

アセットクラスとして注目を集める米国レバレッジド・ローン

関 雄太

要 約

1. 米国のシンジケート・ローン市場は、投資適格ローンとレバレッジド・ローンに大別されるが、セカンダリー市場での取引の中核は格付けの低いレバレッジド・ローンであり、売買・市場参加者は急速に増大している。
2. レバレッジド・ローンの貸付残高は、ハイ・イールド債の発行残高を超え、企業金融の手段としても無視できない市場規模となっている。また、流通市場での取引情報や価格指数などの情報が蓄積されることによって、レバレッジド・ローンのリスク・リターン特性や他の資産との相関性を判断することが可能になり、機関投資家から一つのアセットクラスとして認識される可能性がでてきた。
3. 米国でレバレッジド・ローンの取引が拡大したこと、証券市場のプレイヤーがローン取引に参加しはじめたのを契機に市場が急拡大していったことなどは、今後のわが国のシンジケート・ローン市場発展への課題を考える上でも示唆に富む。

I. 急速に成長する米国レバレッジド・ローン市場

1. レバレッジド・ローンとは：一般的な定義と特性

一般的に、レバレッジド・ローン（ハイ・インカム・ローン）とは、シンジケート・ローンのうち、借り手の債務格付けがダブル B 以下、または発行時のプライシング（金利）が LIBOR プラス 150 ベーシスポイント超のローンである¹。現在、米国のシンジケート・ローン市場は、投資適格ローン市場とレバレッジド・ローン市場に大別され、投資適格債とハイ・イールド債とに分かれる社債市場と同じような構造となっている。

レバレッジド・ローンは、後述するように、すでに 15 年以上の歴史を持った市場と考えられるが、最近になっていくつかの点で特に

注目を集めているといえる。注目される市場の変化の第一は、セカンダリー市場での売買が格段に活発化していることである。米国におけるローン流通市場の中核は現在、低格付けのレバレッジド・ローンによって形成されていると考えられる。第二に、レバレッジド・ローンの貸付残高が、借り手企業の信用度で類似した長期負債調達手段であるハイ・イールド債の発行残高を超え、企業ファイナンスの手段としても無視できない市場規模となってきた点があげられる。第三に、取引情報や価格ベンチマークなどの情報が蓄積されることによって、レバレッジド・ローンのリスク・リターン特性や他の資産との相関性を判断することが可能になり、投資信託や機関投資家、ヘッジファンドなどが、一つのアセットクラスとして注目はじめたことである。このようにして、新たな市場参加者が参入することで、さらに流通市場での流動性が向上

するという、一種の好循環が生じている可能性がある。

1) シンジケート・ローンの分類とレバレッジド・ローン

シンジケート・ローンの分類という観点から、レバレッジド・ローンの基本的な性格を概観すると、まず、借り手の信用格付けが低いということがあげられる(図表 1)。借り手の中心は、設備投資額の大きい通信・公益セクターの大企業、格付けの低い中堅企業、企業買収(LBO)を行うプライベートエクイティファンドなどとなっている。ただし、後述するように、レバレッジド・ローンは、債務の弁済順位が高く担保付きであるため、ハイ・イールド債に比べて破綻時の元本回収率が高く、比較的安全性の高い資産とみることができる。

信用格付けによる分類に似た方法として、セカンダリー市場における額面からのディスカウントによってローン市場を大別する方法もある。すなわち、額面の 80%以上の価格で流通するローン債権を「パー」、額面の 80%未満で取引されるローン債権を「ディストレスト」と一般に呼んでいる。ただし、ここでいうパー、ディストレストは、債券市場における通常の語法とはやや異なり、また発行体企業の破綻状態や銀行検査上の分類を示してはいない点について、留意が必要である。

また、ローンの形態・条件で分類する方法もある。シンジケート・ローンにおいては、標準化された「トランチ」が形成される。このトランチの組み合わせによって、投資家に売却されるローン商品の種類が分かれることになる。

リボルビング・クレジット・ファシリティ(リボルバー)は、あらかじめ設定した上限額、期間の範囲内での融資を約束する契約のことで、借り手の企業側からみると短期資金の性質が強いものである。企業が実際に引き出した資金に対して指標金利(LIBOR やプライムレート)プラススプレッドの金利が発生するほか、信用枠の未利用残高に対してもコミットメント・フィーが発生することが一般的である。一方、ターム・ローンは、融資期間が中長期となる証書貸付契約で、契約時に融資を一括実行し、期間中に分割して償還される。最も基本的な形のターム・ローン A(TLA)は、融資のスプレッドや満期をリボルビング・クレジット・ファシリティと同じ条件とすることが一般的である。

伝統的なシンジケート・ローンもしくはレバレッジド・ローンの中でもプロラタ・ローン(Pro Rata Loan)と呼ばれるローンは、リボルビング・クレジット・ファシリティとターム・ローン A で構成される。プロラタ(比例配分、案分)と呼ばれる理由は、投資家はリボルビング・クレジットと TLA を同

図表 1 シンジケート・ローンの分類と形態

	視点	分類		
シンジケート・ローン	借り手の信用格付けによる分類	投資適格ローン	プロラタ・ローン	
		レバレッジド・ローン		
		その他		
	セカンダリー市場でのプライシングによる分類	パー		インスティテューショナル・ローン
		ディストレスト		
	トランチによる分類(ローンの形態)	リボルビング・クレジット・ファシリティ(リボルバー)		
		タームローンA		
タームローンB				
その他				

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

じ比率で購入しなければならないからである。プロラタ・ローンは、2002年 810 億ドル、2003年 750 億ドルが組成されたが、徐々にコモディティ化している市場とみなされており、貸し手の数は減少しているとされる。

一方、ターム・ローン B (TLB)、ターム・ローン C (TLC) などは、TLA よりも数年長い返済期限と追加的なスプレッド（一般的には 15~60 ベーシスポイント程度）を持ち、やや複雑な返済条件を設定したトランチで、銀行よりは機関投資家が積極的に投資することからインスティチュショナル・トランチまたはインスティチュショナル・ローンと呼ばれている。時には、TLB や TLC より長い年限・より大きなスプレッドを有する D、E などのトランチが作られることもある。こうした仕組みは、もともとはリバース LBO 取引（LBO 後の（IPO を伴う）リファイナンス）で活用されたのがきっかけといわれているが、最近になって CLO（債務担保証券、Collateralized Loan Obligation）に組み入れられたり、ヘッジファンドなどが好んで投資するようになり、インスティチュショナル・ローンだけで 2002 年は 590 億ドル、

2003 年は 910 億ドルが組成されるなど、市場が拡大している。また、昨年後半以降、低金利かつ景気が回復基調であったことから、セカンド・リエン（無担保社債等より弁済は優先するが通常のローンよりも劣後）のターム・ローンが人気化するなど、複雑な特性も持つ商品も増えている²。

2) 投資適格ローン、社債との比較でみたレバレッジド・ローンの特質

次に、レバレッジド・ローンの性格を、社債、投資適格ローンと対比してみる（図表 2）。社債との比較で顕著なレバレッジド・ローンの特性として、①デフォルト時の弁済順位が高いこと、②有担保であること、③変動金利であること、④財務制限条項（コベナンツ）がより厳格であることをあげることができよう。

