

# 運用資産としての LBO シニアローンの特徴

## 目次

- I. はじめに
- II. LBO ファイナンスとは？
- III. LBO ファイナンスにおけるシニアローンの特徴
- IV. 米国の LBO ファイナンスについて
- V. 終わりに

オルタナティブアセット運用部 インフラ運用課  
上級推進役 富岡 隆史

## I. はじめに

1990年代に始まった国内 LBO (Leveraged Buyout) 市場では、大企業のカーブアウト(非中核事業の売却)・非公開化、オーナー企業の事業承継等のニーズの増大を受け、プライベート・エクイティファンド(以下 PE ファンド)がスポンサーとして市場を牽引してきた。そこで活用される LBO シニアローンについても、大手 3 メガ銀行を貸手の中心としたシンジケートローンの形態で組成や取引が進み市場が拡大。リーマンショック、コロナ感染症拡大等により一時的に取引が停滞することもあったが、取引形態の標準化と共に堅調な成長を続けている。

これまでには、LBO シニアローンが絡む 2022 年の大型破綻事案もあり、金融庁によるレンダーに対するモニタリングが強化される一方、社会全体の ESG<sup>1</sup>に対する意識の高まりから LBO シニアローンにおいても ESG の要素を取り込んだ案件も登場してきている。

そこで本稿では、国内 LBO のシニアローンの概要・特徴を振り返りながら、リスク評価上の留意点を整理・紹介し、米国 LBO ローン市場との違いにも触れつつ、運用対象としての国内 LBO シニアローンの現状の理解に役立てることができればと考えている。

## II. LBO ファイナンスとは？

まず、本章において、LBO ファイナンスの基本的なスキームや概要、市場動向等について説明する。

<sup>1</sup> Environment(環境)、Social(社会)、Governance(環境)の略称。企業及び投資活動における持続可能性に関する重要な非財務的要素で、Eには気候変動、Sにはダイバーシティ推進、Gには取締役会構成員の多様性推進、汚職防止等がある。

1. LBO ファイナンスの概要

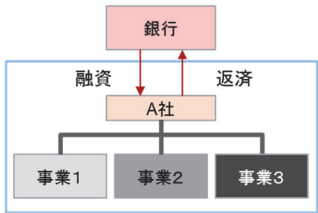
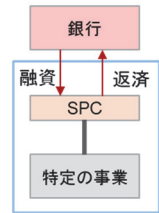
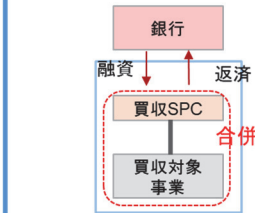
LBO ファイナンスは、M&A<sup>2</sup>取引に関する資金調達手法の一種で、買収対象会社の資産や将来キャッシュフローを返済原資として買収資金を調達する手法である。買い手が全ての投資資金を用意する必要がなく、少ない投資額で多額の買収をできることからテコの原理 (Leverage=テコ) になぞらえて LBO と呼ばれており、主に PE ファンドによる買収の際に活用されている。

銀行が貸出するバンクローンは、借入人の責任財産の範囲によりリコース型のコーポレートファイナンスとノンリコース型のストラクチャードファイナンスとに分けられる。前者は、投資を行う企業自身の信用力を基に資金を調達する手法で、返済の財源は当該企業全体の事業収益、担保も当該企業の所有財産等となる。後者は、投資対象とする特定の資産や事業を基に生み出されるキャッシュフローが返済の財源となり、プロジェクトファイナンスや LBO ファイナンスがこれに該当する。

プロジェクトファイナンスでは、返済原資や担保の対象を投資対象となる特定の事業とするのに対し、LBO ファイナンスでは、買収対象企業そのものが対象となり、返済財源は買収対象企業のキャッシュフローのみ、担保は投資する側(スポンサー)が保有する買収対象企業株式とその企業の資産及び権利等になる。いずれの場合も、スポンサーへの返済責任の遡及(リコース)は行われない。

LBO ファイナンスの将来キャッシュフローの予測においては、対象企業の活動で経常的に設備投資や仕入れ販売の変動等が起こるため予測の変動が高くなることに特徴があり、貸出回収の蓋然性を高めるために、各種コベナンツ(誓約事項)等によるリスク軽減策が講じられる。そのためコーポレートファイナンスに比べて、一般的にコベナンツ面等において厳しい条件が付き、リターンも高くなる。

図表 1 : バンクローンにおけるコーポレートファイナンスとの比較

種別	コーポレートファイナンス	ストラクチャードファイナンス	
	全般	プロジェクトファイナンス	LBOファイナンス
借入人	企業(A社)	特別目的会社 (SPC) * 兼業禁止	買収対象事業会社*兼業禁止
スポンサー	-	スポンサーの責任は有限	スポンサーの責任は有限
返済原資	企業全体の事業収益	対象のプロジェクト(事業)から生み出されるキャッシュフロー(収益)	買収対象の企業から生み出されるキャッシュフロー(収益)
担保	任意(所有財産)	全資産担保 SPCが保有する全資産、権利、契約上の地位	全資産担保 SPC及び対象事業が保有する全資産、権利、契約上の地位
コベナンツ	任意(必要に応じて)	必須	必須
デフォルト時	担保処分にて返済	事業譲渡等による継続を企図(ステップイン)	事業譲渡等による回収(ステップイン)
スキーム図			

