

本稿ではヘッジファンド戦略解説の第5回としてディストレスト戦略を取り上げます。当戦略は倒産もしくはその危機にある状態の企業の証券に投資することで収益獲得を目指します。場合によっては法的手続きに則り債務再編に関与する等して証券の理論価格回復の実現を図るのが典型的な投資プロセスですが、足元ではLMEと呼ばれる裁判所を介さない私的な債務再編も増えてきています。当戦略の特徴と新しい潮流についてまとめました。

ヘッジファンド投資部 シニアインベストメントオフィサー 林 幸平

■ ディストレスト戦略とは

ディストレスト(Distressed)は直訳すれば「困窮した」「行き詰まった」状態を意味しますが、金融においては企業が「倒産もしくはその危機にある」状態を指します。

一般に機関投資家は運用規則上ディストレスト企業の証券の保有が制限されます。彼らはディストレスト状態に陥った保有証券を強制売却する必要があるため、これらは企業の保有資産価値等に基づく理論価格に対して割安になる傾向があります。ディストレスト戦略とはこうした割安なディストレスト企業の証券に投資し同企業の再建もしくは清算により収益獲得を目指す戦略です*1。

ディストレスト戦略では投資対象の理論価格の見極めが重要ですが、その投資プロセスは非常に複雑です。ディストレスト企業の多くは再建もしくは清算のために法的手続きを行います。再建を目指す場合は裁判所の管理下で既存債務の返済期限延長または元本削減や利率引き下げ、新株式や新債券への交換等の債務再編が実施されます。清算では管財人による迅速かつ効率的な法的清算プロセスが採られる場合もありますが、債務再編と同時に企業および債権者主導で柔軟かつ段階的に資産売却する方法も広く行われています。加えて足元ではLME*2と呼ばれる裁判所外での私的な債務再編も増えてきており、債務再編を取りまとめ既存債権の理論価格を正確に推定するには高度な財務、法務の知識に加えて豊富な実務経験が必要です。一般にディストレスト証券は流動性が低いいため売却は容易ではなく、資産価値の見誤りや債務再編処理の長期化は予期せぬ損失につながり得ます。

なお当戦略の特徴の1つにパフォーマンスがマクロ環境の影響を受けることが挙げられます*3。図表1はディストレスト戦略指数のパフォーマンス推移です。2020年初頭の新型コロナ危機時に一時下振れたものの、その後の回復期では大きく収益獲得しました。2022年の金利上昇局面では株式やハイイールド債が調整する中、当戦略は保有する変動金利ローンによる下支えが機能しました。

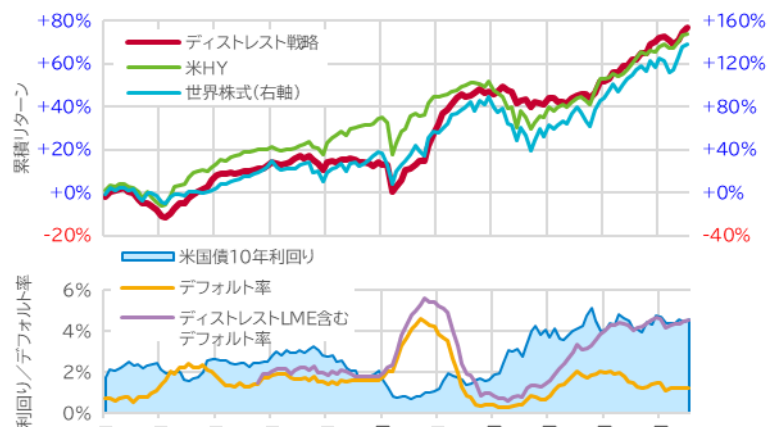
■ 事例紹介: シュタインホフ

シュタインホフは欧州、南アを中心に国際的に事業展開していた小売業者です。2017年の会計不正発覚を機に巨額の簿外債務と不透明な取引構造が明らかになり、経営破綻に陥りました。負債総額は100億ユーロを超え、通常の資本市場での資金調達が可能となったところをディストレスト投資家が積極的に参入しました。

