

ペレグリンの10年

香港最大の証券会社ペレグリン（Peregrine Investments Holding）の経営が破綻し、同社のトーズ（Philip Tose）会長は1月13日、プライス・ウォーターハウスを管財人に指定し清算手続きを開始することを発表した。ペレグリンは、88年末に設立された新しい証券会社で、わずか数年のうちにアジアの最有力証券会社にのし上がったが、問題が明らかになってから破綻に追い込まれるまでの期間もまた短かった。

本レポートではペレグリンの盛衰の軌跡を振り返り、その教訓を探る。

1. 清算申請までの経緯

1) 好調だった97年上半期

ペレグリンの97年上半期の業績は、香港が中国に返還された7月に向けて、香港の株価が上昇したこともあり、好調だった。上半期の純利益は6.36億香港ドルと前年同期比で87%の大幅増益となった。

ペレグリンは、8月に入り、ノルウェーの投資銀行からロシア、東欧関連ビジネスを専門とするカーネギー・エマージング・マーケットズを買収することで合意したほか、タイの証券会社との合併会社への出資比率の引き上げをタイの監督当局に申請しており、積極的な拡大路線を進めていた。

また7月には、HSBCとキャセイ・パシフィックに代わり、香港最大のスポーツ・イベントとも言われる7人制ラグビーの単独スポンサーとなることも発表した。

2) 大きいアジアの金融危機の影響

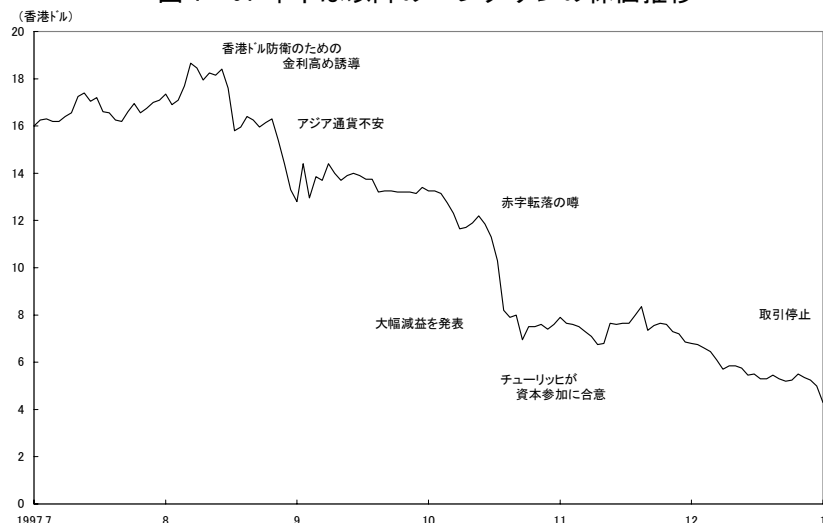
ところが、7月2日のタイ・バーツの変動相場制移行後の、アジア諸国での為替レート、株価の大幅な下落は、ペレグリンに対して大きな影響を与えた。株式や債券の発行は次々に延期され、手数料収入が大幅に減少しただけでなく、ペレグリンの大きな特徴の一つである積極的なトレーディング部門が大きな損失を出した。この結果、ペレグリンの株価は8月以降急落し、10月末までの下落幅は6割強に達した。この間の香港ハンセン指数の下落率は約3割に留まっている。

また、ペレグリンは株式や債券を引き受ける際に、発行手続きが整うまでのつなぎ融資を提供することにも積極的であった。自国通貨の急落に見舞われたアジア諸国の企業の中には、外貨建ての債務負担が膨らみ、その返済に支障を来すものも多い。ペレグリンも大

量の不良資産を抱えることになったことは容易に推測される。

その後、12月にはグループの全従業員2,000人の1割強に当たる275人の人員削減を発表するなど体質強化を試みたが、相場下落の影響は大きくその後も株価は下がり続けた。