出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

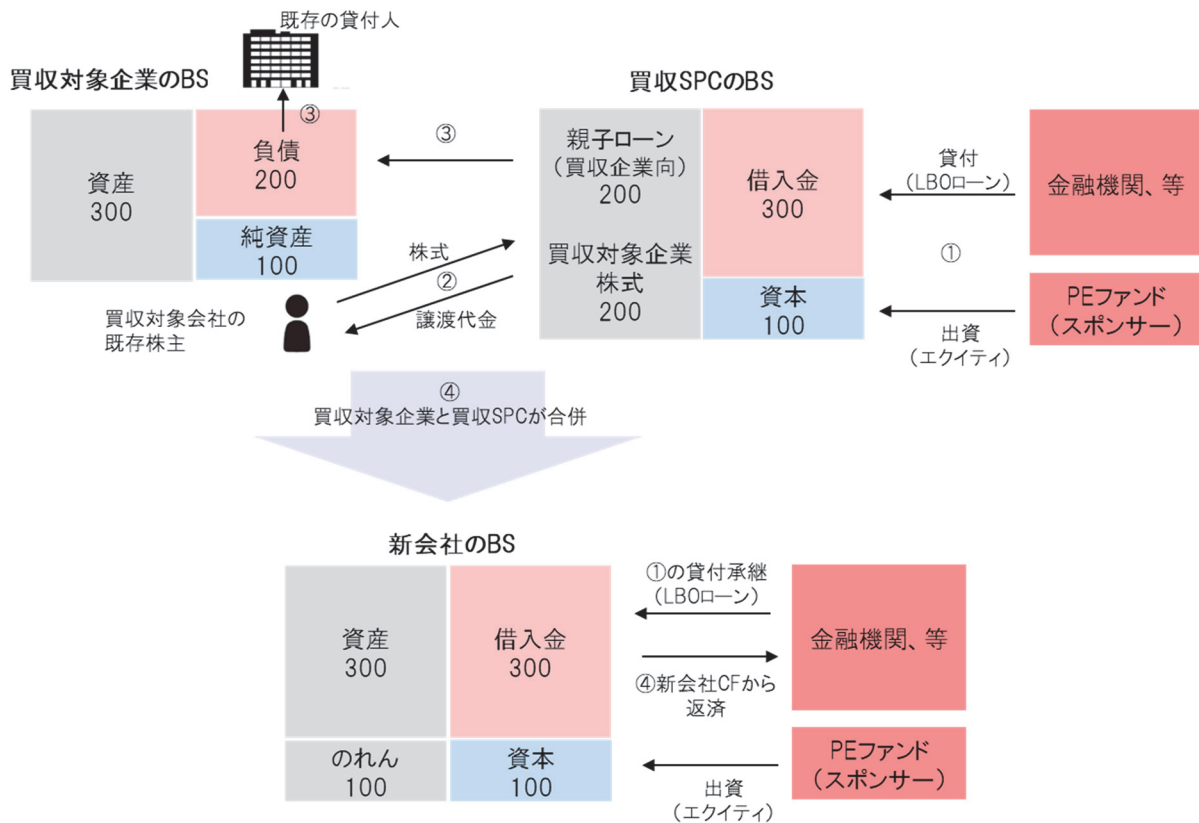
<sup>2</sup> Merger & Acquisition: 企業の合併・買収

## 2. LBO ファイナンスのスキーム

具体的スキームは図表2のようになる。

- ① PE ファンド(スポンサー)は、買収対象企業の株式取得を目的として買収 SPC を設立し、当該 SPC は株式取得のために LBO ローン及びスポンサーからの出資により資金を調達する。
- ② 買収 SPC は、調達した資金の一部をもって、買収対象企業の株式を取得する。  
※図表2の例では、買収対象企業の株式を買収 SPC が 200 億円で取得。買収価格と買収対象企業純資産の差額である 100 億円が新会社の BS に「のれん」として計上される。
- ③ 買収 SPC は、調達した資金の一部をもって、買収対象企業の既存の借入を返済する。
- ④ 買収 SPC と買収対象会社は合併し新会社となり、新会社の事業から生じるキャッシュフロー(CF)を原資に図表2中①の貸付人(金融機関等)に返済を行う。

図表2：LBO ファイナンスのスキーム例



出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

### 3. LBO 取引における融資形態

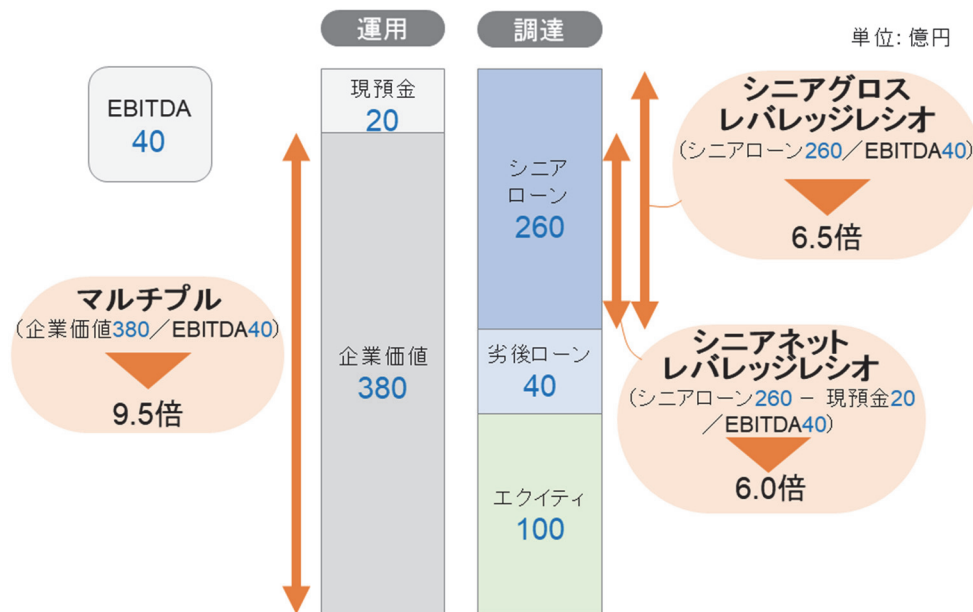
#### (1) LBO 取引のキャピタルストラクチャー

LBO 取引の資金調達には、デッド(負債)としてシニアローンや劣後ローン、エクイティ(資本)として優先株や普通株により構成される。シニアローンとエクイティで買収金額を賄いきれない場合にメザニンファイナンスとしての劣後ローンと優先株が活用され、どちらを取り入れるかは利息の節税効果や配当制限の制約等を考慮に入れて選択される。

LBO 取引では、買収対象企業の企業価値(EV<sup>3</sup>)や LBO ローン金額の評価を行う際に、利益指標の一つである EBITDA<sup>4</sup>を基準にしたマルチプル<sup>5</sup>(倍率)を活用する。図表2の LBO ファイナンススキーム設例(買収金額 400 億円)で、買収対象企業の基準 EBITDA が 40 億円であった場合のキャピタルストラクチャーのイメージは図表3のとおりになる。

買収資金をシニアローン 260 億円、エクイティ 100 億円、不足分 40 億円を劣後ローンで調達を行い、その際のマルチプル評価は、企業価値/EBITDA9.5 倍、シニアグロスレバレッジレシオ 6.5 倍になり、類似業種との比較等に使用する。

図表3：キャピタルストラクチャー



出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

対象会社の利益の安定性や景気動向にも左右されるが、一般にシニアローンのレバレッジレシオは最大7倍程度、金利はTIBORなどの基準金利に一定のスプレッド

<sup>3</sup> Enterprise Value: 企業価値。株式時価総額+ネット有利負債(有利子負債-非事業用資産)

<sup>4</sup> Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization の略。償却前営業利益であり、営業利益+減価償却費+のれん等の償却費。異なる企業・業界の比較をするのに適したCF指標としてM&A領域のファイナンス等で多用される。

