

オークツリー・クレジット四半期レポート： 2024年10-12月期

LMEの流行

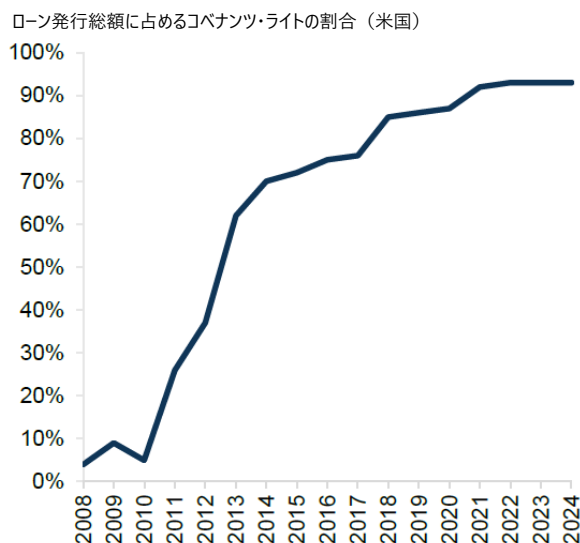
LME（ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ）の急増は、クレジット・ドキュメンテーションの弱さ、債務コストの上昇、迫り来る満期、エクイティ価値を生み出す手法を探し求める経験豊かなスポンサーの存在などが強気に組み合わさって顕在化したものです。非投資適格のクレジット・ユニバースの大半は健全性を維持しているものの、債務残高が膨大であるため、相対的に低水準の債務不履行率であってもLMEに大きな影響を与える可能性があります。LMEの定義はまだ定まっていますが、一般的には、経営難に陥った債務者が、正式な破産手続きではなく、法廷外で債務を再構築したり、流動性ニーズに対応するために従来とは異なる手段で資金を調達したりする行動を指します。

LMEを使用することで、債務者が「完全な」デフォルトを回避または先延ばしするために必要な道筋を作り出すことができます。この債務管理手法はクリエイティブではありますが、同じ金融商品を保有する投資家にとっては、魅力的な新規資金調達の機会と、借り手が差し入れた担保に対する既存債権の優先順位の再編成というふたつの道が生じることになり、結果が分かれる可能性があります。したがって、投資家はLMEの流行に潜むリスクとチャンスを巧みにナビゲートしなければならず、そのためにはしっかりとした法務知識を備え、規模と業界内の相互関係から生み出される強みを最大限に活用することが重要となります。

原点

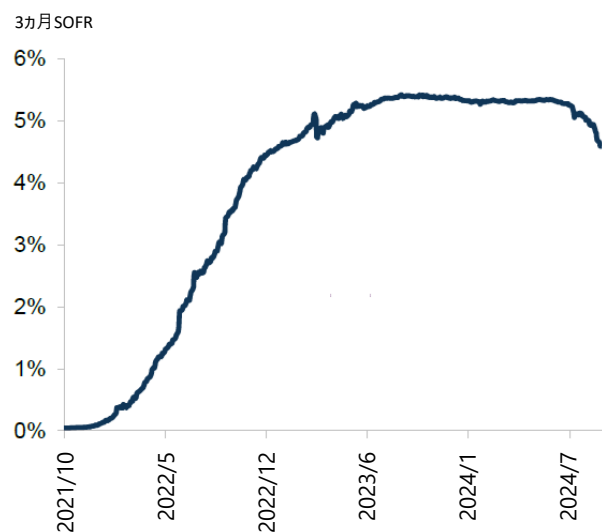
LMEの流行の始まりと加速を2つのチャートのみで説明するとしたら、以下の2つ図表が極めて有用とされます。

