

2012年7月18日 全8頁

復活する日本のLBOファイナンス

金融危機後に需要が高まるメザニン・ファイナンス

金融調査部
菅野泰夫

[要約]

- グローバル金融危機発生以前に隆盛であったLBOファイナンス市場が、再び活性化の気運を高めつつある。その要因として、LBOブームに沸いた2000年代中旬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の増加が呼び水となっているといわれる。特に昨今では、LBOファイナンス市場の中でも取り分けメザニン・ファイナンス（劣後ローン、優先株等）が目目されつつある。
- 過去に、日本のメザニン・ファイナンス市場の育成を阻害していたのは、邦銀のリスク・リターン特性を軽視した融資体制にあるとの意見も少なくない。本来、メザニンとしてしか融資出来ないリスクの高い案件がシニアローンとして実行されていたことが、適正な市場育成を阻害していたともいえる。
- 中小企業金融円滑化法の出口戦略においても、資本再構築等の場面でメザニン・ファイナンスは効力を発揮するとの見方は強い。ひいては日本の投資家にとって長く課題であったとされる、ミドルリスク・ミドルリターン市場の活性化に繋がる可能性も高い。金融危機を経て、適正な市場が形成されつつある日本のメザニン・ファイナンスに対する今後の需要が目目される。

レバレッジド・ファイナンス（LBOファイナンス）とは

買収資金の調達に多く活用されるのがレバレッジド・ファイナンス

我が国のLBOファイナンスは、欧米のバイアウトファンド（買収ファンド）が活用したファイナンス手法をベースに誕生したといわれている。バイアウトファンドは大型の投資案件に際して、自らエクイティで出資するだけでは資金が足りないため、買収対象会社が将来に生み出すキャッシュフローや対象会社の資産を担保にして金融機関からデット（借入金）を追加的に調達し、買収資金とすることが一般的となった。この手法のことをレバレッジド・バイアウト（以下、LBO）と呼ぶ。LBOのデット調達部分はノンリコース（非遡及型）が基本となっており、一般的には、レバレッジド・ファイナンス（以下、LBOファイナンス）と総称され、従来の銀行融資とは違った体系として位置づ

けられてきた。LBO ファイナンスのシニア部分ではローン（担保付）が一般的となっており、LBO ローンと総称される。また LBO ローンの種類としては、リボルバー¹、タームローン A、B²、で組成するケースが多い。これは 90 年代に米国で実施されていた方式を模範にしたものであり、現在も基本的に手法は変化していない。またシニアとエクイティの間のメザニンについても日本で幾つかの事例がある。シニアに対してメザニンの組成は様々なプロダクトがあるが、返済順位や清算時の配当順位がシニアローンに劣後する“劣後ローン”や、“優先株式”が一般的な形式となる。

グローバル金融危機後の我が国 LBO ファイナンス市場の特徴

LBOローンのアレンジ
ャーはメガバンクが圧倒
的に多い

日本の LBO ファイナンス市場のシニア部分（以下、LBO ローン）は、殆どがシンジケート・ローン形式をとる。そしてアレンジャーはメガバンク 3 行による組成である事が多い。その他では、旧政府系金融機関（新生銀行、あおぞら銀行）や東京スター銀行、日本政策投資銀行などがメインプレーヤーであり外資系証券会社も幾つかの実績を有する。従来の銀行融資（コーポレートローン）と対比して厚いスプレッドが獲得³できる LBO ローン市場は、各金融機関から旺盛な引受需要があったといわれている。

従来の銀行融資と対し
て厚いスプレッドが期
待できるLBOローン市場
は、旺盛な引受需要があ
った

図表 1 は、過去の日本の LBO ファイナンス市場を経年的に観察するため、日本の LBO ローン取引金額の推移を示している。かねてから関心が高かった LBO ローンは、2000 年代中旬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といわれている。多くの LBO 案件は、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模様だ。このグラフをみると、金融危機以前の 2005 年 3 月期～2008 年 3 月期までに、急激に資金が流入したことがわかる。

