

IOSCO “プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” の紹介

目次

I. はじめに

II. 拡大するプライベートファイナンス（エクイティ、クレジット）

1. プライベートファイナンスの特質と近年の動向
2. グローバルなマクロ金融環境の影響
3. 業界環境変化の影響～資金配分減少と選別性の高まり、戦略の変化、循環増幅性

III. プライベートファイナンス市場の不透明さ

1. 不透明な価値評価と脆弱性
2. 不透明さと利益相反

IV. プライベートファイナンスでのレバレッジの利用

1. 投資対象企業のレバレッジ
2. ファンドのレバレッジと脆弱性

V. 市場のインテグリティへの脅威

1. プライベートクレジット市場で起こりかねない問題
2. ポートフォリオの調整
3. 流通市場の状況、個人投資家への提供での課題

VI. パブリック市場へのリスク伝播の可能性

1. パブリックとプライベートの境界線のぼやけとリスクの伝達経路
2. 高金利環境で増大する信用リスク

VII. 報告書の主な結論

2023年11月13日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

IOSCO “プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” の紹介

要約

IOSCO の “プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” 報告書を紹介する。プライベートファイナンスは、プライベート投資ファンド（プライベートエクイティ（PE）、クレジットファンド）が主にアレンジする。PE は VC やバイアウトを含み、株式を購入して会社の所有権を保有し、会社は非上場化されるか活発な取引はされなくなる。プライベートクレジットは、ノンバンクの貸手から中小規模の企業に相対交渉で信用供与され、銀行の仲介はなく、貸出、債券、中期債（ノート）、私募証券化などの形態がある。

プライベートファイナンスは、世界金融危機後に成長し、ファンドのグローバルな運用資産残高は 2022 年までの 4 年間で 2 倍近くに増え、2022 年下半期に 12.8 兆ドルに達した。エクイティとクレジット合計の運用資産残高は、2000 年以降に 15 倍になりパブリック株式市場の時価総額の伸びを上回ってきた。ただし、市場規模（金額）はまだ相対的に低い。

プライベートファイナンスの規模と範囲は法域で異なるが、米国市場がプライベート市場の運用資産残高の 54% 以上で、欧州（20%）とアジア市場（22%）にもかなりの投資がある。中国ではプライベート投資ファンドが成長し金融システムの重要な一部になっている。一方、新興市場諸国では、プライベートファイナンスはあまり確立していない。

2022 年以降の経済環境変化による金利上昇が影響して、プライベートファイナンスの魅力は相対的な低下が予想される。2022 年の資金調達額は、前年から 10% 減少して 1.4 兆ドルだった。また、PE のエグジットの環境は困難なものになっており、2022 年のグローバルなエグジットは前年比で 32% 減少し、PE が支援する IPO は 68% 以上減少した。新しいエグジット経路としては、セカンダリー市場での案件の増加が予想される。

プライベートファイナンスは透明性が欠け、リスク評価が難しい。利益相反の懸念もあり、デットとエクイティなど異なる商品の投資家間の利益相反、価値評価や取引交渉でも利益相反がある。なお、資金調達源を広げるためリテール投資家への提供を目指す動きがあるが、透明性の欠如が課題である。投資商品がより規制されるなどの負担が伴うとみられる。

プライベートファイナンスの全側面をカバーするデータがなく、リスクの伝播を描くことは難しいが、投資銀行がプライベートクレジットへのレバレッジ提供を行い、幅広いカウンターパーティと取引している。適切に管理されなければ、プライベートファイナンス関連のレバレッジが損失を増幅し、幅広い市場でのストレスを引き起こしかねない。

IOSCO “プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” の紹介

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 佐志田晶夫

I. はじめに

IOSCO の報告書 “プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析⁽¹⁾” を紹介する⁽²⁾。プライベートファイナンスの定義は様々だが⁽³⁾、IOSCO はノンバンク投資家が企業に相対で資本や貸出を提供する活動を含むとしていて、下記のような特徴がある。

- ・プライベートファイナンスは、主にプライベート投資ファンド（プライベートエクイティ（PE）、クレジット等）を通じてアレンジされるが大手機関投資家の直接投資もある。
- ・プライベート投資ファンドは、年金基金、保険会社、寄付基金、富裕層の個人やファミリーオフィスなどから資本を調達し、投資家はかなりの額を長期間コミットすることを求められる（PE では最低投資額は 25 百万ドル、期間は 5～10 年）。
- ・一部の法域ではリテール投資家からも資本調達し、その場合の最低投資額はかなり低い。

報告書はプライベートエクイティ（PE）、プライベートクレジットに焦点を合わせている。

- ・PE は、ベンチャーキャピタル（VC）やバイアウトファンドを含む。PE 投資は株式を購入して会社の所有権を保有、会社は非上場化か活発な取引がされなくなる。
- ・プライベートクレジットでは、ノンバンクの貸手から中小規模の企業に相対交渉で信用供与され、銀行の仲介はなく貸出、債券、中期債（ノート）、私募証券化など様々な形態がある。
- ・プライベートクレジットは戦略別に、ダイレクトレンディング、ディストレストデット、メザニンファイナンス、ベンチャーデット、ストラクチャードファイナンスなどがある。
- ・“プライベートクレジット” は、“プライベートデット”、“ダイレクトレンディング”、“オルタナティブレンディング” または、“ノンバンクレンディング” と互換的に用いられる。

図表 1 は、プライベートファイナンスと他の資金調達手段との主な特質を比較したもの。PE とプライベートクレジットは、密接な相互関連や重なり合うことがあり、パブリックな証券市場や銀行の活動と関連することもある。銀行は、PE ファンドやプライベートクレジットファンドに貸出すことがある。プライベートクレジットファンドは、銀行の仲介なしに直接レバレッジドローンに投資し、シンジケートローン市場を代替する働きがある。

1. IOSCO : “Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance” ,September 2023 を参照。

2. 本稿作成に当たっては、プライベートファイナンスに関連する各種文献、特に日銀レビューの 22-J-15、金口、河上、長谷部、小川 “ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて” 2022 年 10 月、22-J-2、直野、渡邊 “私募インフラファンドの特徴・リスク” 2022 年 2 月及び、22-J-1、直野、渡邊 “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—” 2022 年 2 月を参考にさせていただいた。

3. 二上季代司：“プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」” 当研究所, 証研レポート No.1738, 2023 年 6 月を参照。

図表1：プライベートエクイティ及びプライベートクレジットと他の資金調達手段の比較

	プライベートエクイティ及びプライベートクレジット	パブリックエクイティとパブリックデット及び証券化	銀行（投資銀行）が仲介するプライベートファイナンス
調達手段の種類	非上場株式、貸出、債券（ボンド）、中期債（ノート）、私募証券化も含むことがある	上場株式、社債及び政府債、パブリックな証券化発行	広範なシンジケートローン（BSL、レバレッジドローンとしても知られる）とCLOを含むプライベート証券化が含まれる
パブリックプロスペクタス	ない、例外あり—プライベートクレジットに投資するファンドはパブリックプロスペクタスがある場合もありうる	ある	ない、ただし例外あり—プライベートクレジットに投資するファンドではパブリックプロスペクタスがある場合もありうる
典型的な投資家	主にプライベート投資ファンドがアレンジする。通常は資本の提供はノンバンク投資家。資本が直接提供されることもありうる。主にホールセール投資家だが、一部の市場ではリテール投資家も投資できる	銀行とノンバンク投資家、ホールセールとリテールあり	銀行とノンバンク投資家、一般的にはホールセール
販売／仲介	狭い範囲に販売（相対、直接）—銀行は仲介しない。通常はプライベートファンドが資金調達をアレンジするが、大手機関投資家の直接投資も可能	幅広く販売される—通常は銀行（投資銀行）が仲介する	適度に販売される—通常は銀行（投資銀行）が仲介する
典型的な借手	プライベートクレジット—SME（中小企業）またはミドルマーケット企業、ただし、より大手の確立した企業も対象にし始めたプライベートエクイティ—SME（中小企業）、ミドルマーケット企業と大手企業	大手企業	BSL—ミドルマーケットの上部及び大手企業での投資不適格グレードのビジネス。プライベート証券化では様々
資本コスト、利回り	通常はより高い—例えば、プライベートクレジットは通常はシンジケートローンやパブリックデットの利回りにプレミアムをのせる	通常はより低い	様々—BSLの利回りは、通常はパブリックデットよりも高いがプライベートデットよりは低い
時間軸	より長い—投資家は普通、数年間資本をコミット（プライベートエクイティは5～10年。プライベートクレジットは5～8年または永久）	より短い	様々
活発な流通市場があるか？	ない—投資は典型的には譲渡できない。流通市場の機会は通常は限定的。流動性は低い。	ある—投資商品は譲渡可能であり、流動性は通常は高い	様々—一部の区分では流通市場は活発、例えば、BSLやCLO。パブリックファイナンス市場よりは流動性は低い
資産価値と価格発見	あまり更新されない—価格変更は遅れる	頻繁—例えば、時価評価	様々—例えば、BSLは相対的には頻繁
格付けの使用	格付けされていない	格付けされる／通常は格付けされる	様々—BSLとCLOは通常は格付けされる
透明性（報告及び開示）	低いか全くない	高い	様々
典型的な借入条件	より柔軟性があり、個別化された条件	標準化されている	標準化されている
デール実行にかかる時間	より短い	より長い	変動する

