

「第2回 社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会」議事要旨

日 時 平成22年10月15日（金）午後4時～5時40分

場 所 日本証券業協会 第1会議室

出席者 神田部会長ほか各委員

議事概要

1. 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について

ゴールドマン・サックス証券 小泉委員から、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について、次のとおり、配付資料に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

○ 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について

【報告・説明】

1. デット（社債・ローン）調達構造の日米比較

(1) 日米の社債・ローン市場の発行額比較〔2007年・2009年・2010年YTD〕

- ・ 我が国のシンジケートローンの新規組成額は、概ね20～25兆円の間で推移している。一方で、米国のシンジケートローンの新規組成額は、リーマン・ブラザーズ証券破綻時、200兆円を超えていたが、現在では70兆円程度であり、我が国の規模の3倍程度となっている。
- ・ 我が国のBBB マイナス以上の投資適格の一般事業債新規発行額は、約6兆円であり、ピーク時においても10兆円程度である。一方で、米国のBBB マイナス以上の投資適格の一般事業債新規発行額は、ピーク時に110兆円を超えていたが、現在では63兆円程度となっており、我が国の規模の10倍程度となっている。米国のBBB マイナス以上の投資適格社債の発行額が減少している理由は、金融機関のファイナンスが減少したためである。
- ・ 我が国のBB格以下のハイ・イールド債新規発行額は皆無であるが、一方で、米国のBB格以下のハイ・イールド債新規発行額は、20兆円程度であり、リーマン・ブラザーズ証券破綻後、その発行額は増加している。リーマン・ブラザーズ証券破綻後の3年間では、米国の投資家がリスクを選好していることが特徴である。

(2) 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＞〔2000年～2010年YTD〕

- ・ 我が国社債市場では、A格未満の発行が殆どなく、例えば、BBB 格の場合、多いときで5,000～6,000 億円、少ないときで2,000 億円であり、国内一般事業債の年間発行額に対して非常に少ない割合となっている。当然ながら、我が国社債市場では、BB 格以下の発行が皆無である。

(3) 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> [2000年～2010年YTD]

- ・ 米国一般事業債の発行額の約 30%は、投資非適格 (ジャンクボンド、ハイ・イールド／BB 格以下) である。

(4) 米国銀行貸出残高推移 [2000年～2010年YTD]

- ・ 連邦預金保険公社 (FDIC) の資料によれば、米国銀行貸出残高推移は、1ドルを100円とすれば、概ね680兆円程度の残高となっている。その残高のうち、いわゆる事業会社向けのローンは、100兆円程度であるため、米国銀行貸出残高と比較すれば多い状況ではない。
- ・ 米国銀行貸出残高推移では、不動産担保証券 (MBS/Mortgage-backed securities) の残高が多く占めている。この理由は、不動産担保を売却する際の手続不備で、売却が滞っているためであると思われる。米国銀行貸出残高は、GDP や経済の規模を考慮すれば、我が国と比較して少ない印象である。

(5) 国内銀行貸出残高推移 [2001年～2010年YTD]

- ・ 国内銀行貸出残高推移は、シンジケートローンによらないメインバンク制を中心とした相対 (バイラテラル) の貸出しが太宗を占めると想定される。2010 年の国内銀行貸出残高は419兆円であり、残高ベースでも社債の10倍程度の規模である。

2. 米国レバレッジド・ファイナンス市場の概観

(1) LB0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・テレコムのローンは除く)> [1997年～2010年3Q10]

- ・ Debt/EBITDA 倍率とは、案件毎にどの程度のリスクを取っているのかを示す指標である。Debt/EBITDA 倍率の定義からメディア・テレコムのローンを除いている理由は、我が国において、メディア・テレコムが非常に安定した寡占ビジネスとなっているが、海外においては非常にリスクなビジネスであると考えられていることから、レバレッジを付けにくい上に、ローンの金額が非常に大きいためである。
- ・ 米国の銀行は、少なくともローンのレバレッジについて保守的であり、過去13年間のレバレッジド・バイアウト (Leveraged Buyout/以下「LB0」という。) 案件に

おけるDebt/EBITDA倍率の推移を見れば、概ね5倍程度であったものが、2008年のリーマン・ブラザーズ証券破綻時直前に限って、デットのトータルがDebt/EBITDA倍率の6倍を超えたことから、一番低い時の4倍から比べるとレバレッジが1.5倍程度膨らんだ事が分かる。現状としては、2010年の第3四半期で、そのDebt/EBITDA倍率が約5倍となっており、実態としては、過去20年間の平均値までレバレッジが戻ってきている状況である。

(2) レバレッジドローンとハイ・イールド債の発行額推移〔1997年～YTD-10/8/10〕

- ・ 市場参加者（マネーの出し手）は、商業銀行、投資銀行、ペンション（年金）、ヘッジファンド、生命保険会社などであるが、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。なお、機関投資家向けのタームローンB（5～7年ぐらいの満期一括返済型のローン）は急速に回復してきている。
- ・ ハイ・イールド債は、ローン担保証券（Collateralized Loan Obligation／以下「CLO」という。）、ヘッジファンド、生命保険会社、年金等が投資家の主体となって、急速に回復している。最近2～3年の傾向としては、リーマン・ブラザーズ証券破綻に伴い、銀行のリファイナンスが厳しくなった企業が、ハイ・イールド債によってリファイナンスできるようになった状況である。

(3) 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〔1997年～2010年9月30日〕

- ・ レバレッジドローン、第一抵当、第二抵当、担保付・無担保ハイ・イールド債及び劣後ローンの発行残高は、順調に推移しており、1ドルを100円とすれば、概ね146兆円程度である。我が国の投資適格の事業債残高は、50兆円強であるため、米国のレバレッジドローン及びハイ・イールド債の発行残高と比較すれば、非常に大きな差が生じている。

