

---

国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書  
(2023 年度)

---

2024 年 3 月 25 日

国内 LBO ファイナンスの課題に関する勉強会  
(事務局：一般社団法人全国銀行協会)

## 勉強会メンバー

2024年3月25日時点

委員	野呂瀬 和樹	アント・キャピタル・パートナーズ（株） パートナー
	永松 博幸	ベーシック・キャピタル・マネジメント（株） ディレクター
	Wei Xin	（株）KKR キャピタル・マーケッツ ディレクター
	密田 英夫	ポラリス・キャピタル・グループ（株） 取締役副社長
	田代 和弘	農林中央金庫審査部 副部長
	後藤 不二巳	農林中央金庫デットキャピタルマーケット部 副部長
	中村 隆	第一生命保険（株）ファイナンス投融資部戦略ファイナンス室 室長
	阿部倉 武	第一生命保険（株）ファイナンス投融資部戦略ファイナンス室 シニアマネジャー
	奥平 史生	（株）みずほ銀行M&Aファイナンス営業部スポンサーカバレッジ第一チーム 次長
	日野 照保	（株）みずほ銀行M&Aファイナンス営業部スポンサーカバレッジ第二チーム 次長
	加藤 晶弘	（株）三菱UFJ銀行ソリューションプロダクツ部 部長
	森 太志	（株）三菱UFJ銀行ソリューションプロダクツ部 部長
	内田 公祐	（株）三井住友銀行企業戦略営業部 部長
	眞鍋 崇	（株）三井住友銀行企業戦略営業部 副部長
	櫻井 祐次	（株）日本政策投資銀行企業投資第1部 M&A ファイナンスチーム 課長
	森村 英之	（株）日本政策投資銀行企業投資第1部 M&A ファイナンスチーム 調査役
	米田 和紀	（株）きらぼし銀行 SF 部 部長
	池田 健一	（株）きらぼし銀行 SF 部 副部長
	中里 弘樹	（株）あおぞら銀行事業ファイナンス部 部長
	野上 稔久	（株）あおぞら銀行事業ファイナンス部 副部長
	佐藤 雅之	金融庁総合政策局リスク分析総括課大手銀行モニタリング室 室長
	岡畑 信秀	金融庁総合政策局リスク分析総括課大手銀行モニタリング室 総括補佐
	三木 麻有子	日本銀行金融機構局金融第1課 企画役
	宮下 達朗	日本銀行金融機構局金融第1課
事務局	清田 次郎	（一社）全国銀行協会委員会室 副室長 （株）みずほ銀行経営企画部全銀協会長行室 副室長
	尾関 隆哉	（一社）全国銀行協会委員会室 上席調査役 （株）みずほ銀行経営企画部全銀協会長行室 参事役
	石川 裕	（一社）全国銀行協会業務部 次長
	吉村 隆史	（一社）全国銀行協会業務部 調査役

（敬称略）

## <目次>

第1章	国内 LBO ファイナンス市場の概要 .....	4
1.	LBO ファイナンスとは .....	4
2.	国内 LBO ファイナンス市場の概観 .....	4
3.	米国 LBO ローン市場との比較 .....	7
4.	国内 LBO ローン市場の課題 .....	9
第2章	国内 LBO ローンのパライマリー市場の発展に向けて .....	11
1.	パライマリー市場の投資家 .....	11
2.	LBO ローン市場の可視化 .....	14
3.	LBO ローン市場への一定の規律 .....	16
第3章	多様な投資家層の拡大 .....	18
1.	LBO ローンへの投資手段の多様化 .....	18
2.	セカンダリー市場の発展に向けて .....	21

## 序文

国内 LBO ファイナンスの課題に関する勉強会（以下「本勉強会」）は、近年の国内 LBO ファイナンス市場の拡大や、M&A 案件の大型化、破綻事例の発生等を背景に、LBO ローン市場の健全な発展のためには、個々の市場関係者の取り組みに加え、業界横断での対応が求められる領域があるとの問題認識のもと、市場関係者が集まり、現状認識の共有や今後取り組むべき課題について、意見交換を行うことを目的に開催した。

具体的には、一般社団法人全国銀行協会（以下「全銀協」という。）が事務局を務め、2023 年 8 月から 2024 年 2 月にかけて、前述の勉強会メンバーにおいて計 7 回、本勉強会を開催した。

国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書（以下「本報告書」）は、本勉強会において交わされた議論のうち、今後国内 LBO ファイナンス市場参加者が、業界横断で短期的・中期的視点から取り組むべき課題について取りまとめたものである。

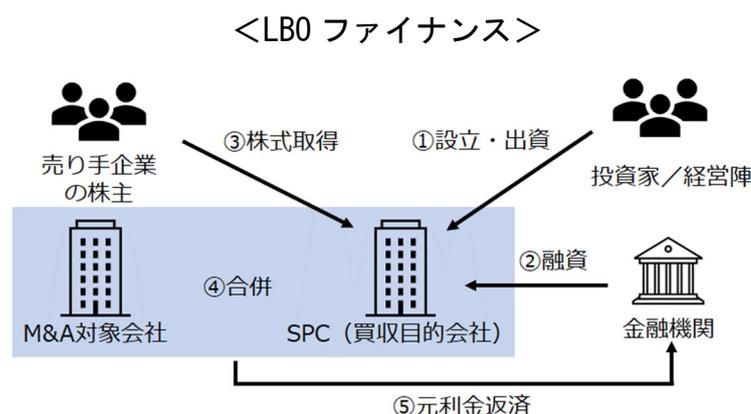
### <開催実績>

回	開催日	テーマ
1	2023 年 8 月 9 日	国内 LBO 市場の課題
2	2023 年 9 月 6 日	海外 LBO 市場との比較
3	2023 年 10 月 20 日	大・中規模案件のプライマリー市場における投資家層拡大
4	2023 年 11 月 22 日	大・中規模案件のプライマリー市場における投資家層拡大
5	2023 年 12 月 20 日	大・中規模案件のプライマリー市場における投資家層拡大
6	2024 年 1 月 29 日	外部格付の意義、取得上の課題 審査・格付実務の課題
7	2024 年 2 月 16 日	セカンダリー市場発展に向けた課題

## 第1章 国内 LBO ファイナンス市場の概要

### 1. LBO ファイナンスとは

LBO ファイナンスは、買収対象会社の将来キャッシュフローに依拠して買収資金を調達するファイナンス手法である。一般的に、SPC（特別目的会社）が設立され、当該 SPC が買収資金を調達し株式取得が行われる。買収対象会社が SPC に対し保証差し入れを行った上で、SPC と買収対象会社は合併し、合併後の新会社が LBO ファイナンスを返済するスキームとなっている。



