

## 成長と価値： 海外投資の注意点



いさがわ のぶゆき  
砂川 伸幸

神戸大学大学院 経営学研究科  
教授

かつて日本企業の足かせになったジャパンプレミアムと同様の現象が、欧州の足かせになりつつある。レバレッジからデイレバレッジへの転換を強いられている欧州勢は、新興国や資源国から資金を引き揚げていく。代わって資金を提供しているのが、日本の金融機関や企業である。

日本の金融機関や企業は、いち早くデイレバレッジを進め、内部留保を蓄積してきた。その資金を新興や資源という海外の成長機会に投資して価値を高めるといのが、日本の戦略である。

ただし、成長がつねに価値を高め

るとは限らない。海外投資であれ国内投資であれ、価値が高まるか否かは、資本コストと投資成果（資本利益率）の関係に依存する。資本利益率が資本コストを上回るとき、成長は価値向上のドライバーになる。逆に、資本利益率が資本コストを下回れば、成長は価値を毀損させる。

### サステイナブル成長と バリュエーション

簡単な数値モデルで成長と価値の関係を確認しよう。表1は、典型的なサステイナブル成長モデルである。

資本利益率（ROI）は一〇%、配当性向六割、内部留保四割、内部留保は再投資される。再投資利益率はROIと等しい一〇%である。このとき事業は毎期四%の率でサステイナブルに成長する。資本、利益、配当、内部留保（再投資）のすべてが四%で増えていく。成長率四%は資本利益率と再投資率（内部留保率）をかけた値である。

定率成長モデルを用いると、表1下部のように事業価値を算出することができる。資本コストが八%のとき事業価値は一、五〇〇、資本コストが一〇%のとき事業価値は一、〇〇〇、資本コストが一二%のとき事業価値は七五〇である。いずれの場合も成長はしている。にもかかわらず、資本利益率が資本コストより低いケースでは、事業価値が投下資本額を下回る。これは価値の毀損である。

現代ファイナンス理論やバリュエーション理論が教えるとおり、価値創造は資本コストと資本利益率に依存する。成長が価値創造に貢献するには、資本利益率が資本コストを上回るという条件が必要になる。有名なM&Aのテキストは次のように

述べている。多くの財務指標は理論的なベンチマークをもたないが、資本利益率には資本コストという明確な基準がある。資本コストを上回る資本利益率をあげること、企業は経済的価値を付加することができる。

表2は、資本コストと資本利益率（ROI）の関係ごとに、成長が価値に与える影響を示している。ROIが資本コストを上回る①のケースでは、成長率を高めることが価値向上に貢献する。これが最も望ましい。ROIが資本コストと等しい②のケースでは、成長率に関わらず、事業価値は投下資本額に等しくなる。ROIが資本コストを下回る③のケースでは、成長が価値を毀損する。再投資を増やし、成長率を高めれば高めるほど、事業価値が低下するというジレンマが生じる。成長は良いことだと思いついて、このジレンマに陥るリスクがある。

### 海外投資の注意点

M&Aの専門誌によると、日本企業のM&A件数や金額は二〇〇六年をピークに低下傾向にある。一方、

表1 ● サステイナブル成長モデルとバリュエーション

	今期	来期	再来期	以降
投下資本(期首)	1,000	1,040	1081.6	4%成長
利益(期末)	100	104	108.16	4%成長
配当(期末)	60	62.4	64.896	4%成長
内部留保	40	41.6	43.264	4%成長
期末資本	1,040	1,081.6	1,124.864	4%成長
成長率	4%	4%	4%	4%
資本コスト 8% : 事業価値 = $60 \div (0.08 - 0.04) = 1,500$				
資本コスト 10% : 事業価値 = $60 \div (0.10 - 0.04) = 1,000$				
資本コスト 12% : 事業価値 = $60 \div (0.12 - 0.04) = 750$				

表2 ● 資本コストと資本利益率

	再投資ゼロ ①成長率ゼロ	再投資40% ②成長率4%	再投資60% ③成長率6%
① 資本コスト8% < ROIC	1,250	1,500	2,000
② 資本コスト10% = ROIC	1,000	1,000	1,000
③ 資本コスト12% > ROIC	833	750	667

(注意) ROIC = 10%、成長率 = ROIC (資本利益率) × 再投資率 (内部留保率)

日本企業が海外企業を買収する In-  
Out の件数は増加している。海外  
買収案件のターゲットは成長ポテン  
シャルが高いアジアである。上の数  
値モデルからの合意を海外投資の注

意点として述べておこう。  
第一に、再投資なくして成長はな  
い。サステイナブル成長は、毎期の  
投資によって実現可能となる。海外  
進出するだけでは高い成長率を享受

することはできない。継続的な投資  
が必要になる。

第二に、成長が価値を高めるとは  
限らない。成長による価値向上とい  
う果実を得るためには、資本コスト  
と資本利益率の関係を正しく見極め  
る必要がある。新興国の成長率は高  
いが、成長期にある国は金利が高く  
資本コストも高くなる。一方、成熟  
国である日本は、金利が低く資本コ  
ストも低い。成長率ばかりに目が奪  
われると、新興国への投資が表2の  
セル③-①や③-②になりかねない。

第三に、バリュエーションの観点か  
ら好ましい成長は、高い資本利益率  
に裏付けられたものである。資本利  
益率が低くても、多額の投資を行う  
ことで成長はできる。しかし、表2  
のセル③-①や③-②が示すよう  
に、資本利益率が資本コストより低  
ければ、再投資による成長は価値を  
毀損する。

### 投資家視点と海外投資

前号で述べたように、海外投資の  
評価に用いる資本コストは、投資家  
の属性にも依存する。日本国内の投

資家の視点から評価する場合は、H-  
CAPMがベースになる。グローバ  
ルな投資家の視点から評価する場合  
は、G-CAPMがベースになる。現  
地投資家の視点から評価する際に  
は、F-CAPMを用いる。将来的に  
は、三つの値は収斂していくであろ  
う。しかしながら現時点では、H-  
CAPMやG-CAPMを用いた日  
本企業の海外投資に対する資本コス  
トは、相対的に低い傾向にある。

表2でいうと、日本企業は、現地  
企業や欧州勢より①に近いポジショ  
ンにある。この状況を利用しない手  
はない。日本企業は、価値向上に結  
び付く海外投資を行いやすい。ただ  
し、価値を高めるか否かは、成長率  
ではなく、資本コストと資本利益率  
の関係で決まることを理解しておく  
必要がある。資本コストを投資家の  
期待におきかえると、次のようにい  
うことができる。「成長が価値を高め  
るのは、その成果が期待を上回ると  
きである」。

顧客の期待を裏切らないプロフェッ  
ショナルの価値は高い。同様に、投資  
家の期待を裏切らない企業は高く評  
価される。