

企業金融の観点から見た自由貿易協定¹

—企業価値向上のために—

日本大学経済学部 鶴田大輔研究会 国際分科会

細川耕平² 金井正裕³ 奥村雄大⁴

金澤愛⁵ 小林大樹⁶ 澁谷麻佑⁷ 藤井喬⁸

2014年11月

¹ 本稿は、2014年12月13日、12月14日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2014」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、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。

² 日本大学経済学部経済学科3年

³ 同上

⁴ 日本大学経済学部金融公共経済学科3年

⁵ 同上

⁶ 同上

⁷ 同上

⁸ 同上

要約

本論文では、自由貿易協定が企業価値の向上に、どの程度寄与するかに焦点を当てて研究を行う。本稿が分析の対象とする経済外交は次の3点である。

- ・自由貿易協定 (Free Trade Agreement、以下 FTA) : 特定の国や地域の間で物品の関税やサービス貿易の障壁等を削減・撤廃することを目的とする協定。
- ・経済連携協定 (Economic Partnership Agreement、以下 EPA) : 貿易の自由化に加え、投資、人の移動、知的財産の保護や競争政策におけるルールを作り、様々な分野での協力の要素等を含む、幅広い経済関係の強化を目的とする協定。
- ・環太平洋戦略的経済連携協定 (Trans-Pacific Partnership、以下 TPP) : 関税を撤廃し、自由に貿易をして経済発展を目指すもの。また、サービス、食品安全性、医療、雇用、投資などに関するルールを統一すること。

日本は現在 TPP に加盟交渉中であり、現在に至るまで多くの自由貿易協定、経済連携協定を結んできた。さらに TPP 加盟の交渉も少しずつではあるが着実に進んでいる。これらの協定は、様々な産業において、経済的影響があるといわれている。日本が既に加盟している様々な自由貿易協定、経済連携協定のなかで、さらにまた加盟する場合、将来的に日本の企業はどのような戦略をとっていけば企業価値を向上させることができるかは、これからの課題である。

このことを踏まえ我々は、自由貿易協定が企業価値にどれだけ影響があるのかを実証的に研究している。企業価値の向上策として、収益性の向上、投資効率化の向上、財務の最適化の3点が挙げられる。企業価値向上策の中で投資効率性の向上、中でも設備投資の増加に焦点をあてた。自由貿易協定に加盟することで、需要が増加し新規の設備投資が必要となる。

一方、現在の日本の企業は豊富な現金を保有している。現金保有には突発的な資金需要にこたえられる、将来の借入れコストの軽減などのメリットがある。しかし、リターンの小さな現金保有をすることで、有用な投資機会を犠牲にしている可能性がある。経済産業省金融企業調査「設備投資に関する臨時アンケート」によると、企業の設備投資は年々増加しているが、アンケート実施企業全体の58.6%は設備投資を拡大しないと答えた。その理由として、企業の資金不足ではなく、需要が見込めないという理由が挙げられた。また、経済産業省企業金融調査「資金調達環境について」によると、企業は設備投資を行うだけの資金を保有しているが、現状では設備投資を行う機会がないということがわかる。そこで、日本の企業がもつ現金保有で国内外へ設備投資ができ、自由貿易が有益な投資機会を創出する手段となるのではないかと考えた。

参考にした3つの先行研究によると、自由貿易協定は経済効果があるということに加え、企業価値を測る指標としてイベントスタディ法が有効であるということが判明した。先行研究を踏まえ、自由貿易による設備投資の機会の増加が企業価値向上に与える効果の検証を行う。分析においては、イベントスタディを用いて、あるイベントが発生した時、そのイベントが株価にどれだけ影響を与えるか、また投資家にどれだけ企業価値向上が期待されているかを分析した。今回の分析結果では、自由貿易協定を結ぶことが多くの産業において企業価値にプラスの影響を与え、協定の影響を推定するためのイベントとして、大筋合意が有効であると考えられる。

そこで本稿では、①自由貿易協定の早期大筋合意の提案②自由貿易協定に猶予期間を設定③農業協同組合の株式会社化、の3つを政策提言とした。

キーワード：（自由貿易協定、企業価値、設備投資）

目次

はじめに

第1章 現状分析

- 第1節 (1. 1) 企業価値について
 - 第1項 (1. 1. 1) 企業価値の重要性について
 - 第2項 (1. 1. 2) 企業価値の求め方
 - 第3項 (1. 1. 3) 企業価値の向上策
- 第2節 (1. 2) 企業の資産（現金保有）と投資の関係
- 第3節 (1. 3) 自由貿易協定について
- 第4節 (1. 4) 問題提起

第2章 先行研究

- 第1節 (1. 1) 地域経済統合の戦後世界貿易への影響—EEC, LAFTA, CMEA を事例として—
- 第2節 (1. 2) 自由貿易協定 (FTA) の経済効果に関する研究
- 第3節 (1. 3) 株式市場から見た航空業の規制緩和—イベントスタディ法による検証—
- 第4節 (1. 4) 本稿の位置づけ

第3章 分析

- 第1節 (1. 1) イベントスタディ (event study) について
- 第2節 (1. 2) 実証分析
 - 第1項 (1. 2. 1) イベントの説明
 - 第2項 (1. 2. 2) サンプルの説明
 - 第3項 (1. 2. 3) 分析の結果
 - 第4項 (1. 2. 4) まとめ

第4章 政策提言

- 第1節 (1. 1) 政策提言の方向性
- 第2節 (1. 2) 政策提言
 - 第1項 (1. 2. 1) 自由貿易協定の早期大筋合意の提案
 - 第2項 (1. 2. 2) 自由貿易協定に猶予期間を設定
 - 第3項 (1. 2. 3) 農業協同組合の株式会社化

おわりに

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

現在の日本経済において、企業の設備投資における投資機会が少ないという現状がある。戦後からバブル崩壊以前の日本経済は現在と比較して高成長期にあり、内需の拡大に伴って設備投資機会は拡大した。しかし、バブル崩壊後の日本経済において、投資機会も縮小したと考えられる。この影響により設備投資や在庫投資が低迷し、経済全体が停滞したと考えられる。このような状況は失われた 10 年（及び 20 年）といった長期において続いており、2008 年のリーマンショックの収束後においても根本的な問題は解決していない。安倍政権が打ち出したアベノミクスの第三の矢により規制緩和が進み、企業の投資機会が創出されることが期待されているものの、あまり大きな期待ができないのが現状である。そこで、本論文では、投資機会を増加させるために自由貿易協定による効果に注目した。現在の日本の企業は豊富な現金を保有しているにもかかわらず、設備投資に対し消極的である。自由貿易協定で内需のみならず外需を創出し、設備投資機会を増加させることにより、現金保有よりもリターンの高い投資を企業が行うことができる。この結果、正味現在価値が高い投資を実行できるため、最終的に企業価値向上につながるといえる。自由貿易の拡大により設備投資が増大し、日本経済が活性化すれば、バブル崩壊後の日本の低成長に終止符を打つことが可能であろう。

企業価値の向上策は、①収益性の向上、②投資効率性の向上、③財務の最適化が挙げられる。我々は企業価値の向上の手段として、①収益性の向上、②投資効率性の向上に着目した。これは、②投資効率性の向上にあるように、自由貿易により収益が期待できる投資を行うことで、①収益性の向上である売上、利益率の向上につながるといえる。

これまでに世界各地で自由貿易協定を含む地域経済統合がされてきた。先行研究により、貿易自由化は進展するということが、また、多角的自由貿易にすることで、さらに経済的利益をもたらすということが判明した。現在、交渉中及び締結中の自由貿易の中で我々が注目するのは TPP である。TPP は加盟国も多く、大規模で多角的自由貿易である。そしてなによりも実権を握っているアメリカの存在が大きい。アメリカには日本企業が既に参入しているため、TPP 加盟が実現され、関税が取り払われることにより巨大な市場を開拓できる可能性があるといえる。その結果、外需が増加し日本企業の投資機会が拡大することで、成長が促されると考えられる。

以上より、現在結ばれている自由貿易協定、これから結ばれる協定の中で、日本企業がいかに企業価値を高めるかが重要な課題である。その課題に対して我々は、自由貿易協定及び経済連携協定が有益な投資機会、つまり設備投資機会を創出する手段となると考えた。設備投資機会の増加が投資効率性、収益性の向上に繋がり、企業価値を高めることが可能であると考えた。

前述の企業価値とは、市場が評価する企業の価値であり、将来の企業のキャッシュフローの現在価値としてあらわされる。我々は、企業価値を測る指標として株価を利用する。企業価値は、負債価値と株式価値で構成されており、株式価値は株価と発行済み株式により算出された株式時価総額で成り立っている。負債価値は利払いが確定していることにより変動しないことから、株式価値が変動することにより企業価値が変動する。以上より、株価を利用し企業価値を測ることは有効な手段といえる。

この株価を利用する方法として、我々はイベントスタディ法を利用する。イベントスタディとは、特定のイベントが企業価値に影響を及ぼしているか株価を観察することで、検証できる統計的手法である。イベントスタディによる実証分析の結果は、対象を ASEAN、オーストラリアとし、イベント日を大筋合意日に設定した場合、企業価値にプ

ラスの影響を得られた。この結果から、自由貿易協定が企業価値を向上させるというビジョンを実現するための政策提言をし、本稿の結論を述べる。

本稿の構成は次の通りである。第 1 章の現状分析では、企業価値の重要性を企業の資産と投資の関係を用いて明らかにし、日本の自由貿易協定の現状を示している。第 2 章の先行研究では、遠藤(1997)、浦田(2010)を中心に貿易自由化は進展し、また、多角的自由貿易にすることで経済的利益が生まれることを示している。さらに竹田(2006)を中心に、実証分析で用いるイベントスタディ法が企業価値を測る指標として有効であるということを示している。第 3 章の実証分析では、自由貿易協定を結ぶことが企業価値にプラスの影響を与え、協定の影響を推定するためのイベントとして、大筋合意が有効であると示した。これらの分析に基づき、第 4 章の政策提言では、他の主体との関連性も踏まえながら考察を行い、自由貿易協定により様々な産業の企業価値を向上させるための政策を提言する。

第2章 現状分析

第1節 企業価値について

第1項 企業価値の重要性について

企業の評価を測る上で、企業価値が注目されている。企業価値とは市場が評価する企業の価値である。ファイナンス論では、企業が将来に生み出すキャッシュフローの現在価値を意味し、この価値を高めることが株主の注目を集めている。この理由として、敵対的買収を有利に進めること、もしくは敵対買収防衛策として、また金融機関からの借り入れの審査の際の評価の基準となるということが挙げられている。よって、企業価値が高いことは将来デフォルトする確率が低いことがわかる。企業価値を向上させることは企業の大小や株式を公開しているか否かに関係なく、重要視されている。

