

## LBO ファイナンスの動向とリスク管理

金融機構局 金口剛久、稲次春彦、三浦翔

Bank of Japan Review

2024年5月

世界金融危機以降、投資資金の流入や企業業績の回復などを背景に、世界的に企業買収（M&A）が増加し、買収資金の調達手段であるLBO（Leveraged Buyout）ファイナンスの実行額が増加した。わが国金融機関でも、国内外で当該ビジネスを推進するもとの与信残高が増加しており、国内市場の裾野も広がりがつつある。LBOファイナンスは、収益性が高い一方で、一般的な法人向け融資と比較して高レバレッジ・低格付であるうえ、変動金利かつ高スプレッドが適用されることが多いため、金利変動の影響を受けやすい。わが国金融機関の取り組み状況や、今後、市場が一層拡大していくことを踏まえると、取り扱い規模や取り組み方針に応じて、リスク管理の高度化や体制整備を行う重要性が高まっている。

## はじめに

世界金融危機以降、緩和的な金融環境が続いたなかで、国内外では企業業績が回復するとともに、非上場資産を投資対象とするプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEファンド）等に投資資金が流入したことなどから、企業買収が増加し、その資金調達に関する「買収（M&A）ファイナンス」の実行額が増加した。なかでも、被買収企業のキャッシュフロー等を返済原資として買収資金を調達する「LBO（Leveraged Buyout）ファイナンス」は、資金使途として運転資金や設備投資等を想定する一般的な法人向け融資と比較してスプレッドが厚いうえ、海外では、貸出債権を組成して投資家に販売するフィービジネス<sup>1</sup>における中心的なプロダクトであることなどから、金融機関が積極的に取り組んできた。

わが国でも、3メガバンクを中心とした大手金融機関が海外LBOファイナンスへの取り組みを強めてきた。また、国内に目を向けると、2010年代半ば以降、企業の事業再編ニーズ等が高まるなか、LBOファイナンスの高い収益性を踏まえて、大手金融機関がLBO大型案件を手掛けてきたほか、ここ数年は新たな収益機会を模索する地域金融機関も参入しており、裾野が広がりがつつある。全国銀行協会は、2023年に国内LBOファイナ

ンスの勉強会を立ち上げ、市場育成に取り組んでいる<sup>2</sup>。

LBOファイナンスは、一般的な法人向け融資と比較すると、高レバレッジ<sup>3</sup>・低格付（非投資適格企業＜Non-IG格企業＞）であるうえ、一般的に変動金利かつ高スプレッドが適用されることから、金利変動の影響を受けやすい。わが国金融機関において、LBOファイナンスの与信残高が増加するなかで、近年は金融環境の変化もあって、以前と比べれば信用コストは発生しやすくなっており、そのリスク管理は一層重要になっている。そこで本稿では、国内外LBOの市場動向やわが国金融機関による取り組み状況を紹介したうえで、LBOファイナンスのリスク特性や金融機関が取り組む際のリスク管理の留意点を紹介する。

## LBO ファイナンスの概要

企業買収の資金調達に関するファイナンスを一般に「M&Aファイナンス」という。このうちLBOファイナンスは、事業会社間で行われる通常のM&Aに対するファイナンスと異なり、①実質的な買収主体者がPEファンド等となる、②買収主体者に対してノンリコース（返済原資は買収対象となる企業＜被買収企業＞のキャッシュフローのみ）となる、③被買収企業の資産や株式等が担保となる、④買収後のレバレッジや「のれん」

が高水準となる、といった特徴がある。

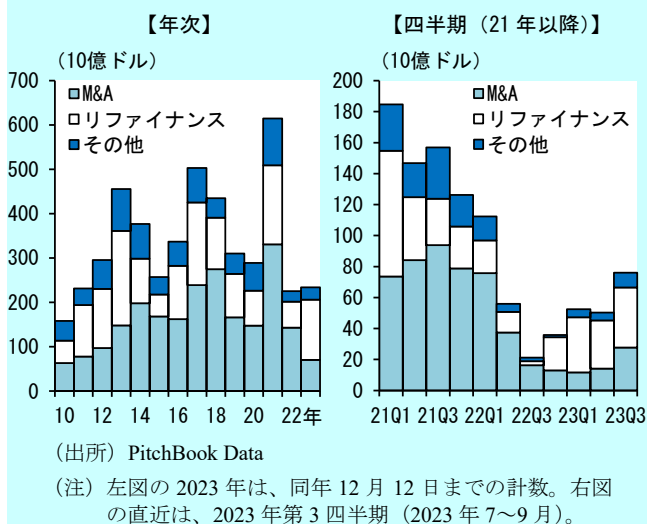
LBOの主な目的としては、①事業会社のノンコア・不採算事業の購入（カーブアウト）、②経営陣の株式等買取による上場企業の非公開化（Management Buyout、MBO）、③後継者不足の企業の買取（事業承継を含む）、④PEファンドが投資先企業を売却する際の他PEファンドによる買収（セカンドLBO）、⑤既存LBO先の資本構造の見直し時のファイナンス（リキャップLBO等）などが挙げられる。LBOファイナンスの与信先は高レバレッジかつNon-IG格であり、いわゆるレバレッジド・ローンにも該当する<sup>4</sup>。

