

# 海外企業買収における諸問題とその克服に向けて

## 「我が国企業による海外M&A研究会」の設置目的と検討の方向性

激しいグローバル競争のなかで、日本企業がグローバル規模で成長していくための選択肢の一つとして、海外M&Aの存在感が日増しに高まっている。しかしその一方で、思うような成果をあげられない事例も散見されるようになってきている。経済産業省が設置した「我が国企業による海外M&A研究会」（座長：宮島英昭早稲田大学商学学術院教授）では、日本企業が海外M&Aを賢く活用し、「稼ぐ力」を高めるうえで、の諸問題と克服への道筋を探る。

経済産業省 貿易経済協力局投資促進課

課長補佐 仁平 孝明

### 海外M&Aのむずかしさと研究会設置の背景

日本企業が海外の企業を買収する、いわゆる海外M&A（**High M&A**）は、激しいグローバル競争のなかで、日本企業がスピード感を持って成長を遂げていくには、重要かつ有効なツールとなっており、近年、案件数・金額ともに増加傾向にある（図表1）。海外のグローバル

企業も、M&Aを戦略的・積極的に活用し、さらなる成長に結びつけており、世界全体で、いわば「M&A大競争時代」に突入している。そのため、海外企業との競争を勝ち抜くためには、海外M&Aをいかに賢く活用していくのか、「待ったなし」の状況になっている。

一方で、このような海外M&Aに対する期待とは裏腹に、十分な成果をあげられていない事

例も少なくない指摘されている。確かに、海外M&Aには、制度・言語・文化面の違い、情報の非対称性、めまぐるしく変化する状況への迅速・果敢な対応の必要性等、高いハードルがある。しかし、こうしたリスクを取ることは成長にはつきものであり、日本企業にとって重要な

選択肢の一つであることに変わりはない。政府としても、海外の成長市場の恩恵を日本経済

の好循環の拡大につなげていくことは、アベノミクスを推進するにあたって重要なテーマとなる。

そこで、経済産業省は、過去の日本企業の経験や教訓を整理し、真剣に海外M&Aに取り組んでいく日本企業を後押しすべく、2017年8月に学識者・実務家等から構成される「我が国企業による海外M&A研究会」を立ち上げた（図表2）。

# 株式市場は疑心暗鬼を乗り越え 「業績相場」に移行できるか

株式市場の「適温相場」が転機を迎えている。米利上げ加速観測を契機に米国株が過去最大の下げ幅を記録し、瞬間に世界中に株安が広がった。しかし、企業業績は堅調なため、今回の株価急落は「割高感・上昇スピードの調整」との見方が強い。当面はボラティリティの高止まりが続くとみられるが、株式市場が疑心暗鬼を乗り越え、市場が適温相場から「業績相場」に移行できるかが今後の焦点となる。懸念すべきは、業績相場への移行前に本格調整が訪れることだ。

## 株価下落を増幅させた 「恐怖指数」

最高値を更新し続けてきた米国の株式市場が2月に入り、不安定な値動きによって世界同時株安を引き起こしている。米国株の急落が始まった直接のきっかけは、2月2日に発表された1月分の米雇用統計。賃金上昇率が前年同月比2・9%と金融危機前の3%に迫り、インフレ圧力から利上げの加速が意識されたことが引き金となった。米10年債利回りは2月入り以降、上昇基調を続け、2月14日時点で1月末比約10bp高い2・82%で推移している。

さらに、オプション価格から算出する「VIX（恐怖）指数」の高まりも、株価下落を増幅させた。シカゴ・オプション取引所における1月のVIX指数の高値は9・31〜15・42のレンジで推移していたが、

2月6日には、AIGの破綻懸念が浮上した2009年3月以来の水準となる50・3を記録した。VIX指数の安定で2倍、3倍の利益が上がるレバレッジ型ETF・ETNや、VIX指数と逆方向の価格変動となるインバース型ETF・ETNといった高リスク商品を保有していた投資家は、VIX指数の急上昇で損が出たため、「株式などの他の資産売却による損失補填に動き、これがさらなる株安とボラティリティ上昇につながった」（三井住友アセットマネジメント市川雅浩シニアストラテジスト）とみられている。

