

第97回証券経済学会全国大会プログラム
於 中央大学茗荷谷キャンパス
2025年9月3日

プライベート・クレジットに関する一考察

尾道市立大学
経済情報学部経済情報学科
神崎稔章
kanzaki@onomichi-u.ac.jp



2025/9/3

1

1



目次

問題提起

LBOとPC

PCの各種データ概観

銀行によるPCファンド脅威論

銀行によるPC成長促進

PCファンドのリスク

2025/9/3

2

2

問題提起

●過去の論調

銀行規制強化→銀行が後退した部分の穴埋めをPCが果たしている

肯定的意見：損失は投資家、償還長期で取付リスクは低い

否定的意見：不透明でリスクの所在が不明

●本報告の見解

共生（補完）サイクル：銀行部門との相互依存関係

相互依存関係が金融経済全体に及ぼす影響への理解を深めていく

2025/9/3

3

3

問題提起

▶基礎データ概観

AUM（プライベート市場でのシェア）地域別、出し手、実績等）

PC：危機前の伸び→危機後の鈍化→2010s後半以降加速→・・・

金融危機後の規制、バーゼル合意だけでは帰せられないのではないか。

▶Private Creditは米企業負債市場の一部

企業金融全体の中にPCを位置づける

▶ファンド運用会社（投資管理会社＝巨人）VS 銀行

巨人の登場によって、銀行は運用会社と対立しているのか（銀行から見たプライベートファンド脅威論 人材流出、銀行貸出の鈍化）

→銀行信用と民間信用の相互作用性とリスクについて

▶報告義務

銀行（PCの融資を必ずしも妨げないが、PCという項目は、BS上に正確な記載なし）。ファンド運用業者（SECへ報告義務必要）

2025/9/3

4

4

先行研究（一部）



佐賀（2020）

P E 業務のみだと巨額の投資案件程調達は厳しい、P E のみだと浮き沈みがある→資産運用会社の業務の多様化が生じた。投資銀行を上回る給与から、ファンド運用会社へ人材流出。

Nesbitt,S.L(2023)

ダイレクトレンディングの台頭に注目

Viral V. Acharya, Nicola Cetorelli, and Bruce Tuckman(2024)

民間信用市場は、事業融資における仲介の変容を示す例。ノンバンク金融機関（NBFIs）が融資。融資は通常、担保付き、または借り手の資本構成において比較的上位に位置し、借り手は主に中堅・中小企業。民間融資の運用資産は現在1兆ドルから1.6兆ドルの範囲にあり、過去20年間で（ハイールド債、シンジケートローン、民間信用等）総残高の30%を超えるまでに増加。また、バーゼルIII最終局面における銀行資本規制の強化を受け、市場は近年拡大傾向にある。

Carmen Arroyo and Yizhu Wang(2025)

ウォール街の銀行が、1兆7000億ドル（約244兆円）規模のプライベートクレジット業界への最も強力な資金提供者に浮上している。プライベートデットファンドに対する銀行の融資額は、過去5年間で145%増加。通常はプライベートクレジット企業と激しく競争するとみられる米銀が、ライバルの好調を支えている。2024年1月～3月（第1四半期）時点で、米銀はBDC向け融資の50%を占め、JPモルガン・チェースが最大のリードアレンジャーだった。上位の借り手は、ブラックストーンのBDC、エイリス・キャピタル、FS KKRキャピタル等。

2025/9/3

5

5

先行研究（一部）



Chernenko,Erel and Prilimeier(2022)

銀行規制の制約や金融システムの構造変化→PCの拡大

Davydiuk, Marchuk and Rosen(2024)

PCの主要な1手段であるBDC（事業開発会社）が従来の貸し手の代替として機能

Avalos, Doerr and Pinter（2025）

政策金利が低く、銀行規制が厳格で銀行部門の効率が低い国→PCがより重要

Cherneco,Sergey,Robert Ialenti, and David Scharfstein(2025)

PCファンドは銀行よりもはるかに低いレバレッジで運営→銀行の自己資本要件を大幅に増加させた危機後の資本規制の対応に過ぎないとする一般的見解に異議。銀行は、BSではなく、民間の信用手段や民間信用基金を通じて間接的にリスクの高い企業の借り手に融資する方が収益性は高いとする実証研究。⇔銀行とPCの相互依存性を肯定

Achaya,Cetorelli and Tuckman(2024)

銀行がPCファンドの流動性供給者として機能し、貸出の成長を促進している。⇔銀行とPCを含むノンバンクの相互依存性を容認

6

先行研究（一部）



Jose Berrospide, Fang Cai, Siddhartha Lewis-Hayre, and Filip Zikes (2025)

銀行とPCファンドの間の相互依存性が金融や経済に及ぼす影響についてみていくことの重要性

2025/9/3

7

7

LBOとPC

2025/9/3

8

8

LBO (Leveraged Buyout)



●LBO急増と背景

▶PEが買収先資産を担保に資金調達して企業買収するLBOが欧米や日本で急増（2006年 欧米4000億ドル超、日本2.4兆円）；（伊豆、2007a）

▶LBOの特徴に変化 1980年代後半のバーバリアン型（米国KKRナビスコ買収。レバレッジの高いLBOで敵対的買収。アウトサイダー。）→2000年代の非アウトサイダー化。LBO資金調達手段の変化（イールド債（ジャンク債）→シンジケートローン（レバレッジドローン*））；（伊豆、2007a）

*レバレッジドローンはLBOのための与信を中心とする低格付先の融資。小口債券よりもローンは企業への経営介入が容易。投資家は機関投資家中心。

▶LBO登場の背景 対象企業側：バランスシート改善（利益増大しているが投資が伸びないキャッシュリッチ企業の増大）、ファンド側：富裕層、年金保険等投資家によるファンドへの投資増加

▶サブプライム危機による信用リスク懸念からLBO案件が縮小；（伊豆、2007b、2008）。

●GFC以降

▶GFC、2008年の世界金融危機時に実行額が大きく減少→投資資金の流入や企業業績の回復などを背景に、世界的に企業買収（M&A）が増加、買収資金の調達手段であるLBOファイナンスの実行額増加（2021年 6000億ドル規模）；（金口ほか、2024）

▶邦銀金融機関でも、国内外で当該ビジネスを推進するもとで与信残高が増加。国内市場の裾野も広がる。日本の金融機関のLBOファイナンス与信残高：国内外市場の拡大を受け、約9.5兆円（海外4.5兆円、国内5兆円）；（金口ほか、2024）

▶近年買収案件が大型化、多国籍の銀行による資金調達による与信リスクを分散化（次頁図表）。米国では銀行規制の強化→LBOファイナンスの貸し手は、シンジケートローンの減少を穴埋めするように、PCファンドによる融資を利用拡大；（IMF,2024, PitchBook）。

ケーススタディ

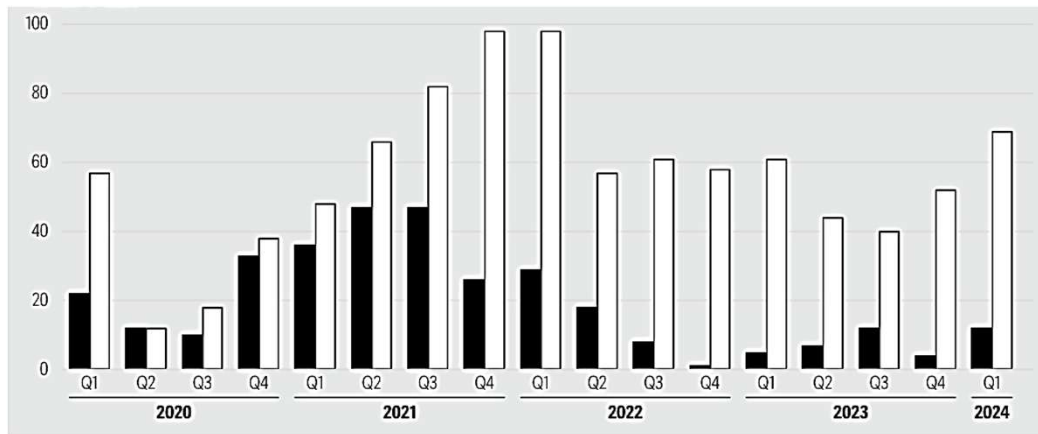


大手運用会社アポロによる買収資金調達の例

機関投資家	全調達資金の25%
α国幹事行の銀行群（銀行A、銀行B）	全調達資金の25%
α国（銀行C）	全調達資金の25%
海外の複数銀行（銀行D、銀行E、銀行F）	全調達資金の25%

