

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK

NEW YORK駐在員事務所情報
(第21-1号)

(2009.11.11)



信金中央金庫

SCB ニューヨーク駐在員事務所

114 West 47th Street, Suite 2420
New York, NY 10036
TEL.1-212-642-4700 FAX.1-212-730-6000

金融危機後の米国レバレッジド・ローン市場

日本では未発達である低格付けの企業が資金調達を行うレバレッジド・ローン市場。米国では信用リスクの高い企業向けローンが、金融機関と企業の相対取引以外に、市場での投資商品として売買されている。

サブプライムローン問題を契機とした危機が波及し、2008 年後半に企業の信用力にかかわらずレバレッジド・ローン価格は急落したが、2009 年に入り著しい回復をみせている。

米国レバレッジド・ローン市場への投資商品は日本でも販売されていることから、資金運用担当者向けに当該市場の動向について紹介することとしたい。

要旨

・2005 年以降にレバレッジド・ローン市場の拡大に弾みがついた背景には、米系の金融機関以外にもファンドや証券化商品の一種である CLO などへの投資を拡大させ、レバレッジド・ローン市場への資金流入が加速したことなどがある。

・価格急落が発生した背景には、景気の急激な冷込みからレバレッジド・ローンのデフォルト率が急上昇する懸念が強まったという要因もあるが、市場特性に起因するところが大きいと見られる。多くのファンドは、銀行では当たり前となっている資産と負債の期間のミスマッチにより発生するリスク管理を十分に行なっておらず、投資家から資金の返還請求がされた場合、返済原資を確保するために資産を売却する以外の選択肢がなかったことが相場の下落に拍車をかけた。

・レバレッジド・ローン市場も最悪期を脱し、短期的には需給がタイトな状況が続くことが予想される。しかしながら、レバレッジド・ローンは中長期の貸出であるにもかかわらず、中長期の安定した投資資金が不足しているという構造的な問題を抱えている。CLO の資金が投資期間を終了し、流通市場から資金の大量流出が見込まれることに加え、2012 年～2014 年にかけてローンが大量に満期償還を迎えるため、巨額の借換え需要が発生することが予想されている。企業の信用力にかかわらず、需給関係の悪化から市場が再び大きく揺らぐ恐れがあることが今後の波乱要因である。

目次

1. レバレッジド・ローン市場の概要
2. レバレッジド・ローン市場の発展
3. レバレッジド・ローン市場と金融危機
4. レバレッジド・ローン市場の今後

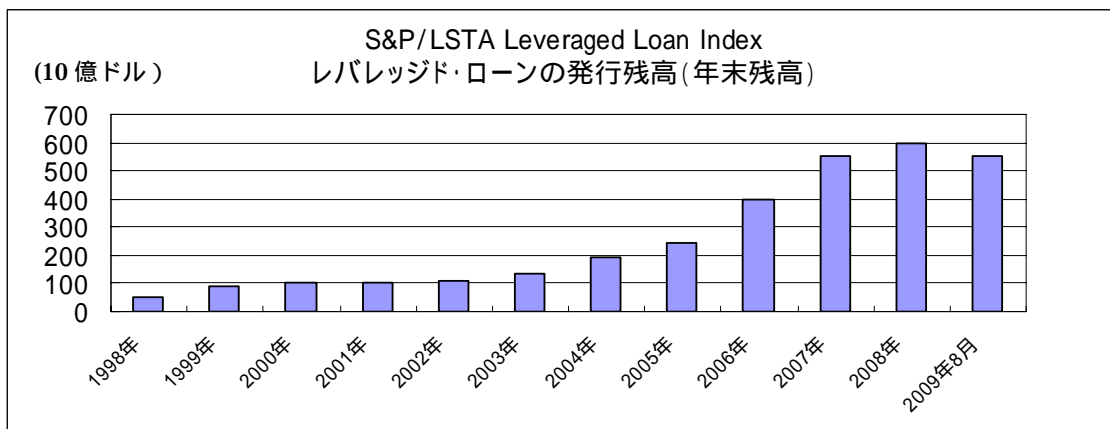
1. レバレッジド・ローン市場の概要

(1) レバレッジド・ローンとは

一般的に、レバレッジド・ローンとは、格付けが投資不適格級の企業に対する担保付変動金利貸出¹のことであり、バンクローンとも呼ばれる。通常、金融用語として利用される場合のレバレッジとは、借入れなどの他人資本を活用し自己資本の投資効率を増幅させることを意味する。