企業価値が注目された背景として、資金調達が間接金融から直接金融にシフトしたことが挙げられる。借り入れ等といった間接金融に依存している企業は担保が不足したり、財務を悪化したりすると、資金調達を行うことが困難になる。特に、不況期において資産価格の下落や業績の悪化により担保不足や財務の悪化が起りやすくなり、資金調達の安定性が失われる。また、大規模な金融ショックが起り銀行部門の健全性が毀損されると、間接金融に依存した企業の資金制約が深刻になる可能性がある。以上のような問題から、企業は過度な間接金融への依存を解消するため見直されなければならなかった。そのため、企業は、投資家を重視した経営（企業価値経営）を実施し、直接金融へと移行させる必要がある。企業価値が高まれば株主価値も高まるため、企業価値に対して注目が集まった。

この背景から、企業側と投資家側の企業価値の重要性をより検証していく。企業における企業価値の重要性を大きく分けると 3 つの要素で説明することができる。1 つ目は金融機関による融資の際、企業価値が高いと有利に働くことがある。それは担保主義からの脱却と、将来のキャッシュフローが融資の返済原資となるためである。2 つ目は企業価値向上で敵対買収防衛策となることが挙げられる。企業価値向上で株価上昇するため、買収側の企業を買収のためのコストが上がることから、防衛策となる。3 つ目として、非上場企業は借り入れの際、会社のキャッシュフローが回り、返済できることが審査上のポイントとなる。よって、将来のキャッシュフローを意識した企業価値向上が重要である。

続いて投資家の企業価値の重要性は次の通りである。投資家（主に長期投資家）は経営者に企業価値を高め、高いキャピタルゲインをより多く得ることを望む。また外国人投資家は、投資のための情報が少なく、グローバルな基準で日本株を評価し、投資判断するための情報を求める。国内外の投資家は投資判断の際キャッシュフローベースの利回りを重視することから、投資家は企業の将来生み出すキャッシュフローの現在価値で、今後の可能性を注視している。

そして以下より、企業価値について具体的な算出法を述べていく。

第2項 企業価値の求め方

標準的な企業金融の考え方に基づくると、企業価値は図表 1 のように定義される。



図表 1 企業価値の求め方

負債とは、有利子債務や借入金、社債などであり、負債価値は債権を保有することから債権者が得るキャッシュフローの割引現在価値の合計である。通常、負債から得られるキャッシュフローは利息など確定した額であるため、負債価値は大きく変動しない。一方、株式価値は、株主が得るキャッシュフローの割引現在価値の合計である。株主が得るキャッシュフローは主に配当額と株式の売却益であるが、配当割引モデルに基づけば、将来の配当額の割引現在価値として求められる。実際の株価が将来の配当の割引現在価値を反映していると仮定すれば、株主価値は＜株価×発行済み株式数＞として求められる。負債価値が変動しないことを勘案すると、株式価値が上昇すれば、企業価値が上昇すると考えられる。以上の理由により、我々は株価を企業価値測定の指標とする。

なお、株式数を増加することで株式価値を増加させることが一見すると可能であるが、企業のキャッシュフローが一定であれば、株主全体が得られるキャッシュフローも変わらないため、一株当たりのキャッシュフローが減少する。その結果、株価が下落するため、株式数の増加は株式価値に貢献しない。つまり、株価だけが上昇すると企業価値も上昇することがわかる。

このように、企業価値と株価は密接な関係性を示しており、企業価値が上昇すれば、株価も上昇するという逆のことも言える。そして、企業金融論の観点から企業は株主のものであり、企業のキャッシュフローは債権者と株主に対する配当金、株価に影響を与えるため、投資家は企業の能力や将来性に投資を行う。そのため株価には企業の実力や企業が将来得ることのできるキャッシュフローの現在価値が反映される。以上のことより、企業価値を測る方法として株価を用いることは適当であるといえる。

第3項 企業価値の向上策

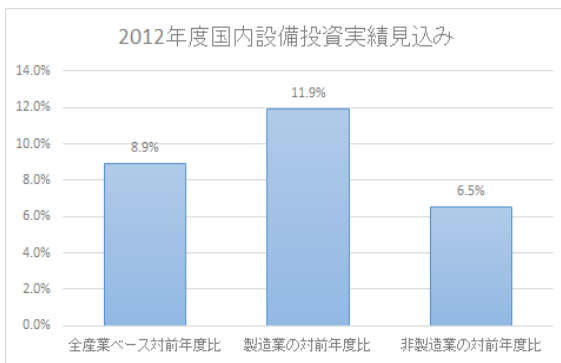
次に、企業価値を向上させるためにはどのようにすればよいのかを考えていく。企業価値は将来の企業が得るキャッシュフローの割引現在価値であるため、将来の期待キャッシュフローが上昇すれば、企業価値が向上する。

企業価値の向上策については①収益性の向上、②投資効率性の向上、③財務の最適化が挙げられる。収益性の向上とは、売上の増加、売上原価、営業外費用の削減のことを指す。投資効率性の向上とは、より収益が期待できる投資を行うことを指す。財務の最適化とは、資金の調達と利用のバランスを見直すことを指す。ここで我々は、①収益性の向上、②投資効率性の向上に着目した。先に企業価値は、企業の能力や企業が将来得ることのできるキャッシュフローの現在価値が反映されると述べた。そして、②投資効率性の向上にある、より収益が期待できる投資を行うことが、①収益性の向上である売上、利益率の向上につながる。よりよい投資先へ投資を行なうことは、企業価値の向上につながるものである。

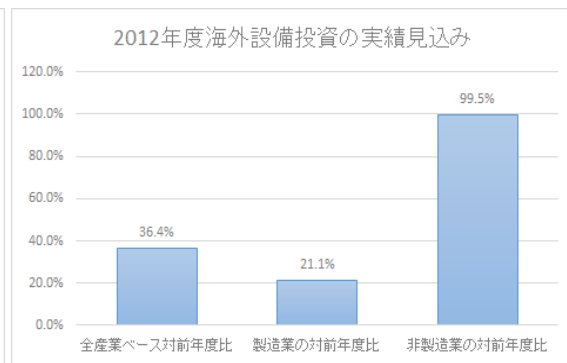
第2節 企業の資産（現金保有）と投資の関係

近年、日本の企業は、現金保有を増加させる傾向がある。実際に財務省の法人企業統計調査をみると、現預金や有価証券を含む手元流動性（＝（現金・預金＋有価証券）（期首・期末平均）／売上高）は 2003 年度において 10.4 であったものの、2012 年度には 13.6 に上昇している。現金保有には突発的な資金需要にこたえられる点や、将来の借り入れコストを軽減することなどの有用な点がある。このことから、企業が現金を保有する動機として、将来の資金制約に直面した際の損失を回避するという動機（予備的動機）が考えられるが、最近では企業が現金を過剰に保有していることが指摘されている。現金保有のベネフィットは前述した通り将来の資金制約を回避できる点にあるが、リターンが非常に小さい現金を保有することで、有用な投資機会を犠牲にしている可能性がある。このことから、最適な現金保有は、将来のリスクに対するベネフィットから投資の機会費用を差し引いた純利益が最大となる点で決まる。2008 年のリーマンショック後において、国内の経済状況は非常に不確実であったため、企業が多くの現金を保有し、将来の資金制約に備えることは合理的であると考えられる。しかし、東日本大震災後に経済状況が好転した状況を鑑みると、将来のリスクは小さくなってきており、予備的動機による現金保有は過剰になっていると考えられる。

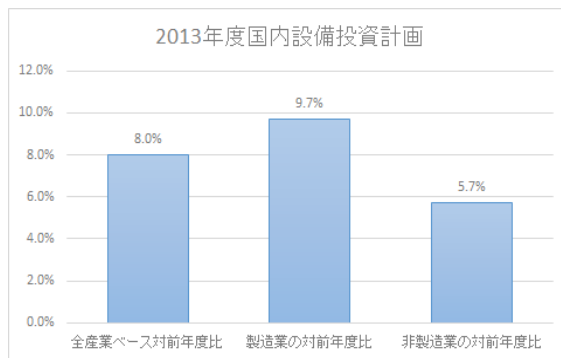
前述した企業価値の向上策として、過剰な流動性を用いてより良い投資先へ投資することは、収益性の向上につながる。その収益性を向上させるための投資として設備投資が挙げられる。経済産業省による企業金融調査の統計をみると、2012 年度の国内設備投資の実績見込み（図表 2）は全産業ベースで対前年度比 8.9%増加している。そのうち製造業の対



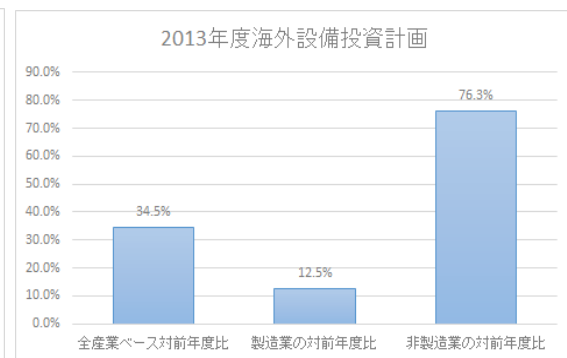
図表 2



図表 3

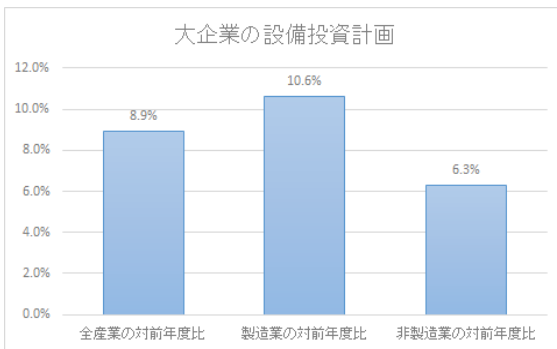


図表 4

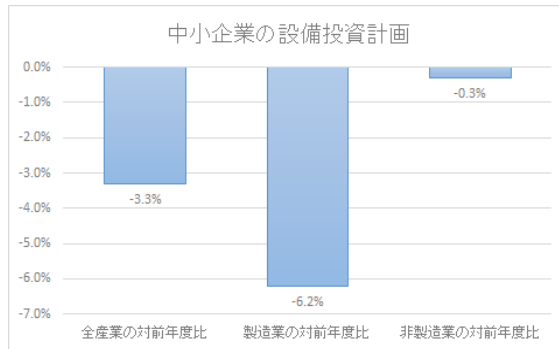


図表 5

前年度比 11.9%、非製造業は 6.5%増加している。2012 年度の海外設備投資の実績見込み（図表 3）は全産業ベースで対前年度比 36.4%増加している。そのうち製造業は対前年度比 21.1%、非製造業は 99.5%増加している。また、2013 年度の国内設備投資計画（図表 4）では全産業ベースで対前年度比 8.0%の増加がみられ、製造業は対前年度比 9.7%増加、非製造業では 5.7%増加している。2013 年度の海外設備投資計画（図表 5）は全産業ベースで対前年度比 34.5%の増加している。そのうち製造業は対前年度比 12.5%増加、非製造業では 76.3%増加している。企業規模ごとにみた場合、大企業全体では対前年度比 8.9%増加、そのうち製造業は 10.6%増加、非製造業では 6.3%増加している。一方、中小企業全体では 3.3%低下、そのうち製造業は 6.2%低下、非製造業では 0.3%低下している。

