

社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会

本邦メザニン・ファイナンスとコベナンツ

2011年6月7日

株式会社メザニン
笹山 幸嗣



MCo
MEZZANINE CORPORATION

株式会社メザニン(通称:MCo)について

- MCoは、企業年金、金融機関などの投資家からお預かりした資金を、メザニン・ファイナンスとして企業に投資するメザニン・ファンドの運営者です。
- 投資家へはミドルリスク・ミドルリターンの運用機会を、企業へは新たな資金調達手段のご提供を行い、両者をつなぐことで日本の成長と発展に貢献することがMCoの使命と考えています。

経営理念

“ Trusted Investor for Client’s Best Interest ”

Client(クライアント) :MCo ファンドに資金を拠出する投資家、その資金の投資先である企業

事業目的

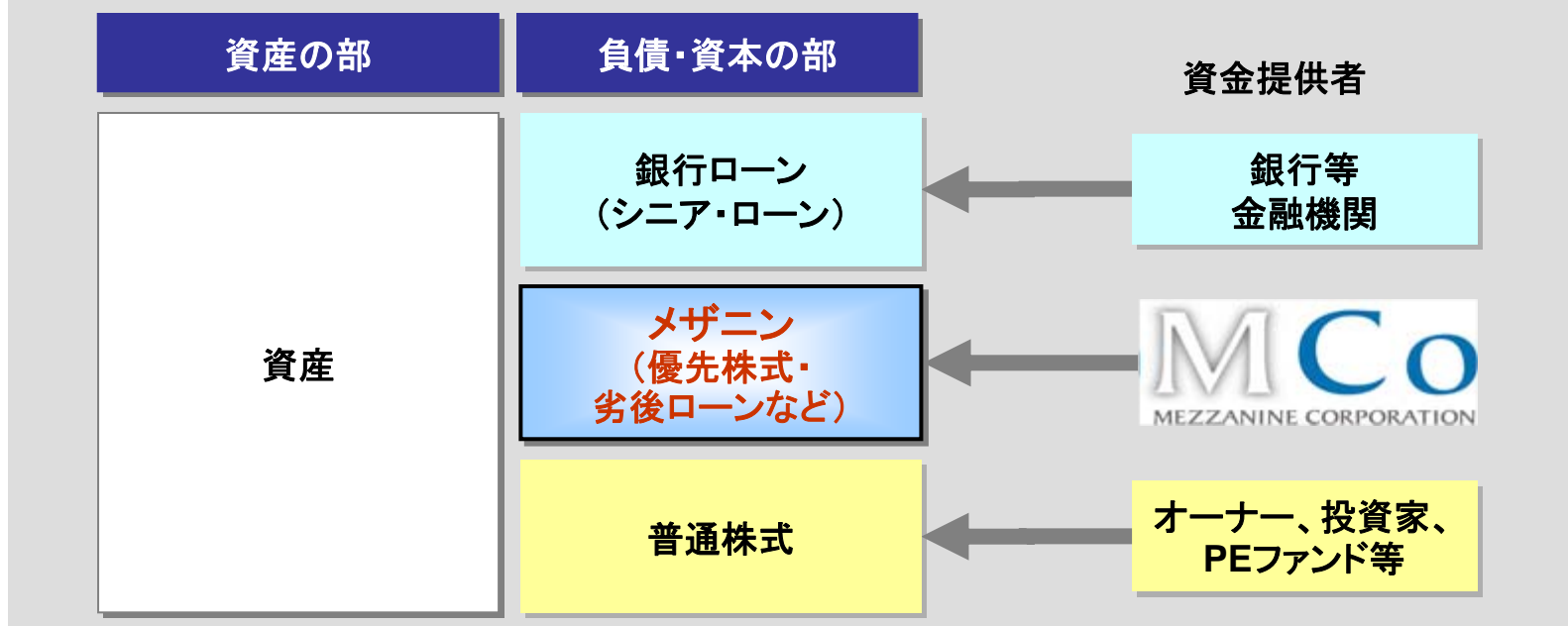
投資家から集めた資金をメザニン・ファイナンスとして企業に投資



メザニン・ファイナンスとは

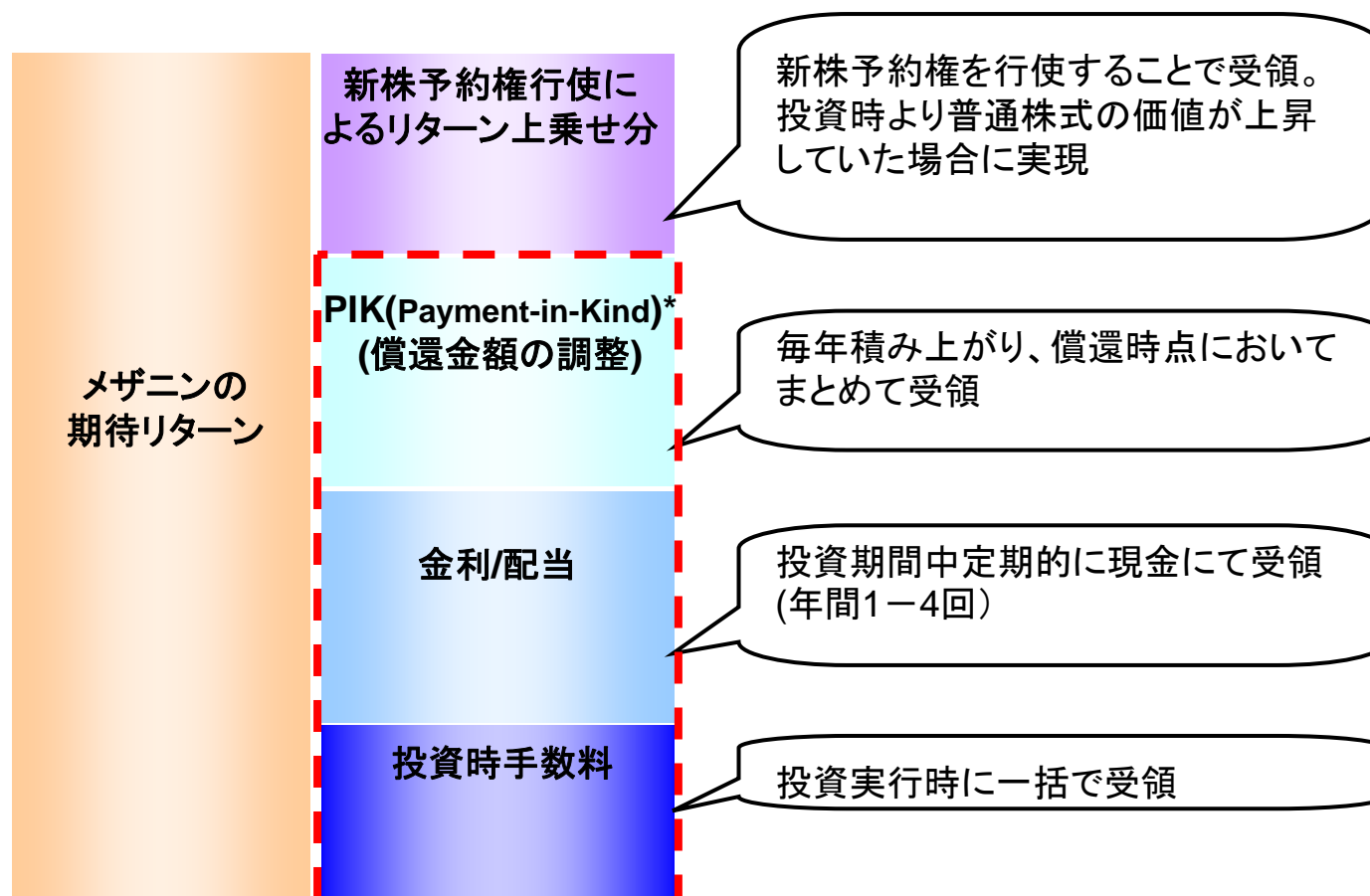
- メザニン・ファイナンスとは、借入（銀行ローン）と資本（普通株式）の間に位置する資金調達手法で、優先株式（無議決権）又は劣後ローンの形態をとるのが一般的です
 - 優先株式： 議決権が発生せず、希薄化を生じない株式
 - 劣後ローン： 金利、元本返済順位等が銀行ローンより劣後するローン