また、投資適格ローンとの対比では、案件規模や構造（トランチ）のほか、投資家層の違いが指摘できる。投資適格ローンは、シンジケートに参加した銀行が満期まで債権を保有することがほとんどであり、流通市場ではあまり取引されない。ちなみに、投資適格ロ

図表 2 ローンと社債：特性の比較

	ローン		社債	
	投資適格ローン	レバレッジド・ローン (ハイ・インカム・ローン)	投資適格債	ハイ・イールド債
形態	ローンまたはノート		社債またはノート	
SEC登録による開示	なし		あり	
弁済順位	優先		優先もしくは劣後	
担保	一般的には無担保	米国内資産による担保もしくは親会社・国内子会社による保証	一般的には無担保	一般的には無担保、時に劣後
プライシング	変動金利指標(LIBOR、プライムレート)に対するマージン		固定利付債の指標金利(国債利回り)に対するスプレッド	
金利	変動金利		固定金利	
満期	1-8年程度	1-8年程度	1-30年	7-10年程度
期限前償還	一般的にはペナルティなしで可能		一般的にはノンコール期間あり(社債年限の半分程度)、その後はペナルティ付きで可能	
財務制限条項(コベナンツ)	財務指標の維持、財務行動の制限を伴う総合的なコベナンツ		あまり制限的でないコベナンツ	
案件規模	1-250億ドル	1-15億ドル		
構造(トランチ)	リボルビング・クレジット・ファンリティ、タームローンA	リボルビング・クレジット・ファンリティ、タームローンA、タームローンBなど		
投資家	銀行			銀行、ファイナンスカンパニー、機関投資家など

(注) 上記はあくまでも一般的な特質について示したもので、それぞれの負債のすべてが上記の特徴に合致するとは限らない。

(出所) クレディ・スイス・ファースト・ボストン (CSFB)、ノムラ・コーポレート・リサーチ・アンド・アセット・マネジメント (NCRAM) 資料を基に野村資本市場研究所作成

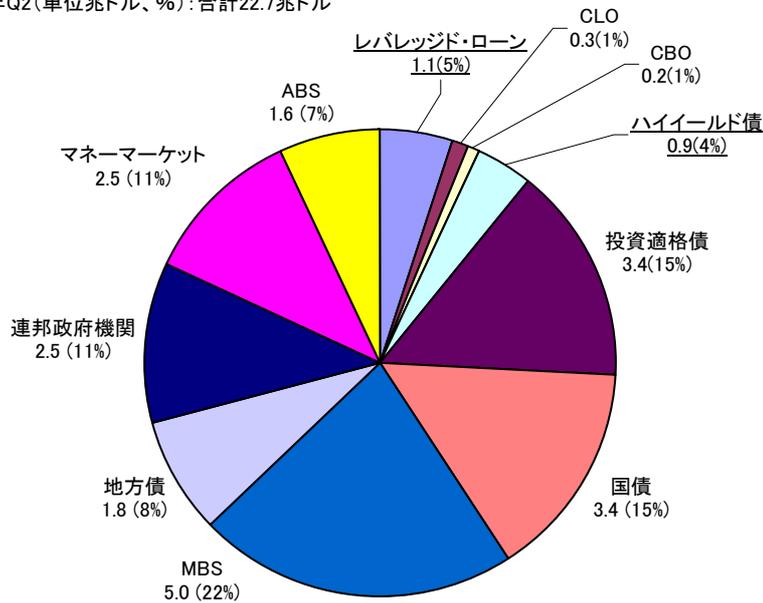
ーンの流通市場が小さいために、市場情報も少なく、大手金融機関のレバレッジド・ローン部門にはアナリストチームが配置され、市場動向の分析レポートや見通しを作成するのに対し、投資適格ローンを分析するアナリストやレポートはほとんど用意されないといわれている。

このように、レバレッジド・ローンは、ローンの特質を持ちながら、市場参加者の広が

りや流通性の点では社債に近くなっているといえる。クレディ・スイス・ファースト・ボストン（CSFB）では、2003年上半期末の米国における公社債の種類別発行残高にレバレッジド・ローンを加えた資料を作成している（図表3）。これを見ると、レバレッジド・ローンの残高がハイ・イールド債の残高を超え、公社債市場における新たなサブアセットクラスを形成しつつあることがわかる。

図表3 米国公社債市場の商品別発行残高とレバレッジド・ローン

2003年Q2(単位兆ドル、%)：合計22.7兆ドル



(注) CLO、CBOにはレバレッジド・ローンが含まれるためダブルカウントとなっている可能性がある。

(出所) CSFB、Bond Market Association

図表4 レバレッジド・ローンとハイ・イールド債：デフォルト率、元本損失率の比較

	デフォルト率		平均元本損失率	
	レバレッジド・ローン	ハイ・イールド債	レバレッジド・ローン	ハイ・イールド債
1995	2.00%	2.33%	6.00%	57.56%
1996	0.58%	1.37%	29.75%	53.29%
1997	0.22%	0.99%	NA	46.17%
1998	0.54%	1.28%	18.67%	63.53%
1999	4.08%	4.05%	49.93%	68.55%
2000	3.89%	4.50%	38.47%	73.64%
2001	7.61%	9.15%	42.59%	71.64%
2002	7.47%	15.01%	35.94%	70.45%
2003	3.54%	4.13%	31.83%	58.38%
平均	3.33%	4.76%	31.65%	62.58%

(出所) CSFB

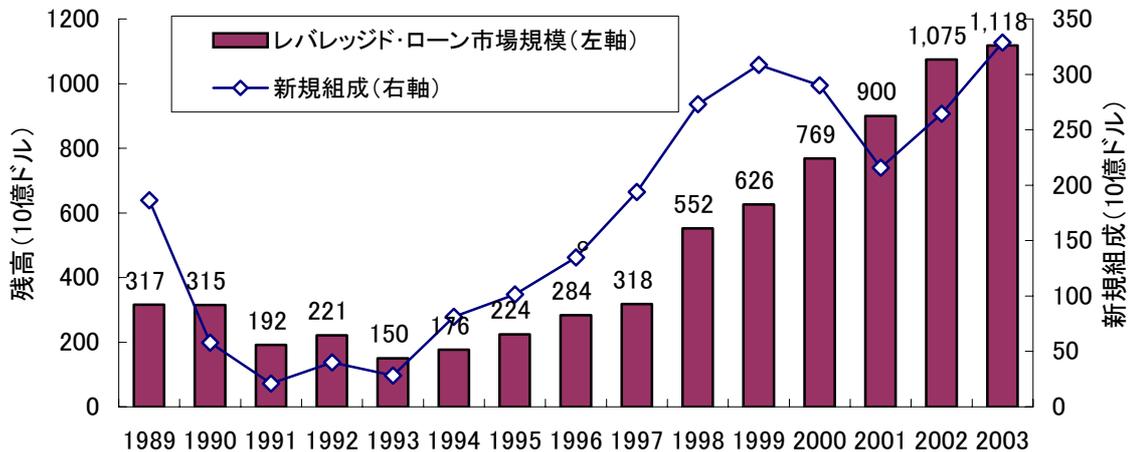
レバレッジド・ローンは、ハイ・イールド債に比べデフォルト率がやや低いという傾向があるが、1995年以降のデフォルト率の動きは似通っている（図表4）。

違いが顕著なのは、デフォルト時の元本損失率で、ハイ・イールド債は6割強の元本が損失となるのに対し、レバレッジド・ローンでは3割強の水準にとどまっている。弁済順位が高いことによる特性がよく表れているといえよう。

