

LBO ファイナンスマーケットの歴史と現状

ー ファイナンスコストの上昇など、市場は「転換点」を迎えつつある

笹山 幸嗣 (MCo 代表取締役)

神田 敬植 (同 マネージャー)

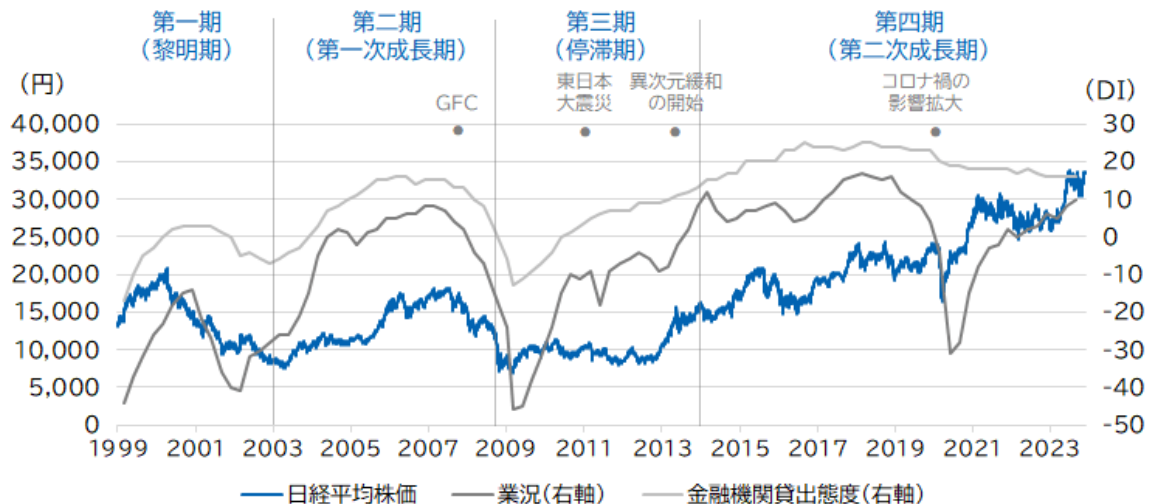
LBO ファイナンス市場の歴史は PE マーケットの歴史と足並みが揃ったものになっている。マーケットの現況は、タイプ別では、大企業のカーブアウト、事業承継関連、ファンドからファンドへのセカンダリー案件いずれも活況である。拡大を続けている同市場であるが、筆者はサイクルで考えると「転換点」を迎えつつあると考えている。本稿では、日本の LBO ファイナンス市場の歴史を振り返りつつ、現状の同市場の全体感を示したい。

1. LBO ファイナンス市場の歴史

LBO ファイナンスはプライベートエクイティ(PE)によるバイアウトでの活用が大部分を占めるため、その歴史は PE マーケットのそれと足並みが揃ったものになっている。日本で明確に LBO ファイナンスとしてアレンジされた 1 号案件は 1998 年であり、それからおよそ 25 年の LBO ファイナンスの歴史があるが、その間、サイクルを潜り抜け、マーケットは拡大発展してきている。

この歴史を簡単に振り返ると、大まかに 4 つの時期に分けることができると筆者は考えている(図表 1 参照)。第一期はマーケットの黎明期の 2003 年ごろまで、第二期は世界金融危機(Global Financial Crisis、GFC)が深刻化した 2008 年までの第一次成長期、第三期はその後の停滞期、第四期はアベノミクスと日銀の異次元緩和の開始を受けて景況感が改善した 2014 年ごろから現在に至るまでの長期にわたる第二次成長期である。

(図表 1) 日経平均株価、日銀短観(業況、金融機関貸出態度)の推移



(出所) 日銀短観等より MCo 作成

以下、各時期について簡単にコメントしていく。

■第一期

この時期の PE は国内ファンド中心、特に目立っていたのは御三家と呼ばれたユニゾン・キャピタル、アドバンテッジ・パートナーズ、MKS パートナーズの 3 社であり、外資系の数はごく僅かで、バイアウトも小規模なものが多かった。LBO ファイナンスに取り組む金融機関は限られており、専担部署で対応していたのは大手銀行の一部のみであった。