<sup>5</sup> Multiple: 企業価値評価手法の倍率法での倍率を指し、LBOではEBITDAとの比率で使用するのが一般的。

(200bp 以上)を乗せた水準で決まる。

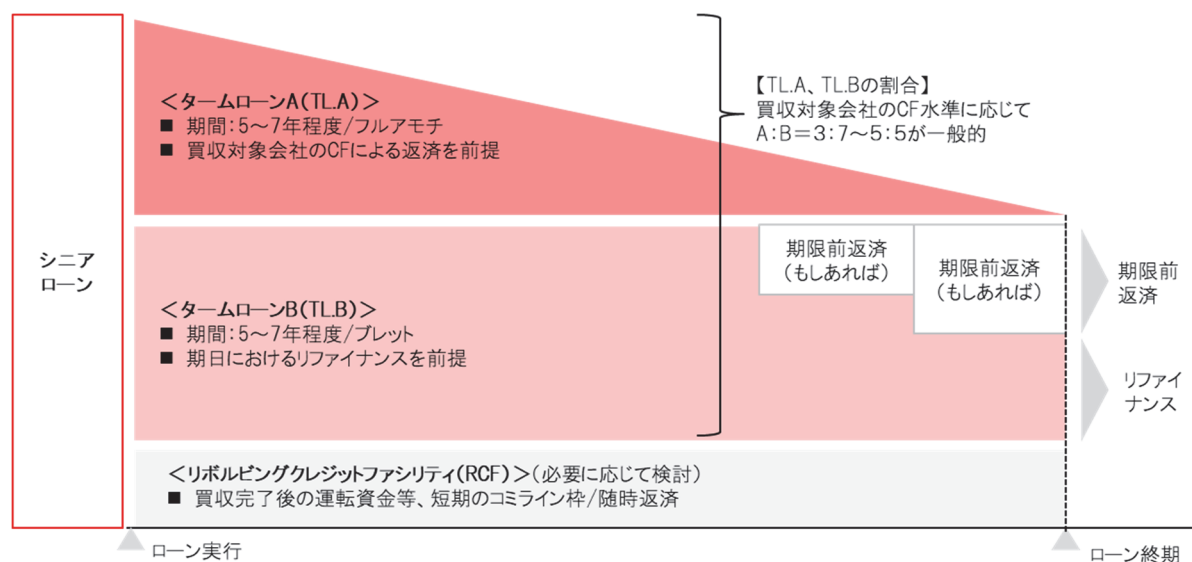
## (2) シニアローン

シニアローンについては図表4にあるとおり、買収資金使途のタームローンと運転資金使途のリボルビングクレジットファシリティ<sup>6</sup>(RCF)が設定され、期間は5～7年が一般的である。

前者は買収対象会社のキャッシュフローによる元本の約定返済を伴うタームローンA(Amortization)と融資期限時(ローン終期)におけるリファイナンスによる元本返済を前提とするタームローンB(Bullet)に分かれる。

ローン契約上は返済余力のある返済スケジュールを設定し、余剰CFについては一定のルールに基づき、強制期限前返済の形でローンの返済に充当することが一般的である。

図表4：シニアローン融資形態



出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

## 4. 主要プレイヤー

### (1) レンダー

レンダーは、シンジケートローンのアレンジャーとなる大手3メガ銀行や準大手行のほか、シンジケートローンに参加する地銀、信金、生損保などで構成される(図表5)。融資の方法としては、買収実施時に大手行(3メガ+準大手)中心に一旦ローンを実行したものを、シンジケートローン(協調融資)の形態で複数のレンダー(地域金融機関等)に売却されるのが一般的である。

メザニン(劣後ローン、優先株式)は、メザニン専門ファンド、リース会社、保険会社、

<sup>6</sup> Revolving Credit Facility：リボルビング形式の運転資金枠(コミットメント枠内で借入を随時実施可能)。原則、買収完了後の追加借入を禁止するケースが多く、必要となる短期資金不足を回避するため設定される。

大手行が担っていることが多い。

## (2) スポンサー(PE ファンド)

グローバルに投資活動を行う外資系大手、国内系では独立系が多数設立されている他、金融機関(銀行・証券)系、商社系、地方再生のための地域特化型や事業再生・事業承継等目的を絞ったファンドも設立されている。

案件規模は、PE ファンドの資金量に比例している場合が多く、資金量の豊富な欧米グローバルファンドが大型案件で積極的にスポンサーとなっている。近年は国内系 PE ファンドのサイズも拡大傾向にあり、大規模な案件を手掛ける国内系ファンドも増えてきている。

図表 5 : LBO を組成する主要プレイヤー

クラス		主要プレイヤー業態	
レンダー	シニア	シローンアレンジャー：メガバンク3行、準大手行等 シローン参加行：地銀、信金、生損保、系統機関、ノンバンク、外資系銀行等	
	メザニン	メザニン専門ファンド、リース会社、銀行（メガバンク3行、政府系金融機関等） ※案件により劣後ローンではなく優先株式による提供のケースもあり	
スポンサー	エクイティ	外資系	欧米大手PEファンド（グローバル戦略の一環で日本にフォーカス） 欧米中堅規模ファンド及びアジア系のPEファンド
		国内系	独立系：中小型から大型まで多数設立。 銀行系、証券系、商社系、ノンバンク系、政府系（半官半民系） 地域特化型、事業再生・事業承継特化型（地域金融機関系等）

出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

## 5. LBO ファイナンスの市場動向

M&A 取引拡大に合わせて、国内バイアウト案件もリーマンショック後に減速はあったものの、順調に伸長している。(図表6)

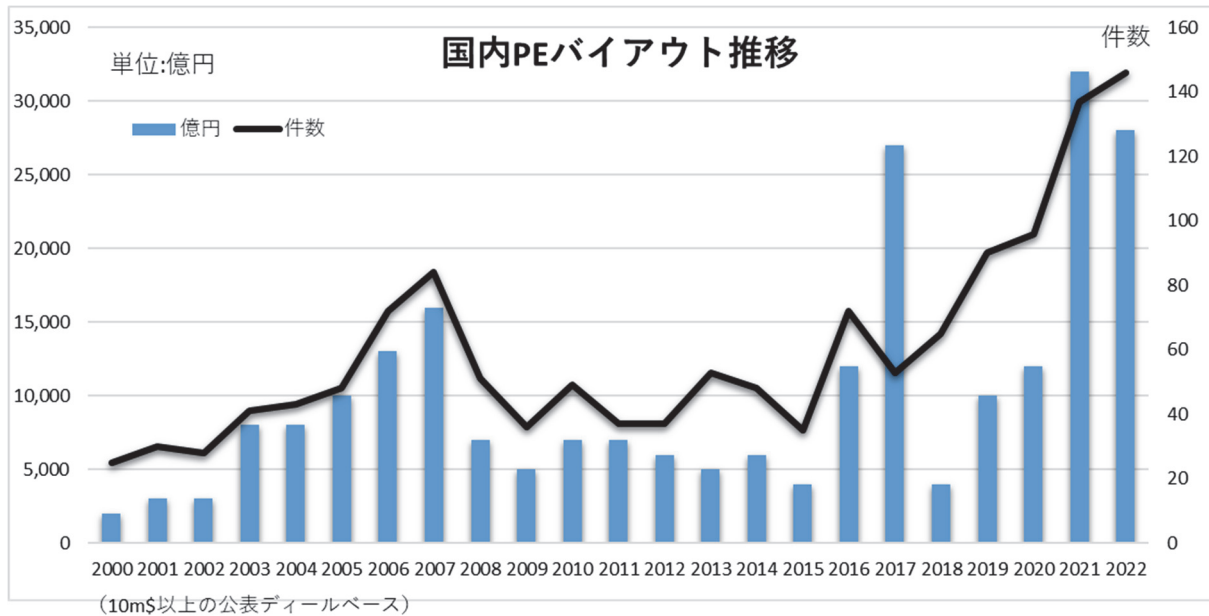
経営資源の投入が難しい大企業の非中核事業の活性化や後継者不在で長期的なビジョンが描けず設備投資や経営改善の遅れで事業が停滞する事業承継問題は、日本経済が抱える重要課題であり、これらに対する処方箋として PE ファンドによるバイアウトは有効であると考えられている。