（出所）日本経済新聞、「多国籍の銀行で資金調達」、2024年9月3日9面を参考に筆者作成。

LBOファイナンス市場－シンジケート対PC－



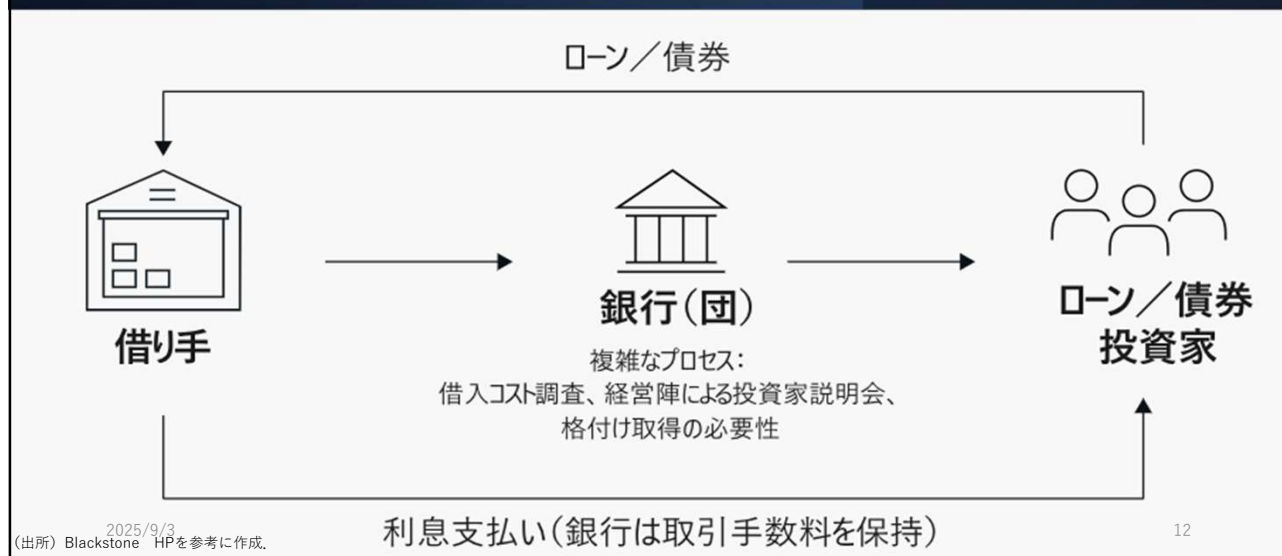
(注) 黒色棒グラフがシンジケートの取引件数、白色棒グラフがPC市場での取引件数。縦軸は取引件数。
(出所) PitchBook LCD.

2025/9/3

11

11

伝統的な貸出手法：シンジケート



12

12

PC

「ファンド運用会社が主に米国を中心とする中規模クラスの未公開企業に融資を行うこと」

PCファンド

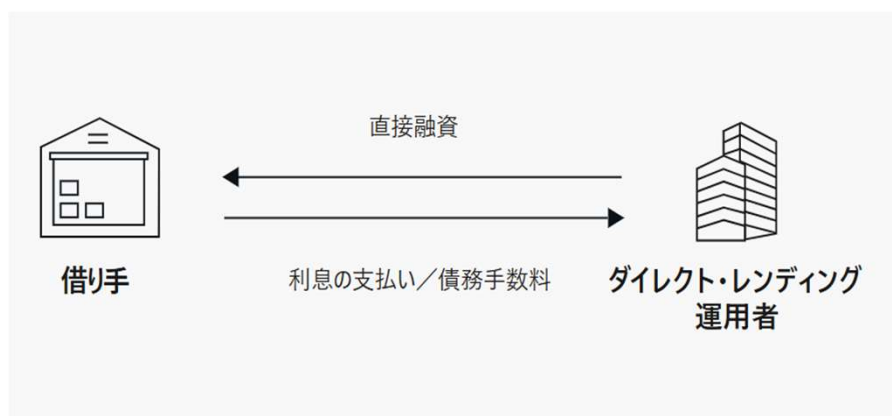
「開示情報が少なく、借入実績がないなど、信用力が低く、比較的高いリスクの未公開中堅・中小企業へ融資に特化したファンド」

2025/9/3

13

13

プライベート・クレジット (PC PD DL)



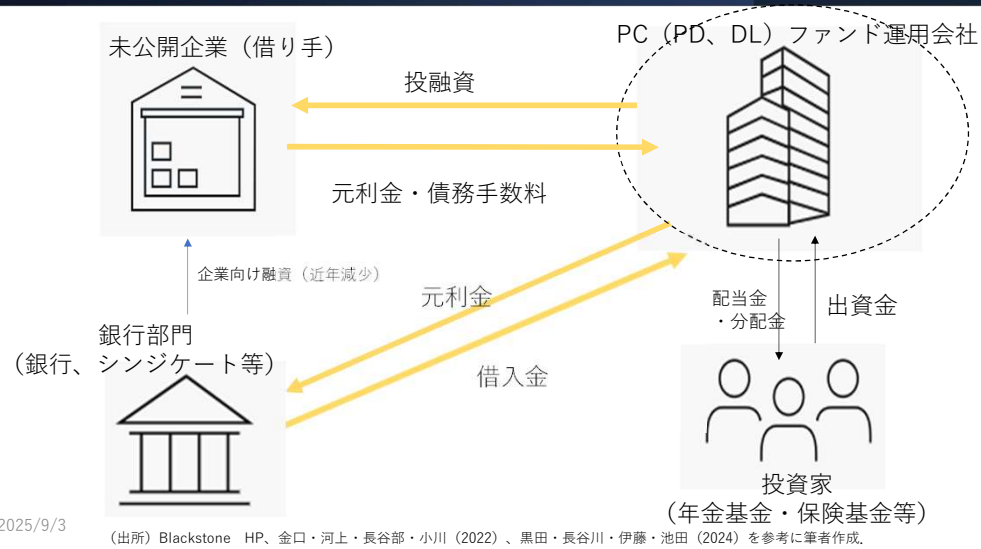
(出所) Blackstone HPを参考に作成.

2025/9/3

14

14

PCの融資スキーム



15

15

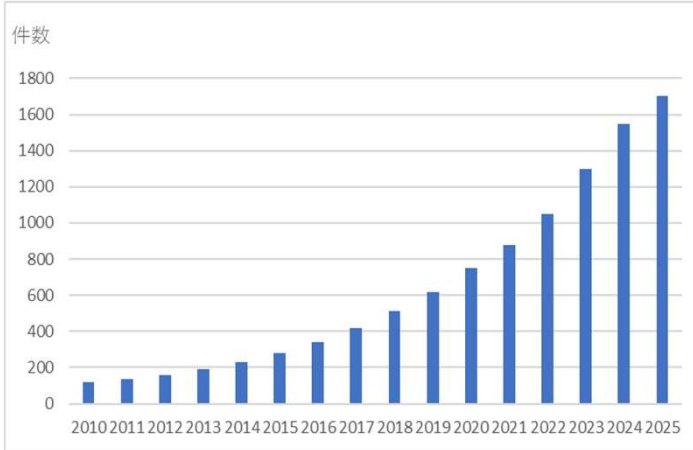
PCの各種データ概観

2025/9/3

16

16

プライベート・クレジット（PC PD、以下PC）記事の件数



近年では、PC（PD）に関する報道や記事が大幅に増えている。また、主要中央銀行や国際機関のレポートでも取り上げられるようになった。

（注）2025年は上半期までの数値

（出所）日銀レビュー、三菱UFJ信託銀行レポート、KlikandPay調査等から集計

2025/9/3

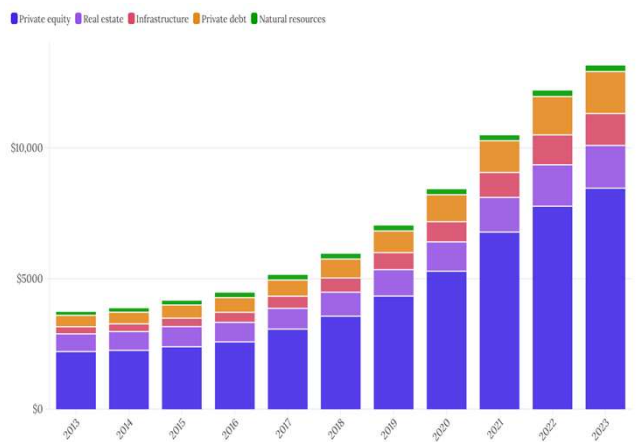
尾道市立大学
Onomichi City University

17

PC市場のAUM(Assets Under Management)