■第二期

2003 年に日本で初めての大型バイアウト案件でメガバンクがそろい踏みとなる数千億円規模の LBO ファイナンスが組成され、これをひとつの契機として、大手銀行各行が本格的に注力しはじめ、外資系金融機関の参入も促進された。マーケットの成長と過熱感は裏腹の関係にあるが、よりアグレッシブなストラクチャーや条件も見られるようになっていった時期である。

■第三期

GFC は日本の LBO ファイナンスマーケットにも大きなネガティブインパクトを与えた。新規の LBO ファイナンス供給は大幅に絞られ、需要サイドの PE 側でも業績が悪化したポートフォリオ企業の対応に追われるなどの事情もあって、新規案件成立は激減、特に 2009 年、2010 年ごろはその状況が顕著に表われていた。

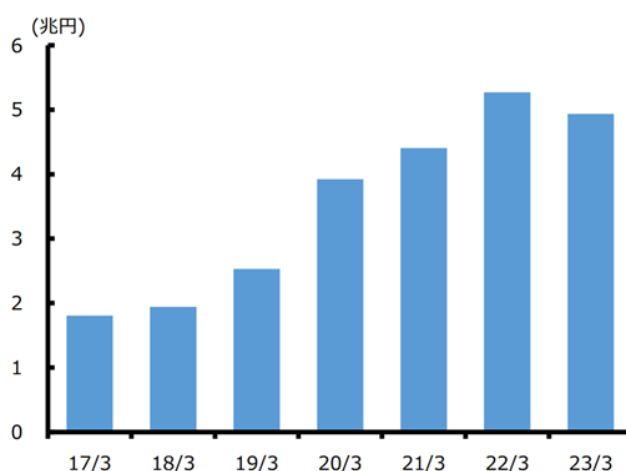
■第四期

第二次安倍内閣発足後のアベノミクスと黒田新日銀総裁による異次元の量的緩和(とその後のマイナス金利政策の浸透)は、2014 年ごろからバイアウトと LBO ファイナンスマーケットに大いなる恩恵をもたらし、長期にわたる成長軌道に乗った(近年の大手行の LBO ローン残高は図表 2 参照)。バイアウトの価格高騰も次第に進んでいったが、LBO ファイナンスの貸し手もこうした状況に前向きに対応し、業界でひとつの指標として使われるレバレッジ・レシオ(デット金額÷EBITDA)の顕著な上昇がみられた。バイアウトのスポンサーとなる PE は自らのファンドからのエクイティ出資に加えて、リターンのかさ上げと総調達額を増やすことを目的としてデット調達を行うが、その際にまずは最もコストが安いシニアローンで調達する。さらに、それでは必要とする金額が足りないとなった時に自らのエクイティ出資を増やす代わりにデットとしてのコストはシニアローンより高いが、エクイティの期待リターンよりも低いコストのメザニン(劣後ローンや優先株式の総称)を活用する。買取価格が上がっていく中でメザニンのニーズも高まっていったのがこの時期である。

この第四期でひとつ触れておきたいのは新型コロナの影響についてである。日本でコロナ禍が本格化したのは 2020 年 3 月ごろからであるが、筆者はそのころこれでまたしばらくはバイアウトと LBO ファイナンスマーケットは停滞するのではと思ったことを記憶している。実際、4 月に緊急事態宣言が発出され、人とモノの動きが大きく制限された結果、経済活動は停滞し、また、銀行融資についてはコロナ対応関連が最優先とされる状況となった。株式市場でも 3 月半ばに日経平均が 17000 円を割り込む水準までに下がり、その時点では株式市場の先行きに対する悲観的な見方もあった。その後、官民あげての様々な資金供給が積極的になされたこともあり、少なくない業種で業