件数ベース実績では、事業承継を理由としたバイアウトが多く、2025 年問題<sup>7</sup>が迫る中、底堅く需要が続くものとみられている。また、大企業の事業ポートフォリオの変革(非中核事業売却と成長分野への投資)も継続的なトレンドとなっており、アクティビストからの株主提案活動の活発化や上場子会社の課題<sup>8</sup>もあり、潜在需要は堅調に続くものとみられている。

<sup>7</sup> 2025 年迄に 70 歳を超える中小企業の経営者が 245 万人となり、そのうち約半数の 127 万人が後継者未定といわれている

<sup>8</sup> 上場約 3,900 社のうち 200 社超が上場子会社。親会社と少数株主の利益相反、子会社利益のグループ外流出等が問題として指摘されている

図表6：バイアウトの実績推移

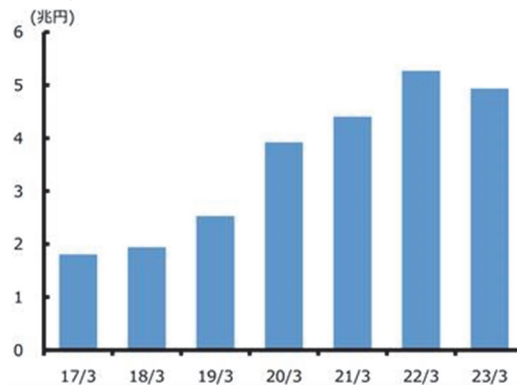


出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

国内 LBO ローンは、大型案件の有無で年度による組成額にブレはあるが、ここ数年は毎年約 1 兆円以上が大手 3 メガ銀行主導で組成されている。

大手行の残高ベースでは、2017 年 3 月に 2 兆円程度であったものが、2023 年 3 月には 5 兆円弱まで増加している。(図表 7)

図表7：大手行の国内 LBO ローン残高



出所：金融庁 2023 事務年度金融行政方針 コラム 14

## 6. バイアウトファンドの買収対象案件

PE ファンドは、投資対象とする企業の成長ステージにより、ベンチャーキャピタル、バイアウト、ターンアラウンド、ディストレストに分類(図表 8)され、LBO 取引は図表中で示す②バイアウトファンドによる買収において多用されている。

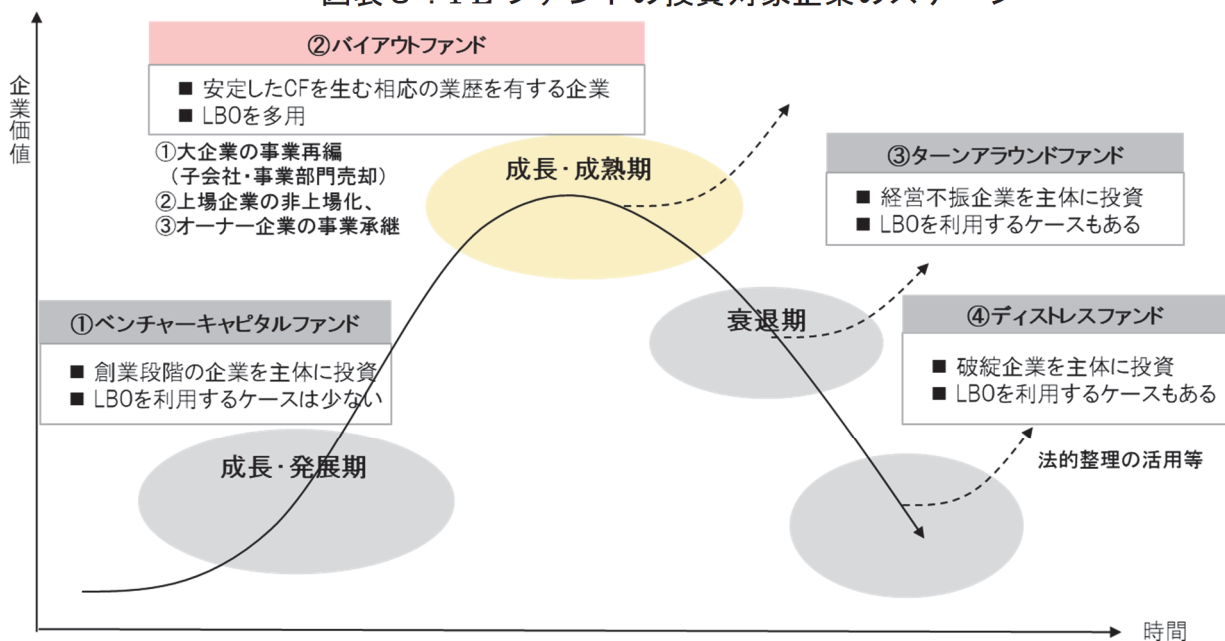
バイアウトファンドは「成長～成熟」過程にある企業に対して投資し、更なる成長を目指

すファンドで、主に大企業の事業再編に伴う子会社・事業部門の売却、上場企業の非上場化、事業承継に際して投資を行うが、特定の業界・業種への目立った傾斜はみられない。

対象としてCFの潤沢な事業が好まれる一方、慎重な検討を要する業種として、景気循環に大きく左右されるシクリカルな事業、設備投資過大の傾向がある装置型産業、技術の陳腐化の懸念があるテクノロジーリスクを持つ事業等が挙げられることが多い。

景気後退期においてはターンアラウンド(事業再生型)やディストレスト(破綻企業投資)案件の需要が増えるため、法的整理を活用したプレパッケージ型<sup>9</sup>でスポンサーになるケースがLBOの対象となることもある。

