



ジャパン・バイアウト・マンスリー

2012年5月

日本PEへの投資に付随する為替リスク

海外機関投資家はしばしば日本PEに投資をする上での大きなリスクとして為替リスクを挙げます。「現在の円高は行き過ぎ、今後円が大幅に安くなり大きな為替差損を被る可能性が高い」というのが彼等に共通した考え方です。しかしコミット後数年に渡って段階的に投資が実行されるというPE投資のキャッシュフローをふまえて「では、あなたは今後3-4年は円高が続くと考えているですね？」と訊けばたいてい「そうは思わない」「分からない」という答が返ってきます。

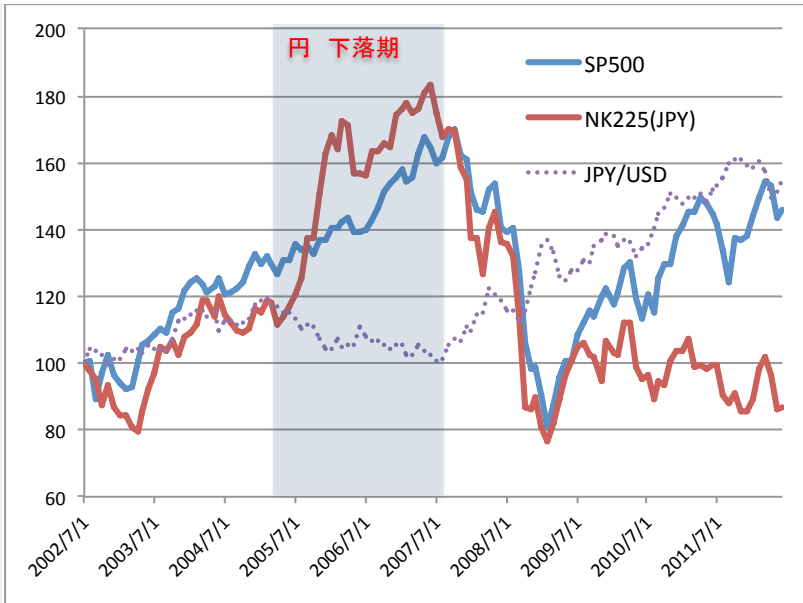
過去の為替市場を振り返ってみましょう。下表から、過去20年を振り返ると「2～5年」が典型的な為替市場のサイクルだったと言えます。

1990年～1995年（5年）	：円高期（160円 > 80円）
1995年～1998年（3年）	：円安期（80円 > 148円）
1998年～1999年（1年半）	：円高期（148円 > 101円）
1999年～2002年（2年半）	：円安期（101円 > 135円）
2002年～2005年（3年）	：円高期（135円 > 102円）
2005年～2007年（2年半）	：円安期（102円 > 124円）
2007年～ ?	（4年半）：円高期（124円 > 76円）

今回の円高局面は既に4年半が経過しており、変動幅も40%弱に達しています。今後の投資戦略を考えるにあたっては「今後円高が継続し、数年後に長期の円安サイクルにはいる」シナリオだけでなく「今後円安に転じ、数年後に円高方向に修正する」シナリオも想定すべきでしょう。昨年後半から既に円安期が始まっている可能性も十分考えられます。