LBO ファイナンスは、本邦では主としてプライベートエクイティファンド（PE ファンド）による企業買収（バイアウト）に活用されるケースが多く、買収対象会社が生み出すキャッシュフローに依拠し、買収対象会社の信用力を活用することから、プライベートエクイティファンド側が少ない資金負担で大規模な M&A が可能となる。

一方、買収後は買収対象会社の負債割合が増加するため、一般的には、LBO ファイナンスの提供者の視点では、LBO ファイナンスは通常のコーポレートローンと比較して信用リスクが高くなるとされており、その採り上げ時には、買収後の事業計画の分析や適切なリスク管理が一層重要となる。

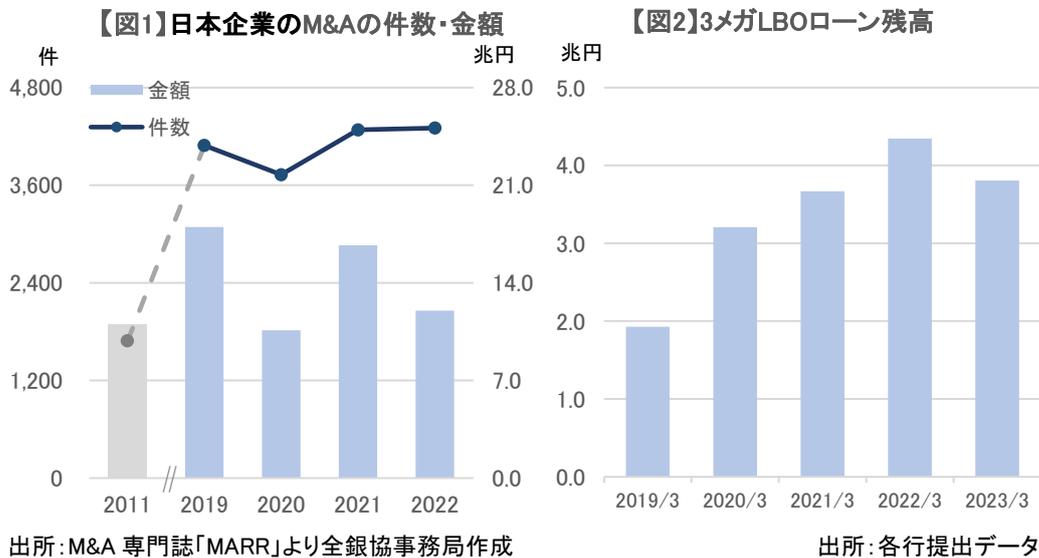
### 2. 国内 LBO ファイナンス市場の概観

#### (1) 日本企業の M&A の件数・金額の動向

日本企業の M&A の件数は、リーマンショック後に減少するも、2011 年をボトムに拡大基調にある。金額は概ね 10～20 兆円程度の規模で推移しており、件数ほどの伸びはみられないが、これは近年、事業承継等にかかる中小型案件が増加傾向にあることが背景にあると考えられる。

本邦では、LBO ファイナンスは主にローン形態にて提供されており（LBO ローン）、M&A 市場の拡大に伴い、増加基調にある。2020 年は、コロナ禍により一時的にマーケットが停滞するも、その後は急速にマーケッ

トが復調【図1】。大手行（3メガバンク<sup>1</sup>）のLBOローン残高も増加しており、2019年3月末対比では、2023年3月末は2倍程度の約4兆円程度【図2】と、過去最大の水準規模となっている。



## (2) 今後の市場予測とリスク

### ① 今後の市場拡大の予測

国内では大企業グループを中心に、戦略的にノンコアの子会社・事業部門を売却し選択と集中を図るための大型の事業再編の動きが活発化。また、中堅・中小企業の事業承継でLBOファイナンスが活用されるケースも増加しており、当面、LBOファイナンスへのニーズは高まるものと予測される。

また、PEファンドは事業再編等に必要なりスクマネーを供給する存在であり、そのノウハウやネットワークを活用して、事業戦略の策定、統合交渉・管理、ガバナンスや人事などの内部管理体制の強化等を支援し、事業価値向上に寄与することも期待されている。日本では、M&Aに占めるPEファンドの割合は諸外国比で低く<sup>2</sup>、潜在的に活用余地が大きいことも踏まえれば、今後国内LBOローン市場の拡大が見込まれる。

### ② 市場拡大を見据えた懸念点

大型案件については、大手行などのアレンジャーがLBOローンの大半をテイク&ホールドしているが、M&Aの大型化に伴い与信集中リスクの顕在化も懸念もされる。事実、近年は大型の破綻事例も発生していることか

1 3メガバンクは、三菱UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行を指す

2 PEファンド協会の「日本におけるプライベート・エクイティ市場の概観（2023年5月）」によれば、PE市場をGDP比で見ると、日本は他の先進国と比べて小規模に留まっており、例えばドイツやアメリカなどに比して2分の1から4分の1程度となっている

ら、リスク管理の高度化も求められる環境にある一方、今後も更なるマーケットの拡大が予想される中で、検討時間の短期化やリソース不足等により、対象企業のリスク分析の深度が低下しかねないといった指摘もあり、現在のレンダーのみではリスクテイクに限界が生じる可能性が懸念されている。

同時に、近年件数が増加傾向にある中小型案件は、大手の地域金融機関等が中心となり組成されているが、一般的に大企業より信用力が低いとされる中堅・中小企業の LBO ローンであるにも関わらず、金融機関によってはリスク分析が不十分である事例が散見される<sup>3</sup>。

また、案件の規模にかかわらず、日本の LBO ローンは、金利環境やレンダー間の競争環境、リスク分析の深度不足など複合的な影響により適切なリスクリターンが確保されていない、多様な投資家やマーケット目線による牽制が効いていない、といった指摘もある。

こうした問題認識も背景に、現在のレンダー各社それぞれの LBO ローン健全性向上に向けた取り組みに加え、業界全体で新たな投資家層が求められる環境にあるとの指摘がある。

---

<sup>3</sup> 金融庁の 2023 事務年度金融行政方針においては、地域金融機関について「一部金融機関で増加が見られる LBO ローン、不動産ノンリコースローンを含む不動産業向け融資、大口融資や県外融資の審査・期中管理態勢等について、モニタリングしていく」ことが言及されている。

### 3. 米国 LBO ローン市場との比較

#### (1) 米国 LBO ローン市場の市場規模

米国 LBO ローン残高（市場規模）は、リーマンショック以降増加傾向にあり、2022 年は 1.4 兆ドルである【図 3】。国内 LBO ローン残高に関する包括的データは乏しく単純比較はできないが、前項の通り国内 3 メガバンクの LBO ローン残高は同時期で約 4 兆円程度であることと比較すると、米国市場は日本の数十倍の規模となっていると推測される。

