

M&A： サイズと新興



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

ベータのみである。ゆえにシンプルである。ベータは実在のデータを回帰分析すれば算出できる。よって、実用的であり検証しやすい。

しかしながら、CAPMが想定する資本市場は、真空状態という前提を維持できる実験の場とは異なる。前提が現実と相容れないことがある。その代表が規模と地域、小規模企業と新興国企業である。

一定規模以上の先進国企業の株式は、流動性が高く、値付き率もよい。マーケットポートフォリオの代理である

株価指数は、数多くの銘柄からなり、一部の銘柄の影響は軽微である。洗練された株式市場には、無数の投資家がプライステーカーとして参加している。このような市場と銘柄は、CAPMの前提を相当程度満たしている。

一方、小規模企業の株式は、流動性が低く、値がつかないこともある。新興国の株価指数は、構成銘柄数が少なく、一部の銘柄の影響を受けやすい。参加する投資家の数も限られている。カントリーリスクという分散投資では除去できないリスクもある。このような市場と銘柄は、CAPMの前提を満たしていない可能性がある。

サイズプレミアム

サイズプレミアムは、ベータを調整した後に残る小規模企業と大規模企業の資本コストの差である。資産運用の世界では、小型株アノマリーとして知られている。ベータがほぼ等しい小型株と大型株を比較すると、小型株の方が高いリターンを実現することがある。一時期、小型株アノマリーは先進各国で観察された。

サイズプレミアムをどう扱うかについては、二つの方向があった。一つは、CAPMという基本姿勢を崩さずに、プレミアムを追加する方向である。事業法人が顧客である投資銀行業務の関係者は、この方向を選択した。もう一つは、CAPMに代わるモデルを模索する方向である。理系出身者が主体となっていた資産運用業務の関係者は、この方向を選んだ。

前者を選択した投資銀行関係者の間では、実務で使えるサイズプレミアムのニーズが高まった。それを受けて、情報ベンダーが定期的にサイズプレミアムを算出し、提供するようになった。近年、日本でもサイズプレミアムの値に対するニーズが高まっており、

企業価値評価(バリュエーション)と資本コストが企業経営に浸透した理由の一つは、M&Aの隆盛である。いまや、

M&Aは、日本企業の経営戦略の手段として完全に定着した。今後も、業界再編と海外展開という二つの流れにおいて、M&Aは主要な役割を果たすであろう。業界再編では国内小規模企業が、海外展開では新興国企業がM&Aの対象になる。バリュエーションに焦点を絞ると、前者は規模の評価がポイントになる。後者は海外という地域がポイントになる。いずれも理論と実務の融合が進行中のテーマである。

CAPM

DCF法の分母の主役CAPMは、ノーベル経済学賞に輝いたエレガントな理論である。同時に、シンプルかつ実用的であり、検証可能性が高いという社会科学のお手本のようなモデルである。大学院生の頃、平均と分散の二軸で展開されるポートフォリオ理論とCAPMに感動したことを覚えている。いまでも、私の教育と研究のベースになっている。

CAPMにおけるリスクファクターは、マーケットに対する感応度指標の

	リスクフリー・レート	カントリー・プレミアム	ベータ	マーケット・プレミアム	株式資本コスト
G-CAPM	アメリカ国債 2%	あり 3%	対 S&P 0.6	S&P500 6%	ドルベース $2\% + 3\% + 0.6 \times 6\% = 8.6\%$
H-CAPM	日本国債 1%	あり 3%	対 TOPIX 0.7	TOPIX 5%	円ベース $1\% + 3\% + 0.7 \times 5\% = 7.5\%$
F-CAPM	新興国国債 4%	なし	対現地指数 0.8	現地株価指数 8%	現地通貨ベース $4\% + 0.8 \times 8\% = 10.4\%$