【貸借対照表におけるメザニンの位置付け】



メザニン投資のリターン構成

- メザニン投資の期待リターンは、案件に応じて以下のような要素を組み合わせることで構成します



*投資期間の経過とともに積上がり、償還時点において当初元本に上乗せてして支払われる収益

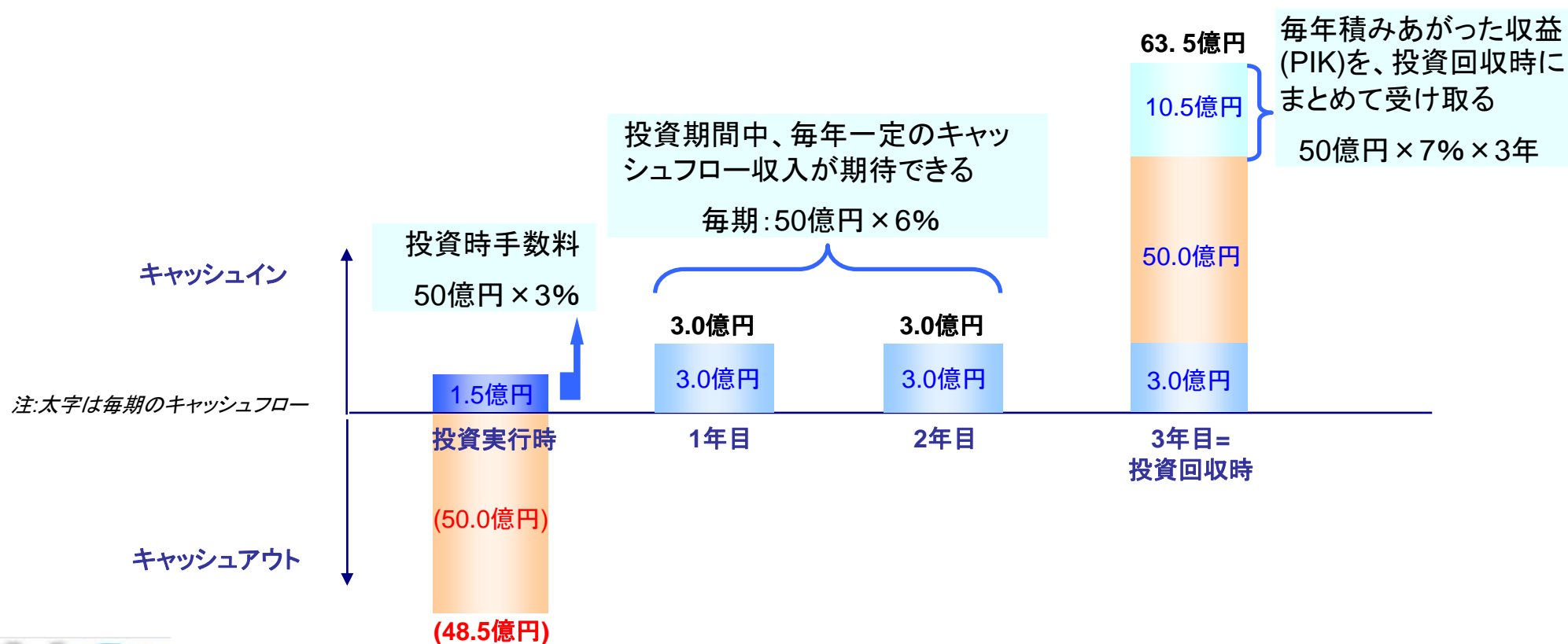
メザニン投資のリターン(仮想例)①

■ 劣後ローン

- 投資金額: 50億円
- 投資期間: 3年(実質)
- 投資時手数料: 投資金額の3%
- 現金金利: 6%(投資金額に対して毎年)
- PIK: 7%(投資金額の7%相当金額が毎年償還金額に上乗せされる)
- 新株予約権: なし

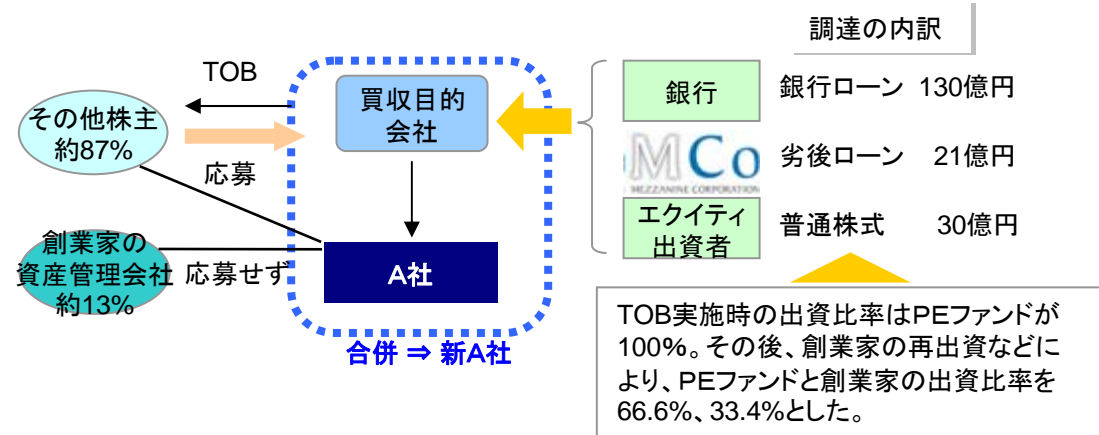
メザニン投資のリターン(仮想例)②

