

為替ボラティリティと企業戦略¹

為替耐久度の視点から

神戸大学 忽那ゼミ 金融

潮大佑 上瀧英司 藤川淳史

2009年12月

¹本稿は、2009年12月12日、13日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2009」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、〇〇教授（〇〇大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

為替ボラティリティと企業戦略

為替耐久度の視点から

2009年12月

第1章 要約

本稿では、同じ為替ボラティリティ状況下にもかかわらず、企業ごとに業績が大きく異なる原因を分析した。

具体的には、企業の業績および株価と実効実質為替レートのボラティリティの相関関係を表す指標として「為替耐性度」を定義し、計量分析の被説明変数とした。

また、企業の為替耐性度に影響を与えうる要素として、「歴史」、「販売地域集中度」、「成長率」、「提携企業」の4つの変数を定義し、計量分析の説明変数とした。以上の変数を日本の海外展開中の製造企業約450社のデータから企業ごとに作成し、計量分析を行うことで各要素が為替耐性度に対して持つ影響の方向性を検証した。

結果、「海外販売の歴史」、「成長率」、「提携企業」について統計的有意性が実証された。なかでも、「海外販売の歴史」と「成長率」については仮説通り、正の影響を持つことが実証され、「提携企業」に関しては仮説とは逆の負の影響を持つことが実証された。「販売地域集中度」に関しては、統計的に有意な値が得られず仮説は棄却された。

また、「成長率」、「提携企業」は経営者がコントロールできる要素であるため、経営者の判断によって企業の為替耐性度が決定されることも同時に実証された。

私達は今回の研究を通して、財務諸表には企業が受ける為替のボラティリティの影響を測る適切な指標が存在しないため、投資家が企業の為替耐性度を正しく評価できていないのではないかと考えた。そこで私達は為替リスクに対する企業全体の耐性を表す指標として、**Mr.T(Money Risk Tolerance)**の導入を政策提言として提案する。政府が、この**Mr.T**を用いて企業を格付けすることで、投資家は企業の為替耐性度を考慮した適切な評価をおこなうことができるようになることを考える。また本稿から得られた実証結果をもとに、企業がこの**Mr.T**を高格付けにするための「企業に提示する3つの対策」を政府に提案する。

目次

第1章 要約

第2章 導入

第3章 先行研究レビュー

第4章 データと定義

- 第1節 変数の紹介
- 第2節 重要キーワード、変数の定義
- 第3節 データ出典

第5章 仮説とモデル

- 第1節 仮説の大枠
- 第2節 仮説の内容
- 第3節 まとめ

第6章 テスト

- 第1節 経営者がコントロール可能な要素
- 第2節 経営者がコントロール不可能な要素
- 第3節 まとめ

第7章 テストの結論

第8章 政策提言

- 第1節 現状の為替指標が持つ問題点
- 第2節 提案する政策の内容
- 第3節 最後に

先行論文・参考文献・データ出典

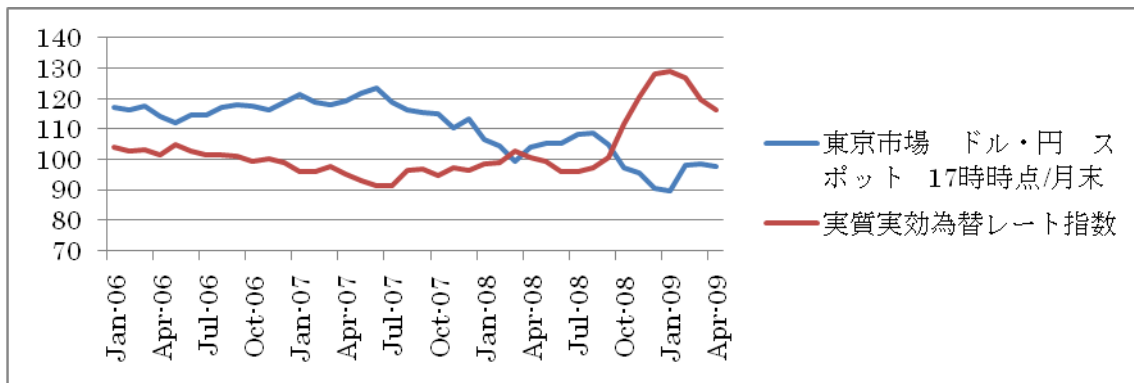
第2章 導入

私たちは本稿で、為替レートのボラティリティに対する企業業績の耐性度の決定要因を分析する。

企業は事業運営を本業としており、事業以外の外的な不確実性を軽減する必要がある。国際的にビジネスを展開している企業が直面する外的な不確実性の主たるものとして、為替のリスクが挙げられる。事実、為替レートのボラティリティが高い場合、企業は意思決定を誤り、企業の業績を悪くする傾向がある¹。つまり、企業の業績と為替レートのボラティリティの間には負の相関性があることが実証されている。しかし、その相関性の程度は企業ごとに大きく異なる。為替レートに関して言えば、図4のグラフから今後も為替レートのボラティリティが高い期間が到来することは十分に考えられる。そこで今後の企業戦略のために、私たちはこの相関性の程度の相違を解明するべく、相関性に影響をあたえる企業の諸要素を、計量分析を用いて分析した。

ここでまず最近の為替相場の動きについて見てみることにする。サブプライムローン問題に端を発した金融危機に伴い、各国通貨の為替相場は不安定な動きを見せた。ドル円相場に関して言えば、ドル円レートは2008年3月に12年7カ月ぶりとなる1ドル=95円に達した。さらに、直近2年間で為替レートのボラティリティは非常に高まっている。2007年1月から2009年1月にかけては30円もの円高となっている。(図1)

図1. 日本の円/ドル為替レートと実効実質為替レートの推移



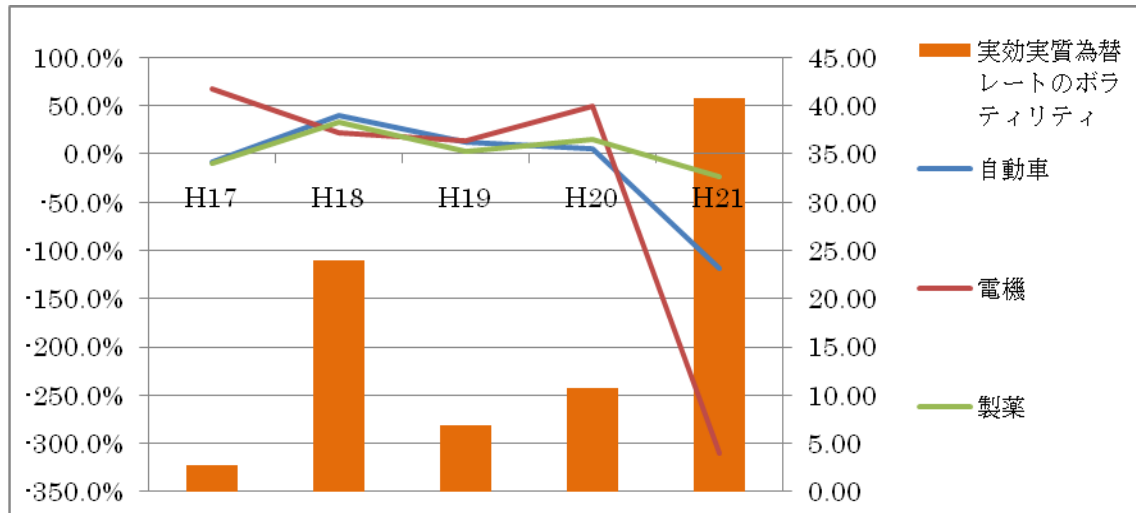
資料：『日本銀行時系列データバンク』より採取したデータをもとに、自主作成。

また、日本における多くの企業は利益の大部分を海外で生み出しているため、為替レートのボラティリティが高い状況において、為替変動の影響を大きく受けやすい。そのため今回

