

グローバル金融システム委員会報告書 「プライベート・エクイティとレバレッジ・ファイナンス市場」

エグゼクティブ・サマリー（日本銀行仮訳）

2000 年代に入ってから、プライベート・エクイティ（非上場株、以下 PE）や比較的信用リスクの高い企業向け与信の市場は大きく拡大した。残高でも、レバレッジ・ローンおよびハイ・イールド債は 1999 年から 2007 年の間に 3 倍に拡大している。レバレッジ・ローンの多くはレバレッジ・バイアウト（LBO）の資金を調達するものであり、また、LBO 取引は PE によることが多い。こういった市場の急速な発展は、良好なグローバル経済・市場環境、投資家の高い投資意欲、金融技術革新などに支えられた面が大きい。

2007 年央以降の市場混乱により、レバレッジ・ファイナンス市場における資金調達条件も大きく変わった。投資家によるリスクの回避、銀行のバランスシート制約の高まり、ストラクチャー・クレジット商品の信頼失墜などにより、レバレッジ・ローンに対する投資需要は大幅に低下した。レバレッジ・ローンのシンジケーションが機能しなくなり、銀行のローン在庫リスクが顕現化したため、銀行のバランスシートが意図せざる形で拡大したほか、銀行の信用供与の減少に繋がった。レバレッジ・ローン市場環境の悪化により、PE 投資に際してレバレッジ・ファイナンス市場で資金を調達することが困難になった。

このような市場動向に鑑み、このレポートでは 2 つの側面に注目した。

- ・まず、レバレッジ・ファイナンス、PE、LBO 市場の急速な発展過程における注目すべきトレンドを確認し、市場の発展が取引当事者のインセンティブや企業財務にどのような影響を及ぼしたかを考察する。

- ・次に、2007 年央以降のレバレッジ・ファイナンス市場のパフォーマンスを振り返り、どのようなリスクが顕現化したか、そして金融の安定性の観点から現時点で見出せる教訓があるかを考察する。

レバレッジ・ファイナンス

レバレッジ・ファイナンス市場は、この 10 年で大きく変貌した。この数年、レバレッジ・ローンの組成額は、ハイ・イールド債発行額に比べて増加が著しい。この間、機関投資家が銀行に代わって主要な投資家に台頭した。複数の関連する要因が市場構造の変化を促したと考えられるが、主なものとして、ローンの証券化や仲介機能を担う CLO ビークルの台頭、ローン格付が進み、機関投資家がより市場参入しやすくなったこと、レバレッジ・ローンのセカンダリー

取引の拡大、銀行のビジネスモデルが満期保有（buy and hold）から組成販売（Originate to Distribute）に転換したこと、が挙げられる。

レバレッジ・デットの組成は、同時に、クレジット・サイクルの良好な局面にあったことにも支えられた面がある。具体的には、グローバルな好景気の下、企業のデフォルト率が低水準にあり、財務制限条項の緩和など借り手に有利なローン組成条件にも現れているように投資家の投資意欲が強く、企業のキャッシュフローが潤沢であり、金利が低い、といったM & Aに好都合な環境が存在したのである。

レバレッジ・ローン市場の環境は、2007 年下期に悪化し、レバレッジ・ローンへの投資需要も大幅に低下した。2007 年初には、貸出基準の緩いローンや低いクレジット・スプレッドに対して投資家が一時的に警戒感を示していたが、2007 年下期に金融市場の混乱が深まるにつれこの傾向はさらに顕著になり、レバレッジ・ローンに対する投資需要も一層低下した。2007 年下期には、グローバルにみて、レバレッジ・ローン組成額は 50% 以上も縮小した。

レバレッジ・ローンへの投資需要が低下したことによって、アレンジャー銀行が相当な在庫リスクのエクスポージャーに晒されていることが表面化した。2007 年下期、アレンジャー銀行は、レバレッジ・ローンやハイ・イールド債を 4,000 億ドル弱引き受けると約束していた（一部はその後キャンセルされた）。2007 年末時点で、販売されずに銀行のバランスシートに残っているレバレッジ・ローンやハイ・イールド債の額は 2,300 億ドルであるという民間の推計結果もあるが、銀行は 2008 年第 1 四半期にはそのうちの一部のエクスポージャーを削減することに成功している。オフバランス資産のバランスシート計上を余儀なくされたことに加えて、販売されなかったローンを保有することで、2008 年に銀行はさらなる資金調達コストの上昇や資本増強の必要性に直面する。これに加え、レバレッジ・ローンのインデックスは、2008 年 3 月時点で額面 1 ドルに対して 90 セント程度で取引されているため、銀行にとって在庫リスクの顕現化は大幅な評価損発生に繋がっている。