【図 3】 米国 LBO ローン残高



出所: PitchBook

#### (2) LBO ファイナンス ファシリティの日米比較

米国の LBO ファイナンスでは、High Yield Bond と呼ばれる債券ポジションが存在する。High Yield Bond は、一般的に、信用格付が低く損失が発生するリスクが高い分、リターンも高く設定されており、投資家層が厚い米国では、高利回りを訴求しつつ高いリスク許容度のある投資家がかような債券ポジションの買い手となっている。一方で、日本においてはリスクリターンの選好が多様な投資家が広く存在していると言える環境にはなく、LBO ファイナンスにおいても High Yield Bond はみられない。

また、米国には、通称 Institutional Tranche と呼ばれる機関投資家向けローンファシリティが存在する。このファシリティの投資家は主に CLO や投資信託であり、特に CLO の参加比率は LBO ローン市場全体の 70% 程度を占めている一方で、金融機関が占める割合は少ない。また、活発なセカンダリー取引が行われているのが特徴である。一方、日本には類似するブレットポジション (TLB) は存在するが、その参加者 (引取手) は、主として銀行や生命保険、リース等の金融機関であり、大半がプライマリー市場でのリレーションシップバンキング目線での貸付を行っており、セカンダリー市場は実質的には存在しない。

＜日米 LBO ファイナンス ファシリティ比較＞

ファシリティ	形態	ウォータ ー フォール	米国			日本	
			引受	引取		引受	引取
RCF	LBO ローン	↓	銀行	銀行	Pro-Rata Tranche	銀行	銀行 系統金融機関
TLA (アモチ付)				CLO 投資信託			Institutional Tranche
TLB (ブレット)				銀行 Bridge Loan	保険会社 ヘッジファンド 投資信託		High Yield
High Yield Bond	High Yield Bond	↓					

出所:本勉強会資料より全銀協事務局作成

(3) 米国 LBO ローン<sup>4</sup>の条件

LBO ローンの加重平均有利子負債/ EBITDA 倍率は概ね 5 倍強である。これは、米国当局が公表しているガイダンスにおいて、6 倍以上のレバレッジ倍率の融資はほとんどのケースで懸念があるとの見解が示されていること<sup>5</sup>もあり、レバレッジ水準が抑えられていることが一因と考えられる。LBO ローンのスプレッドは、2022 年に 500bps 程度まで上昇している。また、コベナンツが緩和されたコベナンツライト<sup>6</sup>案件比率は年々上昇し、2022 年には 90% 超の水準である【図 4】。

CLO 組成やセカンダリーマーケットでの流通を前提としている米国市場では、ある程度コベナンツ条件を緩くすると同時に、リスクに見合うスプレッド水準が投資家やマーケットから求められる。

<sup>4</sup> 本節は主にラージキャップ案件を対象としている。

<sup>5</sup> Interagency Guidance on Leveraged Lending (FRB、FDIC、OCC 連名、2013 年 3 月改定) には、レバレッジに関連して、Underwriting Standards として、“Generally, a leverage level after planned asset sales in excess of 6X Total Debt/EBITDA raises concerns for most industries;”といった目線が示されている。なお、ECB も 2017 年 5 月に“Guidance on Levaraged transactions”というガイダンスを公表しており、同趣旨の考え方が示されている。

<sup>6</sup> タームローンに財務コベナンツが付与されないものをいう。

【図 4】 米国 LBO ローン の条件



日本: 6.0 倍超も多くみられる

日本: 300bps 程度との見方

日本: コベナンツライトは無

出所: 本勉強会資料、PitchBook より全銀協事務局作成

国内 LBO ローン関連のデータは乏しく定量的な比較が困難であるが、レバレッジについては、市場参加者からは 6 倍を超える案件も多くみられるとの声があり、相対的に日本のレバレッジ水準は米国と比較して高止まりしている状況にあると考えられる。一方で、スプレッドについては、大型案件を中心に、近年は段階的な上昇局面が見られ、足元では 300bps 程度の案件も散見されるとの見方があるが、それでも米国の水準から比較すれば低位にある。コベナンツについても、日本では標準的な LBO のコベナンツを付与することが一般的である。

このように、米国との比較においては、レバレッジが高くスプレッドが低い状況にあり、こうしたローン条件における米国との相違点が、日本でのローンの流動性向上や、投資家層の拡大が難しい要因の一つになっている可能性がある、と考えられる。

#### <LBO ファイナンス市場の日米比較まとめ>

項目	日本	米国
市場規模	小	大
セカンダリー市場	未成熟	成熟
流動性	低い	高い
投資家層	限定的	多様
アレンジャーのホールド (大型案件での集中リスク)	大 【保有前提】	小 【売却前提】
コベナンツ水準	厳しい	緩い
リスク・リターン目線	リレーションシップ バンキング目線	多様な投資家への 流通目線
当局によるガイダンスの有無	無し	有り

※ラージキャップ案件を想定した比較

#### 4. 国内 LBO ローン市場の課題

国内 LBO ローンは、米国等との相違点や課題はありつつも、2023 年度時点においては安定的に供給されており、バイアウトの資金調達に支障

をきたす環境にはない。ただし、今後、国内 LBO ローン市場を健全に発展させていくためには、適切なリスクリターンの確保を前提に、多様なリスクリターンを選好・許容する投資家のすそ野を拡大していくことを、業界横断で目指していく必要がある。

日本では、LBO ローンに限らず、メインバンク制に代表される融資慣行が依然として主流であり、金融機関がローンをホールドしつつ、企業の事業環境や財務状況に応じて柔軟な融資を行っていくことで、長期的関係に基づく金融取引を行っている。

こうした融資慣行は、資金の出し手であるレンダーや投資家の新規参入の障壁となる可能性が指摘されている一方、企業側の資金調達ニーズにも合致していることが多く、短期的に米国と同質の LBO ローン市場とすることは現実的でない可能性があることも念頭におかなければならない。

上記を踏まえ、LBO ローンの投資家のすそ野拡大につき、プライマリー市場とセカンダリー市場双方の視点から考察することとしたい。第二章では、プライマリー市場の主要プレーヤーである、地域金融機関・国内機関投資家・外資系金融機関といった国内外金融機関の参加者拡大における課題について述べる。

## 第2章 国内 LBO ローンのパライマリー市場の発展に向けて

### 1. プライマリー市場の投資家

#### (1) 現在・将来の投資家候補

LBO ローンのパライマリー市場における現在のレンダーは、大手銀行や信託銀行、一部の地域金融機関・ノンバンク等が主体である。CLO 等が主流である米国と比べ、限定的な金融機関が中心となって構成されている。

