



欧州のダイレク トレンディング 現状と展望

2021 年 2 月

Disclaimer: This Japanese version is a true translation of the original in English for information purposes only. In case of a discrepancy, the English original will prevail.

はじめに

Symon Drake-Brockman

マネジングパートナー

私はこの 10 年間、ダイレクトレンディングが欧州において一つのアセットクラスとして劇的な成長を遂げるのを、ペンバートンのマネジングパートナーとして目の当たりにし、市場にも関わってもきた。その結果欧州では、多くの機関投資家がダイレクトレンディングを資産配分の中核に据え、欧州のミドルマーケット企業に事業の成長と拡大のための資金を提供してきた。

この間、かなりの投資資金が欧州のダイレクトレンディングに配分されてきたが、同セクターのより詳細な分析に役立つ学術的な研究は少ない。そこで、この急成長しているセクターの現状分析をオックスフォード大学サイド・ビジネススクールに依頼し、ペンバートンは独自データを提供した。また、この市場で活躍する世界的な大手法律事務所レイサム＆ワトキンスにもご協力いただいた。

彼らの分析が皆さんにとって洞察に満ちていることを願うとともに、参加者全員の貢献に感謝したい。

はじめに

序文

エグゼクティブ・サマリー

第 1 部 アセットクラスとしてのプライベートデット およびダイレクトレンディングの成長

第 2 部 ダイレクトレンディング：米国 vs 欧州

第 3 部 銀行融資の減少と代替の余地

第 4 部 借り手需要

第 5 部 投資家による資本供給

第 6 部 欧州ダイレクトレンディングの将来

第 7 部 ダイレクトレンディング市場ー 法的な視点

参考文献

付録

1

2

3

9

17

20

25

30

33

36

46

48

連絡先

Pemberton Capital Advisors LLP

52 Grosvenor Gardens

London, SW1W 0AU
United Kingdom

イングランド登録番号 OC359656

お問い合わせ先

メール：info@pembertonam.com
電話：+44 (0) 20 7993 9300

www.pembertonam.com

序文

プライベートデットの一部であるダイレクトレンディングは成長中の、しかし比較的定義の曖昧なアセットクラスである。業界における一般的な説明は以下の通りである。

- 2012 年以降、欧州ではダイレクトレンディングが急速に伸びている。
- ダイレクトレンディングでは、シンジケートローンやハイイールド債市場を利用するには規模が小さすぎるが、銀行が単独で融資をするには規模が大きすぎる企業が対象となる。
- 過去の成長をけん引した要因は以下の通りである。
 - ミドルマーケットにおける特定の融資取引からの銀行の撤退。
 - 借り手側の資金需要（特にプライベートエクイティ企業）。
 - 投資家の利回り追求。
- 契約上のリターンは比較可能なシンジケートローンよりも通常 200～350bp 高い。同数値は、2020 年の米国では 35bp だった。ミドルマーケットにおける観測データ数は限られているが、米国の同数値の過去 10 年間の平均は 87bp で、2011 年の 1.27% から一貫して減少する傾向にある。（出所：S&P レバレッジド・コメンタリー&データ「LCD」）
- コベナンツによる保護は、一般的にシンジケートローンやハイイールド債よりもダイレクトレンディングの方が債権者にとって有利である。

- 欧州では景気循環を考慮したスルー・ザ・サイクル・ベースのデフォルト・データの検証はまだ行われていないが、米国ではダイレクトレンディング・セクターは世界金融危機（「GFC」）の期間を通して良好なパフォーマンスを示し、ノンバンク融資のデフォルト率が銀行融資のデフォルト率を上回ることにはなかった。

こうした背景があって、サイド・ビジネススクールは、欧州最大のプライベートデット・プラットフォームの 1 つであるペンバートン・アセット・マネジメント（「ペンバートン」）の独自データを利用し、第 7 部で展開されているレイサム&ワトキンスの James Chesterman、Helena Potts、James Burnett、および Karan Chopra による解説を踏まえ、上述の議論のいくつかについて実証または反証を試みた。

レイサム&ワトキンスは、多国籍企業、スタートアップ企業、投資銀行、プライベートエクイティ・ファンド、クレジット・ファンド、ベンチャー・キャピタル、政府系ファンド、政府、その他の機関に対して、アジア、欧州、中東、および米国の各拠点からサービスを提供している世界的な法律事務所である。

本レポート（第 7 部を除く）は、ペンバートンおよびサイド・ビジネススクールが作成し責任を負うものであり、必ずしもレイサム&ワトキンスの見解を示すものではない。同様に、第 7 部はレイサム&ワトキンスが単独で責任を負うものである。



エグゼクティブ・サマリー

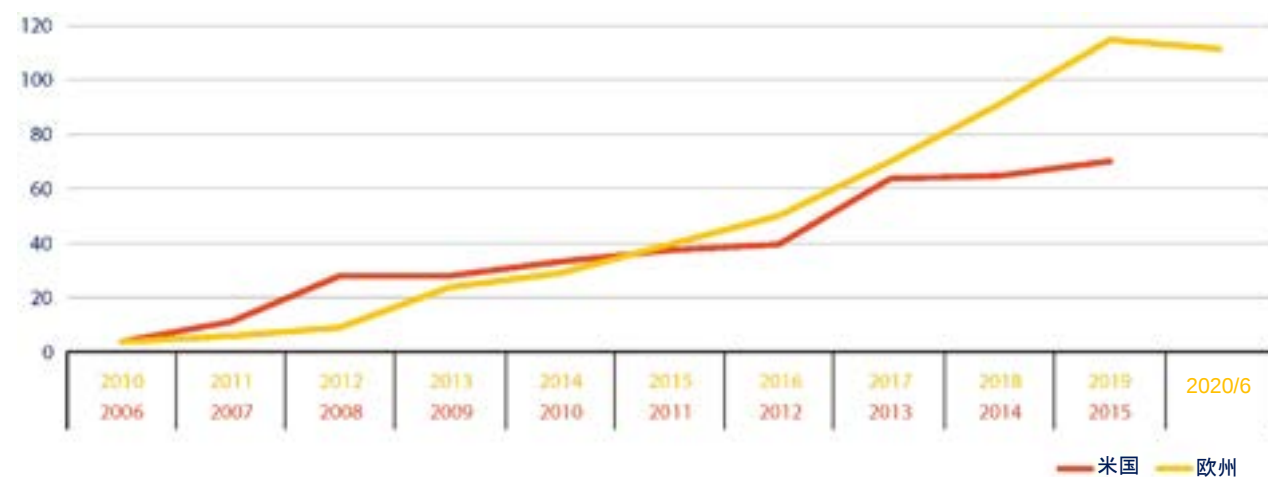
ダイレクトレンディングがプライベートデットの成長をけん引

ブレキンによれば、プライベートデット・ファンドの預り資産（「AUM」）総額は世界全体で 2009 年の 2,750 億米ドルから 2020 年には 8,870 億米ドルに拡大した。業界関係者や最近の学術研究によると、この拡大には複数の要因がある。規制が強化され、銀行統合が進む中で、銀行が融資できないまたは融資を積極化できず、ミドルマーケット企業向けの融資を縮小したこと。また、プライベートエクイティ（PE）による借り手需要、PE 以外の企業からの需要、低金利下による

おける投資家からの資金供給が急増した（「利回り追求」）ことである。

プライベートデット市場の拡大は、米国にて先に始まったが、世界金融危機以降は欧州の方が速く拡大している。この成長は、主としてプライベートデットのサブ戦略であるダイレクトレンディングがけん引している（下記参照）。ダイレクトレンディングは、2009 年に世界で調達されたプライベートデット資金のわずか 2% を占めるに過ぎなかったが、2016 年までには調達されたプライベートデット資金の 34% を占める最も有力な戦略となった（ブレキン）。

図 1：10 年間のダイレクトレンディング市場規模推移（単位：10 億米ドル）：米国（2006 年～2015 年）と欧州（2010 年～2020 年 6 月）の比較



この図では、米国は 2006 年～2015 年の、欧州は 2010 年～2020 年 6 月の預り資産総額を米ドル建てで表示している。
データソース：ブレキン・プロ

レポートの概要

本レポートでは、プライベートデット内における戦略としての比率の高さから、主にダイレクトレンディングに焦点を当てている。本レポートの目的は、ブレキンのデータ、ペンバートンの独自データ、様々な業界ソース、既存および新たに出現した学術文献、および新たな理論的考察を用いて、i) ダイレクトレンディングに焦点を当てたプライベートデットの特徴を示し、ii) 急成長の背景にある理由を調査し、iii) ダイレクトレンディングに内在する機会とリスクを明らかにし、iv) 欧州市場に焦点を当てた将来シナリオの可能性に関する議論を提供することを目的としている。

第 1 部では、プライベートデット内の戦略としてのダイレクトレンディングに焦点を当て、リスク要因について議論する。第 2 部では、欧州におけるダイレクトレンディングを紹介し、その成長を後押しした需給要因を説明する。第 3 部で

は、これらの要因を解き明かそうと試みた学術文献について解説する。第 4 部では、本アセットクラスの拡大がどの程度借り手需要の増加によってもたらされたかを分析し、さらに同時期にミドルマーケット向けの銀行融資が減少した 3 つの潜在的な理由の重要性を比較分析する。第 5 部では、本セクターに資金を供給する投資家の動機を分析する。第 6 部では、今後の欧州のダイレクトレンディング市場に関する我々の考察で締め括る。第 7 部では、レイサム&ワトキンスの多大な貢献により、オルタナティブ・デット市場を背景にしたダイレクトレンディングの法的な解説を提供する。以後、主要なポイントを要約する。

主要なポイント

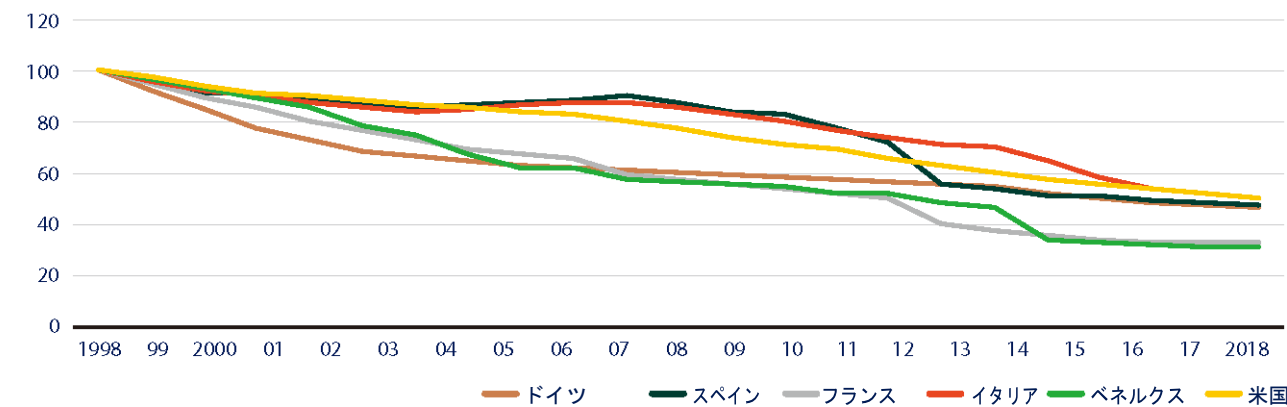
a. 銀行による資金供給の減少

- 欧州では、ダイレクトレンディングがとりわけ世界金融危機以降に急速に拡大した。同じ時期にミドルマーケット企業向けの銀行融資は減少している。米国のデータを用いた学術研究では、統合や規制による銀行の撤退がプライベートクレジット市場の成長を促した重要な要因であることが示されている。欧州における銀行統合や規制強化によって銀行融資が減少し、借り手はダイレクトレンディング・ファンドのような代替的な資金源からそれまでと異なる資金調達をせざるを得なかった可能性が高い（同時に、ダイレクトレンダーとの競争が、銀行の収益性低下と統合の両方を引き起こした可能性もある）。一般的な単一の債務者への与信上限額（絶対額）は銀行の規模に拠らず一定なため、銀行統合により、その後のミドルマーケット向けの融資余力が低下することになる（下図参照）。

b. 借り手需要

- ダイレクトレンディング（より広くはプライベートデット）は、プライベートエクイティ業界の好調さを背景に拡大している。とはいえ、今日のダイレクトレンディングに対する需要がプライベートエクイティ業界の借り手だけに依存しているわけではない。

図 2：銀行数



銀行数は 1998 年時点を 100%としたもの。データソース：欧州中央銀行およびセントルイス連邦準備銀行

c. 投資家による資金供給¹

- 投資家にとって、ダイレクトレンディングはプライベートデット内の一戦略として一般的なものになり、米国における市場規模は 2009 年の 285 億米ドルから 2020 年には 1,910 億米ドルへと 5 倍以上に拡大したと推定される。欧州では、ダイレクトレンディングの預り資産は 2009 年の約 15 億米ドルから 2020 年には約 1,120 億米ドルに成長した。低金利環境により投資家がダイレクトレンディングを含むオルタナティブ資産へのポートフォリオ配分を増やそうとしたことが、こうした傾向を促進した可能性が高い。

- ダイレクトレンディングは、従来の負債（借入/債券）による資金調達源と比較して、潜在的な借り手にいくつかのメリットを提供する。プライベートエクイティの専門家の話によれば、こうしたメリットには（シンジケートローンにおける適用金利の上方修正リスクに比べて）貸出金利が確実であること、承認が比較的迅速であること、特定のビジネスモデルに合わせた契約上の柔軟性などが含まれる。借り手はこのスピードと柔軟性に対して、銀行借入よりも一般的に高い金利を支払うことに躊躇は無いようだ。また、借り手は特に規模が大きいことなどが理由で銀行融資から締め出されることがある（規模が大きいと複数の銀行が協調シクラブローンを組成することが困難なため）。シンジケートローン市場では、プライベートデットに比べて、格付機関手数料、マーケティングのためのロードショー、公募の法的費用といった発行にかかる固定費が高い（経営陣への大きな負荷・労力含め）。また、シンジケートローン市場の参加者には（ダイレクトレンディングとは異なり）流動性が求められるため、シンジケートローンの実質的な最低借入金額は約 2 億 5,000 万ユーロとなる。

- ダイレクトレンディングのコベナント条項は、次第に緩和されつつあるが、シンジケートローン市場より厳格である。LCD によれば、シンジケートローン市場の 90% 以上は「コベナント・ライト（コブ・ライト）」であり、タームローンの貸し手にはコベナントによる保護がない。
- 契約上のマージンは高いが、これまでの学術研究では、ダイレクトレンディング先のデフォルト率がシンジケートローンよりも高いという証拠は見出されていない。そうした証拠がないのは、現段階でデータが限られていることが原因である可能性には注意が必要である。

¹ ダイレクトレンディングはプライベート取引であるため、市場規模の推計は例えばブレキンなどが捕捉したデータにのみ基づいており、網羅的ではない。したがって、絶対的な大きさよりも方向性に意味がある。

d. 市場規模と潜在力

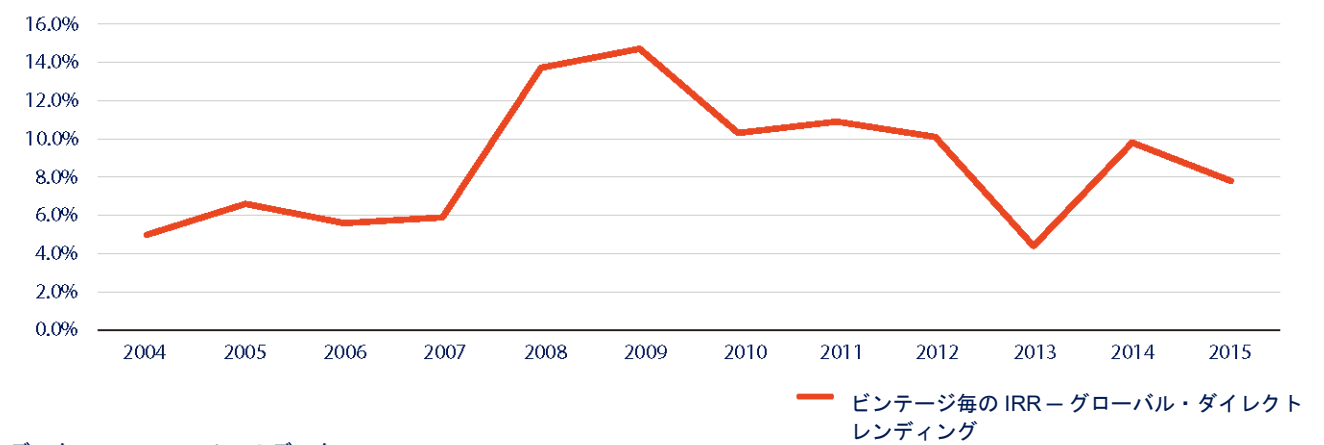
- 市場の広がりや市場残高の GDP 比率で捉えてみて、欧州の水準が現在の米国の水準まで上昇すると仮定すれば、欧州のダイレクトレンディングの市場規模は中期的に最大 50%成長する可能性がある。
- フランス、ドイツ、イタリア、英国のミドルマーケットの企業は企業数では 2%だが、売上高と国内総生産（GDP）では 32%を占めている。米国では、これらの数字はそれぞれ 3%と 33%である（インベスト・ヨーロッパおよびミドルマーケット・センター）。これらの事実を踏まえると、ミドルマーケット市場の相対的な重要性やダイレクトレンディング拡大余地において、欧州が米国を下回るとは言えないだろう。
- 欧州では、世界金融危機の後、緩やかながらも継続的な銀行統合の流れが続いた。銀行資産の対 GDP 比率は、2008 年の 350%から 2018 年には 254%に低下した（ユーロスタット）。銀行の撤退が続けば、ダイレクトレンディングの機会がさらに増加する可能性がある。しかし、ダイレクトレンダーとの競争によって融資機会を失ったことが、これまでの銀行統廃合の一因である可能性もある。

e. リターン分析

- ブレキンのデータに基づくと、2008 年から 2016 年に設立されたダイレクトレンディング・ファンドのネット IRR の中央値は平均して 9.2%だった。これに対し、欧州のシンジケートローンを幅広くカバーする代表的な指標の ELLI のリターンは年 4.1%だった。4.1%は手数料その他の費用の控除前であり、直接的な比較はできないことに注意が必要である。

- また、Burgiss は、ファンド設立年（ビンテージ）を 2004 年までさかのぼり、同社の戦略区分における各クレジット・ファンドについてプールベース IRR を計算している（「全ダイレクトレンディング」ファンドについては以下を参照）。近年のビンテージでは、かなり高いリターンが散見されるが、これはアップフロントフィーが比較的短期間で償却される事によって歪められている可能性が高い。我々は、ファンドが経年するにつれこうした数値は正常化する蓋然性が高いと考え、この図から除外している。
- ダイレクトレンディングは欧州では比較的新しいアセットクラスであり、過去データが限られている。さらに、アセットクラスとしてのプライベートデットの構成は変化しており、最新ビンテージの構成についてはさらに過去データがない。これに加え、我々が議論する他の様々な理由により、これまでの学術的な研究では、このアセットクラスの信頼できるリスク分析やシャープ・レシオの計算を提供することができず、リスク調整後リターンの信頼できる予測は現時点では不可能なままである。
- 欧州のダイレクトレンディングが本格的に始まったのは世界金融危機後の 2012 年に過ぎないが、世界金融危機時に調達されたファンドは、その前後のビンテージに比べ、特にパフォーマンスが良好であることは着目すべき点である。また、世界金融危機前に調達され設立されたファンドの IRR は 5~6%である（図 3 参照）。
- Chernenko 他（2020）によるとノンバンクによる融資は銀行融資よりも金利（+190bps）が高い傾向がある。彼らは観測可能な企業特性による差を排除したうえで、このプラス幅を抽出した。彼らのサンプルでは、ノンバンクの融資先のデフォルト率が銀行の融資先より有意に高いわけではなかった。
- 事例証拠によれば、一般的にダイレクトレンディングのマージンは欧州の同規模のシンジケートローン案件よりも 200~250bp 高い。

図 3：ビンテージ別のグローバルなダイレクトレンディングの IRR



データソース：Burgiss のデータ。

f. リスクの検討

- これまでのダイレクトレンディングの成長が実際に銀行の統合、規制の強化、低金利環境によってもたらされたものであれば、その将来も同様の要因に依存する可能性が高い。将来の銀行融資の減少を予測するのは困難であり、金利が上昇した場合のプライベートクレジット・セクターの抵抗力も実証的な証明はされてはいない。同時に、長期金利の低下によって、このアセットクラスが長期的に魅力的なものになる可能性もある。長期金利、規制、および銀行のさらなる統合を予想するのは、本レポートの対象範囲を超えている。
- ディストレス時のダイレクトレンディング・ローンの回収率は、欧州ではほとんど実証されていない。もっとも、LCD データが示唆するところによれば、シンジケートローン市場では 2010 年以降コベナナツ付き取引の方が回収率はかなり高い。ダイレクトレンディング取引は、現在のシンジケートローン市場とは違い、通常は財務維持コベナナツが付されているため、同様のより優れた回収データが再現される可能性が高いと推測される。
- ダイレクトレンディングの最近のビンテージのリスク・リターン特性については殆ど解析されていない。
- また、市場の下降局面においてプライベートデット・ポートフォリオがどのようなパフォーマンスを示すのか、そして投資家がどのように反応するかについてもまだ分かっていない。金融規制やリスク管理に服する機関投資家にとっての 1 つのメリットは、他のプライベート・マーケットと同様に、プライベートデット・ポートフォリオのバリュエーションが、パブリック・マーケットのバリュエーションよりもかなり安定性が高くなる傾向があることだ。このことは、新型コロナウイルス感染症の期間を通してペンバートンのポートフォリオやその他に関しても当てはまっている。週次のキャッシュフロー予測や経営陣との直接対話によって、リレーションシップ・レンディングによる相互の利益が強化された。
- リスクの計測が困難であり、したがって相関関係の計測が困難であることから、プライベートデットの分散効果を実証するのは困難である。しかしながら、プライベートデットをポートフォリオに含めることによって分散効果が得られると考える十分な理論的根拠はあると考えられる。

g. ダイレクトレンディングの将来

- 過去 10 年間の高いリターン水準は継続するのか？市場規模は今後も拡大し続けるのか？需給の概念で、プライベートデットがこれまで魅力的なリターンを維持しながら成長したことを説明することで、このアセットクラスの将来に対して違う意味合いを提供する。過去には、銀行による資金供給の減少が重要な要因であったと考えら

れるが、本レポートでは（現時点では証拠がないとしても）合理的な別の説明も提供するようにしている。理論的な枠組みを提供することにより、我々は読者がこのアセットクラスについて合理的な予測をたてる手助けをしたいと考えている。

- 将来に影響を与えるだろう要因を特に 1 つ指摘したい。つまり、調査や事例証拠によると、投資家がプライベートデットを含むオルタナティブ資産への配分をさらに増やす意向を表明しているということだ。
- 機関投資家からの資金供給量が増加している一方で、ダイレクトレンディングのファンドマネジャーはその資金を活用することができたようである。欧州では、預り資産に占めるドライパウダーの割合は 2020 年時点で 31% であり、過去 10 年間で最低の水準である（ブレキン）。しかし、資金の増加が案件の質の低下（ビジネスモデルの規模の拡大に伴いリターンが減少するなど）を伴っていないかについては、まだ不明である。しかし、そうしたことが起きていることを示唆する証拠が在る訳では無い。
- 欧州の銀行の収益性に対する圧力は続いていることから、銀行セクターの再編は続く可能性があり、欧州におけるダイレクトレンディングの機会はさらに拡大する可能性がある。さらに、ダイレクトレンディングが欧州でも米国と同様の GDP 比率まで拡大するとすれば将来の成長余地が十分にあると考えられる。実際、2020 年 9 月、スペインのバンキアとカイシャバンクが合併計画を承認しており、これによりスペイン最大の銀行が誕生することになる。
- ダイレクトレンディングは他のプライベートデット戦略に比べると比較的初期の段階にあるため、欧州のデフォルト率が上昇した与信環境のなかでテストされたことはなく、景気下降局面でどのようなパフォーマンスを示すかはまだわからない。また、金利水準が上昇したときに、投資家からの需要がどのように変化するかは不透明である。
- 要約すると、現在のトレンドが将来の成長とリターンをどの程度明確に示しているのかは、学術的な観点からは依然として不透明である。

LATHAM & WATKINS

h. ダイレクトレンディング市場の進化－レイサム＆ワトキンスの法的な見解

主要なポイント

01

全体的に、契約による保護はハイイールド債やシンジケートローンよりもダイレクトレンディングの方が貸し手にとって有利である。ダイレクトレンダーは、ダイレクトレンディング以外の取引において仲介引受銀行が受け取る利益を、保持することができるため、投資家の経済的条件はより良いものになり得る。

04

特に非経済的な条件は、ダイレクトレンディングではファンドが直接交渉を行い、OTD 型モデルが介在しないため、貸し手に有利になる傾向にある。例えば、シンジケートローン市場では早期返済に対するコール・プロテクションは極めて弱い。シンジケートローンの経済的条件を交渉する銀行は、そうした条項が適用されるような状況で恩恵を受ける可能性が低いからだ。また一般的に、ダイレクトレンディングの方が新規借入れやグループからの資金流出の可能性に対する管理がより厳格である。

02

シンジケートローンとハイイールド債の違いは、従来は前者に財務維持コベナナツがあることだった。これはもはや当てはまらず、この 2 種類の債務の主な違いは投資家層の違いとなった。ダイレクトレンディングにおけるバイ・アンド・ホールド・モデルは、欧州のシンジケートローン市場ではほとんど消滅した財務維持コベナナツを含む貸し手の保護が、シンジケートローン市場よりも積極的に追求される背景となっている。

05

スピードは、ときとして重要である。借り手がアmendメントおよびウェイバー手続きによって、融資契約書の修正や条件緩和を受ける必要がある場合は特にそうである。こうしたスピードある対応はダイレクトレンディングのように債権者の数が限定されている場合にのみ実現できる。

03

シンジケートローン市場は Originate to Distribute（当初から売却を意図して組成する（OTD 型））モデルへと変容した。すなわち、契約の合意条件はシンジケートローンの組成能力を反映するものであって、必ずしも与信特有のリスクに対処するように設計されたものではなくなっている。

