

レバレッジド・ローン市場について

伊豆 久

はじめに

サブプライム問題は、欧米金融機関の相次ぐ破綻、銀行間市場の事実上の機能停止、そして世界的な景気後退懸念へと、深刻の度合いを増している。

問題の始まりは、もちろん、米国のサブプライム・ローンであるが、しかしながら背景にあるのは、より広くクレジット（債権）市場全体における、二〇〇三年頃からのバブルの膨張とその破裂である。債権流通市場の整備・証券化手法の深化・信用デリバティブ取引の増大といったクレジット市場における技術革新が、好景気の下での金融緩和というマクロ的環境と重なることで、当該市場における過度のリスクテークをもたらし、クレジット・バブルを引き起こしていたと見るべきであろう。

したがって、ここに至り、サブプライム関連商品以外のクレジット市場においても大幅な価格下落が生じ始めたのも避けられないことかもしれない。レバレッジド・ローンの流通価格（S & PLCDによる指数）は、九月初めの八八セント（額面一ドル）から今月初めには七五セントと、歴史的な急落を見せている（図1）¹。

レバレッジド・ローン（以下、LL）とは、レバレッジド・バイアウト（以下、LBO）のための与信を中心とする低格付け先への融資のことであるが、信用リスクの高い債権という点で、住宅ローンにおけるサブプライム・ローンと共通する。また、LLはLBOを介して、プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE）と

密接な関係にある。

LLは、一九九〇年代末以降、構造的な変化を伴いながら量的にも急速に拡大したが、そのことが、先述のように今回のクレジット・バブルの重要な要素の一つになったのである。例えば、昨年来、CDO（債務担保証券）が大きな注目を集めてきたが、図2が示すように、その裏付資産の構成を見ると、サブプライム・ローン（から組成したRMBS）等から成るABSCDOのみならず、LLを原資産とするもの（CLO）の比重も非常に高かったことがわかる。

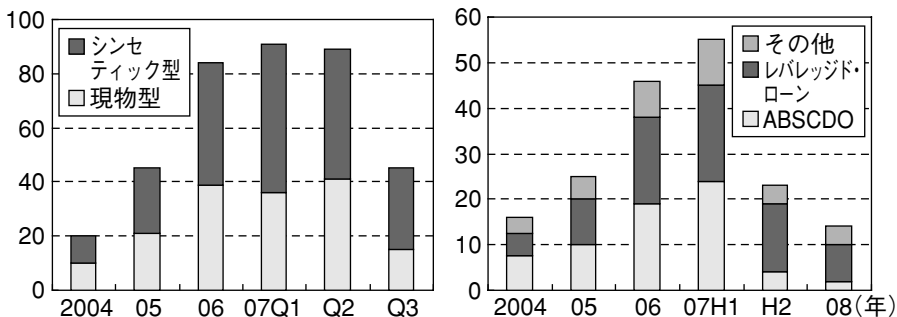
こうしたLL市場に関連するいくつかの報告書が、この夏、BIS

図1 レバレッジド・ローン価格指数



(出所) Wall Street Journal, October 4, 2008.

図2 CDO発行額とその構成 (月次ベース・10億ドル)



(注) 右図の07年下半期 (H2) は速報値、08年は推計値。

(出所) Basel Committee on Banking Supervision(The Joint Forum), Credit Risk Transfer : Developments from 2005 to 2007, July 2008.

(国際決済銀行) から発表された⁽²⁾。本稿ではそれらに拠りながら、この市場が、二〇〇七年のピークに至る過程でどのように膨張・変化してきたのか、以下、整理することとしたい。

1 レバレッジド・ローンとは

レバレッジド・ローンとは、ハイリスクな法人向け融資のことであるが、その厳密な定義は、金融機関や金融データ会社によって異なる。通常、①シンジケート・ローンの形態をとり、②格付けがBB以下(投機的)であり、③利回りがLIBOR+150bp以上、のものとされるが、格付け要件やスプレッド要件のどちらかを含めなかったり、スプレッドを二五以上としていたり、若干の幅がある。そのため、市場規模等のデータも、出所により多少の違いがある。

