

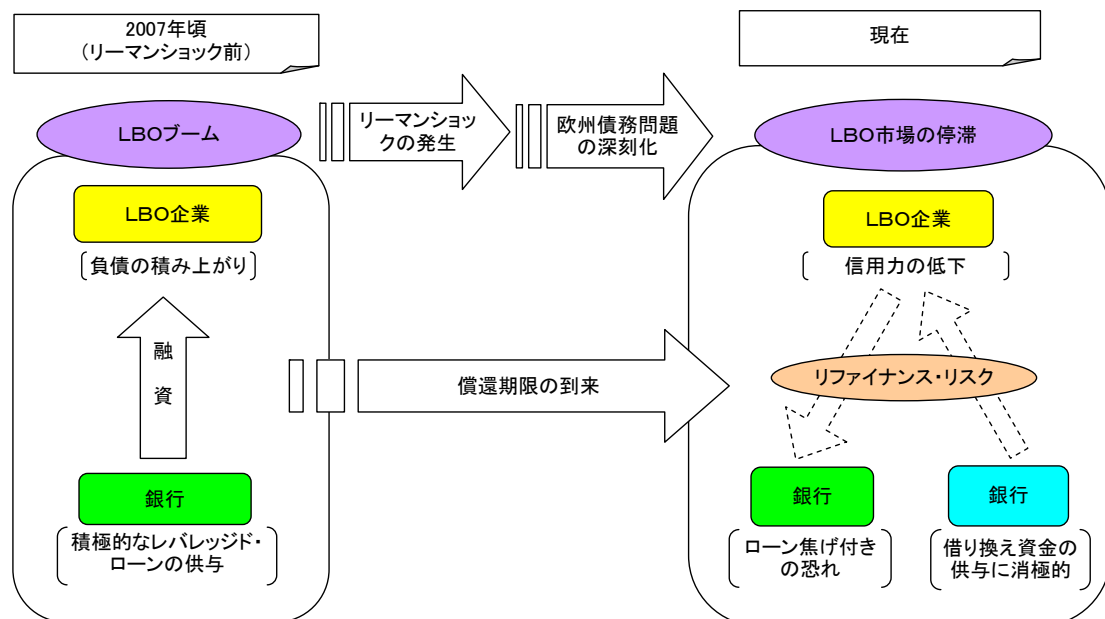
《金融情報 2012-3》

懸念される欧州LBO融資のリファイナンス問題

《要旨》

- 欧州のLBO向け融資が、リファイナンス問題に直面している。今後数年間にわたり、リーマン・ショック発生前に実行された大型案件向け融資の償還期限が到来するためである。ムーディーズは、無格付け企業向けLBO融資 1,330億ユーロのうち4分の1がデフォルトに陥るリスクがあると警鐘を鳴らした。
- 欧州企業のレバレッジド・ローンとハイイールド債の発行額は、欧州債務危機の深刻化を背景に、この1年間で急減した（今年上期において、前者は前年同期比53.7%の減少、後者は同41.9%の減少）。
- 欧州金融資本市場の混乱の収束には時間を要するため、今後もLBO向けローン・社債市場に向かう資金は停滞を続ける懸念がある。さらに、仏新政権の公約に見られるような金融規制強化の動きが広がれば、欧州LBO企業の資金調達は一層困難なものとなる。

○リファイナンス問題のイメージ図



1. 欧州LBO向け融資への警告

本年5月にムーディーズは、欧州LBO（Leveraged Buyout、買収先の資産等を担保にした資金借り入れによる買収）向け融資の抱えるリスクについてレポートを公表した。本レポートによると、2015年末までに償還期限を迎える無格付け企業向けLBO融資について、1,330億ユーロのうち少なくとも4分の1がデフォルトに陥る可能性があるという。

LBO向け融資のデフォルトが懸念されるのは、こうした融資がリファイナンス・リスク（ローンの満期時に借り換えに失敗するリスク）に直面しているためである。すなわち、今後数年間にわたり、リーマン・ショック発生前に実行された大型LBO案件向け融資の償還期限が到来する。これに伴い、LBO向けのシンジケートローン・社債市場¹では大量の借り換え需要が発生する一方で、欧州債務問題の深刻化を背景に、リスクの高いLBO案件に向かう資金供給が細っている。このため、同市場において資金需給に不均衡が続くことが予想され、借り手のLBO企業の中でも特に信用力の低い無格付け企業は融資の借り換えが困難となることが懸念されているのである。

2. LBO向けローン・社債市場の動向

金融危機前における欧州LBOのファイナンス手段はレバレッジド・ローンが中心であり、主に銀行や証券化商品であるCLO（Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券）を通じて資金が供給された。とりわけ、CLOはLBO向けの融資・社債の購入・転売に重要な役割を果たした。しかしながら、現在銀行は金融市場の混乱に加え、規制強化の影響もありリスクの高い資金供給に消極的となっているほか、CLOを含む証券化市場の機能回復は道半ばである。