図表8：PEファンドの投資対象企業のステージ



出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

## 7. 足元のバイアウトファンドの動向

2022年以降、バイアウトファンドの既存投資先の破綻が増加傾向にあり、投資先企業においてインフレによる仕入れ・人件費等のコスト増を適切に価格転嫁できなかったことが背景のひとつとしてみられている。

<sup>9</sup> プレパッケージ型：予めスポンサーを決めてから再生型法的整理手続きを申し立てる形の事業再生案件



図表9：ファンド投資案件の破綻事例(法的整理)

単位：億円

倒産月	業種	負債	手続	スポンサー	当初投資月
2022年6月	自動車部品製造	11,856	民事再生	外資系	2017年3月
2023年2月	海外雑貨小売	29	会社更生	国内独立系	2018年3月
2023年3月	外食産業	107	破産	国内独立系	2017年6月
2023年3月	有機ELディスプレイ製造	337	民事再生	政府系(官民)	2014年7月
2023年5月	スマートフォン開発	870	民事再生	国内独立系	2018年1月

出所：各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

最近ではコロナ感染拡大による影響で当初事業計画が想定通りに進捗していない投資案件をPEファンド間で売却する第二次バイアウトが増えるとの見通しもあり、保有が長期化している案件が対象企業となる場合は、より慎重なデューディリジェンスが必要になるだろう。

一般的に、成長成熟期にバイアウト投資実行後、衰退期に移行した場合、事業価値の棄損を最小限に抑えるため、まず事業再生ADR等の私的整理によるリカバリーが検討されるが、レンダーをはじめとするステークホルダー間の調整がつかない場合には、法的整理に移行することになる。法的整理としてリリースされる破綻案件以外にも私的整理で再生手続きを進めている案件がありうることに留意が必要であろう。

### Ⅲ. LBOファイナンスにおけるシニアローンの特徴

Ⅱ章で述べたように、LBOファイナンスは対象会社のCFに返済原資が限定されたノンリコース型であるため、対象会社の営業活動を与信期間にわたって把握し、営業上必要な支出以外のCF流出を制限し、対象企業の資産に担保設定を維持することが重要になるため、広範なコベナンツ(誓約事項)が必要になる。

買収対象事業の業種も多岐にわたるため、レンダーは個別案件ごとに対象となる事業のCF特性を押えて、貸付金の回収蓋然性を高めるための各種方策を織り込んでリスクの軽減を図ることになる。本章ではLBOファイナンスの特徴でもあるコベナンツ、担保設定、デフォルト時の対応や、LBOファイナンス特有の諸リスクについて概説する。

#### 1. コベナンツ(誓約条項)

##### (1) ファイナンシャルコベナンツ(財務制限条項)

一定の財務水準を維持することを義務付ける規定で、事業の不調の兆候を早期に把握し、立て直しを要請するために設定する。

具体的には、償還資金を対応する期間のCFで賄えているかを見るデットサービスカバ

レッジレシオ<sup>10</sup>(FCF<sup>11</sup>÷デットサービス)、CF に対する最大の負債水準が計画通りに減少しているかを見るレバレッジレシオ(借入金額÷EBITDA)、財務の健全性の観点から最低純資産額など資本勘定の維持、利益の黒字維持等の指標があり、これらの指標について一定の水準を維持することが求められる。

### (2) アファマティブコベナンツ(作為義務)

報告義務・書類提出義務は、財務状況・経営状況のモニタリングのため定期的な報告を義務付けるものになる。その他、許認可維持、法令順守、買収契約上の権利の適切な行使等が有る。

### (3) ネガティブコベナンツ(不作為義務)

配当の制限、役員報酬の制限、金銭債務負担の制限、組織再編行為等の禁止、設備投資制限、担保提供制限(ネガティブプレッジ)等があり、バイアウト時の事業計画で許容されたもの以外でCFの外部流出や想定外の事業リスク負担を防ぐ目的がある。

期中の余剰CF発生時や資産の売却時等については、契約に基づき強制期限前弁済条項で返済充当される建付けとしているケースもある。

通常のM&Aファイナンスで活用される、チェンジオブコントロール条項とキーマン条項も取り入れられるのが一般的である。前者は借入人の支配権の変更を制限する条項で、事前に合意した一定の議決権比率をスポンサーが維持することを目的とするものである。エクイティが借入に先行して返済されることの防止の意味もある。後者はオーナー企業の前オーナー留任や対象事業の継続上重要な役員や従業員等、事業運営上重要な人材の流出を防ぐための条項で、事業価値棄損を回避するためのものになる。

<sup>10</sup> デットサービスカバレッジレシオ：ローンの元金返済に充当可能なCFが支払うべき元金に対してどの程度余裕があるのかという借入人の返済能力を示す指標。DSCR(Debt Service Coverage Ratio)の略称で使用されるのが一般的。

<sup>11</sup> FCF：フリーキャッシュフロー。事業で得た資金から事業維持に必要な支出を差し引いたCF。

図表10：コベナンツ(誓約事項)の例

(1) ファイナンシャルコベナンツ (財務制限条項)	デットサービスカバレッジレシオ (DSCR) レバレッジレシオ(有利子負債÷EBITDA) 純資産維持 利益の黒字維持
(2) アファマティブコベナンツ (作為義務)	定期的な業績報告資料の提出 監査済決算書の提出 重要事項の事前事後の報告 許認可維持 保険付保
(3) ネガティブコベナンツ (不作為義務)	配当制限：普通株主への配当金支払い禁止 設備投資・投融資の上限設定 定款変更・組織再編等の重要な変更の禁止 借入制限：追加借入れの禁止 (RCF引出除く) 新規事業の買収提携の制限 資産処分の制限 担保制限条項 (ネガティブプレッジ) チェンジオブコントロール条項：主要株主の変更禁止 キーマン条項：特定期間のキーマン (重要人材) の継続

出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

## 2. 担保・保証について

担保については、全資産担保が原則になる。スポンサーが保有する株式、対象企業及びその子会社が保有する資産は原則的に全てが担保設定対象となり、担保設定の目的は債権保全とステップイン<sup>12</sup>の確保にある。

保証については、原則的に対象会社の全子会社が連帯保証債務を負う。一方で、親会社である買い手は連帯保証債務を負わない、いわゆるノンリコースであることが一般的で、買い手となるスポンサーのリスクは自己資金による拠出額に限定されることになる。

## 3. デフォルト時の対応

コーポレートファイナンスの期限の利益(期限まで借入を継続できる借入人の権利)の喪失条項<sup>13</sup>の規定を拡充しており、コベナンツ抵触は同条項の請求失期事由に該当するのが一般的である。

対象企業のモニタリングを通してコベナンツ抵触のおそれが出てきた場合には、改善策

<sup>12</sup> ステップイン：事業介入を意味し、担保権行使によりレンダーが指定する第三者に事業を引継がせ、資金回収を図ること。

<sup>13</sup> 期限の利益の喪失条項：借入人に契約違反などがあった場合に期限の利益を喪失させ、前倒しで全債務の履行をさせる旨定めた条項。自動的に失期する場合(当然失期事由)とレンダーからの通知等により失期する場合(請求失期事由)がある。

