

# 第2章

## 企業・家計のリスク対応力



## 第2章 企業・家計のリスク対応力

第1章でみたように、日本経済は海外発のリスクに対して脆弱さを抱えている。その根底にある原因は、国内に十分な成長機会を見出せず、海外の活力の取り込みも弱いこと、そして個々の経済主体がそのために必要なリスクテイクをしていないことである。企業はリスクの高いプロジェクトを回避し、起業活動には活発さがみられない。また家計からのリスクマネーの供給も消極的となっている。その結果、企業も家計も「ローリターン」（低収益）に甘んじている。

それでは、なぜ企業や家計はリスクを取らないのであろうか。まず、「リスクを取りたくても取れない」企業や家計があるだろう。その場合は、どこにネックがあるかを明らかにする必要がある。また、「低い成長機会しか見当たらない」「低い投資収益しか得られない」という声がしばしば聞かれる。その場合の疑問はより根源的なものとなる。「リスクを取らないからリターンが低い」のであろうか。それとも「リターンが低いからリスクを取らない」のであろうか。

以下、本章では、こうした論点について考えていきたい。第1節では、国際的にみた日本企業のリスクテイクの状況を概観する。第2節では、企業がコア事業でリスクテイクをするためにも、それ以外でのリスクヘッジが重要なことを踏まえ、為替レートや原材料価格の変動に対するリスクヘッジの状況を調べる。第3節では、日本企業のリスクテイクについて、事業の「選択と集中」、研究開発投資、M&A、ベンチャー企業といった手段ごとに点検する。その結果を受けて、第4節では、コーポレートガバナンスの形態と企業のリスクテイク行動の関係を分析する。第5節では、家計や金融機関の側から、リスクマネーの供給の在り方についての課題を探る。第6節で、まとめを行う。

### 第1節 国際的にみた日本企業のリスクテイク

「日本企業はリスクを取らないから収益力が弱い」「日本の企業や家計がリスクを取らないから日本経済の成長力が弱い」としばしばいわれる。しかし、ひとくちに「リスクを取る」といっても様々な場面がありうる。そこで、ここではまず「リスクを取ること」（リスクテイク）の度合いを一定の指標で表すことを考える。その上で、「日本企業がリスクを取らない」のかどうかを国際比較により検証するとともに、リスクテイクと収益率、経済成長の関係を概観する。

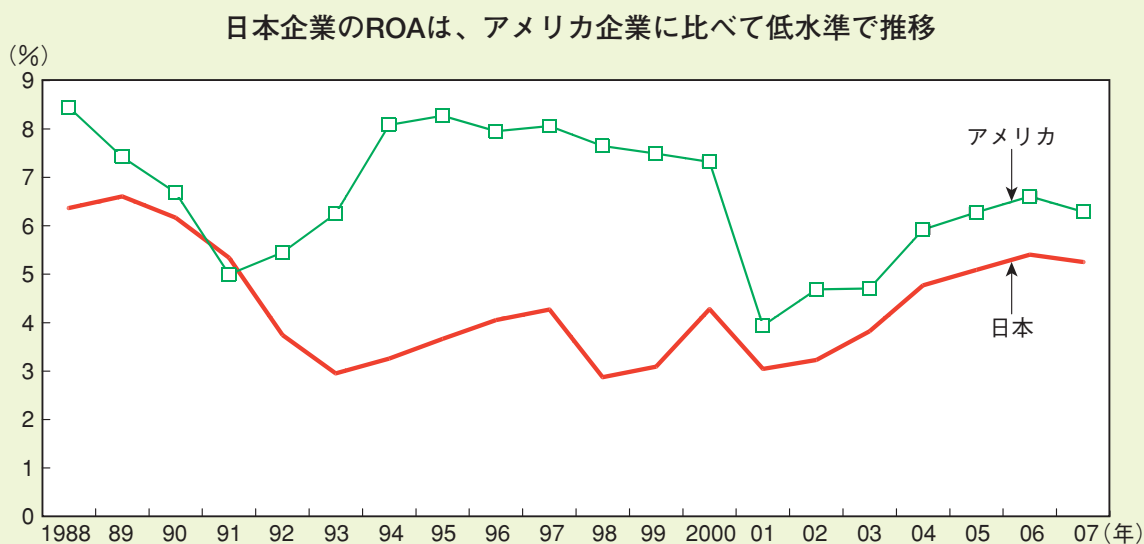
なお、計測可能なものが「リスク」、不可能なものが「不確実性」で、「不確実性」に挑戦する企業家が利潤を手に入れるとされる<sup>1</sup>。しかし、ここでは「リスク」と「不確実性」を特に区別しないこととする。

