

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月17日)

M&A と円のポジティブフィードバック

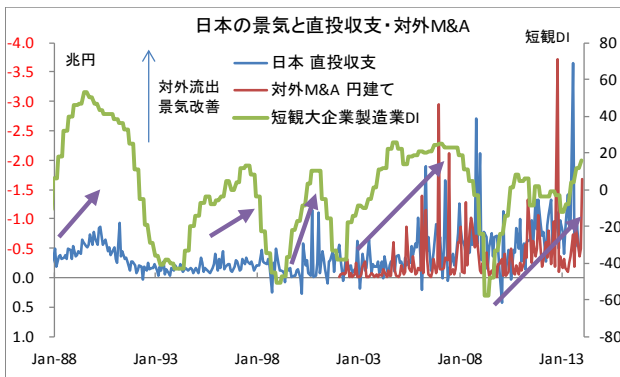
<要約>

サントリーによる米ビーム社の巨額買収は、単発的ではなく日本企業の今後更なる対外投資拡大を象徴するものとなる可能性がある。過去、円安と景気拡大が同時に起こり、景気拡大が企業業績を押し上げ、対外 M&A や対外直接投資を増加させる傾向があり、そうした対外投資に絡む円売り外貨買いが、円安圧力になるという自己強化プロセスに繋がっていた。今回もアベノミクスの恩恵から、円安、景気改善、対外投資増、円安というポジティブフィードバックプロセスが動きつつあり、少なくとも今後数ヶ月の円安シナリオを補強するだろう。

実際の為替フローは6月までに

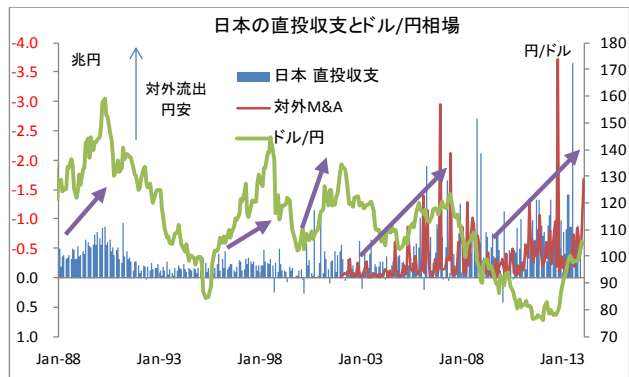
今回のサントリーによる米ビーム社の買収は、今週1月13日に報道された際は米雇用統計後のドル安円高が継続していたこともあり為替市場の反応はあまりみられなかったが、買収額が160億ドル(約1兆6,640億円)と、恐らく日本企業による海外企業買収ではソフトバンクによる米スプリント社買収(2012年10月発表、2013年7月完了、総額216億ドル)、JTによる英ギャラハー社買収(2006年12月発表、2007年4月完了、総額97.4億ポンド/190億ドル)に次ぐ巨額のものとなる。買収実行に当たっては手元現金のみならず融資も利用する模様で、発表後すぐに買収関連の為替取引が発生する訳ではなく、融資決定などを経て、今年6月の完了予定までに複数回に分けて隠密裏に実行される可能性が高く、かつ実際に関連取引が実行されるタイミングなどは通常であれば漏れることはない。このため、今後ドル/円相場が関連ニュースに反応して上昇するのは、融資決定時点などになるだろう。