LLが用いられる典型的なケースは、プライベート・エクイティ・ファンド(PE)によるLBOの際の資金調達である。LBOとは、対象企業の資産やキャッシュフローを担保に資金を調達して上場企業を買収し、上場廃止を経てリストラクチャリングする手法であるが、その結果、企業の債務比率は上昇し格付けは低下する。そのエクイティ部分はPEが出資するが、債務部分は、アレンジャー銀行によってシンジケートが組成され、銀行や機関投資家が資金を貸し出す。それがLLである。

2 市場の変容

LL市場は、一九九〇年代後半、そして二〇〇三年から〇七年にかけて急速に拡大した(図3)。同じくリスクの高い債務であるハイ・イールド債(ジャンク債)と比較しても、その規模ははるかに大きい。ローンである

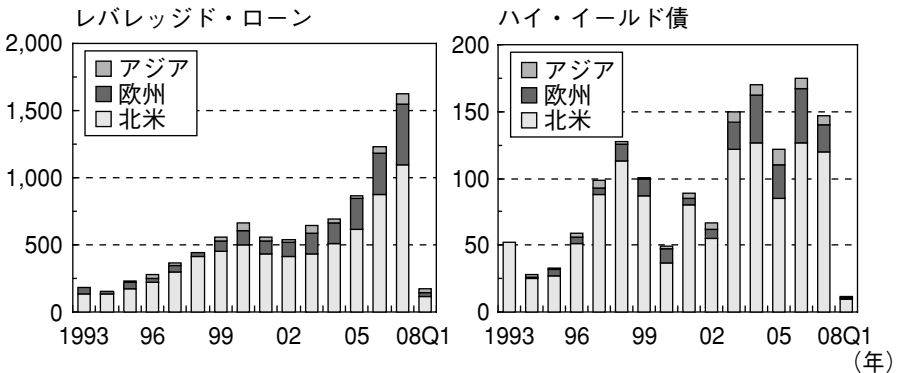
ことに伴う流動性の問題が、後述するような市場構造の変化によってある程度解消されると、証券規制の対象外であるとのメリットもあいまつて、リスクの高い債務資金市場において、L/Iが大きなシェアを占めるようになったのである。

そしてこの間の市場の拡大は、市場参加者の拡大や流通市場の整備など、構造的な変化を伴っていた。

図4は、L/Iの発行市場における銀行のシェアを示したものであるが、米国では二割、欧州においても半分以下となっていることがわかる。つまり、ローン（融資）でありながら銀行ではなく機関投資家がメインの参加者なのである。そしてそれに伴い市場も、機関投資家に適合した形へと変化していく。例えば、格付け利用の広がりであり、期間の長期化・期限前償還の原則禁止であり、流通市場の整備である。

流通市場の整備について表1を見てみよう。L/Iに対するマーケットメイクの状況を見たものである。表の左側は一社以上のマーケットメイクが行われているローンの本数を示し、右側は三社以上による値付けの本数である。また、「デリストレス」は、額面の九〇％以下で取引されているものを指す。この表から、遅くても、米国では二〇〇

図3 レバレッジド・ローンとハイ・イールド債（発行額・10億ドル）



(出所) Committee on the Global Financial System, "Private equity and leveraged finance markets," CGFS Papers, no. 30, July 2008.

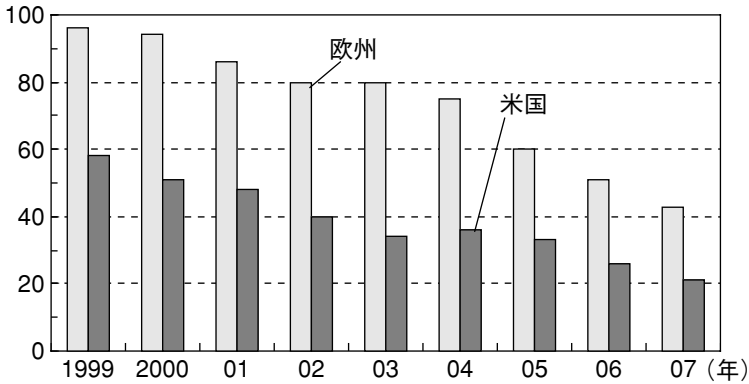
〇年には、欧州でも〇七年には、複数の金融機関による値付け、すなわち流通市場が本格的に機能し始めたと判断してよいであろう。