〔出所〕 IOSCO：“プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” 最終報告書、2023年9月、Table1より

II. 拡大するプライベートファイナンス（エクイティ、クレジット）

1. プライベートファイナンスの特質と近年の動向

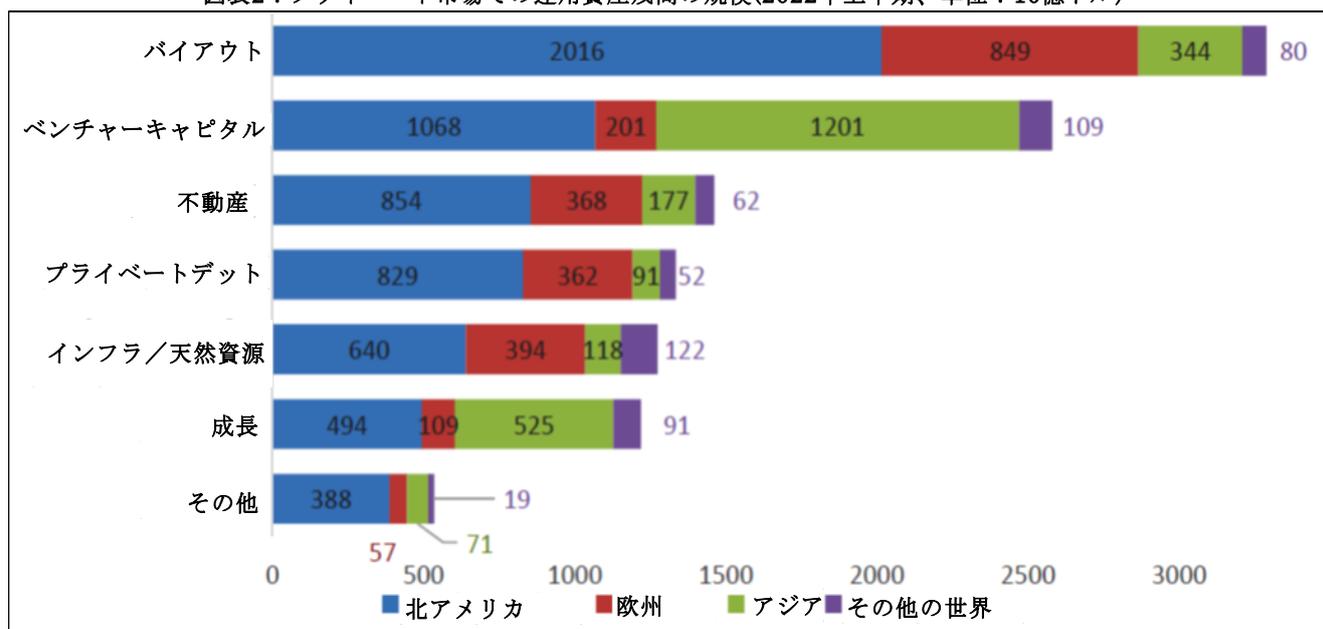
プライベートエクイティとクレジット投資は、通常、非流動的でありクローズドエンド型ファンド構造で満期保有され、典型的な形態はリミテッドパートナーシップである。

PE ファンドの当初契約期間は 10 年が一般的で（延長もあり）、最初の 4～6 年が投資期間に対応する。プライベートクレジットファンドでは、契約期間は通常 5～8 年で、最初の 3～4 年が投資期間になる。投資期間中は、運用者はファンドに投資を提供し投資家がコミットした資本を引き出す。投資期間以降は、手数料や経費支出、継続の投資など以外で未使用の資本を引き出すことはない。この期間に運用者は、“収穫” またはファンドの投資のエグジットの実現と収益の投資家への分配に注力する。

プライベート市場では流動性変換は限定的であり、投資が実現するまで資本と利益は投資家に分配されない。ファンド運用者が、投資の実行や分配のタイミングを管理する。ただし、投資家がサイドレター条項で交渉することもある。一般的には、プライベートファイナンスは、投資家に償還の権利を提供していない。ファンドが清算される前には、流通市場での取引を除けば、投資家はファンドの持ち分を処分する方法がない。

プライベートファイナンスの規模と範囲は法域によって異なる（図表 2）。米国市場はプライベート市場の運用資産残高の 54%以上だが欧州（20%）とアジア市場（22%）にもかなりの投資がある。ただし 2022 年にアジア太平洋を基盤とした PE ファンドは上位 300 中

図表2：プライベート市場での運用資産残高の規模(2022年上半期、単位：10億ドル)



〔出所〕 IOSCO：“プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Figure3より(元の資料はMcKinsey(2023), Private Markets Annual Review, Exhibit2)

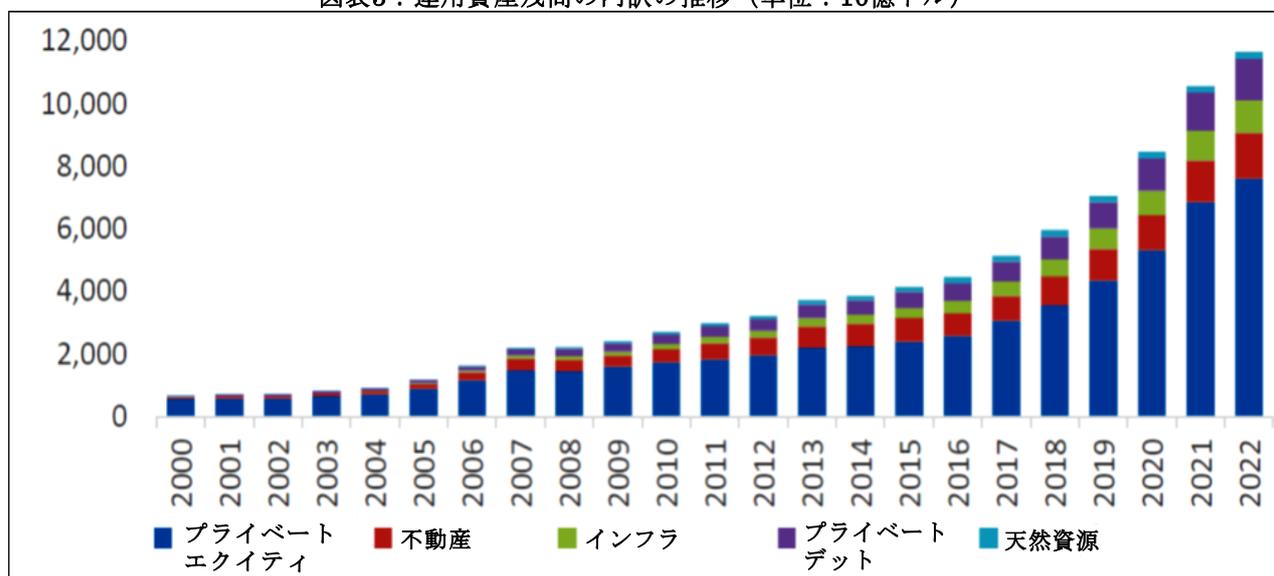
48 ファンドで上位 20 はゼロだった。アジアのプライベートクレジット市場の規模は相対的に小さいが、2000 年の 32 億ドルから 2022 年 6 月には 900 億ドルと約 30 倍になった。

中国ではプライベート投資ファンドが大きく成長し、金融システムの重要な一部になっている。2023 年 4 月末でファンド運用者は 22,300 で運用資産残高は 21 兆人民元（約 2.9 兆ドル）近かった。流通市場で主に投資するプライベート証券ファンドの運用資産残高は 6 兆人民元（約 8 千億ドル）、PE 投資ファンドの運用資産残高は 11 兆人民元（約 1.5 兆ドル）、ベンチャーキャピタルファンドは 3 兆人民元（約 4 千億ドル）だった。

新興市場諸国ではプライベートファイナンスはあまり確立しておらず、アフリカではかなり小さい。南アメリカでは、世界金融危機後の 2008 年～2013 年にかなり拡大して、国際的な PE 会社がラテンアメリカに事務所を開設したが、新型コロナパンデミックと政治的不確実性のため投資家は投資を処分し、2021 年までにこれらの事務所は閉鎖されている。

プライベートファイナンスは、世界金融危機後に大きな成長を遂げ、プライベートファンドのグローバルな運用資産残高は 2022 年までの 4 年間で 2 倍近くに増加し、2022 年下半期には 12.8 兆ドルに達した（図表 3）。なお、2022 年の資金調達額は前年から 10%減少して 1.4 兆ドルだったが、過去 2 番目の水準であり 10 年前と比べれば 3 倍になっている。