## LBOファイナンスの市場動向

### （海外LBOファイナンスの市場動向）

海外におけるLBOファイナンスの市場動向をみると、2008年の世界金融危機時に実行額が大きく減少した後、緩和的な金融環境下で、企業業績が回復するとともに投資資金がPEファンド等に流入したことから、実行額は拡大し、2021年には約6,000億ドルの規模となった。2022年以降は、景気の不確実性や金利上昇等から市場がやや大きく縮小する局面もあったが、ごく最近では実行額は一定程度回復している（図表1）。

【図表1】海外（米国）LBOファイナンスの実行額



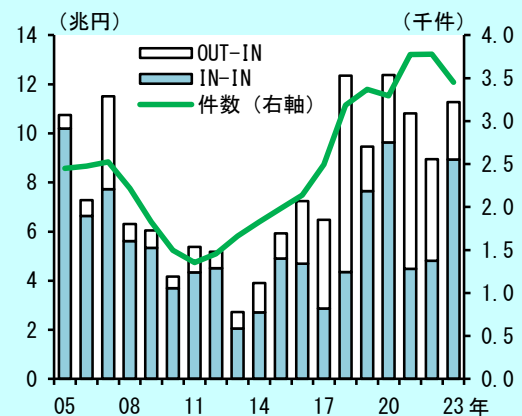
米欧のLBO市場では、大手金融機関がLBOファイナンスの収益性（スプレッドや、ファイナンス実行時の手数料）の高さを踏まえ、積極的に取り組んできた。こうしたもとで、米欧LBO市場で

はレバレッジ比率が高まってきたほか、大企業向けLBO（ラージLBO）<sup>5</sup>を中心に、借り手に対する財務制限条項等を緩和した「コベナンツ・ライト」（コブライト）案件<sup>6</sup>の比率が上昇するなど、潜在的なリスクが高まっている。

### （国内LBOファイナンスの市場動向）

国内LBOファイナンスの市場動向を正確に把握することはデータの制約上困難だが、近年の与信残高は約5兆円に達しているとみられる（金融機関別の取り組み状況については後述）。大企業による事業再編や中小企業の事業承継ニーズの増加などを受けて、ここ数年は日本企業へのM&Aの実行額が増加しているほか（図表2）、金融機関にとって高い収益性が期待できるビジネスであることも、国内LBOファイナンスの市場拡大に寄与していると考えられる。

【図表2】日本企業へのM&Aの実行額



（出所） レコフ M&A データベースを基に日本銀行作成

（注） OUT-IN は外国企業による日本企業への M&A、IN-IN は日本企業同士の M&A。

ただし、海外と比較すると、国内LBOファイナンスの市場規模や実行件数は限られるほか、セカンダリー市場が整備されていないなど、市場が十分に成熟していないことも指摘されている<sup>7</sup>。そうしたもとで、国内LBOファイナンス市場の実行額は大型案件によって振れやすく、金融機関が保有する与信ポートフォリオも、海外LBOと比べると、与信集中度が高い傾向がある。

### （わが国金融機関の取り組み状況）

わが国金融機関のLBOファイナンスの与信残高は、国内外市場の拡大を受け、約9.5兆円（海外4.5兆円、国内5兆円）に達しているとみられる（図表3）。このうち、海外LBOファイナンス

では、3メガバンク等が幹事行や参加行として参入しているほか、他の大手金融機関では、貸出債権を運用するファンドへの投資を通じ間接的に海外 LBO ファイナンスのエクスポージャーを保有するケースもみられる。こうしたもとで、LBO ファイナンスの与信残高は増加している（図表 4）。

【図表 3】わが国金融機関の LBO ファイナンス与信残高（22 年度）

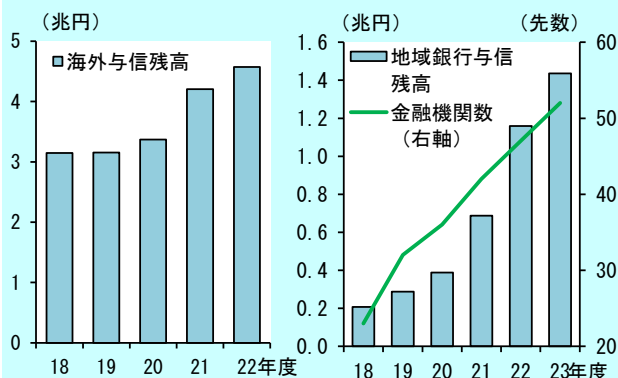
	大手金融機関	地域金融機関
海外	4.5兆円	—
国内	4兆円程度	1.2兆円

