

# 日本企業の為替エクスポージャーについて

上村 昌司 \*

## 概要

本稿は日本企業の為替エクスポージャーの推定を行い、その性質を概観することを目的とする。とくに、為替エクスポージャーパズル（為替レートと企業価値の関係が弱いこと）が日本においても存在しているかに着目した。もっとも基本的な Jorion (1990) のモデルを用いた推定では、日本企業においても為替エクスポージャーパズルの存在が確認できた。また、為替レートの定義と過去の為替レートの変動の影響が為替エクスポージャーの推定に影響を与えるものの、為替エクスポージャーパズルを解決するほどの影響はないことも分かった。

## 1 はじめに

為替レートの予期せぬ変化に対する企業価値の感応度を為替エクスポージャーと呼ぶ。実証分析においては、株価収益率を企業価値の変化率の代理変数として、時系列データを用いた回帰モデル

$$R_{it} = \beta_{i0} + \beta_{ix}R_{xt} + \beta_{im}R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

における回帰係数  $\beta_{ix}$  によって為替エクスポージャーを推定することが多い (Adler and Dumas (1984), Jorion (1990))。ここで、 $t$  は時刻、 $R_{it}$  は企業  $i$  の株価収益率、 $R_{xt}$  は為替レートの変化率、 $R_{mt}$  は市場ポートフォリオの収益率、 $\epsilon_{it}$  は誤差項を表す。説明変数に市場ポートフォリオの収益率をコントロール変数として加えることにより、 $R_{it}$  と  $R_{xt}$  の両方に同時に影響を与えるマクロ経済変数の影響を取り除いている。為替エクスポージャーの概念について詳しくは Shapiro (2013) や久保田 (2016) などを参照のこと。

経済のグローバル化が進行している現在では多くの企業が為替エクスポージャーを有している可能性がある。多国籍企業、輸出・輸入企業はもちろんのこと、自国のみで事業を行う企業であっても、たとえば外国企業や多国籍企業が競合相手である場合には、間接的に為替レート変動の影響を受ける。また、各種報道でも為替レートの変化が企業業績に与える影響は大きく取り上げられる（たとえば、久保田 (2017) を参照）。しかし、初期の実証分析においては、株価収益率と為替レート変化率の関係が弱いこと、すなわち統計的に有意な為替エクスポージャーをもつ企業の数が少ないことが指摘されてきた（為替エクスポージャーパズル）。たとえば、Jorion (1990) は 287 の米国の多国籍企業を対象とした分析で、約 5% の企業だけが統計的に有意な為替エクスポージャーをもつことを示した。また、日本企業を対象とした分析では、He and Ng (1998) が 171 の多国籍企業のうち約 25% の企業が統計的に有意な為替エクスポージャーをもつことを示した。

為替エクスポージャーパズルの原因を説明することは国際ファイナンスにおける重要な課題の一つになっている。為替エクスポージャーパズルの説明は大きく分けて 2 つある。1 つは株価収益率と為替レート変化率の関係が弱いことはパズルではないという説明である。すなわち、多くの企業がさまざまなヘッジ手法を用いることにより為替エクスポージャーを削減しているため、両者の関係が弱いと考える。この方向の研究において

\* 麗澤大学経済学部, 〒277-8686 千葉県柏市光ヶ丘 2-1-1, Email: kamimura@reitaku-u.ac.jp

は、為替エクスポージャーの決定要因を特定することにより、両者の関係の弱さを説明しようとする。もう一つの説明は為替エクスポージャーの推定方法に原因があるとするものである。推定方法に関する問題として、為替レートとして何を用いるか、マクロ経済状況の代理変数として何を用いるか、推定に用いるデータの採録頻度（日次、週次、月次など）をどうするか、為替エクスポージャーが時間変動する可能性、為替レートのショックは遅れて企業価値に影響する可能性、為替レートの変化に対する株価の反応が非対称である可能性、などが挙げられる。為替エクスポージャーの推定方法が適切でないため、統計的に有意な為替エクスポージャーが得られないと考える。為替エクスポージャーパズルに関する先行研究については Bartov et al. (1996) や Muller and Verschoor (2006), Bartram et al. (2010) やその参考文献を参照せよ。

本稿は日本企業を対象に為替エクスポージャーの推定方法に着目する。日本企業の為替エクスポージャーに関する研究としては、He and Ng (1998), Dominguez (1998), Chow and Chen (1998), Williamson (2001), Ito et al. (2016) などがある。He and Ng (1998), Dominguez (1998), Williamson (2001), Ito et al. (2016) はある特定の多国籍企業または業種ポートフォリオについて、為替エクスポージャーの推定を行い、さらに為替エクスポージャーの決定要因を探っている。Chow and Chen (1998) はほぼすべての上場企業を対象とし、コントロール変数を配当利回りと期間プレミアム（長短金利差）としたときの推定を行っている。また、データの採録頻度をさまざまに変化させることにより、統計的に有意な為替エクスポージャー数の変化を見ている。

本稿では、最近のデータといくつかの推定モデルを用いて為替エクスポージャーを推定し、日本企業において為替エクスポージャーパズルが存在するのを確認する。とくに、為替レートの定義による違い、為替レートの変化が遅れて株価収益率に影響する可能性、為替エクスポージャーの非対称性が為替エクスポージャーの統計的有意性に与える影響を見たい。また、特定の多国籍企業だけではなく、東証1部・2部上場の全企業を分析の対象とする。為替エクスポージャーの決定要因等については、今後の研究課題としたい。

## 2 為替エクスポージャーの推定

### 2.1 推定方法, 利用データ

まずは基本モデル (1) に基いて、2016年、2011年、2006年のそれぞれ12月において、為替エクスポージャーの推定を行う。推定には月次データを用いる。分析対象は2016年12月時点で東証1部・2部に上場している企業とし、さらに推定する各時点において過去5年間の月次データ（60データ）が取得可能であった企業を推定の対象とする。為替レートの変化率 ( $R_{xt}$ ) として、BISが公表している名目実効為替レート<sup>\*1</sup>の変化率を用いる。名目実効為替レートは日本銀行のホームページ<sup>\*2</sup>から取得した。実効為替レートは主要貿易国との貿易額で加重平均した外貨のインデックスであり、実効為替レートの上昇は円価値の上昇（円高）を意味する。したがって、たとえば予期せぬ円高が起こった場合に株価収益率が上昇する企業の為替エクスポージャーは正となる。市場ポートフォリオの収益率 ( $R_{mt}$ ) は東証1部・2部上場全銘柄の普通株ベース時価総額加重配当込み収益率とする。このデータは金融データソリューションズが提供している「日本上場株式 Fama-French 関連データ」から取得した。また、各企業の株価収益率 ( $R_{it}$ ) は金融データソリューションズが提供している「日本上場株式 月次リターンデータ」の配当込み収益率を利用した。

\*1 <https://www.bis.org/statistics/eer.htm>

\*2 <https://www.boj.or.jp/statistics/market/forex/jikko/index.htm>

## 2.2 推定結果

表1に推定された為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$  の基本統計量を示す。2016年、2011年においては、平均的には企業の為替エクスポージャーは負であり、外貨に対して円高になると株価（企業価値）が下落することが分かる。表3に為替エクスポージャーの統計的有意性と符合を調べた結果を示す。有意な為替エクスポージャーをもつ企業は全体の約7.0%であり、そのうち為替エクスポージャーが負であるものは約5.7%、正であるものは約1.3%である。モデル(1)を用いて為替エクスポージャーを推定すると、日本においても少数の企業のみが統計的に有意な為替エクスポージャーをもつことが分かり、これは先行研究の結果と一致している。また、統計的有意性を無視して全企業を対象に見ると、負のエクスポージャーをもつ企業は約57.1%、正のエクスポージャーをもつ企業は約42.9%となる。すなわち、外貨に対して円高（円安）になると株価が下落（上昇）する企業の割合が多く、新聞報道等で見られる一般的な認識と一致している。また、機械、電気機器、輸送用機器といった時価総額が大きい企業が含まれる業種に負の為替エクスポージャーをもつ企業が多い。

個別企業について推定した為替エクスポージャーは推定誤差が大きいので、推定誤差を減らすため、業種ポートフォリオについて為替エクスポージャーを推定した。業種ポートフォリオは各業種に含まれる企業を等ウェイトで組み入れて作成した。結果を表5の第2列に示す。有意に負の為替エクスポージャーをもつ業種は、ゴム製品、機械、輸送用機器、精密機器であり、有意に正の為替エクスポージャーをもつ業種はなかった。この結果からも平均的には日本企業は負の為替エクスポージャーを持ち、それらはこの4業種の影響が大きいことが分かる。

この節の結果をベースとして、以降の節では推定の条件を変えて為替エクスポージャーを推定する。

## 3 円・ドルレートの場合

### 3.1 推定方法、利用データ

本節ではモデルは(1)のまま、為替レートを円・ドルレート（円で測った米ドルの価値、円/ドル）とした場合の推定を行う。推定は2節と同様に、2016年、2011年、2006年のそれぞれ12月時点において月次データを用いて行う。円・ドルレートとして日本銀行のホームページ<sup>\*3</sup>から取得した月末・17時時点のスポットレートを利用する。この円・ドルレートを用いると、ドルに対して円価値が上昇するときに為替レートの値は減少することになり、実効為替レートの場合とは逆の関係になってしまう。そこで、実効為替レートを用いたときの結果と比較しやすくするため、この円・ドルレートから計算した収益率  $R'_{xt}$  に  $-1$  をかけたものを為替レートの収益率  $R_{xt} = -R'_{xt}$  とする。そうすると、予期せぬ円高（円安）が起こった場合に為替レート  $R_{xt}$  は増加（減少）することになる。よって、たとえば予期せぬ円高が起こった場合に株価収益率が上昇する企業の為替エクスポージャーは正となり、実効為替レートを用いた場合と同じ符号となる。

### 3.2 推定結果

推定された為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$  の基本統計量を表2に示す。いずれの推定時点においても平均的には企業の為替エクスポージャーは正であり、平均的には米ドルに対して円高（円安）になると株価（企業価値）

\*3 <https://www.boj.or.jp/statistics/market/forex/fxdaily/index.htm>

が上昇（下落）することが分かる。これは、実効為替レートを用いた結果（表 1）とは逆である。為替エクスポージャーの符合を調べた結果を表 4 に示す。有意な為替エクスポージャーをもつ企業は全体の約 7.7% であり、そのうち為替エクスポージャーが負であるものは約 2.6%、正であるものは約 5.2% である。有意な為替エクスポージャーをもつ企業の割合は、実効為替レートを用いた場合とほぼ同じであるが、円・ドルレートを用いたほうが正の為替エクスポージャーをもつ企業の割合が多い。また、統計的有意性を無視して全企業を対象に見ると、負のエクスポージャーをもつ企業は約 42.6%、正のエクスポージャーをもつ企業は約 57.4% となる。すなわち、円・ドルレートを為替レートとした場合には、米ドルに対して円高（円安）になると株価が上昇（下落）する企業の割合が多く、この結果は実効為替レートを用いた場合とは異なっている。また、輸送用機器に含まれる企業には相変わらず有意な負のエクスポージャーをもつものが多いが、建設業、化学、医薬品、機械、電気機器など多くの業種において有意な正のエクスポージャーをもつ企業が実効為替レートの場合に比べて増えている。

業種ポートフォリオについて為替エクスポージャーを推定した結果を表 5 の第 3 列に示す。業種ポートフォリオは各業種に含まれる企業を等ウェイトで組み入れて作成した。有意に負の為替エクスポージャーをもつ業種は輸送用機器のみであり、有意に正の為替エクスポージャーをもつ業種は医薬品とその他製品となった。輸送用機器は実効為替レートの場合と同様に負のエクスポージャーをもつが、円・ドルレートの場合は医薬品とその他製品は円・ドルレートを用いた場合にのみ正のエクスポージャーをもつ。

以上の結果より、為替レートとして円・ドルレートを用いた場合には、有意な為替エクスポージャーをもつ企業の割合は実効為替レートを用いた場合とほぼ同じであるものの、為替エクスポージャーの符合は実効為替レートを用いた場合と異なり平均的には正であることが分かる。実効為替レートは BIS により算出された、主要な貿易相手国との為替レートの加重平均インデックスである。貿易相手国との貿易額で加重平均をとる。BIS の算出方法<sup>\*4</sup>によれば、実効為替レートにおける主要な外貨のウェイトは

$$\text{人民元} : \text{ユーロ} : \text{米ドル} = 31.0\% : 13.0\% : 15.2\% \quad (2)$$

であり、米ドルよりも人民元のウェイトが大きい。したがって、実効為替レートと円・ドルレートの場合で為替エクスポージャーの符合が異なると考えられる。当然のことながら企業により主要な取引通貨は異なるはずであり、正確な企業の為替エクスポージャーを知るには企業の取引通貨に応じた為替レートを用いなければならない。よって、為替レートの定義が為替エクスポージャーパズルの原因の一つである可能性は考えられる。

## 4 為替エクスポージャーの非対称性

為替エクスポージャーの推定式 (1) では、為替エクスポージャーは対称であることが仮定されている。すなわち、為替レート  $R_{xt}$  が  $x\%$  上昇した場合に株価収益率が  $y\%$  上昇したとすると、 $R_{xt}$  が  $x\%$  下落した場合には株価収益率が  $y\%$  下落することを仮定している。しかし、為替レートの上昇時と下落時では、株価収益率の変動の大きさが異なる可能性がある。Koutmos and Martin (2003) は非対称な為替エクスポージャーをもつ理由の一つとして非対称な PTM 行動 (pricing-to-market behavior) を挙げている。PTM 行動とは為替レートが変化しても輸出企業が現地通貨建ての販売価格をすぐには改定せず一定に保つ行動のことを言う。また、非対称な PTM 活動とは輸出企業が円高時にのみ PTM 活動を行うことを言う。すなわち、円高時には現地でのシェアを維持するために現地通貨建て販売価格を一定に保つが、円安時にはシェア拡大を目指して現地

<sup>\*4</sup> <https://www.bis.org/statistics/eer.htm>

通貨建て販売価格を為替レートに応じて引き下げること行動のことである。非対称な PTM 活動を行う輸出企業については、円高時に利益が減少する一方で、円安時には利益が増加しないため、為替エクスポージャーに非対称性が生じることになる。為替エクスポージャーに非対称性が生じる他の理由や他の先行研究については Koutmos and Martin (2003) を参照せよ。

為替エクスポージャーの非対称性を考慮するため、つぎのモデルを考える (Koutmos and Martin (2003))。

$$R_{it} = \beta_{i0} + \beta_{ix}R_{xt} + \beta_{id}D_{xt}R_{xt} + \beta_{im}R_{mt} + \epsilon_{it}. \quad (3)$$

ここで、

$$D_{xt} = \begin{cases} 0, & R_{xt} > 0 \\ 1, & R_{xt} \leq 0 \end{cases} \quad (4)$$

と定義する。説明変数に  $D_{xt}R_{xt}$  を加えることで、為替エクスポージャーの非対称性を捉えるようとしている。もし、為替エクスポージャーが対称ならば  $\beta_{id} = 0$  となるはずである。したがって、 $\beta_{id}$  がゼロであるかどうかを検定することにより、為替エクスポージャーの非対称性を検定できる。

2016 年 12 月時点において、為替レートを名目実効為替レートとした場合に推定を行った。結果を表 6 に示す。表 6 は有意な為替エクスポージャーをもつ企業を  $\beta_{ix}$  と  $\beta_{id}$  の符合で場合分けしたときの企業数を示す。 $\beta_{ix}$  または  $\beta_{id}$  が 5% 水準で有意であった企業の割合は全体の 11.3% であった。対象なモデル (1) の場合 (有意な為替エクスポージャーをもつ企業は全体の 7%) と比べて、若干割合が増えているが、為替エクスポージャーパズルを解決するほどではない。また、 $\beta_{id}$  が有意にゼロでない、すなわち非対称な為替エクスポージャーをもつ企業は約 7.6% であった。

表 7 は、有意性を無視して為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$ ,  $\beta_{id}$  の符合で場合分けしたときの企業数を示す。表 6 と表 7 により、 $\beta_{ix} < 0$  かつ  $\beta_{id} > 0$  となる企業が多いことが分かる。(3) における為替エクスポージャーは

$$\beta_{ix} + \beta_{id}D_{xt} = \begin{cases} \beta_{ix}, & R_{xt} > 0 \\ \beta_{ix} + \beta_{id}, & R_{xt} \leq 0 \end{cases} \quad (5)$$

である。よって、 $\beta_{ix} < 0$  かつ  $\beta_{id} > 0$  であることは外貨に対して円高になった場合に株価収益率が下落するが、同じ大きさだけ円安になった場合の上昇幅は円高時ほどは大きくなる企業が多いことを示す。すなわち、円安時よりも円高時のほうが為替レートが株価へ与える影響が大きいことが示唆される。

## 5 過去の為替レートの影響

モデル (1) は予期せぬ為替レートの変化が同時に株価収益率に影響を与えることを仮定したモデルである。本節では予期せぬ為替レートの変化が遅れて株価収益率に影響を与える可能性を考慮したモデルを考える。投資家は企業の為替リスク管理に関する情報を十分に持っていない可能性がある。そのため、予期せぬ為替レートの変化が起きたとき、それが企業価値に与える影響を投資家が評価するのに時間を要するため、為替レートの変化の影響が遅れて株価収益率に反映される可能性が生じる。現在の株価収益率が 3 ヶ月前までの為替レートの影響を受けると仮定して

$$R_{it} = \beta_{i0} + \beta_{ix}R_{xt} + \sum_{j=1}^3 \beta_{ix}^{Lj} R_{x,t-j} + \beta_{im}R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

というモデルを考える。 $\beta_{ix}^{Lj}$  ( $j = 1, 2, 3$ ) が  $j$  ヶ月前の為替レートの影響を捉える為替エクスポージャーを表す。

2016年12月時点において、為替レートを名目実効為替レートとした場合に推定を行った。結果を表8に示す。 $\beta_{ix}$  または  $\beta_{ix}^{Lj}$  ( $j = 1, 2, 3$ ) のいずれかが5%水準で有意な企業は約21.0%となる。遅れ変数を考慮しない場合(表3)に比べて約3倍の企業が有意な為替エクスポージャーをもつことになる。したがって、為替エクスポージャーの推定の際には過去の為替レートの影響をモデルに考慮することが重要であることが示唆される。また、有意な為替エクスポージャーの符合を見ると、同時点の為替エクスポージャー( $\beta_{ix}$ )は負であるものが多いが、ラグ付き変数 $R_{x,t-j}$ の為替エクスポージャー( $\beta_{ix}^{Lj}$ )は正であるものが多い。すなわち、たとえば、予期せぬ円高は平均的には瞬時に株価収益率を下落させるが、時間が経つに連れその影響は株価収益率を上昇させる方向に作用し、過去に生じた下落の影響を弱めている可能性が考えられる。ただし、ラグ $j$ をどこまで取るかについては今後研究の余地がある。

## 6 まとめと今後の課題

本稿は日本企業の為替エクスポージャーを推定し、推定値の基本的な性質を明らかにした。基本モデル(1)を用いて為替レートを名目実効為替レートとした推定では、約7.0%の企業のみが統計的に有意な為替エクスポージャーを持つことが分かった。日本企業においても為替レートの変動と企業価値(株価)の変動の関係が弱い(為替エクスポージャーパズル)が確認できた。また、時価総額の大きい輸送用機器に属する企業に有意に負の為替エクスポージャーをもつ企業が多いため、日本企業の為替エクスポージャーが負である(円高時に株価が下落する)傾向がより強調されることになる。

為替レートを円・ドルレートとした推定においては、名目実効為替レートを用いた場合とは異なり、有意に正の為替エクスポージャーをもつ企業が多かった。より正確に為替エクスポージャーを推定するためには各企業の取引通貨に応じた為替レートを用いる必要があることが分かる。さらに、為替エクスポージャーの非対称性を考慮したモデル(3)と過去の為替レートの影響を考慮したモデル(6)を用いた推定も行った。非対称性を考慮したモデルを用いても、有意な為替エクスポージャーをもつ企業数はあまり増加しない。一方、過去の為替レートの影響を考慮したモデルでは、有意な為替エクスポージャーをもつ企業は基本モデル(1)の場合に比べ約3倍の21.0%となり、ラグ付き変数の影響を考慮する必要性が示唆される結果となった。

いずれのモデルを用いた場合でも有意な為替エクスポージャーを持つ企業の割合は小さく、日本企業においても為替エクスポージャーパズルが存在していると言える。今後は為替エクスポージャーパズルの原因、すなわち為替エクスポージャーの決定要因を探ることが課題となる。本稿で用いたモデル以外にも、為替エクスポージャーの時間変動を考慮したモデルや、データの採録頻度を変化させたモデル、マクロ経済状況の代理変数(本稿では市場ポートフォリオ)を変化させたモデルなども研究する必要がある。また、本稿のような統計分析では平均的な傾向を知ることはできない。為替エクスポージャーに関してより深い理解を得るために個々の企業に着目した事例研究も行いたい。

## 参考文献

- Adler, M. and B. Dumas (1984) "Exposure to currency risk: definition and measurement," *Financial Management*, Vol. 13, pp. 41-50.
- Bartov, E., G. M. Bodnar, and A. Kaul (1996) "Exchange rate variability and the riskiness of U.S. multinational firms: evidence from the breakdown of the Bretton Woods system," *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, pp. 105-132.

- Bartram, S., G. W. Brown, and B. A. Minton (2010) “Resolving the exposure puzzle: The many facets of exchange rate exposure,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 148-173.
- Chow, E. H. and H. L. Chen (1998) “The determinants of foreign exchange rate exposure: Evidence on Japanese firms,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, pp. 153-174.
- Dominguez, K. M. (1998) “The Dollar Exposure of Japanese Companies,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 12, pp. 388-405.
- He, J. and L. K. Ng (1998) “The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations,” *The Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 733-753.
- Ito, T., S. Koibuchi, K. Sato, and J. Shimizu (2016) “Exchange Rate Exposure and Risk Management: The Case of Japanese Exporting Firms,” *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 41, pp. 17-29.
- Jorion, P. (1990) “The Exchange-Rate Exposure of U.S. Multinationals,” *The Journal of Business*, Vol. 63, pp. 331-345.
- Koutmos, G. and A. D. Martin (2003) “Asymmetric exchange rate exposure: theory and evidence,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 22, pp. 365-383.
- Muller, A. and W. F. C. Verschoor (2006) “Foreign exchange risk exposure: Survey and suggestions,” *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 16, pp. 385-410.
- Shapiro, A. C. (2013) *Multinational Financial Management*: John Wiley & Sons, 10th edition.
- Williamson, R. (2001) “Exchange rate exposure and competition: evidence from the automotive industry,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, pp. 441-475.
- 久保田 政純 (2016) 「日本企業の外国為替リスク管理 (上)」, 『麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper No. 74』, 8-24 頁.
- (2017) 「日本企業の外国為替リスク管理 (中)」, 『麗澤大学経済社会総合研究センター Working Paper No. 78』, 11-31 頁.