米国においては、レバレッジド・ローンを売買する市場が整備されており、レバレッジド・ローンは投資家の資産運用の一形態として定着している。当該市場の値動きにかかる代表的な指標として利用されている S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックス²によると、ローンの発行残高規模は、1998 年末は 545.2 億ドルであった。2004 年以降市場拡大に弾みがつき、2008 年 11 月末には 5,951.7 億ドルに拡大するに至った。その後は減少傾向に転じているが、2009 年 8 月末現在でも 5,546.6 億ドルの発行残高がある。

(図表 1) レバレッジド・ローンの発行残高



出所：S&P/LSTA データより作成

¹ 格付けが投資適格級であっても、発行時の金利が LIBOR+125bp 以上の上乗せ金利が高い貸出もレバレッジド・ローンに含まれる。一般的に、ローンのサイズは \$ 5,000 万ドル以上である。なお、中小企業が発行調達するローンは、ミドル・マーケット・ローンと呼ばれる。

² S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックスを構成するローンの大多数は、後述するインスティテューショナル型ローンである。

(2) レバレッジド・ローン市場の形成

米国においても、1990年代半ばごろまでは、貸出資金の主な出し手は銀行であり、融資先企業とのリレーションシップを重視した貸出が基本とされた。貸出は満期日まで保有され、満期日前に売却されることは、不良債権化したローンを削減する場合に限られていた。

1990年半ばごろ、ローンのポートフォリオに対するリスク管理の重要性が高まるにつれて、信用リスク量が大きい融資先や業界に対する信用リスク削減を目的に不良債権以外の貸出の売買が活発化していった。

また、銀行が自己資本を利用せずに手数料収入を獲得するブローキングビジネスを強化し、貸出を組成し、他投資家に売却することを通じて手数料収入を獲得する戦略を鮮明化していったこともあり、銀行以外の機関投資家によるローン市場への参加が進んでいった。

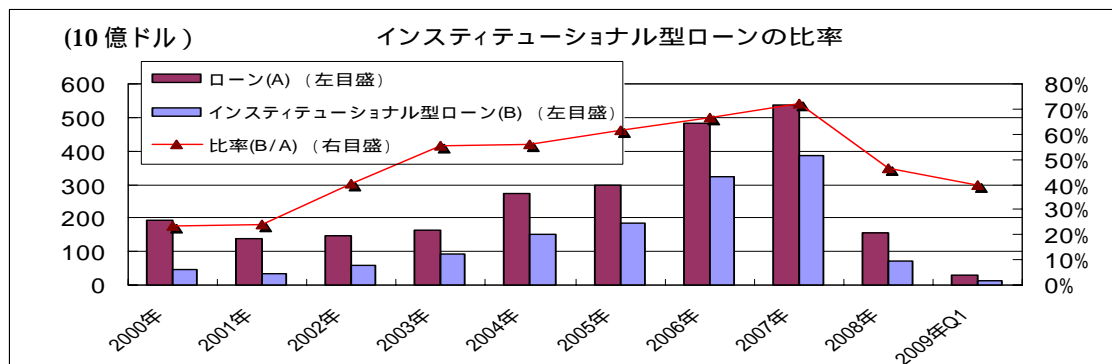
(3) レバレッジド・ローンの借入れ形態

レバレッジド・ローンは借入れ形態により、プロラタ（比例配分）型ローンとインスティテューショナル（機関投資家）型ローンに分類される。機関投資家層の拡大により、インスティテューショナル型ローンの発行が急増した。