図1 97年半ば以降のペレグリンの株価推移



(出所) 野村総合研究所

3) 破綻の直接の原因

ペレグリンを清算に追い込む決定打となったのは、インドネシアのタクシー会社ステディ・セーフ (Steady Safe) への2.65億ドルのつなぎ融資だった。ペレグリンの自己資本の4分の1に相当する金額である。同社はペレグリンを主幹事として3年債を発行する予定で、その資金でペレグリンからの短期借入を返済する予定だった。しかし、1月7日には、年末年始にかけてのインドネシア・ルピアの急落により、ステディ・セーフ社の起債が延期されると発表され、ペレグリンへの2.65億ドルの返済が滞ることが確実となった。この日、ペレグリンの株価は14%安の4.3香港ドルまで下落し、ペレグリンからの申請により取引停止となった。

昨年の11月17日に、ペレグリンの転換権付き優先株2億ドル分を取得することで合意していたチューリッヒ・セントラル・インベストメンツ¹は、その後の株価の下落で転換価格の見直し交渉を行っていたが、7日の株価の下落を見て9日、出資の撤回を正式に決定した。チューリッヒの出資撤回により、最後の頼みの綱であったファースト・シカゴ・ナショナル銀行からのペレグリンへの信用供与枠も閉じられ、ペレグリンは債務不履行に陥ったのである。9日には、政府に対しても支援融資を要求したが、監督当局はペレグリンは銀行ではなく、香港の金融システムに甚大な影響を与えることはない判断して、支援融資

¹ チューリッヒ・セントラル・インベストメンツは、スイスの有力保険会社であるチューリッヒ保険のプライベート・エクイティ部門。

を行わなかった。

同じ1月9日には、香港の監督機関であるSFC（証券先物委員会）が、財務内容の悪化を理由に、顧客への預かり資産の返還や先物取引、信用取引の手じまいのための注文処理以外の新規業務を停止し、香港証券取引所も会員資格を停止した。香港先物取引所も9日にはペレグリンによる取引を精算のための取引に限定し、12日には会員資格を停止した。

ペレグリンのトーズ会長は、同社の再建および身売りをあきらめ、12日遅くに清算を申請し、13日に発表、申請手続きが開始された。負債総額は約10億米ドルとされている。

ペレグリンは97年7月に、3年物の円建て外債を200億円発行しており、円建て外債初のデフォルト事例となる。

表1 ペレグリン精算までの動き

| 日付 | 出来事 |
|----------|--|
| 97.11.17 | チューリッヒ・セントラル・インベストメントが出資することで合意 |
| 12.3 | 従業員の約1割に当たる275人の削減を発表 |
| 98.1.7 | インドネシア企業の株式売出しが遅れ、ペレグリンの株価が急落 ペレグリン、自社の株式の取引停止を申請 チューリッヒ・セントラル・インベストメントの増資受入価格見直しへ |
| 1.8 | 9日に予定されていた臨時株主総会の延期を発表 |
| 1.9 | チューリッヒ、ペレグリンへの増資を取りやめ SFC、ペレグリンの新規業務を停止。香港証券、会員資格を停止 |
| 1.12 | 香港先物取引所、会員資格を停止 |
| 1.13 | ペレグリンの清算手続き開始 |
| 2.2 | フランスのBNPがペレグリンの中国株部門を買収することを発表 |
| 2.6 | スペインのサンタンデールがアジアのエクイティ部門を買収することを発表 |

(出所) 各種報道より野村総合研究所作成。

その後、2月2日には、フランスの3大銀行の一つであるBNP（Banque National de Paris、パリ国立銀行）が、ペレグリンの中国株式関連部門を買収することで合意した。買収金額は発表されていない。BNPが96年11月に買収したブローカレッジ子会社であるBNPプライム・イーストに組み込まれる。同部門の従業員150人が引き継がれ、ペレグリンの共同設立者であるロン氏が指揮を執ることになった。

BNPは中国関連ビジネスを強化しており、香港と中国に900人のスタッフを擁している。ユーロマネー誌によれば、96年の中国でのシンジケート・ローンの引受では、シェア8.5%でトップとなっている。

また、2月6日には、スペイン最大の銀行であるサンタンデールがアジアのエクイティ部門を買収することを発表した。同行はアジアではほとんど目立った実績がなく、この買収をアジア進出の足がかりとしたい考えである。