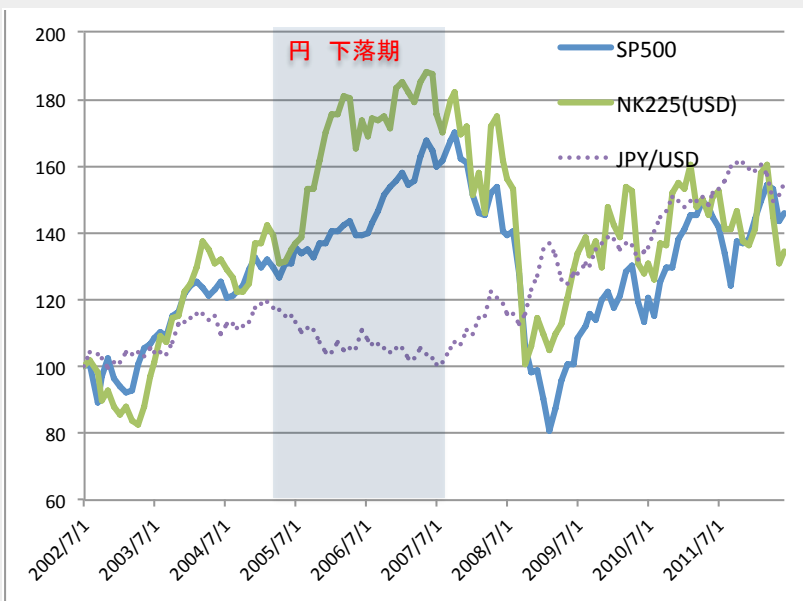
また「過去数十年間続いた趨勢的な円高傾向が終わり、長期的な円安期に入る（ので投資しにくい）」という意見もあります。ただバイアウト案件は平均的な投資期間が4～5年の中期投資に過ぎません。数年の間隔で数十%の変動を繰り返してきた為替市場の歴史を考えれば「超長期的趨勢」よりも「中期サイクル」により大きな注意を払うべきでしょう。

もう一点、海外投資家が必ずしも十分に認識していないのではないかとと思われるのが株価と為替の関係です。



これは2002年7月を100として過去10年間の日経225とS&P500の値動きを比較したグラフです。概して円の上昇期に日経は（S&Pに対して）アンダーパフォーマンスし、円の下落期にアウトパフォーマンスしてきたと言えます。従来輸出関連が日本の代表的な産業と見なされてきたために、株式市場は円高に対して「売り」、円安に対して「買い」で反応してきました。さらに近年では海外直接投資、M&Aを通じて日本企業の収益に占める海外比率が高まっており、「円安>好業績>株高、円高>業績不振>株安」の連鎖反応は今後も続くのではないのでしょうか。

これにより日本株投資における実質的な為替リスクは投資額面が示すリスク量よりも小さいと考えられます。収益面に加え、ストックの視点から見ても日本企業は多大な海外資産を持っている訳ですから企業価値の一部が海外通貨建てであることは当然のことと言えるかもしれません。



上グラフは日経225（ドル換算）とS&P500を比較したグラフです。この二つのグラフは（私の）想像以上に似た形をしていました。S&Pとドル建て日経の

連動性の高まりが株式投資のボーダーレス化といった構造的要因を反映したものなのかどうかは分かりませんが、仮にそうであるとすれば今後もこの傾向は続くことでしょう。何れにしても、過去10年間に於いては、為替の変動がドル建て投資家にとっての投資リスクを減少する方向に作用してきました。

為替市場の今後の方向性を占うことは難しく、また日本企業への投資が持つ本当の為替エクスポージャーを計測することは複雑です。さらにPE投資の将来キャッシュフローを予測することは不可能です。しかし今日、海外投資家が日本PEファンドに投資を行う上で為替リスクが大きなハードルとなっていることも動かしがたい事実です。そしてこの状況はしばらく変わることはないでしょう。円高が続くうちは冒頭で述べた懸念が続き、他方、円安が始まれば相場が落ち着く迄様子見となるのではないかと思います。**日本のGPは海外投資家に対して為替リスクについて何らかの解決策を提示すべき時期に来ているのではないのでしょうか？**海外GPで為替のオーバーレイを提供した例を私は知りませんが、日本の場合程為替リスクが大きな課題となっているケースも少ないと思います。求められているのはリスクを完全に打ち消すことではなく、現状よりもリスクを「減らす」ことで、投資先企業の企業価値の為替への感応度を最も合理的に把握・計測できるのはGPにおいて他にない筈です。

新規バイアウト案件

(5月31日までの情報より)

