

プライベートデット・メザニン

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人投資信託協会

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ

<https://www.fromhc.com>

2024.12.3



プライベートデット (Private debt)

スポンサーとノンスポンサーに分類される。スポンサー: PEスポンサーが企業価値向上を意図して企業に出資し、事業買収、合併、非上場化、経営権の移転などを実行する際に調達する借入金。ノンスポンサー: 大型設備投資で一定期間キャッシュフローの赤字化が見込まれるとき、業績悪化で収益力が低下しているとき、担保資産が不足するとき、小口で短期の資金ニーズがあるとき等、銀行融資を手当てしにくい際に、運用会社自身が与信審査し融資実行。

銀行の資本規制がつくる投資機会

銀行はバーゼル体制の強化により、資本規制を受けるため、信用リスクに応じて資本コストが高くなります。理論的には、いかに信用リスクに格差があっても、予想損失が金利で補償されるように、金利水準が定められている限り、統計的総合収益は、同じです。ところが、予想損失を事前に引き当てる銀行の資本規制の下では、信用リスクが高くなると、資本コストがかかる分だけ、金利を引き上げざるを得ません。この金利の上昇分、資本規制を受けない投資家にとって、有利な投資機会が得られます。

リスクシェア取引の仕組みと投資機会

リスクシェア取引は、銀行がローンを保有し続けるために配賦すべき資本額をファンドが差し入れる見合いに、銀行から保証料を受け取る仕組みです。参照ローンにデフォルト等のクレジットイベントが生じれば、ファンドが差し入れた資本から充当します。この仕組みにより、銀行は融資に必要であった留保資金を、収益性の高い事業・投資へ使用できるようになるため、財務の効率化に繋がります。

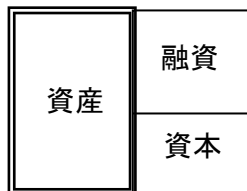
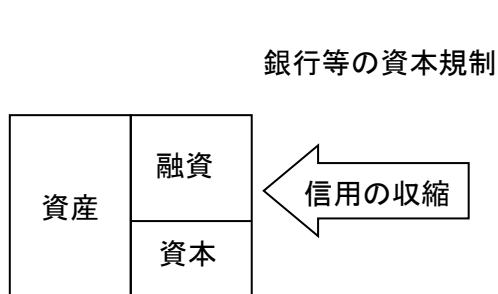
銀行融資以外の資金調達方法

銀行融資に代表される債権は、予測された事業キャッシュフローの範囲内で、利息支払いと元本弁済が可能であることを、基本的要件にしています。企業が銀行等からの融資を得られず、また資本市場からの調達もできない場合は、別の手段で資金調達を行う必要があります。代表的な調達手段はアセットファイナンス、ダイレクトレンディング、メザニン、リスク移転契約が考えられます。

メザニン (Mezzanine)

企業の資金調達には、株式の発行によって資本を増加させる方法と、社債を発行する、あるいは融資を受けることによって負債を増加させる方法がありますが、その中間には、有期で償還される負債性のある資本、または資本に転化し得る資本性のある負債を設計することができます。この中間形態は、資本を建物の一階、負債を二階に譬えることで、中二階、それを英語にしてメザニンと呼ばれます。メザニンには他の株式に比べて優先的地位を持っている優先株、普通社債に比べ、元本と利息の支払いの順位が低い劣後債等、様々な法律上の構成があります。また、経営環境には波があり、企業は一時的に資本不足に陥ることがあります。そのとき、株式を発行して資金を調達することは低い株価での調達となり、希薄化を招く可能性が大きく、できれば避けたいものです。そこで、資本性のある負債、つまりメザニンによる資金調達が工夫されます。非常時には、子会社株式・不動産等の売却も行われることが多く、一般に低廉な譲渡となるため、投資の立場からすれば魅力的な機会となります。

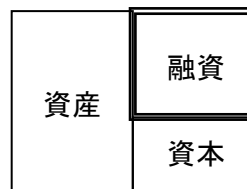
信用の収縮と代替的与信方法の拡大



資産の売却による資金調達(アセットファイナンス)