● リスクを取っている企業ほど収益率が高い

まず「日本企業の収益力が弱い」という点について、「保有資産をどれだけ効率的に使って収益を上げているか」を示す総資産利益率（ROA）で確認しよう。ここではアメリカと比べているが、それによれば、1990年代以降、一貫して日本の方が低水準で推移している（第2-1-1図）。また上場企業について日米欧の比較が「平成18年度年次経済財政報告」でなされているが、やはり日本企業のROAは相対的に低くなっている。

次に、企業のリスクテイクの度合いをどう測るかであるが、最も包括的な指標として企業ごとのROAの「ばらつき」（標準偏差）を使う<sup>2</sup>。すなわち、ROAが年によって大きく変動する企業が、結果的にみて、よりリスクを取っていると考えるのである。日本の上場企業をこの「ばらつき」によって「ハイリスク企業」と「ローリスク企業」に分類すると、「ハイリスク企業」の方が平均すればROAが高くなっている。「ハイリスク企業」は「ハイリターン」、「ローリスク企業」は「ローリターン」であることが確認された（第2-1-2図）。

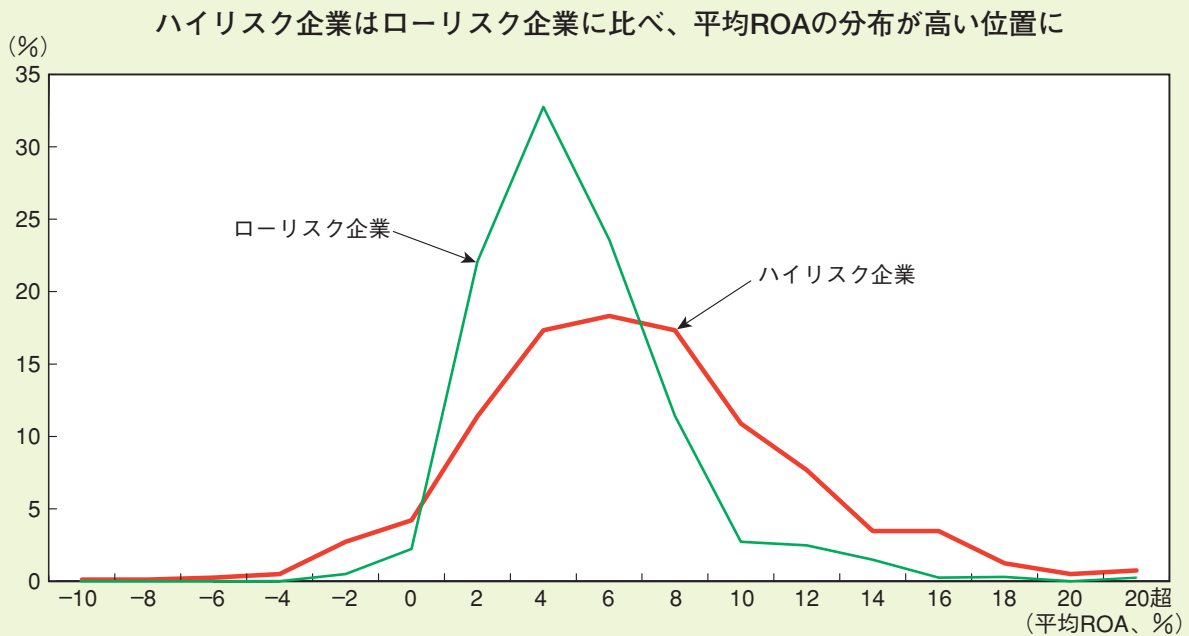
第2-1-1図 日米のROAの推移（製造業）



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、U.S. Department of Commerce “Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporation” により作成。  
 2. “Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporation” については、2000年第4四半期から製造業の定義が変更されていることに注意する必要がある。

注 (1) Knight (1921)、竹森 (2007)。  
 (2) 企業のリスクテイクの度合いを測るために収益率の「ばらつき」を利用している先行研究としては、John et al.(2005) などがある。