プロラタ型ローンは、通常タームローンAとリボルバーと呼ばれる2種類のローンを組み合わせて発行される。タームローンAは、アモチ型の中長期の証書貸付である。リボルバーは、事前設定された一定限度金額内で満期までの期間内のいつでも貸出実行を約束する極度貸付契約である。プロラタ型ローンと呼ばれる由来は、従来、ローンの組成者が投資家にタームローンAとリボルバーを比例配分していたことによる。

インスティテューショナル型ローンは、タームローンAよりは優先弁済順位の低い満期一括償還型のタームローンBなどから構成される。返済期限などにより、タームローンC、タームローンDといった複数のローンが同時発行される。より複雑な条件が設定され、銀行よりも機関投資家が伝統的に好む形態であったことから、インスティテューショナル型ローンと呼ばれる。

(図表2) インスティテューショナル型ローンの比率

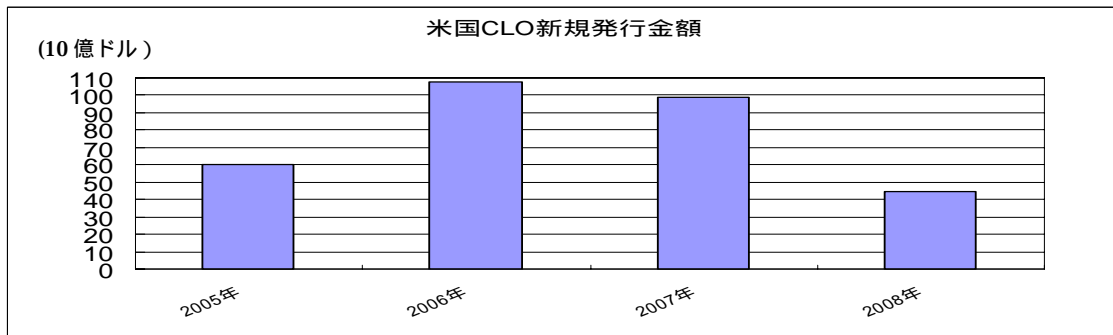


出所：S&P/LSTA データより作成

2. レバレッジド・ローン市場の発展

2005 年以降にレバレッジド・ローン市場拡大に弾みがついた背景には、米系の金融機関以外もファンドや証券化商品的一种である CLO³などへの投資を拡大させ、レバレッジド・ローン市場への資金流入が加速したことなどがある。

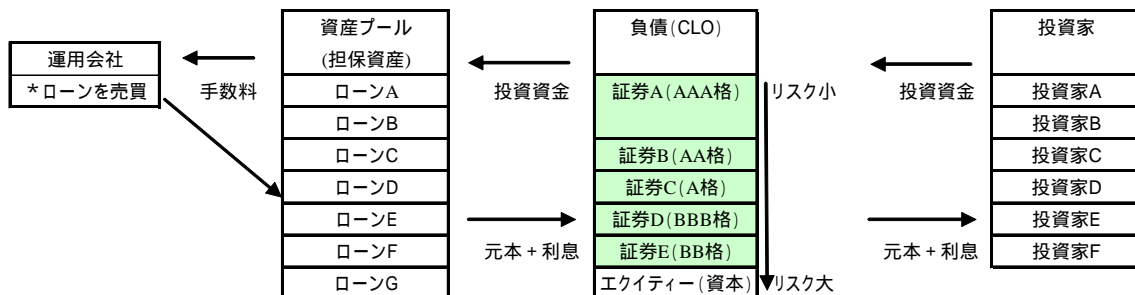
(図表 3) CLO 新規発行金額



出所：JP Morgan データより作成

CLO という投資手段によって、レバレッジド・ローンへ直接投資することに伴うリスクを忌避する投資家の資金を市場に取り込むことができた。なぜなら、CLO の運用成績は、担保資産であるレバレッジド・ローンの運用成績と連動するが、発行される証券は、リスクもリターンも高い下位の証券とリスクもリターンも低い上位の証券に切り分けられ、元利金返済について優先劣後構造を持つからである。優先返済される最上位の証券は、ローンが高い水準でデフォルトしても元利金が返済されるように組成される。また、バーゼルにおいて優先返済される最上位の証券化商品のリスクウエイトが軽減されたこともあり、CLO の最上位の証券への投資に弾みがつき、レバレッジド・ローン市場への資金流入が加速した。

