

ぼすであろうことは容易に推察される。日本はここでも「ローリスク、低成長」の位置にある。

### ●その他の指標でも日本はリスクテイクが低水準

以上、ROAの「ばらつき」や起業活動従事者のシェアでリスクテイクの度合いを測ってみたが、そのほかにも幾つかの国際比較可能な指標が存在する。ここでは3つの指標を眺めてみよう（第2-1-4図）。

第一は、既存企業のリスクテイクを示す「同業種間M&Aの割合」である。企業の「事業ポートフォリオ」を考えると、特定の事業分野への「選択と集中」はリスクテイク、多角化はリスク分散と解釈することができる。ただし企業内での「選択と集中」を国際比較可能な形で把握することは困難である。そこで、M&Aのうちで同業種間のみを事業の「選択と集中」への取組を示すと考えるのである。日本は、先進国の中では低い水準となっている。

第二は、起業という形でのリスクテイクを示す「開業率」である。ここでも日本は先進国の中で低い水準となっている。ちなみに、リスクテイクとは直接関係しないが、「廃業率」についても日本は比較的低い。廃業が少ないことは必ずしも望ましいことではなく、非効率な企業の廃業は経営資源を解放し、新たな開業につながるという視点も必要である。

第三は、起業の中でも特にベンチャーに着目した、「ベンチャーキャピタル投資」（GDP比）である。この指標でみると、日本はイタリア並みであるが、他の主要先進国と比べ低水準となっており、とりわけ英国やアメリカとの差は「開業率」の場合以上に大きい。

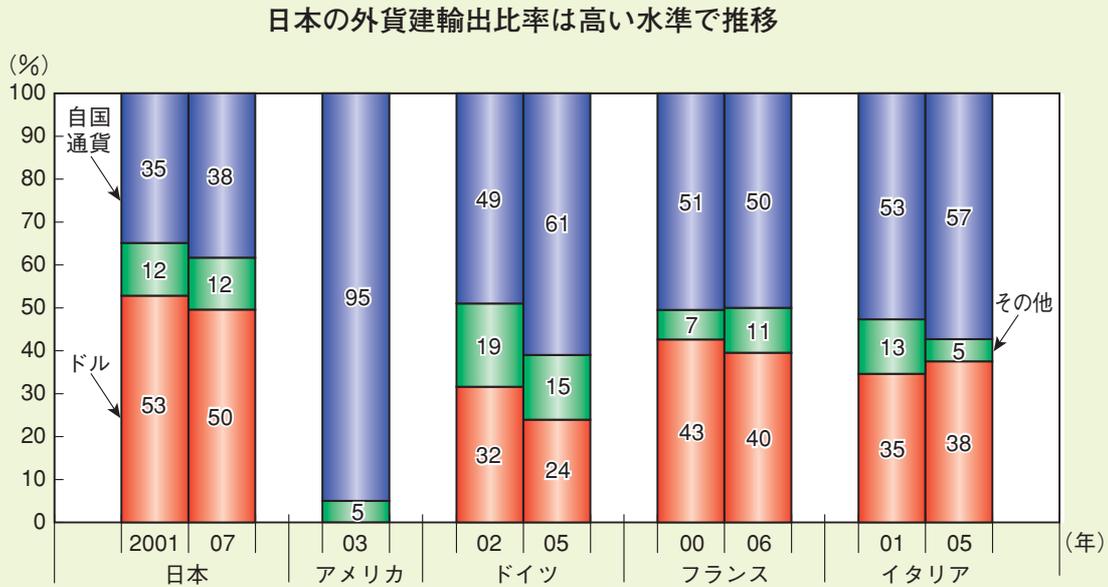
## 第2節 日本企業のリスクヘッジ能力

以上でみたように、国際的にみて日本企業はリスクを取っておらず、そのため収益力が弱い。このことはマクロの成長力の弱さにもつながっている。では、なぜ日本企業はリスクを取らないのだろうか。リスクを取りたくても取れないのだろうか。それとも、リスクを取るメリットがないのだろうか。