¹ Nalin Kulatilaka and Bruce Kogut(1993)らの研究を参照。為替レートのボラティリティが高い場合、純利益のボラティリティが上昇することによる投資判断の鈍りや、撤退オプションのコストが高まるため、業績を落とす傾向が強いことを発見した。

のサブプライムローン問題に伴う為替レートの変動によって、日本企業の多くは深刻なダメージを受けた(図2)。

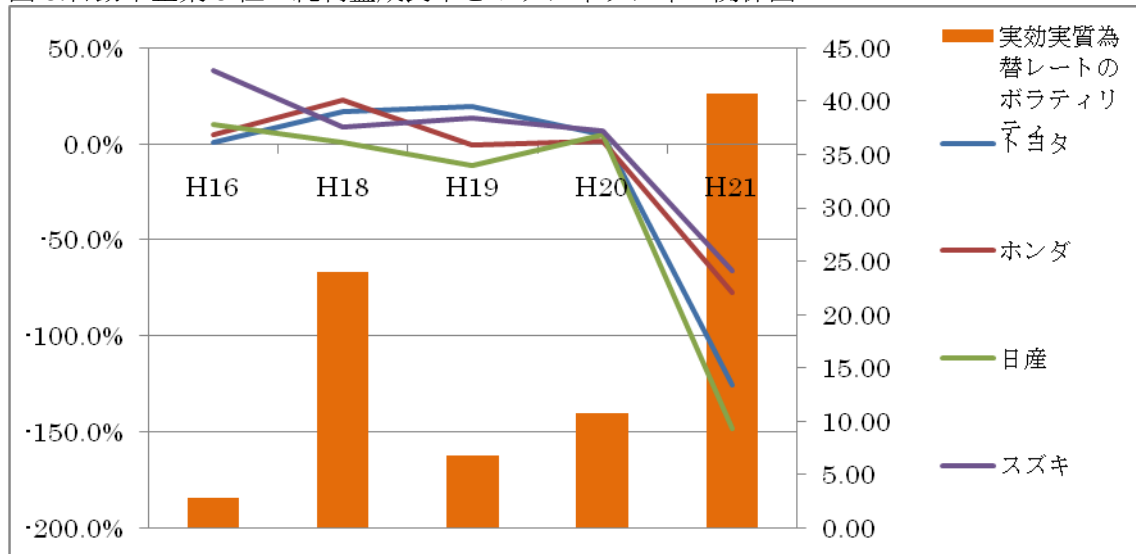
図2.日本の輸出企業業界の純利益成長率とボラティリティの関係図



資料：3業界売上トップ5社の有価証券報告書から、当期純利益のデータを入力し作成。「第一三共」はH16年度のデータが入手不可能であったため、控除して作成。

しかし、その影響の度合いは同じ産業においても企業によって大きく異なる(図3)。ある企業では1ドルに対して1円の円高が1年間続けば、営業利益に350億円の減益影響が出るという。しかし、このような為替相場のボラティリティが高い状況においても、図3に挙げたように、為替の影響を小さく抑えている企業も少なからず存在する。その一方で、為替の影響が大きく業績に影響してしまった企業もちろん存在する。では、なぜこれら企業の業績と為替レートのボラティリティの間の相関性に大きくばらつきがあるのだろうか。この疑問が、私たちが今回の研究にいたった理由である。

図3.自動車企業3社の純利益成長率とボラティリティの関係図



資料：各社の有価証券報告書より採取したデータをもとに自主作成。

また、過去の日本の実効実質為替レートの変動を見ると(図4)、2009年の為替ボラティリティと同程度と思われる期間が、過去にも存在することが分かる。図が示すように為替レートのボラティリティが高い期間は今回だけではなく、10年に1回程度の頻度で到来するように見えることから、今後も同じように為替レートのボラティリティが高い期間が到来することも十分予想される。そのため、企業は将来の高ボラティリティ期間に適切に対応するために、為替レートのボラティリティと企業の業績の相関性を決定する要因を知っておく必要がある。

図4.過去25年間の実効実質為替レートの推移



資料：『日本銀行時系列データベース』より採取したデータをもとに、自主作成。

本稿の目的は企業になり替わり、「企業の為替耐性度¹における相違の要因を解明すること」である。そのために、本稿では、「〇〇は企業の為替耐性度に正の影響を与える(負の影響を与える、影響を与えない)」という仮説を検証し、企業やその業界のどのような要素が為替耐性度に影響しているのかを明らかにする。検証方法は、選定基準をクリアした約450社のデータより独自に作成した、耐性度などの変数を用いた回帰分析である。またこの計量分析において、私たちは日本の為替取引の大部分を占める「輸出」にフォーカスを当てている。第2章ではボラティリティに関する先行研究をレビューし、本稿への連続性と独自性を示す。第3章では仮説を提示し、第4章でデータや指標を定義し、第5章で回帰分析の結果とその考察を示す。最後に、第6章において結論を述べることにする。

¹ 為替耐性度とは、企業の業績と為替レートのボラティリティの相関性を表している指標である。

第3章 先行研究レビュー

為替レートのボラティリティに関する先行研究は大きく二つに分類できる。一つがマクロ的な要因が為替相場のボラティリティに対して与える影響を分析した先行研究であり、もう一つが為替相場のボラティリティが企業もしくは貿易業界に与える影響を分析した先行研究がある。本稿はこの分類で言うと、後者に属する。なぜなら、為替のボラティリティが企業に与える影響の大きさ、すなわち為替耐性を、企業が持つさまざまな要素から分析することが本稿の目的であるからだ。

まずは、一つ目のマクロ的要因が為替相場のボラティリティに与える影響を分析した研究から見ていく。

William D. Craighead(2008)は G7 を対象とした研究で、部門間の労働移動にかかる費用の増加(調整費)や貿易可能商品の消費の配達サービスの必要性の向上(流通費)が為替レートのボラティリティの上昇につながることを発見している。また、Ricardo Hausmann , Ugo Panizza , Roberto Rigobon(2006)は発展途上国の実質為替レートのボラティリティは先進国の 2~2.5 倍であるが、しかし発展途上国の実質為替レートの高さは、通貨危機に瀕している事実やそのショックへの弾力性によって説明されないと述べている。また彼らは「為替のボラティリティ」が経済発展レベルや経済の多様性の程度(輸出バスケットの集中度)に高い関連があることを見出している。

以上のように、為替レートのボラティリティに与えるマクロ的要因の分析は数多くなされており、その要因の大部分が解明されつつある。

続いて、為替相場のボラティリティが企業の業績及び貿易に与える影響を分析した先行研究を紹介する。

まず貿易部門への影響を分析した先行研究として、Reza Siregar and Ramakishen S. Rajan(2002)らの論文をあげることができる。彼らはインドネシアを対象とした研究で、インドネシアのボラティリティと貿易部門の低パフォーマンスの関係を分析した。分析の結果、ボラティリティは貿易部門の低パフォーマンスを説明する主要な役割を果たしていることを発見した。また、各国の貿易量への影響を分析した論文として WenShwo Fnag , YiHao Lai , Stephen M. Miller(2008)らの論文がある。彼らはインドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ、アメリカを対象に研究を行い、為替レートのボラティリティの輸出業者に対する影響(下落時と上昇時に分けて)を調べ、為替レートのボラティリティが高いと貿易量は減少するという結果を得た。また、木村武・中山興(2000)らの研究の様に日本における貿易量にのみ注目した研究も存在する。また、産業ごとの研究について、Bill B. Francis , Iftekhar Hasan , Delroy M. Hunter(2008)らは 36 のアメリカの産業を研究対象とし、条件付き資産評価モデルにより通貨プレミアムを算出した。米国におけるすべての産業はこの通貨プレミアムを保持することを証明した。また産業の通貨プレミアムは、外国収益、産業構造、レバレッジ、流動性などによって説明されると述べている。一方企業における影響を分析したものとして、JIA HE and LILIAN K.NG(1998)らの論文があげられる。彼らは日本の企業 171 社を対象に、株価と為替レートの変動の関係性の検証を行い、その変動のうち 25%は説明されることを発見した。この研究によれば、変動にどれだけさらされているかは、輸出比率、レバレッジ、流動性によって説明されることがわ