最近、米国では、過去のローン取引データが蓄積されつつあることから、より実証的に

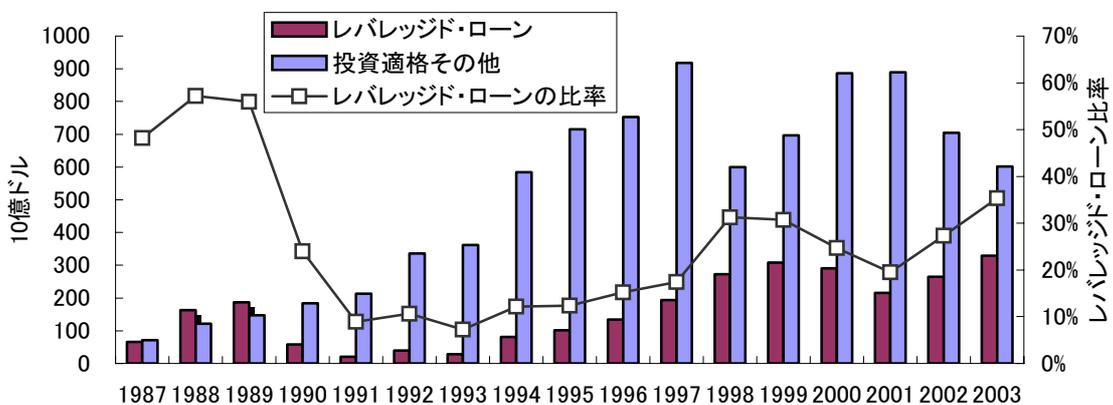
ローンと社債の市場価格形成の違いやその背景を分析しようとする動きもでてきている。例えば、ニューヨーク大学のエドワード・アルトマン教授等のワーキングペーパー（2003）は、ローン・プライシング・コーポレーションのデータなどを分析して、ローン取引においては、財務制限条項が厳しく、借り手に対して銀行からのモニタリング効果が期待できることから、社債に比べて突然デフォルトを起こすようなことが少なく、財務破綻への懸念がローンの流通価格に反映されることが多いと指摘している³。

図表5 レバレッジド・ローンの組成と市場規模（残高）推移



(出所) CSFB、ローン・プライシング・コーポレーション (LPC)

図表6 シンジケート・ローン全体の新規組成とレバレッジド・ローン



(出所) CSFB、LPC 資料より野村資本市場研究所作成

2. レバレッジド・ローン市場の現状

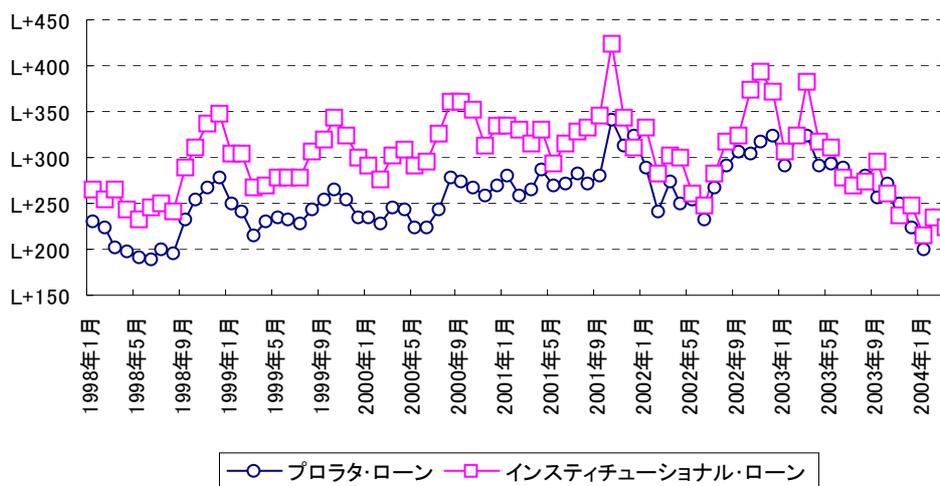
1) プライマリー市場の概況

レバレッジド・ローンの新規組成は、1994年頃から急速に伸びている。2000年と2001年には、経済環境の悪化やデフォルトの増加を反映していったん減少したものの、2002年から金利低下を反映して組成が再び積極化し、2003年の組成額は約3,286億ドル（約34兆円）となっている（図表5）。またシンジケート・ローン全体の組成に占めるレバレッジド・ローンの割合は、80年代終盤のLBOブームの際に非常に高水準となったその後LBOブームの終焉とともに急低下した

が、近年になってまた上昇している（図表6）。

なお、シンジケート・ローン組成額のデータは、リボルビング・クレジット・ファシリティのコミットメント枠のうち、未利用分の金額を含んでいることに留意しなければならない。組成額の大きい投資適格ローンの借り手である信用度の高い企業は、レバレッジド・ローンの借り手に比べ、この未利用率が高いといわれている。すなわち、投資適格ローンの借り手企業の多くは、コマーシャルペーパー（CP）を発行できる信用力を持っているため、CP調達が何らかの事情でできない場合に備え、バックアップとしてリボル

図表7 新規組成レバレッジド・ローンにおけるプライシングの推移
（BB格およびBB-格のローン：LIBORに対する金利スプレッド）



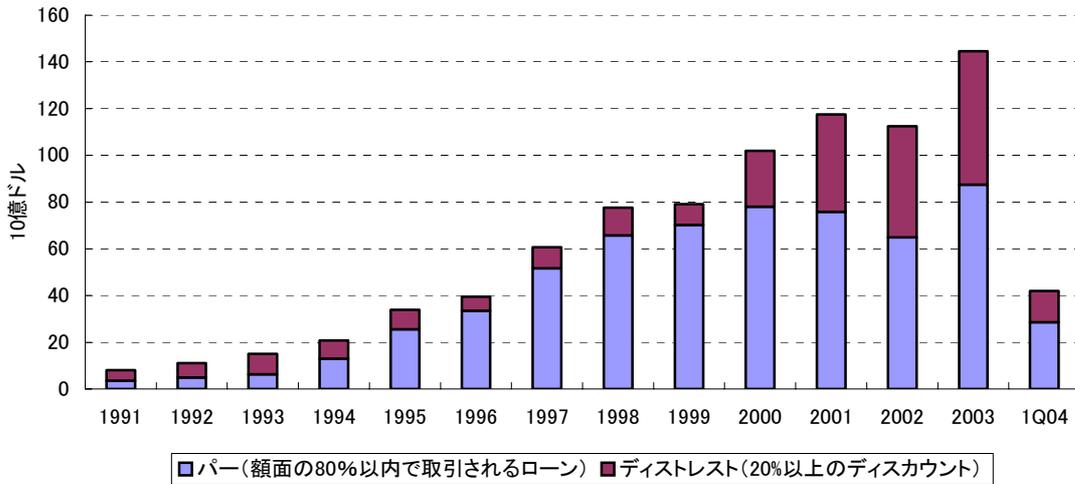
（出所）Standard & Poor's

図表8 米国シンジケート・ローン市場：リードアレンジャーのランキング

銀行持株会社	2004年上半期				2003年			
	リードアレンジャー 組成額(百万ドル)	案件数	市場 シェア	ランク	リードアレンジャー 組成額(百万ドル)	案件数	市場 シェア	ランク
JPモルガン	196,930	303	31%	1	241,824	501	26%	1
バンク・オブ・アメリカ	128,301	470	20%	2	166,099	737	18%	2
シティグループ	90,070	170	14%	3	142,221	290	15%	3
ワコビア	36,822	185	6%	4	30,766	209	3%	7
バンクワン	32,594	159	5%	5	60,441	317	7%	4
クレディ・スイス・ファースト・ポストン	19,933	82	3%	6	24,618	91	3%	8
ドイツ銀行	19,061	58	3%	7	33,702	119	4%	6
ウェルズ・ファーゴ	10,321	73	2%	8	15,806	154	2%	10
バンク・オブ・ニューヨーク	8,763	41	1%	9	NA	NA	NA	NA
パークレイズ銀行	8,110	18	1%	10	17,115	33	2%	9