ここでは前者の問いに関連して、リスクを取る必要のない分野での「リスクヘッジ能力」について考える。事業会社は一般に、コアとなる事業活動では積極的にリスクを取って高収益を狙う。新たな製品やサービスを開発し、新たな市場を開拓して成長を目指す。それが企業の存在意義でもある。逆に、それ以外の部分ではリスクを最小限に抑えようとする。典型的には為替レートや原材料価格の変動のリスクである。こうしたリスクを回避することで、コアとなる事業活動でのリスクテイクに集中することができる<sup>5</sup>。

注 (5) 事業会社においては、圧倒的に大きい事業リスクの管理が経営上の主眼と考えられ、ALMに基づいた財務リスク管理の意識は薄いといわれてきた。内閣府（2008）「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」によれば、ALM実施企業は大企業（1,000人超）で3割、中堅企業（300人以下）では1割強にすぎない。

## 第2-2-1図 主要先進国の外貨建輸出比率の推移



(備考) 財務省「貿易取引通貨別比率」、ECB “Currency breakdown of exports and imports of selected EU countries”, Goldberg and Tille (2005) により作成。

そこで、以下では為替レートと原材料価格の変動に着目し、日本企業のリスクヘッジ能力が高まっているのかを調べよう<sup>6</sup>。

### ●日本の加工型製造業は為替レート変動の影響を受けやすい環境に置かれている

日本は主要先進国の中でも輸出総額に占める外貨建輸出の比率が高い。こうしたことから、為替リスクに対する抵抗力の弱さがしばしば指摘される(第2-2-1図)。

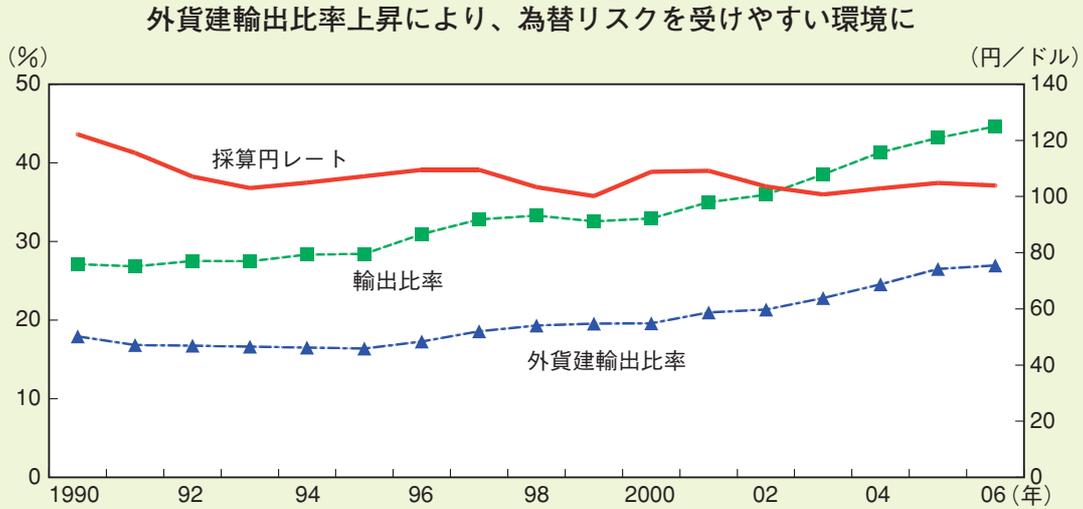
以下では、日本企業の為替リスクに対する抵抗力の最近の動向について、加工型製造業に着目して仔細に検討する。まず、売上高に占める輸出の比率は確かに上昇が続いている(第2-2-2図)。これを反映して、売上高に占める外貨建輸出比率も同様に上昇しており、他の条件が一定ならば、為替リスクへの抵抗力は弱まっていると考えられる。なお、このことは、輸出額に占める外貨建輸出の比率が大きく変化していないことを意味している。

一方、採算円レートの推移をみると、2000年代に入ってからはおおむね横ばいとなっている。売上高に占める輸出の比率、あるいは外貨建輸出の比率の高まりにもかかわらず、採算円レートがおおむね横ばいということからは、加工型製造業が全体としてリスクヘッジ能力を高めようと努力してきたことがうかがえる<sup>7</sup>。