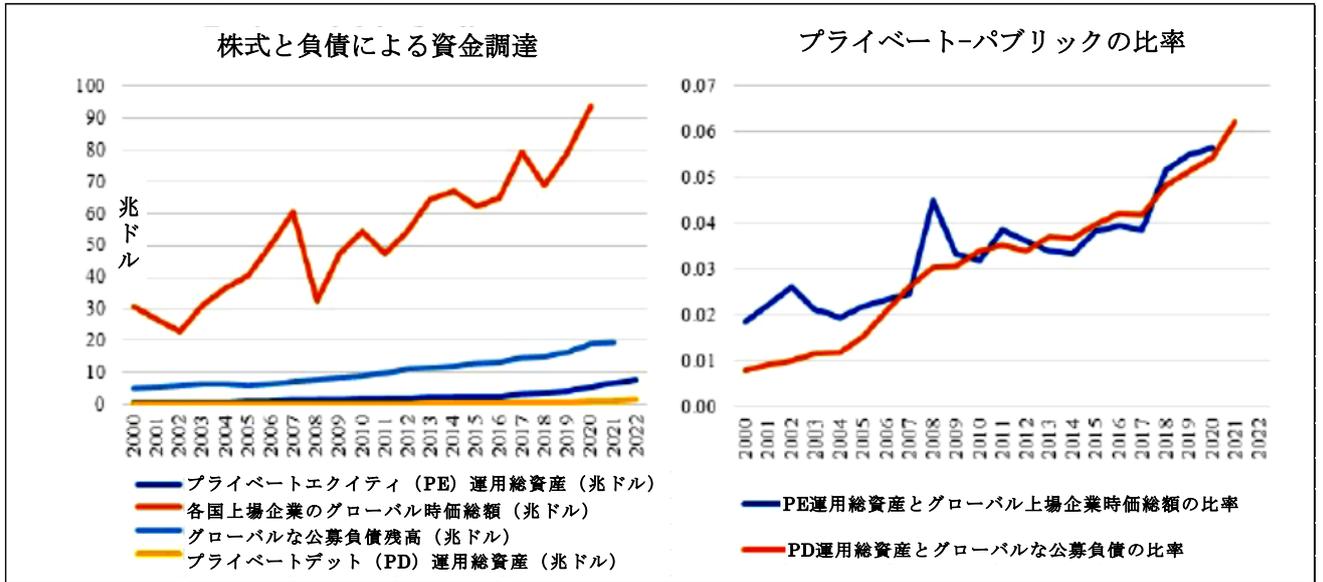
図表3：運用資産残高の内訳の推移（単位：10億ドル）



【出所】IOSCO：”プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Figure4より（元の資料はPreqin (2023)）

プライベートファイナンスは、企業の資金調達と金融市場への寄与を高めてきた。プライベートエクイティ、クレジット合計の運用資産残高は 2000 年以降に 15 倍とパブリック株式市場の時価総額の伸びを上回っている。ただし、市場規模（金額）は、まだ下回っている。

図表4：2000年から2022年のグローバルな市場の成長～パブリックとプライベートの比較



〔出所〕 IOSCO : ”プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” 最終報告書、2023年9月、Figure5より
 (元の資料はPreqin, World Bank, BIS)

2. グローバルなマクロ金融環境の影響

プライベートファイナンスが拡大した要因には、金融緩和が利回り追求を促し、投資家がより長期の投資で高リターンを求め、クレジットリスクと流動性リスクを受け入れたことがある。また、世界金融危機後のビジネスモデル再調整と規制変更で銀行が一定の貸出を止め、プライベートファンドに参入機会が生まれた（特にミドルマーケット）。プライベートファイナンス企業の構造が持つ税制上の利点もある。ファンド運用者は所得の大半を成功報酬で受取るが、これには所得税率ではなくキャピタルゲイン税率が適用される法域がある。

プライベートファイナンス市場は、新型コロナ危機で大きな損失は被らなかったようだが、透明性が限られ政府による大幅な支援が行われたため影響の確認は難しい。最近では、グローバルなマクロ経済環境が大きく変化し、金利とインフレが上昇し成長見通しは低下している。こうした状況の継続はプライベートファイナンスを圧迫するとみられる。

マクロ経済環境の変化は、プライベートファンドの投資対象企業に、直接影響している。投資対象企業の多くがインフレによる業務運営コストの上昇に直面し、また、レバレッジが高いため、デットサービスコストの増加と経済見通しの悪化の収益への影響を受けがちである。新規の資金調達や借換えのコストと利用可能性も悪化しかねない。

プライベートクレジット貸出は変動金利が多く金利も高い。金利上昇環境では投資家にとって魅力的だが、企業は金利支払いが増える。投資対象は小規模で確立されていない企業が多く、金利やインフレの上昇への抵抗力は低い。財政支援の減少に影響されやすいだ

ろう。ラウンドテーブルの参加者は、2024年以降も高金利が続けばリスクがかなり高まるとしている。ただし、プライベートクレジットの貸し手はトラブル発生時に貸出を再構築する専門性があり、投資対象企業がデフォルトや破産を回避するのを助けられるだろう。

図表5：プライベートデットの規模と複雑さ

	シンジケートドデット	プライベートデット
貸手の数	数十	1～6
ディールの規模	200百万～50億ドル	20百万～20億ドル。中規模市場（50百万EBITDA超）及びより低い市場
賦課される金利		シンジケートものより高い
コベナンツ	大半（91%超）がコベナンツライト	大半のディールはコベナンツがあるが、一つだけ
借手の格付け	BB～B+	大半は無格付け
流通市場の流動性	ストレス状態の市場でなければ可能	流動性は低い。貸手は満期までデットを保有する
レバレッジド貸出の指針	通常はEBITDAの6倍まで	交渉次第だが、レバレッジド貸出の指針より高いだろう
実行される速さ	2か月またはそれ以上	30～75日

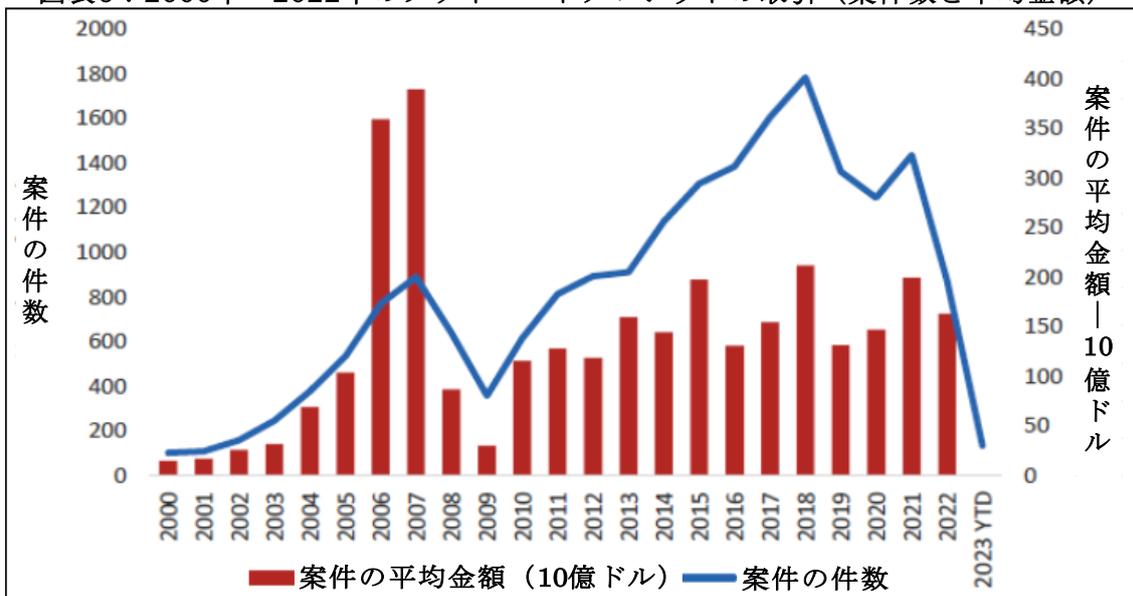
〔出所〕IOSCO：“プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Table2より（元資料はS&Pファイナンシャルサービス）

透明性の欠如が投資家と規制当局のリスク評価を難しくしている。プライベートファイナンス投資の価値評価（バリュエーション）は、運用者自身が定期的な間隔（通常、四半期）で内部モデルによって行いパブリック市場よりゆっくり調整される。貸出条件の柔軟性とディール再構築能力は、借入コスト上昇の影響を遅らせて破産を延期、防止する。これは企業が対応する時間を増やすが、問題を長引かせて影響を増幅させるかもしれない。

プライベートエクイティの成長は2022年に鈍化し、2023年はいっそうの鈍化が予想されている。プライベートエクイティの資金調達量は2022年に13%減少し、2023年は2.7%の減少が予想される。プライベートクレジットの資金調達も8%減少した。また、新しいプライベートファンドのローンチも減り、ディールも減少している（図表6）。

これまでプライベート市場は、平均的に高いリターンを達成してきた。ピッチブックによれば、パブリックなベンチマークのリターンは2020年第1四半期から2022年9月の累計で18.8%だが、プライベートエクイティのNAVは84.0%増加した。資産運用会社のCliffwater社によれば、2022年6月末までの22年間でプライベートエクイティのリターン（手数料控除後）は年率11.4%で、パブリックな株式は5.8%だった。投資家は同様なリターンを期待するだろうが、運用者は経済環境が悪化すれば難しくなるとみている。

図表6：2000年～2022年のプライベートクレジットの取引（案件数と平均金額）



〔出所〕IOSCO：”プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Figure6より(元の資料はPreqin Ltd.(2023))