図表1：シニアローンの大半は有効なコバナンツを欠く現状



出所：ピッチブック、ブルームバーグ。

図表2：ベースレートは大幅に上昇

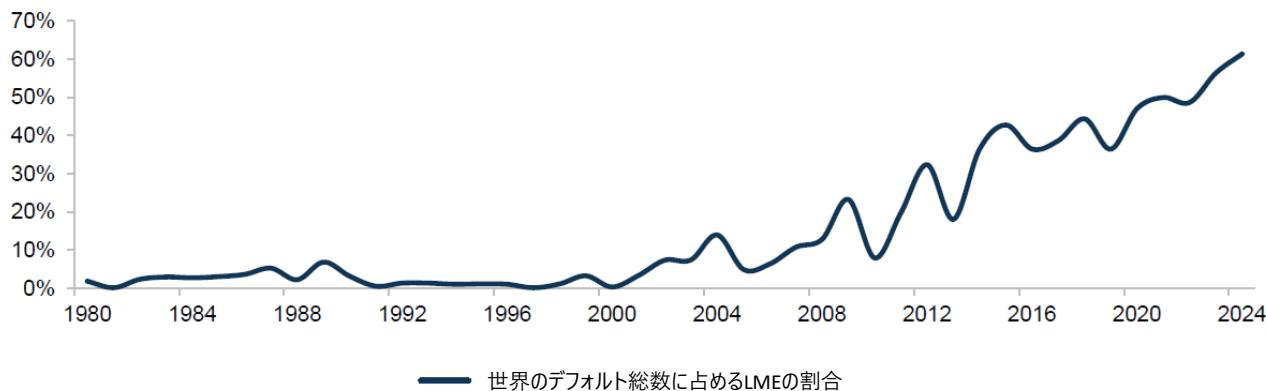


第一に、シニアローンの90%以上は現在、有効なコベナントが欠如した状態で発行されています¹。世界金融危機後の超低金利時代、利回りを追い求める投資家が貸し手保護の面で妥協したため、ドキュメンテーションの基準が急速に悪化しました。ドキュメンテーションが不十分な場合、デフォルトを回避し、資本構成で既存債務よりも弁済が優先される新規債務の発行など、追加資本を調達するためのクリエイティブな方法を借り手が追求する余地が生まれます。重要なのは、借り手が債権者同士を対立させることで「囚人のジレンマ」状態を生み出し、企業から譲歩を引き出すことができるようになる点です。このことは基本的に、同じ金融商品に投資する貸し手に非対称な結果をもたらす可能性が生じることを許してしまうものであり、その一端を説明するのが、よく使われる「債権者間の暴力（creditor-on-creditor violence）」という用語です。

弱いドキュメンテーション基準がLMEの波の基盤を形成したと仮定するならば、それを利用するよう借り手を駆り立てた最も重要な要因は、2022年の歴史的な金利上昇だったと思われます。変動金利を利用している借り手の場合、基準金利の上昇はほぼ即座にクーポン支払いに反映されます。シニアローン市場の平均クーポンは2020年時点で5%未満でしたが、2023年初頭以来8.9%へと上昇しています²。非投資適格債の発行体の大半は、この金利負担の上昇に対して驚くべき耐性を示していますが、経営難に陥っている借り手の相当数が事業継続のために追加的な流動性を必要とする可能性がある、あるいは今後到来する満期の償還に苦勞する可能性があります。

このようなストレスを抱える借り手にとって、LMEは新たな流動性の確保や既存の債務負担を軽減するチャンスとなります。これにより、正式な破産手続を回避、または少なくとも遅延できる可能性が生まれます。正式な破産手続は費用が非常に高額であり、通常の場合、貸し手はその債務と破産企業の株式全てまたは実質上全てを交換する支配権の変更取引となるため、スポンサーにはほとんど価値が残りません。法廷を経由した再編に伴うコスト、時間、エクイティの損失を考慮すると、LMEがより望ましい選択肢となっているのです（図表3参照）。プライベート・エクイティのスポンサーにとってLMEは、最終的な破産を遅らせるだけの手段だとしても、追加資金を提供することなく、また損失を確定させることなく、ポートフォリオ企業の状態を改善するもうひとつの道筋を提供するものなのです。