## 第2-1-2図 リスクテイクの度合い（ROAのばらつき）と平均ROA



- (備考) 1. 日経NEEDSにより作成。  
 2. ROA = 営業利益 / 期首・期末平均総資産  
 3. リスクテイク度を1997～2006年度のROAの標準偏差とし、リスクテイク度が中央値以上の企業をハイリスク、中央値未満の企業をローリスクとした。  
 4. ROAの標準偏差を業種別にみると、情報・通信業、不動産業、鉄鋼、サービス業などで高く、鉱業、ゴム製品、繊維製品、パルプ・紙などで低くなっている。  
 5. 平均ROAは1997～2006年度のROAの平均値。  
 6. 推計結果表（リスクテイクの度合いが高い企業ほど、ROAの平均が高い。）

| 説明変数     | 被説明変数              |       |
|----------|--------------------|-------|
|          | 平均ROA              |       |
|          | 係数                 | 標準誤差  |
| リスクテイク度  | 0.273***<br>(2.99) | 0.091 |
| 総資産 (対数) | 0.418***<br>(3.09) | 0.136 |
| 決定係数     | 0.220              |       |
| サンプル数    | 807                |       |

- (注) 1. \*\*\*は1%水準で有意であることを示す。( )内はt値。  
 2. 推計に当たっては不均一分散を考慮している。  
 3. 説明変数として業種ダミーを加えている。

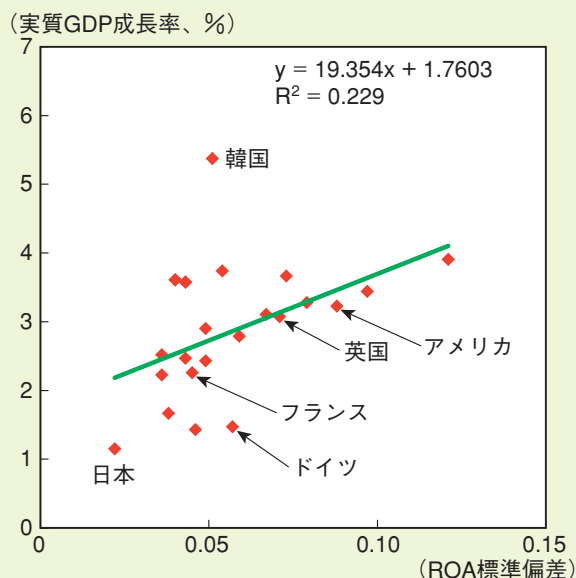
## ●企業がリスクを取っている国ほど成長している

企業レベルのリスクテイクは、マクロ経済の成長とどう関係しているのだろうか。リスクを取っている企業ほど収益率が高いとすれば、そうした企業が多いほど一国全体の生産性、ひいてはGDP成長率も高まると考えられる。マクロ経済の成長には様々な要因が影響するため、企業のリスクテイクだけを取り出してその影響を調べることは困難であるが、単純に両者の相関をみると、上場企業のROAの「ばらつき」が大きいほど実質GDP成長率が高くなっている（第2-1-3図）。日本はROAの「ばらつき」、成長率のいずれも低い水準にある。

