

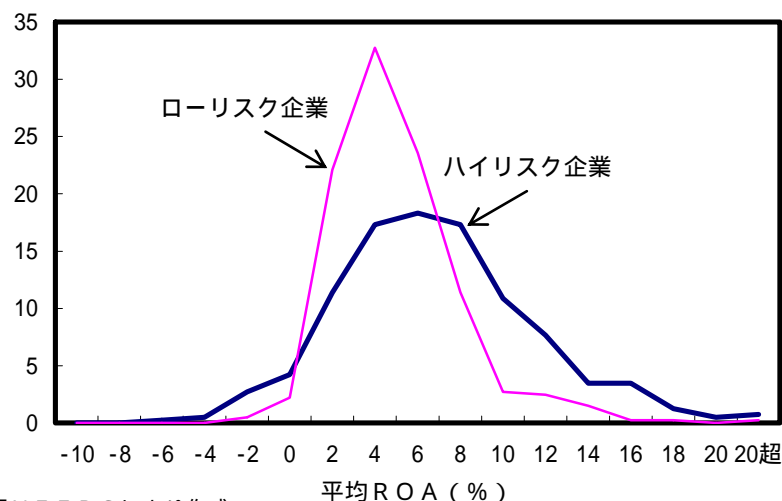
## 第2章 企業・家計のリスク対応力

### 【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。
- 実際、企業レベルでリスクとリターンをみると、リスクをとっている企業ほど総資産利益率（ROA）が高い。
- また、マクロレベルでも、企業がリスクをとっている国、起業活動が盛んな国ほど成長している。

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

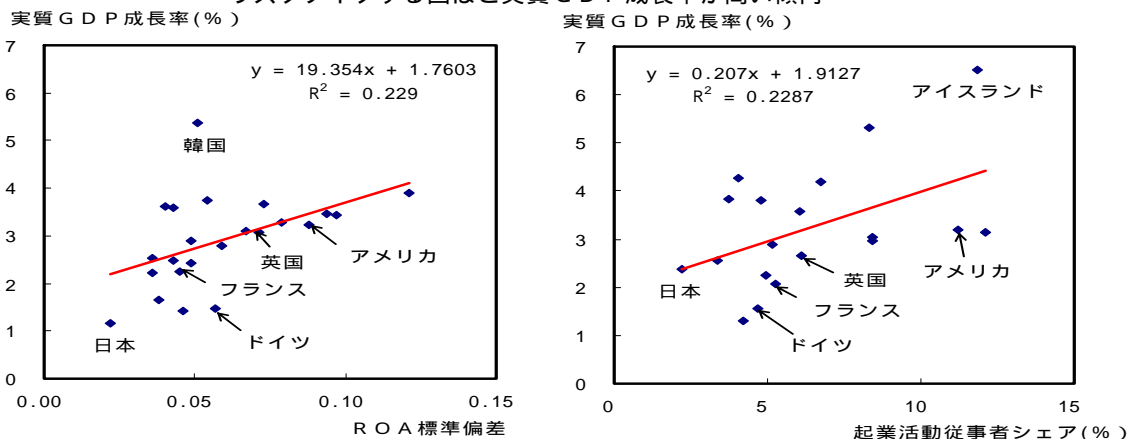
ハイリスク企業はローリスク企業に比べ、平均ROAの分布が高い位置に（%）



- (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。

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

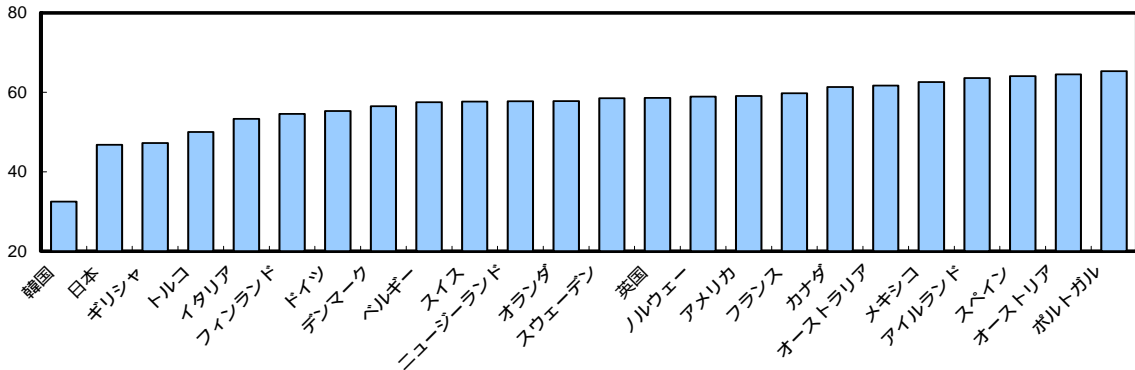


- (備考) Bosma et al. (2006) "Global Entrepreneurship Monitor GEM 2006 Summary Results"  
 Minniti et al. (2005) "Global Entrepreneurship Monitor 2005 Executive Report"  
 Acs et al. (2004) "Global Entrepreneurship Monitor 2004 Executive Report"  
 Acharya et al. (2008), IMF "World Economic Outlook Database" により作成。

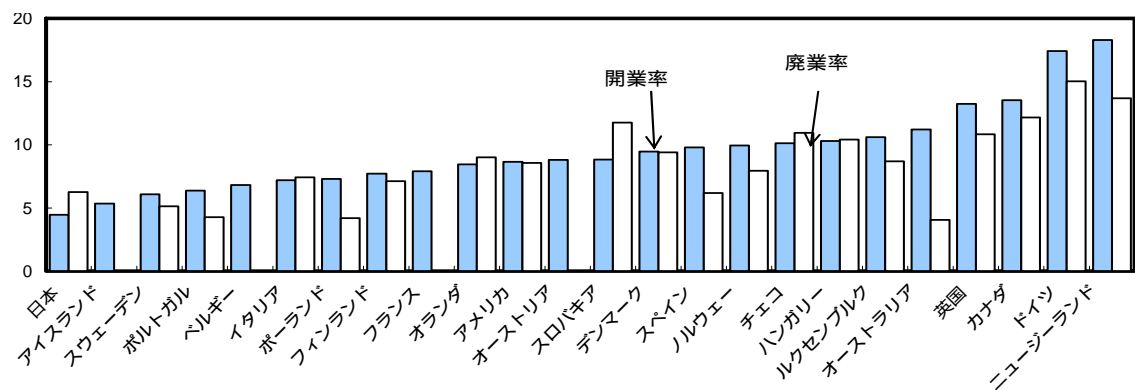
- その他のリスクテイク関連指標として、既存企業の「選択と集中」への取組によるリスクテイクを示す「同業種間M&Aの割合」、起業の形でリスクテイクを示す「開業率」、起業の中の「ベンチャーキャピタル投資」(GDP比)をみると、いずれも日本は先進国の中で低い水準となっている。