績の悪化が見られたものの、コロナ禍の中でもバイアウト案件は成立し、むしろ一層緩和的な金融環境の中で市場の拡大は加速した。

(図表 2) 大手行の国内 LBO ローン残高



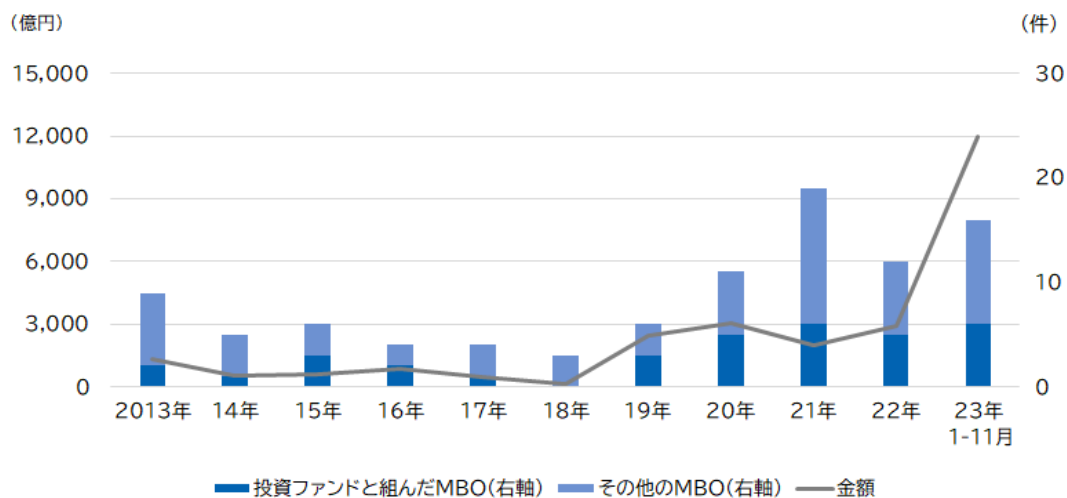
(出所)金融庁 2023 年事務年度 金融行政方針

2. LBO ファイナンス市場の現況

(ア) LBO ファイナンス市場の概観

バイアウトマーケットの成長と共に大きく発展してきた LBO ファイナンスマーケットの現況は、タイプ別では、大企業のカーブアウト、事業承継関連、ファンドからファンドへのセカンダリー案件いずれも活況であり、サイズの的にも小型から中型、大型案件まで幅広く成立している。もともとバイアウト向けがほとんどの LBO ファイナンスであるが、ここへきて東証の市場区分の再編や事業承継など複数の要因が絡んで上場企業の MBO 非公開化も増えてきており、図表 3 のとおりとなっている。これらは経営者が PE と組んでの MBO も多いが、経営者、多くはオーナー系の経営者が単独で MBO を行う、いわゆる純粋 MBO も増えてきており、ここでも PE のバイアウトと同じストラクチャーが採用されるため、LBO ファイナンスによる調達が行われている。

(図表 3) MBO 非公開化案件の推移(金額・件数)



(出所)レコフ M&A データベース

このような状況のマーケットであるが、サイクルで考えると転換点を迎えつつあるというのが筆者個人の意見である。ここまで金利のない世界において潤沢な LBO ファイナンス供給が行われてきたが、足元ではそれが変化したり、変化の兆しが見えてきている。

ここ 1~2 年、バイアウトでデフォルトする案件が散見されるようになってきていることから、貸し手サイドで以前に比べるとやや慎重な姿勢が見られ、レバレッジ・レシオの低下とスプレッドの上昇が起きており、特に今までは意味過度に積極的だった中型・大型案件でその傾向が顕著である。

これはアレンジャーとなる銀行がリスク回避のために以前よりも自身の最終ホールド金額を抑え、シンジケーションにより外部に売っていく金額を増やそうと動いていることも影響している。さらに日銀の金融政策正常化による先行きの金利上昇見通しも浮上している。今後、銀行貸出のベースとなる円 TIBOR が上昇すれば、これが前述のスプレッド上昇と合わさって、LBO ファイナンスコストが上昇し、それが借入可能金額を抑制していくであろう(図表 4)。