(図表 4) CLO のイメージ図

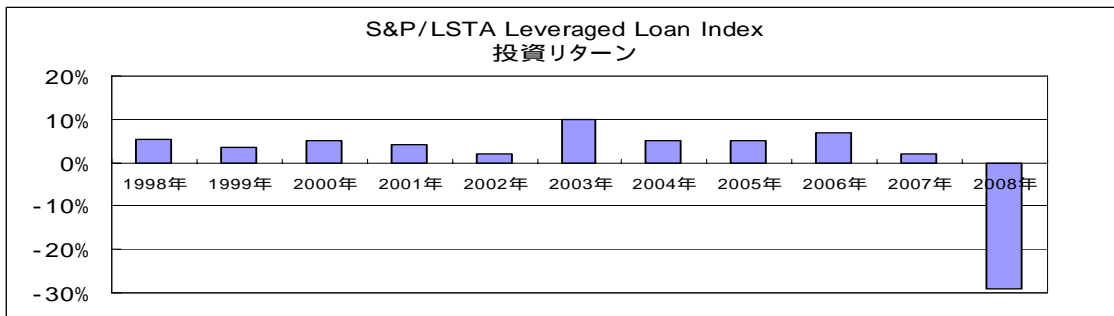


³ Collateralized Loan Obligations: レバレッジド・ローンを担保資産とした債務担保証券のことであり、証券化商品のひとつである。

また、投資資産の一形態としてレバレッジド・ローンが注目された理由としては、金融危機発生まで 10 年以上続いたレバレッジド・ローンの 安定した投資リターン、 相対的に低いボラティリティ⁴、 他資産との低い相関⁵、といった実績もあげられよう。

しかしながら、08 年後半に発生した金融危機においては、これまでの安定的な運用実績が参考にならない結果となった。

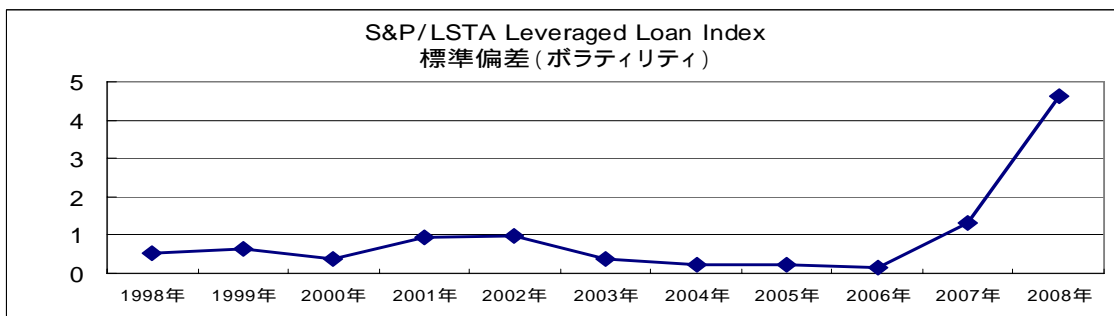
(図表 5) 投資リターン



* 投資リターン：ローンの価格変動率に利息収入を考慮

出所：S&P/LSTA データより作成

(図表 6) 標準偏差 (ボラティリティ)



出所：S&P/LSTA データより作成

3. レバレッジド・ローン市場と金融危機

(1) レバレッジド・ローン価格の急落

1999 年から 2007 年までの期間、2002 年にテレコムショックが市場を揺るがしたが、S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックスのローン平均価格が 85.0 を下回るまでには至らなかった。

ところが、2008 年 9 月 14 日にリーマンブラザーズが米国破産法第 11 章の申立てをして以降、88.1 (同日) であった平均価格は、同年 12 月末には 61.74 へ急落した。わずか 3 か

