

中小企業融資を補完する

プライベート・デット・ファンド

一時的なリスクテイクによって、銀行の新たな融資機会の創造につながりうる

トパーズ・キャピタル
代表取締役 パートナー

新村 健



リーマンショック以降、欧米では中小企業向け貸出においてプライベート・デット・ファンドへの注目が高まっている。年金や生命保険会社などの機関投資家の資金を裏付けに融資を行うもので、有担保のシニアローンを原則とし、直接融資によって情報の非対称リスクの軽減を図るなどの特徴がある。日本でも、地域金融機関が単独でリスクをとることが困難な局面において、プライベート・デット・ファンドが一時的に融資を行い、中小企業の再生・成長を支える事例が出てきている。

貸手と投資先の両面で 代替的な機能を発揮

リーマンショック以降、欧米のクレジット市場では「市場の混乱からの脱却」「金融市場の正常化・安定化」が大きなテーマとなった。その後の金融当局による銀行に対する金融規制強化（自己資本規制、ボルカールールやレバレッジ比率規制など）の流れは、大手商業銀行が

自身のバランスシートを使ってリスクをとることをより困難にし、バランスシートの圧縮が進んだ。すでに一部の銀行は安全な大企業向け融資に注力する一方、信用リスクが高いメザニンローンや中小企業向け貸出業務から撤退するなど、金融仲介機能の低下が起こっている（注1）。こうした状況を受けて、欧米では銀行に代わる代替的な貸手による企業や不動産、インフラ

等への直接融資が拡大した（注2）。その一つが、年金や生命保険会社に代表される機関投資家の資金を裏付けに直接融資を行う「プライベート・デット・ファンド」であり、銀行からの借入れが困難で資本市場へもアクセスができない中小企業に対して、売掛金、動産・在庫、取引先企業の株式等を担保として保全を図りつつ融資を行っている（注3）。プライベート・デット

・ファンドはいわゆる「ローン・ファンド」であり元本回収を最優先している点に特徴がある。この点、プライベート・エクイティ・ファンドや企業再生ファンドのように、エクイティ投資を原則とし投資リターンを極大化を追求するファンドとは大きく異なる（注4）。具体的には、①有担保シニアローンを原則としている、②企業と相対で直接融資を行い情報の非対称リスクの軽減を図っている、③借手の状況に合わせたコベナンツ設定と融資実行から回収までの徹底したモニタリングにより、万が一の貸倒れ時における回収率を最大化する工夫等がなされている——などの点があげられる。そしてこれらの融資の目利き役には、リーマンショックを契機に銀行から流出した人材が多くを占めていることも注目される。

一方、世界的に金融市場のボラティリティが高まるなか、クレジット投資における新しい資産クラスという観点からプライベート・デット・ファンドは欧米投資家の高い注目を集めている。

る。その要因としては、①プライベート・デット・ファンドは企業が約定どおり元利払いを継続する限りリターンが安定しており伝統的資産との相関性が低いこと、②プライベート・エクイティ・ファンドやメザニン・ファンドのようにM&Aや株式市場の状況に案件のソーシングおよびエグジットが左右されないこと、③ファンドへの投資実行後早いタイミングから定期的に配当が生じるので、いわゆる「Jカーブ」を緩和することが可能であること——等がある。また相対取引で流動性が低い「プライベート・アセット」という特性からスプレッドが厚く（注5）、投資家は有担保シニアローンでありながら伝統的な銀行融資と比較して超過リターンを期待できるといふメリットがある。

従来のファンドの手法では経営権の取得がハードルに

日本において中小企業にリスクマネーを提供する民間ファンドは、これまでもプライベート・エクイティ・ファンド、メ

ザニン・ファンド、事業再生ファンド等が存在している（注6）。しかし、こうした従来のファンドの多くは、対象企業の高い成長や経営権の取得を伴うコーポレート・ガバナンスによる再生を前提としており、非上場・オーナー経営が多い中小企業ではオーナーの経営権に対するこだわりがハードルとなっているケースが多くみられる。伝統的な中小企業が直面している資金面のニーズは金繰りの問題であり、オーナーである経営者は経営権を譲り渡したり、株式をファンドが取得したりすることには強い抵抗感がある。したがって、抜本的なソリューションに結びつきにくい。

とくに地域企業の場合、地域に密着した労働集約型の非製造業（サービス、流通・小売、外食、ホテル・旅館等）が中心であり収益力が低いことが一般的である。こうした企業では、投資した元本が数倍になって回収できるようなケースは稀であり、そもそもプライベート・エクイティ・ファンドや事業再生ファンドの投資対象にはなりづらい