（出所）LPC 資料より野村資本市場研究所作成

図表 9 米国のローン流通市場の状況



(注) ディストレストとは額面の 80%未満で取引されるローンの種類で企業の破綻状態や検査上の分類を表すものではない。

(出所) LPC 資料より野村資本市場研究所作成

ビング・クレジット・ファシリティを設定しているにすぎない⁴。ローンのセカンダリー市場がレバレッジド・ローン中心に形成されている背景には、このように、投資適格ローンが一種の偶発債務（コンティンジェント・ローン）の要素を含んでいるため、取引・投資の対象となる金融資産と認識されにくいという事情もあると考えられる。

図表 7 では、新規組成案件におけるプライシング（金利スプレッド）の推移についてみている。スプレッドは 1 年前後のサイクルで変動しており、インスティチュショナル・ローンのスプレッドの方がプロラタ・ローンよりも高くなるのが一般的である。ただし、最近インスティチュショナルが人気化していることからスプレッドが縮小し、プロラタと変わらない水準になっていることがわかる。

一方、組成を取り仕切るリードアレンジャーのランキングでは、JP モルガン、バンク・オブ・アメリカ、シティグループという資産額で全米トップの商業銀行が 6 割前後のシェアを占め、ワコビア、クレディ・スイス・ファースト・ボストン（CSFB）、ドイツ銀行が続いている（図表 8）。

2) セカンダリー市場の概況

ローンのセカンダリー市場の取引額は 1994 年頃から急拡大し、2002 年こそ対前年比で減少したものの 2003 年は再び増勢へ向かい、年間約 1,446 億ドル（約 15 兆円）の取引額となった。図表 9 に示したローンの取引額は、一部に投資適格ローン等の取引を含んでいる可能性があるが、仮に全額がレバレッジド・ローンの取引とすると、2002 年末のレバレッジド・ローン市場残高（1.075 兆ドル）に対して 13% 程度の回転率ということになる。また、パーとディストレストに分けて取引額をみると、1994 年頃から、それまでのディストレストに代わってパー・ローンの取引が急速に伸び、最近 3 年間ほどはディストレストが再び増えていることがわかる。

3. レバレッジド・ローン市場発展の歴史

1) 銀行のリレーションシップ志向からの脱却が市場拡大の契機に

米国では、銀行ローンのシンジケーションは、1980 年代以前から少しずつ行われていたが、セカンダリー市場でローン債権が取引

されることはほとんどなく、市場価格が認識されるような状態ではなかったようである。またシンジケート参加者のほとんどは銀行で、大手米銀がアレンジャーとなったローンに、米国の地銀や邦銀を中心とする外国銀行が参加するといった形が大部分であった。

次に、80年代から90年代初めにかけて問題化したS&L危機や、途上国向け融資・企業買収案件向け融資の不良債権化などで「ディストレスト」の категорияに属するローンの取引が活発に行われるようになった。この時期には、不良債権や破綻証券の取引を専門にする私募ファンドあるいはそうしたファンドに転売することを目的にした投資銀行などがセカンダリー市場に参入しはじめたと考えられている。

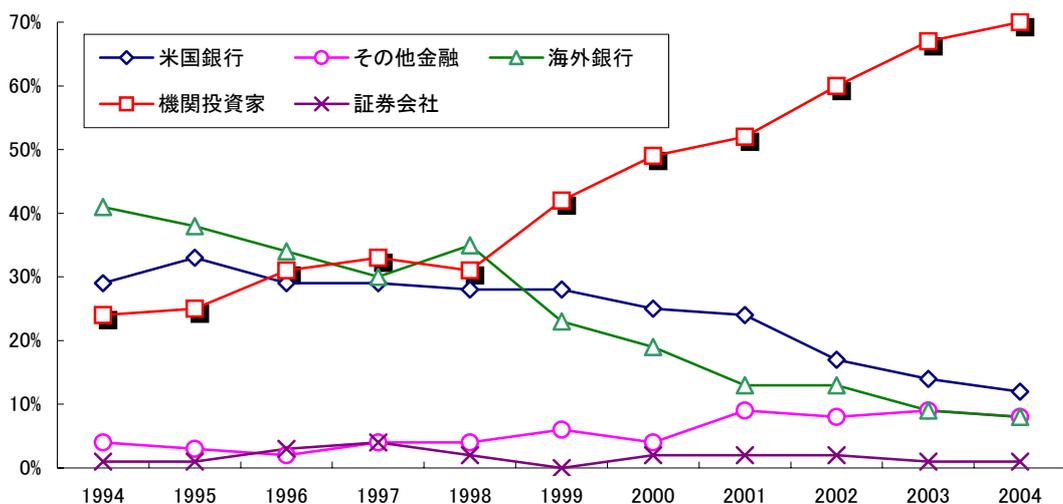
また、BISによる自己資本規制が導入され、大手商業銀行においてリスク管理、リスク調整後でみた資産管理の重要性が叫ばれるようになったことは、レバレッジド・ローンの流動化を後押しした。すなわち、商工業向けローンの選別化と抑制を迫られた商業銀行の視

点からすれば、リボルビング・クレジット・ファシリティのコミットメント枠は信用リスクウエイト上も0%（一年未満）もしくは50%（一年以上）の取り扱いで、しかも投資適格企業はあまり引き出さないため、保有しつづけることで問題が少ないのに対し、低格付けの企業・中堅企業向け融資の場合にはローンとしての利用度も高く（リスク資産と認識される比率が高い）、デフォルト率も高いため、リスク管理上シンジケート化する動機が強まることになる。一方、投資家側も固定利付債に近い性質を持つターム・ローンならば債券に近い感覚で分析・投資ができ、またレバレッジド・ローンの方がスプレッドが厚いことから、投資機会を求めて徐々に取引に参入しはじめたと考えられる。

その後、1990年代半ばに、大手を中心にした一部の米銀は、伝統的なリレーションシップ志向から脱却を始め、収益性や戦略上の要請などから、さらに企業向け融資を見直すようになった⁵。