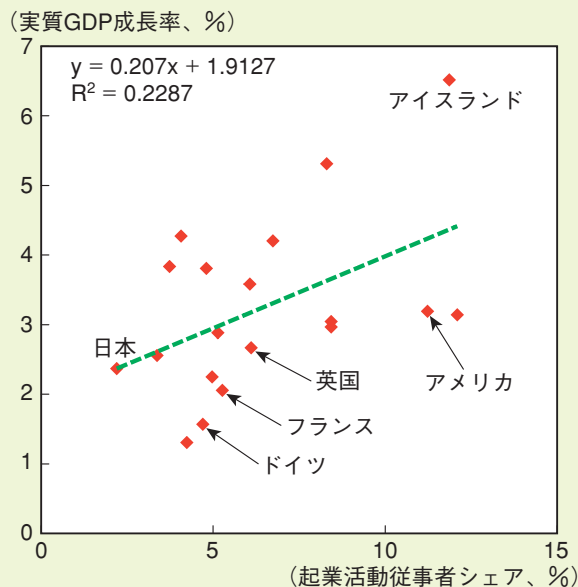
第2-1-3図 リスクテイク関連指標と実質GDP成長率の国際比較

リスクテイクする国ほど実質GDP成長率が高い傾向

(1) ROA標準偏差と実質GDP成長率の関係



(2) 起業活動従事者シェアと実質GDP成長率の関係



- (備考) 1. Bosma et al. (2006) “Global Entrepreneurship Monitor GEM 2006 Summary Results”、Minniti et al. (2005) “Global Entrepreneurship Monitor 2005 Executive Report”、Acs et al. (2004) “Global Entrepreneurship Monitor 2004 Executive Report”、Acharya et al. (2008), IMF “World Economic Outlook Database” により作成。  
 2. 起業活動従事者シェア (TEA) とは、18～64歳人口に占める起業活動をしている者の割合。  
 3. ROA標準偏差、実質GDP成長率は1994～2004年 (左図)。起業活動従事者シェア、実質GDP成長率は2004～2006年 (右図)。  
 4. ROAの標準偏差は、上場企業の数値。なお、原データはStandard&Poor’s “Compustat Global Industrial/Commercial Annual Database”  
 5. 左図の対象国は、OECD加盟国のなかで、データが取得できる以下の計23カ国。オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、日本、韓国、メキシコ、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、英国、アメリカ。  
 6. 右図の対象国は、OECD加盟国のなかで、データが取得できる以下の計19カ国。オーストラリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、アイスランド、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、英国、アメリカ。  
 7. t値はROA標準偏差が2.5 (左図)、起業活動従事者シェアが2.2 (右図)であった。

ところで、個々の企業がリスクを取っているからといって、マクロ経済の変動が不安定になるとは限らない。実際、アメリカの研究では、長期的にみると企業レベルの売上高伸び率の「ばらつき」が高まっている一方、マクロレベルでの売上高伸び率の「ばらつき」は低下したとされている<sup>3</sup>。また日米比較をすると、個別企業レベルでは日本の方がROAの「ばらつき」が小さいが、マクロレベルでは逆に日本の方が「ばらつき」が大きいことが報告されている<sup>4</sup>。

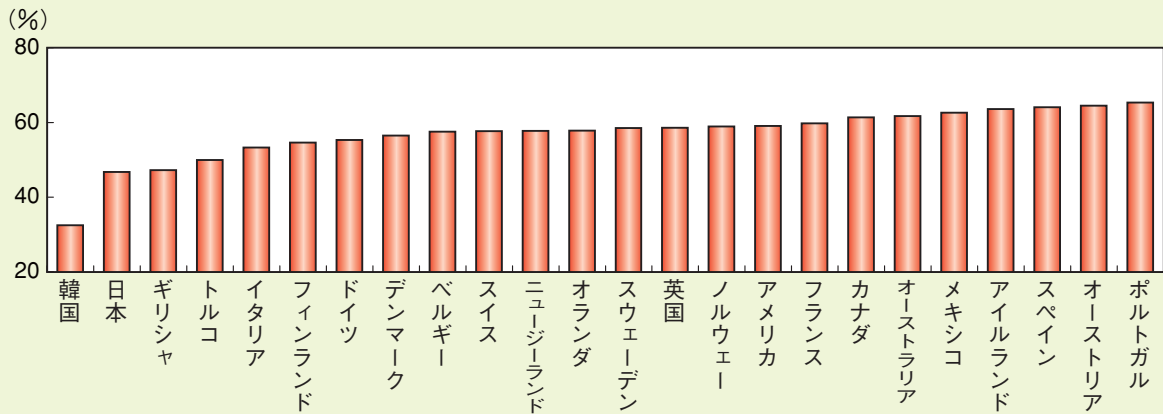
ROAの「ばらつき」は既存企業のリスクテイクの度合いを示すものだが、そのほかに起業活動の形でのリスクテイクも重要である。ここでは起業活動を行っている人が労働力人口に占

注 (3) Comin and Mulani (2004)。  
 (4) 亀田・高川 (2003)。個別企業レベルの「ばらつき」は11年間の各社のROAの標準偏差を単純平均したもの、マクロレベルの「ばらつき」は各年ごとに各社のROAを単純平均して11年間の標準偏差を計算したものを利用している。