地域金融機関のシンジケーションマーケットへの参加について、以前は熱心に取り組んでいる先は 10 行未満と言われていたが、近年では参加行は増加傾向にあり、一部では注力分野と位置付け専担部署を設けるなどの動きもみられる。この背景には、地域金融機関において、コーポレートファイナンスと比較して相対的に収益性が高く、また社会的ニーズも高まっている LBO ローンへの関心が高まっていることや、大手行等を中心に勉強会や啓蒙活動などを続けていることにより、地域金融機関の理解が促進され、体制整備が図られてきたことが挙げられる。

一方、外資系金融機関については、リーマンショック後、日本市場からの撤退・縮小が相次ぎ、現在は限定的な参加に留まっている。

#### <投資家のイメージ>

現在の投資家	将来の投資家候補
大手銀行、大手信託銀行 地域金融機関（一部） 保険会社（一部）、ノンバンク （一部）、系統中央金融機関 （一部）	大手銀行、大手信託銀行 地域金融機関 保険会社、ノンバンク、系統中 央金融機関 ++++++++ 信用金庫・信用組合、 公的基金・公的金融機関 デットファンド、 CLO、投資信託、外資系金融機 関、その他海外投資家

将来的に多様なリスクリターンを志向する投資家を拡大し、大きな資金を市場に呼び込むためには、例えば公的基金やグローバル投資家といった参加者が増加することが欠かせない。

ただし、現時点では CLO や投資信託が形成されるほど、十分な案件数・金額が安定して市場に供給される環境ではなく、セカンダリーマーケットも存在しない。有価証券投資目線での投資家の前に、まずはプライマリー市場における、リレーションシップバンキング目線での投資家の拡充を図るべきとの観点から、本勉強会では、まず、地域金融機関・国内機関投資家や、外資系金融機関の参入における課題について議論を実施した。

## (2) 地域金融機関・国内機関投資家の視点

地域金融機関（地銀等）や国内機関投資家について、LBO ローンへの関心の高まりはある一方で、新規参入には以下のような課題がある。

### ① 審査・管理体制

地域金融機関（地銀等）や国内機関投資家にとって、LBO ローンへの審査・管理体制を整備することは、最も大きな課題である。また、LBO ローン市場全体の案件数・金額等のデータや個別案件採り上げ時に参照すべきプライシングやレバレッジ水準といったデータについて、開示されているデータがほとんどなく、LBO ローンへの分析において苦慮しているとの意見もある。デューデリジェンス資料や契約書が英語であるというだけで、検討もできないケースもあり、こうした技術的な課題への対応も必要となってくる。なお、コーポレートファイナンスと比較して高いリスクがあるとされる LBO ローンにおいて、金融機関によっては適切なリスククリターンの確保できていない案件が散見され、特に大手行等が組成しない中小型案件においてはそれが顕著との懸念もある。

大手行は、地域金融機関（地銀等）や国内機関投資家に対して勉強会の開催やトレーニーの受け入れといった形で審査・管理体制の向上のための支援を継続しており、段階的に LBO ローン参加者の拡大は実現しつつある。一方、LBO ローンへの採り上げ基準やリスク管理に関し、何らかの参考にするべき基準があると、一層参入検討がしやすくなるのではないかと意見もある。

なお、地域金融機関の LBO ローンへの関心やリソース配分にはバラツキがあることから、必ずしも多くの金融機関が十分な LBO ローン検討体制を整備できるとは限らない。例えば、欧米で残高を伸ばしている、デットファンドを組成し、地域金融機関等が LBO 特有の分析やリスク管理を一部委託しつつ、バイアウト市場に資金供給可能な枠組み等を検討していくことが必要との声もある。

### ② 金額規模

規模や案件にもよるが、地域金融機関等の 1 つの LBO 案件への融資可能額は、最大でおおよそ数億円から 10 億円程度と言われている。こうした点を踏まえると、事業承継案件等の中小型案件において不足はないが、数千億円以上の規模となる超大型案件への対応という観点では、地域金融機関等の参画のみでは、十分に資金需要に応えられない懸念もある。

### ③ 取り組み意義

地域金融機関は当該地域に根ざし、その発展を支える役割期待がある性質上、LBO ローンにおいてもその取り組み意義が求められることがある。地域企業への事業承継案件などには取り組みやすい一方、グローバル企業あるいは大企業を対象とした LBO ローンなどにおいては、特定の地域色は薄く、例えば「地域に工場を有しており地域経済への重要性がある」といった理由がない限り、採り上げ意義を行内で説明しにくいとの声も

ある。案件の採算性などのビジネス面だけでなく、地域金融機関の役割にも留意する必要がある。

なお、地域金融機関や国内機関投資家は、有価証券による運用では、こうした地域における役割と無関係に、グローバルな投資を行っている側面がある。運用資金がグローバルに有価証券投資されている現状に鑑みれば、その一部を日本の産業活性化や事業承継といった社会的課題の解決に資する領域に投資していくことで、国内で資金循環が生まれてくるという、取り組み意義上の発想の転換も求められる。

### (3) 外資系金融機関の視点

外資系金融機関、特に欧米金融機関は、リーマンショック前はアレンジャーとして多く参加していたが、金融危機後、市場が縮小すると共に、米国を中心とする監督当局指導が厳格化され、現在は限定的な参加に留まっている。ただし、地政学的な安定性や一定の経済成長性が見込めることもあり、日本のローン市場への関心は近年高まっている。LBO ローンに先んじて、総合採算が確保できるコーポレートローンは積極的に取り組んでいるところもある。

欧米金融機関が参入を検討する際の障壁となるのは、日本の LBO ローンのリターンが低い、レバレッジが高い、といった、ローン諸条件によるものが大きい。リスクリターンについては他国・地域の市場との比較において、投資対象として魅力的な水準ではないと判断されている。更に、一般に大手欧米金融機関は、前述した各当局ガイダンスを踏まえ、それぞれグローバルレベルでのリスク管理態勢を構築してきているが、目安とされている 6 倍を超えるレバレッジの案件については、内部格付が要注意先目線となり、取り組みにくい現状があるとの指摘もあった。国内 LBO ローンは、大手行が主要なシェアを占める市場であり、競争環境も厳しいが、こうしたローン条件面において大幅な魅力向上があれば、多く外資系金融機関の再参入の可能性もある。

外資系金融機関であっても、付帯取引を含めた総合採算を見込める案件については、一定金額ホールドすることも可能な場合もある。引受・セルダウンを前提に総合採算を見込むケースにおいては、シンジケーションマーケットの存在は必要となる一方、現状ではセカンダリーマーケットが不在であること自体は必ずしも大きな参入障壁にはならない。

### (4) プライマリー市場の課題への対応

以上、地域金融機関や国内機関投資家、外資系金融機関の意見を総合し、今後関係者が取り組む課題として以下の 2 点について述べる。

#### ① LBO ローン市場の可視化

LB0 ローン市場への参加を検討する者にとって市場全体の動向把握や、個別案件検討時の検証にあたり LB0 市場を分析することは重要であるが、日本においては関連データに乏しい。市場参加者から可能な範囲のデータを収集・公表していくことで、市場の可視化を目指す。