(図表 4) 金利の推移



(出所)日銀 時系列統計データ、全銀協ウェブサイト等より MCo 作成

(イ)LBO ファイナンス市場のストラクチャー

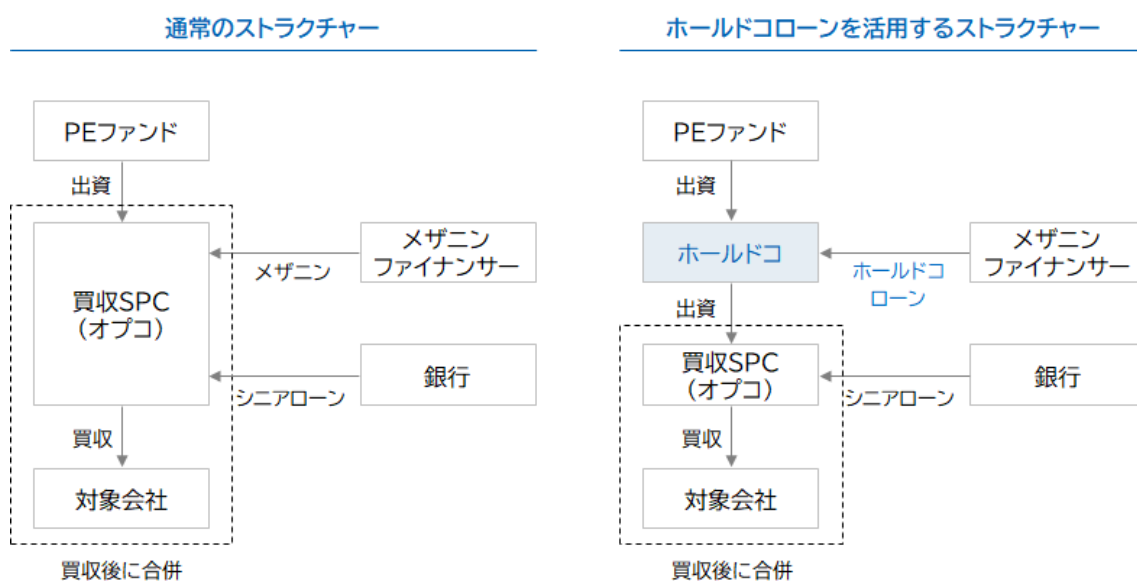
LBO ファイナンスについてはシニアローンのみの場合とシニアローンとメザニンの 2 層構造になる場合がある。バイアウトの基本的なストラクチャーとプロセスを示したものが図表 5 の左側であるが、株式買収を例にとると PE は買収 SPC を設立して、ここでシニアローンのみ、またはシニアローンとメザニンを調達し、買収完了後に買収 SPC と対象会社を合併させるのが最もスタンダードなストラクチャーである。

近年増えてきている LBO ファイナンスのストラクチャーが図表 5 の右側である。買収 SPC の上に一般的にホールドコ(“HoldCo”、買収 SPC の持株会社になるためこの名称)と呼ばれるピークルを用意し、シニアローンは買収 SPC、メザニンはホールドコで調達するというもので、この場合のメザ

ニンはホールドコローンと呼ばれるホールドコに対するシニアローンとなり、これが買収 SPC のシニアローンに対しては構造劣後のメザニンとなっている。ホールドコローンは PE からのエクイティと合わせて、買収 SPC にはエクイティとして資金が拠出される。

ホールドコのストラクチャーと資金調達が採用されるのはいくつかの理由がある。バイアウトのスポンサーである PE にとってはメザニンをオプコ(“OpCo”、買収 SPC のことで後日買収対象会社と合併するためこの名称)メザニンではなく、ホールドコで調達することでシニアレンダーや対象会社に対して PE がエクイティを多く拠出しているように見せることができる、特にバイアウトによるデット増加を気にする経営者に対してはそれを少なく見せることによって、オークションなど競争環境のある買収プロセスにおいては自社に有利に働くこともあるだろう。シニアレンダーにとってはメザニンの存在が気にならないことになり、これは特に業況不振時などのいざという時の回収局面では大きく違って来る。ホールドコローンはキャッシュでの金利支払いがないこと(All PIK と呼ばれる)が通常であり、回収までの期間はメザニンに対するキャッシュアウトが一切発生しないこともシニアレンダーにとってのメリットになる。メザニンレンダーにとってはオプコメザニンよりも高いリスクを取る分だけリターンも高く取れるので、それでも元利合わせた回収の蓋然性が充分にあると判断できればホールドコローンを実行することになる。