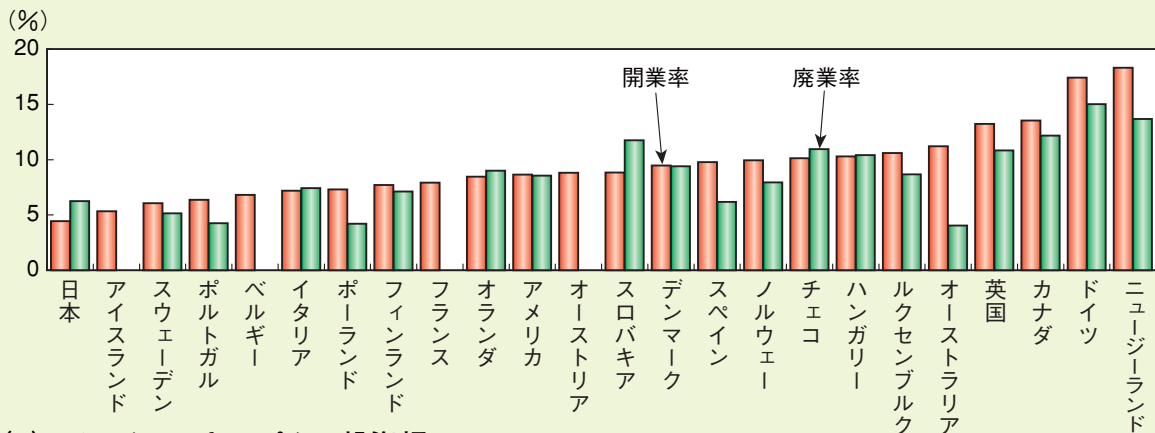
第2-1-4図 リスクテイク関連指標の国際比較

日本のリスクテイク関連指標は国際的に低水準

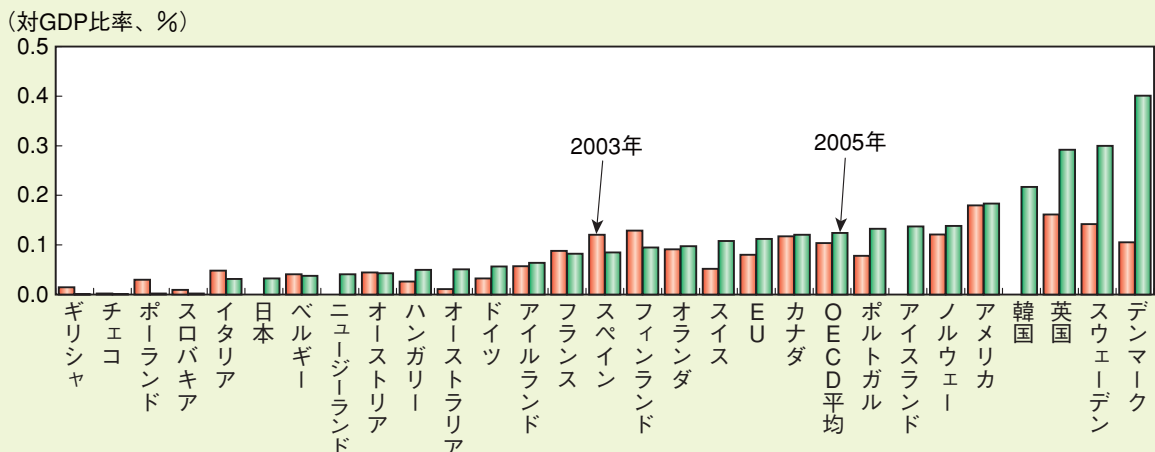
(1) 同業種間におけるM&Aの割合



(2) 開業率・廃業率



(3) ベンチャーキャピタル投資額



(備考) 1. OECD (2007) "Science, Technology and Industry Scoreboard 2007", Acharya et al. (2008) により作成。  
 2. (1)は1994~2004年、(2)は2003年もしくは取得可能な時点。  
 (3)の日本、韓国は2001年、アイスランドは2002年の数値。

める割合をその指標として考えよう。この指標と最近の実質GDP成長率の関係をみると、起業活動従事者シェアが高い国ほど成長率が高くなっている。起業が盛んであれば、経営資源が速やかに移動し、イノベーションが進みやすい。したがって起業が経済成長にプラスの影響を及

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。