⁴ 価格等の変動リスクを測定するために利用され、一般的には標準偏差で示される。

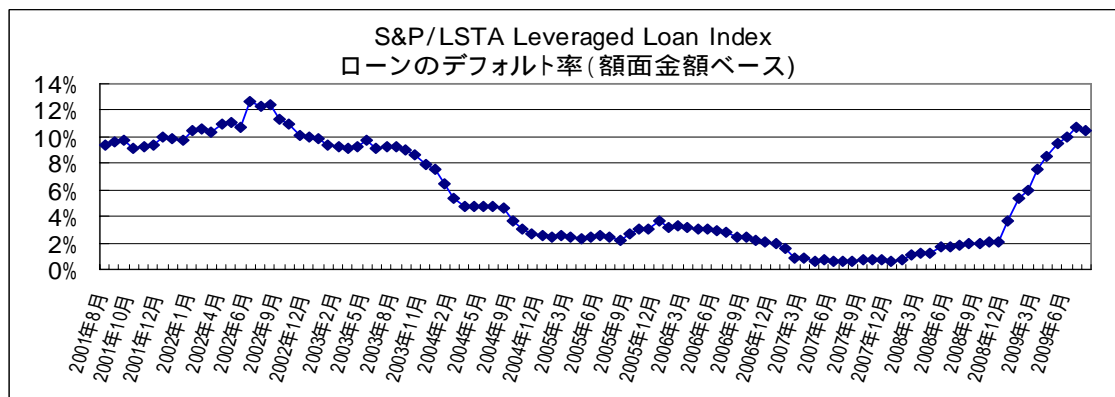
⁵ 他の資産との投資リターンの類似性の度合い

月半ほどの期間で約 30%の価格の下落が起こった。このような価格急落が発生した背景には、景気の急激な冷込みからレバレッジド・ローンのデフォルト率が急上昇する懸念が強まったという要因もあるが、市場特性に起因するところが大きいと見られる。

(2) レバレッジド・ローンのデフォルト率

S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックスのデフォルト率は、2007 年後半には 0.6%まで低下した。その後、米国住宅価格の下落が止まらず金融機関を取り巻く環境が一段と悪化し、米国の景気後退色も濃くなり、デフォルト率も上昇局面に入った。

(図表 7) デフォルト率



出所：S&P/LSTA データより作成

2008 年 9 月以降、金融危機が実態経済も急激に冷え込ませ、デフォルト率は加速的に上昇を始めた。企業業績は急速に悪化したうえ、市場参加者からの資金流入が極端に低下したため、借換え資金の工面をすることができず多くのローンがデフォルトした。2009 年 8 月末時点のデフォルト率は 10.5%となっている。

特に、紙ベースの出版物の販売不振に加え、企業の急激な広告費削減の煽りを受けた広告・出版関係企業、原油価格などの資源価格の急落を受けた化学・エネルギー関連企業、自動車販売の不振を受けた自動車関連企業や消費の落込みが直撃した娯楽関係企業などのデフォルトが目立っている。

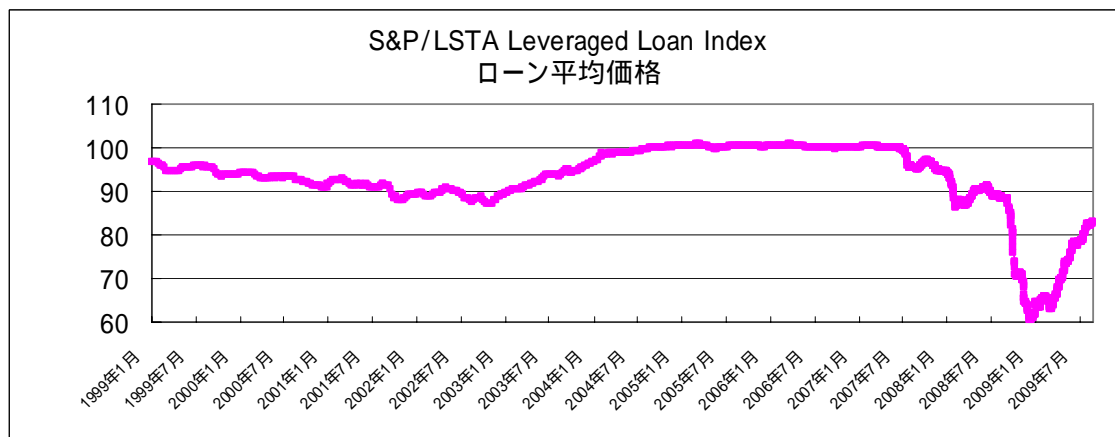
なお、米国破産法第 11 章の申立ては、債務者の事業を停止させることなく、事業を継続させながら再生を目指すものである。経営が悪化し、既存の負債構造では業務の継続が困難となる可能性が高まった企業は、事前に裁判所外で負債削減によるコスト削減実現に向けて主要な投資家と交渉を始め、大筋の合意を取り付けたうえで、米国破産法第 11 章の申立てをする事例が多く見られる。米国破産法第 7 章による清算ではなく、負債の削減に同意し財務体質を強化させ、代わりに新株の交付を受けることによって、再生後の株価の上昇を期待するものである。