尾道市立大学
Onomichi City University

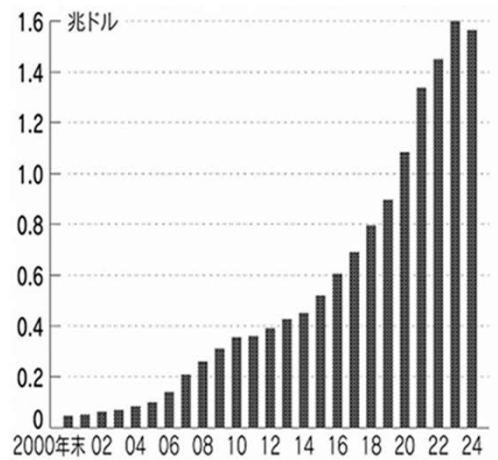
プライベートマーケット業界のAUM（10億ドル）



（出所）Preqinの各年資料

2025/9/3

世界のPC（PD）市場のAUM（兆ドル）



（注）2024年のみ6月末、それ以外は12月末。

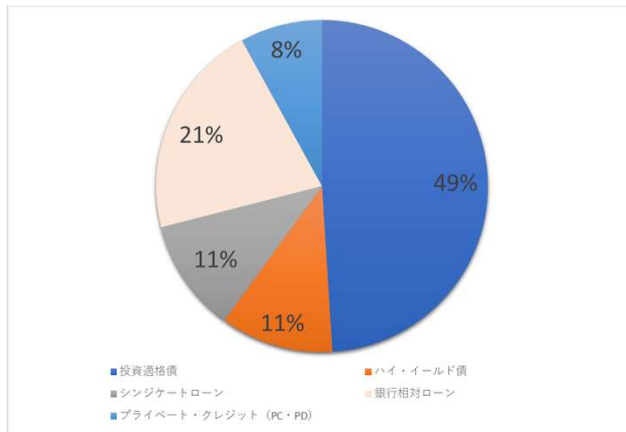
（出所）Preqinの各年資料

18

18

企業債務市場の規模

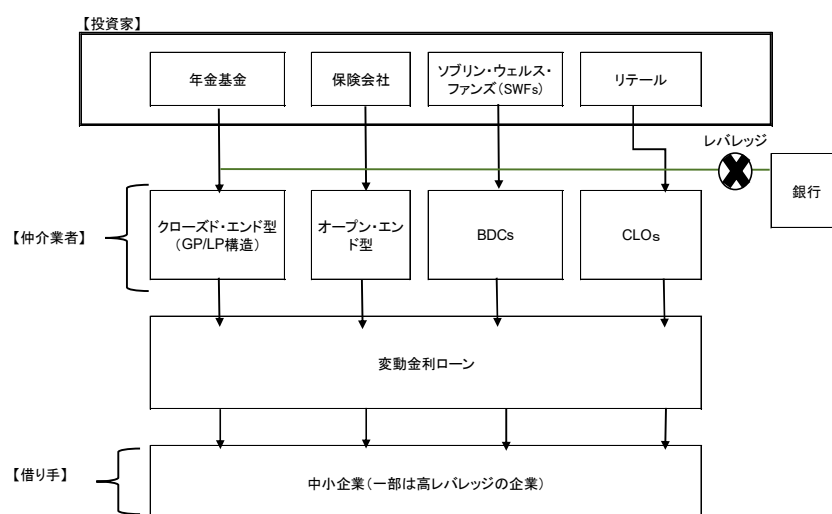
米国の企業債務市場の規模（総額約13兆ドル、全体を100%）



▶ 投資適格債が49%、HY（ハイ・イールド債）が11%、シンジケートローンが11%、銀行融資が21%、PC（PDを含む）が8%

（注）2022年3月31日。
（出所）Nesbitt,S.L(2023)Breakdown of the 12.6trillion US Corporate debt market,p.2,
Bloomberg,Federal Reserve Bank,Cliffwaterより作成。
2025/9/3

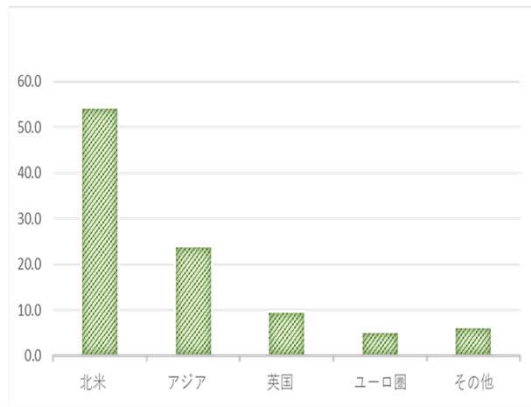
PC（PD）の構造



2025/9/3

（出所）IMF(2024)p.2より一部加筆の上、作成。

プライベート・ファイナンスの地域別運用資産シェア (%)



(出所) FSB (2023) p.66, 原典は PitchBook Inc,

北米の分野別運用資産シェア
(上段金額10億ドル単位、下段は%)

PE	ベンチャー	PC	実物資産	合計
2115	975	982	1416	5489
38.5	17.8	17.9	25.8	100

(出所) Vamante and Avalos (2021)p.73,原典: PitchBook Data Inc.

(注)2021年10月21日時点のデータ。ベンチャーには成長資本を含む。

PCファンド資産の出し手 (投資家層)

	金額(億ドル)	シェア
年金ファンド	3070	31
プライベート・ファンド	1360	14
保険会社	920	9
個人	920	9
その他	3660	37

(注) 2021年第4四半期時点。「その他」は、SWFsや非営利法人等。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System (2023) p.46.原典は、U.S. Securities and Exchange Commission, Form PF.

2025/9/3

 尾道市立大学
Onomichi City University

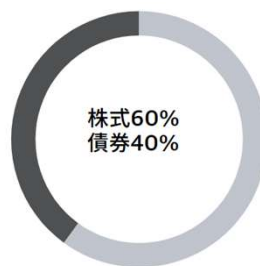
21

パフォーマンス

 尾道市立大学
Onomichi City University

ポートフォリオ

伝統的な資産構成



■ 株式 60%
■ 債券 40%

PC込みの運用



■ 株式 55%
■ プライベート・クレジット 20%
■ 債券 25%

(出所) Bloomberg, Morningstar, Cliffwater

(注) 2023年12月31日時点。業界の慣習による60/40ポートフォリオはS&P500指数に60%、ブルームバーグ・グローバル総合債券指数に40%を配分。プライベート・クレジットの指標として、Cliffwater Direct Lending指数を使用。

Source: Bloomberg, Morningstar, Cliffwater as of 12/31/2023. Consistent with industry convention, the 60/40 Portfolio allocates 60% to the S&P 500 Index and 40% to the Bloomberg Global Aggregate Bond Index. The private credit proxy is the Cliffwater Direct Lending Index.

Annual Return	7.2%	<	8.6%
Annual Volatility	11.8%	>	10.7%
Current Yield	2.8%	<	4.5%

22

22

パフォーマンス



主な債券指数の年間リターン・ランキング

(2017年～2023年におけるパフォーマンス順)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	トータル・リターン
■ プライベート・クレジット	1位	10.4%	8.1%	14.3%	9.2%	12.8%	6.3%	14.0%	8.9%
■ グローバル投資適格債	2位	8.6%	0.4%	12.6%	7.5%	5.3%	-0.8%	13.4%	4.8%
■ 米国投資適格債	3位	7.5%	0.0%	9.0%	7.1%	5.2%	-11.2%	13.3%	4.6%
■ 米国バンクローン	4位	7.4%	-1.2%	8.7%	7.0%	1.0%	-12.7%	12.1%	3.6%
■ グローバル・ハイイールド債	5位	4.1%	-2.1%	8.6%	5.5%	-1.5%	-13.0%	5.7%	1.3%
■ 米国ハイイールド債	6位	3.5%	-4.1%	6.8%	3.1%	-4.7%	-16.2%	5.5%	0.6%

