

米国型レバレッジド・ファイナンスの実態と 日本の社債市場に対するインプリケーション

ゴールドマン・サックス証券株式会社
2010 年 10 月 15 日



留意事項

本資料内において、「ゴールドマン・サックス」、「Goldman Sachs」、「当社」あるいは「弊社」とは、The Goldman Sachs Group Inc. 及びその子会社・関連会社を指します。本資料内において、議論され、又は検討されている情報は、ゴールドマン・サックスが正しいと信じる情報に基づき作成されたものですが、その情報の正確性又は完全性について、ゴールドマン・サックスが責任を負うものではないことをご了承ください。ゴールドマン・サックスは、貴社に対して法務・会計・税務上の助言を行うものではありません。法務、会計又は税務に関する具体的な取り扱い等に関しましては、貴社ご自身の法務、会計又は税務の外部専門家とご相談いただく必要がある点ご留意下さい。ゴールドマン・サックス証券会社は 2006 年 10 月 1 日付でその営業の全部をゴールドマン・サックス証券株式会社に譲渡しました。

本資料に記載されている条件を含む全ての情報は貴社のご検討目的のみに供するものです。従って、本資料の利用は貴社限りとさせていただきます、お取り扱いにつきご留意いただきますようお願いいたします。本資料は、本取引の条件についての仮案の提示にとどまります。最終的な条件は、以後の話し合いおよび交渉により決定されることになります。本取引の条件は為替、金利、株価動向などにより変更の可能性あります。

ゴールドマン・サックスは当社顧客が公正に取扱われるように有価証券の募集・売出しを行い、また誠実にかつ適切な基準に基づいて当社の事業に従事する所存です。ブック・ビルディングを伴う有価証券のオフリングの値決め及び投資家への配分は、法令、規則及び契約により許容される範囲で開示されるべきものであり、かつ発行体又は売出人の長期的な利益の最大化に合致した当社の投資家顧客に対する責任に沿うように行われることを当社の方針としております。ゴールドマン・サックスが有価証券を配分する投資家もまた当社の顧客でありえます。当該投資家と発行体又は売出人との間に利益相反が生じる限り、当社は当該利益相反を公正に取扱います。関連性のないサービスについての追加的な対価の支払を得るため、過去若しくは将来の資金調達案件の取得の見返りとして、又は投資の注文や他のサービスの提供の取得を明示又は黙示に条件として、配分を行うことはありません。当社がオフリングにおいて引受を行い又はその他オフリングで条件の保証を行う場合には、配分及びその方法及び時期を決定するに際して、当社のリスクを適切に扱うべき慎重な責務を考慮に入れるものと致します。



留意事項

金融商品取引法第 37 条に定める事項の表示

本資料とともに、金融商品取引をご案内させていただく場合は、各金融商品取引の資料をよくお読みください。金融商品取引を行われる場合は、各商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、有価証券の募集・売出しに係る引受の場合若しくは私募の取扱の場合には引受手数料若しくは取扱手数料、等)をご負担いただく場合があります。また、引受手数料をご負担頂かない有価証券の募集・売出しに係る引受の場合には、販売価格と引受価額との差額の総額を当社手取金とさせていただきます。

また、すべての金融商品には、関連する特殊リスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。また、有価証券の募集・売出しに係る引受の場合若しくは私募の取扱の場合には、金利水準、株式相場、為替相場等の変動および発行会社の財産の状況の変化等によりその延期または中止を余儀なくされ、予定の資金調達が行えない可能性や、売出価格が取得価額を下回ることによって損失が生じるおそれがあります。株式、新株予約権付社債若しくは新株予約権の募集による希薄化のため、普通株式の株価が下落する可能性があります。なお、有価証券の募集・売出しまたは私募によって新たに発行する有価証券の商品性によっては、この普通株式の株価下落傾向がより強まる場合があります。

さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第 16 条第 1 項第 6 号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/ゴールドマン・サックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 69 号

加入協会/ 日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会

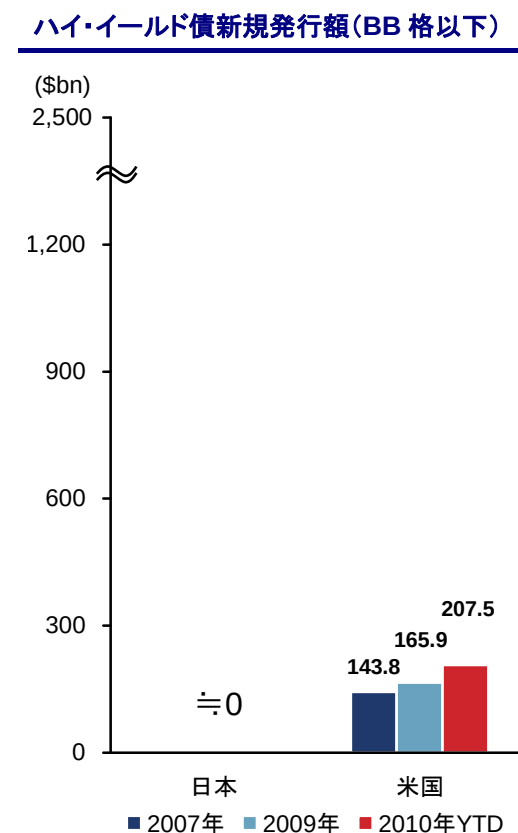
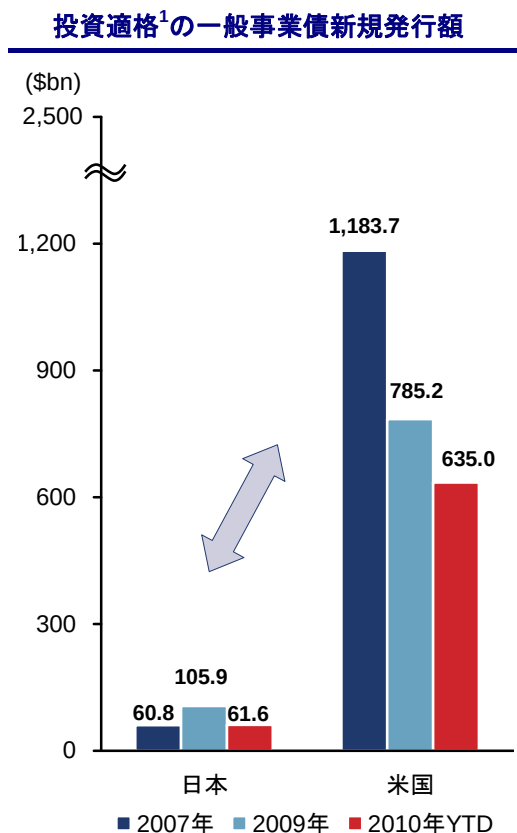
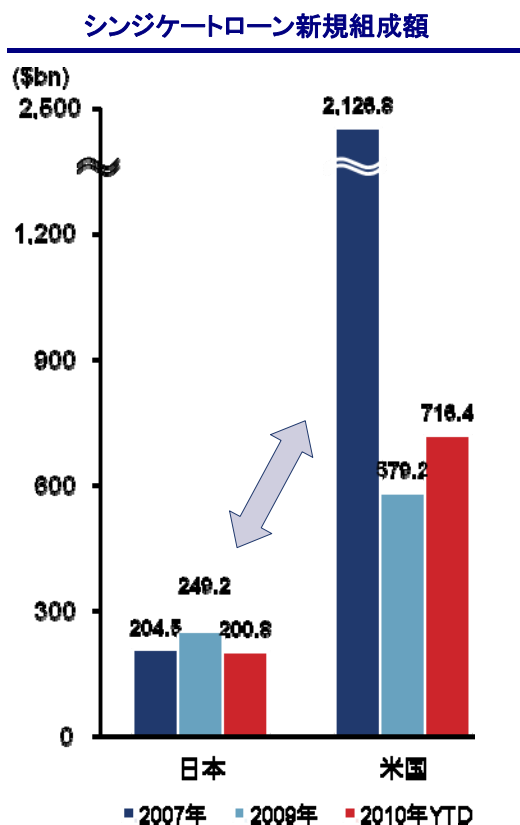
目 次

I.	デット(社債・ローン)調達構造の日米比較	1
II.	米国レバレッジド・ファイナンス市場の概観	7
III.	米国ハイ・イールド債の実務	23
IV.	日本のレバレッジド・ローン市場の概観と実務	31
V.	日本の社債市場へのインプリケーション	44

I. デット(社債・ローン)調達構造の日米比較

日米の社債・ローン市場の発行額比較

シンジケートローン、社債ともに組成金額で米国に遠く及ばず



出所: Thomson Reuters、S&P High Yield Weekly

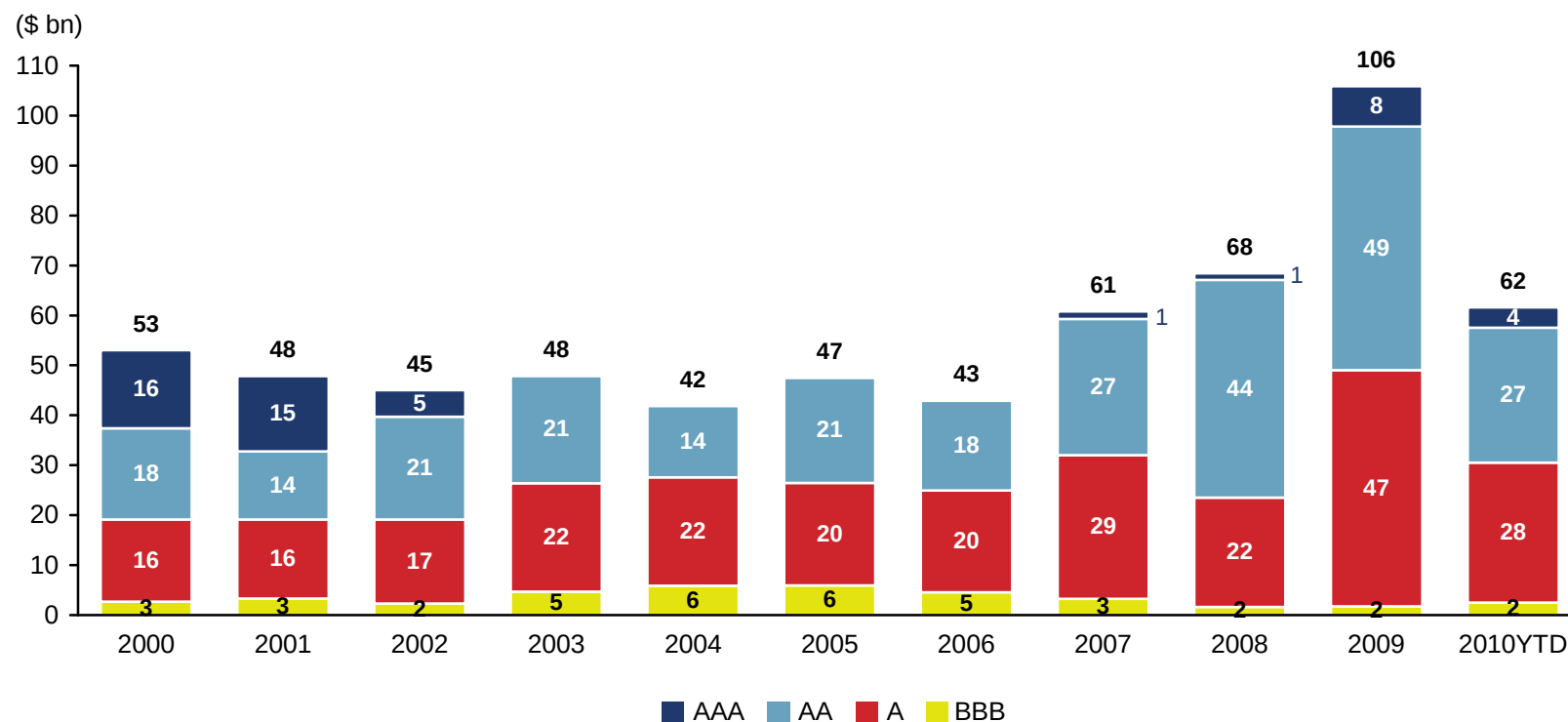
¹ BBB 格以上の銘柄による案件を抽出。日本はR&I、米国はS&P による格付けによる。

格付毎の国内一般事業債の発行額推移(R&Iによる格付)

2000 年以降

投資非適格債(BB 以下)の発行は無し

国内一般事業債



出所: Thomson Reuters

R&I の格付けによる。AA: AA-~AA+, A: A-~A+, BBB: BBB-~BBB+。

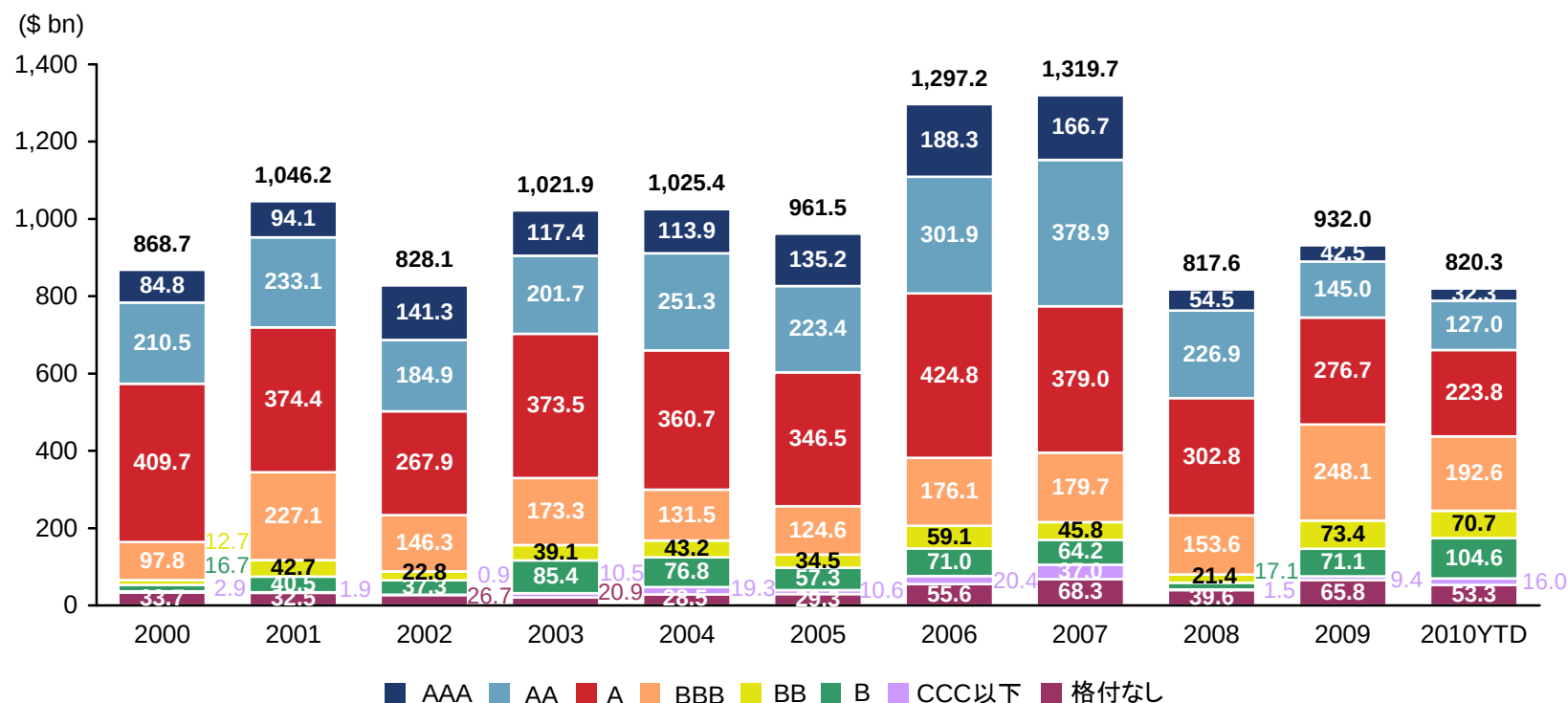
国内募集のデータベースのみに限定されているため、発行額推移の数値とは若干数値が違っています。