ポラリス、ECナビのVoyage Groupをサイバーエージェントから買収

みずほ証券系のバイアウト・ファンド、ポラリス・キャピタル・グループは、価格比較サイトECナビ運営のVoyage Groupの株式62%をサイバーエージェント（東証4751）から取得することで合意した。Voyage Groupの2011年9月期の売上高は79億円、営業利益は5億円。

日本みらい、アルクをMBOで非上場化へ

独立系投資ファンドの日本みらいキャピタルは、英語教材制作、eラーニングのアルク（JASDAQ2496）の発行済み株式を公開買い付けし、非上場化する。公開買い付け価格は1株27500円で、過去3ヶ月の平均株価に対して33.73%のプレミアムを付けた水準。買付額は最大で31億円。アルクの2012年1月期の売上高は79億円、営業利益は4億円だった。

ユニゾン、昭和薬品化工を東京海上キャピタル、ポラリスらから買収

独立系大手投資ファンドのユニゾン・キャピタルは、製薬の昭和薬品化工の全株式を、東京海上キャピタル、ポラリス・キャピタル・グループ、パインブリッジ・インベストメンツから取得することで合意した。

マイルストーンとACA、不動産のサムティの優先株を取得へ

独立系投資ファンドのマイルストーン・ターンアラウンドと住友商事系の投資会社ACAは、不動産業のサムティ（JASDAQ3244）に両社合計で18億円を投資することで合意した。2社は第三者割当増資で普通株式への転換権付き優先株式を取得する。普通株へ転換した場合の両社の持ち株比率は合計で22.8%。サムティの2011年11月期の売上高は162億円、純利益は12億円だった。

JIS、電子顕微鏡世界首位の日本電子の優先株を取得へ

3メガバンク等を主要株主とする投資会社ジャパン・インダストリアル・ソリューションズは、電子顕微鏡世界首位の日本電子（東証6951）の優先株を、第三者割当増資で取得することで同意した。投資額は30億円。日本電子の2012年3月期の売上高は831億円、純損失は90億円。

J-Star、ペットアパレルのスリーアローズを買収

独立系バイアウト・ファンドのJ-Starは、ペット用品販売のスリーアローズの全株式を取得した。同社の2011年7月期の売上高は23億円、純利益は8千万円。

TPG、ジョイント・コーポレーションの再生スポンサーに

米系大手バイアウト・ファンドのTPGは、マンション分譲のジョイント・コーポレーションの全株式を前スポンサーの株式会社レノから取得した。ジョイントは、2009年に会社更生法適用を申請し、2010年に認可された更生計画のもと、既に80%の弁済を完了している。

投資中案件ニュース

すかいらーく、5年以内に全国900店で電気自動車充電を無料で提供へ

米系大手投資ファンド、ベインキャピタルの投資先でレストランチェーン運営のすかいらーくは、5年以内にグループ全店の約3割にあたる900店で、電気自動車の充電器を無料開放する。

エグジット案件

東京海上キャピタル、ポラリス、パインブリッジ、昭和薬品化工をユニゾンに売却

東京海上キャピタル、ポラリス・キャピタル・グループ、パインブリッジ・インベストメンツは、保有する昭和薬品化工の全株式をユニゾン・キャピタルに売却することで合意した。3社は2008年に昭和薬品化工に共同投資していた。

MULプリンシパル・インベストメンツ、たらみをダイドーに売却

三菱UFJリースのバイアウト投資子会社、MULプリンシパル・インベストメンツは、果物ゼリー製造のたらみの全株式を110億円でダイドーリンク（東証2590）に売却することで合意した。たらみの2011年12月期の売上は145億円、純利益は5.2億円。MULは、2009年からたらみに投資していた。

大和PIパートナーズ、明星電気株をIHIに売却

大和証券グループ系の投資会社大和PIパートナーズは、保有していた明星電気（東証6709）の株式を、株式公開買い付けを通してIHI（東証7013）に売却する。大和は2002年から明星に投資していた。