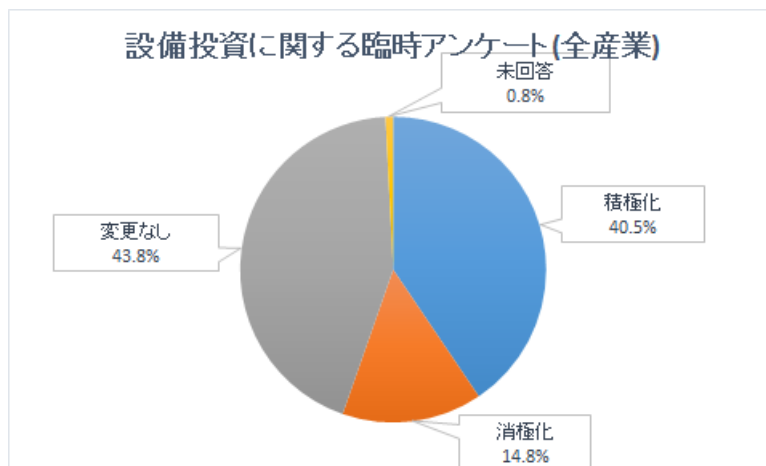


図表 6



図表 7

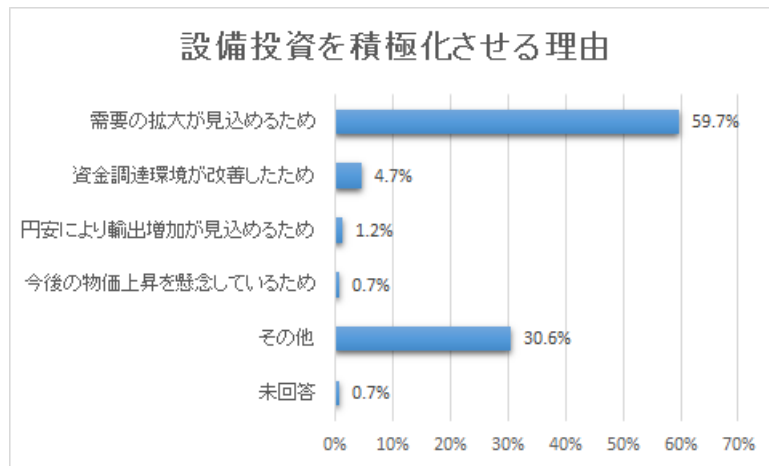
このことから大企業全体と中小企業全体で設備投資の増減に差があり、設備投資は大企業において増加傾向（図表 6）にあるが、中小企業において減少傾向（図表 7）にあることがわかる。また、経済産業省金融企業調査「設備投資に関する臨時アンケート」の結果（図表 8）によると、企業の意識として設備投資を「大幅に積極化させる」、「やや積極化させる」と回答した企業は 912 件中 370 件で全体の 40.5%を占めている。同様に答えた企業は、製造業においてアンケート対象企業 557 社のうち 246 社（44.1%）、非製造業において、355 社のうち 124 社（34.9%）である。



図表 8

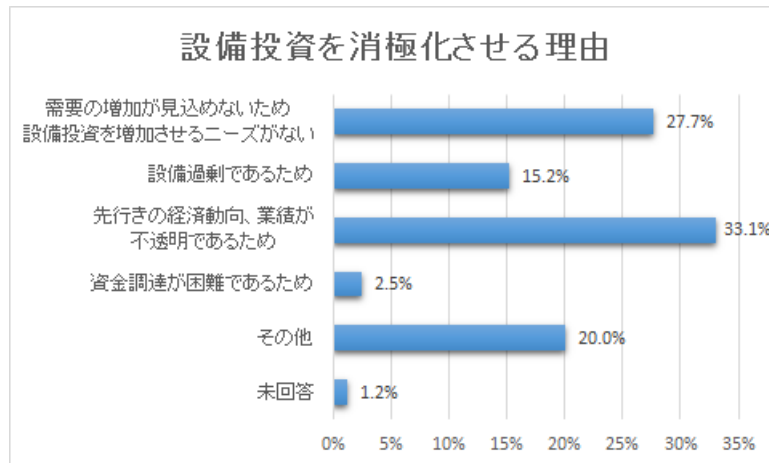
そのうち、積極化させる理由（図表 9）として「需要の拡大が見込める」と回答した企業は 398 件中 238 件で全体の 59.7%を占めている。産業別に見ると、「需要の拡大が見込める」と回答した製造業は 269 社のうち 161 社（59.8%）、非製造業は 129 社のうち 77 社（59.6%）である。

一方、同アンケートにおいて設備投資を「大幅に積極化させる」、「やや積極化させる」と回答した企業のうち「資金調達環境が改善したため」と回答した企業は全体の 5%、「円安を背景とした輸出増加が見込めるため」と回答した企業は全体の 1%、「今後の物価上昇を懸念しており、設備投資の前倒しを行う必要があるため」と回答した企業は全体の 1%であり、積極化する理由としての割合が少ない。設備投資の国内外の内訳として、全体の 68%は国内の設備投資の増加、全体の 16%は海外の設備投資の増加、全体の 16%は国内、海外双方とも設備投資の増加をしていることがわかる。



図表 9

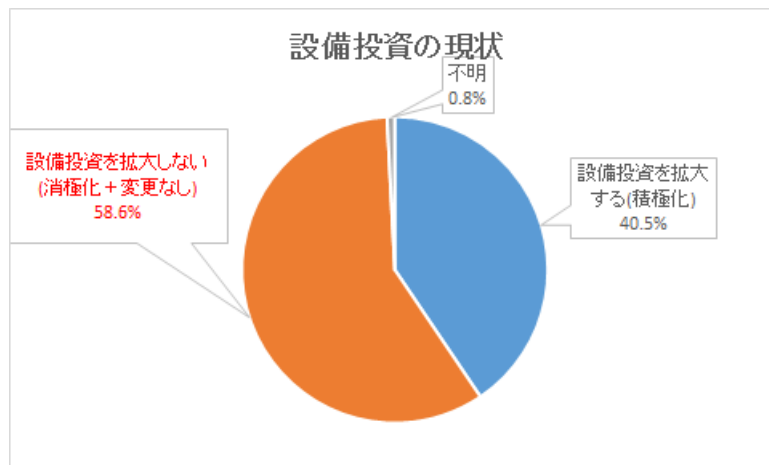
また、同アンケートにおいて設備投資を「やや消極化させる」、「大幅に消極化させる」と回答した企業は 912 社中 135 社で全体の 14.8%を占めている。同様に答えた企業は、製造業においてアンケート対象企業 557 社中 99 社(17.7%)、非製造業において 355 社中 36 社(10.0%)であった。そのうち、消極化させる理由(図表 10)として「需要の増加が見込めない」、「設備投資を増加させるニーズがない」と回答した企業は 628 社中 174 社で全体の 27.7%を占めている。産業別に見ると、「需要の増加が見込めない」、「設備投資を増加させるニーズがない」と回答した製造業は 378 社中 111 社(29.3%)、非製造業は 250 社中 63 社(25.2%)であった。一方、設備投資を「やや消極化させる」、「大幅に消極化させる」と回答した企業のうち「設備過剰であるため」と回答した企業は全体の 15%、「先行きの経済動向、業績が不透明であるため」と回答した企業は全体の 33%。「資金調達が困難であるため」と回答した企業は 3%である。



図表 10

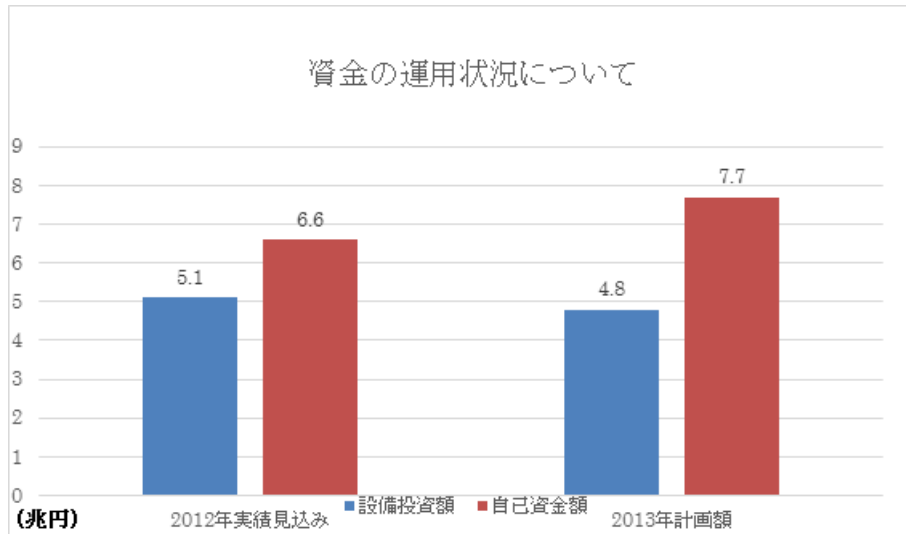
また、同アンケートにおいて設備投資を「従来の方針から変更しない」、「何も検討していない」と回答した企業は 912 社中 400 社で全体の 43.8%を占めていた。

以上の結果より、企業の設備投資額は年々増加しているが、全体の 58.6%（消極化+変更なし）は設備投資を拡大しないことがわかる。また、設備投資を拡大しないという現状（図表 11）において企業の資金不足ではなく、需要が見込めないという理由が挙げられた。つまり企業は、設備投資を行なうための資金を豊富に保有しているが、設備投資を行なう機会がないということがわかる。