（出所）日本銀行、全国銀行協会

【図表 4】LBO ファイナンスの与信残高

【国内大手金融機関】

【国内地域銀行】



（出所）日本銀行

（注）「海外与信残高」は、LBO ファイナンスと、貸出債権を運用するファンドへの投資額の合計。「地域銀行与信残高」は、各金融機関の日本銀行宛て報告ベース。23 年度は 23/12 月末までの値。

国内 LBO ファイナンスでも 3メガバンクの存在感が大きく、4兆円程度<sup>8</sup>の与信残高となっているが、最近では地域銀行の参入が増えている（前掲図表 3、4）。地域銀行は、本店や（案件獲得機会が多い）東京エリアの支店に LBO 関連部署を設置したり、投資専門子会社を設立したりして、LBO ファイナンスを推進するための体制整備を進めている。これまでのところ、地域銀行が LBO ファイナンスに取り組む場合には、メガバンクが組成した案件に参加することが多いが、この分野で先行する一部の地域銀行では、地場企業の事業承継・事業分割等に関する LBO ファイナンスを自ら組成する事例もみられている。

## LBO ファイナンスのスキームとリスク

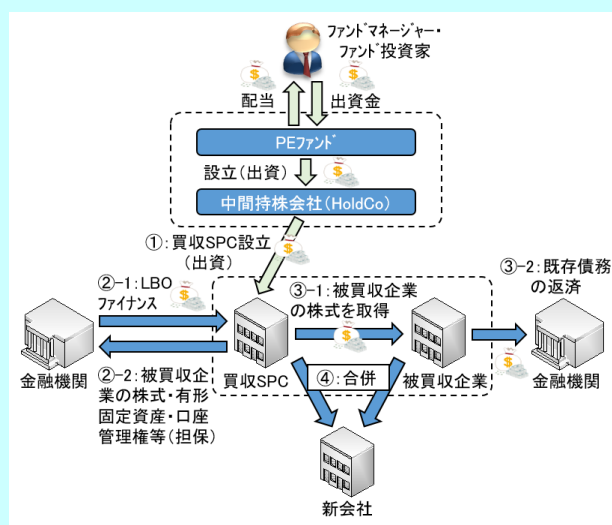
ここでは、LBO ファイナンスのスキームや、こ

のビジネスにおける与信先や債務返済に関するリスクを紹介する。

### （LBO のスキーム）

PE ファンドがスポンサーとなる（買収時のエクイティ拠出や投資先の経営支援を担う）LBO の一般的なスキームでは、①PE ファンドが、買収主体となる中間持株会社（「HoldCo」と呼ばれることが多い）を介して買収特別目的会社（買収 SPC）を設立する、②買収 SPC が銀行団から資金を調達する（LBO ファイナンス）、③買収 SPC が、HoldCo の出資金と LBO ファイナンスの調達資金を用いて企業を買収する、④買収 SPC と被買収企業が合併してできる新会社が調達資金を返済する（図表 5）。なお最近では、海外を中心に、買収 SPC だけでなく HoldCo に対しても銀行団が与信を提供し、スキーム全体でみたレバレッジがより高まる案件も増えつつある<sup>9</sup>。

【図表 5】LBO のスキーム  
（PE ファンドによる買収）



（出所）日本銀行

### （LBO ファイナンスのリスク特性）

LBO ファイナンスには、与信先や債務返済に関して、以下のようなリスク特性がある。

第一に、LBO ファイナンスの与信先（買収 SPC）は高レバレッジ・低格付となることが多い。スポンサーは、収益性を高める観点から、レバレッジを効かせた資本構成を構築することが多い。また、買収価格には、将来への成長期待等を織り込む「買収プレミアム」が上乘せられるため、一定程度の「のれん」が発生する。このため、被買収企

業のレバレッジ比率が一段と高まったり、新会社の経営が期待通りにいかずに「のれん」の減損リスクが大きくなったりする。これらのリスクを勘案して、LBO ファイナンスの与信先は Non-IG 格のなかでも低めの格付 (BB-格～B 格) が付与されるケースが多い<sup>10</sup>。外部環境の変化や事業計画の失敗・進捗遅延等を背景に、新会社のキャッシュフローが想定対比で下振れれば、短期間で格下げされ、信用コストが発生する可能性もある。

第二に、与信先は金利変動の影響を受けやすい。LBO ファイナンスの貸出金利は、短期金利に連動する変動金利に高いスプレッド (500～900bps 程度<sup>11</sup>) が上乘せされることが多い。そのため、与信先のレバレッジの高さも相まって、金融環境次第ではデフォルトリスクが高まりやすい<sup>12</sup>。

