

イン・アウトM&A にかかわる評価

CFOが検討すべき、
3種類のリスク



谷山邦彦

デロイト・トーマツFAS株式会社
バリュエーション ディレクター

最近の円高を背景に、中小規模案件を中心にイン・アウトのM&Aが回復傾向にある。それに伴い、CFOがイン・アウト・ナショナル・コーポレート・ファイナンスの観点から、海外企業を対象とする、クロス・ボーダーにかかわる企業評価や事業評価を行う機会が増えてきていると思われる。クロス・ボーダーにおける価値評価は、さまざまな問題に直面する。たとえば、事業計画がハード・カレンシー（国際決済通貨）で作成されていない場合、為替レート変動の前提条件や資本コストの推定方法等、国内企業を対象とする価値評価より検討課題は多い。

クロス・ボーダー取引の評価に際して、CFOとして認識しなければならぬリスクとして、為替リスク、対称性リスク、および非対称性リスクの3種類のリスクがあり、それらを検討し、対応していく必要がある。為替リスクの問題は、先進国や新興国等の共通の課題である一方、対称性リスク、非対称性リスクは新興国を対象国とする場合に特に、注意する必要がある。

1 為替リスク

為替リスクを反映するためには、購買力平価理論と金利平価理論に基づき、キャッシュ・フローと割引率との整合性に着目する必要がある。

① 外国通貨建てのキャッシュ・フローを外国通貨建て割引率で割り引く

一番目の方法は外国通貨建てのキャッシュ・フローを外国通貨建て割引率で割り引く方法である。金利平価理論と為替レートの期待理論に基づき、予想される直物レートの変化率は自国、外国の両国の金利差に等しいことになる。

あるいは購買力平価理論に基づき、期待インフレ率の差は予測される為替レートの期待変化率に等しくなる。したがって実質金利が等しいのであれば、購買力平価理論と金利平価理論では同一の予想される直物レートの変化率が生じることになる。

予測される直物レートの期待変化率は両国の金利差として表すことができる。

キャッシュ・フローの予測期間中の予測される直物レートの期待変化率の変化部分を ΔS としよう。

$$(1+\Delta S) = \frac{(1+r_{\text{domestic}})}{(1+r_{\text{foreign}})}$$

r_{domestic} : 自国名目金利

r_{foreign} : 外国名目金利

金利平価理論に基づき、自国名目金利と外国名目金利差は直物レートの期待変化率に等しい関係は、両国の金利が自国通貨建てWACCと外国通貨建てWACCとの関係に置き換えることができる。あるいは購買力平価理論に基づき、両国の期待インフレ格差は、自国通貨建てWACCと外国通貨建てWACCの関係に置き換えることができる。

金利平価理論に基づき、自国名目金利と外国名目金利差は直物レートの期待変化率に等しい関係は、両国の金利が自国通貨建てWACCと外国通貨建てWACCとの関係に置き換えることができる。あるいは購買力平価理論に基づき、両国の期待インフレ格差は、自国通貨建てWACCと外国通貨建てWACCの関係に置き換えることができる。

$$\frac{1+WACC_{\text{domestic}}}{1+WACC_{\text{foreign}}} = \frac{1+Rf_{\text{domestic}}}{1+Rf_{\text{foreign}}} = \frac{1+i_{\text{domestic}}}{1+i_{\text{foreign}}}$$

Rf_{domestic} : 自国リスク・フリーレート

Rf_{foreign} : 外国リスク・フリーレート

i_{domestic} : 自国インフレ率

i_{foreign} : 外国インフレ率

$WACC_{\text{domestic}}$: 自国通貨建てWACC

$WACC_{\text{foreign}}$: 外国通貨建てWACC

したがって、自通貨建てWACC、自国リスク・フリーレート（あるいは自国インフレ率）および外国リスク・フリーレート（あるいは、外国インフレ率）の数値がわかれば、外国通貨建てWACCを見積もることができる。

② 自国通貨建てのキャッシュ・フローを自国通貨建て割引率で割り引く

二番目の方法として、外国通貨建てのキャッシュ・フローを自国通貨建てのキャッシュ・フローに転換し、自国通貨建て割引率で割り引く。

貸建ての割引率にて割り引く方法がある。自国通貨建ての投資価値が為替レートに対して感応度が高い場合には、この方法が有効である。たとえば、為替リスクのボラティリティについて、割引率、ベータに反映すべきシステムティック・リスク（分散可能でないリスク）が織り込まれているかどうかは証明できない。したがって、為替リスクを反映することに重要性がある場合には、割引率に反映するのではなく、自国通貨建てのキャッシュ・フローを求めるアプローチがより適していることがある。