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

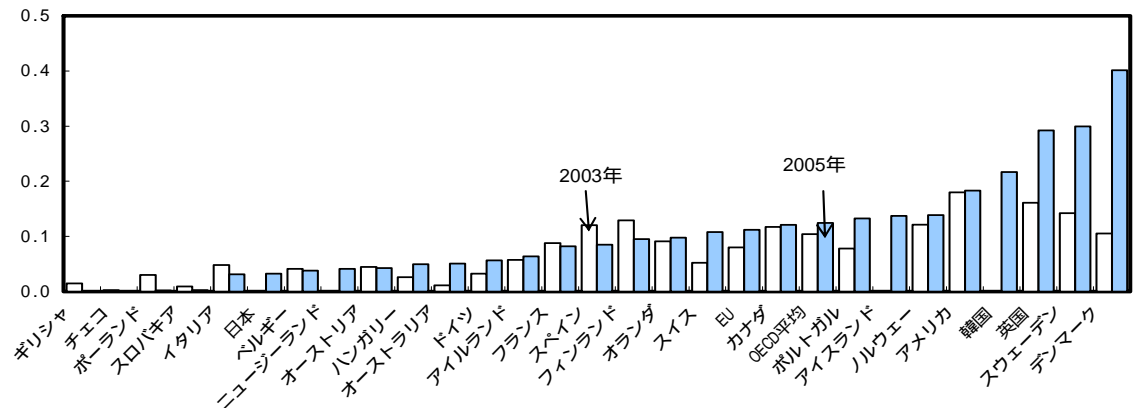
(1) 同業種間におけるM&Aの割合  
(%)



(2) 開業率・廃業率  
(%)



(3) ベンチャーキャピタル投資額  
(対GDP比率、%)

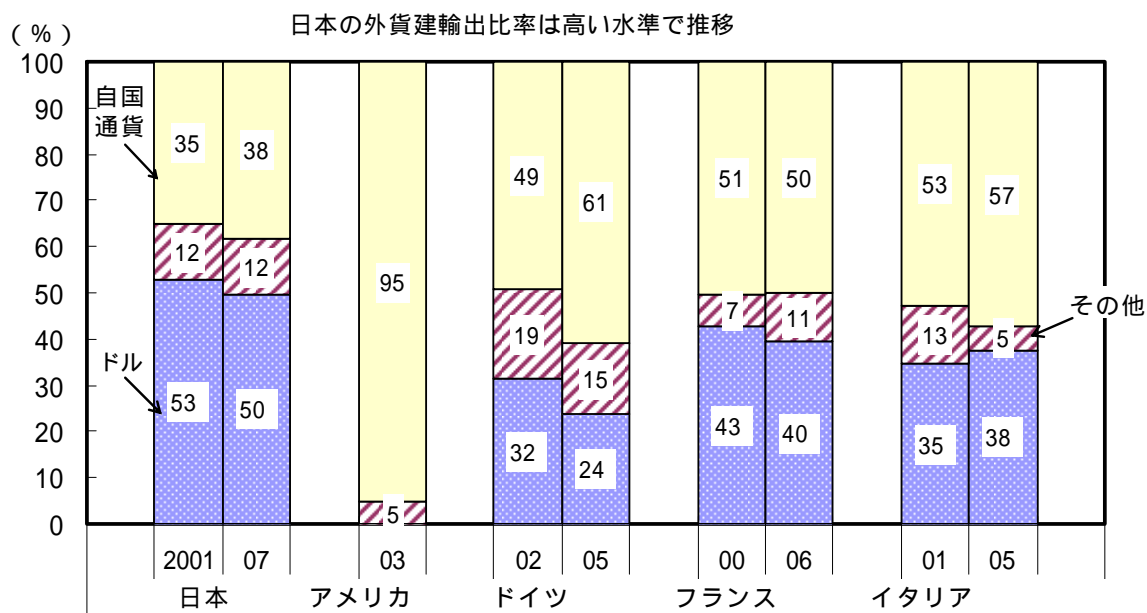


(備考) 1. OECD (2007) "Science, Technology and Industry Scoreboard 2007", Acharya et al. (2008) により作成。  
2. (1) は 1994 ~ 2004 年、(2) は 2003 年もしくは取得可能な時点。  
(3) の日本、韓国は 2001 年、アイスランドは 2002 年の数値。

## 【第2節】日本企業のリスクヘッジ能力

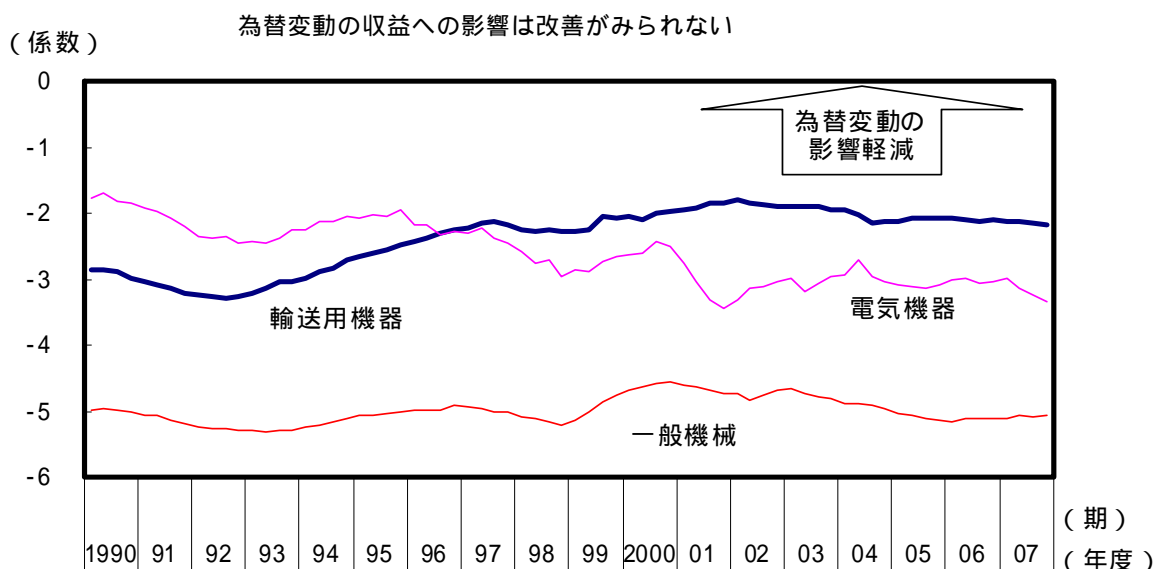
- 企業は一般に、主たる事業活動で積極的にリスクを取る一方、それ以外の分野（例えば、事業会社にとっての財務活動など）でリスクを最小限に抑えようとする。したがって為替レートや原材料価格の変動リスクを回避（ヘッジ）することで、本来の事業活動におけるリスクテイクに集中することができる。
- しかし、日本の加工型製造業は、為替レート変動の影響を受けやすい環境に置かれている。その背景には、売上高に占める輸出比率、及びそのうちの外貨建輸出比率の高さが指摘できる。
- もっとも、輸出比率の上昇にもかかわらず、為替変動の収益への影響はそれほど悪化していない。これは現地生産比率の高まりなどを反映している。