すなわち、ローンから生まれる収益の多く

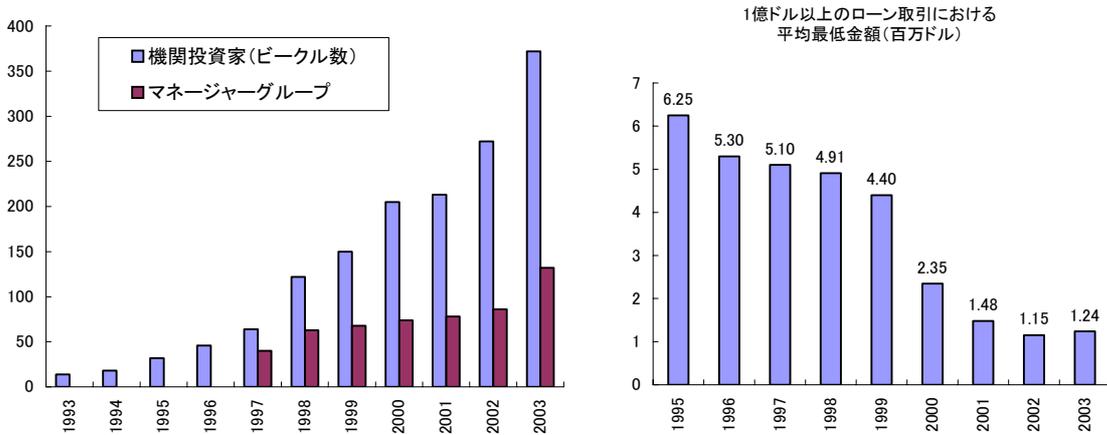
図表 10 レバレッジド・ローンの投資家構成推移



(注) 2004年は3月末まで。ダブル・カウントを避ける為、ハイブリッド・ローン、引受業者（取引を仲介する中間業者を含む）を含んでいない。

(出所) Standard & Poor's

図表 11 レバレッジド・ローンの機関投資家数推移と最低取引単位の減少



(出所) Standard & Poor's

の部分は組成時のフィー（アップフロント・フィー）に依存しており、より多数の融資を組成すればより多くのフィーが手に入る。一方、自己資本規制、財務管理の必要性から無制限に融資を保有することはできないため、保有ローンの一部を手放した方が資本を自由に活用できる。すなわち、1社に1億ドルの信用を供与するよりも、シンジケート化することを前提に1億ドルの融資をとりまとめ、ローン市場で他の銀行や機関投資家に8,000万ドルを売却、フィー収入を獲得するとともに、回収した資本で別のレバレッジド・ローンをアレンジしたほうが合理的という、いわば「資本のリサイクル」とも呼べる考え方が、銀行の経営戦略上、重要となっていた。このような、法人向け融資業務の効率化を目指したレバレッジド・ローンの活用は、90年代半ばから米銀の大型合併が活発化する中で、より重要性を増したものと考えられる。

なお、1995年には、ローン取引の業界団体であるローン・シンジケーション&トレーディング協会（LSTA）が結成され、シンジケート・ローン契約の標準化やローンの時価評価の基準づくりなどに関する活動を行うようになった。

2) レバレッジド・ローン市場における機関化現象

2000年をはさんだ5年ほどの間に顕著になったのが、融資を事業として営む銀行以外の金融機関・機関投資家がローン売買に積極的に参入したことで、ローン市場における機関化現象（Institutionalization）と呼ばれている動きである。

ローン市場の機関投資家にあげられるのは、まず、ミューチュアルファンドである。ローンに投資するファンドはプライム・レート・ファンド、リテール・ローン・ファンド、ローン・パーティシペーション・ファンドなどと呼ばれ、個人を最終投資家として組成される。以前はクローズドエンド・タイプで換金性に乏しいものが多かったが、最近ではオープンエンド・ファンドもつくられている。スタンダード&プアーズ（S&P）が調査対象としている分だけでも、ローン・パーティシペーション・ファンドの純資産額は2003年末時点で159億ドルに達している。

次に、債券市場の投資家を最終投資家とするローンの証券化商品であるCLOおよびCDO（Collateralized Debt Obligation）も、機関投資家に分類されている。これらは、いわばレバレッジド・ローンを債券にリパッケージ

ジした商品といえるが、クレジット・デリバティブの発達などで、より大型・多様な案件が組成されるようになってきている。

さらに、最近、ローン市場でのプレゼンスを増しているといわれるのがヘッジファンドである。ヘッジファンドは、もともとはディストレスト・ローンの流通市場における主要な投資家層であったが、パー水準で取引されるレバレッジド・ローンの発行・流通市場でプレゼンスを徐々に高めている。ヘッジファンドの多くが短期的かつ機会主義的な投資行動をとることから、警戒心を持つローントレーダーも少なくないというが、一方で、ヘッジファンドが参加することで、ローンの流動性がより向上するとの期待も大きい⁶。

S&P による、レバレッジド・ローンの投資家調査では、1999 年に機関投資家が外国銀行、米国銀行を抜いて最大の投資家層となり、その後もシェアを高めて 2004 年の新規組成案件の販売先では 7 割近くを占めると推計されている（図表 10）。

また S&P は、ローンに投資するファンドやポートフォリオ・マネージャーの数も継続的に調査している。運用会社（マネージャー）の数は 2003 年末時点で 130 社程度だが、その数の増加は顕著である（図表 11）。また、最低投資単位は小さくなる傾向にあり、これも流通市場での取引をより容易にするひとつの要因となっている。

このように、機関投資家の増大は顕著だが、一方で、年金基金・大学・財団といった機関投資家がレバレッジド・ローンに直接投資するということは今までのところあまりなく、ヘッジファンドや CDO を通じた間接的な投資にとどまっているものとみられる。ただし、後述するように、レバレッジド・ローンがひとつのアセットクラスとして年金等の機関投資家に認識される可能性は今後高まると期待されている。

4. 企業からみたレバレッジド・ローン

現在、米国企業の長期負債に関わる資本市場は、おおむね図表 12・図表 13 のように概観できる。米国企業においては、日本と違い、社債を中心とした負債調達が行われているが、一方で銀行やファイナンスカンパニーから供給されるローンも重要な役割を有しているのは言うまでもない。社債のシェアは近年も一貫して増えているが、レバレッジド・ローンの残高の伸びも急速で、企業金融の手段としてもレバレッジド・ローンの重要性が増していると考えられる。

なお、レバレッジド・ローンの借り手企業の業種は多岐にわたっているが、メディア・通信業界が比較的多く、次に公益、ヘルスケア、運輸となっており、一方で金融サービス業はほとんどない（図表 14）。

また、米国におけるレバレッジド・ローン

図表 12 米国企業（一般事業会社）の外部負債残高とレバレッジド・ローン

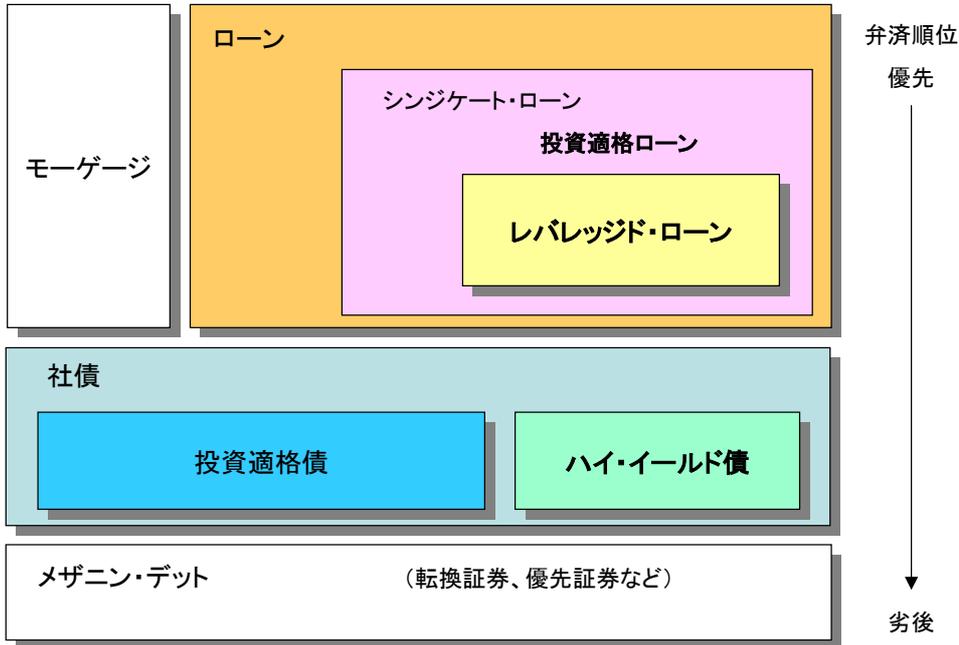
(単位:10億ドル、%)