格付毎の米国一般事業債の発行額推移(S&P による格付)

2000 年以降

足許 2010YTD の投資非適格債(BB 以下)は全発行額の約 30%

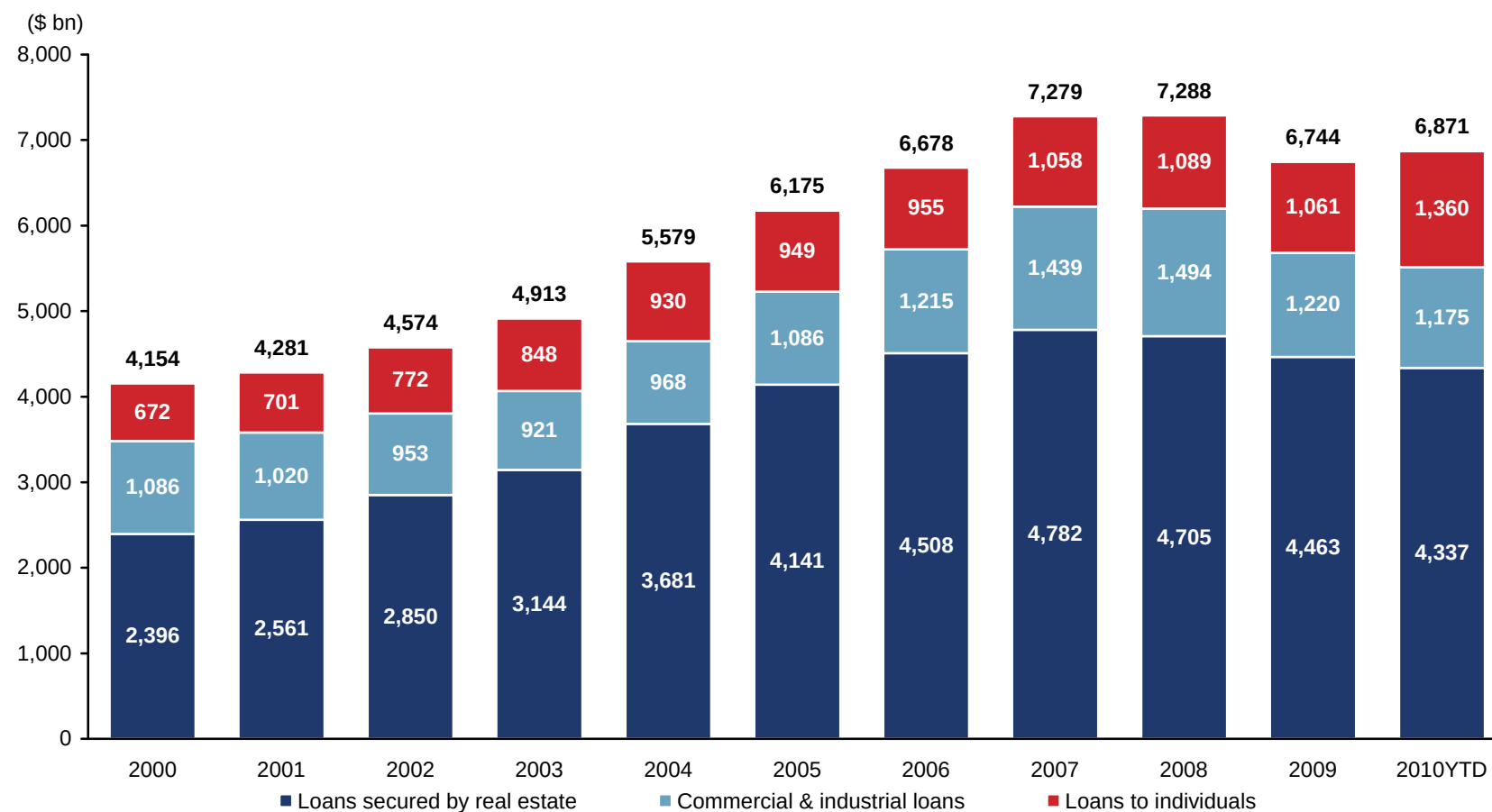
米国一般事業債



出所: Thomson Reuters

S&P の格付けによる。AA: AA-~AA+, A: A-~A+, BBB: BBB-~BBB+, BB: BB-~BB+, B: B-~B+。

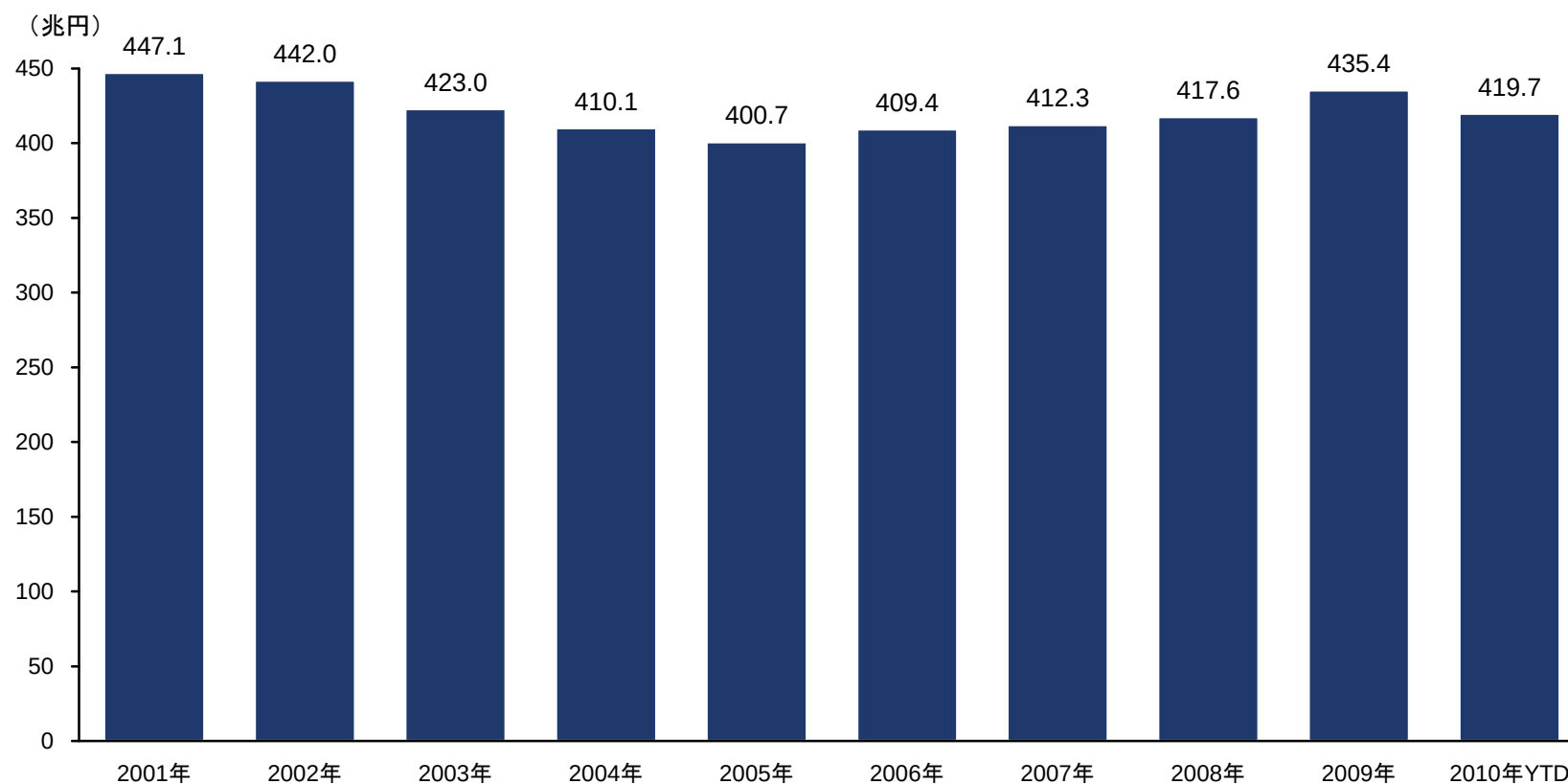
米国銀行貸出残高推移



出所: FDIC ホームページ

国内銀行貸出残高推移

シンジケートローンによらない相対(バイラテラル)方式の貸出しが大宗を占めると想定される



出所: 全国銀行協会 金融調査部

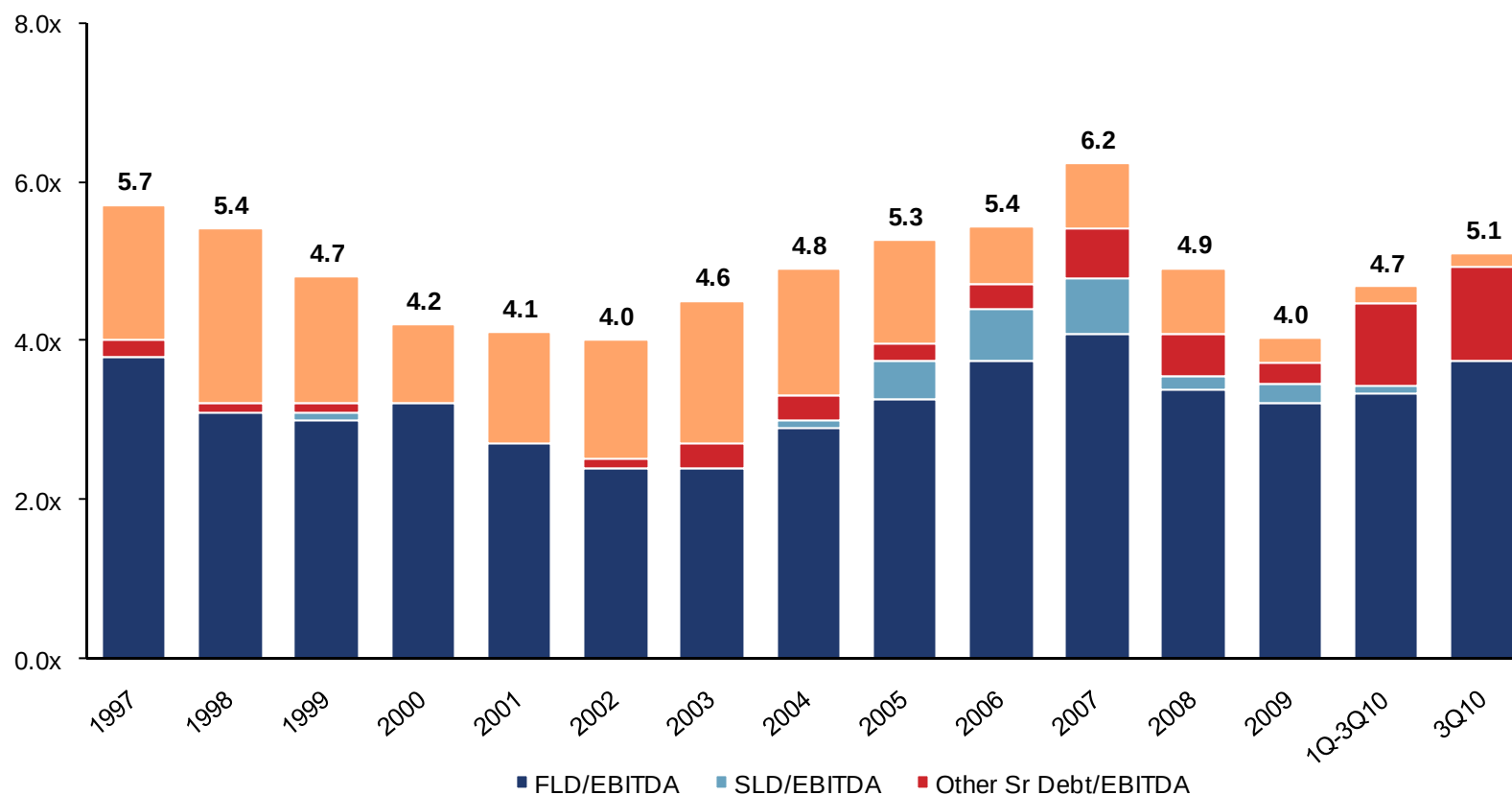
全国銀行とは、都市銀行 6 行(みずほ・三菱東京UFJ・三井住友・りそな・みずほコーポレート・埼玉りそな)、地方銀行 63 行、地方銀行Ⅱ(第二地方銀行協会加盟の地方銀行)42 行、信託銀行 6 行(三菱UFJ信託・みずほ信託・中央三井信託・住友信託・野村信託・中央三井アセット信託)、新生銀行、あおぞら銀行の 119 行である。

II. 米国レバレッジド・ファイナンス市場の概観

LBO 案件における Debt/EBITDA 倍率の推移

EBITDA が\$50mm 以上の案件を対象(メディア・テレコムのコーンは除く)