第三に、一般的な法人向け融資と比較すると、LBO ファイナンスの出口 (ローン回収) の不確実性が高く、返済リスクがある。主な返済方法は、合併してできた新会社の内部留保であるが、LBO ファイナンスの借入期間内にファイナンス全額に見合う内部留保を確保することは必ずしも容易ではなく、①デットリファイナンス、②同業他社や他ファンドに対する資産売却、③新規上場 (Initial Public Offering、IPO) を通じた資金調達も活用して返済することが想定される。ただし、LBO ファイナンスでは、借入期間の最終日に一括返済する仕組みが採用されることが多く、借入期間中にローン回収が進まないこともある<sup>13</sup>。このため、出口に至るまでに外部環境の変化等で新会社の業績が悪化したり、金融環境が変化したりすると、回収が困難化する可能性がある。なお、業績悪化時には、スポンサーが途中で案件から撤退し得る。その際、新たに参加したスポンサーが新会社の経営方針を変更する可能性にも留意が必要である。

以上のように、LBO ファイナンスは一般的な法人向け融資と比べてスプレッドは厚いものの、リスクが高いファイナンス手法であり、近年、国内・海外いずれにおいても、上記のリスクが顕在化した大口案件の事例がある<sup>14</sup>。このため、LBO ファイナンスでは、与信実行時や期中において、きめ細かいリスク管理が求められる。

## LBO ファイナンスのリスク管理

LBO ファイナンスのリスク管理では、一般的な法人向け融資の視点に加えて、LBO ファイナンス特有の視点が必要となる。

前者の視点からは、事業内容、財務内容、資金使途、担保保全状況等を入口審査で確認したうえで、信用力変化のモニタリングやポートフォリオ管理を期中に行うことが重要である。後者の視点からは、個別案件の審査管理として、①LBO ファイナンスに特化した案件採り上げガイドラインの整備、②スポンサーの経営支援能力や投資回収方針、追加資金拠出力等の検証、③買収後のキャッシュフローの検証、④コベナンツ (債務者側の義務や制限などの特約条項) の設定・管理、⑤企業価値や資本構造の検証、⑥のれん評価 (合併による将来価値の時価評価)、といった点を確認することが重要である。また、⑦ポートフォリオレベルでレバレッジの状況などリスク属性の変化をモニタリングすることも重要である (図表 6)。

【図表 6】 LBO ファイナンスにおける一般的なリスク管理上のポイント

管理ポイント	概要
① 案件採り上げガイドラインの整備	リスクアベタイトやLBOファイナンス特有のリスクを踏まえた、採り上げガイドラインの整備、基準外案件管理
② スポンサーリスクの検証	投資年数・実績、過去案件のパフォーマンス、追加支援能力、当該案件の売却方針の検証
③ キャッシュフローの検証	スポンサーが策定した計画の蓋然性やストレス局面における頑健性の検証、期中の乖離状況の把握等
④ コベナンツの設定・管理	コベナンツの十分性や機能度の検証、期中における抵触状況の捕捉
⑤ 企業価値や資本構造の検証	新会社の企業価値や、スポンサーが提案する資本構造の妥当性の検証
⑥ 「のれん」の評価	高リスク案件における定例・随時の「のれん」の評価
⑦ ポートフォリオモニタリング	与信残高上限管理、レバレッジ比率などリスク属性変化の捕捉、金利変化等を想定したストレステスト

(出所) 日本銀行

わが国金融機関の取り組みをみると、大手金融機関は、LBO ファイナンスのリスク特性を踏まえた審査管理体制の整備に取り組んでいるほか、大型デフォルト事例等を踏まえて、リスク管理の強化に努めている。他方、地域銀行をはじめ、LBO ファイナンスの経験が少ない金融機関では、一般的な法人向け融資の延長線上で LBO ファイナン

スを管理しているケースが多く、審査・管理が業容の拡大に追い付いていない事例がみられている<sup>15</sup>。こうした先では、取り扱い規模や取り組み方針に応じて、LBO ファイナンスのリスク特性を踏まえた審査管理体制の整備を進める必要がある。以下、LBO ファイナンスにおける一般的なリスク管理上のポイントや留意点を紹介する<sup>16,17</sup>。

### （案件採り上げガイドラインの整備）

先述の通り、LBO ファイナンスは、一般的な法人向け融資とはリスク特性が異なる。このため、金融機関は、LBO ファイナンスへの取り組み方針（リスクアペタイト）を踏まえつつ、採り上げガイドライン（被買収会社の事業規模・業種<sup>18,19</sup>、レバレッジ比率、エクイティ比率、格付等）を定めている。フロント部署およびミドル部署では、ガイドラインに基づいて LBO 案件の選別や入口審査をそれぞれ実施し、リスクの高い案件を回避することが一般的に行われている。