(出所) Morning Star, Cliffwater. 2023年12月31日時点。各暦年の年間リターンをパフォーマンスの高い順に掲示。記載された資産クラスは、以下の指数に基づいている（プライベート・クレジットはグリフウォーター・ダイレクショナル・レバレッジ・インデックス、米国ハイイールド債はブルームバーグ米国ハイイールド債指数、米国投資適格債はブルームバーグ米国総合債券指数、米国バンクローンはモーニングスターLSTA米国レバレッジド・ローン指数、米国中期国債はブルームバーグ米国中期国債指数、1-3か月短期財務証券はブルームバーグ米国財務証券1-3か月指数）。

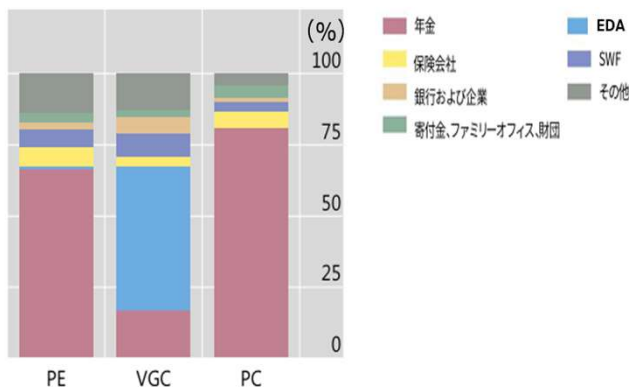
23

23

プライベートファンドの主要なプレイヤー



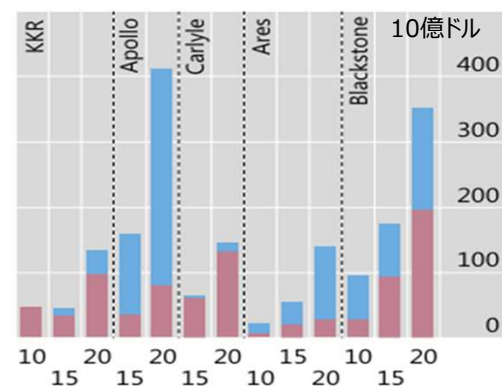
年金基金が最大の投資家



EDA = 経済開発基金, SWF = 政府系ファンド, PC = 民間信用, PE = プライベートエクイティ, VGC = ベンチャーキャピタルおよび成長資本。

(出所) Bloomberg, PitchBook Inc.; Company fillings, S.Armonite & Avalos(2021)

大手のオルタナティブ資産運用管理会社はクレジット分野に進出



赤色がPEの運用資産、青色がPCの運用資産。横軸は、XXが20XX年を意味する。揭示PCIについては、個別開示の場合はプライベート・クレジット、それ以外はクレジット全体として算出。

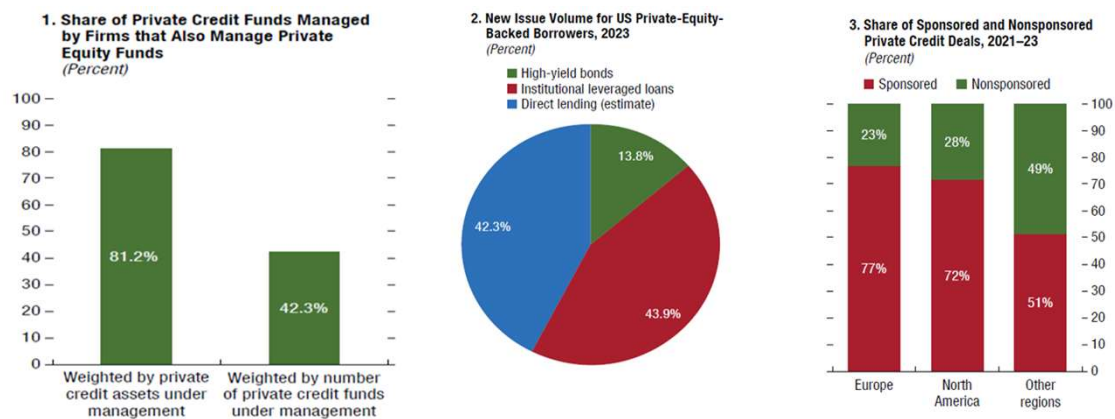
(出所) Bloomberg, PitchBook Inc.; Company fillings, S.Armonite & Avalos(2021)

2025/9/3

24

24

PEを管理する運用会社はPCファンドも管理



Sources: PitchBook LCD; Preqin; and IMF staff calculations.

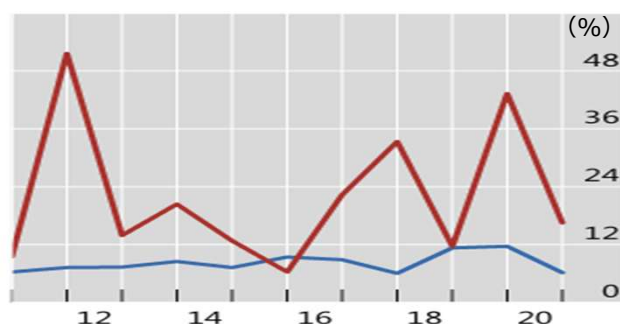
2025/9/3

25

25

プライベートファンドの主要なプレイヤー

普通株の平均リターン
(赤色：オルタナティブ運用管理会社 青色；銀行)



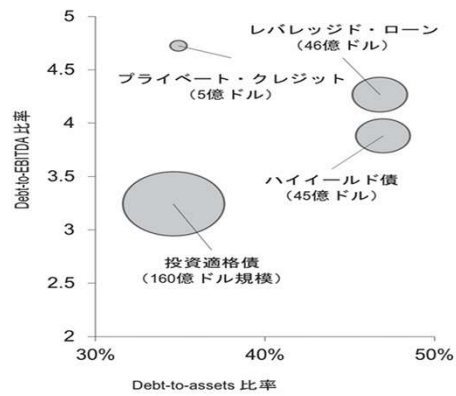
(注) オルタナティブ資産運用管理会社(投資管理会社) = アボロ・グローバル・マネジメント、アレス・マネジメント、ブラックストーン、カーライル、KKR。銀行 = バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、JPMorgan Chase、ウェルズ・ファーゴの単純平均。横軸は、XXが20XX年を意味する。

(出所) Bloomberg, PitchBook Inc.; Company filings, S.Armonite & Avalos(2021)

2025/9/3

26

各発行体の規模とレバレッジ（北米地域）

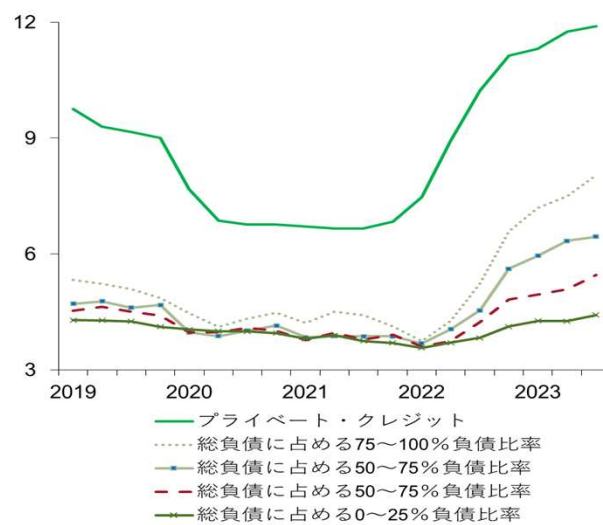


(出所) IMF(2024), Bloomberg Finance L.P.; Preqin; S&P Capital IQ より作成。
 (注) プライベート・クレジットの企業ファンダメンタルズは、Preqin の取引サンプルに依拠。EBITDA=利子、税金、原価償却前の利益。円の大きさは総資産による企業規模の中央値を反映。但し、PCの借り手の多くが財務情報を公開していない為、サンプルは代理データである。従って、選択バイアスの影響を受ける可能性があることに注意しなければならない。