## 表

表 1: 為替エクスポージャーの推定値の基本統計量: 名目実効為替レート

各推定時点（いずれの年も 12 月）における推定為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$  のクロスセクションでの平均値，標準偏差，四分位数を示す。為替エクスポージャーは，モデル (1) を用いて，為替レートを名目実効為替レートとし，各算出時点においてそれぞれ過去 5 年の月次データを用いて推定した。

推定時点	標本サイズ	平均	標準偏差	最小値	25% 点	中央値	75% 点	最大値
2016 年	1,914	-0.127	0.621	-4.066	-0.434	-0.088	0.235	4.376
2011 年	1,746	-0.064	0.678	-5.438	-0.422	-0.014	0.384	2.902
2006 年	1,447	0.106	0.818	-4.051	-0.343	0.057	0.533	4.880

表 2: 為替エクスポージャーの推定値の統計量: 円・ドルレート

各推定時点（いずれの年も 12 月）における，為替レートを円・ドルレートとした場合の，推定為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$  のクロスセクションでの平均値，標準偏差，四分位数を示す。為替エクスポージャーは，モデル (1) を用いて，為替レートを円・ドルレートとし，各算出時点においてそれぞれ過去 5 年の月次データを用いて推定した。ただし，為替レートの収益率  $R_{xt}$  は円・ドルレートの収益率に  $-1$  をかけたものとした。よって，たとえば予期せぬ円高のときに株価収益率が上昇する企業の為替エクスポージャーは，実効為替レートの場合と同様に正となる。

推定時点	企業数	平均	標準偏差	最小値	25% 点	中央値	75% 点	最大値
2016 年	1,914	0.105	0.622	-3.164	-0.230	0.088	0.434	3.926
2011 年	1,746	0.079	0.580	-2.820	-0.231	0.081	0.393	5.368
2006 年	1,447	0.075	0.652	-2.446	-0.300	0.008	0.375	4.332



表 3: 有意な為替エクスポージャーをもつ企業数: 名目実効為替レート

為替エクスポージャーの符合を業種別に調べた表。為替エクスポージャーはモデル (1) を用いて、為替レートを名目実効為替レートとし、2016 年 12 月時点において過去 5 年の月次データを用いて推定。推定対象となった企業数は 1914。  $N_-$ ,  $N_+$  はそれぞれ負, 正の為替エクスポージャーをもつ企業数を表す。  $N_-^*$ ,  $N_+^*$  はそれぞれ 5% 水準で有意に負, 正であったものの数を表す。

業種	$N_-$	$N_+$	$N_-^*$	$N_+^*$	業種	$N_+$	$N_-$	$N_-^*$	$N_+^*$
水産・農林業	3	1	0	0	精密機器	26	6	3	0
鉱業	4	2	0	0	その他製品	24	31	2	3
建設業	35	71	3	2	電気・ガス業	7	13	2	1
食料品	45	38	2	0	陸運業	14	27	2	0
繊維製品	30	14	1	0	海運業	8	3	0	0
パルプ・紙	7	7	2	1	空運業	1	3	0	0
化学	68	77	9	0	倉庫・運輸関連業	13	13	1	0
医薬品	19	19	0	0	情報・通信業	64	45	7	1
石油・石炭製品	8	3	0	0	卸売業	101	64	7	1
ゴム製品	11	5	2	0	小売業	106	66	7	1
ガラス・土石製品	16	20	2	1	銀行業	20	55	0	7
鉄鋼	19	17	1	1	証券, 商品先物取引業	16	6	2	0
非鉄金属	15	11	0	0	保険業	1	5	0	0
金属製品	24	24	2	1	その他金融	9	10	1	1
機械	104	41	19	0	不動産業	16	24	3	4
電気機器	117	51	10	0	サービス業	88	34	5	0
輸送用機器	54	15	14	0	合計	1093	821	109	25

表 4: 業種別の有意な為替エクスポージャーの数: 円・ドルレート

為替エクスポージャーの符合を業種別に調べた表。為替エクスポージャーはモデル (1) を用いて、為替レートを円・ドルレートとし、2016 年 12 月時点において過去 5 年の月次データを用いて推定。ただし、為替レートの収益率  $R_{xt}$  は円・ドルレートの収益率に  $-1$  をかけたものとした。よって、たとえば予期せぬ円高のときに株価収益率が上昇する企業の為替エクスポージャーは、実効為替レートの場合と同様に正となる。推定対象となった企業数は 1914。  $N_-$ 、  $N_+$  はそれぞれ負、正の為替エクスポージャーをもつ企業数を表す。  $N_-^*$ 、  $N_+^*$  はそれぞれ 5% 水準で有意に負、正であったものの数を表す。

業種	$N_-$	$N_+$	$N_-^*$	$N_+^*$	業種	$N_-$	$N_+$	$N_-^*$	$N_+^*$
水産・農林業	3	1	0	0	精密機器	16	16	4	0
鉱業	2	4	0	0	その他製品	15	40	0	5
建設業	23	83	0	10	電気・ガス業	7	13	0	3
食料品	24	59	0	7	陸運業	16	25	0	2
繊維製品	19	25	1	2	海運業	4	7	0	1
パルプ・紙	5	9	1	1	空運業	2	2	0	0
化学	64	81	4	7	倉庫・運輸関連業	9	17	1	0
医薬品	5	33	0	8	情報・通信業	44	65	2	6
石油・石炭製品	2	9	0	0	卸売業	68	97	3	7
ゴム製品	11	5	0	0	小売業	68	104	3	7
ガラス・土石製品	15	21	2	3	銀行業	43	32	0	0
鉄鋼	14	22	1	3	証券、商品先物取引業	17	5	0	1
非鉄金属	13	13	0	1	保険業	6	0	1	0
金属製品	19	29	2	4	その他金融業	4	15	0	2
機械	80	65	6	4	不動産業	10	30	0	2
電気機器	90	78	6	7	サービス業	42	80	1	6
輸送用機器	56	13	11	0	合計	816	1098	49	99

表 5: 業種別ポートフォリオの為替エクスポージャー

業種別ポートフォリオの為替エクスポージャーを表す表。業種別ポートフォリオは各業種に含まれる企業を等ウェイトで組み入れて作成した。為替エクスポージャーはモデル (1) を用いて、為替レートを名目実効為替レートまたは円・ドルレートとして、2016 年 12 月において推定した過去 5 年の月次データを用いて推定。ただし、円・ドルレートの場合には為替レートの収益率  $R_{xt}$  は円・ドルレートの収益率に  $-1$  をかけたものとした。よって、いずれの為替レートを用いた場合でも、たとえば予想せぬ円高のときに株価収益率が上昇する企業の為替エクスポージャーは正となる。

業種	実効為替レート	円・ドルレート
水産・農林業	-0.194	-0.062
鉱業	-0.226	0.091
建設業	0.261	0.546
食料品	-0.098	0.205
繊維製品	-0.135	0.001
パルプ・紙	0.055	0.113
化学	-0.026	0.033
医薬品	-0.006	0.476*
石油・石炭製品	-0.219	0.243
ゴム製品	-0.376*	-0.257
ガラス・土石製品	0.064	0.166
鉄鋼	-0.002	0.231
非鉄金属	-0.152	0.054
金属製品	0.101	0.212
機械	-0.405*	-0.067
電気機器	-0.314	-0.035
輸送用機器	-0.506*	-0.419*
精密機器	-0.342*	0.007
その他製品	0.063	0.235*
電気・ガス業	0.049	0.101
陸運業	0.076	0.110
海運業	-0.134	0.243
空運業	0.589	0.012
倉庫・運輸関連業	0.005	0.231
情報・通信業	-0.147	0.166
卸売業	-0.150	0.097
小売業	-0.135	0.118
銀行業	0.235	-0.053
証券、商品先物取引業	-0.475	-0.116
保険業	0.162	-0.429
その他金融業	-0.015	0.427
不動産業	-0.075	0.306
サービス業	-0.313	0.216

\* は 5% 水準で有意であることを示す。

表 6: 非対称な為替エクスポージャーをもつ企業の数

為替エクスポージャーの非対称性を考慮したモデル (3) を用いて推定したとき、有意な為替エクスポージャーをもつ企業について、 $\beta_{ix}$  と  $\beta_{id}$  の符合を調べた表。為替エクスポージャーは 2016 年 12 月において過去 5 年の月次データを用いて推定。全企業数は 1914。  $\beta_{ix} = 0$  の列と  $\beta_{id} = 0$  の行はそれぞれ有意な為替エクスポージャーを持たない企業数を示す。たとえば、有意に  $\beta_{ix} < 0$  かつ  $\beta_{id} > 0$  となる企業数は 70 であることを示している。

	$\beta_{ix} > 0$	$\beta_{ix} = 0$	$\beta_{ix} < 0$
$\beta_{id} > 0$	0	48	70
$\beta_{id} = 0$	4	1697	67
$\beta_{id} < 0$	11	17	0

表 7: 非対称な為替エクスポージャーの符合

非対称モデル (3) によって推定した為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$ ,  $\beta_{id}$  の符合を調べた表。為替エクスポージャーは、為替レートを名目実効為替レートとし、2016 年 12 月において過去 5 年の月次データを用いて推定した。全企業数は 1914。為替エクスポージャーの有意性は考慮していない。たとえば、 $\beta_{ix} < 0$  かつ  $\beta_{id} > 0$  となる企業数は 1198 であることを示している。

	$\beta_{ix} > 0$	$\beta_{ix} < 0$
$\beta_{id} > 0$	120	1198
$\beta_{id} < 0$	437	159

表 8: 為替エクスポージャーの推定値の統計量: ラグ付き変数がある場合

ラグ付き変数モデル (6) によって推定した為替エクスポージャー  $\beta_{ix}$ ,  $\beta_{ix}^{Lj}$  ( $j = 1, 2, 3$ ) のクロスセクションでの平均値、標準偏差、四分位数を示す。各エクスポージャーは、為替レートを名目実効為替レートとし、2016 年 12 月において過去 5 年の月次データを用いて推定した。  $N_+^*$  ( $N_-^*$ ) は為替エクスポージャーが 5% 水準で有意に正 (負) である数。

エクスポージャー	平均	標準偏差	最小値	25% 点	中央値	75% 点	最大値	$N_-^*$	$N_+^*$
$\beta_{ix}$	-0.153	0.693	-5.409	-0.517	-0.098	0.265	3.753	140	30
$\beta_{ix}^{L1}$	0.026	0.582	-4.138	-0.307	-0.002	0.303	7.374	41	98
$\beta_{ix}^{L2}$	0.020	0.602	-4.818	-0.284	0.039	0.355	6.090	62	69
$\beta_{ix}^{L3}$	0.076	0.546	-5.028	-0.175	0.080	0.342	3.959	36	59

## 日本企業の外国為替リスク管理（下）

久保田政純\*

### はじめに

『日本企業の外国為替リスク管理（上）』[1]では、外国為替リスクが企業価値へ与える影響、そのリスクヘッジの方法などにつき先行研究の概要を記述した。

同じく『日本企業の外国為替リスク管理（中）』[2]では、円高や円安など外国為替の変動に晒される外国為替エクスポージャーの影響を主として新聞などで公表された決算関連記事に基づいて、会計的リスクを中心にその実態を概観した。

今回の研究ノートでは（上）と（中）で検討した結果を踏まえ日本企業の外国為替リスク管理について中間的な結論を取りまとめた。十分な実態調査が未だ不足しているので引き続き研究を継続したい。

## 1 為替リスクの分類

### 1.1. リスクとエクスポージャーの定義と言葉使い

Adler et al. [3]によれば、予測できない外国為替レートの変化が外国為替リスク(foreign exchange risk)と言われ、確率で表された統計的な数字で計測される。ある外貨が保有する将来のある一定期日における国内での購買力ないし価値については、当初予測された価値とは異なってくる可能性があり、その確率を為替リスクと定義する。

一方、外国為替エクスポージャー(foreign exchange exposure)とは、現存する外貨建て資産・負債が、将来のある特定の時点において、国内通貨建ての金融・実物資産及び負債の実質価値（市場価値）に影響を与え変動させる、その感度(sensitivity)を示す。

また、Ito et al. [4]によれば、為替エクスポージャーとは企業がどれだけ為替変動リスクに晒されているのかを測る尺度と定義されている。為替エクスポージャーの推計方法としては、各企業の株価の変化率を企業価値の変化率と考え、それをマーケットポートフォリオであるTOPIXの変化率と為替相場の変化率の二つの説明変数を持つ2ファクターモデル式を用いて計測する（(1)式）。ここで、為替相場の変化率の係数として推計された数値が各企業の為替エクスポージャーとなる。

$$R_{i,t} = \gamma_{0,i} + \gamma_{1,i} \cdot \Delta S_t + \gamma_{2,i} \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \dots \dots \dots (1)$$

$R_{i,t}$ :  $t$  時点の企業  $i$  の株価リターン

\*常磐大学国際学部教授、明治大学大学院グローバルビジネス学科非常勤講師、麗澤大学経済学部特任教授などを経て現在 カクタスインベスト株式会社。

Email:m-kubota@mx.mesh.ne.jp

- $R_{m,t}$  :  $t$  時点のTOPIXのリターン  
 $\Delta St$  :  $t$  時点の為替相場の変化率  
 $\gamma_{1,i}$  : 企業  $i$  の為替エクスポージャー  
 $\gamma_{2,i}$  : 企業  $i$  の市場TOPIXに対する  $\beta$   
 $\varepsilon_{i,t}$  : 分散項

なお、外国為替エクスポージャーという用語は、日本の実務では外貨の与信残、即ち外債、外貨ローンなどの外貨資産残（場合によっては負債相殺後のネット残高）を指すものとして使用されており、外国為替リスクと外国為替エクスポージャーは厳密に区別されて使用されることは少ない。

そこでリスクとエクスポージャーという用語の整理を行いたい。両者を厳密に区別する必要がない時は、リスクという言葉で両者を同一のものとして使用してよいと考える。しかし外国為替リスクを計測する尺度として使用する場合にはエクスポージャーという言葉を使用すべきであろう。また外貨の与信残としてエクスポージャーを使用する場合には寧ろ外国為替リスク残高というほうがいいのではなかろうか。エクスポージャーという言葉を使用する際には例えばエクスポージャー（リスク係数）など意味を明確に示すべきである。

## 1.2. 為替リスクの種類

### 経済的リスク、取引リスク、営業リスク、換算リスク、会計的リスクの定義

次に為替リスクの分類を検討しよう。実務では、会計ベースのリスク、即ち会計的リスク（貸借対照表や損益計算書に与えるリスク）と非会計リスクに分けることが多い。

しかし、Eiteman et al. [5] は、為替リスクを伝統的な分類に従って、取引リスク、営業リスク、換算リスクの三つに分けている。

取引リスク（**transaction exposure**）とは、為替レートの変化の前に既に生じているが、為替レートが変化した後には決済期日の来る財務の契約履行義務（**financial obligations**）残高の企業価値に与える変化を計測する。即ち現存する外貨建ての売掛金・買掛金等契約済み履行義務の残高から生ずるキャッシュフローの変化を取り扱う。

営業リスク（**operating exposure**）は、経済的リスク（**economic exposure**）、競争リスク（**competitive exposure**）あるいは戦略的リスク（**strategic exposure**）とも呼ばれ、為替レートの予期しない変化によって将来の営業キャッシュフローが変化し、それが企業価値に影響を与えるリスクである。企業価値は為替レートの変化が将来の販売量、価格、コストなどに与える効果によって変動する。取引リスクが既に契約済みのものに対して計測されるのに対し、営業リスクでは、まだ契約されていないがレートの変化により企業の国際競争力が影響を受ける結果、将来キャッシュフローが増減する変化額を対象とする。

換算リスク（**translation exposure**）は、会計的リスク（**accounting exposure**）の一つで

あり、会計上の株主資本に為替レートが与える影響を計測する。海外子会社の外貨建て財務諸表を単一通貨に換算し全世界の連結財務諸表を作成する時に株主資本（及び当期利益）が変化するリスクである。

また Shapiro et al. [6]によれば取引リスク、営業リスク、換算リスクの3つのリスクを挙げており、取引リスクと営業リスクの両者は一体として経済的リスクを構成するとしている。リスクの分類については Eiteman et al. とほぼ同様であるが、これらの厳密な区分は難しいという。例えば現在の売掛金の残高は会計帳簿に記帳されており取引リスクでもあり換算リスクの対象でもある。また締結済みの販売契約であるがまだ販売に至っていない取引リスクは売掛金に未計上なため換算リスクではないが営業リスクにも含まれる。

ここでとりあえず為替リスクの分類を、過去のリスクを記録する換算リスク、将来のリスクである経済的リスクに大きく分けておこう。経済的リスクは、既に契約済みながら将来に発生する取引リスクと未だ契約などで取引の確定していない営業リスクの二つに分類できる。

#### 会計的リスクと経済的リスク

さて、ここで会計的リスクを広く捉え、主として過去を記録する際の換算リスクに加え、為替変動が比較的予測可能な近い将来の決算に影響を与えるリスクも含めて考えることとする。一方、経済的リスクとは将来キャッシュフローを通して企業価値に影響を与えるものであるから、その違いは一見明白である。

しかしながら、両者の差異が時間軸とともに希薄化し一体化することにより現実には両者を明確に区別して捉えることは極めて難しい。急激な為替の変動が発生すると即座に直近の四半期決算、更にその次の四半期に反映されることが予想される。具体的には売上高、営業利益、営業外損益及び純資産（外貨換算調整勘定）に影響を与える。

売上高と営業利益は即座にキャッシュフローに影響し直接的に経済的リスクと関連する。更に為替差損益中、評価損益も対象資産・負債がその価値を変動させている事実を決算時点で認識するものであるから、それは将来キャッシュフローの現在価値を示しているものとも解釈でき、経済的リスクと関連する。

また外貨換算調整勘定は、決算日レート法によれば現在の時点で既になされた海外直接投資残高の時価を円で評価するための調整勘定と言えるので、もし減少しているならば円投資額が減価、もし増加しているなら投資価値が増加していることになる。

このように会計的リスクも現在のキャッシュフローにも影響し、また将来キャッシュフローを反映した企業価値とも関連する。このように経済的リスクと会計的リスクとの区別について両者を明確に区別するより、むしろ両者は密接に関連するものと考えられる。経済的リスクを財務諸表に反映したものが広い意味での会計的リスクと考えてもいいのではなかろうか。

従って会計的リスクという概念は、狭義の会計的リスクとして過去の財務活動を表す財務諸表の換算リスクに限定するのが望ましいと思料する。

## まとめ 経済的リスク（取引リスク、営業リスク）と換算リスク（狭義の会計的リスク）

ここで為替リスクの分類を、将来のキャッシュフローに影響を与える経済的リスクとして営業リスクと取引リスクの二つ、過去の取引を記録する換算リスクと併せて三つに分類することにしよう。

換算リスクは狭義の会計的リスクと考える。

### 1.3. リスクと時間軸

リスクの測定については将来の特定の日付における確率分布を前提にしているため、リスクを考えるうえで期間軸との関連をどう織り込むかという問題が生じる。通常、短期、例えば半年先であればエクスポージャー（リスク感度）は意味があるものとみられる。しかし長期はもちろん中期、例えば1～2年程度先でも、外国為替リスクに対し営業戦略や投資戦略などで柔軟に対応することにより国際競争力が変化するという観点を考慮すれば、中長期のエクスポージャーを厳密に特定するのは極めて難しい。為替リスク管理については時間軸の観点を常時持ちながら議論することが極めて重要である。

これに関連するが、既に現存する金融債権・債務においても半年ないし1年以上のものについてヘッジする必要があるのか、為替変動のボラティリティがかなり高いと思われる現状を考慮すれば先物予約などでヘッジをすることが反って企業価値を損なう可能性さえある。その意味で取引リスクにも時間軸を考慮して、短期と中長期の概念を入れる必要があるのかもしれない。

この議論は為替相場の変動がどのように企業価値に影響していくか、そのプロセスの分析も必要とされ、これは今後の研究課題である。

## 2 為替リスクは企業価値に影響を与えるか

次に外国為替リスクが実際に企業価値に影響を与えるか検討する。

やや古いだが、1978年初から1993年末までのデータに基づいてHe and Ng [7] が、日本の多国籍企業約2百社について為替リスクが企業価値に与える影響を分析している。

その結果、日本の多国籍企業では為替の変化に対するベータにつき相当の程度プラスの数字が得られた。円が減価した（外貨の円価格が高くなった）時には企業の株式利回りは上昇することを示している。特に、電機、精密機械、輸送機械器具の3業種に為替エクスポージャーに対する強いベータが顕著にみられると言っている。

次に久保田は[2]で円高が2016年第1四半期（4月～6月）の企業業績に与えた影響、即ち会計的リスクを分析した。円高は2016年2月頃より進み同年8月には月平均で1ドル101.34円までに至った。2016年第1四半期の平均レート108.27円に対し前年同期は121.37円であり、前年同期比約13円の円高である。

そこで2016年第1四半期決算発表結果について、2016年7月から9月までに日本経済新聞に報道されたものを輸出型企業（製造業）、内需型企業（製造業）、内需型企業（小売り、



サービス) に三分類して分析した。

#### 1 輸出型企業(製造業)

海外売上高比率の高い自動車・自動車関連、重工・建機、電子部品、精密機械については、円高は明らかに収益に悪い影響を与えている。例えば海外売上高比率78%(2015年度)というトヨタの営業利益対為替弾性率(営業利益の変化率/円の対ドル上昇率)は-2.48という数字を示している。

しかし、コマツの同弾性率は低く(-1.20)、これは国際的な価格競争力が強い製品に特化しているためと思われる。

また電子ピアノやギターなど高付加価値製品を持つヤマハや空調機器のダイキンのように価格競争力のある企業は値上げで円高に対処している。

#### 2 内需型企業(製造業)

化学、繊維、鉄鋼、非鉄企業については円高による売上減・為替差損などの影響を、食品の中で国際化の進んだ企業についてはドルのみならず新興国通貨安により悪影響を受けている。しかし、売り上げの国内依存度の高い紙パルプについては原燃料費の減少による営業利益増、製薬会社については円高の影響はほぼ中立など総じて影響は少ない。むしろ、円高によるコスト減や高付加価値の製品を持つ企業については増益基調となっている。

#### 3 内需型企業(小売、サービス)

商社や運輸等の中で海外売上高比率の高い企業については、円高による軽微なマイナスの影響を受けているが、小売ではほとんど影響はなく、むしろ海外製品の仕入依存度が高い企業については利益増である。建設、不動産、その他サービスについては円高の影響は中立である。

#### 4 まとめ

自動車など海外への事業分散が高度に進展した企業でも、いまだ円高によるマイナスの影響が存在する。産業全般では円高によるマイナスの影響がプラスよりもやや大きい。円高対応策として企業は短期的には合理化などコスト減をあげている企業が多いが、地域の分散化(営業リスクヘッジ)を一層図るという意見も多い。

輸出企業の中で市場寡占度の高い、あるいは高付加価値製品をもつ企業についてはむしろ価格改定で対応しており円高の影響を回避している。

### 3 日本企業の為替リスクヘッジ

このような状況で日本企業はどのようなリスクヘッジ策を取っているのか検討する。

#### 3.1. 為替リスクヘッジは経営上の重要な業務

ヘッジは一般にリスクを減少させるため企業経営上有効だと信じられているが、

Eiteman et al. [5] によれば、ヘッジ不要との意見もある。為替リスク管理はコストを負担させ企業価値を減少させることもある。また経営者として、為替損失は損益計算書に明示されるが、ヘッジコストは営業費用や金利費用の中に隠れるので仮にヘッジのコストが高くても会計上見える損失を避けるためにヘッジをすることがある。

しかし、ヘッジをすることにより、将来キャッシュフローのリスクを減少させ、企業の計画遂行能力を向上させ企業経営を事業計画に沿って遂行できる。企業経営上のリスクを可能な限り減少させ、将来のキャッシュフローをより正確に予測できれば資本予算などの意思決定も円滑に実現できるので、リスクヘッジは企業経営者の重要な業務の一つというべきであろう。

### 3.2. 金融ヘッジと営業ヘッジ(海外における研究)

次にリスクヘッジの手段について検討する。

Allayannis et al. [8] は、為替リスク管理における金融ヘッジと営業ヘッジの役割を個別に分析するのではなく、多国籍企業における両者の役割を広く関連付けて調査した結果、企業がグローバルに地域分散を強めるほど金融ヘッジを使うことが判明した。営業ヘッジは金融ヘッジとともに利用されるときだけ価値を生むと主張する。