06

リストラクチャリングについてもスピードはさらに重要である。元本カット、期限延長、キャッシュによる利払いから PIK への変更などの融資条件の重要な変更は（既定の構造調整と債務交換で対応できる場合以外は）、通常は貸し手グループ全員の同意が必要であり、債権者が多数いる場合には容易ではない。そのような条件変更について全債権者の同意が得られない場合は、英国のスキームオブアレンジメントや整理・リストラクチャリング計画のようなクラムダウンのテクニク、一部の EU 加盟国における同様の手続きを用いることができる（しかし、これらのプロセスは時間を要しコストもかかり、債務者の財務問題／経営不振の風評を高めることとなる）。



ペンパートの見解

表 1：貸し手からみた契約書の強さの比較：ペンパートの見解

契約書上の論点	シンジケートローン	ダイレクトレンディング	ハイイールド債
プライシング	ランク 2	ランク 1	ランク 2
契約書	ランク 2	ランク 1	ランク 3
担保パッケージ	ランク 2	ランク 1	ランク 3
新規借入	ランク 2	ランク 1	ランク 3
支払制限	ランク 2	ランク 1	ランク 3
買収	ランク 2	ランク 1	ランク 3
新規借入枠	ランク 3	ランク 1	ランク 2
強制期限前弁済	ランク 2	ランク 1	ランク 3
コール・プロテクション	ランク 3	ランク 2	ランク 1
財務制限条項	ランク 2	ランク 1	ランク 3
シナジー	ランク 2	ランク 1	ランク 3
レポーティング	ランク 2	ランク 1	ランク 2
アmendメント	ランク 2	ランク 1	ランク 2
総合	ランク 2	ランク 1	ランク 3

上記はペンパートの現在の市場に対する見解と執筆時点の合理的な仮定に基づいたものである。この結論に対して我々は、その時点で合理的と判断したものである。

第 1 部

アセットクラスとしてのプライベートデット
およびダイレクトレンディングの成長

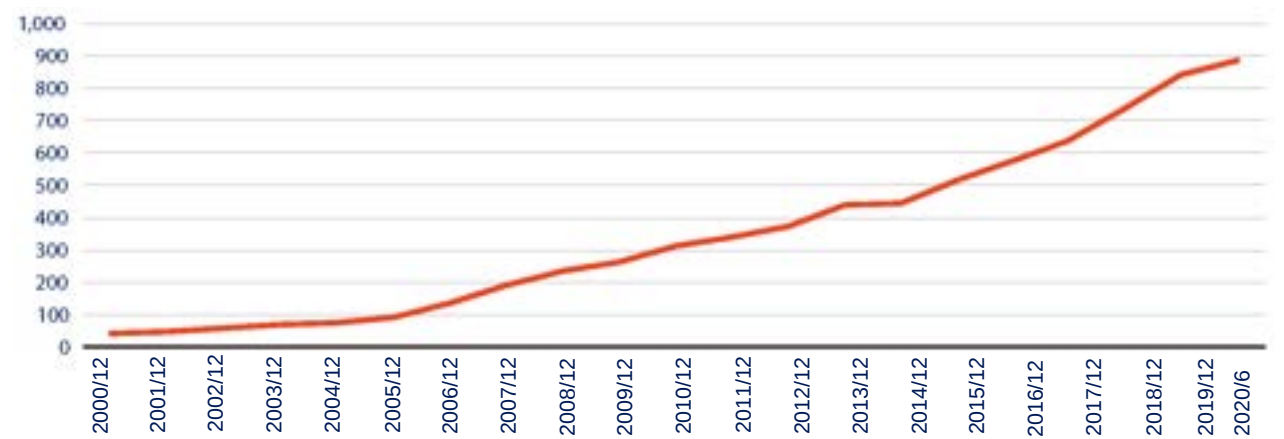
概要

本セクションでは、アセットクラスとしてのプライベートデットを紹介するとともに、プライベートデット内の戦略としてのダイレクトレンディングの性質について分析する。

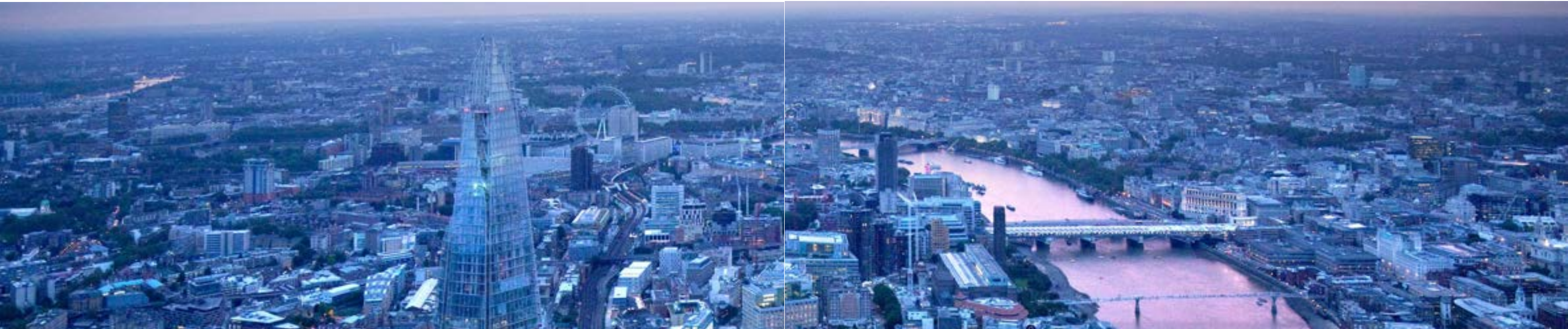
アセットクラスとしてのプライベートデット

「プライベートデット」は、以下の全てを満たす債務を広く指す。i) 上場されていない、ii) 投資銀行がシンジケート組成したものではない、iii) 商業銀行が提供したものではない。以下では、こうした融資の特徴が、銀行融資やさらにはパブリックデットとどの程度異なっているのかを探る。市場規模の 10 年間の成長率が年 14.2%であることからわかるように、プライベートデットは近年大きく成長した（図 4）。かつて生まれて間もなかったアセットクラスは順調に成長し、機関投資家のポートフォリオの一部として定着した。

図 4：世界のプライベートデット市場規模（単位：10 億米ドル）



データソース：プレキン・グローバル・プライベートデット・レポート 2019.



プライベートデットはパブリック市場で流通せず、貸主が商業銀行ではない債務と定義される。プライベートデットとパブリック・デットの区別はプライベートエクイティと公開（上場）株の区別に似ているが、微妙な違いがある。プライベートデットは、ディストレスデット、不動産融資、メザニン、ベンチャー融資、および本レポートの焦点であるダイレクトレンディングなど、いくつかのサブカテゴリーに分類することができる。表2は、他の主要なアセットクラスと比較したプライベートデット・ファンドの位置づけを示している。分析では、デリバティブ商品（例えばCDS）は考慮されていない。

表2：負債および株主資本内の主なサブカテゴリーの概要とプライベートデット（およびダイレクトレンディング）の位置づけ

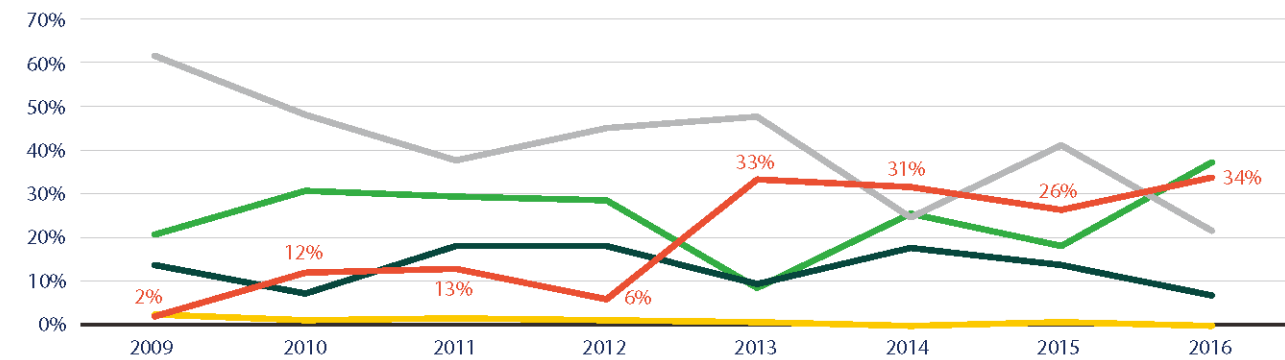
	パブリック	プライベート
株主資本	株式 上場投資信託 不動産投資信託	プライベートエクイティ・ファンド 非公開会社
金利/SSA 債	国債－国際機関債、 政府機関債、財務省証券	SSA（政府、国際機関、政府機関）債、 私募債、コマーシャル・ペーパー
クレジット	社債－投資適格債およびハイイールド債、 シンジケートローン	銀行融資 ：バイラテラルまたはクラブ・ベースの融資であり、セカンダリー市場における流動性が極めて限定的なもの。米国の銀行グループの上場証券または上場BDC（ビジネス・デベロップメント・カンパニー）を通じた間接的なアクセスのみ。 プライベートデット・ファンド ：ダイレクトレンディングおよび不動産、メザニン・ファイナンス、ミドルマーケット・ローン担保証券（CLO）、アセットベース・レンディング、インフラ融資、消費者向け／マーケットプレイス・レンディング、ロイヤルティ・ファイナンス、ベンチャー融資、レスキュー・ファイナンス、再保険、訴訟ファイナンス。

ダイレクトレンディングへのフォーカス

プライベートデットは、通常はノンバンクが関与するため、「プライベートクレジット」または「ダイレクトレンディング」と呼ばれることもある。しかし、「ダイレクトレンディング」という用語は、プライベートデット内の特定の戦略を指すこともある。明確化のため、本レポートでは、プライベートデット市場全体ではなくダイレクトレンディング戦略に関するものをダイレクトレンディングと称する。

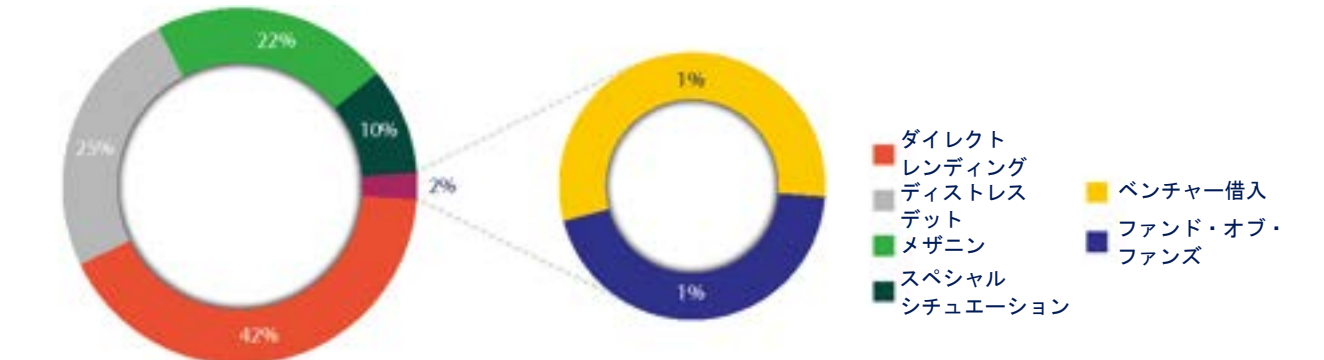
「プライベートデット」と「ダイレクトレンディング」という用語を互換的に使用するの、おそらく、ダイレクトレンディング戦略が過去10年間の急速に成長し、今やプライベートデット市場のかんりの部分を占めるようになったことが影響していると思われる。

図5：ストラテジー別、ビンテージ別にみたプライベートデット預り資産残高の比率



この図は、2009年から2016年までの各ビンテージ年におけるファンド戦略別の預り資産の割合を示したものである。データソース：プレキン。

図6：プライベートデット・ファンドの資金調達総額に占めるファンドタイプ別の割合（2014年～2018年 総額5,160億米ドル）



この図は2014年から2018年の間にプライベートデット・ファンドにより調達された資金の総額を販売戦略別に示したものである。データソース：プレキン。

ダイレクトレンディングの定義

ダイレクトレンディングは、非投資適格の借り手に対して行われるシニア担保付ローンである。ここでいう「担保」とは、キャッシュフローを担保とする事（株式に対する質権設定を通じて）によって保全されていることを意味し、不動産、工場、設備、またはその他の実物資産を担保とする融資とは区別される。ダイレクトレンディング・ローンは時に実物資産上に担保を有することがあるが、債務不履行の状況において主たる回収の源泉となるのは、債務者のキャッシュフロー創出能力と、会社を継続企業（ゴーイングコンサーン）として売却する資金である。これらのダイレクトレンディング・ローンは、通常は流動性に乏しく、公開資本市場では流通しない。欧州における典型的なダイレクトレンディング・ローンの金額は、2,500万～3億ユーロの範囲

図7：ダイレクトレンディング・ファンドの構造と条項

ダイレクトレンディング・ファンドの特性：

構造：ダイレクトレンディング・ファンドは、構造的にはプライベートエクイティ・ファンドに類似しており、リミテッド・パートナー／ゼネラル・パートナー（LP／GP）の構成を採用している。プレキンのデータベースにあるファンドの法的な枠組みを報告した211のダイレクトレンディング・ファンドのうち、83%がLP／GP構造を採用している。

運用報酬：概して、ダイレクトレンディング・ファンドはプライベートエクイティより低いリスクおよび低いリターンを目標とし、運用報酬とハードルレートも低い。運用報酬は、通常は投資資金に対する割合として計算されるが、依然としてコミット資金に対して請求するファンドもある。ファンドレイズの初期においては、あるいは知名度の低いマネージャーは、ファンドの初期にコミットする投資家に対して割引を提供している。

成功報酬：ダイレクトレンディング・ファンドの成功報酬は、通常、ハードルレートと（通常は）キャッチアップを条件として、利益に対する割合として計算される。リターンがハードルレートを超えた時点からマネージャーへの成功報酬は起算される。一方キャッチアップは、ハードルレートではなく、0%を上回る総リターンに対して、マネージャーへの

であり、金利はLIBORプラス5.5%～7.5%である¹。もちろん、これらのレンジから外れるケースもある

後述する学術的な研究は、銀行が特定の貸出市場から撤退したことを実証するとともに、ダイレクトレンディング・ファンドの借り手が銀行の借り手とは異なる特性をもつ傾向があることも実証している。銀行は、しばしばダイレクトレンディング取引における資本構成の重要な一部であり、分割返済型のタームローン、スーパーシニア・リボルビング借入枠、運転資金借入枠を提供するほか、特に銀行が重要な付随収入を得ることができる場合（為替ヘッジ等）には、同一のトランジェに共同融資することもあることに留意する必要がある。ミドルマーケットとは、一般的に企業価値が5,000万～5億ユーロの間、あるいはEBITDA（利払い、税引き、償却前利益）が1,000万～5,000万ユーロの間にある企業のことを指す。

配分が成功報酬割合となるまでの間、ハードルレートを上回る利益をマネージャーに傾斜的に配分する期間/仕組である。成功報酬、ハードルレート、キャッチアップはファンドによって異なるかもしれないが、成功報酬は通常10%程度である。成功報酬、ハードルレート、キャッチアップはファンドによって異なる場合があるが、成功報酬は通常10%程度である。

投資期間：ダイレクトレンディング・ファンドの投資期間は通常4～5年であり、資金はリサイクル（再投資）される。投資期間は、ある固定日、通常はファンドの最初の募集締切日からの期間のことであり、GPはこの日まで投資資金を引き出すことができる。リサイクル条項は、ファンドが投資の早期の売却または償還金で得た資金を再投資することを可能にし、ファンド期間を通じてLP資金の平均運用額を引き上げることが可能になる。

ファンド期間：ファンド期間はそのファンド活動期間全体である。ファンド期間の最後に、ファンドが保有する全ての投資は資金化され、ファンド期間は終了する。一部の投資を換金することが最適ではない場合に備え、通常、期間延長条項が規定されており、延長には主要LPの承認が必要とされる場合がある。通常、ダイレクトレンディング・ファンドの期間は7～8年である。

この表は、ダイレクトレンディング・ファンドの典型的な属性を要約したものである。データソース：ペンバートン、オックスフォードによるプライベートエクイティ専門家との対話。

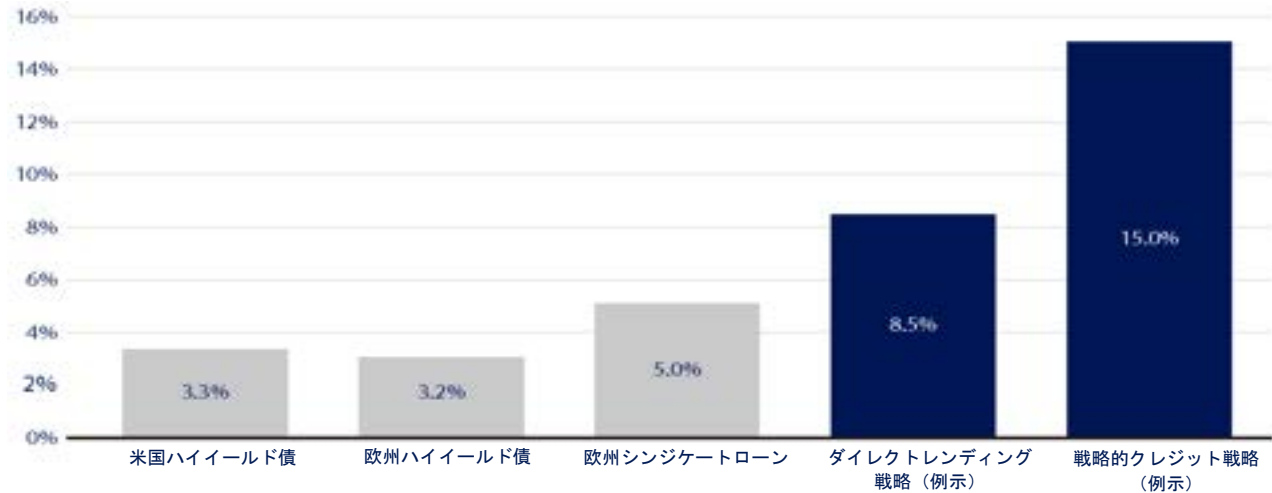
¹ デロイト・オルタナティブ・ディール・トラッカー、業界実務家との議論。

ダイレクトレンディングのリターン特性

ダイレクトレンディング戦略の金利は通常、LIBOR+5.5%から7.5%程度である。これに対し、（ダイレクトレンディング以前の代表的な資金調達方法であった）伝統的な銀行クラブローンのマージンは4.0～5.0%である。これはデロイト・オルタナティブ・ディール・トラッカーによるものだが、我々の市場観測によれば、実際の銀行のプライシングはさらに50bps程度低いと考えられる。ダイレクトレンディングおよび銀行クラブローンのマージンは、適用金利決定時のLIBOR金利（ただし、通常、0.0%を下限とする）に上乗せされる。ダイレクトレンディングにおいては、アレンジメント・フィーは3.0%が市場における標準であり、グロスリターンは7.0%から9.0%の間となる。

ダイレクトレンディング・ファンドが通常置いているハードル金利は通常、運用報酬やその他の経費控除後ベースで5.5%以上である²。

図8：格付シングルBの信用リスクの予想リターンは、ミドルマーケットのダイレクトレンディングが引き続き大幅に高い、期間3年予想グロスIRR（%、EUR）



データソース：ペンバートン試算による、プライベートデット市場とシンジケートローン市場のグロスIRR上昇幅の比較。これらの予想利回りは、契約上のマージンとアップフロントフィーに基づいており、関連するファンドの経費や成功報酬を控除する前のものである。また、潜在的な信用損失をゼロと仮定しているが、これは市場によって異なる可能性がある。目標予測が達成される保証はない。予測は、将来の業績を示す信頼性の高い指標ではない。

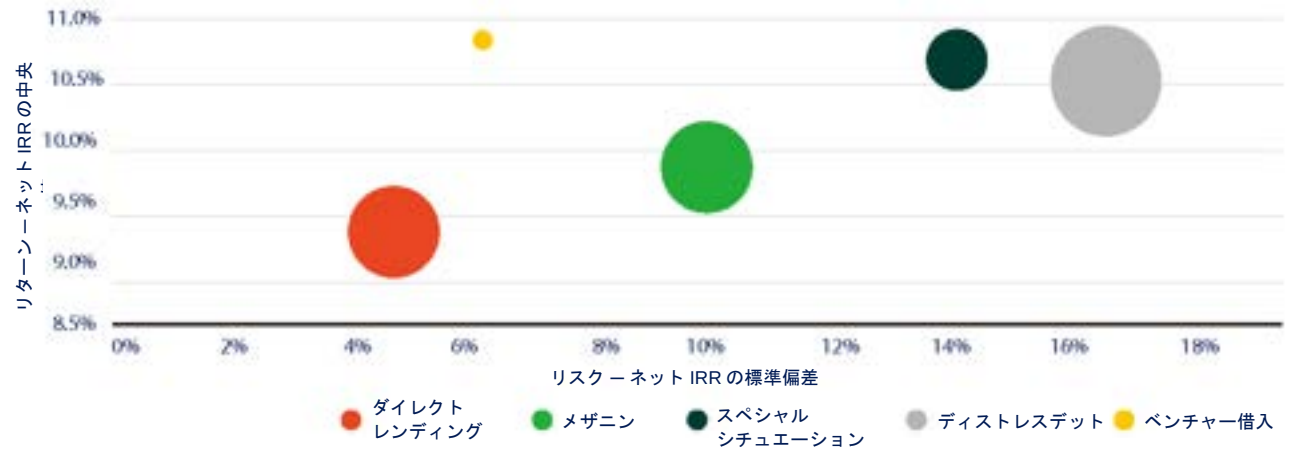
図9は、様々なプライベートデット戦略のリスク・リターン特性を示しているが、以下の重要な留意事項がある。IRRは測定基準として用いる場合に大きな歪みを生じる可能性があるが、それにもかかわらず、プライベートデット市場のリターンを測定する指標として用いられている。そのような人為的に高くなりうるリターンの影響を限定するために、我々は戦略毎のパフォーマンスではなく、ファンド全体のIRRの中央値を使用している。また、サンプル数が小さい戦略があること、予測は将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではないこと、また、本レポートで後述するようにビンテージの特性が時間とともに変化してきているという事実も留意事項に含む。そのため、過去に記録されたIRRが将来のIRRの推計に足るかどうかには疑問が残る。さらに、データサンプルの少ないプライベート市場のリスク計算とパブリック市場におけるリスク測定との比較に意味はない。S&P500指数は2020年に16.3%上昇したが、その間に市場が30%以上下落した後回復した、ということを省略すれば、読者は全てのてん末が語られていないと感じるだろう。サンプルデータが少ない場合、こうした途中の変動が隠されてしまうことになる。

我々はまだその示唆する内容について完全に確信しているわけではないが、Mundy、Hu、True、Zhangが資産価値に対するプライベート・マーケットの平準化効果を扱う研究を行った。この結果、調整前と比較してシャープ・レシオは低くなった。しかし、シャープ・レシオは、ダイレクトレンディングでは1.55であった（メザニンを除くと1.33）のに対し、次にパフォーマンズの良かったパブリック・メザニン・ファンドでは0.84であった（Burgissが保有するマネジャー・データに基づく）。

これら全ての留意事項を前提とすると、2008年から2016年ビンテージのダイレクトレンディング・ファンドのネットIRRは、平均で中央値が9.2%、標準偏差が4.6%であった（図9）。ダイレクトレンディングは、ディストレスデットのようなプライベートデットにおけるよりリスクの高いサブ戦略と比較して、リスクと「リターン」の両方で下端に位置していることに注意が必要だ。これは、ダイレクトレンディング・ファンドが、借り手の資産に対する優先的なリコースを持つ、よりシニアで比較的短期の融資を行うことから、想定される内容といえる

² デロイト・オルタナティブ・ディール・トラッカー。³ プライベートデット：Stephen L. Nesbitt、「企業融資における機会」

図9：プライベートデット：ファンド戦略別リスク・リターン（2008～2016ビンテージ）



この図は、戦略別のダイレクトレンディング・ファンドのリスク中央値（ネットIRRの標準偏差で測定）とリターン中央値（ネットIRRで測定）を示している。計算には、ブレキンのデータベース内でIRRを報告している2008年から2016年ビンテージの全てのデットファントが含まれている。バブルの大きさは、その期間における特定の戦略の預り資産の相対的な大きさを表している。データソース：ブレキン。

上記で報告したリターンは、ブレキンのデータではなくBurgissに基づいたMunday他（2018）による計算とおおむね一致している（下記参照）が、Mundayらが算出したリターンは、米国中心であること（基準金利が高い）から予想されるように、やや高い。おそらく重要なことは、彼らのデータがやや早い時期（2004～2016）をカバーしており、我々のデータとは違い、景気後退が含まれていることだ。彼らは、それぞれのビンテージ年のファンドについて、プールベースのIRRを報告している⁴。プールベースIRRのレンジはメザニンが5.2%から10.9%、ディストレスデットが0.8%から16.2%、「全ダイレクトレンディング」（メザニンを含む）が5%から19.4%、ダイレクトレンディング（メザニンを除く）が4.7%（2013年）から29.3%（2019年ビンテージ）となっている。しかし、これらのリターンは（各

年に調達されたファンドに対応する）5から10の観測値にのみ基づいて計算されたものである。さらに著者は、サンプル期間中にまだ運用中であった2011年以降のビンテージについては、推論しないよう読者に警告する慎重な対応をとっている。我々は、ファンドが成熟するにつれ、より最近のビンテージの極端な値は正常化すると予想する⁵。重要なことは、リターンがマイナスになったダイレクトレンディングはないということだ。

データが限られていることから、分散効果について具体的な推論を行うのは依然として困難である。しかしプライベートデットをポートフォリオに含めることによって分散効果が得られると考える十分な理論的根拠は残っている。