(4) 機関投資家ポーションの発行額推移〔1997年～YTD-10/8/10〕

- ・ 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している。

(5) 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〔2008年・2009年・2010年1Q-3Q10・3Q10〕

- ・ 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の内訳において、生命保険会社やノンバンクは大きな割合を占めておらず、銀行（投資銀行を含む）や証券会社が大きな割合を占めている。
- ・ プライマリー市場における高レバレッジドローンのマーケットに流れてくる資金は、CLO

やヘッジファンドに加えて、個人投資家が購入しているハイ・イールド債ファンドが最も大きい。

(6) 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> [1996年～2010年3Q10]

- ・ 担保の内訳は、8～9割が全資産担保の取得が一般的である。全資産担保を前提として、大きく借りるプラクティスが定着している。

(7) 第一順位担保権付レバレッジドローンのコベナンツ<コベナンツ・ライト案件を除く> [1997年～2010年3Q10]

- ・ コベナンツ・ライトとは、メンテナンス・コベナンツが付与されていないローンのことである。メンテナンス・コベナンツは、四半期毎に様々なテストを行う必要がある。ハイ・イールド債市場に参入してきた機関投資家は、メンテナンス・コベナンツで拘束するよりも、クーポンを受け取ることで利益を得たい考え方であるため、コベナンツの数は、平均4個から3個へ減少している。

(8) 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<コベナンツ・ライト案件を除く> [1997年～2010年3Q10]

- ・ コベナンツ・ライトの中で重要視されているコベナンツとは、トータルの負債と EBITDA の倍率であるレバレッジ・レシオ (Leverage ratio/以下「LR」という。) を見るコベナンツであり、これが第一順位担保権付レバレッジドローンにおいて外されることが殆どないことから、機関投資家は、レバレッジを徒に高めないことを重要視していると思われる。
- ・ 機関投資家は、金利についても重要視しており、負債に対するインタレスト・カバレッジ・レシオ (Interest coverage ratio/以下「ICR」という。) を十分に確保して金利を支払って欲しいと考えている。したがって、機関投資家としては、LR を見るコベナンツと ICR のコベナンツを非常に重要であると考えている。
- ・ 機関投資家は、Capital Expenditures (設備投資) や Fixed Charge Coverage (固定費用) に対するコベナンツを重要視しておらず、成長に必要な設備投資について容認する姿勢が伺える。BB 格以下に投資する機関投資家の中には、いわゆる商業銀行を中心とした考え方の投資家と、それ以外の考え方の投資家が存在しており、投資哲学や投資スタイルが異なっている。我が国の機関投資家、発行会社及びアレンジャーは、どのように文化として、投資哲学や投資スタイルの異なる投資家を育てるかがポイントであると思われる。

(9) 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> [1997年～2010年1Q-3Q10]

- ・ 担保やコベナントの数は、借りる側と貸す側の力関係である。マーケットが過熱していた2006～2007 年では、第二順位担保、いわゆる第二抵当でも資金が集まったが、第二抵当の場合、第一抵当の下での位置付けとなるため、レバレッジが上がることとなる。
- ・ 第二抵当ローンは、リーマン・ブラザーズ証券破綻以降、殆ど消滅してきている。この現象は、我が国のバブルと同じである。

(10) コベナント・ライト型ローンの新規組成額 [1997年～2010年1Q-3Q10]

- ・ 2006～2007 年では、一時期、メンテナンス・コベナントが付与されないローンが流行した。コベナント・ライト型ローンは、ピーク時において、レバレッジド・ファイナンス新規組成額の15%程度を占めていたが、現在において、殆どなくなっている。

(11) ハイ・イールド債の発行額推移 [2005年～YTD-10/8/10]

- ・ ハイ・イールド債は、基本的に無担保の投資非適格であり、2008 年まで、担保付のハイ・イールド債が殆どなかった。しかしながら、2009～2010 年では、担保付のハイ・イールド債が急増している。この急増の理由は、銀行が担保付のローンを出せないため、担保が欲しい機関投資家の要請に従い、ハイ・イールド債に担保が設定されたためである。銀行の体力が回復し、銀行ローンに担保が設定されれば、無担保のハイ・イールド債が増加するのではないと思う。

(12) ハイ・イールド債の格付別発行額の推移 [2005年～YTD2010年]

- ・ ハイ・イールド債の発行額が一番多い格付は、リーマン・ブラザーズ証券破綻前後ともB格エリアであり、我が国では投資対象として到底考えられない水準である。米国では、S&Pやムーディーズの基準でBB格以下の企業が1,500社以上も存在するが、一方で、我が国では、BB格以下に格下げされれば、実質的に社債を発行する機会がなくなるため、一般的に、格下げされた企業は、取得した格付を取り下げている状況である。この状況は、第二次世界大戦前に我が国で起きた社債浄化運動の流れと全く変わっていないと思われる。

(13) ハイ・イールド債の発行額推移:PEスポンサー関与の有無 [2005年～YTD-10/8/10]

- ・ いわゆるフィナンシャルスポンサーがハイ・イールド債を発行する割合は、リーマン・ブラザーズ証券破綻時、その割合が減少したが、2010 年において回復基調であり、現状では、約2割程度であると認識している。なお、世界のM&Aに占めるフィナンシャルスポンサーの関与比率も、約2割程度であると認識している。

(14) ハイ・イールド債の資金使途 [2005年～2010年]