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。

第2-2-3図 業種別為替変動の企業収益への影響



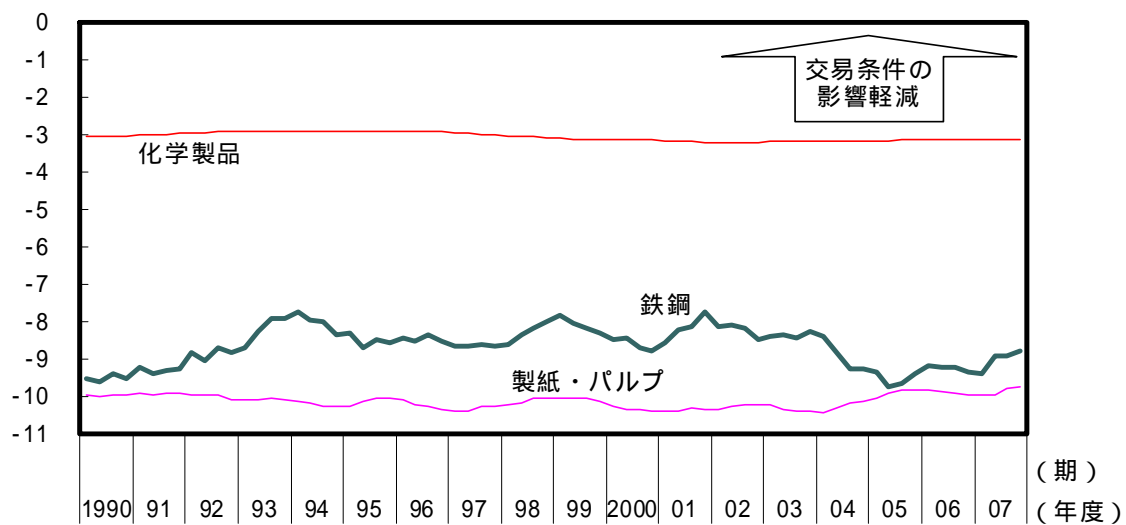
(備考) 係数は、為替レートの変化に対する売上高総利益率の変化の度合いを示す。係数の符号がマイナスの場合、円高になるほど売上高総利益率が低下することになる。

- 素材型製造業では原油・原材料価格高騰による交易条件の悪化が進んでいる。
- 素材型製造業のなかでも、エネルギーの投入原単位(産業別国内総生産に占める投入の割合)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では、交易条件悪化の収益への影響は、若干ではあるが緩和傾向にある。
- 以上、日本企業は様々な努力をしてきたものの、為替レートや原油・原材料価格の変動に対するリスクヘッジ能力が十分改善したとはいえない。

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

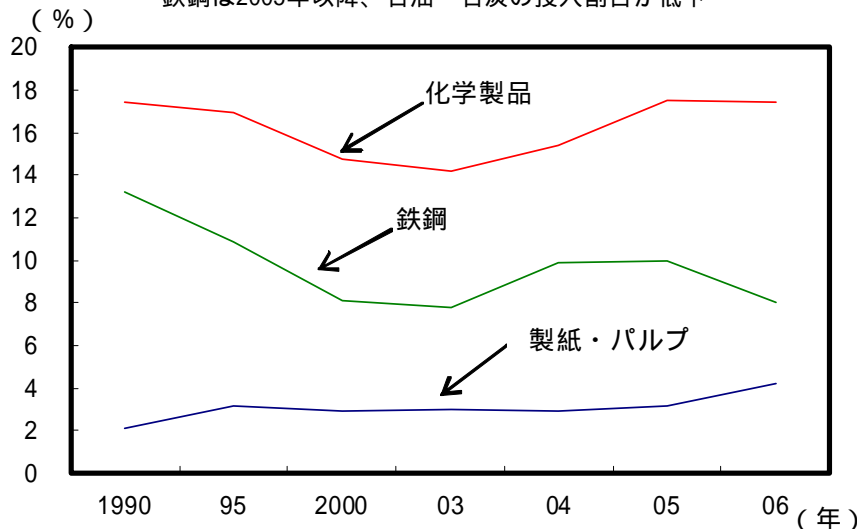
(係数(符号逆転))



- (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. 係数は、交易条件の変化に対する売上高総利益率の変化を示す。係数の符号がマイナスの場合(ここでは符号を逆転して表示しているため、実際には符号がプラスの場合)、交易条件が悪化するほど、売上高総利益率が低下することになる。

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



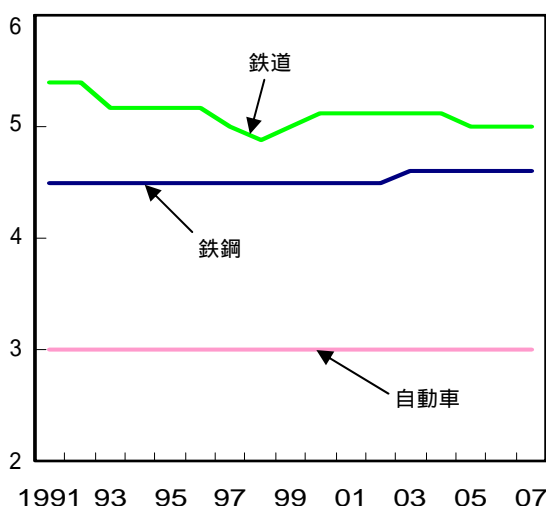
- (備考) 総務省「平成2-7-12年接続産業連関表」、経済産業省「簡易延長産業連関表」(2000年基準)により作成。

### 【第3節】日本企業のリスクテイク能力

- 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」はリスクテイクの一形態とみることができる。
- 1990年代以降、企業のセグメント数（連結財務諸表上の事業部門の数）はほぼ横ばいとなっているほか、コア事業への売上集中度も全体としては横ばいであり「選択と集中」は進んでいない。
- 不振事業からの撤退が遅れていることも、日本企業の「選択と集中」が進んでいないことを裏付けている。

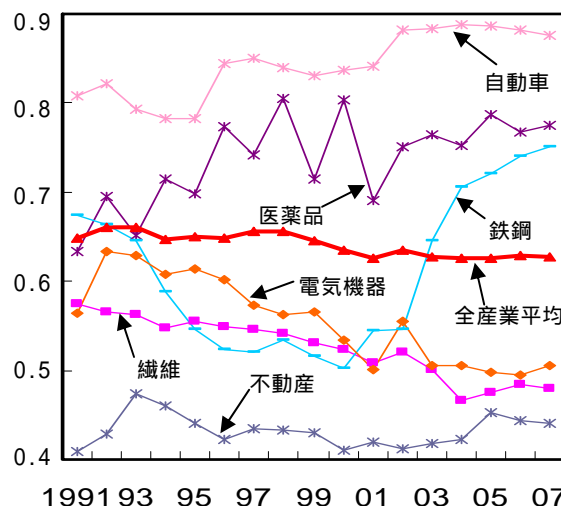
第2-3-2図 開示セグメント数の推移(見かけ上の増加を除去した後)