表3：ビンテージイヤー別プライベートクレジット・ファンドのプールベースIRRおよび投下資本倍率

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
パネルA：プールベースIRR													
全ファンド	1.2%	5.3%	3.5%	5.2%	13.0%	10.1%	10.1%	14.2%	7.8%	6.1%	9.1%	11.7%	5.8%
- メザニン	5.7%	5.2%	5.3%	8.0%	9.7%	-	10.9%	10.1%	7.9%	7.2%	11.2%	7.2%	9.6%
- ディストレス	0.8%	5.3%	6.9%	5.8%	13.2%	10.6%	9.8%	11.7%	7.4%	7.2%	12.3%	16.2%	-
- ゼネラリスト	-2.4%	-	-	-	-	-	11.2%	-	-	4.6%	5.2%	7.8%	-2.7%
- その他・不明	-	-	-	-	-	15.6%	-	10.5%	8.0%	4.2%	5.7%	8.5%	13.8%
ダイレクトレンディングのみ													
- 全ダイレクトレンディング	5.0%	6.6%	5.6%	5.9%	13.7%	14.7%	10.3%	10.9%	10.1%	4.4%	9.8%	7.8%	19.4%
- ダイレクトレンディング（除：メザニン）	-	-	-	-	-	-	9.6%	8.6%	8.6%	4.7%	8.1%	7.6%	29.3%
パネルB：プールベース投資倍率													
全ファンド	1.05	1.29	1.17	1.22	1.48	1.36	1.37	1.37	1.17	1.13	1.12	1.10	1.02
- メザニン	1.28	1.27	1.22	1.29	1.37	-	1.33	1.21	1.16	1.11	1.14	1.06	1.06
- ディストレス	1.04	1.32	1.36	1.26	1.51	1.41	1.39	1.42	1.17	1.18	1.18	1.15	-
- ゼネラリスト	0.89	-	-	-	-	-	1.28	-	-	1.08	1.07	1.08	0.99
- その他・不明	-	-	-	-	1.54	-	-	1.27	1.19	1.09	1.07	1.06	1.04
ダイレクトレンディングのみ													
- 全ダイレクトレンディング	1.20	1.38	1.21	1.26	1.46	-	1.33	1.22	1.21	1.08	1.13	1.07	1.06
- ダイレクトレンディング（除：メザニン）	-	-	-	-	-	-	1.28	1.16	1.17	1.09	1.10	1.06	1.10

注：サンプルには、Burgissによってリストされた2004年から2016年ビンテージの全てのプライベートクレジット・ファンドが含まれている。

⁴ 著者らと連絡をとった結果、プールベースIRRはまずキャッシュフローを合算し、それからIRRが計算されたことが明らかになった。したがって、ファンド別のIRRを平均することによって計算されたものではない。

⁵ GiuzioとPaterlini（2017）も、「プライベートデット・パフォーマンスの構成要素」と題する論文で、論文名と同じテーマの解明を試みているが、欧州中央銀行（ECB）のローン・データのみに基づいた議論となっている。これは、投資家は慎重な姿勢が必要であり、このアセットクラスのリターン分析や予測を額面通りに受け取らず、どのように計算されたかを検証すべきであることを今一度強調している。

ダイレクトレンディングのリスク

金利リスク

ダイレクトレンディングに対する金利上昇リスクについては、i) ダイレクトレンディングの投資家への相対的魅力に関するリスク、ii) 借り手のデフォルトリスク、iii) リターン（金利デュレーション）といういくつかの側面を区別することが重要である。

a. ダイレクトレンディングの投資家への相対的魅力度に関する論点

業界関係者や規制当局は、低金利環境とそれによる投資家の利回り追求の動きが最近のダイレクトレンディングへの資金流入の一因になっているとする。1つの懸念は、金利が上昇し、従来型のデット商品、つまり債券やより信用度の高い（つまり投資適格の）資産が高金利環境下で投資家の確定期回りのニーズを満たせるようになった場合、機関投資家がこうした従来型のデットに回帰しプライベートデットへの資産配分を減少させる可能性があることだ。したがって、金利の上昇は、他の債務証券との比較で、プライベートデットの魅力を低下させる可能性がある。

しかし、金利が上昇すれば、低金利環境下で発行された過去のクーポンがより高い実勢レートで割引かれるため、既発のハイイールド債ポートフォリオ（実際は全ての固定金利資産）の簿価を減少させることになる。ダイレクトレンディングの場合は変動する基準金利に基づいて適用金利がリセットされるため、こうした問題は起きない。したがって、政策金利の引上げは、将来のダイレクトレンディングに対するコミットメントの減少につながるリスクがあるが、逆に、このアセットクラスに流入する資金の量が減少するため、将来のリターンの下支えとなる可能性もある。一方、低金利が維持される場合や、マクロ経済が減速する中で金利水準がさらに低下する場合には、投資家の需要に支えられ、ダイレクトレンディングはさらに成長すると予想される。パブリック・マーケット・ファンドとは異なり、ダイレクトレンダーはファンドの資金がロックアップされている、すなわち資金流出や強制的な売却がないことにより、恩恵を受ける。実際、3月と4月の数週間の間に起きた投げ売りを利用できた投資家も多い。投資家の需要が減退すれば、今後のビンテージの資金調達減少につながる可能性が高い。ダイレクトレンディングの変動金利の性質は、シンジケートローン市場や商業銀行融資において普及しているものと同一であることに注意が必要である。

b. 金利上昇によるデフォルトリスク

業界の専門家によれば、ダイレクトレンディングはほとんど変動金利ベースで契約されており、ベンパートのデータもこれを裏づけている。その結果、金利上昇局面では、借り手は借入コストの上昇に直面する可能性がある。場合によっては、金利負担が上昇することにより、近年の実績よりもデフォルト率が上昇する可能性がある。しかし、借り手は一般的に、借入額の全部または大部分についてキャップを購入することにより、金利エクスポージャーをヘッジすることが要求される。

キャップによって、借り手は支払わなければならない利息額に上限を設定することが可能になる。借り手を金利上昇リスクから完全に解放するわけではないが、エクスポージャーを制限し、金利リスクをある程度管理するのに役立つ可能性が高い。キャップの水準は融資ごとに異なり、また、融資金利や金利カバー率（およびその感応度）も企業ごとに異なるため、金利上昇がさらなるデフォルトの引き金となり、デフォルト率が増加するかどうかを判断するのはデータがさらに揃わないと困難である。借り手に対する金利リスクヘッジの要求の度合いはファンド間でばらつきがある可能性がある。金利はマクロ経済環境の改善に伴って上昇する傾向があることから、潜在的な事業リスクも同時に低下する可能性があり、おそらく金利の上昇そのものが借り手のデフォルトリスクに与える悪影響を十二分に相殺する可能性もあると予想される。いずれにせよ、金利リスクを限定することに関心のあるLPは、関連する情報をファンドに確認することをお勧めする。ベンパートンは一般的に、金利エクスポージャーの3分の2をヘッジするよう求めるが、これは市場全体の貸し手の姿勢と一致していると考えらる。

c. リターンインパクト

融資が変動金利であることから、通常、金利計算期間は最大でも1年であり、これはブラisingの金利感応度が極めて限定的であることを意味する。金利の上昇による変動金利資産のリターンに対する影響は実際にはプラスである。

為替リスク

ダイレクトレンディング・ファンドはある程度の為替リスクにさらされているが、これを管理するための措置を講じている。ダイレクトレンダーが行う個別の融資がファンドの現地通貨建てで組成され、借り手のキャッシュフローや事業がその現地通貨のみにさらされている場合、ファンドはいかなる為替リスクも負っていない。融資とファンドが異なる通貨を使用している場合、通常、融資の元本残高は、定期的に先物が替予約によってヘッジされる。ファンドの現地通貨建てで融資が行われるが、借り手の事業が国際的である（すなわち、非現地通貨建てのキャッシュフローに依存している）場合には、通常、ダイレクトレンダーは、為替相場の変動によって債務返済力が損なわれないようにするため、ヘッジ要件を規定している。したがって、ダイレクトレンディングでは、為替リスクを管理するために数多くの措置が講じられている。繰り返しになるが、ファンド間で方針にばらつきがある可能性がある。

規制リスク

この分析は、現在公的に検討されているプライベートデット規制の強化がないことを前提に提示されている。それにもかかわらず、ダイレクトレンディングの成長、より広くはプライベートデットの成長は、規制の変更によって脅かされる可能性がある。マスコミは、プライベートデット・ファンドがシャドーバンキング・セクターの成長に寄与し、システムミックリスクを増加させるのではないかと懸念をしばしば表明している⁶。米連邦準備制度（FRB）の元幹部や著名なプライベートエクイティの学者たちも同様の懸念を表明し、本セクターの不透明性、融資ポートフォリオの景気後退時の信用収縮に対する脆弱性、オープンエンド型ファンドの取付けのリスク（ダイレクトレンディングはクローズドエンド型であり該当しない）を警告してきたが、同時に、同セクターに当面減速する兆候は見られず、銀行セクターの信用収縮がプライベートデットに対する需要の増加につながる可能性があることも認めている⁷。明らかなのは、プライベートデット・ファンドが提供する融資が今後も増加すれば金融システム内の総債務が増加するため負の影響を持ち得ることだ。

それにもかかわらず、全てのダイレクトレンディング・ファンドはクローズドエンド型であり、銀行が歴史的に苦しんできた流動性ミスマッチにさらされることはない。プライベートデット・ファンドが提供する融資が、実際にシステムミックリスクを増大させるかどうかという実証的な問題は、本レポートの範囲を超えている。プライベートデットによるシステムミックリスクが存在するという認識が政策当局者による本セクターの規制につながり、その結果、本セクター成長率および／またはリターンを創出する能力にマイナスの影響を与える可能性がある。しかし、仮にダイレクトレンダーが実際に銀行融資をロックアップされた資金で置き換えているとしても、規制当局は懸念を抱かないだろう。ダイレクトレンディングの預り資産の増加は、欧州の銀行のバランスシートから落とされたGDPの90%のうち、ごくわずかな部分にすぎないことを思い出してほしい。歴史的に、（米連邦準備制度理事会（FRB）のJanet Yellen議長を含む）規制当局の発言は、それよりもシンジケートローン市場における引受基準に焦点を当ててきた。

プライベートエクイティに対する規制を通じて、ダイレクトレンディングの成長もまた間接的な影響を受ける可能性がある。ダイレクトレンディングの成長の過程で今ではPEスポンサーなしの取引も増えているが、過去の成長の大部分はPEスポンサー取引によって支えられていた（第4部参照）。米国マサチューセッツ州選出の上院議員Elizabeth Warrenは、プライベートエクイティ企業に「より大きな説明責任」を求めた⁸。政治的な変化によってプライベートエクイティ規制が強化されバイアウト活動を減少し、それによってPEスポンサー付き取引によるダイレクトレンディングの成長に間接的な圧力がかかる可能性がある。

ダイレクトレンディングにおけるデフォルトリスクとコベナンツ

コベナンツには、借り手が特定の行動（例えば、配当の支払いや新たな借入）を行おうとするとときに遵守しなければならない発生ベースのコベナンツと、遵守がテストされるとき（通常は四半期ベース）に常に遵守されていなければならない財務維持コベナンツ（例えば、ネット負債／EBITDA倍率の上限）が含まれる。コベナンツは企業のコントロールの一部を貸し手が把握し、ダウンスайд・プロテクションの強化につながる。

世界金融危機以降、銀行、ダイレクトレンディングともに、財務維持コベナンツの利用は減少している。表4は、銀行とダイレクトレンダーによるコベナンツの利用を比較することによって、シニアローンにおけるコベナンツの利用が減少したことを示している。LCDによれば、シンジケートローンの90%以上はコブ・ライト、すなわち財務維持コベナンツが含まれていない。対照的に、ダイレクトレンダーは平均すると複数のコベナンツを維持することに成功しており、通常、ネット・レバレッジ・レシオに関するコベナンツが重要なプロテクションを提供している。ベンパートのダイレクトレンディング戦略のデータは、財務維持コベナンツの数の平均値が2015年の2.7から2019年には1.2に減少していることを示しており、コベナンツ数が減少しているという話をおおむね裏づけている（図10）。仮にデータが入手可能であったならば、コベナンツ違反が時とともに増加してきたかを検証することが有益であろう。

潜在的な懸念は、コベナンツの減少によって、個別の融資のリスク度が高まる可能性があることである。Janet Yellenは、コベナンツの数の減少が示すように、シンジケートローン市場における融資基準が劣化していることについて警告をした⁹。ベンパートのダイレクトレンディングのデータによれば、プライベートデット取引の融資開始時のローン・トゥ・バリュー・レシオ（LTV）の平均値は2015年から2019年にかけて約6%上昇しており、個別融資のリスク度の潜在的な変化をさらに浮き彫りにしている。貸出LTVの上昇はリスクの増大と認識し得る。とはいえ、LTVは50%を下回る比較的低い水準にとどまっており、パブリック市場におけるLTVの水準を大幅に下回っている。ビンテージが異なる融資の特性にこのような変化が見られることが、上述したように、過去のリターンに基づく単純なリターンの予測に慎重な姿勢を保つべき理由の1つである。

⁶ 例えば、以下を参照。 <https://www.ft.com/content/2965ff84-6ed2-11e6-a0c9-1365ce54b926>
<https://www.ft.com/content/4610e820-1b09-11e9-9e64-d150b3105d21>

⁷ <https://www.marketwatch.com/story/shadow-banking-is-growing-remains-opaque-and-carries-uncertain-risks-for-the-economy-2020-01-04>

⁸ <https://www.ft.com/content/e5efa950-ec17-11e9-85f4-d00e5018f061>

⁹ <https://www.ft.com/content/04352e76-d792-11e8-a854-33d6f82e62f8>

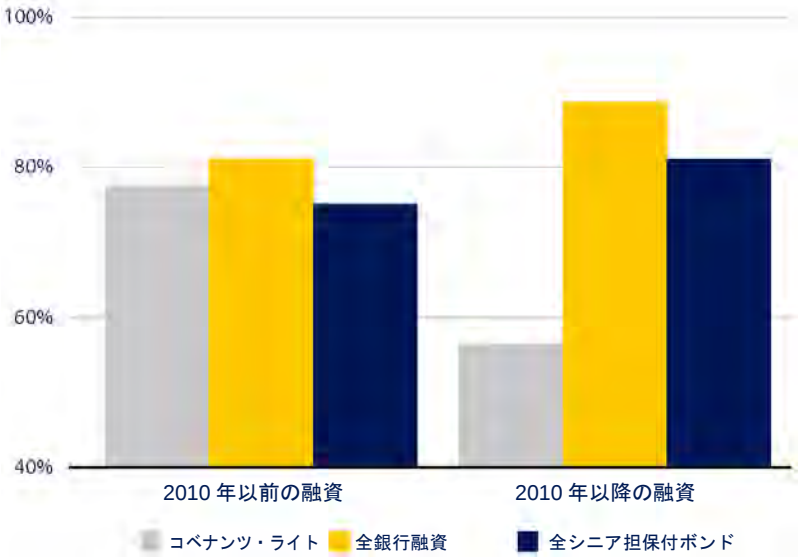
表 4：銀行融資およびダイレクトレンディングにおけるコベナンツ利用状況の変化

	世界金融危機後の時期	現在
商業銀行	コベナンツ数 3～4	コベナンツ数 2
シンジケートローン市場	コベナンツコベナンツ数 1～2	90%がコブ・ライト（コベナンツなし）
ダイレクトレンディング	コベナンツ数 4 以上	コベナンツ数 1（通常、ネット・レバレッジ・コベナンツ）

この表は、銀行融資とダイレクトレンディングにおけるコベナンツの利用状況を世界金融危機後の時期と現在とで比較したものである。データソース：業界関係者へのインタビューおよびペンバートン。銀行へのインタビューは実施していない。

経営破綻後の回収価値への影響を考えれば、パブリックデット・マーケットにおけるコベナンツ・パッケージの劣化は重要である。コベナンツ違反は早期警戒シグナルとして機能し、借り手が資金不足に陥り、貸し手が受け取ることができたであろう元本を毀損する前に、借り手を貸し手との交渉の席に着かざるを得なくする。コブ・ライト融資が貸し手の回収価値に与える影響については、S&Pの予備的分析を参照されたい。これは、2010年以降の融資については、財務制限条項による回収価値の改善は絶対額でも2010年以前の融資との比較においても、大幅（～30%）なものであったことを示唆している。2010年以前の融資では、コベナンツによる回収率の明白な改善はほぼなかった。繰り返しになるが、パブリック市場とは異なり、ダイレクトレンディング・ローンには通常、財務維持コベナンツが含まれている。

図 10：デフォルト時の現在価値ベース平均回収率



データソース：S&P グローバル LossStats：LCD（S&P グローバル・マーケット・インテリジェンスが提供するサービス）。



第 2 部

ダイレクトレンディング：米国 vs 欧州

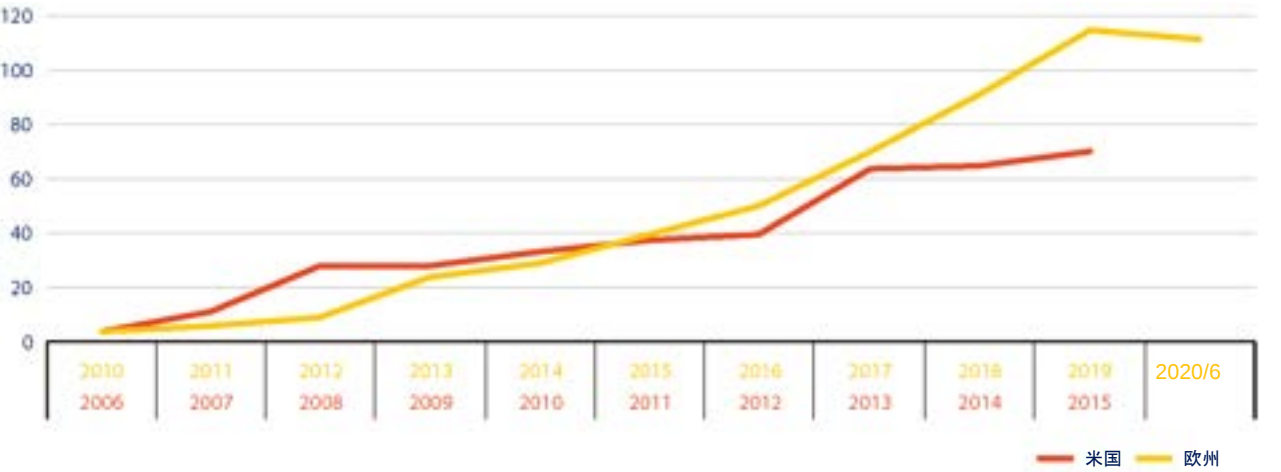
概要

ダイレクトレンディングの市場規模は、この 10 年間で大きく成長している。欧州のダイレクトレンディング市場は、米国に比べて約 5 年遅れている。最近の成長にもかかわらず、欧州のダイレクトレンディングが、米国と同等の市場の広がり（GDP に占める預り資産の割合で計測）に達するには、市場規模がさらに 50%成長する必要がある。

欧州における成長

元々米国で始まったダイレクトレンディング・ファンドは、IT バブルの崩壊後、2000 年代に入ってから大きく成長を始めたが、地理的には依然として米国に集中していた。欧州でダイレクトレンディングが勢いを増し始めたのは、2008 年の世界金融危機以降のことである。図 11 から、欧州のダイレクトレンディング市場は米国に 4～5 年遅れていることがわかる。

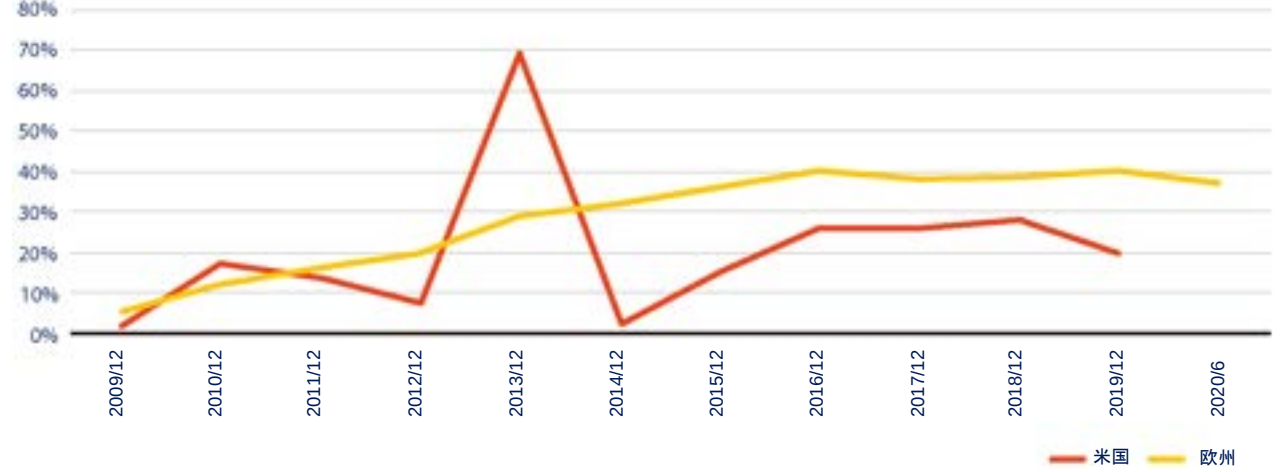
図 11：10 年間のダイレクトレンディング市場規模成長（単位：10 億米ドル）：米国（2006 年～2015 年）と欧州（2010 年～2020 年 6 月）の比較



この図では、米国は 2006 年～2015 年の、欧州は 2010 年～2020 年 6 月の市場規模総額を米ドル建てで表示している。データソース：プレキン・プロ

欧州でダイレクトレンディングが始まったのは米国よりも最近のことであるが、過去 10 年間のうち 9 年間は、米国よりも高い成長率を示している（図 12）。

図 12：欧州と米国のダイレクトレンディング市場規模成長率（前年比、%）



この図は、2009 年 12 月から 2020 年 6 月までの欧州および米国のプライベートデット市場規模の年間成長率を示している。データソース：プレキン。

規模では、米国がダイレクトレンディング業界をリードしている。しかし、欧州のダイレクトレンディング市場は大きく拡大しており、2009 年の 15 億米ドルから 2020 年 6 月には 1,123 億米ドルに成長した。その結果、欧州と米国のダイレクトレンディングの市場規模合計額に占める欧州のシェアは 2009 年の 5%から 2020 年 6 月には 37%へと、この 10 年間で 7 倍に拡大している（図 13）。

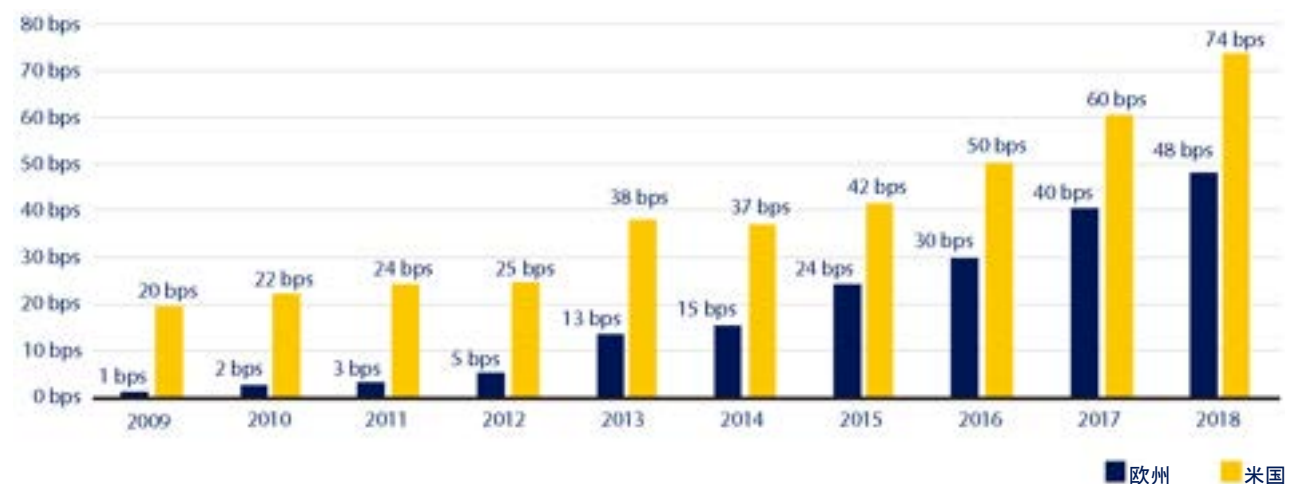
図 13：ダイレクトレンディング市場規模（10 億米ドル）



データソース：プレキン。

さらなる成長の可能性を測る指標として、ダイレクトレンディング市場の地域別 GDP に占める割合を見ていく。注目すべきなのは、欧州のダイレクトレンディングが 5 年間で米国との差を縮めたその速度である。2013 年の欧州のダイレクトレンディングの対 GDP 比はわずか 13bp であり、米国の 38bp の約 3 分の 1 にすぎなかった。しかし、2018 年までに欧州は米国の 74bps のほぼ 3 分の 2 に達した（図 14）。2018 年現在、ダイレクトレンディングの対 GDP 比は米国が 74bp、欧州が 48bp となっており、欧州にはまだ成長の余地があるという見方の裏づけとなる。欧州のダイレクトレンディングの市場浸透度が、この指標にもとづき現在の米国の水準まで成長した場合、米国でのさらなる成長がなくても、欧州のダイレクトレンディングの預り資産は中期的に最大 50%成長する可能性がある。以下の数字は実際の市場（そのほとんどは報告されていない）のごく一部しか捉えていない可能性が高いが、ダイレクトレンダーはこれまでのところ銀行融資の減少（GDP の約 90%に相当し、さらに減少が続いている）のごく一部を獲得したに過ぎない。

図 14：ダイレクトレンディング市場規模の対 GDP 比（bps）



この図は、2009 年から 2018 年までの各年の預り資産総額を現在の米ドルの価値に換算した GDP に対する比率で示している。欧州の GDP は欧州連合に関連するもの。データソース：プレキン・プロ、世界銀行。

米国と欧州のプライシングの比較

ペンバートンの推定によれば、典型的な欧州のダイレクトレンディング・ファンドのリターンはシンジケートローンよりも 3.5%高い。通常、シンジケートローンの方がレバレッジが高く、コブ・ライトである（すなわち、財務維持コベナンツがない）。図 8 参照。これに対し、米国では Nesbitt による 2019 年の推定ではダイレクトレンディングとシンジケートローンのリターンの差は 1.8%、LCD の 2020 年の同推定では 0.35%であった。