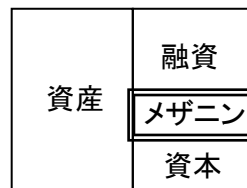
⇒事業売却=プライベートエクイティの投資機会

⇒実物資産の投資機会

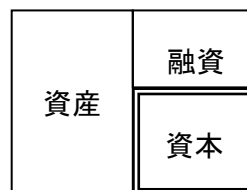


ダイレクトレンディング(銀行等以外からの直接借入)

⇒ファンド(資本規制を受けない)が直接に貸す仕組み



メザニン(株式と債務の間)を使った一時的資金調達



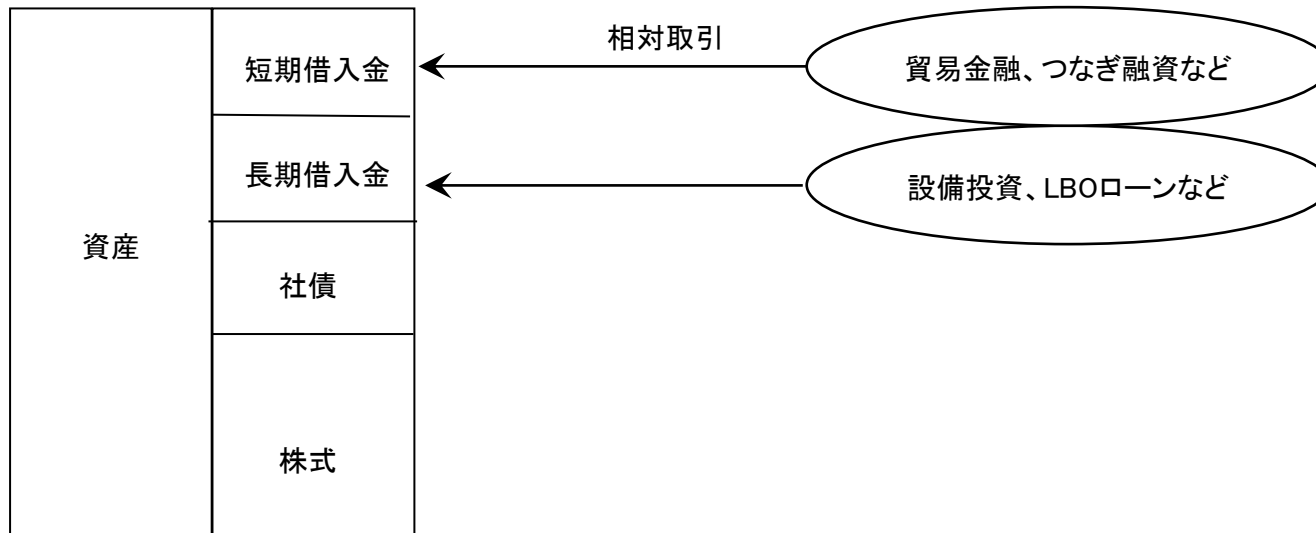
リスクを移転する取引契約で資本の損失を保証

⇒留保している資本の解放

⇒資本構成の最適化・成長の機会

「プライベートデット(ローン)」の投資機会

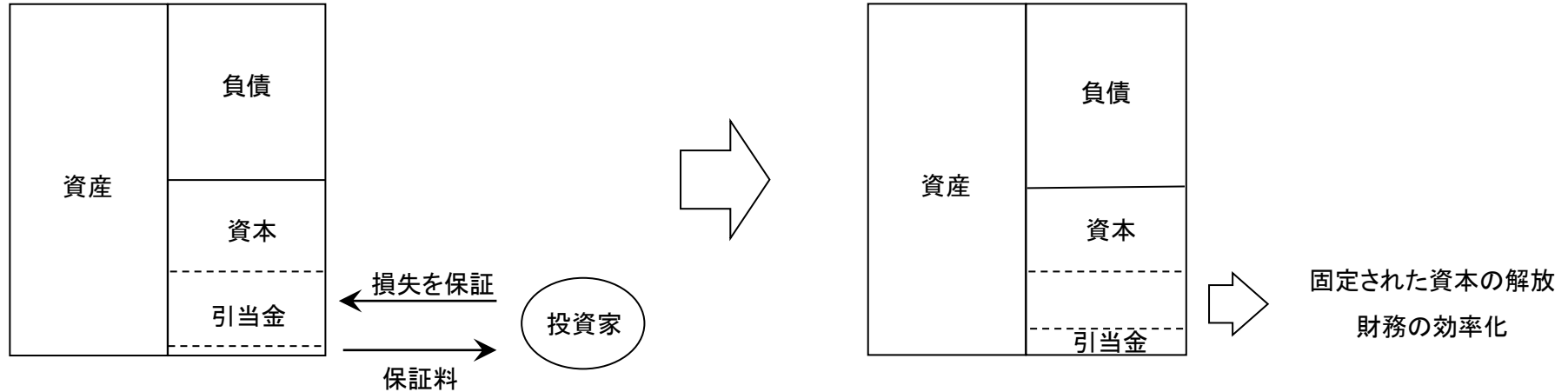
- ⇒ プライベートデット(ローン)は、資本構成構成上、社債よりも高く、最上位に位置し、相対での取引が行われる。
- ⇒ 短期借入金はダイレクトレンディングなど、銀行等以外からの直接借入で、資本規制をうけないファンドが直接に貸す仕組み。短期借入金では相対で貸し付けた、短期ローンの元利金が、自然回収(self-liquidating)される形態であり、パーで弁済されるので、価格の下方硬直性があるのが特徴。不動産のつなぎ融資や貿易金融が事例としてあげられる。長期借入金では、レバレッジドバイアウトのための資金調達や、大型設備投資で一定期間キャッシュフローの赤字化が見込まれる場合に提供されるローンが事例として挙げられる。