これは企業では当然のことであって、短期の取引リスクについては金融ヘッジを利用するが、中長期にわたる営業リスクについては事業構造の変革も含む営業戦略による営業ヘッジを重用していることを示している。前者は一般に戦術面の措置であるが、後者は事業戦略に基づいてなされる。

Pantzalis et al. [9] は米国の多国籍企業について営業リスクヘッジが外国為替リスク管理に及ぼす影響を調べている。多国籍企業の海外事業のネットワーク構築上、営業ヘッジが進展し、広がり（進出先国数）のある企業は営業リスクが低く、一方深さ（一か国への拠点数）のある企業は営業リスクがより大きいという妥当な結論が得られた。

しかしながら海外における研究に大きく欠けている視点は、日本企業に特有なインボイス通貨の問題である。以下これを検討する。

### 3.3. 日本企業の為替リスクヘッジ（インボイス通貨の検討）

Ito et al. [4,10,11,12] は、日本企業について為替リスクヘッジ（金融及び営業ヘッジ）、建値（インボイス通貨）及び価格改定政策（価格転嫁）が為替リスクにどのように影響を与えるかに関する一連の実態調査を行い、日本の代表的製造業で海外市場依存度の高い企業は為替エクスポージャーが高いこと、インボイス通貨がドル建てになるほど為替エクスポージャーは増えるが金融・営業ヘッジによりエクスポージャーは減少すること、円建インボイスはエクスポージャーを減少させることの3点を挙げ、日本企業は為替リスクに対し、インボイス通貨に応じて金融・営業ヘッジ政策と価格改定政策を考慮しているという結論に至っている。

ヘッジについて、金融ヘッジ、営業ヘッジ、インボイス通貨、価格転嫁の4つの視点から検討している。

### 3.3.1 金融ヘッジ

日本企業の約4分の3が、為替市場を通じた何らかのヘッジ手段を利用し、企業規模が大きいほど、海外売上高比率が高いほど、複数のヘッジ手段によって為替リスク管理を行っているが、90%以上の企業は先物契約を利用している。期間は3か月が中心で、貿易取引額のすべて全額をヘッジする会社もあるものの、予約比率を情勢に応じて弾力的に調整する会社のほうが多い。

大半の商品を輸入しているファーストリテイリング等大手の小売業者の多くは、仕入れ額のほぼ全てを為替予約している。期間としては、3年程度先まで為替予約している。一方、かつて多額のデリバティブ評価損を計上した経緯から、新たな為替予約を控えている企業も散見される。特定のプロジェクトや子会社の設備資金対応の投融資については長期のヘッジを行うこともある。

オプションはコスト面からの制約が大きく、むしろオプションを売る銀行サイドの営業姿勢がその利用度を左右する面は否めない。為替換算調整勘定のヘッジについては日本企業では本格的な検討には未だ至っていない。

### 3.3.2 営業ヘッジ

営業リスクに対応するため多国籍企業（MNCs）は柔軟な営業ネットワークを構築する。国外への拠点の移転、海外関係会社のネットワーク間での経営資源の移転などを行うことで、市場の裁定を実行できる能力を高める。国際活動の分散化の過程において得られたリアルオプションの多いMNCsは国内企業に比べて高い経営の自由度を保有する。営業リスクヘッジは、市場の選択や価格政策などの販売面と原材料の調達、生産立地、労働力などの生産面の両面から考える必要がある。巨大MNCsは既に多くの国に業務を分散させているので、営業リスクヘッジは比較的柔軟に実行できる。生産拠点や販売拠点の移転に伴うコストも比較的少ない。

### 3.3.3 インボイス通貨政策

Ito et al.[4]は日本を代表する主要輸出企業12社のヒアリング調査を行い、2000年代の日系企業のインボイス通貨選択、為替リスク管理、価格設定の実態を解明した。短期的には、為替リスクヘッジの最善の手段は円建てインボイスの追求であるが、日本企業はインボイス通貨に先進国としては過度にドル依存している。先進国への輸出に際し輸入国の通貨を選択する強い傾向があり、またアジアへの輸出でもドルが一般的である。

しかし日本企業の中で高度に差別化された輸出製品を持ち、国際的に高い市場シェアを保持している企業は、円建てが可能である。インボイス通貨の選択は価格転嫁（パススル

一)をはじめ他のリスク管理手段とともに検討される。

日系自動車・電機メーカーは、2000年代に入り同一グループ内貿易が大半を占めるようになったため、海外現地法人に為替リスクを負わせないように、先進国向け輸出において現地通貨建て取引を、東アジア向け輸出において米ドル建て取引を選択し販売価格を安定させる行動を採用している。

### 3.3.4 価格転嫁政策（PTM行動）

このようにドル建て輸出価格が中心となっているため、為替レートが大きく変化しても取引先との長期の安定的取引を重視して輸出企業は外貨建て価格をすぐに改定せず一定に保つ。これはPTM（Pricing-to-Market）行動と呼ばれている。

一般的に、大幅な為替変動、特に円高局面においては輸出先の販売価格に為替変動を反映可能かどうかについては、企業の価格転嫁力、即ち製品の国際競争力にかかっているが、日本企業の場合長期の取引関係を考えて急激な価格改定はとらない傾向にあった。しかし、一部企業では国際競争力の強い製品については円建てで販売する動きが出ている。この円建てと国際競争力の関係も今後の研究課題でもある。

また従来円安局面においては、初期段階では値下げせず利幅の確保を優先してきた自動車などの一部輸出メーカーが、2015年の円安局面ではシェア拡大を目指し外貨建ての現地価格を引き下げる販売戦略をとる動きがあった。三菱電機ではシェア奪還に向けた営業戦略の一つとし、パワー半導体などで外貨ベースでの値下げした。

### 3.3.5 新興国通貨の問題

日本企業の新興国への事業進出が一層進展し、主力輸出企業では、新興国通貨の変動によって業績が大きく影響される。このため、新興国通貨安への対応を、例えば新興国の子会社に対するドル建て親会社貸付の一部を資本金に振り替え（現地通貨が対ドルで下落すると、ドル建て負債を持つ子会社の返済負担が増加する一方、現地での売り上げが現地通貨の場合、返済の原資が不足する。返済負担のない資本金に切り替え）、海外子会社に対する貸し付けをドル建てから現地通貨建てに切り替える、中国国内で仕入と販売の両方の取引をドル建てから人民元建ての取引に変更、などの動きがあるが、これはリスクを子会社から切り離すだけの措置でグループ全体のリスク軽減になるわけではなく、本質的な対策ではない。

## まとめ（今後の研究課題）

まず、為替エクスポージャーは、前述の $\gamma$ のように為替リスクの感度を示す係数で表示される。一方同様の係数として会計上は営業利益対為替弾性率（営業利益の変化率/円の対ドル変化率）を挙げることができる。

実務上は感度係数よりも弾性率のほうが分かりやすいが、基本的には同じものと言えよう。変化率はどの程度の期間幅で計測されたのかという点も問題になるが、とりあえずこれを捨象して考えると、為替エクスポージャーとして営業利益対為替弾性率を採用するのも一法かと考える。両者の関係については今後の実証研究により検証する必要がある。

次にこの考え方に立てば、長期的にみれば経済的リスクを会計ベースに引きなおしたものが会計的リスクと言っていだろう。経済的リスクの中で、既に契約済みの外貨建て債権債務に係るものを取引リスク、また会計的リスクの中で貸借対照表の純資産に変動を与えるものを換算リスクとして取り出している。結局前述のように、営業リスク、取引リスク、換算リスクの三つに為替リスクを分類するのは合理的だろう。

次に為替リスクヘッジについてであるが、これは上記の3リスクに対応して考慮すべきと考える。まず取引リスクは為替予約を中心とした金融ヘッジが主な手段であるが、その際、どの程度先迄ヘッジするか、という期間の問題がある。それは、為替の変化がどのようなプロセスでどの程度の時間を経て伝播していくかという点に関連する。

具体的には、売値へのパススルーがどの程度で実現するか、あるいは原材料価格に為替の変化がどう反映されるか、その他多くの利益に影響するすべての項目を、企業内の部門別、あるいは製品別に計測しなければならない。従って企業内において為替の変化を織り込み、既に調整過程が終わった債権・債務までヘッジをすることは無意味であろう。これは個別企業別に、それぞれ個別具体的に対応する問題となる。今後このプロセスを個別のケースで研究することが必要である。当然のことながら多国籍化の進んだ企業内での営業リスクヘッジの実態についても考察せねばならない。

もう一点はインボイス通貨と価格転嫁の問題である。『日本企業の外国為替リスク管理(中)』で見たように円建てインボイスが契約できるのは国際競争力に富む製品の場合が多く、また価格転嫁ができるのも同様の企業ないし製品である。従って究極の為替リスクヘッジは円建てインボイスにできるか、あるいは現地価格を為替変動に応じて柔軟に改定(パススルー)できるか、にかかっていると見えよう。

今後の研究は以上の諸点を中心となる。今後事例を増やし更に研究を深めていきたい。

なお、最後になったが、恩師諸井勝之助先生が2018年年初にご逝去された。

この拙い論文を国際財務研究の途をお示しいただいた先生の墓前に捧げ、生前のご指導に心から感謝を申し上げたい。

#### 参考文献

[1]久保田政純『日本企業の外国為替管理(上)』2016年、国際ビジネスファイナンス研究会報告書、国際ビジネスファイナンス研究会編、麗澤大学経済社会総合研究センター、Working Paper No. 74

- [2]久保田政純『日本企業の外国為替管理（中）』2017年、国際ビジネスファイナンス研究会報告書第2巻、国際ビジネスファイナンス研究会編、麗澤大学経済社会総合研究センター、Working Paper No.78
- [3]Adler, M., and Dumas, B., 1984, “Exposure to currency risk: definition and measurement,” *Financial Management* 13, 41–50.
- [4] Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., and Shimizu, J.,2013 "Exchange Rate Exposure and Exchange Risk Management : The case of Japanese exporting firms" RIETI Discussion Paper Series 13-E-025
- [5] Eiteman, D., Stonehill, A. and Moffett, M. H. 2013 “Multinational Business Finance” 13<sup>th</sup>.ed. *Pearson Education, Inc.* (第12版邦訳、デビッド・K・アイトマン、アーサー・I・ストーンヒル、マイケル・H・モフェット、久保田政純・真殿達監訳、2011、国際ビジネスファイナンス第12版、麗澤大学出版会)
- [6] Shapiro, A. C. and Sarin, A. 2009 “Foundations of Multinational Financial Management” 6th. ed. *John Wiley & Sons, Inc.*
- [7] He, J. and Ng, L. K. 1998, “The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations,” *Journal of Finance*, 53, 733–753.
- [8] Allayannis, G., Ihrig, J. and Weston, J. P., 2001, "Exchange-Rate Hedging: Financial vs. Operational Strategies," *American Economic Review Papers & Proceedings*, 91 (2), 391–395.
- [9] Pantzalis, C., Simkins, B. J., and Laux, P. A., 2001, "Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations," *Journal of International Business Studies* 32(44), 793–813.
- [10] 伊藤隆敏、鯉淵賢、佐々木百合、佐藤清隆、清水順子、早川和伸、吉見太洋『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』、2008年、RIETI Discussion Paper Series 08-J-009(2014)9,120-130,Japan Center for Economic Research
- [11] 伊藤隆敏、鯉淵賢、佐藤清隆、清水順子、『日本企業の為替リスク管理とインボイス通貨選択』-「平成21年度日本企業の貿易建値通貨の選択に関するアンケート調査」結果概要-、2010年、独立行政法人経済産業研究所 (RIETI) RIETI Discussion Paper Series 10-J-03212
- [12] Ito, T., Koibuchi, S., Sato, K., and Shimizu, J.,2010kann, "Why has the Yen failed to become a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese exporters' invoicing” Working Paper 16231. National Bureau of Economic Research

## 日本の海外直接投資の現状

久保田政純\*

### はじめに

海外直接投資とは、経営権の取得や経営への関与を目的に海外で現地法人を設立すること及び現地の海外企業への出資を行うことを指す。現地法人設立後の工場増設、株式の買い増しなども含まれる。それは、現地市場の開拓、現地経営資源（工場の労働力・高度能力人材、天然資源等の原料、販売組織、研究開発機関など）の利用などの経営努力を通じて、事業リスクの軽減と事業収益の拡大を目的に海外に投資を行うことである。大別すれば、工場など新規の設備投資（グリーンフィールド投資）とM&Aである。なお、外国為替及び外国貿易法第23条、外国為替令で海外直接投資は規定されているが、ここではその詳細には立ち入らない。

この報告では清田、『拡大する直接投資と日本企業』[1]を参考にして現在の日本企業の海外直接投資の現状を概観する。

基礎データとしては日本経済新聞の2016年12月初から2017年の11月末までの1年間の記事から日本企業の海外直接投資に関わる個別案件を抜きだし、輸出型企業（製造業）を付表3、内需型企業（製造業）を付表4、内需型企業（小売、サービスなど）を付表5にまとめた。この分類は厳密なものではなく、また記事の若干の見落としや地域版などの違いもあり完璧なものではないが、趨勢を判断するには十分な資料と考える。更に、掲載記事は紙面のカバー率が高いと見られる大企業が中心となっていると推測される。

また、海外企業との業務提携など本来直接投資と見られないものも含まれているが、これは記事だけでは投資の有無を判定できないものもあり、加えてデータの厳密性よりも日本企業の海外進出への実態を大きく把握することが本報告の目的であることを考えて含めたものである。加えて進出だけでなく撤退についても把握が必要と考えてこれも含めた。

本調査は件数をもとにしているが、清田は金額がベースであり両者は決定的に異なるが、次回以降は件数に加え、金額面からの分析も行い両者の統合を図りたい。

### 海外直接投資の現状

個別の海外直接投資状況（付表3、4、5）を、まとめ表（進出国別内訳）（付表1）とまとめ表（進出形態と進出目的）（付表2）に集計して分析してみる。

---

\*常磐大学国際学部教授、明治大学大学院グローバルビジネス学科非常勤講師、麗澤大学経済学部特任教授などを経て現在カクタスインベスト株式会社。

Email: m-kubota@mxd.mesh.ne.jp

### 業種別の動向

日経への掲載総件数 447 件中、輸出型企業（製造業）が約 35%、内需型企業（製造業）が約 33%、内需型企業（小売り・サービス他）が約 32%と三分類でほぼ拮抗している。内需型の合計は約 7 割を占め、今や海外進出の最盛期にある。一方輸出型企業は世界展開の大勢は既にほぼ完了した段階にある。

業種でいうと、電機・電子部品関連が約 15%、その他サービスが約 13%、商社・小売りが約 12%。化学・繊維が約 11%、自動車関連は約 9%である。電機・電子部品関連でも従来の重電・家電という範疇に属するものは少なく、IoT やロボットなど各社の得意分野での進出が特色である。その他サービスでは、金融、外食、ホテルなど幅広い業種での進出が目立つ。

#### 進出地域・進出国（付表 1）

地域別には、全体としてアジア・オセアニア（中国、アセアン、インド等）が約 55%を超える。オセアニアは少ないので、ほぼアジアと見てよい。次いで北米が 3 割弱、欧州はブレグジットなど欧州の混乱を反映し 1 割強に過ぎない。

しかし、輸出型製造業ではアジアがトップであるものの、北米の比率が約 34%と高く依然として重要な進出先である。小売り・サービスではアジア・オセアニアの比率が約 6 割にまで上昇し、アジアが主要進出先となっている。

国別に見れば米国が約 4 分の 1、アセアン 4 分の 1 弱、中国が約 2 割となっている。インドはまだ中国の半分程度である。しかし、輸出型製造業ではアメリカがトップであるが、内需型企業では製造業、小売り・サービスとも既にアセアンが首位を占める。アメリカの比率が高いのは、電機・電子部品関連と化学である。中国については今後の動向が注目されよう。

#### 進出形態（付表 2）

現地法人などによる自社による進出（グリーンフィールド投資）が 6 割弱、M&A が約 3 割、撤退が 1 割弱と M&A の比率が高くなってきた。M&A は製薬、商社・小売りで活発である。また自社による進出の中では製造業では鉄鋼・非鉄・セメント・紙パを除き新規進出は少なく、進出後の事業拡大が 6 割強を占める。しかし内需型小売り・サービスでは新規進出が多い。

この一年の主要な M&A として、セブン&アイ・ホールディングスがスノコ LP（米）を 3,659 億円、クラレがカルゴンカーボン（米）を 1,218 億円、日立製作所がサルエアー（米）を 1,357 億円、日本たばこ産業がマイティ・コーポレーション（フィリピン）を 1,147 億円、豊田自動織機がファンダランデ（オランダ）を 1,400 億円、コニカミノルタがアンブリー・ジェネティクス（米）を 1,122 億円、M&A 後の売却では、キリンがブラジルキリン(ブラジル)を 785 億円でババリアへ売却した案件が目立つ。



### 進出目的（付表2）

新規分野進出約16%、撤退1割弱、研究開発強化約3%を除きほぼ現事業の拡大である。かつて主役を占めていたと考えられる生産拠点としての進出は、ごくわずかである。新規分野進出が目立つのは商社である。

### 海外直接投資（5年間の推移）

日本経済新聞1月4日号によれば、海外直接投資残高が、2017年9月末時点で174兆1570億円に達し、5年前の12年末からほぼ倍増した。16年後半から勢いを増しており、特にこの1年は活発であった。通信や金融によるM&A、小売りなど内需型企業の海外進出も活発になっている。セブン&アイ・ホールディングスなど国内に強みを持つ内需型企業の海外投資が目立つ。

レコフによると、17年の日本企業による海外企業の買収は667件と、16年に続いて最高を更新した。なお本調査のM&Aは124件であるから、1ヶ月のずれを無視すれば、レコフによる667件中ほぼ2割弱のカバー率である。

### まとめ

今回の調査は最初の試みとして過去1ヵ年（2016年12月—2017年11月）の件数を集計した。今後毎年継続することにより、大きな趨勢を掴みたい。今後は政府・日銀が発表する金額ベースのデータとの比較も併せて行い、日本企業の海外進出行動の変化を分析・検討したい。

### 参考文献

[1]清田耕造『拡大する直接投資と日本企業』NTT出版、2015年

まとめ表（進出国別内訳）

（付表1）

総括

	北米			アジア・オセアニア				欧州	その他	（合計）
	米	メキシコ	その他共計	中国	アセアン	インド	その他共計			
輸出型企業 （製造業）	51	0	53	34	25	14	78	22	5	158
内需型企業 （製造業）	34	3	39	26	37	10	82	14	13	148
内需型企業 （小売り・サービス）	28	3	32	17	43	10	84	20	5	141
計	113	6	124	77	105	34	244	56	23	447

輸出型企業  
（製造業）

	北米			アジア・オセアニア				欧州	その他	（合計）
	米	メキシコ	その他共計	中国	アセアン	インド	その他共計			
自動車 自動車関連	7	0	8	8	10	7	25	5	1	39
建機 重工他	5	0	5	4	5	4	14	4	0	23
電機 電子部品	26	0	27	16	8	3	29	11	2	69
工作 精密機械	13	0	13	6	2	0	10	2	2	27
計	51	0	53	34	25	14	78	22	5	158

内需型企業（製造業）

	北米			アジア・オセアニア				欧州	その他	（合計）
	米	メキシコ	その他共計	中国	アセアン	インド	その他共計			
化学 繊維	14	1	15	9	8	3	25	9	2	51
鉄鋼・非鉄・ セメント・紙 パ	4	2	7	3	11	2	16	2	2	27
製薬	7	0	8	6	3	2	11	0	2	21
食品・消費 財・その他 農水産	9	0	9	8	15	3	30	3	7	49
計	34	3	39	26	37	10	82	14	13	148

内需型（小売り・サービス）

	北米			アジア・オセアニア				欧州	その他	（合計）
	米	メキシコ	その他共計	中国	アセアン	インド	その他共計			
商社 小売り	10	1	12	7	16	3	32	7	3	54
運輸・建設 住宅・不動 産・通信	9	1	10	2	11	4	17	3	1	31
その他 サービス	9	1	10	8	16	3	35	10	1	56
計	28	3	32	17	43	10	84	20	5	141

まとめ表（進出形態と進出目的）

（付表2）

総括

	進出形態							進出目的						【その他共計】
	自社（含む現地法人）			M & A	縮小・撤退	提携他	【計】	新規分野進出	生産拠点	生産及び市場（事業拡大）	市場開拓（販売強化）	開発等本部機能	縮小・撤退	
	新規	拡大	計											
輸出型企業（製造業）	33	65	98	42	7	11	158	18	5	102	12	8	8	158
内需型企業（製造業）	39	51	90	40	14	4	148	17	3	100	9	5	14	148
内需型企業（小売り・サービス）	50	24	74	42	10	15	141	38	1	84	8	1	9	141
合計	122	140	262	124	31	30	447	73	9	286	29	14	31	447

輸出型企業（製造業）

	進出形態							進出目的						【その他共計】
	自社（含む現地法人）			M & A	縮小・撤退	提携他	【計】	新規分野進出	生産拠点	生産及び市場（事業拡大）	市場開拓（販売強化）	開発等本部機能	縮小・撤退	
	新規	拡大	計											
自動車 自動車関連	11	22	33	1	3	2	39	3	—	29	3	1	3	39
建機 重工他	5	7	12	7	2	2	23	2	1	16	1		2	23
電機 電子部品	11	26	37	26	1	5	69	7	2	39	8	7	2	69
工作 精密機械	6	10	16	8	1	2	27	6	2	18			1	27
合計	33	65	98	42	7	11	158	18	5	102	12	8	8	158

内需型企業（製造業）

	進出形態							進出目的						【その他共計】
	自社（含む現地法人）			M & A	縮小・撤退	提携他	【計】	新規分野進出	生産拠点	生産及び市場（事業拡大）	市場開拓（販売強化）	開発等本部機能	縮小・撤退	
	新規	拡大	計											
化学 繊維	16	20	36	11	3	1	51	3	1	41	0	3	3	51
鉄鋼・非鉄・ セメント・紙 パ	11	6	17	7	3	0	27	2	0	20	2	0	3	27
製薬	1	8	9	9	0	3	21	0	1	16	2	2	0	21
食品・消費 財・その他 農水産	11	17	28	13	8		49	12	1	23	5	0	8	49
合計	39	51	90	40	14	4	148	17	3	100	9	5	14	148

内需型（小売り・サービス）

	進出形態							進出目的						【その他共計】
	自社（含む現地法人）			M & A	縮小・撤退	提携他	【計】	新規分野進出	生産拠点	生産及び市場（事業拡大）	市場開拓（販売強化）	開発等本部機能	縮小・撤退	
	新規	拡大	計											
商社 小売り	14	13	27	20	7		54	23	1	17	6	1	6	54
運輸・建設 住宅・不動 産・通信	12	6	18	6	1	6	31	8	0	22	0	0	1	31
その他 サービス	24	5	29	16	2	9	56	7	0	45	2	0	2	56
合計	50	24	74	42	10	15	141	38	1	84	8	1	9	141

