

(2009/03/26)

## 第18回「景気対策、やっていいこと悪いこと」

世界同時不況の中で、日本の景況感も一層悪化が進んでいます。既に、政府・日銀は、社債・コマーシャルペーパー(CP)の買い取りといった大企業向けの支援、信用保証協会の機能拡充といった中小企業支援を進めてきましたが、これでは足りないということで、政府の二次補正など、さらに大型の景気対策を求める声が大きくなっているのですが、PEファンドを運営している立場から、いくつかコメントをしてみたいと思います。

### 1 やっていいことと悪いことについて

---

政策を考える時に、「やっていいことと悪いこと」を判断する基準をまず定めてみたいと思います。

まず、やっていいことは、おおよそ以下のようなことでしょう。

- (1)適切なマクロ経済政策。財政出動・減税と金融緩和のポリシーミックスを適切に運用することは、経済学の基本です。
- (2)日銀による国債の買入れ増額。お札を無制限に刷るような話ですので、本来は禁じ手ですが、デフレ対策の強化に加え、税収減と財政出動に伴って増発される国債の円滑な消化という要請を考えると、現時点では許される政策になってきていると思います。
- (3)国益に照らし、どうしても守らなければならない技術や企業を保護するために政府資金による企業向けの出資の実施。たとえば、総合電機や半導体など、日本のコア技術を保有する企業の保護や、次世代を担うベンチャー技術を守るための政府出資がこれにあたります。ただし、これは保護主義の批判を招く恐れのある劇薬であることに留意が必要です。
- (4)民間のPEファンドに対する政府出資。上記(3)以外の企業に対しては、民間のPEファンドが、世界の資本市場のスタンダードに沿って支援企業を選定し、投資価格を決定し、企業を指導し、株式の売却や上場、M&AなどでEXITを図る方が、はるかに市場規律が効いたお金の使い方になり、企業の業績回復も早くなり、また最終的な国民負担の恐れも小さくなります。なお、これよりももっと有効なのが、前回取り上げた、公的年金の一定割合をPEファンド向けの投資に充当することです。これは、単に公的年金の資産配分比率をグローバルスタンダードに近づけるだけの、至極当然の施策に過ぎず、それだけで数兆円規模の資金がPEファンド経由で日本企業の経営改善の投資に充当されることになります。しかも、この施策には補正予算さえも必要ないのです。
- (5)中堅企業向けの保証制度の強化。現在中小企業にのみ適用される信用保証協会の保証と同様な仕組みを、中堅企業向けにも創設すべきだと思います。中堅企業の傘下には、多数の中小企業が存在しますので、中堅企業の資金繰り対策を行なうことは、中小企業対策にもつながるものです。
- (6)政府資金による銀行の資本増強。後ほど述べますが、企業の過剰債務問題を解消するには、銀行によ

る債権放棄なども今後は必要になってきます。現在の自己資本比率規制(BASELII)の枠組みが維持されている限り、銀行の自己資本が不足している状態は貸し渋りや貸し剥(は)がしを生むこととなりますので、政府による資本注入は非常に有効な対策となります。なお、これと同等の効果を持つのが、BASELIIIに基づく自己資本規制の緩和です。そもそも、欧米で多数の銀行に公的資金がほぼ無制限に投入されている中、日本だけが自己資本規制を厳格に守る意味があるのでしょうか。日本の裁量である程度可能なリスクウエイトの弾力化の実施、また、他国との協調が必要ではありますが、国際基準行が守るべき自己資本水準(8%)の弾力化の実施などは、貸し渋りを防ぐ極めて有効な手段と考えられます。

- (7)債権者調整のための日銀・金融庁の役割の強化。日本の銀行は、まだメインバンク制を引きずり、債権放棄などによる企業支援に際し、銀行間で債権比率に応じた負担(プロラタ・パリパス)を行なうという、法的には当然の慣行が機能していません。今後、債権者調整を行なう機関が必要となってくることは明白ですが、それは産業再生機構などの大掛かりなものである必要はなく、日銀や金融庁が担うことで十分足りると思います。
- (8)地方の中小企業対策に限定しての地域力再生機構の創設。これについては、連載第7回にて詳述した通りです。