すなわち、L1市場は、過去一〇年ほどの間に、米国のみならず欧州においても、その規模が急速に成長するだけでなく、流通市場を備えた機関投資家中心の市場に変化してきたのである。こうした変化が、信用デリバティブ市場の発達とともに、L1投資におけるリスク管理を容易にして市場参加者の拡大を促し、また市場参加者の拡大が流動性を増すという循環が生じていたものと思われる。それがクレジット市場における過度の楽観の一つの背景となったのである。

3 CLOの役割

さらにその、L1に投資する機関投資家の内訳（シェア）を見たのが、図5である。投資信

図4 レバレッジド・ローン（発行市場）における銀行のシェア



(出所) 図3に同じ。

表1 マーケットメイク対象となっているレバレッジド・ローン本数

	1社以上が値付け				3社以上が値付け			
	欧州		北米		欧州		北米	
	par	ディストレス	par	ディストレス	par	ディストレス	par	ディストレス
1998	5	3	378	29	1	0	82	7
2000	11	7	1,339	236	1	1	362	117
2007	2,741	56	3,228	133	922	8	889	35

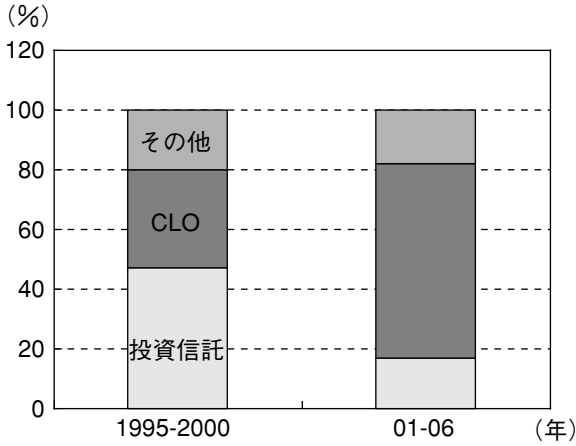
(出所) 図3に同じ。

託のウエイトが低下し、CLO (Collateralized Loan Obligation) が大半を占めるようになってきていることがわかる。CLOは、CDOの一種で、ローン(つまりLL)を裏付資産とする証券化商品を発行する仕組みであるが、二〇〇〇年代にその発行額が急増している(図6)。

CLOは、LLの購入と同時に、様々な格付けをもつ証券を発行して投資家から資金を集める。リスクの高いLLを多様なリスク・リターンの証券に作り変えることで(トランピング)、それぞれの選好をもつより多くの投資家を集める

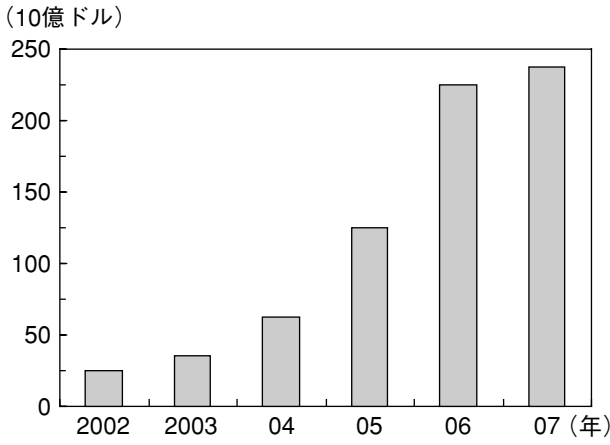
ことができ、全体としての資金コストを抑えることができるからである。その格付け別のシェアを示したのが図7である。高利回りが狙えるもののリスクの高い「エクイティ」部分にはへ