ニューホライズン、ハウステックをヤマダ電機に売却

独立系投資ファンドのニューホライズン・キャピタルは、保有していた住設機器製造のハウステックの株式を、ヤマダ電機（東証9831）に売却することで合意した。売却額は約100億円と報じられている。ニューホライズンは、2008年からハウステックに投資していた。

ポラリス、駅探株の部分売却

ポラリス・キャピタル・グループは、駅探（東証3646）の株式26.2%を、医療システムのシーエスアイ（東証4320）に売却することで合意した。ポラリスは、売却後も25%を保有する。ポラリスは、2007年に駅探に投資し、2011年にはIPOを果たしている。

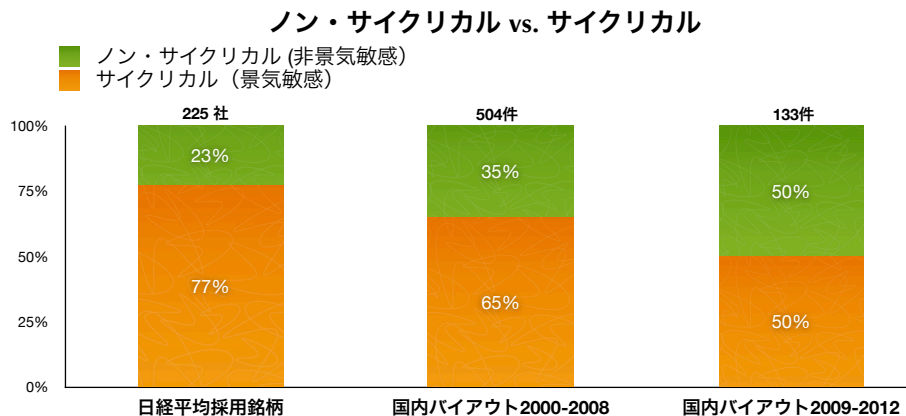
ファンド・ニュース

日本アジア投資、グロース投資ファンドを設立へ

日本アジア投資は、グローバル展開する成長期の日本企業に投資する50億円規模のファンドを設立する。同社のこれまでの投資はベンチャー企業中心だったが、海外展開を目指す成長期の中堅企業に投資の対象を拡げていく。

データで見る日本のバイアウト

下のグラフにみられるように、日経平均採用225銘柄の多くは自動車・電機関連など景気に業績を大きく左右される景気敏感株です。それに対して、国内バイアウト・ファンドは、特にリーマンショック以降、景気に業績を左右されないノン・サイクリカル・セクターへの投資を拡大しています。



		月間騰落	
TOPIX		-84.78	-10.54%
Nikkei JASDAQ	1313.85	-76.51	-5.50%

本レターはブライトラストPEジャパン株式会社により作成されています。ブライトラストPEジャパン株式会社は東京に拠点を持つ独立系投資助言・ファンド運用会社です (<http://brightrust.jp/>)。本レターの内容に関するご質問等は mail@brightrust.jp までご連絡下さい。また日々のバイアウト関連ニュースについては <http://japanesepenews.blogspot.com/> (英文) もご笑覧ください。

本レターの配信が不要な方はお手数ですがmail@bightrust.jpまでご連絡下さい。

本レターはブライトラストが信頼できると判断した情報をもとに作成したものです。これら情報の内容あるいはその正確性等についてブライトラストは一切確認しておりません。したがってブライトラストは本レターに記載された内容の正確性、完全性、適時性等を保証するものではありません。またブライトラストは本メールを受領した結果として生ずるいかなる損害に対しても責任を持つものではありません。本レターに記載された内容・意見等はレター作成時のものであり予告無く変更されます。ブライトラストの承諾なく、本レターを、社内用、社外用を問わず、コピーやファックス、ウェブ等で複製・転載することは堅く禁じられています。

著作権：ブライトラスト PEジャパン株式会社