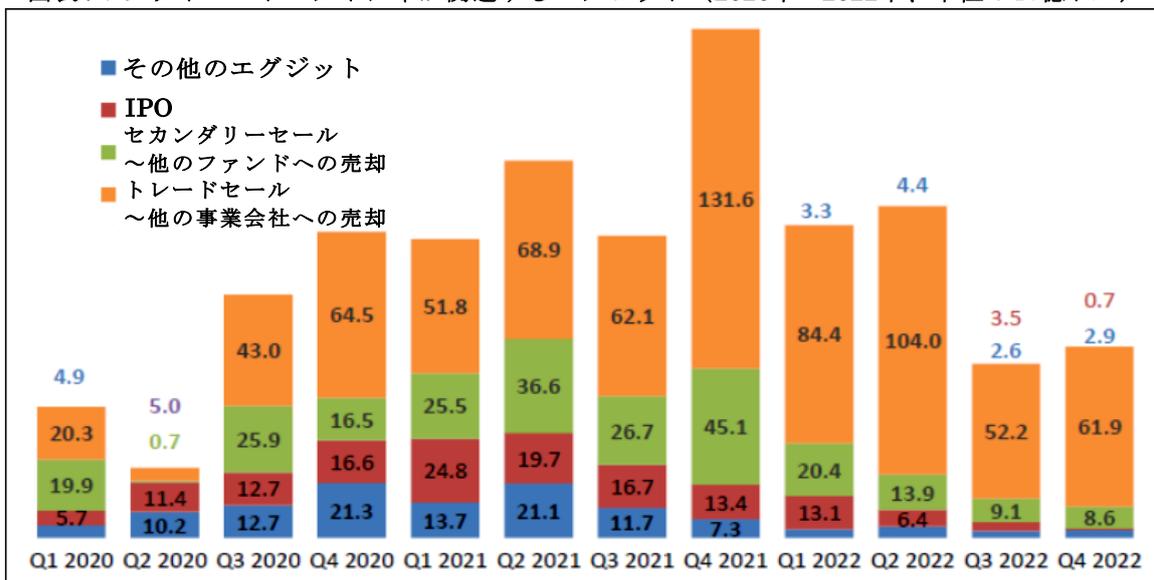
3. 業界環境変化の影響～資金配分減少と選別性の高まり、戦略の変化、循環増幅性

高金利が投資家のリスクアペタイトに影響し、プライベートファイナンスの魅力の相対的低下が予想される。資本が制約されて投資対象企業が借換えリスクに直面する可能性を示唆する業界関係者もいる。投資家がプライベートファイナンス戦略への資金配分で選別的になる兆候もある。プレキン社の調査では、2022年1～3 四半期に資金調達を終えたファンド数は137で2021年の273から減り、上位10ファンドの比率は2021年の36%から50%に高まった。交渉力はプライベートファイナンス企業から投資家に移り、投資家は手数料とパフォーマンスの透明性、投資対象企業の運営についての管理も求めている。

エグジットの環境は困難になってきており（図表7）、2022年のグローバルなエグジットは前年比32%減少し、PEが支援するIPOは68%以上減少した。IPO市場の不振が続けば投資の保有期間が長期化するだろう。新たなエグジット経路として、セカンダリー市場での案件の増加が予想される。ファンドの他の資金調達手段ではNAVファイナンスやリテール投資家への販売が考えられる。また、価値評価やレバレッジでのリターン向上よりも業務運営や戦略の改善による投資対象企業の価値の向上に、焦点が合わされるだろう。

プライベート市場が循環を増幅するかでは見解が分かれる。市場参加者の中には、伝統的な資金調達源はストレス時に削減されがちだが、プライベートクレジットは資金調達源の多様化を提供し回復力を支えるとの主張もある。プライベート市場の投資家は長期的な視点を持つとの指摘もある。一方、BISは定量的な調査で得られた株式市場のリターンとの正の相関関係によりパブリック市場と同様に循環増幅的だとしている。

図表7：プライベートエクイティが関連するエグジット（2020年～2022年、単位：10億ドル）



〔出所〕 IOSCO：”プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Figure7より(元の資料はS&P(2023))

ストレス時でも資金配分を続けたPEの投資家は、過去20年の市場混乱時でも良い結果が得られたとする調査がある。PEの最良のパフォーマンスは2001年のドットコム・クラッシュや2008年～2009年の世界金融危機時に得られたものがあり、パブリックな株式指数と比べてPEへの打撃は厳しくなかったという他の調査結果と合致する。

PEファンド運用者は、投資家の解約請求に応じるために非流動的な資産の売却を強いられることはないが、リミテッドパートナーにはオルタナティブ資産のエクスポージャーを削減しポートフォリオを調整する圧力がかかる。このためパブリック市場の急な反落はプライベート市場への資金流入を鈍化させ、中小企業が利用可能な資本が減るだろう。

Ⅲ. プライベートファイナンス市場の不透明さ

1. 不透明な価値評価と脆弱性

プライベートファンドは、パブリックファンドと比べると報告義務が少なく、多くの法域はファンドとポートフォリオの詳細なデータを収集しているが、投資対象企業の情報などは不透明である。また、プライベートファイナンス投資には格付け会社の格付けはなく、価値評価は定期的に行われるが、頻度は低い（四半期毎など）。公開市場の報告と開示に伴うコストは、プライベートファイナンスが拡大した要因の一つだとされている。

プライベート市場のコンプライアンスコストはかなり低いのだが、投資家はプライベートエクイティやプライベートクレジット会社のような専門の仲介者によるデューデリジェンスに依存している。投資家にとっては不透明性で透明性のためのコストを抑えられるが、投資家や規制当局がリスクを効果的に評価する情報の利用可能性が脅かされる。リス

クにはプライベートファイナンス会社が行う活動（価値評価、利益相反）や、より広い金融システムとの相互関連性、マクロ金融動向が及ぼす影響によるものが含まれる。

ファンドの価値評価はプライベートファイナンスのリスクの主要因になる可能性がある。パブリック資産とプライベート資産の価値評価のギャップには以下の説明がある。

- ・プライベート資産はプライベートファイナンスのビジネスモデルと関連する特質により、高い価値評価が得られる。
- ・上場株式は投資家により一分間に何度も評価（取引）されるが、プライベートファンドが資産を評価するのは頻繁ではなく（四半期や年次）活発な流通市場もない。このためパブリックな市場の価値評価が大きく変動したときには、ギャップが生じる。
- ・プライベートファンドの運用者は、価値評価の原則に関して第三者の指針に従うが、価値評価には大きな不確実性がある。

プライベート市場の資産の価値評価は一定期間毎で、パブリックな投資の価格が日次で動くのとは異なる。これはプライベートファイナンス投資の“バイアンドホールド”的な特質を示すものだが、価値評価を古いものにしかねない。パブリック市場の価値評価の下落のプライベート市場への影響がはっきりするまでには、2～3 四半期の遅れがある。例えば、世界金融危機の 2008 年の第 1 四半期か第 3 四半期の間に S&P500 は 30%下落したが、新しいプライベートキャピタルの投資はこの間も続けられていた。

プライベートファンドの運用者は、財務諸表を作成する際には USGAAP か IFRS に基づく会計原則に従うことが求められるが、観察可能な市場がない投資では単一の価値評価方法の適用は求められない。いくつかの評価アプローチを検討しファンド投資の公正価値の評価で守るべき原則が特定されるが、これには不確実性がある。アナリスト達は、米国では“プライベートな価値評価での、完全な実現の可能性がほとんどないマークアップ”が、パブリック資産とプライベート資産の評価ギャップを生じさせているとしている。

プライベートファイナンス投資の価値評価が、古いか不正確なものであれば、市場の公正性に影響しかねず、投資家に損失の発生や悪化をもたらしかねない。また、古い価値評価は、価格発見を妨げて非効率な資本配分につながりかねず、プライベート市場とパブリック市場に資産配分する機関投資家には、直接的な影響が及ぶかもしれない。

価値評価の不確実性はより広い信頼喪失の引き金になりかねず、透明性のなさで増幅されかねない。客観的で容易に利用できるデータがないと新しい情報が一部の市場参加者にはショックになる可能性が高まる。ショックは、割引価格での売却か可能ならファンドか

らの引き上げにつながる。価値評価の懸念と付随する利益相反は、投資対象企業とそのスポンサーがパブリック株式市場での資本調達へ戻れば、より明らかになるかもしれない。

2. 不透明さと利益相反

プライベートファイナンスでは利益相反が生じるが、投資家や他の利害関係者にはその管理方法や程度の情報が十分に与えられないかもしれない。利益相反は、プライベート投資ファンドのライフサイクルの諸段階やファンド構造の様々なレベルで生じかねず、ファンドレベル、異なる種類の投資家間、または運用会社の個人と起きることもある。

例えば、ファンド運用者はコミットされた資本の 1~2%の年次管理手数料を課し、これはファンドの運営支出に用いられるが、パフォーマンスに関わらず運営会社のかなりの収入源になりうる。ファンドの維持だけで相当な手数料が得られれば、運用者はリターンを生み出す動機が乏しくなりかねない。ただし、その場合は利益の上がるパフォーマンス手数料を諦めることになるため、報酬を管理手数料だけに依存しようとはしないだろう。