かった。また彼らによって系列多国籍企業よりも非系列多国籍業の方が為替リスクにさらされていないということも実証された。為替レートの変動が与える要因を、個別企業ごとに研究した論文はこの論文以外見当たらない。

以上のように為替変動に関する先行研究ではマクロ的な要因と為替変動との関係に関する論文や為替変動が貿易に与える影響に関する論文は数多く存在し、その影響の程度や方向性は実証されている。しかし、為替に関する先行研究全体を見ると、変動ではなく、通貨の上昇、下降を題材にした論文が圧倒的に多く、変動に焦点をあてた論文は意外に少ないのも事実である。

本稿は「為替の変動が企業に与える影響を分析する」という分野に属するが、為替耐性度という、個別企業の為替ヘッジの結果と為替レートの変動の関連性を表す指標に着目し、個別企業の諸要素を用いて、その指標の決定要因を分析した論文は存在しない。このことから、我々の論文の独自性がうかがえる。

第4章 データと定義

本稿では仮説検証のために計量分析を行う。実際に計量分析を行う前に、各データの定義を以下に表しておく。本稿のキーワードであり、特に重要だと思われるデータおよび指標については、その他のデータと区別して説明する。最後にデータの出典を説明する。

第1節 データの紹介

変数名	内容
H16sales : H20sales	平成16年度、平成17年度、平成18年度、平成19年度、平成20年度における各企業の「総売上高」の値。 単位は100万円。
H16profit : H20profit	平成16年度、平成17年度、平成18年度、平成19年度、平成20年度における各企業の「営業利益」の値。 単位は100万円。
exsenvity1 exsenvity2	平成16年度から平成20年度までの各企業の「為替耐性度(1)」と「為替耐性度(2)」の値。定義は後述。
exportage	各企業の輸出の歴史の長さを表す値。単位は年。定義は後述。
fdiage	各企業の海外現地生産の歴史の長さを表す値。単位は年。定義は後述。
H20exsales	平成20年度の各企業の連結海外総売上高。単位は100万円。
salesAme salesEU salesAsi salesOth	平成20年度の各企業の地域別連結売上高。単位は100万円。 Ame：北米地域 EU：ヨーロッパ地域 Asi：アジア地域 Oth：その他の地域 記載がない場合は、0の値をとっている。
costdev	平成20年度の各企業の「販売地域集中度」の値。定義は後述。
covola	平成20年度の各企業の「実質販売地域集中度」の値。 定義は後述。
extrate	平成20年度の各企業の海外売上高比率。0.01=1% 計算式： $extrate = H20exsales / H20sales$
salegrorate	各企業の平成20年度から過去5年の平均売上高成長率。0.01=1%
margrorate	ダミー変数の欄に示した各業界の平成19年度から過去5年の平均総売上高成長率。業界成長率と定義。0.01=1%

ダミー変数名	内容
expertners	企業のパートナーの有無を表すダミー変数。 ①当該企業の株式を10%以上保有する企業 ②当該企業の販売先国に存在する企業 ①と②に当てはまる企業が存在する場合、 当該企業の expertners の値は1となる。
highexrate	海外売上高比率が高い企業を表すダミー変数。 海外売上高比率が75%以上の場合、highrate の値は1となる。
lowexrate	海外売上高比率が低い企業を表すダミー変数。 海外売上高比率が25%以下の場合、lowexrate の値は1となる。
asian	アジア地域での売上高比率が高い企業を表すダミー変数。 アジア地域売上高/海外売上高が0.75以上の場合、 asian の値は1となる。
euus	北米・欧州地域での売上高比率が高い企業を表すダミー変数。 (北米地域売上高+欧州地域売上高)/海外売上高が0.75以上の場合、 euus の値は1となる。
foods,fiber paper,chemical oil,gom,boil iron,nonmetal metal,elec elecpart,vehicle detailed	各企業が存在する業界を表すダミー変数。詳細は以下に示す。 food：食料品製造、fiber：繊維工業、 paper：紙・パルプ・紙加工品製造 oil：石油製品、石炭製品製造、gom：ゴム製品製造、 boi：窯業・土石製品製造業、iron：鉄鋼業、nonmetal：非鉄金属製造 metal：金属製品製造、elec：一般機械器具製造 elecpart：電機機械器具製造、vehicle：輸送用機械器具製造 detailed：精密機械器具製造 該当する企業は1の値をとる。

第2節 重要キーワード、変数の定義

I. 個別株価収益率(1),(2)

企業単体の年間株価収益率を表す指標であり、企業の業績を反映している指標である。厳密に定義すると、これは企業の年間株価収益率から年間市場収益率の影響を控除したものである。個別株価収益率(2)は、市場収益個別株価収益率(1)と異なり、リスクフリーレート¹を考慮に入れて年間市場収益率の影響を控除している。

【式】

個別株価収益率(1)=年間株価収益率－年間市場収益率

$$\text{個別株価収益率(2)} = \frac{\text{年間株価収益率} - \text{リスクフリーレート}}{\text{年間市場収益率} - \text{リスクフリーレート}}$$

$$\text{※年間株価収益率} = \left(\frac{\text{t+1年3月の終値株価}}{\text{t年の3月終値株価}} \right) - 1$$

$$\text{年間市場収益率} = \left(\frac{\text{t+1年3月のTOPIX終値}}{\text{t年の3月TOPIX終値}} \right) - 1$$

¹ リスクフリーレート=t年の日本国債利回りの平均値

II. 実効実質為替レートのボラティリティ

「実効実質為替レート」とは主要外国通貨全体と円との為替レートを表す指標である。厳密に定義すると、円と主要な他通貨間のそれぞれの為替レートを、日本と当該相手国・地域間の貿易ウエイトで加重幾何平均したうえで、基準時点を決めて指数化する形で算出された名目実効実質為替レートを各国物価指数で、物価の影響を除いたものである。本稿での基準点は、1970年であり、その年の為替レートを100としている。

「ボラティリティ」とは、ある変数の変動性を表す言葉であり、本稿では統計学上の「分散」を「ボラティリティ」と定義している。

また、本稿では、日本の「実効実質為替レートのボラティリティ」を、月単位に算出された実効実質為替レートの1年間(月単位のレート×12)の分散と定義している。式は以下に示す。

【式】

実効実質為替レートのボラティリティ = VAR(4月～3月期の実効実質為替レート)

【データ】

	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度
ボラティリティ	11.33	2.79	24.00	6.84	10.75

III. 為替耐性度(1),(2)

「日本の実効実質為替レートのボラティリティ」に対する企業の「業績」の耐性度を表す指標である。

JIA HE and LILIAN K.NG(1998)¹らの論文を参考に以下の為替耐性度を表す指標を作成した。以下の指標は、株価、すなわち各企業の企業価値と日本の実効実質為替レートのボラティリティの相関性を表している。厳密に、為替耐性度(1)は、日本の実効実質為替レートの変動に対する企業の個別株価収益率(1)の耐性度を、為替耐性度(2)は実効実質為替レートの変動に対する企業の個別株価収益率(2)の耐性度を表している。どちらの指標も値が大きければ大きいほど、企業の為替に対する耐性が高いことを示し、値が小さければ小さいほど、耐性が低いことを示す²。

本稿での計量分析の被説明変数であり、最重要キーワードである。以下に式を示す。

【式】

為替耐性度(1) =
$$\frac{\text{「個別株価収益率(1)」と「日本の実効実質為替レートのボラティリティ」の共分散}}{\text{「日本の実効実質為替レートのボラティリティ」の分散}}$$