次に、加工型製造業のうちシェアの大きい電気機器、輸送用機器、一般機械について、為替

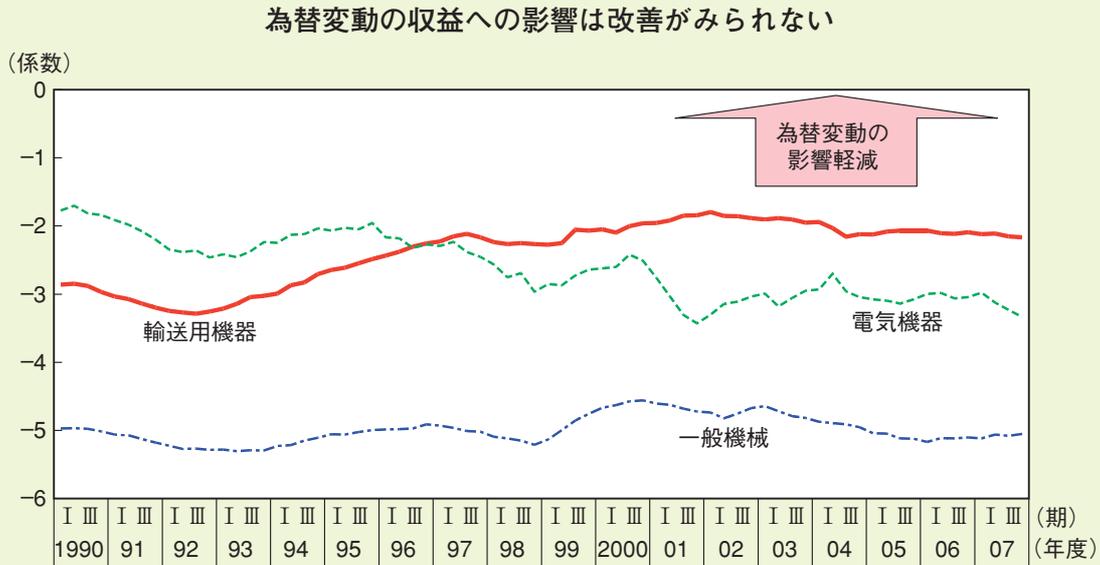
注 (6) 現地生産などに関係する分析で利用する決算データについては、基本的に連結決算データを用いる。ただし、データの制約上、単独決算データしか得られないものが説明変数にある場合は、全て単独決算データとする。この場合、子会社へのリスク転嫁が把握できないという点に留意が必要である。  
 (7) 採算円レートと外貨建輸出比率の理論的な関係については、付注2-1参照。

第2-2-2図 加工型製造業の外貨建輸出比率と採算円レートの推移



(備考) 日経NEEDS、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、内閣府(2008)「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」により作成。  
為替レートを除き、内閣府(2008)「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」において外貨建輸出比率につき回答した加工製造業39社平均の値。

第2-2-3図 業種別為替変動の企業収益への影響



(備考) 1. 財務省「法人企業統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」、BIS“Effective Exchange Rate Indices”により作成。  
2. 為替レートの企業収益に対する影響度を以下の推計式により推計。その際、為替レートの係数を可変パラメーターとして、カルマン・フィルターを用いて推計し、為替レートが企業収益に与える影響度の変化を捉える。なお、カルマン・フィルターによる推計にあたってはパラメーターの変化パターンに関しランダム・ウォークモデルを採用した。

$$\text{MARGIN} = C + \alpha * \text{TOT} + \beta * \text{DEP} + \gamma * \text{EX} + \delta * \text{LABOR}$$

MARGIN: 売上高総利益率、TOT: 交易条件指数、DEP: 売上高減価償却費比率、LABOR: 売上高人件費比率、EX: ln(名目実効為替レート)

レートの変動が企業収益にどの程度影響するかを直接的に調べてみよう。結果は、2000年代において、いずれの業種でも企業収益への影響はおおむね横ばいか、やや悪化傾向となってい

る（第2-2-3図、付表2-1）。これは、採算円レートが改善していないことと総合的である。

### ●現地生産の進展が為替変動リスクをヘッジ

第1章でみたように、日本の製造業は現地生産比率を高めている。上記3業種の現地生産比率の推移をみても、総じて上昇傾向にある（第2-2-4図）。現地生産比率の上昇は、売上高に占める外貨建輸出売上高が高まる中、為替変動の収益への影響を一定程度に抑えていると考えられる。