レバレッジ・バイアウト（LBO）取引

LBO は、1990 年代後半までは米国における取引が中心であったが、最近では欧州でも活発に行われている。この数年間、欧州における LBO は、米国にほぼ匹敵する規模で行われた。しかし、このような LBO の増加は、マクロベースでみた企業の資金調達動向にはほとんど影響していない。レバレッジ水準も全体でみれば安定して推移しており、足許では低下を示している程である。欧州の LBO 市場の規模を株式市場の規模対比でみると、まだ米国の 1980 年代における規模に比べて小さい。ただし、少なくとも 2007 年央までは、収益対比の負債比率で

測った LBO 取引のリスク度合いは上昇しており、また、レバレッジ 1 単位当りのローン・スプレッドでみたリスク・リターン比率は低下している。

大型 LBO 案件に資金を貸し付ける投資家の意欲は、クレジット市場の混乱発生によって大幅に低下した。グローバルベースでみると、LBO 取引は、2007 年下期に 15%以上減少し、幾つかの案件は中止あるいは延期されている。よりリスクの高い第二抵当権付ローンや利息後払い (PIK) ローンに対する投資家の関心はほとんどなく、資金調達コストは大幅に上昇している。このような背景の下、経済成長の鈍化に伴い企業のキャッシュフローの伸びが減速する見込みであることも手伝って、特に景気敏感でかつこの先数年でリファイナンス需要のある LBO 企業については、デフォルト・リスクが高まっていると言えよう。全体では、2008 年から 2010 年までの間に、レバレッジ・ローンやハイ・イールド債のうち、5,000 億ドル以上が借換えの必要ありと推計されている。

証券化ビークルの役割

証券化ビークル、特に CLO ビークルは、近年レバレッジ・ローンの主要な投資家になっていた。レバレッジ・ローンへの投資需要のおおよそ半分は、証券化ビークルによるという民間の推計もある。レバレッジ・ローンを裏付け資産とする CLO やその他の投資ビークルのマネージャーがどのような商品を選好するかが、レバレッジ・ローンの契約条件に影響を与えてきたようである。例えば、CLO マネージャーは、財務制限条項の緩和された (コベナント・ライト) ローンを許容しやすいが、その一方で満期の長いローンを好む傾向があるため、ローンの期間は長期化している。

証券化市場が十分に機能することの重要性は、2007 年下期、一部の CLO ビークルが資産売却を余儀なくされた局面で注目を浴びた。CLO ビークルのローン投資需要が急に低下したことにより、銀行が在庫ローンを売却することがより困難になった。さらに、これらのビークルに対して裏付け資産購入の際に信用枠で供与していた銀行の中には、裏付資産であるレバレッジ・ローンを買い取することを余儀なくされる例もみられた。

CLO ビークルは、元本弁済ではなく利息収入を CLO 利払いの原資とする仕組みになっており、CLO マネージャーは額面に近い価格でのローン購入を選好する。このため、銀行は、大きく価格が劣化したローン在庫については、CLO 以外の投資家の需要に頼らなくてはならない。CLO 以外の投資家層は米国の方が欧州よりも大きいので、相当なディスカウントは覚悟しなくてはならないにしても、米銀は欧州の銀行に比べ、ローン在庫の処理機会を多く持つかもしれない。