当初ディストレスト投資家を含む債権者たちは裁判所の監督下で自主的な債務再編を試み回収額の最大化を目指しました。しかし多層的な債権者間の権利関係は非常に複雑であり潜在的訴訟リスクも大きかったことから個別交渉による合意形成は困難を極めました。2021年には支払猶予手続きによる債務再編計画が裁判所に承認されたものの、同プロセスは長期化し最終的には裁判所主導の債務再編を求める形に移行しました。

これにより2023年に債務返済の期限延長や主要資産の段階的売却といった枠組みが整備され、2025年1月には米国子会社マツレス・ファームが約50億ドルで売却される等、資金回収が進められています。ディストレスト投資家にとっては想定以上に債務再編に時間を要したことから資金効率の面で課題が残るものの、専門的知見に基づき長期間粘り強くプロセスに関与したことで最終的に収益獲得の見通しを確保した案件と言えます。

【図表1】ディストレスト戦略指数のパフォーマンス*4



*1: ディストレスト企業の証券を安く買い叩き強硬な人員整理や資産売却等を通じて短期利益を追求するスタイルは日本では「ハゲタカ」と呼ばれます。しかしディストレスト投資家の多くは資金流動性の提供を通じて対象企業の再建を支援し、再建不能と判断される場合は関係者の利害を調整しつつ穏健に資産整理を推し進める長期安定的な投資家です。

*2: Liability Management Exerciseの略です。詳細は後述します。

*3: AMOA HEDGE FUND EYE 2022年12月号「デフォルト率が高まる環境で注目したいクレジット系ヘッジファンド戦略」参照。

*4: 月次、2015年1月から2025年7月末までのデータです。各指数は、世界株式=MSCI World、米HY=ブルームバーグ米国HY債インデックス、ディストレスト戦略=HFRI ED: Distressed/Restructuring Index(いずれも米ドルベース)、デフォルト率は直近12カ月件数ベースです。ディストレストLMEはデフォルト扱いのLMEを指します。

出所: Bloomberg、PitchBook、HFR、Inc。(HFRインデックスはHFR Holdings, LLC (www.HFR.com) の使用許諾に基づくもので同社は本資料の内容について保証していません。)

■ LMEの興隆

シュタインホフの債務再編はその関与の度合いに強弱があったものの一貫して裁判所の管理下で進められました。多様な利害関係者が存在する大型案件では裁判所の承認や監督により債権者間の公平性や執行の強制力等の法的安定性を担保することは不可欠です。

一方2008年の金融危機以降の低金利環境下で、高い利回りを求める資金の貸し手と柔軟な資金調達を求める借り手の利害が一致する形でコバナンツ^{*5}の緩和が進みました。コバナンツが緩和されたローンはコバナンツ・ライトと呼ばれ、財務指標の悪化等でも直ちに契約違反とならず形式的なデフォルトが発生しにくくなりました。その結果債権者は裁判所監督下ではなく私的な債務再編であるLME(Liability Management Exercise)を通じて損失回避や収益獲得を図るようになりました。図表1からも2023年以降LMEによる債務再編が主流になりつつあることが示唆されます。

LMEは柔軟かつ迅速な債務再編が可能であることから債権者だけでなく債務者にとっても望ましい側面がある一方で、場合によっては債権者間の公平性が担保されず、他の債権者に不利益を押し付ける形で一部債権者のみが有利になる取決めとなる可能性があります。この不公平な取決めは債権者間暴力(Creditor-on-Creditor Violence)と呼ばれます。債権者間暴力のLMEには以下のようなものがあります。

アップティアリング(Uptiering):既存債権者の一部が新たに資金提供する見返りとして保有する債権を最上位の優先順位の新債権と交換することです。これに参加しない債権者の債権は強制的に優先順位が引き下げられます。2020年のサータ・シモンズが代表例です。

ドロップダウン(Dropdown):担保資産を既存債権者の担保から外して新設の別子会社に移した上で、その資産を担保に新たに資金調達することです。既存債権者は担保請求権を新債権者に奪われることになります。

