

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

2024 年 5 月号

国内 LBO ファイナンスの課題に関する全銀協報告書

I. 「国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書」
の公表

II. 国内 LBO ファイナンス市場の概観

III. プライマリー市場の発展に向けた課題と取組み

IV. セカンダリー市場の発展に向けた課題と取組み

V. 結び

森・濱田松本法律事務所

弁護士 末廣 裕亮

TEL. 03 6266 8570

yusuke.suehiro@mhm-global.com

I. 「国内 LBO ファイナンスの課題に関する報告書」の公表

2024 年 3 月 25 日、全国銀行協会（全銀協）が事務局を務める「国内 LBO ファイナンスの課題に関する勉強会」（本勉強会）が報告書（本報告書）を取りまとめ、公表しました¹。

本勉強会は、近年の国内 LBO ファイナンス市場の状況を踏まえ、LBO ローン市場の健全な発展のために、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、約半年・7 回にわたり開催されたものです。メンバーには、LBO ローンの貸し手や投資家の立場である金融機関、調達側の立場である PE ファンドのほか、規制当局である金融庁・日銀も含まれています。

本報告書は 3 部構成になっており、第 1 章で国内 LBO ファイナンス市場の状況を概観し、投資家のすそ野拡大の必要性等を述べた上で、第 2 章でプライマリー市場における課題・取組方針、第 3 章でセカンダリー市場を含む投資家層の多様化に向けての課題・取組方針を議論しています。そして最後に、本報告書で取り上げた短期的・中長期的双方の取組方針について、「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」とされています。

本稿では、LBO ファイナンスに携わる実務家の視点も交えて、本報告書の内容を紹介します。

II. 国内 LBO ファイナンス市場の概観

本報告書第 1 章は、国内 LBO ファイナンス²市場の状況を、米国市場と比較しつつ概観しています。大企業による事業再編の活発化、中堅・中小企業の事業承継ニーズ、PE

¹ 全銀協のウェブサイト (<https://www.zenginkyo.or.jp/news/2024/n032501/>)

² LBO ファイナンスの仕組みや特徴については、全銀協報告書 4 頁、森・濱田松本法律事務所編『M&A 法体系第 2 版』（有斐閣、2022 年）948 頁以下、末廣裕亮「買収ファイナンス」（角 紀代恵＝道垣内弘人＝山本和彦＝沖野真已編『現代の担保法』（有斐閣、2022 年）所収）431 頁以下参照。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

ファンドの潜在的な活用余地などを背景に、当面、国内 LBO ファイナンス市場は成長が見込まれるとの予測の下³、市場参加者拡大の必要性が述べられています。

本報告書は、市場参加者拡大の必要性のほか、適切なリスクリターンの確保、(現在の市場参加者を含む)LBO ローンの健全性確保についても強調する内容になっています。近時、金融庁は LBO ローンのリスク管理等についてモニタリングを強化しており⁴、日銀も、昨年に続き、地域金融機関を中心に LBO ローンの審査・管理等を考査の重点項目としています⁵。本勉強会の立ち上げには金融庁の意向があったとの指摘もあり、本報告書においては、市場の規律維持も重要なテーマであることが表れる内容となっています。

<LBO ローン市場における問題認識>

大型案件	・ 大手行などのアレンジャーが LBO ローンの大半をテイク & ホールドすることによる、与信集中リスク ・ 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
中小型案件	・ 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
共通	・ 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

(本報告書 5～6 頁より作成)

Ⅲ. プライマリー市場の発展に向けた課題と取組み

1. プライマリー市場の投資家拡大に向けた課題

本報告書第 2 章は、国内 LBO ローンのパライマリー市場について、現在の投資家層が限定的であることを踏まえ、将来的な投資家層拡大のための課題を検討しています。LBO ローン市場が発展している米国との市場環境の差異⁶を背景に、有価証券投資目線での投資家の前に、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、地域金融機関・国内機関投資家や、