図表 11

前述の通り、企業は資金を豊富に保有していることから、企業が投資をする際の、資金調達に銀行借入をさほど利用しておらず、内部資金でまかなっている。実際に経済産業省 2013 年度 3 月 31 日時点の企業金融調査における「資金調達環境について」の 2012 年-2013 年共通回答企業ベース(864 社)によると、資金の運用状況（図表 12）は、2012 年実績見込額において、設備投資が 5.1 兆円、自己資金が 6.6 兆円である。同共通回答企業ベースにおいて 2013 年の計画額は、設備投資が 4.8 兆円、自己資金が 7.7 兆円といずれの年も企業のキャッシュフローは設備投資額を上回っており、銀行融資に対する需要が非常に低いと解釈できよう。



図表 12

一方、キャッシュフローが投資額を大きく上回っているということは、企業には設備投資を更に増加させる余力があるにもかかわらず、投資を行わないことを意味する。この理由としては、有益な設備投資機会がなく、設備投資をするよりも現金で保有している方がよりリターンを得ることができるからである。そこで我々は、自由貿易協定の締結を推奨する。現在、国内需要は飽和状態にあるため、企業の投資機会を増やすためには、自由貿易を推進し外需を高めるべきである。このことから、現在の日本において自由貿易を推進するような政策を実施すべきであると我々は考える。リターンの低い現金保有から、リターンの高い投資を行うことにより、正味現在価値が高い投資を実行できることから、企業価値向上につながる。つまり、自由貿易による投資機会の創出は企業価値向上につながると考えられる。

第3節 自由貿易協定について

自由貿易協定 (Free Trade Agreement、FTA) とは、特定の国、もしくは地域での貿易の際の関税を撤廃し、その他の貿易の障壁となるものを取り除くことが目的であり、貿易を活発化させる協定のことをいう。また、貿易の自由化に加えて投資規制撤廃、投資ルールの整備、知的財産の保護や様々な分野での協力や規則作り、人的交流の拡大、経済関係の強化を目的とする協定として、経済連携協定 (Economic Partnership Agreement、EPA) もある。自由貿易協定の延長線上での経済ブロック化が進行しており、代表例として EU (欧州連合)、EFTA (欧州自由貿易連合)、ASEAN (東南アジア諸国連合)、SAFTA (南アジア貿易地域)、GCC (湾岸協力会議) がある。

日・シンガポール EPA (2002 年 11 月発効、2007 年 9 月改正議定書発効)
日・メキシコ EPA (2005 年 4 月発効、2007 年 4 月追加議定書発効、2012 年 4 月改正議定書発効)
日・マレーシア EPA (2006 年 7 月発効)
日・チリ EPA (2007 年 9 月発効)
日・タイ EPA (2007 年 11 月発効)
日・インドネシア EPA (2008 年 7 月発効)

日・ブルネイ EPA (2008年7月発効)
日 ASEAN・EPA (2008年12月から順次発効)
日・フィリピン EPA (2008年12月発効)
日・スイス EPA (2009年9月発効)
日・ベトナム EPA (2009年10月発効)
日・インド EPA (2011年8月発効)
日・ペルー EPA (2012年3月発効)
日豪 EPA (2014年7月署名)

図表 13 2014年7月現在、日本が自由貿易協定、および経済連携協定を結んでいる国

出所：外務省 経済外交

日 ASEAN・EPA (投資サービス交渉)
日・モンゴル EPA
日・カナダ EPA
日・コロンビア EPA
日中韓 FTA
東アジア地域包括的経済連携 (RCEP)
日 EU・EPA
TPP (環太平洋パートナーシップ)
日・トルコ EPA
日韓 EPA
日 GCC・FTA

図表 14 現在交渉中の国 出所：外務省 経済外交

自由貿易協定を含む地域経済統合の経済効果としては、(1)静態的効果(2)動態的効果の2つに分類される。1つ目の静態的効果は、関税引下げを通じて資源配分の効率性に影響を与えるものである。まず、域内国間での貿易障壁撤廃を行うことにより、域内で取引される財・サービスの価格変化を通じ、域内・域外との貿易量や経済厚生をそれぞれ変化させる。そして、域内障壁の削減に伴い、域内貿易がより拡大する場合がある。これを貿易創造効果という。その貿易創造効果においては、輸入国の消費者は同じ輸入財・サービスをより安く消費することができる。また、輸出国の生産者も輸出の拡大による利益を得ることができるため、域内国の経済厚生は上昇する。

一方、貿易障壁撤廃の対象国は域内のみに限定される。したがって、ある財を低コストで生産可能な域外国からの輸入に対し関税が賦課される。その結果、高コストであるのにも関わらず、関税が賦課されていない域内国からの輸入に転換される。そして、域外国の厚生のみならず域内国の厚生さえ減少する場合もある。また、自由貿易協定の締結が、どの程度貿易を創造または域外国からの輸入から域内国の輸入に転換するかということは、協定締結以前に存在した域内障壁の高さや、協定締結後の第三国に対する障壁の高さなどによって変化する。また、協定の締結が経済厚生へ与える影響については、消費者、生産者といった経済主体それぞれに影響の程度は異なる。さらに、生産者の中においても輸入業者・輸出業者、産業の競争力等によっても異なる。

2つ目の動態的効果は、生産性の上昇と資本蓄積という2つの段階を経て加盟国の経済成長に対し影響を与える効果のことである。まず、生産性上昇をもたらす要因は①市場拡大効果、②競争促進効果、③技術拡散効果、④制度改革効果という4点があげられる。①市場拡大効果とは、域内貿易並びに投資障壁が削減される結果、規模の経済が実現することで生じる生産性上昇である。次に②競争促進効果とは、国内市場の競争が促進することに

よる生産性上昇である。これは、外資系企業の参入や安価な財・サービスの流入に伴い、上昇する。そして、③技術拡散効果とは、優れた経営ノウハウ・技術が自国に拡散することで生じる生産性上昇である。最後に、④制度改革効果とは、自由貿易協定締結への研究並びに交渉、または自由貿易協定締結後の協議等によって、加盟国間でより効率的な政策・規制等のあり方に関するノウハウが共有・移転されることで生じる生産性上昇である。自由貿易協定には投資、競争、人の移動、環境、労働等といった新分野のルールが含まれているので、関税障壁撤廃を中心とする地域統合と比較すると、動態的効果を最大化する上でも有効なルールと考えられている。

これらのような要因をもとに生産上昇が起きた場合、加盟国における期待収益率の上昇または、不確実性の減少等を通じ、直接投資等で海外から資本が流入・蓄積され、当該国の生産量の拡大を導く。このような資本蓄積は、研究開発投資の増加等を通じて更なる企業生産性の上昇をもたらす正のフィードバックをもたらすことが期待されている。「通商白書2001」に掲載されている実証分析によると、NAFTA締結後、域内国のGDPの着実な成長、域内貿易の比率上昇、域内への直接投資増大、域内国の失業率減少が述べられている。

現在交渉中及び締結中の自由貿易の中で我々が注目するのは現在交渉中のTPPである。加盟国が多いというのもあるが、なにより大きいのはアメリカの存在である。アメリカには既に多くの日本企業が進出しているが、TPP加盟により関税が取り払われる結果、巨大な市場を更に開拓できる可能性を持つと考えられる。我々は、自由貿易協定および経済連携協定の関税を撤廃するという点に注目した。関税の撤廃が新たな需要を生み出し、その需要が企業の設備投資の増加を促す。結果として企業価値が向上することにより、日本経済の更なる発展を成し遂げるものと考えられる。

第4節 問題提起

先述の通り、将来の企業の期待キャッシュフローが増加すると、企業価値が向上する。債権者に対する利払いは、企業価値が向上しても変化しないため、企業価値の向上は株主価値の向上にもつながると考えられる。我々は、企業が設備投資を増加させると、企業の将来の期待キャッシュフローが増加し、企業価値が向上するという収益性の向上の効果、さらに、より正味現在価値が大きい投資を選択することにより、企業の期待キャッシュフローが増加し、企業価値が向上するという投資効率性の向上の効果に注目した。

一方、現在の日本の企業は多くの現金を保有しているため、設備投資に対する金融制約はほぼないと考えられる。しかし、設備投資はキャッシュフローの範囲内で実行しており、多くの企業において設備投資を追加的に実行するための余力は十分に存在する。なぜ、企業は設備投資をしないのであろうか。それは現在の日本経済において、有益な投資機会がないことが大きな原因である。

そこで、我々は自由貿易が有益な投資機会を創出する手段となるのではないかと考えた。輸出の増加は設備投資増加の要因の1つであるので、政府が自由貿易を実施することで、企業に有益な設備投資機会が生まれると考える。その設備投資機会の増加が投資効率性、収益性の向上に繋がることで、企業価値を高めることができると考える。

第3章 先行研究

先行研究は以下の3つを参考にした。

(1) 遠藤正寛 (1997) 「地域経済統合の戦後世界貿易への影響—EEC, LAFTA, CMEA を事例として—」, 『三田商学研究』 第40巻第4号、p. 183-195

(2) 浦田秀次郎, 安藤光代 (2010) 「自由貿易協定 (FTA) の経済的効果に関する研究」 RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパー、10-P-022

(3) 竹田聡 (2007) 「株式市場から見た航空業の規制緩和—イベントスタディ法による検証—」 『年報財務管理研究』 18号 p. 82-87

第1節 地域経済統合の戦後世界貿易への影響 —EEC, LAFTA, CMEA を事例として—

遠藤 (1997) は各地域経済統合機構が戦後の世界貿易フローへ与えた影響について分析している。この論文は LAFTA, EEC, CMEA を分析対象とし、グラビティモデルにより推定を行っている。推定式には貿易創出効果と貿易転換効果を把握するためのダミー変数を導入している。

具体的には推定式は以下ようになる。

$$X_{ij} = a_0 Y_i^{a_1} Y_j^{a_2} N_i^{a_3} N_j^{a_4} D_{ij}^{a_5} e_{ij} \quad (1)$$

なお、それぞれの変数の定義は下記の通りである。

X_{ij} = 国 i から国 j への名目輸出額

Y_i, Y_j = 国 i と国 j の名目 GDP

N_i, N_j = 国 i と国 j の人口

D_{ij} = 国 i と国 j の首都間の大圏距離

A_{ij} = 国 i と国 j が隣接していることを示すダミー変数

L_{ij} = 国 i と国 j で公用語が共通であることを示すダミー変数

推定には (1) 式を対数変換した、下記の式を用いている。

$$\begin{aligned} \log X_{ij} &= \log a_0 + a_1 \log Y_i + a_2 \log Y_j + a_3 \log N_i + a_4 \log N_j + a_5 \log D_{ij} + \log e_{ij} \\ &= \log a_0 + a_1 \log Y_i + a_2 \log Y_j + a_3 \log N_i + a_4 \log N_j + a_5 \log D_{ij} + \log e_{ij} \end{aligned} \quad (2)$$