(図表 5) LBO ファイナンスのストラクチャー



(出所) MCo 作成

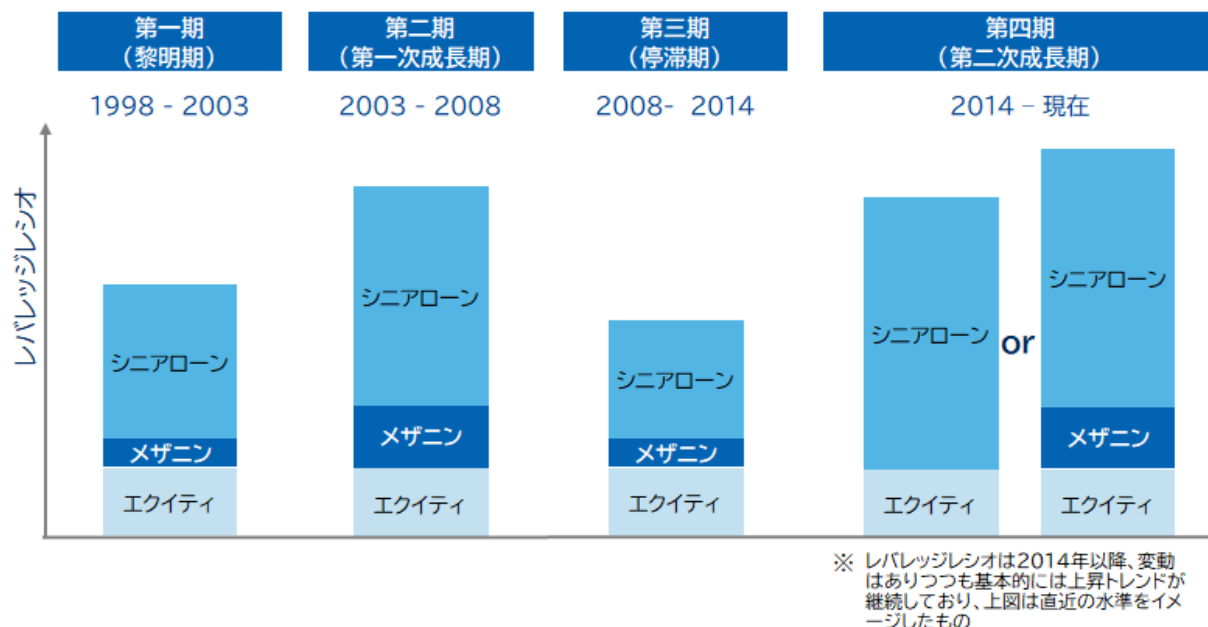
(ウ) LBO ファイナンスの経済条件

レバレッジ(収益力対比の負債金額という概念で使われる)とプライシング(スプレッドとフィー水準など)について業界標準など画一的なものが存在するわけではなく、案件による個別性も強いので具体的水準についてコメントするのは難しい。

レバレッジについてはレバレッジ・レシオで整理すると、案件ごとの水準はその時々々のマーケット環境(これについては前述のとおり、足元では以前よりも抑制傾向にある)、その案件の買収価格、フ

リーキャッシュフローを含む対象会社クレジットにより左右され、図表 6 のとおり時代とともに変遷する。プライシングはマーケット環境、レバレッジ水準などが影響する。当然のことながら、レンダー間の競争環境があればこれにも影響を受けることになる。

(図表 6) レバレッジ・レシオの変遷(イメージ)



(出所) MCo 作成

3. LBO ファイナンスのステークホルダー

(ア) プライベートエクイティ

ここに至るまでの PE の変遷を 1 で述べた各時期に沿って簡単に振り返ると、第一期は日系 PE 中心で外資 PE はごく僅かであった。個別ネームでは日系はアドバンテッジ・パートナーズ、ユニゾン・キャピタル、MKS パートナーズ、みずほキャピタルパートナーズ(現 MCP キャピタル)、日本産業パートナーズ、東京海上キャピタル(現ティーキャピタル・パートナーズ)、ロングリーチグループ、アントキャピタルパートナーズ、外資ではカーライルグループ、CVC キャピタル・パートナーズなどである。