(3) レバレッジド・ローン市場特性に起因する要因

急激な価格下落が発生した背景には、市場参加者の資金供給が極端に萎縮し市場の流動性が著しく低下している最中に、レバレッジド・ローンの流通市場に対してファンドから大量の換金売り圧力がかかったことがあった。投資家はリスク管理の観点からリスク量を減らすことを迫られ、ファンドは投資家からの資金の返還請求を受け、返還資金を確保するためにローンの信用力にかかわらず資産を売却することを余儀なくされた。その動きが更なる価格の下落を呼び、投資家に一段とリスク量を減らす必要性を迫り、価格下落のスパイラルに陥った。

多くのファンドで、銀行では当たり前となっている資産と負債の期間のミスマッチにより発生するリスク管理（ALM）は、十分に行われていなかった。投資家から資金の返還請求がされた場合、返済原資を確保するために資産を売却する以外の選択肢がなかった。

(図表8) ローン平均価格



出所：S&P/LSTA データより作成

また、相次ぐ格付会社による急激な格下げ発表もテクニカルな売りを誘発した。ファンドやCLOを運用する運用会社は、運用資産の格付の引下げによって、事前に定められた格付けに関する運用条項に抵触することとなり、売りが誘発されるのである⁶。

08年末を乗り越え、ファンドの換金売りが一段落するとローン価格は安定し始めた。多くの既存投資家は新規投資に慎重であるが、09年3月以降、金融システムの安定化の兆しがみられるようになり、短期の価格上昇を狙ったファンドなどのローンの買い手が市場に参入し始めた。信用力が相対的に高いにもかかわらず価格下落が行き過ぎた企業のローンを中心に価格は回復局面に入り、8月末時点ではローン平均価格は82.7となっている。

⁶ 運用会社は独自の信用力分析によって投資判断をしているが、格付会社の格付けが示唆する信用力よりも高いと判断したとしても、事前に定められた格付けに関する運用条項に抵触すると、売りが誘発される。

4. レバレッジド・ローン市場の今後

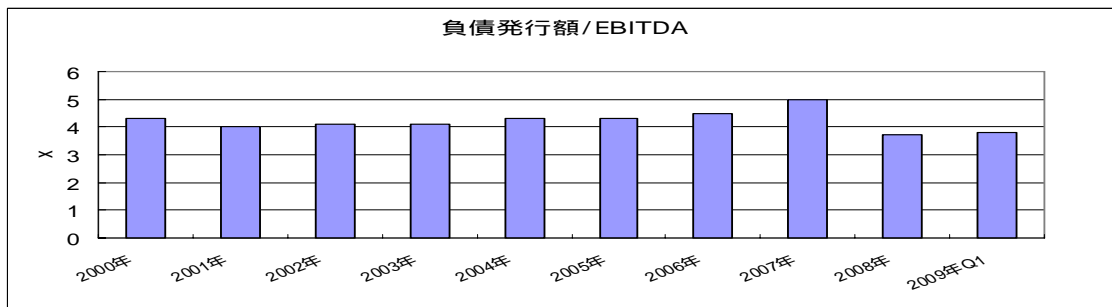
(1) レバレッジド・ローンのデフォルト率

2008 年後半におきた価格暴落は、企業の信用力分析とともに市場特性に起因する要因にも注視する必要があることを教訓として残した。

米国景気は最悪期を脱したとみられる。負債の負担軽減を求めたローンの条件変更の動きも一段落してきた兆しがあり、デフォルト率はピークを打ち、下落に転じることが期待される状況である。