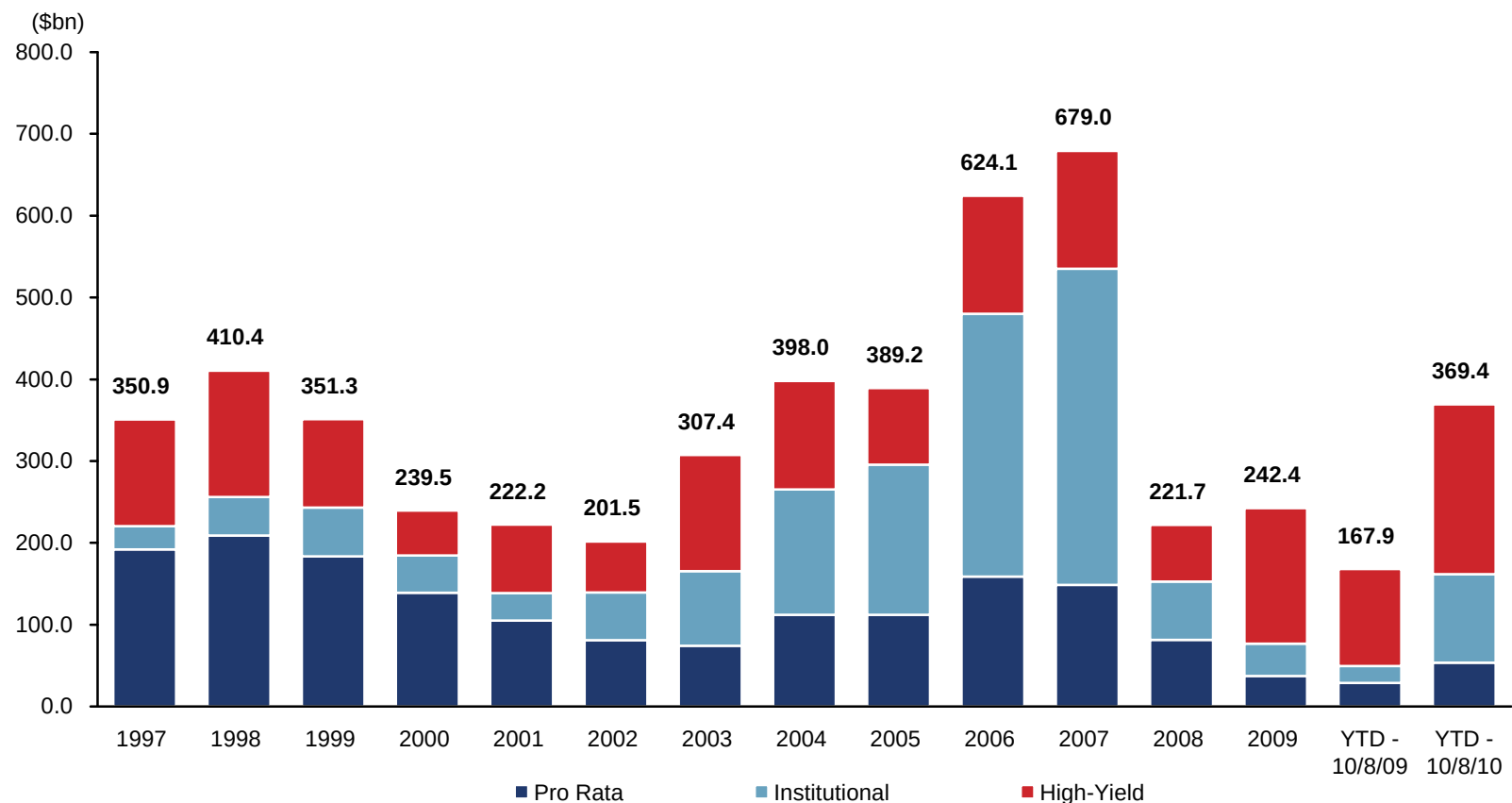
過去 10 年間でトータル・デットが 6 倍、シニアの第一順位担保権付ローンが 4 倍に達したのは、2007 年のみである



出所: S&P LCD's Leveraged Lending Review – 3Q10

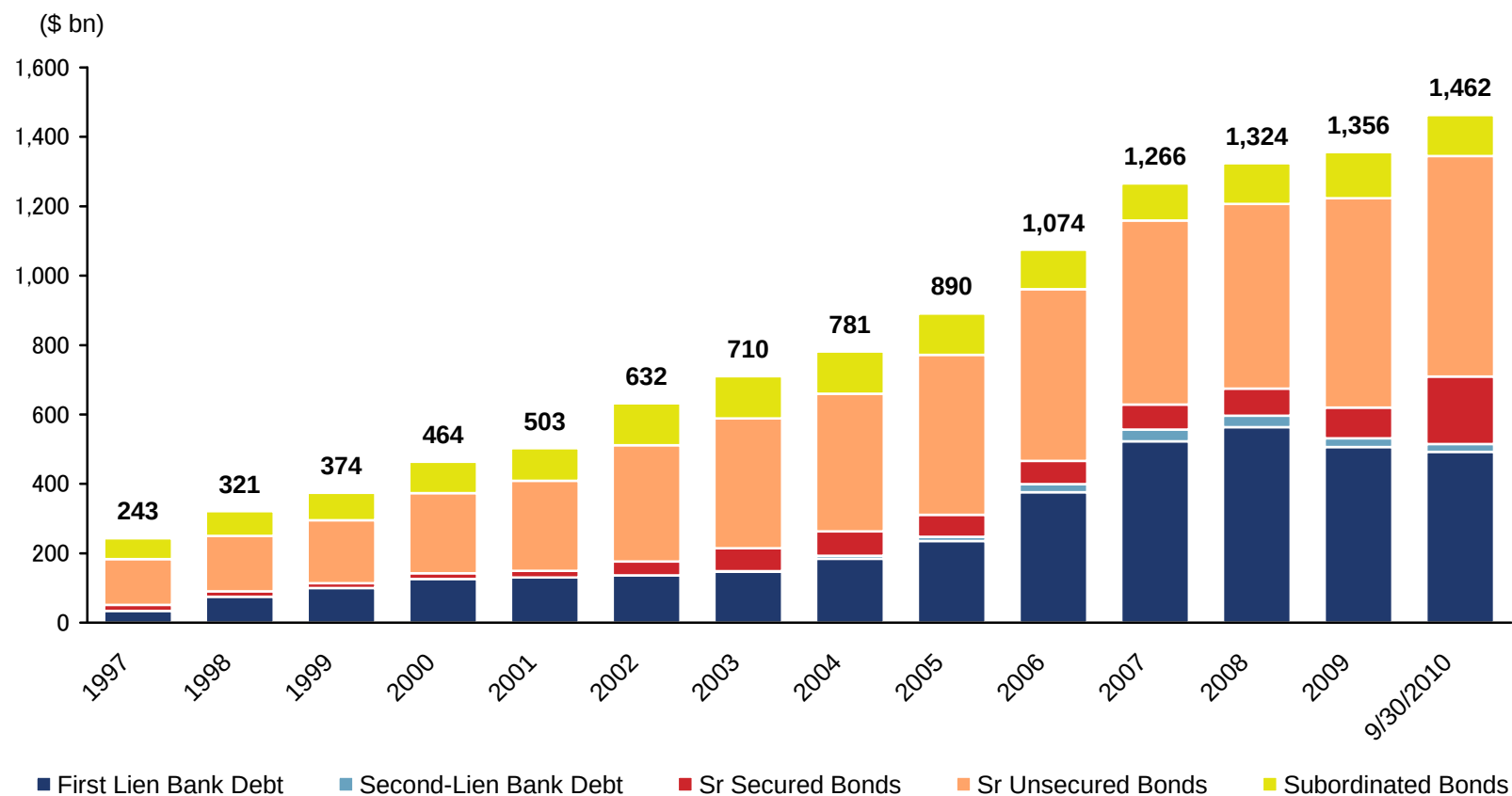
レバレッジド・ローンとハイ・イールド債の発行額推移

リーマンショック後のハイ・イールド債の回復基調は顕著であるが、商業銀行主体の Pro Rata ポーション (レボルバー & タームローン A) の回復は鈍い



出所: S&P High-Yield Weekly Review

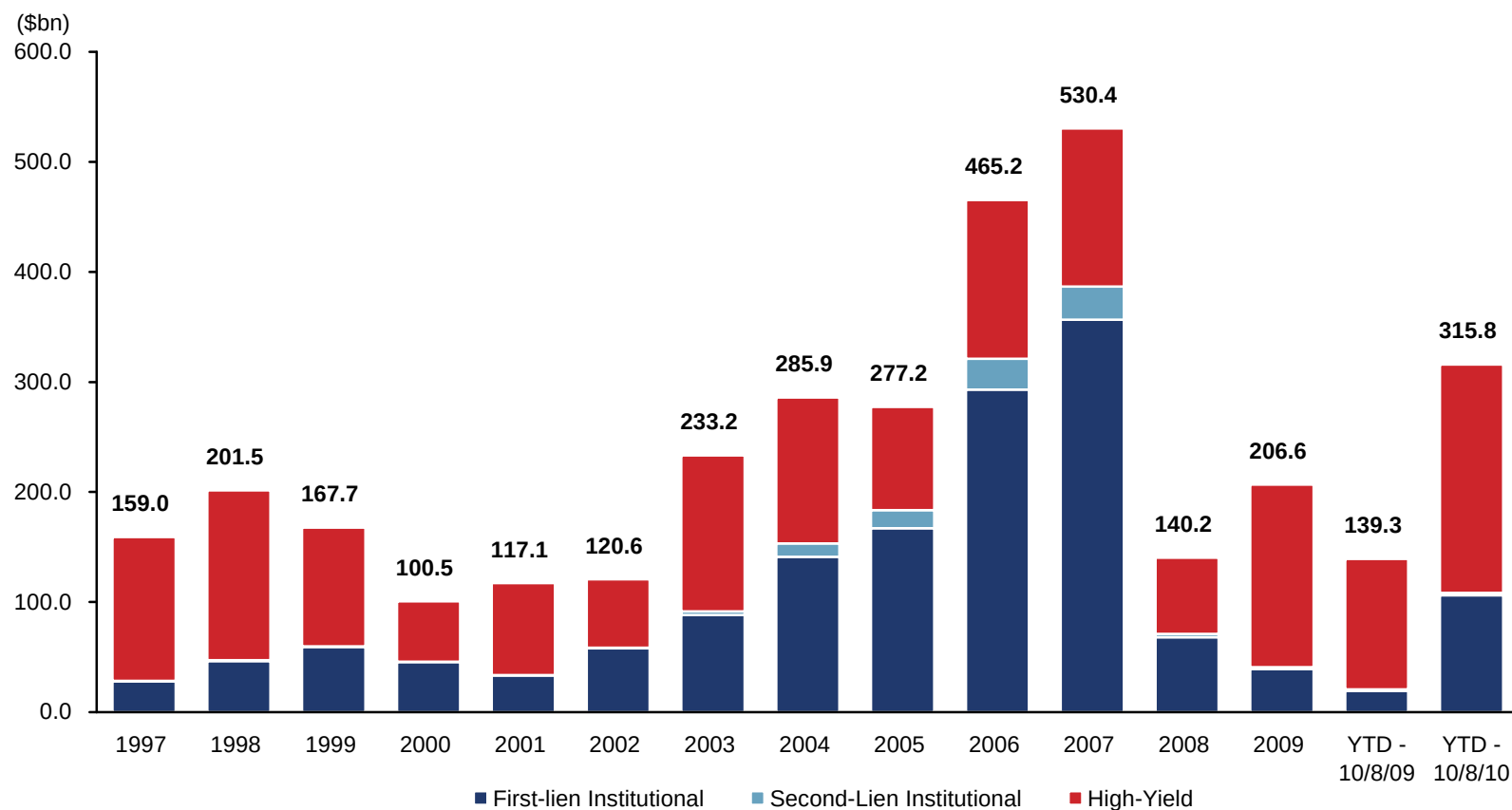
レバレッジド・ローン及びハイ・イールド債の発行残高推移



出所: S&P High-Yield Weekly Review

機関投資家ポーションの発行額推移

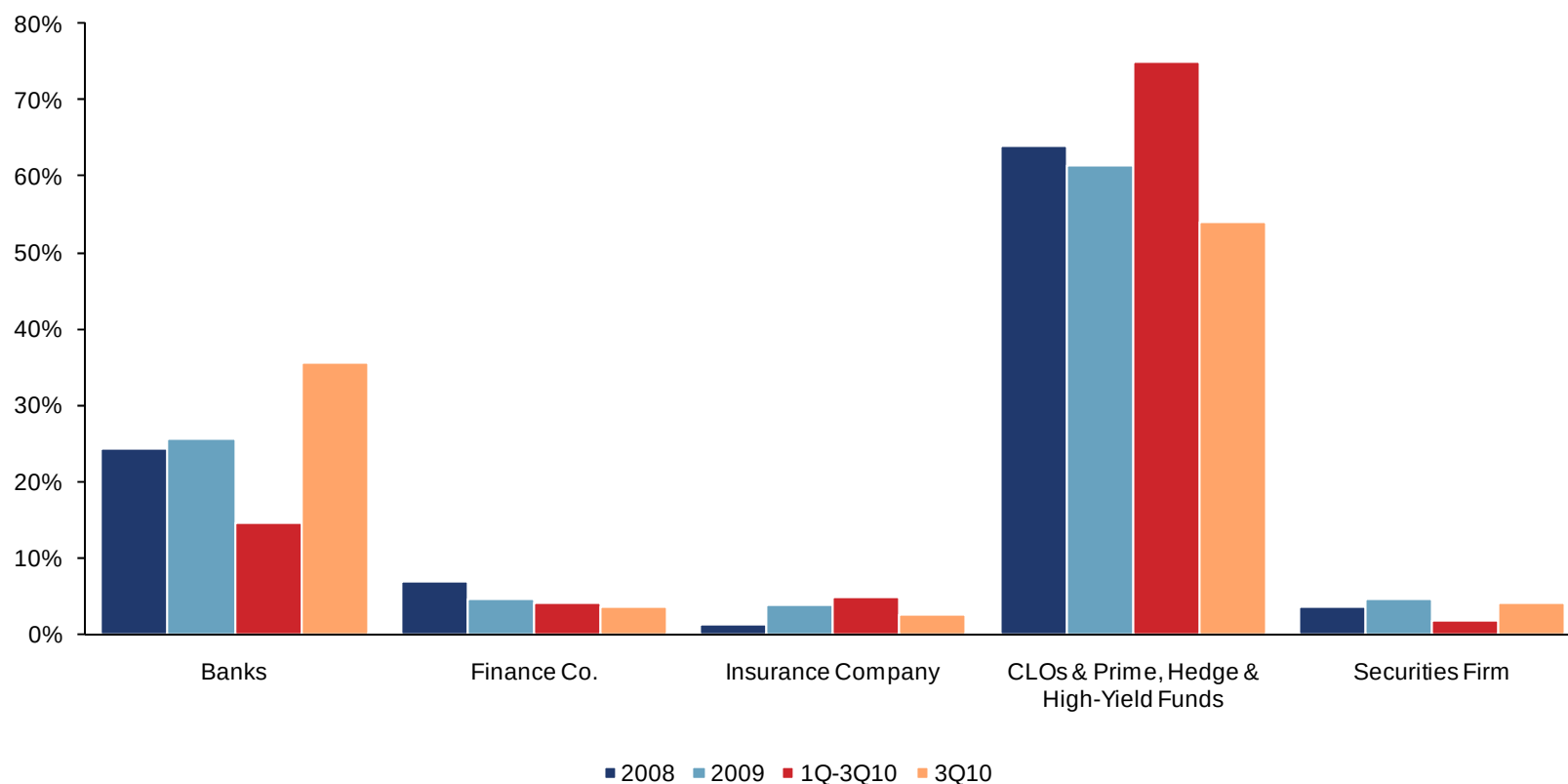
Pro Rata ポーション(レボルバー&タームローン A)以外は機関投資家の投資対象として定着