³ 本報告書ではメガバンクにおける LBO ローン残高の増加傾向がデータと共に紹介されており(本報告書 5 頁)、2023 事務年度の金融行政方針(金融庁のウェブサイト: <https://www.fsa.go.jp/news/r5/20230829/20230829.html>) 36 頁においても、大手行の LBO ローン残高の増加傾向が紹介されています。また、日銀の金融システムレポート(2024 年 4 月号) 39 頁では、LBO ローン市場の活性化を背景に、地域金融機関によるシンジケートローンの保有残高が拡大している旨が報告されています(日銀のウェブサイト: <https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr240418.htm>)。

⁴ 2023 事務年度の金融行政方針 52 頁。

⁵ 日本銀行「2024 年度の考査の実施方針等について」(2024 年 3 月 12 日)(日銀のウェブサイト: http://www.boj.or.jp/finsys/exam_monit/index.htm)

⁶ 米国の市場と異なり、国内においては、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ことが指摘されています。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

外資系金融機関の参入における課題がまとめられています⁷。

その上で、本報告書は、課題への具体的な取組方針を2つ提示しています。第1に、地域金融機関等における市場参入については、LBO ローン市場に関する情報不足等を背景に、その審査・管理体制の整備が大きな課題となっていることなどを踏まえ、LBO ローン市場の可視化が取組方針として挙げられています。第2に、大型案件、中小型案件双方において、国内 LBO ローンは適切なリスクリターンが確保されていないという懸念などを踏まえ、LBO ローン市場への一定の規律の導入も取組方針とされています。

2. LBO ローン市場の可視化：データベースの整備

第1の取組方針である LBO ローン市場の可視化については、国内 LBO ローン関連データを収集・開示することが具体的に挙げられています。市場参加者の審査・リスクリターン判断の一助とすることを目的とし、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 LBO ローン固有の事項を含める想定であることが検討されています。また、個別案件ベースの情報開示は案件が特定されるおそれがあるため、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が示されています。

関連データの収集・開示には、本報告書も指摘するとおり情報管理や守秘義務の観点から制約があるため、具体的にどのようなデータベースとなるか、市場参加者の新規参入や態勢整備において有用なものとなるかは、今後の検討次第と言えます。

<LBO 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

(本報告書 14 頁より引用)

⁷ 外資系金融機関の参入に関しては、欧米に比べ、国内 LBO ローンのリターンが低く、レバレッジが高い、といったローン諸条件が大きな障壁となっていることが指摘されています。そのため、本報告書は、まず地域金融機関・国内機関投資家を意識して、課題に対する取組方針を議論しているように見受けられます。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

3. LBO ローン市場への一定の規律：指針・ガイダンスの作成

第2の取組方針であるLBOローン市場への一定の規律については、LBOローンに関する指針・ガイダンスの作成が具体的に挙げられています。市場の規律を保ち、健全なLBOローン市場の発展のため、個々の金融機関等がリスクに応じた態勢を整備することの重要性が指摘されています。その上で、本報告書は、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意義が共有されたと述べています。

指針・ガイダンスの対象は、「大型案件のみならず中小型案件を含むLBOローン全般」とし、「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」を想定している旨が示されています。

4. 実務の観点から

LBOファイナンスは、案件毎の個性が強く、また、M&Aのディールストラクチャーの分析など特有の専門性が要求される分野であるため、これまで限定的な市場参加者や専門家の経験知に基づきマーケットが発展してきた側面があります。こうした中、本報告書で取組方針として明記されたデータベースの整備や指針・ガイダンスの作成は、LBOファイナンスに取り組む上での体系的かつ共通の「目線」を初めて示すものと言え、市場への新規参入や市場参加者による態勢整備に資することが期待されます。

他方で、画一的な指針の策定に対しては、本報告書も述べる通り、「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」が繰り返されます⁸。指針の内容・運用次第では、個別案件の特性を踏まえれば投資可能であった案件の取組みへの障害となることや、指針を満たせさえすればよいとの運用のもと個別案件特有のリスク分析を怠るなどの弊害が生じかねません。データベースによる案件情報の参照についても、本報告書は、個別案件や市場分析に活用する上で、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することの必要性を指摘していますが、これも、定量的な情報が独り歩きすることによる硬直的な実務運用への懸念と言えます。

