

## ブームか、それともバブルか

### 【ポイント】

1. 昨年、PEファンドは過去最高規模となる資金募集を行った。M&Aが活況を呈する中、特にバイアウト・ファンドの動きが活発だ。
2. PEファンド投資に際しても、「分散投資」の概念は欠かせない。
3. 膨大な資金力を背景に買収案件の大型化が進んでおり、マネジャー間では熾烈な案件獲得競争が繰り広げられている。投資家にとっても、投資判断の見極めが多いに問われる局面と言えよう。

### 1. PEファンド業界の現状

PE（プライベート・エクイティ）ファンドが熱い。昨年、米国のバイアウト・ファンド（BO）によるレイジング（資金募集）は過去最高となる1,029億ドルに達した。また、ベンチャーキャピタル（VC）も2001年以来となる285億ドルのファンド・レイジングを行った<sup>1</sup>。わが国でもBOが日本企業向け投資として予定している資金額は4兆円を超えており、これはBOによるこれ迄の累計投資額（1兆9,595億円）の倍以上の規模である<sup>2</sup>。グローバル・ベースでは、PEファンドは昨年1年間だけで4,320億ドルをレイジングしており、今年は5,000億ドル（60兆円）を超えるとの見方もある<sup>3</sup>。企業収益の拡大や株高を背景に経営陣が挙って規模拡大を競う中、M&A（企業の合併・買収）総額はITブームに沸いた00年を上回る4兆600億ドルとなった。同様にPEファンドによるM&Aも前年比62%増の8,908億ドルと過去最高を更新した。特に、非上場化案件は4,034億ドルに達し前年の5倍に急増した<sup>4</sup>。通常、BOはファンド資金に加え、金融機関等から3~5倍程度の借入金を調達し企業を買収する（＝レバレッジド・バイアウト（LBO））が、このレバレッジド・ローン発行額も過去最高水準となっている<sup>5</sup>。

活発なM&Aが続く中、レイジング競争の様相すら呈しており、100億ドル前後の運用規模を有するメガ・ファンドが相次ぎ誕生している。

### 2. PEファンドとは

PEファンドの投資対象は、未公開株式にとどまらず私募形式によって発行された株式

<sup>1</sup> Thomson Financial/National Venture Capital Association(NVCA)。ファンドの購入に際しては、投資家は資金拠出の必要はなく、将来の出資を約束するコミットメント額をもって契約の締結を行う。投資案件決定後に、ファンドは投資家に対して資金提供を依頼する「キャピタルコール」を実施し、投資家はコミットメント額の範囲内でそれに応じる。ここでの金額は、このコミットメント総額のことである。

<sup>2</sup> 日本経済新聞（1月3日付）。

<sup>3</sup> Private Equity Intelligence。1ドル＝120円換算。

<sup>4</sup> Dealogic。上場企業がBOに買収され非上場化する案件は「ゴーイング・プライベート」と呼ばれる。

<sup>5</sup> Standard&Poor'sによると、昨年の米レバレッジド・ローン発行額は3,400億ドル超と急増しており、これを証券化し組成したCLO（Collateralized Loan Obligation）の発行も890億ドル規模となっている。

6や経営権の委譲を伴う株式等と多岐に亘る。これはPE投資が「ライフサイクルのさまざまなステージにある企業に対して必要資金を提供し、企業価値向上のために適切な経営支援（＝ハンズオン）を行う投資手法」であるからと言えよう。企業ステージや投資手法により、PEファンドは二つに大別できる。高い成長性が見込まれる未公開企業に対して成長資金を提供する「ベンチャーキャピタル」と成熟企業の経営に積極的に関与し価値向上を図る「バイアウト」である（図表1）。

図表1. PEファンドの種類

VC	シード・スタートアップ アーリー ミドル(エクспанション) レーター(グロースキャピタル)	商業的事業が立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業に対する投資 製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業への投資 生産及び出荷を始めており、その在庫又は販売量が増加しつつある企業の拡張資金の提供 持続的なCFがあり、IPO直前の企業への投資
BO	レバレッジド・バイアウト(LBO) マネジメント・バイアウト(MBO) マネジメント・バイイン(MBI)	買収対象企業のBSを担保として借入れを行い、少ない自己資本でレバレッジを効かせて投資 非コア会社の経営陣等がBOファンドの資金をもとに親会社から買収・独立 BOファンドが中心となり企業を買収し、外部から経営陣を送り込む
	企業再生・ディストレスト メザニン	経営困難又は破綻した企業への投資 BO時に企業が発行する劣後債や優先株式等に投資

(資料)VCファンドベンチマーク調査等より富国生命作成

### 3. PEファンドを組入れる意義

凄まじいレイジングの状況については既に触れたが、そもそも出し手がいなければ資金は集まらない。日本でも一部の年金基金が一定のアロケーションを振り向け始めるなど7、投資家の裾野は確実に広がってきている。では、何故、PEファンドへ投資するのか。PEファンドは長期的にリターン水準が高く（図表2）、株式や債券といった伝統資産との相関が低い。つまり、PEファンドを組入れることで、ポートフォリオの効率的フロンティアの改善を図ることが可能となる。尤も、組入れに際しては注意も必要だ。PEファンドはマネジャー間のパフォーマンス格差が非常に大きく（図表3）、リターンの再現性が高いので、ファンド・セレクションが殊更重要となる。優良マネジャーへのアクセス力が物を言う世界とも言える8。また、セカンダリー・ファンドの存在感が増して

