

# 米ファンド株安止まらず

## KKRなど大手、今年3割下落

### 融資の破綻予備軍2.5倍

ファンドが資金を集めて企業に融資するプライベートクレジット（プライベート融資）の市場で信用リスクへの警戒が強まっている。米KKRなどファンド融資を手掛ける運用会社株は2025年末比で3割下げた。返済条件を緩めざるを得ない「デフォルト（債務不履行）予備軍」は4年間で2.5倍に急増している。中東情勢による経済の混乱が長引けばリスクを高める可能性もある。

米国株式市場でファンド大手のKKRやブラックストーンの株価は2025年末比で3割下落し、下値模索の様相だ。下落幅はS&P500種株価指数（1.6%安）を大きく上回る。融資先の破綻例や資金の償還を求める例が増えているためだ。

1日は東京市場にも波及した。英紙フィナンシャル・タイムズは同日、米JPMorgan・チェースがプライベートクレジットのローン債権について担保評価を引き下げる

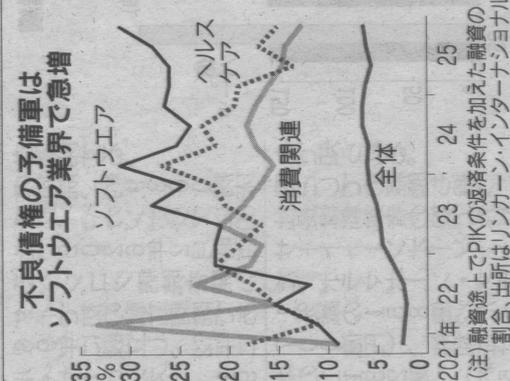
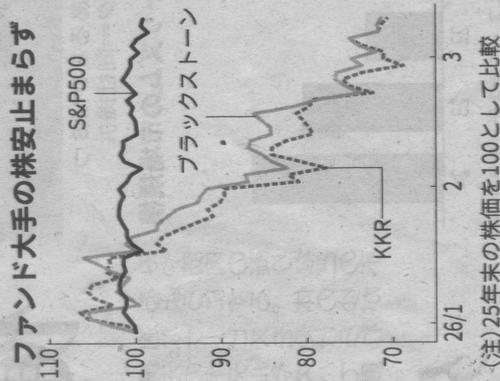
と伝えた。ファンドはJPMorganから資金を借りにくくなる。報道を受け東京株式市場では三菱UFJフィナンシャル・グループなどメガバンクの株価が前日比で下落に転じた。

実際、融資先企業の財務状況には悪化がみられる。経営が悪化し、利払いを先送りする「ペイメント・イン・カインド（PIK）」が増加中だ。経営悪化によって債務の返済途中で緊急的にPIKに陥るケースは「バッド

（悪い）PIK」と区別される。デフォルトではないものの、その予備軍とみなされる。

米投資銀行リネカー・インターナショナルがファンド融資を手掛ける運用会社225社による融資先約700社を調べたところ、「悪いPIK」に陥った企業の割合が融資全体の6.4%と21年末の2.5%から2.5倍に拡大した。特に急増しているのがソフトウェア業界だ。悪いPIK企業の割合は31

%と21年末から3倍超に高まった。「企業価値に占める借入比率が低く、安全な投資先として積極的に融資してきた」（リネカー・インターナショナルのマネジングディレクター、ロン・カーン氏）という経緯がある。ソフトウェア関連株は、人工知能（AI）の進化による業務代替懸念などが重荷となり株価は下落しており、融資の質への懸念が生じやすい。ファンド側の審査不足を指摘する声も多い。ファンドには低金利時代に集めた「ドライバクター」と呼ばれる手つかずの資金が多い。高利回りを得ようと融資先の開拓を優先し、経営実態を細かく把握しないまま融資した



との懸念がある。プライベートクレジット投資に「足を踏む」投資家は増えている。米調査会社ピッチブックによると、米国のプライベートクレジットのファンドによる資金調達額は25年間で1300億と18年（1214億）以来の低水準になった。ピークだった21年と比べて33%も減少している。

ファンド融資は貸出先などの情報がわかりにくいことが課題とされてきた。銀行に比べ規制が行き届いていない。その分、悪材料が出ると不安が高まりやすい。

ファンド融資が金融システム全体を揺るがすシステミックリスクになるとの見方は少ない。

野村アセットマネジメントの鈴木皓太シニア・ストラテジストは「2007年のリーマン・ショックが連鎖されやすいが、利上げ局面だった当時と金融環境が異なる」とみる。

三井住友DSアセットマネジメントで米国株などを運用する藤川真悟シニアファンドマネージャーは「個別のマイナス事例が業界全体の事象として捉えられ関連株が一緒に売られてしまっている」と指摘。そのうえで「バリエーション（投資先多様化）面で魅力的な銘柄

柄も出てきている」とみる。東海東京インテリジェンス・ラボの中川隆シニアアナリストは「米銀のファンド融資向け貸し出しが増えている。米金融システムにとってのクレジットボックスにならないか注意が必要だ」と指摘する。（株）純平、ニコーニー川伴 巨匠