## リスクオフではない株価下落

1月までの株価上昇を演出した、低金利・低ボラティリティ、そして企業の好業績による「適温相場」が、米金利の上昇で転

機を迎えているのは確かであろう。適温相場の構成要素のうち、低金利は剥げ落ち、低ボラティリティも吹き飛んだ。

だが、トムソンロイターによると、S&P500種株価指数のうち、17年10〜12月期決算が市場予想を上回った米企業の比率は、売上高で80%、利益では78%に達し、18年の予想純利益も18・4%増と好調な見通しだ。直近のダウ平均株価の最高値である1月26日の2万6616<sup>ドル</sup>のPERは28倍を超えていたが、足もとでは25倍強まで低下した。日本市場でも、上場企業全体で見た18年3月期の純利益は過去最高となる前期比27%増の28兆円弱が市場で予想されている。直近の日経平均株価の最高値である1月23日の2万4124円のPERは16倍弱まで上昇していたが、足もとでは13倍強まで低下。株式市場がボラティリティの上昇による疑心暗鬼を乗り越え、割安感が意識される「業績相場」に移行できるかが焦点となる。

それを見通すためには、ボラティリティの上昇要因を知る必要があるが、その答えとして「米長期金利の上昇」があげられる理由は判然としない。なぜなら、米国の景気過熱によってインフレ圧力が高まり、長期金利が上昇するのはきわめて自然なことだからだ。むしろ、景気過熱によって急ピッチな利上げを迫られるなかで長期金利が上昇しなければ、景気後退に陥るリスクが意識されていたと言えよう。また、年明

# 黒田日銀総裁の2期目に 求められるもの

有効な追加緩和手段は残されておらず、  
迅速な正常化の進展が望まれる

2%の物価目標を達成できなかった黒田東彦日本銀行総裁を再任することは、もはや政府が目標の早期達成を本音では重視していないことの表れとも解釈できる。黒田総裁再任が実現すれば、日本銀行が金融政策の正常化を進めていくことをより容易にするのではないか。正常化の過程で進む円高を政府は警戒するだろうが、正常化を遅らせれば円高進行よりも格段に大きなリスクが先行き高まるという点を、日本銀行は政府にしっかりと説明してほしい。

野村総合研究所  
エグゼクティブ・エコノミスト

木内 登英



## 再任は政府が物価目標達成を重視していないことの表れか

今年4月に任期満了を迎える黒田東彦日本銀行総裁を再任する方針を、政府が固めたもようである。以下では黒田総裁の続投を前提に、その人事の評価、新体制下での金融政策見直し、金融市場の反応などについて考えてみたい。

黒田総裁の再任は、いわば無

難な選択との受けとめ方が一般的だろう。足もとで、内外の株式市場がにわかに不安定な動きを見せるなか、金融政策に関する市場の不確実性を低下させ、安定化効果を発揮することが期待される。

黒田総裁の就任直後に掲げられた、2%の物価目標を2年程度で達成するという方針は、5年経っても達成のメドさえ立たない状況ではある。しかし、こ

の5年間で経済環境は改善し、円高は修正され株価は上昇したことから、黒田総裁の政策手腕は及第点、というのが一般の受けとめであり、それがまた政府の認識でもあることが、今回の再任の方針につながったのではないか。また再任によって、現在の経済・金融環境のもとで、いたずらに追加緩和措置が実施される可能性はほぼなくなった。

あるはずの2%の物価目標の早期達成には完全に失敗していながら、それでも政府が黒田総裁を再任する意向であることは、もはや政府が2%の物価目標の早期達成を本音では重視していないことの表れ、と解釈できるのではないか。このことは、2期目の黒田体制のもとで、日本銀行が2%の物価目標の位置付けを修正し、金融政策の正常化を進めていくことをより容易に