図表3：LMEはデフォルトの半数以上を占める



出所：ムーディーズ、パークレイズ・リサーチ、2024年8月時点。

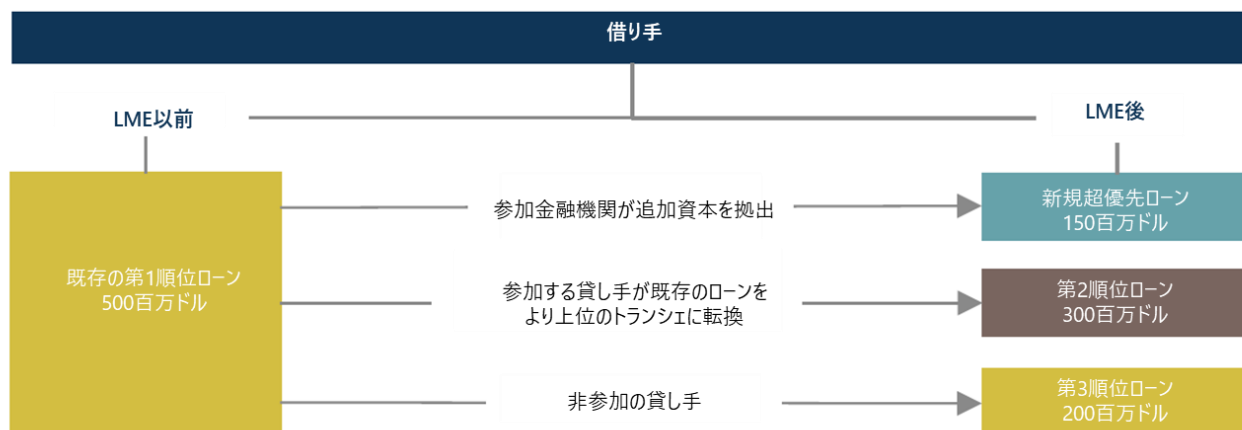
執行手法

「ライアビリティ・マネジメント・エクササイズ」（即ち、負債を管理するためのあらゆる行為）という用語がカバーする範疇は極めて広く、基礎的なアmend・アンド・エクステンド取引（満期延長を含む一般的に健全な取引）や、債務の買い戻しさえもLMEと呼ばれる場合があります。本稿では、(a) 新規資金がプライミング・ベースで提供される、または (b) 同一債券を保有する債権者が異なる結果を経験する、という物議を醸すLMEに焦点を当てます。

LMEの主な形態

- アップティア**：既存レンダーによる過半数支持とともに、既存債務に優先する新たな債務の発行を認めるよう、借り手がクレジットのドキュメンテーションを修正します。通常、新たな優先債権は過半数債権者らによって提供されます。過半数債権者らは新たな資金提供に加え、既存担保に対する自身の債権の弁済順位を引き上げ、同じ金融商品を保有するその他少数債権者の債権のそれを劣後させることが可能です（図表4参照）。

図表4：アップティア取引の例



出所：オークツリーの見解。

- ドロップダウン**：（既存レンダーが請求権を持つ）ローン当事者から（既存レンダーが請求権を持たない）非制限子会社または非ローン当事者へと、借り手が担保を移転します。その後、非制限子会社または非ローン当事者の事業体が、移転された担保に対して資本構造的に上位の債務、またはこれを担保に持つ債務を新しく発行することができます。この新規債務は、資本構造上、債務を保有していない第三者や、特定の既存レンダーに対して発行される場合があります。このような取引において、非参加の既存レンダーは、債権の担保が少なくなると想定されます。
- ダブルディップ**：借り手企業に対して複数の独立した債権を設定することで、貸し手が回収額を最大化しようとするファイナンス手法です。この信用補完は再編時のダウンサイド・プロテクションになるため、ストレス下にある企業はより有利な条件で新たなレンダーを惹きつけることができます。純粋なダブルディップは、ドロップダウンやアップティアよりも貸し手に有利であると見做される場合があります。一方で、新たな債務によって既存レンダーの債権が希薄化する可能性があるものの、既存レンダーの優遇や担保の移転は行われません。

参加のメリット

借り手が新たな流動性の確保や既存債務の削減に取り組むにあたり、すべての貸し手が有利な選択肢を確保できるわけではありません。前述の通り、ドキュメンテーションに柔軟性があるからこそ、借り手は異なる貸し手に対して異なる条件を提示することができます。

通常、LMEへの参加を促すために、特定の既存レンダーに対して有利な条件が提示されます（例：第3抵当権のままではなく、第2抵当権を受けるなど）。最近では、スポンサーが取引参加を最大化できるよう、参加レンダーと非参加レンダー間の回収額の差を縮小した、より「健全な」LMEを指向するトレンドが見られます。