という問題が存在している。さらに、オーナー経営の中小企業はガバナンスが十分に機能しないまま非効率な経営により有効な手が打てずに時間が経過するケースもめずらしくない。高い事業成長が見込めない企業が外部からエクイティ性資金を調達することは困難なのが現状である。加えて、長年の日本経済の低迷に伴う業績不振により銀行の自己査定上の債務者区分が「破綻懸念先」等に分類されている企業は、たとえ業績回復の兆候が出てきたとしても直ちに銀行から追加融資を得ることは容易ではない。

国内の中小企業、地域企業が直面しているこうした資金調達面の課題を解決する一つの手段として、当社は銀行からの借入に一時的に支障を来している再生途上・成長途上の中小企業等に対して銀行と協力しながら直接融資を行うプライベート・デット・ファンドの運用を2年前から開始した（注7）。これまでにメイン銀行やファイナンス・ヤル・スポンサー、事業再生系弁護士事務所、コンサルティン

グ会社等から紹介を受けた融資案件は累計300件を超えている。銀行から紹介された案件のなかには、金融円滑化法に基づく暫定リスケ先に対する今後の抜本的な再生支援に向けた一時的なつなぎ融資も存在する。

当社が運用するファンドは、従来のプライベート・エクイティ・ファンドや事業再生ファンド等とは異なり、経営権を取得することは原則として前提としない。あくまでも貸手の立場から取引先企業の業績をきめ細かくモニタリングし、担保の徴求、コベナンツ条項等の活用による牽制機能（いわゆる「デット・ガバナンス」）を効かせながら債権保全を徹底しつつ、取引先企業の事業再生・成長を支援することを目的としている（注8）。ファンドの元本回収方針はあくまで収益償還あるいは銀行のリファイナンスによる元本回収を柱としている。たとえば大きな成長が見込めない中小企業、地域企業であっても、キャッシュフローがあり元本回収の確実性が見込まれる限りリスクマネーを提供することが可能である。ま

たソリューションの性格がエクイティではなくローン（デット）であることから、既存取引銀行との潜在的なコンフリクトが少なく、銀行と協力して取り組むことが可能ということも特徴としてあげられよう（図表1）。

「中継ぎ投手」の役割を果たした二つの事例

こうしたプライベート・デット・ファンドの特徴につき、当社ファンドが手掛けた二つの案件に基づいて具体的に説明したい。1 例目は、既存取引銀行がリスケ対応中のアパレル企業A社に対する季節性運転資金融資のケースである。本件では、A社は業績の低迷に加え過去の為替デリバティブの損失により債務超過状態にあり、中小企業再生支援協議会のもと、取引銀行が元本返済を猶予、抜本的な事業再生計画を策定中であった。

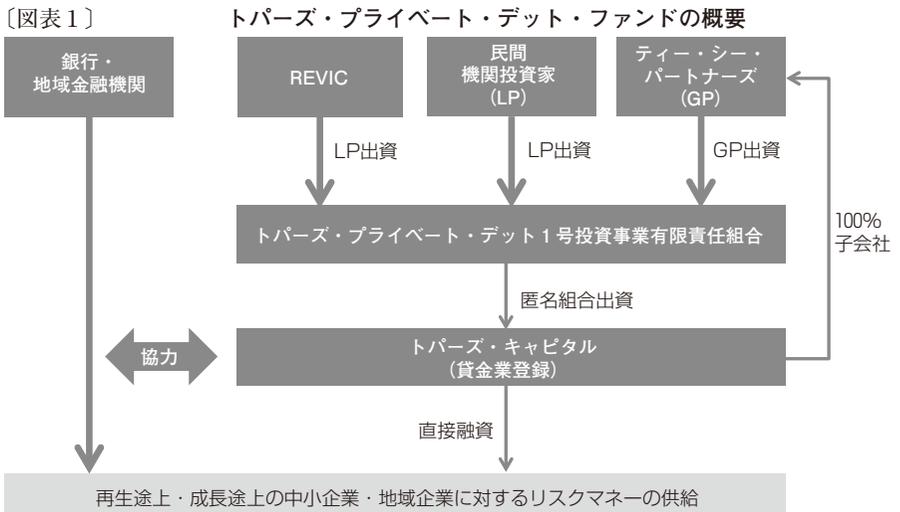
A社の事業特性上、春先に仕入れが先行し、夏場に売掛金を回収するという資金サイクルであり、A社は既存取引銀行に対して借入残高プロラタでの季節性運転資金の融資を依頼した。し

かし、A社の事業回復見込みが依然として不透明ななか、追加運転資金融資に対する既存の全取引銀行の同意を得られなかったため、メイン銀行から当社ファンドに対して運転資金の一時的な引き受けについて依頼があったものである。本件ではA社が保有するアパレル在庫を担保として評価したうえで、A社の過去の売掛金回収実績に基づく融資の回収蓋然性を検証し融資を実行した（注9）。本件はその後A社による売掛金の回収により全額弁済を受けており、現在A社は引き続き銀行支援のもとで再生計画の策定に取り組んでいる。