現地生産を進めるという対応については、企業が海外に工場を建設することや、海外の企業を買収することなどを通じ、海外企業からの部品等の調達や現地販売の拡大による輸出依存度の低下によって、為替変動の収益への影響を緩和しているものと考えられる。

第1章で指摘したが、日本企業が海外に生産拠点を置く理由としては、「現地の製品需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれるから」「良質で安価な労働力が確保できるから」というものが多い。今後、新興諸国の台頭などにより海外市場が拡大していく中で、収益を不安定化させる為替リスクをいかにヘッジしていくかは多くの企業にとって課題であり、その鍵を握るのが現地生産比率の引き上げにあるといえよう。

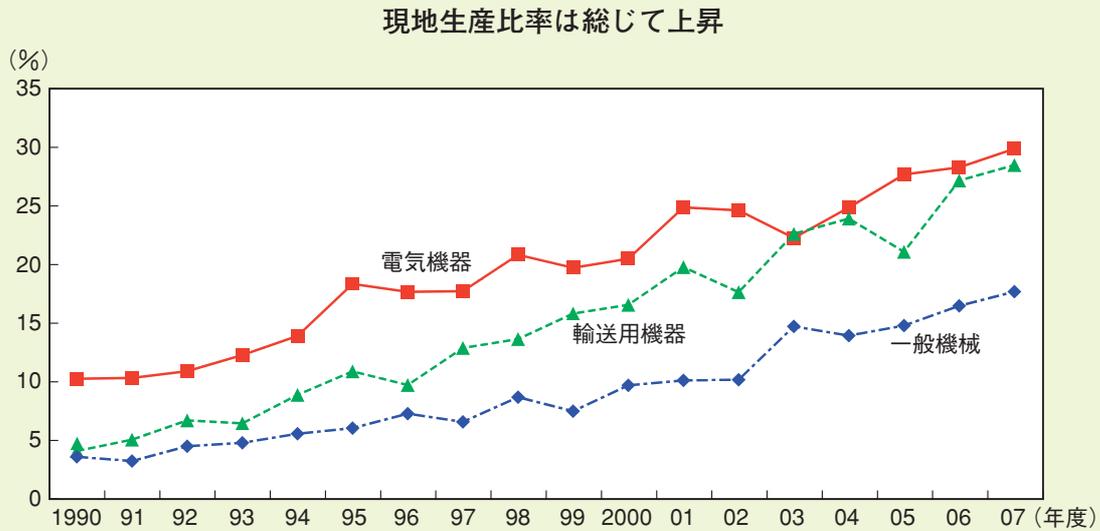
次に、日米独の加工型製造業について、為替変動の収益への影響を比べてみよう。ただし、データの制約から企業収益の代わりに株価を用い、自国通貨の変動が自社の株価を変動させる、という明確な関係のある企業が全体に占める割合を調べる。結果をみると、日本とドイツには、アメリカと比べて為替レート変動の影響を受けやすい企業が多いことが分かる（第2-2-5図）。その背景には、日独ではおそらく売上高に占める外貨建輸出比率が高いことが考えられる。ドイツ企業は為替リスクを負わないユーロ圏への輸出が多いが、同時に全体として輸出依存度が高いとみられる。他方、アメリカは自国通貨建取引が9割以上を占め、為替レート変動の影響を受けにくいとみられる。

なお、為替変動リスクをヘッジする手段の一つとして、為替予約がある。日本企業における為替予約の実施状況をみると、全体の約3割の企業が為替予約をしており、その期間は5年前と比べ長期化している。また、輸出関連企業においては約半数の企業が為替予約をしている<sup>8</sup>（第2-2-6図）。ただ、為替予約については、輸出計画時点と、実際の契約時点にはラグがある以上、輸出計画時点における不確実性が残ることから、その効力は限定的との指摘がある<sup>9</sup>。

注 (8) 為替予約以外の為替リスクヘッジ方法としては、輸出・輸入のバランス是正によって対外債権・債務をバランスさせる方法などがみられる（内閣府（2008）「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」）。