(2) 式に貿易創出と貿易転換の各効果を推計するためのダミー変数を導入すると

$$\begin{aligned} \log X_{ij} = & \log a_0 + a_1 \log Y_i + a_2 \log Y_j + a_3 \log N_i + a_4 \log N_j + a_5 \log D_{ij} + a_6 \log A_{ij} + a_7 \log L_{ij} + a_8 \log EEC_{ij}^1 \\ & + a_9 \log EEC_{ij}^2 + a_{10} \log EEC_{ij}^3 + a_{11} \log LAFTA_{ij}^1 + a_{12} \log LAFTA_{ij}^2 \\ & + a_{13} \log LAFTA_{ij}^3 + a_{14} \log CMEA_{ij}^1 + a_{15} \log CMEA_{ij}^2 + a_{15} \log CMEA_{ij}^3 + a_{14} \log e_{ij} \end{aligned} \quad (3)$$

なお、それぞれのダミー変数の定義は以下の通りとなる。

EEC_{ij}^1 、 $LAFTA_{ij}^1$ 、 $CMEA_{ij}^1$ = それぞれ、EEC、LAFTA、CMEA の域内への各機構域外国からの輸出を示すダミー変数

EEC_{ij}^2 、 $LAFTA_{ij}^2$ 、 $CMEA_{ij}^2$ = それぞれ、EEC、LAFTA、CMEA の域内貿易を示すダミー変数

EEC_{ij}^3 、 $LAFTA_{ij}^3$ 、 $CMEA_{ij}^3$ = それぞれ、EEC、LAFTA、CMEA の域内から各機構域外国への輸出を示すダミー変数

なお、 e_{ij} は対数正規分布を仮定した誤差項であり、 $E(\log_{ij}) = 0$ を仮定している。

推定された結果によると、域内貿易創出効果と域外貿易転換効果を表すダミー変数の係数値はプラスであり、統計的にも有利である。また、係数の大きさも十分に大きいと判断できる。域外貿易において、LAFTA の輸出転換効果は弱まったが、輸入転換効果は大きいままであり、EEC はマイナスの輸出転換効果と輸入転換効果が年を経るにつれて弱まっている。また、遠藤(1997)では、CMEA は域外貿易が拡大していると述べられていた。これらに加え、域内貿易では LAFTA は停滞期以外拡大しており、EEC は域内貿易創出効果が高いと述べられていた。そして、CMEA 活動停止直前期には域内貿易水準が落ちていることがわかる。

今回の分析で使用したような地域経済統合機構は世界各地に存在し、貿易自由化はそれらの機構内で進展すると予想されるであろう。また、複数の地域経済統合機構に同時に所属する国も増加することで、地域的な貿易自由化は連鎖的に世界に広がると考えられる。

第2節 自由貿易協定 (FTA) の経済的効果に関する研究

浦田・安藤(2010)は、自由貿易加盟国数の規模や自由化対象分野の規模による経済効果の検証を行っている。分析として使用するモデルは、CGE モデルとグラビティモデルである。CGE モデルとは応用一般均衡モデルであり、発行してから日が浅い FTA やまだ締結していない FTA などの事前分析が可能なモデルである。この研究は ASEAN、APEC を分析対象としている。グラビティモデルとは地域間の相互作用を分析、予測するものである。二国間の貿易量は、両国の物理的距離が近ければ近いほど、また経済規模が大きければ大きいほど大きくなる。また、この研究の分析対象は国際連合の貿易統計を利用していることから 67 カ国となる。

CGE モデルによって推定された結果は、次の 2 点にまとめられる。1 つ目は、農業分野での貿易自由化を全く行わないケースよりも、部分的に自由化するケースの方が経済効果が大きい。2 つ目は、農業分野における貿易障壁の部分的な削減をするケースよりも、貿易障壁を完全に撤廃するケースの方が経済効果が大きい。また、東アジアでは貿易自由化だけでなく、円滑化や技術協力も重要であり更に、FTA は参加国が多いほど経済効果が大きいことも示している。

続いてグラビティモデルによって推定された結果によると、先進諸国間の FTA では 20 商品中 18 商品に貿易創出効果が認められたが、貿易転換効果は認められなかった。これらの結果に加え、発展途上国間の FTA では 20 商品中 12 商品に貿易創出効果が認められ、15 商品において貿易転換効果が認められた。ここでいう貿易創出効果とは、関税撤廃によって価格が下がり、需要が増え、域内貿易が活発化することである。また、貿易転換効果とは関税撤廃によって、域外国からの輸入が域内国からの輸入へ切り替わることである。特に、輸送機械において貿易創出効果が大きいことをこの研究は示している。これは自動車

を中心とした輸送機械に高い関税がかけられており、FTA により貿易が促進されるためと考えられる。

以上のことから、多くは FTA に関して貿易拡大効果がみられた。しかし、まだ貿易において様々な障壁があるといえる。これらを取り除くことで、さらに自由貿易は拡大する。それに加え、世界各国にとって最大の利益をもたらす自由貿易は多角的自由貿易である。

第3節 株式市場から見た航空業の規制緩和 —イベントスタディ法による検証—

竹田聡 (2007) は、航空業の規制緩和が航空業界にどのような影響をもたらすのかを、イベントスタディ法を用いて検証した。この論文では、イベントスタディ法を使用する際の留意すべき点を考察した。

イベントスタディ法とは何かというのを説明するには、先に資本コストと資本資産評価モデルについて説明する必要がある。資本コストとは、資本市場で要求される最低限の期待収益率であり、かつ、経済学における機会費用の考え方に基づいた、リスクを反映した概念である。企業の資本コストは、負債コストと株主資本コストの加重平均であり、加重平均資本コスト (WACC : Weighted Average Cost of Capital) と呼ばれる。

WACC は次式で定義される。

$$WACC = \{D/(D + E)\}r_D(1 - T) + \{E/(D + E)\}r_E \dots \dots (1)$$

D は負債の価値、E は株主資本の価値、 r_D は負債コスト、 r_E は株主資本コスト、T は法人税率である。

負債コストに $((1 - T))$ を掛けるのは、利子費用が損金として処理されるので、その分だけ法人税が減額されるからである。

株主資本コストの推計方法は、株式市場が完全競争であるという仮定で資本資産評価モデル (CAPM : Capital Asset Pricing Model) を使用することができる。

CAPM は次式で定義される。

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f) \dots \dots (2)$$

$E(r_i)$ は株式 i の期待収益率 (株主資本コスト)、 r_f はリスクフリー・レート、 β_i は株式 i のベータ値、 $E(r_m)$ はマーケット・ポートフォリオの期待収益率、 $E(r_m) - r_f$ はマーケットリスク・プレミアムである。回帰分析によって次式を推定することで β_i を求めることができる。

$$\tilde{r}_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i(\tilde{r}_{mt} - r_{ft}) + \tilde{e}_{it} \dots \dots (2)'$$

株価に影響を与えるイベントが市場にアナウンスされる場合、そのショックは影響を受けた企業の期待収益率を均衡から乖離させる可能性がある。そのイベントが有意であるかを実証的に検証する手法をイベントスタディ法という。

イベントスタディの式は(2)'の式に一時的ダミー $\sum \gamma_{ij} D_{jt}$ を加え、

$$\tilde{r}_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i(\tilde{r}_{mt} - r_{ft}) + \sum \gamma_{ij} D_{jt} + \tilde{e}_{it} \dots \dots (3)$$

となる。

ここでは、①2000年2月の改正航空法の施行、②2001年9月米国同時多発テロ、③2003年4月大幅な路線の再編の3つを主なイベントと設定し、そのイベントが航空会社の大手三社の株価にどのような影響を与えたかを検証している。

その結果はイベント①は5パーセント有意、イベント②は10パーセント有意で航空三社の株価にマイナスの影響を与えたことがわかった。規制緩和によって市場競争が進んだことにより三社の等加重ポートフォリオの期待収益率にマイナスの効果があり、これまで三社で独占的に享受してきた超過利潤が減少することを示している。

これはつまり、イベントスタディ法によって規制緩和の効果を株式市場の動きから観測できるということである。

第4節 本稿の位置づけ

本稿では、自由貿易をすることで企業価値向上につながると考えている。これらの先行研究を参考に、世界各地に存在している地域経済統合機構での貿易自由化は進展するのであるということが判明した。そして、多角的自由貿易にすることで、さらに世界各国に経済的利益をもたらすということがわかった。しかし、先行研究では現在結ばれている協定、さらにこれから先も結ばれるであろう協定が企業価値を向上させるのかどうかは分析されていない。また、我々が分析対象とする TPP などの貿易協定は、交渉途中のものが多く、従来の研究方法では効果を測定することができない。この問題を研究するにあたり、企業価値を株式市場から観測するため、イベントスタディ法が株式市場の測定に適する分析であることも先行研究から判明した。

以上のことより、自由貿易協定が結ばれることにおいて、日本企業がどのようにして企業価値向上を実現できるか、中長期的なことを踏まえ政策提言をする。

第4章 分析

本章では、自由貿易の実施が企業価値を本当に増加させるのか、実証的に分析を行う。実証分析には企業価値への影響を測る分析方法である、イベントスタディを用いて行う。

第1節 イベントスタディ (event study) について

イベントスタディは、特定のイベント（収益予想、株式公開など）が、企業価値に影響を及ぼしているかどうかを検証するための統計的手法である。あるイベントが企業価値に影響しているのであれば、株価が変動すると考えられる。つまり、イベントスタディを用いることにより、株価を観察し企業価値に影響を及ぼしているかどうか検証できる。

この分析で使用する株式市場の参加者は、様々な情報を織り込んで行動しており、それに反映して株価は変動している。そこで特定のイベントが起きた 1 つの企業を取り上げて検証するだけでは、はたして本当にそのイベントがその企業の企業価値に影響を及ぼしているかはわからない。しかし、これは 1 つの企業だけをみた場合であり、同じイベントを経験した多数の企業を集めて検証することで、当該イベントの影響を検証することができる。

イベントスタディの手順は以下の通りである。

- ① イベントとそのイベントが株価に影響を与えるであろう期間を定義する。
- ② サンプルにどのような企業を含めるか決める。
- ③ 反事実（イベントが発生しなかった場合の株価）を構築するためのモデルを決める。
- ④ ③のモデルを推定データを使って推定する。
- ⑤ 推定結果を利用して仮説検定する。