2 対称性リスク、非対称性リスク

為替リスク以外のリスクは、大きく分けて、対称性リスクと非対称性リスクに分類される。対称性リスクは、期待価値に対してアップサイド・リスクとダウンサイド・リスクの対称性を有している。カンントリー・リスクや事業リスクがこの対称性リスクの範疇に入る。これらのリスクは、その事業が内在するボラティリティにどの程度影響するかによって計測されることになる。結果として、対称性リスクは、要求利回りを上昇させるとともに割引率も上昇させる。

非対称性リスクは、期待価値に対してアップサイド・リスクあるいはダウンサイド・リスクのどちらか一方を有している。非対称性リスクとしては、対象企業やプロジェクトが外国政府によって支配される接収リスクや、部分的あるいは全面的な資金の本国への送金を禁ずる資金封鎖リスク等が想定される。一般的には非対称性リスクについては、確率によりウエイト付けしたシナリオ分析を行うことになる。

① 対称性リスクとその測定方法

新興国市場を対象としたイン・アウトのM&Aは極端に高いボラティリティに特徴がある。これはマクロ経済に関連するリスク要因（カンントリー・リスク）から生じるものもあれば、事業上のリスクから生じるものもある。

(i) カントリー・リスク・プレミアム
推定方法

ソブリン債（現地政府債）を自国のそれと比較し、推定する方法がある。
現地政府債一〇年物イールド（現地通貨建て）

— 国債一〇年物イールド

— 現地と日本とのインフレ差

— 日本国内の同格付社債と国債とのイールド差（信用リスク・プレミアム）

＝ カントリー・リスク・プレミアム

CAPM式に基づき、カンントリー・リスクを一定と仮定して、 R_f に加算することになる。

$$(R_f + \text{country} \cdot \text{risk} \cdot \text{premium}) + \beta \times (R_m - R_f)$$

R_f : リスクフリー・レート
 R_m : リスク・プレミアム

なお、ハード・カレンシー（国際決済通貨）建て債券を発行していない国の場合には、別途ハード・カレンシー建て債券を発行している国とカンントリー・リスク・レーティングが合致している国のソブリン債を比較することになる。

(ii) 事業リスク
対象国のビジネスのボラティリティを反映する事業リスクを見積る必要がある。ビジネスを取り巻く環境は、高いボラティリティを持つならば、相対リスクとしてマーケット・リスク・プレミアムを加算する必要がある。

$$(R_f + \text{country} \cdot \text{risk} \cdot \text{premium}) + \text{relative} \cdot \text{risk} \times (R_m - R_f)$$

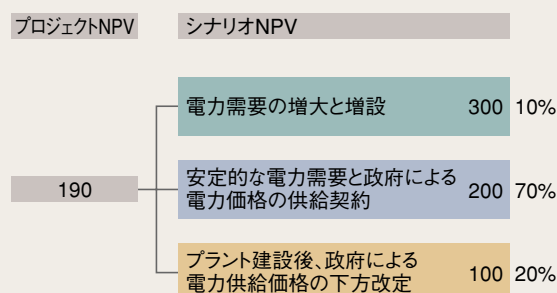
ここで、 $ERF_f = \text{relative} \cdot \text{risk} \times ERF_c$

ERF_f : 対象国のエクイティ・リスク・プレミアム、

ERF_c : 自国のエクイティ・リスク・プレミアム

以上、海外投資機会の回復に伴い、インターナショナルコーポレートファイナンスの観点からのイン・アウトM&Aにかかわる評価においてCFOが検討すべき、三種類のリスクについて整理してみた。

[例]



② 非対称性リスクとその測定方法
新興国市場における投資機会は、さまざまな非対称性リスクにも直面する。たとえば、接収リスクはダウンサイド・リスクとして価値に影響を与える。追加的な投資機会は、アップサイド・リスクとして価値に影響を与える。非対称性リスクを見積るには、確率によるウエイト付けしたシナリオ分析が行われる。