出所: S&P High-Yield Weekly Review

プライマリー市場における高レバレッジド・ローンの投資家タイプ

商業銀行に比較して機関投資家の割合が高いのが特徴



出所: S&P LCD's Leveraged Lending Review – 3Q10

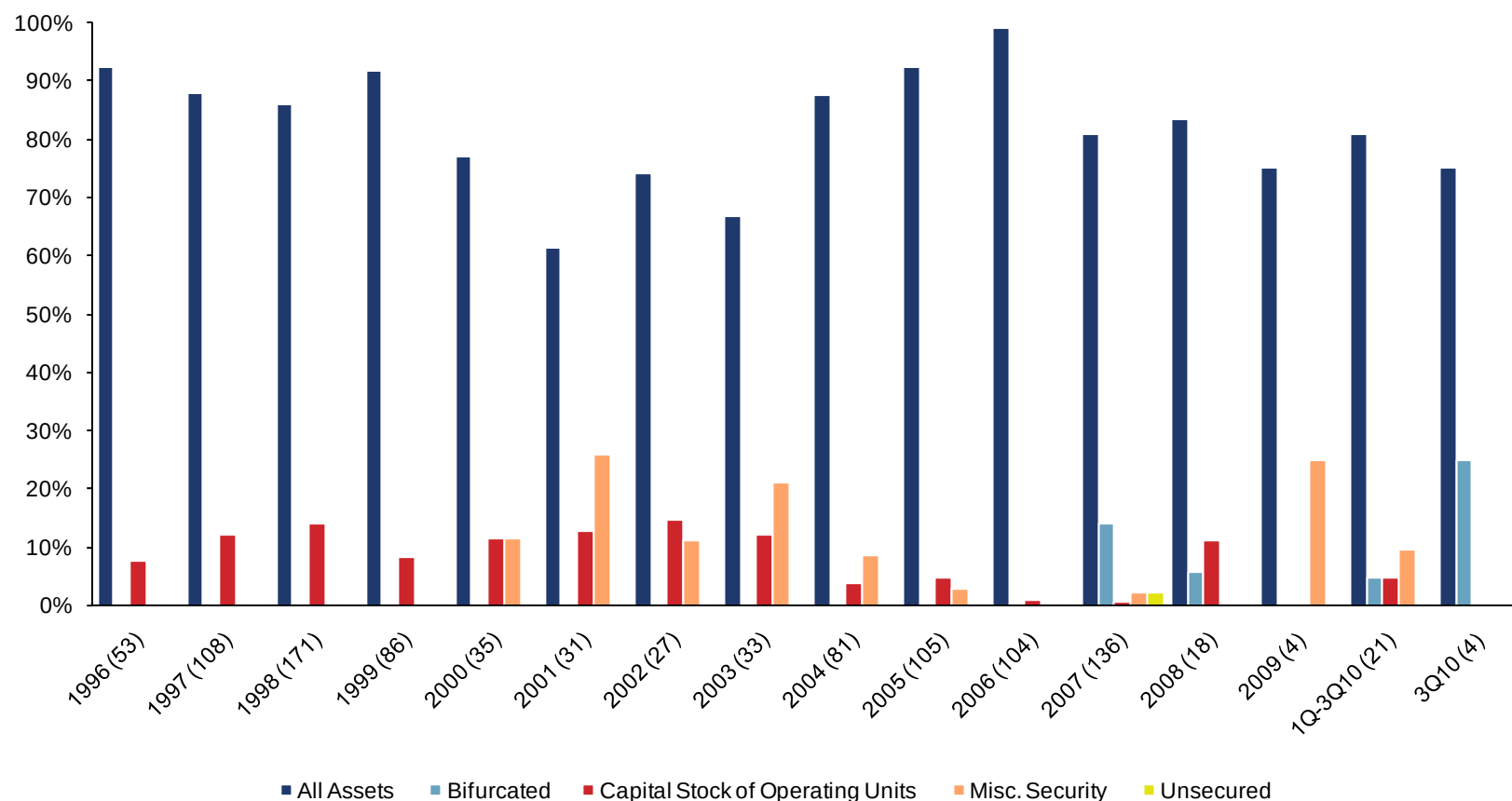
Excludes left and right agent commitments (including administrative, syndication and documentation agent as well as arranger)

For 1H08, All Deals includes block sales like TXU while New Deals include only deals launched and structured this year

レバレッジド・ファイナンス案件における担保取得のタイプ

第二順位担保権付 (Second Lien) ローンを除く Debt/EBITDA が 5x 以上のもの

全資産担保の取得が一般的



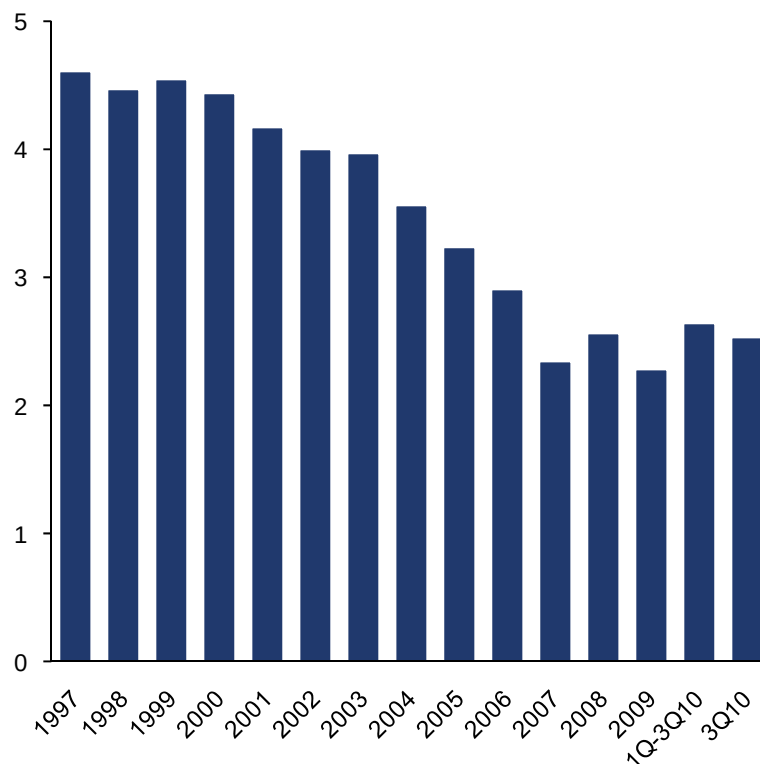
出所: S&P LCD's Leveraged Lending Review – 3Q10

第一順位担保権付レバレッジド・ローンのコベナンツ

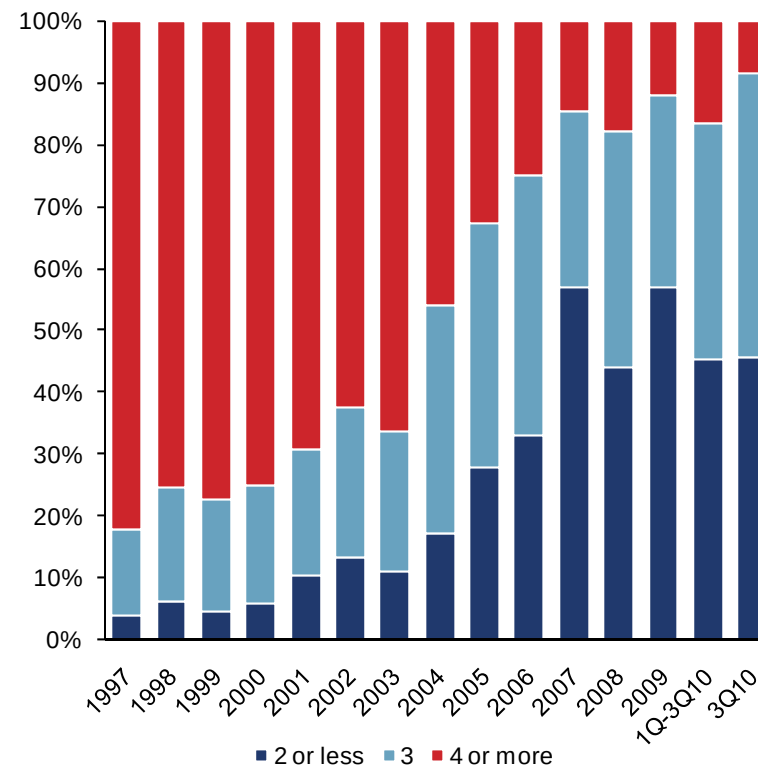
コベナント・ライト案件を除く

機関化によりコベナンツの数は減少傾向が続く

平均コベナンツ数



コベナンツ数毎の割合



出所: S&P LCD's Leveraged Lending Review – 3Q10

第一順位担保権付レバレッジド・ローンにおける主要コベナンツ

コベナント・ライト案件を除く

レバレッジ・レシオ (Debt/EBITDA) 以外のコベナンツは総じて省かれる傾向にある

第一順位担保権付 (First Lien) ローン

	Capital Expenditures	Cash Interest Coverage	Debt/EBITDA	Fixed Charge Coverage	Interest Coverage	Senior Debt/EBITDA
1997	86.0%	41.0%	86.0%	67.0%	38.0%	13.0%
1998	82.0%	49.0%	88.0%	66.0%	37.0%	19.0%
1999	85.0%	52.0%	91.0%	66.0%	35.0%	30.0%
2000	77.0%	45.0%	90.0%	69.0%	36.0%	35.0%
2001	74.0%	37.0%	90.0%	66.0%	34.0%	33.0%
2002	82.0%	26.0%	81.0%	60.0%	48.0%	27.0%
2003	80.0%	32.0%	93.0%	58.0%	55.0%	34.0%
2004	74.0%	31.0%	92.0%	54.0%	49.0%	24.0%
2005	62.0%	29.0%	90.0%	47.0%	44.0%	17.0%
2006	49.1%	14.0%	85.7%	39.9%	46.4%	22.9%
2007	36.4%	11.2%	77.9%	27.8%	36.2%	24.8%
2008	47.2%	15.7%	78.7%	39.3%	34.8%	31.5%
2009	31.1%	5.4%	67.6%	44.6%	35.1%	9.5%
1Q-3Q10	37.2%	11.2%	80.9%	41.0%	51.6%	20.2%
3Q10	40.0%	5.7%	80.0%	42.9%	48.6%	17.1%

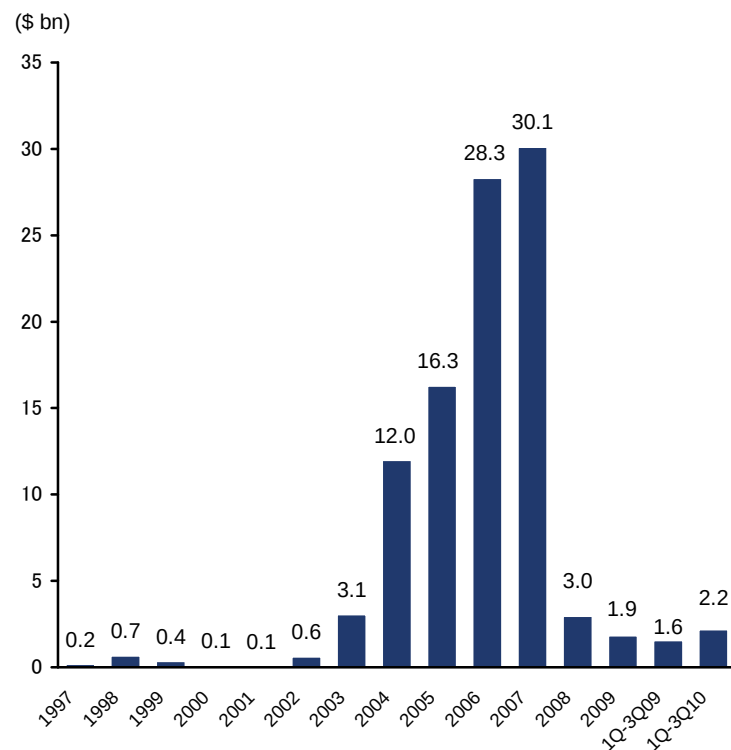
出所: S&P LCD's Leveraged Lending Review – 3Q10

第二順位担保権付 (Second Lien) ローンの推移

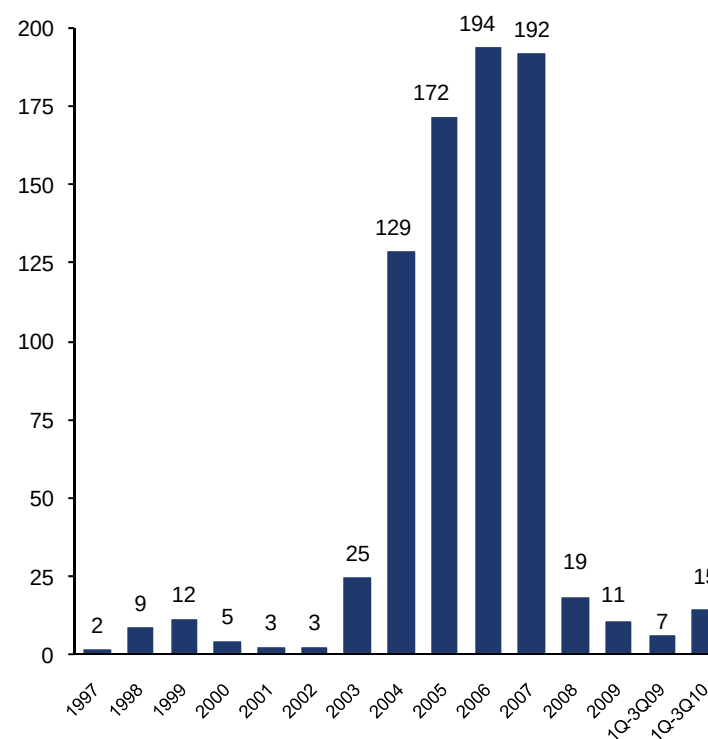
1997 年以降の新規組成額及び件数の推移

第二順位担保権付 (Second Lien) ローン市場の拡大が 2004 年以降のデット/EBITDA 倍率の増大に寄与した

Volume (1997-3Q10)