2016年のJ.クルーが代表例です。

^{*5}: 融資や社債発行等の資金調達において債務者が守るべき義務や制約を定めた特約条項のことです。情報開示義務、財務制限、担保制限等があり、これに抵触した場合、債権者は早期返済、金利引き上げ、担保追加等を求めることが可能です。

注: 本資料に示された意見等は本資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。

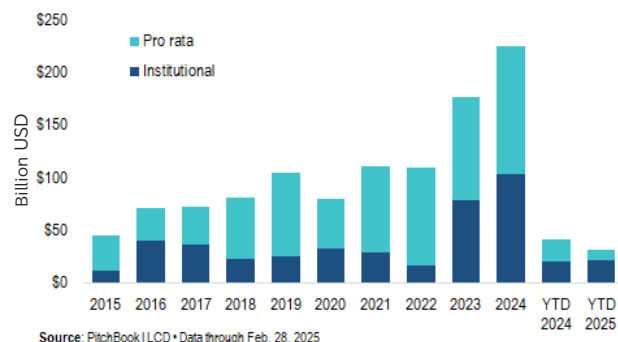
【重要なお知らせ】

- 本資料は当社が情報の提供のみを目的として作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買を推奨したり、特定のファンドもしくは特定の運用手法の推奨をするものではありません。
- 本資料は信頼に足りかつ正確であると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性・信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去の実績およびシミュレーション結果は将来の成果等を保証するものではありません。
- 本資料の一部または全部をいかなる手段においても複写・複製することはできません。
- 主なリスク:投資対象のヘッジファンド等は株式、債券、金利、通貨、コモディティ等、およびこれらを原資産とする先物、オプション等様々なデリバティブ取引等で運用を行うため、これら金融商品等の価格変動の影響を受け投資元本を割り込む恐れがあります。詳しくは契約締結前交付書面等をご参照ください。
- 投資一任に係る費用:投資一任契約にあたり「契約資産額を基準とする固定報酬」と「投資一任契約に係るその他の手数料」の合計額をご負担いただきます。この内容の詳細は契約締結前交付書面等をご覧ください。

アセットマネジメントOneオルタナティブインベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2445号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
連絡先等 ホームページアドレス <https://www.am-one.co.jp/amoai/> 営業グループメールアドレス eigyo@amone-ai.com
所在地 東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング12階 電話番号 03-5221-1340(代表)

【図表2】米国レバレッジドローンにおけるA&E^{*6}



ダブルディップ(Double Dip):資金提供先の子会社に融資しその債権を保有しつつ子会社が同資金を親会社へ融資した債権を担保に取ることです。当債権者は1回の融資に対して形式上2つの債権を持つことになり破綻時の回収額が向上しますが、他の債権者の回収額は希薄化します。2023年のアットホームグループが代表例です。

これらに対して債権者間暴力に該当しないLMEも存在します。たとえば協力協定^{*7}の下での協調的な債務再編や債権者と債務者の合意に基づき返済期限や利息等の債務条件を変更するA&E(Amend & Extend)がこれに当たります。図表2に示すように、新たな融資を受けることなく返済期限を延長できるA&Eは近年その利用が進んでいます。

■ おわりに

ディストレスト戦略はその複雑さから高度な専門性が要求されます。特に最近主流になりつつあるLMEでは多数派を形成し債権者間暴力による不利益を回避しつつ、可能な限り有利な債務再編を目指すことが重要です。こうした環境下で安定的な成果を得るには、財務、法務を横断した知見と実務経験に裏打ちされた対応力や交渉力が不可欠です^{*8}。当社では引き続き実績や事例を検証し複雑な案件においても質の高いパフォーマンスを獲得できる優れたマネジャーの選定に努めていきます。

^{*6}: Kellerhals, 2025, Rush of amend-and-extend loan deals continues as borrowers push out maturities, PitchBook News & Analysis.

^{*7}: 最近では債権者間暴力を防ぐ目的で締結する債権者間の協力協定(Cooperation Agreements)の利用が広がっています。一般に協定では債権者と債務者の個別取引(Side Deal)が禁止されます。

^{*8}: プロセスの複雑化に伴い運用チームが小規模であることを理由に敢えてLMEから距離を取るマネジャーもいます。