

資金提供の先へ： ダイレクト・レンディングの次なる局面



投資機会へのアクセスが次の局面の成否を分ける

- ダイレクト・レンディングの次の局面での成功のドライバーは、これまでの成長の第一段階とは異なる可能性がある。
- 潤沢な資金が提供されるようになり、正しい投資機会へのアクセスの重要性が増している。
- 投資の対象は、従来のようなスポンサーの後ろ盾が付いたローンの枠を超えて裾野が広がっている。

ダイレクト・レンディングのこれまでの成長ストーリーは、既によく知られた通りである。しかし、この資産クラスの第一段階の成功を支えた要素が、次なる局面でも同様に重要であり続けるだろうか？

市場が成熟するにつれて資金が潤沢に提供され、貸し出し競争の激化が見られるようになっており、投資機会の裾野は従来の枠組みを超えて広がっている。以前は、主にプライベート・エクイティ（PE）スポンサーが付いたスポンサード案件と言われるローンが投資の対象とされることが多かったが、はるかに多様な市場へと状況は進化している。この変化は、プライベート資本にアクセスする借り手の種類の広がりだけでなく、同資産クラスの地理的な広がりにも表れている。では、これは投資家にとってどのような意味を持つのだろうか？

こうした疑問に対する答えは、ダイレクト・レンディング市場の構成の変化に一部表れている。米国では、スポンサー付きローンは既に成熟し、特にダイレクト・レンダーがPEスポンサーによるレバレッジド・バイアウト（LBO）に資金を提供する領域において、貸し出し競争が激化している。こうした競争の激しさは市場全体で確認でき、案件の選別力、案件を発掘するためのアプローチ、規律ある審査の重要性が一段と増している。

一方、スポンサーの付かない、ノンスポンサード案件と言われるローンは、世界的に見ても依然として浸透度が低いものの、その状況は変化しつつある。欧州におけるバーゼルⅢ改革をはじめとする銀行規制の厳格化は、従来の資金調達手段のあり方を変えつつある。また、市場の分断は、それぞれの地域に強いチームを配置する貸し手にとって、地域特有の投資機会を生み出している¹。

こうした全体の変化は、世界的に広がりを見せている。ダイレクト・レンディングは当初、米国で大きく成長したが、現在では多くの先進国市場においても投資機会が大きく拡大している。欧州やオーストラリア、その他の地域においても、ノンバンク・レンダーの果たす役割が拡大している。

一貫して変わらないのは、成長、買収、あるいは戦略的な取り組みなど、特定の目的のために資金調達を必要としている優良な非上場企業が依然として多く存在している点だ²。貸し手にとっては、借り手層が拡大していること以上に、大きな課題がある。それは、投資を行う各地域市場において、債権者に有利な融資基準や、債権者を支える規制の枠組み、規律あるリスクの審査判断を可能とするに十分な法的確実性が備わっているかという点である。

1. IPEによる“When I look at Europe, all I see is opportunity.”（2026年3月）を参照。

2. PGIMによる“Enhancing Diversification Through Non-Sponsored Direct Lending”を参照。

ダイレクト・レンディング市場の構造

プライベート・クレジット全体 (10億米ドル)		コーポレート・ダイレクト・レンディング (10億米ドル)			スポンサーの有無 (10億米ドル)		
ダイレクト・レンディング	1650	ファースト・ローン	800	39%	スポンサー付き	1200	73%
メザニン	250	ユニットランシエ	600	29%	スポンサーなし	450	27%
キャピタル・ソリューション	150	セカンド・ローン	250	12%		1650	100%
ABF*	1500	メザニン	250	12%			
インフラ	300	キャピタル・ソリューション	150	7%			
	3850		2050	100%			

出所：KBRA、Cliffwater、AIMA、S&Pグローバル、ムーディーズ、マッコーリー、BIS、2025年12月時点。
*ABFはアセット・ベースト・ファイナンス。