既述のとおり、LBOファイナンスは、案件ごとの個性が強く、対象会社の業態や

⁸ 本報告書は、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（加重平均有利子負債/EBITDA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旨を紹介していますが、このような数値基準を設けることについての弊害・懸念も指摘しています。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

業況によってモニタリングの項目・深度等が異なり得ます⁹。また、M&A のディールストラクチャーなどに応じたリスク分析も必要となり、それらが契約書における貸付実行前提条件や借入人の義務などに反映されます。本報告書の取組方針を検討するにあたっては、市場参加者、そしてこれをモニタリングする規制当局において、このような LBO ファイナンスの特徴を理解することが肝要であり、必要に応じて外部専門家と連携することも重要と言えます。

IV. セカンダリー市場の発展に向けた課題と取組み

本報告書第 3 章は、LBO ローンの出資家の多様化という観点から、前半でプライベート・デット・ファンド（PD ファンド）活用の意義・課題が検討されており¹⁰、後半でセカンダリー市場の発展が検討されています。

セカンダリー市場について、本報告書は、融資慣行や金融環境等を背景に、LBO ローンに限らずローン市場全体としてセカンダリー市場が発展しているとは言い難く、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旨をまず述べています。その上で、仮にローン市場における売買のニーズが高まった場合であっても、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の課題として、以下の点が議論されています。

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（債権譲渡制限）	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（※担保権信託を活用する場合この限りではない）

（本報告書 23 頁より作成）

本報告書において、外部格付やプライシングの課題については、現状の市場環境等を

⁹ 市場の規律を高めることは、借入人サイドに対して、闇雲に重いコベナントやモニタリング上の義務を課すことを意味するものではないことにも留意が必要です。LBO は、スポンサー（PE ファンド等）が会社経営の知見・ノウハウを活かして買収対象会社の企業価値を高めていくものであるため、レンダー側のモニタリングの要請とスポンサーの事業戦略上の裁量のバランスをとることが重要と言えます。

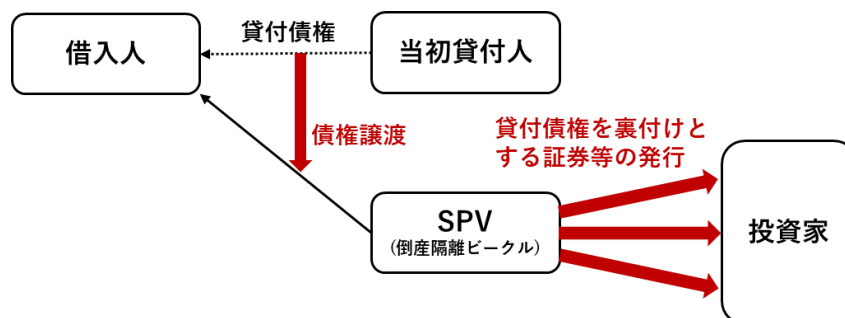
¹⁰ 本報告書では、PD ファンドが出資家から集めた資金をローンの形で運用するファンドであり欧米で活用されていること、国内においても、LBO ローンの出組みについて人的リソースや知見・経験の乏しい投資家が投資する手段となり、スポンサー（調達側）による資金調達手段の選択肢を増やすことになるなど活用の意義が紹介されています。他方で、現在の国内 LBO ローンの場合（スプレッドが低く、レバレッジ倍率が高い傾向）を踏まえると、ファンド投資に見合うだけのリターンは確保できていないのでは、との意見や、案件数の不足・セカンダリーマーケットの不存在から、PD ファンド運営者による機動的なポートフォリオの構築・調整ができないとの問題点の指摘もされており、結論として、「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」と述べるにとどまっています。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