2. ペレグリンの成功の背景

1) 有力人物とのコネクション

ペレグリンは1988年、当時シティコープの証券子会社であったシティコープ・スクリムジャー・ビッカーズ (Citicorp Scrimgeour Vickers)²のトーズ氏とロン氏が共同で設立した。それまでにトーズ氏は、父親がビッカーズ・ダ・コスタのパートナーだったこともあり、同社で20年間のキャリアを積んだ。一方、ロン (Francis Leong) 氏は80年にシティバンクに入社し、83年末にシティバンクが資本参加したビッカーズで証券業務に携わった。

ペレグリンは設立当時から、長江実業、ハチソン・ワンポアの李嘉誠、ホープウエルのゴードン・ウー、CITIC パシフィックのラリー・ヤン、マカオの大富豪スタンリー・ホーといった香港の有力な華僑からのバック・アップを受けていた。設立時の資本金3億香港ドルのうち、設立時の両設立者の出資比率は合わせて35%であった³。

有力華僑のバックアップにより、ペレグリンはトーズ氏らが想定していた資本金よりも大きな資本金で営業を開始することができただけでなく、これらの企業の資金調達で主幹事を務めたことが収益源となり、また、その知名度を高めることにもなった。これら華僑系大企業の大型資金調達は、ほとんどの場合ペレグリンが主幹事を務めた。

このような関係は、トーズ氏がシティコープ・スクリムジャー・ビッカーズ時代に培った人脈によるものである。香港企業のレポートを誰も書かなかった1979年に早くも長江実業のアナリスト・レポートをトーズ氏が書いたことがきっかけで李嘉誠との交流が始まったことは有名である。トーズ氏は、タイム誌の香港返還直前の特集記事で今後最も影響力の大きい人物25人の中に含まれており⁴、その財界への影響力は大きなものがあった。

2) 自己ポジションの積極的な利用

ペレグリンは当初から、引受などコーポレート・ファイナンスに関する業務も行ってはいたものの、その中心的な業務は株式のブローカレッジであった。資産構成を見ると、上場直後の91年にはトレーディング資産は総資産の10%にも満たず、ブローカレッジからの収益が33.2%を占めていた。

その後、ペレグリンはコーポレート・ファイナンスの比重を高めていった。ペレグリンの引受の最大の特徴は、自己ポジションでの買い受けを利用して、ディールを短期間でまとめることにある。ペレグリンが96年に長江実業の53億香港ドル (約1,000億円) の株式売出しを行う際に、長江実業側からの電話を受けてからわずか2分でディールをまとめた話は有名である⁵。総資産に占めるトレーディング資産の比率は96年末には40%まで上

² シティコープが出資していたビッカーズ・ダ・コスタとスクリムジャー・ケンプが合併した後に、ビッグ・バンを機にシティコープが100%子会社化したブローカー。

³ Far Eastern Economic Review 91年10月10日号 “Swooping to conquer” 参照。

⁴ TIME 97年6月23日号 “The Most Influential 25 People in the New Hong Kong” 参照。

⁵ Asiamoney 97年3月号 “Tose takes on Wall Street” 参照。

昇した。トレーディング資産の内容は開示されていないが、顧客に対する証券発行までのつなぎ融資やアジア通貨建ての低格付け債券なども、このトレーディング資産に含まれているものと推測される。

表2 ペレグリンの資産構成

(100万香港ドル)

| | 1990 | | 1996 | |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 流動資産 | 1,175 | 86.5 | 18,635 | 77.0 |
| 現預金 | 591 | 43.5 | 66 | 0.3 |
| トレーディング資産 | 124 | 9.1 | 9,666 | 40.0 |
| 売掛債権 | 167 | 12.3 | 5,256 | 21.7 |
| 貸付 | 194 | 14.3 | 841 | 3.5 |
| 固定資産 | 22 | 1.6 | 1,066 | 4.4 |
| 投資有価証券 | 98 | 7.2 | 1,631 | 6.7 |
| 関連会社株式 | 53 | 3.9 | 1,321 | 5.5 |
| その他 | 10 | 0.7 | 1,537 | 6.4 |
| 総資産 | 1,358 | 100.0 | 24,190 | 100.0 |
| 短期負債 | 279 | 20.5 | 12,598 | 52.1 |
| 長期負債 | 0 | 0.0 | 3,043 | 12.6 |
| 少数株主持ち分 | 0 | 0.0 | 1,859 | 7.7 |
| 自己資本 | 1,077 | 79.3 | 6,690 | 27.7 |