2025/9/3

27

変動金利商品への各債務比率別の負債費用（%）



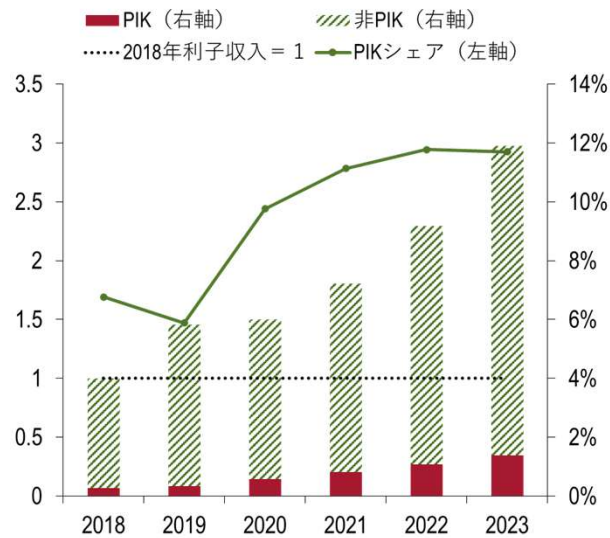
2025/9/3

(出所) IMF(2024); BDC10-K, 1--Q, S&P Capital IQ より一部加筆。
 (注) 変動金利利息を総負債で割った比率を示している。PCはBDCポートフォリオのサンプルによって算出されている。

28

28

利息収入とPIK（現物払い）の割合



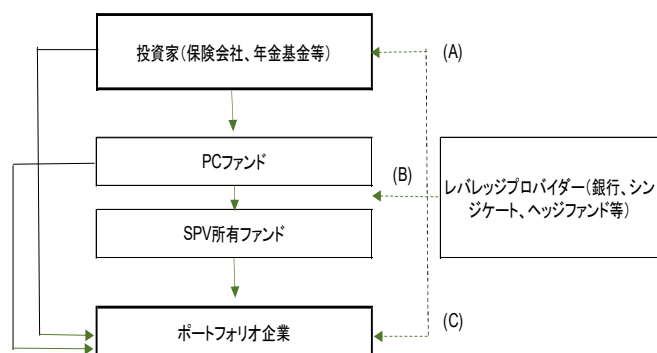
(出所) IMF(2024);BDC10-K, 1--Q, S&P Capital IQより一部加筆.

2025/9/3

29

29

レバレッジの多層構造



(注) 実線矢印は株式或いはクレジット投資、点線矢印はレバレッジ。
(出所) IMF(2024);IOSCO(2023);Preqinより作成.

2025/9/3

30

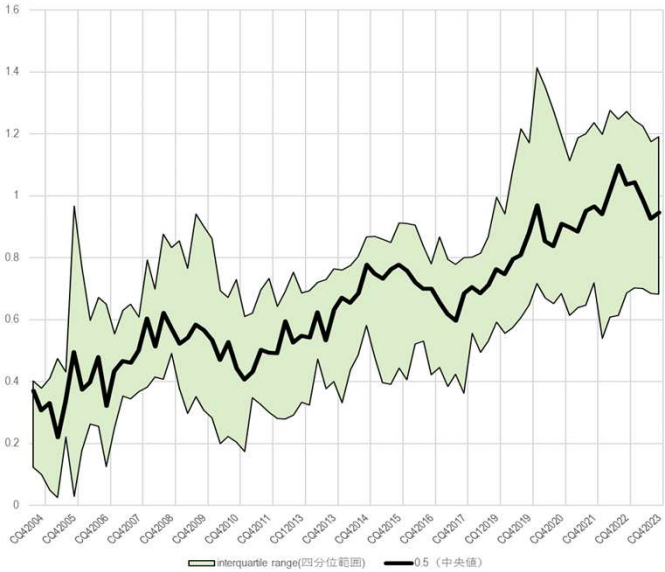
30

PCビークルのレバレッジの特徴

	クローズド・エンド型	BDCs	中間市場CLOs
デット・エクイティ・レシオ	0 to 1.3	~0.8 to 1.2	全デット・エクイティ・レシオ:~6 格付AAA(その他クラス): ~1
レバレッジ源	ポートフォリオ・ファイナンス、NAV融資、サブスクリプション・ライン、デリバティブズ	担保付クレジット・ライン、社債(担保付、担保なし)	ストラクチャード・ノートによる期間レバレッジ
ロールオーバーリスク	有	有	有
コラテラル・コール	○(四半期)	○(四半期)	×(キャッシュ・フロー構造)
主な貸し手	銀行・保険会社・年金基金	銀行・保険会社・年金基金	保険会社・年金基金・ヘッジファンド・銀行
運用資産額	~1.2兆ドル	~3000億ドル	~1000億ドル

(注) NAVは、純資産価値
(出所) IOSCO(2023);IMF(2024)より作成.

BDCsレバレッジ（デット・エクイティ・レシオ）



(注) 四分位範囲は、上限ライン75%、下限ライン25%水準。
(出所) IMF(2024),S&P Capital IQより筆者一部修正.

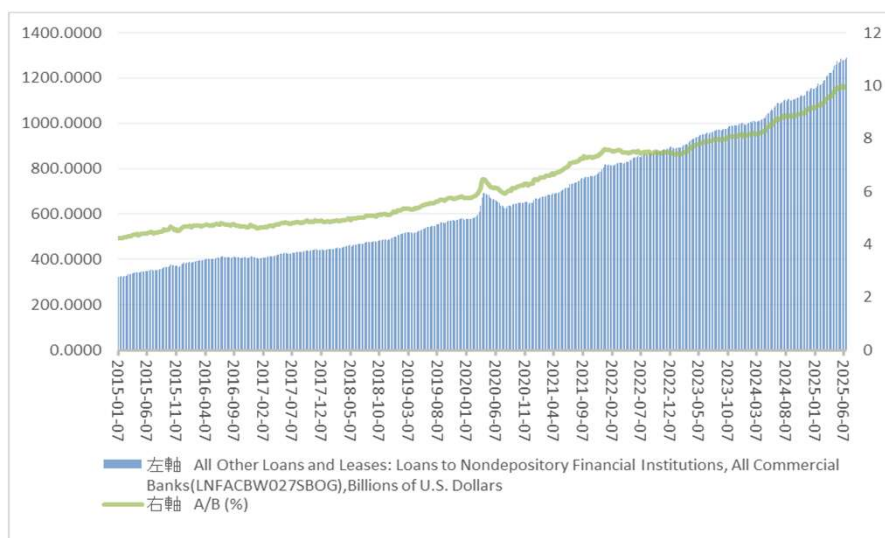
銀行から見たPCファンド脅威論

2025/9/3

33

33

商業銀行が保有する全ての貸付金およびリース資産に占める、米銀からNDFIsへの貸付金等の割合(右軸、%)



(出所) Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louisより筆者算出.

34

プライベートファンド脅威論



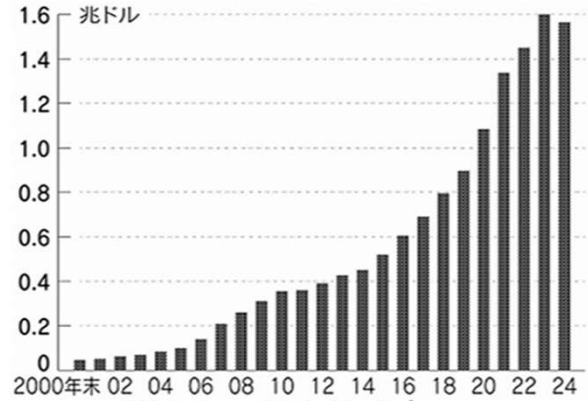
Duncan, Brown, Schneider and Seliigson (2024)

・高額報酬、短期労働、自由な労働環境により、バンカーが（レバレッジドファイナンス担当のバンカー、投資銀行のプライベートファンド会社に奪われている）

- ・転職先はブラックストーンやアルパコア等の大手等
- ・長期的に見れば、パイサイドで働く方が投資銀行で働くよりも多くの報酬が得られる。企業の合併・買収（M & A）が低迷する時期に、バンカーは代わりにリファイナンス業務に従事することになるが、その手数料ははるかに低い。
- ・多くの銀行は、企業買収向けに数十億ドルの融資を提供した後、ここ数年の金利急上昇の中でその債権を処理できず苦境に立たされた。シンジケートローンを組む銀行と異なり、借り手企業に直接融資するプライベートクレジット業者が、その機敏な動きで大きな市場シェアを獲得した。
- ・プライベートファンド業界の職場の労働環境が自由で短時間労働であることも魅力。