- ⇒ 社債は、公開市場での取引なので流動性は高いが、売却によるリスク管理となるため、資本市場の機能不全に弱い。他方、ローンは相対での取引ゆえに、流動性は低いが、関係性によるリスク管理 = リスクの直接的管理が行われ、資本市場の機能不全に強いのが特徴である。



金貸しの本職(銀行)が貸せない先がプライベートデットのマーケットであり、プレミアムが取れる。

「リスクシェアリング」の投資機会

ますます厳しくなる自己資本規制の下で、銀行のリスクと固定された資本を軽減し、経営の健全化を促す「リスクシェアリング取引」

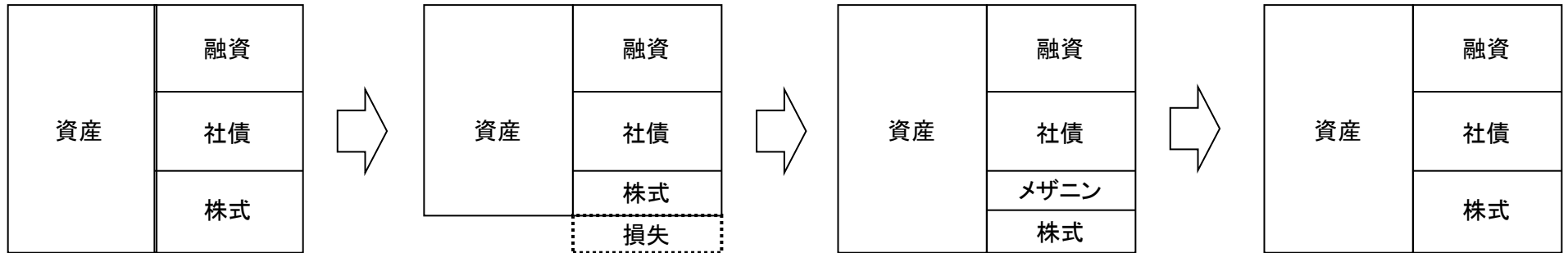


- 想定損失に充てる引当金
- 非想定損失に充てる自己資本
⇒使用できない資本が増加
⇒資本コストが増加

- 信用リスクの一部を投資家へ移転
⇒ROE改善
⇒引当てる必要がなくなった資本は新たな用途へ利用可能

「メザニン」の投資機会

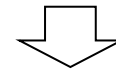
- ・ メザニン(mezzanine)とは、建物の中二階のこと。一階を資本(株式)、二階を債務(融資や社債)としたときの、中間部分のこと
- ・ 具体的には、融資や社債に劣後するが、株式よりは上位の地位。償還できることが原則。株式転換は、むしろ、悪いケース
⇒劣後債権(ローン)、劣後社債、転換社債など