以下、①から⑤について順に説明する。

①については、どのようなイベントの影響を測定するかの定義が重要である。ここでは、企業価値に影響を与える可能性があるイベントを利用し、株価への影響を考え、イベントウィンドウを設定する。情報が完全な市場であるという前提であれば、イベントウィンドウは情報が公表された 1 日だけでよい。しかし、通常の場合、情報は瞬時に市場参加者に伝わらないため、数日かけて事後に情報が反映される場合やイベントによっては市場に情報が事前に反映している場合を考慮した方がよい。そのため、イベントウィンドウはイベントの前後、数日間に設定したほうが良い。本論文は事前に情報が伝達した可能性は考えず、イベントの事後にどのように株価が変化したのかを分析する。

②については、対象サンプルは多ければ多いほど良い。ただし、イベント発生時に別のイベントが発生している企業がある場合は、そのような企業は除外し、サンプルを構築する。

③については、反事実を構築するためのモデルを決める。イベントスタディの世界では、反事実（イベントが発生しなかった場合の株価）のことを正常リターンといい、反事実と現実の株価（イベントが発生した場合の株価）との差分のことを異常リターンという。使用するモデルはマーケットモデルが最も使われる。このモデルは株価がマーケット

インデックスに比例して変化する部分とその他の部分で構成される。具体的に推定するモデルは下記の通りである。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

t は日次を表し、本論文ではイベント日を $t=0$ とすると $t=-5 \sim 104$ とする。つまり、イベントの 5 日から 100 日前のデータを利用し、反事実を推定する。 i は企業を表す添字である。 $R_{i,t}$ は企業 i の株価の t 時点のリターンであり、本論文では株価収益率 ($(t$ 時点の株価 $- (t-1)$ 時点の株価) / $(t-1)$ 時点の株価) を用いる。 $R_{m,t}$ は t 時点のマーケットインデックスであり、本論文では TOPIX の収益率 ($(t$ 時点の TOPIX $- (t-1)$ 時点の TOPIX) / $(t-1)$ 時点の TOPIX) を用いる。 $\varepsilon_{i,t}$ は平均が 0、分散が σ の誤差項である。 α_i 、 β_i の推定値は企業ごとに異なるため、我々は後述する対象企業 9892 社について、イベントウインドウ 100 日間のデータを使って α_i 、 β_i を推定した以上のモデルにより反事実を構築する。

④については、イベントウインドウよりも前の期間の株価を使って③のモデル (1) 式) を推定し、イベントウインドウの間の株価を予測する。具体的には、(1) 式を全ての企業 i について α_i 、 β_i を推定し、得られた推定値 ($\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$) を用いて TOPIX のデータを代入する。求められた株価収益率の予測値 ($\widehat{R}_{i,t}$) がイベントの影響を受けなかった反事実である。モデルの推定に使う期間を推定ウインドウと呼び、イベントウインドウより前の期間を採用するのが通常である。前述した通り、本論文のイベントウインドウはイベントの 5 日前から 100 日間である。

⑤については、①から④により推定された値を用いて異常リターンを算出し、仮説検定を行う。具体的には α_i 、 β_i を推定値 ($\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$) を用いて、異常リターン ($\widehat{\varepsilon}_{i,t}$) を下記の(2)式の通り算出する。

$$\widehat{\varepsilon}_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \widehat{R}_{m,t} \quad (2)$$

なお、本論文ではイベントが夕方に発生したことを考慮し、イベント日の 1 日後及び 2 日後 ($t=1,2$) の 2 日間をイベントウインドウとする。

イベントスタディの注目点は、「当該イベントは企業価値に影響を与えたか。」である。この仮説検定に対する帰無仮説は、「当該イベントは株価に影響を与えていない。」となる。これは、「サンプルに含まれる企業の異常リターンの平均が 0」 (つまり $E(\widehat{\varepsilon}_{i,t}) = 0$) であるといえる。この帰無仮説が棄却できれば、異常リターンの平均が 0 とはいえない。つまり、当該イベントが企業価値に影響を与えたと言え、棄却できなければ影響の有無はわからない、ということになる。

第2節 実証分析

第1項 イベントの説明

本論文は自由貿易に関するイベントとして、①TPP 参加表明日である 2013 年 3 月 15 日、②ASEAN 交渉開始日である 2005 年 4 月 13 日、③ASEAN 大筋合意日である 2007 年 8 月 25 日、④オーストラリア交渉開始の合意日である 2006 年 12 月 12 日、⑤オーストラリア大筋合意日である 2014 年 7 月 8 日という 5 つのイベントに注目する。

以下、それぞれのイベントについて詳細に説明する。

① TPP 参加表明日である 2013 年 3 月 15 日。

安倍晋三首相は同日夕方に首相官邸で記者会見を行い、TPP に正式に参加表明を行った。安倍首相は「今、地球表面の 3 分の 1 を占め、世界最大の海である太平洋が TPP により、一つの巨大な経済圏の内海になろうとしています。」と発言し、日本に

とって重要な協定であることを強調した。首相による TPP の参加表明は、日本が TPP に参加する意欲が非常に強いということの表れであり、TPP 参加に大きく前進したイベントであるといえよう。企業はこのイベントに対応し、TPP 参加により拡大する市場に合わせた設備投資をすることが予測されるため、本論文では、TPP 参加の正式表明というイベントを利用して、TPP が企業価値にどのような影響を与えているのかということの確認と今後の予測を行う。

② ASEAN 交渉開始日である 2005 年 4 月 13 日。

当時、小泉純一郎内閣の下、2005 年 4 月 13 日に第 1 回目となる日・ASEAN 包括的経済連携協定（EPA）交渉の会合が開かれた。この協定が日本初となる多国間との EPA となる。この協定の効果を測定することにより、TPP での多国間との効果が測定できる。

③ ASEAN 大筋合意日である 2007 年 8 月 25 日。

当時、第一次安倍内閣の下、2007 年 8 月 25 日に、日・ASEAN 包括的経済連携協定の大筋合意がなされた。大筋合意がなされることにより、企業・投資家はその協定が結ばれたと想定し、自由貿易が開始することによる将来のキャッシュフローが増加すると行動を開始することを予測する。本論文では、この大筋合意が協定の影響を大きく表していると仮定し、その効果を推定する。

④ オーストラリア交渉開始の合意日である 2006 年 12 月 12 日。

2006 年 12 月 12 日は当時、第一次安倍内閣とオーストラリア首相であるハワード首相が日濠首脳電話会談で、日濠間の EPA は、両国の戦略的関係のさらなる強化につながるとし、交渉を開始することに合意した日である。この協定は、日本初となる主要貿易国との EPA となる。この協定の効果を測定することにより、先進国間との EPA の合意が企業価値へのどのような効果を与えるのかを測定できる。

⑤ オーストラリア大筋合意日である 2014 年 7 月 8 日。

2014 年 7 月 8 日に、第二次安倍内閣の下、日本・オーストラリア経済連携協定の大筋合意がなされた。オーストラリアは日本が貿易相手として第 4 位であり、この協定から生み出される経済効果は、これまでに結んできた自由貿易協定の中で最大になると考えられる。そのため、この協定に対する企業と投資家の期待や行動は過去の協定の中で最大となり、企業価値への効果も大きいと考えられる。

第2項 サンプルの説明

本論文では、対象とする企業はそれぞれのイベントが発生した年のすべての営業日において、株価のデータが日経 Financial Quest から入手可能な企業であり、対象とする産業は全産業である。企業数 9892 社である。使用するデータは、イベントから 104 営業日前以降の TOPIX(東証株価指数)と企業の株価である。産業区分は、日経業種分類を用いる。

第3項 分析結果

それぞれのイベントの産業別の異常リターンの推定結果は図表 15 の通りである。それぞれの産業に属する企業の異常リターンの平均がゼロであることを帰無仮説として、統計的検証を行い、それぞれのイベントの効果を示した。

	TPP 参加表明	ASEAN 交渉開始	ASEAN 大筋合意	オーストラリ ア交渉開始	オーストラリ ア大筋合意
精密機器	0.066%	-0.516% **	-0.203%	0.467%	0.472% *
食品	-0.024%	-0.266% **	0.154%	0.117%	0.261% **
水産	-0.035%	0.137%	-0.445%	-0.554%	0.442%
通信	0.745% *	-0.131%	0.376%	0.123%	0.405%
倉庫	0.101%	-0.673% **	-0.303%	-0.062%	-0.025%
造船	-1.280% *	0.058%	-0.673% *	-0.595%	0.263%
陸運	-0.264%	-0.684% **	-0.074%	-0.113%	-0.449% **
非鉄金属 製品	0.251%	-0.858% **	0.215%	-0.178%	0.162%
電気機器	0.270% **	-0.236% **	0.203% *	-0.011%	0.135%
輸送用機 器	0.514%	-0.284%	-0.232%	-0.546% *	-0.001%
窯業	0.676% **	-0.455% **	0.433% **	0.159%	0.063%
鉱業	1.220%	-0.596%	-0.547%	-0.310%	0.172%
商社	0.334% **	-0.349% **	0.205%	-0.208% **	0.128%
自動車	0.354% **	-0.492% **	0.380% **	0.164%	-0.079%
銀行	0.577% **	-0.712% **	0.876% **	-0.208% **	-0.228% **
海運	3.946% **	-0.864% **	-0.337%	0.023%	-0.158%
建設	-0.164%	-0.498% **	-0.394%	-0.352% **	0.238% **
空運	-0.535%	-1.872%	0.158%	0.226%	-0.115%
小売業	0.472% **	-0.326% **	-0.133%	-0.300% **	-0.025%
電力	0.312%	0.275%	0.110%	-0.188%	-0.117%
鉄道・バ ス	0.680% **	-0.187%	-0.026%	-0.159%	-0.028%
証券	1.451% **	0.147%	0.013%	-0.800% **	0.272%
石油	-0.060%	-0.703%	0.053%	-0.137%	0.366%
鉄鋼	0.171%	-1.013% **	-0.046%	-0.215%	0.240%
繊維	-0.104%	-0.876% **	0.042%	-0.164%	0.077%
不動産	0.133%	0.921% **	0.194%	-0.134%	0.306% **
化学	0.332% **	-0.594% **	0.226% **	0.092%	-0.003%
保険	-0.484%	-0.727%	0.685%	-1.544%	0.920% **
パルプ・ 紙	1.169% **	-0.665% *	0.633% *	-0.288%	-1.003% **
ゴム	0.190%	-0.243%	0.176%	0.455% **	-0.160%
サービス	0.406% **	-0.035%	0.312% *	-0.232% **	0.591% **
機械	0.451% **	-0.505% **	-0.279% **	0.015%	-0.028%
ガス	0.415%	0.079%	0.342%	0.019%	-0.674% *
医薬品	0.174%	-0.083%	0.308% *	0.055%	0.633% **