(出所) 年次報告書

表3 ペレグリンの収益構成の推移

(1,000香港ドル)

| | 1991 | | 92 | 93 | 94 | 95 | 96 |
|--------------|---------|---------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| ブローカレッジ | 169,847 | コーポレート・ファイナンス | 128,999 | 205,843 | 66,650 | -22,049 | 284,652 |
| トレーディング | 55,782 | ブローカレッジ | 147,650 | 213,944 | 136,765 | 7,897 | - |
| マーチャント・バンキング | 145,432 | 派生商品 | 3,615 | 52,857 | 102,979 | 184,090 | - |
| 不動産ディーリング | 118,069 | 直接投資 | 140,623 | 74,539 | 108,814 | -23,643 | 45,653 |
| その他金融サービス | 21,978 | トレーディング | 88,677 | 181,994 | 27,332 | 701,532 | 145,803 |
| | | 債券 | - | - | -32,088 | 158,220 | 381,499 |
| | | 外国為替・商品取引 | 14,095 | 57,937 | 3,346 | -23,296 | - |
| | | 資産管理 | - | - | - | -18,945 | -26,937 |
| | | 不動産投資・開発 | - | - | - | - | 65,484 |
| | | その他 | 130,969 | 73,188 | 57,425 | 107,568 | 128,869 |
| 税引き前利益 | 511,108 | 税引き前利益 | 654,628 | 860,302 | 471,223 | 1,071,374 | 1,025,023 |

(注) 1.年次報告書で項目が連続しない場合には、適宜調整した。91年は調整不能。

2.96年のコーポレート・ファイナンスの項には、ブローカレッジ、派生商品による収益も含まれている。

3.債券業務は94年から開始。

4.資産管理業務は94年までは関連会社のインベスコを通じて行っていたが、95年以降は自らアセット・マネジメント部門を設立。

(出所) ペレグリン年次報告書より野村総合研究所作成。

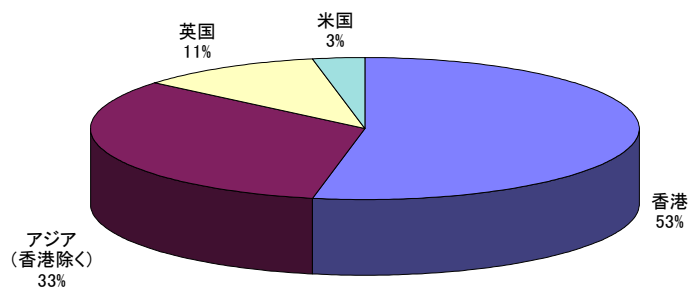
3) アジア全域への展開

国際展開において、ペレグリンがまず力を入れたのは中国関連ビジネスである。91年にCITIC パシフィックの香港上場で幹事を務めたのが、その第一歩であった。89年に起きた天安門事件に対する懸念から、他の外資系が中国市場への参入に二の足を踏む中、ペレグリンは92年に北京に資金調達などに関してアドバイスを行うコンサルティング会社を設立した。93年には中国企業の香港を始めとする外国証券取引所への上場が開始されたが、93年中に上場された6社のうち3社についてはペレグリンが主幹事または共同主幹事を務めた。ペレグリンの中国関連ビジネスの中心人物であるロン氏は「レッドチップスの父」とも呼ばれ、その後もH株やレッドチップス株の上場で多くの主幹事を務めた。また、B株のブローカレッジに関しても外国証券会社としてはいち早く免許を獲得し、中国株のブローカレッジでも大きな収益を上げた。