② LB0 ローン市場への一定の規律

大型案件、中小型案件双方において、国内 LB0 ローンは適切なリスクリターンが確保されていない懸念が指摘された。ローン条件はマーケットにおいて決定されるものであることを前提としつつ、一部案件において市場分析、リスク分析等が不十分であるままに組成されているとすれば、予期せぬ不芳案件を招く結果となり、いずれ健全なマーケットの発展の阻害要因となる。こうした懸念を払しょくすべく、LB0 ローンに取り組む関係者が参照すべき指針やガイダンスを策定することを含め、市場をリードする大手行、更には当局に期待する役割について検討する。

2. LB0 ローン市場の可視化

(1) LB0 ローン関連データの収集と開示

国内 LB0 ローン関連データを収集・開示することで、LB0 ローン市場が可視化され、市場参加者の審査・リスクリターン判断の一助となることを目的に検討する。具体的には、金額・期間・プライシングといった基礎的データに加え、レバレッジやコベナンツといった LB0 ローン固有の事項を含めていくことを想定している。

＜LB0 ローン収集・開示について＞

項目		検討事項
データ内容	金額・ローン期間	個別案件での開示や、ローンの金額規模のメッシュや対象企業の業種等に応じた合計値や平均値を開示することを想定
	プライシング	
	レバレッジ	
	外部格付	個別案件毎、もしくは加重平均格付等を想定
	コベナンツ	収集・開示可否、方法について検討中
情報提供者		レンダー・PE ファンド
収集・開示の主体		全銀協を主体とし、PE ファンド協会等の協力を得る
開示先		一般公開を原則としつつ、一部情報については関係者共有に留めることも想定

日本では、特に案件の件数は十分に多くなく、個別案件のデータ開示においては案件名をマスキングしても開示情報から案件が特定されることも考えられるため、対象企業の業種や案件規模に応じた平均値などを開示していく方向感で検討を行う。

原則、基礎となる情報は、日本において主要レンダーとなっている銀行からの情報収集を主としつつ、PE ファンドからのデータ提供も加えていく方針。情報の開示先については一般公開とするか、市場参加者のみへの開示とするかといった点について、今後詳細を検討していく予定である。

## (2) データ開示における懸念点・デメリット

### ① 情報管理について

個別案件にかかる情報開示には、守秘義務等や情報管理の観点で、特に買収対象会社やPE ファンドからの抵抗感も強い。金利や一定のフィー水準については、他のアジア地域でも開示されていることもあるが、特にコベナントの設計などについては、資金調達における各社独自のノウハウもあり、開示に対して否定的であることから、収集可能なデータに一定の制約はある。

### ② データ定義と利用者の理解

また、LBO ローンの定義や、レバレッジ等の算出方法について、ある程度統一的な目線に基づくデータ収集も重要である。参照する利用者においても、開示されたデータがどのような前提条件で収集されたものであるか認識の上、個別案件や市場分析に活用していくことが求められる。

### ③ 外部格付について

外部格付は、客観的な信用力の指標としてリスク分析に有用であるが、現状、セカンダリー市場がなく流動性に乏しい日本において LBO ローンに外部格付が付与されることは稀である。外部格付を取得し、それを開示対象とすることの意義についても様々な意見がある。

LBO ローンは、そのファイナンススキームの性質上、総じて投資適格が付与されず、ダブル B 以下となることが一般的である。これは、米国 LBO ローンの格付においても同様で、大半がシングル B 前後の水準に格付されている。

一方、日本のシンジケーションマーケットでは所謂インベストメントグレードと呼ばれる信用力が高いローンが中心となっている。よって LBO ローンの一般的な外部格付の水準では、短期的には新たな投資家の拡大に直接的に繋がらないとの指摘もあり、現在は外部格付を積極的に取得するインセンティブには乏しい。将来的に CLO 等を組成する環境になれば、客観的な信用力を担保する観点から、こうした外部格付が求められることになると考えられる。

ただし、一部の金融機関では、行内格付の付与における分析力が不足していることが懸念されており、中にはPE ファンド作成のモデルをそのまま稟議書等に使用しているケースもあり、こうした金融機関にとっては、外部格付機関による分析があるだけでも、リスク分析の要点が絞られ、多面的な分析の一助になる可能性はある。

### 3. LBO ローン市場への一定の規律

#### (1) LBO ローンに関するガイダンス等の作成

LBO ローンに取り組む金融機関等が増えている一方で、健全なローンマーケットとして発展していくためには、個々の金融機関等がそのリスクに応じた態勢を整備していくことが重要である。そのため、金融機関等が態勢整備を行う際に参考となるよう、案件検討・審査、リスク管理や採算といった主要論点について大きな指針を示すことの是非について議論を行い、そのような指針の意義については共有された。

市場の規律を保ち、健全に LBO ローン市場を発展されることは重要である一方、画一的な指針が LBO ローン供与時におけるレンダー等の柔軟性や機動性が過度に失われることに対する懸念は強い<sup>7</sup>。特に、強制性の高い数値基準等を設けることが、特定案件において許容可能なローン条件設定を阻害することにより、結果として、円滑な資金供給、更には日本の M&A 市場の成長の足かせとなる状況は避けるべきである。

また、市場全体を俯瞰した際に、規律を効かせる指針の構築が実効性を持つかどうかに対する疑問もある。米国においては、銀行監督当局がガイダンスを公表しているため、規律を効かせる対象は銀行のみであり、結果として、ガイダンスの対象とならないノンバンク等の LBO ローン残高が顕著に増加した、との指摘もある。

日本においては、これまで述べてきた通り、ローン市場における多様性が乏しいため、規律を効かせる指針の有無に関わらず、足許ではノンバンク等が急速にシェアを拡大する環境ではない。一方、今後多様な投資家が LBO ローンに参入するための環境整備を検討するにあたっては、特定の業態のみではなく、参加者全体が規律の高いマーケットを目指すことが重要である。こうしたことから、指針の策定の是非を検討する際には、先行する海外事例の更なる調査も含め、多角的な検討が必要と考えられる。

こうした市場の規律付けに関する課題は金融業界全体で考えていくべきであるが、特に、日本のマーケットを主導する立場の大手行においては、望ましい業界慣行について引き続き研究・検討していくことや、そういった知見を、中小金融機関を含め、広く共有していくことが望まれる。

一方で、市場の規律付けのためには、当局の役割も重要である。現在金融庁は、LBO ローンのリスク管理の高度化に向けたモニタリングを横断的に行っている。金融庁においては、こうした水平的なモニタリングを通じて得られた参考事例や課題事例、更には監督上の期待を整理の上公表することを期待する。