しかしながら、景気回復の強さが不透明な状況であり、企業側は財務体質の改善に取り組み、負債のレバレッジ縮小の動きを続けるとみられる。つまり、資金需要の低迷が今後とも続くと予想される。

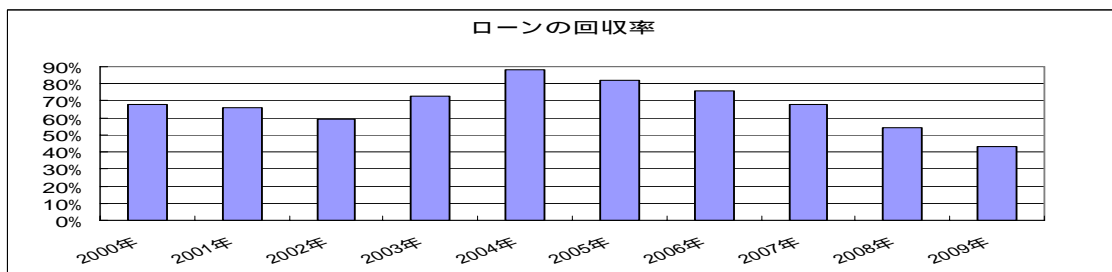
(図表 9) 負債発行額 / EBITDA⁷比率 (レバレッジ比率)



出所：S&P/LSTA データより作成 (2009年10月時点)

なお、レバレッジド・ローンは、高い回収率を見込める投資とされていたが、2004 年以降回収率は低下傾向にある。上述のとおり、2005 年から 2007 年にかけてローンに対する資金供給力が強まり、借り手有利な条件や構造で借換えが行われた。2009 年 7 月時点、ローン残高の 75% 以上は、2006 年以降に発行されたローンとなっており、かつてのような高水準の回収率を見込みがたく、ローンの信用力による選別の重要性がより高まっている。

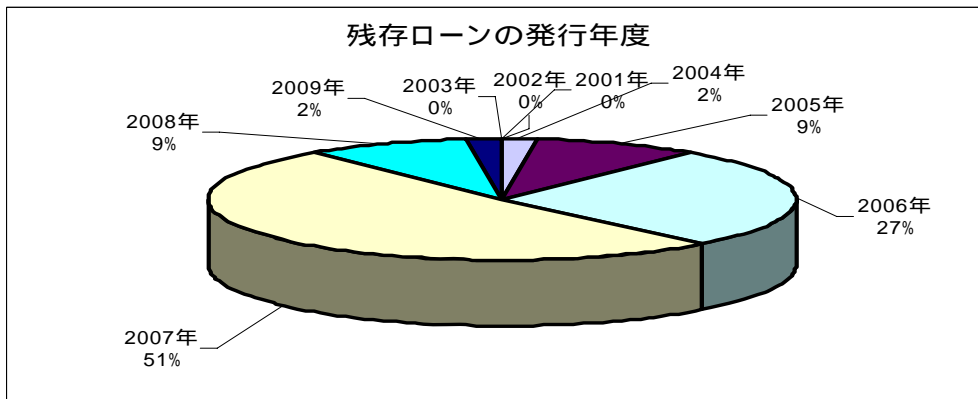
(図表 10) ローンの回収率



出所：JP Morgan データより作成 (2009年8月時点)

⁷ Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization/ 税引き前利益に、支払利息および減価償却を加算した財務分析上の概念

(図表 11) 残存ローンの発行年度



出所：S&P/LSTA データより作成 (2009年8月時点)