図5 レバレッジド・ローン市場における機関投資家のシェア



(注)「その他」は、保険会社、年金、ヘッジファンド等。
(出所) 図3に同じ。

図6 CLOの発行額



(出所) 図3に同じ。

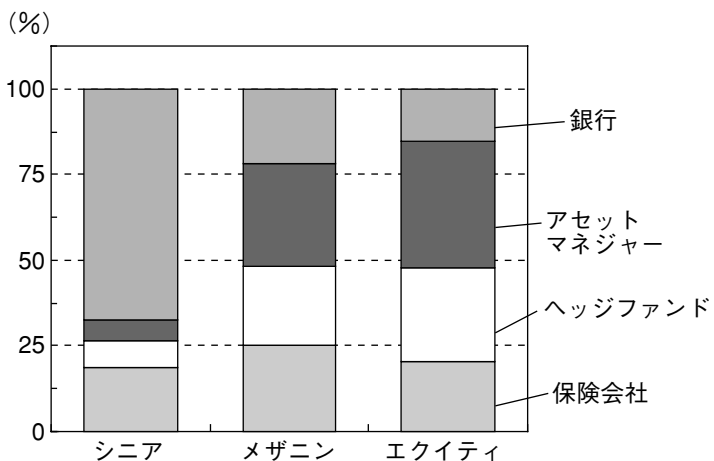
ツジファン드가多く、リスクの低い「シニア」部分では銀行のウエイトが高いこと、またどのトランシュにおいても保険会社が一定のシェアを占めていることがわかる。

つまり、LLの多くは機関投資家に売却されるようになったわけであるが、それは直接にとりより、CLOによる証券化を通じた形が中心なのである。

また、LL投資においては、銀行の役割が低下したことを述べたが、銀行はCLOを介して、そのシニア部分に積極的に投資していることがわかる。そして、シニア部分であるため信用リスクは事実上ゼロに近いとして、それを裏付資産にCPを発行して期間利回りの差で利益を得ようとするABCPCONデュイトやSIVも銀行によって組成されていた。つまり、一旦、銀行のバランスシートからはずされたはずのLLリスクが、こうしたCLOを経て、間接的ながら再び銀行に保有されていたのであり、そのことが、今日の金融危機の一因となっているのである。

さらに、LL市場においてはコベナンツライトと呼ばれる、財務制限条項の緩和傾向が指摘されているが、ここでもLL投資家としてのCLOのウエイトの高まりが重要な意味をもっていた。例えば、証券市場で行動するCLOとしては、コベナンツに関する原債務者との交渉の過程でインサイダー情報を得てしまうことを避けた

図7 CLO投資家の構成



(出所) 図3に同じ。

という、銀行とは異なる要因があり、また、テクニカルデフォルトが発生すると契約上債権処理等の行動をとらざるをえないが、それはむしろCLOにとつてのデメリットとなった。そして何より、機関投資家からの運用ニーズが高いなかで、CLOとしても運用先を確保すべくコベナントンツに関しては妥協せざるをえなかったのである。

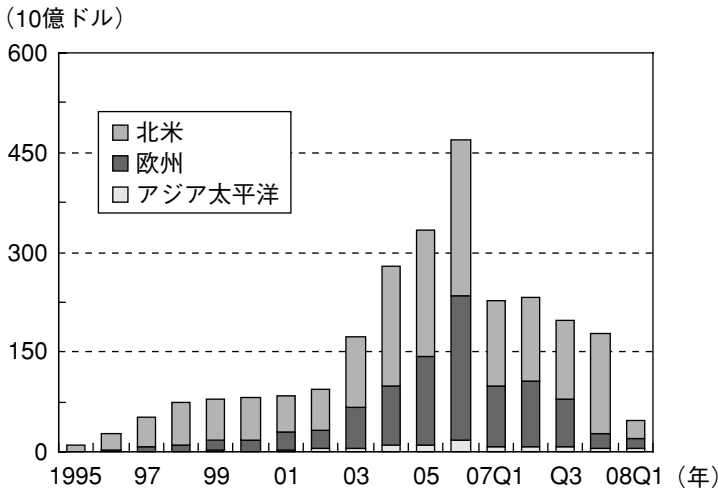
4 レバレッジド・ローンとレバレッジド・バイアウト

Lに投資する側の状況を簡単に見たが、反対側、つまりLの形で資金を受ける側を見てみよう。Lで資金を調達するのは主に、PEによるLBOである。図8を見ると、二〇〇〇年代に入ってLBOが急増していること、そして、それまでほとんど米国でしか見られなかったLBOが欧州でも行われるようになったことがわかる。

①景気が好転している一方で、②低金利が持続し、③企業の側は、ITバブルへの反省から設備投資に慎重で結果的に債務比率が低下するという状況に、④資金供給側における上述のような構造変化が重なって、PEによるLBOが急増したのである。