- ・ ハイ・イールド債の資金使途は、リーマン・ブラザーズ証券破綻までM&Aが中心であったが、リーマン・ブラザーズ証券破綻後、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。ただし、2009 年と 2010 年を比較すれば、資金使途として M&A を挙げる割合が回復基調であるため、今後、その割合が更に増加すると思われる。

(15) 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>〔2005年1月～2010年7月〕

- ・ 一日当たりのセカンダリー取引ボリュームは、最近 20 年間で、機関投資家がハイ・イールド債市場に参入したため、約 140 兆円の残高であり、その残高のうち、少なくとも 1 日に 3,000～4,000 億円程度の取引が行われていることから、非常に活発な状態である。1 日に 3,000～4,000 億円程度の取引額とは、我が国の 1 日当たりの新規発行金額よりも大きいため、当然ながら、我が国と米国との間において、価格の透明性や時価評価などに差が生じていると思われる。

3. 米国ハイ・イールド債の実務

(1) 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と比較したハイ・イールド債の特徴は、① 年限が少し長い、② 固定金利、③ 約定返済がない、④ 期限前弁済による償還の際にはプレミアム償還があるなどである。
- ・ ハイ・イールド債では、財務維持コベナンツ（メンテナンス・コベナンツ）が主体でモニターしていくレバレッジドローンと比較して、レバレッジを上げないようにする追加負担制限コベナンツが主体となっている。
- ・ ハイ・イールド債は、ドキュメンテーションがインデンチャーとなっている。一方で、レバレッジドローンは、クレジット・アグリーメントであり、我が国と共通である。

(2) レバレッジドローンとの比較<発行会社から見たメリットと考慮点>

- ・ 米国では、シニア担保付クレジット・ファシリティにおいて、パブリック・ディスクロージャーが不要である。レバレッジドローンの内容は、すべてディスクロージャーが行われるわけではなく、重要な債務であれば、ディスクロージャーが行われている。即ち、重要な内容でなければ、ディスクロージャーを行う必要がないことがポイントである。ただし、B 格及び BB 格の企業がローンを借りる場合は、適切にディスクロージャーが行われていることがポイントである。

(3) 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>

- ・ 米国では、強制期限前弁済といった項目が特徴である。米国では、マネジメントが交代す

る、若しくはオーナーが交代することを十分想定している。チェンジ・オブ・コントロールに抵触した場合、レバレッジドローンにおいては、銀行がパーで強制弁済を行い直ちに回収するが、ハイ・イールド債においては、投資家がプットオプションを持っており、その社債を売る又は継続保有するかを選択できるようになっている。投資家は、交代したマネジメントが問題ないと判断すれば、その社債を継続保有し、ハイクーポンによる利益を享受する選択を行う。

(4) 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、いわゆる「その他コベナンツ」において、レバレッジドローンと比べて寛大な傾向であり、借り手からは使い勝手が良い。例えば、追加負債に関するコベナンツなどは、レバレッジドローンにおいて制限されているものの、ハイ・イールド債において制限がない。この他、ICRに関するコベナンツでは、レバレッジドローンにおいて2倍以上とする制限がある。また、M&A もプロ・フォーマ（見積り）で ICR が2倍以上の場合、ハイ・イールド債では、新しくデットを調達して実施することが認められるが、レバレッジドローンでは総額を制限することもある。

(5) トラスティーの権利義務

- ・ トラスティーの権利義務とは、基本的に、デフォルト前とデフォルト時で保全のための働き方が大きく異なる点と、裁量的に行動することが義務付けられている点がポイントである。また、トラスティーは、デフォルトを宣言しないと行った判断や、クロス・アクセラレーションとしなくても良いといった判断もできることから、非常に裁量範囲があると印象である。
- ・ 米国トラスティーの主なプレイヤーは、バンクオブニューヨークメロン、US トラスト、ウィルミントン及びウエルスファークの4社であり、我が国のメガバンク3行に相当するJP モルガン、シティバンク及びバンク・オブアメリカといったプレイヤーは、トラスティー業務を行っていない。その理由は、トラスティーとして権利義務を遂行する際に、債権者である可能性が高いためである。

(6) 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＞

- ・ 上場会社では、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission／以下「SEC」という。）のルールに基づいて、10-K、10-Q 及び 8-K といった各フォームによるレポーティングを四半期前に提出する義務が課されている。
- ・ SEC のレポート義務が消滅した会社（非上場化するケース）では、社債が存続する限り、Security Act の Rule144A (d) (4) に基づく情報について、社債権者等からの要求に基づき、

レポートを提出する義務が課せられる。これらのレポーティング義務違反があった場合は、デフォルトに相当するといった非常に厳しい情報開示の要求がなされている。

- ・ アmendメント（修正）とウェーバー（放棄）は、① 元本金額の減少、② 満期日の変更、③ 金利と支払期日の変更、④ 支払通貨の変更といった重要事項について、社債権者全員の同意が必要であり、それ以外のアmendメントとウェーバーは、債権者の半分から3分の2の同意が必要となっている。

(7) コベナント等のディスクロージャーについて

- ・ 上場企業の社債のコベナント情報は、すべて開示されているが、コベナントの詳細な内容は、重要事象に該当する場合であれば、フォーム8-Kで詳細に開示される。ただし、殆どのコベナント情報は、重要であると考えられているため、開示されているケースが多い印象である。

4. 日本のレバレッジドローン市場の概観と実務

(1) シンジケートローン新規組成額推移<タームローンとリボルビング・クレジット・ファシリティ（RCF）>〔2000年～2010年〕

- ・ 我が国では、特にレバレッジドローンとそれ以外のローンを区別しておらず、概ね年間25兆円のシンジケートローンが組成されており、件数で2,000件程度、1件当たり平均100億円少々の規模である。
- ・ リボルビングの太宗は、大企業向けの364日間引き出されることがないコミットメントラインであり、買収や設備投資といった実需に基づくタームローンは、リボルビングと比較すれば、大きな規模ではない。