見かけ上の増加を除去すると、セグメント数はおおむね横ばい



第2-3-3図 売上高集中度の推移

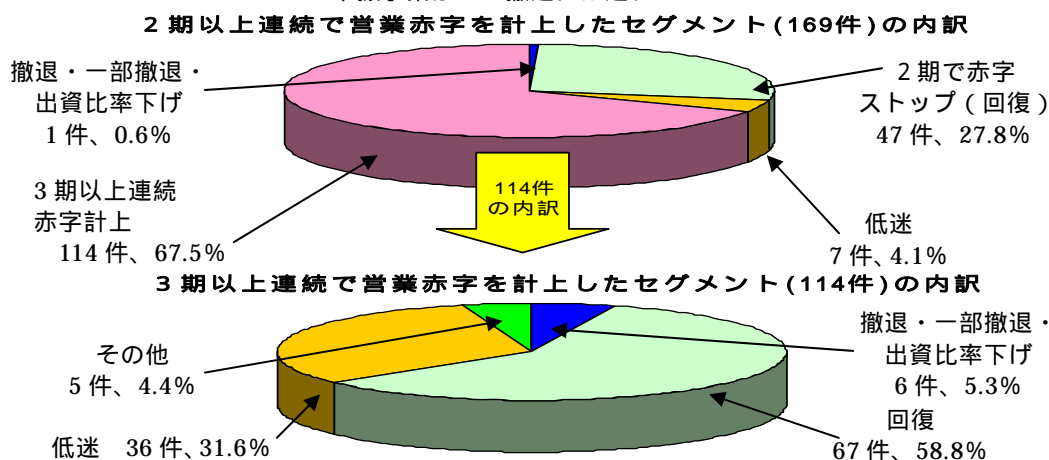
売上高集中度は全産業で平均するとほぼ横ばいであるが、業種別では差がある



(備考) 日経NEEDS「セグメント情報」により作成。必要な場合は、個別企業の決算短信を参照した。

第2-3-4図 不振セグメントと企業の行動

不振事業からの撤退には遅れ

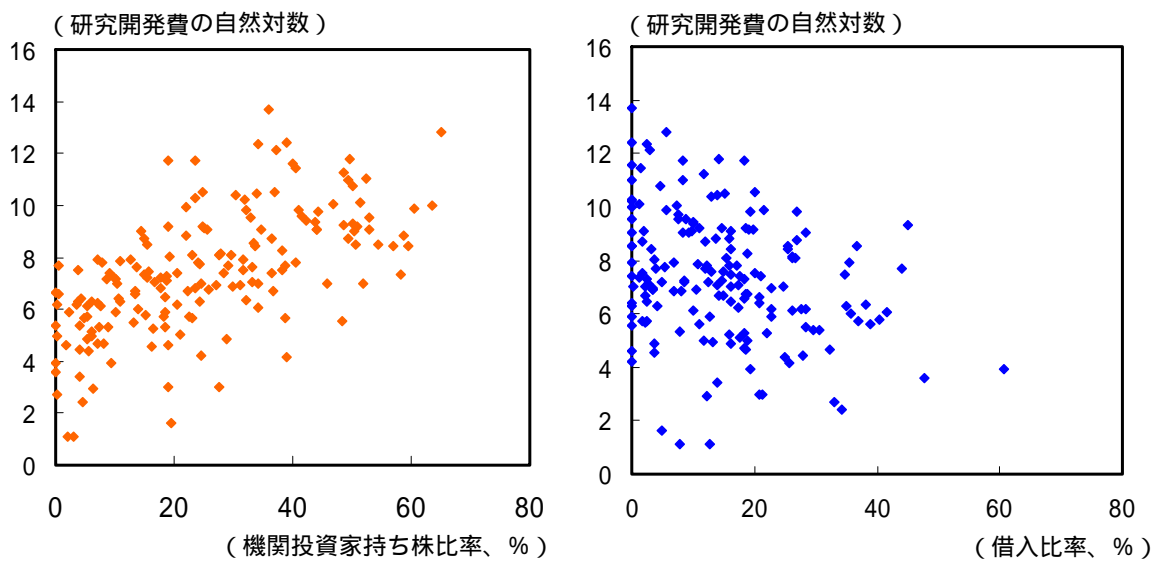


- (備考) 1. 日経NEEDS「セグメント情報」により作成。必要な場合は、個別企業の決算短信を参照した。  
 2. 91年から2007年の決算期までの期間における年次決算データを利用。1期は1事業年度を指す。  
 3. 「回復」は2007年において複数年連続で黒字を計上しているもの。「低迷」は2007年において4期以上連続赤字、一度黒字転換しながらも再び2007年において複数年連続赤字、3期以上連続赤字となった後に2007年のみ黒字を計上したものの。「その他」は3期連続赤字が2007年において初めて生じたもの。

- 国際的にみると、日本企業は多くの分野でリスクテイクが弱い、例外的に研究開発投資には積極的である。研究開発費が高い企業は機関投資家の持株比率が高い関係があり、リスクテイクをしながらハイリターンを目指す機関投資家の行動が影響しているという解釈もできる。
- 研究開発のなかでもリスクが高い「基礎研究」や「新分野の発掘」を重視する企業かどうか、機関投資家の持株比率で説明できる。

第2 - 3 - 9 図 研究開発費が多い企業の特徴

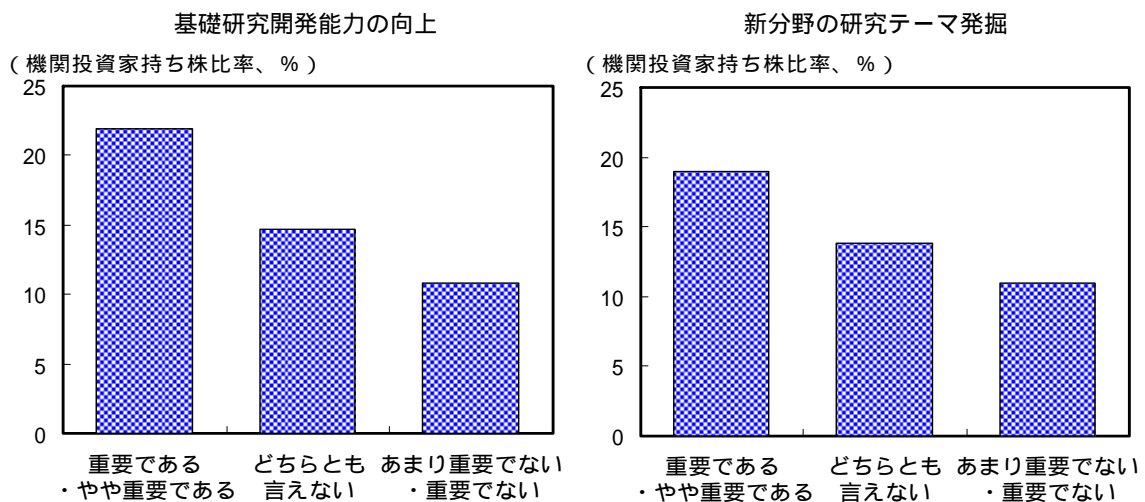
研究開発費の多い企業は、機関投資家持株比率が高く、借入比率が低い



(備考) 1. 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」、日経NEEDS、日経NEEDS-cgesにより作成。  
2. 研究開発費については、回答のあった企業のうち、売上高研究開発費比率が100%を超えない、かつ、ゼロではない企業について、分析した。