ただし、大量な資金流入の半面、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切る目的で、従来では想定できなかったリスクが高い大型買収案件に傾斜していたといわれている。その結果、2008 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 LBO ファイナンス市場は一変したとの見方は強い。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、2009 年 3 月期、2010

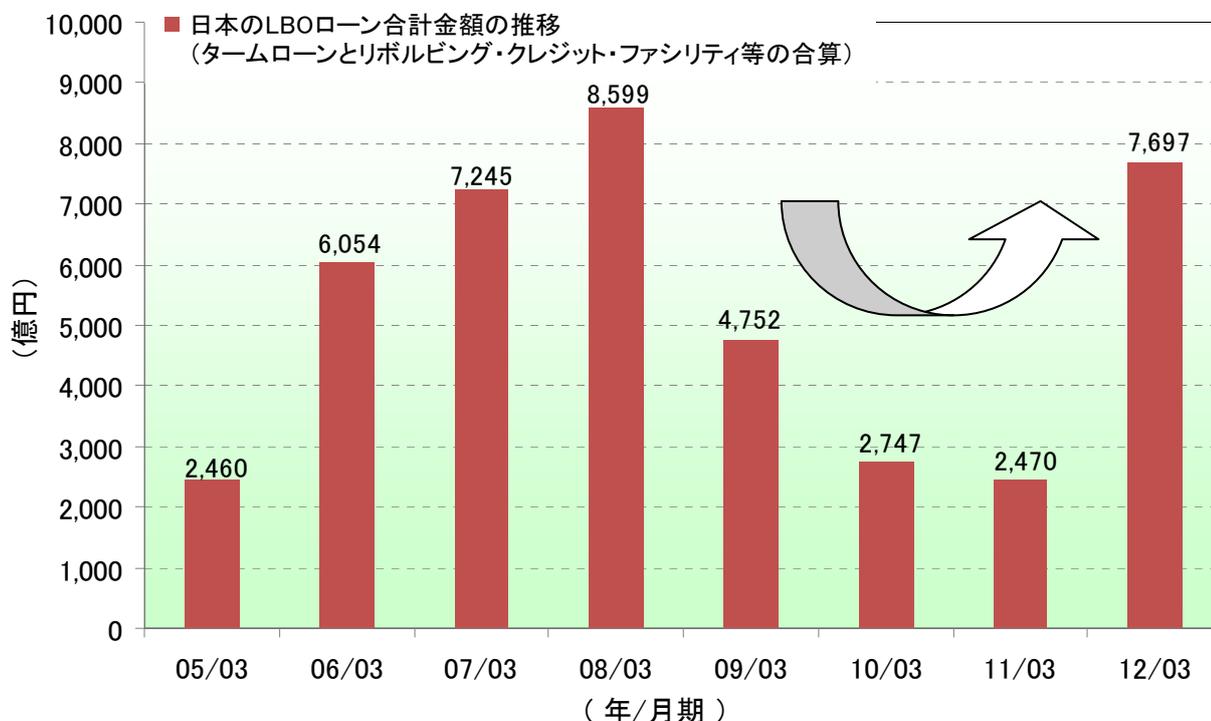
¹ リボリビング・クレジット・ファシリティ。買収ファイナンスでは、原則として買収完了後の追加借入を禁止するケースが多く、営業活動に必要となる短期資金が不足する場面が想定される。この点を回避するために設定される運転資金の枠のこと。

² 元利金返済スケジュールが決定している長期ローン。契約時に融資を一括実行し、期間中に分割して償還されるもの。タームローン A の期限、スプレッドはリボルバーとほぼ同じ条件にするケースが多い。一方、タームローン B は、タームローン A より数年長い返済期間と追加的なスプレッドの条件であり、やや劣化したトランシェとなっている。