第二期はマーケットの発展拡大に伴って現在も活動を続ける外資 PE が日本市場に参入したり、新しい日系の PE が立ち上がった時期にあたる。外資系はベインキャピタル、MBK パートナーズ、KKR、ベアリング・プライベート・エクイティ・アジア(2022 年に EQT と経営統合)、CLSA、日系ではポラリス・キャピタル・グループ、J-STAR、インテグラルなどである。

第三期は GFC 後の市況悪化の影響もあり一部の日系 PE の解散や外資 PE の日本からの撤退などがあり、新規参入はほとんどなかったが、ライジング・ジャパン・エクイティ、アスパラントグループ、エンデバー・ユナイテッドなどはこの時期に設立されている。

第四期になってから現在に至るまでの間に PE 業界の人材の動きが活発化し、既存 PE にいた人材が新しい PE を立ち上げる、新しい外資参入に伴い既存 PE から転職する、既存 PE 間で転職するなどの動きが増えてきている。新しく立ち上がった日系 PE は日本産業推進機構、日本成長投資アライアンス、日本企業成長投資、D Capital など、新しい外資参入はブラックストーングループ、アポロ・グローバル・マネジメントなどである。新しい PE 設立については世の中全体でキャピタルのアーベイラビリティが高い上に、オルタナティブ運用への関心の高まりを背景に LP 側で PE への投資意欲が強く、それを進めやすい環境であったことも促進要因のひとつとしてあげられよう。

PE の業界団体である日本 PE 協会 HP の正会員数を見ると日系 42 社、外資系 19 社(本稿執筆時点)と日系が 7 割弱を占める。投資案件の規模別にラージキャップ、ミッドキャップ、スモールキャップと分けると、ラージキャップでは、特に企業価値が数千億円以上の大型案件はほぼ外資系の独壇場となっている。これは運営するファンド規模の相違からくるところが大きく、現時点では日系は官民ファンドを除いて最大でも 2000 億円を超えるファンドはなく、外資系の場合には個別ファンド金額が大きいだけでなく、日本ファンド、アジアファンド、グローバルファンドとシスターファンドからの共同投資も可能であることが大きい。

そうした中で日系の日本産業パートナーズ主導のコンソーシアムによる東芝買収の実現はマーケットにひとつの新しい動きを示したものとして注目に値する。ミッドキャップのところはもともと競争が激しいレッドオーシャン状態となっており、これはスモールキャップを投資対象としていた PE のファンドのサイズアップに伴う参入(例えば J-STAR(1 号 120 億円程度⇒5 号 768 億円程度)、日本成長投資アライアンス(1 号 173 億円⇒2 号 380 億円)など)やラージキャップも検討する PE が別ファンドでこの分野にも取り組んできていること(ベインキャピタルや MBK パートナーズの例)、もともとこのゾーンの PE の数が一番多い事などによると思われる。

(イ)シニアレンダー

LBO ファイナンスのうちシニアローンについてはシンジケートローンとなるため、プレーヤーはアレンジャーとパティシパントに分かれる。本稿ではアレンジャーを念頭にコメントしていく。

1 でもふれているが、歴史を振り返ると第一期は限られた銀行のみが活動していた時期でメガバンクがすべて出そろっている状況ではなく、またそれ以外では大手銀行の一部、外資系のごく一部という状態であった。第一期の最後のころに数千億円規模の LBO ファイナンスが組成されたことにより、第二期には外資系金融機関がこのマーケットに突如注目するようになり、東京拠点において専担者を採用して市場参入する動きが活発化し、またメガバンクやその他の大手銀行が全行積極的に取り組むようになった時期と言えるだろう。