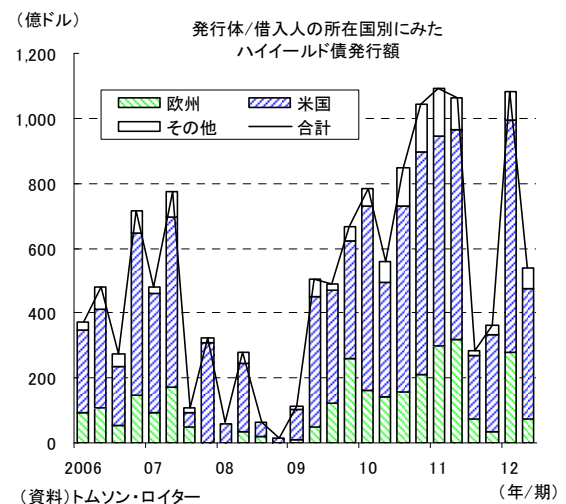
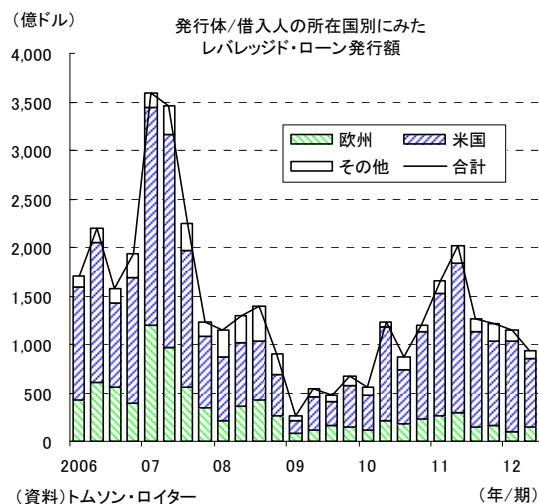
欧州企業のレバレッジド・ローン発行額をみると、リーマン・ショック後増加基調を続けたものの、緩やかなペースにとどまった。さらに、欧州債務危機の深刻化を背景に、2011年半ばから発行額は再び減少に転じている。今年上半期のレバレッジド・ローン発行額は261億ドルと前年同期比で53.7%も減少しており、欧州の無格付けLBO企業にとって、レバレッジド・ローンの借り換えに困難な状況が続いていると考えられる。

ローン調達に困難な企業は、借り換え資金を主にハイイールド債による調達にシフトする必要に迫られる。もっとも、欧州企業のハイイールド債の発行額は、2011年半ばまで増加したものの、それ以降減少しており、レバレッジド・ローンを代替する機能は低下していると考えられる。今年上半期のハイイールド債発行額は356億ドルと前年同期比で41.9%減少した。無格付け企業がレバレッジド・ローン市場に加え、ハイイールド債市場からの資金調達も困難になると、無格付け企業のデフォルト率はさらに上昇することになる。

こうした中、欧州企業は調達コストの高い域内を避け、米国市場での資金調達を求める傾向が見られる。今年に入り、欧州の低格付け企業の米国におけるレバレッジド・ローン発行額やドル建てハイイールド債の発行額が過去最高のペースで増加しているという。もっとも、米国市場もLBOや商業用不動産ローンのリファイナンス問題を抱えるなか、この

¹ LBO向けのシンジケートローン・社債は格付けが投資不適格に分類され、レバレッジド・ファイナンス市場で資金調達される。レバレッジド・ファイナンス市場は、①シンジケートローンの中のレバレッジド・ローン（非投資適格ローン）、②社債の中のハイイールド債（非投資適格債）、から構成される。

1年間でレバレッジド・ファイナンス市場においてローン供与や起債の減少が見取れ、どこまで信用力の低い欧州企業の資金調達の受け皿となり得るか不透明である（米国企業の今年上期におけるレバレッジド・ローン発行額は前年同期比 41.7%減少、ハイイールド債発行額は同 13.7%の減少）。



3. 先行きも資金需給は逼迫

今後を展望しても、欧州の金融資本市場における混乱の収束には時間を要すると見込まれるため、当面銀行や機関投資家のリスク回避姿勢は続くと考えられる。LBO向けローン・社債市場に向かう資金供給が停滞が続ければ、ムーディーズが予測した通り、2015年にかけて無格付け企業向けLBO融資のデフォルトリスクが顕在化する恐れがある。

さらには、こうした状況下において金融機関に対し規制を強化する動きがみられることには注意を要する。本年5月に発足した仏オランダ新政権は、金融取引税や銀行への特別課税、PEファンドによるLBOの抑制策を検討するなど、金融機関へ厳しい姿勢を示している。金融機関のリスクテイク能力を抑制すれば、さらなる信用収縮を招き、無格付けLBO企業のリファイナンスは一層困難なものとなろう。

◆ 『日本総研 政策観測—金融情報』は、金融に関して、研究員独自の視点で切り込むレポートです。本資料に関するご照会は、下記までお願いいたします。

調査部 坂本 達夫 (sakamoto.tatsuo@jri.co.jp)