

復調する日本の

LBOPファイナンス市場

円滑化法「出口」手法としての

メザニン・ファイナンス

大和総研 調査本部 金融調査部
主任研究員 菅野 泰夫



グローバル金融危機発生以前に隆盛であったLBOP（レバレッジド・バイアウト）ファイナンス市場の復調が顕著になっている。その要因として、LBOPブームに沸いた2000年代中頃の投資案件に対するリファイナンス需要や、日本企業のM&Aの増加があげられる。なかでもメザニン・ファイナンス（劣後ローン、優先株等）市場の価格適正化による成長が目目される。

バイアウトファンド市場とともに復調の兆し

従来の銀行融資（コーポレートローン）と比べて厚いスプレッド（Tibor+250〜450bp程度）が獲得できるLBOP市場は、金融機関からの旺盛な引受需要に支えられていた。

図表1は、過去の日本のLBOPファイナンス市場を経年的に観察するため、日本のLBOPローンの取引金額の推移を示した

ものだ。LBOPローンは00年代中頃に起こった各国での過剰流動性を引き金として、急激に市場が成長した。LBOP案件には、バイアウトファンド主導でアレンジされるケースが多く、大型ファンドの組成が相次いだことも取引金額の増加を誘発した。グラフからは、金融危機以前の05年3月期〜08年3月期までに、急激に資金が流入したことがわかる。

半面、バイアウトファンドは深刻な投資案件不足に直面して

いた。委託された資金を使いきる目的で、比較的风险が大きいい大型買収案件に傾斜していた。その結果、08年9月のリーマンショック発生以降、バイアウトファンド市場が崩壊する過程で、日本のLBOPファイナンス市場は一変する。メガバンクの融資体制が極端に慎重になったことにも起因し、09年3月期、10年3月期時点でのLBOPローン市場は大きく取引金額を減少させることとなった。それが、12年3月期時点で

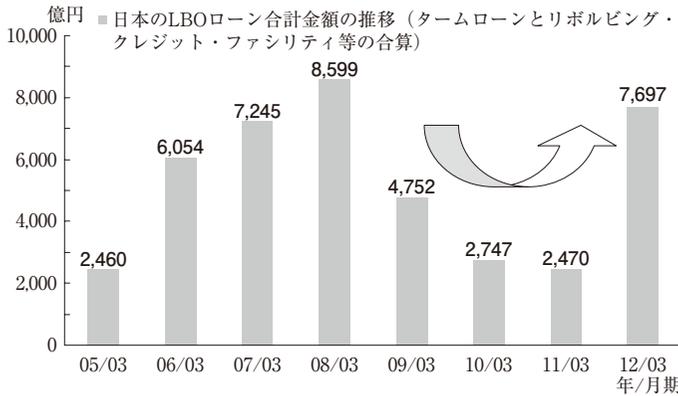
は、ファイナンス市場の回復に伴いLBOPローンの取引金額はふたたび増加に転じた。新規案件（プライマリー）の増加に加えて、06年、07年ごろに組成した案件のリファイナンスが多いこともその背景にある。また、日本企業のM&A（買収案件）の増加や、既存のファンドの投資期限が到来するタイミングが重なり、足もとでもバイアウトファンドの投資が増加したことも呼び水となった。

メザニンの成長を阻害した邦銀の与信スタンス

LBOPファイナンスで、LBOPローンとともに注目される手法としてメザニン・ファイナンスがある。メザニン・ファイナンスは、従来の銀行融資（シニアローン）と普通株式によるエクイティ・ファイナンスの中間的なリスク・リターン特性をもつ（図表2）。またメザニン・ファイナンスは、大型の買収案件に活用できることや、同じ買収価格でも出資金額を少なくしてROEを高めることが可能となる。

復調するLBOファイナンス市場

〔図表1〕 日本のLBOローン市場の規模の推移



(注) 1. タームローンに加えてコミットメントラインなどの融資枠が発表されている場合には両方の金額を加算。
 2. プリッジローンとタームローン両方の金額が公表されているときはタームローンのみを加算。
 (出所) Thomson Reutersのデータから大和総研作成。

銀行融資よりも調達コストとして通常の銀行融資よりも

害していたといわれている。シニアローンを実行していても、リスクの高い案件に対しては、メザニン・ファイナンスとしてしか融資できない。リターンシヨック以前においては、本来メザニン・ファイナンスの利回りが高いため、メザニン・ファイナンスの市場育成を阻害していたといわれている。