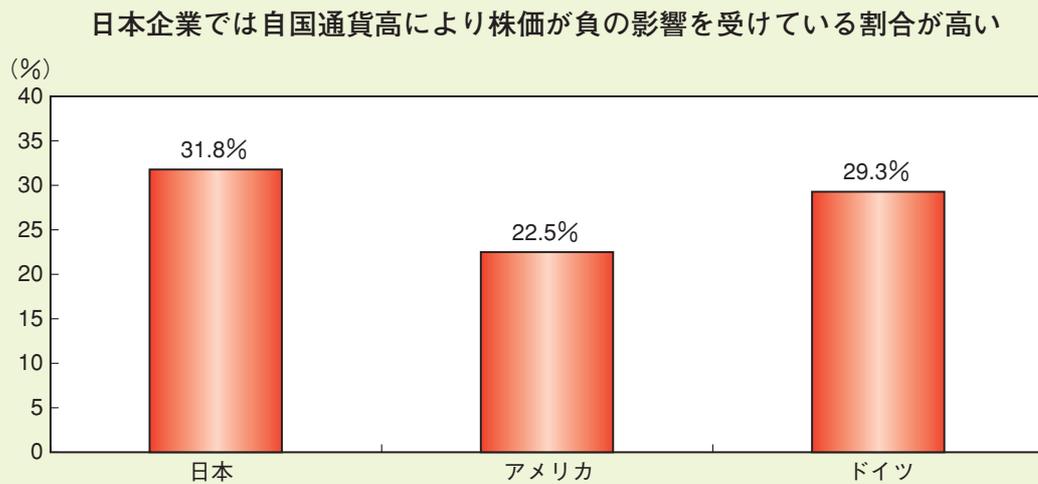
(9) 木村・中山（2000）。実際に、内閣府（2008）「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」の結果を用いて為替予約が収益の不確実性を低下させているかを調べたところ、一部を除き効果はみられなかった。

第2-2-4図 業種別現地生産比率の推移



- (備考) 1. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」により作成。  
 2. 海外現地生産比率 = 海外現地生産 / (国内生産 + 海外現地生産)  
 3. 2007年度は調査時点 (2007年1月) での実績見込みの数値。

第2-2-5図 自国通貨高が株価に負の影響を与える企業数の割合



- (備考) 1. Bloomberg, BIS “Effective Exchange Rate” により作成。  
 2. 以下の固定効果モデルにより推計。

$$S_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}P_{m,t} + \beta_{2,i}EX_t + \varepsilon_{i,t}$$