なぜダイレクトレンディング市場は拡大したのか？

ダイレクトレンディングの拡大について、業界観測筋が様々な要因をあげているが、（まだ査読前の）新しい学術論文が、これらの見解のいくつかを支持するエビデンスを提供している。この拡大の根底にある要因を理解することは、i) ダイレクトレンディングの成長見通し、と ii) 成長がリターンに及ぼす影響、に関する見解を形成するために重要である。例えば、(i) 借り手のダイレクトレンディングに対する需要が銀行融資の減少によってもたらされ、借り手の質が維持されるならば、リターンは維持される可能性がある、(ii) 企業がレバレッジの水準を上げたことが需要増加の原因であれば、融資の質は劣化し、将来のリターンにマイナスの影響を与える可能性がある、(iii) ダイレクトレンディングの成長を低金利環境下における投資家による資金供給がけん引している場合は、金利の上昇がダイレクトレンディングの成長率にマイナスの影響を及ぼす可能性があるが、借り手の質が劣化しなければ、リターンには影響を及ぼさない可能性がある。

本レポートでは、ダイレクトレンディングの成長を促す可能性のある要因を 1 つずつ検討する。

融資資金に対する需要：

- a. **銀行融資の減少（第 3 部）**の要因は以下のいずれかまたは両方であり、いずれも借り手に代替的な資金源を探すよう促している。
- 銀行セクターの再編による銀行の総貸出能力減少、
 - 銀行に対するより厳しい資本規制。

- b. **借り手側の需要の増加（第 4 部）**の要因は、以下のいくつか、または全てである。

- プライベートエクイティによるバイアウト取引の増加によりプライベートエクイティ・ファンドが伝統的な資金調達源よりもダイレクトレンディングを 선호すること、
- 銀行の経済的な貸出能力を超えた水準や目的での借り入れを望む声が高まること、
- ダイレクトレンディングのコスト効率と競争力が改善し、したがって潜在的な借り手にとって銀行借入から需要をシフトするほど魅力的であること、
- ダイレクトレンディング取引の方が手続きが速く、M&A プロセスにおいてプライベートエクイティ・ファンドに競争上の優位性をもたらすこと。

融資資金の供給：

- c. **投資家による資本供給の増加（第 5 部）**の要因は、以下のいくつか、または全てである。

- 低利回り環境、
- アセットクラスとしてのダイレクトレンディングに対する理解と安心感の高まり、
- 米国のファンドマネジャーが欧州に進出するなど、ファンドマネジャーがグローバル化した結果、このアセットクラスがより広く受け入れられるようになりつつあること、
- ダイレクトレンディングにおける競争の激化が投資家にとってより良い取引につながっていること。

読者によって、こうした分析のうちの興味のある箇所は異なるだろう。ダイレクトレンディング・ファンドのリミテッド・パートナーになることを検討している投資家は、この業界が（LPにとって）高いリターンを維持できるかどうかを最も気にしているかもしれない。転職を考えている業界の専門家は、この業界が預り資産等の成長を維持できるかどうかに関心があるかもしれない。我々は、上記の要因を見極めるにあたり、これら全ての読者を念頭に置いたうえで、業界の現状提示を試みている。

第3部 銀行融資の減少と代替の余地

概要

欧州では、ダイレクトレンディングがとりわけ世界金融危機以降に急速に拡大した。この時期にはミドルマーケット企業向けの銀行融資も同時に減少している。学術的な研究によれば、米国ではダイレクトレンディングの成長の一部は銀行融資の減少によってもたらされたものであるとしており、同様のことが欧州にも当てはまると仮定するのは合理的であると思われる。

本セクションでは、世界金融危機後の銀行セクターの再編と規制改革がどのように銀行融資を制限し、これが欧州のダイレクトレンディングの成長にどのように寄与した可能性があるかを議論する。ダイレクトレンディングの潜在的な成長は、銀行融資の減少が一過性の事象であったのか、それとも何年も続く継続的な構造的トレンドであるのかにある程度依存しているというのが我々の結論である。

学術文献

学術文献におけるプライベートデット市場の厳密な研究が始まったのは最近のことである。本セクションでは、最も注目すべき貢献について概観する。

最も古い貢献は Denis および Mihov（2002）によるもので、株式公開されている企業のサンプルを研究し、1990 年代にノンバンクから借り入れた企業は最も信用度が低い企業であったことを示した。Chernenko 他（2020）は「株式公開されているミドルマーケット企業」のサンプルを分析することによってこの研究を更新し、2010 年から 2015 年にかけて提供された融資のうち 32%はノンバンクによるものであったことを示した。

本レポートで提供されているデータと同様に、これらの著者もノンバンク融資はより高い金利で行われる傾向があることを示した。金利は、観察可能な借り手の特性を除去した後のベースで、銀行融資を 190bp 上回っている。然しながら、このサンプルでは、ノンバンクの借り手のデフォルト率は銀行の借り手のデフォルト率よりも有意に高くない。収益性の低い（あるいは実際赤字である）企業に対し融資を行う確率はノンバンクの方が 34%高いが、これはおそらく赤字企業に対する融資を嫌う銀行規制が原因と思われる。ただし、ここでいうノンバンク融資が、ダイレクトレンディングと完全に一致するわけではないことに注意が必要である。

また、この論文に提示されたデータは、ノンバンクの貸し手が、とりわけ銀行にとっての資本負担が高い（したがって、規制上の制約に抵触しやすい）分野の企業に対して融資を行っていることも示唆している。興味深いことに、著者たちは、サンプル内のノンバンクの貸し手はコベナントによるモニタリングを行う可能性が低く、その代わりにワラントを保有する可能性が高いことを見出した（但し、これはペンバートのデータでは支持されていない）。しかし、高い金利によって恩恵を受けるのが誰なのかは、完全には明らかではない。1つの可能性は、銀行が資金を引き揚げたため銀行借入の選択肢がないことによって恩恵を受けるノンバンクの貸し手である。顕示選好論からすれば、ノンバンクの貸し手が供給する資金を利用しているということは、借り手にとって価値があるともいえる。また、銀行がより低い金利で融資を行うことができる理由は、暗黙のあるいは明示的な補助金（銀行の債務に対する政府の暗黙の保証など）、および一般的により低い資金コスト（ファンドのハードルレートが5%以上であるのに対し、預金は実質的にゼロ）によるものである可能性もある。

しかし、規制上の制約によって銀行は最早これらの低金利では融資を拡大できない可能性があり、ダイレクトレンダーが参入する余地が生まれる。その場合、資本市場が完全に競争的ではない可能性があり、ダイレクトレンダーがマージンを引き出すことができるもう1つの理由となり得る。この件については、後述する新型コロナウイルス感染症に対する中央銀行の対応に関連して、あらためて触れることにする。いずれにせよ、プライベート・マーケットが単に銀行融資を代替しているというストーリーとは対照的に、著者たちは銀行融資とノンバンク融資は異なる契約を使用することによって市場を分割しており、銀行とノンバンクの借り手は系統的に異なると結論づけている。

Davydiuk 他（2020）は、ダイレクトレンディング・ファンドに関するデータが不足していたことから、米国における規制によって、BDC（ビジネス・デベロップメント・カンパニー）によるミドルマーケットへの融資が急拡大したと述べている。特に、企業が従来ファイナンス会社の融資に頼ってきた分野では、BDC 融資の急拡大が顕著であり、BDC 融資の成長の少なくとも一部は代替が起きた結果であるというストーリーの裏づけとなる。また、これらの著者は、ミドルマーケット企業の事業への投資にとって BDC 融資が極めて重要であるというストーリーを支持している。

最後に、Loumioti（2019）は、米国におけるダイレクトレンディング活動が、「商業銀行がより大きな規制の圧力に直面したとき、および銀行融資や証券化債務の発行が低迷している時期に」、とりわけ大幅に拡大することを示した。クロスセクションで見た場合、ダイレクトレンダーは、より多くの銀行合併を経験した地理的な地域で特に活発であることが示されており、これらの合併による銀行融資の供給減少と一致する。上述した全ての論文の記述と同様に、Loumioti も「ダイレクトレンダーが主に信用履歴が限られ資金調達を選択肢が少ない、情報的に不透明な借り手に焦点を当てている」ことを見出した。ダイレクトレンディング・ローンは、金利が高く、より柔軟なコベナント・ストラクチャーをもつだけでなく、発行後のパフォーマンスも見劣りするものではない。

こうした事実は、プライベートデットの発行が銀行融資の減少を代替しただけでなく、銀行融資を補完したという説明とも一致している。いずれにせよ、少なくともサンプル期間中においては、これまでのところ、ダイレクトレンディングが個別の融資の質を悪化させたというエビデンスは存在しない。

欧州のダイレクトレンディングに直接適用できるわけではないが、この急増している学術文献から浮かび上がる全体像としては、規制と合併による銀行融資の減少が米国のダイレクトレンディングの成長をけん引した重要な要因であり、ダイレクトレンディングは銀行融資を代替する役割と補完する役割の両方ある程度果たしているというものだ。これは、額面どおりにとらえれば、銀行による信用供給の減少によって、収益性の高い融資を、おそらくリスクの増大を伴うことなく行う可能性がプライベートデットに開かれることを意味する¹⁰。

いくつか重要な注意事項がある。上述の研究は、主として、特定の要因が実際にプライベートデットの成長に大きく寄与したかどうかを見極めることに関心を向けている。これらの研究では、どの要因が定量的に最も重要であるかについてはあまり関心が払われていない。業界の専門家や規制当局は、後者に大きな関心があるかもしれないが、リターンに関心のあるアセット・アロケーターのニーズは満たされる可能性が高い。学術的に示されていることがらと実務家が関心をもつことがらとの間のギャップが、これまでの既存の研究の限界である。また、他の潜在的な成長要因（低金利環境など）を除外した影響分析は、国内の金利環境をクロスセクションで変動させることが出来ない以上、これを高い信頼度をもって解明するのは技術的に困難である。しかし、学術研究で裏づけされた成長経路と比較してエビデンスがないことが、その経路に十分な可能性がないという意味にはならない。それよりも、学術研究は、ある意味で「街灯の下で鍵を探す」こと、つまり、技術的な理由からであれ、他のデータへのアクセスが欠如しているからであれ、実証的にのみ解答可能な質問に答えるものであると考えるべきである。例えば、プライベートデットの成長の全てが銀行融資を代替することによってもたらされたのではない可能性が高いように思われる。平均的なプライベートデット・ローンの著しく異なる特徴が、（銀行融資との）補完的な経路も指し示している可能性が高いことは明らかである。その意味で、プライベート・レンダーは、例えば規制上の資本制約を考慮すると、そもそも銀行が行っていない種類の融資を供給している可能性がある。

これらの学術研究を補完するものとして、次に欧州のデータに目を向け、そこに見られるパターンが米国のデータに基づく説明と一致するかどうかを見ていく。

欧州におけるダイレクトレンディングの背景

米国におけるプライベートデットは、1990 年代のプライベートエクイティ業界の成長に伴い、アセットクラスとして確立した¹¹。それにもかかわらず、ダイレクトレンディングが欧州で広く認知されるようになったのは、2008 年の世界金融危機以降になってからである。世界金融危機以降、ダイレクトレンディング業界は世界的に大きな成長を遂げたが、図 13 に見られるように、欧州のダイレクトレンディング市場は特に急速に成長した。

欧州の成長は、おそらく米国よりも大きな、あるいは少なくとも同等以上の潜在力を背景にしている。過去 100 年間、欧州大陸は、英国と米国に見られる市場ベースのシステムよりも銀行融資に大きく依存してきた（Allen および Gale、2000）。銀行融資が民間部門融資に占める相対的なシェアは欧州連合の方が米国よりも大きい。図 16 は、銀行による民間部門向け国内与信が GDP に占める比率が、少なくとも過去 15 年間は、EU の方が米国よりも一貫して高かったことを示している。

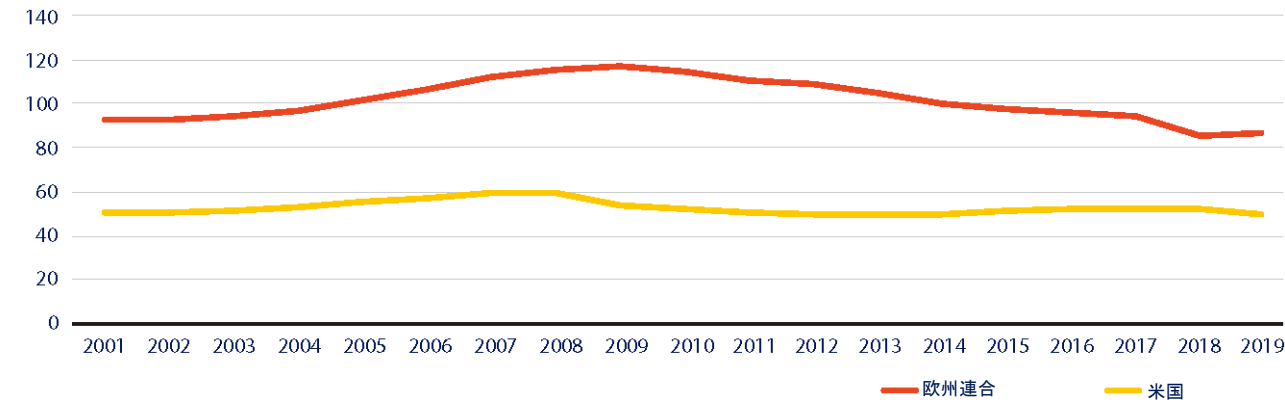
¹⁰ この解釈は、Gopal および Schnabl（2020）に記載されている、米国の中小企業に対するファイナンス会社やフィンテック企業の融資をけん引している要因とも一致している。また、規制による資本コストの上昇は、米国における銀行の融資に影響を与えるというエビデンス（Kovner および Van Tassel、2019）とも一致している。

¹¹ <https://www.ipe.com/reports/special-reports/credit/private-debt-still-going-strong/www.ipe.com/reports/special-reports/credit/private-debt-still-going-strong/10027560.fullarticle>



2019 年末時点で、EU と米国におけるシェアはそれぞれ 85%と 52%だった。一方、民間部門向け国内与信の総額が GDP に占める割合は、米国の方が EU よりも一貫して高かった（図 17）。2019 年末時点で、EU と米国におけるシェアはそれぞれ 86%と 192%だった。これらの事実を総合すると、銀行融資が国内の民間部門への与信に占める割合は、GDP 比では米国よりも EU の方が大きい。さらに、上場株式時価総額の GDP 比は、米国が 170%であるのに対し、EU は 68%に過ぎない（IMF、2019）¹²。欧州では企業の銀行借入依存度が高いことから、今後、合併、規制、あるいはクレジット・ファンドよりもコスト競争力がないなどの様々な理由で銀行が撤退していくことで、プライベートデット・ファンドが市場シェアを拡大する機会があるだろう。

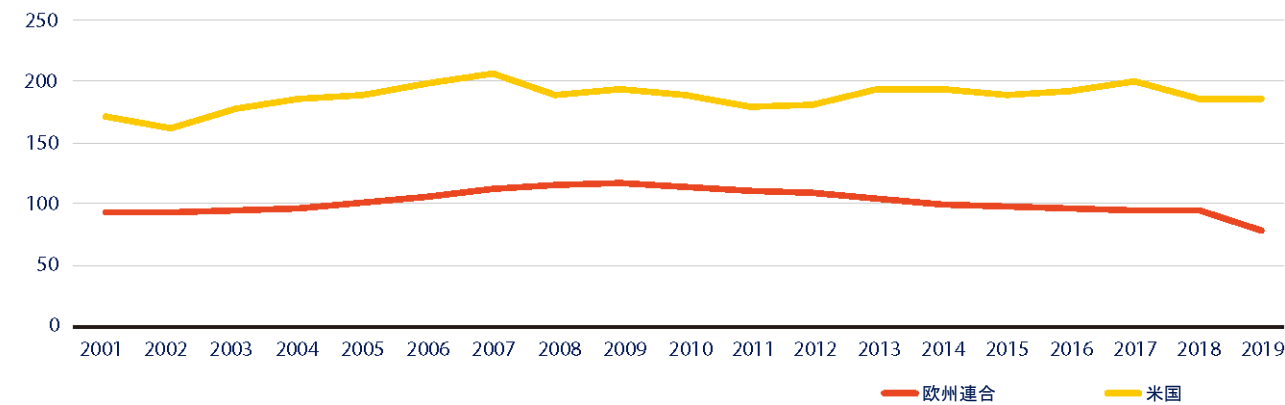
図 16：銀行による民間部門向け国内与信（対 GDP 比率、%）



この図は、2001 年から 2019 年にかけての EU と米国における銀行の民間部門向け年間国内与信額の GDP に対する比率を示している。データソース：世界銀行。

2009 年のピークから欧州の銀行融資が減少したことは、先述したように、それに対応して観測されたダイレクトレンディングの拡大と一致する。

図 17：民間部門向けの国内総与信額（対 GDP 比率、%）

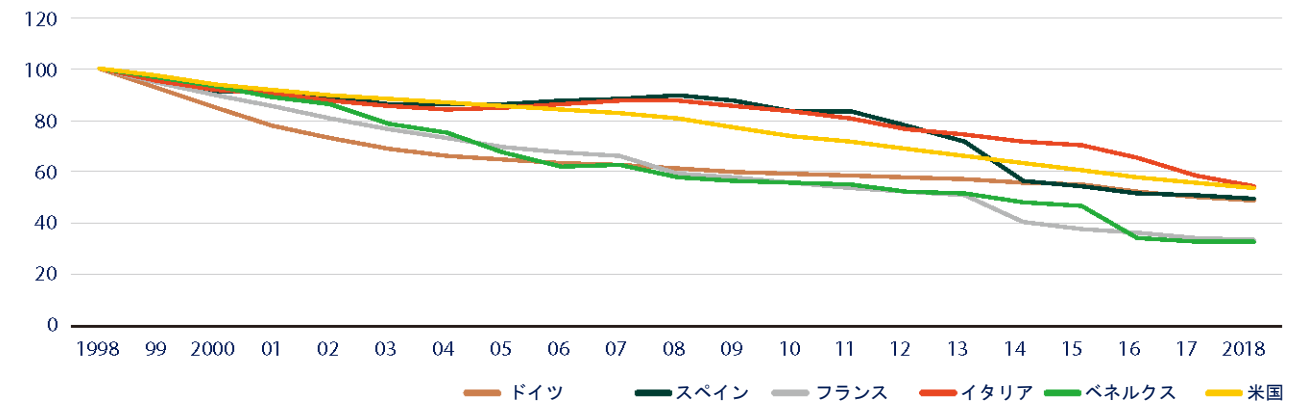


この数値は、2001 年から 2019 年の間の EU と米国の民間部門への年間国内総与信額の GDP に対する比率を示している。データソース：世界銀行。

銀行セクターの再編

欧州では、世界金融危機後、緩やかながらも継続的な銀行統合の波が見られる（Langfield および Pagano、2016）。図 18 をみると、欧州のいくつかの国では、銀行数が大幅に減少しており、ドイツとフランスの数字は 1998 年比でそれぞれ 50%および 60%下落している。こうした統合は、単に銀行のコスト構造を改善したのではない。そうであれば、融資の増加につながっていたはずだ。実際は、こうした変化に伴い 2016 年末の銀行資産の GDP 比は 2008 年の水準を大きく下回り、350%から 260%に低下した（ドイツ連邦銀行、2018）。それにもかかわらず、業界アナリストは、世界金融危機後の統合の動きが不十分であったと主張しており（ドイツ連邦銀行、2018）、おそらく今後さらに統合が進むことが示唆される¹³。欧州州経済の見通しの悪化が統合の必要性につながったというのが、おそらくその理由だろう。

図 18：銀行数



銀行数は 1998 年時点を 100%としている。データソース：欧州中央銀行およびセントルイス連邦準備銀行

とはいえ、銀行数の減少が銀行融資の縮小をもたらしたのは、統合の影響と銀行規制の影響とが相互に作用し合うからだと考える理由もある。銀行は、しばしば固定的な絶対金額ベースの一社与信上限、すなわち、銀行が単一の顧客に対して貸すことができる最大の金額を制限するリスク管理規定を設けている。

業界の実務家との話から示唆されるのは、通常、こうした上限額は銀行のバランスシートの規模に関わらず固定で、そのため、特定の借り手に対する貸出余力は合併後よりも合併前の 2 行の方が大きい場合があるということである¹⁴。図 19 は、欧州について、スペイン、ドイツ、イタリア、フランス、オランダ、オーストリアにおける国内 5 大銀行の集中度が 2007 年から 2016 年にかけて上昇傾向にあったことを示している（国際決済銀行グローバル金融システム委員会ペーパーNo.60、2018）。数の上で多数を占めるより小規模な地方の貸し手とは違い、大手行のこの傾向は、上述した一社与信上限に「抵触」する可能性が高くなることを示唆しており、重要である。もし、小規模行のみが統合されていれば、個別の融資先が重複する可能性は低く、必ずしもこうした問題が起きるわけではない。結果として生じる与信供給上の制約は、プライベートデット・ファンドのようなノンバンクの貸し手による融資機会を提供する可能性がある。

この因果関係は両方向に作用し得る。すなわち、銀行の統合によって銀行融資が減少する一方で、融資基準を満たす企業からの借入需要が限られ、銀行融資が減少することも銀行統合の根本的な原因となり得る。どちらの説明が主たる要因なのか、プライベートレンディング・ローンの質への影響を予測するうえで重要だ。

データの解釈に重要な影響を与えるもう 1 つの微妙な点は、価格競争が激化したのが、もしかすると貸出市場の細分化と同時だったのではないかとことだ。既に述べたように、銀行は規模が拡大するにつれコスト構造が改善する可能性があることは広く認識されている。その結果、統合後には銀行はより低金利で融資を行うことができると考えられる。しかし、リスク管理上の限度額によって、銀行が貸し出すことができる金額が制約される可能性があるという点に変わりはない。その結果、銀行の統合によって、確かに銀行融資の金利は低くなるかもしれないが、同時に、銀行セクターが融資適格企業に貸し出す資金の量が制限され、融資適格とみなされる借り手の数が縮小することになる。**その結果、市場がより細分化され、銀行から資金の供給を制限され、そのため銀行セクターの再編により改善されたはずのコスト構造から直接恩恵を受けられない企業に対して、プライベート・レンダーがより高い金利で融資を行う可能性がある。**

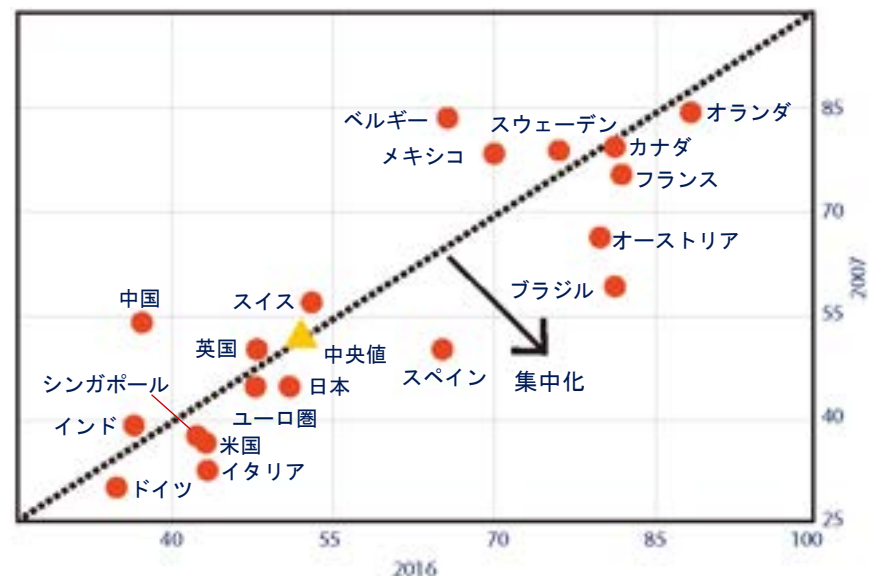
上記の学術研究は、実証データが米国のデータに基づいてはいるが、欧州にとっても理論よりも優れたガイダンスとなる。

¹² 2019 年 6 月の資本市場同盟（CMU）に関する会議における、国際通貨基金欧州部長 Poul Thomsen の発言（<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/25/sp061419-on-capital-market-finance-in-europe>）

¹³ <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/finding-the-right-measure-of-consolidation-in-the-banking-sector-729610>

¹⁴ 一社与信上限が合併後の銀行において制約要因となるのは、顧客が合併前の両行の借り手であり、合併前の融資需要の合計額が合併後の銀行の一社与信上限額を超える場合である。

図 19：銀行システムの集中度、システム全体の資産に対する 5 大銀行のシェア



この図は、2007 年（縦軸）と 2016 年（横軸）における各国 5 大銀行のシステム全体の資産に対するシェアを示している。出典は国際決済銀行グローバル金融システム委員会ペーパー No.60、(2018)。

欧州の銀行統合の動きは今後も続き、それによりプライベートデットにさらなる成長の余地が生まれると考える理由がある。

関連して、米国および EU の銀行の 2015 年の減損債権、条件緩和債権、または不良債権の平均比率はそれぞれ 4.9%および 12.3%だった (Capital IQ)。これらの数値は、世界金融危機の前の 10 年間の平均の 3 倍である。したがって、経済的なインセンティブが銀行の更なる統合につながり、ダイレクトレンディング・ファンドが代替的な役割を果たす可能性があると考えられる。とはいえ、ミドルマーケット向けの融資について、こうした数字の内訳はなく、ミドルマーケット向け融資についてどの程度の意味合いをもつのかは依然として不透明である。欧州の銀行の方が米国の銀行よりも不良債権比率は高いにもかかわらず、米国のレバレッジド・ローンのデフォルト率は実際は欧州よりも高いこと (2020 年 8 月の直近 12 カ月はそれぞれ 4.3%と 3.3%、LCD データ) に注意が必要である。