(2) メガバンクによる組成状況〔2000年～2010年〕

- ・ シンジケートローンの組成は、いわゆるメガバンク3行が寡占している。2006年、我が国では、相当大きな買収案件があり、その案件に外資系金融がアレンジャーとして参加していたため、メガバンク3行による組成比率が、初めて80%を割った。リーマン・ブラザーズ証券破綻後、メインバンク回帰といった動きとなったため、現在では、メガバンク3行で9割近いシェアを占めている。

(3) レバレッジド・ファイナンス市場概観

- ・ 1990年代後半、我が国のレバレッジド・ファイナンスは、シンジケートローンが始まった頃と同時期に誕生した。その後、米国では機関投資化が進んだが、我が国のレバレッジド・ファイナンスは機関投資化が進まなかったことから、契約形態は10年前と基本的に変わっ

ていない。

- ・ 我が国のレバレッジド・ファイナンス市場の特徴としては、メガバンク 3 行によるアレンジが圧倒的なシェアを占めている点や、地方銀行や銀行系のリース会社、ファイナンス会社買い手の中心であり、ヘッジファンド等が参入するマーケットではない点が挙げられる。
- ・ セカンダリー市場がない理由は、基本的に、市場参加者において Mark to Market（時価評価）をせず、満期まで保有することが前提であるためである。また、会社のクレジットの状態と引当が一致しているため、レバレッジドローンがパー近辺で売られているか、又は殆どゼロになってバルクセール（金融取引において、大量の債権や不動産をひとまとめにして、抱合せ販売的に売買する取引）で売られているかであり、プライスは、両極端の数字しか存在しないことが特徴である。
- ・ レバレッジドローンに関する情報は、基本的に非開示であり、どのようなコベナントが付与されているのかといった情報は、把握できない。有価証券報告書の一部にコベナントが開示されるケースはあるものの、その開示が行われていないケースが多いため、欧米系の機関投資家が、我が国のレバレッジド・ファイナンス市場に参入する上では、非常にハードルが高いと思われる。レバレッジドローンに関する情報が非開示であることと同様の理由で、ハイ・イールド債市場も育っていないと思われる。
- ・ ストラクチャリング（組成）は、一般的に、シニアローンが Tibor + 300bps ~ 400bps 程度であり、その下にシニア・メザニンと呼ばれる劣後ローンと、ロウアー・メザニンに当たるサブordinated（劣後）部分の優先株がある。リーマン・ブラザーズ証券破綻後、暫くは、オールシニアの案件だけになったが、足元では、メザニン付きの案件が見られるようになっている。

(4) デット／EBITDA 倍率の推移＜未引出部分（レボルバー／アクイジションライン等）も含む倍率のイメージ＞〔2000 年頃～現在まで〕

- ・ レバレッジドローンが出始めた 10 年前の頃は、レバレッジド・ファイナンス市場に参入する銀行も少なかった。ストラクチャーは、Debt/EBITDA 倍率で 3.5 倍程度のレバレッジであり、約 5 年で完済できる程度であったが、リーマン・ブラザーズ証券破綻まで、レバレッジドローンの倍率は次第に増加した。
- ・ 2005～2007 年の最盛期では、トータルでデットが 7 倍・8 倍といった案件もマーケットに存在したが、リーマン・ブラザーズ証券破綻に伴い、そのような案件が消滅した。現在では、10 年前の状態にキャピタル・ストラクチャーが戻っている印象である。

(5) 過去 3 年間の主要 LBO 案件

- ・ 過去3年間の主要なLBO案件では、2007～2008年頃、Debt/EBITDA倍率で6倍～7倍といった水準の案件があった。最近の2010年6月の案件では、4倍強程度となっている。

(6) レバレッジドローンの投資家層

- ・ アクティブな投資家数や引受／貸出可能サイズといった数字は、大きく変動するものの、一番大きなディールを行う場合には、100社強を募る必要がある程度のイメージである。

(7) レバレッジドローンの主要条件（その1）

- ・ レバレッジドローンの主要条件は、10年程前に米国の大手銀行が手掛けた案件と概ね類似している。

(8) レバレッジドローンの主要条件（その2）

- ・ コベナンツは、一般的に、ネガティブ・コベナンツ、ICR、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt service coverage ratio）及びLRとフルセットで付与されている。

(9) 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＞

- ・ 我が国では、日本ローン債権市場協会（以下「JSLA」という。）が定めている契約書が雛型として普及しており、その中でエージェントが定められている。エージェントは、基本的に善管注意義務を負うのみであり、様々な判断は、個別のレンダー（融資を行う金融機関）で行うスタンスである。一般的に、エージェントは、社債管理者より義務・権利が軽いと見られている。

(10) 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＞

- ・ モニタリング・システムは、レポーティングが概ね四半期毎に行われており、ウェーバー及びアmendメントが必要な場合は、エージェントが間に入って取りまとめを行っているため、社債の実務と大差がないと思われる。

(11) 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プロセスは、JSLAの雛型契約書に定めている。意思結集に必要な比率は、内容毎に異なっており、多数貸付人の大体過半数又は67%のどちらかである。また、重要な事項に関する意思結集に必要な比率は、全貸付人の100%であり、社債の実務と共通である。

(12) コベナンツ等のディスクロージャーについて

- ・ コベナンツ等のディスクロージャーは、上場企業であれば、有価証券報告書において、あ

る程度開示が行われているが、プライベート・エクイティであれば、非開示となるため、有価証券報告書の提出義務がなくなった瞬間に、コベナンツ等の内容が把握できなくなる。そのような状況であるため、プライベート・エクイティの場合は、実情として、マーケットの噂ベースでコベナンツの内容を把握している状態である。

