

(2008/11/28)

第14回「前回の不況におけるPEファンドの役割と今回の不況への対応について」

10月は世界金融危機とPEファンドの役割について書きましたが、それでは日本においては、前回のバブル崩壊後の企業・産業再生において、PEファンドがどのような役割を果たしたのでしょうか。それを検証することが、今回の金融危機を発端とする不況の克服策のひとつのヒントになるかもしれません。

1 前回不況時のPEファンドの活用

実は、日本におけるPEの発展は、「失われた10年」といわれる前回不況時の政府の構造改革路線と切り離して考えることはできません。構造改革路線は、2001年6月に公開された経済財政諮問会議によるいわゆる「骨太の方針」に、おおもとの方向性が示されていますが、その時に「聖域なき構造改革」として7項目の改革プログラムが提言されています。諮問会議はその後「民間でできることは民間で」の原則に則り、「民間活力を生かすための規制緩和」、「マクロ資金循環面も官から民へ」、「政府の役割を裁量型から事後監視型へ」といった方針を主導しました。

さらに企業と産業再生に関する基本方針として産業再生・雇用対策本部は02年12月、「企業・産業再生に関する基本指針」で、以下の方向性を示しました。まず過剰債務問題について、「過剰債務に陥った企業の事業再生は当該企業の自助努力と民間金融機関、再生ファンド等の民間セクターにより市場メカニズムを通して行なわれる」としました。過剰供給問題については「市場の圧力のなかで事業分野の絞り込みを行い、不採算部門から自主的に撤退していくことが望ましい」とし、痛みが伴う部分などについては政府が支援措置を実施することで、市場メカニズムを補完するという指針を示しています。すなわち、前回不況時はあくまでも民間の自助努力を原則としており、その中で金融機関とPE(再生)ファンドの協調を求め、それでも足りない部分には政府の支援を与えるという方針となっています。

一方、金融庁は1998年、銀行に対する「早期是正措置」を導入しました。これは銀行の貸出資産等の自己査定に基づき金融庁が事後チェックを行うという考え方で、自己資本が適正な水準を割った場合に初めて政府が介入するという方針です。「早期是正措置」導入の背景には、銀行はマクロ的な損失可能性を自ら把握し、それに備えるための自己資本を持つべきという考えがあります。これにより、銀行は貸付債権のポートフォリオ管理の高度化を求められ、目先は不良債権処理の迅速化と自己資本の充実、中期的にはALM(Asset-Liability Management)の精緻化が必要となり、結果的に貸付債権の流動性を高めるという要請が強まることになりました。これがその後、貸付債権の売買のみならず、今回のAIGの経営危機の引き金を引いたことで大きな話題となっている、CDS(Credit Default Swap)の活用が日本でも進むことになった一つの要因です。一方、自己資本が適正な水準を割り込んだ金融機関には公的資金が導入されることになりました。

そうした中、金融再生プログラムでは「新しい企業再生の枠組み」として、整理回収機構(RCC)の活用、企業再生ファンドの活用、債権流通市場の整備の3点が示されました。この際、債権者調整に時間がかかることが大きな課題となり、私的整理のガイドライン、法的整理の簡素化、産業再生機構の設立等の動きが見られました。さらに、金融庁の自己査定基準を一律適用すると地方企業の現実にそぐわないため、地方銀行に対しては、地域に根ざした企業との関係を維持しつつ査定を行っていく「リレーションシップバンキング」が提唱されましたが、ここでも企業再生ファンドの活用が謳(うた)われています。すなわちPEファンドは、前回の不況の克服において産業界・金融界を跨(また)ぐ仕組みとして政策的にフル活用された経緯にあります。

日本においては、90年代後半にPEファンドの萌芽はあったものの、実際には上記のような政府の方針の中で、銀行の不良債権処理の進捗(ちよく)に合わせて「企業再生ファンド」や「不良債権の買い取りファンド」といった形態で2000年代に入ってからPEファンドが急成長した経緯があります。その際には政府系金融機関が再生ファンドへの投資枠を設定するなどにより、政府が機関投資家の投資の呼び水の役割も果たしたのです。