Private Credit's Rapid Growth

Assets under management expanded significantly in recent years



(注) 2024年のみ6月末、それ以外は12月末。
(出所) Preqin の各年資料

2025/9/3



35

投資銀行からノンバンク（プライベートファンド）への労働移動

ウォール街での年収¹

・NYウォール街の平均年収 24万4700ドル（2024年 約3500万円）

ブラックストーン CEOの年間報酬 10億ドル以上（自社株配当分を含む）→投資家として寄付＝成功の証、節税対策。

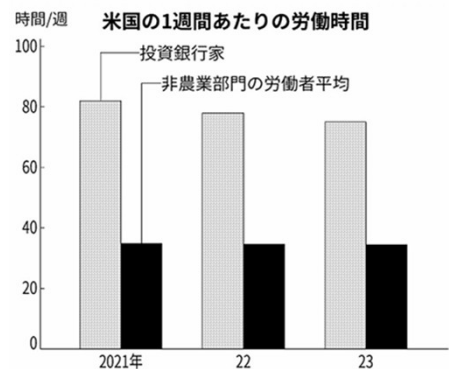
バンカーの過酷な労働環境²

	投資銀行家	（若手投資銀行家）	非農業部門労働者平均
米国の1週間あたりの労働時間（単位時間）	約75	（約100）	約30～40

米国の投資銀行家の労働時間は非農業部門の動労者の2倍以上。ワークライフバランスがない。若手バンカーの過労と死。

JPモルガン・チェースは労働時間は原則週80時間を上限に制限。過酷な環境下、自身の成長（ビッグディール、財務分析や企業価値評価の経験を蓄積）。→より高給な投資ファンド会社に転職。

2025/9/3



(注) 注1、注2は日本経済新聞 2025年5月9日9面。
(出所) 原データはウォールストリートオアシス、2023年。



36

銀行によるPCファンド促進

2025/9/3

37

37

銀行がPC市場の加勢に¹

・ウォール街の銀行が、1兆7000億ドル（約244兆円）規模のプライベートクレジット業界への最も強力な資金提供者に浮上している。プライベートデットファンドに対する銀行の融資額は、過去5年間で145%増加した。
 （通常はプライベートクレジット企業と激しく競争する米銀が、ライバルの好調を支えている。米連邦準備制度理事会（F R B）が先週発表した報告書²によると、ビジネス・デベロップメント・カンパニー（B D C s）および他のプライベートデットファンドに対する銀行のエクスポージャーは、2024年末までに約950億ドルに達した。）

・2024年1－3月（第1四半期）時点で、**米銀はB D C 向け融資の50%を占め、J Pモルガン・チェースが最大のリードアレンジャーだった。上位の借り手は、ブラックストーンのBDC、エイリス・キャピタル、FS KKRキャピタルなど¹。**

ハーバード大学経営大学院のデービッド・シャーフスタイン教授は、「銀行はプライベートクレジットファンドに融資することで、プライベートクレジットの成長を促進している」と指摘。「こうした高度に担保された融資は、資本規制上の取り扱いも有利であり、健全なリターンを獲得できる」と述べた¹。

（出所）1)Carmen Arroyo and Yizhu Wang(2025)“Bank Lending to Private Credit Funds Swells 145% in Five Years”,May29, Bloomberg. 2)Berrospide, Cai, S. Lewis-Hayre, and F.Zikes（2025）.

2025/9/3



尾道市立大学
Onomichi City University

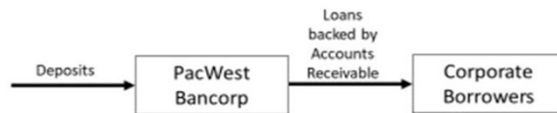
38

ケーススタディ

企業信用の例-PacWestの場合-

民間信用会社（Private Credit Companies）の銀行融資

【以前】



【2023年6月以降：アレスマネジメントがPacWest Bancorpから売掛金を担保としたローンポートフォリオを購入。購入資金の一部はBarclays PLCが調達】



2025/9/3

(出所) Viral V. Acharya, Nicola Cetorelli, and Bruce Tuckman(2024)を加筆修正.

39

39

ケーススタディ

Special Purpose Vehicle Facilities of Blackstone Private Credit Fund (BCRED), 2022年12月時点

Funding Facility	Bank	Principal Committed (\$000s)	Outstanding Principal (\$000s)
Bard Peak	BNP Paribas	1,650,000	1,235,414
Bear Peak		468,494	166,031
Castle Peak	Citibank, N.A.	1,600,000	1,146,600
Revolving Credit Facility		5,150,000	1,470,758
Maroon Peak	Morgan Stanley Bank, N.A.	300,000	300,000
Middle Peak		800,000	596,950
Summit Peak	Société Générale	2,300,000	1,691,844
2021-1 BSL WH		300,000	148,000
Denali Peak	Deutsche Bank AG	750,000	749,800
Bushnell Peak	Bank of America, N.A.	600,000	400,000
Bison Peak		1,500,000	1,182,000
Borah Peak		400,000	223,000
Granite Peak	Goldman Sachs Bank USA	750,000	647,600
Blanca Peak	Barclays Bank PLC	1,500,000	1,081,000
Windom Peak	Wells Fargo Bank	2,000,000	1,741,465
Monarch Peak	MUFG Bank	2,000,000	873,400
Naomi Peak	Natixis	400,000	400,000
Meridian Peak	Mass Mutual Life	500,000	170,000
Haydon Peak	HSBC Bank USA	500,000	49,000

(出所) US Securities and Exchange Commission (US SEC) (2022) FORM 10-K, Blackstone Private Credit Fund, pp.203-216, p.229.
(\$ amounts are in thousands)

2025/9/3

PCファンドの特別目的事業体ファシリティ

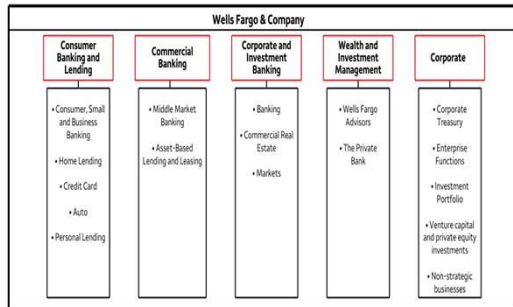
大手銀行が投資管理会社と連携して融資を行っている。日本はMUFG

40

40

ケーススタディ

Wells Fargo



"We created a strategic partnership with Centerbridge Partners and introduced Overland Advisors to better serve our Commercial Banking customers with a direct lending product".

Wells Fargo & Company (2025), Wells Fargo Newsroom(2023)

(出所) Table 5: Management Reporting Structure ,SEC, FORM 10-Q, Q1 2025filings,p.9.

株式（事業目的と会計方法）

(in millions)	Mar 31, 2025	Dec 31, 2024
Equity securities held for trading at fair value (1)	\$ 23,320	19,270
Not held for trading:		
Equity securities at fair value (2)	2,794	3,052
Tax credit investments (3)	21,311	21,933
Private equity (4)	12,573	12,607
Federal Reserve Bank stock and other at cost (5)	3,603	3,782
Total equity securities not held for trading	40,281	41,374
Total equity securities	\$ 63,601	60,644

(出所) Table 4.1:Equity Securities, SEC, FORM 10-Q, Q1 2025filings,p.67.

41

41

ケーススタディ



Goldman Sachs Group

- ▶自己資金での投資から手数料ビジネスへのシフトへ
- ▶5年以内にPC資産を約2倍強に増やす計画

>ダイレクトレンディング（自社系PC、直接融資）投資に向け206億ドルが集まる。

手段は、新規資本、借入、共同投資等で準備。

ダイレクトレンディングの他、セパレートリー・マネジメント・アカウント（SMA）と呼ばれる一任勘定を用いて、借り手と直接交渉するシニアローンとして準備。

>ゴールドマンにとって、自社での運用会社による事業拡大を目指すことは、PCはアピール手段。また、全自己資金を使った収益よりも安定した手数料収入を目指すことにしたため、ブラックストーンのように外部の投資家から大量の資金を迅速に調達できることを顧客に証明したい。

(出所) Sridhar Natarajan(2024),"Goldman Sachs Racks Up \$ 21 Billion for Its Largest Private Credit Pool," 29 May, Bloomberg.