為替耐性度(2) =
$$\frac{\text{「個別株価収益率(2)」と「日本の実効実質為替レートのボラティリティ」の共分散}}{\text{「日本の実効実質為替レートのボラティリティ」の分散}}$$

¹ JIA HE and LILIAN K.NG(1998)らは、”The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations”の論文で、株価の変動と為替レートの変動の関連性を『株価収益率 = $\beta_0 + \beta_1$ 為替レートの変化率 + β_2 TOPIX 収益率』の回帰分析によって得られた、 β_1 を用いて表していた。この論文における β_1 は株価収益率と為替レートの相関を示すものと彼らは明言している。為替レートには本稿同様に、実効為替レートを使用している。

² 投資先の企業の為替耐性度が他の企業よりも高い場合、ボラティリティが高い状況において投資家は投資先の企業に対して楽観的な予測をするため、為替耐性度が高い企業は株価収益率も高いと考えた。

IV. 輸出の歴史と海外現地生産の歴史

「輸出の歴史」は、企業の有価証券報告書の「沿革」の欄の情報から算出された、企業の累計輸出年数を表す値である。厳密に、「輸出開始」、「販売会社を〇〇国に設置」、「〇〇国と合弁会社を通じて販売協定を結ぶ」等の輸出開始を表す記述のうち、最も古い年代のものを選び出し、平成20年度からその開始年度を差し引いた値を用いている。

「現地生産の歴史」も同様に、企業の有価証券報告書の「沿革」の欄の情報から算出された、企業の累計海外現地生産年数を表す値である。厳密に、「現地生産開始」、「製造会社を〇〇国に設置」、「〇〇国と合弁会社を通じて清算協定を結ぶ」等の海外現地生産を表す記述のうち、最も古い年代のものを選び出し、平成20年度からその開始年度を差し引いた値を用いている。

V. 販売地域集中度と実質販売地域集中度

「販売地域集中度」とは、企業がどれだけ一部の地域に偏って販売活動を行っているかを示す指標である。厳密に、この指標は各企業の平成20年度の国外地域別売上高の分散の値を表している。本稿では、地域を「北米大陸地域」、「ヨーロッパ大陸地域」、「アジア地域」、「その他の地域」に分類し、それぞれの地域の売上高を1要素とし、4要素の標準偏差を計算することで、「販売地域集中度」を算出している。式は以下に示す。

【式】

販売地域集中度 = 標準偏差(各地域の売上高)
 $costdev = STDEV(salesAme, salesEU, salesAsi, salesOth)$

「実質販売地域集中度」とは、「販売地域集中度」を当期の海外売上高で割り引くことにより、「販売地域集中度」が持つ規模の影響を省いている指標である。「販売地域集中度」同様に、企業がどれだけ一部の地域に偏って販売活動を行っているかを表すが、規模の影響を省いている点で、この指標の方が優れていると言える。式は以下に示す。

【式】

実質販売地域分散 = 販売地域集中度 / 海外売上高

第3節 データ出典

以下では項目ごとにデータの出典を示す。

データ	出典元
企業 448 社	①製造業に属する ②海外売上高比率が 10%を超えている ③平成 20 年度の有価証券報告書の【連結損益計算書】に「為替差益」もしくは「為替差損」が記載されている ④東証第 1 部に上場している 以上の 4 つの条件を満たす日本企業 448 社。
各変数	各企業の平成 16 年度、平成 17 年度、平成 18 年度、平成 19 年度、平成 20 年度の有価証券報告書。 【沿革】、【連結損益計算書】、【海外売上高】よりデータを採取。
実効実質為替レート (日本)	日本銀行 HP 「時系列統計データ検索サイト」よりデータ採取。
業績別売上高	業界分析.com よりデータ採取。
株価データ TOPIX データ	Yahoo!ファイナンスよりデータ採取 http://finance.yahoo.co.jp/
10 年物国債利回り	日本財務省 HP よりデータ採取。

第5章 仮説とモデル

この章では、本稿で検証する仮説を説明し提示していく。

第1節 仮説の大枠

本稿では、企業の「為替耐性度」と企業の諸要素との関係を、「経営者」の視点から分析している。本稿で挙げた企業の諸要素を経営者が「コントロールできるか否か」で分類し、仮説の大枠を構築すれば以下のようなになる。

仮説 1

経営者がコントロール可能な企業の諸要素は企業の「為替耐性度」に影響を与える

仮説 2

経営者がコントロール不可能な企業の諸要素は企業の「為替耐性度」に影響を与える

第2節 仮説の内容

この節では、細かい仮説の説明とそれを実証するモデルを提示していく。

第1項 経営者がコントロール可能な企業の諸要素

I. 実質販売地域集中度

私たちは、実質販売地域集中度は企業の「為替耐性度」に負の影響を与えると考えた。企業がある国や地域に偏って輸出を行っている場合、その国や地域との為替レートのボラティリティの影響を直接受けてしまうが、企業が様々な国や地域に輸出している場合は、その影響が分散される。

つまり、販売地域を分散している企業と分散していない企業では、為替レートのボラティリティの影響を受ける程度が大きく異なる。販売地域が集中している場合、その企業の「為替耐性度」は小さくなると考えられる。

以下に仮説を示す。

仮説 1.1

「実質販売地域集中度」は「為替耐性度」に負の影響を与える

以上の仮説を検証するために、本稿では以下のモデルを使用する。

モデル 1

$$\text{exsensivity}(1) = \beta_0 + \beta_1 \text{covola} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$$

$$\text{exsensivity}(2) = \beta_0 + \beta_1 \text{covola} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$$

II. 企業成長率

私たちは、業界成長率と売上高成長率は、企業の「為替耐性度」に負の影響を与えると考えた。

当該企業の売上高、または属する業界の成長率が高い場合、つまり規模が拡大している場合、為替リスクヘッジ戦略を整えるなど、費用を低下させる戦略より、売上を伸ばすなど収益を増加させる戦略に傾きがちになる。

つまりこのどちらかの二つの成長率が高い場合、企業は為替リスクヘッジによる費用極小化よりも売上高増加による収益極大化に向かうため、結果的にその企業の「為替耐性度」は小さくなると考えた。

以下に仮説を示す。

仮説 1.2

「業界成長率」と「売上成長率」は企業の「為替耐性度」に負の影響を与える

以上の仮説を検証するために、本稿では以下の二つのモデルを使用する。

モデル 2

$$\text{exsensivity}(1) = \beta_0 \text{margrorate} + \beta_1 \text{covola} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$$

$$\text{exsensivity}(2) = \beta_0 \text{margrorate} + \beta_1 \text{covola} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$$

モデル 3

$$\text{exsensivity}(1) = \beta_0 \text{salegrorate} + \beta_1 \text{covola} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$$

$$\text{exsensivity}(2) = \beta_0 \text{salegrorate} + \beta_1 \text{covola} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$$

III. 資本提携企業の有無

私たちは、販売先の国における「資本提携企業の有無」が与える為替耐性度への影響の有無は、企業の海外売上高比率によって決まると考えた。具体的に、海外売上高比率が75%以上の企業において、「資本提携企業の有無」は為替耐性度に対して何の影響ももたらさず、一方海外売上高比率が25%以下の企業において、「資本提携企業の有無」は為替耐性度に対して正の影響を与えると考えた。

販売国に資本提携企業が存在し、その企業と恒常的な取引がある場合、企業は為替取引を行わず単一通貨で取引をするという「マリー」を行うことができる¹。この取引方法により、取引の一部は、為替レートのボラティリティがもたらすリスクにさらされなくなる。

恒常的な取引を行うことができる提携のタイプは「資本提携」以外にも存在し、提携の強さで分類すれば、「完全子会社化」、「資本提携」、「代理販売」の3つにわかれる²。資本提携は完全子会社よりも提携は弱く、相手への支配権も大きく劣る。不確実性が高い状況下において、企業は強い提携のタイプをとることが実際に実証されている³ことから、