2 前回の教訓から得られる示唆

日本がバブル崩壊の痛手から立ち直れたのは、上記のようなポリシーミックスの中で、産業界の自助努力と金融界の不良債権処理・ポートフォリオ管理の強化を行い、痛みを伴う部分に政府が支援を行なうという仕組みがうまく機能したからです。

その中でも、PEファンドが果たした役割は非常に大きかったと思われます。たとえば金融機関の不良債権の抜本処理においては、銀行の持つ不良債権を適切な時価により買い取ることで、不良債権の切り離しと損失確定に寄与しました。また銀行の債権放棄等を伴う企業再生スキームの機能を提供することで与信格付けの向上に寄与しています。また、企業の再生においては、自助努力を促すためにハンズオンで企業経営に関与し、単に財務面の改善のみならず、経営効率の向上やPDCA(Plan-Do-Check-Act)サイクルの確立などの面でも専門性を生かした多大な貢献を行っており、その結果、多くの企業が危機を脱しました。

ただし、銀行がその運営に影響力を持つPEファンドであると、債権買い取りや企業再生スキームの策定などの面でファンドの投資家との間で常に大きな利益相反が発生します。したがって、投資家保護の観点から、PEファンドは銀行からの高い独立性を維持することを意識する必要性がありました。すなわちPEファンドと銀行は「協調しつつも独立」というハンドリングが求められたことに留意が必要です。

3 今回の不況の原因とPEファンドによる対応

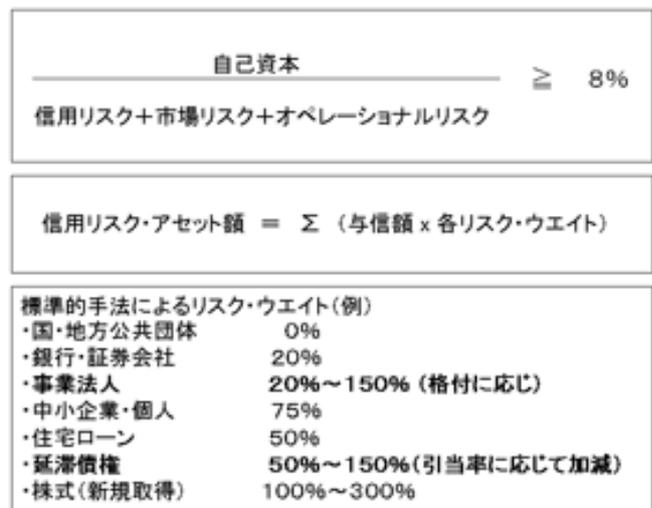
今回の不況の特徴は、日本に限っていえば前回のように企業が持つ資産価値の下落による債務超過といった「バブル崩壊型」の要素よりも、いわゆるクレジット・クランチ(企業金融の流動性不足)の要素の方

が大きいことです。

すなわち、PEファンド等が関与する企業再生のスキームにおいて、前回の不況時には金融機関による債権放棄等を伴うスキームが多用され、企業のバランスシート(BS)面の改善からスタートすることが多かったのに対し、今回は企業が銀行からファイナンスを受けやすくなるよう、損益計算書(PL)面の改善、すなわちキャッシュフロー創出力自体が問われることになるでしょう。