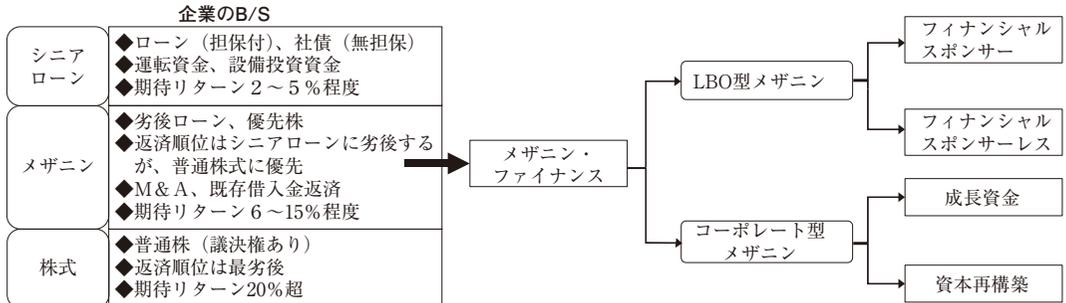
メザニン・ファイナンスの手法としては大きく二つに分けることができる。一つは、フィンシャルスポンサー(バイアウトファンド)や経営者自身が、企業買収ないしはMBOを実施する際に活用する「LBO型メザニン」。もう一つは、上場前後の企業の旺盛な成長資金ニーズに対して銀行借入れだけでは

有利子負債が過大になることと、また、エクイティ・ファイナンスでは希薄化してしまうという両面の懸念を、同時に解決する手段として活用される「コーポレート型メザニン」だ。さらに、LBO型メザニンはフィンシャルスポンサーの有無により大別され、一方、コーポレート型メザニンも、成長資金であるのか、それとも資本再構築(リキャピタライゼーション型)であるかなど、資金用途により分類される。

高くなるが(6~15%)、支払利息の一部を期限まで繰り延べるPIK (Payment in Kind, 注1) やワラント(新株予約権)等を組み合わせることににより、当面キャッシュで払う配当を4~5%程度に抑える商品設計も一般的となっている。

リーマンシヨック以前は、日本でも多くの金融機関がメザニン・ファイナンスを検討していたが、飛躍的な市場拡大には至らなかった。メザニン・ファイナンスが増加しない要因として、その発生源である大型のLBOファイナンスの件数が欧米と比較すると少ないことも考えられる。

〔図表2〕 メザニン・ファイナンスの代表的な形態



(出所) 大和総研作成

こうした背景により、現在でも日本のメザニン・ファイナンスのアレンジャーやパーティシパント（アレンジャー以外の投資家）は、リース会社や保険会社、政府系金融機関等が組成する専門のファンド等に限られており、投資家層の裾野の拡大には至っていない（図表3）。

年金運用における

LBOfファイナンスの可能性

欧米等ではLBOfファイナンスのベンチマーク整備が進んでおり、投資家は過去の価格動向を捕捉し、市場参加への足掛かりとすることができる。日本の年金基金でもなじみがあるため、一般的な投資対象として採用している先が多い。一方、日本のLBOfファイナンスにおいては、主要なインデックス等が存在していないため、採用に慎重なスタンスをとる先も少なくない。とくにLBOfローンでは、大手行等の主要プレイヤーが市場を独占している状況が続いているため、投資機会は少ない。しかし、メザニン・ファイナンスについては、現時点では

〔図表3〕 日本の代表的なメザニン投資家と投資実績

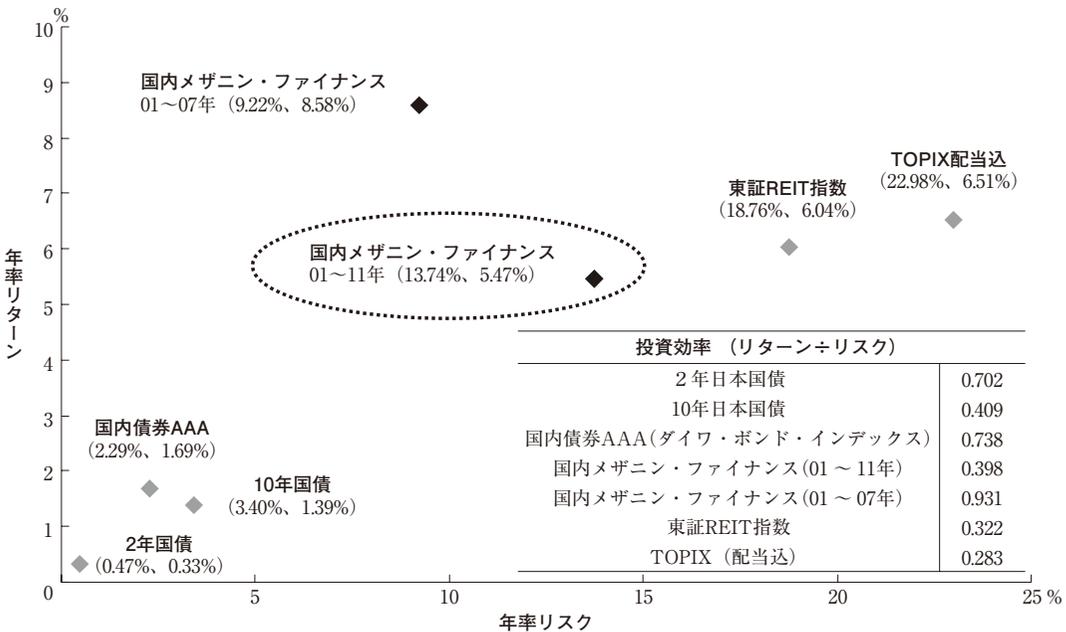
メザニン投資家	代表的な投資実績
日本政策投資銀行	ミサワホーム ユー・エス・ジェイ
メザニン (MCo)	LEOC 吉本興業
三井住友トラスト・キャピタル	ワールド 成城石井
東京海上日動火災保険	ポッカコーポレーション あきんどスシロー
みずほキャピタル パートナーズ	東日本ハウス イー・アクセス