	2003年末		1994年末	
短期債務	3,002	29.4%	1,925	34.2%
モーゲージ	570	5.6%	210	3.7%
モーゲージ以外の長期債務	3,775	36.9%	2,239	39.8%
[レバレッジド・ローン]	1,118	10.9%	176	3.1%
社債	2,873	28.1%	1,253	22.3%
[ハイイールド債]	876	8.6%	283	5.0%
負債合計	10,221	100.0%	5,627	100.0%

(注) レバレッジド・ローン、ハイイールド債はそれぞれの市場で集計されている残高であり、Flow of Funds 統計と同じ基準ではない。

(出所) FRB 「Flow of Funds」、CSFB、LPC より野村資本市場研究所作成

図表 13 米国のクレジット（企業の長期負債）市場概観



(出所) 野村資本市場研究所

市場の急成長ぶりから、借り手企業の負債返済能力を大きく超えた貸出が行われているのではないかとの推測を抱きがちだが、実際にはそのようなことはなく、むしろキャッシュフローに対する負債額の平均倍率は、長期的に低下する傾向にある（図表 15）。

また、1980年代後半のLBOブームの時ほどではないが、現在も、企業買収やMBOの資金源としてレバレッジド・ローンがよく活用されている。この場合には、プライベート・エクイティ・ファンドが実質的な借り手となる⁷。プライベート・エクイティ・ファンドは、ターゲットである企業や事業の現在・将来のキャッシュフローをベースに企業価値の評価を行い、さまざまな資金源を組み合わせることで買収資金を調達することになるが、資本コストの低いシニアローンをどれだけ調達できるかが、エクイティ投資の期待リターンを高めるための重要な要因となる。CSFBの推計では、平均で3割～4割の買収資金が銀行融資でファイナンスされており、このなかの多くはレバレッジド・ローン市場を通じて調

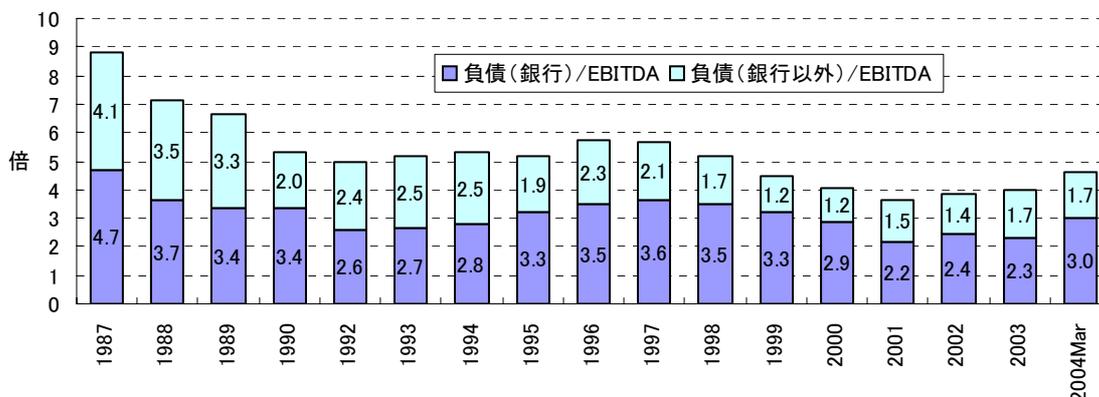
達されている可能性が高い。

図表 14
レバレッジド・ローン調達企業の産業
セクター構成（CSFB指数の構成企業）

	2003 年末	1996 年末
航空機	2.0%	1.9%
化学	5.8%	—
耐久消費財	0.7%	0.6%
その他消費財	3.8%	9.6%
エネルギー	1.1%	0.7%
金融	0.2%	—
食品・薬品	2.1%	12.7%
食品・タバコ	5.8%	7.4%
林業	4.4%	18.4%
カジノ・レジャー	4.7%	4.3%
ヘルスケア	7.4%	2.6%
住宅	1.7%	3.0%
情報技術	2.0%	0.7%
製造	4.5%	2.4%
メディア・通信	31.5%	21.0%
金属	1.7%	0.8%
小売	1.3%	8.8%
サービス	3.8%	3.3%
運輸	6.6%	1.9%
公益	8.7%	—

(出所) CSFB

図表 15 レバレッジド・ローンの借り手における負債対 EBITDA（金利税償却前利益）倍率



(注) 1996年以前はL+250bp以上のローン、1996年～現在はL+225bp以上のローンで集計。ただしメディア・テレコム・セクターのレバレッジド・ローンを除く(1991年の取引が少なく、有意なサンプルを形成できないため)。ラウンディングエラーを含む。

(出所) Standard and Poor's

II. 投資家からみたレバレッジド・ローン

1. リターンとベンチマーク

米国レバレッジド・ローン市場の投資家は、ドル建てのレバレッジド・ローンの投資可能ユニバースにおける価格変動を反映する目的でクレディ・スイス・ファースト・ボストンが作成している「CSFB レバレッジド・ローン・インデックス」を活用して、過去の価格動向を分析することができる⁸。

指数が開始した1992年を起点に月次のリターンを累積すると、レバレッジド・ローンが安定したリターンを生み出していることがわかる(図表16)。ただし、セカンダリー市場での売買が活発化する1998年以前は、リターンには目立った変動がなく、ほとんど定率に近い状態で価格上昇していることがわかる。そして1998年以降から、多様な投資家の参加、ディストレスト・ローンの売買の活発化などを反映して、細かな価格変動がおきるようになってきている。