2 例目は、地方の老舗大型百貨店B社の再生にかかわる店舗改修・運転資金融資のケースである。B社は経営不振を原因として事業再生ADRを申請し、その後独立系の再生ファンドがスポンサーに就任し、既存の全金融機関の同意を得て私的整理による再生計画が成立した。この際、既存金融機関は無担保債権の放棄、残債権については担保処分による一括弁済に応じて

いる。一般的に、債権放棄等を伴った金融支援案件で既存取引銀行が取引を継続することは困難であり、また本件は地方百貨店の再生という難易度の高い融資案件であったため地元の間金融機関も新規融資に応じることができず、当社ファンドに当面の資金繰りについて融資の依頼がきたものである。当社では地方の地元百貨店の再生は地域再生・活性化にとつて意義があるものと認識し、スポンサー計画のもとでの再生の蓋然性を分析したうえで、B社が民間金融機関から借入れを再開できるまでの間の資金を融資した。保全としてはB社が有する売掛金、在庫、貯蔵品、不動産、商

標権等、ほぼ全資産担保という形式をとっている（注10）。B社はその後、当社ファンドからの資金をもとに店舗改修を進め、

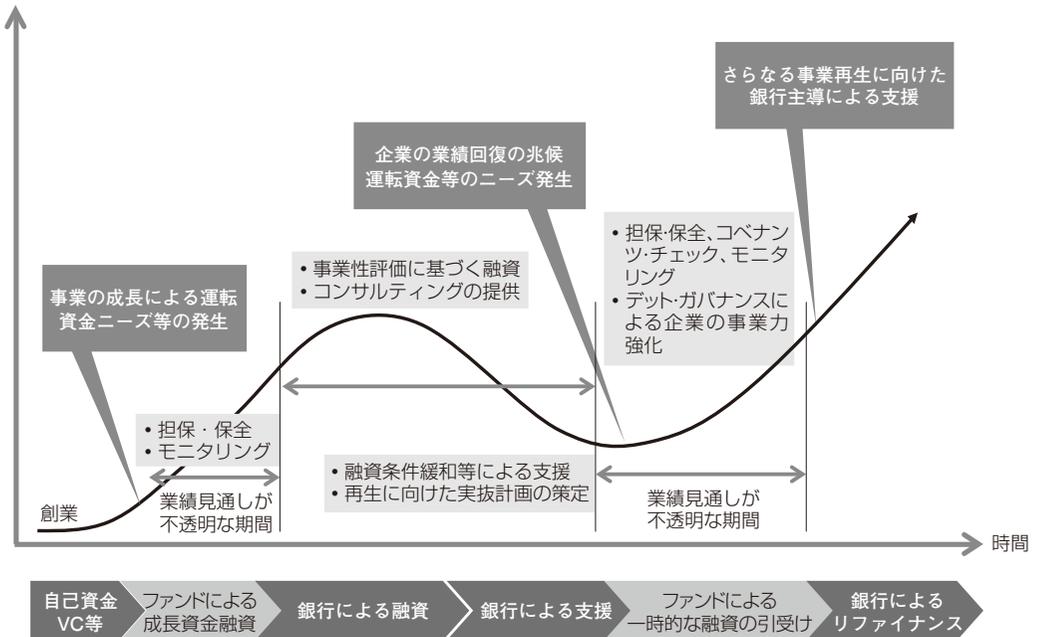


【特集】中小企業金融を巡る枠組み

〔図表2〕

銀行を補完するプライベート・デット・ファンドの役割

業績 (=EBITDA)



地域金融機関の積極的な リスクテイクを補完

2) 再生の蓋然性が高まったタイミングで地元の民間金融機関からの新規融資獲得に至っており、当社ファンドの融資も全額回収されている。

前述の2事例はいずれもなんらかの事情で銀行が一時的に融資を行うことが困難な局面において、銀行が融資可能になるまでの間、当社ファンドが「中継ぎ投手」的な役割で一時的にローンを引き受けたケースであり、ほかにも同様の案件を手掛けている。欧米のプライベート・デット・ファンドは、銀行が撤退してしまった中小企業向けローン市場で銀行に代わって貸手として存在感を高めている。一方、当社ファンドの取組みは、銀行が将来の潜在的な貸手として引き続き存在し、あくまでも一時的に銀行融資を補完する目的で銀行と協力しながらリスクマネーを提供するという、日本独自のプライベート・デット・モデルであると考えている（図表2）。