2025/9/3

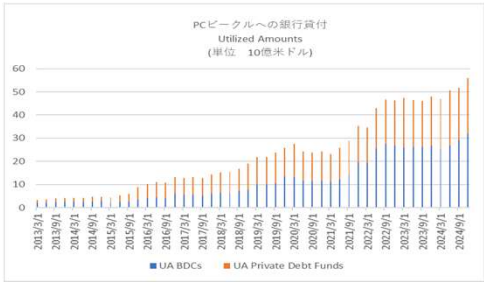
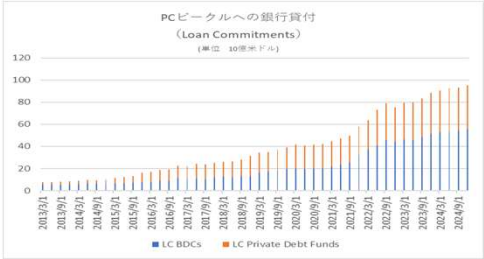
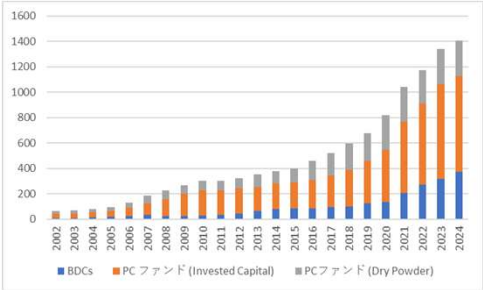
42

42

銀行とPCビークル



PCビークルの運用資産（単位 10億米ドル）



3つの図表の（出所）FR Y-14Q

2025/9/3

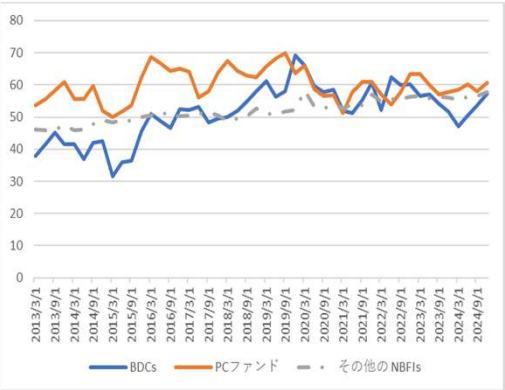
43

43

銀行とPCビークル



クレジットラインの利用率（％）



NBFI向け銀行貸付（2024年第4四半期時点）						
	ローンコミットメント （10億米ドル）	利用率 （％）	平均利率 （％）	満期 （年）	平均格付	延滞率（％）
BDCs	56	56.8	6.4	4.1	BBB	0.5
PCファンド	40	55	6.6	2.6	BBB	0.7
その他のNBFI	2193	48.7	6.2	3.0	BBB	0.7

BHCローン（格付け別のデフォルト確率の分布統計量、2024年第4四半期時点）									
	その他のNBFI			PCファンド			BDCs		
	Mean	Median	観測（％）	Mean	Median	観測（％）	Mean	Median	観測（％）
全ての企業	1.65	0.37	100	2.07	0.22	100	0.71	0.3	100
Inv. Grade excl. BBB *	0.38	0.06	16	0.06	0.05	29	0.06	0.07	10
BBB	0.37	0.23	37	0.60	0.20	40	0.44	0.24	52
Non-Inv. Grade**	3.07	1.03	47	5.76	1.03	31	1.26	0.85	38

*投資適格債（Investment Grade）のうち、BBB格を除いたものを指す。つまり、BBBより上位の格付け（A、AA、AAAなど）の債券だけを対象。

**信用格付けが投資適格（Investment Grade）未満の債券（非投資適格債）を指す。つまり、BBB未満の格付けを対象。

（出所）FRY-14Q

BDCsはその他のNBFIよりも平均値で融資のデフォルト確率は最も低い部類。PCファンドはその他のNBFIよりも中央値で融資のデフォルト確率が相対的に低い。以上のことから、銀行はPC貸出において、信用リスクを低く取っていると推測。

2025/9/3

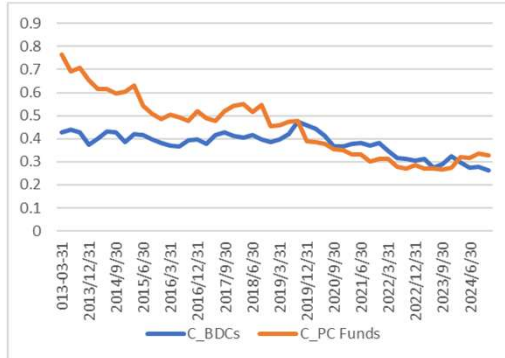
44

44

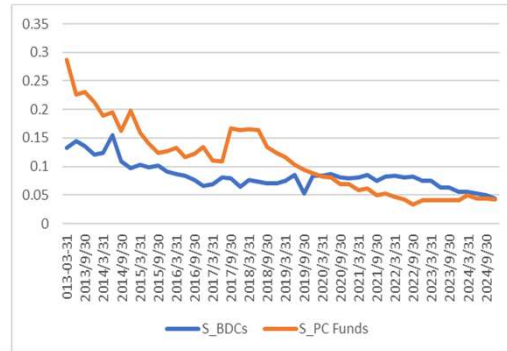
銀行とPCビークル

銀行のエクスポージャーとPCビークルの集中度や類似性

集中度（縦軸は平均HHI）



類似性（縦軸は平均コサイン類似度）



（出所）FR Y-14Q

2025/9/3

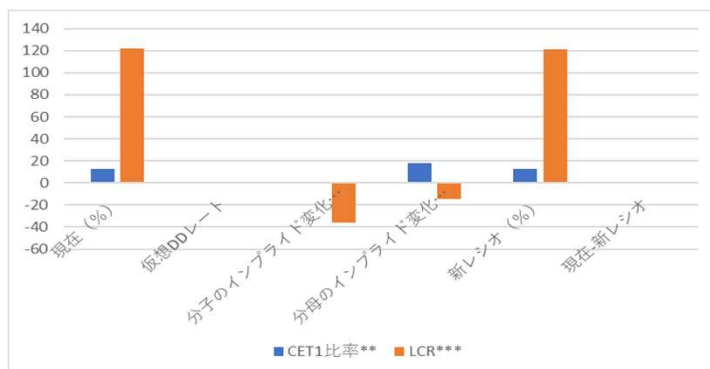
45

45

銀行とPCビークル

リスクシナリオ

PCビークルの自己資本と流動性比率の変化（△DD*=360億ドル）



*引出し額, **CET 1 の総資本比率, ***総流動性カバレッジ比率.

（出所）FR Y-9C, S&P Capital IQ, and LCR.

2025/9/3

あくまでも仮想シナリオ
だと、PCチャネルによる金融
安定性の懸念は小さい

だが他のNBFI sのドローダウン
も生じれば、シミュレートした
値を大幅に超える可能性はある。

46

46

PCファンドのリスク

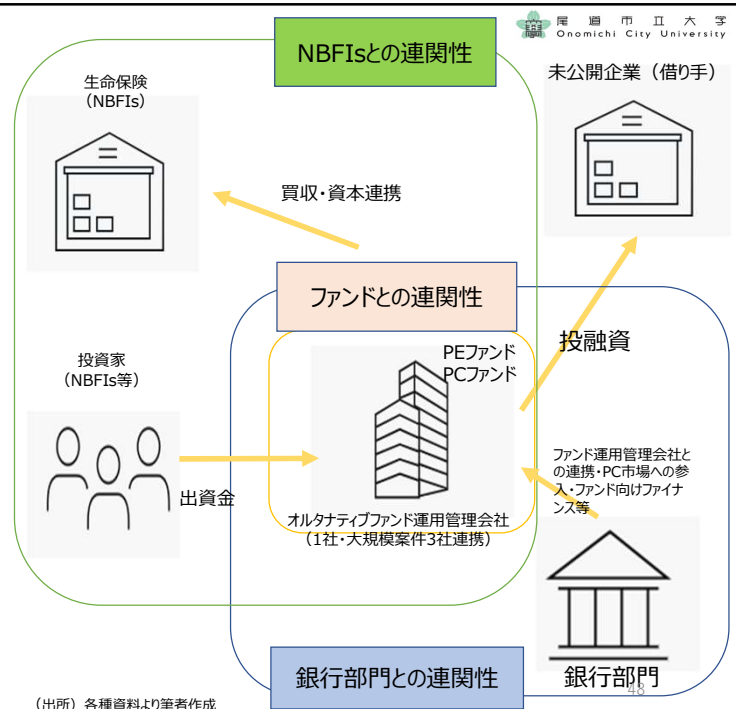
2025/9/3

47

47

PCファンドのリスク

- ①運用実態の透明性の低さ
- ②金融システム内のPCファンドを巡る連関性の高まり（右図）
- ③信用の急拡大に伴う脆弱性の蓄積
- ④一部のオープンエンド型ファンドの流動性リスク