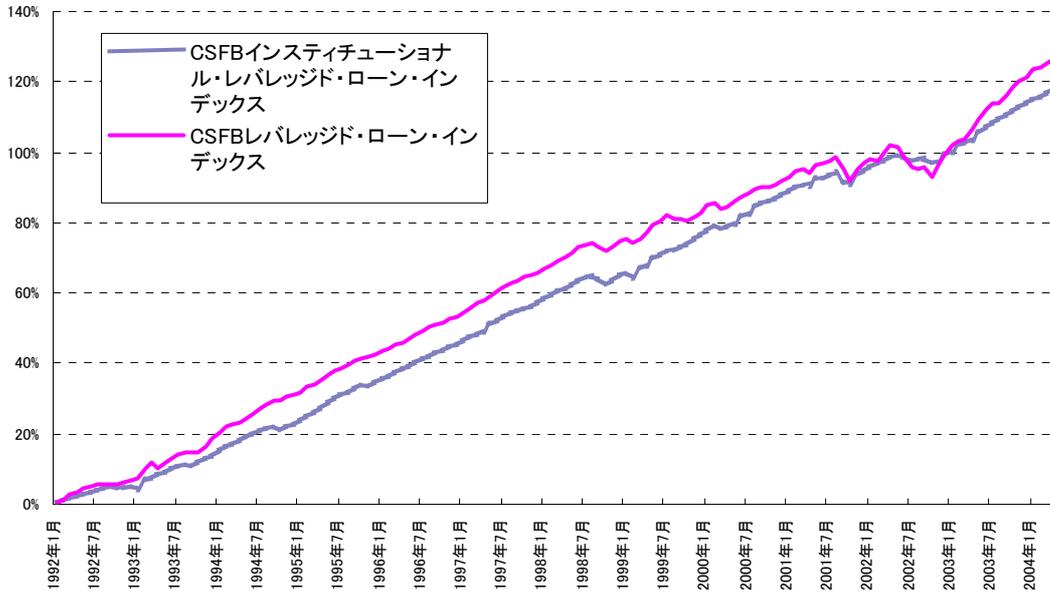
CSFB レバレッジド・ローン・インデックスは、2003年に年間で11.01%の上昇を記録した。これはCSFB指数がはじまった1992

年以降で、1993年の11.17%に次ぐ高いリターンである。近年の好調な市場環境の背景には、クレジット・デリバティブ市場の拡大とあいまって成長しているCDOやヘッジファンドからの需要拡大などがあげられている。

2. リスク・リターン特性

CSFB レバレッジド・ローン・インデックスが開始された1992年以降2003年までの期間、レバレッジド・ローンの平均年率リターンは6.84%と、ハイ・イールド債の9.14%、社債の7.05%に比べ、やや低い水準となっている。しかし、ボラティリティが低いため、シャープレシオ(超過収益率÷標準偏差)が1.09と高く、他の債券や株式と比べ、リスク効率性の高い資産であることが注目される(図表17)。

図表 16 CSFB レバレッジド・ローン指数の推移
(1992年1月を起点にした累積リターン、2004年4月まで)



(注) 「CSFB インスティテューショナル・レバレッジド・インデックス」は CSFB レバレッジド・ローン・インデックスのユニバースからディストレスト・ローンを取り除いて価格推移をみたもの (ディストレスト・ローンの価格変動が大きいため、その影響を排除することができる)

(出所) CSFB

図表 17 レバレッジド・ローンのリスク・リターン特性 (1992~2003年)

	幾何平均 年率リターン	算術平均 年率リターン	ボラティリティ (月次リターン)	幾何平均 リターン ／リスク	期間中の最高 リターン値	期間中の最低 リターン値	シャープ レシオ
米国短期財務省証券 (30日)	4.01%	4.01%	0.46%	8.72	5.89%	1.02%	-0.28
米国中期財務省証券	6.86%	6.98%	4.96%	1.38	16.80%	-5.14%	0.57
米国長期財務省証券	8.83%	6.98%	9.78%	0.90	31.67%	-8.96%	0.52
MLモーゲージ証券	7.05%	7.09%	3.19%	2.21	16.99%	-1.56%	0.92
ML社債	8.04%	8.16%	5.16%	1.56	21.23%	-3.34%	0.78
LBトリプルA社債	7.76%	7.89%	5.27%	1.47	21.41%	-3.64%	0.71
S&P500株価指数	10.69%	11.88%	16.37%	0.65	37.43%	-22.10%	0.47
ウイリシャー5000株価指数	10.51%	11.74%	16.56%	0.63	36.45%	-20.86%	0.46
MSCI EAFE株価指数	5.35%	6.62%	16.56%	0.32	39.17%	-21.21%	0.15
金	1.47%	2.23%	12.70%	0.12	26.14%	-21.68%	-0.15
米国インフレ率	2.44%	2.44%	0.77%	3.17	3.39%	1.55%	-2.21
CSFBハイイールド債	9.14%	9.36%	6.86%	1.33	27.94%	-5.66%	0.76
CSFBレバレッジド・ローン	6.84%	6.87%	2.51%	2.73	11.17%	1.12%	1.09

(注) ML: メリルリンチ EAFE: 欧州・豪州・極東
LB: リーマン・ブラザーズ CSFB: クレディ・スイス・ファースト・ボストン
MSCI: モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル

(出所) CSFB、イボットソン・アソシエイツ、ブルームバーグ

図表 18 多資産間のトータルリターン相関性 (1992年~2003年)

	米国短期財務省証券	米国中期財務省証券	米国長期財務省証券	MLモーゲージ証券	ML社債	LBトリプルA社債	S&P500株価指数	ウイルシャー5000	MSCIEAFE株価指数	金	米国インフレ率	CSFBハイイールド債
米国中期財務省証券	0.11											
米国長期財務省証券	0.09	0.89										
MLモーゲージ証券	0.18	0.84	0.79									
ML社債	0.07	0.86	0.90	0.83								
LBトリプルA社債	0.10	0.91	0.95	0.87	0.97							
S&P500株価指数	0.08	-0.06	-0.02	0.08	0.16	0.09						
ウイルシャー5000	0.04	-0.10	-0.06	0.04	0.14	0.06	0.98					
MSCI EAFE株価指数	-0.10	-0.08	-0.08	0.02	0.08	0.00	0.69	0.71				
金	-0.22	0.06	0.04	0.10	0.11	0.07	-0.07	-0.03	0.11			
米国インフレ率	0.11	0.03	-0.02	0.08	0.00	-0.01	-0.08	-0.09	-0.13	0.02		
CSFBハイイールド債	-0.14	-0.02	0.10	0.18	0.36	0.23	0.50	0.54	0.43	0.06	-0.02	
CSFBレバレッジドローン	-0.03	-0.16	-0.04	-0.11	0.07	-0.03	0.14	0.17	0.12	0.03	-0.09	0.49

(出所) CSFB、イボットソン・アソシエイツ、ブルームバーグ

3. 他の資産との相関性

レバレッジド・ローンのリターンは、ハイ・イールド債との相関がやや強いことを除けば、概して他の金融資産との相関性は低い(図表 18)。したがって、すでに株式や公社債に投資をしている投資家にとっては、レバレッジド・ローンに投資することによって、価格の変動サイクルが異なる資産を追加することができ、投資ポートフォリオのリスクを効率化することができると考えられる。

4. 金利上昇局面での価格変化

変動金利で組成されるレバレッジド・ローンは、金利上昇リスクのヘッジに適した性質を有すると考えられている。CSFB レバレッジド・ローン・インデックスによる年次リターンでみると、一年間で長期財務省証券利回りが 50 ベーシスポイント以上上昇した 3 年(1994 年、1996 年、1999 年)のいずれも、ML 社債インデックスのリターンを大きく上回ったことがわかる。ただし、ハイ・イールド債インデックスとの比較ではリターンの格

差はそれほど小さくなく、30 ベーシスポイント以下の金利上昇だった 2001 年および 2003 年については、ハイ・イールド債のリターンがレバレッジド・ローンを上回っている(図表 19)。