運用者がリターン次第で受け取る成功報酬、またはパフォーマンス手数料でも利益相反が生じる。通常、運用者は一定の閾値を越えたファンドの利益の一定比率を受け取り、これは運用者と投資家の利益を揃えることを意図する。だが、投資家は運用者が過度のリスクをとることや短期的な利益を追求するのを懸念するかもしれない。パフォーマンスは IRR（内部収益率）で測られるが、これは借入れの利用で操作の余地があるとされる。ある調査では、PE の幹部の 30%がサブスクリプション信用ファシリティや NAV ファイナンスの最大の利点は、キャピタルコールを遅らせて IRR を高めたことだったとしている。

管理手数料とパフォーマンス手数料、ハードルレートと返還条項は、運用者のインセンティブのバランスをとることを意図しているが、有効性には議論の余地がある。運用者（特に PE）が、資金調達やコンサルティングなどのサービスの対価として投資対象企業から手数料を受け取る場合も利益相反がありうる。こうした手数料やサービスの提供を交渉する際に運用者は、ファンドや投資家の利益より自己の利益を優先しかねない。

多くのプライベートクレジットファンドは、PE 会社がスポンサーで PE が出資する案件に投資するが、同じ会社が運営する PE ファンドの投資対象企業に資金提供する場合は利益相反が発生しうる。この利益相反は、ストレス時により深刻になりかねない。業界の利害関係者には、株式投資家の利益と負債投資家の利益の対立は避けられるとするものもある。一般に、ファンドが支援する企業は一方の投資家を特別扱いすべきではないと規定した内部指針に含まれ、場合によっては取引を制限する規制もある。

ファンドがミドルマーケット企業や経営不振企業に投資する場合は利益相反になることがあり、株式保有者と負債保有者が資産を争うなら、利益相反はより重要になる。プライベートデットとエクイティの双方で投資家である会社は、デフォルト状態などで、負債保有者としての議決権を株式のポジションを支えるために行使できる。ただし、どんな場合にこうした投資が生じ、関連する利益相反がどれだけ起きるかを特定するのは難しい。

プライベートファンドでは、選ばれた投資家と手数料や優先的な解約権、ポートフォリオ報告など個別の条件を交渉して、一定の投資から資金調達をするかもしれない。これはしばしばサイドレターで扱われ、他の投資家には見えないだろう。一部の法域は、投資家の優先的な扱いの義務的な開示を提案している。プライベートファンド側は、相対交渉の条件が知られると同様な権利を求められるため、開示の回避を望むだろう。

ファンドの継続でも、価値評価の不明確さにより既存の投資家と新しい投資家の間での利益相反がありうる。ファンドの継続は、元のファンドに残った投資対象企業ポートフォリオを購入する新しい投資家から資本を調達する。投資対象企業の価値評価は、購入に必要な資本額の決定に使われ、ファンド継続のプロセスで重要なステップである。PE 会社と元のファンドの投資家が残った投資の価値について見解を異にすると、継続ファンドに既存投資を売却する価格で利益相反が起きかねない。

また、PE 会社とファンドの投資家との間では、継続ファンドの創設で利益の不整合がありうる。PE 投資の価値評価には標準的な手法がなく、異なる投資会社が報告する価値評価の不一致につながりうる。価格発見が継続ファンドでの懸念事項だが、バリュエーション・エージェントなど第三者の利用などで利益相反を軽減する方法はある。現状の困難なエグジット環境では、継続ファンドの利用が増えるものとみられる。

ドライパウダーとは投資家がファンドにコミットしたが未利用の金額であり、市場に流動性を提供し安定化の要因になる。だが、運用者に投資実施の圧力がかかると資本の非効率を生む動機になりかねないし、プライベートデットでリスクの高い案件を増やすことやプライベートエクイティファンドが投資対象企業に払いすぎることにもなる。ドライパウダーは貸出条件にも影響し、資金調達の速さと確実性で借手は厳格なコベナンツを受け入れるが、プライベートクレジットの資金運用圧力は、緩いコベナンツにつながる。

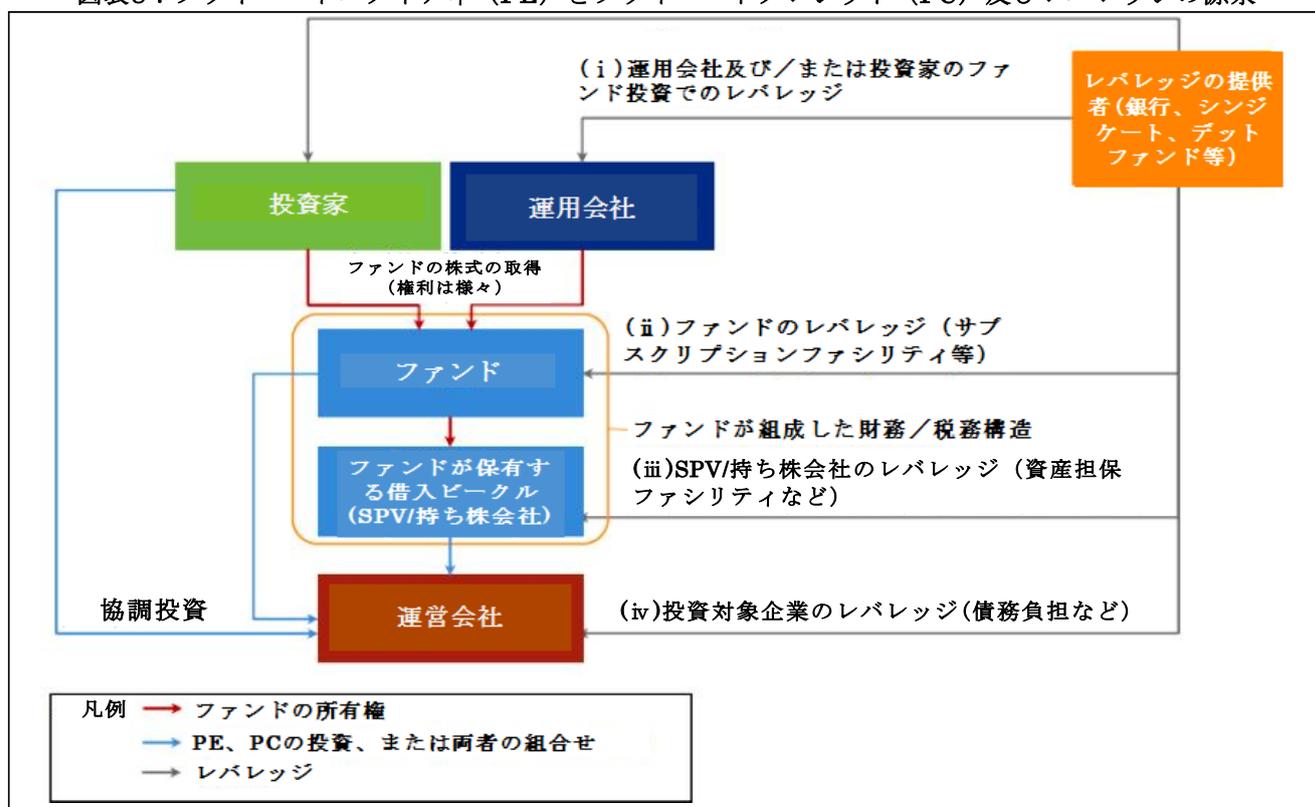
利益相反は、プライベート市場の潜在的なリスクを増幅しかねない。多くの法域で規制当局は投資対象企業のレバレッジの可視性に限界があるが、利益相反がなければ、PE の運用者がレバレッジの利点と信用コスト、デフォルトリスクをバランスさせるレバレッジ水準を選んで運用者と投資家に最適になるため、大きな懸念にはならない。だが、ファン

ドの運用者に、よりリスクが高いレバレッジ水準を選択する動機があると、透明性欠如が投資家と市場の懸念になる。投資家は意図したよりも高リスクのポートフォリオを選ぶことになりかねない。業界利害関係者は、通常は、運用会社は利益相反を管理するメカニズムを備えているとするが、常にそうだとはいえない。

IV. プライベートファイナンスでのレバレッジの利用

レバレッジはプライベートファイナンスの本来の一部であり、プライベートエクイティ、クレジットは、主に投資対象企業でだがファンドでもレバレッジに依存している。

図表8：プライベートエクイティ（PE）とプライベートクレジット（PC）及びレバレッジの源泉



〔出所〕 IOSCO：“プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析” 最終報告書、2023年9月、Figure8より

1. 投資対象企業のレバレッジ

PE ファンドの投資対象企業はファンド運用者から債務の増加を促される。特にレバレッジバイアウト（LBO）後には債務水準が高くなり、5年たった後でもそれが続く。PE ファンド運用者は、投資対象企業の経営者や株主とインセンティブを揃え、バイアウト後は最適債務水準が高まって効率的な企業組織、コスト抑制と企業価値向上につながるという議論がある。加えて、リストラクチャリングが必要な状況では、柔軟な解決策への誘因になるなど、より高いレバレッジは効率性とリターンに合致するという想定もある。

ただし、バイアウト後のレバレッジは企業固有の要因ではなく、バイアウト時点の信用市

場の全体の状況で決まっているとの指摘もある。これはリスク・リターンのトレードオフも企業固有ではなく、一部の企業は最適水準より高いことを含意する。また、ファンドの運用者はレバレッジの利得を得るが倒産の全コストは負わない。このため、企業破綻の幅広いコストはリスク・リターンのトレードオフに完全には組み入れられていないとの指摘もある。