## 1. 輸出型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	進出形態	目的	内容
自動車	2016 12/9	ホンダ	500億円	中国	自社（拡大）	大型投資	中国内陸部の湖北省武漢市に新工場を建設
	2017 1/10	〃		タイ	縮小	生産能力の削減	製造拠点であるタイで、四輪車生産体制を再編、年生産能力を現在より15万台少ない27万台に削減する
	2017 4/11	トヨタ	1500億円	米	自社（拡大）	設備刷新	ケンタッキー州の完成工場に追加投資し、新たな開発・生産手法を採用。生産設備を入れ替え、溶接ラインも刷新
	2017 5/6	〃	172億円	米	自社（拡大）	開発強化	米ミシガン州にある研究開発拠点を拡大し、調達部門やエンジンなどパワートレーンの開発部門を集約
	2017 7/7	〃	1100億円	米	自社（拡大）	本社機能強化	米テキサス州ブレイノで新しい北米本社を稼働。全米に分散していた販売、製造、金融、コーポレートの4つの統括機能を集約
	2017 8/4	〃	1500~2000 億円	米	自社（拡大）	事業拡大（マツダと協業）	トヨタ自動車とマツダは資本提携による協業として、米国に新工場を建設。中型車を中心に年間生産30万台を見通し、2020年代初頭の稼働を目指す
	2017 8/30	〃		シンガポール	提携	新規事業	シンガポールの配車アプリ大手グラブと協業を始める。保守メンテナンスや金融・保険サービスを提供
	2017 9/27	〃	350億円	ブラジル	自社（拡大）	事業拡大	新興国市場のテコ入れ。小型車ヤリスを現地生産
	2017 10/27	〃	414億円	米	自社（拡大）	事業拡大	米国でハイブリッド車（HV）の基幹部品を生産する
	2017 1/19	日産	60億円	ミャンマー	自社（新規）	現地生産	パゴで新工場建設に着手し、サニーを生産、新車市場の拡大が期待
	2017 5/27	〃	1100億円	中国	撤退	売却	車載用電池子会社を中国投資ファンドG S Rグループに1100億円で売却
	2017 8/28	〃		英	自社（拡大）	事業拡大	英国工場の生産を2割増やす
	2017 4/26	三菱自動車	650億円	インドネシア	自社（新規）	生産販売	三菱自動車はインドネシアで新工場を開設。生産するミニバン型の多目的車を2019年をめどに日産に供給し、日産ブランドでも販売。日産は三菱連合と連携を深め苦戦する東南アジア事業をてこ入れする
	2017 2/17	〃	100億円	フィリピン	自社（新規）	現地生産	フィリピンで自動車生産を立ち上げ。新ラインで、タイから輸入している小型車を現地生産に切り替える。100億円を投じプレス工場の建設
	2017 6/2	マツダ	20億円	タイ マレーシア	自社（拡大） 自社（拡大）	販売強化 生産強化	A S E A N市場の開拓を強化。タイではすべての販売店を高級仕様に変更。マレーシアでは、勤務体制を変え、生産台数を2倍に高める。さらに、約20億円を投じて塗装設備を増設し現地生産
	2017 4/6	スズキ	1600億円	インド	自社（拡大）	生産・開発	インド事業を活性化、生産・開発での構造改革に乗り出す
	2017 5/10	〃	1000億円	インド	自社（拡大）	工場増設	インドで生産能力を引き上げる。西部グジャラート州に3つ目の生産ラインを新設
	2017 8/31	〃		インド	自社（強化）	事業拡大	インドの自動車会社最大手マルチ・スズキは、国内の販売店を刷新、顧客はウェブ経由で予約や仕様変更ができて利便性を高める
	2017 9/10	〃		インド	提携	販売強化	インドの自動車販売を底上げするためタクシー配車大手テクノロジーと提携
	2017 9/15	〃		インド	自社（拡大）	事業拡大	インド西部のグジャラート州の新工場で、関連部品メーカーの集積を進める。共同出資会社を設け電池生産
2017 5/2	三菱ふそう		インドネシア	自社（拡大）	修理店網	三菱ふそうトラック・バスはインドネシアで24時間営業の修理店網を整備	
2017 7/15	ヤマハ発動機	数十億円	インドネシア	自社（拡大）	エンジン生産	インドネシア工場で二輪車や四輪車に使う大型エンジンの生産を始める	

## 1. 輸出型企業(製造業) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	進出形態	目的	内容
自動車関連	2016 12/23	ブリヂストン	150億円	タイ	自社(新規)	航空機用タイヤ生産(新工場)	航空機用タイヤの新工場をタイに建設、航空機用タイヤ生産の工場は日本に2つあるだけで、海外ではタイが初めてになる
	2017 8/9	〃	335億円	インド	自社(拡大)	事業拡大	インドで乗用車専用タイヤの生産能力を2022年までに6割増やす
	2017 5/26	横浜ゴム	270億円	中国	自社(拡大)	生産能力増	中国での乗用車用タイヤの生産能力を16年比約5割増やす
	2017 7/19	住友ゴム	300億円	中国	自社(拡大)	タイヤ生産	中国でのタイヤ生産能力を6割増の1日あたり最大10万本に引き上げる。湖南省の工場で乗用車タイヤを増産
	2017 8/2	〃	44億円	スロベニア	自社(新規)	新規事業	医療品精密ゴム部品の新工場をスロベニアに新設。欧州での生産能力を従来の3倍に引き上げ
	2017 3/15	東プレ	100億円	米	自社(拡大)	生産能力増	米国でのプレス部品の生産能力を5割高める。オハイオ州に新規のプレス工場を建設し、既存の米テネシー工場の増強と合せ100億円投じる。大型車の需要が堅調な米国市場で、生産体制を強化している日本車各社からの受注を取り込む
	2017 10/17	〃	55億円	インド	自社(新規)	新工場	インド西部グジャラート州に新工場建設。インドで初めての生産拠点になる
	2017 3/17	NTN	110億円	米	自社(新規)	新工場	米国インディアナ州に自動車用の車軸に使う中核部品の工場を新設。米国の新車販売が好調。輸出分を現地生産に切り替える
	2017 3/24	豊田織機	1400億円	オランダ	M&A	新規分野	物流倉庫向けにシステムや機器を提供するオランダのファンダランデ社を買収。フォークリフトなどに次ぐ主力事業として育てる
	2017 3/31	日本ガイシ	290億円	ポーランド	自社(拡大)	増産	自動車の排ガスに含まれる粒子状物質(PM)を除去する浄化用部品を、ポーランドで増産
	2017 7/27	〃	330億円	中国	自社(拡大)	増産	自動車の排ガスに含まれる粒子状物質(PM)を除去する浄化用フィルターを増産。中国江蘇省の既存工場の近隣に第二工場を建設
	2017 11/8	日本ガイシ		仏	提携	開発	仏電機大手のシュナイダーエレクトリックと蓄電システムで提携
	2017 11/25	ジーテクト		中国	自社(新規)	事業拡大	ホンダ系部品メーカーのジーテクトは中国上海市内に自動車の電動化に伴う新製品の開発や販促の拠点を新設
	2017 7/24	田島軽金属		中国	自社(新規)	事業拡大	現地メーカーと合弁会社を設立。19年10月には中国遼寧省に工場を立ち上げる。EV部品の試作品受注を狙う
2017 9/4	コタニ		メキシコ	自社(新規)	事業拡大	自動車用ギアなど精密鍛造品を製造	
建機・重工他	2017 1/19	川崎重工業		中国	自社(新規)	現地生産	日本から輸出していた小・中型汎用ロボットの生産を蘇州工場(江蘇省)で始めた
	2017 7/8	〃	数億円	インド	自社(拡大)	事業拡大	インドで大型二輪車の現地生産を始める。数億円を投じて生産拠点を開設
	2017 11/28	〃		スイス	提携	事業拡大	スイスのABBと「協働型」と呼ぶロボットで提携。両社はメーカーで異なる操作方法などを統一し、世界で広がる自動化需要を取り込む
	2017 4/24	三菱重工業	400億円	仏	M&A (追加出資)	連携強化 (事業拡大)	仏の原子力大手アレバの原子炉子会社に出資。これまでのアレバグループへの出資額は合わせると総額700億円に膨らむ
	2017 8/15	〃		中国	自社(拡大)	事業拡大	汎用エンジンを約2割増産。中国では農機需要好調
	2017 2/4	日立造船 (堀場製作所)		ミャンマー	自社(新規)	事業拡大	東南アジアの排水処理事業に参入。設備をミャンマーに導入
	2017 3/25	〃	25億円	米	自社(新規)	新規事業	米国で食品廃棄物を使うバイオガス発電事業に参入。カリフォルニア州に発電施設を設け運営
	2017 4/20	住友重機械工業	200億円	英	M&A	新規事業	英エンジニアリング大手からバイオマス発電用ボイラー事業の一部を買収
	2017 2/3	神戸製鋼		中国	縮小	建機事業縮小	中国の建機事業を縮小
2017 3/10	〃	40億円	米	自社(拡大)	設備増強	米国で建設機械を増産する。サウスカロライナ州にある工場の生産設備を増強するほか、人員も増やす	

## 1. 輸出型企業(製造業) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	進出形態	目的	内容
建機・重工業	2017 4/14	神戸製鋼	130億円	スウェーデン	M&A	航空宇宙プレス機 増強	スウェーデンのプレス装置メーカーを買収。成長市場の航空宇宙分野向けを開拓
	2017 5/10	〃	300~400億 円	韓国	M&A(出資)	生産拠点	アルミ素材世界第2位のノベリスと提携、ノベリスの韓国法人が分社化する工場に年内にも300億~400億円出資する見通し。同工場で製造した材料を中国の神鋼の工場で最終加工し、現地の車部品メーカーに供給を始める
	2016 12/22	日立建機	280億円	米	M&A	事業拡大	鉱山機械などの部品サービスを手掛ける米H-Eパーツを買収。鉱山向け機械で保守や修理といったアフターサービスを米州やオーストラリア市場を中心に手掛ける
	2017 1/17	〃		インド	自社(拡大)	生産拡大	20年3月期をめぐりにインド国内の生産能力を月産600台から4割引き上げる
	2017 4/3	コマツ	3000億円	米	M&A	鉱山機械強化	超大型鉱山機械の米ジョイ・グローバルを約3000億円で買収。鉱山機械会社始動
	2017 1/17	コベルコ建機		インド	自社(拡大)	生産拡大	神戸製鋼傘下のコベルコ建機は1月からインド南部チェンナイ近郊の工場に油圧ショベルを4割増産
	2017 1/21	クボタ	30億円	タイ	自社(拡大)	事業拡大	コンバインの生産能力を5割増の2万台に増やす
	2017 3/1	〃		中国 米	自社(新規) 自社(新規)	海外工場 開発・販売	為替影響を減らすため、需要のある場所で開発、調達、生産、販売を一体的に進められるよう中国や米国などで複数の海外工場の立ち上げ
	2017 9/13	〃	十数億円	インドネシア	撤退	撤退・譲渡	クボタは年内にも自動販売機事業から撤退。インドネシア工場と保守事業は富士電機に譲渡
	2017 7/24	やまびこ		中国	自社(拡大)	生産拠点増	刈払機などの農業機械を製造するやまびこは中国で生産拠点を増やし、農機増産
	2017 9/13	富士電機		インドネシア	自社(拡大)	事業拡大	富士電機はクボタのインドネシア工場の取得でこれまで販路がなかったインドネシアとマレーシアで事業を拡大
2017 1/21	ヤンマー	250億円	インド	M&A (追加出資)	事業拡大	インド農機3位のインターナショナルトラクターズ(ITL)に追加出資する。顧客を開拓するとともに、同社の技術を低価格品の開発に生かす	
電機	2017 4/26	日立製作所	1357億円	米	M&A	事業強化	日立製作所はルクセンブルクの産業機械メーカー、アキュダイン社から空気圧縮機事業を手掛ける子会社の米サルエアーを買収。IoTのサービス基盤を強化
	2017 4/28	〃		英	M&A	市場	英国のエレベーターサービス会社の全株式を取得。昇降機事業で欧州に参入
	2017 9/4	〃		インド	自社(強化)	営業強化	インドでエレベーターなど昇降機の営業拠点を増やす。生産面も強化する。インド向けにはタイ工場生産
	2017 9/20	〃		米	M&A(合併)	事業拡大	米IT子会社の日立データシステムと、米ビッグデータ解析子会社のペンタホを合併。2子会社を統合した新会社を立ち上げ、IoT事業の世界本社に位置付ける
	2017 11/21	〃		中国	自社(新規)	新規事業	中国で電動自動車用モーターの開発や製造を担う新会社を設立
	2017 1/19	三菱電機	20億円	中国	自社(拡大)	部品工場	常熟工場(江蘇省)に新棟を建て、工作機械に使う数値制御(NC)装置の生産能力を2倍にする
	2017 11/17	〃		中国	自社(拡大)	事業拡大	中国での産業用ロボット生産を始める。投資額や生産台数は非公表
	2017 4/19	三菱電機 ファナック ヤマザキマザック	10億円	中国 中国 中国	自社(拡大) 自社(拡大) 自社(拡大)	増産 事業強化 増産	三菱電機は大連の生産拠点で増産 ファナックは広州にテクニカルセンター開設 ヤマザキマザックは中国の2工場に計10億円を投じ設備を増強
	2017 7/26	東芝三菱電機	25億円	米	自社(新規)	新規事業	米国テキサス州に工場を新設。太陽光発電所用の電力変換装置を生産
	2016 12/23	パナソニック	180億円	ベルギー	M&A	新規事業	欧州の物流支援企業、ゼテス(ベルギー)の発行済み株式の50.95%を取得。ゼテスの営業網を活用し海外での物流事業を育成
	2017 1/27	〃		米	撤退	掃除機撤退	北米の掃除機生産から撤退。3月末に米国の工場を閉鎖。メキシコ工場は自動車部品の製造に切り替える

## 1. 輸出型企業(製造業) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	進出形態	目的	内容
電機	2017 3/24	パナソニック	7億2000万円	米	M&A (出資)	開発	車載情報機器や関連サービスの開発に向け、米新興企業のドライブモード(カリフォルニア州)と資本・業務提携
	2017 4/8	〃		シンガポール	自社(新規)	冷蔵庫部品事業 移転(本社機能)	冷蔵庫の中の中核部品であるコンプレッサー事業の本社機能を日本からシンガポールに移転。効率的な事業体制を築く
	2017 5/11	〃		マレーシア	自社(拡大)	低価格品開発移管	「4K」液晶テレビについて、設計開発機能の一部を日本からアジアに移す。安価な製品の開発をマレーシアの拠点移す
	2017 5/17	〃		米	自社(新規)	生産販売	米国内でコンビニエンスストア向けの冷蔵・冷凍ショーケースの生産販売に乗り出す
	2017 9/2	〃		欧州 英	M&A(統合) M&A	事業拡大 事業拡大	欧州の家電事業を立て直す。家電とエアコンで分かれていた販売会社を統合。エアコンでは販路拡大を目指し英国の販売店を買収
	2017 9/4	〃		チェコ	自社(強化)	事業拡大	チェコの自社テレビ工場に生産ラインを設け、欧州でのエアコン事業の拡大を目指す
	2017 9/7	〃		UAE インド	提携 提携	販売拡大 販売拡大	アラブ首長国連邦では現地財閥と組んでドバイにモデルハウスを設ける。同社の販売網を活用し住宅部材を拡販する インドではデリー近郊とバンガロールの2都市で開設。地元の建築・不動産会社と提携して共同運営する
	2017 9/8	〃		米	生産終了	撤退	太陽光パネルの原材料であるシリコンの塊を製造する米オレゴン州の工場の稼働を止める
	2017 9/30	〃		米 中国	自社(拡大) 自社(拡大)	工場増設 工場増設	米ネバダ州の工場や中国の大連工場の立ち上げ。車載電池生産
	2017 10/21	〃	数十億円	米	M&A	事業拡大	米シリコンバレーの人工知能(AI)スタートアップを買収する。買収するのは米ARIMO(アリモ)
	2017 10/26	〃	数百億円	中国	自社(拡大)	事業拡大	電気自動車(EV)などに搭載するリチウムイオン電池の生産拠点のある日本、中国、米国で一斉に増産する。中国・大連で新たに2棟目を設け生産規模を約2倍にする
	2016 12/27	ダイキン工業	100億円	スウェーデン 米	M&A M&A	事業強化 事業強化	換気フィルターのスウェーデン大手ディンエアを買収 米国のフィルター販売会社も2017年1月に買収。欧米の換気装置事業を強化
	2017 1/13	〃	500億円	米	自社(拡大)	工場集約	米テキサス州で新工場稼働。米国の4工場を集約して生産能力を5割引き上げ、来年には8000人を雇用する。米国エアコン事業の強化
	2017 5/30	〃		アジア 米	M&A M&A	販売・工事強化 販売・工事強化	エアコンの販売や取り付け工事を手掛ける会社をアジアで数社買収検討 米国では工事会社等の買収検討
	2017 6/22	〃	80億円	オーストラリア	M&A	保守作業強化	オーストラリアの空調保守作業大手エアマスターを買収。点検や修理の請負を強化
	2017 8/23	〃		インド	自社(拡大)	事業拡大	インドで店舗を1万店に倍増。北西部ラジャスタン州で新工場を稼働し、家庭用エアコンの生産能力を倍増。出荷拠点も新設
	2017 9/20	バイオニア	22億円	欧州	M&A(出資)	事業拡大	欧州のデジタル地図大手ヒアと資本提携
	2017 1/13	プラスワン・マーケティング		中東 アフリカ	自社(新規) 自社(新規)	市場開拓 市場開拓	イランやエジプトなど中東・アフリカの10カ国に進出。製造は中国企業に委託
	2017 1/19	安川電機		中国	自社(拡大)	工場増設	常州工場(江蘇省)の工場増設。多関節ロボットの生産能力を倍増。月産台数を現在の2倍に増やす
	2017 6/20	〃		スロベニア	自社(新規)	産業用ロボット増	スロベニアでも新工場の建設を計画
	2017 11/9	〃		中国	自社(拡大)	増産	中国で産業用ロボットを増産
	2017 2/5	古河電気	数十億円	米	自社(拡大)	増産	米国でファイバーを増産。数十億円投じて、ジョージア州の製造子会社OFSの工場の生産能力を最大3割上げる
	2017 9/14	〃	165億円	米 デンマーク	自社(拡大) 自社(拡大)	事業拡大 事業拡大	光ファイバーの生産能力を倍増。米国の工場ではガラス母材の製造装置を導入 デンマークの工場でも、既存の設備の改修を中心に生産能力を高める
2017 2/23	日本電産	100億円	米 スペイン	自社(新規) 自社(新規)	新工場 新工場	高張力鋼板(ハイテン)を成形する大型プレス機の工場を欧米で新設	

## 1. 輸出型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	進出形態	目的	内容
電機	2017 4/25	日本電産	250億円	独	M&A	事業強化	独家電部品大手セコップグループを買収。冷蔵庫の中核部品であるコンプレッサーを手掛けており、日電産の高効率モーターと合わせ、環境規制強化で拡大する世界の省エネ家電需要を取り込む
	2017 6/8	〃	550億円	ベトナム	自社（新規）	生産拠点	ハノイでエアコンなどの家電用モーターとロボット用部品の工場を建設し、18年夏の稼働を目指す。ハノイ近郊の土地を確保し、子会社の日本電産テクノロジーと日本電産シンポの新工場をつくり、今後日本電産本体の進出も検討
	2017 11/8	〃	300億円	ベトナム	自社（新規）	新規事業	液晶搬送などに使う「遊星歯車減速機」をベトナムに新工場を建設し、中国と浙江省と2拠点体制にする。日本での投資額と合わせて300億円
	2017 3/18	NEC	数十億円	タイ	自社（拡大）	新工場	タイで新工場を建設。電話交換機や車載製品の生産を集約し、規模も拡張。車載製品の生産拡大
	2017 9/18	NEC		米	協業	事業拡大	IoT分野で米ゼネラル・エレクトリック（GE）との協業を本格化
	2017 4/22	富士通	150億円	米	自社（拡大）	研究開発	日米2拠点でSDN関連の研究開発を進める。3年間で150億円投じ、ソフトやシステム構築のサービスを開発
	2017 11/7	〃		欧州	提携	開発	欧州のデジタル地図大手のヒアと提携。データ解析で人や車の移動を効率的にするサービスを共同開発する
	2017 11/29	〃	20億円	カナダ	M&A（出資）	開発強化	量子コンピューター技術の開発強化に向け、カナダのソフトウェア会社と資本提携した。富士通が20億円弱を出資
	2017 5/23	シャープ	7億円相当の関連特許を現物出資	米	M&A	事業強化	次世代ディスプレイの米ベンチャー企業、イー・ラックス社を親会社である台湾の鴻海（ホンハイ）精密精密グループと共同で買収
	2017 6/8	〃	8000億円	米	自社（拡大）	新工場	シャープと親会社である台湾の鴻海精密工業が、米国内にスマートフォン向けなどの中小型パネルに加えて、テレビ向けの大型液晶の工場新設を検討
2017 7/22	〃	1兆1000億円	米	自社（拡大）	T V一貫生産	台湾の鴻海精密工業と米国で薄型テレビを一貫生産する。鴻海とシャープは1兆1000億円を投じ液晶パネルなどの生産拠点を新設	
電子部品	2016 12/22	TDK	1500億円	米	M&A	センサー事業の強化	米国のセンサーメーカー、インベンセンス（カリフォルニア州）を買収。「IoT」分野の開拓に欠かせないセンサー事業の強化。高周波部品からセンサーへと事業ポートフォリオの入れ替えに挑む
	2017 1/19	ルネサス エレクトロニクス	3600億円	米	M&A	新規事業	ルネサスは3600億円で米インターシルの全株式を取得予定
	2017 5/25	〃		中国	提携	新規事業	自動車運転技術や電気自動車（EV）などで中国自動車大手、長城汽車（河北省）と提携する
	2017 10/31	〃		中国	自社（新規）	研究開発	中国に電気自動車（EV）向け半導体システムの開発拠点を新設
	2017 2/12	ミネベアミツミ	80億円	タイ	自社（拡大）	増産	家電製品のモーターなどに使う小型のベアリング（軸受）を増産
	2017 3/17	村田製作所	70億円	米	M&A	パワー半導体事業	米国の半導体ベンチャー、アークティックサンドテクノロジー（マサチューセッツ州）を買収。パワー半導体事業を育て、安定してできる事業構造を築く
	2017 6/2	〃	20億円	イタリア	M&A	事業強化	イタリアのソフト開発ベンチャー、IDソリューションズを買収。ICタグ部品と組み合わせて在庫管理サービスを一括提供できる体制を築く
	2017 9/1	〃	500億円	中国 シンガポール	M&A M&A	事業拡大 事業拡大	ソニーからの買収を完了する海外の電池工場に投資。中国とシンガポールの工場に電極の加工装置や試験設備を導入
	2017 9/23	〃	114億円	米	M&A	新規事業	医療機器開発の米スタートアップ企業、ヴァイオス・メディカルを買収。完全子会社化する。医療機器など新たな事業の柱とする
	2017 5/15	コーデンシ		韓国	自社（拡大）	生産移管	光センサーの有力企業。主力製品のチップを生産する日本の工場を閉鎖。韓国のグループ会社に生産移管を進めている
	2017 6/30	京セラ	200億円	米	M&A	事業強化	米工具メーカーのSENCOホールディングスを買収。全株式を取得し、完全子会社にする
2017 8/3	〃	100億円	米	M&A	新規事業	米データバンクを買収。データバンクは全米に販売網を持ち、同国のECM(統合文書管理)システム大手。文書を電子化する需要を取り込む	