5. 日本の社債市場へのインプリケーション

(1) 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

- ① 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（BB格以下の企業は3～4社）は、ほぼ100%銀行借入に依存している。

イ. 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。

- ② 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）。

イ. 経営情報の集中

ロ. 人材の受皿（出向・派遣先として）

ハ. 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

ニ. 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）

- ③ 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である。

イ. 外部格付を取得するインセンティブ無し

- ④ 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ていない。需給に応じて時価で動くマーケットがないこともポイントである。

- ⑤ 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しか起きない。）。

- ⑥ 各種担保権と対応する第三者対抗要件具備手続等が、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が煩雑でコスト負担が大きい。

(2) 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。

① 銀行

イ. セカンダリー市場も見据えた価格設定

ロ. 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）

ハ. 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円といった事態をどのように整理するのか。）

② 機関投資家

イ. 運用手法・リスク管理の高度化

ロ. 経験者の採用と処遇

③ 発行会社

イ. 資金調達の多様化

ロ. 情報開示・デットIRの強化

④ 当局

イ. 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

ロ. セカンダリー市場の育成支援

ハ. 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（注）等）

（注）貸金業法には、若干の問題があり、米国ではFRB傘下の銀行でも、我が国では銀行のライセンスを持っていない。世界のインベストメントバンクの一角として市場に参加したくても、我が国では貸金業者とされるため、債権譲渡の際に追加的な負担を強いられる。そのため、積極的にセカンダリー市場への新規参入に取り組めず、マーケットに意欲のある金融機関が入ってきていないことも問題点として挙げられる。

【意見交換】

1. デット（社債・ローン）による資金調達構造

- ・ 日米のデット（社債・ローン）による資金の調達構造には、大きな違いがあることが分かった。例えば、英国やドイツ、中国などは日米のどちらのタイプか。

- ・ 英国では、米国に近いデット（社債・ローン）の調達構造になっていると思われる。欧州全般としては、米国に 10 年程度遅れていると思われるが、英国は、米国に随分近づいていると認識している。
- ・ ドイツでは、メイン銀行制が存在し、欧州の商業銀行の抵抗感が強いことなどから、英国よりも遅れている認識である。英国を除く欧州の発展状態は、米国と我が国との間にあると言えるのではないか。
- ・ 豪州では、イングリッシュドキュメンテーションであるため、米国に近い形で発展していると認識している。
- ・ 中国では、現時点において、日本や欧米との間で比較する段階ではないと認識している。
- ・ いわゆるリレーションシップ・ファイナンスとスポットのマーケットタイプのファイナンスでは、水と油のような関係であり、共存はむずかしそうに思える。論理的には、各々のファイナンスが共存する世界は存在するのか。それとも、共存する世界は存在しないのか。
- ・ 米国の大手企業、我が国の重厚長大な歴史のある企業と同レベルの米国の企業では、リレーションシップを重要視していることから、実態としては、リレーションシップ・ファイナンスが存在する。
- ・ 例えば、ある非常に大きなグループ企業が、そのグループの一部門を売却するときには、スポットのマーケットタイプのファイナンスが必要となり、リレーションシップ・ファイナンスとスポットのマーケットタイプのファイナンスの共存は、企業の経営の自由度を増加させる観点において必要ではないかと思う。

2. 米国におけるハイ・イールド債の発行企業及び投資家

- ・ 米国では、BB 格以下の企業が 1,500 社近くもあるが、そのうち、どの程度の会社がハイ・イールド債を発行しているのか。これらの会社は、1 回だけハイ・イールド債を発行するのか。それとも、恒常的にハイ・イールド債を発行しているのか。
- ・ 配付資料 20 頁の「ハイ・イールド債の発行額推移：PE スポンサー関与の有無」に記載のとおり、約 8 割を占める Non-Sponsored の企業は、M&A や LBO に伴いレバレッジド・ファイナンスを行っているわけではなく、そもそも BB 格や B 格の企業がハイ・イールド債を発行している。
- ・ 具体的には、スタンダード&プアーズ及びムーディーズ・インベスターズ・サービスは、

米国において、1,450社をBB格として格付けしており、リーマン・ブラザーズ証券破綻後、571社がハイ・イールド債を発行し、その571社のうち170社が複数回、ハイ・イールド債を発行している。

- ・ 米国におけるハイ・イールド債の投資家は、ヘッジファンドが中心である。ヘッジファンドは、少人数で非常に多くの銘柄を取扱っていることから、格付とリターンがあれば投資対象としている。仮に、期中償還となれば、ヘッジファンドは、発行会社に対して、予定していた金利収入を補うべく、ゴールプレミアムを要求している。
- ・ 平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻前の米国におけるハイ・イールド債市場では、CLOのストラクチャード・ファイナンスの投資家が多かったと思う。一方で、リーマン・ブラザーズ証券破綻後における米国のハイ・イールド債市場では、ヘッジファンドが主な投資家であり、CLOのストラクチャード・ファイナンスの投資家が減少したと感じている。