や事業計画見直しを対象企業及びスポンサーと主力レンダーが協議し、自主再建策を模索することになる。また、抵触をした場合でも一定の猶予期間を借入人に与え、その期間内に問題が解消治癒されれば、請求失期事由とならない取り扱いが合意されるケースもある。しかしながら、協議不調となった場合にはレンダーの請求により借入人は期限の利益を失うことになる。

借入人が期限の利益を喪失した場合には、プロジェクトファイナンス同様、借入人の全資産をシンジケートローンレンダーのコントロール下に置き(ステップイン)、対象事業の継続・再生を模索することになる。

レンダーがスポンサーを代替するのは現実的には難しく、新たなスポンサーを探してきて、ストラクチャーを組み直すことで再建を目指すことになる。

レンダーは担保権実行により対象企業の株式を新しいスポンサーに譲渡することにより回収を図ることになるが、他の重要な資産を他の債権者に担保として押えられ、第三者に譲渡されてしまわないように対象企業グループの全資産を担保としておき、一体として譲渡できるようにしておくことが重要になる。

#### 4. LBO ファイナンス特有のリスク

LBO ファイナンス検討時に考慮すべきリスクは以下のようなものがある。

##### (1) レバレッジリスク

買収者(スポンサー)は、手元資金に LBO ローンを加えて企業を買収するため、買収対象企業と買収 SPC が合併した後の新会社は大きな負債を抱えることになる。債務水準(レバレッジ)が過大でないか、事業計画シナリオの蓋然性分析を行い、シニアローン返済が優先されるようなストラクチャー(強制期限前弁済、配当・借入・投資制限等)が構築されているかを確認する必要がある。

##### (2) 買収対象企業のキャッシュフローリスク

LBO ローンは買収対象企業が生み出すキャッシュフロー(CF)を返済原資とするため、対象企業の CF 創出力の安定性についての検証が必要になる。対象業種が多岐にわたるため、業界動向・競合分析を踏まえた CF 精査には労力を要するが、特に設備投資等でキャッシュアウトが大きい事業では返済に回せる CF が制約を受けるため、返済可能なフリーキャッシュフロー(FCF)確保の見極めがより重要となる。

また、事業分散が効かない単一事業が対象となるケースも散見され、特定の事象による影響を受けやすい傾向がある点にも留意が必要になる。

##### (3) リファイナンスリスク

レンダーのコーポレートファイナンス目線で適正なレバレッジ水準に収束していること、特に事業計画上の成長シナリオを下回った場合でも最終的に適正な水準に収束し、リファイナンス可能な状態になっているかについての検証が必要になる。

また、対象企業の EBITDA の低迷、対象業種の EBITDA マルチプルの低下等により対象企業のバリュエーションが想定を下回る可能性があり、対象業種の EBITDA マルチプルの推移や将来の EBITDA 予測に基づく企業価値バリュエーションの視点でのモニタリングにも留意しておく必要がある。

## 5. LBO ファイナンスと ESG 戦略

投資家の ESG 意識の高まりを受けて PE ファンドでも ESG に関する投資ポリシー策定や投資プロセスの監督実行体制の整備が重要になってきている。

一般的に買収対象企業が ESG 要素に適切に対応することは、競合他社との差別化や業界内地位向上に結び付き、投資負担を上回る CF 創出力の向上につながりうる一方、ESG 要素に対応せずに、短期的にキャッシュアウトを抑制できたとしても、将来的な事業機会の逸失、企業価値の下落を招く可能性があると考えられている。

代表的な ESG 評価機関のひとつである MSCI の研究によれば、ESG 評価の改善が資本コストの低下につながるとされている。よって ESG 対応の巧拙が買収企業を売却する際の企業価値(並びにマルチプル)にも影響を与える可能性があることも考慮に入れておく必要がある。

一般的に PE ファンドによる企業買収では、投資先企業において PE ファンドが主体的に関与して企業変革を推進することが多く、ESG の中でも「G(Governance)」のガバナンス強化に取り組むことに特色があるが、今後は従来にも増して「E(Environment)」の環境や「S(Social)」の社会についての取り組みが出てくるものと考えられている。

ESG 要素に着目した融資は世界的な潮流であり、既に欧米の PE ファンドでは、広くレバレッジドローンでサステナビリティ・リンク・ローン(以下、「SLL」)の要素を取り入れたものが数多く取組まれている。

具体的に SLL とは、借り手のサステナビリティ・パフォーマンスの向上を促すために、借り手の ESG 戦略と整合した取組目標(サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット、以下 SPTs)を設定し、SPTs(例：温室効果ガス排出量、女性管理職比率等)の達成状況に応じてローンスプレッドのプライシンググリッド<sup>14</sup>に反映させる形で LBO ローンの金利が下がったり上がったりする仕組みを設けたものになる。

グリーンローンのようにグリーンプロジェクト(環境改善効果のある事業)に限定されず、より広く持続可能な経済活動を推進する企業に対する融資を含むのが特徴になる。

日本においても、昨年度から SLL を取り入れた LBO シニアローン実行の事例が出てきており、今後増えていくと考えられる。

SLL には、格付機関等による外部認証や定期的に第三者からの評価が必要となるため、投資期間中、ESG 対応のコストが別途必要となる。貸し手としては、数値化されない定性的な KPI が SPTs として設定されている場合に、こういった時間軸でどのように企業価値増大に資するのかについて見極めることがより重要になってくると考えられる。

<sup>14</sup> Pricing Grid : 財務コベナント数値(レバレッジレシオ等)に対応した適応スプレッド水準の一覧表

図表 11：SLL を組み込んだ LBO ファイナンス

実行時期	業種	SPTs	第三者 評価機関	アレンジャー	スポンサー
2022年9月	菓子製造販売	フェアトレードチョコレートの市場 浸透を測るための指標	JCR	大手地銀	国内独立系
2022年11月	保育サービス	保育所受託の契約数 保育士の離職率	JCR	大手行	国内独立系
2023年3月	廃棄物中間処理	環境への負荷低減	R&I	準大手行	国内独立系

出所 各社リリース資料から三菱UFJ信託銀行が作成

#### IV. 米国の LBO ファイナンスについて

日本の LBO ファイナンスを概観する上で、高度化が進んでいる米国 LBO ローン市場の概要についても少し触れておきたい。

ローンのセカンダリー市場や証券化市場が発達している米国では、LBO ローン市場でも異なる投資観点をもつ投資家（ヘッジファンド、保険会社、年金基金等）がそれぞれのリスク・リターンニーズに応じて投資できる構造になっており、銀行のシェアは限定的となっている。