## 1. 輸出型企業(製造業) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	進出形態	目的	内容
工作機械・精密	2017 7/20	日立工機	500億円	国内外	M & A	事業拡大	国内外で500億円規模のM & Aを実施する方針
	2017 9/9	日本精工		米 中国	増産 増産	設備増強 設備増強	日米中で工作機械の主要部品を増産。米インディアナ州、中国瀋陽の工場の生産設備を増強
	2017 8/18	井関農機	10億円	インドネシア	自社(拡大)	生産拠点	インドネシア工場を4割拡張。海外での販売拡大を目指す
	2017 2/14	ニプロ	340億円	ベトナム	自社(新規)	生産拠点	ベトナムで人工透析用の血液回路(チューブ)などの生産。生産した機器は日本国内を中心に東南アジア各国にも供給。従来はタイ生産子会社のニプロタイランドコーポレーションから供給していた
	2017 6/21	〃	40億円	中国	自社(拡大)	生産能力増	糖尿病患者治療に使う人工腎臓の生産能力を中国で2倍に引き上げる
	2017 1/20	テルモ	数百億円	米	M&A	新規事業	米医療機器会社のポルトンメディカルを買収
	2017 3/18	オムロンヘルスケア	28億円	米	M&A(出資)	新規事業	米医療機器ベンチャーのアライブコア(カリフォルニア州)に出資
	2017 7/19	〃	1億円	ブラジル	自社(新規)	血圧計生産	ブラジルで家庭用血圧計の生産を始める
	2017 8/30	〃	170億円	米	M&A	新規事業	ファクトリーオートメーション(FA)機器大手バイマイクロシステムを買収。企業の省力化投資が強まるとみてFA事業に注力
	2017 10/20	オルソリバース		台湾	提携	事業拡大	台湾で医療用人工骨を販売する。台湾の医薬品卸ハーベストレーディング社と業務提携契約を締結
	2017 11/14	サイバーダイナ		米	自社(新規)	新規事業	米フロリダ州で装着型ロボットを導入した治療センターを開設
	2017 4/17	富士フイルム	140億円	英 米	自社(拡大) 自社(拡大)	バイオ薬増強 バイオ薬増強	バイオ医薬品の受託製造事業で米国と英国に持つ生産・開発拠点を増強
	2017 8/30	〃		米	自社(拡大)	事業拡大	バイオ医薬品の製造受託事業を拡大。テキサス工場は既に投資中だが、30億円を投じてタンク3基を追加設置。18年からはメルクがアイルランドに持つ設備を賃借する予定
	2017 7/3	コニカミノルタ	1122億円	米	M&A	新規事業	遺伝子のがん診断を手掛ける米アンブリー・ジェネティクス(カリフォルニア州)を買収
	2017 9/26	〃	320億円	米	M&A	新規事業	米創薬支援ベンチャー(VB)、インヴィクロ社を買収。ヘルスケア事業に将来の成長を託す
	2017 10/30	ニコン		中国	売却	工場閉鎖	中国のデジタルカメラの工場を閉鎖する。コンパクトデジタルカメラ市場は減少
	2017 7/11	ツバキ・ナカシマ	425億円	米	M&A	事業強化	米精密機械メーカーのエヌエヌ社(テネシー州)から精密ベアリング部品事業を買収
	2017 6/20	ナプテスコ	70億円	中国	自社(拡大)	事業拡大	日本の主力工場と中国の工場に計70億円を投じ、減速機を増産
	2017 9/23	浜松ホトニクス	46億円	米	M&A	事業強化	米の半導体装置光源メーカーを買収
	2017 11/2	日東電工		中国	提携	事業拡大	中国現地企業と技術提携し、5年間で150億円のロイヤルティ収入を得る
その他	2016 12/22	アイリスオーヤマ	60億円	仏	自社(新規)	プラ収納用機生産	フランスにプラスチック収納容器の工場を建設。フランスの量販店やインターネット通販企業などに販売
	2017 3/9	〃	34億円	韓国	自社(新規)	新工場	生産拠点を韓国に。家電製品と生活用品を手掛ける工場を新設
	2017 4/4	リンナイ	100億円	米	自社(拡大)	現地生産	日本から輸出している給湯器を現地生産に切り替える
	2017 5/11	〃	5億円	中国	自社(拡大)	工場増設	上海市で3月に新工場稼働、能力を倍増
	2017 8/5	〃	90億円	米	自社(新規)	事業拡大	米国にガス給湯器な会社を設ける

2. 内需型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	投資形態	目的	内容
化学・繊維	2017 1/10	三菱ケミカル		米	M&A	事業拡大	ドイツの素材大手SGグループが米国に持つ炭素繊維の工場を買収
	2017 3/2	〃		サウジアラビア	自社(新規)	生産拠点	サウジアラビアでアクリル樹脂原料であるMMAのプラントが7月に稼働
	2017 6/21	〃	8億円	中国	業務提携	野菜生産工場(新規事業)	中国インターネット通販大手の京東集団と三菱ケミカルは植物工場分野で業務提携。京東集団が野菜生産に参入し、三菱ケミカルが植物工場を納入して栽培技術を提供
	2017 10/16	〃	80億円	イタリア	M&A(出資)	事業拡大	自動車部品を製造するイタリアC・P・C・に出資。C・P・C・は炭素繊維と樹脂を組み合わせた複合材に強みを持ち、欧米の高級車に複合材の成型部品を供給している。三菱ケミカルは連携して、量産車での炭素繊維複合材の採用を目指す
	2017 1/11	信越化学	2000億円	米	自社(拡大)	塩ビ樹脂増産	米国で塩ビ樹脂をつくるシンテックは米ルイジアナ工場を増強。製品の半分を米国内で販売
	2017 6/22	〃	50億円	ベトナム	自社(拡大)	増産	ベトナムでモーター用のレアアース(希土類)磁石を2倍に増産
	2017 8/28	〃	24億円	米	自社(拡大)	事業拡大	米国で電子部品に使われる化学材料、シリコンを増産
	2017 10/6	〃	180億円	中国	自社(拡大)	事業拡大	光ファイバーの主要材料を増産。中国で光ファイバーケーブルメーカー2社と出資する信越光棒(江蘇省)と光ファイバー中国最大手と共同出資する長飛信越光棒(湖北省)の生産能力を倍増
	2017 10/19	〃	200億円	ドイツ	自社(拡大)	事業拡大	土木・建築材料や医薬品向けに需要が拡大し、世界第2位のシェアを持つ「セルロース誘導体」という化合物を増産。日本とドイツの工場に投資し生産能力を高める
	2017 1/26	住友化学	数十億円	米	M&A(子会社化)	開発強化	ポリカーボネート樹脂で米化学会社、トリンセオとの合併事業を解消。同社が持つ50%の株式を買い取り完全子会社化。高機能樹脂とポリカーボネートの混合剤を作るなど新製品の開発強化
	2017 3/7	〃	150億円	韓国	自社(拡大)	工場設備増強	スマホ向けに曲げられるタッチパネルを増産
	2017 11/22	〃	150億円	豪	M&A	事業拡大	除虫菊から抽出する殺虫成分の製造で世界大手の豪ポタニカル・リソーシズ・オーストラリアを買収
	2017 9/22	クラレ	1200億円	米	M&A	新規事業	活性炭世界最大手米カルゴンカーボンを買収。活性炭事業を第3の柱と位置付け、競争力を高める
	2017 3/8	三井化学	10億円	インド	自社(新規)	新工場	インド北西部で自動車の座席に使うウレタン材料の生産拠点の新設
	2017 10/4	〃		タイ 中国	自社(拡大) 自社(拡大)	事業拡大 事業拡大	紙おむつ用高機能不織布を増産。タイ、中国の既存設備を活用
	2017 2/1	旭化成	300億円	中国	自社(新規)	高機能樹脂生産・販売	太陽パネルやリチウムイオン電池向けに使われる高機能樹脂を中国で生産。中国大手と組むことで、事業のリスク分散と、中国国内での顧客開拓の両立を狙う
	2017 2/15	〃		ドイツ	自社(拡大)	研究開発拠点	ドイツに10月をめどに高機能樹脂の研究開発拠点を設ける
	2017 3/30	昭和電工	73億円	タイ	自社(新規)	事業拡大	タイで現地飲料大手のカラバオ・グループと組みアルミ缶工場を建設する
	2017 7/25	〃		インドネシア	撤退	合併解消	インドネシアで酸化アルミニウム(アルミナ)を生産する関連会社から出資を引き揚げる
	2017 3/18	日立化成	88億円	米	M&A	事業拡大	再生医療用細胞の大手、PCT(ニュージャージー州)を買収。完全子会社化。再生医療用の細胞を日米で生産できる体制を整える
	2017 3/28	日本触媒	50億円	米	M&A	新規事業	米国ベンチャー、シラス(オハイオ州)の株式取得。接着技術を獲得。主力製品に次ぐ新たな材料開発を強化
	2017 7/20	日東工業	数十億円	米	自社(拡大)	生産能力増	米国で核酸医薬品の生産体制を拡充。核酸医薬品の受託製造で約6割の世界シェアを持つ
	2016 12/28	東洋紡	100億円	欧州	自社(拡大)	新工場	2017年度からの4年間でエアバッグ生地生産能力を2倍に引き上げる。欧州に新工場を設ける
	2017 8/4	〃	50億円	インドネシア	自社(新規)	事業拡大	食品包装用フィルムの海外生産に乗り出す。インドネシアのフィルム大手トリアス・セントーサと設立する合併会社を通じ、2020年をめどに新工場を稼働
	2017 2/22	東レ	1000億円	米 メキシコ	自社(拡大) 自社(新規)	新工場 増産	3年で1000億円超を投じる。3年で最も大きいのは、航空機向けの米サウスカロライナ州での工場新設とその後の拡張に500億円 メキシコでは発電用風車向けに低価格の炭素繊維の能力増強
	2017 6/30	〃	600億円	香港	M&A(出資)	事業強化	香港の繊維製品大手、パシフィック・テキスタイルズ・ホールディングスに約30%出資し筆頭株主となる。各国の有力アパレルに高機能繊維から生地加工、縫製までを一貫して手掛けるグローバルな事業体制を構築
	2017 8/1	〃	1200億円	欧州	自社(新規)	事業拡大	リチウム電池部材の新工場を欧州に新設

## 2. 内需型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	投資形態	目的	内容
化学・繊維	2017 9/12	〃		インド ハンガリー	自社〈新規〉 増設	事業拡大 事業拡大	インドに高機能樹脂（エンジニアリングプラスチック）の加工工場を新増設 ハンガリーでのコンパウンド増設
	2017 10/4	〃		インド 中国	自社〈拡大〉 自社〈拡大〉	新工場 事業拡大	インドに設備を導入して不織布を供給。不織布の生産能力を増強
	2017 10/17	〃		ドイツ	自社〈新規〉	開発	ドイツのミュンヘン近郊に自動車用材料に特化した開発拠点「オートモーティブセンター欧州」を開設
	2017 10/20	〃	350億円	韓国	自社〈拡大〉	増産	韓国で電気自動車（EV）などに使われるリチウムイオン電池部材を増産
	2017 11/6	〃	70億円	中国	自社〈拡大〉	事業拡大	中国に紙おむつ材料の新工場を建設。生産能力の2万トンのPP不織布工場
	2017 1/11	帝人	600億円 840億円	米 米	自社〈新規〉 M&A	新設（炭素繊維生産） 買収（自動車部品）	サウスカロライナ州に工場用地取得し、30年ごろまでに600億円を投じる 840億円を投じた米自動車部品メーカーの買収も完了。成型加工も含めて自動車向けの強化
	2017 1/17	〃	10億円	中国	自社〈拡大〉	増産	自動車用エアバッグ生地生産能力を4割引き上げる
	2017 4/11	〃	20億円	ベトナム	自社〈新規〉	新工場	エアバッグ生地の需要増で工場を新設
	2017 10/11	〃		オランダ	売却	撤退	米国、ルクセンブルク、英国、中国の4合弁会社の全株式をタイの石油会社大手インドラマ・ベンチャーズの蘭子会社に売却。中国勢などとの価格競争が激しく収益が伸び悩んでいた
	2017 6/19	日清紡	200億円	中国 米	自社〈新規〉 自社〈拡大〉	事業拡大 増産	中国と米国でブレーキ材の生産を増強する。中国では60億円を投じ山東省に新工場を建設。上海郊外の拠点でも20億円を投じ生産能力を増やす。米国の拠点ではブレーキ材の材の能力を増強のほか、生産設備の入れ替えを急ぐ
	2017 3/11	グンゼ		台湾	撤退	電子部品撤退	台湾の電子部品事業から撤退。柱のアパレル事業に集中することで収益力を回復
	2016 12/16	日本ペイント	1000億円	シンガポール	M&A	事業拡大	シンガポールの同業大手ウットラムとのアジア合弁子会社を、数年内に完全子会社化する。8社の株式51%ずつを総額1000億円でウットラムから取得。残る48%も将来取得で合意済み
	2017 2/1	〃	40億円	インド	自社〈新規〉	事業拡大	インド南部のヒンドゥール市に工場新設、自動車用塗料の生産能力を4倍の2万5千トンに増やす
	2017 1/27	関西ペイント	100億円	アフリカ	買収	事業拡大	アフリカの建築用塗料大手サドリングループ（ウガンダ）を買収。市場で足場固め
	2017 4/29	カネカ	50億円	ベルギー	自社〈新規〉	事業拡大	バイオ医薬品の原料を増産する。新工場を設け、原料となる人口核酸などを欧米の製薬会社等に供給
	2017 8/5	〃	20億円	タイ	自社〈新規〉	事業拡大	タイに自動車部品に使う樹脂材料の新工場を新設
	2017 6/29	太陽日酸	30億円 ～40億円	中国	自社〈新規〉	事業拡大	中国で半導体の製造工程に使う特殊ガスの新工場を建設
2017 7/12	三菱ガス化学	68億円	米	自社〈新規〉	事業拡大	米国に半導体を洗浄する薬品の新工場を建設する。北米では半導体メーカーからの受注が拡大している	

## 2. 内需型企業(製造業) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	投資形態	目的	内容
鉄鋼 非鉄 ・ セメント 等	2017 2/9	JFE		ベトナム	自社(新規)	販売強化	建材のため、現地ゼネコン大手と合弁会社を設立
	2017 6/28	〃	290億円	メキシコ	自社(新規)	事業拡大	メキシコ米鉄鋼最大手ニューコアと自動車用鋼板の加工工場を着工
	2017 10/31	〃	100億円	ミャンマー	自社(拡大)	事業拡大	ミャンマーで高級鉄板の生産に乗り出す。建材向け鋼板の生産拠点を設ける
	2017 11/10	〃	200億円	インドネシア	自社(拡大)	事業拡大	インドネシアで液化天然ガス(LNG)の受け入れ基地の運営事業に参画。基地を建設・運営し、発電所にガスを供給
	2017 6/14	日本軽金属		メキシコ	自社(拡大)	生産能力倍増	自動車用アルミ2次合金を生産する工場を拡張、同工場の生産能力を倍増する
	2017 8/19	共英製鋼	218億円	ベトナム	自社(拡大)	事業拡大	鉄筋棒鋼の生産設備を新設
	2016 12/8	旭硝子	400~500億円	タイ	M&A	事業拡大	欧州化学大手ソルベイ(ベルギー)のタイにある塩化ビニール樹脂子会社を買収
	2017 5/13	〃	190億円	インドネシア	M&A	事業拡大	インドネシアで板ガラスの生産能力を約1割増の72万㎡に高める。現地で高まる建築用ガラスの需要増に対応
	2017 8/25	〃	320億円	中国	自社(拡大)	事業拡大	中国で液晶テレビなどに使うガラス基板の製造業を増設
	2017 9/26	〃	数十億円	デンマーク	自社(拡大)	事業拡大	米国子会社CMCバイオロジックスの生産能力増強、数十億円を投資しデンマークの製造拠点に専用設備を増設、バイオ医薬品の生産能力を約3割強とする
	2017 5/27	日本電気硝子	600億円	米	M&A	樹脂強化用ガラス繊維	米塗料大手PPGインダストリーズから米国のガラス繊維事業を買収。自動車部品に使う樹脂を現地の化学メーカーに供給
	2017 2/20	UACJ	30億円	米	自社(拡大)	部品増産	米テスラの量販電気自動車(EV)むけにアルミの骨格部品を増産
	2017 11/10	〃	45億円	タイ	自社(新規)	新工場	タイに高機能エアコン用向用材の工場新設
	2017 4/14	三菱マテリアル		中国	撤退	事業撤退	中国のセメント事業から撤退。中国のセメント市場は生産設備への過剰投資により供給過剰の状況
	2017 5/10	〃	2億2000万円	カナダ	売却	銅鉱山売却	三菱マテリアル、DOWAメタルマイン、古河機械金属はカナダの銅鉱山の権益計50%を共同出資者のカナダの資源会社インベリアル・メタルズに売却
	2017 9/16	〃	400億円	米	自社(新規)	事業拡大	自動車向けアルミ板材の米国生産。非鉄金属製品メーカー、グレンゲスと提携し、400億円規模投資検討
	2017 10/19	出光興産		英	売却	油田権益売却	英国の北海に持つ油田権益を英ロックローズ・エナジー社に売却
製紙	2017 3/13	王子		ベトナム カンボジア	自社(新規) 自社(新規)	市場参入 市場参入	ベトナムとカンボジアで乳児用の紙おむつ市場に参入する。マレーシアの工場を生産し、同国とミャンマーを含めた4カ国で売る
	2017 5/18	〃		東南アジア	自社(新規)	水処理事業(新規)	製紙工場の排水処理技術を生かし、水に含まれる汚濁物などを効率よく除去できるシステムを開発、水処理事業に参入
	2017 1/24	日本製紙		インド	M&A	事業拡大	インドのプラス・ペーパー・フードパックの発行済み全株を取得。紙コップなどを製造・販売拠点とする
	〃	〃		ベトナム	M&A	事業拡大	シェアトップの紙コップ会社の製造・販売事業を傘下に収め、合弁会社を設立
	2017 3/9	〃		米	M&A	事業拡大	H16年9月、米林業大手のウェアハウザー(ワシントン州)から紙バックなど液体用容器向けの原紙事業を買収
	2017 7/21	大王製紙	60億円	中国	自社(新規)	事業拡大	中国で子供用紙おむつの新工場を建設。高級品の現地生産を強化
	2017 4/20	ユニ・チャーム	数十億円	サウジアラビア	自社(拡大)	第三工場新設	サウジアラビアで3カ所目となる新工場を稼働。中東全域への商品展開を加速
	2017 11/10	〃	100~200億円	インド	自社(拡大)	事業拡大	インドで紙おむつの新工場を建設し、2018年春に稼働させる。紙おむつの生産能力を増やす
	2017 4/12	日本紙パルプ商事	70億円	オセアニア	M&A	販売強化	オセアニアの同業者首位と3位を買収。堅調な現地需要を取り込む

## 2. 内需型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	投資形態	目的	内容
製 業	2016 12/22	大日本住友製薬	236億円	米	M&A	米バイオVBを買収	米バイオベンチャーのトレロ・ファーマシューティカルズ（ユタ州）を買収 抗がん剤となる化合物の拡充を狙う
	2016 12/29	小林製薬	300億円	中国	M&A	販売強化	2019年12月期までの3年間でM&Aに約300億円を投じる。中国をはじめ海外で現地 企業を買収し、医薬品の海外販売を拡大
	2017 1/10	武田薬品工業	6200億円	米	M&A	事業拡大	米がん治療薬を手掛ける製薬会社アリアド・ファーマシューティカルズを約54億ド ル（約6200億円）で買収。武田はがん、消化器、中枢神経の3つを重点分野に位置づ けており、米社買収でがん分野を強化
	2017 5/17	武田 テバファーマ		イスラエル	自社（拡大）	後発医薬品海外生産 （生産拠点）	武田薬品とイスラエルのテバ・ファーマシューティカル・インダストリーズが共同 出資する武田テバファーマは、後発医薬品の海外生産に本格的に乗り出す。テバの インドや東欧の工場の活用を検討し、海外からの調達に踏み出し競争力を高める
	2017 1/15	田辺三菱製薬	2000億円	米	M&A	事業拡大	米製薬会社を買収し、米市場へ本格進出
	2017 7/25	〃	1241億円	イスラエル	M&A	バイオベンチャー	イスラエルの製薬会社ニューロダームを買収。パーキンソン病の治療薬を開発する バイオベンチャー
	2017 3/4	大塚製薬	114億円	米	M&A (完全子会社 化)	完全子会社化 (事業強化)	成人や小児の注意欠陥、多動性障害（ADHD）の治療薬を開発する米バイオベン チャーを買収
	2017 7/28	〃	361億円	カナダ	M&A	事業強化	カナダの食品会社デイヤフーズを買収。海外食品事業を拡大し、安定した収益源に
	2017 4/3	日医工	750億円	米	M&A	事業強化	米セージェント・ファーマシューティカルズを買収し、世界でトップ10入りを目指 す
	2017 9/2	〃		フィリピン シンガポール	提携 提携	事業拡大 事業拡大	フィリピンとシンガポールの後発薬市場とそれぞれ業務提携
	2017 4/21	沢井製薬	1155億円	米	M&A	事業強化	米国の後発薬会社のアップシャー・スミス・ラボラトリーズを買収
	2017 5/25	第一三共	220億円	米	自社（拡大）	事業強化	220億円を投じて米国で増産体制を整えるほか、成長分野の抗がん剤を中心に海外 展開
	2017 6/8	〃	30億円	中国	自社（拡大）	生産棟新設（増産）	中国の上海工場に約30億円を投じて生産棟を新設。主にせき止め薬、高血圧治療薬 を増産
	2017 6/8	中外製薬	32億円	中国	自社（新規）	事業拡大	中国江蘇省に約32億円で拠点新設。骨そしょう症治療薬販売
	2017 6/8	エーザイ	60億円	中国 インド	自社（拡大） 自社（拡大）	移転増設 提携（販売）	中国の蘇州工場を約60億円で移転増設。認知症治療薬の販売 インドのバイオ医薬品大手バイオコンと提携、胃潰瘍の治療薬の販売権を供与
	2017 11/1	〃	10億円	インド	自社（拡大）	事業拡大	新薬メーカーがインドで相次ぎ後発薬の製造受託に乗り出す。エーザイはインドの バイザック工場の後発受託生産できるようにする
	2017 8/18	ツムラ	273億円	中国	提携	事業拡大	中国の大手保険会社、中国平安保険グループと資本業務提携後、中国に合弁会社を 設立。生薬加工拠点の建設・整備や加工技術の開発を進める
	2017 9/23	協和バイオ	合計 100億円	中国 タイ	自社（拡大） 自社（拡大）	事業拡大 事業拡大	医療用アミノ酸を生産倍増
食 品	2017 1/14	サントリーHD	1200億円	米	自社（拡大）	市場拡大（増産）	メキシコ工場を閉鎖し、ケンタッキー州の工場に生産を集中させ、5年で1200億円 を投資。プレミアムビール市場を拡大。平成30年にはサントリーとビームが共同開 発したプレミアムバーボンを出し、グローバルブランドを目指す
	2017 5/3	サントリー食 品		オーストラ リア・ニュー ジーランド	売却 売却	事業売却 事業売却	サントリー食品子会社セレボス（シンガポール）が手掛ける加工食品の一部事業を 売却。オーストラリアとニュージーランドで手掛ける食卓塩やソースといった食品 など
	2017 6/9	〃		米	自社（新規）	合併（新規）	サボテン飲料を手掛ける米ベンチャーと合弁会社を設立
	2017 11/3	〃	330億円	タイ	自社（新規）	合併（新規）	米大手のペプシコと清涼飲料を製造・販売する合弁会社を設立。サントリー食品が 同子会社の51%の株式を取得
	2017 7/1	アサヒ グループ	700億円譲渡	中国	売却	合併株売却	アサヒグループホールディングスは持株法適用会社で中国飲料大手、康師傅飲品の 保有株すべてを売却