---

<sup>7</sup> 例えば前述のとおりレバレッジ倍率は欧米のガイダンスでは 6 倍以内が一つの基準とされているが、当該規制の弊害についても議論が行われたほか、近年は必ずしも画一的な基準として運営されていないのではといった指摘もあった。

更に、金融庁においては、中期的には、こうした各組織の取組みや本邦金融機関の LBO ローンへの取組姿勢も踏まえ、海外事例も参考に、より強い指針の必要性を検討することも望まれる。

## (2) 記載事項の項目案

具体的な内容として、LBO ローン の定義、リスク分析等の留意点に加え、組成から Exit/ローン回収に至るまでの与信管理をフロント部署・審査部署ともに専門部で責任をもって所管するといった内部態勢の高度化や、のれん評価の導入と自己査定等への反映、適切な予兆管理／コベナント抵触後の対応等の標準化、中長期かつマクロ視点でみた LBO ローン人材育成、レンダーとしての買収対象会社経営に関する関与・貢献といった事項が想定される。また、大型案件のみならず中小型案件を含む LBO ローン全般を対象とすることが望ましい。

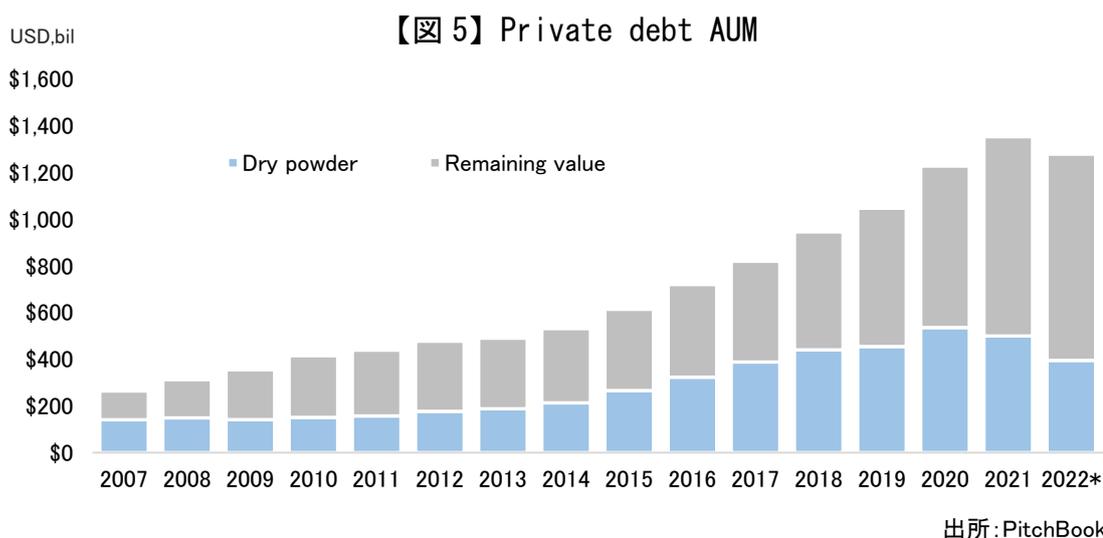
## 第3章 多様な投資家層の拡大

### 1. LBO ローンへの投資手段の多様化

LBO ファイナンスはコーポレートファイナンスと比較し、そのスキームにおいて複雑性があり、必ずしもすべての金融機関・投資家が LBO に特化した体制を整備・維持できるわけではない。シンジケートローンを通じたプライマリー市場への参加のみならず、ファンド投資等を通じて多様性のある投資環境を整備することが可能か、デットファンドを例にその可能性を述べる。

#### (1) プライベートデットファンドとは

プライベートデットファンド (PD ファンド) は、投資家から集めた資金をローンの形で運用するファンドであり、大手 PE ファンド系<sup>8</sup>や独立系など様々な主体によって設立される。PD ファンドは、特に欧米を中心に運用資産残高 (AUM) を伸ばしており、2022 年では約 1.3 兆ドルの規模に達している。



投資対象や戦略はファンドによって異なるが代表的なファンドは以下の通りである。

#### <PD ファンドの代表的種類>

種類	投資対象
ダイレクトレンディング	中堅・中小企業などへの直接融資
メザンデット	劣後ローンなど
ディストレストデット	経営危機にある企業への債券
ベンチャーデット	ベンチャー企業への直接融資

<sup>8</sup> 例えばアジアでは、PE ファンド KKR が 2022 年 5 月、デットファイナンスを供給する Asia Credit Opportunities Fund を 11 億ドルで設立している

なかでも、ダイレクトレンディングは、比較的信用力が低い中堅・中小企業に対する直接融資を主として行っており、ローンキャピタルマーケットへのアクセスがなく、銀行からの融資も難しいゾーンが主要な対象であったことから、こうした融資を補完する形で存在感を高めてきた。一方、近年では、銀行対比フレキシブルな融資条件を確保できること、ローンキャピタルマーケットの影響を受けず迅速かつ確実に調達ができる等の理由により、PE（バイアウト）ファンドの多くが、PD ファンドからの融資を活用しており<sup>9</sup>、LBO ローンでの活用も進んでいる。

こうしたPD ファンドは、CLO 等と比べて市場流動性が相対的に低く、クローズドエンド型で中途解約ができないことが一般的である。したがって、長期投資が可能な年金基金や機関投資家、大学基金などが主要な投資家となっている。

## (2) 日本におけるPD ファンド活用の意義

ダイレクトレンディングを行うPD ファンドは、外部格付と市場流動性に基づくリスク管理ではなく、買収対象会社の財務状況等の信用リスク分析をもとに、投資検討することが特徴である。日本の伝統的なリレーションシップバンキングの良さを残しつつ、地域金融機関等に加え、多様な投資家のすそ野を広げる手段としての活用の可能性がある。

### ① 投資家の視点

投資・融資先の拡大のため、LBO ローンへの参入に関心が高いが、人的リソースを確保できない、あるいは個々のローンのリスク評価の経験や知見が不足している、といった投資家は、地域金融機関を中心にいまだ多く存在する。PD ファンドを通じて参入することにより、各ローン債権の各種管理やリスク分析の業務のうち一定程度をPD ファンドに委託することにより、リソース・知見が十分に確保できていない投資家層にも、LBO ローンへの投資の機会を創出できる可能性がある。

また、LBO ローンの知見・経験の豊富なPD ファンド運営者が、案件検討や借入人との協議を実施すること、PD ファンドはその投資家宛に一定のリターンを約束していることから多様な投資家の目線がローン条件に反映されること、等により、PD ファンド浸透の結果としてマーケットの規律が保たれることも期待される。

### ② スポンサーの視点

一方、借入人側となるPE ファンドにとっても、PD ファンドの浸透は、LBO ローン市場拡大と調達手段の多様化を促進するという観点で、メリットがあるものと推察される。