銀行セクターの規制ーバーゼルⅢ

銀行の統合に加えて、銀行規制が欧州の銀行融資を減少させるうえで重要な役割を果たした可能性が高い。バーゼルⅢ合意は、2008 年の世界金融危機への対応として、国際決済銀行 (BIS) が国際金融システムの安定性を促進することを目的に策定した、一連の国際的な銀行規制である (バーゼル銀行監督委員会、2010)。バーゼルⅢの中核にあるのは、銀行システムのリスク耐性を高めるためには、銀行がより多くの自己資本を保有しなければならないという考え方である。この規制は、銀行の与信供与コストを上昇させ、ひいては銀行の融資金利を上昇させた。外部資金調達で銀行に偏っている中小企業は、銀行が小規模企業に対しより高いリスクウェイトの割り当てを要求されたため、銀行融資のコスト上昇によって特に大きな影響を受けた (Berger 他 (2006)、国際開発協力機構 (OECD) 2008)。さらに、大規模銀行は所要自己資本が高くなるため、銀行の統合が進むと、銀行システムのリスク負担能力が低下する可能性がある。

バーゼルⅢによって導入されたより高い所要自己資本は、銀行融資の総額を減少させる可能性が高いという議論がある (Jackson 他 (1999)、Santos (2001)、VanHoose (2007))。Angelkort および Stuwe (2011) は、バーゼルⅢによって賦課される追加的な与信供与コストが伝統的な銀行融資に依存する中小企業の安定性を危うくすると示唆している。彼らは、当時、ダイレクトレンディングが現実的な代替手段として登場する可能性を検討しなかったと想定される。実例として、典型的な B 格の融資の推定資本コストは、バーゼルⅠの下では 80bp だったが、バーゼルⅢの下では 225bp に上昇した (付録参照)。

銀行規制には実際にミドルマーケット企業への融資を減少させる効果があると仮定すると、プライベートデット市場の予測にとって重要な問題が残る。すなわち、バーゼルⅢの銀行融資への影響は、一回限りの変化なのだろうか、それともゆっくりとした構造変化であって、まだ完全な影響が現れるには至っていないのだろうか。改革は段階的に実施されるため、その影響は長年にわたると考える理由がある。移行期間は長く、正式に終了するのは 2027 年になる見通しである。そのため、銀行規制がミドルマーケット企業への資金供給にマイナスの影響を直接与えているのであれば、それはしばらく続く可能性が高い。

銀行がリスクウェイトの高い資産を削減している環境下で、B 格の企業向け融資の資本コストは、AA 格の融資と同じ水準から 7.5 倍の水準 (それぞれのリスクウェイトは 150%と 20%) にまで上昇した。ほぼ一夜にして、単に既存のミドルマーケットのレバレッジドファイナンスの資産を縮小し、償還金をより高格付け企業やソブリン向けに再投資することが、自己資本比率を引き上げる最も簡単な方法となった。

第 4 部 借り手需要

概要

プライベートデットは今や PE スポンサー以外からも使い勝手が高いとされ、現在では幅広い種類の借り手に利用されている。しかし、その適用はバイアウト、資本再構成、および成長資本に集中している。ここまで、プライベートデットが銀行貸付やシンジケートデット市場の代替として機能するケースもあれば、それを補完するものとして機能するケースもあることを論じてきた。本節では、様々な具体的なユースケースに従い、プライベートデットの需要の原動力について論じる。

PE スポンサーありおよび PE スポンサーなし取引の需要

PE スポンサー取引は、ダイレクトレンディング取引にとっての重要な原動力となっているようである。2018 年現在で、デロイトの 2019 年春季オルタナティブレンダーディールトラッカー¹⁵に記録された欧州のダイレクトレンディング案件 416 件のうち、81%は PE スポンサーが関与している。図 20 は、プライベートエクイティのバイアウト案件の案件総額が 2010 年以降、約 2 倍に増加し、案件数が 70%増加したことを示している。プライベートエクイティのバイアウト案件の現在の水準は、依然として 2007 年のピーク時を下回っているため、これは重要な意味を持つ。

図 20：プライベートエクイティバイアウト取引の推移



この図は、2000 年から 2018 年までのプライベートエクイティのバイアウト案件の年間グローバル件数（左軸）と案件総額（右軸）を示している。データソース：ブレキン。

ブレキンのデータによれば、世界的なダイレクトレンディングの利用数は、2011 年以来約 6 倍に増加しており、欧州ではさらに増加しており、特に PE スポンサー以外の案件について伸びが著しい。ブレキンのデータが市場全体の小さなサブセットであることは明らかであるが (市場レベルのデータと、ペンバートンのみの融資データを比較することによって、明らかに)、明白な傾向は信頼できるものと考えられる。

このように、最近の資金調達手段としてのダイレクトレンディングに対する需要の伸びは、PE スポンサーありと PE スポンサーなしの取引の双方に広がっていることが分かる。

¹⁵ デロイトは 67 のオルタナティブレンダーと提携し、欧州全域のダイレクトレンディング取引を追跡する。

ダイレクトレンディング対銀行のシンジケートローン

業界の専門家とのインタビューに基づき、潜在的な借り手の視点から、プライベートデットの銀行融資に対する競争上の優位と弱点を以下の表にまとめた。

表 5：銀行融資や債券の代わりにダイレクトレンディングを利用する場合の、相対的な長所と短所の要約

	ダイレクトレンディング	銀行融資／シンジケートマーケット
融資規模	約 2,500 万ユーロ～約 2 億 5,000 万ユーロ	約 2 億 5,000 万ユーロ超
プライバシー	情報は非公開のまま	情報は非公開だが、広範な投資家（トレーディングデスクを含む）の間で共有される。
手続きの速さ	迅速な引受・発行	より緩慢な引受・発行
個別案件毎の柔軟性	よりカスタム性が高く、柔軟	より融通が利かない
プライシング	より高い。案件固有の価格設定は、認識されたリスクや格付けによって左右される	より低い。格付けに依存した案件固有の価格設定
価格設定リスク	貸し手と合意すれば、固定化される可能性が高い	シンジケーションの過程で値上げされるリスクもあるが、値下げされる可能性もある
フレックス（交渉時の条件変更）	貸し手と合意すれば、条件は固定される	ストラクチャー上および契約面での条件変更のリスク
約定弁済	通常は、なし	通常、シンジケートローンの場合は、なし
その他費用	ローン格付に関連する費用は発生しない 弁護士費用はより少額	格付機関に対する融資格付手数料が適用される
期前償還ペナルティ	より高額	より低額

実際の借り手にとっての長所・短所は、借り手に固有のものであり、借入時の市況に左右される。データソース：4 人のプライベートエクイティ・プロフェッショナルのインタビュー、およびデロイトオルタナティブレンダーディールトラックー2019。

従って、プライベートデットはデットファイナンス調達の適用と理由に応じて、広範な便益を提供する。ロイターの最近の記事は、「プライベートエクイティの借り手がユニトランシェ（ダイレクトレンディングと読み替える）ルートに流れることで、融資の格付けにかかる費用を節約し、より広範なシンジケーションの間に上方への価格の条件変更が生じるリスクを回避できる」という見解を支持している¹⁶。表 6 は、ダイレクトレンディングの典型的な用途とその利用の理由をまとめたものである。

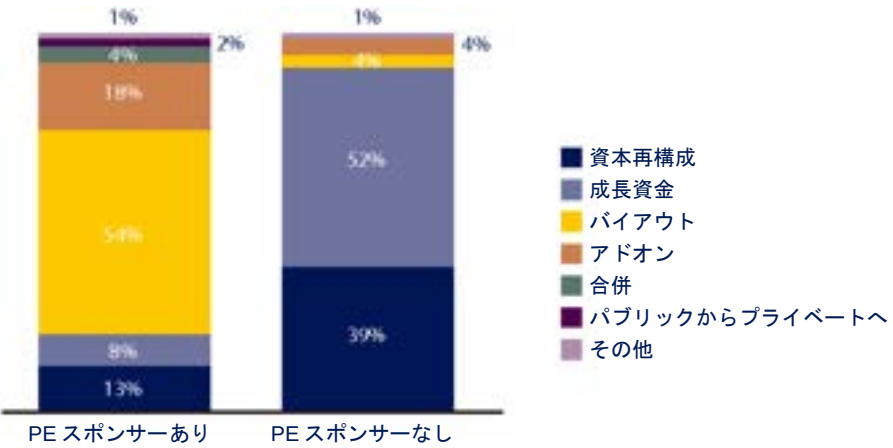
表 6：プライベートローンの代表的な用途とその利用理由の要約

ダイレクトレンディングの用途	ダイレクトレンディングを使用する理由
プライベートエクイティ案件／バイアウト	より柔軟性の高いストラクチャーで必要自己資本を最適化
アドオン買収案件	キャッシュに限りがある企業の成長を可能にする
グロースキャピタル	固有の制約事由を有する成長機会に対するファイナンス
株主基盤の集約	株主のバイアウト ¹⁷
特別配当	キャッシュトラップなしでペイアウトを可能にする
よりレバレッジの高い構造での貸し手銀行の乗換え	面倒なコベナント条項をもつ貸し手銀行の排除
持株会者への劣後性融資	PIK は現金の利払いを減少させ、上位の銀行債務と組み合わせることで、ダイレクトレンダー1 社が提供するデットの金額に匹敵する資金を調達することができる

データソース：デロイトオルタナティブディールトラックー2019 およびペンバートン。

プライベートデットに対する需要の性質をよりよく理解するために、プライベートデットの利用を PE スポンサーあり案件と PE スポンサーなし案件について業種分類ごとに見ていく。予想された通り、2004 年から 2019 年にかけて、PE スポンサーが関与したダイレクトレンディング案件の大半（54%）がバイアウト案件であった（図 21）。PE スポンサーなしのダイレクトレンディング案件のうち、52%が成長資金目的で、39%が資本再構成のために行われた。

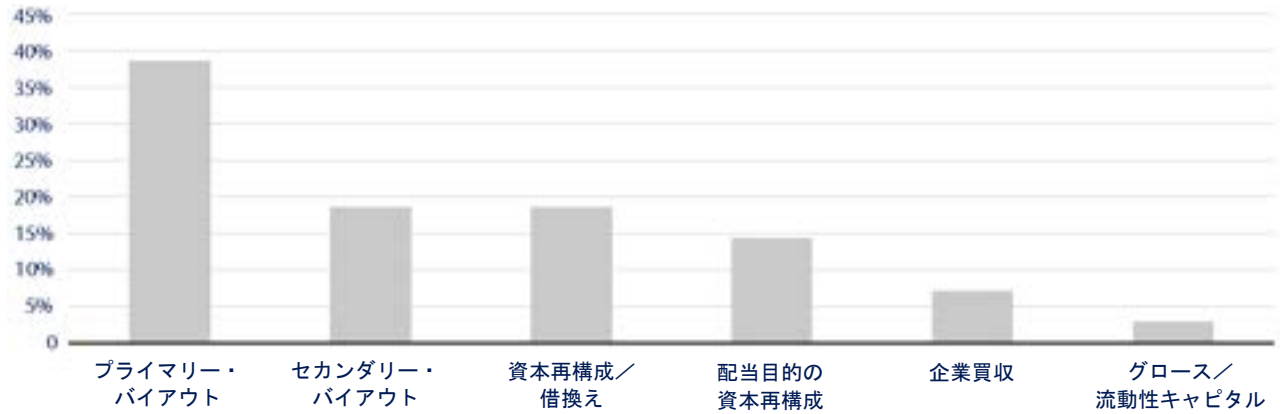
図 21：種類別ダイレクトレンディング案件数



この図は、プライベートデットの PE スポンサーあり案件および PE スポンサーなし案件について、案件タイプ別の割合を、件数で示したものである。データソース：ブレキン、2004 年から 2019 年の間の案件規模を報告するデット・ファンドからのデット案件のみを含めるようにフィルターがかけられている。

ペンバートンの独占的な案件レベルのデータは、調達資金の大部分がバイアウトや資本再構成のために使われたという以前の調査結果に、さらなる裏づけを加えている（図 22）。

図 22：調達資金の使途別の案件数%



この図は、ペンバートン のダイレクトレンディング戦略全体の案件数を、開始（2015 年）から 2019 年第 4 四半期まで、調達資金の使途別に示している。データソース：ペンバートン。

¹⁶ <https://www.reuters.com/article/directlending-risk/rapid-rise-of-direct-lending-pushes-firms-to-split-risk-idUSL2N22Q17G>
¹⁷ 上場企業において、株式保有者へのペイアウトの資金調達のために多くの新発債が利用されていることに留意すべきである（Farre-Mensa, Michaely, Schmalz, 2018 年）

銀行融資を補完・代替するダイレクトレンディング

ダイレクトレンディングの主なメリットの1つは、借り手が取引する貸し手が、従来のクラブディールでは銀行4～5行であったのに対し、1社でよいことである。

前述したように、ミドルマーケットへのプライベートデット融資額およびミドルマーケットへの銀行融資のために銀行が負担するコストは増加し、ミドルマーケットへの銀行融資の供給は減少した。このように、プライベートデットは銀行融資の代替として機能すると仮定することができる。銀行がリボルビングまたはスーパーシニアファシリティで資金を出す案件構成の場合には、プライベートデットも銀行融資を補完する役割を果たす。しかし、既存のプライベートデットのうちどれだけがそのような構造を構成しているかについて、信頼できるデータは存在しない。ペンバートンの独自データを使用したところ、ペンバートンの融資サンプルでは、銀行や他のファンドがペンバートンと共同融資している案件が33%となっており、プライベートデットが伝統的な銀行融資を補完する役割を果たしているかもしれないという見解を裏づけている（図23）。これは、ペンバートンが同順位（パリパス）の貸し手と参加している案件の内訳である。しか

し、ペンバートンは運転資金ファシリティ以外のトランシェの大半において、単独の貸し手である。

研究者らは、プライベートデットによる融資は、循環的な銀行融資とは対照的に、反循環的であり、したがって、金融の安定性を高めることができると主張している（Skinner、近日公表）。しかし、この推論を裏づける正式な理論も実証的な証拠も存在しない。

要約すると、プライベートクレジットは、特定の借り手のセグメントにとって、銀行借入やシンジケートデットよりも資金調達源としてより望ましいと信じるだけの十分な理由がある。ダイレクトレンディングの増加は、単に銀行からの資金供給減によってもたらされたものではなく、少なくとも部分的には、当該市場セグメントからの、あるいはその一連の借り手の特定の目的のための需要の増加によってもたらされたと考えられる。ここでは、こうした多面的な説明に加えて、プライベートクレジット・ファンドLPによる同セクターへの資本供給の増加がダイレクトレンディングの成長を牽引する、潜在的な役割に目を向けることとする。

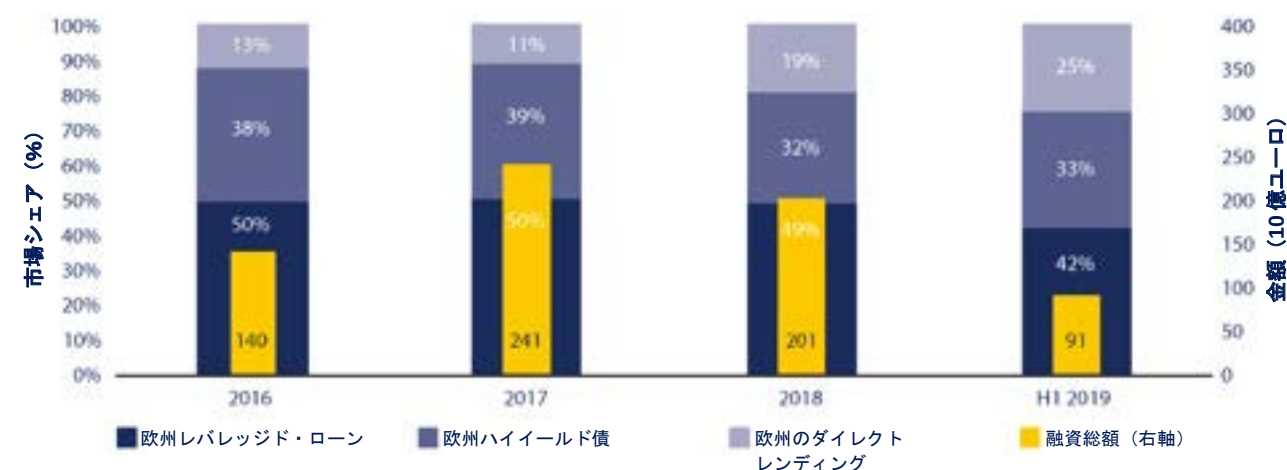
図23：共同融資（パリパス）の種類別件数



この図は、パリパスの共同の貸し手が存在するペンバートンのダイレクトレンディング戦略内の案件が、貸し手のタイプ別にどのように分類されるかを示している。パリパスは、対等な立場にあることを意味するために、一般的に用いられている業界用語であり、デットに関しては、他の貸し手と同順位のトランシェ（上位でも下位でもなく）にあることを意味する。データソース：ペンバートン、開始（2015年）から2019年第4四半期まで。

最後に、欧州のダイレクトレンディングについて、代替的な資金源の観点から考察する。図15は、欧州におけるノンバンクレバレッジドローンの供給源として、ダイレクトレンディングの市場シェアが2016年の13%から2019年上半期には25%まで増加していることを示している。

図15：融資資金源別の欧州市場シェア



この図は、2016～2019年上半期の欧州レバレッジド・ローン、欧州ハイイールド債、欧州ダイレクトレンディングの取引高を示している。このデータは、主要なダイレクトレンダー55社と欧州で成立した案件1,937件に基づいており、デロイトのオルタナティブディールトラッカー2019年春レポートに公表されている。データソース：LCDおよびデロイト。



第5部 投資家による資本供給

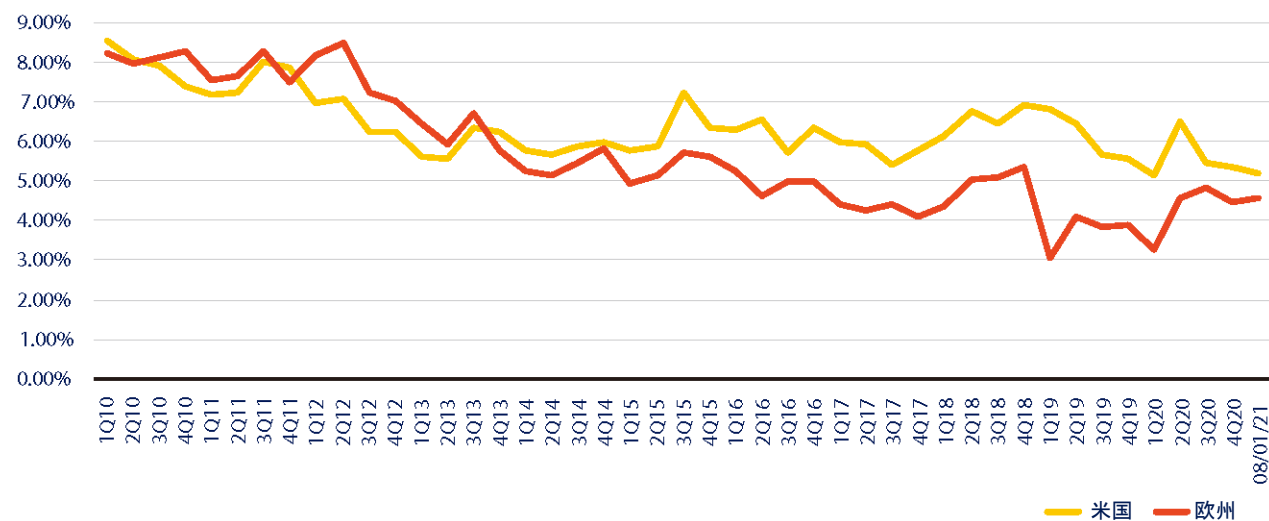
概要

近年、機関投資家からプライベートデット・ファンドへの資金供給が大幅に増加している。多額の資本供給が、低金利環境によって誘発される利回り追求に起因しているという例証がある。ここで、金利が上昇した場合、機関投資家からプライベートデットへの資本供給がどのように変化するかという重要な疑問が残る。

機関投資家の利回り追求

本節では、機関投資家による利回り追求が、プライベートデット・ファンドへの資金供給増加の一部を説明し得るということを論じる。彼らは、シンジケートローン市場を大幅に上回る貸出マージンとアップフロントフィーに関心がある。低金利環境によって、多くの機関投資家のリターン目標と伝統的な債務証券（例えば債券）から得られるリターンとの間に、乖離が生じている。過去10年間で、格付BB-およびB-の新発債（デフォルトリスクの観点で、一般的なプライベートデットのダイレクトレンディングに匹敵する）の平均利回りは、米国では3分の1以上、欧州では半分以上低下している（図24）。

図24：新規発行利回りーシニアBB-とシニアB-の平均



この図は、典型的なダイレクトレンディング融資と同等のBB-およびB-の格付けの新発シニア債利回りを四半期ベースで示したものである。格付クラスに新発債が発行されていない各期間については、前四半期および次四半期のデータの単純平均を使用した。データソース：LCD。

機関投資家は、もはやパブリック市場の伝統的な金融商品から満足のいくリターンを生み出すことができなくなり、より流動性の低い資産やより高いレバレッジに投資を向けるようになっている（IMF、2019年）。例えば、Nest（英国の国営年金制度）は、2019年9月、資産の約5%をプライベートクレジット戦略に配分することを決定した。NestのMark Fawcett最高投資責任者は、5%の配分は「最低限のコミットメント」であり、同基金ではこれを10%に拡大する可能性がある」と述べた。さらに、同氏は「オーストラリアの老齢年金基金や北米の職域年金制度の一部では、資産の約30%を流動性の低い戦略に振り向けている」という観点で、これは合理的なことだとも述べている。

欧州のプライベートデット・ファンドの初回募集締切までの平均所要月数（2年移動平均）は、2012年から半分以上になっており（図25）、おそらく、投資家がアセットクラスとしてのプライベートデットに、より大きな安心感を持っていることを示唆しているものと思われる。プライベートデットにシフトが起こっている理由の説明は、i) プライベート市場が非常に高いリスク調整後リターンを生む機会であることが見落とされていた、または、ii) プライベート市場のリターンに関する投資家報告が結果的に真実かどうかはともかく、桁外れのリスク・リターンを生んでいるという幻想がある、という2つの仮説のどちらかであろう。

図25：欧州における、初回募集締切までの平均所要月数（2年移動平均）



この図は、欧州のプライベートデット・ファンドの初回募集締切までの平均所要月数（2年移動平均）を、2012年から2019年のビンテージ別に示したものである。例えば、2012年の11カ月という2年移動平均は、2011年と2012年の初回募集締切までの所要月数の単純平均である。データソース：プレキン。

重要な懸念は、資本供給の増加が将来のリターンを押し下げるかどうか、また、プライベートデット・ファンドが、利回りを追求する機関投資家から供給された全ての資金を、利益を出せる形で運用するために、質の高い案件を十分に調達できるかどうかである。これができなければ、リターンを生み出す能力に圧力がかかる、および／または、リスクが高まる可能性がある。欧州のダイレクトレンディング・ファンドにおけるドライパウダー（余剰資金）の絶対額は、2014年から倍増（2014年の144億ユーロから、2019年第2四半期までに288億ユーロ）しているが、この増加は同セクター全体の成長を反映したものにすぎない。**余剰資金が預り資産に占める割合は、2014年の59%から、2019年第2四半期には35%まで低下している（図26）**。世界のプライベートエクイティの余剰資金は、（絶対額、相対額ともに）プライバー

図26：欧州ダイレクトレンディング・ファンドの余剰資金

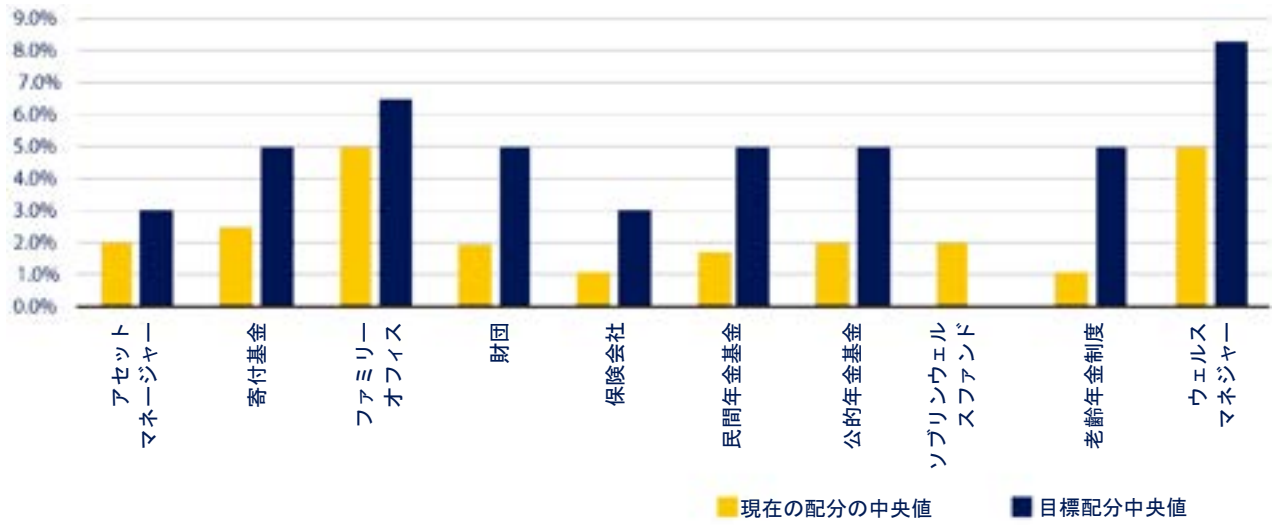


2008年12月から2020年6月までの間の、余剰資金、すなわち未投資の資本（左軸目盛）、および、欧州のダイレクトレンディング・ファンドの預り資産に対する余剰資金の割合を示す。データソース：プレキン。

したがって、セクターの規模が拡大する中で、過去の年月の魅力的なリターンが今後のリターンを示すものであるかどうかは、依然として不透明である。また、金利の上昇がプライベートデットのリターンにどのような影響を与えるかに加え、金利上昇により機関投資家からのプライベートデットに対する需要がどのように変化するかも不透明である。プレキンの2019年「グローバルプライベートデットレポート」でインタビューを受けたほぼ全ての投資家タイプで、目標配分額の中央値は現在の配分額の中央値を上回っている（図27）。

ペンバートンの独自データによれば、実際の引受資産の質は事後的にしか分らないが、配分額の増加は契約上のリターンを犠牲にしたものではないと見られる。また、欧州のダイレクトレンディングの経済に対する広まりが米国よりも50%低いことを踏まえると、リターンに影響を与えることなく成長を続ける余地は十分にあると思われる。