GFC 後の第三期には外資はほぼ撤退・縮小となり、邦銀の独壇場のマーケットとなっていた。

第四期は大手銀行に加えて一部地方銀行でも取り組みが始まり、足元この 1~2 年ぐらいの時期には新たに取り組みを始める地方銀行がさらに増えてきた印象がある。実際に、2022 年 1 月~2023 年 11 月の LBO スキームを用いた TOB 非公開化案件におけるアレンジャーを集計したところ、メガバンク 27 件、メガバンク以外の主要行 9 件、地銀 9 件であり、着実に裾野が広がっている

ことが確認された(開示資料より MCo 調べ。TOB が不成立、進行中の案件を含み、共同アレンジャーの案件は各カテゴリーでそれぞれ 1 件とカウント)。

(ウ)メザニン

メザニンファイナンスは大きくファンド投資家(以下ファンド)とプリンシパル投資家(以下プリンシパル)に分けられるが、第一期ではファンドは存在せず、少数のプリンシパルがファイナンスを提供していた。つまり、非常に小さなマーケットではあったが、このバイアウト黎明期からメザニン投資は行われていた。第二期に最初のメザニンファンドがいくつか立ち上がり、現在に至るまで投資活動を続けている(図表 7 を参照)。この時期にはリース会社などのプリンシパルによる投資も見られた。第三期はメザニンプレーヤーが増えてはいないが金融がタイトになっていたため、メザニンニーズは非常に旺盛であった時期にあたる。第四期の現在までの期間の後半で銀行、特にメガバンクによる銀行本体でのメザニン投資が行われるようになり、プリンシパルのメザニンに大きな動きが出た。

(図表 7) 主要メザニンファンドの一覧

ファンド運営会社	ファンド名	ファンド総額
MCo	MCo7号投資事業組合	565億円
ファイブスター・メザニン	ファイブスター・メザニン2号投資事業有限責任組合	512億円
野村メザニン・パートナーズ	N-MEZ投資事業有限責任組合1号	360億円
ソリューションデザイン	メザニン・ソリューション4号投資事業有限責任組合	300億円
MCPメザニン	MCPメザニン5投資事業有限責任組合	(公表情報なし)
トラスト・キャピタル	(公表情報なし)	(公表情報なし)

(出所) 各社開示資料より MCo 作成

4. おわりに

これまで見てきたとおり、およそ 25 年の歴史を通して、LBO ファイナンスマーケットは紆余曲折がありながらも成長を続けてきた。今後もこのトレンドは変わらず、新旧多くのステークホルダーを巻き込みながら、さらに大きく発展していくことが予想される。一方で、社会環境の変化、市場環境の不確実性などにより、ESGを意識した取り組みやリスク管理のさらなる高度化などが求められるなど、将来に向かっての課題も多く、市場参加者間の協力や創造性、適応性を意識した行動が重要と考えている。

■ 笹山 幸嗣(ささやま・こうじ)

MCo 代表取締役。1980 年代後半にクロスボーダーM&A アドバイザリー、1990 年代半ばよりニューヨークにて LBO ファイナンスに従事、1999 年の帰国後は日本の LBO ファイナンスのパイオニアとして、ソーシング、ストラクチャリング、シンジケーションまでワンストップのアレンジを多数行なう。慶応義塾大学経済学部卒業、コーネル大学経営学修士。日本長期信用銀行(現 SBI 新生銀行)、日本興業銀行・みずほコーポレート銀行(現みずほ銀行)を経て 2006 年より現職。日本初の本格的な独立系メザニン・ファンドを運営し、現在に至るまで総額 2700 億円を超える 7 つのファンドから、バイアウト、M&A、MBO、資本増強など多様なニーズに対応したメザニン投資を実行している。

■ 神田 敬植(かんだ・たかなお)

MCo マネージャー。大和証券 SMBC キャピタルマーケット部にて社債の引受業務に従事した後、国際協力機構(JICA)にて新興国の政府・企業・プロジェクトへの出資・融資に関与。2018 年に MCo に入社し、案件ソーシング、投資実行、モニタリングを担当。スタートアップにて CFO として予算・事業計画策定、資金調達、決算・監査対応に取り組んだ後、2023 年に MCo に復帰。関西学院大学商学部卒、レディング大学開発金融学修士。米国公認会計士、日本証券アナリスト協会検定会員(CMA)。