グローバルに展開するため各地域をよく理解する

市場全体で魅力的に見える場合であっても、現地でのオリジネーション能力がなければ、貸し手は自らが望むポートフォリオを構築することができず、単に市場が生み出す案件に投資するにとどまるケースが少なくない。この違いは、運用マネジャーがクレジット市場の下位の案件に投資するケースほど重要性を増す。この領域では、個別案件レベルの信用リスクがより高い。規律ある分散を備えたポートフォリオを構築するためには、各地域・市場における関係者との良好なリレーションシップの構築に加え、地域・市場の特性に関する深い理解に基づくクレジット選別力が極めて重要となる。

このことは、貸し手にとって、地理的に投資範囲を拡大させる際には慎重なアプローチを取るべきだということを強調している。まず、投資適格のクレジット市場で足場を築くことで、貸し手はその地域・市場の法律や規制を理解し、オリジネーションの経路を検証し、現地における審査・分析の専門性を構築することができる。その上で、選別的に投資適格未満のクレジット市場における投資機会へ展開することが望ましいと言える。

現地でのオリジネーションの重要性は、市場構成の変化に伴い明確になっている。案件全体のモメンタムが鈍化する一方、スポンサーなしのダイレクト・レンディングが新規取引に占める割合は拡大し続けている。Pitchbook LCDのデータによれば、2026年1-3月期における米国ダイレクト・レンディング案件の約10件のうち6件をPEスポンサー付きローンが占めているが、これはコロナ禍後のピーク水準である同8件超からは低下した水準となっている³。

こうしたスポンサーなしローンへのアクセス拡大は、米国、欧州、オーストラリア、その他の先進国市場において、ダイレクト・レンディングの市場浸透度をさらに押し広げている。米国ではミドルマーケット企業の90%がスポンサーなしローンを利用しており、機関投資家がようやくアクセスし始めたばかりの大きな投資機会のプールが存在している。しかしながら、ダイレクト・レンディングの一連の投資機会は、こうしたミドルマーケット・セグメントの枠を超えて拡大しつつある⁴。

運用マネジャーにとって、これは案件選別上の大きな優位性につながる。スポンサー付きローンおよびスポンサーなしローンの両方のチャネルでオリジネーションを行える能力を持つことによって、投資対象とする案件の裾野が広がり、双方のタイプのローンを比べることで、相対価値による案件選別の精度が高まり、競合で混雑したプライベート・エクイティ案件を競って取得する必要性が低下する。より広範な案件へのアクセスは、機関投資家のポートフォリオにおいて相対的に組み入れ実績の少ない企業へのエクスポージャーをもたらすが、それは、多くの場合これらの企業向けのローンがシンジケートのプロセスを経由していないことを示すものである。

3. Pitchbookによる“PE-backed companies are losing their direct lending dominance”（2026年5月）を参照。
4. PGIMによる“The Evolution of Direct Lending”を参照。

ケーススタディ：地域に根差した案件開拓と長期的な融資規律

	米国	欧州
借り手のプロフィール	プレハブ建築のソリューションを提供する、創業者が率いる企業。大型買収を支援する資金が必要。	複雑に分散した借入構成の簡素化を目指す、家族経営の消費財・レジャー関連企業。
所有形態	当初はスポンサーなし案件だったが、その後LBOを通じてスポンサー付き案件に移行。	スポンサーなしの借り手。
資金調達上の課題	従来は銀行借入を利用。	複数の事業体にまたがる100以上の小規模な融資枠に依存した、複雑な借り入れ資本構成。
オリジネーション上の強み	現地での長年にわたる関係構築により、借り手がスポンサー付き市場に移行する前から、当案件へのアクセスを確保。	地域に根差したネットワークと経営陣との直接的な関係構築により、独自案件へのアクセスが可能となった。
資金提供者としての役割	当初は共同主幹レンダー、後に共同主幹アレンジャー。	単独のレンダー。
バリュー創出	案件への早期アクセスにより既存レンダーとしての立場が強化され、その後のスポンサー付き案件の貸し手として有利なポジションを確保。	独自の案件発掘力により、厳選投資と競争入札プロセス外での投資機会の獲得が可能となった。
結果	既存レンダーとしての立場が、その後の買収向け資金提供の主幹事としてのポジション獲得につながった。	継続的な関係構築が、追加的な資金提供機会の獲得につながった。

