

GCA FAS News

September 2015

Vol.13



Trusted Advisor For Client's Best Interest

GCA *Financial
Advisory
Services*

M&A 特有の資金調達 ～LBO ファイナンス～

【本号の内容】

1. はじめに
2. LBO ファイナンスとは
3. メリット・デメリット
4. LBO ローンの特徴・留意点
5. おわりに

GCA FAS 株式会社

1. はじめに

トムソンロイターによると、2015 年第 1 四半期の日本企業関連の M&A 公表案件は 5.7 兆円(買収金額ベース)で、第 1 四半期ベースでは過去最高額を記録、また、日経新聞の社長 100 人アンケートによると日本企業の 3 割が手元資金を M&A に充当すると回答されており、今が投資のチャンスと見定め、M&A に積極的に打って出る企業も非常に多くなってきています。

このような環境下において、M&A の機会を逃さないよう、手元資金だけではなく外部からの資金調達により M&A の実施を考えている方も多くいるかと思えます。資金調達というと、買い手が自らの信用力を活用して銀行ローンを借り入れたり、増資することが一般的ですが、対象会社の信用力を活用し、かつ買い手に対してローンの遡及がない形(ノンリコース)で資金調達する「LBO ファイナンス」という手法もあります。

本稿では、LBO ファイナンスの手法と特徴・留意点を解説致します。

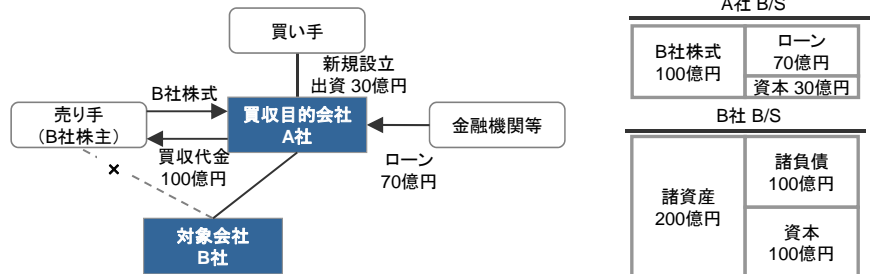
2. LBO ファイナンスとは

LBO(Leveraged Buyout)ファイナンスとは、買収対象会社の資産や将来キャッシュフロー(CF)を返済原資として、買収資金を調達する手法であり、買い手が少ない投資額で多額の買収をできることからテコの原理(Leverage=テコ)になぞらえて LBO と呼ばれています。主に投資ファンドによる買収や MBO の際に活用されている手法のため、あまり馴染のない方も多かもしれませんが、ソフトバンクによるボーダフォンの買収やノジマによる ITX の買収等、事業会社による買収でも本手法が活用されています。

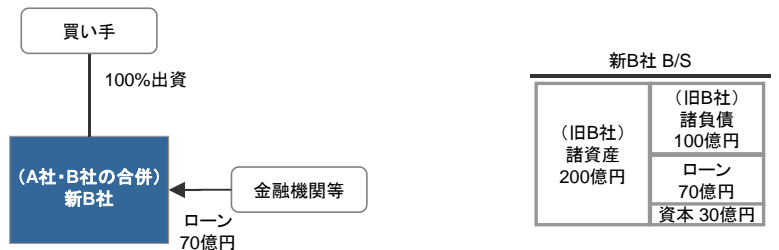
LBO ファイナンスとは具体的には以下のようなスキームになります。

<図① LBO ファイナンスのスキームイメージ>

(1) 買収目的会社での資金調達 / 株式買収



(2) 買収目的会社と対象会社の合併



- (1) 買い手が買収目的会社を設立、買収目的会社は買い手からの出資、金融機関からのローン等により資金を調達し、売り手に買収代金を支払います。
- (2) 対象会社の株式を買収後、買収目的会社と対象会社を合併させます。これにより、買収目的会社で調達したローン＝対象会社のローンとなり、対象会社の事業から得られる将来 CF、資産売却等により、ローンを返済していきます。

3. メリット・デメリット

LBO ファイナンスには、買い手が自らの信用力を活用して資金調達する場合に比べて以下のようなメリット・デメリットがあります。

LBO ファイナンスの活用により、買い手の投資額の抑制、買い手のリスクの限定、内部収益率の向上といったメリットを享受できる

- ① メリット
 - ・ 買い手は少ない自己資金で M&A を実施可能
 - ・ ノンリコースのため、買い手のリスクは出資額に限定
 - ・ レバレッジ効果による内部収益率 (IRR) の向上
- ② デメリット
 - ・ 自社で借り入れるよりも高い借入コスト、厳しい借入条件
 - ・ ローンのコベナントによる、対象会社の経営への制約
 - ・ 対象会社による借入負担増の抵抗感