図 27：プライベートデットに対する投資家の現在の配分額および目標配分額の中央値（総預り資産に占める％）



この図は、様々な投資家タイプ別のプライベートデットに対する現在の配分額および目標配分額の中央値（総預り資産に占める％）を示している。データソース：プレキン・プロ

第 6 部

欧州ダイレクトレンディングの将来

本節では、これまでの章での考察を踏まえつつ、欧州におけるプライベートデットの成長に関する推論的な見解を提示する。特に、先述した学術研究によれば、米国では、銀行規制の強化や銀行の統合により、プライベートデットの増加が進んでいる。バーゼルⅢの要件が2013年から2027年にかけて施行されることから、銀行規制の厳格化は一時的な事象ではなく、むしろ継続するであろう。そのため、これらを根拠として、プライベートデットの成長が続くと想定すること、そして特に欧州においてこれが当てはまると想定することが妥当である。

これと対立する重要な論拠は、上記で論じたリスクの1つに基づくものであり、入手可能なデータによる短い時系列にはまだ反映されていない。その論拠とは、過去のダイレクトレンディングの伸びは、主として機関投資家の利回り追求によるものであったというものである。

ダイレクトレンディングのマネジャーは積極的に活動しており、預り資産に占める余剰資金の割合は35%と、10年ぶりの低水準にあることから、この潜在的な懸念は、プライベートデット・ファンドが案件の質を維持することができたかどうかを確認するために、さらなる調査が必要であることを示唆している。このような未発生リスクを事前にボトムアップで評価することは難しいため、当社では、欧州の潜在的な可能性をより適切に判断するためにトップダウンアプローチ

を採用した。当社は、欧州でダイレクトレンディングが成長する可能性を検討するにあたり、より発展している米国のダイレクトレンディング市場に着目した。

米国は歴史的に欧州に先んじて発展してきた。ダイレクトレンディングの預り資産を対GDP比でみると、欧州はまだ米国に劣後しており、米国と同レベルになるには最大で預り資産の50%増と、まだ格差が残っている。さらに、欧州の規制環境の厳格化、銀行セクターの縮小、米国と比較した低利回り環境、そして今後10年間にPE傘下に移行する可能性のある大量の民間企業が存在など、これら全ての要因が、欧州のダイレクトレンディングは米国よりも大きな市場シェアを獲得できる可能性があるという説得力のある理由を示している。このように、投資家がこの新しく急成長しているアセットクラスにポートフォリオの一部を配分することは、依然として合理的である。

最後に、新型コロナウイルス危機とそれに対する各国政府の対応は、もちろん注目すべき動向であり、本レポートでも考察されるべきトピックであろう。現在のところ、当社の知る限り、ダイレクトレンダーの融資ポートフォリオにおける損失率が、各国のロックダウンや景気後退によって、どの程度影響を受けているのかを評価することができるようなデータは得られていない。



しかし、確認できるのは、政府、特に中央銀行が、パンデミックにどのように対応したかということである。米国連邦準備制度理事会がジャンク債 ETF を購入したことで、公募債市場の「ハイイールド」利回りは、約 3% にまで圧縮されている。それはプライベートデットに対して何を意味するのだろうか。

米国の BDC に関する学術研究によると、プライベートデットの借り手は、銀行の借り手や上場企業よりもデフォルト率が高かったわけではなかったことを思い出してほしい。さらに、プライベートクレジット・ファンドの典型的な借り手は、公募債市場にアクセスするための経済的に実行可能な方法を持っていないことを思い出してほしい。

また、利回りの低下は、歴史的に銀行の収益性を圧迫してきた。これらの事実を踏まえると、次のような推論的な予測が可能である。つまり、ミドルマーケットの企業は、中央銀行の流動性供給の恩恵を受けるシンジケートデットを発行するには規模が小さすぎる傾向があり、そのため、銀行またはプライベート・レンダーに依存し続ける。

一方、投資家は、米国と欧州の双方の中央銀行の介入の影響を受けており、債券の投資可能なユニバースのかなりの部分については、パブリック市場では、もはや 3% 以上の（レバレッジなしの）収益をあげることはできないが、プライベート市場の利回りは高止まりを続けている。その結果、「利回り追求」への圧力がさらに強まることで、パブリック市場よりもプライベートデットへの需要が高まることはあり得るし可能性が高い。

実際、業界の余剰資金は記録的な水準にある（ただし、これは絶対額であり、投資家からのコミットメント総額に対する比率ではない）。そのため、より重要なのは、投資資金そのものより、質の高い案件を調達し実行する能力になるだろう。したがって、今後 10 年間のプライベート・レンダー間

の手数料控除前リターン差異は、これまで以上に、ファンドマネジャーの能力の違いによって広がることになるだろう。

ベンパトンの独自情報へのアクセスを通じて、新型コロナウイルスへの様々な影響について、次のような洞察を得た。もちろん、どのようなクレジット市場であっても、デフォルトや回収率への影響を予測することは短期的には不可能で、それが予見されるまでには時間がかかるであろう。通常、コベナントは LTM ベースでテストされるため、1 四半期のアンダーパフォーマンスの影響が直ちにコベナント条件を脅かすことはほとんどない。しかし、経験によれば、高いデフォルト環境の下では、財務維持コベナントの便益を享受している投資案件ほど、実質的に優れた回収を実現する可能性が高い。

新型コロナウイルス禍の中で、プライベートデット・ポートフォリオの比較的安定した報告評価（2020 年第 2 四半期にはプラットフォーム全体で 2.2% のファンド評価の低下、2020 年第 3 四半期には 1.6% のリバウンド）を、パブリック市場の評価（下記参照）と比較することは容易であった。貸し手は、財務 PE スポンサーだけでなく、借り手の経営陣全体とも直接接しているため、経営陣と相対で、多くの場合、日々にわたって意見交換を行うことで、借り手のパフォーマンスの実績について評価を行うことができる。

対照的に、パブリック市場のパリュエーションは、価格にかかわらず、資金の流出によって、ファンドの清算時期が強制的に決定されるため、テクニカル要因のセンチメントやモメンタムで変動する（図 28 参照－異常なほどの相関性がある）。また、ダイレクトレンダーにとっては情報の頻度と詳細さが増すことで、ファンドマネジャーが、投資家により正確な動向を提供できるようにもなっている。これは、何十もの投資家がデータ・ルームを通じて定期的にしか最新情報入手できないパブリックシンジケート案件とは極めて対照的である。

シンジケート取引の場合、貸し手グループが異なる立場の集まりであることから、アmendメントやウェイバーという形での短期的な救済の交渉が非常に困難である。これは、ダイレクトレンディングが二社間の協議で貸し手の価値維持のための意思決定を一晩で行えるのと対照的である。

様々な業種にわたる詳細な報告（通常、キャッシュフローの 12 週間ローリング予測など）によって、マネジャーは、各業種の二次的な効果に関する十分な情報に基づいてより適切なリスク審査やモニタリング上の意思決定を行うことが可能である。

また、損失引当金の増加や自己資本バッファの悪化により、銀行がますます身動きがとれなくなっていることに比べ、投資家からのファンド期間に渡ってコミットされた資本があることは、新たな資産に投資する機会を提供する。なお（PE スポンサーとの議論によれば）、特に新型コロナウイルス以降の環境においては、銀行は買収資金調達先として利用することが困難であり、少なくとも 2022 年まではその状況が続くとみられる。新型コロナウイルスは、欧州における銀行再編とそれに対応するダイレクトレンディングの拡大を促すきっかけとなる可能性があることということを述べて、締めくくりとする。

図 28：週間プライムファンドフロー対平均融資入札価格



データソース：S&P グローバル・マーケティング・インテリジェンスによって提供された LCD。リッパー-FMI。2020 年 6 月までのデータ。



第7部 ダイレクトレンディング市場ー 法的な視点

第7部は、レイサム&ワトキンスの単独の責任によって作成されたものであり、必ずしもペンバートンおよびサイド・ビジネススクールの見解を表すものではない。同様に、ペンバートンおよびサイド・ビジネススクールは、本レポートのこれ以前の内容に対して責任を負う。

主要なポイント

01

ダイレクトレンダーにとっての**全体的な契約上の保護**は、ハイイールド債とシンジケートローンのいずれと比較しても、貸し手にとって有利なものである。ダイレクトレンダーは、ダイレクトレンディング以外の取引では仲介引受銀行が受け取る利益を、内包することができるため、投資家の経済的条件はより良いものになり得る。

04

特に非経済的な条件は、ダイレクトレンディングではファンドが直接交渉を行い、OTD型（売却前提の組成）モデルが介在しないため、貸し手に有利になる傾向にある。例えば、シンジケートローン市場では早期返済に対するコール・プロテクションは極めて弱い。シンジケートローンの経済的条件を交渉する銀行は、そうした条項が適用されるような状況で恩恵を受ける可能性が低いからだ。また一般的に、ダイレクトレンディングの方が新規借入れやグループからの資金流出の可能性に対する管理がより厳格である。

02

シンジケートローンとハイイールド債の違いは、従来は前者に財務維持コベナントがあることだった。これはもはや当てはまらず、この2種類の債務の主な違いは投資家層の違いとなった。ダイレクトレンディングにおけるバイ・アンド・ホールド・モデルは、欧州のシンジケートローン市場ではほとんど消滅した財務維持コベナントを含む貸し手の保護が、シンジケートローン市場よりも大幅に付与される背景となっている。

05

スピードは、ときとして重要である。借り手がアmendメントおよびウェイバー手続きによって、融資契約書の修正や条件緩和を受ける必要がある場合がある。ダイレクトレンディングのように債権者の数が限定されている場合にのみ、スピードある対応が実現できる。

03

シンジケートローン市場は（売却前提の組成）OTD型モデルへと発展した。すなわち、成立した条件・条項はエクスポージャーをシンジケート化する能力を反映したものであり、必ずしもクレジット固有のリスクに対応するように設計されたものではないということである。

06

リストラクチャリングについてもスピードはさらに重要である。元本カット、期限延長、キャッシュによる利払いからPIKへの変更などの融資条件の重要な変更は（既定の構造調整と債務交換で対応できる場合以外は）、通常は貸し手グループ全員の同意が必要であり、債権者が多数いる場合には容易ではない。そのような条件変更について全債権者の同意が得られない場合は、英国のスキームオブアレンジメントや整理・リストラクチャリング計画のようなクラムダウンのテクニック、一部のEU加盟国における同様の手続きを用いることができる（しかし、これらのプロセスは時間を要しコストもかかり、債務者の財務問題／経営不振の風評を高めることとなる）。

欧州におけるユニットランシェ市場の成長は、もともとは様々な要因、特にオルタナティブ資産投資市場の成長から生じていた。シンジケートローン市場は、長年にわたって「銀行のみ」の市場であり、メザニン・ファイナンスを提供する貸し手は比較的少数であった。シニア担保付トランシェ（現在では第一順位抵当と呼ばれるもの）は、大半は銀行によって保有されていた。債権者間の取決めは比較的慣習的であったが、資金調達取引を成立させるための必要なプロセスに交渉が加わった。また、第一順位抵当と第二順位抵当に適用される金利を一つのトランシェにまとめた新しい「ユニットランシェ」商品を使用すれば、プロセスが簡素化され、（主に）プライベートエクイティスポンサーにとって資金調達がより簡素で実行しやすいものになるという認識があった。したがって、最初の「ユニットランシェ」商品は、1つの契約に基づく1つのトランシェのローンが含まれており、借り手の目の届かないところで、従来は1つの商品を受けたいがもう1つの商品は受けたくないと考えていた投資家の間で、キャッシュフローと意思決定プロセスを分ける物であった。こうした仕組みは、事実上、銀行とファンドの間の事実上のジョイントベンチャーであり、両者間では潜在的な機会をユニットランシェ構造の方法で調達する取り決めもあった。

ユニットランシェ商品は、発達するにつれて、実質的にシングルトランシェ満期一括返済型貸付（「ストレッチドシニア」と呼ばれることもある）となり、提供されるローンの規模が通常2,500万〜7,500万ユーロの範囲であったため、一般的にミドルマーケットで使用された。この時点で、ダイレクトレンディング市場の現状の定義に収斂していくことになる。しかし、ここでは業界の慣例に従い、ユニットランシェ・デットという言葉を使い続けることにする。このアセットクラスの人気が高まるにつれて、ますます多くのアセットマネージャーがダイレクトレンディング・ファンドを組成し、実行されたローンの規模は大幅に拡大した。（初期の案件のように複数の投資家が裏に居る事での）債権者間契約が無くなることに加えて、ユニットランシェは、その融資がシンジケートではないという事実、貸し手と借り手の関係がシンジケートローンというよりパートナーシップに近いという事実によって人気となった。シンジケートローンでは、借り手と当初の引受銀行との間に関係はあるものの、「ホワイトリスト」を利用しても、リレーションシップ型取引には程遠いことが判明しているからだ。この時点までに、ダイレクトレンディングのユニットランシェ商品は、レバレッジの観点からみると、第一順位抵当と第二順位抵当の純粋な組合せではなくなっていた。通常のレバレッジ水準は低く、投資不適格の借り手に対する単独の商業銀行融資の要求水準とシンジケートローン市場の水準の間であった。

別個の債務商品ではあるものの、法的観点からは、ユニットランシェローンの契約条件の構成は、シンジケートローンと非常によく似ており、シンジケートローン市場で使用されている、表明、保証、債務不履行事由、強制期限前償還事由などローン市場協会の様式にある全ての特徴を含む、という点に留意することが重要である。しかし、異なるのは、シンジケートローン市場が「OTD型（売却前提の組成）」モデルへと成長したことである。すなわち、融資条件の交渉においては、信用の原則が依然として重要ではあるものの、シンジケートローンを組成することができるか否かが同様に極めて

重要な要素となった。引受銀行の原債権に対するエクスポージャーが大幅に縮小されるからである。このアプローチが意味することは、PEスポンサーが借入条件を、シンジケートレンダーが通常要求する条件から離れ、市場の受け入れ状況に合わせた条件に設定できるという点である。「フレックス条件」のリストはますます長くなり、原案件を売却するために必要であれば、シンジケーションの過程で変更することも可能になった。ダイレクトレンディングのバイ・アンド・ホールドのアプローチでは、融資が二者間で行われる事が多いものであるため、同種の圧力の発生を防ぐことができ、シンジケートローン市場と比較してリターンが高い理由の1つと考えられる¹。

市場では引受手数料の競争が激しく、低金利環境下で高利回り資産へのニーズがますます高まっていることと相まって、シンジケートローンの契約条件は、まず「一流」のPEスポンサーからその後シンジケートローンのレバレッジドファイナンス市場全体へと借手寄りに緩和されていく。また市場の特徴として、契約はクレジットによるものではなく前例に基づくものになってきて、ドキュメンテーションは市場の特徴となっていく。これは、本レポートで前述した「利回り追求」に類似している。

ユニットランシェの契約を交渉する法律事務所（および関連するチーム）は、アキュイジション・ファイナンス市場のシンジケートローンチームと同じであったため、交渉条件や手法は、時間をかけてシンジケートローン市場からユニットランシェ市場に取り入れられ移管されてきた。また、ユニットランシェ市場においては、より多くの時間が費やされ、多くの場合、売却を前提とする案件契約に同意するのではなく、満期保有を前提とした信用供与を行っているという根拠により、アセットマネージャーは貸し手に有利な条件の保全を行うことが出来てきている。

シンジケート市場におけるコベナントツライトローンの拡大は、こうした市場動向の産物である。もともとレバレッジド・ローンには、おそらく2つ、場合によっては3つの財務制限条項（レバレッジ、金利カバー、デットサービスカバー）が付加されていたが、市場の発展に伴い削られ、シンジケート市場におけるコベナントツライトローンの割合は、過去5年間、前年比で増加してきた（現在、LCDによると90%を超えている）。追加負担制限コベナントが付されたハイイールド債と、財務維持コベナントが付された融資というのがこの2種類の商品を区別する特徴であったが、これらの違いはかなり前に消滅しており、現在は2つの市場は単に異なる投資家基盤に対応しているというだけである。**ダイレクトレンディングつまりユニットランシェ市場では、財務維持コベナントの割合が、シンジケートローンレバレッジドファイナンス市場よりもはるかに大きいと言えます。**

本稿に掲載している比較表は、シンジケートレバレッジドローン市場とユニットランシェダイレクトレンディング市場との間で、条項がどのように異なるかについて詳細に示している。ますます多くのアセットマネージャーがファンドを拡大し、ダイレクトレンディング市場を成長させることを考えると、いくつかの分野で両者が統合し始めているといっていよう。

¹ 比較可能な同等の取引プロセスから得たL&Wの独自の洞察に基づく。

この表の中には、元々は、レバレッジドファイナンスで用いられる別のジュニアデットトランシェ（現在は上位担保形式にもなっている）として設計されたハイイールド債に関する同様のまとめも含まれている。ハイイールド債では、コベナンツの保護が、商品の性質、（すなわち、流動性を必要とする投資家層を背景としたパブリック市場で取引される商品）にあわせて進化してきた。つまり、同意が必要とされることはシンジケートローン市場よりも少なくなるよう社債発行の条件は非常に柔軟になった。公募証券としての原商品の性質と、全ての投資家に対して修正の正当性について適切に説明する必要があることを考慮すると、同意プロセスはより困難で費用のかかるものであったからだ。こうした商品も、通常 PE スポンサーによって利用され、しばしば「バイアンドビルド」戦略に活用された。これは、契約上の相違の一例として、シンジケートローンにおける貸し手の保護においては、買収制限が長きにわたって重要な部分を占めていた一方、ハイイールド債の発行においては支配権の取得が同様には規制されていなかったことを意味している。このダイナミクスは、ダイレクトレンディング（主に相対融資）とシンジケートローン（多様な貸し手グループ）を比較する際にも生じる。なぜなら、単一の融資業者と取引する場合、修正プロセスの不経済性はあまり関係がないからである。

欧州において、シニア担保付シンジケートローンと共にハイイールド債が利用されるようになったことも、シニア担保付ローンと、シニア担保付債券・シニア（無担保）債券の多様な組合せを含む多くの「銀行／債券」構造を組み合わせた数多くの派生商品につながった。このことは、時間の経過とともに、そして最も流動性の高い強固なクレジットにおいて、融資条件が、（実質的にハイイールド債であるケースも含めて）ますますハイイールド債に近づくことにつながっている。もちろん、債券が調達資本構成に含まれないダイレクトレンディングには反映されない。

これらの傾向は全て、本稿での比較研究で確認することができる。

欧州のダイレクトレンディング市場の発展について、さらに前後関係を確認するために、他の金融市場における違いを観察することは、意義があるだろう。アジア（オーストラリアを除く）のアクイジション・ファイナンス市場は、依然として商業銀行が優勢であるため、構造はやや保守的な傾向にある。通常、銀行は、シニア担保付タームローン A 構造を提案する。期間は通常 5 年で、平均年数は長期化する傾向があるがそれでも通常、ファシリティの耐用年数にわたっていくらかの期中弁済が行われる。TLB とユニットランシェは、オーストラリアでは比較的一般的だが、その他のアジアでははるかに少ない。契約書は、一般的には APLMA／LMA フォームに基づいており、ファシリティ契約は、借り手の所在地およびアレンジャーグループの構成に応じて、英国法または香港／シンガポール法のいずれかによって規定される。より強力な PE スポンサーや借り手が DSCR の排除に成功しているが、域内の貸し手はネットレバレッジや、しばしば DSCR を伴う、何らかの維持条項を依然として要求する。しかし、他のより PE スポンサーにとって有利な条件は、アジア市場に移行しており、追加／増額借入枠、利用可能額からの制限付き支払いの許可、ビルダー新規借入枠、買収に関するハードバスケットの不存在、相乗効果（シナジー）の上限などのコンセプトは、依然として一般的である。投資家基盤の性質を考慮すると、通常、シニアローンに対するコール・プロテクションは見られないであろう。**もちろん重要な点は、貸し手の保護は、依然として市場の機能としての意味が大きく、したがって貸し手グループの性質であるということである。ダイレクトレンディング取引が、シンジケート取引よりも伝統的な銀行融資ファシリティの方にいくらか似ている理由は主**

にこれで説明される。

権利放棄および修正の意思決定

維持条項のメリットは、違反した場合、あるいは違反すると予測される場合に、貸し手が交渉の席につけることである。財務制限条項に違反することによって、関連する負債の繰上償還が可能となるため、貸し手は借入金の早期返済を要求するだけでなく、裏付け企業の所有権を得るため、または売却するために、担保権を行使することができる。繰上償還の可能性はまた、借り手の口座が監査人によって制限される可能性を意味する—これら全てが、重大な事態であり、企業に多額の株式投資を行っているプライベートエクイティの所有者が避けたいと思うであろうものである。このような状況における権利放棄の交渉では、監査報告書の提出義務、利率変更、返済条件の変更、新規出資、事業の監視の強化、借り手への融資の継続と現行株主の支配権の維持を認めるための代替的な条件としての、より制限条項のより厳格化など、貸し手が様々な条件を要求することがある。

法的観点から見ると、これらの同意および権利放棄プロセスは、しばしば、修正を承認するために必要とされる比率に依存する。シンジケートローンは、通常、過半数議決のために単純過半数（50％）または 66 2/3％の閾値があり、主要な経済条件（価格設定、通貨、返済など）については全会一致、一部の行為（証券の発行など）についてはスーパーマジョリティによる議決を必要としており、関連するクラスが変更を承認した場合には多数決による経済的変更を認める構造調整条項がある。シンジケートローンの管理には、これらの修正において定足を満たす投資家数を集めるために、多くの時間が費やされている。意思決定プロセスは、特に、異なる階層のデットや持分の持合いが存在する場合には、時間がかかり、複雑になる可能性がある。

単一のユニットランシェローンが単一の貸し手によって保有されている場合、複数の当事者間の交渉ではなく単一の交渉が行われるため、これらの同意および権利放棄プロセスが合理化されることは明らかである。複数の当事者間の交渉がある場合、借り手はグループ全体で最も厳しい取引および／または非常に長い交渉プロセスに終始することが多く、その一方で、経営陣は混乱し、潜在的な問題に対処できないために、会社の財務状況がさらに悪化する。問題を抱えた投資において、または借り手に対し貸し手としての立場や考えを確り知らしめるには、スピードが本質的な要素となることが多く、また、単一の貸し手はグループよりも迅速に行動することができ、借り手および／またはその PE スポンサーとの間で、必要な同意を得る前に良好かつ比較的積極的な関係を築くことが多い。また、このダイナミクスによって、借り手からよりタイムリーにより多くの財務情報が提供されるようになる可能性がある。それは、シンジケートローン市場や債券取引ではしばしば見られる公開／非公開情報の情報開示に関する問題が、ダイレクトレンディング取引ではほとんど存在しないためである。

次節で述べるように、密接な関係、豊富な情報、交渉や意思決定のスピードといった利点は、借り手が、本来ならば、様々なテクニックを使って抵抗者を「クラムダウン」する必要があるリストラクチャリングの状況では、さらに顕著になる。

欧州のリストラクチャリング環境ー最新動向

前述したように、シンジケートローン市場でのコベナンツライトレンディングは、財務維持コベナンツがほとんど、あるいは全く付されていない構造、より許容可能な新規借入枠、緩やかな定義、PE スポンサー主導の解釈といったものを伴っており、創造的な債務の階層化、潜在的な価値の流出、そして借り手がストレスまたは困難に直面した場合の貸し手にとって利用可能なトリガーの欠如につながっている。これらは全て本質的に、シンジケートローン市場において現在最も重要な基準となっている特徴である。

ディストレスト投資家やアクティビスト株主にとって、このような環境は、一部には、例えば、具体的な企業行動がネガティブ・コベナンツに準拠しているかどうかを判定するため、および／または、デフォルトが特定の状況で発動されたかどうかを見極めるためにデフォルト条項を綿密に見直すために、より積極的な関与戦略や、債務者行動のより厳密な精査につながっている。このアプローチは明らかにリストラクチャリングのダイナミクスに影響を与える。同時に英国では、取締役の義務に再び重点が置かれており、最近の控訴審判決において、債権者の利益を考慮する義務は、実際の支払不能の前、および不当な取引上の検討が発生する前に生じることが確認された。前述したように、利害関係者のアクティビズムの高まりによって取締役は厳しい監視に直面している（1986 年破産法第 423 条（債権者を欺く取引）への依存がその一例）。これに加えて、管理者や清算人は取締役に対する請求権を（多くの場合、訴訟から資金を得た）第三者に割り当てることができるようになった。英国年金保護基金や英国歳入関税局など、その他の利害関係者もますます主張を強めており、特に最近、2020 年 12 月 1 日から「Crown Preference（公債権の優先権）」という伝統的なコンセプトが再導入されている。リストラクチャリングに積極的に関わる可能性のある利害関係者の数と共に、高度化し、進化し続けるリストラクチャリングツールの範囲は、シンジケートファシリティや代表者によるアドホックグループではなく、機動的な単一の貸し手や小規模な貸し手グループを有する債務者によって、より効果的に管理することができる場合がある。

このように、ダイレクトレンディングファンドは、融資にアクセスするための最も一般的な手段となると共に、より伝統的な銀行のような保護（維持条項を含む）を提供し、このような保護を受けた貸し手は、同じ事業体からのシンジケートローンに参加した場合よりも早く、交渉の席に着くことができる。

欧州では、法廷外のリストラクチャリングの恩恵が依然として残っている。価値を維持するためには、合意に基づく秩序あるリストラクチャリングを行うことが、企業と債権者の利益になることが多い。負債のリストラクチャリングの一環として要求される修正には、一般的に、満期の延長、現金以外の利息、債務交換／株式化、あるいは全員一致の同意を必要とするその他の修正が含まれる。上述したように、シンジケートローンおよび／またはハイイールド債構造において、そのような修正に対して全員一致で必要な同意を得ることは、ロジスティック上困難であり、時間と費用がかかる可能性がある。

シンジケートファシリティのリストラクチャリングおよび／またはハイイールド債の発行における全員一致の合意の必要性は、抵抗者（すなわち、支払いを受けるか、よりよい取引を手にすることを期待して同意を与えない貸し手）に関する懸念を生じさせる可能性があり、それらに対処しようとする手法は進化してきた。英国のスキームオブアレンジメントは、あるクラス内、すなわち同一のファシリティ内の、また