現在、銀行の与信格付けは金融庁の検査マニュアル等に基づき厳格に査定されており、それに基づいて正常先・要注意先・要管理先・破綻懸念先等々のいわゆる「債務者区分」が定められます。銀行はバーゼルIIと呼ばれる自己資本規制に則って自己資本比率を算定します(図1)。好況期には、自己資本比率算定上の分子が十分に大きいので問題ないのですが、保有株式価値の下落や貸し倒れ損失の拡大などによって分子が毀損し始めると、自己資本比率が低下しますので、銀行の行動パターンはどうしても自己資本比率算定上の分母であるリスクアセットの削減に動きがちです。すなわち貸し付けを控える動きとなるのですが、バーゼルIIではこのリスクアセットの算定において貸出債権は信用力が高いほど(格付が高いほど)低いリスクウエートを用いることが出来ますので、どうしても要注意先など信用力がやや低い企業への貸し付けから順に差し控えることになってしまいます。ましてや要管理先など、ほぼ自動的に個別貸倒引当金を積みねばならない企業への貸し出しは基本的に控えることになります。すなわち、景気悪化によって業況が下降局面にある企業や体力のない企業ほど、資金ニーズがあるのに借入れが難しくなるという矛盾が発生しがちです。「天気の日には傘を差し出すが、雨の日には傘を貸さない」などと揶揄(やゆ)される銀行の行動は、こうした制度上の要請からある程度やむをえないものになっています。

〈図 1〉 バーゼルIIによる自己資本比率



前回の不況時の対応を踏まえ、今回の不況においてどのような政策対応ができるのか、PEファンドが活用できる部分に限って考察すると、おおむね以下のようなことが挙げられるのではないのでしょうか。これらが緊急経済対策の一環として盛り込まれることが望ましいと考えています。

(1) 前回不況時に取られた措置のうち、公的機関等によるPEファンドへの投資枠を再度設定する。併せて公的年金の資産配分にPEファンドを加え、いずれも年度内に実施する

:そもそも、現時点は世界の投資家が押しなべて投資行動を縮小しており、PEファンドへの資金流入も滞りがちです。そのために、せつかく1500兆円もある豊富な国内家計部門の金融資産も生かされていません。PEファンド活用の前提となるファンドの投資余力を補うため、前回以上にPEファンドへの投資の呼び水としての公的機関による投資は重要な意味を持つと考えます。また、広い意味での公的機関である年金積立金管理運用独立行政法人による公的年金の運用について、現在は基本ポートフォリオに、

PEファンドへの投資枠が全く定められていないのですが、これをたとえば「総額の1%をPEファンドへの投資に充当」とするだけで、1兆円を上回る資金導入が可能となります。前回の記事で述べたように、現環境下、PEファンドへの投資は、最も市場抵抗のある投資手段の一つであり、公的年金の資産配分は至急見直されてよいものと考えます。

なおその際には実績のあるキーマンと投資チームを擁するファンド(たとえばファンド協議会メンバー)を優先することで、早期に実効性を上げることができると考えます。

(2)企業に対しPEファンドへの一層の理解を求め、経営改善のために積極的に活用することを促す

: 連載の第1回で述べたように、日本ではまだPEファンドとヘッジファンドやアクティビストファンドが混同される例も散見されるなどPEファンドに対する理解が十分とはいえません。PEファンドへの理解を深めることが、改めて非常に大事になっています。今回のようにPL面の改善が必要な局面では、いわば経営のプロであるPEファンドの経営参画は企業にとって非常に有意義なものであると考えています。

(3)銀行とPEファンドの協力体制を強化する

: 一般論として、これまでも銀行とPEファンドは、「協調しつつも独立」という良い関係を築いてきてはいますが、こうした不況の局面においては、その信頼関係は一層重要になってきます。特に債権者である銀行や銀行の影響下のPEファンドが直接企業経営に踏み込むことは、投資家や一般株主との利益相反と紙一重であることに鑑み、独立系のPEファンドが経営指導を行い、銀行が経営状況のチェックを行なうという役割分担を明確化し、銀行側ではPEファンドが経営指導していることを勘案した柔軟な与信格付を適用するなど、協力体制を取りやすくする緊急措置も必要でしょう。これによって企業金融が円滑化することが日本経済の立て直しのためには必須のものと思われれます。