（出所） 各社HP等から大和総研作成。

市場参加者が少なく投資機会に恵まれている。昨今の低金利、株安の運用難のなか、日本の投資家が真に求めているミドルリスク・ミドルリターン資産の期待もできる。

01年4月～12年3月までに組成された事例を用いて日本のメザニン投資の参考指標（注2）を作成すると、01～11年にかけて、メザニン・ファイナンスでの平均的なリスク・リターンは

〔図表4〕 国内メザニン・ファイナンスと国内資産とのリスク・リターンのイメージ



(注)1.メザニン・ファイナンス特性は01年4月～12年3月の期間で任意の28銘柄を抽出して推計。
2.他の資産は過去10年程度のトラックレコードをもとに算出（部分的にリターンはリスクプレミアムで代替）。
(出所) 大和総研作成

復調するLBOファイナンス市場

〔図表5〕 国内メザニン・ファイナンスと他の資産クラス間の相関係数

相関行列 (計測期間:2002年4月～12年3月)	国内メザニン・ファイナンス	国内債券AAA (ダイワ・ボンド・インデックス)	国内債券総合 (ダイワ・ボンド・インデックス)	TOPIX (配当込)	S&P500 (円ヘッジ)	東証REIT指数
国内メザニン・ファイナンス	1.0000					
国内債券AAA (ダイワ・ボンド・インデックス)	▲0.1441	1.0000				
国内債券総合 (ダイワ・ボンド・インデックス)	▲0.1673	0.9531	1.0000			
TOPIX (配当込)	▲0.0409	▲0.3076	▲0.3750	1.0000		
S&P500 (円ヘッジ)	0.0736	▲0.0723	▲0.1057	0.5406	1.0000	
東証REIT指数	▲0.0373	▲0.0111	▲0.0695	0.6362	0.4898	1.0000

(注) メザニン・ファイナンスは、図表4の28銘柄のうち償還まで迎えたものを指数化して相関係数を推計。
(出所) Bloombergから大和総研作成。

ロファイルは、他の（株式や、債券等の）資産クラスと比較してミドルリスク・ミドルリターン特性に位置付けられることがわかる（図表4）。ただし、01～07年時点では、投資効率が0・931とかなりの高水準を記録した反面、01～11年時点まで期間を延ばすとリスク・リターン水準が悪化し、投資効率も大きく低下している。この要因としては、06～07年ごろは、高い投資倍率（マルチプル）を標榜する案件が多く、実際のリスクに見合わない案件が含まれているためだ。ただし、それでも投資効率は0・398と、東証REIT指数の0・322やTOPIX（配当込）の0・283と比較して優位であった。

また昨今の年金運用では、投資効率以上に、他の資産クラスとの分散投資効果は重要な論点となっている。国内の他の資産クラスとの相関関係を示す図表5によると、とくに国内株式（TOPIX配当込）や国内債券（AAA）との相関がマイナスとなっており、国内資産のなかでも異なった資産クラスと位置付けられる。ただし、現段階では厚みがある市場とはいいにくく、株式等と比較して時価評価に関する基準やセカンダリー市場の整備には時間を要することには注意を求められる。市場整備を進め、プレーヤーをいかに増やすかが、市場の活性化に向けた課題といえるだろう。

円滑化法の適用企業にも有効

過去10年において、日本のLBOファイナンス市場は、一つの金融商品としてのサイクルを経験した。金融危機後は、リスクオフの市場環境が顕著であり、すべてシニアローンでの小型案件の組成が目立っていたが、直近では徐々に大型案件も増加しメザニン・ファイナンス活用もみられる。また、国内企業でのM&Aの増加は、さまざまなLBOファイナンス案件の活性化にも期待できるといえる。

しかも、中小企業金融円滑化法の適用を受けている企業において、今後の再生、資本再構築を図る際に、メザニン・ファイ

ナンスに期待する声もある。個別企業の出口戦略の一環として通常の融資以外の選択肢を提供できることは、メザニン・ファイナンスの意義としてもっと注目されてよいのではないだろうか。

（本稿の執筆にあたっては、日本政策投資銀行の関係各部署から有益なアドバイスをいただいた。この場を借りて感謝の意を表したい。）

（注）1 支払利息を期限まで現物（証券）払いで繰り延べて、将来元本が返済される時点でキャッシュを支払う仕組みのこと。当面はキャッシュで支払う必要がないため、発行体側に有利な仕組みとなっている。
2 過去公表されているメザニン・ファイナンスの案件から任意の銘柄を用いてインデックスを作成（非開示）。

すげの やすお
99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部を経て、12年から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。