S: 株価、P: 業種別株価指数、EX: 名目実効レート

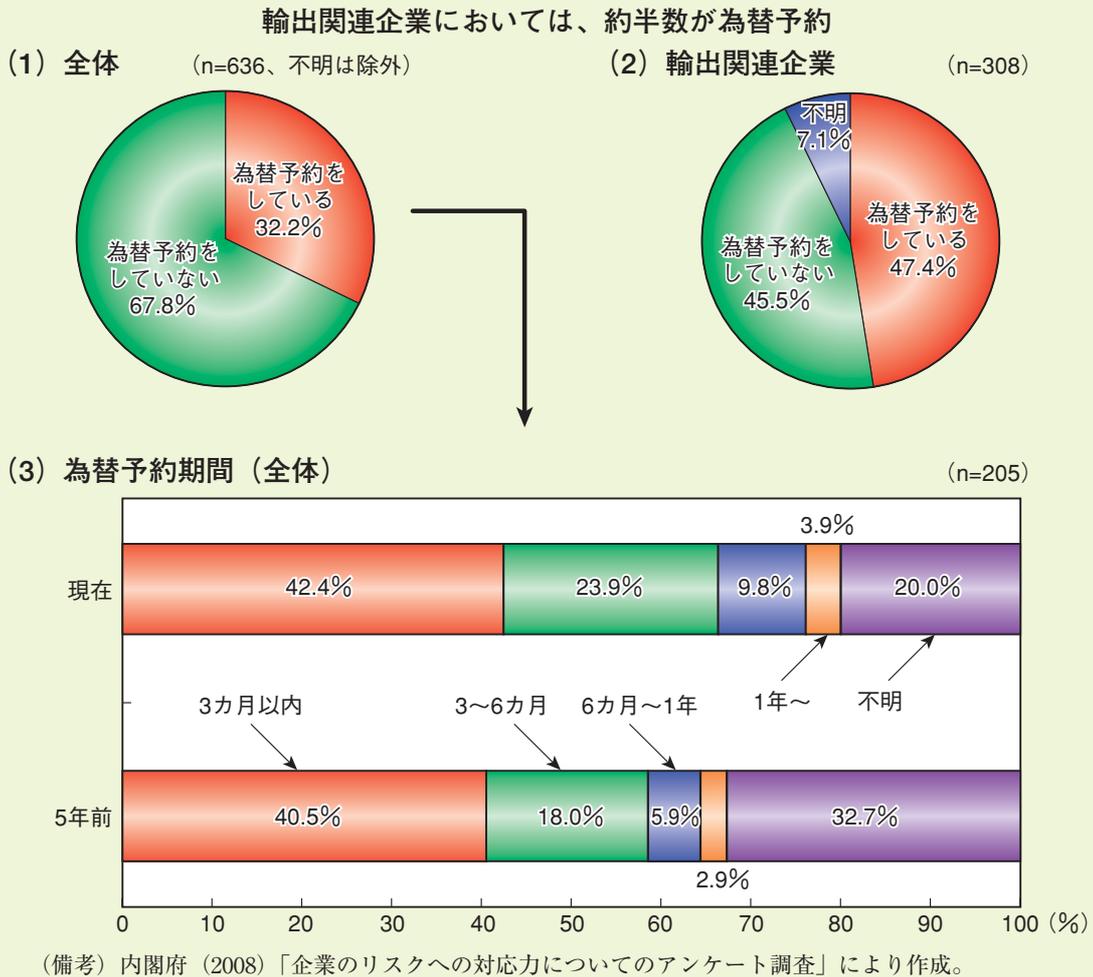
推計期間: 2000年4~6月期から2008年1~3月期

サンプル数: 日本は129社、アメリカは80社、ドイツは82社

業種別株価: 日本はTOPIX、アメリカはS&P500種、ドイツはドイツ全株パフォーマンス指数

3. 自国通貨高が株価に10%水準で有意に負の影響を与えている企業数の割合を掲載。

第2-2-6図 為替予約の実施状況 (2008年)



● 交易条件悪化は素材型製造業の収益圧迫要因であるが、影響が緩和した業種もある

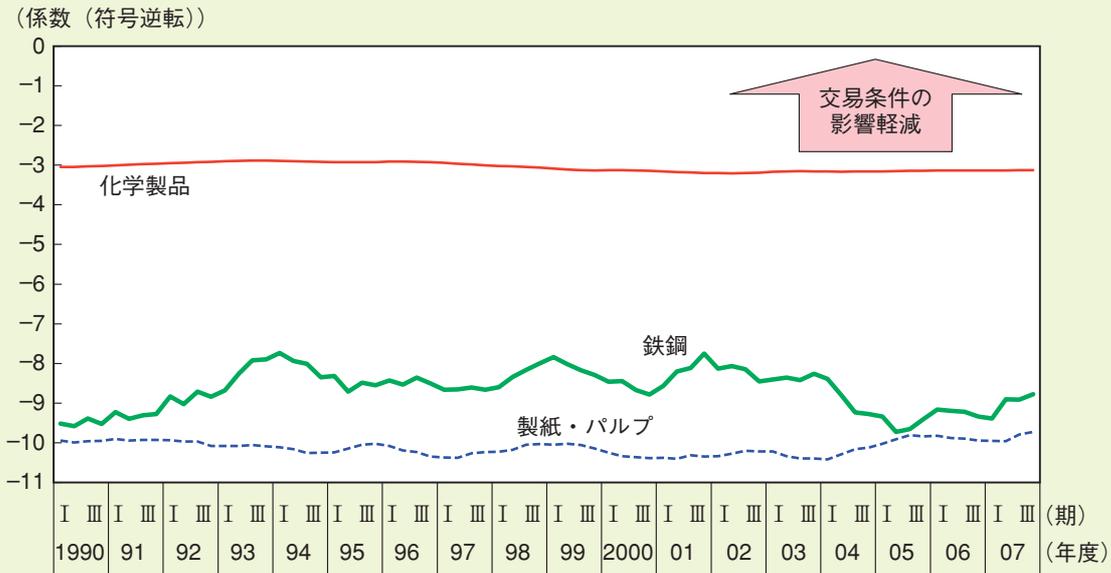
原油を始めとした原材料輸入価格の高騰は、交易条件の悪化につながっている。中でも、鉄鋼、化学、紙・パルプといった素材型製造業における交易条件の悪化は、急速に進んでおり、それが収益を圧迫しているものと考えられる。