踏まえ、具体的・短期的な取組方針は示されていません。一方、債権譲渡実務（債権譲渡制限）については、過度な譲渡制限特約がセカンダリー取引の制約になる懸念が示され、「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和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」と示されています。また、債権譲渡実務（担保譲渡）については、LBO ローンの全資産担保の実務を背景に、債権譲渡に伴う担保移転の手続が円滑なセカンダリー市場での売却の妨げになるとの意見が紹介されています。その上で、法制審議会担保法制部会等の場を通じ担保法の改正にあたって制度の見直しを要望するなどの取組みとともに、「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」と締めくくられています。

本報告書も指摘する通り、近い将来 LBO ローンのセカンダリー市場が急拡大することは望めないものの、LBO ローンの投資家層の多様化に向けて実務上の工夫を議論することは必要と考えられます。たとえば債権流動化・証券化の手法を利用するなど、本報告書では紹介されていない枠組みなども検討に値します。

<参考：流動化・証券化の手法>



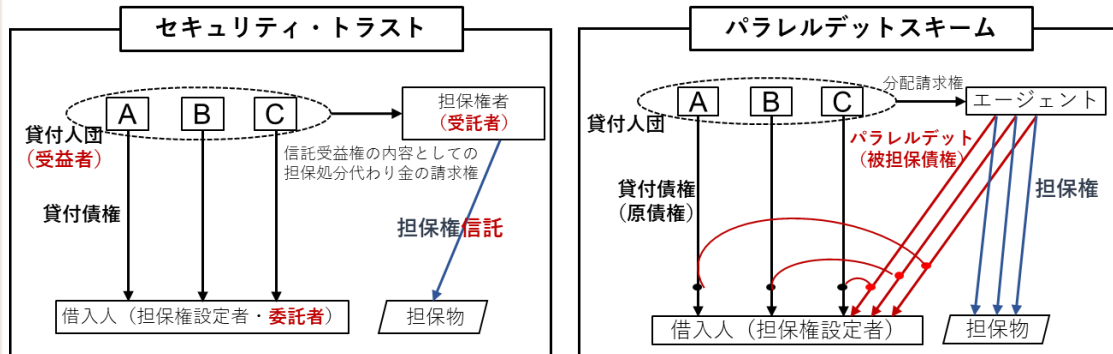
債権譲渡実務（担保譲渡）についても、債権譲渡の都度、担保移転の手続が必要となることを回避するためのストラクチャーとして、いわゆるセキュリティ・トラスト（担保権信託）の活用が考えられます。また、海外では、パラレルデットスキーム（各投資家が保有する貸付債権とミラーの債権を担保エージェントが保有し、担保エージェントの債権のみを被担保債権とする担保権を設定することで、投資家は、担保の利益を実質的に享受しつつ、債権譲渡に伴う担保権の移転を不要とするスキーム）が採用されることも多く、国内でも、2020 年 4 月施行の改正民法で「連帯債権」が明文化されたことにより、理論上はパラレルデットを行い易くなりました。これらのスキームは、それぞれに実務上の課題もあり、必ずしも利用やその検討が進んでいないところですが¹¹、将

¹¹ セキュリティ・トラスト（担保権信託）は、大型案件を中心に実務上の利用が見られるものの、信託の引受けにライセンスが必要な国内の法制度においては、セキュリティ・トラスティ（信託受託者）の担い手としてライセンスを有する信託銀行・信託会社が必要となるほか、仕組みの複雑さや追加のコスト負担等がネックとなって、中小規模の案件では利用されていません。なお、2024 年 3 月 15 日に国会

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

来的なセカンダリー市場の整備・拡大を見据えた一つの検討項目とすることも考えられます。

<参考：セキュリティ・トラストとパラレルデットスキーム>



V. 結び

本報告書は、取り上げた取組方針について、今後、実務レベルでの検討が進められ、具体的に実行に移されていく予定と述べています。森・濱田松本法律事務所では、引き続き個別の案件に対する専門的なリーガルサービスを提供するとともに、ファンド実務や債権流動化実務等を踏まえたセカンダリー取引発展に向けた検討、LBO ローンのリスク分析・管理のための態勢整備のサポートなど、この分野において多角的なリーガルサービスを提供していく所存です。