¹伊藤隆敏、鯉渕賢、佐々木百合、佐藤清隆、清水順子、早川和伸、吉見太洋(2008)らは“貿易取引通貨の選択と為替戦略：日系企業のケーススタディ”で、「グループ企業内の全ての為替リスクを集約し、グループ全体でネットィングを行い、保有外貨をマリーさせることによる為替リスクを効率的に軽減することができる。」と述べている。ここから、提携企業間でもグループ企業内のような恒常的取引がなされている場合、企業は「マリー」を行うことができるかと判断した。

²岩森達夫の「新・国際経営論」を参考に独自で分類。

³牛丸元が著書「企業間アライアンスの理論と実践」の中で実証した。著書の中では、「不確実性」をアンケートで得た「市場動向の不確実性」の値で定義し、提携のタイプとの関連性を分析した。

為替レートのボラティリティが高い状況において、企業の資本提携の効果は完全子会社と比較して小さいと考えることができる。

また、グローバル産業における企業は強い提携のタイプ、つまり完全子会社という提携タイプをとることが実証されている¹ことから、海外売上高比率が高い企業は完全子会社という提携タイプをとる傾向が高いと考えた。

以上のことから、海外売上高比率が高い企業は完全子会社という提携タイプをとる傾向があり、資本提携企業が存在したとしても、提携の強さからその影響は小さいと考える。つまり、海外売上高比率が高い企業における資本提携企業の有無は事実上大きな問題ではなく、為替耐性度にも影響を与えないと考えた。一方、海外売上高比率が低い企業は強い資本提携を結ぶ傾向があまりないため、完全子会社という提携タイプをとらない傾向にある。そのため、当該企業における資本提携の有無は大きな問題であり、為替耐性度にも正の影響を与えると考えた。

以下に仮説を示す。

仮説 1.3

「海外売上高比率が高い企業における「資本提携企業の有無」は「為替耐性度」に影響を与えない

仮説 1.4

「海外売上高比率が低い企業における「資本提携企業の有無」は「為替耐性度」に正の影響を与える

以上の仮説を検証するために、本稿では以下のモデルを使用する。

モデル 4

exsenvity(1)=

$\beta_0 + \beta_1 \text{expertners} +$

$\beta_2 \text{expertners} * \text{highexrate} + \beta_3 \text{expertners} * \text{lowexrate} + \beta_4 \text{H20sales} + \beta_5 \text{exrate}$

exsenvity(2)=

$\beta_0 + \beta_1 \text{expertners} +$

$\beta_2 \text{expertners} * \text{highexrate} + \beta_3 \text{expertners} * \text{lowexrate} + \beta_4 \text{H20sales} + \beta_5 \text{exrate}$

第 2 項 経営者がコントロール不可能な企業の諸要素

I. 歴史

私たちは、アジア地域を重視して販売している企業において、「輸出の歴史」は企業の為替耐性度に正の影響を与えると考えた。また、北米・欧州地域を重視して販売している企業において「輸出の歴史」が企業の為替耐性度に与える影響は、アジア地域を重視している企業よりも小さいと考えた。

¹ Jong-Hun Park, [a](#) and Kwangsoo Kim [b](#)らの論文で実証されている。グローバル化の程度を市場の貿易量によって分類し、1992 から 1997 年までのアメリカ企業のデータを使用して実証した。

海外販売もしくは輸出という行動をとる上で、企業は販売先の国において多くのノウハウを有する必要がある。そのノウハウには、販売国市場の情報収集能力や販売仲介企業との交渉力、現地従業員の育成力、そして為替取引に関するノウハウなどが含まれる。

そこで私たちは、輸出の歴史が長い企業ほど、販売先の国に為替取引に関するノウハウを蓄積させており、そのノウハウの蓄積が「為替耐性度」に正の影響を与えている、と考えた。

また、先進国は経済環境が整っているため、先進国への輸出にかかるコスト(設備投資、所要時間、人材育成費用など)は発展途上国と比べて低い¹。経済環境が整っていない状況における為替ノウハウの蓄積にはより時間がかかると考えられるため、「輸出の歴史」が為替耐性度に与える影響も相手国の発展度合いによって異なると思われることができる。ここでは、輸出相手先の地域を北米・欧州地域とアジア地域に分け、さらに北米・欧州地域を先進国地域、アジア地域を発展途上国地域と定義する²。

以下に仮説を示す。

仮説 2.1

アジア地域重視の企業にとって「輸出の歴史」は企業の「為替耐性度」に正の影響を与える

仮説 2.2

北米・欧州地域重視の企業の「輸出の歴史」は、アジア地域重視の企業に比べ、「為替耐性度」への影響は小さい

一方、海外現地生産の歴史は、輸出の歴史と逆の影響を「為替耐性度」に与えると私たちは考えた。というのも、海外現地生産して現地で販売するという企業活動には、為替の取引は輸出活動に比べあまり含まれないため、海外現地生産の歴史が長い企業は、「為替リスク」という意識が薄れ、「為替耐性度」の値が大きくなってしまっているのではないかと考えたからである。

以下に仮説を示す。

仮説 2.3

「海外現地生産の歴史」は企業の「為替耐性度」に負の影響を与える

以上の仮説を検証するために、本稿では以下のモデルを使用する。

¹ Trond-Arne Borgersen は”When Experience Matters : The Export Performance of Developing Countries ‘SMEs’”で、先進国は、より発展した国際化の方法(経済環境の整備)が普及しているため、先進国への輸出のコストは発展途上国に比べて低いと論じている。実際に、「輸出の歴史」と「輸出パフォーマンス」の関係性を相手先の発展度合いの観点から分析し、上記の内容を実証している。

² 定義の根拠について、一人当たり GDP の地域平均は、アジア地域の国々では 12,052 ドル、ヨーロッパ地域の国々では 31,224 ドル、北米地域(アメリカとカナダ)で 46,144 ドルとなっている。また各地域内における途上国の割合は、アジアでは 74%、ヨーロッパでは 25.6%、北米で 0%となっている。以上のことから私たちが設定した定義は合理的であると考えられる。

モデル 5

exsenvity(1)=

$$\beta_0 + \beta_1 \text{exportage} * \text{asian} + \beta_2 \text{exportage} * \text{euus} + \beta_3 \text{exportage} * \text{asian} + \beta_4 \text{exportage} * \text{euus} + \beta_5 \text{H20sales} + \beta_7 \text{exrate}$$

exsenvity(2)=

$$\beta_0 + \beta_1 \text{exportage} * \text{asian} + \beta_2 \text{exportage} * \text{euus} + \beta_3 \text{exportage} * \text{asian} + \beta_4 \text{exportage} * \text{euus} + \beta_5 \text{H20sales} + \beta_7 \text{exrate}$$

モデル 6

exsenvity(1)= $\beta_0 + \beta_1 \text{fdiage} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$

exsenvity(2)= $\beta_0 + \beta_1 \text{fdiage} + \text{H20sales} + \beta_3 \text{exrate}$

第 3 節 まとめ

以下に仮説とモデルの関連性についてまとめた表を提示する。

経営者	仮説番号	見るべき変数	モデル番号
経営者が コントロール できる 諸要素	1.1	covola(実質販売地域集中度)	1
	1.2	margrorate(業界成長率)	2
	1.2	salegrorate(売上高成長率)	3
	1.3	expertners+expertners*highexrate (提携の有無と高い海外売上高比率)	4
1.4	expertners+expertners*lowexrate (提携の有無と低い海外売上高比率)	4	
経営者が コントロール できない 諸要素	2.1	exportage+exportage*asian (輸出の歴史とアジア地域重視)	5
	2.2	exportage*asian - exportage*euus (輸出の歴史と地域の相違)	5
	2.3	fdiage(海外生産の歴史)	6