図表2. パフォーマンス比較(06年9月末)

	(%)				
	1年	3年	5年	10年	20年
VC	10.80	9.40	-1.00	20.50	16.50
BO	23.60	15.60	9.20	8.80	13.20
メザニン	-8.10	4.70	2.90	5.90	8.40
PE全体	19.00	13.20	5.90	11.20	14.00
ナスダック	5.50	7.80	8.70	7.10	11.40
S&P500	9.70	9.90	5.20	7.50	9.70

(資料)Thomson Financial/NVCA

図表3. ファンド間のリターン格差

		リターン(IRR)	
		10年間	20年間
米国	上位四分位	24.7	20.2
	下位四分位	-0.3	1.3
欧州	上位四分位	13.7	12.8
	下位四分位	-2.1	-1.5

(資料)CREDIT SUISSE

6 「PIPEs (Private Investment in Public Equities)」と呼ばれる。

7 年金資産の数%にとどまるようであるが、米国の年金基金は10%前後を振り向けていると言われ、その比率は総じて高い。

8 マネジャーは3~5年毎にファンドを設定するが、良好な実績を有するマネジャーは既存投資家を優遇するなど、売り手優位の構造がある。

はきているものの、流動性が欠如している点は否めず、償還日まで保有し続けることが前提となる。併せて、ファンド・キャッシュフロー（CF）の特性上、実現ベースでのリターンがコミットメント開始から数年間はマイナスとなってしまうこと<sup>9</sup>も認識しておきたい。このような特徴を踏まえた上で、ストラテジー、マネジャー及び地域の分散を図りながらビンテージイヤー投資<sup>10</sup>を実践することがPEファンド投資の要諦である。

#### 4. おわりに

2月に米国の電力大手が450億ドルでメガ・ファンド連合に買収される<sup>11</sup>など、買収規模の大型化が進んでいる。勿論、膨大な資金力があっての動きだが、投資余力が拡大する一方で、マネジャーにとってはそれに見合う案件発掘力がこれ迄以上に試される。昨年レイジングした多額の資金が実際に投資に向かうのは今後数年をかけてであり、案件の獲得競争が激しさを増していくのは必至と言えよう。このことは取りも直さず買収価格の高騰をもたらし、同時にそれはファンドのパフォーマンス悪化を意味する。投資対象もこれ迄は安定したCFを見込める製造業が中心であったが、不動産、医療（病院）、ハイテク・メディア、カジノそして公益と幅広い業種に及んできた。また、膨大な待機資金を背景に、不採算事業を売却する好機とみる企業も多く、BOを活用し事業ポートフォリオの見直しを進めるといったファンドとの共生を図る動きも今後ますます顕在化してこよう。

現在、低金利による過剰流動性の恩恵をファンドに関わる全てのステークホルダーが余すことなく享受している<sup>12</sup>とも言えるが、今後もこのような‘おいしい’状況が続くのであろうか。米国企業に目を転ずると、デフォルト率は過去最低水準にあるものの、EBITDA<sup>13</sup>に占める有利子負債の比率は5倍を超え97年及び98年の水準を上回ってきている。その数年後、つまり00年～02年にかけてデフォルト率が二桁台に急上昇したことは記憶に新しい事実である。

投資は「赤信号、皆で渡れば怖くない」の世界ではない。現状を果たして「赤信号」と断定していいものか思案投げ首の体とも言えなくもないが、「皆で渡っている」という認識は強ち間違いとは言えまい。マネジャーとのミーティングの際に、現状認識を必ず確認するようにしているが、総じて楽観的との印象を受ける。担当者としては、この熱気を体感しながらも、極めて冷静な判断が求められる。マネジャーだけでなく、投資家の力量も大いに問われる局面と言えそうだ。

（株式運用グループ 森田 潤）

<sup>9</sup> その後、投資の回収期を迎えるとリターンはプラスに転じ急激に上昇する軌道が「J」の字に似ていることから、「Jカーブ効果」と呼ばれる。

<sup>10</sup> 投資タイミングの時間分散を図るべく、毎年ほぼ同金額を投資すること。

<sup>11</sup> LBOとしては過去最大。同じく2月には大手不動産会社との買収合戦の末、米REIT（不動産信託）大手が390億ドルでBOに買収されている。

<sup>12</sup> BusinessWeek（2月19日号）は「IT'S A LOW,LOW,LOW,LOW-RATE WORLD」と題したカネ余りに関する特集記事の中で、借り手優位の状況や資本コストの低下は今後も続くとする識者のコメントを載せている。

<sup>13</sup> 利払い前・税引き前・減価償却前・その他償却前利益（Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizationの略）。