シンジケート・ローンの最大保有者である CLO マネージャーは、LME において一般的に最も不利な結果を被るのは非参加レンダーであるという事実を認識しており、LME 参加の普及に向けて独自ドキュメンテーションの更新を行っています。

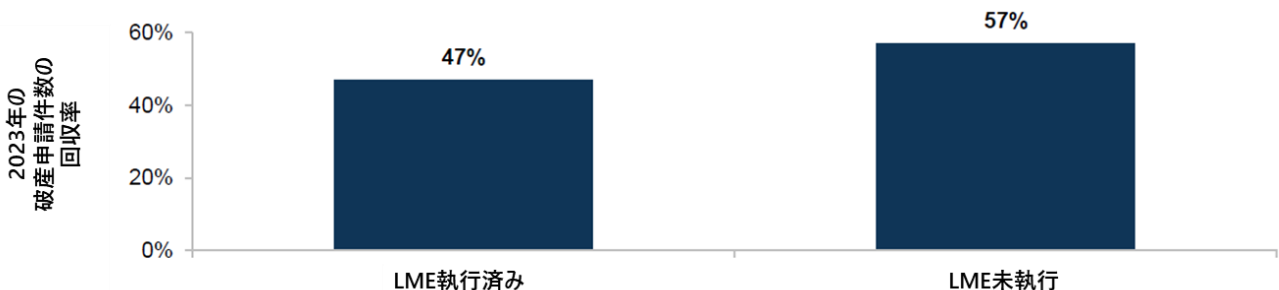
LME が債権者グループの結成につながることはよくあります。それぞれの状況は異なりますが、LME の観点から見た一般的な内訳は以下の通りです：

- **暫定グループの運営委員会**：通常、最大債権者らで構成される運営委員会が、借り手との直接交渉を介して LME の組成・実施を行います。運営委員会のメンバーは、一般的に、新規資金調達の手数料受け取りや、最も有利な条件での既存債務のロールアップなどを通して、最も多くの経済利益を受領します。
- **暫定レンダー**：このグループは通常、LME の実施に取り組むことはないものの、取引に参加することで一定のプロテクションを確保します。しかし、多くの場合、参加の条件は運営委員会メンバーに劣後する内容となります。
- **非参加レンダー**：LME に参加しないため既存債務が残ることとなり、その抵当権順位は一般的に LME 参加者の保有債務に劣後します。

不平等な結果

LME の影響を受けるのは借り手のバランスシートのみであり、その事業運営は影響を受けないため、LME 取引の実行にもかかわらず、最終的に企業が破産申請を行う必要が生じる可能性という莫大なりスクが存在します。仮に LME 実行後に破産申請が行われた場合、貸し手の融資回収に大きな悪影響が及ぶ可能性があります（図表 5 参照）。

図表 5：LME 後の発行体の総回収率は低い



出所：フィッチ・レーティングス、バンク・オブ・アメリカ・グローバル・リサーチ、2023年12月31日現在。

但し、貸し手の回収額は大きく異なる場合があり、真の影響を見極めるのは困難です。歴史的には、一定の例外を除き、同じ債務商品を保有する貸し手の取り扱いは一時的に持分に比例しましたが、LME によって、同様の状況下にある貸し手間で回収額に大きな格差が生じる可能性があります。

実際のところ、個々の貸し手にとって、倒産時の回収を左右する最大の要因は、LME への参加（または不参加）かもしれません。例えば、LME に参加せず、破産申し立て前の債務を新規シニア債務と交換しなかったレンダーは、LME が行われなかった場合よりも回収額ははるかに悪化する場合があります。一方、LME に参加し、新たな債務を得たレンダー（旧債務を交換した既存レンダー、または外部の新規資金レンダー）は、一般的に高い弁済順位に基づいてより多くの額を回収することができます。多くの場合、LME、そして運営委員会への参加を決める重要な要素は、保有債務の規模、リストラの実績やリレーションシップ、新規資金の調達にコミットできる規模と資本を持っているかです。