図表 19 金利上昇期とレバレッジド・ローンの年次リターン

	年間リターン			米国長期財務省証券利回りの変化(年間)
	CSFBレバレッジド・ローン・インデックス	ML社債インデックス	CSFBハイ・イールド債・インデックス	
1992	6.75%	9.12%	17.44%	-0.04%
1993	11.17%	12.43%	18.86%	-0.71%
1994	10.32%	-3.34%	-2.04%	1.45%
1995	8.91%	21.23%	19.68%	-1.96%
1996	7.48%	3.66%	13.03%	0.70%
1997	8.30%	10.39%	12.22%	-0.70%
1998	5.31%	8.72%	0.55%	-0.60%
1999	4.69%	-1.89%	3.59%	1.40%
2000	4.97%	9.13%	-5.66%	-1.24%
2001	2.65%	10.70%	6.16%	0.17%
2002	1.12%	10.17%	3.10%	-0.92%
2003	11.01%	8.31%	27.94%	0.28%

(出所) CSFB、イボットソン・アソシエイツ

5. レバレッジド・ローン投資のメリットと機関投資家

上記のような分析から指摘できるレバレッジド・ローン投資のメリットには、①安全性の高い資産、②高いリスク調整後のリターン、③他のアセットクラスとの低い相関性、④金

利上昇リスクの回避に適した特性、⑤成長するマーケット・向上する効率性、といったことがあげられよう。機関投資家にとっては、レバレッジド・ローンをポートフォリオに加えることで、運用パフォーマンスを効率化することが可能と考えられる。

一方、投資家にとってレバレッジド・ローン投資における課題は何であろうか。まず、格付けやアナリストレポートなどの市場情報が広がり、流動性は向上しているとはいえ、リアルタイムでの価格情報の入手可能性などの点でいまだに債券に劣る面がある。例えば、本稿で分析に活用した CSFB レバレッジド・ローン・インデックスとバンク・オブ・アメリカが作成しているインデックスは、米国で比較的広く使われているローンの価格指数だが、月次の更新で限られた顧客にしか提供されておらず、現時点ではブルームバーグなどの金融情報ベンダーから入手することもできない。したがって、機関投資家がレバレッジド・ローンへの投資を新たに開始する場合には、主要金融機関レバレッジド・ローン部門のアレンジャー部隊あるいはローントレーディングデスクと太いパイプを持ち、クレジット分析の専門性が高い運用会社に委託することなどが必要となる。

前述したように、米国においてローン市場の機関化現象が顕著といっても、年金基金や大学・財団等の投資は、ヘッジファンドや CLO を通じた間接的な投資にとどまり、レバレッジド・ローンをアセットクラスとして認識し、アロケーションを行っている状況ではないといわれている。

しかし、レバレッジド・ローン市場が拡大し、かつ金利上昇が予想される中、分散効果を狙ってローン投資を実践する動きがでてくる可能性はある。一例として注目されるのが、カリフォルニア州公職員退職年金基金 (CalPERS) である。CalPERS は 2002 年にハイ・イールド債投資プログラムを設定する

際、運用委託先 5 社の中に、ローン投資の専門運用会社であるハイランド・キャピタルを採用し、伝統的なレバレッジド・ローンとディストレスト・ローンに投資するファンド 2 本を設定している。今後、CalPERS 同様の考え方で、債券ポートフォリオにレバレッジド・ローンを追加することで運用の効率化を目指す動きなどが、機関投資家の間にでてくる可能性がある。

Ⅲ. おわりに

このように、米国のレバレッジド・ローン市場は、ローンのセカンダリー取引と相互に影響を与えながら成長し、銀行（貸し手・アレンジャー）、企業（借り手）、投資家のいずれから、新たな金融手法・アセットクラスとして認められるようになってきたといえる。

わが国でも、銀行貸出全体は減少に向かう中で、シンジケート・ローンの組成が拡大している。そして、ローンのシンジケート化や貸出債権流動化の促進が、非効率な面も多かった相対型融資への過度の依存によるデメリットを改善して市場型の金融取引を広げ、ひいては証券市場の活性化に貢献する可能性がある⁹。本稿でみたように、米国では、シンジケート・ローンの中でも、投資適格ローンではなく、格付けの低い（といっても必ずしも不良債権ではない）レバレッジド・ローンの取引が拡大したこと、投資信託や機関投資家など証券市場のプレイヤーがローン取引に参加しはじめたのを契機に市場が拡大していったことなどは、今後のわが国のシンジケート・ローン市場発展への課題を考える上でも示唆に富むものといえよう。また、わが国の場合、米国でレバレッジド・ローンと対比されるアセットクラスであるハイ・イールド債市場がほとんど存在しない状況であり、ローン取引を促進するのに必要な

クレジット情報が十分に共有化されるのか、分析力のあるアレンジャーや投資家がすぐに登場する余地があるのかといった問題も浮き彫りになってくる。一方で、米国のレバレッジド・ローン自体も、商品性、市場参加者、取引情報の共有化などの点では、現在も大きく変化しつつある市場であり、今後の動向にさらに注目を払っていくべきと考えられよう。

し会員等に提供している S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックス（1997年1月からのヒストリカルデータ）、バンクオブアメリカ証券レバレッジド・ローン・インデックスなどがある。

⁹ 淵田康之「貸出債権の市場取引拡大のための制度的対応について」『資本市場クォーターリー』2004年夏号、藤木宣行「ローンの流通市場整備の動き」『資本市場クォーターリー』2002年冬号など参照。

¹ ハイ・インカム・ローンとは、レバレッジド・ローンの別称で、低格付けの社債の通称であったジャンク債が一般化する過程でハイ・イールド債と呼ばれるようになったように、より実態に近く、一般に理解されやすい名称として、ハイ・イールド債およびレバレッジド・ローン投資を専門とする資産運用会社ノムラ・コーポレート・リサーチ・アンド・アセット・マネジメント（NCRAM）が使用しているものである。

² Sandra Abrams, "Good Times for Loans Bring in New Players", *Investment Dealers' Digest*, 7/19/2004, John Hintze, "Too Much Green?", *Investment Dealers' Digest*, 7/26/2004

³ Edward Altman, Amar Gande and Anthony Saunders, "Informational efficiency of loans versus bonds: Evidence from secondary market prices", Working Paper (2003年10月段階未定稿)。また、ローン・プライシング・コーポレーションは、ロイター傘下で、ローン取引情報の専門サービス業者である。

⁴ 日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所「米国における一般事業会社の負債調達の概観—シンジケート・ローンを中心として」2003年10月参照。なお、同論文によれば、一般的に、CP発行企業に対して、格付機関がCP発行額に応じたバックアップ・クレジット・ファシリティを有しているかどうかを審査することが、企業側がバックアップとして投資適格ローンを活用する背景となっている。一方、社債調達によってCPの発行枠を縮小した場合には、シンジケート・ローンを借り入れる必要性も低まる。これが近年、投資適格ローン市場が縮小している一因とも指摘されている。

⁵ 遠藤幸彦・沼田優子「米銀の企業向け融資業務の変容」『財界観測』1998年2月号参照。

⁶ Savita Iyer, "The Hedge Fund Assault", *Investment Dealers' Digest*, 6/14/2004

⁷ レバレッジド・ローン業界では、プライベート・エクイティ・ファンドのような借手手を「フィナンシャル・スポンサー」と呼んでいる。

⁸ レバレッジド・ローンの価格指数として、CSFBの他に、スタンダード&プアーズ・レバレッジド・コメンタリー・データ社とローン・シンジケーション&トレーディング協会（LSTA）が協力して作成