ただし、LBO は案件の個別性が強く、ガイドラインによる画一的な対応が必ずしも容易でないほか、近年は海外を中心に LBO 市場全体としてレバレッジ比率が上昇してきたことなどから、ガイドラインを満たさなくとも与信実行を許容する「基準外案件」が増加している。基準外案件は相対的にリスクが高いことから、入口審査や期中モニタリングをより丁寧に行うなどの対応が必要となる。

### （スポンサーリスクの検証）

「スポンサーリスク」とは、一般的に①出資者でもあるスポンサーの経営支援能力が期待されていた通りに発揮されず、新会社のキャッシュフローや企業価値が当初計画を下回るリスクや、②スポンサーが金融機関にとって必ずしも望ましくない行動（新会社が株主に過剰な配当を行うなど）をとるリスクを指す。

このリスクについては、スポンサーの財務状況、投資方針、投資年数や実績、レピュテーション、過去案件におけるパフォーマンス<sup>20</sup>、被買収企業の業績悪化時の追加支援能力<sup>21</sup>、当該案件の投資回収方針など様々な角度から精査することが必要となる。また、スポンサーリスクを抑制するため、定量・定性基準を設けて、取引を推進するス

ポンサーを定期的に見直すことが多い。

### （キャッシュフローの検証）

LBO ファイナンスでは、合併してできた新会社の将来キャッシュフローが返済原資となるため、プロジェクト（財務予測）を通じて、長期間にわたるキャッシュフロー創出力や財務状況を分析することが極めて重要である<sup>22</sup>。

プロジェクトを作成するのは、スポンサーや金融機関である。スポンサーが作成するプロジェクト（スポンサーケース）<sup>23</sup>は、エクイティ投資家の立場から、企業価値向上（バリューアップ）を前提とした楽観的な見通しを示すことが多い<sup>24</sup>。そのため、貸し手側は、売上や費用項目に関する施策毎の実現可能性を検証したうえで<sup>25</sup>、蓋然性が相応に高いと考えられるプロジェクト（バンクケース）<sup>26</sup>や、過去の金融危機や金利上昇等を想定したプロジェクト（ストレステース）を実施し、ストレス局面における債務返済能力についても検証することが一般的である<sup>27</sup>。

また、与信実行以降は、売上・収益・レバレッジといった主要モニタリング指標<sup>28</sup>の実績を月次や四半期の頻度でモニタリングし、プロジェクトとの乖離状況を管理することが必要となる<sup>29</sup>。そのうえで、プロジェクトとの乖離が大きい場合や、乖離した状況が長期化している場合には、プロジェクトを見直し、債務返済能力や格付等を改めて検証することが重要である。

### （コベナンツの設定・管理）

LBO ファイナンスでは、過度なレバレッジを抑え、返済原資となるキャッシュフローを確保する観点から、レバレッジや債務返済能力、手元流動性等<sup>30</sup>にコベナンツが設定される。その際、類似企業群や直近の取引事例等との比較分析を行い、採用するコベナンツや判定頻度等について十分性や機能度を評価することが重要である。また、プロジェクトの結果を利用して、将来時点でのコベナンツ抵触の可能性を検証するほか、与信実行後は、月次等の頻度で抵触有無を把握し、コベナンツに抵触した与信先をモニタリングの重点対象先に指定して管理することが多い。

もっとも、海外 LBO 市場では、信用力が比較的高いラージ LBO 等において、コベナンツが緩い、

あるいは設定されていないコブライト案件が近年増加している。そうした案件のリスク軽減策としては、(他の財務指標に関する基準を厳しくするなどして) 採り上げ目線を厳格化する、スポンサーに対してエクイティ比率の引き上げや返済期間の短期化等を求める、内部管理上のコベナンツ(シャドーコベナンツ)を設定して期中モニタリングを強化する<sup>31</sup>、といった対応が挙げられる。

### (企業価値や資本構造の検証)

与信先のレバレッジ比率が高いほど、業況悪化時に企業価値や資本構成が大きく変動しやすい。このため、合併してできた新会社の企業価値や、スポンサーが提案する資本構造を仔細に検証し、レバレッジの適切性やデフォルト時の回収率など、案件のリスクを評価することが重要である。

企業価値については、先述したキャッシュフロー・プロジェクトで算出した企業の利益指標である EBITDA<sup>32</sup> (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization : 利払い・税引き・減価償却前の利益) を基に、代表的な企業価値評価手法である「EBITDA マルチプル法」や「DCF 法」等<sup>33,34</sup>で算出するとともに、EBITDA 等が変化した場合の影響度を分析する<sup>35</sup>。その際には、前提条件や結果の妥当性を、業種・規模が類似している企業との比較によって検証している<sup>36</sup>。また、資本構造については、エクイティ比率やレバレッジ比率等を、類似企業群や直近の取引事例等と比較することが多い。資本構造が相対的に脆弱と判断された場合には、スポンサーに様々なリスク軽減策(エクイティの増額、新会社の余剰キャッシュフローによる強制滞留<キャッシュスイープ>等)を要求することが必要となる。