第6章 テスト

この章ではモデルごとに仮説を検証し、その検証結果を各節で考察する。

第1節 経営者がコントロール可能な企業の諸要素

I. 実質販売地域集中度

モデル1 検証結果

目的\説明	covola (P 値)	h20sales	exrate	切片	n	R ²
exsenvity(1)	0.448 (0.645)	4.49 (0.150)	0.162 (0.000)	15.980 (0.495)	369	0.003
exsenvity(2)	-0.014 (0.848)	-2.89 (0.547)	0.021 (0.000)	0.850 (0.666)	369	0.004

検証結果の分析

仮説通りであるとすれば、exsenvity に対する covola の係数は負になる。

しかし、2つの被説明変数において covola の p 値が極度に高いことから、係数の値は統計的有意性に欠けることが分かる。

つまり covola は企業の為替耐性度に影響を持ち得ないという結果がでた。これは仮説とは違う結果ではあるが、有益な示唆に富む結果であるといえる。

この結果は、販売地域の集中度、つまり販売先国の偏りは、企業の為替耐性度に負の影響を与えないことも示している。これは、貿易は1通貨に偏るよりも、さまざまな通貨を用いるほうが為替変動の影響を小さくできるという福田知広、樋口洋一郎(1998)¹と矛盾する結果となっている。

しかし、この矛盾は投資家のリスクに関する知見を証明した結果だといえる。本論文では、業績の指標として株式の β を用いたが、この指標では企業の業績に対し、投資家が下した判断が反映される。投資家は、自らできる方法で企業がリスクをヘッジしても、その成果を評価しない。販売地域の分散によるリスクヘッジは、投資家がポートフォリオ内の企業の所在国を分散化させることで行うことができる。つまり、販売地域分散による為替リスクのヘッジは投資家によって評価されず、「為替耐性度」にも反映されなかったと考えられる。

¹福田知広、樋口洋一郎は、「我が国企業の海外直接投資の要因分析」(1998)の中で、多くの国や地域、すなわち多くの通貨を用いて貿易を行う方が、為替リスクを回避できることを示した。

II. 企業成長率

モデル 2 検証結果

目的\説明	margrorate (P 値)	h20sales	exrate	切片	n	R ²
exsenvity(1)	228.1409 (0.712)	2.59 (0.411)	0.163 (0.000)	13.543 (0.766)	341	0.003
exsenvity(2)	32.80 (0.644)	-4.06 (0.430)	0.023 (0.000)	-1.888 (0.733)	341	0.006

モデル 3 検証結果

目的\説明	salegrorate (P 値)	h20sales	exrate	切片	n	R ²
exsenvity(1)	27.281 (0.914)	2.75 (0.317)	0.157 (0.000)	29.154 (0.061)	386	0.002
exsenvity(2)	-57.957 (0.137)	1.76 (0.628)	0.014 (0.067)	3.997 (0.042)	386	0.086

検証結果の分析

仮説通りであるとするれば、exsenvity(1)、exsenvity(2)それぞれに対する margorate, salgrorate の係数は負となるはずである。

exsenvity(2)に対する salgrorate の係数が負で、15%有意となり、仮説 1.2 を支持する結果となった。これは、売上高成長率の高い企業の場合、規模の拡大に走りすぎ、為替リスクに対するヘッジを怠っていることの証明であるといえる。

III. 提携企業の存在

モデル 4 検証結果

目的\説明	expertners (P 値)	expetners*highexrate	expertners*lowexrate	h20sales	exrate	切片	n	R ²
exsenvity(1)	14.984 (0.528)	-14.997 (0.528)	-60.675 (0.172)	2.73 (0.342)	0.154 (0.000)	30.451 (0.026)	385	0.010
exsenvity(2)	3.676 (0.057)	-3.677 (0.057)	-1.096 (0.690)	-2.70 (0.530)	0.022 (0.000)	-0.393 (0.757)	385	0.012

F 検定 検証結果

目的\説明	expertners+ expertners*lowexrate (F 値)	expertners+ expertners*highexrate (F 値)	- expertners*highexrate + expertners*lowexrate (F 値)
exsenvity(1)	1.18 (0.277)	415.42 (0.000)	1.18 (0.277)
exsenvity(2)	0.92 (0.3390)	156.89 (0.000)	0.92 (0.339)

検証結果の分析

仮説通りであるとすれば、 $\text{expertner} + \text{expertners} * \text{lowexrate}$ の係数は正である。

$\text{exsensivity}(1)$ と (2) のどちらについても、 $\text{expertner} + \text{expertners} * \text{lowexrate}$ の係数は正であることから、仮説通りに海外売上高比率が低い企業において、資本提携企業の存在は企業の「為替耐性度」に正の影響を及ぼすことが分かる。しかし、どちらの係数も p 値は高く、統計的有意性に欠ける。

一方、 $\text{exsensivity}(1)$ と (2) のどちらについても、 $\text{expertner} + \text{expertners} * \text{highexrate}$ の係数は正であることから、仮説とは逆に、海外売上高比率が高い企業において、資本提携企業の存在は企業の「為替耐性度」に正の影響を及ぼすこと分かる。どちらも 1% で統計的に有意である。

海外売上高比率が高い企業において、資本提携企業の存在が企業の「為替耐性度」に正の影響を及ぼす理由として、企業が提携相手に行使できるパワーの大きさの影響が考えられる。海外売上高比率が高い企業が大きなパワーを持つ傾向があるのであれば、海外売上高比率が高い企業は為替ボラティリティが高い状況下においても、提携相手をうまくコントロールすることで、柔軟に対応できると考えられる。逆にいえば、企業が大きなパワーを持っていない、つまり海外売上高比率が高くないのであれば、状況に応じて柔軟にマリー取引を行うことができず、資本提携は意義を持たないということになる。

第 2 節 経営者がコントロール不可能な企業の諸要素

I. 歴史

モデル 5 検証結果

目的\説明	exportage (P 値)	export*asian	export*euus	asian	euus	h20sales	exrate	切片	n	R ²
exsensivity(1)	0.999 (0.367)	1.211 (0.787)	-0.18 (0.992)	-65.370 (0.650)	-93.97 (0.152)	1.42 (0.669)	0.132 (0.000)	20.469 (0.574)	338	0.0332
exsensivity(2)	0.127 (0.233)	0.564 (0.025)	-0.564 (0.855)	-17.227 (0.019)	-3.105 (0.740)	-5.06 (0.439)	0.199 (0.309)	-1.590 (0.640)	338	0.02

F 検定 検証結果

目的\説明	exportage+exportage*asian (F 値)	exportage+exportage*euus (F 値)	exportage*asian - exportage*euus (F 値)
exsensivity(1)	0.25 (0.061)	0.40 (0.526)	0.07 (0.787)
exsensivity(2)	9.30 (0.025)	0.07 (0.798)	2.96 (0.083)

モデル6 検証結果

目的\説明	fdiage (P 値)	h20sales	exrate	切片	n	R ²
exsensivity(1)	0.496 (0.645)	2.54 (0.406)	0.683 (0.000)	20.517 (0.495)	311	0.003
exsensivity(2)	0.195 (0.152)	-3.68 (0.453)	0.106 (0.000)	-3.887 (0.343)	331	0.018

検証結果の分析

仮説通りであるとすれば、exsensivity に対する exportage*asian の係数は正であり、また exportage*euus の係数は exportage*asian の係数より小さくなる。また、exsensivity に対する fdiage の係数は負になる。

まず、「輸出の歴史」について分析する。exsensivity(1)に対する exportage*asian の f 値は 10%以下で統計的に有意であり、exsensivity(2)に対する f 値は 5%以下で有意であることから第 4 章で提示した仮説 2.1 は支持される。また exsensivity(2)に対する exportage*asian – exportage*euus の f 値は 10%以下で有意であるため、仮説 2.2 を支持する結果となっている。

次に、「海外現地生産の歴史」について分析する。fdiage の exsensivity(1)、exsensivity(2)に対する p 値は統計的に有意でないため、仮説 2.3 は棄却される。

