

## 第13回「世界金融危機とPEファンドについて」

今回は、最近の世界金融市場の混乱と、それが日本のPEファンドに与える影響について、簡単にまとめておきたいと思います。

### 1 世界金融危機の背景

---

世界金融危機の原因等については、既に各種報道で取り上げられておりますので、ここではそれらを補足する形で私見を述べたいと思います。

#### (1) 欧米の金融危機

欧米の金融危機は、昨年後半以降のいわゆる「サブプライム問題」をきっかけに表面化したものですが、実際には、以下の要因が複合的に重なり合って発生しているものと考えるのが妥当なのではないかと考えます。

- (a) 欧米における住宅バブルの崩壊
- (b) 資源価格の高騰による、先進国から資源国への所得移転
- (c) 複雑な証券化商品に関するリスク管理の限界

まず、昨年までに見られた欧米における極端な住宅価格の上昇が修正される局面にあったことが今回の事態の根本的な要因であることは言をまたないところです。すなわち、過去に日本も経験した、いわゆるバブルの崩壊が欧米の金融機関の経営を直撃しているのです。さらに、マクロ経済的には、原油など資源価格の高騰が追い討ちをかけています。サブプライム問題が発生してしばらくの間も原油価格は上がり続け、一時は1バレルあたり140ドル(WTI)を超える状況でした。原油価格が1バレル140ドルで推移したとすると、約200兆円もの所得が産油国に移転すると予想されており(油井アソシエイツ調べ)、こうした悲観的な見通しが消費に打撃を与えることになりました。ちなみに、原油価格が2007年並みの1バレル70ドル付近で落ち着くとしても、産油国に約60兆円もの経常黒字が発生していたとされており、これは各国が巨額の増税をしたに等しい負の経済効果を生むことになっています。最後に、今回の事態の直接のきっかけとなったサブプライム問題ですが、低所得者向けの住宅ローン(サブプライムローン)を貸す銀行等が証券化の手法で資金調達をする際に、これらローンを他のカテゴリーのローン等にまぶすことによって理論的には安全な商品に仕立て、さらに証券会社等がそれら証券化商品を組み合わせると理論的には一層安全に見える商品として世界の投資家に売ったために、末端の投資家にはリスクの所在が非常にわかりにくくなってしまいました。そのため、住宅バブル崩壊という悪条件を潜在的な背景として、いったんどこかの証券化商品に資金調達面の問題が発生すると、それは他の証券化商品とも関連しているため、連鎖的な問題になっていき、

投資家は、一体どこにどのくらいのリスクがあるのかがにわかには把握できないため、新規投資も融資もできず、そのために銀行や証券会社等の資金調達が止まってしまうという逆回転が一気に起きてしまっているのです。すなわち、理論と現実の格差が表面化してしまったといえるでしょう。

また、最近、日本を含む世界の株式市場で従来よりも極端に大きな株価変動が続いている背景にも、理論と現実の落差があります。市場が普通の状態であれば、株式市場が下落(または上昇)している際には、投資家は、理論的には先物市場等でヘッジ(損失回避)をかければよいわけですが、現実的には、市場の予想が急に一方向に傾いた場合には、買い手(売り手)が不在のまま、売り手(買い手)だけが多数存在する状態となり、真空地帯を滑り落ちるように(または駆け上がるように)値が下がっていく(または上がっていく)ということになるのです。こうした現象は、過去にも1987年のブラックマンデーやそれ以前にもブラザ合意後のドルの急落などの過程でもみられたものです。

## (2)日本の場合

日本は既に「暗黒の10年」とも揶揄(やゆ)されるバブル崩壊後の経済停滞を経験していたため、企業や金融機関の経営体質は比較的強靱(きょうじん)であり、近年の住宅価格等の上昇幅も欧米に比べるとそれほど大きいものではありませんでした。

しかしながら、不動産投資信託(REIT)市場がやや過熱するなど、一部の商業用不動産にはいわゆる「ミニバブル」の兆しがありました。また、昨年3月、日本は世界でもいち早く、銀行の新しい自己資本規制(Basell)を導入しており、銀行が業績不振先への融資や、不動産など特定業種への与信の集中を避けるインセンティブは高くなっています。

こうした中、欧米のサブプライム問題が発生し、それによる直接の損失に加えて、世界的な景気後退への警戒もあり、銀行の融資姿勢は、一層厳しくなっているのが現状だと思われます。そうしたことを一つの要因として、今年に入ってから、不動産・建設業を中心に大型の法的整理が増えてきており、先行きは予断を許さない状況といえるでしょう。