### (「のれん」の評価)

LBO ファイナンスでは、買収に伴う「のれん」の減損リスクが存在し、のれん額が純資産を上回る規模となることも多い。このため、相対的にリスクが高い案件(例えば、①債務者区分が一定以下<要注意先以下等>、②企業が永続的に事業活動を行うことを想定した際の企業価値<継続価値>が低い、③レバレッジが高い、など)に関して、定期的な格付判定のタイミングや、業況が大きく下振れたタイミング等で、のれんの評価を実施し、減損リスクを点検することが必要となる。

### (ポートフォリオモニタリング)

LBO ファイナンスでは、ここまで説明した個別案件レベルの管理に加えて、ポートフォリオレベルでの管理も実施することが多い。

一般的には、リスクアペタイトに応じた与信残高上限等を設定したうえで、月次や四半期等の頻度で、与信残高、格付別構成比、平均レバレッジ比率の変化など、ポートフォリオレベルでみたリスクの変化状況を把握・分析し、経営陣に報告がなされる。また、相対的にリスクが高い案件(基準外案件、コブライト案件、コベナンツに抵触した案件、KPI 未達先など)の状況も確認し、リスクが高まっていると判断した際には、採り上げガイドラインの厳格化や、与信残高上限の引き下げ、新規案件の停止といった対応が必要となる。

また、LBO ファイナンスが金利変動の影響を受けやすい点を踏まえ、金利上昇シナリオを想定したストレステストを実施し、LBO ファイナンスのポートフォリオ全体でみた信用コストの発生状況を分析することも一般的に行われている。その際には、金利上昇の影響を受けやすい与信先で構成されたサブポートフォリオを特定し、重点的にモニタリングするなどの取り組みも重要である。

## おわりに

本稿では、LBO ファイナンスの国内外市場の動向やわが国金融機関の取り組み状況、LBO ファイナンスのスキームやリスク特性、リスク管理上の一般的なポイントや留意点を紹介した。

企業業績の回復やスポンサーに対する投資資金の流入、国内 LBO 市場の拡大などを背景に、長期的に国内外の LBO ファイナンスは増加し、わが国金融機関による与信残高も増加している。一方で、LBO ファイナンスの与信先は、金利変動の影響を受けやすいなど、一般的な法人向け融資と比較してリスクが高い傾向がある。足もとの金融環境に加え、わが国金融機関の取り組み状況や、今後市場が一層拡大していくことを踏まえると、リスク管理の重要度は増している。わが国金融機関が LBO ファイナンス特有のリスクを踏まえたリスク管理体制の整備やその高度化に取り組んでいくことが期待される。

<sup>1</sup> 米欧市場では、Origination and Distribution (O&D ビジネス) の一環で、各国大手行等を中心とするシンジケート団が LBO ファイナンスを組成したうえで、その大半を金融機関等に売却している。ただし、シンジケート団は、買収資金に充当するタームローンの一部のほか、運転資金目的で利用するコミットメントライン (RCF<Revolving Credit Facility>) の全額を引き取ることも求められているため、LBO ファイナンスの引受額が増加すると、自行の与信額も相応に増加する。これに対して、国内 LBO ファイナンスでは、O&D などセカンダリー市場が発達段階にあり、与信が集中する傾向があることから、シンジケート団が相応のポジションを抱えることが多い。

<sup>2</sup> 一般社団法人全国銀行協会「国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書 (2023 年度)」を参照。

<sup>3</sup> LBO ファイナンスにおけるレバレッジは、一般的に、総負債を EBITDA で除した「トータルレバレッジ比率」、返済順位が高いシニアローン残高を EBITDA で除した「シニアトータルレバレッジ比率」、現預金等を控除したネット負債を EBITDA で除した「ネットレバレッジ比率」を指すことが多い。

<sup>4</sup> レバレッジド・ローンは、相対的にレバレッジが高く信用力の低い企業向けの融資とされるが、厳密な意味で統一された定義は存在しない。例えば、米欧の監督当局は、レバレッジド・ローンに関するガイダンスのなかで、「レバレッジ比率 4 倍超の企業向け融資」と主にレバレッジに着目して定義している。レバレッジド・ローンの詳細については、日本銀行金融機構局、金融庁監督局 (2020)「本邦金融機関の海外クレジット投融资の動向—日本銀行と金融庁の合同調査を踏まえた整理—」日銀レビュー (20-J-4) を参照。

<sup>5</sup> 統一された定義は少ないが、EBITDA が 10 億ドルを超える先を「ラージ LBO」、5~10 億ドルを「ミドル LBO」、5 億ドル未満を「スモール LBO」と定義することが多い。