第2 - 3 - 10 図 基礎研究開発能力の向上と新分野の発掘の重要性と機関投資家比率

リスクの高い分野を重要視する企業は、機関投資家持株比率が高い傾向



(備考) 1. 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」、日経NEEDS、日経NEEDS-cgesにより作成。  
2. 各回答を選択した企業について、その機関投資家持株比率の平均を計算。

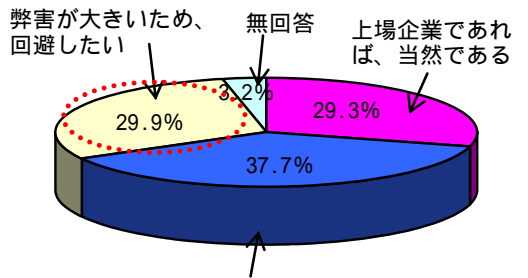
- M & Aに対する企業の意識をみると、「M & Aはたとえ友好的であっても回避したい」という企業が少なくない。
- 株式持合い比率や役員の本社株保有額が高い企業ほど、M & Aに対する回避的な意識を持つ傾向にある。

### 第2 - 3 - 12 図 M & Aに対する企業の意識

外資系企業によるM & Aに対して回避意識が強い

(1) 国内企業による友好的M & A

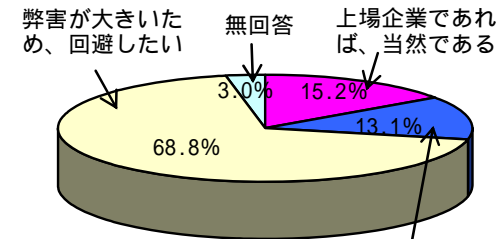
(構成比：%)



どちらかといえば、やむを得ない (n=810)

(2) 国内企業による敵対的M & A

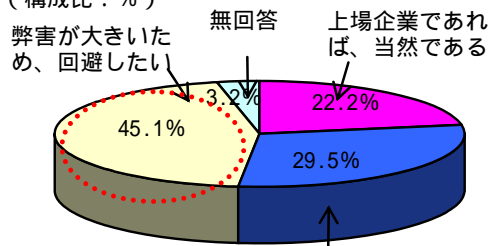
(構成比：%)



どちらかといえば、やむを得ない (n=810)

(3) 外資系企業による友好的M & A

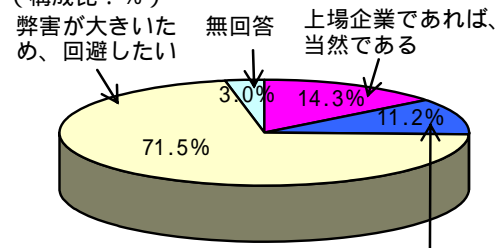
(構成比：%)



どちらかといえば、やむを得ない (n=810)

(4) 外資系企業による敵対的M & A

(構成比：%)



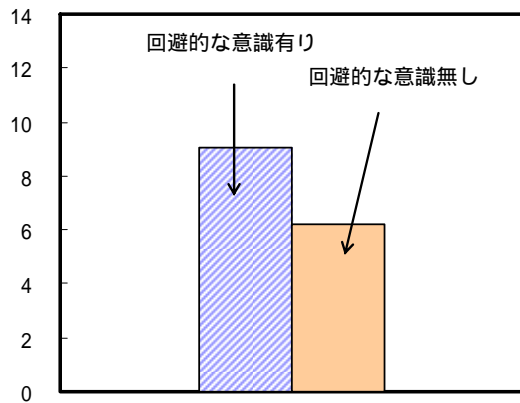
どちらかといえば、やむを得ない (n=810)

(備考) 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。

### 第2 - 3 - 13 図 株式持合い比率とM & Aに対する回避的な意識

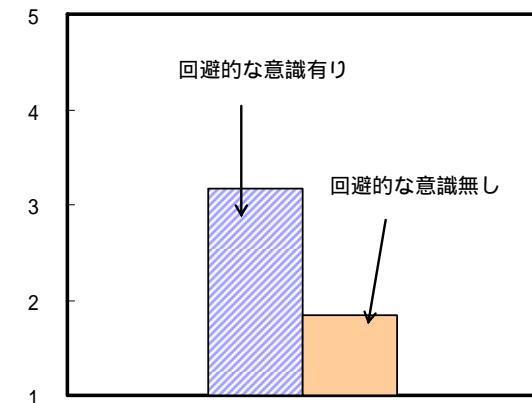
株式持合い比率や役員本社株保有額が高い企業では、M & Aに対する回避的な意識がある場合が多い

平均値 (%)



株式持合い比率

平均値 (億円)



一人当たり役員本社株保有金額

(備考) 日経NEEDS-C ges、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。

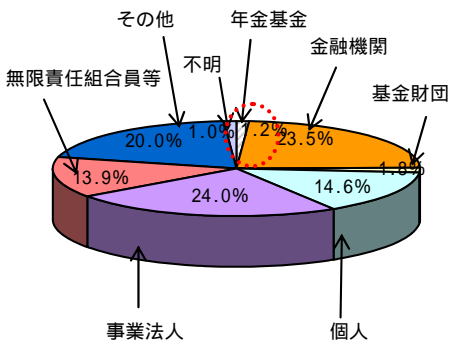
- ベンチャーキャピタルへの出資者を比べると欧米では年金基金の存在が大きいですが、日本は事業法人と金融機関が中心であり、これらの親会社の人材がベンチャー事業に対する「目利き」能力を高めていくことが重要である。
- ベンチャー向け投資の「出口」は欧州ではM & Aや他のベンチャーキャピタルへの売却が中心であるが、日本では株式公開が多い。新興市場の低迷による「出口」の狭まりが、日本のベンチャー投資を萎縮させている面がある。

第2 - 3 - 15 図 ベンチャーキャピタルへの出資者の構成（日米欧）

欧米では年金基金の出資割合が大きい

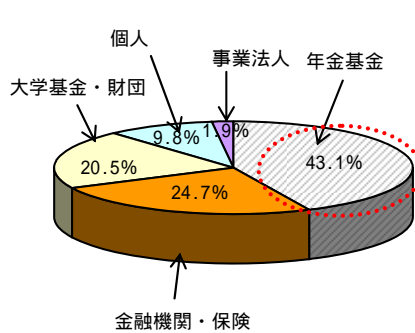
(1) 日本の出資者別投資額の構成比

(構成比：%)



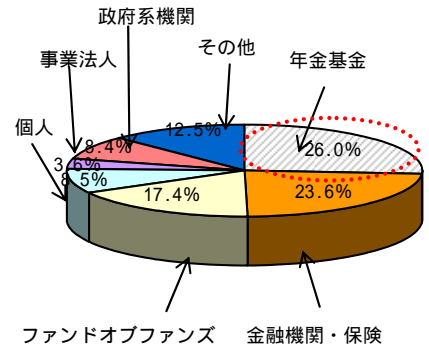
(2) アメリカの出資者別投資額の構成比

(構成比：%)



(3) 欧州の出資者別投資額の構成比

(構成比：%)