³ Tibor+250bp～450bp 程度。

年 3 月期時点での LBO 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。

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

(注 2)ブ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時はタームローンのみを加算

(出所) Thomson Reuters のデータより大和総研作成

2006年、2007年頃に組成された案件のリファイナンスや日本企業のM&A（買収案件）の増加等が呼び水となり、LBOファイナンスの取引金額が再度増加している

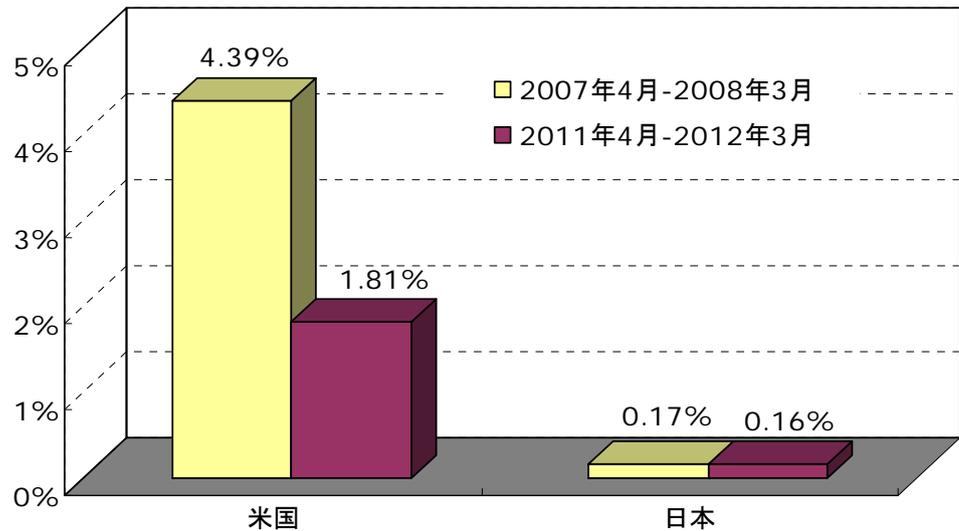
しかしながら昨今（2012年3月期時点）では、再び、ファイナンス市場の回復に伴いLBOローンの取引金額が増加していることが分かる。新規案件（プライマリー）の増加に加えて、2006年、2007年頃に組成した案件のリファイナンスが多いこともその背景にあるようだ。また、日本企業のM&A（買収案件）の増加や、既存のファンドの投資期限が到来するタイミングが重なり、足元でもバイアウトファンドの投資が増加したことも呼び水となった。

日本のLBOローン市場には明るい兆しが見え始めているが、米国では、日本ほど際立った回復を見せていないようだ。図表2は、日米でのLBOローン取引金額の対GDP比較を示している。2008年3月期と2012年3月期時点での比較をみると、米国では4.39%から1.81%まで大きく減少したことが分かる。一方、日本においては対GDP比較では市場規模が小さいものの、リーマン・ショック以前の状況に回復しつつあることが分かる⁴。

⁴ そもそも米国の2006年、2007年の状況が異常な資金流入であったとの見方もできる。

もともと、近年は市場が持ち直しているものの、邦銀による LBO ローンに対するスタンスは慎重になっているとの見方も強い。特に、リーマン・ショック以前と比較すると、レバレッジ比率は大きく低下したといわれている⁵。ただし、こうした一連のサイクルを経験したことによって、邦銀による LBO ローン市場での融資は、適正化されつつあるともいえる。

図表 2 リーマン・ショック前後の LBO ローン対 GDP 比の変化



(注 1) LBO ローンのみ

(出所) Thomson Reuters のデータより大和総研推計

メザニン・ファイナンスの特徴

LBO ファイナンスで、もうひとつ注目される手法としてメザニン・ファイナンスが挙げられる。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・リターン特性を持つといわれる（図表 3 参照）。またメザニン・ファイナンスの効用として、普通株主が大型の買収案件の実施時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。