は同等の順位を持つ負債商品における抵抗者に対処するための古典的な例である。スキームオブアレンジメントとは、債務者主導の裁判手続きであり、債務の償却、満期の延長、利息の変更など、債権者間の妥協策として利用することができる。このスキームが、英国以外の企業の財務リストラクチャリングで初めて利用されたのは、約 10 年前であり、年月を経て、スキームの管轄区域や範囲に関する判例法が大幅に発展し、イングランドとの「十分なつながり」が存在するか、または確立されている財務リストラクチャリングにおいて考慮される重要なリストラクチャリングツールの一つとなった。スキームは、ここしばらくの間、最適な国際的クロスボーダーの貸し手和解ツールとなっており、その適用は、大多数の債権者が妥協的な解決策を支持する企業を救うために、斬新かつ創造的な方法で継続的に進化および発展している。しかし、計画プロセスは、裁判所の利用可能性および様々な所定の通知期間によって左右され、計画対象企業に有利となる裁量権を行使すべきかどうかを判断する裁判所に常に依存する。さらに、スキームでは、計画対象企業に対し、計画の効果の適用範囲に関して確立された裁判所のガイドラインを順守することを求めており、不満を抱く債権者からの異議を受ける可能性がある。スキームの使用は、全員一致での同意を必要とする修正を達成するための、最も効果的とは言わないまでも、非常に効果的で、信頼性の高いプロセスであるが、計画対象会社の財務実績および事業課題に関して重大な情報開示と公表が必要とされる、時間とコストのかかるプロセスでもある。

さらに、英国では、2020 年企業倒産およびガバナンス法に基づき、新たなリストラクチャリング手法、すなわち、支払猶予およびリストラクチャリング計画が導入されている（後者はしばしば「スーパースキーム」と呼ばれるが、これは、米国のチャプター11のスタイルクラムダウンに類似した、同意しない債権者クラスをクラムダウンさせる能力のためである）。現在では、同意しない債権者のクラスをクラムダウンする理論的な能力は、他の債権者のクラス（例：第二順位抵当およびその他の下位債権者）における抵抗者に対しても、裁判所の手続を経て対処することができることを意味する（ただし、本稿執筆時点では、新法の下でのこの分野に関する判決は報告されていない）。

合意された解決策が、同意していない株主の意向に反して貸し手が株式持分を支配すること、および／または、債権者の指示グループ（すなわち支配グループ）がクラムダウンを行うことなくリストラクチャリング目的を達成することができるリストラクチャリングにおいては、「（株式売却による）単一時点での」担保権執行と、劣後債に対処する典型的な債権者間のリリース条項の使用は、既存株主から権利を剥奪するための迅速かつ効果的な解決策となりうる。これは、英国の管理者（アドミニストレータ）の任命によって達成され得る（これは、法廷外で取締役／会社によって、または固定担保レシーバの適格浮動担保権者（「QFCH」）、またはデフォルト後の同意に基づく売却（「破綻処理」）によって達成され得る）。

イングランド以外の管轄区域では、こうした目的で利用することができる、破産法やリストラクチャリング手続きが独自に設けられており、異なるレベルの承認が必要とされる。また、オランダの相対売買やルクセンブルクの株式担保の行使も、グループの持株構成に応じて考慮されうる手法となっている。融資契約における少数派の反対をクラムダウンするための他のテクニックとしては、「構造調整」交換があげられる。この取引では、議決権行使者の過半数が融資契約の中で新たな債務のトランシェを作り出し、その後、まず旧債務から保護を外すことに合意し、その債務と交換することができる（米国における「上位（up-tier）」取引に類似）。しかし、少数の抵抗者を「クラムダウンする」全ての実行手段は、より長い時間がかかる複雑なテクニックを必要とし、単独の貸し手が主導するリストラクチャリングよりも、多くのコストがかかる。重要な点は、貸し手グループが極めて限定数（単独）であれば、裏付けのビジネスへの対処に関する基本原則が貸し手、債務者、株主の間で合意されている限り、より迅速で、安価で、より対外的な情報開示が少ない、リス

トラクチャリングを実行できるということである。

今後の展開や傾向

欧州大陸についての最後の注意点。2021 年夏までに加盟国が法律に組み込まなければならない新たな欧州整合指令への対応もあり、一部の国ではリストラクチャリングと破産の枠組みが改善されており、オランダは、米国連邦破産法 11 条（チャプター11）に類似したオランダの制度（2021 年 1 月 1 日に発効予定）によって、多国籍法人によって「選ばれた管轄区域」となることを切望している。スペインの「オモロガシオン（homologacion）」もまた、未だに債務者に優しいリストラクチャリングツールと考えられているものの、デットエクイティスワップを可能にし、新たな資金注入を保護することができるようになったことにより状況が変化している。

シンジケートローン市場、ダイレクトレンディング市場、ハイイールド債市場とらの間の融資契約の相違点

寄稿 James Chesterman、Helena Potts、James Burnett and Karan Chopra、レイサム＆ワトキンス

欧州のシンジケートローン市場	ダイレクトレンディング市場	ハイイールド債市場
資本構成		
通常、シニアファシリティは、ファシリティ B およびリボルビングファシリティで構成され、第二順位抵当ファシリティまたは債券発行が含まれる可能性がある。通常、スーパーシニアリボルビングファシリティには、（シニア担保付債券が構成に含まれる場合を除き）柔軟性は存在しない。ただし、ファシリティ B が全額返済されれば、認められることが多い。	シニアユニットランシェおよびスーパーシニアリボルビングファシリティ、ならびに場合によって小額のスーパーシニアタームローンまたは同等の分割償還タームローン。	欧州のハイイールド債は通常、シニア担保付ローンと同等のシニア担保付債、および／または、構造的に劣後したレベル（すなわち企業所有構造上の上位の発行体）で、劣後保証で発行されるシニア無担保債のいずれかで構成されている。米国では、上位順位保証付きのシニア無担保債がより一般的である。
プライシング		
通常、マージンとアップフロントフィーはダイレクトレンディング市場よりも低い（ただし、案件が価格のフレックス - 条件変更により左右される場合には、その差はいくぶん縮小する）。時には、投資家の需要によって、案件が逆の価格の柔軟性にさらされることもある。	- マージンとアップフロントフィーは、欧州シンジケートローン市場よりも、高いのが一般的である（ただし、そうした案件が価格のフレックス - 条件変更により左右される場合には、その差はいくぶん縮小する）。 - PIK トグルは、行使される頻度などの一定の条件次第で含まれることがある。	- ハイイールド債の金利は通常固定金利だが、時に、変動利付債の市場が開かれることがある。ハイイールド債の発行価格は通常、額面価格または最小限の発行割引額で行われるが、より大幅な発行割引額で発行されることもある。 - PIK はあまり一般的ではないが、エクイティブリッジしとして、あるいは規制産業において、時として資本構成の一部を構成することがある。

欧州のシンジケートローン市場	ダイレクトレンディング市場	ハイイールド債市場
契約書		
- 英国法におけるファシリティ契約は、しばしばニューヨーク法とともに、LMA ベースの表明保障やデフォルト事由ではなく、「債券スタイル」の引受、および、大型株（そしてますます PE スポンサーの支援を受けているミドルマーケット）のデフォルト事由と解釈されている。あるいは、LMA ベースの表明保障およびデフォルト事由ではあるが、ダイレクトレンディング市場よりも柔軟性が高く、LMA ベースの引受およびデフォルト事由のパラメータの中に「債券スタイル」の概念を導入したものである。 - 引受案件には、一部の引受条件が引受業者によるシンジケーションの成功に必要な修正の対象となる場合があることを規定する、「フレックス」条項が適用される。 - ファシリティ B およびリボルビングファシリティは、同順位としてランク付けし、権利執行の目的のために一括して投票を行う。	- LMA ベースの英国法ファシリティ契約。 - 引受案件においても、正式なファシリティのシンジケーションはないため、フレックス条項は設けられていない。 - リボルビングファシリティは、個別に執行権を有するが、債権者間契約を通じてユニットランシェレンダー同様停止期間には服する。 - 諸条件は、シンジケートローン市場よりも借り手にとって一般的に制限的である。	「追加負担制限」条項付きのニューヨーク州法契約
セキュリティパッケージ		
- 通常、浮動担保が利用可能な場合を除き、株式、構造的なグループ内売掛債権および重要な銀行勘定に限定される。売買契約の売掛債権に対する担保権が含まれる場合がある。 - 保証および担保が事前に定められた管轄区域の限定されたリストにおいてのみ付与される「対象管轄区域」の概念がしばしば含まれる。 - 担保パッケージの焦点は、債権者が、事業会社からの現物担保ではなく、苦境に陥ったシナリオにおいて強制するであろう「（株式売却による）単一時点」の担保執行である。	- 欧州シンジケートローン市場と類似しているが、通常、売買契約の売掛債権に対する担保権も含まれている。 - 通常、「除外管轄区域」という概念を含むが、この概念では、事前に定められた管轄区域の限定されたリスト以外の全ての管轄区域において保証および担保が付与される。通常、シンジケートローン市場よりも優れた貸し手保護措置がとられる。 「（株式売却による）単一時点」の担保執行は重要であるが、欧州シンジケートローン市場よりも借手企業からのより総合的な担保パッケージが期待される。	- シニア担保付債券については、欧州シンジケートローン市場と同様。 - シニア無担保債券は、重要子会社株式への担保およびグループ内売掛債権から担保を受けることがあり得るが、それ以外の場合は無担保である。 - 担保付債券のエスクロー取引も、エスクローのリリースまでは、エスクロー勘定に対する担保権から恩恵を受ける。

欧州のシンジケートローン市場

ダイレクトレンディング市場

ハイイールド債市場

新規借入

- ファシリティ契約に記された追加のシニア担保付ファシリティとなりうる債務、またはサイドカー債務として債務を新たに負うための幅広い範囲での許可。
- シニア、第二順位抵当、シニアファシリティの担保とならない資産を担保とする債務を認める。また、「レバレッジ」テストが基準を下回らない範囲で新規投資に対応する追加債務を認める可能性がある。
- 通常、ファシリティ内に明記されたアコーディオンによる追加のシニア担保付ファシリティのみが認められ、サイドカー債務は認められない。
- 第二順位抵当債務は認めない。
- ネガティブブレッジは、慣習的な方法で資産に対する担保の付与を制限する。
- 一部の案件では、新規投資に対応する追加債務が認められているものの、一定の期間内に借り換えを行う要件に従う必要があるか、または債務残高を維持できるのがレバレッジベースのテストに準拠できる場合に限られる。
- レシオ新規借入枠（FCCR および／またはレバレッジ比率）と「許容債務」新規借入枠の組み合わせによって、追加のシニア担保付債券やシニア担保付ファシリティとなりうる債務を新たに負うための広い範囲での許可。
- 担保付債務（シニア担保付債券および米国シニア無担保債の担保付債務の抵当とバリ）は、通常、追加の担保付レバレッジ比率の対象となる。一方、欧州シニア無担保債は、通常、適切に負担された債務に担保を付けることを認める。
- シニア第二順位債券の場合、（担保に関する）第二順位抵当は、通常、第一債務発生テストには含まれない。
- ハイイールド債に対する担保とならない資産を担保とする債券は、通常、少額の「許容先取特権」新規借入枠を持つ、特定の許容債務新規借入枠に限定される。
- ハイイールド債は通常、債務の種類に応じて、「不利ではない（FCCR またはレバレッジ）」テストの対象となる取得済債務／新規取得債務を認める。

支払制限

- 通常、レバレッジベースのテストに準拠することを条件に、利用可能金額（許容債務を含む）から制限付き支払いを行うことが許可される。最近は「債券スタイル」の連結純利益ベースのビルダー新規借入枠を新設して一定の支払い（配当など）を行うことが可能になっている。
- 利用可能金額には通常許容新規借入額を含まない。また連結純利益ベースのビルダー新規借入枠がないことを除けば、欧州シンジケートローン市場と類似している。
- 通常、連結純利益の 50% のビルダー新規借入枠を含むか、または通信および他の特定のクレジットについては、 $EBITDA - 1.4 / 1.5 \times$ 支払利息のビルダー新規借入枠を含み、それぞれ「許容支払」および「許容投資」新規借入枠が追加される。ビルダー新規借入枠は通常、追加の FCCR テストの対象である。ゼロフロアあるいはスターター新規借入枠（発行前の日付にさかのぼる新規借入枠、あるいはさらに一般的な新規借入枠）もあり得る。

欧州のシンジケートローン市場

ダイレクトレンディング市場

ハイイールド債市場

買収

- 通常は、デフォルト事象の不存在および制裁引受の違反の不存在などといった、許容買収の条件が全くない、または、ごくわずかである。
- 許可された買収条件には、通常、レバレッジに基づくテストの遵守、または試算ベースの財務制限条項の遵守、合意した基準額を超える買収のためには委託されたデューデリジェンスの実施、および／または合意されたより高額な基準額を超える買収のための法務および財務デューデリジェンスの準備も含まれる。
- 事業体が「制限付子会社」になる場合、買収に関する制限はない。買収資金を調達するために負う債務は、債務制限条項の下でテストされ、担保が設定されている場合には担保債務制限条項の下でテストされる。

新規借入枠

- 通常、新規借入枠間で再分類し、100%繰越し／繰戻しを行う完全な柔軟性が含まれる。
- 通常、EBITDA グローワーに依存する新規借入枠（デフォルト事由を含む）。
- 「債券スタイル」契約が含まれる場合、債務者／非債務者制限は、ある種の債務新規借入枠の下での無保証債務が通常キャップされている債務負担以外ではあまり一般的ではない。
- 特定の案件には新規借入枠間の再分類の完全な柔軟性が含まれるが、欧州のシンジケートローン市場ほど一般的ではなく、繰越し／繰戻しが含まれる場合は、通常は特定の新規借入枠または 50%繰戻しにのみ適用される。
- 通常、債務者／非債務者制限が含まれる。
- 通常、新規借入枠間で再分類する完全な柔軟性が含まれるが、指定された新規借入枠については、繰り越しが制限される。
- 通常、EBITDA グローワーに依存する新規借入枠（デフォルト事象を含むことが増えている）。
- 債務者／非債務者制限は、一般的に特定の債務新規借入枠の下での無保証債務に上限が設定されている、債務負担制限条項にのみ当てはまる。

強制期限前弁済

- 違法性、支配権の変更、および超過キャッシュフローに限定。通常、上場も含む。
- 支配権の変更の定義が「債券スタイル」であることが多く、そのため、グループの株式の 50% 超が元の株主以外に保有された場合（元の株主が 50% 超を保有しなくなった場合ではなく）にトリガーされる。
- 通常強制的な繰上げ返済ではなく、事業に手取金を再投資する柔軟性があるものの、通常、重要資産売却手取金、報告手取金、売掛金売却金および保険支払いは期限前弁済の対象となる。
- 支配権の変更の定義が「融資スタイル」であることが多く、そのため、元の株主の保有比率が IPO 前はグループの株式の 50% 超、および IPO 後ではグループの株式の 30% 超を所有していない場合トリガーされる。
- 支配権の変更が発生した場合は 101% のオファー、資産売却条項に基づく超過受取金を用いる場合は 100% のオファーに限定、エスクロー取引についてはエスクローが解消された場合は特別強制償還。
- 一般的に、支配の変更の定義は、元の株主以外がグループの株式の 50% 超を保有する場合、または容認保有者以外の者に、全ての、または実質的に全ての重要資産を譲渡した場合にトリガーされる。

欧州のシンジケートローン市場	ダイレクトレンディング市場	ハイイールド債市場
コール・プロテクション		
通常、クロージング後 6／12 カ月間、プライシング変更時のみ 1%のペナルティ。	自発的な期限前返済および支配権の変更に、クロージ ング後 1～2 年間のコール・プロテ クションが一般的。	- 標準的な固定利付ハイイールド債 は、通常、5 年物は 2 年間、7 年物 は 3 年間の「ノンコール」があり、 その期間においては、割高なメーク ホールプレミアムを全額払うことで 債券を償還することができる。 「ノンコール」期間において、元本 の 30～40%までは、額面価格に クーポンを加えた価格による「株式 公開」（真の公募を必要とする場合 も、必要としない場合もある）の手 取金で繰上償還することができる。 - その他の定期借入債務がない場合に おいては、「ノンコール」期間中に 額面の 103%で年間 10%を繰上償 還できるという規定を含むこともあ る。 「ノンコール」期間の後、ハイイー ルド債は、満期前の額面に比例して 通減された、利札の一定割合に設定 されたプレミアムで繰上償還可能で ある。 - 変動利付債には通常、約 1 年の「ノ ンコール」期間があり、コールプレ ミアムはそれほど高くない。
財務制限条項		
- 通常、リボルビングファシリティ のためだけにフラットなネットレ バレッジの財務制限条項があり、 また、リボルビングファシリティ の一定割合（例えば 35%）が現 金で引き出された場合にのみテス トが行われる。 4、5 回のエクイティキュア（エ キティの調整によるブリーチ救 済）が許容されている。EBITDA 救済の形をとることもある。	- 通常、ユニットランシェファシリ ティのための総合的ネットレバ レッジ財務制限条項（および潜 在的には追加的な財務制限条 項）、ユニットランシェとは別に リボルビングファシリティのた めの総合的ネットレバレッジ財 務制限条項である。ユニットラン シェファシリティに対しては約 10%のヘッドルーム設ける。一 般的なコベナンツは、トリガー がフラット化する前に、一定期 間のデ・レバレッジを求める。 - 新しいエクイティの注入による 救済は 4 回まで認められる。 EBITDA 救済（もしあれば）が 認められるのはそのうち数回。	なし

欧州のシンジケートローン市場	ダイレクトレンディング市場	ハイイールド債市場
シナジー		
- 特定の案件では、関連期間におけ る総計ベースではなく、項目ごと にシナジーの上限を設定する。よ り一般的には、関連期間における 総計ベースでの上限が設定され る。 - シナジーが EBITDA の一定割合を 上回る場合に、CEO／CFO の認 証要件や DD 要件が存在すること は一般的ではない。	- 関連期間の総計ベースで上限設 定される。 - 通常、シナジーが EBITDA の一 定割合を上回る場合には、CEO ／CFO の認証要件および／また は DD 要件を含む。	- 通常は上限はないが、実施に 12 カ 月または 18 カ月の期間が設定され ることが多い。 - CEO／CFO の認証要件はない。
報告義務		
一部の案件には、「債券スタイ ル」の報告要件があるだけで、月 次財務諸表や年次予算を提出する 必要はない。	通常、「融資スタイル」の報告 で、月次財務諸表や年次予算の 提出が含まれる。	- 月次財務諸表や年次予算を提供する 必要はない。 - 一部の案件では、電話会議に関する 文書要件がある。
修正		
- マジョリティレンダー：50.1%。 - スーパーマジョリティレンダー 80%だが、一部の案件では 66 2/3%。 - リボルビングファシリティについ て別段の同意権はない。 - 多数の貸し手が存在することを考 慮すると、通常、ダイレクトレン ディング市場よりも同意手続きが 困難。	- マジョリティレンダー：66 2/3%。 - スーパーマジョリティレンダー 80／85%。 - リボルビング・ファシリティレ ンダーは、EBITDA の一定割合 を超える売却、および追加的な スーパーシニア債務またはリボ ルビング・ファシリティレン ダーの利益のためだけの権利を 認めるファシリティ契約の変更 などについては、ファシリティ のスーパーシニア性を維持する ために別段の同意権を有する。 - 通常、ユニットランシェレンダー が、ファシリティの存続期間中 マジョリティレンダーであるた め比較的単純な同意プロセス。	- 大半の修正は元本総額の 50.1%を 必要とする。 - 欧州では、指定された特別修正には 90%の合意が必要とされるが、全 てまたは実質的に全ての担保および 保証を解除する場合は例外であり、 その要件は 75%で定足する。 - 米国とアジアでは、指定された特別 修正には 100%が必要となることが 多かったが、90%の基準がより一 般的になりつつある。 - 多数の債券保有者を前提とすると、 同意プロセスは受動的であり、一般 的に投資銀行を代理人として使用す る－最も一般的な同意のテーマは COC（支配権の変更）である。

参考文献

Allen, F. および Gale, D., 2000 年。財務連鎖。ジャーナル・オブ・ポリティカル・エコノミー、108（1）、ページ 1～33。

Angelkort, A. および Stuwe, A., 2011 年。バーゼルⅢおよび中小企業金融。Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung。

バーゼル銀行監督委員会、2010 年。バーゼルⅢ：より復元力の高い銀行と銀行システムのためのグローバルな規制の枠組み、国際決済銀行。

Behn, M., Haselmann, R.F. および Vig, V., 2016 年。モデル・ベース規制の限界。

Berger, A.N. および Udell, G.F., 2006 年。中小企業金融のより完全な概念フレームワーク。ジャーナル・オブ・バンキング&ファイナンス、30（11）、ページ 2945～2966。

Brooke, D. および Deo, L., 2019 年。ダイレクトレンディングの急速な増加は、企業のリスク分割を促す。[オンライン] ロイター。
<https://www.reuters.com/article/directlending-risk/rapid-rise-of-direct-lending-pushes-firms-to-split-risk-idUSL2N22Q17G>。

BVCA。2014 年 プライベートエクイティ・デット・ファンドの手引き。英国プライベートエクイティ・ベンチャー・キャピタル協会
<https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/Guide%20to%20PE%20Fund%20Finance/Debt%20Fund%20Guide-May14-web.pdf>。

Chernenko, S., Erel, I. および Prilmeier, R., 2020 年。ノンバンク・レンディング。SSRN ワーキングペーパー。

Cressy, R. および Olofsson, C., 1997 年。欧州の中小企業資金調達：概要。中小企業経済学、ページ 87～96。

Cull, R., Davis, L.E., Lamoreaux, N.R. および Rosenthal, J.L., 2006 年 中小企業の歴史的資金調達。ジャーナル・オブ・バンキング&ファイナンス、30（11）、ページ 3017～3042。

Davydiuk, T., Marchuk, T., および Rosen, S., 2020 年。米国のミドルマーケットにおけるダイレクトレンディング。SSRN ワーキングペーパー。

デロイト、2019 年。オルタナティブレンダーディールトラッカー2019 年春。
<https://www2.deloitte.com/ie/en/pages/finance/articles/alternative-lender-deal-tracker-spring-2019.html>。

Dombret, A., 2018 年。銀行セクターにおける正しい整理統合手法の発見。[オンライン] ブンデスバンク。
<https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/finding-the-right-measure-of-consolidation-in-the-banking-sector-729610>。

編集委員会、2019 年。プライベートエクイティは、さらに透明性を示さなければならない。[オンライン] ft.com。
<https://www.ft.com/content/e5efa950-ec17-11e9-85f4-d00e5018f061>。

欧州中央銀行、2020 年。ユーロシステムスタッフによるユーロ圏のマクロ経済予測、2019 年 12 月。EBB。
https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections201912_eurosystemstaff~c7a91336cb.en.html。

欧州プライベートエクイティ・ベンチャー・キャピタル協会（EVCA）、2013 年。ザ・ミドルマーケット：ヨーロッパの実体経済の実力者。[オンライン] インベスト・ヨーロッパ。
<https://www.investeurope.eu/media/1301/pbevcab6.pdf>

Evans, D.S., 1987 年。企業成長に関する代替理論の検証。ジャーナル・オブ・ポリティカル・エコノミー、95（4）、ページ 657～674。

オハイオ州立大学フィッシャー・カレッジ・オブ・ビジネスおよびゼネラル・エレクトリック・コーポレーション、2001 年。GE キャピタル 2011 年全国ミドルマーケット・サミット、米国を動かす市場。[オンライン] ミドルマーケット・センター。
<https://www.middlemarketcenter.org/Media/Documents/the-market-that-moves-america-insights-perspectives-and-opportunities-from-middle-market-companies-the-market-that-moves-america-white-paper.pdf>

Flemming, S., 2020 年。Janet Yellen は、融資基準の急落への警報を鳴らす。[オンライン] フィナンシャルタイムズ。
<https://www.ft.com/content/04352e76-d792-11e8-a854-33d6f82e62f8>。

George, H., および Butler, K., 2019 年。なぜダイレクトレンディングがプライベートデットにおける好調な分野となっているのか。[オンライン] ブルームバーク。
www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-06/who-needs-a-bank-why-direct-lending-is-surging-quicktake-q-a。

Gopal, M., および Schnabl, P., 2020 年。中小企業向け融資における金融会社およびフィンテック・レンダーの台頭。SSRN ワーキングペーパー。

Hakura, D. および Cosimano, T.F., 2011 年。バーゼルⅢに対応した銀行の行動：全国的分析。IMF ワーキングペーパー、ページ 1～34。

Hall, G.C., Hutchinson, P.J. および Michaelas, N., 2004 年。欧州中小企業の資本構成の決定要因。ジャーナル・オブ・ビジネス・ファイナンス&アカウンティング、31（56）、ページ 711～728。

Jackson, P., Furfine, C., Groeneveld, H., Hancock, D., Jones, D., Perraudin, W., Radecki, L. および Yoneyama, M., 1999。自己資本規制と銀行行動：バーゼル合意の影響（No.1）。バーゼル：国際決済銀行。

Langfield, S. および Pagano, M., 2016 年。欧州における銀行バイアス：システミックリスクと成長への影響。エコノミック・ポリシー、31（85）、ページ 51～106。

Le Leslé, V. および Avramova, S.Y., 2012。リスクウェイト調整済資産の見直し。

Luomioti, M., 2019 年。ダイレクトレンディング：ダイレクトローンの決定要因、特徴および実績 SSRN ワーキングペーパー。

Mariathasan, J., 2018 年。プライベートデット：今もなお成長中。[ネット] IPE。
<https://www.ipe.com/reports/special-reports/credit/private-debt-still-going-strong>。

Mooney, A., 2016 年。融資をめぐるファンドハウスが銀行と対決。[オンライン] フィナンシャルタイムズ。
<https://www.ft.com/content/2965ff84-6ed2-11e6-a0c9-1365ce54b926>。

Munday, S., Hu, W., True, T., および Zhang, J.。プライベートクレジット・ファンドのパフォーマンス：ファースト・ルック。ジャーナル・オブ・オルタナティブ・インベストメント、2018 年秋。

Nesbitt, L.S., 2019 年。プライベートデット：企業向け融資の機会。ワイリー・ファイナンス

ブレキン、2019 年。2019 年 ブレキン グローバル・プライベートデット・レポート。
<https://docs.pregin.com/samples/2019-Pregin-Global-Private-Debt-Report-Sample-Pages.pdf>。