- メザニン投資の特徴は、每期キャッシュフロー収入が期待できる点にあります
- 期中のキャッシュフローの存在により、いわゆる「Jカーブ効果」が緩和されます
- 本ケーススタディのメザニン投資のIRRは、13.4%となります



PEファンドによるLBOにおけるメザニン活用事例 — A社

対象会社: A社
 事業概要: 製造業



事業・財務上の課題

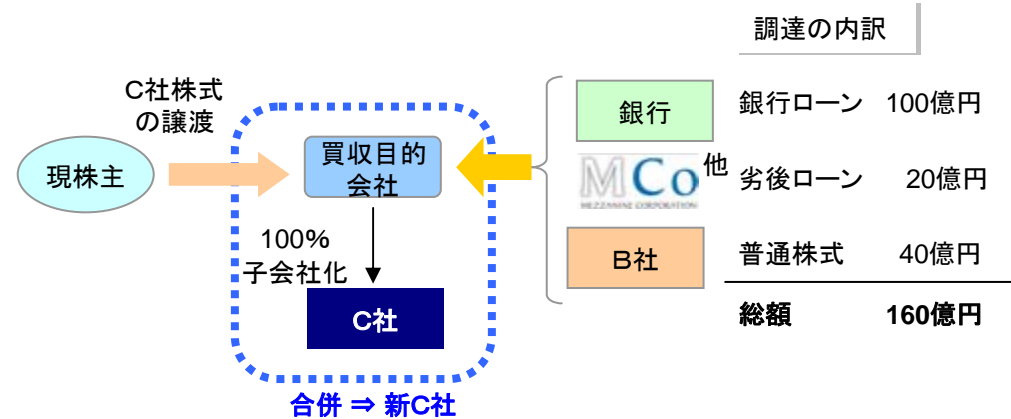
- 顧客業界の環境変化への対応
顧客業界の成長が鈍化している中、ベンダー間の更なる競争激化と業界再編が不可避であり、中長期的な企業価値向上の為に、シェアの拡大の為に事業提携や企業統合などの事業構造の転換が不可欠。
- 経営改革の推進に伴う株価の低迷
抜本的な経営改革を遂行するに当たり、一時的なコストの増加やキャッシュフローの悪化に伴う財務状況や業績の悪化は避けられず、短期的な株価低迷の懸念。