## 2. 内需型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	投資形態	目的	内容
食品	2017 10/13	アサヒ グループ		中国	売却	株式売却	中国のビール2位である青島ビールについて、保有する20%弱の株式を売却。想定した効果を得られなかったため、まとまった経営資源は欧州の高級ビールに集中
	2017 11/23	〃		中国	自社（拡大）	販売強化	中国で欧州ビールの販売に乗り出す
	2017 1/17	カルビー	10億円	香港	自社（拡大）	工場増設	香港にある「ジャガビー」の工場を3月に増設。生産能力を5割高める
	2017 1/17	江崎グリコ		タイ	自社（拡大）	事業拡大	江崎グリコは健康志向が高まるタイで、砂糖を使用しないチョコの生産販売
	2017 8/5	〃		タイ	自社（拡大）	事業拡大	タイのアイスクリーム生産を3倍に引き上げる
	2017 8/22	おやつ カンパニー		台湾	自社（新規）	事業拡大	台湾で初の海外工場を稼働
	2017 1/18	日本ハム	8億円	ベトナム	自社（拡大）	新工場（能力増）	ベトナムのハノイにハム・ソーセージ工場を新設する。現地での生産能力を倍増し併せて、惣菜など新しい商品の生産体制を整える
	〃	〃	12億円	マレーシア	自社（拡大）	合併工場新設	出資している現地の養鶏大手、レイ・ホンと12億円弱を投じ、ハラル対応の惣菜を製造
	2017 4/28	〃	50億円	米	自社（拡大）	新工場（能力増）	米中部にフライドチキンなど加工食品の工場を建設。西部にある既存工場を含めた米国内の加工食品生産量を3倍弱に高める
	2017 1/19	日清食品HD		ブラジル	M&A (完全子会社化)	販売強化	味の素と折半出資していた現地の即席麺会社を前期に完全子会社にしたため、収益規模が急拡大した。ブラジルでカップ麺の販売強化を進めている
	2017 5/11	〃	57億円	中国	自社（拡大）	新工場	中国浙江省にカップ麺の新工場を稼働
	2017 5/12	〃	数億円	中国	自社（拡大）	生産ライン新設	中国でポテトチップの生産・販売を始める。即席麺の工場にポテトチップスの生産ラインを新設
	2017 5/11	ハウス食品		中国	自社（拡大）	新工場	中国浙江省に中国で3カ所目になるカレールウ工場を建設。能力倍増
	2017 1/20	キリンHD	785億円で 売却	ブラジル	撤退	子会社売却	ブラジルのビール事業から撤退。子会社のブラジルキリンをオランダのハイネケンに785億円で売却
	2017 11/1	〃	858億円	米	売却	合併解消	米製菓大手のアムジェンとの合併を解消。全株式を売却
	2017 3/3	森永乳業		米	業務提携	製造委託	米国でヨーグルト事業に参入
	2017 3/17	味の素	25億円	ミャンマー	自社（新規）	新工場	ミャンマーで粉末飲料事業に参入。ヤンゴン郊外に工場を建設
	2017 4/27	〃	2000億円	欧州 米	M&A 自社（拡大）	事業拡大 増設	欧州で冷凍食品メーカーの買収を検討するほか、米国でも設備投資に約2000億円投じる計画。海外と先端バイオ、フレーバー関連の3つの領域でM&Aを検討
	2017 5/5	〃		仏	提携	販売強化	欧州で家庭用冷凍食品を発売。仏小売り大手のカルフルの店舗網を使い、フランス全土で販売。順次、欧州各地に広げる
	2017 7/21	〃	30億円	仏	M&A	事業強化	フランスの冷凍食品会社ラベリ・テレトル・スージェレ（L T S）社を買収。欧州での冷凍食品事業の基盤強化につなげる
	2017 8/3	〃	数十億円	トルコ	M&A (完全子会社化)	事業強化	トルコの食品会社キュクレを完全子会社化する。出資比率は50%。食品事業の基盤を強化
	2017 9/13	〃	11億円	ミャンマー	自社（拡大）	事業拡大	ミャンマーに風味調味料ラインをヤンゴン郊外のティラワ経済特区に新設した包装工場内に設ける
	2017 11/9	〃	72億円	米	M&A (完全子会社化)	事業拡大	米国の医療用食品会社キャンブルック社の全株式約72億円で取得し、完全子会社化した
	2017 10/31	イセ食品	資本金の 60%	インド	M&A	事業拡大	鶏卵大手のイセ食品はスズキとインドに共同で事業会社を設け、鶏卵の生産と卸売を始める。「イセ・スズキ・インド」を設立
	2017 7/27	オリエンタル 酵母工業	160億円	インド	自社（新規）	事業強化	日清製粉グループのオリエンタル酵母工業は、インドにパン用イースト（酵母）の生産工場を建設する。同国に大型工場を設け、シェア30%の獲得を目指す

## 2. 内需型企業（製造業） 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	投資形態	目的	内容
食品	2017 10/27	カゴメ		米	撤退	子会社売却	米ブランド・インターナショナルの株式を米食品大手マーズの関連会社に売却
	2017 8/15	〃		セネガル	自社(新規)	事業拡大	西アフリカのセネガルに営農会社を設立。現地で加工用トマト栽培を始める
	2017 11/29	不二製油	8億円	マレーシア	自社(新規)	新工場	マレーシアに現地企業と合併でパーム油製品の製造販売会社を立ち上げる。不二製油の出資額は8億円で子会社が40億円を投じ工場を設ける
消費財	2017 4/17	サラヤ	1000万円	アフリカ	M&A	新規事業	中堅洗剤メーカーのサラヤは東アフリカのウガンダで和食料理店を出店する日系ベンチャー企業(VB)に出資
	2017 4/27	日本たばこ産業	28億円	ブラジル	自社(拡大)	新工場	ブラジルで紙タバコの生産を始める。原料の葉タバコの加工工場に約28億円を投じ、タバコの生産ラインを導入
	2017 7/22	〃	1147億円	フィリピン	M&A	事業強化	フィリピンのたばこ大手マイティ・コーポレーションを買収し、たばこの製造・販売に関する資産取得。手薄なアジア市場を開拓
	2017 8/5	〃	1100億円	インドネシア	M&A	事業拡大	インドネシアのたばこメーカーと流通会社2社を買収。新興国開拓を加速
	2017 8/23	〃		ポリビア	M&A	事業拡大	現地のたばこ喫煙具を扱うビス・オーバーシーズ・ポリビアを買収。新興国で積極的な動きを続ける
	2017 4/27	花王	30億円	フィリピン	自社(新規)	香料生産	洗剤などに用いる香料の生産をフィリピンの自社工場から始める
	2017 10/31	コーセー		中国	売却	生産撤退	現地生産子会社の高級化粧品を売却。中国向け商品の全量を日本からの輸入と委託生産に切り替える
	2017 10/2	フレックス ジャパン		ベトナム	自社(新規)	販売強化	中国やインドネシア、ミャンマーなどに持ち、全生産量である1000万枚の97%を海外生産する。ベトナムのハノイには今年1月に旗艦店を立ち上げた
その他	2017 4/6	凸版印刷		タイ	M&A(出資)	容器事業出資	凸版印刷と伊藤忠商事は食品向け容器事業に共同参入。現地の容器メーカーに合計10%強を出資
	2017 8/24	〃	100億円	インドネシア	M&A	新規事業	インドネシアの食品向け包装材メーカーを買収
	2017 8/29	イトーキ	30億円	中国	M&A	新規事業	中国、上海のオフィス家具メーカーの十美を買収、さらに台湾の優美の一部事業を買収
	2017 5/17	ビジョン		インド	自社(拡大)	販路拡大	インドでベビー用品の販路を拡大する。3年後に5倍の5万店に増やす
農業・水産	2017 7/31	住友林業	100億円	米	自社(新規)	新規事業	賃貸マンションの開発事業に参入
	2017 11/2	〃		インドネシア	自社(新規)	新規事業	インドネシアで戸建て分譲住宅を発売。現地の不動産開発企業のレコン・アグン・Tbk社と特定目的会社を18年1月に設立にあたり、住友林業は49%出資する

## 3. 内需型企業(小売り・サービスなど) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	出資形態	目的	内容
商社・小売り	2016 12/25	双日		インド	M&A(出資)	車部品金型(出資)	インドで自動車部品を製造する日系メーカーに出資する。部品大手、三光合成の現地法人株の29%を取得する。双日が扱う合成樹脂の販売拡大を担う
	2017 1/6	三井物産	100億円	米	M&A	農薬事業買収	米モンサントから、麦の連作障害を防ぐ農薬事業を買収
	2017 1/9	〃	数十億円	英	権益買収	鉄道事業参入	ロンドンとケンブリッジなどを結ぶ主要鉄道路線の4割の権益を、事業主体であるオランダ国鉄から取得
	2017 8/30	〃	10億円	インド	M&A(出資)	新規事業	インドの電気が通じていない地域や電力供給が安定しない地域に小規模な太陽光発電所を設置
	2017 9/21	〃	10億円 56億円	インドネシア	M&A(出資)	新規事業	現地食品大手ABCグループの子会社に10億円を出資し、30%の株式を取得。インドネシアで乳製品事業に参入。牧場と工場の初期投資は56億円
	2017 10/11	〃	700億円	チリ	自社(新規)	新規事業	海水淡水化事業に参入。スペインの建設大手ACSグループと共同でチリにプラントを建設。ACSグループのテダグアと折半出資で合弁会社を設立
	2017 10/27	〃	数億円	独	M&A(出資)	新規事業	電気自動車(EV)の充電システムなどを手掛けるモビリティハウス(ミュンヘン市)に出資。EV電池を使った事業展開を支援
	2017 11/16	〃	10億円	英	M&A(出資)	新規事業	インターネットを通じた国際送金を手掛ける英トランスファーワイズに出資。アジア事業支援
	2017 11/21	〃		アフリカ	M&A(出資)	新規事業	アフリカで農産物取引などを手掛けるETCグループに出資。農家への肥料供給から営農指導、新規事業開発などアフリカでの非資源事業につなげる
	2017 11/27	〃	10億円	米	M&A(出資)	新規事業	サプリメント事業に参入。米ソニーリサーチ社に出資、日本でも機能性表示食品などとして販売
	2017 3/22	三菱商事	売却額 数百億円	オーストラリア	権益売却	権益売却	発電用石炭鉱山の権益を売却。売却額は数百億円。同事業の縮小、鉄鋼用石炭など有望な資源は新たな権益取得を目指す
	2017 3/28	〃	100億円	ミャンマー	自社(新規)	新規事業	ミャンマーで病院事業に参入する。まず2020年に総合病院をヤンゴンに開設
	2017 5/23	〃		インドネシア	株売却	株売却	インドネシアの石油ガス会社、メドコ・エネルギー・インターナショナルの株式を一部売却
	2017 6/16	〃	3900億円	アジア	自社(新規)	新規事業	アジアで大規模な住宅開発に乗り出す。今後7年でフィリピンや中国などで約2万6000戸を供給。日本式のノウハウで中間所得層を狙う
	2017 7/26	〃	270億円	英	自社(新規)	新規事業	英国で洋上風力発電から地上に送る海底送電線を取得。欧州全域を網羅する再生エネルギーの送電網構築を目指す
	2017 8/3	〃	275億円	米	自社(新規)	新規事業	米国内で約275億円のファンドを立ち上げた
	2017 1/	住友商事		ベトナム フィリピン	自社(拡大) 自社(拡大)	面積倍増 面積倍増	アジアで中小企業が入居するレンタル工場を拡大。5年以内にベトナム、フィリピンなど4カ国で運営面積を約2倍に増やす
	2017 3/31	〃	200億円	インド	M&A	新規事業	自動車向け鋼材製品の加工事業に参画。子会社の株式を49%を取得する。スズキや地場の自動車メーカーに供給
	2017 4/11	〃	280億円	ブラジル	M&A	新規事業	カナダの投資会社と組み、ブラジルに上下水道を持つ民間企業最大手に7割出資。日本式の管理ノウハウを提供する。ブラジルでは水道民営化が急務となっており、市場拡大が見込めると判断
	2017 7/22	〃	数十億円	カナダ	自社(新規)	木質燃料製造	カナダでバイオマス(生物資源)発電所で使う木質燃料の製造に参入
	2017 8/3	〃	350億円	米	自社(拡大)	新規事業	イリノイ州とフロリダ州の2つのオフィスビルを組み込んだ約350億円の不動産ファンドの運用を始めた
	2017 8/26	〃	70億円	ニュージーランド	自社(拡大)	事業拡大	現地の子会社が約70億円を投じ森林を追加で購入
	2017 8/29	〃	3億円	米	M&A(出資)	新規事業	米国内で建設機械の輸送をインターネット上で仲介するサービスを始める
	2017 9/21	〃	20億円	米	自社(新規)	新規事業	米国内で硫酸タンクターミナルを建設。農業や工業用として利用できる硫酸の需要は米国内で増加傾向にあり、新拠点を建設し販売を拡大
	2017 6/1	丸紅	1000億円	ボルトガル	M&A	新規事業	これまで電力や水事業、ガス配給事業に約500億円を投じた。現在の約2倍となる約1000億円に投資残高を増やす方針。リスボンに新設した出張所を通じて、現地企業との協業や情報収集を強化。電力や水ビジネスの外、内需関連事業にも取り組む



## 3. 内需型企業(小売り・サービスなど) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	出資形態	目的	内容
商社・小売り	2017 6/14	丸紅	70~100億円	欧州	M&A(出資)	衣料品の企画・生産事業出資	トルコのサイデテキスタイル社に出資。トレンド衣料を安く消費者に届けるファストファッションを手掛ける欧州の製造小売り(SPA)などに商品供給
	2017 6/23	伊藤忠	数百億円	インドネシア	M&A	新規事業	インドネシア大手財閥のリッポー・グループと事業を統括する合弁会社を設立。シンガポールなどで複数の病院を共同買収する。伊藤忠はグループ会社が手掛ける医療機器の販売、病院の給食、院内のコンビニ運営など周辺サービスを提案
	2017 6/20	〃	55億円	インドネシア	M&A(出資)	新規事業	インドネシアITと金融を融合したフィンテック事業に参入
	2017 8/24	〃	1億円	タイ	M&A(出資)	新規事業	タイのアプリ開発会社に出資
	2017 8/25	〃	13億円	東欧セルビア フィリピン	M&A 自社(拡大)	生産拠点 事業拡大	果物事業ドールで欧州開拓。セルビアのマスターフルーツ株式49%取得 フィリピンでパイナップルの生産能力を3割高める
	2017 10/2	〃	2000億円	セルビア	自社(新規)	新規事業	東欧のセルビアで、ごみの焼却や埋め立てなどを一括して請け負う処理施設の建設・運営事業を受注する。フランスのインフラ大手と組み現地に合弁会社を設立。建設費は約400億円
	2017 10/19	〃	25億円	メキシコ	自社(新規)	新工場	メキシコで豚肉の加工拠点を増やす。グループの豚肉生産会社、ハイライフグループHDが新工場を建設
	2017 8/25	合食		米	自社(新規)	販売強化	米カリフォルニア州に現法を設立し、営業を始めた。海外事業の売上高を5割増
	2017 8/23	長瀬産業	数十億円	米	M&A	販売強化	米フィッツケム社を買収。株式の100%を取得する。化学品原料の販売網を獲得し、成長市場を開拓
	2017 9/12	メタルワン		米	M&A	事業強化	米食糧メジャーのカーギルから米国内の鉄鋼事業を買収。鉄鋼品ぞろえを拡大
	2017 1/21	良品計画	資本金の49% を出資	フィリピン	自社(新規)	事業強化	フィリピンの小売り大手ストアーズ・スペシャリスツ(SSI)と同国に合弁会社を設立。消費意欲旺盛な若者を取り込む
	2017 4/6	〃		中国	自社(拡大)	大量出店	無印良品を運営する良品計画は中国で出店攻勢をかける。今後4年間で40店程度を展開
	2017 1/21	セブン&アイ		中国	自社(拡大)	店舗増	2020年をめどに中国内陸部でスーパーを3倍の20店に増やす
	2017 4/7	〃	3659億円	米	自社(新規)	新規事業	米国の中堅コンビニエンスストア、スノコLP(テキサス州)からコンビニとガソリンスタンド約1100店舗を取得
	2017 8/31	イオン		インドネシア	自社(新規)	事業拡大	インドネシアで新しいショッピングモールを開業。西ジャワ州ブカンに隣接する郊外型モール
	2017 9/30	〃		マレーシア	自社(拡大)	事業拡大	アジアで電子マネー事業に参入。年内にマレーシアで前払い式のカードを発行し、東南アジアを中心に展開地域を広げる
	2017 5/25	ローソン		中国	自社(拡大)	新規出店 (事業拡大)	新規出店の加速で中国・上海地域の子会社が今期中に黒字化
	2017 10/31	ファミマ		フィリピン	撤退	撤退	フィリピンのコンビニエンスストアの経営から退き、ライセンス事業として展開
	2017 1/26	イトキン		中国	撤退	撤退	イトキンは中国の地元企業との競争激化で採算が悪化。16年で完全に撤退
	〃	ハニーズ・アサヒコーポレーション・サンコー靴		中国	撤退	撤退	ハニーズは百貨店からの退店 アサヒコーポレーションは5年以内に生産を全て国内に戻す サンコー靴は15年夏から国内の自社工場を再稼働
2017 6/28	ネザスHD	資本金の 4割を出資	ミャンマー	自社(新規)	合弁会社設立	ミャンマーにトヨタ自動車系の販売会社NEZAS(ネザス)HDが現地企業と合弁会社を設立	
2017 9/6	オンデーズ		タイ	自社(新規)	販売拡大	タイのバンコクのショッピングモールに低価格眼鏡「オンデーズ ラボ」を開業	
2017 9/6	ゾフ		香港	提携	販売拡大	現地の大手商社、利豊(リー&ファン)とフランチャイズ契約を結び、21年までに計35点の出店を目指す	
2017 9/6	ジーンズ		中国	自社(拡大)	販売拡大	中国で100店以上を展開している。18年8月期は30点を出す計画	

## 3. 内需型企業(小売り・サービスなど) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	出資形態	目的	内容
小売り	2017/9/6	デサント	84億円	韓国	自社(新規)	開発	日本と韓国に服と靴の開発を担うR&D(研究・開発)センターを建設。韓国投資額は51億円
	2017/10/14	マツモトキョシ HD		台湾	自社(新規)	販売拡大	台湾でドラッグストアを出店。台湾の製造・流通会社の台隆工業と合併事業
	2017/11/14	イエローハット		中国 台湾	売却 売却	撤退 撤退	海外店舗の運営から撤退。中国や台湾に展開する9店舗を現地企業などに売却
運輸	2017/7/25	日本航空		ベトナム	提携	事業拡大	ベトナムの格安航空会社(LCC)最大手、ベトジェットエアが提携。ベトナム市場の取り込む
	2017/9/8	〃		インド	提携	事業拡大	インドの最大財閥タタ・グループ傘下の航空会社ビスタラと共同運航などで提携
	2017/9/14	〃		ベトナム	提携	事業拡大	ベトナム格安航空会社(LCC)最大手のベトジェットエアとコードシェア(共同運航)
	2017/9/23	〃		米	提携	事業拡大	米ハワイアン航空と提携。日本とハワイとのコードシェア(共同運航)
	2017/10/11	〃		メキシコ	提携	事業拡大	メキシコ航空大手アエロメヒコ航空と提携。日本とメキシコの直行便などを共同運航
	2017/11/28	〃		ロシア	提携	事業拡大	ロシアの航空大手であるアエロフロート航空と業務提携する。2018年以降に東京-モスクワ線や両国の国内線などで共同運航
	2017/10/14	商船三井	数十億円	インド	M&A(出資)	新規事業	インドで液化天然ガス(LNG)基地の運営事業に参画
	2017/9/2	郵船 ロジステック		インドネシア	自社(拡大)	事業拡大	インドネシア国際物流システムで戒律を満たすことを示す「ハラル認証」を得た。イスラムの戒律に沿った物流サービスを拡大
	2017/11/18	〃		ルーマニア	M&A	事業拡大	倉庫運営やトラック・鉄道運営が主力のルーマニアの物流大手を買収
	2017/3/1	ヤマトHD		ベトナム	自社(新規)	事業拡大	ベトナムでクール宅急便を始める。現地企業と合併で物流センターを設立。まず飲食店などの事業者向けに開拓し一般消費者に広げる
	2017/7/12	〃		中国	提携	事業拡大	中国インターネット通販大手、京東集団(JDドットコム)と提携強化。生鮮食品を冷やしたまま運ぶヤマトのノウハウと京東の物流網を組み合わせ、中国で初めて全国をカバーする低温物流網を構築
	2017/4/4	鴻池運輸		インド	自社(新規)	鉄道輸送	インドで現地企業と組み、貨物の鉄道輸送を始めた。現地企業と合併会社設立
	2017/5/19	日本通運		ベトナム	自社(新規)	定期トラック便	バンコクを起点に混載式定期トラック便の運航を始めた
2017/5/19	日新運輸		ベトナム	自社(新規)	複合物流サービス	日立物流子会社の日新運輸は、ヤンゴンとバンコクを陸路で結び、さらに日本や中国と陸路で結ぶ複合物流サービスを始めた	
建設	2017/5/23	日揮	3億円	ロシア	自社(新規)	医療インフラ	極東ロシアに医療インフラを輸出する。現地法人を設立
	2017/11/18	鹿島	450億円	ミャンマー	自社(新規)	新規事業	ミャンマーのヤンゴンで大規模な都市開発事業に乗り出す
住宅・不動産・通信	2016/12/8	森トラスト	750億円	米	自社(新規)	資産の分散(取得)	米国ボストン市(マサチューセッツ州)のオフィスビル2棟を2017年にも取得する。米国を含む海外で1千億~2千億円を投じる計画
	2017/2/22	大和ハウス	100億円	インドネシア	自社(新規)	高機能物流インフラ整備	大和ハウスはインドネシアで大規模倉庫を建設。三菱倉庫もインドネシアで稼働など、アジアで高機能物流のインフラ整備
	2017/6/7	〃		米	自社(拡大)	賃貸住宅増	米国で管理する賃貸住宅を今後3年をめどに現状の2.5倍の5千戸に。シアトル近郊で運用を始め、ロサンゼルスやニューヨークへの進出も目指す
	2017/7/8	〃	40億円	インドネシア	自社(拡大)	都市開発	インドネシア・ジャカルタ近郊の都市開発プロジェクトに参画
	2017/11/29	三井ホーム	10億円	米	自社(拡大)	新工場	北米の集合住宅向けの建築資材販売を拡大する。米カリフォルニア州で新工場を稼働させ現地生産に乗り出す。約10億円を投じて、カリフォルニア州ロダイ市にある工場・設備を取得
	2017/8/22	LIXIL		イタリア	売却	子会社売却	イタリアの建材子会社を約600億円で売却
住	2017/6/13	三菱地所		欧州	自社(拡大)	事業拡大	ドイツで初めての物件となるミュンヘンのオフィスビルを取得。子会社化した英不動産ファンド運営会社の情報を活用しながら、今後も欧州全域で不動産の開発・賃貸物件を展開。米子会社のロックフェラーグループに依存した海外事業の構造転換を目指す
	2017/7/19	三井不動産	190億円	フィリピン	自社(新規)	不動産開発	フィリピンの大手財閥系不動産会社ロックウェル・ランドは共同で、マニラ首都圏で不動産開発に乗り出す。合併会社を設立
	2017/9/2	〃	4000億円	米	自社(新規)	事業拡大	総事業費4000億円を超えるニューヨーク・マンハッタンの高層ビル開発事業に参画。完成後もビルを長期保有