Santos, J.A., 2001 年。現代の銀行理論における銀行資本規制：文献のレビュー。金融市場、金融機関および金融商品、10（2）、ページ 41～84。

Schildbach, J., Wenzel, C., Speyer, B., AG, D.B. および Hoffmann, R., 2013 年。欧米における銀行パフォーマンス。ドイツ銀行リサーチ、ページ 1～20。

Sutorova, B. および Teplý, P., 2013 年。バーゼルⅢが EU の銀行の融資金利に与える影響。Finance a Uver、63(3)、226 ページ。

Thomsen, P., 2020 年。欧州の資本市場金融について。[オンライン] IMF。
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/25/sp061419-on-capital-market-finance-in-europe>。

Turk-Ariss, R., 2017 年。EU における銀行のリスクウェイトの不均一性：カウンターパーティ・エクスポージャーのASET クラス別・国別のエビデンス。国際通貨基金。

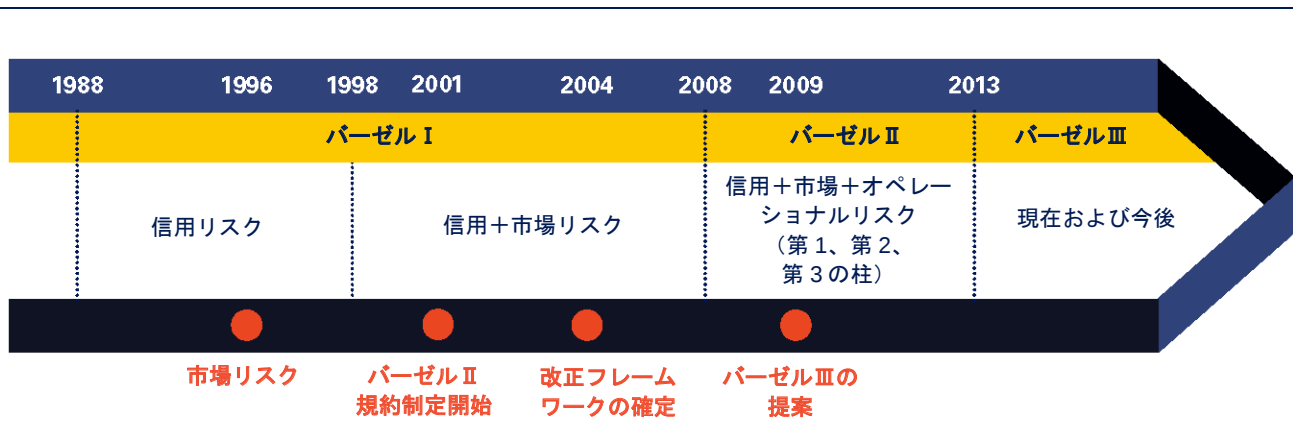
Vallascas, F. および Hagendorff, J., 2013 年。自己資本規制のリスク感応度：大規模銀行の国際的サンプルによるエビデンス。レビュー・オブ・ファイナンス、17(6)、ページ 1947～1988。

VanHoose, D., 2007 年。自己資本規制下の銀行行動に関する理論。ジャーナル・オブ・バンキング&ファイナンス、31（12）、ページ 3680～3697。

Wigglesworth, R., 2019 年。ノンバンクレンダーは密かに繁栄する。[オンライン] フィナンシャルタイムズ。
<https://www.ft.com/content/4610e820-1b09-11e9-9e64-d150b3105d21>。

BIS グローバル金融システム委員会ワーキンググループ、2018 年。危機後の銀行業の構造変化。CGFS 報告書 第 60 号、国際決済銀行。

付録



データソース：ザ・ファイナンシャル・アナリスト。

歴史的に、規制制度は企業向け融資の基本的なインセンティブに大きな影響を与えてきた。

本節では、1 億ユーロの単一融資エクスポージャーを有する仮想上の欧州銀行を例とする。融資先は、内部格付 B 相当の内部格付を持つミドルマーケットの借り手で、一般的な株式担保以外には現物担保が存在しない。2019 年 12 月の IMF ワーキングペーパーにおいて、Belkhir, Naceur, Chami および Semet が、地域銀行の自己資本コストについて、ドイツ 10.0%、フランス 11.6%、イタリア 11.9%、英国 11.7% と推定していたことを思い出してほしい。ドイツの 10.0% を欧州景況の保守的な尺度として使用することとする。

「資本コストは、資本収益率の計算の背後にある推進力であり、銀行業務の第一の目的は、資本収益率目標を達成することである。したがって、規制上の資本問題は、銀行の戦略において重要な役割を果たしている。」

The Principles of Banking（銀行業の原則）、Moorad Choudhry

通常、金融機関は国内規制の対象となり、時には国境を越えた法律の対象ともなりうる。しかし、1988 年、多くの中央銀行が出資している BIS（国際決済銀行）は、バーゼル規制（Basel capital ratio）と呼ばれる自己資本比率規制スキームを提案し、世界中の銀行が採用する流れとなった。

BIS は規制機関ではなく、その宣言は、立法上の重要性は持っていないものの、各国当局は、少なくともバーゼル規制を遵守していることを示すことに熱心であった。この合意は、時間の経過とともに、バーゼル I から、多くの人々がバーゼルⅣと呼んでいる現在の議論へと進化してきている。我々の仮想上の銀行に対する資本の取り扱いも、同様に頻繁に変更されてきており、この分野での銀行融資に重大な影響を与えてきた。

図 1：格付 B の融資資本 1 億ユーロの場合の例

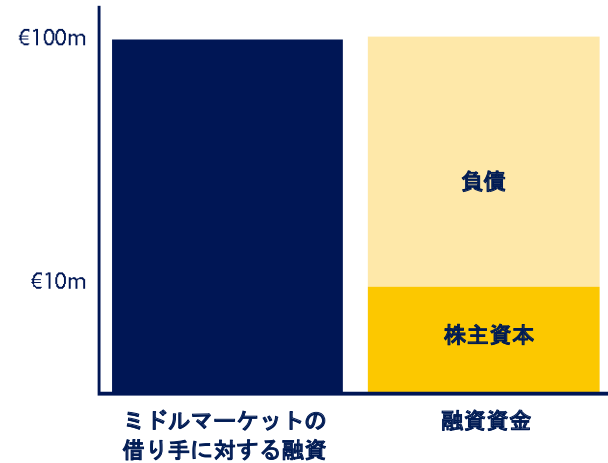


図 1 は、仮想上の 1 億ユーロの資産が、どのように負債と自己資本の組み合わせによって資金調達されているかを示す。この図は、以下の主な 2 点以外はどんな仮想上の企業にも当てはまるバランスシートである。非金融企業だとすれば、資本における自己資本比率（10%）は非常に低いレベルといえる。銀行は本来的に高いレバレッジを抱える業態である。次に、最低自己資本比率が各国の規制当局によって定められていること。これは、厳密に「株式」（あるいは規制上の専門用語で「自己資本」）とは何か、という考えとともに時間をかけて発展してきている。

ここで、まだあまり詳しくない方のために、リスクウェイト調整済資産の概念を紹介しなければならない。バーゼル合意では、銀行帳簿上の現金資産、オフバランスシートまたはデリバティブ商品を含む、全ての銀行のエクスポージャーについて、リスクウェイトを指定している。例えば、一部の政府債はリスクウェイトが 0% であり、これは、これらの資産を保有するために自己資本は不要で、銀行はこうした帳簿上の資産を全て負債で調達することが理論的に可能であることを意味している。

これとは対照的に、企業向け融資の中には 150% ものリスクウェイトが課されるものがあり、これは 1 億ユーロの融資が、1 億 5,000 万ユーロに対応するリスクウェイトを持つことを意味する。全ての銀行資産のリスクウェイトは集計され、規制上の自己資本要件は、リスクウェイト調整後の総資産に対する一定の割合を株式または株式類似商品によって調達しなければならないと規定する。したがって、図 1 は、実際の銀行帳簿がどのように見えるかを極めて単純化したものである。銀行内部での企業向け融資の損益分岐点に影響を与えるのは、規制上の資本を調達するためのコストであり、これは資本コストと株式数を単純に乗算したものである。

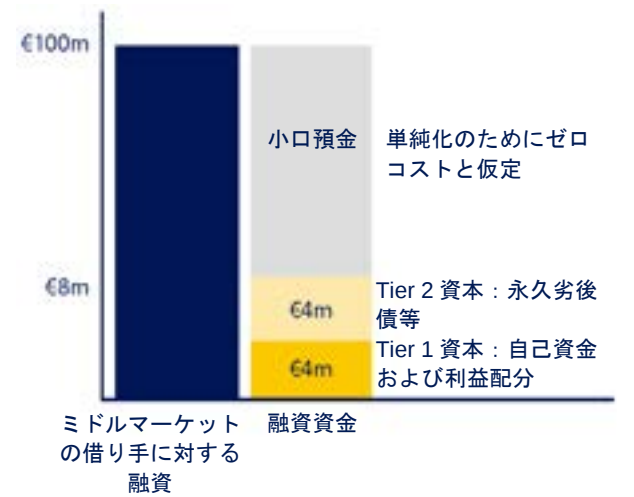
バーゼル I

バーゼル I では、全ての企業向け融資に 100% のリスクウェイトが付与された。格付 AAA のマイクロソフト社に対する 1 億ユーロのシンジケートローンは、ドイツの格付 B のミドルマーケットの借り手に対する、流通市場での流動性がない 1 億ユーロの融資と同じリスクウェイトを（したがって資金調達コストを）付与されることになる。実際に、全ての資産は、0%、20%、50%、100% の 4 つのリスクウェイトのうちのいずれか 1 つにまとめられた。「このやや硬直的な分類が、資産の価格設定に歪みをもたらしたことは驚くに当たらない。リスク・バケット間のいかなる動きも、必要とされる資本と資本収益率の計算に大きな影響を与えるためだ。時を経て、バーゼル規制の影響が、バーゼルⅡの改正規則につながった。」¹

一方、自己資本比率規制については、バーゼル I では、Tier 1 資本がリスクウェイト調整済資産の 4% 以上、総資本（Tier 1 + Tier 2）がリスクウェイト調整済資産の 8% 以上という、基本的なものとなっている。バーゼル I では、Tier 1 資本は、「自己資金」、すなわち払込済株式資本と利益剰余金および特定の優先株式によって構成されていた。Tier 2 資本は、例えば住宅金融組合が英国で PIBS を発行したように、長期または恒久的に発行された劣後債で構成されていた。

バーゼル I の下での 100% リスクウェイトと 8% の自己資本比率規制を組み合わせると、仮想上の銀行は、1 億ユーロの融資に対して 800 万ユーロの資本を保有しなければならず、そのうち少なくとも 400 万ユーロは Tier 1 資本、すなわち自己資金でなければならない。

図 2：バーゼル I の下での格付 B の融資資本 1 億ユーロの場合の例



バーゼルⅡ

学界と実務家の双方から上がったバーゼル I に関する主な批判は、借手である企業ごとの異なる信用格付けを織り込まないことであった。バーゼルⅡでは、この点への対処を試みるとともに、バーゼルⅡの 3 本の柱の 1 本目に当たる自己資本比率規制を大幅に拡充した。自己資本比率規制が、標準的手法と内部格付（IRB：Internal Ratings-based）手法に分割されたのは、バーゼルⅡの下でのことであった。BIS は、具体的な導入に関し、数百ページに及ぶ説明を公開しているが、ハイレベルでは以下の通りである：

標準的手法では、様々なアセットクラスのリスクウェイトを、内部の裁量がない、一式のマトリックスで規定している。企業の借り手は、以下のように加重される：

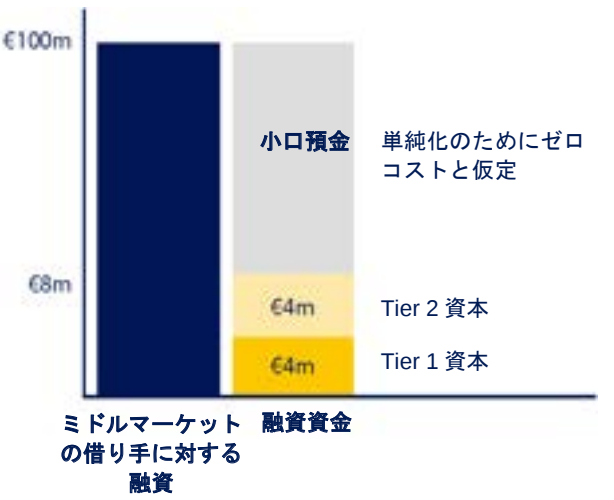
AAA～AA 20%	A+～A 50%	BBB+～BB 100%	BB 以下 150%	無格付 100%
---------------	-------------	-----------------	---------------	-------------

内部格付け手法では、銀行の資産は、銀行自身の内部的なリスク評価に基づいて分類され、その仕組みについては関連監督機関の承認が必要とされる。標準的手法に制約されることを望まない銀行は、基礎的内部格付け手法または先進的内部格付け手法のいずれかに従うことを選択することができる。

- 基礎的手法では、銀行が内部格付に従ってデフォルト率（PD）を推計し、BIS が、ポートフォリオ・レベルにおけるデフォルト時損失率（LGD）、デフォルト時エクスポージャー（EAD）および満期（M）パラメータについて、独自の推計に基づいてリスクウェイトを規定する。
- 先進的内部格付け手法では、銀行の裁量で PD だけでなく LGD、EAD、M パラメータを見積もることができた。先進的内部格付け手法では、規制当局承認後 2 年間は、リスクウェイトの下限が、基礎的手法のパラメータに従って計算されたものの 90% と設定される。

¹ The Principles of Banking（銀行業の原則）、Moorad Choudhry。

図 3：バーゼルⅡの下での格付 B の融資資本 1 億ユーロの場合の例



バーゼルⅠとの 1 つ目の重要な違いは、企業向け融資のリスクウェイトを、標準的手法による信用格付か、IRB 手法による PD のいずれかによって分類することである。1 億ユーロの AAA 融資については、必要資本額が 800 万ユーロから 160 万ユーロに減少した一方、シングル B クレジットについては、同じくバーゼルⅠの 800 万ユーロから、バーゼルⅡでは 1,200 万ユーロに増加した。所要資本比率の変更を考慮する以前に、シングル B 市場は銀行の資本コストが 50%上昇したのである²。自己資本コストを 10%と仮定すると、借り手に直接転嫁すれば、これは 40bp のマージンの増加（10% × 8% × （150% - 100%））を反映することになる。さらに実質的には、格付けの高い借り手の資金調達が一夜にして大幅に割安になったために、他の高格付アセットクラスと比較した相対的なインパクトがよりに重要になったということである。

リスクウェイトが大きく変化したにもかかわらず、バーゼルⅡの導入後も、8%の最低自己資本要件は、一部の軽微な違いを除いて維持された。

この頃には銀行は既に積極的にリスク資産を削減する努力を継続していたが、格付 B の企業向け融資の資本コストは、格付 AA の融資と同じ資本コストだったところから 7.5 倍（150%対 20%のリスク加重）に増加した。既存のミドルマーケットのレバレッジドファイナンスの帳簿残高を単純に縮小し、より格付の高い社債やソブリン債に満期まで再投資することが、ほぼ一夜にして自己資本比率を引き上げる最も容易な方法となった。バーゼルⅡ合意は 2004 年に公表されたが、ほとんどの先進国での実施は 2008 年に予定されており、その後間もなく金融危機が発生し、バーゼルⅢ が導入された。

格付 BB-以下の借り手（リスクウェイト 150%）よりも、無格付の借り手（リスクウェイト 100%）に融資を実施しようという捻れたインセンティブがあるものの、ミドルマーケットで競合する銀行はほぼ例外なく内部格付け手法の導入行であり、このような形で標準的手法による捻じれたインセンティブを受けることはなかった。先進的内部格付け手法では、融資を促進するために中小企業リスクウェイトを 20%引き下げることが規定されていることは注目に値する。しかし、ここで定義されている中小企業は、収益が 5,000 万ユーロ未満であり、一般的にベンパートンは真のミドルマーケットと見なしている企業よりも小さい。

² 単純化の為、非株式資本は簡易的に全て無利息小口預金と仮定。

バーゼルⅢ

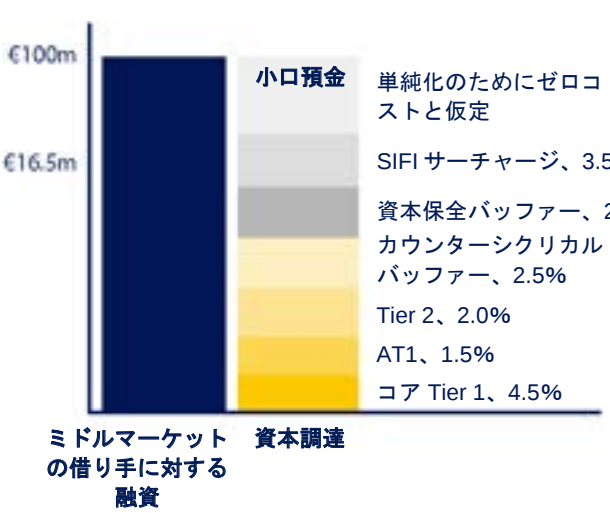
バーゼルⅡでは、リスクウェイト調整済資産に対する自己資本規制比率は実質的に変更せず、資産のリスクウェイト調整方法を変更した。バーゼルⅡからバーゼルⅢへの移行（2010 年 12 月公表）では、逆に、自己資本規制比率が大幅に引き上げられ、企業向け融資のリスクウェイトが大きく変更されることはなかった。バーゼルⅢの導入は、2015 年 1 月までに 100%まで段階的に実施され、資本保全バッファは 2019 年 1 月までは不要となった。

要約すると：

- コア Tier 1 の資本比率を 2.0%から 4.5%に引き上げ。総自己資本比率は 8.0%で据え置き（下記のバッファ増分を考慮前）。
- 2.5%の「資本保全バッファ」を追加（配当支払いのために必要）。
- 2.5%の「カウンターシクリカル・バッファ」が追加され、各国の規制当局は、マクロ経済の状況に応じて、裁量によって適用・不適用を選択することができる。
- 1.0%から 3.5%の「システム上重要な金融機関」へのサーチャージ。
- Tier 1 資本の「レバレッジ比率」として 3%が設定された。

ミドルマーケット向け融資については、ここで 2 つの考察がある。コア Tier 1 の自己資本規制比率がバーゼルⅡの 2%（総自己資本規制比率 8%）からバーゼルⅢでの 4.5%（総自己資本規制比率 16.5%）になると、格付 B の法人向け融資から、バーゼルⅡで設定されたより高格付（かつ低リスクウェイトの資産）へと移行するインセンティブが大きくなる。

図 4：バーゼルⅢの下での格付 B の融資資本 1 億ユーロの場合の例



低格付のミドルマーケットの借り手に対する銀行の融資意欲への影響は 3 段階

1. 現行の規制の下で格付 B に要求される資本の比率は、格付 AA（7.5 倍）または格付 A（3.0 倍）と比較して、追加的な調達コストを考えてみるととても懲罰的なものとなっている。繰り返しになるが、自己資本コストが 10%、SIFI サーチャージが 2.0%、カウンターシクリカル・バッファが 2.5%であると仮定すると、格付 B 企業への融資資本コストは、バーゼルⅡの 120bp から（バーゼルⅠの 80bp から）バーゼルⅢでは 225bp に上昇した。これは、我々が第一次効果と考えるものである。
2. この資本コストの上昇自体も影響が大きいですが、一般的な自己資本比率が大幅に引き上げられたことで、バーゼルⅡによって生まれた、ローンエクスポージャーを低格付けローンから、資本集約度が大幅に低い高格付けローンに移行させたいというインセンティブが増幅されたのである。これは、2008 年以降（すなわちバーゼルⅡの導入以降）、世界の銀行による法人向け融資が大幅に減少したことによって裏づけられている。
3. 3%という新しいレバレッジ比率の導入は、バーゼル合意の過去のパターンに比べてまったく新しい概念であり、銀行の融資を自己資本の 33 倍に制限するもので、このレベルは「2008 年の金融危機に突入する前、一部の銀行で観測されたレベルよりもかなり低いもの」³である。我々の仮想上の銀行に関して言えば、これは実際には制限要因にはならないだろう。バーゼルⅢではリスクウェイトが 150%であるため、保有自己資本は概念上のエクスポージャー、1.5 × 8.0% = 12.0%（あるいはそれ以上）を超えなければならない。このため、実際にはこのレバレッジ比率によって、格付 B の企業向け融資の方が格付 AA の借り手より相対的に魅力的な投資機会になっているともいえる。格付 AA の借り手は、最低自己資本比率要件（> 8.0% × 20%のリスクウェイトが 3%のレバレッジ上限未満）には制約されていないが、現在はレバレッジ比率（3%）に制約されている。しかし、新しいレバレッジ比率制限のもとでの銀行にとっての重要なポイントは資産の売却蓋然性である。

また、バーゼルⅢ合意により、Tier 1 および Tier 2 資本の定義が大幅に厳格化され、従来バーゼルⅡで利用可能であった多くの金融商品が廃止された。したがって、Tier 1 資本は自己資金からなるコア Tier 1 と、喧伝されている偶発転換社債、すなわち「CoCo 債」からなる非コア Tier 1 資本から構成された。バーゼルⅢにおけるその他の変更点としては、ストレスシナリオに流動性カバレッジテストを導入することがあげられるが、他のアセットクラスと比べて、ミドルマーケット向け融資に直接的に影響を与えるものはない。

バーゼル合意の実践

世界金融危機を通じて銀行が得た経験は、ショック事象に持ちこたえるには、規制上の最低額が不十分だったということである。このため、実際には、主要銀行は規制上の要件を十分に上回る自己資本を保有している。したがって、自己資本に重大な影響を与える一時的な損失事象が起きても、国家の介入を必要とせずに、継続企業として存続する蓋然性が高い。下記を参照：

会社	国	完全適用後 CET1 レシオ%			増減 (bp)	
		Q1/18	Q4/18	Q1/19	前年比	前四半期比
ABN アムログループ	オランダ	17.52	18.36	17.95	43▲	-41▼
ダンスケ銀行	デンマーク	16.21	16.76	16.49	28▲	-27▼
ロイヤルバンクオブスコットランドグループ	英国	16.44	16.24	16.19	-25▼	-5▼
KBC グループ	ベルギー	15.88	15.97	15.66	-22▼	-31▼
クレディアグリコルグループ	フランス	14.62	14.95	15.25	63▲	30▲
ING グループ	オランダ	14.26	14.47	14.73	47▲	26▲
HSBC ホールディングス	英国	14.39	13.88	14.21	-18▼	33▲
ドイツ銀行	ドイツ	13.36	13.55	13.73	37▲	18▲

³ www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/52140253

連絡先

Pemberton Capital Advisors LLP
52 Grosvenor Gardens
London, SW1W 0AU
United Kingdom

イングランド登記番号 OC359656

お問い合わせ先

メール：info@pembertonam.com
電話：+44 (0) 20 7993 9300

www.pembertonam.com

ペンバートン免責事項

本資料は、配布された方のみのためのものであり、相談・情報提供のみを目的としたものである。

含まれる第三者情報（意見表明および／または考察を含む）は、独立して検証されたものではない。

意見書、市場または業績に関する情報、ならびに本レポートに記載されている予測または見積りは、導かれた仮定および結論に基づいて作成されたものであり、その時点において著者らが合理的であると判断したものである。

本文書に表明されている情報、声明および見解に関する妥当性、正確性、網羅性、合理性については、いかなる表明、保証、または誓約（明示または黙示的な）も行うものではなく（従って、そのように依拠することはできるものではなく）、当社、当社の関係会社、またはそれぞれの役員、従業員もしくは代理人は、それらについていかなる責任または義務をも引き受けるものではない。本レポートに記載された見解は法律、税務または投資に関する助言を構成するものではないため、そのような趣旨で依拠することはできない。従って、ご自身の法律または税務アドバイザーにご相談いただきたい。

本レポートに記載されている情報（包括的であるという趣旨ではない）は、本文書の日付においてのみ正確であると考えられており、本文書に記載されている情報が本書の日付以降のいかなる時点においても正確であることを意味するものではなく、当該情報は、予告なしに変更されることがある。本レポートに記載された情報は、市場その他の状況に基づいて変動する場合があります、仮に情報が著しく不正確になった場合でも、当社は、実際の情報、状況、または予想の変化を反映することや、配布後に追加的な情報を提供することを約束するものではない。

受領者は、いかなる者も、当社に代わって声明、保証、表明、確証または誓約を与える権限を有していないこと、また有していると判断されないことを確認し、これに同意する。本レポートのいかなる部分も、当社の書面による許可なく、複製することはできない。

本レポートの第7部は、レイサム&ワトキンスの単独の責任によって作成されたものであり、必ずしもペンバートンおよびサイド・ビジネススクールの見解を表すものではない。同様に、ペンバートンおよびサイド・ビジネススクールは、本レポートのこれ以前の内容に対して責任を負う。

オックスフォード大学サイド・ビジネススクールは、ペンバートンの委託を受けて、本レポートに関する研究を行った。

本レポートは、ペンバートン・キャピタル・アドバイザーズLLPとオックスフォード大学サイド・ビジネススクールによって作成・発行された。ペンバートン・キャピタル・アドバイザーズLLPは、金融行動監督機構（「FCA」）によって承認および規制されており、企業参照番号 561640 でFCA 登記簿に登録され、イングランドおよびウェールズにおいて、イギリス、ロンドン市 SW1W 0AU、グロスベナー・ガーデンズ 52 に登録されている。1940 年投資顧問法の下で、CRD No.282621 および SEC ファイル No. 801-107757 により、米国投資顧問として米国証券取引委員会に登録済。

Disclaimer: This Japanese version is a true translation of the original in English for information purposes only. In case of a discrepancy, the English original will prevail.

オックスフォード大学サイド・ビジネススクール

Laura Fritsch

DPhil（博士号）候補

Wayne Lim

DPhil（博士号）候補

Alexander Montag

DPhil（博士号）候補

Martin Schmalz

金融学准教授

ペンバートン

Paul Aldrich

パートナー

Andrew Benson

ディレクター

Robin Challis

パートナー

レイサム & ワトキンス

James Burnett

パートナー

James Chesterman

パートナー

Karan Chopra

パートナー

Helena Potts

パートナー