<sup>6</sup> コブライト案件の定義は金融機関や個別案件毎に異なるが、一般的には、①契約不履行 (Event of Default) となる財務条項が設定されていない案件、②一部のローンファシリティのみがコベナントの対象であり、かつ、特定条件 (例えば、RCF を一定額引き出しているなど) に該当した際に抵触判定が行われる案件 (Springing Leverage Covenant)、③当該ローンにコベナントが設定されていないが、同一債務者の他のローンファシリティにコベナントを設定している案件等が該当する。

<sup>7</sup> 一般社団法人全国銀行協会「国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書 (2023 年度)」を参照。

<sup>8</sup> 一般社団法人全国銀行協会「国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書 (2023 年度)」を参照。

<sup>9</sup> 中間持株会社 (HoldCo) 向け与信および LBO ファイナンスで二重にレバレッジを掛けることとなる。この HoldCo 向け与信は、「HoldCo Loan」、「Back Leveraged Lending」、「ファンド向けメザニンローン」、「ファンド/SPV 向け NAV ファイナンス」など複数の呼称があり、金融機関によっても名称は異なっている。なお、NAV ファイナンスの概要や潜在的なリスクについては、金口剛久・河上岳史・長谷部光・小川佳也 (2022)「ファンド向けファイナンスの概要とリスクについて」日銀レビュー (22-J-15) を参照。

<sup>10</sup> LBO の格付は、既存の事業法人用のモデル等を利用した定量評価で一次格付を判定し、定性評価に基づいた調整を実施して最終格付を決定することが多い。定量評価については、買収時点では、買収実施後の財務指標が未確定であることから、過去の実績値をもとに調整を行ったプロフォーマ (Pro Forma) の財務指標、買収後は、合併した新会社の財務指標の実績が一般に用いられる。

また、評価項目として、キャッシュフロー、債務返済能力、レバレッジ等が採用されることが多い。なお、プロジェクト (ベークケースやストレステイム) の予測値を定量評価で用いることも考えられる。定性評価については、本文中の「LBO ファイナンスのリスク管理」の節で記載されているような LBO 特有のリスクを考慮した調整が一般的である。

<sup>11</sup> 上乗せされるスプレッドは、与信先の信用力、ローンファシリティの種類、与信条件等によって異なる。

<sup>12</sup> 2021 年時点で、金利ヘッジが実施されていた B 格の LBO ファイナンスは 37% 程度であった。S&P Global Ratings「Global Leveraged Finance Handbook,2022-2023」を参照。

<sup>13</sup> 海外 LBO ファイナンスでは、ローンファシリティとして、①運転資金向けのコミットメントライン (RCF: アモチ無し)、②タームローン A (アモチ有り)、③タームローン B (アモチ無し、または、年間のアモチ額が元本の 1~2% 程度の低い数値に設定)、④ブリッジローン (アモチ無し与信期間が短く <1~2 年>、期日一括返済が大半) 等で構成することが多く、アモチペースが緩やかな場合が多い。最近では、タームローン A についても、アモチペースが緩やかに設定された大型案件もみられる。

<sup>14</sup> 近年の LBO 関連案件でのデフォルト事例としては、国内では、マレリホールディングス株 (2022 年 6 月、負債総額約 1.1 兆円)、海外では、Cineworld Group (2022 年 9 月、負債総額約 100 億ドル)、Diamond Sports Group (2023 年 3 月、負債総額 90 億ドル)、Envision Healthcare (2023 年 5 月、負債総額 77 億ドル) 等が挙げられる (負債総額は報道情報に基づく)。

<sup>15</sup> 日本銀行 (2024)「2024 年度の考査の実施方針等について」を参照。

<sup>16</sup> ここで紹介している内容は、海外金融機関等による先進的なものも含まれている。そのため、これら全てに一律で取り組むことが求められているわけではない。

<sup>17</sup> LBO ファイナンスにおける一般的なリスク管理上のポイントや留意点については、米欧の監督当局によるレバレッジド・ローンに関するガイダンスや、ジョシュア・ローゼンバウム他 (2023)「Investment Banking 投資銀行業務の実践ガイド」翔泳社、なども参照。

<sup>18</sup> EBITDA の水準で企業の事業規模を区分し、より小規模な与信先に対する採り上げ基準を厳格化するなどの運用が行われている。例えば、海外 LBO では、採り上げ基準をラージ LBO、スモール・ミドル LBO で分けて設定するケースがある。

<sup>19</sup> 景気循環に感応的な業種や、参入障壁が低く、競合が激しくなる可能性のある業種等。

<sup>20</sup> 過去に実行した LBO 案件における企業価値の増加率、IRR (Internal Rate of Return: 内部収益率) がスポンサーの投資目線を下回った不芳案件の数や割合等を確認することが多い。特に、LBO でカーブアウトやターンアラウンドを実行する場合、被買収企業の経営体制やビジネス環境の変化、事業計画の進展の遅れなどにより、売上減少や採算悪化等が生じる可能性があるため、スポンサーのパフォーマンス検証がより重要となる。