3. 内需型企業(小売り・サービスなど) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	出資形態	目的	内容
宅・不動産・通信	2017/4/29	ソフトバンク	5650億円	中国	M&A(出資)	新規事業	タクシー配車とライドシェアサービスで中国首位の滴滴出行は6000億円を資金調達と発表。ソフトバンクグループが最も多く出資する。IoT分野に標準を定めるソフトバンクは中国に布石を打つ。日経5/13によると滴滴が調達する55億ドルの9割に相当
	2017/5/3	〃	1680億円	インド	M&A(出資)	新規事業	インドのベンチャー企業への投資を再加速する。現地のモバイル決済最大手に新規に出資
	2017/5/25	〃	4000億円	米	M&A(出資)	新規事業	サウジアラビアなどと共同で発足させた10兆円規模の投資ファンド「ソフトバンク・ビジョン・ファンド」が、半導体大手エヌビディアの株式を取得
	2017/7/25	〃	2200億円	東南アジア	M&A(出資)	新規事業	中国の配車アプリ最大手。滴滴出行は共同で東南アジアの同業最大手クラブに出資
	2017/10/5	〃	1兆1100億円	米		新規事業	米 ウーバーテクノロジーに出資。ウーバーの新株を1100億円以上購入し、既存株主からも約1兆円の株式を取得。成長市場に「相乗り」狙う
	2017/11/14	NTTコム	700~800億円	米	M&A	事業拡大	米ITサービスのセキュア24を買収。サービス拡充
その他サービス	2017/4/18	東京電力		カンボジア	提携	送電設備運営	東芝と共同で2017年末にカンボジアで完成する設備の運営を受託
	2017/6/14	〃		東南アジア等	自社(新規)	運転・保守支援サービス	海外で運転・保守(O&M)支援サービス事業に参入。東南アジアや中東などの新興国で電力会社の発電所の発電効率や設備稼働率の改善につなげる
	2017/2/14	東電・中部電	200億円	インド	出資	新規事業	東京電力、と中部電力は共同でインドの再生可能エネルギー最大手に出資
	2017/4/26	中部電力	400億円	独	提携	海底送電事業	中部電力は、三菱UFJリースとドイツでの洋上風力発電所向けの海底送電事業に共同で参入
	2016/12/8	パーク24	180億円	豪英	M&A M&A	事業拡大 事業拡大	セキュアパーキングのブランド名で運営する駐車場事業を5ヵ国で買収
	2017/7/15	〃	460億円	英	M&A	事業拡大	日本政策投資銀行と共同で英駐車場最大手のナショナル・カー・パークス(NCP)を買収
	2017/4/6	楽天		欧州	自社(新規)	新規事業	楽天銀行ヨーロッパを設立、中小企業などへの決済や貸し付けサービスを展開
	2017/11/28	〃		米	M&A(出資)	新規事業	楽天はがん治療事業に参入。米ベンチャー企業、アスピリアン・セラピューティクスに2割超出資して持分法適用会社とする
	2017/1/13	セコム	数億円	英国	M&A	事業拡大	英国の中堅警備会社を買収し、英国全土を網羅した警備サービスを始める
	2017/5/12	〃		中国	業務提携	事業拡大	セコムは中国の家庭向け警備サービス事業に本格参入。中国家電大手のハイアールと業務提携し、警備機器を共同開発
	2017/3/28	プラスワン・マーケティング		東南アジア	自社(新規)	格安通信サービス参入	東南アジアでスマホ向け格安通信サービスに参入
	2017/1/21	星野リゾート		インドネシア	自社(新規)	宿泊施設開業	インドネシアのバリ島で新宿発施設「星のやバリ」を開業
	2017/8/2	ホテルオークラ		台湾	提携	事業拡大	アジアで約20ヵ所で最高級ブランド「オークラプレステージ」のホテルを展開。新たに台湾中部台中市に開業
	2017/7/4	プリンスホテル	43億円	オーストラリア	M&A	事業拡大	オーストラリアのステイウェルホスピタリティホテルからホテル事業を買収
	2017/8/14	西部HD	50億円	米	自社(拡大)	事業拡大	米ハワイ事業で米ホテル大手スターウッドグループのウェスティンと連携。プリンスブランドを外す

## 3. 内需型企業(小売り・サービスなど) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	出資形態	目的	内容
その他サービス	2017 4/5	ルートイン	20億円	ベトナム	自社(新規)	事業拡大	ベトナム中部ダナンに宿泊料金が割安なビジネスホテルを開業。中小企業による進出が加速する中、経費を抑えたい出張者の需要に対応
	2017 5/29	ロコバート ナーズ		中国	自社(新規)	事業拡大	宿泊事業を手掛けるロコバートナーズは中国に子会社を設立。訪日事業を拡大する
	2017 10/30	〃		韓国	提携	事業拡大	韓国の電子商取引(EC)企業TMONと提携。高級旅館を紹介
	2017 1/21	オアシスソ リユーション	100%出資	シンガポール	M&A	事業拡大	シンガポールで高級分譲マンションの給水管を洗浄する事業に乗り出す
	2017 2/24	三菱UFJ		米	自社(新規)	新規事業	全米で個人向けインターネットバンキングのサービスを始める。ネット銀を活用して米国で預金業務に本格参入。海外開拓へ新モデル
	2017 11/9	〃		インドネシア	M&A(出資)	事業拡大	インドネシア大手銀のダイヤモンド銀行の株式を4割取得、将来的に子会社化を目指す
	2017 11/9	あおぞら銀行		ベトナム	提携	新規事業	ベトナムの大手証券、ホーチミン市証券と業務提携
	2017 11/29	東銀リース		メキシコ	自社(新規)	新規事業	メキシコで現地法人の営業を始める。日系の自動車部品メーカー向けに設備機械などをリース
	2017 8/25	三井住友海上	1755億円	シンガポール	M&A	事業拡大	シンガポール最大損害保険のファーストキャピタルを買収。アジアへの展開に注力
	2017 6/19	東京海上	430億円	インド	M&A(出資)	事業強化	合併で作った現地損害保険会社への出資比率を現在の26%から外資による出資上限の49%まで引き上げる
	2017 9/6	〃		ルクセンブルク	自社(新規)	事業拡大	EU離脱備えユーロ圏に新たに拠点を設ける
	2017 10/3	東京海上	300億円	米	M&A	事業拡大	米派遣大手AIG(アメリカン・インターナショナルグループ)の医療・障害保健事業を買収
	2017 5/11	日本生命		カンボジア	自社(新規)	保険市場参入	カンボジアの保険市場が勃興している。日本生命が出資するタイのバンコクライフが首都プノンペンにオフィスを開所
	2017 5/16	〃		中国	自社(新規)	医療保険販売	中国で富裕層向けの医療保険を売り出す。日生が3割出資する中国政府系金融との合併保険「長生人寿」が販売窓口
	2017 6/29	ソニー生命	資本金の 74%を出資	シンガポール	自社(新規)	事業拡大	シンガポールで様々な保険会社の商品を販売する保険ショップ事業を始める。約4億円の資本金の74%をソニー生命が、26%をスターズ証券が出資
	2017 9/1	損保ジャパン	1000億円	英	売却	子会社売却	英子会社を米投資会社に売却
	2017 8/15	MS&AD	440億円	オーストラリア	M&A(出資)	事業拡大	生命保険大手チャレンジャー社に出資。保険や年金市場の拡大が見込まれる
	2017 10/6	〃	1200億円	英	M&A(出資)	事業拡大	英生命保険アシュア・ジャージー・ワンに出資。生保の海外売上を伸ばす狙い
	2017 9/18	東海東京フィ ナンシャルHD		ベトナム	提携	仲介	ベトナムの証券大手であるバオベト商圏と業務提携。ベトナムでの事業拡大を目指す日本企業とのM&Aを仲介
	2017 9/14	オリックス		米	M&A	事業強化	米不動産ローン会社を買収。高齢者住宅向けのローンを組成や債権回収を手掛ける
	2017 9/29	東京センチュ リー	70億円	米	M&A(出資)	事業強化	米航空機リース会社のアビエーションキャピタルグループに出資。世界の旅客機需要の増加を見込み、事業基盤を固める
	2017 9/4	日立キャピタ ル		オランダ	自社(新規)	事業強化	オランダのアムステルダムに営業所を設けた。建設機械などの販売金融を手掛ける
	2017 9/7	テックビュー ロ		欧州 アジア	販売拠点 販売拠点	事業拡大 事業拡大	欧州・アジアに販売拠点を開設
	2017 5/3	コロワイド		中国	自社(新規)	進出	外食大手のコロワイドは中国本土に進出。今後5年間で130店まで広げる
	2017 5/15	トリドールH D	150億円	香港	M&A	事業拡大	うどん店「丸亀製麺」のトリドールホールディングスは香港で人気の中華麺店チェーンの運営会社を買収
2017 2/25	ドトール		中国	自社(新規)	事業拡大	中国本土に進出。地元外食大手と合併	

## 3. 内需型企業(小売り・サービスなど) 出所: 日本経済新聞

業種	日付	会社名	金額	投資国	出資形態	目的	内容
その他 サービス	2017 9/18	KUURAKU GROUP		インド	自社(新規)	事業拡大	居酒屋チェーンを展開するクウラクグループはインド、ニューデリーのインディラ・ガンディー空港に近い商業施設に店舗を開く
	2017 9/4	丸亀製麺		米	自社(新規)	事業拡大	米国本土に丸亀製麺を展開。ロサンゼルスに1号店を開店。来春までに米国西海岸で3店舗出す
	2017 9/26	元気寿司		東南アジア	自社(新規)	事業拡大	東南アジアでフランチャイズチェーン(F C)店の展開を広げる。2017年度中にミャンマーに進出、1年以内にベトナムマレーシアにも出店。ミャンマーでは現地企業とF C契約を結んだ
	2017 7/3	ベネッセHD		アジア	自社(新規)	事業拡大	来夏に東南アジアで幼児向け通信教育に参入。第一弾としてインドネシア全土で展開し、フィリピンとマレーシアへの進出検討
	2017 7/15	パーソルHD	691億円	オーストラリア	M&A	事業拡大	オーストラリアの人材大手を買収。アジアの需要を取りに行く
	2017 9/18	じげん		アフリカ	自社(新規)	新規事業	求人サイトを運営するじげんはアフリカ向け中古車販売サイトを立ち上げ
	2017 9/7	ベルシステム		韓国	提携	事業拡大	韓国コールセンター大手のハンコックコーポレーションと業務提携。日本語と韓国語の双方に対応したサービスを顧客に提供
	2017 7/8	グリー		米	解散		米国のゲーム開発子会社を解散
	2017 7/20	ニチイ学館		中国	M&A	介護サービス	現地事業者を相次ぎ買収し、16年4月から介護サービスを提供
	2017 7/20	フランスベッド		中国	自社(拡大)	介護用品	部材を見直した中国向けモデルの生産を始めた
	2017 8/19	サカタのタネ	7500万円	ベトナム	自社(新規)	販売強化	ベトナムに現地法人を設立。資本金約7500万円。種子販売を代理店による販売から直接販売に
	2017 9/25	インター スペース		米	提携	事業拡大	広告ネットワークを持つ米C Jアフィリエイト(カリフォルニア州)と業務提携。海外展開を加速
	2017 9/28	カルチュア・ エンタテイメ ント	4000万円	中国	自社(新規)	販売拡大	カルチュア・コンビニエンス・クラブ(C C C)傘下のカルチュア・エンタテイメントは、中国で出版事業を手掛ける中信出版集団と合弁会社を設立。書籍や雑誌などのコンテンツを中国の書店を通じて販売

# 日本の小売企業のグローバル展開時における進出形態

松本 雅之

## 1. はじめに

日本の上場企業で小売業に分類される企業 349 社のうち、海外売上比率が 10%を超える企業は、わずか 16 社しかない。<sup>1</sup> 製造業と比べれば著しく低い水準である。それでも、近年においてはグローバル展開を強化する小売企業が目立ってきた。株式会社ファーストリテイリングの海外売上比率は 43.4%<sup>2</sup>、株式会社良品計画（以下、良品計画）の海外売上比率は 35.3%<sup>3</sup> と小売業のなかでは突出して高く、グローバル展開する小売企業の筆頭格と言えよう。この他、例えば、株式会社大創産業（以下、ダイソー）、イオン株式会社、株式会社ニトリホールディングス、外食産業では、株式会社大戸屋ホールディングス（以下、大戸屋）、株式会社吉野家ホールディングスなど海外での出店数を増やしている事例は数多い。現在は国内展開が中心であるが、株式会社ドンキホーテホールディングス（以下、ドンキホーテ）のように、今後の積極的な海外出店を発表している企業も多々ある。

少子高齢化・労働力人口の減少を背景に、国内市場は縮小が見込まれる。また、Amazon を始めとする EC 事業者への脅威が増している。こうした状況にあって、日本の小売企業が将来の成長を追い求めるなら、海外進出は必然の行動となってきた。1980 年代から、日本の百貨店企業を中心に、積極的な海外展開は行われてきた。しかし、これらの動きは、日本人の海外旅行客の現地消費需要を狙った動きであり、グローバル市場そのものをターゲットとする近年の動きとは、その動機が大きく異なる。

良品計画は、直営もしくは過半出資の合弁を中心に展開している一方、ダイソーは、26 の国と地域に 1,800 もの店舗<sup>4</sup>を展開しているが、直営は少なくフランチャイズ中心の展開である。大戸屋は、直営展開とフランチャイズ展開が併存している。セブンイレブン、ローソン、ファミリーマートを展開するコンビニエンスストア各社は、いずれも現地法人を設立したうえで、日本同様にフランチャイズ展開が中心である。

このように、同じ小売企業でも、進出形態に違いがある。グローバル展開をどのように広げていくか。その戦略の基礎となる進出形態の選択については、各社それぞれの経営判断が存在する。本報告は、海外進出形態を一般概念として分類するとともに、各社がどのような選択をしているのか、進出形態の特徴が異なる代表的企業として、良品計画、大戸屋、ドンキホーテ、これら 3 社について、公開情報を基に調査し、その状況と特徴を概観するものである。

<sup>1</sup> 東証 33 業種における小売業、東洋経済 会社四季報 2016 年 3 集・夏号から集計

<sup>2</sup> 2017 年 11 月 30 日提出 2017 年 8 月期有価証券報告書「セグメント情報」をもとに計算

<sup>3</sup> 2017 年 5 月 25 日提出 2017 年 2 月期有価証券報告書「セグメント情報」をもとに計算

<sup>4</sup> 同社ホームページ ([https://www.daiso-sangyo.co.jp/company/prof\\_hist](https://www.daiso-sangyo.co.jp/company/prof_hist)) 2017 年 3 月現在

## 2. 海外進出形態の分類

海外進出形態を一般概念として分類すると、図表 1 のように整理することができる。以下、分類した 3 つの項目について説明する。

[図表 1] 海外進出形態の分類

分類		小分類	
(1)	進出国での現地法人設立	1	100%取得（連結）
		2	50%超取得（連結）
		3	20%超取得（持分法適用）
(2)	進出国の企業の買収・合併	1	100%取得（連結）
		2	50%超取得（連結）
		3	20%超取得（持分法適用）
		4	数%（投資有価証券）
(3)	進出国の企業とフランチャイズ（ライセンス）契約	1	進出国の現地法人と契約
		2	日本企業と直接契約

※小分類の () は想定される会計上の取り扱い。

### (1) 進出国での現地法人設立

ターゲットとする進出国に、自社もしくは共同で現地法人を新設することにより進出するケースである。このケースは、自社のみで新設する時は特に、自前で経営リソースを準備する必要があり、展開スピードが遅い。設立当初は小規模で実験的な位置づけが多くなる。

現地法人の新設に際しては 100%出資とすることが多いが、パートナー企業と共同で設立する場合や、外国人の株式保有を制限する規制（以下、外資規制）など各国の法規制により自社の出資比率に規制がある場合には、図表 1 の小分類にあるように、出資比率を何%とするかという選択肢が存在する。

### (2) 進出国の企業の買収・合併

進出国で既に事業を行う企業の買収・合併を行う場合は、経営リソースや展開スピードの獲得を狙うことができる。一方で、投下する資金は多額となり、被買収企業の連結業績・財務への影響も出やすい。例えば、買収後に買収時に発生するのれんの減損リスクが伴う。また、買収・合併の対価の算定や買収・合併後の経営のかじ取りに困難さが伴う。

また、出資比率を何%とするか、また、100%出資以外の場合ほどの共同出資者と組むか、という選択肢が存在する。会計上、連結対象とするか、持分法適用とするか、あるいは、当初はマイナー出資に留め、いずれ 50%超のマジョリティー出資を狙うという考えもありえよう。

### (3) 進出国の企業とフランチャイズ（ライセンス）契約

進出国の企業とフランチャイズ（ライセンス）契約により進出するケースは、優良なパートナー

と組むことができれば、低コスト・高スピードで事業拡大が実現できる。このケースを更に分類すると、図表 1 の小分類にあるように、「進出国の現地法人と契約」と「日本企業と直接契約」が考えられる。新たに現地法人を設立したうえでフランチャイズ展開を行う場合には、前出の出資比率を何%とするか、また、100%出資以外の場合ほどの共同出資者と組むか、という判断は同様に存在する。

### 3. 良品計画の事例

#### (1) 良品計画の概要

良品計画は、1989年にスーパーマーケット大手の株式会社西友から独立し、その後、「無印良品」を中心とした専門店の展開を拡大してきた。商品の企画開発・製造から流通・販売までを行う製造小売業である。店舗数は、2017年2月末時点で、国内452店舗（Café&Meal MUJIとIDÉEを含む）、海外418店舗、合計870店舗となっている。<sup>5</sup> その後、2017年7月21日にシンガポールへ出店した時点では、「無印良品」は海外店舗数が国内店舗数を追い抜いた。<sup>6</sup> 海外事業は、2017年2月期において、営業収益117,563百万円、営業利益15,740百万円となっている。<sup>7</sup>

#### (2) 良品計画の特徴

資料1にあるとおり、良品計画の海外進出の歴史は、英国にはじまり、その後、アジアへ。そして、ヨーロッパ、アメリカ、中東、オーストラリアなどと、毎年のように世界各国への進出を進めている。これらの歴史を見ると、「分類：(1) 進出国での現地法人設立」が多く、一部、「分類：(3) 進出国の企業とライセンス（フランチャイズ）契約」が存在する。

#### (3) 良品計画の事例

良品計画の海外初進出の地は、英国ロンドンであった。1991年7月、英国リバティ社（百貨店を経営）とパートナーシップ契約を締結し、ロンドンへ進出した。しかし、リバティ社の経営不振のあおりから、1997年5月に6年弱という期間でパートナー契約を解消し、営業を子会社であるRYOHIN KEIKAKU EUROPE LTD.に移管した。

また、その後、香港、シンガポールなど、合弁によりアジアへ進出するも、合弁会社は清算し、一時撤退している。当時同社社長であった松井忠三氏は「アジアでは次々と出店するのと同時に、閉店も相次ぎました。その原因は、現地オペレーションがずさんだったからです。」<sup>8</sup>と述べている。

良品計画の海外事業は年々拡大をしているが、このような経験からか、資料2にあるとおり、現地法人にける同社の出資比率は100%出資が目立ち、少なくとも50%以上の出資をするというスタンスが見て取れる。50%を下回るマイナー出資は、外資規制により出資比率が制限されるタイ（出資比率50%）を除いてない。また、進出開始時に現地企業を買収した事例は見当たらない。

<sup>5</sup> 同社ホームページ (<http://ryohin-keikaku.jp/corporate/>)

<sup>6</sup> 2017年7月11日プレスリリース ([http://ryohin-keikaku.jp/news/2017\\_0711.html](http://ryohin-keikaku.jp/news/2017_0711.html))

<sup>7</sup> IR情報「DATABOOK」より

<sup>8</sup> 松井忠三 2015年「良品計画が、世界でも勝てる理由」KADOKAWA P47



2016年に進出したインドに関しては、無印良品の業態では100%出資での現地法人設立が可能であるが、「過半出資できるなら、インドは合弁と考えた(松崎社長)」<sup>9</sup>として、インド財閥大手 Reliance Brands Limited と組み、出資比率は51%であった。国によっては、100%出資には必ずしもこだわらないものの、それでも51%以上の出資にはこだわっているものと考えられる。

ヨーロッパやアジアの一部では、ライセンス契約を結んだフランチャイズ展開を行っている。但し、フィリピンにおいては、2010年に現地小売企業である STORES SPECIALISTS, INC. (以下、SSI) とライセンス契約を締結し展開を開始したが、その後、2017年に事業強化・拡大を目的に、SSI と合弁会社を設立した。<sup>10</sup> このように、ライセンス契約による展開を行いつつも、現地法人設立に切り替える、「分類：(3) 進出国の企業とライセンス(フランチャイズ)契約」から「分類：(1) 進出国での現地法人設立」へ転換した例もある。

[資料1] 良品計画 海外進出の歴史<sup>11</sup>

1991年7月	英国のリバティ社とパートナーシップ契約を締結。ロンドンに出店
1997年5月	英国のリバティ社とのパートナーシップ契約を解消し、営業を子会社 RYOHIN KEIKAKU EUROPE LTD.に移管
1998年4月	RYOHIN KEIKAKU FRANCE S.A.S を設立
2001年3月	MUJI(HONG KONG)CO.,LTD.を設立
2003年1月	MUJI(SINGAPORE)PRIVATE LTD.を設立
2003年8月	台湾無印良品股份有限公司を設立
2004年9月	MUJI ITALIA S.p.A を設立
2004年12月	MUJI Korea Co.,Ltd. を設立
2005年5月	無印良品(上海)商業有限公司を設立
2005年7月	MUJI Deutschland GmbH を設立
2006年4月	MUJI Global Sourcing Private Limited を設立
2006年10月	MUJI U.S.A. Limited を設立
2007年1月	MUJI EUROPE HOLDINGS LIMITED を設立
2009年10月	愛姆吉斯(上海)貿易有限公司を設立
2011年10月	MUJI(MALAYSIA)SDN.BHD.を設立
2012年11月	MUJI RETAIL(Thailand) Co.,Ltd.を設立
2013年1月	アルジャヤ・トレーディング社とライセンス契約を締結し、中東での無印良品1号店を出店
2013年5月	MUJI RETAIL(AUSTRALIA)PTY LTD を設立
2014年1月	台湾無印良品股份有限公司の全株式を取得
2014年4月	MUJI CANADA LIMITED を設立
2015年12月	MUJI EUROPE HOLDINGS LIMITED が株式取得により MUJI SPAIN, S.L.及び MUJI PORTUGAL, LDA を子会社化

<sup>9</sup> 2016年8月6日 日本経済新聞 報道

<sup>10</sup> 2017年1月20日プレスリリース ([http://ryohin-keikaku.jp/news/2017\\_0120.html](http://ryohin-keikaku.jp/news/2017_0120.html))

<sup>11</sup> 2017年5月25日提出 2017年2月期有価証券報告書「沿革」より抜粋

2016年2月	Ryohin-Keikaku Reliance India Private Limited を設立
---------	---

[資料2]良品計画 海外現地子会社とその出資比率<sup>12</sup>

名称	国(都市)	議決権の 所有割合(%)
RYOHIN KEIKAKU EUROPE LTD.	イギリス(ロンドン)	66
RYOHIN KEIKAKU FRANCE S.A.S.	フランス(パリ)	66
MUJI(HONG KONG) CO.,LTD.	中国(香港)	100
MUJI(SINGAPORE) PRIVATE LTD.	シンガポール(シンガポール)	100
MUJI ITALIA S.p.A.	イタリア(ミラノ)	66
MUJI Korea Co.,Ltd.	韓国(ソウル)	60
無印良品(上海)商業有限公司	中国(上海)	100
MUJI Deutschland GmbH	ドイツ(デュッセルドルフ)	66
MUJI Global Sourcing Private Limited	シンガポール(シンガポール)	100
MUJI U.S.A. Limited	アメリカ合衆国(ニューヨーク)	80
MUJI EUROPE HOLDINGS LIMITED	イギリス(ロンドン)	66
愛姆吉斯(上海)貿易有限公司	中国(上海)	100
MUJI(MALAYSIA)SDN.BHD.	マレーシア(クアラルンプール)	100
MUJI Retail(Thailand) Co.,Ltd.	タイ王国(バンコク)	50
MUJI RETAIL(AUSTRALIA) PTY LTD	オーストラリア(メルボルン)	100
台湾無印良品股份有限公司	台湾(台北)	100
MUJI CANADA LIMITED	カナダ(トロント)	100
MUJI SPAIN, S.L.	スペイン(バルセロナ)	66
MUJI PORTUGAL, LDA	ポルトガル(リスボン)	66
Ryohin-Keikaku Reliance India Private Limited	インド(ムンバイ)	51

