

序文

一橋大学大学院経営管理研究科・教授 小川 英治

日本の製造企業は、長年にわたって様々な理由から生産拠点の海外進出を果たしてきた。その理由の主要なものは安価な労働力を求めた生産費用の節約と成長率が高く、将来有望な市場を求めた将来の売上高の拡大であると言われていた。生産費用の節約と市場の拡大に関連するもう一つ重要な要因がある。それは、為替相場の変動から発生する為替リスクへの対応である。1980年代後半のプラザ合意からルーブル合意にかけての急激な円高進行の時期やその後の度重なる円高の時期において、価格競争力の悪化を抑えるために、日本からの輸出を現地生産に変えるという生産拠点の海外移転に拍車がかかった。

このようなマイクロレベルでの個々の日本企業の生産拠点の海外進出という行動によって、マクロレベルでは日本の経常収支を構成する貿易収支黒字と第一次所得収支黒字が2005年に逆転するという象徴的なことが起こった。それ以降、第一次所得収支黒字が貿易収支黒字を上回り続けるとともに、第一次所得収支黒字が増大する一方で、貿易収支黒字が減少し、時には貿易収支が赤字に転じるときもあった。このような逆転現象は、長年にわたって計上してきた貿易収支黒字及び経常収支黒字が累積するなか、日本の超過貯蓄が機関投資家等を通じて海外で運用されるとともに、日本企業が生産拠点を海外へ移転させることによって対外純資産が増大し、それらから得られる利子・配当が増大したことを反映している。

その結果、現在、企業を取り巻く環境の一つとしての為替相場について言えば、第一に、生産拠点を日本から海外に移転させたことによって、とりわけ為替相場の変化に対して敏感に需

要が反応する生産物の生産を海外で行い、これらの輸出比率が低下したことによって、為替相場に対する日本からの輸出量の反応度が低下する傾向にある。外貨建て契約を行っている輸出について、外貨に対する円の為替相場の変化によって円換算した大きさだけ輸出額が変動する傾向にある。第二に、このように為替相場の変化に対する輸出量の反応度が低下する一方、日本企業が生産拠点を海外に保有したことによって、外貨建ての対外純資産が為替相場の変化によって円建て評価額が変動するという状況が強まっている。これは、日本企業が直面する為替リスクが輸出量というフローよりもむしろ対外純資産というストックに由来するようになってきたことを意味する。

本特集号は、「企業を取り巻く為替相場とその対応」をメインテーマの下に、上述の問題意識をもって、対外純資産の累積を生み出した国際資本フロー及び対外直接投資の問題とともに企業を取り巻く為替相場の問題を中心に、考察を行った。本特集号に掲載された各論文の概要は以下のとおりである。

猪口論文「資金フローの要因と世界金融危機後の変化」は、国際資本フローがどのような要因によって決定されるか、そして、世界金融危機の前後で国際資本フローを決定する要因がどのように変化したかを分析した。国際資本フローとして直接投資と証券(ポートフォリオ)投資とその他投資を対象として、資産サイドと負債サイドそれぞれについて、先進国と新興国のパネルデータを用いてGMM推定が行われた。分析期間は、世界金融危機以前の時期として1992年第1四半期(新興国を含む場合には2003年第1四半期)～2007年第1四半期、世

界金融危機以降の時期として2007年第2四半期～2015年第4四半期である。分析の結果は、世界金融危機以降、国際資本フローの要因に変化が生じ、とりわけグローバルな貨幣供給量、海外株価、グローバル・リスクといった対外的な変数が国際資本フローにとって重要な要因となったことが明らかとなった。一方、グローバル・リスクが証券投資の流入に対して新興国・先進国共にすべての期間で影響を与えているという結果が得られた。さらに、資本規制について、資本フローの自由度の下位（相対的に規制の厳しい）2グループの国で、資本フローの種類や期間を問わず、米国並みの自由度の国より資本フローが小さいことがわかった。一方で、規制の緩やかな上位2グループの国の証券投資の資本流入は世界金融危機以降では有意に小さくならなかった。したがって、世界金融危機以降における証券投資の資本流入に対する規制は、比較的強い規制だけが効果を持ったと結論している。

大野・鈴木論文「対外直接投資収益率の決定要因—日米の比較—」は、日本と米国を分析対象として対外直接投資の収益性の決定要因を検証し、両国に見られる特徴を比較した。2005年から2016年までの年ベースのパネルデータを用いて、対象国は直接投資収益率のデータが入手可能な国で、日本は29か国、米国は48か国である。日本企業の対外直接投資が生産・販売拠点の海外移転という特徴が強く、租税回避行為は欧米企業ほどには顕著ではないという従来からの認識と同様の結果が得られた。日本企業に比較すると、米国企業の方が、税務上の要素を考慮して投資先国を選定する傾向が強く、それが対外直接投資収益率に反映されているという結果を得た。また、ソブリン・リスク（対外純資産の対GDP比）の係数は有意に正となっており、リスク・プレミアムによって高い収益が実現されていることがわかる。為替相場変化率は有意に米国企業の対外直接投資収益率に影響を及ぼさなかった一方、日本の対外直接投資収益率は為替相場変化率に対して有意にな

る傾向を見出した。一般的に直接投資は長期にわたって行われる投資活動であり、投資残高の評価効果が無視できない影響を及ぼす。直接投資の対象国は相対的に分散しており、わが国の対外資産における直接投資の占有率の高まりは対外資産における為替エクスポージャーの分散化にもつながることを意味していると結論付けている。