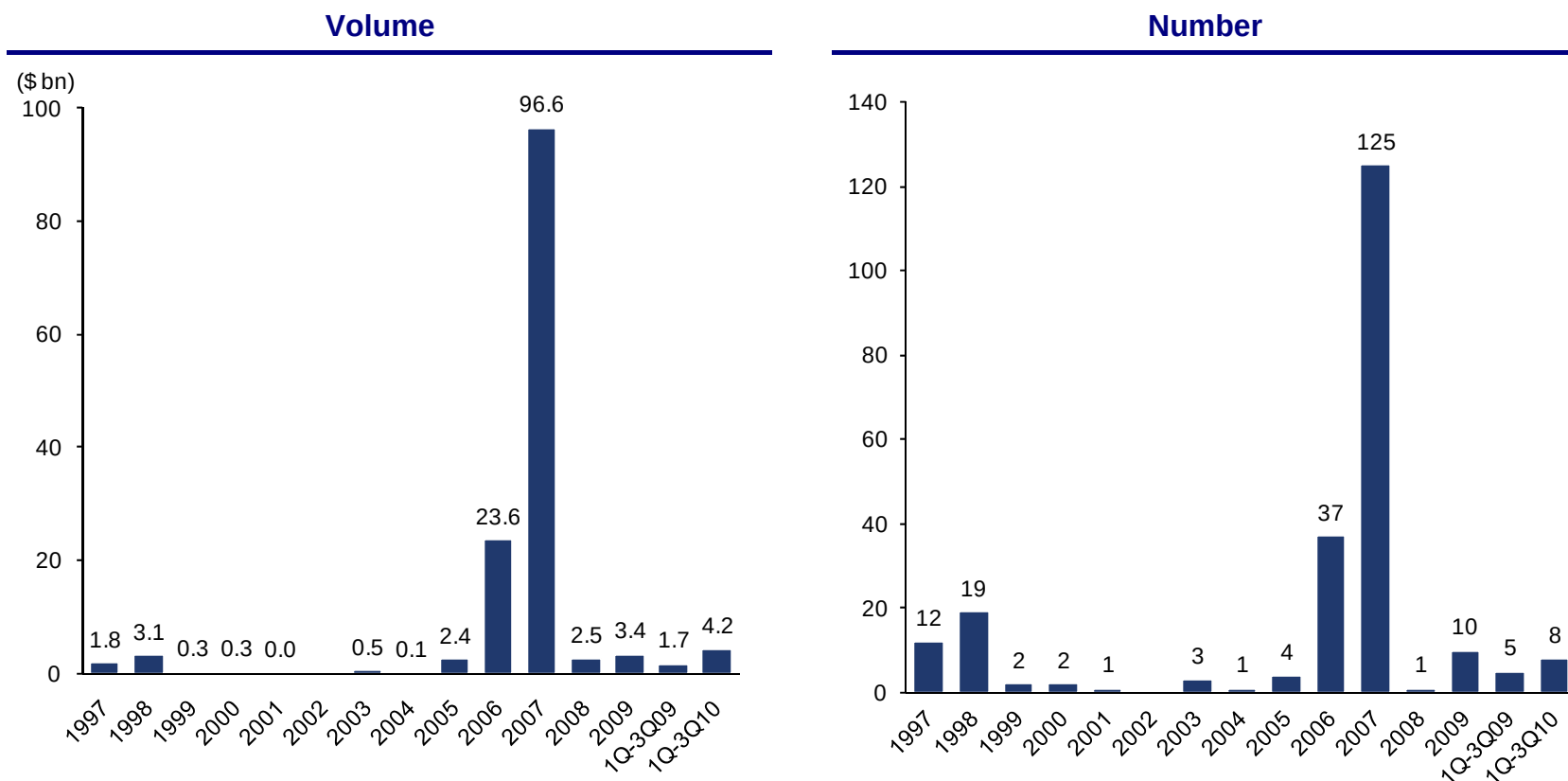
Number (1997-3Q10)



出所: S&P 3Q10 Second-Lien Lending Review

コベナント・ライト型ローンの新規組成額

2006 年-2007 年にかけてメンテナンス型フィナンシャル・コベナントを取り除いたコベナント・ライト型ローンが流行した(レバレッジドファイナンス新規組成の 15%程度)が、サブプライム危機後に激減した



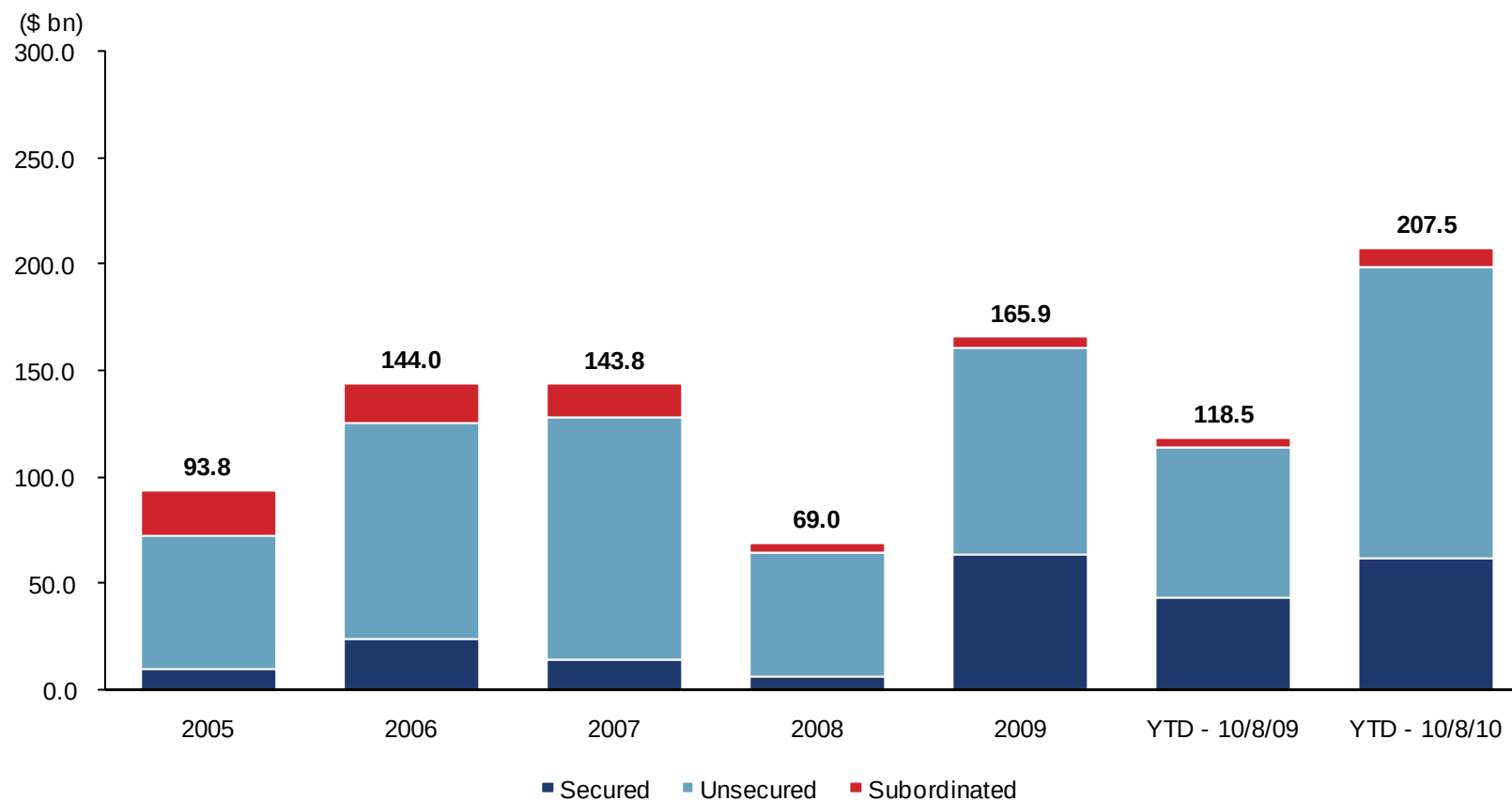
出所: S&P LCD's Leveraged Lending Review – 3Q10

Excludes Existing Tranches of Add-ons and Amendments & Restatements with No New Money

Excludes DIP, second liens and unsecured transactions

ハイ・イールド債の発行額推移

2009 年にシニア担保付ローンのリファイナンスを目的とした担保付のハイ・イールド債の発行が急増した



出所: S&P High-Yield Weekly Review

ハイ・イールド債の格付別発行額の推移

格付別発行額						
	2005	2006	2007	2008	2009	YTD 2010
Split BBB/BB or higher	2.1%	0.7%	2.3%	2.3%	8.1%	11.8%
BB+/BB/BB-	21.1%	28.4%	15.3%	17.5%	23.4%	17.8%
Split BB/B	8.8%	10.6%	8.4%	17.1%	20.5%	15.4%
B+/B/B-	49.0%	38.8%	34.6%	27.8%	36.4%	38.6%
Split B/CCC, CCC	18.2%	19.5%	37.0%	23.8%	11.4%	15.2%
NR	0.9%	2.0%	2.4%	11.5%	0.3%	1.1%
総発行額	\$94B	\$144B	\$144B	\$69B	\$166B	\$207B

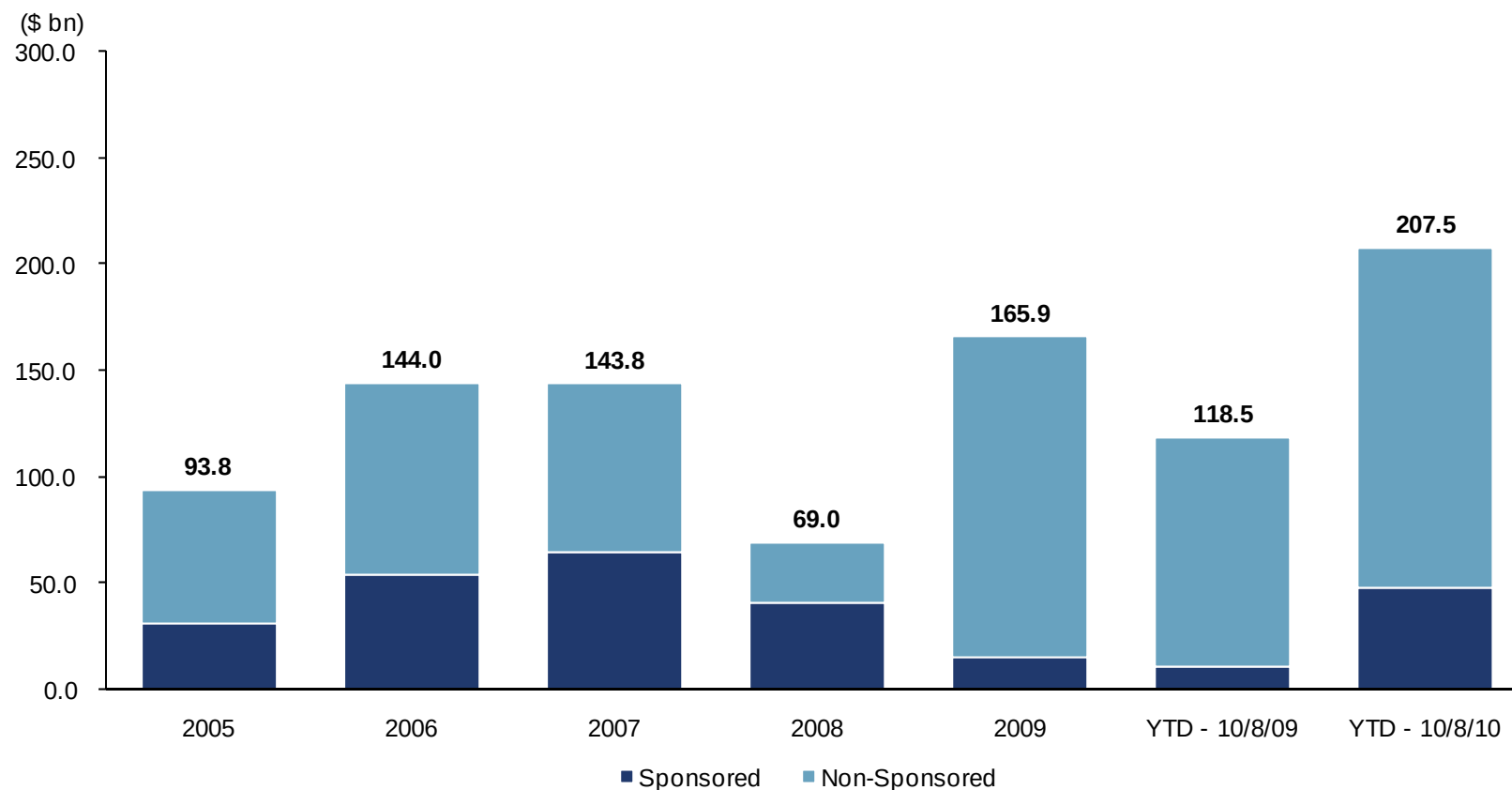
【ご参考】BB 格付以下の企業

	米国	日本
S&P	1,449 社	ソフトバンク、三菱自動車、パイオニアの 3 社
Moody's	1,480 社	ソフトバンク、武富士、アイフル、プロミスの 4 社