投資対象企業のレバレッジとファンドのパフォーマンスの関係は、実証分析では確定が困難で、通常使われる指標は過度に単純だと批判される。M&A ではレバレッジがよく利用され、プライベートエクイティによる会社保有は付加価値があるとされるが、投資対象企業の負債は、しばしば配当リキャップに利用されて PE ファンドに特別配当が支払われる。こうした事例では、投資対象企業のレバレッジの利点はあまり明確ではない。

投資対象企業のレバレッジに関する当局のデータは限られ、監督上の証拠は様々である。利用可能な証拠では、特に LBO でのレバレッジ比率上昇が示唆され、S&P グローバルは、2003 年から 2021 年に企業債務比率の中央値は継続的に上昇したとしている。

2. ファンドのレバレッジと脆弱性

ファンドレベルのレバレッジは比較的良好にみられるが、レバレッジ比率は一般的には低く、また、ファンドレベルでは米国、英国、EU で規制されている。ただし、レバレッジはファンドではなく持ち株会社や SPV が負うのが一般的で、PE ファンドではこうした組織の債務は投資対象企業の資産で担保し、純債務が資産を上回らないようにされる。EU ではこの特質で AIFMD の報告要件から債務を除外でき、米国でも債務を報告要件から除外できる。規制当局や大半の市場参加者がリスクの評価を行うのは容易ではない。

PE ファンドのレバレッジの他の源泉として、NAV ファイナンスやファンド担保証書などの新形態の借入がある。これは透明性の欠如を含むリスクをもたらす。典型的には、サブスクリプションブリッジ信用枠 (SCL) がある。SCL は短期の債務でキャッシュフロー管理手段に利用されるが、パフォーマンス (IRR) 向上にも使える。借入で配当支払いの前倒しやキャピタルコールの延期をして、投資家の投資保有期間を短縮できる。クレジットファンドでもファンドレベルのレバレッジはよくみられる。2021 年の調査 (欧州 119、米国 38 の運用会社、運用資産が 1800 億ユーロか 1360 億ドル以上) では、米国のファンドの 95%、欧州のファンドの 33%が何らかのレバレッジを利用していた。

レバレッジはプライベート市場の本来的特質で一部に集中してはいないが、レバレッジの複数の層がリスクをもたらさう。PE ファンドの投資対象企業は平均的に高レバレッジで、クレジットファンドの貸出も銀行より高いレバレッジを招く。現状のインフレ環境では、投資対象企業ではコスト上昇と産出量減少が予想され、様々なレバレッジの源泉から資

金調達チェーンに沿って累積的に影響を及ぼしうる。例えば、投資対象企業のレバレッジ引下げは、保有ファンドの債務借換え能力に影響しかねず、GP やファンド運用会社にも影響する。レバレッジの源泉はネットワーク／システム全体の観点で考えるべきである。

V. 市場のインテグリティへの脅威

1. プライベートクレジット市場で起こりかねない問題

パブリックな資本市場にアクセスできない企業にとってプライベートクレジットは、対価は高いが市場ストレス時も利用可能な“ベアマーケット（弱気市場）の資本”と評価されている。業界関係者は、プライベートクレジットは銀行が与信提供したがない成長分野に資金を提供し、ファンドの規模拡大と新しい貸出ストラクチャーが、過去には困難だった貸出も可能にしたとしている。

LBO 取引の EBITDA 倍率は、緩和的な金融政策の下でかなり上昇した後で、やや下落し始めているが、価値を反映しデットファイナンス取引での貸出基準の代理変数になる。最近のレバレッジドローンは、大半がコベナンツライトで（2021年10月では91%）、コベナンツの数は2015年以降に減少し、2022年初めには平均で1強になっている。プライベートクレジットでは、主にキャッシュフローに基づくコベナンツが用いられている。

図表9：LBOでの新規のコベナンツライト発行額とシェア



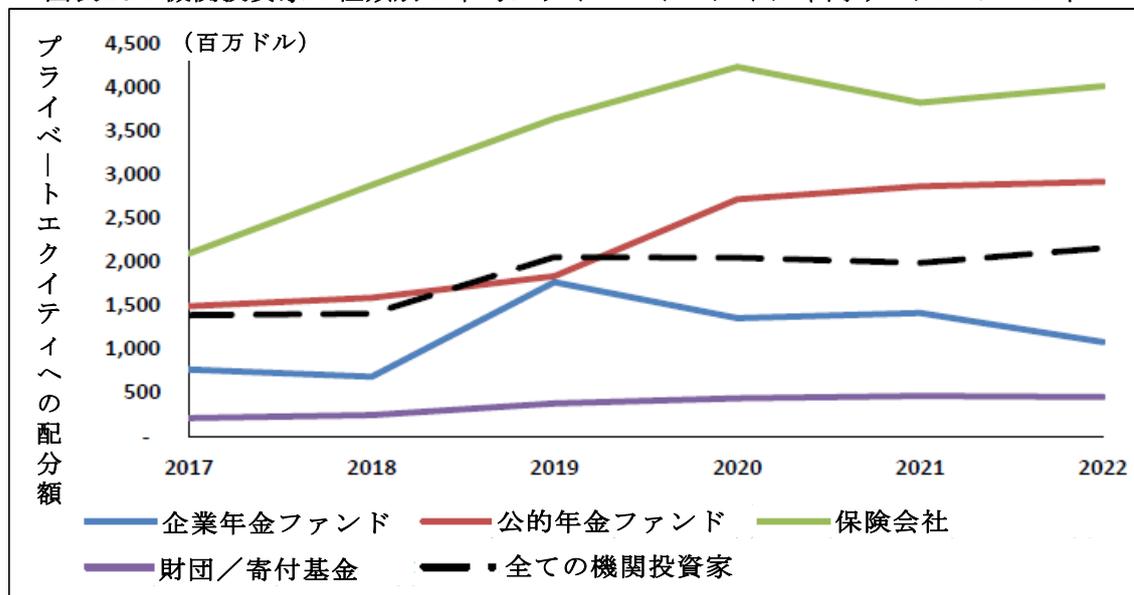
〔出所〕IOSCO：“プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Figure11より（元の資料はS&P Global Market Intelligence）

金利上昇で、変動金利のプライベートクレジット貸出は元利支払いコストが増加している。Proskauer 社のプライベートクレジットデフォルト指数は2022年を通じて上昇傾向で、2022年末のデフォルト率は2.06%、EBITDAが25百万ドル未満の企業は2.7%と年第3四半期の1.5%から上昇した。ただし、2020年第2四半期の8.1%よりはかなり低い。

2. ポートフォリオの調整

機関投資家のプライベートエクイティへの配分は2017年の8.4%から2022年に11.2%に上昇し保険会社の増加が最大だった。低金利環境での利回り追求が主要因である。

図表10：機関投資家の種類別の平均プライベートエクイティ向けエクスポージャー



〔出所〕IOSCO：“プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析”最終報告書、2023年9月、Figure12より（元資料はPrivate Equity International Investor Report FY-2022）

プライベートクレジット市場の最も活発な投資家は年金基金で、公的及び民間年金基金の資産配分は、平均でそれぞれ5.5%と4.9%だった。大手の資本提供者が経済環境変化に応じて戦略を再評価して、プライベート資産のポジション解消や再投資を減らす可能性が今後の数年間の主なリスクになる。低金利環境で投資家に魅力的になったレバレッジ資産のリスク・リターン特性は、投資対象企業がインフレと金利上昇によるコスト圧力にさらされることによって変化してきている。

環境変化でリバランスが求められれば、ファンドのLPは以下からの選択を行うだろう。

- ・多めの配分を維持し、目標配分を調整するか市場の修正を待つ
- ・セミリキッドファンドでプライベート資産を減らすか、流通市場で売却する可能性がある
- ・新規の購入及び／または再投資を停止する

プライベート資産への機関投資家の心理は抑制されつつある。固定利付資産が以前より高い利回りを提供してインフレへの防御となり、プライベート資産より安全で流動性のある選択肢とみられている。2022年12月の調査では投資家の24%がプライベートエクイティへの配分が多めだとしており、これは2017年の4%から大きく増えている。ただし、投資の意向は引き続き強く、回答者の79%が翌年は投資を継続するか増やす計画だった。

機関投資家は、以下を含む様々な理由で資産配分をリバランスする必要があるだろう。

- ・分母効果：ポートフォリオの他の要素の価値が下がると、分母効果でプライベート資産が目標配分を上回る。投資方針にもよるが、ポートフォリオマネージャーはリバランスによるプライベートファイナンスポジション売却を求められる。ただし、プライベート資産の価値評価はパブリック市場からかなり遅れることがあり、調整が時期尚早なこともある。
- ・流動性需要：機関投資家は投資戦略を負債と揃える受託者責任がある。かなりの市場低迷では、保険会社や年金基金は流動性制約に直面し、計画外の回収を促すかもしれない。プライベート資産は流動性が低く、流動性要件が高まった投資家には魅力がないだろう。
- ・規制の変更：保険会社と年金基金は非常に規制され、監督当局への報告対象である。投資方針、規制、会計基準の変更では、プライベート資産へのエクスポージャーの変更が必要になるだろう。

3. 流通市場の状況、個人投資家への提供での課題

プライベート市場では流動性転換は限定的で、クローズドエンド型のファンドでは投資は満期保有されている。エグジットの戦略には上場や売却があるが、現在は容易な環境ではない。市場参加者の中には流通市場がより魅力的な選択肢になったとするものもある。流通市場は端的な売却だけでなく多層化し、以下のような取引が広まっている。