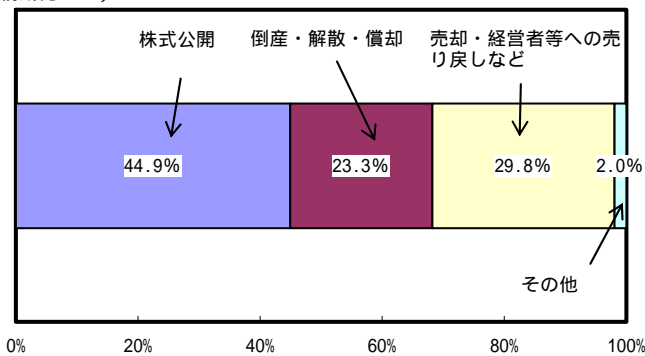
- (備考) 1. 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2007)「平成 19 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、NVCA (2004)“NVCA Yearbook 2004”、EVCA (2007)“EVCA Yearbook 2007”により作成。  
2. 日本は 2006 年度、欧州は 2006 年、アメリカは 2003 年の数値 (すべて金額ベース)

第2 - 3 - 16 図 ベンチャー企業向け投資の「出口」

欧州では、M & Aや他のベンチャーキャピタルへの売却が多い

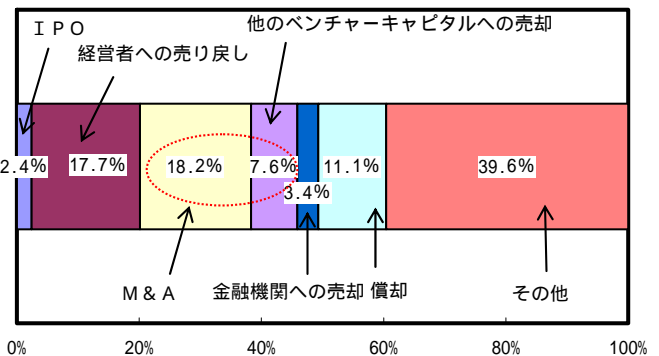
(1) 日本のベンチャーキャピタル投資出口の社数構成比 (2006年度)

(構成比：%)



(2) 欧州のベンチャーキャピタル投資出口の社数構成比 (2006年)

(構成比：%)



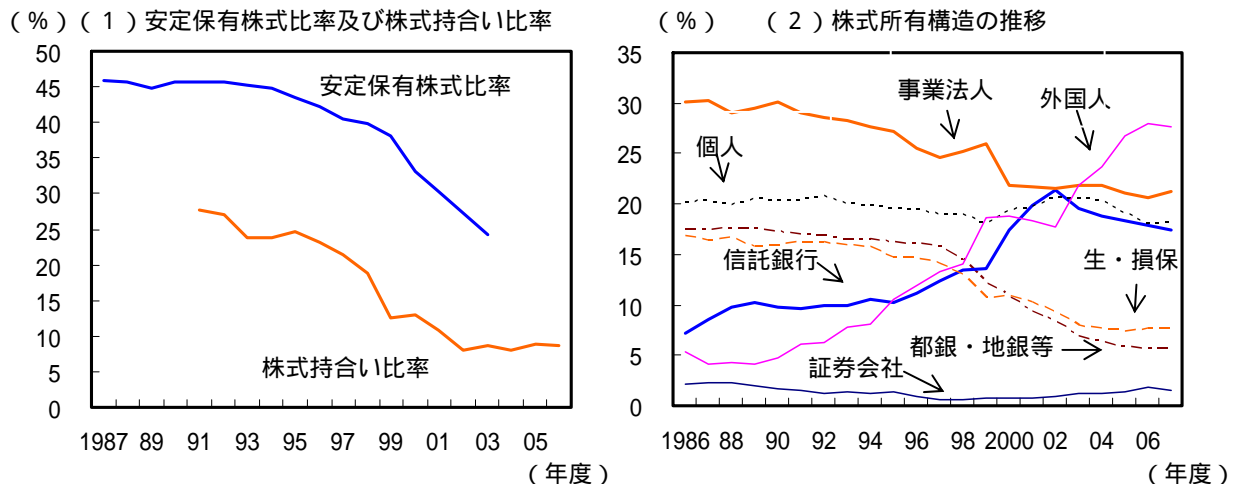
- (備考) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2007)「平成 19 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、EVCA (2007)“EVCA Yearbook 2007”により作成。



## 【第4節】日本型企業システムの変化とリスクテイク

- 日本企業を全体としてみれば、1990年代後半から株式持合い比率の低下が顕著となり、安定保有株式の割合も大きく低下した。また、外国人や信託銀行の株式保有割合が高まる一方で、都銀・地銀等、生・損保、事業法人の割合が低下した。他方、雇用面をみると、既存の大企業では正社員の長期雇用に変化は生じていない。
- しかし、企業ごとにみると同質性が薄れ多様化しつつあり、メインバンク依存度と平均勤続年数に着目すると、依存度が高く勤続年数が高い、依存度が低く勤続年数が高い、依存度が高く勤続年数が短い、依存度が低く勤続年数が短いといったパターンに分けられる。
- 一般に、このような「伝統的日本型」企業は、その逆の「市場型」企業と比べ、リスクテイクの度合いが低い傾向がみられる。

第2-4-2図 安定株主比率と株式所有構造の変化  
株式持合い比率の低下が進行

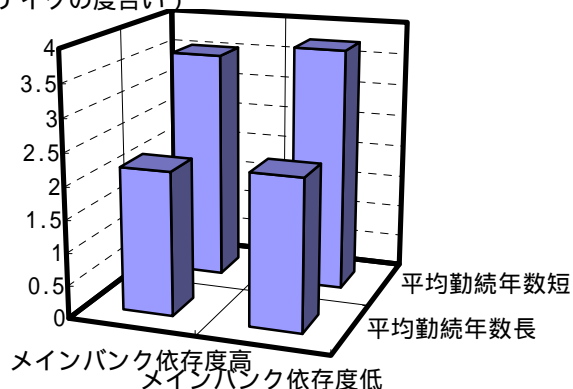


- (備考) 1. (株)ニッセイ基礎研究所(2004)「株式持ち合い状況調査 2003年度版」、東京証券取引所「株式分布状況調査」、伊藤(2008)により作成。  
2. 安定保有株式比率及び株式持合い比率は、上場株式の総量(時価総額)に占める割合(金額ベース)。  
3. 持合株式: 2社が相互に保有する株式等。安定保有株式: 持合株式、金融機関が保有する株式等。

第2-4-5図 企業特性の組合せとリスクテイクの度合い(ROAのばらつき)

「伝統的日本型」企業は「市場型」企業に比べ、リスクテイクの度合いが低い

(リスクテイクの度合い)