---

<sup>9</sup> 日銀レビュー「プライベートデットファンドの融資手法ーダイレクトレンディングの特徴ー」（2022年2月）によれば、PD ファンドの融資先のうち76%が、PE（バイアウト）ファンドの出資先となっている、とされている

また、多様な投資家からの直接的な LBO ローン の調達ではなく、PD ファンドを通じることで、レンダーの数が抑制され、案件組成時・期中管理時の双方の実務面において、借入人・PE ファンドとレンダーの円滑なコミュニケーションが実現することも期待できる、との声もある。

### (3) 日本における PD ファンド発展の課題

日本においては、大手行が LBO ローンファンドを設立する動きもあるものの、PD ファンドの活用はまだ黎明期であり、広く活用されているとはいえない。

投資家にとって、ファンドへの投資は、貸付に比べて高いリターンが必要となるのが一般的である。更に、投資家は、PD ファンドの運営者に対し、手数料等を支払うため、PD ファンドの投資対象は、かかる手数料等を控除して十分なリターンを実現できる商品である必要がある。一方、国内 LBO ローンは、他のローン商品に比べ高いスプレッドではあるも、ファンド投資に見合うだけのリターンは確保できていないのでは、との意見がある。

更に、国内 LBO ローンは、欧米に比べ案件数が少なく、欧米とは異なり、セカンダリーマーケットもないため、PD ファンド運営者が投資家の意向にあうように機動的にポートフォリオを構築・調整することができないという問題点があると思われる。

今後、LBO ローン市場の一層の拡大やリスクリターンの変化が生じた際には、PD ファンドの活用も期待される。

## 2. セカンダリー市場の発展に向けて

### (1) セカンダリー市場の意義

セカンダリー市場は、シンジケートローンのプライマリー市場の発展にも不可欠である。セカンダリー市場での流動性があるがゆえに、ローンを満期保有する前提の投資家のみならず、売却を前提とする多様な投資家と呼び込むことも可能となるためである。

#### <各市場参加者の視点からのセカンダリー市場の意義>

アレンジャー	レンダー(金融機関)	投資家
投資家が、ローン満期前に投資資金を売却・回収することが可能となり、投資に伴うリスクを能動的にコントロールすることが可能となるため、シンジケートローン組成の際の投資家層が拡大する	与信ポートフォリオのマネジメント、与信集中リスクや、与信上限・ポートフォリオ管理、の幅が広がる	投資対象のポートフォリオの入替により、リスクリターン改善を機動的に行うことができる。セカンダリー市場から投資案件を確保することが可能になる

2000年代初頭、不良債権処理が課題であった金融市場においては、セカンダリー市場の整備に関する議論が活発に行われた。「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」によれば、ローンのセカンダリー市場の意義について、①融資余力の創出、②貸出資産の健全化、③リスクリターンの適正化、などが挙げられている。

#### 貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書(抜粋)

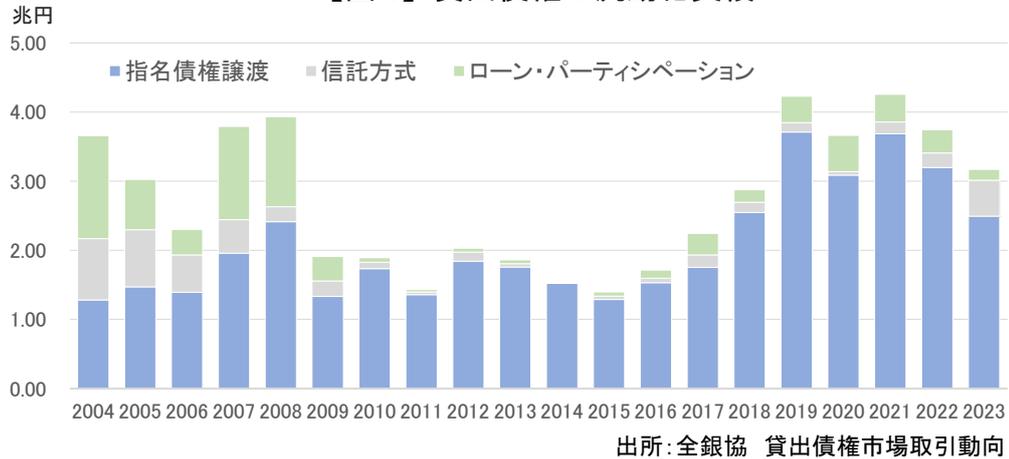
##### 平成16年4月全銀協

「貸出債権市場は、企業金融の新たな流れを後押しし、適切なリスクシェアリングを行い、日本経済や金融の活力を高めていくうえで、必要にして不可欠なマーケットである。今後の金融システムのあり方として、従来のような企業顧客との長期的なリレーションシップを前提とした産業金融モデルと、市場メカニズムが機能する市場金融モデルが並存する複線的な金融システムへの移行が不可欠な課題となっているが、両者を繋ぐ市場型間接金融の発展はいわば時代の要請であり、その一つのあり方としての貸出債権市場の意義は極めて大きい。例えば、事業法人にとっては、シンジケートローンの活用により必要とする資金を、取引銀行の枠を越えて機動的に調達することが可能になる。また、セカンダリー市場が拡大することにより、債権の流動性が高まり新たな融資余力が生まれることによって企業金融の円滑化にも資する。さらに、金融機関にとってもポートフォリオ管理の自由度が増すことによって貸出資産の健全化が図られるほか、価格形成の透明化を通じてリスクに見合ったリターンが確保され貸出金利の適正化も進む。貸出債権市場に幅広い投資家が参入することによってリスク分散が進み、金融システム全体としてのリスク許容度が向上し、結果的に不良債権処理が促され、企業再生を後押しするといった効果も期待できる。

一方で、2000年代初頭以降、本邦のローン債権の流動化実績は横ばいで推移しており【図6】、LBOローンに限らず、ローンのセカンダリー市場が発展しているとは言えない。

背景には、リレーションシップバンキングに基づく融資慣行が強く、金融機関・借入人双方に債権譲渡への抵抗感があること、また緩和的な金融政策により低金利・低預貸率が常態化していること、2008年金融危機を経て金融システムが総体として安定していること等により、特に金融機関が積極的にローンを売買するインセンティブが低かったことが要因として考えられる。