- ・テnderオファー+ステーブル：GP 主導のディールで、価格を事前に設定し買い手からの追加の資本コミットメントを誘因にする。こうした取引の金額は資金調達条件のタイト化と共に 2022 年に増加している。プライベートエクイティへの過度の配分が主な推進力。
- ・マルチバイヤー（モザイク）セール：選択的ビッド行動で、ポートフォリオを分けて的を絞った投資家に売る“モザイクセール”が生じた。売り手には端的な売却より良い価格につながることもあり、買い手は特定のまたは戦略的なエクスポージャーを取得しようとする。平均の買い手の数は 2021 年の 2.4 から 2022 年に 3.5 に上昇した。
- ・継続ファンド：新しい PE ファンドで既存のポートフォリオの投資対象企業を購入。投資家から新しい資本を調達する。こうしたファンドは利益相反を引き起こしかねない。

現行のマクロ経済環境では、資本のコストと利用可能性がリスクだと認識されている。参加者が今後の売却を予想すれば、流動性減少でリスクが増幅する懸念もある。売却の動きで流通市場の取引は割引されがちになるだろう。PE 投資の流動性コストに関する研究では、2006 年～2014 年の 2226 のサンプルで、流通市場の取引価格の平均と中央値は NAV の 86.2%と 85.6%だった。流動性プレミアムという性質によって価格への下方圧力が増幅されかねない。流通市場の取引コストの高さは、参加者数の限定とファンド及び投資対象企業の情報の非対称性のためだとみられる。経済状態が悪化し、ファンドが小さく、取引を行う日のパブリック市場のファンドと同等な価格が低いと、取引コストは高くなっている。

プライベートファイナンスの投資家の大半は機関投資家であり、より長期の投資を行い、流動性ミスマッチを減らす能力がある。だが、プライベートファンドの運用者は、リテール投資家への提供を拡大しようとしている。個人投資家はグローバルな総運用資産の半分を保有しているが、オルタナティブ投資は16%しか保有していない。

2022年12月、100のファンド運用者の調査では、40%が過去12～24ヶ月にリテール投資家から資本を調達するファンドの設定への関心を高めている。EY社の2021年の調査では、74%のファンド運用者が、リテール投資家は若干の条件付きで、より多いプライベート市場へのアクセスを持つべきだと答えている。

プライベートファイナンス商品へのリテール投資家の需要の弱さには様々な理由がある。

- ・規制の制約：多くの法域がプライベートエクイティ、クレジットファンドがリテール投資家に商品を提供する能力を制限している。
- ・最低投資額の高さ：プライベートファンドの標準的な最低投資は、伝統的に多くの個人投資家が手の届かない出発点になっている。
- ・流動性：大半の投資は非流動的でクローズドエンド型ファンドで満期まで保有される。これは現金の数年以上の固定化する余裕がない個人投資家には魅力が少ない。
- ・販売チャネル：プライベートファイナンス商品の多くは少数の機関投資家と直接取引し、大量販売の手配ができていない。リテール投資家には適合性に関する助言も必要である。

最近では、リテール投資家の参加が増えている。米国では、ビジネス開発会社（主にプライベートクレジット）など、登録されたファンドを通じて参加している。規制当局も（EUや英国など）、新しい投資ビークルでリテール投資家へのアクセスを広げている。これらは最低投資要件が低く、一定のリテール投資家に管理されたアクセスを許可し、規制と最低投資額の障壁を引き下げている。また、多くの投資家は、年金基金や上場投信を通じたエクスポージャーの保有もできる。

保有資産による障壁（厳密にはリテール投資家ではないが）もインフレで下がっている。オーストラリアでは、総所得25万オーストラリアドル以上か純資産（居住用不動産を含む）2.5百万オーストラリアドル以上の投資家は、適格投資家の資格を得られる。2002年のこの方針導入時は人口の約1.9%が適格だったが、2021年には11.3%に上昇している。

いくつかのファンドは、販売コスト削減のためにトークン化などの革新的な方法を試している。こうした革新は、いつかはリテール投資家のプライベート市場への参加に直接的な影響をするだろう。リテール投資家の参加は、消費者に高いリターンの実績があるファンドへ投資する機会を提供するが、かなりのリスクもある。情報の非対称性は、リテール投資家

にとって大きな懸念事項で、透明性の欠如によるリスクに晒される。プライベートファイナンスに伴う流動性リスクは、伝統的にはクローズドエンド型の性質で軽減されてきたが、リテール投資家は流動性へのより多くのアクセスを求めるだろう。

ファンドの運用者はリテール投資家が機関投資家の撤退によるギャップを埋めるのを期待しているとする業界アナリストもいる。だが、機関投資家がリスク回避のために撤退しているのなら、参加するリテール投資家は適切なレベルより高いリスクに晒されかねない。

VI. パブリック市場へのリスク伝播の可能性

パブリックとプライベート市場の結びつきは強く複雑で、どちらかの市場の大きなストレス事象は他の市場への波及効果を持つ。マクロ経済や産業固有のニュースなどの共通する情報の流れは両市場に影響し、一つの市場の期待に影響する情報は投資家が両市場にわたって保有資産を多様化しているため、他の市場の取引とボラティリティにも影響する。

1. パブリックとプライベートの境界線のぼやけとリスクの伝達経路

市場型信用仲介が大きく増え、先進国では銀行の貸出と債券保有が縮小している。また、パブリック市場とプライベート市場とは互換性がみられる。市場参加者の一部は、プライベート市場はその規模と成長によって実体経済の機能、特にテクノロジーや医療などの部門にとって、不可欠な構成要素になったとしている。

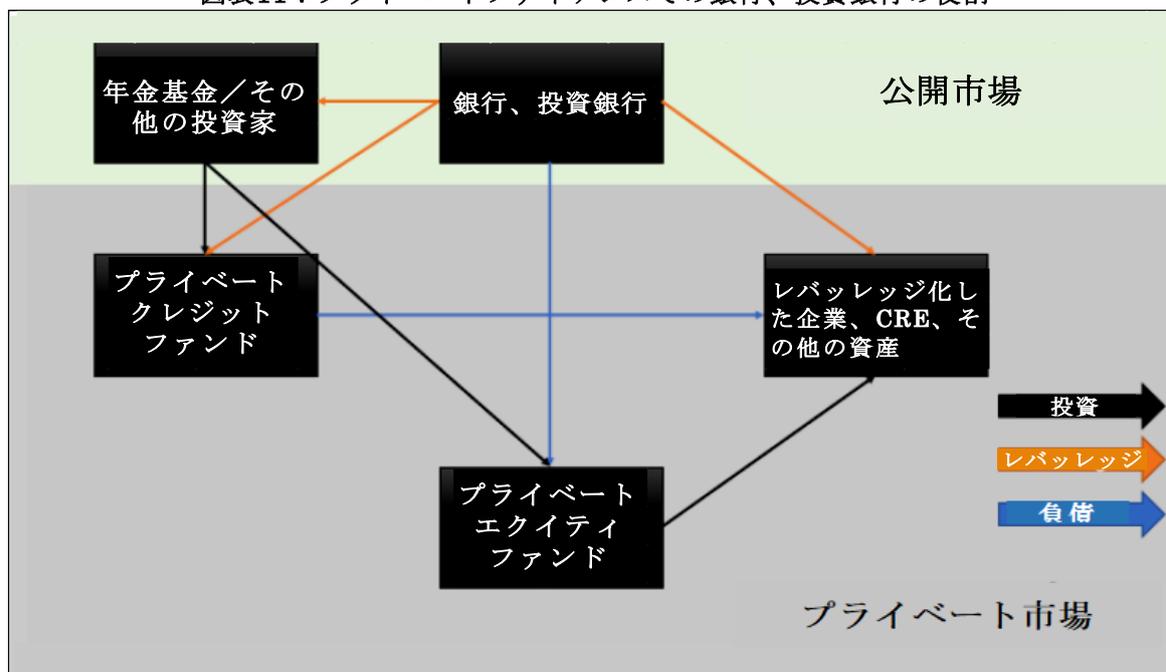
プライベートクレジットは、銀行の資金提供の代替だけでなく、産業のイノベーションを反映し以前はなかった方法で信用を供与している。プライベートファイナンスのリスクのレベルにはコンセンサスがなないが、パブリックとプライベート市場は十分に結びつき、一方での事象は両方に影響し、より広い金融システムに影響する可能性がある。

多くの法域での透明性の欠如や限られたデータ、複雑に相互関連する様々な金融機関が関わる金融システムの複雑さにより、リスクのモデル化は難しい。透明性の欠如が特に懸念される。ただし、パブリックとプライベート市場の投資家の重なり及び銀行と投資銀行が両方で重要な役割を果たすという2つの重要な相互関連のポイントがある。データ不足により、リスクの伝播を描くのは難しいが、パブリック市場とプライベート市場をつなぐ市場参加者に焦点を当てることが選択肢の一つである。

投資銀行はプライベートクレジットファンドにレバレッジを提供し金融システムの重要な結節点である。投資銀行のレバレッジ提供と幅広いカウンターパーティへのエクスポージャーは、過去にも主なリスク伝達チャネルだった。適切な管理がないとプライベートファイナンスのレバレッジが損失を増幅し幅広い市場にストレスを引き起こしかねない。