それに応える投資銀行関係者も出てきた。

例えば、SMB C日興証券の産業調査部では、アメリカの実証研究をベースにして、日本におけるサイズプレミアムを算出している。上場企業を株式時価総額でいくつかのポートフォリオに分類して検証したところ、時価総額が最も小さいポートフォリオと二番目に小さいポートフォリオで、有意なサイズプレミアムが観察された。サイズプレミアムの値は、実務的にも違和感のないレンジにあるという。

サイズプレミアムの原因である企業規模は、負債の資本コストにも影響する。格付の実務では、売上高が一定規模以下の発行体格付は、一ノツチ低くなるといわれる。負債の資本コストを格付から推定する場合、小規模企業には、プレミアムが追加されることになる。この場合、WACC全体にサイズプレミアムがのる。WACCはEV/EBITDAマルチプルと逆の関係にある。サイズプレミア

ムがあることは、小規模企業のマルチプルが低くなることを意味している。

新興国企業の評価

日本企業のコーポレートファイナンスにおける旬のテーマは、新興国企業のバリュエーションであろう。リーマンショック以降、M&Aの総件数は減少したが、アジア企業の買収件数は増加している。旬のテーマであるが、詳しく書かれているテキストは少ない。論点はいくつかあるが、ここでは、CAPMをベースにした株式資本コストの推定について紹介する。

新興国企業の場合、CAPMを基本としたモデルが複数ある。Globe I-CAPM (G-CAPM)、Home I-CAPM (H-CAPM)そして、Foreign I-CAPM (F-CAPM)。新興国企業のバリュエーションにおける資本コストの推定では、これらのモデルを使い分けることになる。G-CAPMは、グローバルレベルでCAPMが満たされているという信念の下に用いる。リスクフリー・レートはデフォルトの懸念が最も小さい国債の利回りである。イギリスやスイスなど過去にデフォルトをしたことがない国

債も候補であるが、実際にはアメリカ国債を使うことになる。マーケットポートフォリオにはMSCIのワールドインデックスか、MSCIとの相関が一に近いS&P500を用いる。ヒストリカルなデータが豊富という点では、S&Pの方がよいかもしれない。

G-CAPMで用いる株式ベータは、グローバルなマーケットポートフォリオ(S&PやMSCI)に対するベータである。資本コストがドルベースになるため、新興国企業のFCFをドルに変換する必要がある。通貨の変換には購買力平価や金利平価を用いる。H-CAPMは、買手企業の母国(Home)の資本市場データを用いる。買手が日本企業の場合、株主のベンチマークがTOPIXであれば、H-CAPMが現実的である。新興国企業を買収することで、リスク分散が実現できる場合もH-CAPMを検討してよい。

H-CAPMを用いる場合、リスクフリー・レートは日本国債、マーケットポートフォリオはTOPIXになる。新興国企業の株式ベータは、TOPIXに対する値である。H-CAPMの資本コストは、日本円がベースになるため、新興国企業のFCFも日本円に修正する。

F-CAPMは、現地(買手からみて外国: Foreign)の資本市場をベンチマークにする。F-CAPMは、新興国企業のスタンドアローンの評価を行うときに用いる。リスクフリー・レート、マーケットポートフォリオは、いずれも新興国のものを用いる。F-CAPMの資本コストは現地通貨をベースにしているため、FCFは現地通貨の計画をそのまま用いればよい。

SMB C日興証券産業調査部が実際のデータを用いて行った試算では、アジア諸国の企業の場合、H-CAPMとG-CAPMの資本コストがF-CAPMより小さくなる傾向が強い。実務経験とずれるほど乖離が大きいこともある。このずれを調整するため、G-CAPMやH-CAPMでは、カントリーリスクを追加することがある。上の表は三つのモデルの例である。

現状では、CAPMが現実を完全に把握しているわけではない。やがて、資本市場の整備は進み、新興国も成熟していく。規模や地域に関係なくCAPMが成り立つ時期がくるであろう。それまでは、理論との整合性とシンプレスを維持しつつ、検証と修正を繰り返していくのが実践的である。