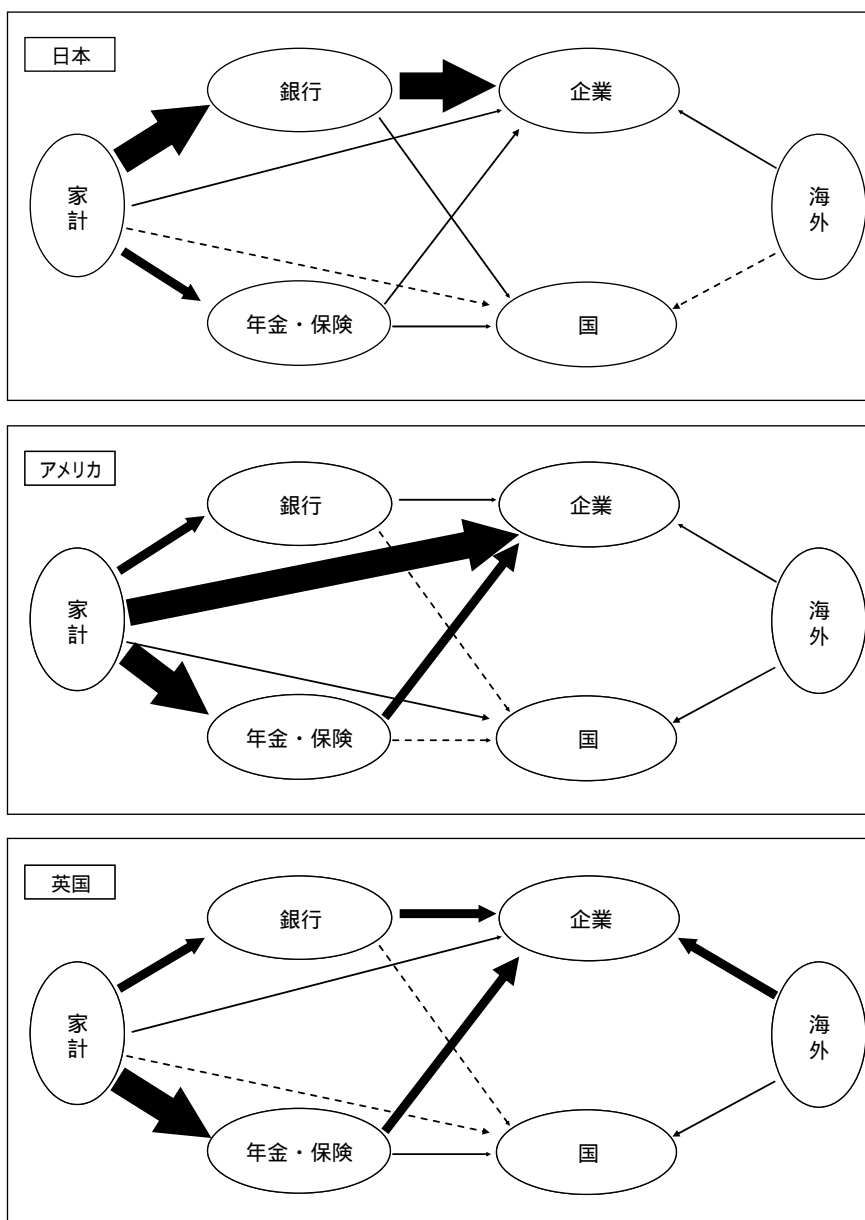
- (備考) 1. 日経NEEDS、日本政策投資銀行・(財)日本経済研究所「企業財務データベース」により作成。  
2. リスクテイクの度合いは1997~2006年度のROAの標準偏差により算出。  
3. 平均勤続年数(正規雇用者)が中央値以上の企業を平均勤続年数長、中央値未満の企業を平均勤続年数短とした。メインバンク依存度(メインバンクからの借入金/借入金総額)についても同様に、メインバンク借入依存度の中央値によって企業を分類した。

【第5節】リスクマネーの供給と家計・金融機関のリスク対応力

- 日本では家計の保有資産は現金・預金が中心で、銀行を通じて企業に貸し出される流れが基本である。一方、アメリカでは株式・出資金の形で直接企業に資金供給するルート、英国では年金・保険を通じたルートが中心である。
- その背景の一つに、日本の株式の「投資効率」(一定のリスクで得られるリターン)が、アメリカと比べて低いことが考えられる(アメリカは日本の約1.5倍)。

第2-5-4図 日・米・英3カ国の主な資金の流れ

家計から企業、国への資金の流れは、日本においては銀行経由が中心  
アメリカにおいては家計から直接、英国においては年金・保険経由が中心



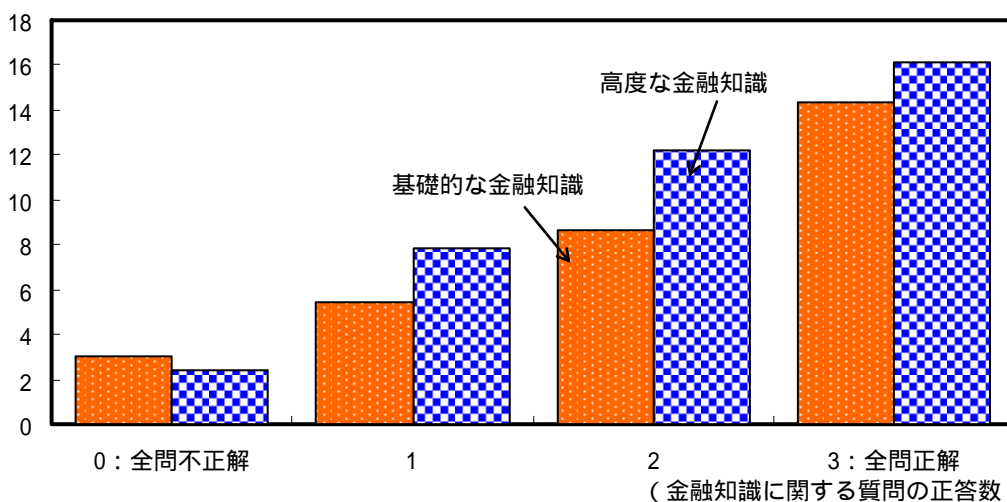
(備考) 1. 日本は日本銀行「資金循環統計」、アメリカはFRB“Flow of Funds Accounts of the United States”、英国はOffice for National Statistics“United Kingdom Economic Accounts”により作成。  
2. すべて2007年末のストック値をもとに作成。  
3. 年金には公的年金は含まない。 - 23 -

- リスク資産投資が少ない家計側の要因として、金融・情報リテラシーの不足、富裕層が少ないこと、住宅ローン負担が重いことなどが考えられる。
- 実際、金融やITに関する知識が豊富な家計ほどリスク資産投資割合が多く、これらのリテラシーを高めることが、家計から企業へのリスクマネー供給を促す可能性がある。
- 住宅ローンを借りている世帯、将来持家保有を希望する世帯はリスク資産投資割合が低い。

第2-5-7図 金融リテラシーとリスク資産投資

金融に関する知識が豊富なほどリスク資産投資割合が高い

(リスク資産投資割合、%)