図表 1: 本邦景気と企業の対外投資



(出所) プレバデンティア・ストラテジー作成

図表 2: 本邦企業の対外投資とドル/円相場



企業の対外投資増と円安のポジティブフィードバック

円相場との関連で、なぜ円が安くなっている今なのか、という質問を受けることがあるが、海外企業買収決定には円建て換算の買収価格のみならず、買収側のグローバルな事業戦略、企業業績・財務状況および買収資金調達の可能性など様々な要素が関連しているため、必ずしも円高で海外企業が円換算で割安となる時に時に海外企業買収が増える訳ではない。むしろ、過去の対外 M&A およびそれを含む日本の対内外直接投資収支の動向をみると、日本経済が好調な時ほど企業の対外投資が増加する傾向があり、それは円安のタイミングとも概ね一致している(図表 1、2)。即ち、日本経済全般(図表 1 では日銀短観の大企業製造業の業況判断 DI を景気動向の代理変数として使用)が回復・拡大し、企業業績も持ち直してくると、財務的な余裕度が高まり資金調達も容易になるため、海外を含めた事業拡大に向けた動きが活発化し易くなる面がある。そうした景気拡大局面では、円安化が輸出企業を中心に企業業績を押し上げるという意味で景気拡大の原因となっていることもあり、そして対外直接投資の増加が円安圧力を強めるというポジティブフィードバックプロセスが働く面があるた

めである。

今回も、アベノミクスを受けた円安により輸出企業を中心に息を吹き返し、株高もあって企業・消費者センチメントが改善している中での発表となった。個別企業・産業特有の事情もあったとみられるが、少なくとも過去の日本景気、為替相場と企業の対外投資の関係と整合的なものとなっている。今後も、消費増税を受けた景気の腰折れがなければ、こうした単発的な大規模ディールに留まらずより幅広い企業からの対外投資拡大と景気拡大の同時実現が続くとみられ、市場の大方の円安シナリオを補強するものとなるだろう。当社は引き続き、今年3月に向けてドル/円が108円へ上昇するとみている。

## 対外投資増と対日リパトリのネガティブフィードバックは規模が小さく、時間がかかる

ではどこまで円安になったら日本企業の対外 M&A・対外直接投資が鈍化するのか、という問題は、少なくともインフレで調整しないドル/円相場をみれば1970年代以降長期的にほぼ一貫して円高傾向であったことから、円安局面での対外投資の変化を検証するのに十分なだけの過去の事例がないのが実情だ。但し、ドル/円相場で120円を超えてくるようだと、円建てで見た海外企業価値が余程の株価下落でも起きない限り割高感が強まるほか（そのような海外株安の場合には本邦株価も下落し企業センチメントおよび対外投資意欲は低下するはずだ）、輸出企業であれば海外拠点を拡充する対外直接投資を行うよりも日本で投資・生産を行う方がよいという判断をする先も増えてくるとみられる。110円程度までのドル高円安であれば、過度に円が安いということではないため、世界的な景気拡大見通しを前提とすれば、対外投資が抑制されるほどの円安水準ではないだろう。

むしろ、今後も対外 M&A、対外直接投資が更に増加し、日本企業の海外拠点における売上・利益額が大きくなってくると、日本の本社に送金・還元される利益・配当も増加することになる点は注意が必要だ。国際収支上では経常収支の一部である所得収支における直接投資収益の黒字増加に繋がり、こうした外貨建て資金が日本に送金・還流される際に円に変換されると、円高圧力になる（いわゆるリパトリエーション、リパトリ）。実際、過去の直接投資および証券投資の蓄積もあって、日本の所得収支黒字は年々拡大を続け、毎月1兆円超の規模となっている。もっとも、こうした買収先海外企業や拡大した海外事業からの利益増加には時間がかかることも多く、また投資額に対するリターンが非常に高くない限り、投資額対比での利益・配当の規模は小さいこともあって目先は円高要因として心配する必要はないだろう。因みに、2012年末時点での日本の対外直接投資資産残高は89.8兆円、それに対し2012年中の直接投資収益受取（所得収支の黒字項目の一つ）は5.4兆円で、リターンは6%程度だった計算となる。例えば1兆円の対外直接投資・M&Aが行われた場合のリターンが昨年同様6%だったとすると、日本に還流する利益は600億円程度となり、対外投資額（円売り）と比べれば円買い規模は非常に小さくなる。

### ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様自身でご判断下さいますようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社  
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号  
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641