3. 米国におけるコベナントの付与の状況

- ・ 配付資料27頁の「レバレッジドローンとの比較＜その他コベナント＞」で確認したいが、米国のハイ・イールド債では、コベナント自体が減りつつあるのか。さらに、ハイ・イールド債において、「財務制限なし」、「財務維持コベナント」がない状態であれば、もっと信用力のある企業の社債では、殆どコベナントが付与されていないのか。
- ・ 米国資本市場は、最近2～3年が特殊な事態であると思うが、米国ハイ・イールド債市場では、現在の方向性として、コベナントの付与が減少していると思われる。しかしながら、景気が悪化し、投資家がリスクアバース(Risk averse／リスクを避ける。)するようになれば、過去には、コベナントの付与が増えていたため、今後とも、コベナントの付与が減り続けるとは一概に言えないと思われる。
- ・ 米国の投資家は、ハイ・イールド債の発行会社において、① 基本的に負債過多とならないようなトータルのレバレッジを縛ることと、② キャッシュ・フローの中で金利を払えることができれば、ハイ・イールド債のコベナントは、「寛大」な傾向にあるのではないかとと思われる。
- ・ 米国のハイ・イールド債市場では、主にB格の社債が取引されているが、一方、我が国社債市場では、BBB格の社債の発行や取引も相当少ない状況である。したがって、今後、我が

国社債市場では、A格やBBB格の発行の拡大を図るため、様々なコベナントが活用できれば良い。

- ・ 現在の米国社債市場では、コベナントの付与が減少しつつある状況であるが、従前の米国社債市場では、多様なコベナントが付与されていたと思われる。我が国では、米国に比べて、相当程度、社債市場の成熟度において遅れを取っていることから、従前の米国を参考として、コベナントの付与の検討ができれば良いのではないか。

4. 米国における社債・ローンがコベナントに抵触した場合の対応

- ・ 配付資料10頁の「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」に関連して、相当数のデット（社債・ローン）は、平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻以降、コベナントに抵触したと思われる。実際に、コベナントに抵触した際、社債では、どのような対応が行われていたのか。また、社債とローンとの間で、その対応に違いがあるのか。
- ・ レバレッジド・ローンにおいては、コベナントに抵触した際、貸し手がアmendメントに応じていたと思われる。具体的には、銀行団が多数の貸付人若しくは全貸付人の同意を得て、例えば、支払期限の延長や年間利払いの減額を行い、実質的にデフォルトに相当することを行っていた。
- ・ 社債においては、コベナントに抵触した際、社債権者と発行会社との間で、非常に活発に事前協議が行われていたと認識している。
- ・ 例えば、銀行がアmendメントに応じて、クロス・デフォルトとはならないと認められれば、投資家は、セカンダリー市場の価格が下落しても、償還まで持ち続けると思う。
- ・ 一般的に、米国では、社債がコベナントに抵触した場合、クロス・デフォルト又はクロス・アクセラレーションといった対応となるのか。それとも、アmendメントといった対応が多いのか。
- ・ コベナントの内容が、デフォルトの強制請求事由であれば、当然ながら、社債はデフォルトとなる。2007年～2008年頃、米国の多くの社債は、強制デフォルト事由に抵触していた。
- ・ ローンの場合は、メンテナンス・コベナントに抵触すれば、デフォルトを回避するため、アmendメントといった対応が有り得るとと思われるが、社債の場合は、メンテナンス・コベナントが付与されていない状況である。

- ・ 米国では、社債がデフォルト事由に抵触した場合、トラスティーによって期限の利益を喪失させるかどうか判断されるケースと、元本の 25%以上に相当する社債権者がトラスティーに対して「notice」したときに、期限の利益を喪失するケースがある。
- ・ ローンのコベナンツの場合、メンテナンステストが行われるため、四半期に一度程度、財務比率等の確保を行わなければならない。一方で、社債のコベナンツの場合は、メンテナンステストではなくインカランステストの形態をとるのが通常であり、一定のアクションを起こそうとするときにコベナンツの縛りがかかり、財務比率等を満たすなど一定の要件を満たす場合に限りそのアクションを起こすことが認められる。社債のコベナンツとローンのコベナンツとでは、インカランステストかメンテナンステストかという点において根本的な大きな違いがある。
- ・ またローンの場合、コベナンツへの接触が発生したときには、レンダーとの交渉により、コベナンツを改正したりコベナンツへの接触を猶予したりすることが比較的容易であるが、社債の場合は、コベナンツに接触したとき、これからの対応が非常に難しいという違いがある。
- ・ 米国のハイ・イールド債の投資家は、単純に金利が高い銘柄に注目しているのではなく、社債の償還期限までに、発行会社の信用力が改善（クレジット・インプルーブメント）することによるプレミアム（キャピタル・ゲイン）を得ることができるかどうか、大きな投資判断に基準となっている。そこで、米国にハイ・イールド債の投資家は、発行会社がどのようにクレジットを改善していくのか、どのようなビジネスプランを持っているのかという、いわゆる「クレジット・ストーリー」を、投資判断において重要視している。
- ・ かかるクレジット・ストーリーのあり方いかんにより、コベナンツの内容も影響を受けることになる。例えば、成長企業であれば、ある程度負債を増加させることや設備投資を行うことについて、少し緩めのコベナンツが必要であり、また、LBO案件で会社を立て直すケースであれば、負債の増加を厳しくするコベナンツが必要であると思われる。したがって、コベナンツの内容は、このようなケースバイケースに柔軟性が必要であると考えられる。
- ・ ハイ・イールド債であれば、投資家は、クレジット・インプルーブメントによるキャピタル・ゲインを目指している。投資家は、過去のトラックレコード（過去の会社の業績）とパフォーマンスを確認しながら、将来予想を見極めて、投資判断を行っている。
- ・ ローンであれば、銀行としては、融資先となる会社に対して、3～5年の将来の経営計画

の提出を求め、精査をしたうえで交渉している。したがって、将来の見通しを会社と交渉したうえで行われるローンと、それらが行われないハイ・イールド債では、その会社情報において、非常に大きな差が生じる。したがって、コベナントの付与の議論を行う前に、有価証券報告書に会社の信用力の調査内容が掲載されないことは、両者の大きな違いであると思う。