買い手にとって投資額が抑制され、万が一対象会社でローンの返済が滞っても買い手に対し遡求されない(ノンリコース)ためにリスクが限定されることが大きなメリットと言えます。

また、レバレッジ効果とは、借入を活用し少ない投資金額でリターンを増大させる効果を言い、一般的な株式投資を前提とすると、下図②のとおり、同じリターンであっても借入を活用することでIRRは改善します。これは投資全体のリターン(1,000の買収金額に対して毎期100の配当=10%)に比べ、負債コスト(銀行ローン利率=2%)の方が低い場合には、借入で調達している3割部分のリターンについては、負債コスト分は金融機関に支払われますが、負債コストを上回る分については、買い手に帰属することによるものです。

<図② レバレッジ効果について>

(前提条件)		3年後売却価格	
買収金額	1,000	銀行ローン返済	1,000
配当/年	100		3年均等
銀行ローン利率	2%		

パターン① 全額自己資金					パターン② 買収資金の一部を銀行ローンで調達				
自己資金	1,000				自己資金	700			
銀行ローン	0				銀行ローン	300			
	Y0	Y1	Y2	Y3		Y0	Y1	Y2	Y3
投資額	(1,000)				投資額	(1,000)			
銀行ローン	0	0	0	0	銀行ローン	300	(100)	(100)	(100)
支払利息		0	0	0	支払利息		(6)	(4)	(2)
受取配当金		100	100	100	受取配当金		100	100	100
株式売却収入				1,000	株式売却収入				1,000
CF合計	(1,000)	100	100	1,100	CF合計	(700)	(6)	(4)	998
IRR	10%				IRR	12%			

一方で、本スキームは買収リスクを金融機関に一部負担させることになるため、借入条件は厳しくなります。この点については次項「LBOローンの特徴・留意点」で詳細を解説します。また、対象会社の経営陣が引き続き経営に携わる場合には、借入負担の増加に抵抗を示す可能性があり、対象会社にとってもM&Aが企業価値向上に資するものであることを十分に説明する必要があります。

LBO ローンは、買収リスクを金融機関に一部負担させることになるため、コストやコベナンツ面等においてはコーポレートローンに比べて、条件が厳しくなる

4. LBO ローンの特徴・留意点

一般にLBOファイナンスで調達するローンはLBOローンと呼ばれ、上述のとおり、買い手が自らの信用力で調達するコーポレートローンに比べ、条件は厳しくなります。

(1) 借入形態・借入期間

LBO ローンは、買収資金に充当する「タームローン」と買収後の運転資金変動に充当する「コミットメントライン(リボルバーとも呼ばれる)」に分かれます。

タームローンは、借入期間 5~7 年の長期ローンであり、買収時に借入れます。弁済方法が毎期一定の約定弁済がある「タームローン A」と期限に一括で弁済する「タームローン B」に分かれ、タームローンの総額に対して、タームローン A とタームローン B の割合は、概ね 1:1 に設定されることが一般的です。タームローン A は対象会社が毎期生み出すフリーキャッシュフロー(FCF)で弁済されることを想定しており、対象会社の事業計画を基に各期の弁済可能金額を設定します。一方でタームローン B は期限到来時に一部をリファイナンスすることが想定されていることが多く、弁済期限を迎えた際に全額弁済するだけの資金が残らない前提での事業計画であっても借り入れは可能となります。

コミットメントラインは、月中の入出金タイミングのズレや事業の季節性により必要運転資金が変動する場合に備えて、買収後の必要な時期に短期で調達できる借入枠を銀行に約束(コミット)してもらうローンです。LBO ローンの借入条件により、原則として買収後の追加借入が禁止されるため、期中の必要運転資金の変動による必要借入枠を、買収時に設定します。

(2) コスト

まず、ローン実行まで(実行時含む)に発生するコストとして、デューデリジェンス(DD)やローン契約作成のための会計士・弁護士等の専門家報酬及び融資手数料(アップフロントフィーとも呼ぶ)があります。LBO ローンはあくまで対象会社の CF や資産のみを返済原資とし、かつ買収により経営環境が変化するため、金融機関の審査も厳しくなり、DD レポートの提出を求められることが一般的です(DD は財務、税務、法務、ビジネスが一般的に求められます)。また、LBO ローンは、複雑な条件が設定されるため、ローン契約書が 100 頁を超過することも珍しくありません。契約書の作成にあたり、買い手、金融機関それぞれが弁護士を雇うことが一般的であり、金融機関側の弁護士費用も買い手側が負担することになります。万が一買収を途中で断念することになった場合もこれらの費用は買い手で負担する必要があることに留意が必要です。