投資家側では、年金基金や保険会社などの大手機関投資家は、プライベートファイナンス投資と社債などのパブリック債務の両方で主要な参加者であり、銀行の顧客もプライベートファイナンスの主要な投資家である。予想以上に大きな損失は、投資家に大きな影響を及ぼし、資産・負債のミスマッチが影響を増幅する。

図表11：プライベートファイナンスでの銀行、投資銀行の役割



〔出所〕 IOSCO : ” プライベートファイナンスにおける新興リスクのテーマ別分析 ” 最終報告書、2023年9月、Figure13より

業界関係者の中にはレバレッジ利用を懸念しないものもいる。投機的な投資でのクレジットラインや与信枠の利用は高金利環境で減少し、レバレッジの利用はクレジットファンドの貸出能力に重要でないとの指摘もある。また、投資家がプライベート投資に資本をコミットする際にレバレッジを利用するとはあまり思われぬ。ただし、レバレッジ情報には不透明なものがあり市場参加者が完全な見通しは持てない。法域による違いもあるだろう。

2. 高金利環境で増大する信用リスク

信用ファシリティの利用を通じた様々な種類の市場参加者間の結びつきで、ある市場参加者のデフォルトがシステム全般への連鎖の引き金となって、プライベート市場からパブリック市場への波及リスクが増幅されるかもしれない。

プライベートクレジットの投資対象企業は、金融引締めの影響によりデフォルトの可能性が高まる。ムーディーズアナリティクス社が行ったパブリックとプライベートデットのポートフォリオに対するテストでは、プライベートクレジットは比較的小さなエクスポージャーだったが、ポートフォリオのリスクにかなり影響を及ぼした。投資対象企業のデフォルトが増えれば、プライベートクレジットファンドの債務がデフォルトになりかねず、資産

を割引価格で迅速に売却しようとして投資家に損失をもたらすことになりうる。また、損失が大きいと、解約請求に応えるために他の資産の売却が必要になり、パブリック市場での投げ売りにつながる可能性もある。債務がプライベートクレジット投資を担保としていたら、デフォルトでレバレッジ提供者が担保を差押えるかもしれない。

投資対象企業がデフォルトになれば、投資家は予想外の支払い不足に陥る。PE ファンドのエグジットが難しい環境では保有期間が長期化し、分配金の実現が遅れることもある。投資家は、こうした支払いに依存している。北米では多くの年金基金がプライベートクレジットファンドの投資家で 1 千億ドル以上を投資している。グローバルには、民間年金基金が資産の 5.5%、公的年金基金が 4.9%をプライベートクレジットに配分している。米国の公的年金基金は 13%をプライベートエクイティに配分している。ファンドの支払いの遅れで年金基金が、責務を果たすためにパブリック資産売却を余儀なくされることもありうる。プライベートファンドの持ち分の流通市場での売却を目指すかもしれないが、実行すればかなりの割引を伴うだろう。

プライベート資産とパブリック資産を保有する他の機関投資家も、同様な圧力を受けるかもしれない。投資家の中には、キャピタルコール資金の調達方法を調整せざるを得ないものもあるだろう。これまでは、成熟したプライベート資産プログラムを持つ投資家は古いファンドからの分配金を新しいファンドのキャピタルコールに当てられたが、分配金が遅れるとこうした対応はできなくなる。

投資家がプライベート市場からの早期のエグジットを目指す他の状況として、パブリック市場での損失もありうる。投資家はパブリック市場での損失でプライベート市場へのエクスポージャーが過度になるかもしれない。また、急な資産再評価やセミリキッドファンドの解約制限も投資家心理へのショックになる。価値評価のショックやその見込みは、投資家が先行者利益を行使する可能性につながる。プライベート市場からの早期のエグジットは流通市場でのみ可能だが、ストレス時は通常以上の価格引き下げを招くだろう。

経済の減速はファンドの資金調達も鈍化させている。銀行のファンドのレバレッジ取引から後退や、資産クラス全般にわたる低リスクへの転換も考えられる。これは 2 つの主要な効果と資金調達行動への潜在的な長期の影響がある。第一に、プライベート資本市場への新規資金流入の枯渇は、スタートアップ企業の資金調達と企業のディールを変えるだろう。この影響は、プライベートキャピタルへの依存が高いか、銀行貸出やパブリック資本市場へのアクセスが少ない部門や企業で特に顕著だろう。

第二に、銀行貸出の後退は、プライベートファイナンスの投資対象企業の借換え能力に影

響する。ファンドが借換えを提供できないと、資産を割引価格で売却せざるを得ないか、プロジェクトの行き詰まりが生じ、実体経済に影響が及びうる。外部の利害関係者は、プライベートファンドの運用者は、投資対象企業に信用供与するために必要なら介入するので質の高い資産には懸念はないとしているが、質の低い企業にはリスクになりうる。

長期的には、プライベートクレジットのコストが上昇し利用可能性が減少すれば、過度に依存していた企業は資本調達以外の選択肢を検討する必要がある。一つのシナリオは、金利が正常化する環境では負債とのコスト比較で株式が有利になり、これらの企業がパブリック市場に（利用が可能なら）向かうことである。IPO や SPAC などでの資金調達は、行為上の懸念をパブリック領域にもたらしかねない。例えば、投資対象企業が上場基準を順守することが必要になったら、価値評価の実務での不一致が明確になるだろう。

より一般的に、中小企業のプライベートファイナンスへの依存の高まりは、程度は不明だが、プライベートキャピタルの利用可能性の低下が企業の成長にすることを意味する。ただし、2023年3月の米国の地銀の破綻はプライベートクレジットファンドと投資家に機会を提供し、地銀はミドルマーケットへの資金提供を後退させるかもしれない。外部の利害関係者からは、金利上昇が変動金利貸出ポートフォリオの収益性を高めることが予想され投資対象企業のデフォルトリスクを相殺しうるとの指摘もある。ただし、特に長期的な観点では借換えリスクが極めて重要である。

VII. 報告書の主な結論

IOSCO の報告書の主な結論をまとめると以下の通りである。

プライベートファイナンス市場は、緩和的な金融政策、銀行の活動抑制、コスト面の優位性で世界金融危機以降に急拡大した。最近ではマクロ金融状況が変化し高金利が脆弱性を顕在化させかねない。プライベートファイナンスには本来的な不透明性があり、リスクレベルが明確には理解できない。プライベート市場とパブリック市場は相互に結び付いているため、一方の事象は両者及びより広い金融システムに影響しかねない。

プライベート市場は透明性を欠き、大きな情報の非対称性を引き起こす。パブリック市場の透明性にはコストがかかるが、効率的な価格形成を支え投資家のサーチコストを減らす。プライベート市場は規制遵守コストが低いですが、投資家はコストがかかるデューデリジェンスを PE 会社などの専門的な仲介業者に依存している。透明性を高める努力では、市場参加者のコスト増加とより広い金融システムの利得を注意深くバランスさせる必要がある。

金利が現行水準に長期間止まれば、プライベートファイナンスが利用できる資金は減るとみられ、投資対象企業の借入金利が上昇しコスト圧力も高まる。ファイナンス・アレンジの

柔軟性が投資対象企業を助けるが、中長期的にはデフォルト増加が予想される。プライベートファイナンス投資のリスクは見通しづらくパブリック市場との比較は難しいが、リスクは大きいとみられる。なお、パブリック市場の金融リスクは、規制当局と投資家により知られていて、積極的に監視されている。

デットファンドとエクイティファンドなど、異なる商品の投資家の間で利益相反があり、価値評価や取引交渉、GP 主導での流通にも利益相反がある。こうしたリスクの規模や問題発生頻度、管理状況の評価は難しい。なお、負債コストの相対的な上昇でパブリック株式市場での資本調達が必要になると、価値評価への懸念が明らかになりかねない。

リテール投資家の参加を増やすには、透明性の欠如がとりわけ重要な問題になる。プライベート市場の参加者がこうした新たな調達源に向かう動きには、投資商品がより規制され、ガバナンスと監視の基準が高まるという負担が伴う。市場と商品の変化も必要だろう。

プライベートファイナンスは、IOSCO の目的にも潜在的なリスクを提起するが、金融システムと実体経済への利益もある。プライベート企業とそのスポンサーは、資金ニーズを満たすためプライベート市場を利用する。プライベートクレジットの提供者はコベナンツが柔軟でリスク許容度が高く、銀行より長い投資期間を提供できるとする市場参加者もいる。

プライベートクレジットの提供者は、ストレス時に借手のデフォルト回避とリストラクチャリングで銀行よりも柔軟になりうる。ただし、プライベートファイナンスは緩和的な金融条件で拡大してきたが、状況は変化している。この分野は中長期的に試されることになるだろう。

プライベートファイナンスの全側面をカバーするデータがなくリスクの伝播を描くことは難しいが、パブリックとプライベート市場の架け橋となる市場参加者に注目できる。投資銀行は金融システムの重要な結節点でレバレッジ提供と幅広いカウンターパーティへのエクスポージャーは、過去にも主要なリスク伝達チャネルだった。適切な管理がなされなければ、プライベートファイナンスのレバレッジが損失を増幅し、幅広い市場にストレスを引き起こしかねない。

以上