<sup>21</sup> ①被買収企業の業況悪化時にスポンサーがエクイティの追加拠出を迫られるリスク、②スポンサーが (①) を回避する観点等から) 期中に急遽 Exit するリスク (Walk Away リスク)、を低減させる観点から、スポンサーの IRR やハードルレートの分析などが行われることが多い。なお、スポンサーが Exit した場合、新たな買い手を見つけるための調整が難航する可能性があるほか、新たな買い手の事業運営能力や追加支援能力が不透明になるなかで、企業価値が更に大きく低下する可能性もある。こうした期中にお

ける予期せぬ Exit を防ぐためには、期中においても IRR をモニタリングし、スポンサーの支援スタンスが変化する兆しを把握することが重要となる。

<sup>22</sup> 与信先企業の業歴や企業の成長フェーズに応じて、プロジェクトの重要性が一層高まる。すなわち、被買収企業が、売上が安定的に推移する業界大手や、LBO 実行前のレバレッジが比較的低位である場合、プロジェクトと実績が乖離した際の信用力への影響度は小さくなることもあるが、買収後の売り上げの急激な拡大やコストの大幅削減などターンアラウンドを織り込む与信先では、プロジェクトの重要性がより高まる。

<sup>23</sup> マネジメントケースとも呼称される。

<sup>24</sup> PE ファンドの採算目線は、IRR で 10～20% 超とされており、当該目線を達成することが前提となるプロジェクトが作成されることが多い。

<sup>25</sup> 特に事業会社のノンコアアセットや不採算事業の購入を目的とするカープアウト案件の場合、単独会社として企業活動を開始した際に、IT インフラや営業網の再構築などで各種費用が増加する可能性があるため、費用の前提や削減に向けた計画の具体性を検証することが重要となる。

<sup>26</sup> ベースケースとも呼称される。スポンサーケースの妥当性を検証し、蓋然性が相応に高いと評価した場合、スポンサーケースをそのまま利用することも考え得るが、より保守的なプロジェクトをベースケースとして採用することが一般的である。また、プロジェクト期間は 7～10 年程度とすることが多い。

<sup>27</sup> ダウンサイドケース、リスクケースとも呼称される。

<sup>28</sup> 金融機関によって、Key Risk Indicator (KRI)、Key Performance Indicator (KPI)、重点モニタリング指標等、様々な呼称がある。

<sup>29</sup> 各指標の実績をモニタリングする際には、与信先のビジネスに季節性がみられることがあるため、前月比、前四半期比、前年同月比等での変化に加えて、直近 12 か月実績 (Last 12 Months <LTM>) の変化についても評価している。

<sup>30</sup> レバレッジ指標には、「トータルレバレッジ比率」、「シニアレバレッジ比率」、「デットサービスカバレッジレシオ (DSCR)」、「インタレストカバレッジレシオ (ICR)」等、手元流動性指標に

は、「売上高に対する手元流動性資金比率」、「投資・借入・配当制限」、「最低純資産 (NAV) 維持額」等が使われる。

<sup>31</sup> 例えば、シャドーコベナンツとして、売上や EBITDA の前期比 ▲10% の下落、レバレッジ倍率が前期比 +10% の増加などのコベナンツを設定し、期中の抵触状況を月次や四半期等の頻度でモニタリングすることが多い。抵触した際には、重点管理先への指定、随時レビュー等が行われる。

<sup>32</sup> 企業のキャッシュフローである EBITDA に、リストラ費用等の一過性費用や買収による収益押し上げ効果等を加算 (Add-Back 調整) した調整後 EBITDA 等が利用されることが多い。ただし、Add-Back 調整額が大きい場合や、Add-Back 調整額が長期にわたって減少しない (=EBITDA が想定している通りに増加しない) 場合、調整後 EBITDA を利用する妥当性の検証が重要となる。

<sup>33</sup> 「EBITDA マルチプル」は、企業価値をある時点の EBITDA で除した倍率。EBITDA マルチプル法は、被買収企業の EBITDA に、業界平均や類似企業の EBITDA マルチプルを乗じて企業価値を算出する方法。

<sup>34</sup> 新会社で想定されるキャッシュフローを現在価値に割り引いて企業価値を算出する方法。

<sup>35</sup> EBITDA や EBITDA マルチプルに対する感応度分析を実施することが多い。

<sup>36</sup> EBITDA マルチプルや企業価値は、比較対象企業群の選び方によって、水準が大きく異なり得る。このため、恣意性を排除する観点から、比較対象企業群の抽出基準の適切性を確保するためのルール整備が重要である。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局 考査企画課 (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。