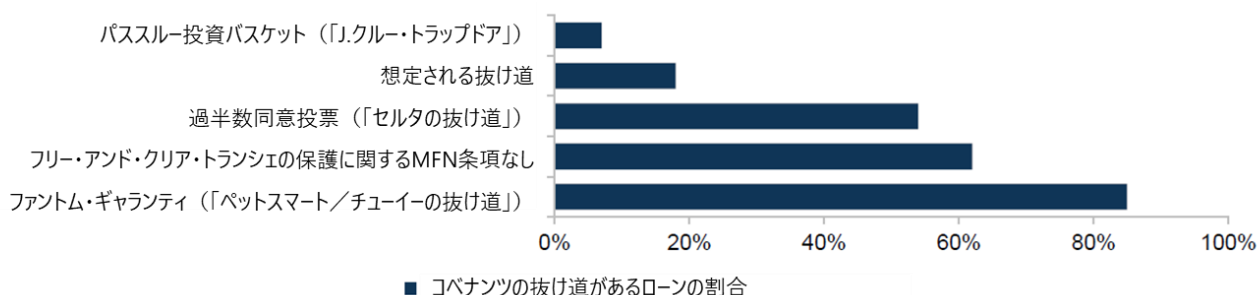
防衛メカニズム

一般的にエントリー・ポイントが異なるものの、オプチュニスティック・クレジットの投資家、そしてパフォーマンス・クレジットの投資家にとって LME に対する防衛は重要です。いったんクレジットに投資すれば、ローンや債券を割安に購入したであろうオプチュニスティックな貸し手と、一般的に額面または額面付近で投資するパフォーマンス投資家は、投資価値を守るというインセンティブを共有しています。

これら防衛手段には下記が含まれます。

- **ブロッカー：**
 - － クレジットのドキュメンテーションに盛り込まれた貸し手の保護条項で、借り手にとっての抜け穴を塞ぐことを目的とします。ブロッカーは LME 完了後に追加される場合が多く、将来的な LME リスクの回避を目的とします。
 - － 但し、ブロッカーは完全ではなく、一貫して活用されているものではありません。発行済みローンの多くには、以前の LME プロセスで悪用された抜け穴が残っています（図表 6 参照）。

図表 6：多くの発行済みローンに残るドキュメンテーションの抜け穴



出所：コバナンツ・レビュー、パークレイズ・リサーチ、2024 年 8 月時点。

- **協力合意：**
 - － 協力合意は、債権者同士の対立を画策するかもしれない借り手に対する交渉力を得るために、契約で債権者を団結させるものです。防衛目的で使用される協力合意は、契約に署名した当事者による借り手との附帯合意を阻止することで、署名者における持分に比例しない結果を防ぎます。
 - － 協力合意の威力は主にその規模に基づいており、過半数同意を必要とする取引阻止に役立ちます。これは、（一般的に 50.1%の同意が必要な）アップティア取引に対しては非常に効果的ですが、借り手が既存レンダの支持を得ずに取り組める、より柔軟性に優れたドロップダウン取引に対してはあまり効果がありません。

ブロッカーや協力合意は、（完全ではないとはいえ）貸し手にとって貴重な武器となり得ますが、多くの場合、価値を保護する最善策は、規模、積極性、業界内のリレーションシップです。また、将来的に LME を実施する借り手を避けたいと考えるパフォーマンス・クレジットの投資家にとっては、精緻な調査を実施したうえで投資が最善の防衛策となる場合もあります。