ローン評価に関する課題

レバレッジ・ローンの流動性向上やセカンダリー市場における取引価格の取得が容易になったことは、ローン・ポートフォリオ評価の透明性や、銀行及び投資家のローン・ポートフォリオ・リスク管理の向上・進歩に寄与してきた。しかし、最近の市場混乱により、市場価格に基づいてローン进行评估することの課題が露呈した。例えば、レバレッジ・ローンやローン・インデックスの市場価格は、ストレス時に流動性プレミアムが大幅に上昇し、経済ファンダメンタルズから乖離する可能性がある。投資家が大手金融機関やレバレッジ・ローン市場への流動性供給に消極的になる環境の下、市場価格変動の分析やクレジット資産の評価が困難になると、それがさらに流動性プレミアムや市場ストレスを拡大させるかもしれない。この他にも、ローン価格のボラティリティが大きく高まることにより、CLOのAAA格トランシェに対する投資需要が低下している。CLOのAAA格トランシェに投資していたファンドマネージャーや銀行の一部は時価会計を導入しているため、価格のボラティリティ上昇はこれらの投資家の意欲を削ぐ形となった。

リスクと政策面の教訓

2000年代に入ってからレバレッジ・ローン市場の発展は、信用仲介に市場機能をうまく活かした例として捉えることができる。レバレッジ・ファイナンスの投資家層が拡大し、PEファンドへの投資家によるコミットメントが増えたことで、企業は事業に必要な資本の調達を多様化し、これによって資金調達難に対する企業のストレス耐性が高まったとも考えられる。

しかし、2007年の半ば以降の市場の混乱によって、市場に内在するリスクや課題も浮き彫りとなった。

・短期的なリスク：アレンジャー銀行は、レバレッジ・ローンが販売できなかった分意図せざる資産の増加に直面した。ローンの市場価格下落により、在庫ローンの評価損は200億ドルから250億ドル程度に上ると推計されている。クレジット市場の混乱の中で計上された2,000億ドルものサブプライム関連損失に比べれば少額であるとも言えるが、これらの評価損は銀行資本をさらに低下させ、また、信用供与を減少させる可能性もある。アレンジャー銀行の流動性やつなぎ融資などの供給能力は、銀行のバランスシートの健全性や銀行自らの資金調達環境に大きく依存する。こういった資金調達環境は投資家の投資意欲に準じて変動するため、ローン市場で資金調達コストが上昇すると、ハイ・イールド債市場でも上昇する。このような高い連動性は、ハイ・イールド債が、企業の資金調達においてスペアタイヤとしての機能を果たす余地を限定的なものと

するかもしれない。

・中期的なリスク：ここしばらく企業デフォルトの数は低い水準にとどまっているが、経済成長の鈍化、レバレッジ・ローンにおけるクレジット・スプレッドの拡大、貸出条件の厳格化が組み合わさることで、債務比率の高い企業にとっての借換えリスクは大幅に高まっている。これに加え、景気低迷により今後キャッシュフローが減じると予想される中、中期的には、既に高い水準にあるレバレッジ・ファイナンスに依存する企業のデフォルト・リスクはさらに上昇するかもしれない。こういったリスクについて見極める際、銀行のレバレッジ・ローン・エクスポージャーが比較的少数の市場参加者に集中している傾向を勘案する必要がある。

・長期的なリスクと構造面での影響：組成販売のビジネスモデルとストラクチャー・ファイナンス商品の急速な発展は、レバレッジ・ファイナンス市場の投資家層の拡大を促進した。また、ローンのオリジネーターとしての役割を銀行が担うようになったことで、銀行バランスシートとクレジット市場の関連性が高まった。このため、長期的には、レバレッジ・ファイナンス市場における資金調達条件や資金供給量、また PE が大型 LBO 案件向けの資金を調達できるか否かは、組成販売型モデルが今後どのように修正をされていくかに依存する。クレジット市場の混乱は、貸出時の融資審査や貸出後の融資先モニタリング、銀行が在庫リスクを許容、管理する余力、ストラクチャー商品に対する投資家需要、などの面で影響が長く残る可能性がある。さらに、レバレッジ・ファイナンス市場において債権者が多様化したことで債務のリストラクチャリングの期間が伸び、コストが上昇する可能性がある。これによってデフォルト・リスクや企業のクレジット・サイクル動向にも影響が及ぶ可能性がある。

・政策への教訓：足許の金融市場の混乱は、市場の透明性向上やリスク管理実務の強化に、これまで以上に注力することが必要であることを浮き彫りにした。例えば、よりタイムリーなバランスシート情報の開示は、透明性向上に寄与し、貸し手による借り手の信用状況のモニタリングに資すると考えられる。リスク管理の面では、ストレス・テストにより注目すべきである。

以 上