続いて、ローン実行後に発生するコストとしては、借入利息及びコミットメントフィーがあります。金融機関にも買収のリスクを負担させることになるため、借入利息はコーポレートローンに比して高い利率が設定されます。利率の設定方法としては TIBOR+スプレッドの変動金利で、スプレッドは企業の信用力の変化に合わせて変動する「プライシンググリッド」と呼ばれる形態をとるのが一般的です。

尚、ここでいう企業の信用力の変化は、通常、有利子負債÷EBITDAで求められる「レバレッジレシオ」の水準で定められます。

また、コミットメントフィーは、金融機関が一定金額まで貸付することを約束(コミット)することに対する費用で、コミットメントラインのうち未使用枠に対して一定の料率を乗じて算定されます。

(3) 保証・担保

保証については、原則的に対象会社の全子会社が連帯保証債務を負います。一方で、親会社である買い手は連帯保証債務を負わない(所謂ノンリコース)ことが一般的です。そのため、買い手の投資リスクは自己資金による拠出額に限定されることとなります。

また、担保については、対象会社及びその子会社が保有する資産は原則的に全てが担保設定対象となります。加えて、買い手が保有する対象会社の株式は、必ず担保設定を求められます。この点はLBOローンの特徴と言えます。

(4) コベナンツ(誓約事項)

LBOローンは対象会社のCF及び資産のみが返済原資となるため、ローン契約において対象会社の資産が外部に流出しないように様々な誓約事項が課されます。また、金融機関が会社の状況をモニタリングするために、監査済の決算書等の書類提出義務や経営上重要な事項の報告義務も課されることとなります。

下図③で主なコベナンツを紹介します。

<図③ コベナンツの例>

類型	主なコベナンツ(抜粋)
アフアマティブ・コベナンツ(義務)	定期的な業績報告資料の提出 監査済決算書の提出 重要事項の事前・事後の報告 許認可維持 保険付保
ネガティブ・コベナンツ(制限・禁止)	普通株主への配当金の支払禁止 設備投資・投融資の上限設定 定款変更・組織再編等の重要な変更の禁止 特定期間におけるキーマンの継続 チェンジ・オブ・コントロール(主要株主の変更) 追加借入の禁止(コミットメントラインの引き出しを除く)
ファイナンシャル・コベナンツ(財務制限条項)	レバレッジレシオ(有利子負債÷EBITDA) デッドサービス・カバレッジ・レシオ(DSCR) ※DSCR = FCF ÷ (約定元本弁済額 + 金利) 利益の黒字維持 純資産維持

5. おわりに

LBO ローン の 調達 可否 は M&A の 成否 に 直結 する ため、 経験 豊富 な フィナンシャル アドバイザー を 活用 して、 資金 調達 を 含めた ディール サポート を 受ける ことが 重要

冒頭でも触れましたが、事業会社による買収で LBO ファイナンスが活用されているケースはまだまだ少ない状況です。しかしながら、企業価値向上のために積極的な投資が求められていく中で、資金をどのように配分していくか、また投資リスクをどのようにしてミニマイズしていくかは重要な経営課題といえ、投資額・リスクを限定する LBO ファイナンスは今後増加していくことが予想されます。

LBO ファイナンスを活用する場合、売り手との M&A 交渉と同時並行で金融機関と交渉していく必要があります。金融機関交渉の成否が、M&A の成否に直結します。LBO ファイナンスは通常のコーポレートローンとは大きく異なる特殊なローンであり、また審査上求められる内容も大きく異なってきます。そのため、M&A を成功に導くためには、LBO ファイナンスにおいても経験豊富なフィナンシャルアドバイザーを活用することが重要になるといえます。

ここに記載されている情報は概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。したがって一般的な参考目的の利用に限られるものとし、個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく本書の情報を基に判断し行動されないようにお願いします。本書に含まれる情報は正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではありません。本書に含まれる情報に基づき行動または行動をしないことにより発生した結果について、GCA FAS はいかなる責任、義務も負いません。

お問い合わせ:

GCA FAS 株式会社

〒100-6230

東京都千代田区丸の内 1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内 30 階

TEL: 03 6212 1850 (代表)

E-mail: info@gcafes.com

<http://www.gcafes.com/>