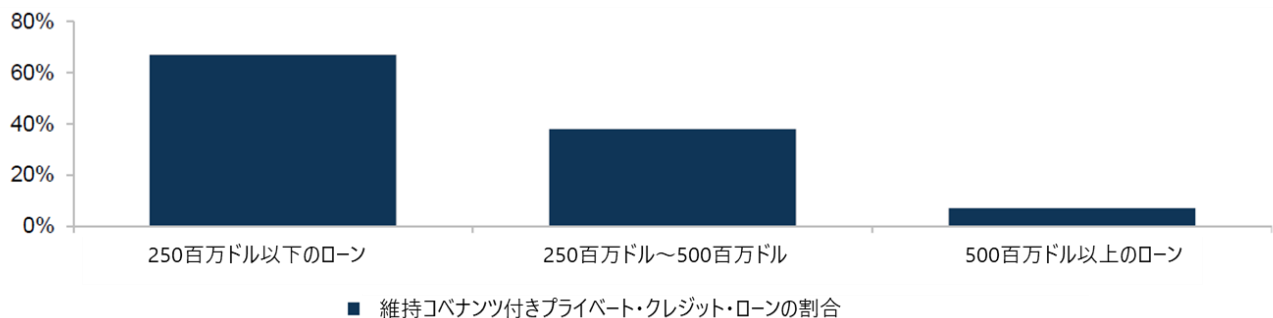
プライベート・クレジットへの波及？

これまでのところ、LME の主な対象はパブリック・クレジットに限定されています。パブリック・クレジットは、多数レンダで構成されるグループが拡散していること、複数の債務クラスが存在すること、ドキュメンテーションが緩いなどが特徴です。小規模の

貸し手グループと厳格なドキュメンテーションを特徴とする直接金融は、いままで LME の波にのまれることを概ね回避してきました。しかし現在、LME がプライベート・クレジットの世界にも広がる可能性が指摘されています。

資金が市場に溢れ、マネージャー間の案件獲得競争が激化するにつれ、プライベート・クレジットの強固なコバナンツに緩みが見られるようになりました。シンジケート市場との競争が最も激しい大型プライベート・ローン案件においては、定期的にテストされる維持コバナンツが著しく欠如しています。実際のところ、500 百万ドル超規模のローンのうち、維持コバナンツが付与されているのは 10% 未満です³（図表 7 参照）。貸し手側にとっては、早期の警告サインが減少することで、借り手との交渉能力が低下します。2025 年に市場に戻ってくる M&A 案件の獲得に向けて同セクターが上場ローン市場と競合するようになると、ドキュメンテーション基準がさらに低下する可能性があります。

図表 7：大型プライベート・ローン案件における維持コバナンツの欠如



出所：ムーディーズ・インベスター・サービス。

一方、プライベート・ローンの一部は現金払いから現物支給（PIK）に切り替わりつつあり、事業開発会社（BDC）の収入に占める PIK の割合は 2018 年以降 2 倍以上増加しています⁴。現金での利払いを一時的に停止し、最終的に現金払いが必要となる負債をさらに増やすことで、ストレスや苦境に陥っている借り手は僅かな猶予を得ることができるかもしれませんが、しかし、そのような手法では、過剰なレバレッジをかけた資本構造に伴う根本的な問題を解決することは難しいでしょう。

ドキュメンテーションが緩く、PIK 利子払い頼りの発行体に提供されるプライベート・クレジット・ローンは、将来 LME の候補となる場合があります。プライベート・クレジットの資本構成は複雑でないことが多いものの、借り手にはまだ抜け道が残っている可能性があります。とはいえ、シンジケート・ローン市場と比較すると、プライベート・クレジット市場で LME が普及する可能性は低いと思われます。

波に乗る

金利は今後も高水準が維持される可能性が高く、ローンのドキュメンテーションは相変わらず脆弱で、プライベート・エクイティのスポンサーは痛みを伴うリストラの回避を望んでいることから、LME は現在のペースを維持するものと見られます。欧州での拡大や、（今や莫大な規模を誇る）プライベート・クレジット市場への普及の可能性を踏まえると、LME の波は今後拡大する可能性があります。

既存レンダー／新規レンダー、またパフォーマンス・クレジットの投資家／オポチュニスティック・クレジットの投資家、価値保全目的／アップサイド獲得目的など、いかなる投資家であっても、このダイナミズムをうまく乗り切るために身につけておくべき要素は同じです。LME をナビゲートし、確実に成功を収めるためには、規模、経験、業界における高い評価を有することがかつてないほど重要になっています。

クレジット市場：2025年1-3月期に注視すべき主な動向、リスクと機会

(1) 期待を裏切り続ける国債利回り

2024年第4四半期には、利下げペースに対する市場期待が再び行き過ぎた結果となり、国債市場が下落しました。米国経済が好調を維持していることと、新政権がインフレ政策を実施する可能性があることから、投資家は現在、2025年の利下げは1回か2回にとどまると予想しています⁵。

結果として、米10年物国債利回りは2024年第4四半期に80bps近く上昇し、2024年5月の水準に戻りました⁶（図表8参照）。より長期の債券を保有することで得られるタームプレミアムが、国債市場に戻ってきました。米10年物国債利回りは2年物国債利回りを33bps上回り、30年物国債利回りはそれをさらに20bps上回って2024年第4四半期を終えています⁷。これは、米国財政赤字の持続性に対する懸念と、根強いインフレの影響を反映したものです。