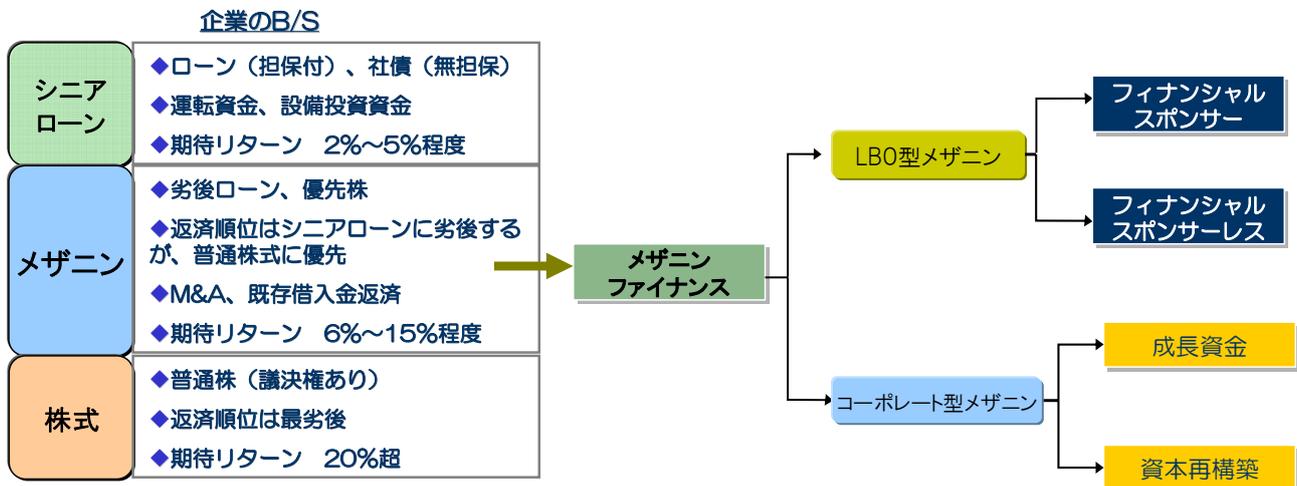
メザニン・ファイナンスは、LBO型メザニンとコーポレート型メザニンの2つに分類される

メザニン・ファイナンスの手法としては大きく2つに分けることが出来る。フィナ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や MBO を実施する際活用されるのが LBO 型メザニンと定義される。一方、上場前後の企業の旺盛な成長資金ニーズに対して、銀行借り入れだけでは有利子負債が過大になることと、エクイティ・ファイナンスでは希薄化の懸念があることを同時に解決する手段として活用されるのが、コーポレート型メザニンである。更に、LBO 型メザニンには、フィナンシャルスポンサーの有

⁵ また銀行への手数料や貸出スプレッドが顕著に上昇してリスク・リターンの適正化が進んだといわれる。

無により分類され、コーポレート型メザニンでは、成長資金であるのか資本再構築（リキャピタライゼーション型）であるかなど、資金用途により細分される。

図表3 メザニン・ファイナンスの代表的な形態について



（出所）大和総研作成

メザニン・ファイナンスの借入期間については、最終期限がシニアローンより1年程度長いものが通常であり、6年~8年程度となっている。調達コストとしては通常の銀行融資よりも高くなるが（6%~15%）、支払利息の一部を期限まで繰り延べるPIK（Payment in Kind）⁶やワラント（新株予約権）等を組み合わせることにより、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。

過去にメザニン・ファイナンスの市場育成を阻害していたのは、邦銀のリスク・リターン特性の歪みが主因といわれている

リーマン・ショック以前は、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、飛躍的な市場の拡大には至らなかったようだ。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。またそれ以上に、過去に日本のメザニン・ファイナンスの市場育成を阻害していたのは、邦銀のリスク・リターン特性の歪みが主因との見方が強い。特に大手行では、リーマン・ショック以前において、本来メザニン・ファイナンスとしてしか融資出来ないリスクの高い案件に対してもシニアローンとして融資を実行していたことなどが適正な市場育成を阻害していたといわれている。