出所: S&P High-Yield Weekly Review, S&P Financials, Moody's 資料

ハイ・イールド債の発行額推移： PE スポンサー関与の有無

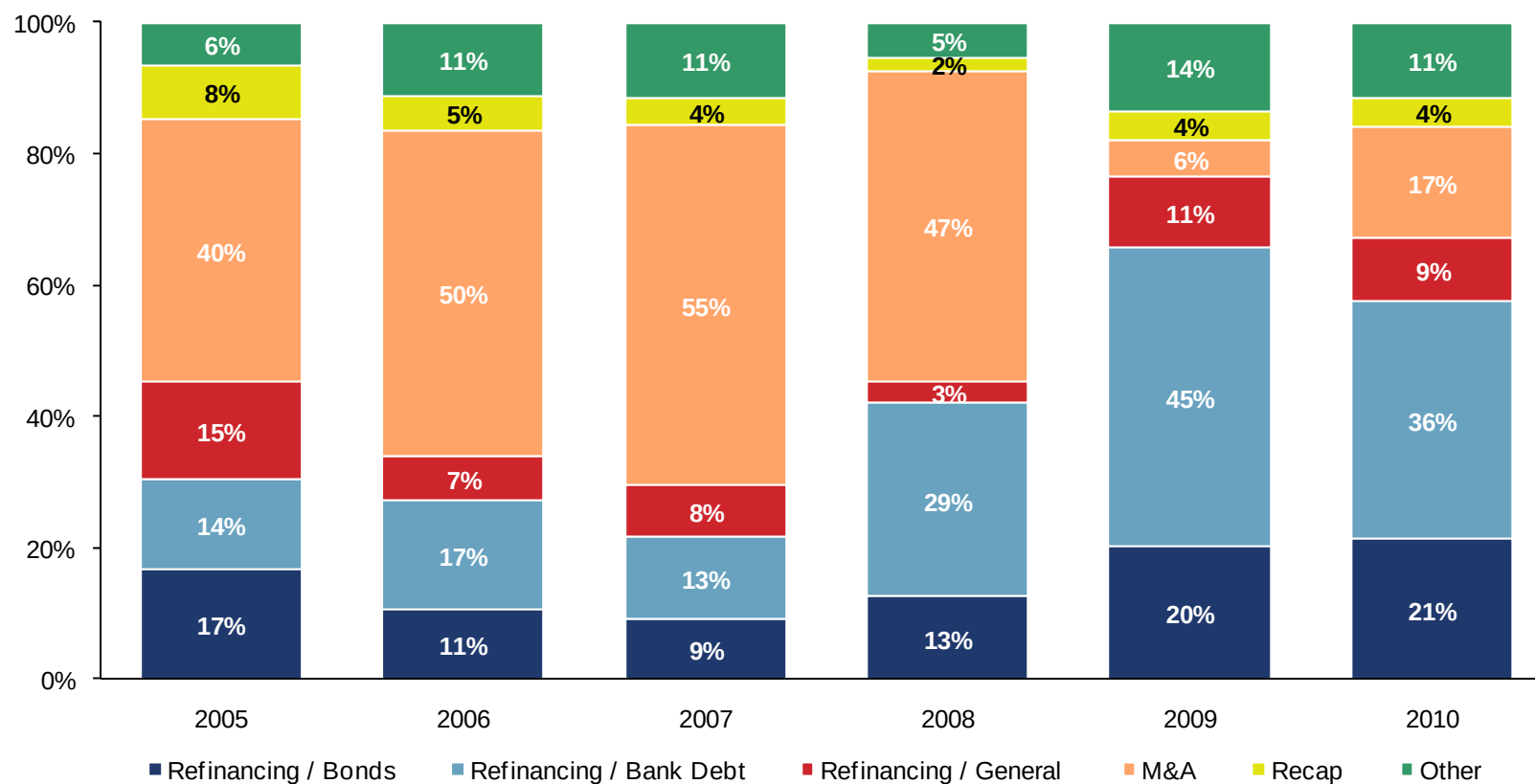
金融危機後にスポンサー関与案件が激減したが今年は回復基調にある



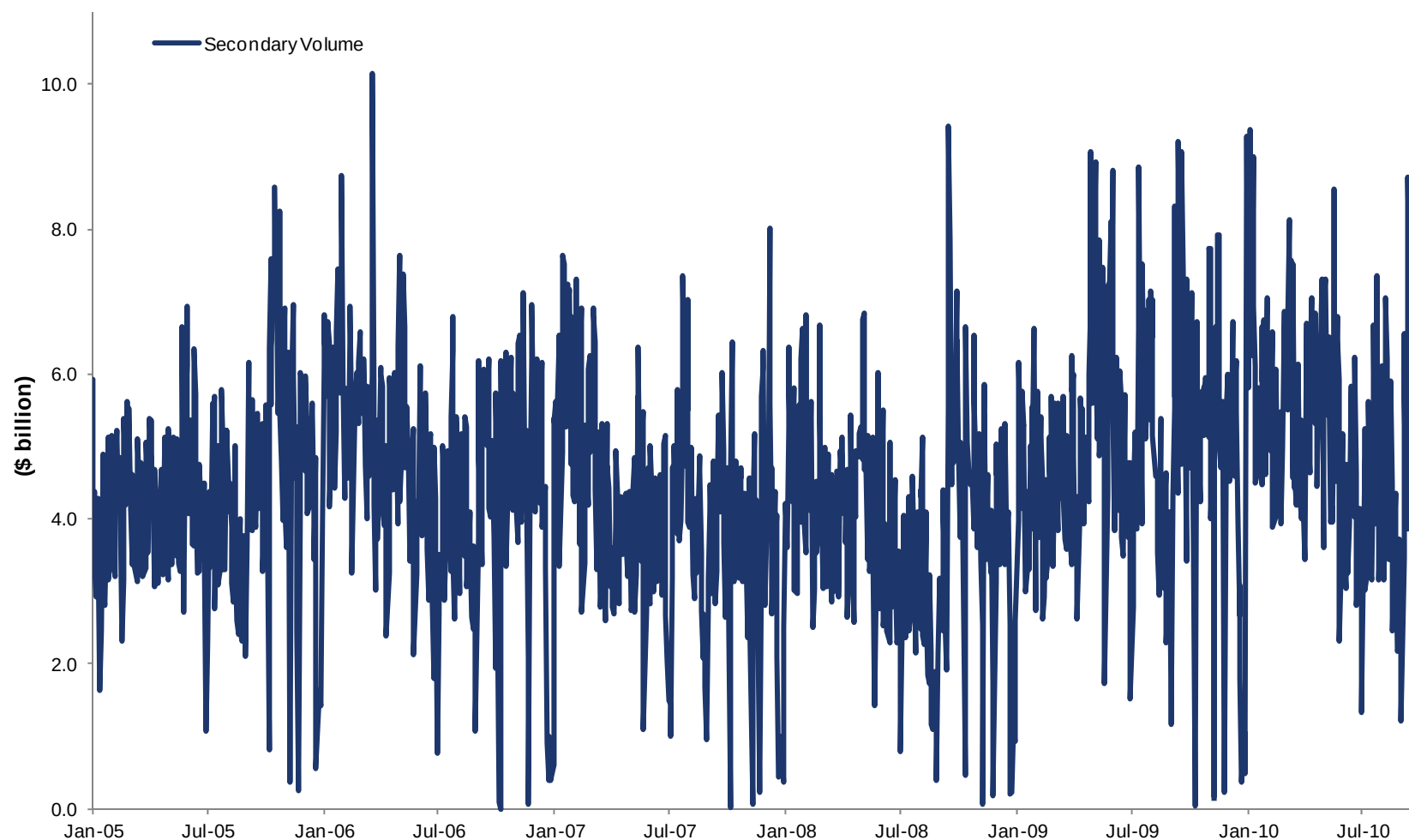
出所: S&P High-Yield Weekly Review

ハイ・イールド債の資金使途

2009 年にシニア担保付ローンのリファイナンスを目的とした担保付のハイ・イールド債の発行が急増した



一日当たりのセカンダリー取引ボリューム ハイ・イールド債



Source: Bloomberg

III. 米国ハイ・イールド債の実務



レバレッジド・ローンとの比較

Leveraged Loans / High Yield Bonds

	レバレッジド・ローン	ハイ・イールド債
ランキング	シニア	シニアまたは劣後
担保の有無	担保有り	担保有り/無担保
金利	変動 (LIBOR +)	固定 (Treasury +) 変動 (LIBOR +)
満期	5-7 年	5-10 年
約定返済	有り	無し
期限前弁済	パー	ノン・コール (NC) 1-5 年
期限前弁済の柔軟性	高い	通常ノン・コール期間が設定される
コベナント	財務維持コベナント主体 (Financial Maintenance Covenants)	追加負担制限コベナント主体 (Incurrence Covenants)
ドキュメンテーション	Credit Agreement	Indenture
投資家層	銀行、機関投資家	機関投資家

レバレッジド・ローンとの比較

発行体から見たメリットと考慮点

	低コスト / 制限多い		高コスト / 制限少ない
	シニア担保付クレジット・ファシリティ		シニア無担保/劣後債
	レボルバー	タームローン	固定金利債券
メリット	■ 低コスト ■ いつでもパーで期限前弁済可 ■ 比較的容易な意思結集プロセス ■ 容易なエクセキューション ■ パブリック・ディスクロージャ不要 / SOX 対象外	■ 低コスト ■ いつでもパーで期限前弁済可 ■ タームローン B は最低限の約定弁済 (元本の 1%/年) ■ 比較的容易な意思結集プロセス ■ 容易なエクセキューション ■ パブリック・ディスクロージャ不要 / SOX 対象外	■ 長期安定資金 ■ 期限一括償還 ■ 財務維持コベナンツ無し ■ 柔軟なネガティブ・コベナンツ設定
考慮点	■ 短期資金 (流動性補完目的) ■ 財務維持コベナンツ有り ■ 厳格なネガティブ・コベナンツ ■ 担保有り ■ コミットメント・フィーが未使用残高にかかる ■ 変動金利	■ 財務維持コベナンツ有り ■ 厳格なネガティブ・コベナンツ ■ 担保有り ■ 変動金利 ■ タームローン A の場合はより早い約定返済ピッチ (5 年均等弁済等)	■ コール・プロテクションとコール・プレミアム ■ よりチャレンジングな社債権者間の意思結集プロセス ■ より煩雑なオフリング・プロセス ■ 継続的なパブリック・ディスクロージャ義務あり
担保	■ 借入人株式及び全資産に第一順位の担保権設定	■ 借入人株式及び全資産に第一順位の担保権設定	■ 無担保

レバレッジド・ローンとの比較

ストラクチャーと基本条件

	レバレッジド・ローン	ハイ・イールド債
投資家層:	■ 商業銀行及び機関投資家 — Prime rate funds, insurance companies, CLOs/CBOs, “crossover” accounts, hedge funds, money managers	■ 機関投資家 — Fund managers, insurance companies, high yield accounts, hedge funds, money managers
担保:	■ 株式と全資産	■ 一般的には無担保でネガプレ条項有り — シニア債やシニア・サブordinated債とすることも可 — 近年シニア担保付債が増加傾向に有り
満期 / 約定返済:	■ レボルバー 5年 ■ タームローン 6-7年(最低限の約定返済付)	■ 標準は7年債と10年債だが近年5年債が増えてきている ■ 期限一括償還
プライシング:	■ LIBOR ベース ■ レボルバーはレバレッジ・レシオ等のクレジット指標に連動するプライシング・グリッドが適用されるケースも	■ プライシングは市場での取引実勢や需給などを反映して決定 ■ 絶対利回りでクォート
強制期限前弁済:	■ チェンジ・オブ・コントロールはパーで強制弁済 ■ 資産売却、新規負債・増資の手取り金の最大100%相当、余剰キャッシュフローの最大50-75%相当を強制弁済	■ チェンジ・オブ・コントロールは投資家のプットオプション(101%) ■ 資産売却時は再投資期間経過後のパーでの買戻しオファー可
任意期限前弁済:	■ 通常いつでもパーで可 ■ しかし、マーケット環境や個別事情により、1-2%の期限前弁済手数料を課すケースも多い	■ コール・プロテクション及びコール・プレミアム有り — 通常, 5NC3, 7NC4, 10NC5 ■ IPO時の一定の期限前償還を規定するケースあり
財務維持コベナンツ:	■ 以下を含む3-4種類の財務コベナンツが一般的: — minimum interest coverage and/or minimum fixed charge coverage — maximum senior and/or total leverage ■ 設備投資制限	■ 無し ■ 追加負担制限が主体 — 例えば fixed charge coverage test of 2x を越えている時以外の追加負債負担の金利 ■ 四半期ベースでのコベナンツテストは不要
その他コベナンツ:	■ 次頁参照	■ 次頁参照

レバレッジド・ローンとの比較

その他コベナンツ

ハイ・イールド債は、四半期毎の財務維持コベナンツが無いことに加え、以下の通り「その他コベナンツ」においてもレバレッジド・ローンに比べて「寛大な」傾向にある:

コベナンツ	レバレッジド・ローン	ハイ・イールド債
担保提供	■ 制限有り 但し通常少額のカーブアウト規定あり ■ 担保充足率が低い案件では特に制限が厳しい	■ 無制限では無いものの、ボンドホルダーは無担保でも相対的に高リターンを志向するため、一定の担保付負債を認めている
追加負債	■ 制限有り 但し通常少額のカーブアウト規定あり	■ 制限無し 但しプロ・フォーマでの Interest Coverage が 2 倍以上維持であること
M&A 取引	■ 制限有り 融資期間を通じた総額で制限するとともに、年間の上限金額も設定	■ 制限無し 前述の通り、プロ・フォーマでの Interest Coverage が 2 倍以上であれば負債による M&A 資金調達も可
設備投資	■ 制限有り 事業計画に合わせた年毎の上限金額を設定、但し実態に合わせて一定金額は次年度に繰り越し可	■ 制限無し
支払	■ 制限有り 原則配当禁止、他の支払いについては少額のカーブアウト規定あり	■ 配当については一定の計算式に基づいて可能 ■ 他の支払いについては別途合意されたカーブアウト規定あり
JV を含む投資活動	■ 制限有り 融資期間を通じた総額で制限するとともに、年間の上限金額も設定	■ ボンドホルダーは、特に成長戦略の一環として事前に表明されていた場合は、JV により寛容である。そしてネット有形資産の ●% というような形で金額の上限を設定する
資産売却	■ 少額のカーブアウト規定ある場合を除き、売却手取金の 100% を強制期限前弁済に充当	■ 売却価額の 75% 以上が現金か代替可能資産で受領され、現金は再投資か負債返済に充当することが規定されるのが一般的

トラスティの権利義務

- トラスティは、社債権者の利益を代表して社債の管理を行う受託者であり、信託証券法 (Trust Indenture Act of 1939) に基づき、社債のデフォルト時に社債権の保全のために裁量的に行動することが義務付けられている。
 - *If the trustee becomes a creditor of the Issuer or any Guarantor, the indenture limits its right, to obtain payment of claims in certain cases, or to realize on certain property received in respect of any such claim as security or otherwise.* The trustee will be permitted to engage in other transactions; however, *if it acquires any conflicting interest it must eliminate such conflict within 90 days or resign.*
 - *The indenture provides that in case an Event of Default shall occur and be continuing, the trustee will be required, in the exercise of its power, to use the degree of care of a prudent person in the conduct of such person's own affairs.* Subject to such provisions, the trustee will be under no notes, unless such holder shall have offered to the trustee security, indemnity or pre-funding satisfactory to it against any loss, liability or expense
 - If any other Event of Default occurs and is continuing, *the trustee or the holder of at least 25% in aggregate principal amount of the then outstanding notes may declare all the notes to be due and payable immediately*
 - In addition, *the trustee shall have no obligation to accelerate the notes if in the best judgment of the trustee acceleration is not in the best interest of the holders of the notes*

(以下実際の目論見書より抜粋)

- 主なトラスティは以下の 4 社
 - The Bank of New York Mellon、US Trust、Wilmington、Wells Fargo

モニタリング・システム

レポーティングとアmendメント / ウェーバープロセス

■ レポーティング

- 発行体は SEC のルールに従い、年次報告書フォーム 10-K、四半期報告書フォーム 10-Q、臨時報告書フォーム 8-K の各フォームによるレポーティング義務有り
- SEC へのレポート義務が何らかの理由により消滅した場合も継続ファイリング義務有り
- さらに社債が存続する限り、Security Act の Rule144A(d)(4)に従い求められる情報を、社債権者等からの要求に基づき提供する義務あり
- 上記の義務に対する違反は Event of Default を構成する