劇的な金利変動は、米国に限ったものではありません。英国では、インフレの高止まりと債務水準の高さに対する懸念が主な要因となって国債に大きな圧力がかかり、10年物国債利回りは世界金融危機以来の最高水準に達しました⁸。10年物国債利回りは、2020年に一時0.20%を下回りましたが、2024年第4四半期の終わりには4.57%に達しました⁹。

長期債など金利感応度のより高い資産にとって特に痛手となったのは金利上昇です。米国投資適格債は平均デュレーションが6.6年（ハイイールド市場の2倍以上）で、2024年第4四半期のリターンは-2.8%となりました¹⁰。

一方で、シニアローンやCLOなど変動金利資産にとっては、ベース金利の上昇が引き続き追い風となり、スプレッド縮小にもかかわらず高い利回りを獲得できる可能性があります。先日のポッドキャストで述べたように、クレジット・リターンの原動力として高インカムの力を過小評価すべきではないと、オークツリーでは考えています。

図表8：10年物国債利回りは、2024年10-12月期に大幅上昇



出所：セントルイス連邦準備銀行

(2) CLOの発行額が過去最高を記録

2024年第4四半期のCLO発行は堅調となり、年間発行額は米国と欧州でそれぞれ5,090億ドルと890億ドルと、どちらも年間記録を更新しました¹¹。これらの大部分を占めたのは借り換えとリセットで、これはマネージャーが債務スプレッドの縮小局面を活用したことによるものです。（図表9参照）

CLOデットに対する投資家需要増の背景には、いくつかの要因があります：

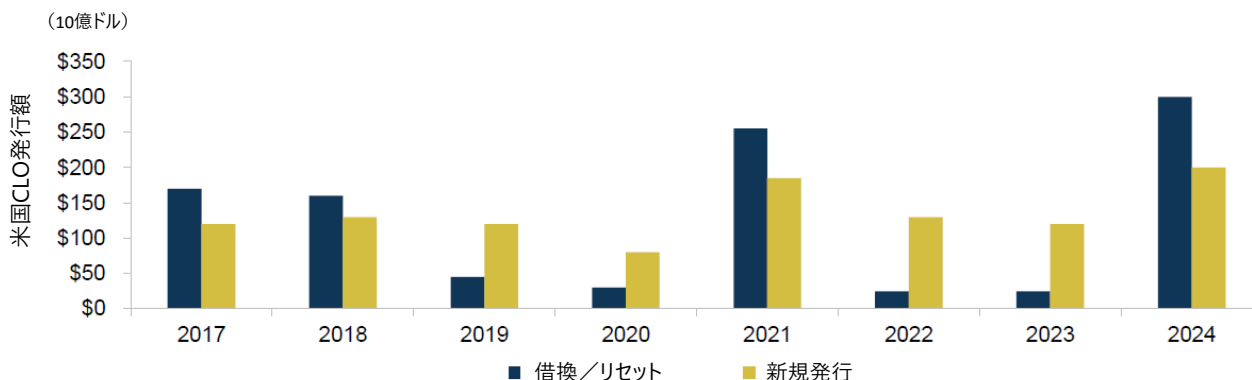
- 基準金利の上昇：変動金利商品であるため、基準金利の上昇はCLOデット投資家のインカム向上に寄与します。
- 魅力的なスプレッド・プレミアム：その複雑さを一部背景として、CLOは同格社債を上回るスプレッドを提供し続けてきました。大幅なタイト化にもかかわらず、第4四半期におけるBB格CLOのスプレッドは580bpsでした¹²。

- CLO の強固さに対する理解の高まり：数々の構造的保護と慎重なアクティブ運用によってデフォルト率を非常に低く抑えてきた CLO の回復力を多くの投資家が評価するようになりました。

異例のトータルリターンを記録した 1 年の後、CLO のスプレッドは縮小しています。CLO 構造の中で、最も安全かつ大部分を占める AAA トランシェのスプレッドは、この 1 年で 40bps 以上縮小しており、より低格付けのトランシェでは縮小幅はさらに大きくなっています¹³。この点は、今後 CLO デット投資家のリターンの重石となる可能性があるものの、CLO エクイティ保有者には恩恵をもたらすはずで