日本の銀行は90年代後半のバブル崩壊以降、バランスシートの質の改善を徹底的に行い資本も充実させており、またサブプライムローン問題の影響も欧米と比べて小さかったこともあり、現在でも引き続き相対的にリスクテイク力が高いと考えられる。しかし、国際的な金融規制強化の流れは日本の銀行にも例外なく及ぶものであり、とくに大手銀行においては、今後は資本コストを勘案したリターンに見合う資産の積上げに一層注力していくことが予想される（注11）。

その観点からは、今後は与信リスクが高く資本コスト・営業コストに見合わない国内での中小企業向け融資について大手銀行が選別的に対応していく可能性もあるだろう。

一方で、地方銀行を始めとする地域金融機関は、今後はより積極的にリスクをとって中小企業、地域企業に対する融資を伸ばしていくことが期待される。

しかし、企業がテリトリー外に所在する場合や、営業現場のリスク分析ノウハウ・経験の不足、担保の問題や過去の取引経緯等

のさまざまな理由から、実際には地域金融機関が単独でリスクをとることが困難な局面は多々存在するであろう。プライベート・デット・ファンドはそのような局面において銀行と協力し、一時的にリスクを引き受けることによって中小企業の再生・成長を支え、その結果、銀行にとって新たな融資機会を創造する「パートナー」としての機能を発揮していくと思われる。

また、マイナス金利の導入により厳しい運用環境に直面する国内の機関投資家においては、プライベート・デット・ファンドがその特性（有担保シニアローン、安定したリターン、伝統的資産との低相関等）から、今後は日本においても安定的に相応なインカムゲインが得られる新たなクレジット投資機会として成長することも期待される。

（注） 欧米の大手商業銀行による中小企業向け貸出は2002年には69%を占めていたが、14年第1四半期には12%にまで低下している（出所：Griffin-

Benefit Street Partners)。

2 プライベート・デット・ファンドが融資の対象とする領域は広く、中堅・中小企業向け貸出、不動産関連貸出、インフラ関連貸出、買収関連貸出（LBO/メザニンローン）等がある。06年以降、欧米のプライベート・デット・ファンドは急速に拡大しており、14年9月末には約50兆円弱（4650億ドル）の資金をグローバルに集めている

（出所：Brown Brothers Harriman "Private Debt in 2015"）。

3 プライベート・デット・ファンドの定義は広いが、便宜上、本稿では機関投資家の資金を使って銀行を介在せずに直接中小企業へ融資を行うファンドを呼ぶこととする。

4 プライベート・デット・ファンドのなかにはIRRを高めるために、オプション、ワラント等の「エクイティ・キックオフ」を付ける案件もある。

5 プライベート・デット・ファンドの融資は一般的に変動金利貸出であり、金利上昇リスクへの耐久性があるという特徴もある。

6 日本でもノンバンクやファ

イナンス会社が銀行の貸出困難な領域で融資を行っている。ただし、ノンバンクは主たる資金調達を銀行借入れに依存しているのに対し、プライベート・デット・ファンドは資産運用会社が預金取扱金融機関とは異なる性質の機関投資家の長期資金を委託者責任のもとで透明性を確保して運用する点が大きな違いである。同様に、預金を原資に自己のバランスシートで貸出を行う伝統的な商業銀行モデルとも異なる。

7 「トパーズ・プライベート・デット」号投資事業有限責任組合は、銀行、地域金融機関と連携して全国をカバーする地域活性化ファンド。地域経済活性化支援機構をはじめ、大手銀行、地方銀行、生命保険会社等がLP投資家となっている。トパーズ・キャピタルのホームページ（<http://topazcap.com>）参照。

8 デット・ガバナンスによる取引先企業の成長支援は銀行が従来から行ってきている。しかし、銀行と企業との間の長期間にわたる取引関係がデット・ガバナンスの牽制機能を低下させ

ているケースがみられる。

9 当社ファンドは動産担保融資（ABL）の分野でゴードン・ブラザーズ・ジャパンと資本業務提携を締結しており、本件はゴードンとの協働によるABL案件である。

10 本件でも在庫評価等の分野でゴードン・ブラザーズ・ジャパンと協働している。

11 具体例として、大手銀行は高い金利収入が期待できる海外貸出資産の積上げを積極化している。ただし、最近の外貨調達コストの上昇により、今後はこうした取組みにも慎重にならざるをえない状況が出てきている。

にいむら けん

86年早稲田大学法学部卒、日本興業銀行（現・みずほ銀行）入行。産業調査部、ストラクチャード・ファイナンス部を経て、00年メリルリンチ入社。銀行の資本調達・リスクアセット削減案件、銀行大口融資先の私的整理（ADR）アドバイザー案件等に携わる。12年トパーズ・キャピタルを創業。93年コーネル大学ビジネス・スクール卒。