■ アmendメント(Amendment)とウェーバー(Waiver)

- 基本的には元本の過半数の社債権者の同意により可能であるが、以下のものを含む重大なアmendメントやウェーバーは、該当する社債権者全員の同意が必要である
 - 元本金額の減少
 - 満期日の変更
 - 金利と支払期日の変更
 - 支払通貨の変更

コベナンツ等のディスクロージャについて

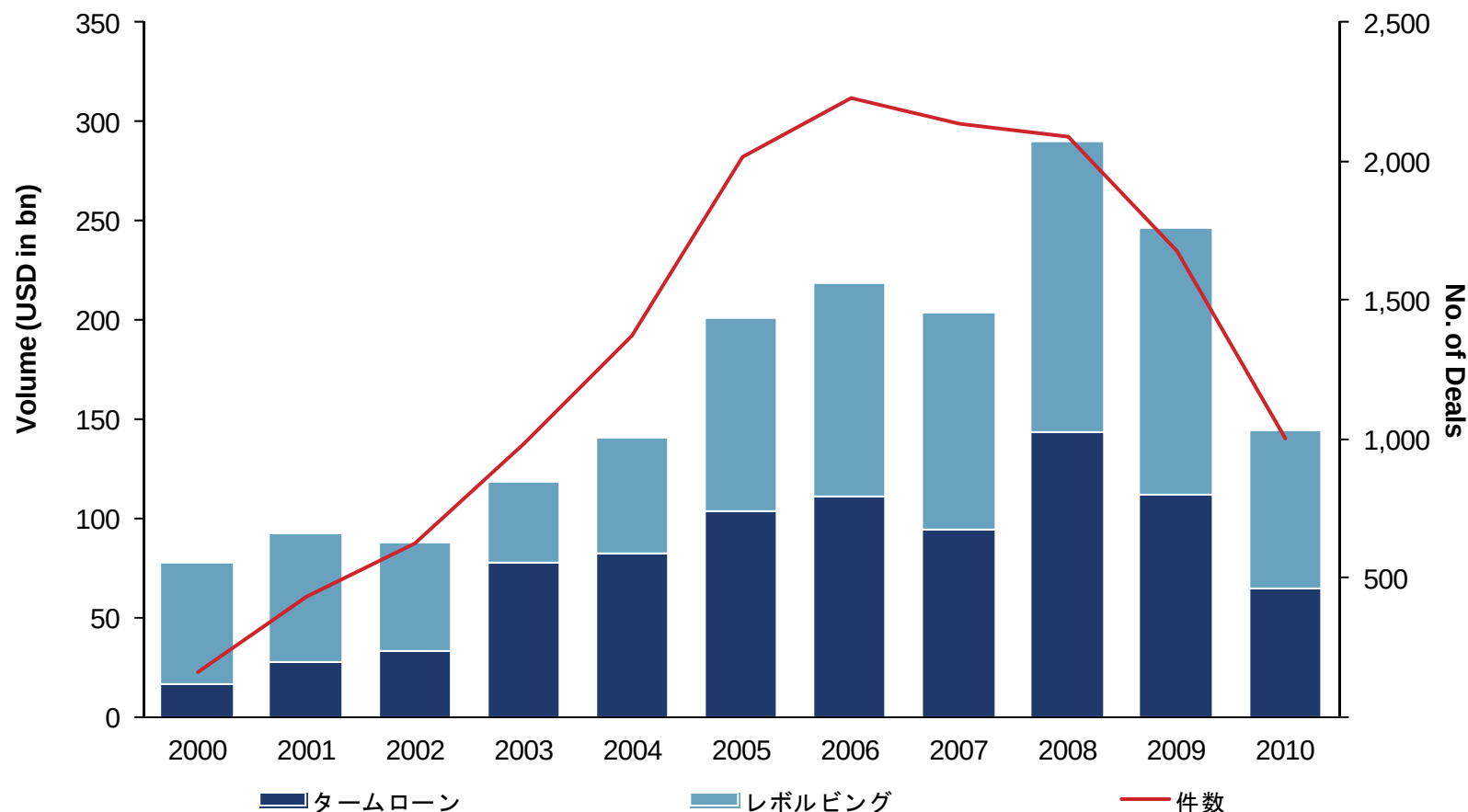
- 上場企業の社債のコベナンツの情報は、目論見書、年次報告書フォーム 10-K、臨時報告書フォーム 8-K において開示される
- コベナンツの詳細な内容については、社債は目論見書により開示され、社債やローンが臨時報告書フォーム 8-K の提出が求められる重要事象に該当する場合には、フォーム 8-K において詳細が開示される

IV. 日本のレバレッジド・ローン市場の概観と実務

シンジケート・ローン新規組成額推移

タームローンとレボルビング・クレジット・ファシリティ(RCF)

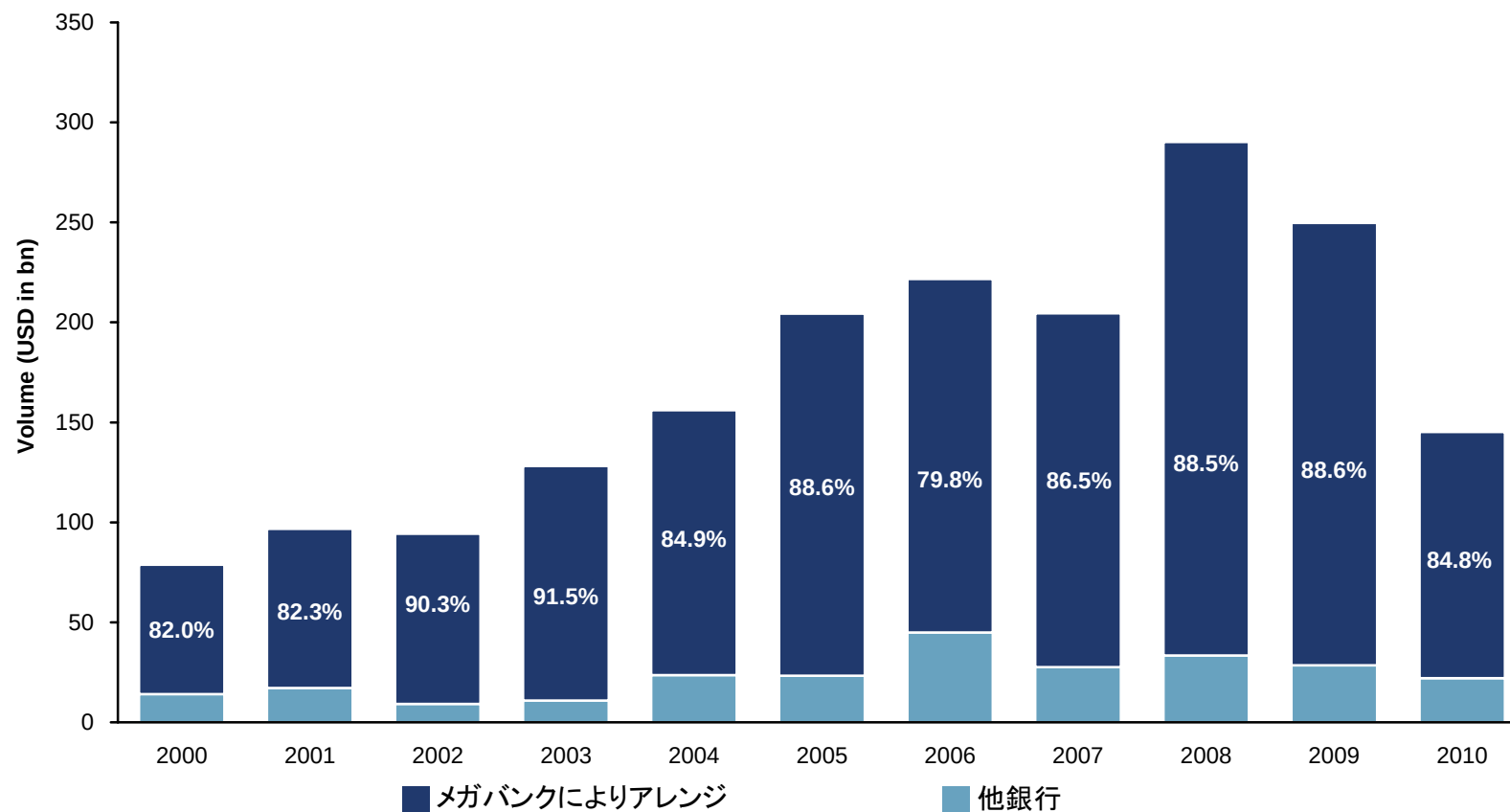
レボルビングの大宗は大企業向けの 364 日コミットメントラインである



Source: Thomson Financial

メガバンクによる組成状況

メガバンク3行による組成比率が圧倒的。特にリーマンショック後はメインバンク回帰の傾向が顕著



Source: Thomson Financial

レバレッジ・ファイナンス市場概観

1. 沿革

- 日本のレバレッジ・ファイナンスは 90 年代後半に、当時の欧米の LBO ファイナンスをベースとして誕生し、独自の成長を遂げてきた。シニアローン、レボルバー(5 年)、タームローン A(5 年/約定返済)、タームローン B(5-7 年/期限一括)からなるが、これは商業銀行が市場を支配していた 90 年代の米国方式を踏襲したものであり、現在も基本的に変っていない
- 米国のように「機関化」が進まなかったこともあり、財務維持コベナンツを含むコベナンツ・パッケージは現在も原型を留めている

2. 市場の特徴

- メガバンク 3 行によるアレンジが大宗
- 市場参加者は商業銀行とその関連会社(メザニンファンド、リース会社等)が大部分を占め、機関投資家の参加は殆ど見られない
- 邦銀は行内格付に基づく貸出しを行っており、原則外部格付の取得を要さない
- ローンは期限まで持ちきりが前提であるため、時価評価(Mark to Market)を要さない
- 一方でローンの評価は自己査定の債務者区分に基づく個別引当率(非公開)に重点がおかれている
- 時価評価の不存在、自己査定に基づく引当率、煩雑な担保権の移転手続き等が制約となり、セカンダリー市場が未成熟
- ローンに関する情報が非開示のため、欧米と比較して価格の透明性が低い
- 上記の事情により、欧米型の機関投資家(CLO、ヘッジファンド等)の参入余地が殆どない状況
- 同様の事情によりハイ・イールド債市場も未成熟

3. 主要アレンジャー

- みずほ BK/みずほ CB、SMBC、BTMU の 3 メガバンクが市場を牽引
- 新生、あおぞら、東京スターの各行も一定の実績を有する
- 政策投資銀行が近年急速に当該業務を拡大中
- 野村キャピタル・インベストメンツもアレンジ業務に進出
- 外資系ではゴールドマン、JP モルガン、バンカメ・メルル、GE キャピタル、欧州系(BNP、Credit Agricole)等がアクティブ

4. 投資家層

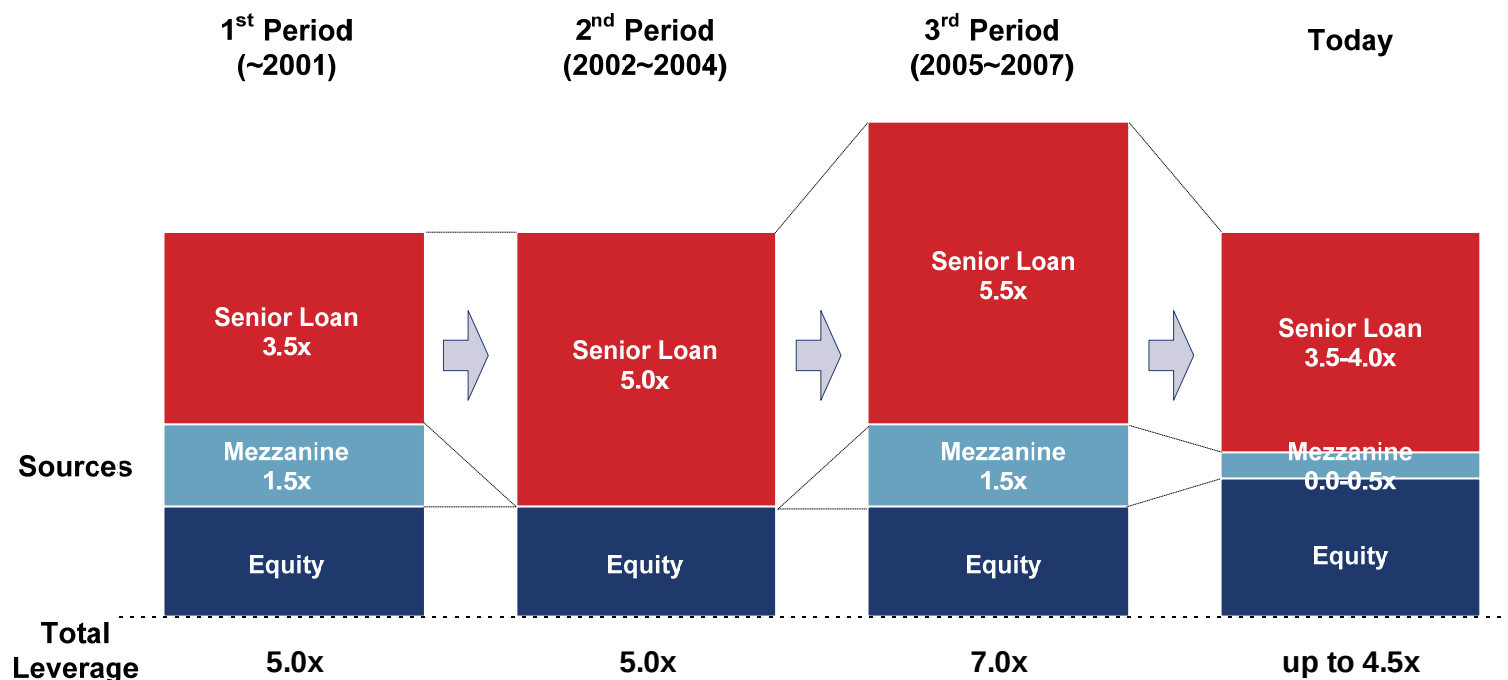
- リーマンショック後しばらくの間、上記アレンジャーのみによるクラブディール方式での組成が続いていたが、今年に入り徐々により広範な投資家を招聘したシンジケーションが見られるようになった
- 大型案件の組成を成功させるためには、地銀、外銀、ノンバンクの参加が必須

5. ストラクチャリングの特徴と主要ターム

- シニアローンは Tibor+300-400bps 程度
- メザニンはシニア・メザニンと呼ばれる劣後ローン(固定 7-9%)と優先株(IRR12-15%/ワラント付も)が一般的
- リーマンショック後しばらくの間は、オールシニアの案件しか組成されなかったが、今年に入りメザニンを含む案件も見られるようになってきた
- 財務コベナンツはレバレッジ・レシオ、デット・サービス・カバレッジ・レシオ、インタレスト・カバレッジ・レシオ、設備投資制限、自己資本維持等が代表的