5. 我が国におけるハイ・イールド債の発行

- ・ 配付資料 45 頁の「日本の社債市場へのインプリケーション」に関連して、「借り手、銀行及び市場参加者は、必ずしもハイ・イールド債の発行を望んでいない。」といった趣旨の説明があったが、我が国では、借り手等は、形式的にハイ・イールド債の発行を望んでいないのか。それとも、我が国の借り手等は、ハイ・イールド債を発行したいものの、現時点では、その発行が行われていないだけか。
- ・ 借り手の立場で言えば、当社では、銀行から借り入れても良いが、ハイ・イールド債市場が存在すれば、その市場を通じて資金調達を行っても良いと考えている。クーポンが高かったとしても、償還までの期間が長く、コベナントの緩い社債の発行を希望する発行会社予備軍は、我が国においても存在すると思われる。
- ・ 発行会社では、ハイ・イールド債を発行したいとのニーズはあると思われるものの、我が国の実態としては、すべてローンである。我が国では、格付が低い、規模が小さい、若しくはレバレッジが高い企業は、銀行から様々な影響を受けているため、まずは、銀行から融資を受けるのが実態であり、あえて、ハイ・イールド債を発行することは皆無ではないか。
- ・ 具体的には、例えば、金利 7%・全資産担保で銀行から借りるケースと、金利 10%・無担保で社債を発行するケース（ローンよりも軽いコベナントが付与されている。）を比較すれば、我が国では多くの企業が、3%の金利を余計に払って無担保で資金調達を行うという発想がないことから、おそらく、銀行借入れを選択すると思われる。このような我が国の企業の状況を踏まえて、コベナントの議論を行っていく必要がある。
- ・ 我が国では、BBB 格レベルの企業の資金調達をイメージして議論を行えば良いのか。それとも、米国のように、BB 格レベルの企業の資金調達や M&A 等のファイナンスをイメージして議論を行えば良いのか。様々な視点が存在すると思う。

6. 我が国におけるハイ・イールド債投資

- ・ 最近の我が国社債市場では、個人向けの BBB 格の社債や劣後債が数千億円単位で飛躍的に売れたことから、個人投資家は、相当、利回りについて敏感であると思う。個人投資家は、リスクとリターンがあれば、B 格の社債を購入するのかどうかであるが、証券会社としては、金融商品取引法上の適合性の原則があるため、個人投資家に対して、B 格の社債について勧誘することが難しいと思われる。
- ・ 我が国では、例えば、投資信託委託会社が「ハイ・イールド債投信」を組成して、その投信を個人投資家が購入すれば、ハイ・イールド債市場に個人の資金が入ってくる。この考え方は、是非とも、投資家及び投資信託委託会社の意見を聞いてみたい。
- ・ 1990 年代後半のクレジット・クラッチ（金融システムが麻痺して危機的な状態となること）の頃、当社では、債券担保証券（Collateralized Bond Obligation／以下「CBO」という。）を組成した。CBO は、米国と比べれば利回りが低いものの、エクイティ部分において高利回りであり、国内社債と比べても非常に高い利回りであったため、当社では、個人向けに CBO を販売した。そのときの販売状況は、高利回りであったため、個人投資家が非常に興味を示したことから、非常に良く売れた印象である。
- ・ マイカルが破綻した際、当社が販売した CBO の中にマイカルが含まれていたため、CBO は、実際にデフォルトすることとなった。当時は、デフォルトといった事態が一般的ではなかったため、販売業者としては、「個人投資家が直接元本を毀損する商品は、非常に痛みを伴う。」といった印象を持っている。当社では、個人投資家に対するデフォルト後のフォローアップに非常に多大なコストを要するといった反省を踏まえて、単純に個人投資家に対してハイ・イールド債を販売することを控えるようになった。
- ・ 今後、BB 格やB格といったハイ・イールド債を販売するのであれば、証券会社としては、単純にストレートに個人投資家がハイ・イールド債を購入するのではなく、投資信託を通じてハイ・イールド債を購入するなどの工夫が必要であると感じている。
- ・ 最近、我が国では、個人向けに相当リスクが高く複雑な商品（株式交換債等）が大量に販売されており、中には結果的に元本を毀損したのも相当存在するのではないかとと思われる。こうした商品が販売されていることを踏まえれば、低格付でハイリスクの社債を個人投資家に販売することも可能なのではないかと。
- ・ 株式のケースにおいては、例えば、個人投資家が保有する株式の株価が半値となれば、勿

論、個人投資家は納得はしてくれないものの、証券会社において、その個人投資家から、危機的なクレームを受けることはない。

- ・ 社債については、個人投資家が、社債は満期には額面で戻ってくる商品であると認識しており、定期預金の感覚で社債を投資する者が多いと思われる。証券会社の販売方法にも問題があるかもしれないが、社債と株式では、その商品への認知度が大きく異なっていると感じている。
- ・ 外債のケースでは、個人投資家が、為替のリスクについて、一般的に認識するようになってきていると感じている。また、仕組債の販売に当っては、証券会社では投資家別に販売制限を設けている状況である。
- ・ 今後、低格付社債の発行が増えてくるのであれば、証券会社としては、個人投資家に対する新たな取組みを検討しなければならない。
- ・ 運用会社のスポンサーである個人顧客や機関投資家の運用代理人の立場としては、あるコベナントが付与された場合、どの程度、利回りが低下するのか、若しくは、どの程度、社債のパフォーマンスがプロテクティブとなるのか（ボラティリティの問題）について、情報が整理できれば良いと思う。その整理ができれば、コベナントの付与状況から、社債を選別できるようになるため、運用会社としては、受益者に対して、コベナントに関する説明が行いやすい。