上記の取引は例示のみを目的としたものであり、PGIMのすべての投資を代表するものではありません。過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

負けないことで勝つ

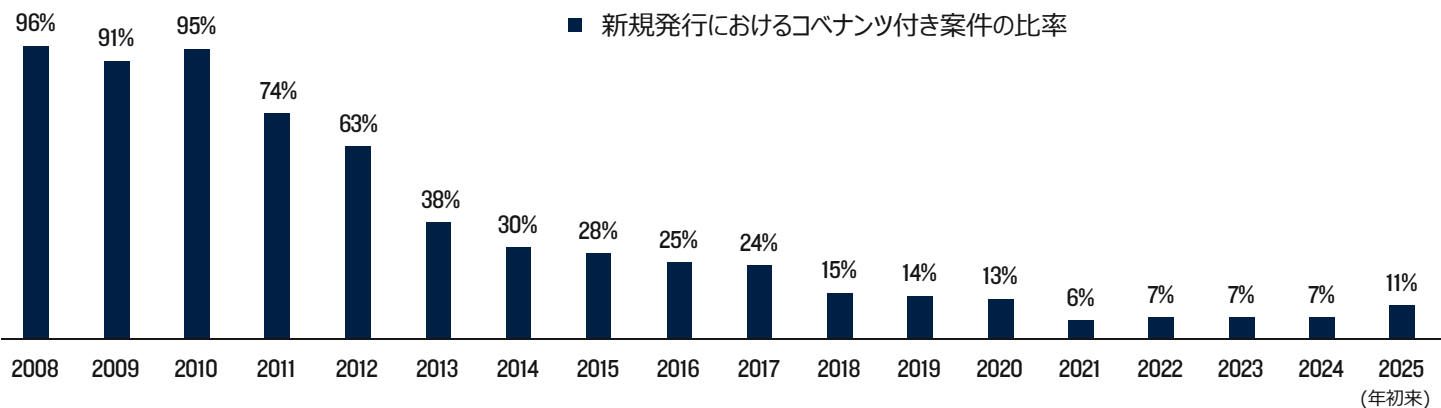
ダイレクト・レンディングは、シンプルな前提から始まる。それは、流動性が限られる状況では、ダウンサイド・プロテクションがより重要になるということだ。流動性のあるパブリック・クレジットとは異なり、貸し手はいったんローンを実行すると、信用状況が悪化した発行体から容易に手を引くことができない。そのため、キャッシュフロー・カバレッジ、契約条件の内容、コベナンツによる保護といった要素の見極めを含む、当初の案件審査判断がより重要となる。

これは、一般的により高いレバレッジとより重い債務返済負担を抱えて事業を行う投資適格未満の企業向け融資において、特に重要となる。

下図が示す通り、シンジケートローン市場において財務維持コベナンツを備えたローンの比率は、過去10年程度で低下してきた。より大規模な企業向けのラージキャップ・ダイレクト・レンディング市場も概ね同じような傾向にあり、同市場で資金調達する企業の事業基盤が堅固であることを踏まえれば、これは妥当と言えるかもしれない。一方、規模が小さいローワー・ミドルマーケットやミドルマーケット市場においては、企業の資金へのアクセス手段が限られており、事業運営を巡るボラティリティも高い可能性があるため、財務維持コベナンツがより重要となる。財務維持コベナンツは、より深刻な流動性制約に直面する前に、貸し手が自らの優先担保付債権を保全するための関与の機会を確保するものである。