一時的な業況の悪化で、純資産が減少
⇒融資を減らされる可能性
⇒社債の格付が下がる可能性

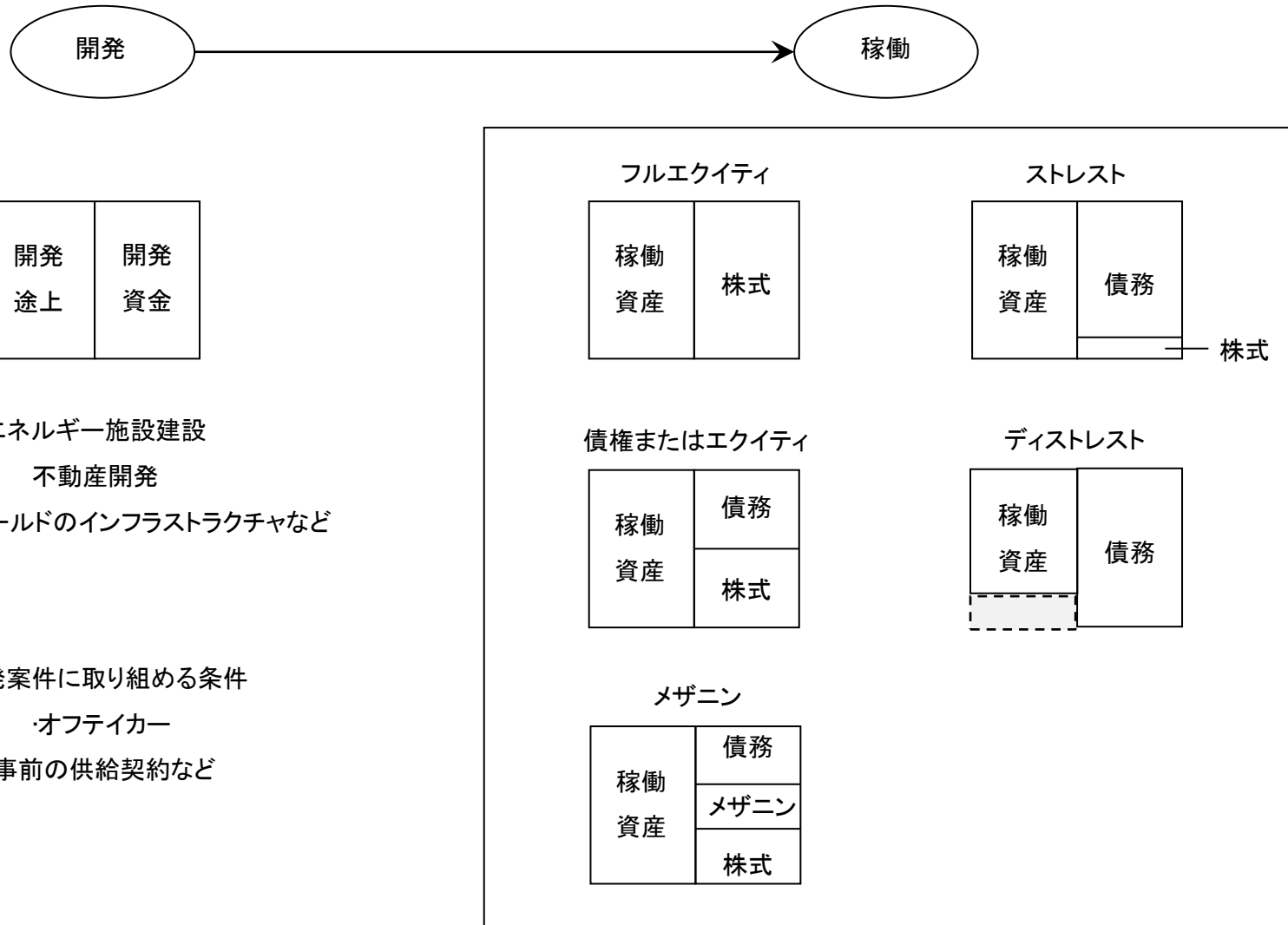
メザニンによる資本補完
⇒ 融資額の維持
⇒ 社債の格付を維持
⇒ 株式の希薄化阻止

業況回復とともに、メザニンを償還
株式転換は、原則、望ましくない



調達コストが割高でも、優越する課題を達成するためには、止むを得ない
⇒有利な投資機会

メザニンはインフラストラクチャー投資にも活用



講演後アンケート

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/zccrJ4juuaXXdMQy6>

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。