こうした結果、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、保険会社や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のが現状のようだ（図表4）。

⁶ 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。

図表 4 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
(株)日本政策投資銀行	ミサワホーム(株)、(株)ユー・エス・ジェイ
(株)メザニン (MCo)	(株)LEOC、吉本興業(株)
三井住友トラスト・キャピタル(株)	(株)ワールド、(株)成城石井
東京海上日動火災保険(株)	(株)ポッカコーポレーション、(株)あきんどスシロー
みずほキャピタルパートナーズ(株)	東日本ハウス(株)、イー・アクセス(株)

(出所) 各社 HP 等より大和総研作成

LB0 ファイナンスにおける年金運用への可能性

機関投資家にメザニン投資が進まないのは、参考となるインデックス等の存在が無いことも一因

欧米等では LB0 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。特に、機関化が進んだ欧米等への LB0 ローン投資においては、日本の年金基金においても馴染みがあるため、一般的な投資対象として採用している先も多い。一方、日本の LB0 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取る先も少なくない。特に LB0 ローンでは、大手行等の主要プレー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といえよう。しかし、ことメザニン・ファイナンスに目を向けてみると、現時点では市場参加者が少なく投資機会に恵まれる可能性は高い。昨今の低金利、株安の運用難の中、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クラスとして、選好が大きく高まる期待もできる。

そこで資産クラスとしての特徴を捕捉するため、2001年4月から2012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⁷を作成することを試みている。図表5では、2001年から2011年にかけて、我が国で実施されたメザニン・ファイナンスでの平均的なリスク・リターンプロファイルを他の資産クラスと比較している。この図表を確認すると、他の(株式や、債券等の)資産クラスと比較してもミドルリスク・ミドルリターン特性に位置づけられることが分かる。ただし過去の市場局面も分けて見てみると、2001年～2007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

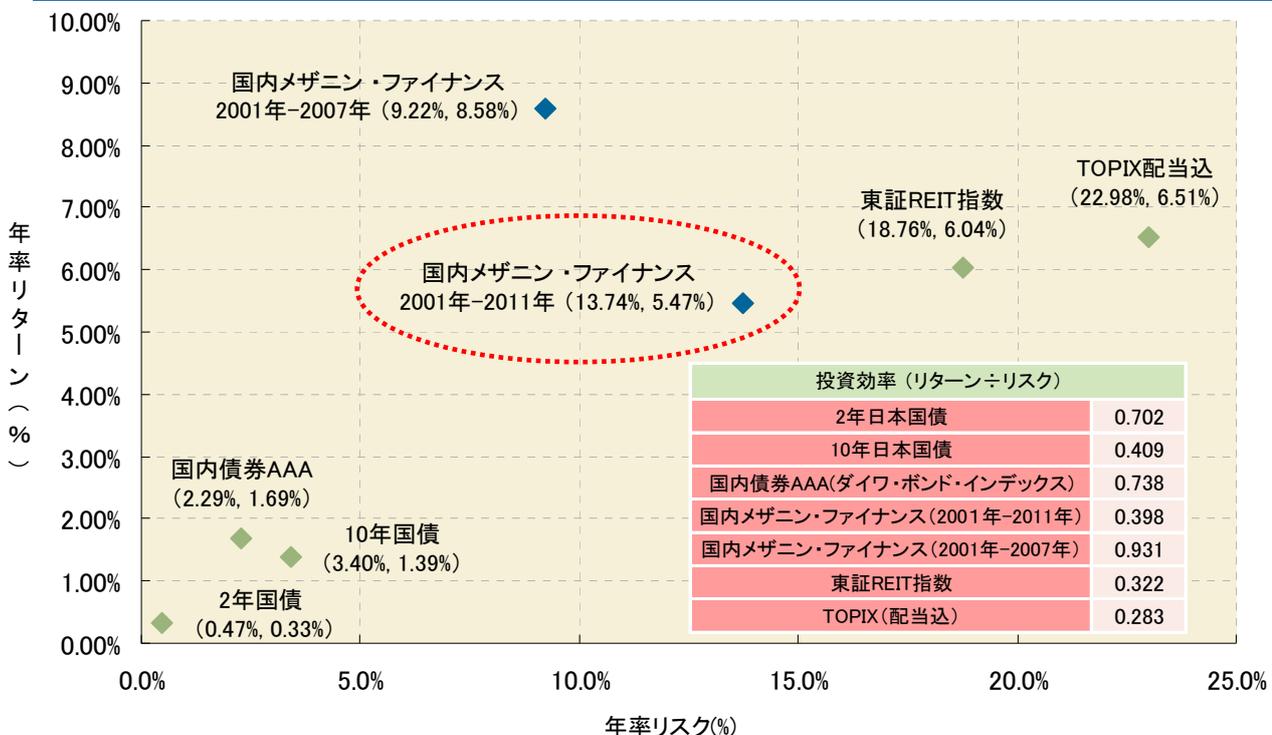
⁷ 過去公表されているメザニン・ファイナンスの案件から任意の銘柄を用いてインデックスを作成(非開示)