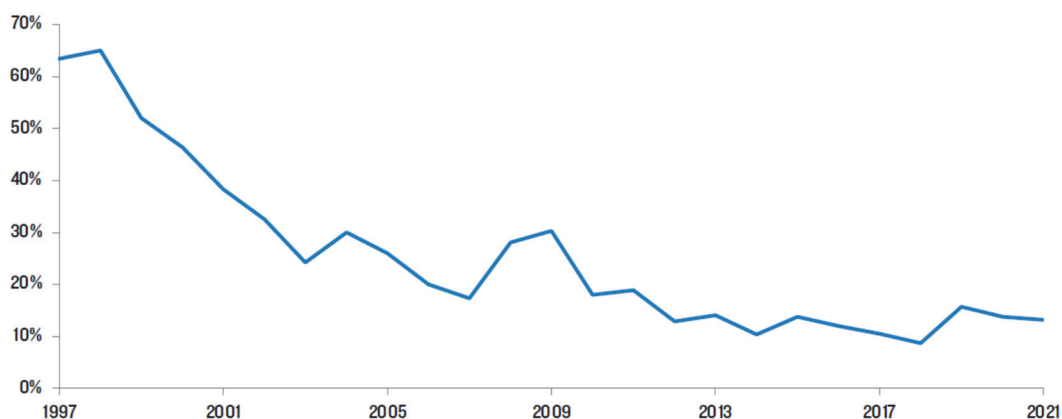
古くは銀行が LBO ローン最大の引受け手であった時代もあったが、2010 年代以降のバーゼルⅢ導入に伴う規制改革による資本コストの上昇等により、銀行は中小企業向け融資やリスクの高い案件に消極的になった。その結果、図表 12 のようにレバレッジドローン<sup>15</sup>に占める銀行のシェアは 2009 年の 30% から 2021 年には 16% へと半減する一方、CLO (Collateralized Loan Obligation：主にレバレッジドローンを裏付けとするローン担保証券) やプライベート・デット・ファンド (以下 PD ファンド) がこれを補完してシェアを伸ばしてきた。

銀行はアレンジャーとしてレバレッジドローン全体を組成し、他の銀行や CLO、ミューチュアルファンド<sup>16</sup>等に販売する。機関投資家は CLO、個人投資家はミューチュアルファンドを通じてレバレッジドローンに投資する形になっている。

<sup>15</sup> 主に投資適格未満の相対的に信用力の低い企業向けの融資で LBO ローンも含まれる。規模 1.4 兆ドル (2022/Q4)。

<sup>16</sup> Mutual Fund：米国の一般的なオープンエンド型投資信託。個人投資家が購入できる商品も多い。

図表 12：米国レバレッジドローン市場における銀行のシェア



出所：レバレッジド・コメンタリーデータ「プライベート市場における新たな潮流」2022年10月 PGIM

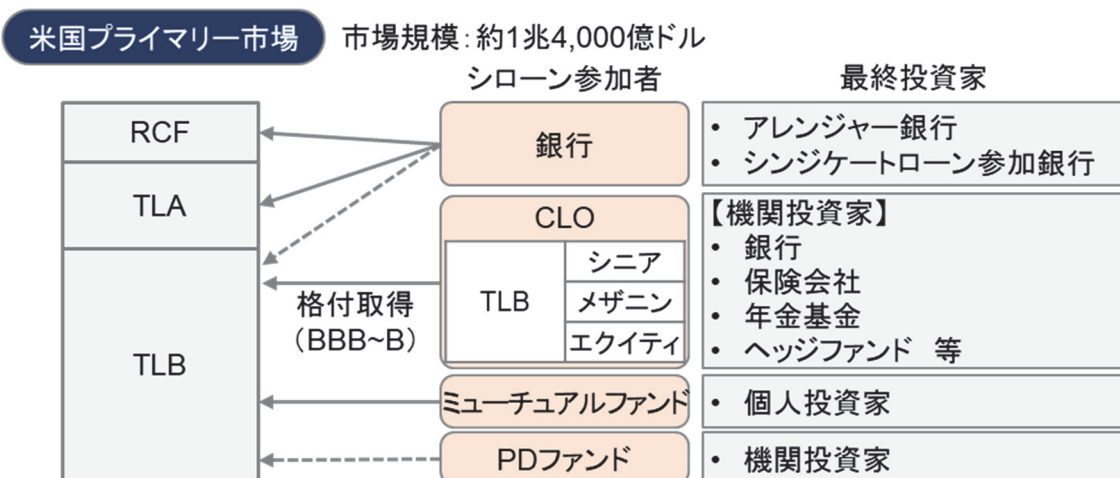
図表 13 上段にあるとおり、銀行は主としてリボルビングクレジットファシリティ (RCF) とタームローン A を主な運用対象とし、この2つを合わせてパッケージ化したものがプロラタローンと呼ばれている。タームローン B は、主に CLO 等ファンドが投資対象とし、インスティテューショナルローンと呼ばれている。

また、CLO 発行までの一時的ローン保有機能 (ウェアハウジング) を銀行が担い、レバレッジドローンの格付取得が普及し、セカンダリー市場でも活発な取引が行われていることも米国市場の特徴になる。

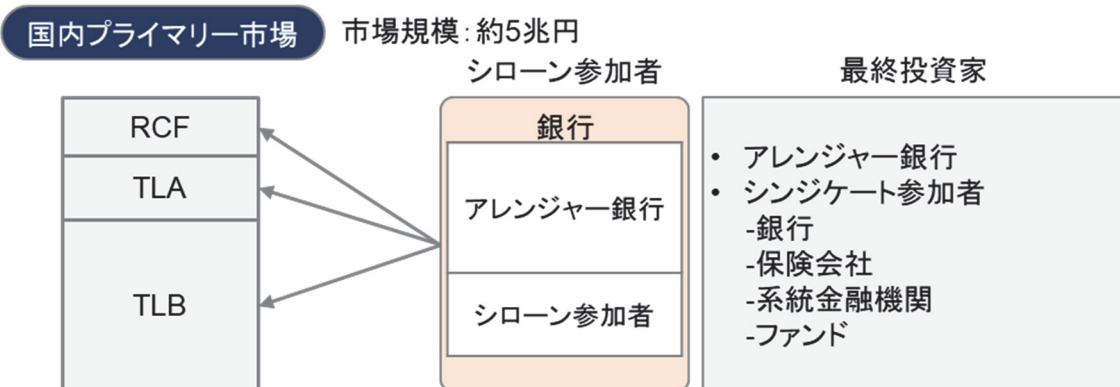
CLO は、ローンの保有と運用のために設立された特別目的会社がローン元利金を担保に発行する資産担保証券で、シニア (AAA~BBB 格)、メザニン (BB 格~B 格)、エクイティのトランシェに分けられ、機関投資家に販売される。ローンポートフォリオは銘柄数 200~300 程度、平均格付 B 格程度で、銘柄により異なるが発行割合は AAA 格 6 割強、投資適格 (BBB) まで 8 割強、メザニン約 1 割、エクイティ約 1 割になる。