7. 我が国における法的インフラ整備

- ・ 配付資料 46 頁の「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。」の「当局」の項目で、「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）」とあるが、これは、ローンのことを意味しているのか。
- ・ 「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）」をあげた理由は、ハイ・イールド債においても、担保付であれば、同じ問題が生じるためである。
- ・ 我が国では、担保付社債は、その発行に際して手続面の煩雑さやコストの高さといった問題はあるものの、法制度自体は、十分に整備されており、法的インフラの整備は行われていると考えるが、どうか。
- ・ 「全資産担保」といったデット（社債・ローン）を導入すれば、商標権、売掛債権、若し

くは工場の在庫や商品も担保の対象となる。そのような状況になれば、担保物件に応じて、抵当権、質権、譲渡担保といった形で、別々の契約書で担保対象の保全を図ることになる。

- ・ 米国では、ローンにおいても、ハイ・イールド債においても、「全資産担保」としている状況である。
- ・ 我が国では、全資産が担保付社債信託法（以下「担信法」という。）の適用対象であるため、社債の場合は、担信法によって強制的に処理されていると思われる。
- ・ LB0 におけるローンの場合は、「全資産担保」を想定すればその実務が煩雑であると思う。
- ・ また、貸金業法は、いわゆる消費者金融を前提とした法律となっており、貸金業のライセンスで営業する当社では、顧客との間で、その都度、約定返済や金利を受ければ、債務者保護の観点から帳簿を管理しなければならない。その帳簿管理など、消費者金融業者の実務が必ずしもシンジケートローンの実務に適合しないことから、これらの状況が問題点であると考えている。
- ・ 多様な社債やエクイティに連動する金融商品などに関連して問題になることが多いのは、利息制限法である。これらの金融商品に対しても利息制限法の適用があるというのが現在の通説であるため、最終的に利率がどの程度になるかわからない金融商品は出し難い。
- ・ 劣後債の中でも、シニア債であれば、利息制限法に抵触する可能性はないと思われるが、ジュニア債、サボーディネーティド債、メザニン債などでは、利息制限法に抵触する可能性があると思われる。

8. 流通市場の整備

- ・ 投資家の立場からは、配付資料 19 頁の「ハイ・イールド債の格付別発行額の推移」にあるとおり、B格の投資が一番面白いと言えるかどうかが重要である。
- ・ 運用会社としては、受託者責任を全うするため、低格付社債について、ある意味、猜疑心を持って分析しなければならない。例えば、投資対象会社が格付を日系の 1 社からしか取得していなければ、運用会社では、ストレスシナリオを想定したうえで、投資対象会社の財務データや定性的な材料を確認してリスク管理を行っている。
- ・ 我が国において、ハイ・イールド債のファンドを立ち上げることができるかどうかはセカンダリー市場の厚み・活性化にあるのではないかと考える。米国では、配付資料 22 頁「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＞」にあるとおり、セカンダリー市場の厚みがある。我が国社債市場では、一日当たりのセカンダリー取引のボリュームが非常に少ない状況である。例えば、2～3年前に100億円程度の起債があった銘柄で10～20億円程度の社債が購入できたとしても、その後、その社債を売ろうとした場合、流動性に厚みが無い我が国社債市場ではフェアバリューでの売却換金が難しいことから、投資家は、ハイ・イールド債の投資に慎重にならざるを得ない。

- ・ 我が国社債市場は、流動性に厚みがないため、市場が一方向に振れやすい難点があり、また BBB 格の社債を含めても銘柄の絶対数が少ない。したがって、ファンドを立ち上げるには適度な銘柄分散と集中が必要であるが、現状では低格付社債だけでファンドを立ち上げることは相当難しいと考える。
- ・ 配付資料 22 頁の「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＞」について、米国のハイ・イールド債市場は活発な起債を前提にセカンダリー市場での取引が活発化していると思われるが、どのような投資家が主体となっているのか。
- ・ 米国のセカンダリー市場における主な投資家は、プライマリー市場と同様に、配付資料 12 頁の「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」にある機関投資家やヘッジファンドであると認識している。
- ・ 米国のセカンダリー市場では、CLO として活用するために取引されるケースも多いと思われる。米国の機関投資家やヘッジファンド及び仲介業者である証券会社は、満期保有が前提の銀行とは異なり、非常に活発にセカンダリー市場で売買を行っている。
- ・ セカンダリー市場が構築されれば、その市場に異変があった場合に価格が下がることになる。この価格の下落がマーケット・インフォメーションであり、投資家は、価格の推移を見守りながら、売る判断ができることになる。ハイ・イールド債を売るためには、一日当たり、3,000～5,000 億円のボリュームがあれば良いと思う。
- ・ 米国では、例えば、バンクローン、担保付社債、無担保債及び劣後債（シニア債・ジュニア債等を含む。）のデフォルト時におけるリカバリー（回収）率がデータとして蓄積されており、そのデータが判例としても活用されていることから、当然ながら、過去のリカバリー率は、プライシングに影響している。
- ・ バンクローンとハイ・イールド債を同じ担当でトレーディングを行う場合は、インサイダー取引の問題が生じる可能性がある。バンクローンでは、メンテナンス・コベンツが付

与されているため、バンクローンの担当者は、ハイ・イールド債の担当者と兼任であれば、通常入手できない情報を少し早く入手できるようになる。そのため、当社では、ハイ・イールド債、レバレッジドローン及びシンジケートローンの各々の責任者・担当者を別のフロアに配置し、各々の部門のトレーダー同士で会話ができないようにトレーディングを行っている。

2. 次回会合

第3回会合を11月5日（金）に開催する。

（配付資料）

- ・ 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

以 上