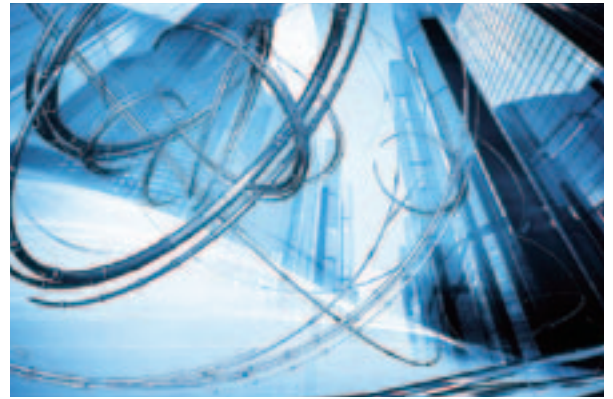


クロスボーダーの リスク指標



砂川伸幸

神戸大学大学院 経営学研究科 教授

サントリーによるビーム社の買収（一兆六、五〇〇億円）は、日本企業の新しい歴史を感じさせる。円安局面であるにも関わらず、積極的な海外投資を進めることに、企業の強い意思が表れているからである。M&A専門誌によると、為替動向に関わらず日本企業のIn-OutのM&A件数と金額は、増加トレンドを示している。企業の方針が明確になったと考えるとよいだろう。戦略がアクセルを踏みだした。財務はリスクに備えなければならぬ。そのためにはリスクとリスクプレミアムを把握する必要がある。

カントリー・リスクプレミアム（CRP）
現代ファイナンス論によると、リスクとリターンは表裏をなす。ハリターンが期待できる海外市場進出という成長戦略には、ハイリスクが付随する。それゆえ、リスクマネジメントが必要になる。リスクマネジメントの基本は、DCF法による評価である。リスクな将来の収益（リターン）を評価する際には、リスクを割引率に含めてディスカウントする。この正しいルール

をきちんと適用することが、リスクマネジメントの基本になる。DCF法における割引率は、リスクフリー・レートとリスクプレミアムからなる。実務上の問題は、リスクプレミアムは算出である。とくに悩ましいのは、成長途上にある新興国の企業評価や事業評価におけるリスクプレミアムの算出である。新興国で行うビジネスには、大きなリスクが二つ存在する。カントリーリスクとビジネスリスクである。

カントリーリスクは、その国（カントリー）に起因するリスクである。急激なインフレ、為替の変動、国の規制強化や政策変更、政府による接収やテロなどが原因で収益が変動するリスクをいう。カントリー・リスクプレミアム（CRP）は、企業がそのリスクを負担することに対して、投資家が要求するプレミアムである。カントリーリスクがある国でビジネスを行う企業は、追加のリターン（リスクプレミアム）を稼ぐ必要がある。クロスボーダーのM&Aや海外直接投資の評価には、CRPを割引率に加えることが多い。

相対的なカントリーリスクは、格付機関のレーティングでみることができる。市場では、格付をベースにして、為替レート調整後の国債利回りに差（スプレッド）がつく。日本政府がドル建国債を発行するとき、満期が同じアメリカ国債とのスプレッドが、日米両国のカントリーリスクの相違を反映している。国際的な格付機関の格付とドル建国債のスプレッドを組み合わせることで、CRPの一覧ができる。

表1には、Bloomberg社のデータを用いて、われわれが算出したカントリー・リスクプレミアムの例を示した。表中のRatingはムーディーズ社の格付、CRPは二〇〇〇年以降の平均値、RangeはCRP平均値±一標準偏差である。

エクイティマーケット・リスクプレミアム（ERP）
ビジネスリスクは、事業や企業に内在するリスクである。ここでは、新興国企業のビジネスリスクを評価するモデルとして、現地レベルのF-CAPM (Foreign CAPM) を前提にしよう。クロスボーダーM&

AにおけるFICAPMについては、CFOFORUM第三四号に掲載した「M&A・サイズと新興」を参考にさせていただきたい。

FICAPMを適用する場合、ビジネスリスクのベンチマークは、現地株価指数の変動である。そして、リスクプレミアムは、現地のエクイティマーケット・リスクプレミアム(ERP)になる。実務上の問題はERPの算出である。日本や欧米のように、株式市場の歴史が古く、十分な年次データがある国では、ヒストリカル・データからERPを算出することが困難である。新興国のビジネスリスクとERPを定量化するためには、異なるアプローチと指標が必要になる。

欧米の学術と実務が提案している指標は次の三種である。相対ボラティリティ、相対ベータ、ダウンサイドベータ。相対ボラティリティは、新興国と先進国の株価指標のボラティリティ(標準偏差)の比率である。相対ベータは、MSCIワー

ルドのようなグローバル指数に対するベータの比率である。ダウンサイドベータは、株価が下落局面にある期間のデータを用いて算出したベータの比率である。いずれも、先進国の株式市場のリスク(標準偏差やベータ)を一に基準化した場合の新興国の株式市場のリスクの大きさになっている。ボラティリティやベータの算出には、月次データを用いるため、歴史が浅いという問題は回避できる。これら三種のリスク指標は、ファイナンス理論が許容できるものであり、その大きさは実務的な感覚に近い。

表2は、日本企業からみた各国の三種のリスク指標である。算出には、Bloomberg社が提供している二〇〇八年～二〇一二年の五年間の包括的なデータを用いた。各国の株式市場の日本市場(TOPIX)に対する相対ボラティリティ(Relative Volatility)、相対ベータ(Relative Beta)、ダウンサイドベータ(Downside Beta)の計算結果が示されている。相対ボラティリティとダウンサイドベータは、総じて一を超えている。新興国のERPは日本より高く、ビジネスリスクも日

本より大きいことがみてとれる。

IFRS対応

CRPとERPは投資家への説明責任という観点からも重要である。IFRSの公正価値測定に関する教育マテリアル(Educational material on fair value measurement)では、新興国企業のバリュエーションについて、本稿で

述べたCRPやERPの指標を用いることが推奨されている。

現在、われわれは、世界一五〇カ国あまりのカントリー・リスクプレミアムと主要国のエクイティマーケット・リスクプレミアムを算出している。定期的に更新もしていく。意思決定や説明に役立てていただきたい。問い合わせは、isagawa@kobe-nac.jp まで。

表1●カントリー・リスクプレミアム

Country	Rating	CRP	Range
Australia	Aaa	0%	—
Indonesia	Baa3	2.04%	1.83~2.27%
Malaysia	A3	1.04%	0.95~1.14%
Mongolia	B1	3.52%	3.10~3.99%
Pakistan	Caa1	5.33%	4.62~6.15%
Philippines	Baa3	1.92%	1.72~2.13%
Vietnam	B2	3.70%	3.25~4.20%

表2●新興国のエクイティマーケット・リスクプレミアム指標

Country	Relative Volatility	Relative Beta	Downside Beta
Australia	1.13	1.18	1.30
India	2.03	1.61	2.15
Indonesia	1.93	1.47	1.68
Philippines	1.39	1.02	1.06
Turkey	2.13	0.90	2.01
Vietnam	1.92	0.98	1.29