メザニンによる課題解決

- メザニン調達を用いたMBOの実施
メザニン調達の活用することによって買収価格の極大化し、一般株主に最も有利な株式売却機会を提供しつつも、中長期的な企業価値の向上の為にMBOの実施が可能となった。
- 劣後ローンを用いた安定的なストラクチャリング
メザニン調達を全額劣後ローンで調達することにより、税務メリットを享受し、対象会社の負担を軽減しつつも、必要な銀行ローンの借入が可能となった。
- 非公開化後の創業家の拒否権の確保
メザニン調達を用いることで普通株式出資額を抑制し、創業家が非公開化後も拒否権を確保することが可能となった。

事業会社によるM&Aにおけるメザニン活用事例 — B社によるC社の買収

対象会社: C社
 事業概要: 製造業



事業・財務上の課題

- B社の事業領域の拡大
世界的に評価されているC社ブランドをグループに取込むことで、周辺事業の強化、拡大させたい。
- B社本体の借入余力を維持
A社は今後も成長分野への投資、M&Aを積極的に検討していB戦略であるため、借入額を過度に増やしたくない。
- 迅速な資金調達
金融市場の環境が悪化する一方で、事業戦略上で必要なM&Aは行いたい。投資機会を逃さないよう迅速な資金調達を実現させたい。

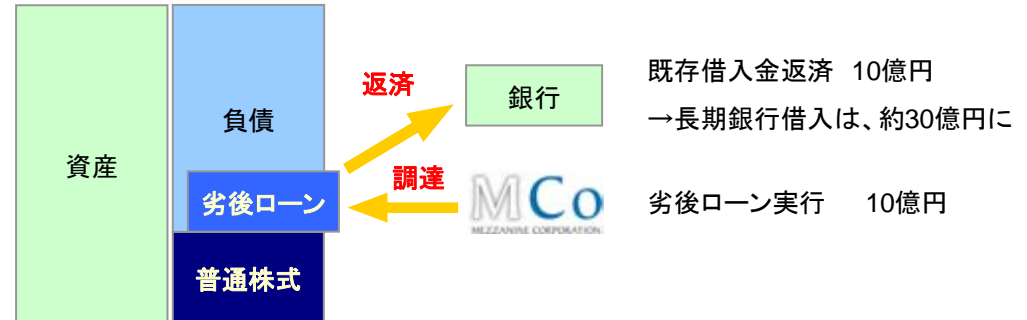
メザニンによる課題解決

- LBOスキームによるM&Aの実行
LBOスキームをとることで、買収のための借入金をC社の信用で調達。B社は借入金を負担しない。
- 銀行ローン借入額の抑制
劣後ローンの活用により銀行ローンの調達額を抑制し、資金調達全体の安定させた。
- B社出資金額の抑制
劣後ローンによる資金調達を行うことにより、B社の普通株式出資金額を抑えた。