図表 15 : イベント日翌日から 2 日間の異常リターン

(* : 有意水準 10% で有意 / ** : 有意水準 5% で有意)

以上が分析結果である。以降、各期間の分析結果を説明する。

① TPP 参加表明日である 2013 年 3 月 15 日。

有意水準 10% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 14 産業。マ

マイナスの影響を受けた産業が 1 産業。影響を受けてない産業が 19 産業であった。また、有意水準 5% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 13 産業。マイナスの影響を受けた産業が 0 産業。影響を受けてない産業が 21 産業であった。

TPP 参加表明をした日にプラスの影響を受けた産業が今回の分析対象期間の中で最も多かった。このことから、投資家は TPP が日本企業の投資機会を増加させることを期待したことがわかる。

② ASEAN 交渉開始日である 2005 年 4 月 13 日。

有意水準 10% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 1 産業であった。マイナスの影響を受けた産業が 18 産業。影響を受けてない産業が 15 産業であった。また、有意水準 5% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 1 産業。マイナスの影響を受けた産業が 17 産業。影響を受けてない産業が 16 産業であった。

③ ASEAN 大筋合意日である 2007 年 8 月 25 日。

有意水準 10% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 8 産業、マイナスの影響を受けた産業が 2 産業。影響を受けてない産業が 24 産業であった。また、有意水準 5% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 4 産業、マイナスの影響を受けた産業が 1 産業。影響を受けてない産業が 29 産業であった。この結果より、大筋合意に至ることで、企業・投資家側は協定締結がなされ、将来収益が増えると判断したため、企業価値に対してプラスの影響が観察されたと考える。

④ オーストラリア交渉開始の合意日である 2006 年 12 月 12 日。

有意水準 10% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 1 産業、マイナスの影響を受けた産業が 7 産業、影響を受けてない産業が 26 産業であった。また、有意水準 5% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 1 産業、マイナスの影響を受けた産業が 6 産業、影響を受けてない産業が 27 産業であった。

⑤ オーストラリア大筋合意日である 2014 年 7 月 8 日。

有意水準 10% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 7 産業、マイナスの影響を受けた産業が 4 産業、影響を受けてない産業が 23 産業であった。また、有意水準 5% で見た場合、全 34 産業中、プラスの影響を受けた産業は 6 産業、マイナスの影響を受けた産業が 3 産業、影響を受けてない産業が 25 産業であった。この結果より、ASEAN 大筋合意日と同様に、オーストラリアと大筋合意に至ることで、企業・投資家側は協定締結がなされ、将来収益が増えると判断したため、企業価値に対してプラスの影響が観察されたと考える。

第4項 まとめ

総合的に考察すると、交渉開始日および交渉開始の合意日では、マイナスの影響を受けた企業が多いことがわかる。我々は、この要因に関して、以前から情報が公開されていたことから、プラスの影響を受けた産業が減少したと考える。大筋合意日では、プラスの影響を受けた産業が多い。このことは、協定が産業に対して良い影響があると考えた企業と投資家が多く、企業価値にプラスの影響を及ぼしたと推測する。また、全期間において、有意でないという結果を出した産業が多い。これは、影響が出てはいるが、その影響が限りなくゼロに近く、観測することができなかった。これらの産業においては、協定が自由貿易に対して大きな影響を与えていないことを意味する。以上のことから、自由貿易協定を結ぶことが多くの産業において企業価値にプラスの影響を与え、協定の影響を推定するためのイベントとして、大筋合意が有効であると考えられる。

第5章 政策提言

第1節 政策提言の方向性

本稿では、自由貿易協定が企業価値に与える影響について、イベントスタディに用いて分析をした。その結果、自由貿易協定において大筋合意をした時点で株価に対し、有意でプラスの効果を得ることができた。

この結果を踏まえ、「自由貿易協定が企業価値を向上させる」という将来像の実現のために、以下の政策提言を行う。

1. 自由貿易協定の早期大筋合意
2. 自由貿易協定に猶予期間を設定
3. 農業協同組合の株式会社化

第2節 政策提言

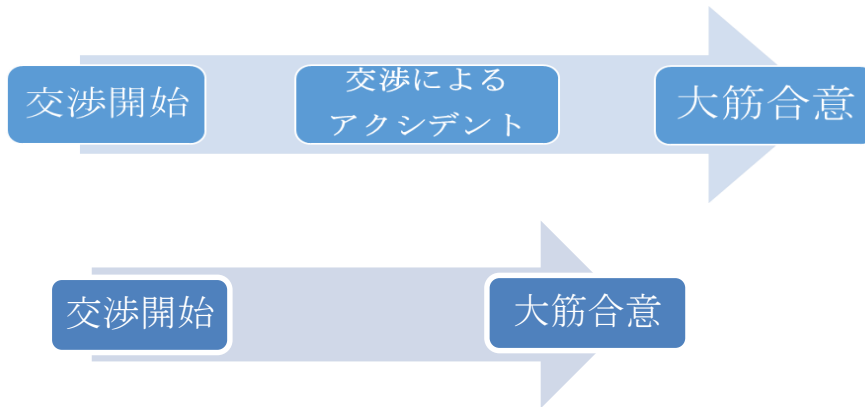
第1項 自由貿易協定の早期大筋合意の提案

第1の政策提言として、我々は自由貿易協定において企業価値向上のために、早期大筋合意を提言する。

我々の実証分析によると、自由貿易協定は大筋合意に至った時点で、有意に株価に対してプラスの効果があることが判明した。TPPの参加表明をイベント日としてイベントスタディを行った結果、参加表明をただけにも関わらず、多くの産業において有意な結果が得られた。これは、投資家がTPPに参加することに対して、投資機会の拡大や企業価値の向上に対して、大きな期待を示しているということである。

その実証分析の結果において、自由貿易を行うことにより、効果がある産業とあまり効果がない産業が判明した。具体的には、実証分析より、自由貿易協定が企業価値に与える影響を観察することができたTPPの参加表明においてプラスの効果がある産業が全34産業中13産業、効果があったとしても非常に小さいものである産業が全34産業中21産業、マイナスの効果がある産業は全34産業には見受けられなかった。つまり、TPPの参加表明のプラスの効果は多くの産業で観察されるものの、マイナスの効果が観察された産業はない。

ASEANのEPA大筋合意においてプラスの効果がある産業が全34産業中4産業、効果があったとしても非常に小さいものである産業が全34産業中29産業、マイナスの効果がある産業は全34産業中わずか1産業である。オーストラリアのEPAの大筋合意においてプラスの効果がある産業は全34産業中6産業、効果があったとしても非常に小さいものである産業は全34産業中25産業、マイナスの効果がある産業は全34産業中3産業であった。このことから我々の実証分析により、TPPの参加表明が最も効果が大きいことがわかった。



図表 16 早期大筋合意実施前後

我々の実証分析において得られた結果より、早期に大筋合意に至ることで投資家への期待が高まり、株価が上昇することが予測される。そして、企業価値が向上することにつながるため、自由貿易協定の早期大筋合意は有効であると考えられる。さらに、早期に大筋合意に至ることで、参加表明した時に向上した企業価値をさらに向上させることができる。また、早期に合意及び企業価値を向上させることで、合意までの期間に企業価値が減少する確率を下げることが可能となる(図表 16)。また、政府が自由貿易協定及び TPP 加盟に関するすべての条件や条項を開示していないので、開示することで国民が見解の相違を招くことなく、加盟することを判断することができる。

しかし、これから締結される可能性の高い TPP を含めた自由貿易協定の交渉分野において、利害が一致せず難航している。他の自由貿易協定において交渉が進まない状況を打破するため、我々は自由貿易協定早期大筋合意を提案する。

第2項 自由貿易協定に猶予期間を設定

第 2 の政策提言として、我々は企業価値向上の障壁を撤廃するために、自由貿易協定において猶予期間を設けることを提言する。

我々の実証分析より、すべてのイベントにおいて一貫して有意かつプラスの効果が統計的に支持された産業は観察されなかったが、全体的な傾向として、自由貿易協定は企業価値にプラスの影響を与えていることが判明した。しかし、企業価値向上が統計的に有意ではなく、効果があったとしても非常に小さいものである産業の数が多いことも考慮しなければいけない。前述の通り、自由貿易を行うことにより、プラスの効果がある産業とあまり効果がない産業が存在する。また、少なからずマイナスの影響を受ける産業もあることから、自由貿易協定の交渉において利害の不一致から交渉を難航させる大きな要因となっている。また、現在行われている TPP の交渉分野においても産業別、加盟条件において利害が一致せず難航している現状がある。

TPP の交渉分野において利害が一致せず難航している現状、もしくは他の自由貿易協定において交渉が進まない状況を打破するために、我々は猶予期間付き自由貿易協定の締結を推奨する。政策提言案は以下である。

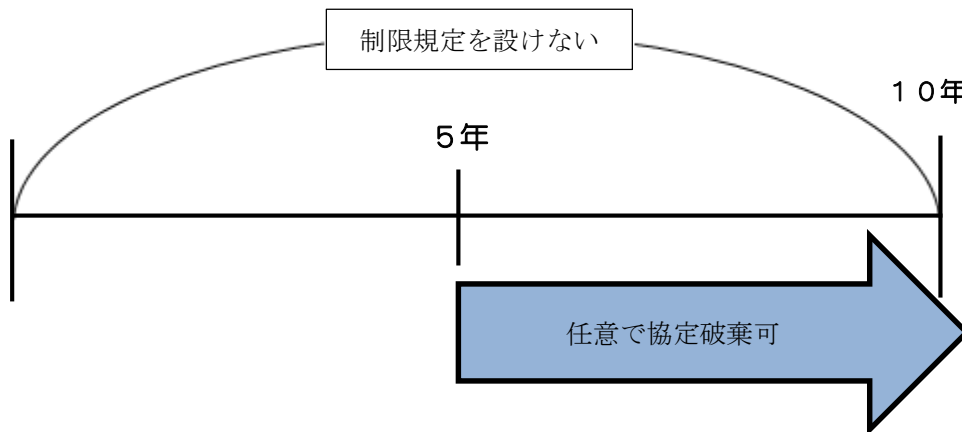
1. 関税率について

関税撤廃対象は全品とし、猶予期間付き自由貿易協定の発効時点から関税撤廃を開始する。

2. 自由貿易の期間を設け、協定を結ぶ。

従来の自由貿易協定の交渉において、一度発効した場合、自由貿易協定を破棄することが困難である。そのため、締結国、加盟国同士の利害が一致せず、交渉が難航するという問題がある。また、国内の産業においても効果が小さい産業の企業や、効果がマイナスである主張する企業は自由貿易促進に対して一貫して反対の立場をとるため、意見をまとめづらいという問題がある。