素材型製造業について、業種別に交易条件の収益への影響をみると、鉄鋼において影響が緩やかな軽減傾向にある。一方、化学製品においては、ほぼその影響は変わっていない(第2-2-7図)。その背景を探るため、これらの業種における石油・石炭の原単位(産業別国内総生産に占める投入の割合)についてみると、2005年以降、影響が軽減傾向にある鉄鋼については、原単位が低下していることが分かる。一方、化学製品や製紙・パルプでは原単位がやや上昇傾向にある(第2-2-8図)。

このように、素材型製造業においては、交易条件の変動が収益に及ぼす影響は大きいものの、エネルギーの投入原単位を抑えた上で製品の付加価値を高めている鉄鋼のような業種においては、若干ではあるが緩和傾向がみられる。

第2-2-7図 業種別交易条件の企業収益への影響

交易条件の収益への影響の改善状況は業種間でばらつき



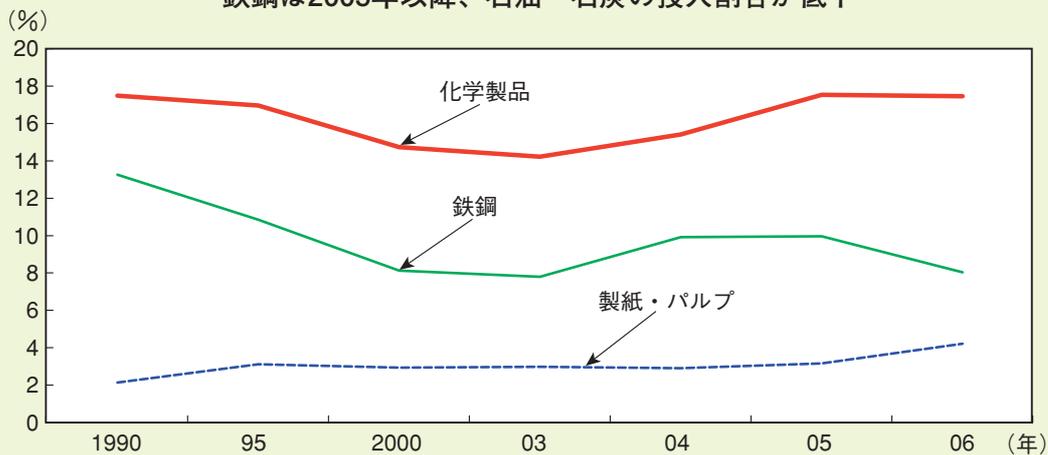
(備考) 1. 財務省「法人企業統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」、BIS “Effective Exchange Rate Indices” により作成。  
 2. 為替レートの企業収益に対する影響度を以下の推計式により推計。  
 その際、交易条件の係数を可変パラメーターとして、カルマン・フィルターを用いて推計し、交易条件が企業収益に与える影響度の変化を捉える。なお、カルマン・フィルターによる推計にあたってはパラメーターの変化パターンに関しランダム・ウォークモデルを採用した。

$$\text{MARGIN} = C + \alpha * \text{TOT} + \beta * \text{DEP} + \gamma * \text{EX} + \delta * \text{LABOR}$$

MARGIN：売上高総利益率、TOT：ln(交易条件指数)、DEP：売上高減価償却費比率、LABOR：売上高人件費比率、EX：名目実効為替レート

第2-2-8図 産業別国内総生産に占める石油・石炭製品の投入割合

鉄鋼は2005年以降、石油・石炭の投入割合が低下



(備考) 1. 総務省「平成2-7-12年接続産業連関表」、経済産業省「簡易延長産業連関表」(2000年基準)により作成。  
 2. 産業別国内総生産に占める石油・石炭製品の投入割合  
 = 産業別石油・石炭製品の投入金額 / 産業別国内総生産。共に実質値。