貸借対照表のリストラクチャリングにおけるメザニン活用事例 — D社

対象会社： D社

事業概要： 製造業



事業・財務上の課題

- 成長分野投資のための資金確保
中長期的な成長のために海外事業を展開することが必要である一方、既存借入の約定弁済額が毎期多額であることから、海外経営基盤拡大のための投資を適時に行うことが困難であった。
- 資本性資金の充実
近年の不況によるリストラ費用の計上と、本業以外での損失の発生によって自己資本が大幅に減少する可能性があり、取引先に経営不安を抱かせる可能性が生じており、不安の解消の為に資本性資金の調達が必要であった。

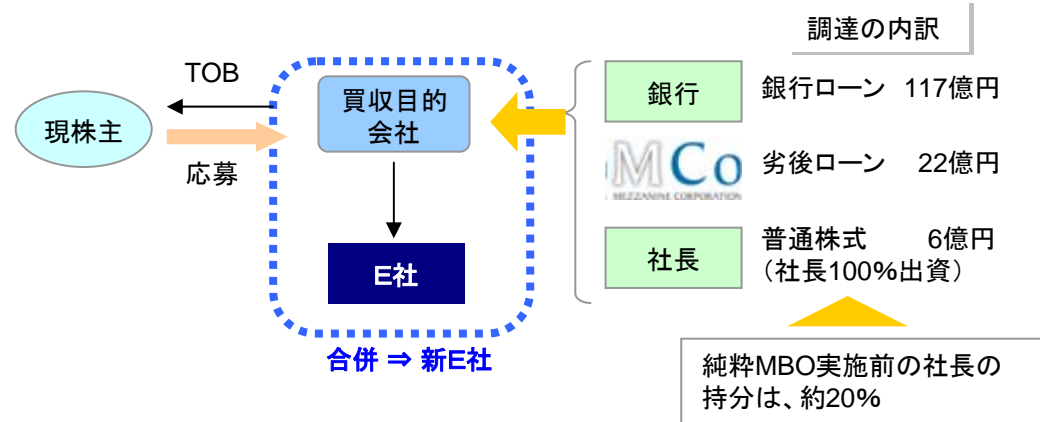
メザニンによる課題解決

- 劣後ローン調達による約定弁済額の軽減
期限一括返済方式の劣後ローンにて調達を行い既存の長期借入金を返済することで、毎期の約定弁済額を軽減し、資金を適時に海外投資へ振り向けることが可能となった。
- 有利子負債の削減による財務体質の改善
劣後ローンにより調達した資金(10億円)を既存の銀行ローンの返済に回すことにより、資本性資金部分が増加し、財務体質の改善並びに安定した経営基盤の構築が可能となった。

純粋MBO非公開化におけるメザニン活用事例 — E社

純粋MBO: 経営者が議決権の100%を取得するMBO

対象会社: E社
事業概要: サービス業



事業・財務上の課題

- 経営環境の変化に対応した変革の必要性
取引先からの管理コスト削減圧力が強まるなか、「お客様にとっても、社員にとっても一番の会社」を目指すためには、長期的視点に立った抜本的なコスト削減、人的資源の再配分、新規事業領域への進出、M&A等の施策が必要。
- 経営改革の実施による業績下方リスク
経営改革の実施にはコストの増加や初期投資のほかリスクのある積極的な施策の実施が必要となり、一時的ではあるが業績の下方圧力が発生。
- 資本市場の規制強化に伴う多大な上場維持コスト
現状で大規模な資金調達ニーズがない中、資本市場の規制強化に伴う上場維持コストの増大が予想される。

メザニンによる課題解決

- 資金提供候補者として当社を選任し、純粋MBOへ
社長が中心となり、一般株主に対して最も有利な売却機会の提供と企業価値の最大化の観点から各種資金提供者と交渉。結果総合的な観点から、当社が提案した純粋MBOを選択。
- 劣後ローンの活用による安定したストラクチャリング
一定の資産を保有していることを背景に、銀行との交渉により全額劣後ローンによりメザニンを調達。これにより、タックスメリットを生かした安定したストラクチャリングが可能となった。