デット/EBITDA 倍率の推移

未引出部分(レボルバー/アキュジションライン等)も含む倍率のイメージ



■ 創生期

- 限られた市場参加者で小型案件中心
- 原則リファイナンス・リスクは取らず
- エクイティ比率は 35-50%程度

■ 成長期

- シニアレンダーがアグレッシブになり、リファイナンス・リスクをとるようになり
- メザニン・ポジション圧縮

■ 最盛期

- シニアローンが 5 倍を越え、内外の金融機関がアラレンジャーとして参入
- 劣後ローン、優先株を含むフル・キャピタルストラクチャーで大型案件が組成された
- エクイティ比率は 20-25%程度まで圧縮

■ 回復期

- メガバンクの資本調達も一巡し、引受姿勢が回復基調に
- 小型案件では既にアグレッシブな条件も散見される
- エクイティ比率は 35-50%程度

過去 3 年間の主要 LBO 案件

発表時期	買手スポンサー	取引規模 (1\$=100 円)	バリュエーション/ Debt/EBITDA 倍率	コメント
2010/6	KKR / インテリジェンス	\$400mn (100%)	8.5x of LTM EBITDA 4.8x LTM (4.2x 2010E) senior leverage	■ オールシニア案件 ■ メガ 3 行と東京スター銀行によるクラブシンジケーション ■ エクイティ比率は約 50%
2009/11	Bain Capital / ペルシステム24	\$1,100mn (100%)	5.9x LTM EBITDA 3.75x senior leverage	■ 3 倍台のシニア倍率 ■ メガ 3 行によるクラブシンジケーション ■ エクイティ比率は 37%
2009/5	Goldman Sachs Capital Partners / USJ	\$1,410mn (100%)	7.3x LTM EBITDA 6.8x 3/2010E EBITDA 3.75x Senior leverage	■ リーマンショック後最初の 1,000 億円を越える案件 ■ クラブディール方式のシンジケーション ■ エクイティ比率は 50%
2008/6	Bain Capital / D&M	\$770mn (100%)	7.5x LTM EBITDA 3.9x senior funded leverage 5.0x total leverage (7.2x レボルバー・アクイジ ションライン含む場合)	■ リーマンショック前最後の中型案件
2007/10	Permira / アリスタ・ライフサイエ ンス	\$2,500mn (100%)	11.0x EBITDA 4.6x senior funded leverage 6.6x total leverage (8.1x レボルバー・アクイジ ションライン含む場合)	■ シニア、シニアメズ、ジュニアメズの活用で最大レバレッジを 実現 ■ 外銀主導のジェネラル・シンジケーション

Source: News run, press release, company disclosure and estimates per Toyo Kezai and GS assumption based on Market rumor

レバレッジド・ローンの投資家層

タイプ	アクティブな投資家数	引受/貸出サイズ(億円)
メガバンク	3	100-300
その他の都市銀行	4	50-200
日本政策投資銀行	1	100-300
信託銀行	5-10	30-100
地方銀行・第二地銀	30-50	5-50
外国銀行	20-30	10-200
保険会社	10	10-100
ノンバンク・リース会社	10-20	10-30
合計	80-130	

レバレッジド・ローンの主要条件(その1)

項目	内容
借入人・資金使途	■ 借入人は買い手側が準備した買収受皿会社(SPC)であるケースが多い ■ 資金使途は株式取得、既存ローンのリファイナンス、取引費用の支払い等が一般的
貸付実行の前提条件	■ 貸付実行にあたり、借入人が充足しなければならない前提条件を定めたもの ■ 貸付不能事由の不存在、表明・保証事項が真実であること、借入人が本契約の各条項に違反していないこと、借入人・対象会社の資産もしくは経営に重大な悪影響を及ぼす事由の不存在(MAC条項)、本件買収関連諸契約の締結、スポンサーエクイティの払込完了、担保権設定契約の締結、法律意見書等一定の書類の提出等が一般的
期限前弁済	■ 強制期限前弁済 — 余剰キャッシュフロー — 資産売却 — 保険金の受領 — 株式発行 — 追加借入 ■ 任意期限前弁済
借入人による表明及び保証	■ 貸付の実行に際して、その前提となるべき重要な事実につき、借入人が表明・保証するもの ■ 借入人の主な表明・保証事項 — 日本法に基づき適法に設立されており、権利能力・行為能力があること — 借入りに際して、借入人は適切な社内手続きを経ていること — 融資契約等が有効に借入人および保証人を拘束し、借入人及び保証人に対して強制執行可能であること — 借入人の財務状態または経営に重大な悪影響を及ぼす訴訟・係争・行政処分 of 不存在 — 他の借入金債務、保証債務、担保権の不存在 — 重要な契約に関する債務不履行の不存在 — 会計基準の遵守 — 融資契約上の期限の利益喪失事由(時間の経過または通知により期限の利益を喪失する事由を含む)の不存在 本件ファイナンスが他の非劣後金銭債務(保証債務を含む)と少なくとも同順位

レバレッジド・ローンの主要条件(その2)

項目	内容
誓約(コベナンツ)	■ 貸付実行から完済までの期間に、借入人に一定の作為・不作為義務を課した規定 ■ 肯定的誓約(Affirmative Covenants) — 財務諸表の決算終了後の一定期間内の提出 — 報告義務/レポーティング(p40 参照) — 借入人の法人としての正当な存続の維持 — 必要な許認可、届出の効力の維持および取得 ■ 否定的誓約(Negative Covenants) — 配当制限 — 追加借入・保証の制限 — 投資制限 — 買収・合併の禁止 — 他の担保の制限 — 事業内容の変更および組織再編の制限 — 重要な会社財産・権利の売却・処分の制限 ■ 財務制限条項(フィナンシャル・コベナンツ) — カバレッジ・コベナンツ — インタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR) — デット・サービス・カバレッジ・レシオ(DSCR) — レバレッジ・コベナンツ — レバレッジ・レシオ(借入金額/EBITDA) — 資本勘定 — 最低資本勘定(Minimum Net Worth) — 設備投資 — 最大設備投資金額(Maximum CAPEX Amount)(次年度繰越条項有り)
期限の利益喪失事由	■ 当然喪失事由 — 法的倒産手続申立て、取引停止処分、預金債権への(仮)差押、支配権の変更(Change of Control) ■ 請求喪失事由 — 支払債務不履行、クロスデフォルト、表明・保証違反、本契約上の義務違反(治癒期間の設定有り)
地位譲渡・債権譲渡	■ 貸付実行前は地位譲渡、貸付実行後は債権譲渡

エージェントの権利義務

JSLA(日本ローン債権市場協会)制定「タームローン契約書」より抜粋

- エージェントは全貸付人の委託に基づき、全貸付人のためにエージェント業務を行い、権限を行使し、エージェントが業務を行うに際し、通常必要または適切とエージェントが認める権限を行使する。エージェントは、本契約の各条項に明示的に定められた義務以外の義務を負わず、また、貸付人が本契約に基づく義務を履行しないことについて一切責任を負わない。
- エージェントは、本契約に定める責務を果たし権限を行使するにあたり、善良な管理者としての注意を払う。
- エージェントまたはその取締役、従業員もしくは代理人は、本契約に基づいて、または本契約に関連する行為、不作為について、故意もしくは過失がない限り、貸付人に対して一切の責を負わない。
- エージェントは、本契約の有効性及び本契約に表明された事項につき何ら保証を行うものではなく、貸付人は、自ら適切と認めた書類、情報等に基づき借入人の信用力とその他必要な事項を審査した上、独自の判断で本契約を締結し、また、本契約上企図される取引を行うものとする。
- エージェントが貸付人を兼ねる場合には、本契約上のエージェントの義務にかかわらず、本契約上の貸付人としての権利義務は他の貸付人と同等とする。
- エージェントが本契約上借入人より貸付人に伝えるべき通知を受領した場合、速やかにその内容を全貸付人に通知しなければならず、または本契約上貸付人より借入人もしくは他の貸付人に伝えるべき通知を受領したときは、エージェントは速やかにその内容をそれぞれ借入人もしくは全貸付人に通知しなければならない。

上記より、「シンジケートローンにおけるエージェントについては、貸付人の個別権利行使が原則とされており、エージェントに対する依存の度合いは契約上相当に低いものとされていることからして、エージェントの義務は社債管理会社の義務とは異なるもの」と考えられます」(「シンジケートローン実務の法的側面」・金融法務事情 1591 号・34 頁より抜粋)

モニタリング・システム

レポーティングとアmendメント / ウェーバープロセス

■ レポーティング

- 借入人は融資契約の規定に従い、貸付人に対してレポーティングを行う
- 一般的には決算期・中間決算期における監査済み財務諸表(加えて、四半期・月次のフィナンシャル・レポーティングや納税申告書を求めるケースも)、年度毎の事業計画、フィナンシャル・コベナント計算のタイミング(通常四半期または半期毎)に合わせてフィナンシャル・コベナント計算書およびコベナント充足についての証明書の提出を求めることが多い
- その他、株主・役員、組織、資本構成の変更、期限の利益喪失事由の発生、訴訟・係争・行政手続の開始等、特定の事象が発生した場合には、都度貸付人に対して報告することが求められる

■ アmendメント(Amendment)とウェーバー(Waiver)

- コベナントへの抵触等、契約の義務違反は期限の利益の請求喪失事由であり、多数貸付人の意思結集により期限の利益を喪失させることが可能であるが、直ちにトリガーが引かれることは稀であり、実際にはアmendメント(契約の修正)やウェーバー(権利の放棄または一次停止)で対応するのが一般的である
- ウェーバーは期限の利益の喪失請求権等の貸付人の権利の放棄または一次停止であり、一時の、あるいは短期間の違反で、その状態がすぐに解消され、その後の契約の遵守に懸念がない場合には、ウェーバーで対応する
- 一方、違反が長期間に及ぶことが予想されるなどして、現状の契約条件の範囲内への復帰が困難であると予想される場合にはアmendで対応する
- 特にLBOにおける業況悪化時には、スポンサーにより新たな事業計画が提示されると共に追加出資が行われ、ローンの一部期限前弁済とセットで、大規模なアmendとウェーバーが交渉されることが多い
- 約定返済スケジュールの変更、金利の引下げ、最終期限の延長等の重大な変更は全貸付人による承諾が必要
- いずれも、成立した場合には借入人は貸付人に Amendment Fee/ Waiver Fee を支払うのが一般的

多数貸付人の意思結集プロセス

JSLA(日本ローン債権市場協会)制定「タームローン契約書」より抜粋

- 多数貸付人の意思結集に係る手続きは、以下の通りとする。
 - 貸付人は、本契約に定める多数貸付人による指示が必要な事由が発生したと判断した場合、エーгентに対して多数貸付人の意思結集を要請する旨の通知を行うことができる。
 - 前号の通知を受けたエーгентは、多数貸付人の意思結集を行う旨の通知を全貸付人に対して速やかに行う。
 - 前号の通知を受けた貸付人は、かかる事由に対する自らの意思決定を行い、●営業日以内にその内容をエーгентに通知する。
 - 前三号により多数貸付人の意思結集がなされた場合には、エーгентは、多数貸付人による指示としてその内容を借入人及び全貸付人に対して速やかに通知する
- エーгентは、前項の外、多数貸付人による意思結集が必要な事由が発生したと自ら判断した場合、多数貸付人の意思結集を行う旨の通知を全貸付人に対して行うことができる。

なお、意思結集の内容やその背景事情について、借入人の経営陣等が直接貸付人に説明する機会を設けるべきであると判断した場合には、エーгентによりバンクミーティングが召集されるケースが一般的である

コベナンツ等のディスクロージャについて

- レバレッジド・ファイナンス案件については、借入人が非公開企業や非公開化した企業である場合が大半であり、コベナンツに限らずファイナンスの条件全般が非開示であることが一般的である
- 上場企業や有価証券報告書提出企業については、一般的に財務制限条項等の主要なコベナンツが開示されるが、開示のレベルについては一様ではない

V. 日本の社債市場へのインプリケーション

日本の社債市場へのインプリケーション

- 日本は圧倒的にリレーションシップを軸とする間接金融に依拠した資金調達構造
 - 社債、シンジケートローンのような直接金融、市場型間接金融へのアクセスがあるのは、上場企業や高格付企業のみであり、ハイ・イールドに分類される企業はほぼ 100% 銀行借入に依存している
 - リーマンショック直後の資本市場の縮小時には、高格付企業さえもメインバンク制度への回帰現象が見られた
 - 伝統的なメインバンク制度は、メインバンクに以下のような貸出金利以外の有形・無形のメリットを享受させるため、単純に貸出金利と信用リスクだけでは図れないリスク・リターン構造を生み出した（総合採算の概念）
 - 経営情報の集中
 - 人材の受皿（出向・派遣先として）
 - 預金・為替・リース・カード・証券ビジネス（M&A・IPO 等）・創業社長の資産運用等の“付帯ビジネス”の集中
 - 債権保全の優先的確保（創業社長の個人資産や本社社屋・工場の担保取得、相殺可能な預金集中）
 - 借り手企業にとっても、メインバンクとのリレーションシップの構築が、長期安定的かつ低利な資金調達に寄与するため、結果として直接金融市場へアクセスするための情報開示の拡充には消極的
 - 外部格付を取得するインセンティブ無し
 - 銀行は原則満期保有のため債権譲渡の前提となる時価評価の概念は導入されず
 - また、債権譲渡を検討する際にも、自己査定に基づく個別の引当率が価格の重大な決定要因となるため、柔軟な価格設定を困難にしている（パー近辺か不良債権のバルクセールでの取引しか起きない）
 - 各種担保権と対応する第三者対抗要件具備手続き等が、もともと債権譲渡を前提としていないため、担保付債権の譲渡手続きが煩雑でコスト負担が大きい

日本の社債市場へのインプリケーション

■ 日本の社債市場の活性化に向けた最大の課題は、資金調達構造の「機関化」である

— 銀行

- セカンダリー市場も見据えた価格設定
- シンジケートローンのような市場型間接金融の更なる推進（価格の透明性確保、情報の非対称性回避）
- 時価評価の概念の導入（行内格付、自己査定ロジックとの平仄---正常先でも 80 円という事態をどう整理するか）

— 機関投資家

- 運用手法・リスク管理の高度化
- 経験者の採用と処遇

— 発行体

- 資金調達の多様化
- 情報開示・デット IR の強化

— 当局

- 信用リスクと貸出金利が対応する仕組みの構築を金融機関に指導
- セカンダリー市場の育成支援
- 法的インフラの整備（債権譲渡に伴う担保権の移転、貸金業法等）