そのため最低施行期間を5年間、最大施行期間を10年間に設定し、猶予期間付き自由貿易を行うことを提案する(図表 17)。この最低施行期間の5年間は、自由貿易協定の締結することで、企業価値を中長期的に測ることに必要と我々は考えた。



図表 17 猶予期間の設置

猶予期間付き自由貿易協定を締結し最低施行期間の5年を過ぎた場合、締結国、加盟国は任意で協定を破棄することができる。また、最大施行期間の10年間は自由貿易協定の交渉において難点になっているラチェット規定のような1度でも自由化、規制緩和を行った場合、締結国、加盟国の不都合によって自由化、規制緩和をした条件を変更前に戻すことができないなどの制限規定を設けない。

3. 期間が終了してからの自由貿易について。

猶予期間付き自由貿易協定が終了したのち、締結国、加盟国同士の同意があれば、その後も継続して自由貿易を行う。また、猶予期間付き自由貿易期間内で締結国、加盟国内の産業に不利益が生じた場合、締結国、加盟国内の同意のもと自由化の除外品、関税の調整をするという条約を規定し、締結国、加盟国内の同意のもと再度新たな自由貿易協定を締結する。

期間を定めることにより、自由貿易協定参加へのハードルが低くなる。そして、国内で利害の不一致が生じていたとしても、利害調整は比較的容易になると考えられる。その結果、各国の自由貿易への参加の意欲が高まる。また、参加国が脱退する権利を有するのであれば、自由貿易を続けたい加盟国は条約内容について脱退を考えている加盟国に対して譲歩するというインセンティブが働くのではないだろうか。しかし、猶予期間を設けるということは、最低施行期間の5年を過ぎた場合に自由貿易協定から脱退する可能性が生じてしまう。つまり、不確実性があるため、投資家や企業にとって、投資を抑制する効果が発生してしまう可能性がある。この点は、猶予期間付き自由貿易協定のデメリットである。従来通りであれば、一度発効すると条約の破棄が不可能であったが、猶予期間付き自

由貿易協定ならば、柔軟に自由貿易協定の交渉内容、条件内容に対する変化に対応することができ、また、その猶予期間付き自由貿易協定の期間内における企業価値の増減の変化を観測し、企業価値向上の障壁を改善することができる。以上のことより、猶予期間付き自由貿易協定は有効であると考えられる。

第3項 農業協同組合の株式会社化

第3の政策提言として、我々は農業協同組合（以下農協）の株式会社化を提言する。

自由貿易協定の大筋合意を遅らせている要因の1つとして、農業分野の反対が挙げられる。原因として、農業分野では自由貿易協定を結んだ際に、安価な外国産農産品の輸入が増加し、国内での国産農産品の売上の減少を懸念していることだと考えられる。一方、山下(2004)も指摘している通り、日本の農産品は高品質であり、海外の農産品とうまく差別化することができるならば、農産品の輸出を促進することは可能である。しかし、日本の農家は利用可能な土地が少ないだけでなく零細な農家が多く、規模の経済が働きにくい環境にあるため、輸出可能な農産品を生産している農家であっても、輸出を行っていないのが現状である。

そこで、我々は効率化を促進する方法として、農協の株式会社化に注目した。現在、農協は各個人農家の協同組合という存在であり、農家に協力するという形である。だが、この形では、各農家が自由に行動することを容認してしまい、効率的な生産を行うことができず、外国産農産品よりも国産農産品が高価格になってしまう。また、各農家が自由に行動するため、規模の経済による効率性の効果も機能しにくい。

そこで、以下の方法で農協を株式会社化し、効率性の向上を図る。

1. 株式会社化した農協が農家から土地と農具などを購入し、農家の土地と農具に見合った額の株式を譲渡する。
2. 一部の農家の従事者を雇用する。雇用規定は現状の年金の基準を用い、年金受給年齢未満の農家を雇用する。
3. 散在、または、小さく分けられている農場や田園の統合をし、効率性の向上を行う。統合することのメリットとして、重機などの使用効率の向上などが挙げられる。

以上の方法で、不必要な人件費の削減と、田園の統合での労働の効率化を図ることができる。この方法を用いることで、現在の日本の農業よりも強い農業ができると考える。

農協が株式会社化することで、資金調達ルートが多様化するため、大規模化のための資金を集めやすくなる、というメリットもある。また、農協が株式会社化することにより、企業価値の向上という目に見えた効果が生まれることから、自由貿易によるさらなる投資がしやすくなるなどの資産効果が働くため、日本経済にとってプラスの効果が期待できる。

我々の行った実証分析において、農業分野が含まれている水産業は自由貿易協定に関するイベントに対して、影響を受けていないという結果が得られた。この実証分析結果は、農業分野の企業というものが水産業よりも少なく、自由貿易協定の影響が表に現れなかったことが要因であると考えられる。農協の株式会社化により、自由貿易による影響の観測が容易になるというメリットもある。実証分析から導き出された自由貿易の効果を勘案して、農協の株式会社化を行うことができれば、今後の自由貿易協定締結に向けて交渉が円滑に進むであろう。

我々は、以上の3つを自由貿易協定による企業価値向上のための政策提言とする。

おわりに

本稿では、「自由貿易協定が企業価値を向上させる」というビジョンの実現のために、企業の投資機会の増大に注目して研究を行った。その上で、①自由貿易協定の早期大筋合意②自由貿易協定の猶予期間の設定③農業協同組合の株式会社化を提言した。これらの提言により、自由貿易が容易に締結することができ、企業の設備投資機会が増加し企業価値向上につながると考える。

今後、TPP も含め自由貿易協定が世界各地で結ばれる可能性が大いにある。そこで、我々が提言した政策は、日本企業の設備投資機会が少ないという現状を改善し、アベノミクス第三の矢である規制緩和による投資機会の増大に追い打ちをかける提言となるであろう。企業価値を高める方法は他にも考えられるが、自由貿易協定を締結することは、内需、外需ともに投資機会を増大し、より大きなリターンを得ることができると考えられる。

自由貿易の拡大により設備投資が増大し、日本経済が活性化することで、失われた10年の不況を打開できることを願う。

これからもこの問題を念頭に置き、解決策を追い求める。

先行研究・参考文献・データ出典

先行研究

- ・ 遠藤正寛 (1997) 「地域経済統合の戦後世界貿易への影響—EEC, LAFTA, CMEA を事例として—」, 『三田商学研究』 第40巻第4号、p. 183-195
http://ci.nii.ac.jp/els/110000955428.pdf?id=ART0001124634&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1409910481&cp=
- ・ 浦田秀次郎, 安藤光代 (2010) 「自由貿易協定 (FTA) の経済的効果に関する研究」 RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパー、10-P-022
<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/10p022.pdf>
- ・ 竹田聡 (2007) 「株式市場から見た航空業の規制緩和—イベントスタディ法による検証—」 『年報財務管理研究』 18号 p. 82-87
http://ci.nii.ac.jp/els/110007010549.pdf?id=ART0008929776&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1413513378&cp

参考文献

- ・ 経済産業省 (2013) 『平成25年3月31日現在における経済産業省企業金融調査』 政府統計
http://www.meti.go.jp/statistics/san/setubi/result/h25.3_kekka.pdf
- ・ 首相官邸 (2013) 『「成長戦略」の基本的な考え方』
<http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seichosenryaku/kihon.html>
- ・ 木暮太一 (2013) 『「設備投資減税」で本当に景気が良くなるか? 「1粒で2度おいしい」のむなししい皮算用』, 日経ビジネス ONLINE
<http://business.nikkeibp.co.jp/article/opinion/20130610/249402/?rt=nocnt>
- ・ 税務会計情報ねっ島 TabisLand 『今注目の企業価値評価』 (2014/08/26 閲覧)
https://www.tabisland.ne.jp/tdb/kachi/kachi_006.htm
- ・ 加賀林陽介 (2012) 『企業のグローバル化と設備投資』, 日本政策投資銀行
http://www.dbj.jp/ja/topics/report/2012/files/0000011360_file2.pdf
- ・ 吉本澄司 (2014) 『数字を追う ～「失われた20年」で変わった企業の投資行動と再変化の可能性』, 日本総研
<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7491.pdf>
- ・ 外務省 『経済連携協定 (EPA) / 自由貿易協定 (FTA) 』 (2014年8月閲覧)
<http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/>
- ・ 財務省 『全国の貿易統計』 (2014年8月閲覧)
<http://www.customs.go.jp/toukei/info/index.htm>
- ・ 日本貿易振興機構 (ジェトロ) 『輸出統計 (品目別) 』 (2014年8月閲覧)
http://www.jetro.go.jp/world/asia/kr/stat_03/
- ・ 経済産業省 『EPA/FTA/投資協定』 (2014年8月閲覧)
http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/epa/

- ・ 外務省『環太平洋パートナーシップ（TPP）協定交渉』（2014年8月閲覧）
<http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/tpp/>
- ・ 森田果（2014）「イベントスタディー昨日の僕は今日の僕ではない」『実証分析入門—データから「因果関係」を読み解く作法』第24章 p.273-284 日本評論社
- ・ John Y. Campbell・Andrew W. Lo・A. Craig MacKinlay 著 祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳（2003）『ファイナンスのための計量分析』共立出版
- ・ 経済産業省『通商白書2001』（2014年10月閲覧）
<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku/>
- ・ 経済産業省『自由貿易協定の経済効果』（2014年10月閲覧）
http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/epa/html/fta_effects.html
- ・ 外務省『EPA（経済連携協定）・FTA（自由貿易協定）』（2014年10月閲覧）
http://www.mofa.go.jp/mofaj/press/pr/pub/pamph/pdfs/EPA_FTA.pdf
- ・ 経済産業省 『企業価値評価』（2014年10月閲覧）
http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/ji04_07_03.pdf
- ・ 山下 一仁(2004)「農産物輸出は日本農業再生の切札となるか」『産業新潮』11月号(2014年10月閲覧)
<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/yamashita/14.html>

データ出典

- ・ 株式会社日本経済新聞デジタルメディア『日経 NEEDS Financial QUEST Ver2.0』