PD ファンドは、ダイレクトレンディングの形態で借入人に相対で直接貸出すことが多く、ユニットランシェ (一つの借り手がシニアとメザニンを一つのトランシェにまとめた形態) での提案等、借入人側の利便性を意識した選択肢を提供し、PE ファンドから評価されている。2021~2022 年の US ミドルマーケット (売上 \$ 500M 未満) の LBO ローンにおいては、75% 以上をダイレクトレンディングが占めており、案件規模による一定程度棲み分けがなされていると考えられる。

図表 13：日米 LBO ローン市場の比較



アレンジャー銀行がシローン組成し、RCF、TLA、TLBを各投資家にアロケーション。TLBはセカンダリー売却もあり。また、銀行はCLOが投資家に発行される迄、組成期間中保有も実施。

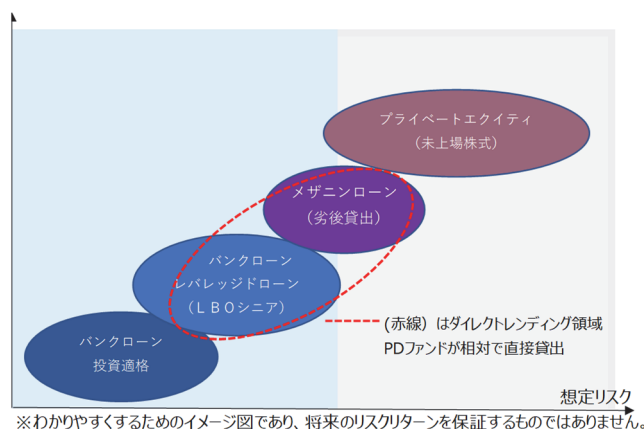


アレンジャー銀行が全額引受けて販売(参加ランシエは原則プロラタ)。

\* 上記は日米の違いを示すための比較イメージであり、実際のローン組成は案件毎に組成概要は異なる。

出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成

図表 14：LBO シニアデットとダイレクトレンディング



出所：各種資料から三菱UFJ信託銀行作成



一方、日本の市場では、既述のとおり3メガをはじめとする大手行がアレンジャー銀行として相応にシニアローンの引き取りを行った上で、主に金融法人向けにシンジケートローンの形態で売却を行うのが大勢で、シンジケートローン参加以外での運用アクセスが限られている。LBO 固有の審査ノウハウ含め、貸出及びモニタリングの知見及び体制も必要となるため、業として貸出を行っていない場合に個別でシンジケートローンに参加するのはハードルが高い。

金融庁は LBO シニアローン残高が大手行に集中している現状に対し、本年8月の金融行政方針で「適切な管理やリスクの分散」を課題としており、投資家の裾野拡大は重要なテーマとなっている。運用対象として国内 LBO シニアローンに関心はあるが、運用機会にアクセスできていない投資家層にも提供できる金融仲介の枠組みが、投資の裾野拡大のために必要になっているが、上記でみたとおり、米国とは市場規模・構造が異なるため、日本で米国の CLO のような証券化商品の枠組み組成を行うのは現時点では難しいといわざるをえない。

オルタナティブアセット運用のエリアでは、インフラ向けプロジェクトファイナンスのシニアローンがデットファンドを組成することにより、シンジケートローンにアクセスできていなかった年金等の機関投資家向けに運用機会を繋ぐことで投資家の裾野が広がった先例がある。LBO シニアローンにおける裾野拡大の一方策として、デットファンド形式による金融仲介は一つの選択肢であり、今春にファンドの立ち上げの事例も出てきている。

## V. 終わりに

運用対象としてみた国内 LBO シニアローンは、①低金利環境下において相応の高い金利収入が期待できる、②キャピタルストラクチャーの最上位に位置し、原則全資産担保である、③事業のダウンサイドリスク軽減に寄与するストラクチャー手当が施されている、④変動金利でありインフレヘッジができている等、コーポレートローンとの比較でリスク対リターンは良好であり、円建てのオルタナティブアセット運用としても安定したインカム収入を追求できる領域の運用商品と位置付けられる。

現状、国内 LBO シニアローンのレンダー(投資家)の裾野拡大が課題となっているが、運用対象として機関投資家の理解が一層向上することで投資需要が拡大し、金融仲介機能の拡充により LBO シニアローン市場及びバイアウト市場が拡大することを通して日本経済の構造改革が更に進展することに期待したい。

(2023年11月27日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

## 【参考文献・記事等】

- ・「M&A ファイナンス(第二版)」笹山幸嗣、村岡香奈子著(金融財政事情研究会)
- ・「日本の LBO ファイナンス」日本バイアウト研究所編(きんざい)
- ・「プライベート・エクイティと ESG」日本バイアウト研究所編(きんざい)
- ・「買収ファイナンスの法務」大久保涼編著(中央経済社)
- ・「CLO 投資のリスクとリターンに関する考察」三菱 UFJ 信託運用情報 2022 年 10 月号
- ・「プライベート・エクイティと日本市場」三菱 UFJ 信託運用情報 2022 年 1 月号
- ・「三菱 UFJ、国内初の LBO ファンド 生保など十数社参加」2023/4/7 日経朝刊 8 頁
- ・「ファンド投資先破綻増加」2023/6/2 日経朝刊 8 頁
- ・「LBO 融資 10 年で倍増」2023/10/6 日経朝刊 7 頁
- ・「LBO ファイナンスの貸出金利は上昇、課題となる投資家層の拡大」WebMARR2023/07/18
- ・「バイアウト市場と LBO ファイナンスの今後」WebMARR2023/05/08
- ・「米国シンジケートローン市場の現状及び邦銀の取り組み」日銀レビュー 2022-4
- ・「プライベートデットファンディングの融資手法」日銀レビュー 2022-2
- ・「最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について」日銀レビュー 2018-4
- ・「2023 事務年度金融行政方針」金融庁 2023 年 8 月
- ・「日本におけるプライベート・エクイティの潮流と考察 2022 年」PwC Japan グループ
- ・「プライベート市場における新たな潮流」2022 年 10 月 PGIM
- ・「Global private equity report 2023」 Bain & Company
- ・「次の注目はプライベート・クレジット・ファンド」木内登英 NRI コラム 2023/5/11
- ・「信用格付における ESG 要素の位置づけ」JCR 2021/10/25
- ・「ESG and the cost of capital」Ashish Lodh MSCI 2020/2/25
- ・一般社団法人日本プライベートエクイティ協会 HP <https://jpea.group/>

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都港区東新橋1丁目9番1号 Tel. 03-4330-0868