(2) レバレッジド・ローン市場特性に起因する要因

2009年になり、レバレッジド・ローン価格の回復が進んだ背景には、発行残高が減少する一方、短期の価格上昇を狙ったファンド資金が流入したことがある。多くの既存投資家が流通市場の取引価格は回収価値を大きく下回る水準まで下落したとみるなか、売却されるローンも限定的となってきたため、取引高を伴わずに価格回復が急ピッチで進んだ。目標とする投資残高を達成していないファンドも多く、潜在的な投資資金はまだ待機状態にあるといわれる。

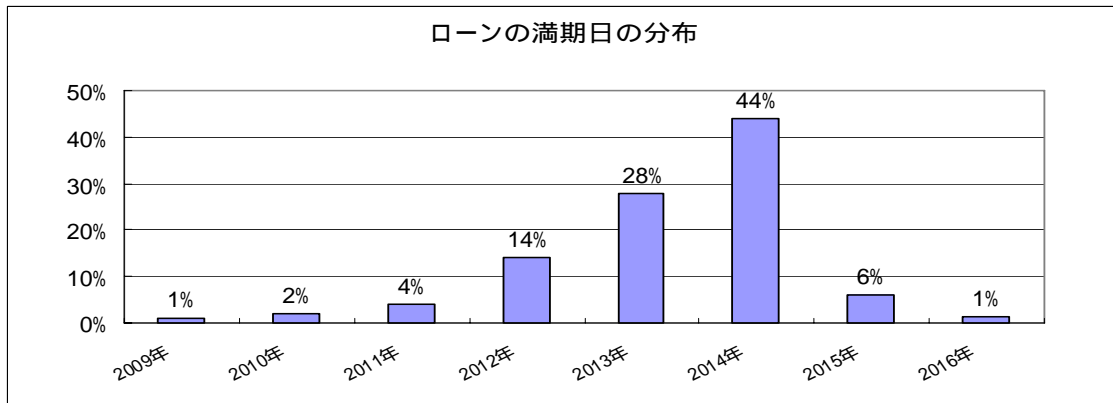
しかし、中長期的に考えると、上昇余地が限られた水準まで価格上昇した後、安定したキャッシュフローよりも、高水準のキャピタルゲインを狙ったこうしたファンド資金の流入が続くかは不透明である。

ファンドも ALM をより意識するようになったといわれる。ファンド運用会社は、解約に関する制限を強めたいと考えていようが、投資家側は、むしろ解約しやすい流動性の高いファンドを選好する傾向を強めており、長期の安定資金を期待するのは難しい状況にある。

一方、これまでレバレッジド・ローン市場の発展を支えてきた米系以外の金融機関からの CLO を通じた同市場への資金流入は、細ったままである。CLO の新規発行市場は事実上停止しており、新規流入する資金の動きはほとんどみられない。

レバレッジド・ローンは、中長期の貸出であるにもかかわらず、中長期の安定した資金が不足しているという構造的な問題を抱えている。CLO の資金が投資期間を終了し、流通市場から資金の大量流出が見込まれることに加え、2012年～2014年にかけてローンが大量に満期償還を迎えるため巨額の借換え需要が発生することが予想されている。企業の信用力にかかわらず、需給関係の悪化から市場が再び大きく揺らぐ恐れがあることが今後の波乱要因である。

(図表 12) 残存ローンの満期日分布



出所：S&P/LSTA データより作成 (2009年8月時点)

参考文献

S&P/LSTA Loan Index / A 10-year Retrospective April 2007 /

http://www.lcdcomps.com/press/SP_LSTA_Loan_Index.pdf

(文中意見にわたる部分は筆者の個人的意見であり、必ずしも信金中央金庫の見解を反映させたものではありません。本レポートは、掲載時点における情報提供を目的としています。したがって施策実施・投資等についてはご自身の判断によってください。また、本稿は、執筆者が信頼できると考える各種データ等に基づき作成していますが、当事務所が正確性および完全性を保証するものではありません。なお、記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。)