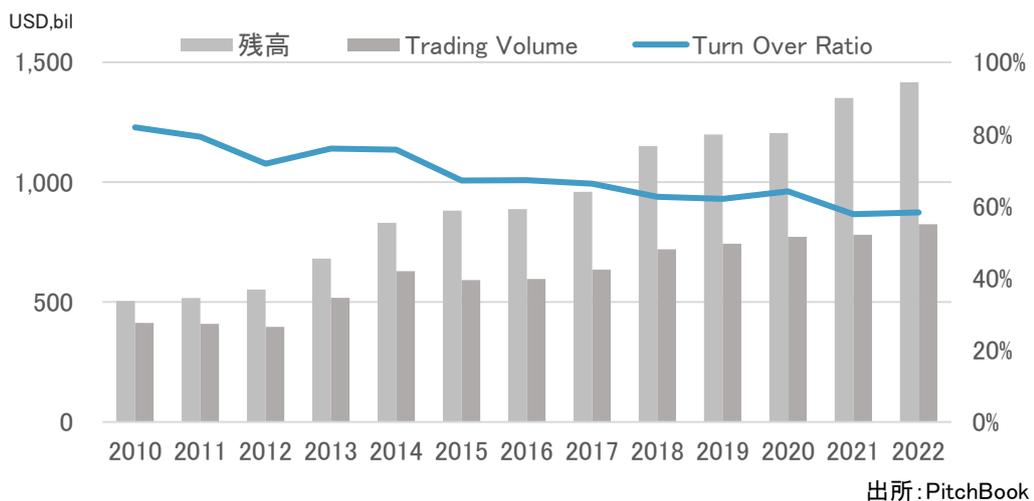
【図6】貸出債権の流動化実績



(2) 米国 LBO ローンのセカンダリー市場について

なお、米国における LBO セカンダリー市場は、2022 年の残高は約 1.4 兆ドル、Trading Volume 約 0.8 兆ドル (Turn Over Ratio60%程度) と、活発な取引が行われている【図7】。

【図7】米国における LBO セカンダリー市場



(3) 国内 LBO ローンのセカンダリー市場の整備における実務上の課題

前述したとおり、本邦セカンダリー市場の活性化が進まない要因は、LBO ローンに限らず市場全体として、融資慣行や金融環境等に依拠する部

分が大きく、LBO ローン単独で活発に取引がなされる環境を短期間で構築していくことは難しい。

一方で、仮にこうしたローン市場における売買のニーズが高まったとしても、本邦セカンダリー市場において LBO ローンの売買を実施するためには、以下に示すような実務上の課題が指摘されている。

項目	課題点
外部格付	外部格付を取得することが稀で客観的評価がない
プライシング (流通利回り)	プライシング (流通利回り) の公表がない
債権譲渡実務 (債権譲渡制約)	債権・地位譲渡に関して制約あるケースあり
債権譲渡実務 (担保譲渡)	債権譲渡の都度、全貸付人が参画する手続き要 <sup>10</sup>

本勉強会ではこうした課題について、現在取りうるアクションについても意見交換を実施した。

#### ① 外部格付について

第二章でも述べた通り、外部格付は、セカンダリー市場がなく流動性に乏しい日本において LBO ローンに外部格付を付与する必要性は乏しい。将来的に CLO 等を組成する、あるいはセカンダリーマーケットでの取引が前提となる環境になれば、客観的な信用力を担保する観点から、こうした外部格付が求められることとなり、その必要性に応じて外部格付の取得は進むものと考えられる。

#### ② プライシング

第二章でも述べた通り、プライシング等の市場データの整備はプライマリー市場のみならず、セカンダリー市場においても当然重要となる。本勉強会においては、まずはプライマリー市場のデータ開示について議論を行ったが、プライマリーでのノウハウを蓄積しつつ、セカンダリー市場のデータ整備については中長期的課題として、引き続き業界内での議論を継続する。

#### ③ 債権譲渡実務 (債権譲渡制限)

ローン契約上の制限が、債権譲渡時に円滑な取引を阻害する事例として、例えば、シンジケーション組成目的譲渡期間以外の債権・地位譲渡において、情報開示について借入人の承諾が必要となる場合などが挙げられる。また、ローン契約において、期限の利益喪失事由発生という有時ですら、債権譲渡に借入人同意が必要な案件も見受けられる。そのような条

<sup>10</sup> 担保権信託を活用する場合この限りではない

項が制約となり、シンジケーションで投資家招聘が一部実現しなかった事例も、本勉強会では示されている。今後、セカンダリー市場での流動性を高めるためには、LBO ローン組成時に、こうした譲渡制限の必要性と債権譲渡の可能性をバランスよく考慮した契約書のひな型、もしくは推奨する条項についてまとめられ、公表されることも対応策の一つとして考えられる。

#### ④ 債権譲渡実務（担保譲渡）

LBO ローンは、買収対象会社の資産のすべてを担保として取得することが原則であるが、現状、本邦では、対象会社の全資産を一括して担保設定できる法制度は整備されておらず、個別資産ごとにそれぞれの法制度に従った担保設定手続が必要である。また、タームローンと、期中の運転資金増減等に対応したコミットメントラインを併せて提供することが一般的であることから、担保についても普通担保権・根担保権を併せて設定する必要がある。こうした担保実務が円滑な債権譲渡の阻害要因となる可能性が高いと考えられる。

例えば、現行の法制度においては、動産担保の譲渡に際し、債権譲渡人・譲受人以外も含む全担保権者の書面が必要となるため、譲渡の実務は容易ではない。従って、仮に LBO ローンの利用需要が高まったとしても、セカンダリー市場での売却を円滑に進めることは現実的ではない、との意見もある。

現在、全銀協を通じて、金融実務の課題として法制審議会担保法制部会<sup>11</sup>等の場を通じ、制度の見直しを要望するなどの取り組みを始めている。こうした担保等の法制度の改定には年単位の時間を要することから、将来的なセカンダリー市場の整備・拡大を見据え、今後、実務面の課題には、業界横断で先行して取り組みを進めていく予定である。

---

<sup>11</sup> 法制審議会担保法制部会第 44 回会議（2024 年 1 月 23 日開催）時点では、根担保譲渡担保契約の効力・根担保譲渡担保権の譲渡、において、本趣旨を反映した担保法制の見直しに関する要綱案のたたき台が示されている

## おわりに

本勉強会は、銀行、PE ファンド、投資家、金融庁など、LBO ファイナンスにおける様々な立場の関係者が、足元の市場環境を踏まえて意見交換を行ったものである。

一方、挙げられた課題には、LBO ファイナンスのみならず本邦の融資慣行に共通する課題として長年指摘されていることも含まれる。これらの課題に対する取組は、試行錯誤を繰り返しながら地道に継続していくことが求められる。

従って本報告書では、結果を得るまでに相応の時間を要することを念頭に、短期的・中長期的双方の取組方針について記述している。これらについては、今後、関係者間で実務面の検討がなされ、具体的に実行に移されていく予定である。

LBO ファイナンス市場の健全な発展を支えていくことは、関係者の総意である。本勉強会での議論を起点としつつ、今後も最新の市場環境を踏まえた課題について、関係者間でアップデートがなされていくことが望まれる。

以上