

プライベートクレジットの増加とそのリスク

中堅・中小企業（ミドルマーケット）に長期資金を提供するプライベートクレジットが急速に増加している。プライベートクレジットは強いリレーションシップと顧客毎にカスタマイズされた融資条件が借り手にとっての魅力となっている。中堅・中小企業（ミドルマーケット）への銀行の貸出意欲が低下しているようすの中、プライベートクレジットがこの分野の中核となっている。資金調達規制当局の監督下にある銀行からの借入れや、シンジケートローンや社債など比較的透明性の高い市場から、プライベートマーケットという透明性の低い調達手段に移行することで潜在的なリスクが生じている。このリスクは直ちに問題となるものではないが、プライベートクレジットの市場は重要な脆弱性を内包している。

景気後退局面ではこのセクターで巨額の想定外の損失が発生する可能性がある。プライベートクレジットは、比較的小規模でレバレッジの高い企業に対し、通常、変動金利で貸し付けるものである。対象企業は、景気後退局面で借入れコストが増加し、企業業績が悪化する恐れがある。

個人投資家向けファンドの増加に伴い、流動性リスクの拡大も懸念される。プライベート・クレジット・ファンドの大部分は満期変換に伴うリスクをあまり抱えていない。しかしながら、流動性が低めのファンドが増えることで、解約に伴う先行者利益が拡大し、リスクとなりうる。個人投資家は投資リスクや流動性の低い資産の償還に課される制限を十分に理解していないことがあり、プライベートクレジット市場への個人投資家の参入が行為規範に関する懸念を高めかねない。

重層的なレバレッジが、相互連関に関する懸念を引き起こす。プライベート・クレジット・ファンド自身はさほどレバレッジを取っていないと見られるが、プライベートクレジット市場は、借り手から最終投資家に至るまで、レバレッジを効かせている参加者が存在する複雑なネットワークを形成している。こうした重層的なレバレッジ構造には、報告義務の対象になっていない参加者も存在し、損失が拡大する可能性がある。さらに、ファンドがキャピタルコールに伴い巨額の追加拠出を要求されるケースもあり、その場合ファンドにレバレッジ資金を提供している機関への波及もありうる。

バリュエーションの不確実性から信頼が損なわれる恐れもある。借入企業の透明性が低く、またこのセクターが現在の規模や広がりを得てから大規模な景気後退を経験していないことから、外部の者にとって迅速に評価を行うことが困難である。ファンドの運用者にとっては損失の認識を先送りし、その間に新規のファンドを募集し、過去の運用実績を反映した成功報酬を確定させることへのインセンティブが生じる。

金融安定性へのリスクはプライベートクレジット市場へのエクスポージャーが大きい企業を通じて生じる可能性もある。プライベートエクイティ企業傘下の保険会社や一

部の年金基金などがこれにあたる。プライベートエクイティ傘下の保険会社保有の総資産は近年大幅に拡大しており、他の保険会社に比べ流動性の低い資産へのエクスポージャーが非常に大きい。

同資産クラスとしての全体的な金融安定性リスクを評価することはデータの制約があり、難しい。この資産クラスの透明性が改善しないまま、緩いプルデンシャル監督下で急拡大し続ければ、プライベートクレジット業界の脆弱性がシステム上重要な意味を持つようになる恐れがある。

当局は監督規制を通じ、より強くこのセクターに干渉することを検討すべきである。これはプライベート・クレジット・ファンド、ファンドに投資する機関投資家、レバレッジ資金の提供者を広く対象とすべきである。各国および各金融分野の規制監督当局はデータギャップに対処しリスク評価を金融セクター間でより統一できるよう協力を強化すべきである。

当局はデータギャップの解消を優先するべきである。これにより、規制監督当局がレバレッジ、相互関連、投資家の特定分野への集中を含む各種リスクをより総合的に評価できるようになる。プライベート・クレジット・ファンドとその投資家、レバレッジ資金の提供者に対する報告義務を強化し、より充実したモニタリングとリスク管理をできるようにしなければならない。

当局はモニタリングを重視し、ファンドの流動性リスクと行為規範リスクに対処すべきである。これは、より高い償還リスクを抱えるファンド、特に個人投資家向けファンドで重要である。証券規制当局は金融安定理事会（FSB）と証券監督者国際機構（IOSCO）の商品設計と流動性管理に関する勧告を実践すべきである。

報告書全文は、こちらの英語版をご参照ください。 <http://IMF.org/GFSR-April2024>