消えゆくセーフガード

シンジケートローン市場におけるコベナンツの弱体化



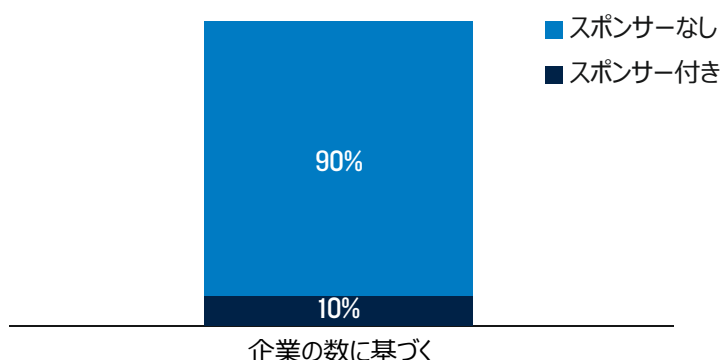
出所：Pitchbook LCDによる“U.S. Leveraged Loans Quarterly Trendlines”、2025年9月時点。

一部のダイレクト・レンダーが気づき始めているように、健全なバリュエーションが底堅いキャッシュフローの代わりになるわけではない。その違いは、ソフトウェア・セクター向けローンでより顕著になっている。同セクターでは、安定的な企業収益と高いマルチプルによって、キャッシュフローが不安定であってもレバレッジが支えられるという安心感が貸し手にもたらされていた。しかし、同セクターに対するセンチメントが変化するにつれ、こうしたバリュエーションの前提を巡る信頼性は低下した。

国際決済銀行（BIS）によれば、SaaS（サービスとしてのソフトウェア）企業向けのローン残高は、2015年の約80億米ドルから2025年末にはダイレクト・ローン全体の約5分の1を占める5,000億米ドル超まで増加した。これは、「資産価格は、貸し手がローン構造で対応できるスピードよりも速く変動し得る」という教訓を浮き彫りにしている⁵。

集中リスクが、この問題をさらに複雑にしている。スポンサー付きローンは、PEが選好するセクターに偏る傾向があり、時間の経過とともにポートフォリオが類似したセクターのエクスポージャーに集中する可能性がある。機関投資家にとってのリスクは、単に特定のセクターを過度に保有することだけでなく、複数の運用マネジャーを通じて同じ「混雑した投資テーマ」に偏ってしまうことにある。広範なスポンサー付きローン/スポンサーなしローンの借り手にエクスポージャーを分散させることは、こうした重複によるリスクの軽減に役立つが、そのためには全てのチャンネルにおいて一貫した引き受け規律が維持されることが不可欠となる。

スポンサーなしローンの市場は規模が大きく、大半のダイレクト・レンダーがカバーしきれない領域である



出所：National Center for the Middle Market、2025年12月時点。

だからこそ、現地の市場に精通することが重要なリスク管理のツールとなる。コベナントの構成、「完全な担保権（パーフェクテッド・セキュリティ）」を含む契約書の内容、および規模の大きさといった単純なセーフガードの仕組みは、フランス、英国、ドイツ、オーストラリア、その他の先進国で市場ごとに大きく異なる。与信分析の基本原則は地域・市場を問わず共通はしているものの、適用する保護条項がどのように設計され、また交渉・実行されるかという点については、地域ごとの特性が色濃く反映される⁶。

米国のように法的枠組みが確立された中であっても、ミドルマーケット向けダイレクト・レンディングの契約条件はお互いの交渉に大きく依存しており、取引ごとに大きく異なる可能性がある。緩い定義、余裕を持たせたコベナントのクッション、大幅に認められた制限付き支払いと投資バスケット、債務管理取引（ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ：LME）上に根強く残る脆弱性は、いずれも貸し手の保護を弱め、企業・担保価値の減少につながる可能性がある。その結果、多くの場合においてスポンサー、借り手を含めた関係者との関係性は資本と同様に重要であり、競争の激しい市場においては、こうした関係性に基づく優位性が、ダウンサイド・プロテクションの維持やリスク調整後リターンの上昇において大きな差別化要因となり得る。