次に、やってはいけないことを考えてみたいと思います。

- (1)後世への給付と負担が釣り合わない財政出動。建設国債の発行によって次世代が恩恵を受けるインフラ整備を進めることは、次世代にとっても給付と負担が釣り合っているので許容されると思いますが、例えば次世代にとっても不要な橋や空港を作るとか、無駄な公共工事を行なうといった財政支出は、現在の日本の財政状況を考えればマイナス面が大きく、回避すべきだと思います。
- (2)日銀による社債・CPなど信用リスクのある商品の買い入れ。これは本来、民間銀行や民間の投資家がプロとして担う機能です。もし民間に信用リスクを取る余力がないのであれば、金融機関など投資家の自己資本を公的資金で増強し、その余力を作る方が理にかなっています。日銀の財務の健全性も守るべきだと思います。
- (3)中堅・大企業一般に対する、政府資金による増資。政府の資金というのは、資本市場のスタンダードに沿ったお金ではありません。生き残るべき企業の選別、投資価格の決定、その後の経営モニタリング、そして株式の売却(EXIT)戦略に至るまで、資本市場のスタンダードに沿った運営がなされない限り、企業は甘え、いつまでたっても業績の回復も株式の売却も見込めません。それでは将来の国民負担の可能性が大きくなってしまいます。これに対し、民間の独立系PEファンドへの政府出資であれば、その民間ファンドに存在するグローバルな投資家の圧力が適切に働くので、市場規律が効いてきます。
- (4)政府による株式の買い上げ。近時、政府資金によって上場投資信託(ETF)を買い取るなどの提案がなされているようです。しかし、これは日本の株式が本当に割安であるならば国民負担の恐れなく実施できるかもしれませんが、そうでないならば、売りたい人に売り場を与えるだけの政策になってしまいます。株価を人為的に吊(つ)り上げることは無理であり、企業業績を回復させるか過剰債務問題を解決する以外に株価を上げていく方策はありません。この点については後に詳述します。

## 2 株価と企業価値の関係と、PEファンドの役割

### (1)日本株は割安ではない

先に、株価を人為的に吊り上げることは無理であることを述べました。ここでその理由を考えてみたいと思います。

表1は、東証1部主要上場企業(621社)について、企業価値(時価総額+純有利子負債)を償却前利益で割った倍率(EV/EBITDA倍率)を、金融危機前の昨年8月と今期着地見込みの両時点で比較したものです。この倍率が平常時より小さいほど割安、平常時より高いほど割高ということになります。

これでわかることは、輸出型の産業を中心にこの倍率が半年の間に急上昇していることです。それは、この半年の間にそれらの産業に属する企業の3月期の決算見通しが急降下していて、株価の下落がまだそれに追いついていないことの証左です。その他産業には、この数値が上昇していないものもありますが、この数値は、通常5-7倍を基準にすることが多いことに照らすと、そもそも昨年夏の時点の数値が高すぎたという面があるほか、今後の業績下方修正の可能性も否定できず、決して割安とはいえない状況です。

また、日経平均株価の株価収益率(PER)は約25倍と、ニューヨークのダウ平均の9倍と比べて割高であり、また、今期業績予想に基づいて計算すると、約170倍にもなるという予想もあります(出所:ブルームバーグ)。

これらが示唆するところは、現在の日本企業の株価は割安ではなくむしろ割高であるということであり、現在の株価を正当化するには、企業業績が上昇する必要があるということです。