小川・品田・佐藤論文「企業の海外進出と為替レートの変動の影響」は、日本の上場企業を対象に1999年度～2009年度までのパネルデータを用いて、海外拠点の資産規模の違いで為替相場の変動が企業価値（PBR）に及ぼす影響がどのように異なるかを分析した。また、為替相場の変動に伴う海外拠点のバランスシートや損益の変化が、関連する業績指標（自己資本・自己資本比率、ROE）に及ぼすインパクトを分析した。これらの分析を行うに際して、企業の海外拠点の資産・負債などのバランスシートの為替相場の変動による影響を為替換算調整勘定によって捉え、為替換算調整勘定が関連する業績指標に関するインパクトを海外進出の程度を踏まえて、分析を行った。分析の結果、海外拠点の資産規模の大きな企業ほど輸出も多く行い、円安によって企業価値が高める傾向がみられた。世界金融危機後の2010年度～2015年度では、円安が企業価値を高めるインパクトがやや拡大していることを確認した。為替相場の変動に伴う自己資本・自己資本比率への影響は、海外拠点の資産規模の大きな企業ほど大きなインパクトを受け、短期間でも急速に円高が進む場合には、そのインパクトは累積して企業に相応の負の影響を及ぼすことが明らかとなった。一方、為替相場の変動がROEに及ぼす影響は、円安に動く場合は分子（純損益）のROEの引き上げ効果が大きいため、ROEは上昇する傾向がみられた。

清水・佐藤論文「日本の輸出企業の為替リスク管理とその効果の検証」は、企業のが替リスク管理を整理したうえで、長期間にわたって推計した業種別のが替エクスポージャーと為替リ

スク手法を代理するデータを用いて、為替リスク管理の効果を検証した。1988年～2017年の期間において業種別データを用い、3年間毎に区切って為替エクスポージャーを推計したうえで、その為替エクスポージャーの推計値を非説明変数とし、為替リスク管理手法を代理する説明変数を用いて7業種10期間のパネルデータを構築して、プーリング推計及びパネル分析が行われた。分析の結果として、海外生産比率が高まるほど為替エクスポージャーが増加することが示された。これは、海外生産移転により為替取引リスクが低減するというオペレーショナル・ヘッジの効果よりも、企業の外貨建て資産が増加する際に生じる為替換算リスクや、海外生産移転後に予期せぬ為替変動により採算が悪化するという経済性リスクが高まっていることを示唆するものである。海外生産比率の上昇により為替取引リスク以外の為替換算リスクと為替経済リスクが増大し、現在採られている為替リスク管理手法ではそれらのリスクを有効にヘッジできないことを改めて浮き彫りとした。また、パススルーには為替エクスポージャーを低減する効果があることが示された。さらに、海外生産ネットワークでの企業内取引でドル建てが多いことは為替エクスポージャーの低減に効果があることが明らかとなった。

佐藤・吉元論文「日本企業の貿易建値通貨選択の決定要因」は、日本銀行の輸出物価指数を用いた新しい推定方法によって、商品別の貿易建値通貨選択を分析した。時変パラメーター・モデルを用いた推定によって、貿易建値通貨選択行動が時間を通じてどのように変化してきたかを商品ごとに分析した。輸送用機器、電気・電子機器、一般機械、化学製品に該当する商品を生産する上場企業831社の有価証券報告書からデータを収集して説明変数を構築し、企業の特徴を的確に捉えた説明変数を利用した。分析の結果は、貿易建値通貨選択行動の商品別推定値が日本の機械輸出において同じ産業内でも商品ごとにばらつきが大きいこと、輸出競争力が高いと目されている一部の商品では円建て輸出

が強く選好されていることが確認された。次に、輸出競争力を測る説明変数として企業の研究開発（R&D）集約度を用いると、円建て輸出比率を被説明変数としたダイナミックパネル推定の結果、2007年～2012年までの円高期にはR&D集約度の係数が有意に正となり、2012年末からの円安局面では有意に負の係数となった。競争力の高い輸出企業ほど、明らかな円高トレンドの下では円建て輸出を行い、円安トレンドの下では外貨（米ドル）建て輸出を行うことが示された。さらに、海外売上高比率と名目実効為替相場の変化率を説明変数として加えた結果、海外売上高比率は円高局面で建値通貨選択に有意な影響を与えないのに対して、円安局面では円建て輸出を有意に高めることがわかった。これは海外での販売シェア維持のために円安局面で円建て比率を高めることが有利に働くことを示唆している。

佐々木論文「為替相場が価格に反映されるパススルー効果—日本の輸入のパススルーは低下しているか—」は、為替相場の経常収支調整機能を左右するパススルー効果について、世界的にパススルー効果が低下してきていると言われるなかで、日本のパススルーも低下してきているかどうかを分析した。パススルーがどのように推移してきたかを明らかにするために、パススルー弾力性についてRolling推計によってその変化を分析した。また、時変パラメーターVARモデルによって為替相場の変化のショックに対する価格の反応が時間を通じてどのように変化したかを分析した。HS2桁分類の輸入価格を用いてパススルーを計測し、パススルー弾力性のRolling推計によってその推移について分析した。主な結論は、世界金融危機以降、日本の輸入のパススルーが上昇しているということである。日本銀行の企業価格指数の輸入物価を使った回帰分析や時変パラメーターVARモデルの分析によれば、日本の輸入のパススルーは1980年代に比べるとその後は低下傾向を示していたが、世界金融危機以降、パススルーが再び上昇している。次に、HS2桁分類の輸

序文

入価格を用いた Rolling 推計による分析では、パススルーは世界金融危機後に低下することを示したものの、「石油・石炭・天然ガス」と「金属および同製品」が世界金融危機後のパススルーの上昇の一因になっていることがわかっ

た。最後に、「石油・石炭・天然ガス」に当たる分類について時変パラメーターVARモデルで分析すると、最近のパススルーが上昇しているという結果が得られた。