件の精査、評価、取捨選別のアドバイス等を行う業者が現れる。そのような業者は一般に「ゲートキーパー」と呼ばれる。それ自体は投資助言に相当するので、金融商品取引業として登録する必要がある⁽⁷⁾。

「ゲートキーパー」は、投資家サイドに立った呼称だが、実際にはファンド組成側にとつても、募集勧誘を行ううえで利用価値の高い存在である。投資家ニーズや顧客属性を知りうる立場にあるためである。そして顧客紹介は「募集行為」に相当するため、第一種または第二種の金融商品取引業者のなかにはファンド組成側に立った「ゲートキーパー」もかなり存在する⁽⁸⁾。

その存在は、プライベート投資が「プロ私募」にとどまっている段階でもみられるのだが、投資家層が拡大するにつれ、その役割は大きくなっていく。

【プロ私募ファンド】

ファンドの組成・運用業者がプロの投資家に直接、自己募集する場合には、金融商品取引業者の介在を必要としない。金商法は、「ファンドの出資者に一名以上の適格機関投資家があり、それ以外の一般投資者が四九名以

下である場合」には、ファンドの組成・運用・販売には金融商品取引業の登録が免除され、届け出だけで営業可能である、とする。⁽⁹⁾ 一般にファンドの組成・運用には「投資運用業」の登録が、その販売には第二種金融商品取引業の登録が必要だが、それが免除され、届け出だけでよいとされる。

その結果、過去において、名目的に一人の適格機関投資家に募集し、残りの四九名について個人投資家を勧誘してトラブルになる事例があった。そこで二〇一五年、金商法が改正されて適格機関投資家以外に募集可能な投資家は一般投資者ではなく「投資判断能力を有すると見込まれる一定の者等」に制限されることとなった。つまり勧誘できる「非プロ」投資家は一般個人投資家ではなく、富裕層（投資性金融資産一億円以上を保有かつ証券口座開設一年以上）などに限定されることとなった。その結果、ファンドの組成・運用業者は、適格機関投資家以外の投資家が一般投資家ではなくセミプロの条件を満たすかどうか、個別にチェックする必要があるのが出てくるのであった。

4 ゲートキーパーの役割拡大

こうした投資家の属性チェックや投資家管理を合理化するためにとられている手法が「ファンド・オブ・ファンド」である。

例えば、投資運用業者や信託銀行がセミプロ四九人までを含むプロ向け私募ファンドを設定し、これが、PEファンドやインフラ・ファンドなどに投資して管理する方法である。私募ファンドの勧誘や運用成績の説明は証券会社が行う。こうすれば、PEファンドなどの組成業者にとって、投資家は適格機関投資家（私募ファンド）一人となる。エンドユーザーである投資家を勧誘することなく、かつ属性を気にすることもない。私募ファンド

をさらに二つ、三つと設定していけば、PEファンドやインフラ・ファンドの規模拡大に 대응することができる。こうした手法は、三菱UFJフィナンシャルグループが傘下の信託銀行と証券会社の協業で行っている。⁽¹⁰⁾

第二に、これをさらに一歩進めて、公募投信を設定し、そこに非上場不動産ファンドやプライベート・クレジットファンドを組み入れる方法である。野村、大和の大手二社が取り扱っているもので、最低ロット五万ドル程度に下げ、解約制限期間を緩めて、かなり幅広い投資家層から募集を受け付ける方法である。

前述したように、プライベート投資は市場性が乏しく、運用期間中は解約できない。また出資を約束した投資家から必要に応じて「Capital Call」を行って資金を調達するので追加設定はしないことになっている。しかしこうしたやり方は一般の投資家には不向きである。そこで、両社の公募投信は、信託期間五年、購入は月一回の追加型、換金（買戻し）は野村の月一回（大和は四半期一回）とし、換金額も四半期ごとに残高の5%に制限している。購入（および換金）価額は申込み当月末の評価額となっている。⁽¹¹⁾

こうして一般の公募投信よりは購入・換金に制限が多く最低ロットもやや高額だが、プロに限定されてきたプライベート投資をセミプロさらには富裕な個人投資家層にまで普及させる仕組み作りが進んでいる。その際には、ファンド組成運用業者と投資家の間に介在する広い意味での「ゲートキーパー」の役割が一層、求められることになる。業態的には、ファンド・オブ・ファンドの組成（投資運用業）、投資助言業、ファンドや投信の販売業（第一種、第二種）である。つまり、アセットマネジメント、信託、証券会社など金融商品取引業者の存在意義が一層求められるということである。

小括

プライベート投資は、趨勢的には拡大する傾向にある。それが現実化する過程では投資家層の広がり（プロからセミプロ、さらには一般富裕層へ）を伴うだろう。それはまた、証券会社や信託銀行、運用業者、助言業者等が「ゲートキーパー」の役割を求められるプロセスでもある。その場合には、ファンド・オブ・ファンド組成に伴う運用管理費用のほか、募集に伴うコンプライアンスの負担（それは販売手数料としてカバーされる）が上乘せされることになる。ユーザーにとつての最終利回りは、そうした追加のコストを控除した残りということになる。したがって、プライベート投資の一層の広がり が現実になるかどうかは、そのために追加的に求められるコストがどの程度に抑えられるかによるだろう。

注

- (1) 「プロ」の投資家とは証券投資に専門的な知識、経験を有するものとされ「適格機関投資家」と定義される（金融商品取引法二条三項一号）。その詳細は「金商法二条の定義に関する内閣府令」一〇条で列挙されている。また、これよりやや広い定義（「特定投資家」）があるが、これには国家や日本銀行、投資者保護基金もふくまれる（金商法二条三二項、および「内閣府令」二三条）。
- (2) そのほかプライベート投資とか、プライベート資産とも呼ばれる。市場性が欠如しているのだから、むしろ、プライベート「投資」と呼んだ方がよいようにも思われるが、慣例に従って、「プライベート市場」（場合によって「プライベート投資」）と呼称する。

(3) J_PGM_Megatrends_New Dynamics of Private Market_ver3_20221031.pdf (pfichd.com)

- (4) 例えば「Pregin オルタナティブ投資動向 二〇二三年」を参照。なお、「ドライパウダー (Dry Powder)」とは、投資家が出資を約束したものの、実際にはまだ資金を拠出していない資金枠である。ファンド組成時には物件を一括して取得できない場合が多く、取得する段になってファンドは投資家に資金拠出を要請する(これをCapital Callと云う)。
- (5) 一般に、投資適格未満のうちダブルB格を「ハイイールド」、それ以下は「レバレッジド」と呼ばれる。シングルB格以下の企業は負債比率(レバレッジ)が高いための呼称と思われる。
- (6) 「コア不動産」とは、安定した賃貸収入が見込まれる不動産を指す。
- (7) 例えば三井物産オルタナティブインベストメンツ、三菱UFJオルタナティブインベストメンツ、アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ等の業者があげられる。
- (8) 前掲、三井物産系、三菱UFJ系の投資助言業者は第一種、第二種の金融商品取引業者でもあるが、外資系の第一種業者では、海外親会社(運用業者)のために顧客紹介や商品説明などを行っている業者が認められる。現状、プライベート投資の案件は海外からの輸入も多いためである。
- (9) 金融商品取引法六三条一項、二項。
- (10) 『日本経済新聞(電子版)』二〇二一年一月二六日
- (11) 交付目論見書「ブラックストーン米国不動産インカム投信」および「ダイワ・ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド」より。なお野村の場合は換金申込みを月一回としており、毎月の換金額上限も残高二%(四半期で五%)に抑えている。

(にかみ きよし・特任研究員)