ただ、米国の上場株式全体の時価総額と比べてみると、現在

図8 LBOの推移



(出所) 図3に同じ。

は株式市場全体が大きくなってきているため、KKRやドレクセルなどがブームを作り出した八〇年代後半ほどではないこともわかる（図9）。

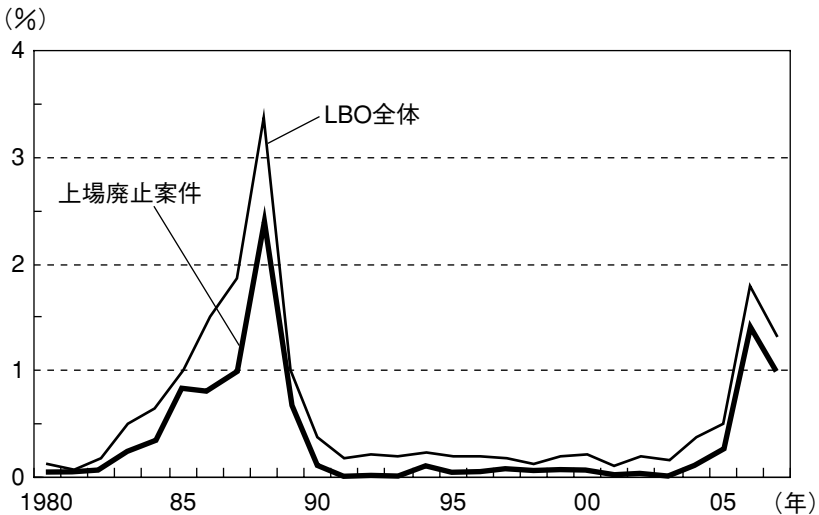
おわりに

しかしながら、昨年夏から歯車は逆回転し、予定されていたLBOも延期や中止に追い込まれるところが少なくなると、またこれからデフォルトが多発する可能性も指摘されている。アレنجジャー銀行は多額のLLの在庫を抱え、評価損の拡大に直面している。

問題の一つは、〈組成・販売モデル〉と言われながらも、実際には銀行自身が直接・間接にLLを含む多くのクレジット商品を抱え込んでいたことであろう。

リーマンブラザーズの破綻以降、〈投資銀行モデルの終焉〉が指摘されるようになったが、現在の危機を招いたのは、投資銀行のビジネスのなかでもヘッジファンドに近いものではないだろうか。すなわち、ある種の裁定取引を高いレバレッジのもとでおこなって高収益を目指すというビ

図9 LBOの対市場時価総額比



(注) 米国におけるLBOの総額を株式市場全体の時価総額と比較したもの。

(出所) 図3に同じ。

ジネスである。それは市場仲介機関としてのマーケットメーカーの域をはみ出ていたと言わざるをえないし、資産を抱えずに手数料収入を得ることを目的としていた〈組成・販売モデル〉の趣旨にも反する。〈販売〉されるはずの商品やその原資産を手元に残し、さらには市場での資金調達によつてレバレッジを引き上げていたとなれば、そして、そのような金融機関に〈仲介機能〉を委ねる金融市場であったとすれば、それは極めて危険なものであったと言ふほかないであろう。

注

(1) 九月のレバレッジド・ローン価格の急落の直接的な原因は、①解約請求の急増に伴うヘッジファンドや投資信託による換金売り、②短期金融市場の機能低下によりファンディングに支障をきたし始めたノンバンクによる投売り、③LBO対象会社の先行き不安からの関連ローンの投売り、等である。"Altria May Delay Purchase of UST Amid Tight Credit," *Wall Street Journal*, October 4, 2008; "Leveraged loan values drop to record low," *Financial Times*, September 21, 2008 参照。

(2) ①Committee on the Global Financial System, "Private equity and leveraged finance markets," *CGFS Papers*, no. 30, July 2008.

②Committee on the Global Financial System, "Ratings in structured finance : what went wrong and what can be done to address shortcomings?," *CGFS Papers*, no. 32, July 2008.

③Darrell Duffie, "Innovations in credit risk transfer : implications for financial stability," *BIS Working Papers*, no. 255, July 2008.

④ Basel Committee on Banking Supervision (The Joint Forum), *Credit Risk Transfer : Developments from 2005 to 2007*, July 2008.

いずれもBISのウェブサイトに掲載されている。本稿は主に①に拠る。

(いず ひさし・客員研究員)