2006年、2007年頃は、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投資効率を低下させる要因となっている

面、2001年～2011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ており、投資効率も大きく低下していることがわかる。この要因としては、2006年、2007年頃は、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。しかし尚も、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ることは確認できる。

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。図表6は主に国内の他の資産クラスとの相関関係を示している。この結果によると、特に国内株式(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、国内資産の中でも異なった資産クラスと位置づけられる。即ち、一般的な株式や債券と比較して、価格の変動サイクルが異なる資産クラスとして、ポートフォリオ全体のリスク分散が図れる資産としての見込みがある。ただし、注意すべきは、現段階でも厚みがある市場とは言い難く、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と言われている。市場整備を進め、プレーヤーを如何に増やすかが、今後、更なる市場の活性化に向けた課題といえるだろう。

図表5 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2001年4月～2012年3月の期間で任意の28銘柄を抽出して推計

(注2) 他の資産は過去10年程度のトラックレコードを基に算出（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

図表 6 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～2012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)	▲.1441	1.0000				
国内債券 総合 (ダイワ・ボンド・インデックス)	▲.1673	.9531	1.0000			
TOPIX (配当込)	▲.0409	▲.3076	▲.3750	1.0000		
S&P500 (円ヘッジ)	.0736	▲.0723	▲.1057	.5406	1.0000	
東証REIT指数	▲.0373	▲.0111	▲.0695	.6362	.4898	1.0000

(注) メザニン・ファイナンスは、図表 5 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 より大和総研作成

まとめにかえて

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
中小企業金融円滑化法の
出口戦略においても、メ
ザニン・ファイナンスの
活用が検討される

のサイクルを経験したといわれる。金融危機後は、リスクオフの市場環境が顕著であり、全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聞かれるようになってきた。また、国内企業での M&A の増加は、様々な LBO ファイナンス案件の活性化にも期待できるといえる。

今後の市場環境においても、メザニン・ファイナンスが成長する環境は整いつつあるといえる。リスク・リターン特性を無視して本来メザニンが埋めるべき部分をシニアで融資していた貸手の行動が是正されつつあることもその要因のひとつといえるであろう。また、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、資本再構築においても、メザニン・ファイナンスは効力を発揮するとの見方も強い。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をより一層際立たせるといっても過言ではないであろう。市場拡大の兆しがみられ、リスク・リターン特性の適正化が進み始めている LBO ファイナンス市場への期待は高いといえるだろう。

(付記)

本稿の執筆に当たっては、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。