ペレグリンは、韓国やマレーシアなど、NIES、ASEAN 諸国はもちろん、ミャンマー、ベトナム、カンボジア、北朝鮮などにも、積極的に拠点展開を行った。まだその将来性が不透明なうちに中国関連ビジネスに取りかかって成功したように、これらの国でも他に先駆けて進出し、主導的な立場を確保しようという戦略であった。

ミャンマーやカンボジアなど、ビジネスの立ち上げに失敗した例もあるが、業務の国際化は進み、91年には香港でのビジネスが収益の99%を占めたのに対し、96年には、香港の比率は53%に低下し、その他のアジア諸国からの収益が3割以上を占めるようになっていく。

図2 地域別収益構成 (1996)



(出所) 年次報告書

4) 債券業務への参入

ペレグリンは当初はエクイティ関連ビジネスのみを行う証券会社であったが、規模が拡大するに連れ、国際的な証券会社となるためには債券部門が不可欠であるし、アジアの債券市場は今後大きく拡大するという判断から、債券業務にも進出した。リーマン・ブラザーズから引き抜かれたリー (Andre Lee) 氏が、債券業務を行うペレグリン・フィクスト・インカムを率いた。

債券業務でも、アジア諸国の現地通貨建ての起債において積極的に自己ポジションを利用して引受を行い、業務を開始した 94 年こそ赤字だったもののその後は黒字に転換し、96 年には収益の 37% を上げた。今回の為替レートの暴落以前は、アジア通貨建ての債券は表面金利が高く、為替レートは米ドルにペッグされていたため為替リスクも大きくなかったため、容易に大きな利ざやを得ることができたのである。

3. ペレグリンの教訓

自己ポジションを利用した積極的な引受とトレーディングによって拡大を図るというペレグリンの戦略は、確かにリスクは大きなものではあったが、今回の金融資本市場の大混乱まではうまく機能してきた。人脈やコネが重要な役割を果たすこと、アジア通貨が米ドルにペッグしていたこと、そして、何よりもアジアの高成長は今後も長きにわたって継続すると信じられていたことを考えれば、アジアという市場を熟知した地場証券会社ならではの戦略であったと言えるかも知れない。こぞって参入してくる欧米の最有力金融機関と対等に競争してきたことは評価に値しよう。

ペレグリンを清算に追い込んだステディー・セイフ社へのつなぎ融資は、ペレグリンの手法を象徴している。ステディー・セイフ社は、スハルト大統領の長女が強い関係を持つ企業であった。同社がペレグリンを主幹事として債券を発行することにしたのは、同社の積極的な投資計画を危険視した香港上海銀行がそれまでの融資を引き上げたためである⁶。自己資本の 4 分の 1 というその融資規模が果たして適当であったかという疑問は残るものの、香港上海銀行が見限った企業への融資を短期間のうちに決めたこのディールは、まさにペレグリン流であった。この契約が結ばれた昨年 5 月時点で、インドネシアが今のような混乱状態に陥ることを予測できた者は皆無に近いという、最後の会見でのトーズ氏の釈明ももつともである。

ただ、巨額の不良資産を抱えたとされるペレグリン・フィクスト・インカム社の債券引受ビジネスは専ら香港で行われ、インドネシアやタイなどにある現地拠点との情報交換はほとんど行われなかったようである。この結果、現地の事情をあまり知らずにリスクのあ

⁶ タクシー会社のステディ・セイフは、今後鉄道やフェリーなど、交通事業全般への進出を計画していた。

る投資に踏み込んだとすれば、それは大きな問題だったと言える。

ペレグリンの最大の問題点はその財務内容であろう。資産の急拡大とともに自己資本比率が急速に低下しただけではなく、外部負債の約 7 割が短期負債であった。トレーディング資産が大きく、しかも流動性の低いアジア通貨建ての債券を大量に保有していることを考えれば、その財務内容はあまりにももろかった。

これまでは予期できなかったような事態も含め、常に最悪のケースへの対応を念頭に置いたビジネス展開が求められる。しかし、その一方で、リスクを取ることを恐れていては、大きな成功はないということもまた、ペレグリンの 10 年からの教訓であると言えよう。

(落合 大輔)