資産配分の判断基準

ダイレクト・レンディングに資産配分する際には、表面的な利回り以外の要素も考慮する必要がある。投資家が得ているのは単なる上乘セスプレッドではなく、流動性と引き換えに、パブリック市場ではアクセスすることが難しい借り手企業への投資機会を獲得していることになる。ダイレクト・レンディングが伝統的な債券投資の代替であると同時に補完としても活用されるようになる中、こうした特性の重要性は増している。

投資家がこの資産クラスにアクセスする際のストラクチャーも重要な要素となる。投資家によっては、原資産となるローンのリスク・リターン特性をそのまま引き受ける「ホールローン」へのエクスポージャーを求める場合もあれば、リスクの度合いによって区分されたシニア・トランシェやミドルマーケット向けCLOなど、的を絞った投資を選好する場合もある。

5. BISの四半期レビュー“Private credit’s software lending meets AI disruption”（2026年3月）を参照。

6. PGIMによる「プライベート・クレジットを巡る報道と実態は異なる」（2026年）を参照。

こうしたイノベーションは、投資機会へのアクセス拡大や資本効率の向上をもたらし得るものの、投資家にとってより重要な課題は、選択したストラクチャーが自社のリスクや流動性の許容度や予算と整合しているかどうかということにある。

実際、ダイレクト・レンディングは、より幅広い投資家層への販売を想定したビークルを通じてアクセスする場合であっても、依然として低流動かつ景気循環の影響を受けやすい資産クラスである。しかし、ダイレクト・レンディングの広範な普及は、機関投資家の投資対象として適切な水準のプライベート資産へのアクセスを広げるという意味で、肯定的に捉えることができる。ただし、投資家が自らが何を保有しているのか、なぜそれを保有しているのか、市場環境が厳しさを増した局面ではどのようなパフォーマンスを示し得るかを理解していることが前提となる。

今後の展望

ダイレクト・レンディングの普及は、今後も長期にわたって進んでいくと見込まれる。米国のような成熟した市場では、投資機会はスポンサー付きローンにとどまらず、創業者、家族、あるいは経営陣が所有する企業へと拡大し続けている。一方、欧州やオーストラリアでは、ノンバンク経由の資金調達に馴染む企業が増えるにつれ、さらなる成長の余地が広がっている。

第二段階の成長をもたらす構造的なトレンドは、投資家によるアクセスの拡大であり、プライベート・クレジットは、大手機関投資家の領域を超えて、個人富裕層、確定拠出型年金制度、その他の投資家層へと裾野が広がりつつある。こうした成長見通しに見合うだけの、継続的な規律が求められる。日次のバリュエーション評価、透明性、ポートフォリオ構築、そして流動性設計は、強固なオリジネーションのネットワークと同じくらい重要になる。

最後に、ABF（アセット・ベースド・ファイナンス）市場の投資機会も拡大している。しかし、この分野が成長を遂げられるかどうかは、アセットに適したストラクチャーの設計と、投資家への十分な情報提供など、適切な整合性を確保できるかにかかっている。

全6回で構成されるプライベート・クレジット・シリーズの第3弾となる次回レポートでは、40兆米ドル規模の投資機会を有するグローバルABF市場に焦点を当て、同市場がどのように進化しているか、銀行のローン事業縮小によって生じた空白をプライベート・キャピタルがどのように埋めうるか、同市場の成長が機関投資家のポートフォリオにとって何を意味するのか考察する。

留意事項

本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をPGIMジャパン株式会社（以下「当社」）が翻訳・編集したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。

本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的として作成されたものであり、特定の証券や金融商品等の販売・勧誘・推奨を目的としたものではありません。

本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

過去の運用実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスを行うために作成されたものではありません。必要に応じて専門家とご相談ください。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM ”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

当社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国法人のブルーデンシャルplcおよび英国法人のM&G plcの子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとは何ら関係がありません。

プルデンシャル生命保険株式会社、ジブラルタ生命保険株式会社、PGF生命（プルデンシャル ジブラルタ ファイナンシャル生命保険株式会社）及びPGIMリアルエステートジャパン株式会社は当社のグループ会社であり、別法人です。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ130896

5754317_PGIM-20260716