## (3)PEファンドへの影響

それでは、こうした世界金融危機において、PEファンドはどのような影響を受けるのでしょうか。

まず悪影響としては、

- (a)新規投資の際のレバレッジ(借り入れ)のハードルが上がること
- (b)株価下落によって既存投資の評価が下がる可能性があること

という2つが挙げられるでしょう。

現在のような状況だと、欧米の金融機関は自らの資本不足に直面しており、大型のバイアウト案件に対する融資は選別的にならざるを得ない面があると思われます。また、PEファンドの既存投資は、PIPEs(パイプス=株式公開企業への私募投資)など公開株への投資の場合には、株価の下落の影響を直接受ける可能性が大きいものと思われます。一方、未公開株への投資の場合には、市場で値がついていないため、直接的に評価が下がるということにはなりません。一般的に未公開株の株価評価の基準となる、公開している同業他社のPER(株価収益率)等の変動の影響は短期的には免れないものと思われます。

他方、好影響としては、

- (a)新規投資機会が増加すること
- (b)歴史的な安値水準での新規投資が可能であること

という2つが挙げられます。

特に、「distressed investment」と呼ばれる、経営不振企業への投資分野においては、案件が急増しており、この分野に実績を持つキーマンやパートナーが率いるPEファンドにとっては追い風になっていると思われます。また、投資単価も、市場水準に合わせることで、これからポートフォリオを築くPEファンドにとっては極めて有利な局面にあります。

## 2 PEファンドの重要性

---

### (1)投資家にとっての意義

現在のような世界金融危機の中であって、PEファンドは数少ない市場抵抗力のある投資機会のひとつになっていると思われます。

その理由は、以下の2つです。

- (a)PEファンドの特性からいって、現在の上場株の下落による直接の影響は比較的小さいこと
- (b)既述の通り、有利な新規投資機会が増大しているほか、投資後もハンズオンの管理を実行するため、市場任せの投資にはならないこと

特に、既存の上場株ポートフォリオが少ないPEファンドは、好条件の新規案件に集中できるという強みがあります。

### (2)企業にとっての意義

世界金融危機の中、一般事業会社も、成長戦略や企業体質の強化に必要となる機動的な資金調達や人的資源の補充を考える必要性が一層増しているといえるでしょう。PEファンドは、このような状況下であって

も、自らがハンズオンで経営関与することを担保として、機動的な資金調達に応じ、それを梃子(てこ)に金融機関からの投融資を実現したり、また専門知識を持った人材を派遣することで企業の成長や戦略転換を支える貴重な存在となります。

### (3)日本にとっての政策的重要性

世界金融危機の中、独立系のPEファンドを育成することは、日本にとって一層重要な政策課題になっています。第1に、世界でいわゆる「投資銀行」と呼ばれるビジネスモデルが後退している中、上記のように、投資家に投資機会を提供し、企業に機動的な資金調達の橋渡しができるのは、PEファンドにおいてありません。第2に、経営不振企業の増加に対して、再び「企業再生ファンド」というPEファンドの一側面が注目されるべき局面にあります。平常時のPEファンドの投資対象に加えて、こうした投資対象にも対応できるのがPEファンドの強みです。過去、日本においては、経営不振企業の構造改革や成長戦略に企業再生ファンドが大きく貢献したことは記憶に新しいところです(なお、投資家の世界では、PEファンドを分類する際に、「distressed」というカテゴリーを分けて考えることが多いのですが、通常のバイアウト投資との境目は「distressed」という言葉の定義次第です。特に日本の場合にはPEファンドの発展過程で、企業再生分野にも相応の実績を積んだファンド運営者が多いことにも留意が必要です)。

第3に、マクロ経済的にいえば、冒頭に述べたように資源国への所得移転が金融危機の一つの背景になっていることを念頭に、こうした資金を国内に還流させることが、危機打開の大きな方策となります。ところが、これらの資金が直接、企業の株式を買い上げていくことが経営支配や安全保障上の問題に突き当たる可能性があるとするれば、PEファンドへの投資に誘導することが極めて有効です。すなわち、それによって、これら投資家は日本企業への投資を実現するとともに、企業側から見れば経営支配や安全保障の問題を懸念しなくて済むというメリットがあるからです。