債務のタイト化は CLO エクイティのリターンにプラスに働き、資金調達コストの低下はエクイティ・トランシェへのキャッシュフローを促進する裁定取引をサポートします。CLO マネージャーは、より低金利のデットを使った新規 CLO を発行するだけでなく、既存の CLO 債務をより低いコストで借り換えることもできます。もちろん、CLO マネージャーの成功の鍵はタイトな債務を確保することですが、真なる試練は依然として、ローン・ポートフォリオにおけるクレジット問題を回避することです。

図表 9：異例とも言える 2024 年の CLO 発行



出所：ピッチブック

(3) バブルの領域入りか？

オークツリー共同会長のハワード・マークスは、25 年前に執筆したテーマについて再び触れた最近の MEMO の中で、バブルは定量的な計算よりも心理的な状態であると考える理由を概説しています：

バブルとは株価の急上昇を反映したものでなく、以下のような特徴を持った一時的な熱狂、より正確に言えば、以下のような特徴によって引き起こされる一時的な熱狂だと、私は考えています：

- 極めて非合理的な高揚（アラン・グリーンズパン元連邦準備制度理事会議長の言葉を借用）
- 対象企業や資産に対するあからさまな憧れ、そしてこれらが絶対に失敗しないという信念
- 参加しないと取り残されるのではないかと膨れ上がる恐怖（「FOMO」）、および
- その結果として生じる、これらの銘柄は「どんな価格も割高ではない」という確信

S&P500 を見てハワードは、過去 2 年間は楽観的な見方が市場を覆っていたものの、その雰囲気は必ずしも高揚したものでなかったと指摘しました。とはいえ、S&P の高いバリュエーションをうけて、今後高リターンの達成が困難となる可能性があります。また、PER 倍率が高いということは即ち、投資家は、企業が今後長期にわたり利益を創出することを頼りにしていることを意味します。

投資のリターンが、その投資に対して支払われた価格によって大きく左右されるのは当たり前のことです。ですから、投資家が現在の市場バリュエーションに無関心であってはならないことは自明の理です。(2025 年 1 月、バブルウォッチにて)

脚注

1. ピッチブック。
2. クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス；2023年1月3日から2024年12月31日までの期間におけるクーポン平均。
3. ムーディーズ・インベスター・サービス。
4. フィッチ・レーティングス、2024年12月5日時点。
5. ブルームバーグ。
6. セントルイス連邦準備銀行、2024年12月31日時点。
7. アイビッド。
8. マーケットウォッチ、2024年12月31日時点。
9. マーケットウォッチ、2024年12月31日時。
10. ICE BofA 米国コーポレート・インデックス、2024年12月31日時点。
11. ピッチブック、2024年12月31日時点。新規発行と借り換え／リセットの両方を含む。
12. ピッチブック。
13. ピッチブック。

重要な開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

当資料に含まれる情報は、教育のみを目的として提供されるものであり、予測、調査、投資アドバイスとして依拠することを意図したのではなく、ブラックフィールド・コーポレーション（以下、「ブラックフィールド」）およびその一部の関連会社の製品またはサービスの売買を推奨、提案、勧誘するものではありません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。情報および見解は予告なく変更される場合があります。ブラックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブラックフィールドに依拠することはできません。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク／リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達を選択肢が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルト・リスクが高くなります。プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りもより高くなります。

©2025 Brookfield Corporation; ©2025 Brookfield Asset Management Ltd.; ©2025 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2025 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC; & ©2025 Brookfield Public Securities Group LLC.

ブラックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーとブラックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、それぞれブラックフィールド・コーポレーションの間接過半数所有子会社です。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国1934年証券取引所法（その後の改正を含む）第21E条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

このレポートは、オークツリー・キャピタル・マネジメントが発行する
インサイト「Oaktree Credit Quarterly」の一部を抜粋したものです。
レポート全文は、[同社ウェブサイト](#)でご覧いただけます（英語のみ）。

Contact Us

 brookfieldoaktree.com

 japan@brookfieldoaktree.com