2025/9/3

(出所) 各種資料より筆者作成

48

PCファンドのリスク

Board of Governors of the Federal Reserve System(2023), Cook (2023) 他

悲観的ではない。最近の金融安定報告書において、プライベート・クレジット市場の金融安定リスクは「限定的である可能性が高い」と結論。

International Monetary Fund(2024),US SEC

懐疑的。大幅な金利上昇への転換や銀行の貸出抑制によって、米国経済の失速とともに、PC市場や他の市場に悪影響を及ぼす可能性があることを懸念している。銀行融資は金融規制の対象になるが、PCは金融規制対象外になる為、資産価値の評価損やシステムリスクに及ぶような潜在的なリスクが生じる恐れがある。

2025/9/3

49

49

おわりに

本稿は、プライベートクレジット（プライベートデット）市場の発展と課題を考察した。要点は以下の通り。

1. プライベートファンドのうち、市場拡大をけん引してきたPEファンドに次いで、主に信用力の低い未公開の中堅・中小企業を対象に直接融資を行うPC（PD）ファンドが存在感を増してきている。PEファンドがスポンサーを含む、ファンドと共に拡大している。レバレッジ拡大は大きくない。北米を中心に発展している。
2. 銀行 対 プライベートファンド間での対抗論一辺倒ではない。一部では投資運用会社からパイを奪われる懸念する指摘はある。限りある資料から推察するに、むしろ銀行がプライベートクレジットに積極的な融資を行っている姿勢が垣間見える。

大手投資銀行は、自らが代替資産業者の買収や関係を通じた PE 戦略の拡大企業活動の加速と投資銀行案件の拡大が生まれる為、投資銀行と運用業者は共生関係にあるとする指摘がある（神野、2024）。本研究も、銀行がプライベートファンドに融資を行い、プライベートファンドも銀行の信用を受けて業務を拡張してゆく循環があるものと予想する。銀行自身はPCそれ自体を行うことは困難であるが、ファンドへ仲介の融資⇒利益（手数料）を享受する。ファンド側も借り手として様々な案件を行い、その果実を享受する。このため、現時点でいえば、銀行業界とプライベートファンドの間には、対抗論が支配的と考えるべきではなく、むしろある種の共存（補完）関係が垣間見える。そうした関係が更にプライベートファンド市場を大きくしている可能性がある。

3. 公表データ不足、市場ショックによる脆弱性の検討、金融システム上の相互連関性の解明などの課題がある。
共生（補完）関係は銀行による伝統的貸付に比べれば小さい市場規模である。これまでのところ、市場全体を巻きこむほどの大きな問題は生じていないものの、PC市場はGFCのような本格的な景気後退と信用サイクル後退期を経験していない。但し、情報開示が多くないため不透明である。また、新しい金融商品の登場→過去経験の乏しい機関投資家や個人が参入→バブル崩壊や損失、という経路による事例（例 サブプライム金融商品）が後を絶たない。PCブームは「黄金期」に入っていると指摘され、未だにその結末は見えないものの、GFCの再来に備えて規制当局は金融規制の在り方について注視しつつあらゆるリスクに備えるよう議論を深める必要がある。

2025/9/3

50

50

【主要参考文献】

- 伊豆久 (2007a) 「最近のLBOブームの特徴と背景」『証研レポート』 1642号、日本証券経済研究所大阪研究所、20-28頁、6月。
- 伊豆久 (2007b) 「買収ファンドの上場を巡ってーブラックストーンのIPO」『証券レポート』 1643号、27 - 38頁、8月。
- 伊豆久 (2007c) 「ファンド・ブーム下の国際資本市場」、『甲南経済学論集』、第 47 巻第 4 号 3 月、69-93頁
- 伊豆久 (2008) 「レバレッジド・ローン市場について」1650号、26 - 36頁、10月。
- 金口剛久、稲次春彦、三浦翔 (2024) 「LBO ファイナンスの動向とリスク管理」『日銀レビュー』、日本銀行金融機構局、J-8、1-8頁。
- 神野光指郎 (2024) 「金融危機後における米大手投資銀行の進化と非銀行金融仲介の拡大」、『信用理論研究』、第41号、31-70頁。
- 金融庁 (2025) 「資産運用サービスの高度化に向けたプログレスレポート」6月、1-98頁。
- 佐賀卓雄 (2020) 「アメリカ株式市場の変貌とプライベート・エクイティ (PE)」、『月刊資本市場』、No.414、4-13頁。
- 日本経済新聞会社、日本経済新聞各号。
- Acharya, V. V., N. Cetorelli, and B. Tuckman, 2024, Where Do Banks End and NBFIs Begin? (PDF) Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 1119, pp.1-52.
- Avalos, F., S. Doerr, and G. Pinter (2025) "The global drivers of private credit", BIS Quarterly Review, March 2025.
- Board of Governors of the Federal Reserve System(2023)*Financial Stability Report*, May.
- Board of Governors of the Federal Reserve System(2025)Z.1 *Financial Accounts of the United States,-Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts*, First Quarter, June 22,pp.1-194.
- Blackstone HP, "Essentials of Private Credit."
- Chernenko, S., I. Erel, R. Prilmeier (2022) " Why Do Firms Borrow Directly from Nonbanks?," The Review of Financial Studies, 35 (11), pp.4902-4947.
- Chernenko, S., R. Ialenti, and D. Scharfstein(2025) "Bank Capital and the Growth of Private Credit,"Working Paper, Harvard University.
- Crey D. and Morris J.E.(2010)*King of Capital : The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone*, Crown Business.
- Davydenko, T., T. Marchuk, and S. Rosen(2024)"Direct lenders in the U.S. middle market," Journal of Financial Economics, 162, 103946,pp.1-25.
- Duncan, Brown, Schneider and Seligson(2024)"Top Bankers Chase a Big Payday by Defecting to Private Credit," Bloomberg, 27 September.
- Eleanor Duncan, Silas Brown, Ellen Schneider, and Paula Seligson(2024) "Bonus-Starved Bankers Are Jumping Ship for Private Credit Riches," Bloomberg, September 26, 2024
- Federal Reserve Bank of St. Louis, *Federal Reserve Economic Data*.
- Financial Stability Board(2023)*Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, December, pp.1-94.
- International Monetary Fund(2024)*Global Financial Stability Report, The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risk*, April.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO)(2023) "Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance," Final Report FR10-23.

2025/9/3

51

【主要参考文献】

- JPMorgan Chase(2025) *Annual Report 2025*, Form 10-K (NYSE:JPM), February 14th.
- Kat Hidalgo(2024)" Why Private Credit Is Booming and Banks Are Fighting Back," Bloomberg, updated on 12 July .
- Lisa D.Cook (2024) "Current Assessment of Financial Stability," The Brookings Institution, Washington, D.C, May, pp.1-10.
- Madeleine Speed (2025) "Private Equity goes 'risk off' as it poses dealmaking ," *Financial Times*, April 16.
- Nesbitt,S.L(2023)*Private Debt:Yield, Safety and the Emergence of Alternative Lending*, Second Edition, Wiley.
- Preqin(2024) *The Alternatives in 2024* report.
- S.Armanite and F.Avalos(2021)"The Rise of Private Markets," *BIS Quarterly Review*,Vol. 24, No. 2, 62 December, pp.62-82.
- Silas Brown, Laura Benitez, John Sage, Kat Hidalgo, and Ellen Schneider (2024)"Flawed Valuations Threaten \$1.7 Trillion Private Credit Boom," Bloomberg, 28 Feb.
- Sridhar Natarajan(2024),"Goldman Sachs Racks Up \$ 21 Billion for Its Largest Private Credit Pool," Bloomberg,29 May.
- Touch A.F(2017)"The Remaking of Wall Street," *Harvard Business Law Review*, Vol.17, pp.316-373.
- US Securities and Exchange Commission (US SEC)(2024)"Examination Priorities: Division of Examinations," ([https:// www .sec .gov/ files/ 2024 -exam-priorities. Pdf](https://www.sec.gov/files/2024-exam-priorities.pdf))
- US Securities and Exchange Commission (US SEC) (2022) Form 10-K, Blackstone Private Credit Fund,
- US Securities and Exchange Commission (US SEC)(2025) Form10-Q (Mark One) QUARTERLY REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934,for the quarterly period ended March 31, 2025 filings, WELLS FARGO & COMPANY,pp.1-127.
- Wells Fargo Newsroom(2023),"Centerbridge Partners and Wells Fargo enter strategic relationship focused on direct lending to middle market companies," press release, September 26.
- Wells Fargo & Company (2025),"Annual Report 2024.

2025/9/3

52