〈表 1〉 EV/EBITDA 倍率

業種	今期着地見込み	2008/8/29
水産・農林業	13.0	14.6
鉱業	4.6	6.5
建設業	9.2	10.9
食料品	6.6	8.4
繊維製品	8.6	6.5
パルプ・紙	8.2	9.0
化学	6.9	5.9
医薬品	7.3	9.3
石油・石炭製品	8.1	21.5
ゴム製品	6.3	4.8
ガラス・土石製品	7.3	6.6
鉄鋼	10.6	6.9
非鉄金属	11.6	6.3
金属製品	38.5	5.6
機械	9.9	7.1
電気機器	8.6	5.8
輸送用機器	100.9	4.6
精密機器	41.8	7.3
その他製品	5.4	6.7
電気・ガス業	8.3	9.2
陸運業	8.7	9.2
海運業	5.3	5.2
空運業	10.7	7.5
倉庫・運輸関連業	5.2	4.6
通信業	7.3	9.0
卸売業	7.3	8.1
小売業	5.3	7.1
不動産業	11.7	12.0
サービス業	7.0	10.8

注：今期着地見込みは、直近時価総額と今期着地見込みの純有利子負債・EBITDAにより算出したもの  
出所：ブルームバーグのデータをもとにニューホライズンキャピタルが作成

## (2) 企業は過剰債務である

表2は、業績が急降下している典型的な日本企業の例示です。昨年度に償却前利益(EBITDA)が20億円、有利子負債が50億円だった企業が、今年度は売り上げ減による営業利益の急減で、償却前利益5億円、有利子負債50億円に変わったとします。

〈表 2〉 過剰債務の例示

EBITDA(償却前利益)	
07年	20億円(営業利益15億円、減価償却費5億円)
08年	5億円(営業利益0億円、減価償却費5億円)
有利子負債	
07年	50億円
08年	50億円
時価総額	
07年	50億円
08年	20億円
企業価値÷有利子負債 + 時価総額	
企業価値の理論値 = EBITDA × 倍数(平常時で6倍程度)	
この企業の適正価値は、07年度は、 $20 \times 6 = 120$ 億円 $\geq$ 50 億円 + 50 億円 → 割安なので投資家は株を買う	
08年度は、 $5 \times 6 = 30$ 億円 $\leq$ 50 億円 + 20 億円 → 割高なので投資家は株を売る	

この業界のEV/EBITDA倍率が6倍だとすると、企業価値の理論値は昨年度は120億円、今年度は30億円です。これに対して、時価総額、すなわち現実の株価が仮に昨年より60%も下がっていたとしても、昨年のこの企業の株は割安、今年のこの企業の株は非常に割高であることがわかります。

この状態では、株はとても買えないということになります。この会社の株価を正当化するには、業績を昨年度並みに戻すか、あるいは有利子負債を減らすしかありません。前者は当然ですが、後者は余り注目されていないように思います。すなわち、現在この会社は理論値30億円に対し、現実には70億円もの評価がなされているのですが、この評価のうち、50億円分は有利子負債です。ここで40億円分の有利子負債が削減され10億円に減れば、企業価値と理論値が一致するので、今の株価は正当化されることになります。

すなわち株価対策として有効なのは、割高な株を無理やり買い上げようとするのではなく、企業の業績回復を支援するという王道を行くか、または債権放棄などの手段によって企業の有利子負債を減らすことであると言えるでしょう。ただし債権放棄を行なうと銀行の自己資本が毀損(きそん)しますので、その手当ても同時に必要ということになります。

## (3) PEファンドとの関係

上記の例示は、実はPEファンドによる投資にも当てはまります。例えば上記例示の企業が、不況を乗り切るために増資を求めてきたと仮定します。この株を引き受けることは明らかに割高な株を買うこととなりますので、なかなか難しいということになります。そこでPEファンドは、この企業の業績改善の可能性を経営

者と徹底的に協議し、実行に移すことを前提に投資を検討します。また過剰債務を解消するための方策については、銀行と協調しつつ考えていくことになります。

単に政府が企業に出資するという話ではこうした規律が働かないので、企業経営者は甘え、国民のお金は割高な株に向かうので、企業業績も株価も上昇しないまま、国民負担だけが増えていくということになりかねません。

PEファンドによる投資を促進することの重要性は、ここにあります。