



2023年2月1日

## Corporate Finance は経済安全保障に寄与できるか

関西学院大学 専門職大学院経営戦略研究科 客員教授  
公益財団法人 国際通貨研究所  
客員研究員 山上 秀文

昨年2月のロシアのウクライナ侵攻から1年近くがたつ。昨年2月1日のメールマガジンへの寄稿において、筆者は一般的な「リスク」とは異なり、統計分析により意思決定を行うことが困難な、「不確実性」の事象を例示している。その例示を引用すると「中国の国家主導の産業技術革新と米国の反発、英国のEU離脱、EU/NATOの東方拡大とロシアの反発、そして日本が中心的役割を担うTPP拡大などの大きな構造変化」とある。この寄稿から1か月も経たずに、予見が困難だったロシアのウクライナ侵攻という事象が世界を震撼させ、現在もこの戦争が終息する見通しは立っていない。

この中で、日本は凡そ食料自給率38%（カロリーベース・生産額ベースでも66%）、またエネルギー自給率12%と極めて低い。こうした日本が生き残るためには、民間国際企業や金融機関がGlobalizationに沿った行動を継続することが不可欠である。すなわち、その経営は技術流出抑制など「経済安全保障」を担保しながら、今後もGlobalizationの旗印のもと国際直接投資、国際証券投資、国際自由貿易などを推進し、企業価値の最大化とその恩恵を世界の人々へ幅広く還元していくことを目指すべきである。

そのため、経営は、足元の不安定な為替動向や物価上昇といった問題よりはるかに深刻な「Globalizationと経済安全保障の相克」という難問に直面する。民間国際企業や金融機関は、この難問にどのように向き合えばよいのか。筆者は、企業行動の基本を考えるにあたり、Corporate Financeの世界標準テキストに立ち返ることを推奨したい。

Corporate Financeでは企業価値を将来のキャッシュフローの現在価値としてとらえるが、将来のキャッシュフローは将来の期ごとの資本の機会コストで割り引かなければならない。将来のマクロ的なリスクが大きければ、それだけ資本の機会コストは大きくなり、先のキャッシュフローの現在価値は小さくなる。この“将来リスクに基づき現在価値を算定する”Corporate Financeの統計分析を、国際的な取引に適用することがまず基本である。過去の実績などは、この統計分析では参考に過ぎない。

例えば、筆者が昨年2月1日の寄稿で例示した事例は、確率分布が推定できる具体的

な「リスク」とは異なり、依然として将来のキャッシュフロー計算が困難な「不確実性」の事象として残っている。一方、長期化するロシアのウクライナ侵攻はそれが起きるまでは「不確実性」だったが、戦争の長期化の中で、世界のエネルギーや穀物の需給や価格形成に影響を与える要因となった。これは統計分析が一定程度可能な長期の「リスク」としてキャッシュフロー計算が可能かもしれない。

民間国際企業や金融機関の経営は、まず構造変化が起きて、すでに「リスク」に変化したとみなせるプロジェクトには大きな資本の機会コストを課して、その現在価値を小さく見積もり、そのうえで企業価値を最大化する経営判断をすればよい。一方で将来の負の構造変化の「不確実性」が高いとみられる分野は、目先の収益機会の確保にとらわれることなく、しばらく身を縮めて取引比率を下げ、企業の現在価値の予期しない大きな下振れを小さくしておくことが必要だろう。

当面は、金融市場の「リスク」や戦争などの「不確実性」に対処するため、経済安全保障に留意して **Globalization** が足踏みすることは避けられない。しかしながら、そんな今こそ、民間国際企業や金融機関の経営には、将来の「リスク」と「不確実性」を峻別して個別の国際取引の採否を決定する専門性を発揮するよう期待したい。

#### (Reference)

Brealey, Myers, Allen, Edmans[2022] “Principles of Corporate Finance” 14<sup>th</sup> Edition, McGraw Hill, New York (日本語訳: 藤井真理子・國枝繁樹監訳[2014] 『コーポレートファイナンス』第10版 上・下 日経BP社)

渡辺博史[2022] 『ロシア制裁の時間軸』IIMA メールマガジン第124号

山上秀文[2022] 『世界の主要金融機関を取り巻くリスクと不確実性』IIMA メールマガジン第119号

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

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、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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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、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。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2023 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8階

電話 : 03-3510-0882

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>