レバレッジド・ファイナンスの商品性①（現在のマーケット水準）

■ シニア・ローン

- 金額(EBITDAの4倍程度)
- 約定弁済(タームローンAとタームローンB)
- 融資期間(5年～7年程度)
- 金利(TIBOR+3%～4%程度、プライシング・グリッド)
- 手数料(2%～3%程度)
- 全資産担保(原則)

■ メザニン(劣後ローン)

- 金額(シニア・ローンを含めEBITDAの5倍程度)
- 期限一括弁済
- 融資期間(シニア・ローン+6ヶ月～1年)
- 金利(現金金利+PIK、10%～14%程度)
- 手数料(2%～3%程度)
- 無担保または第二順位
- ノン・コール
- コール・プレミアム

レバレッジド・ファイナンスの商品性②

■ コベナンツ

➤ コベナンツの役割・機能

- 借入人の行動に制約・義務を課す
- イベント発生時、財務内容悪化時のアラーム機能(コベナンツ抵触＝即アウトではない)

➤ コベナンツの種類

- アファマティブ・コベナンツ(義務)
- ネガティブ・コベナンツ(制限・禁止)
- フィナンシャル・コベナンツ(財務制限条項)

➤ シニア・ローンとメザニン(劣後ローン)のコベナンツにおける関係

- 基本はミラー
- フィナンシャル・コベナンツは劣後ローンのほうが緩い基準

レバレッジド・ファイナンスの商品性③

■ アファマティブ・コベナンツ

- 情報開示義務(財務諸表等)
- 報告義務(各種契約違反の発生、組織・役員・株主の変更、訴訟・係争等の開始など)
- 買収目的会社と対象会社の合併
- 担保設定及び対抗要件具備
- 保険の付保
- 許認可の維持
- 既存借入金返済

■ ネガティブ・コベナンツ

- 新たな借入・保証の禁止
- 新たな担保提供の禁止
- 組織再編の禁止
- 営業もしくは重要な資産の譲渡・譲受の禁止
- 証券発行・償却の制限
- 投資制限
- 設備投資制限
- 貸付の禁止

レバレッジ・ファイナンスの商品性④

■ ネガティブ・コベナンツ(続き)

- 配当、自己株買い入れ、利益処分の制限
- 破産等申立権の放棄
- 重要な契約の変更、修正または終了の禁止

■ フィナンシャル・コベナンツ

- レバレッジ・レシオ(デット/EBITDA)
- デット・サービス・カバレッジ・レシオ(FCF/デット・サービス(約定弁済+金利))
- インタレスト・カバレッジ・レシオ(FCF/金利)
- 最低純資産額
- 利益維持

レバレッジド・ファイナンスの商品性⑤

■ 優先劣後構造(債務者の倒産手続き等一定の劣後事由発生時)

➤ 相対劣後(債権者間合意方式)

- メザニン債権者からシニア債権者への受領金額の引渡し

➤ 絶対劣後(停止条件方式)

- 劣後債務が停止条件付債務としてシニア債務が完済されるまで効力を停止して弁済されない

■ 債権者間合意(平常時)

➤ メザニン債権者による弁済受領、相殺制限

➤ メザニン現金利息繰り延べ(コベナンツ抵触、その他債務不履行事由抵触)

➤ メザニン債権者による期限の利益喪失制限(ペイメント・デフォルト、クロス・デフォルト、チェンジオブコントロール、スタンドスティル条項)

➤ メザニン債権者の承諾事項の取り扱い(原則シニア債権者の判断に従う)

➤ シニア・ローン条件の変更にかかるメザニン債権者の同意(元本増額、返済額増額、返済日、スプレッド、基準金利、清算金)

➤ メザニン債権者の地位・債権譲渡

〒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
株式会社メザニン

- 本書は、ディスカッションを目的として作成したものであり、本稿に含まれる情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。