に提出された「事業性融資の推進等に関する法律案」は、企業の総財産に担保権を設定することを可能とする新たな担保権として、「企業価値担保権」を創設するものです。企業価値担保権の利用にあたっては、セキュリティ・トラストの仕組みをとることが必須とされ、その信託受託者には特有のライセンスが必要とされていますが、銀行等の一定の金融機関は当局への届出のみで信託受託者になることが可能とされています。

パラレルデットスキームについては、民法上は可能と解されるものの、会計上の取扱いや金融規制（大口供与等信用規制、自己資本規制）上の取扱いが不明確なことなどを背景に、現状の実務においては利用されていません。

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

セミナー情報

- セミナー [『サステナビリティ×ファイナンス連続ウェビナー』](#)
 視聴期間 2023 年 10 月 30 日（月）～2024 年 5 月 31 日（金）
 主催 森・濱田松本法律事務所

No.	テーマ	講師
1. 配信済	「サステナビリティ×ファイナンス」イントロダクション	末廣 裕亮 弁護士 富永 喜太郎 弁護士
2. 配信済	サステナビリティ×ディスクロージャー	五島 隆文 弁護士
3. 配信済	サステナビリティ×デット・ファイナンス	二村 佑 弁護士
4. 配信済	サステナビリティ×エクイティ・ファイナンス	宮田 俊 弁護士
5. 配信済	サステナビリティ×REIT/不動産ファンド	山本 義人 弁護士
6. 配信済	サステナビリティ×アセマネ	廣本 文晴 弁護士 白川 剛士 弁護士
7. 配信済	サステナビリティ×ローン ～サステナビリティ・リンク・ローン等の契約実務～	末廣 裕亮 弁護士
8. 配信済	トランジション・ファイナンス	佐藤 正謙 弁護士
9. 配信済	インパクト投資	田中 光江 弁護士
10.	サステナビリティ×金融レギュレーション(1)（気候変動リスク管理など）	富永 喜太郎 弁護士
11.	サステナビリティ×ブロックチェーン	石橋 誠之 弁護士
12.	カーボンクレジット	久保 圭吾 弁護士
13.	サステナビリティ×金融レギュレーション(2)（顧客への気候変動対応支援など）	富永 喜太郎 弁護士
14.	ソーシャル/人権×ファイナンス	白川 佳 弁護士

STRUCTURED FINANCE / BANKING BULLETIN

文献情報

- 論文 「JAPAN: An Introduction to Capital Markets: Domestic: J-REITs」
掲載誌 Chambers and Partners
著者 尾本 太郎、佐伯 優仁、佐藤 喬洋、武内 香奈（共著）

NEWS

- The Best Lawyers in Japan™及び Best Lawyers: Ones to Watch in Japan™ (2025 edition)にて高い評価を得ました
Best Lawyers®による、The Best Lawyers in Japan™ (2025 edition)にて、当事務所の弁護士 157 名が The Best Lawyers in Japan™ に、42 名が Best Lawyers: Ones to Watch in Japan™ に選出されました。

Best Lawyers

・ Banking and Finance Law

佐藤 正謙、松井 秀樹、丸茂 彰、植田 利文、小澤 絵里子、小林 卓泰、石川 直樹、末岡 晶子、小田 大輔、青山 大樹、江平 享、岡谷 茂樹、島 美穂子、岸 寛樹、倉持 喜史、末廣 裕亮、村上 祐亮、白川 佳、中条 咲耶子

・ Structured Finance Law

佐藤 正謙、松井 秀樹、諏訪 昇、植田 利文、小澤 絵里子、小林 卓泰、武川 丈士、石川 直樹、青山 大樹、江平 享、岡谷 茂樹、村上 祐亮、蓮本 哲

Ones to Watch

・ Banking and Finance Law

岡成 明希子、鮫島 裕貴

・ Structured Finance Law

岡成 明希子、鮫島 裕貴