第 3 節 まとめ

仮説番号	見るべき変数	モデル番号	予想符号	実際の符号(1)	実際の符号(2)	統計的有意性(1)	統計的有意性(2)
1.1	実質販売地域集中度	1	負	正	負	なし	なし
1.2	業界成長率	2	負	正	正	なし	なし
1.2	売上高成長率	3	負	正	負	なし	15%有意
1.3	提携の有無と高い海外売上高比率	4	なし	正	正	1%有意	1%有意
1.4	提携の有無と低い海外売上高比率	4	正	正	正	なし	なし
2.1	輸出の歴史とアジア地域重視	5	正	正	正	なし	5%有意
2.2	輸出の歴史と地域の相違	5	正	正	正	なし	10%有意
2.3	海外生産の歴史	6	負	正	正	なし	なし

第7章 テストの結論

経営者がコントロール可能である、売上高成長率と資本提携に関しては、経営者は為替のボラティリティが高まることをすばやく予期し、よりリスクを回避できるような迅速かつ適切な対応をとることで企業の為替耐性を向上させられることが分かった。一方で、経営者がコントロールできない輸出の歴史については、経営者が販売地域に応じて開始基準を変えることで、為替耐性を変化させられることが分かった。

意味のある結論を導きだせたモデルは、販売地域集中度、売上高成長率、提携の有無と、輸出の歴史の4つのモデルである。以下に詳しく見ていく。

まず、モデル1では統計的有意が得られなかったことに意味がある。これは、販売地域の集中度を如何にしようと、企業の為替耐性に影響を与えないということであり、販売地域を分散することで、為替リスクを低減することは経営者に求められていないといえる。

モデル3においては、仮説通り、企業の売上高成長率が高いことは為替耐性に負の影響を与えるという結果を得た。売上高が成長していると、企業は費用の極小化であるリスクヘッジよりも、収益の極大化である規模の拡大に走ることが確認された。

モデル4では、仮説とは異なり、海外売上高の多い企業にとって資本提携の有無は、為替耐性に正の影響を与えることがわかった。これは、資本提携を組む相手とのパワーバランスが影響しているのではないかと推論される。リスクの高まった状況下における資本提携のあり方とその役割について、新たな知見を加えることができた。

モデル5において、輸出の歴史とアジア重視の戦略と、輸出地域間の相違について見た。これらは仮説通りの結果が得られ、アジア重視の輸出における歴史は企業の為替耐性に正の影響を、輸出地域間の相違についても企業の為替耐性に正の影響を与えることがわかった。

以上、モデル1,3,4,5の分析結果を踏まえ、企業の為替耐性に影響を与えるもののうち「売上高成長率」と「資本提携の有無」を経営判断によってコントロール可能なもの、「輸出の歴史と相手国」をコントロール不可能ものと分類することができた。また、「販売地域の集中度」について、企業がコントロールしたところで成果が得られないという結果を得た。

為替耐性に影響を与える要素はなにかという観点で仮説を立てたが、今回実証された、販売地域集中度や、資本提携のあり方とその役割について、為替とは違った観点から検証してみることで、新たな見地が得られる可能性があるように思える。

第 8 章 政策提言

この章ではこれまでの実証をもとに私たちが考案した政策を提言していく。現状が抱える問題点とその解決方法として二つの政策を提言する。

第 1 節 現状の為替指標が持つ問題点

企業は、外的環境によりさまざまなリスクにさらされている。輸出入により外貨を扱うことの多い日本企業にとって、外的なリスクの代表例は為替リスクである。企業は、この為替リスクにさらされることによって業績を変動させ、業界や企業ごとに業績の変動幅はそれぞれ異なる。

今回の金融危機により為替のボラティリティは急激な高まりを見せ、企業は大打撃を受けた。第 1 章・図 2、図 3 から分かる通り、受けた影響の大小は企業ごとに様々だった。

日本経済にとって、各企業が為替変動によって受ける影響を正確に評価することは重要である。

現在、企業が受ける為替のボラティリティの影響を測る指標の代表は、為替差損益である。しかし為替差損益とは、外貨建金銭債権および債務を決算日の為替相場によって換算することで生じる差額のことをいう。つまり、貸借対照表で起きた換算差額を表す項目であるため、キャッシュフローに関わる為替リスクを考慮できていない指標である。これは、企業が受ける為替のボラティリティの影響を測る指標として正しくない。

投資家は企業の為替耐性度に関する正しい指標をもたないため、企業を正しく評価できていないと思われる。これが、企業が為替リスクをヘッジしていない最大の原因であるとわれわれは考える。

日本全体で見たとき、為替耐性度が低い企業が多いことは問題となる。今回のように為替リスクが高まったとき、業績を急激に悪化させる企業が数多く存在することとなり、不景気を長引かせてしまうことにもなりかねないからだ。

よって、企業の為替耐性度を正確に示す指標を作り、企業評価に反映させることが、安定した経済発展につながると考えた。

第 2 節 提案する政策の内容

第 1 項 Mr.T 格付け及びランキングの導入

上記に挙げた「為替差損益」が抱える問題を解消するべく、私たちは政府に、為替リスクに対する企業全体の耐性を表す指標として、Mr.T(Money Risk Tolerance)の導入を提案する。

Mr.T とは、私たちが本稿で算出した「為替耐性度(2)」を指す。ここでは、より長期的かつ正確な値を算出するために、本稿で用いた過去 5 年のデータに加え、過去 10 年のデータを用いたものを使う。

政策が受け入れられた場合、政府は東証一部上場(将来的には東証二部まで拡大)企業の Mr.T を算出し、web 上で企業ごとの格付けとランキングを公表する。その際、政府は、製造業と非製造業、海外売上高比率 10%以上の企業とそれ以外の企業に分類したランキングを公表する。

格付け及びランキングのイメージを以下に示す。

イメージ図 [Mr.T 格付け表]

上場	業種	企業名	過去 10 年 Mr.T	過去 5 年 Mr.T
東証一部	食品業	〇〇株式会社	Aaa	Aa
東証一部	紙・パルプ業	△△株式会社	Aa	Aaa
東証一部	一般機械製造業	●●株式会社	Bb	Bbb
・	・	・	・	・
・	・	・	・	・
・	・	・	・	・
・	・	・	・	・
東証二部	輸送機製造業	□□株式会社	Aaa	Aaa
東証一部	精密機械製造業	◇◇株式会社	Bb	B

注：格付けは上から Aaa、Aa、A、Bbb、Bb、B、Ccc、Cc、C の計 9 段階を設定する

イメージ図 [Mr.T ランキング 海外売上高 10%以上・製造業]

順位	上場	業種	企業名	過去 10 年 Mr.T	過去 5 年 Mr.T
1	東証一部	一般機械製造業	●●株式会社	Aaa	Aaa
2	東証一部	紙・パルプ業	△△株式会社	Aaa	Aaa
3	東証一部	輸送機製造業	〇〇株式会社	Aaa	Aa
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・
113	東証二部	精密機械製造業	◇◇株式会社	Bb	Bbb
114	東証一部	輸送機製造業	□□株式会社	Bbb	B
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・

イメージ図 [Mr.T ランキング 海外売上高 10%以上・非製造業]

順位	上場	業種	企業名	過去 10 年 Mr.T	過去 5 年 Mr.T
1	東証一部	小売業	△△株式会社	Aaa	Aaa
2	東証一部	卸売業	◇◇会社	Aa	Aaa
3	東証一部	外食業	〇〇株式会社	Aa	Aa
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・
113	東証二部	不動産業	●●株式会社	Bb	Bbb
114	東証一部	小売業	□□株式会社	Bb	B
・	・	・	・	・	・
・	・	・	・	・	・