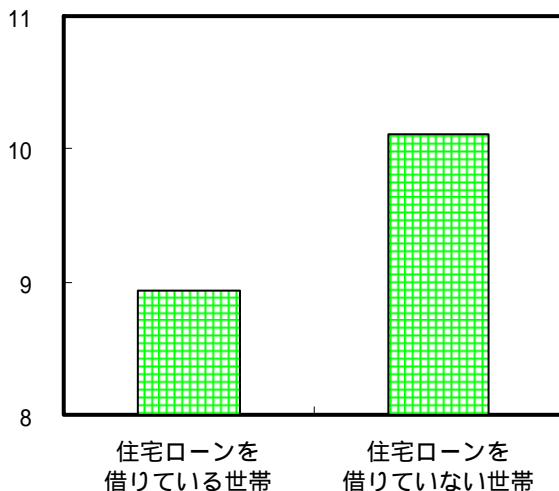


- (備考) 1. 内閣府(2008)「家計の生活と行動に関する調査」により作成。  
 2. 回答者が世帯主であるものに限って集計。  
 3. リスク資産割合は、株式及び株式投資信託の金融資産残高に占める割合。  
 4. 基礎的な金融知識は、金利の計算、複利計算、実質金利の計算に関する質問。  
 高度な金融知識は、株式、投資信託、社債に関する質問。  
 5. 金融リテラシーに関する質問内容は van Rooji et al(2007)を参考にした。

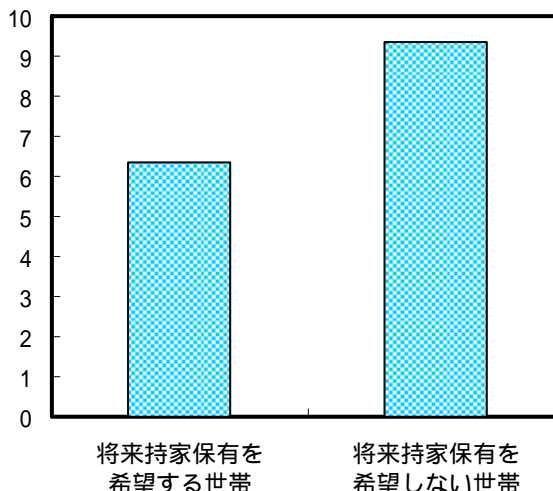
第2-5-12図 住宅ローンの借入、将来の持家保有希望がリスク資産投資に与える影響

住宅ローンを借りている世帯、将来持家保有を希望する世帯はリスク資産投資割合が低い

(リスク資産投資割合、%)



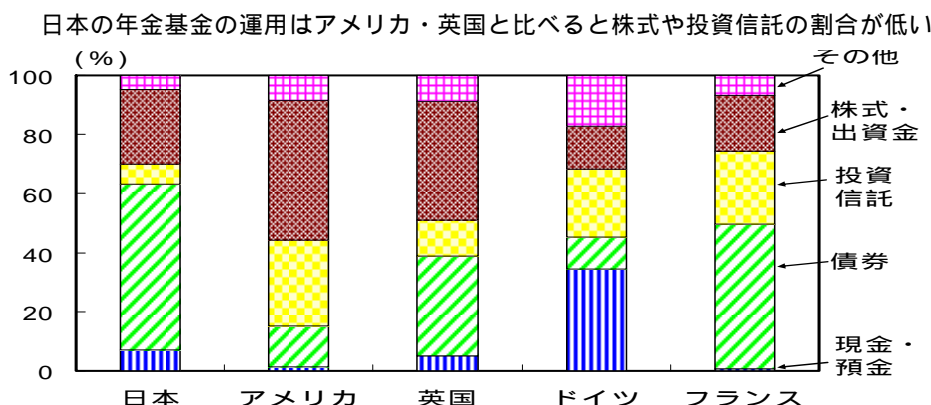
(リスク資産投資割合、%)



- (備考) 1. 内閣府(2008)「家計の生活と行動に関する調査」により作成。  
 2. リスク資産投資割合は、株式及び株式投資信託の金融資産残高に占める割合。

- 日本の家計の金融資産 1,500 兆円は、多数の家計に広く分布しており、資金を集約して専門家として運用を行う機関投資家の役割に期待がかかる。
- 日本の民間年金基金は、アメリカ、英国に比べて株式や投資信託が少なく、慎重な運用となっている。
- 近年、日本でも機関投資家が株主総会において議案に「否」を唱えるケースが増えている。また機関投資家は、ROAが高い企業に投資する傾向がみられる。

第 2 - 5 - 19 図 各国の年金基金の運用資産内容

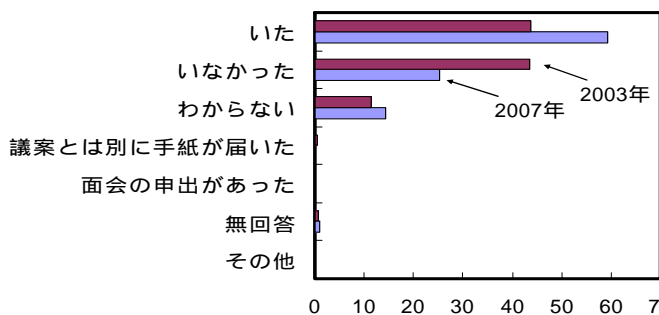


- (備考) 1. 日本は日本銀行「資金循環統計」、アメリカはFRB “ Flow of Funds Accounts of the United States ”、英国はOffice for National Statistics “ United Kingdom Economic Accounts ”、ドイツはDeutsche Bundesbank “ Financial Accounts for Germany ”、フランスはBanque de France “ Financial Accounts ” により作成。
2. 日本は公的年金以外の年金、アメリカは民間年金基金、英国・ドイツ・フランスは保険・年金基金。
3. 日本の株式・出資金と債券は、日本銀行「資金循環統計」による「対外証券投資」を財務省「平成19年末 本邦対外資産負債残高の概要」で公表の株式と債券の割合で按分し、海外株式と海外債券の額を推定し、それぞれを株式・出資金と債券に加えて算出した。
4. アメリカ・英国・ドイツ・フランスの対外証券投資は株式・債券に含まれる。
5. 2007年末の値。

第 2 - 5 - 22 図 機関投資家等の株主総会における議決権行使状況

機関投資家等は提示された議案を慎重に判断する傾向

(1) 議案に対して「否」等の指示をした機関投資家等の有無の比率

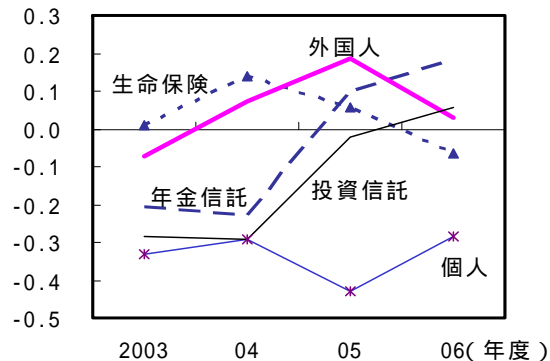


- (備考) 1. 商事法務研究会 (2003)、商事法務研究会 (2007) により作成。
2. 機関投資家等は外国人機関投資家 (年金基金・投資信託を含む)、国内機関投資家 (信託・生損保を含む)、大株主 (投資ファンド等を含む)。
3. 前年7月から同年6月に開催された定時株主総会を対象としたアンケート調査による。

第 2 - 5 - 23 図 機関投資家の株式保有額と各種企業経営指標との関係

機関投資家は、ROAが高い企業に投資する傾向

(相関係数) ROA(総資本営業利益率)



(備考) 東京証券取引所資料より作成。