この Mr.T 格付け及びランキングの導入により、投資家は、企業の保有する為替エクスポージャーの割合のより正確な値を知ることができるようになる。Mr.T が十分に普及すれば、投資家はこの指標を自らの投資判断指標の一つとして考えるようになり、株価は投資家の意向、すなわち Mr.T を反映するようになる。企業は、株主価値最大化を目標に事業を営んでいるため、当然この Mr.T を意識するようになり、為替耐性を上げるような経営手法をとるようになる。結果、今回のサブプライムローンに伴って発生した高為替ボラティリティ期間が将来発生したとしても、企業全体の為替耐性は向上しているため、企業及び日本経済への負の影響の程度は今回より小さくなると考える。

つまり、政府が各企業の Mr.T を随時正確に算出し、その格付けとランキングを公表することで、企業はより為替耐性を意識した経営手法をとるようになり、結果的に、為替ボラティリティが日本経済へ及ぼす影響は軽減される、と私たちは考えるのである。

第 2 項 企業への 3 つの対策

私達は「企業に提示する 3 つの対策」を政府に提案する。提案を分類すると以下のようになる。

1. 成長市場に属する企業への為替意識の徹底勧告
2. 海外売上高が高い企業への販売先企業への資本提携奨励
3. アジア地域への早期進出の奨励

提案の具体的な内容を以下に示す。

1. 成長市場に属する企業への為替意識の徹底勧告

所属する市場の成長率が高い場合、企業は利益最大化のために、収益極大化戦略を過度に行う傾向がある。その場合、費用項目の一つである為替リスクへの企業全体の意識が薄まり、結果的に為替耐性が小さくなってしまふことが本稿で実証されている。政府は、一定以上

の成長率を見せた市場に属する企業には、「為替意識勧告」を出し、その意識の低下を防ぐことで、市場における企業全体の為替耐性度の低下を未然に防ぐことができる。

2. 海外売上高が高い企業への販売先企業への資本提携奨励

企業の海外売上高比率が高い場合、相手先国における企業へのパワーが相対的に高まる。このような企業が相手国の企業と資本提携を結んだ場合、相手の動向に縛られず状況に合わせて柔軟に取引ができるようになる。これは企業の為替耐性度にも好影響を与えることが実証されている。そこで政府は、一定以上の海外売上高を上げる企業に対して、積極的に相手国と資本提携を結び、高ボラティリティ期間に備えさせることで、海外進出企業全体の為替耐性度の上昇を図ることができる。具体的に、相手国における適切な提携企業の紹介、提携の際の事務的手続きの引き受けなどが対策内容として考えられる。

3. アジア地域への早期進出の奨励

アジア中心に輸出をしている企業にとって、「輸出の歴史」は為替ノウハウの面で企業の為替耐性度に好影響を与えることが本稿で実証されている。これは、アジア地域での為替管理の定着に時間がかかることを示している。アジア地域に進出する企業の為替耐性度を向上させるためには、進出と為替ノウハウの蓄積をできるだけ早く行うことが必要不可欠である。政府は、日本企業のアジアへの早期進出をバックアップすることで、企業の為替耐性度の向上を図ることができる。具体的に、相手国情報の積極的公開、税制面での優遇処置などが対策内容としてあげられる。

第3節 最後に

私たちは、企業に海外進出を自粛するように求めているわけでは決してない。むしろ、私たちは企業の積極的な海外進出を奨励する立場をとっている。なぜなら、日本市場は縮小傾向にあり、日本企業及び日本経済全体が今後成長していくためには、海外市場に積極的に展開し、外貨を獲得する必要があるからだ。しかし、積極的な海外進出を行い、成功させている企業は、全体のうちのほんの一部である。その原因として、自国と相手国の環境・文化の違い、市場・チャネル開拓にかかる莫大なコスト、そして為替リスクの存在が考えられる。本稿は、この企業が直面する為替リスクを表す指標の公表及びその軽減方法を提案している。私たちの提案内容が実際に実施されることで、為替リスクの軽減を果たしている企業が正当に評価され、海外進出に伴う企業の為替リスクの軽減が進むことを私たちは期待している。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- Bill B. Francis , Iftekhhar Hasan , Delroy M. Hunter, 2008, " Can hedging tell the full story? Reconciling differences in United States aggregate- and industry-level exchange rate risk premium", *Journal of Financial Economics* 90 ,(2008), 169–196.
- JIA HE and LILIAN K. NG, 1998, " The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations", *THE JOURNAL OF FINANCE*, VOL LIII, APRIL 1998, NO. 2 .
- Jong-Hun Park, a and Kwangsoo Kimb, 1999, "International alliance formation and stock market responses:: Industry globalization as an environmental contingency" *Journal of International Management*, Volume 5, Issue 4, Winter 1999, Pages 267-284
- Michael Frommel, Alexander Mande, Lukas Menkhoff, 2008, " Order flows, news, and exchange rate volatility", *Journal of International Money and Finance* 27,(2008) ,994-1012.
- Nalin Kulatilaka and Bruce Kogut, 1993, "Direct Investment, Hysteresis, and Real Exchange Rate Volatility", *JOURNAL OF THE JAPANESE AND INTERNATIONAL ECONOMIES* 10 ,(1996), 12–36.
- Reza Siregar and Ramakishen S. Rajan, 2002, "Impact of exchange rate volatility on Indonesia's trade performance in the 1990s", *J. Japanese Int. Economies*, 18, (2004) ,218–240
- Ricardo Hausmann , Ugo Panizza , Roberto Rigobon, 2006, "The long-run volatility puzzle of the real exchange rate", *Journal of International Money and Finance*, 25, (2006), 93-124
- Taufiq Choudhry, 2005, "Exchange rate volatility and the United States exports : evidence from Canada and Japan" , *J. Japanese Int. Economies*, 19, (2005), 51–71
- Trond-Arne Borgersen, 2006, "When Experience Matter: The Export Performance of Developing Countries' SMEs", *Journal of sustainable Development in Africa*, 2006
- WenShwo Fnag , YiHao Lai , Stephen M. Miller, 2008, " Does exchange rate risk affect exports asymmetrically? Asian evidence" *Journal of International Money and Finance* ,28, (2009) ,215- 239.
- William D. Craighead, 2008, " Real rigidities and real exchange rate volatility", *Journal of International Money and Finance* ,28, (2009), 135- 147.
- ZHANG Li , ASAHI Yumi, YAMAGUCHI Toshikazu, 2006, " 国際分散投資における為替リスクヘッジ手法の比較", *日本オペレーションズ・リサーチ学会*, 2006 年秋季研究発表会
- 木村武, 中山興, 2000, " 為替レートのボラティリティと企業の輸出行動", *日銀銀行調査月報* 3月号
- 藤隆敏、鯉淵賢、佐々木百合、佐藤清隆、清水順子、早川和伸、吉見太洋, 2008, " 貿易取引通貨の選択と為替戦略：日系企業のケーススタディ" , *RIETI Discussion Paper Series* 08, J-009

《参考文献》

岩森達夫, ”新・国際経営論”

牛丸 元, ”企業間アライアンスの理論と実践

福田知広、樋口洋一郎, ”我が国企業の海外直接投資の要因分析”

《データ出典》

データ	出典元
企業 448 社	①製造業に属する ②海外売上高比率が 10%を超えている ③平成 20 年度の有価証券報告書の【連結損益計算書】に「為替差益」もしくは「為替差損」が記載されている ④東証第 1 部に上場している 以上の 4 つの条件を満たす日本企業 448 社。
各変数	各企業の平成 16 年度、平成 17 年度、平成 18 年度、平成 19 年度、平成 20 年度の有価証券報告書。 【沿革】、【連結損益計算書】、【海外売上高】よりデータを採取。
実効実質為替レート (日本)	日本銀行 HP 「時系列統計データ検索サイト」よりデータ採取。
業績別売上高	業界分析.com よりデータ採取。
株価データ TOPIX データ	Yahoo!ファイナンスよりデータ採取 http://finance.yahoo.co.jp/
10 年物国債利回り	日本財務省 HP よりデータ採取。