#### 4. 大戸屋の事例

##### (1) 大戸屋の概要

大戸屋は、定食店「大戸屋ごはん処」を中心に店舗展開を行っている。店舗数は、2017年3月末時点で、国内348店舗、海外93店舗、合計441店舗となっている。<sup>13</sup> 海外事業は、2017年3月期において、海外直営事業は、売上高2,793百万円、営業損失40百万円、海外フランチャイズ事業は、売上高175百万円、営業利益60百万円となっている。<sup>14</sup>

<sup>12</sup> 2017年5月25日提出 2017年2月期有価証券報告書「関係会社の状況」より抜粋

<sup>13</sup> 同社ホームページ (<http://www.ootoya.jp/corporate/profile.html>)

<sup>14</sup> 2017年6月29日提出 2017年3月期有価証券報告書より

## (2) 大戸屋の特徴

大戸屋は、現在、香港、シンガポール、アメリカは、「分類：(1) 進出国での現地法人設立」として、直営により店舗展開を行っている。タイ、台湾、インドネシア、中国、ベトナムは、いずれも「分類：(3) 進出国の企業とライセンス（フランチャイズ）契約」である。各国への進出の歴史や現地法人の出資比率は資料3及び資料4のとおりである。

ただ、このうちタイと台湾は、当初は現地法人により展開しつつも、出店数が増加したのちに、フランチャイズへ移行しているのが特徴的である。大戸屋の海外事業は、子会社による直営展開で大戸屋の知名度を高めブランドを構築した後、同社の経営理念を共有できる現地企業に対し、現地法人株式を譲渡することを戦略的に考えている。これは、現地企業をフランチャイジーとして店舗展開を更に加速することと、子会社株式の譲渡により投資回収を図り、当該資金を国内外における更なる事業拡大のために使用していくためであるという。

## (3) 大戸屋の事例

大戸屋の最初の海外進出はタイであった。2004年3月、46%出資によりタイに現地法人を設立し、2005年1月にバンコクに1号店を出店している。出資比率が46%と50%を下回っているのは、外資規制があることによるものと考えられる。タイは多くの日系企業を含む外国企業が多く進出しているが、ASEAN諸国のなかでも比較的外資規制が厳しい国として知られており、小売業においては、大規模事業以外は、原則として外資比率50%未満でないと現地法人の設立が認められない。

2011年8月、タイの現地法人の全株式をタイの大手外食企業セントラルレストラングループ（CENTRAL RESTAURANTS GROUP CO., LTD.）に譲渡し、そして、エリア・フランチャイズ契約を締結している。

タイに続き、2か国目の海外進出は台湾であった。2006年3月に100%出資により現地法人を設立し、同年6月に1号店を出店している。しかし、その後、順調に出店を重ねたのち、2012年9月に現地法人の全株式を台湾ファミリーマート（Taiwan FamilyMart Co., Ltd.）に譲渡し、そして、エリア・フランチャイズ契約を締結している。

### [資料3] 大戸屋 海外進出の歴史<sup>15</sup>

2004年3月	タイ国で飲食事業の展開を図る目的で、当社46%出資の OOTOYA (THAILAND) CO.,LTD.を設立
2005年1月	OOTOYA (THAILAND) CO.,LTD. が海外第1号店となる「OOTOYA GOHANDOKORO」トンロー店（タイ国バンコク市内）を出店
2005年8月	タイ国で飲食事業の展開を図る目的で、当社40%出資の BETAGRO OOTOYA CO.,LTD.（現M OOTOYA(THAILAND)CO.,LTD. 現・連結子会社）を設立
2006年3月	台湾で飲食事業の展開を図る目的で、当社100%出資の 台湾大戸屋股份有限公司を設立
2006年5月	台湾大戸屋股份有限公司が台湾第1号店となる「大戸屋ごはん処」衣蝶店（台湾台北市内）を出店

<sup>15</sup> 2017年6月29日提出 2017年3月期有価証券報告書「沿革」より抜粋

2007年1月	OOTOYA (THAILAND) CO.,LTD.が BETAGRO OOTOYA (THAILAND) CO.,LTD.に商号変更
2007年8月	香港で飲食事業の展開を図る目的で、当社100%出資の 香港大戸屋有限公司（現・連結子会社）を設立
2007年10月	シンガポール共和国及びインドネシア共和国で飲食事業のフランチャイズ展開を図る目的で、OOTOYA ASIA PACIFIC PTE. LTD.（現・連結子会社）に30%出資
2008年6月	OOTOYA ASIA PACIFIC PTE. LTD.の子会社である PT. OOTOYA INDONESIA がインドネシア共和国におけるフランチャイズ第1号店となる「大戸屋ごはん処」スナヤンシティ店（インドネシア共和国ジャカルタ）を出店
2008年7月	香港大戸屋有限公司が香港第1号店となる「大戸屋ごはん処」太古店（香港クオリーベイ）を出店
2009年6月	OOTOYA ASIA PACIFIC PTE. LTD.がシンガポール共和国におけるフランチャイズ第1号店となる「大戸屋ごはん処」オーチャードセントラル店（シンガポール共和国オーチャードセントラル）を出店
2011年3月	アメリカ合衆国で飲食事業の展開を図る目的で、AMERICA OOTOYA INC.（現・連結子会社）を設立・出資
2011年8月	BETAGRO OOTOYA (THAILAND) CO.,LTD.の全株式を CENTRAL RESTAURANTS GROUP CO., LTD.に売却し、同社とエリア・フランチャイズ契約を締結
2011年12月	上海で飲食事業のフランチャイズ展開を図る目的で大戸屋（上海）餐飲管理有限公司に49%出資
2012年4月	AMERICA OOTOYA INC.がアメリカ合衆国第1号店となる「大戸屋 JAPANESE RESTAURANT」チェルシー店（米国ニューヨーク州）を出店
2012年6月	大戸屋（上海）餐飲管理有限公司が中国第1号店となる「大戸屋ごはん処」協泰中心店（上海長寧区）を出店
2012年9月	台湾大戸屋股份有限公司の全株式を全家便利商店股份有限公司に売却し、同社とエリア・フランチャイズ契約を締結
2013年12月	大戸屋（上海）餐飲管理有限公司を完全子会社化（現在は清算）
2014年3月	全家便利商店股份有限公司と中国全土におけるエリア・フランチャイズ契約を締結
2015年7月	OOTOYA MESA がベトナム第1号店となる OOTAYA MESA プラザ店を出店

[資料4]大戸屋 海外現地子会社とその出資比率<sup>16</sup>

名称	国（都市）	議決権の 所有割合（%）
香港大戸屋有限公司	中国（香港）	100
OOTOYA ASIA PACIFIC PTE. LTD.	シンガポール（シンガポール）	100

<sup>16</sup> 2017年6月29日提出 2017年3月期有価証券報告書「会社関係の状況」より抜粋

AMERICA OOTOYA INC.	アメリカ合衆国（ニューヨーク）	100
M OOTOYA(THAILAND)CO.,LTD.	タイ王国（バンコク）	99.9（54.9 <sup>17</sup> ）
THREE FOREST(THAILAND)CO.,LTD.	タイ王国（バンコク）	48.5 <sup>18</sup>

## 5. ドンキホーテの事例

### (1) ドンキホーテの概要

ドンキホーテは、「ドン・キホーテ」などの複数ブランドでビッグコンビニエンス&ディスカウントストアを展開している。店舗数は、2017年6月末時点で、国内354店舗、海外14店舗、合計368店舗となっている。2017年6月期においては、海外事業の業績規模は相対的に小さくなく有価証券報告書におけるセグメント開示は行われていないが、今後積極的に海外事業を展開する方針を発表している。

### (2) ドンキホーテの特徴

資料5にあるとおり、ドンキホーテはこれまで米国で3度の買収を行ってきた。これまでの海外進出形態は、いずれも「分類：(2) 進出国の企業の買収・合併」であり、全株式を取得し連結子会社としているのが特徴である。但し、今後は、シンガポールやタイなど東南アジアへの出店も目指しているが、シンガポールの1号店は100%出資する現地法人により自前で出店し、また、タイは合弁による現地法人を設立しており、「分類：(1) 進出国での現地法人設立」としての進出となっている。また、現地法人の出資比率は資料6のとおりであるが、海外事業持株会社を設立していることも特徴の1つである。

### (3) ドンキホーテの事例

ドンキホーテは、2006年2月に株式会社ダイエー（当時）より、米国ハワイ州で展開するTHE DAI'EI (USA) INC.（現在のDon Quijote (USA) Co., Ltd.）の全株式を取得し、初の海外進出を果たした。その後、2013年9月に米国ハワイ州及びカリフォルニア州で展開するMARUKAI CORPORATIONの全株式を取得し、更には2017年9月に米国ハワイ州で24店舗のスーパーマーケットを展開する、QSI, Inc.（以下、QSI）の全株式を取得した。MARUKAI CORPORATIONの買収は、海外事業持株会社としてシンガポールにあるPan Pacific International Holdings Pte.Ltd.（以下、PPIH）を通じて、また、QSIの買収は、PPIHの傘下である米国デラウェア州にて新設したPan Pacific International & Co.を通じて行われている。

このように米国での展開を中心としていたドンキホーテであるが、米国以外では、2017年12月にPPIHがシンガポールにて1号店を出店し、また、タイでは、タイ国内最大手塗料メーカーグループのTOA Venture Holding Co., Ltd.と日本駐車場開発株式会社のタイ法人Nippon Parking Development

<sup>17</sup> 間接所有割合

<sup>18</sup> 実質的に支配しているため会計上は連結子会社

(Thailand) Co., Ltd.との合弁により現地法人を設立している。<sup>19</sup>

[資料5] ドンキホーテ 海外進出の歴史<sup>20</sup>

2006年2月	株式会社ダイエーより、THE DAI'EI(USA),INC. (現・Don Quijote (USA) Co., Ltd.) 及び Oriental Seafoods,Inc.の全株式を取得し子会社化
2013年7月	海外事業持株会社として、シンガポール共和国に Pan Pacific International Holdings Pte.Ltd.を設立
2013年9月	北米及びハワイ州での店舗運営を目的とし、MARUKAI CORPORATIONの全株式を取得し子会社化
2017年9月	米国ハワイ州において24店舗のスーパーマーケットを展開する、QSI,Inc.の全株式を取得し子会社化

[資料6] ドンキホーテ 海外現地子会社とその出資比率<sup>21</sup>

名称	国(州もしくは都市)	議決権の 所有割合(%)
Don Quijote (USA) Co.,Ltd.	アメリカ合衆国(ハワイ)	100
MARUKAI CORPORATION	アメリカ合衆国(カリフォルニア・ ハワイ)	100
Pan Pacific International Holdings Pte. Ltd.	シンガポール(シンガポール)	100
Pan Pacific International & Co.	アメリカ合衆国(デラウェア)	100
QSI, Inc.	アメリカ合衆国(ハワイ)	100

## 6. 事例における注目点

良品計画は、フィリピンでは現地小売企業 SSI とライセンス契約を結んだフランチャイズ展開を行ってきたが、事業強化・拡大を狙い SSI との合弁で現地法人設立に切り替えた。分類(3)から分類(1)へシフトした。一方で、大戸屋は、タイと台湾においては、現地法人により展開しつつも、フランチャイズ展開切り替えた。良品計画とは逆の動きで、分類(1)から分類(3)へシフトした。直営展開を軸にする良品計画に対し、直営展開を軸にしつつも、拡大フェーズで現地法人株式は売却し、リターンを確定させる戦略を取ることを捉えると、両社の経営スタンスの差を感じる。もっとも両社の企業規模には大きな差があり、大戸屋はその企業規模からして人的資源や資金などの経営資源に限られるなかで、高いグローバル展開のスピードを高めるためには割り切った戦略を取ったとも考えられる。

<sup>19</sup> 2017年11月6日プレスリリース

シンガポール ([http://www.donki.com/updata/news//171121\\_Rf9qu.pdf](http://www.donki.com/updata/news//171121_Rf9qu.pdf))

タイ ([http://www.donki.com/updata/news//171106\\_02\\_fftpO.pdf](http://www.donki.com/updata/news//171106_02_fftpO.pdf))

<sup>20</sup> 2017年9月27日提出 2017年6月期有価証券報告書「沿革」より抜粋

<sup>21</sup> 2017年9月27日提出 2017年6月期有価証券報告書「会社関係の状況」より抜粋

ドンキホーテは、米国で3社買収を行ってきた後、シンガポールとタイは現地法人設立による展開を選択した。シンガポールとタイでの展開はまだスタート地点に立った段階にあり、グローバル展開を一層本格的に進めるなか、今後、東南アジアを中心とする他の国への進出においてどのような選択を取っていくか注目される。

※本報告は、2017年11月末時点における筆者の調査に基づくものです。また、本報告における見解は、筆者個人の見解であり、所属する企業の意見を代表するものではありません。

以上

## フォルクスワーゲンのグローバル展開（中国を中心として）について

駒形 吉晴

### 1. はじめに

ドイツの自動車メーカーのフォルクスワーゲン（以下、VW）にとり、2016年はディーゼルエンジンの排ガス不正問題が大きな問題となった一方で、これまで進めてきたグローバル展開の成果により、グループ全体で過去最大となる1,039万台（前年比3.8%増）の販売台数を達成した。

ディーゼルエンジンの搭載が僅少である高級車、中国、米国市場の伸びが貢献した形となり、2017年も同様の傾向が続いた（2016年比4.3%増の1,074万台）。排ガス不正問題への注目を薄めることにも成功し、再び成長軌道に戻ろうとしている。第二次世界大戦後、ドイツの復興、経済成長の象徴となったVWの発展の原動力となったのは、ドイツ製造業における技術的基盤に加え、旧ドイツ東部領土地域からの避難民による労働力の確保と早い時期からのグローバル展開が挙げられる。

本報告書においては、VWのグローバル展開の概況、特に中国を中心として論じることとしたい。

### 2. VWの海外進出のあゆみ

ナチス政権下において、フェルディナント・ポルシェ博士が開発した国民車 **KdF - Wagen** は第二次世界大戦後の1945年にVWタイプ1（通称ビートル）として、西ドイツとなったニーダーザクセン州ヴォルフスブルクの本社工場において本格的な生産が開始された。

早くも1947年にオランダへの輸出を開始、1953年には初の欧州域外の生産拠点として、ブラジルに現地法人 **Volkswagen do Brasil Ltda.** を設立、タイプ1の生産を開始した。ブラジルへの進出の背景としては、ドイツ系移民が経済面で一定の地位を築いていたことが考えられる。続いて、1956年に南アフリカ、1964年にメキシコ、1980年アルゼンチンと続き、1978年にアメリカへの進出を果たした（1988年に一度撤退、その後再進出）。そして、中国には上海汽車との合弁により1985年に上海、第一汽車との合弁により1991年に長春へ進出した。欧州域内では、1986年にスペインのセアトを子会社化し、冷戦終了後には旧東ドイツ地域、シュコダの子会社化によりチェコ、その後もスロバキア、ポーランド、ハンガリーにおいて生産拠点を設けた。

欧州域外のうち、特に中国とブラジルについては、他社に先駆けて進出し、現地の需要に応じた車種を展開し、両国の経済成長とともに大きく成長し、VWグループ全体の事業拡大に貢献している。



## 3. 足元の業況

(単位：百万ユーロ)

	2016	2015	比較
売上高	217,267	213,292	101.86%
売上総利益	40,997	33,911	119.22%
(売上総利益率)	(18.87%)	(15.89%)	+2.98pt
営業利益	7,103	▲4,069	-
持分法投資利益	3,497	4,387	79.71%
税前当期利益	7,292	▲1,301	-
株主に帰属する純利益	5,144	▲1,582	-
営業キャッシュフロー	9,430	13,679	▲4,249
(うち減価償却費)	(20,924)	(19,693)	
投資キャッシュフロー	▲20,679	▲21,151	+472
財務キャッシュフロー	9,712	9,068	+644

## (1) 収支状況

2015 年は排ガス不正問題の影響により営業利益段階で多額の損失を計上、最終的に 16 億ユーロ近い純損失となった。ただし、VW との資本提携を解消したスズキが自己株式取得を行った際に計上した売却益など金融収益 2,767 百万ユーロが含まれている。

2016 年は一転して増収増益となった。増収に加え、売上原価率の改善も見られる。ただし、持分法投資利益は減益となっている。これは現地メーカーとの合弁形式のため、持分法投資利益において取り込まれている中国事業が減益となったためである。

なお、キャッシュフローについては、金融事業を除く自動車事業のみの場合は  
2016 年：営業キャッシュフロー 20,271 百万ユーロ、投資キャッシュフロー ▲19,066 百万ユーロ、2015 年：営業キャッシュフロー 23,796 百万ユーロ、投資キャッシュフロー ▲18,415 百万ユーロとなる。

## (2) 地域別構成比

2016 年の売上高の地域別構成比はドイツ 20%、欧州(ドイツを除く)43%。北米 16%、南米 4%、アジア太平洋 16%となっている。販売台数の状況と構成比は以下のとおりである。アジア太平洋地域の拡大がみられ、特に中国が全体の 4 割近くに達している。

地域	2016 (千台)	構成比	2015(千台)	構成比
欧州・他	4,635	44.6%	4,524	45.2%
北米	968	9.3%	941	9.4%
南米	421	4.1%	540	5.4%
アジア・太平洋	4,367	42.3%	4,005	40.0%
(うち中国)	(3,873)	37.2%	(3,456)	34.5%
合計	10,391	100.0%	10,010	100.0%

#### 4. VWグループの多ブランド展開

VWグループは乗用車において、セグメントごとのプラットフォーム（車台）共通化を進化させ、エンジンの大小と主要部品の組み合わせを軸としたモジュール設計 MQB（独 *Modulare Quer Baukasten*／英 *Modular Transverse Toolkit*）を導入した。MQB はモジュール化された部位単位で組み合わせる方式を採用し、初期投資は一定程度かかるものの、汎用性の高いモジュールの活用により多品種生産と大量生産を同時に実現させることが可能となった。活発な企業買収を通じた外部成長とともに、MQB の導入により量と質の両面での多ブランド展開が進んだ。

現在、展開しているブランドは以下のとおりで、セグメント、価格帯、用途で細分化し様々な需要に対応している。2016年と2015年対比の生産台数の伸び率は主力のフォルクスワーゲンが3.0%、プレミアム型のアウディが3.8%となった一方、シュコダが11%と高い伸びを示している。シュコダは中低位の価格設定で欧州のほか、中国、インド、ロシアで展開している。

##### ○VWグループの乗用車ブランドと生産台数

ブランド	生産台数 (2016)	生産台数 (2015)	主な生産車種名 (カッコ内は2016年の生産台数)
フォルクスワーゲン	6,073,310	5,897,783	ゴルフ(98万台)、ジェッタ(97万台)、ポロ(79万台)、パサート(72万台)、ティグアン(55万台)、ラヴィーダ(54万台)、サンタナ(31万台)
アウディ	1,903,167	1,831,502	A 3(36万台)、A 4(35万台)、Q 5(29万台)、A 6(28万台)
シュコダ	1,152,037	1,037,051	オクタビア(44万台)、ラピッド(22万台)、ファビア(20万台)
セアト	417,012	415,076	レオン(20万台)、イビザ(16万台)
ポルシェ	239,618	234,497	マカン(9.7万台)、カイエン(7万台)、9 1 1(3万台)、7 1 8(3万台)
ベントレー	11,817	10,888	ベンテイガ(5千台)、コンチネンタルGT(2千台)

その他、少量生産のプレミアムカーのランボルギーニとブガッティ、商用車のフォルクスワーゲン・コマーシャル・ビークル、スカニア、マンの各ブランドを展開している。また、自動車デザイン会社のイタルデザイン・ジウジアーロも買収し、デザイン品質の向上も図っている。

## 5. 中国における事業展開

VWグループの特徴として、新興国市場において事業基盤を確立している点が挙げられる。特に中国事業の成長は目覚ましいものでありエントリーカーから、中級車、高級車、近年、人気の高まっているSUVまで幅広い商品構成を展開している。一方で中国依存度の高まりはリスク要因も抱えたものとなる。

### (1) 進出の経緯

鄧小平体制により 1978 年から導入された改革開放政策以前の中国の自動車生産は、トラック、バスの商用車を中心であり、乗用車は共産党・政府幹部クラス向けの「紅旗」、「上海」など極めて限られ、技術面でも立ち遅れたものであった。改革開放路線において、経済発展を志向する中、特に電機と自動車において、外資導入による産業基盤の育成を重視することとなった。電機はいわゆる加工貿易を志向し、輸出向けを中心としたことに対し、自動車は当初から国内市場を対象としていた。また、現地企業の育成、技術移入、生産地の地域バランス等を考慮し、合弁形式を取ること（外資の持分は最大 50% まで）、合弁は 2 社までという条件を課した。このような条件の中、他の自動車メーカーに先駆けて VW が中国に進出した。これは中国とドイツとの伝統的な外交関係を背景に、ニーダーザクセン州が筆頭株主で、いわゆるフォルクスワーゲン法などの存在に象徴される VW の政治・公的側面も後押ししたものとみられる。

### (2) 上海大衆汽車 (SAIC・VW)

上海市政府所管で国産中型車「上海」を生産していた上海汽車と提携、1984 年にサンタナのノックダウン生産を開始し、1985 年に上海大衆汽車有限公司を設立した。大衆とは独語の *Volks* の中国語訳である。サンタナは 1981 年に開発された中型セダンで、1990 年代半ばまで、特に上海では同クラス車における独占的地位を確保した。その後もモデルチェンジを続け、現在に至るまで生産が続いている。

### (3) 一汽大衆汽車 (FAW・VW)

第一汽車は 1953 年に設立された国有企業で、吉林省長春に工場を持ち、共産党最高幹部専用車の「紅旗」やソ連からの技術導入によるトラック「解放」を生産していた。VW は上海汽車に続き、1988 年に第一汽車と合弁し長春第一汽車を設立し、アウディ 100 の生産を開始した。その際、導入された生産設備は VW が撤退したアメリカ工場の設備を移転させたものであり、アウディ 100 は上海のサンタナよりも大型で上級の車格を持っていた。その後、1993 年に一汽大衆汽車を設立、アウディ 200、ジェッタの生産を開始した。現在も中型セダンのジェッタと高級車のアウディ（中国語名：奧迪）を中心とした商品構成を取っている。

## (4) 現在の生産・販売状況

上海大衆と一汽大衆の2社体制で、上海大衆は、上海（安亭第一～第三工場）、南京、寧波、長沙、儀征、ウルムチに工場を持ち、パサート、サンタナ、ポロ、ラヴィーダ(ジェットベースの中国専用車)、SUVのティグアン、シュコダブランドのオクタビア、ファビア、イエティなどを生産している。

一汽大衆は長春、成都、佛山の3拠点でジェット、サギター、ゴルフ、マゴタン(パサート)、アウディA3、A4、A6、Q3、Q5を生産しており、青島、天津の2工場を建設中である。

2016年の販売台数は2社合計331万台(2015年：295万台)で、中国市場全体2,360万台のうち14%と2位以下を引き離れたトップシェアにある(2位は上海汽車系の上汽通用五菱の213万台・9.0%、3位は上海汽車GMの189万台・8.0%)。

## (5) 今後の課題

現在、中国の自動車販売台数は年間2,000万台を超え、世界最大の自動車市場となっている。自動車メーカーは第一、上海、東風、長安、奇瑞の五大メーカーに、北京、広州、吉利、長城、BYDなどが続いている。第一＝VW・トヨタ、上海＝VW・GM、東風＝日産・ホンダ・PSA(プジョー・シトロエン)・起亜、長安＝フォード・スズキ・PSA・マツダ、北京＝現代・ベンツ、広州＝ホンダなど外資との合弁生産が依然多いが、各社の独自ブランドに加え、奇瑞、吉利、長城、BYDの国産勢が急成長している。

このため、上海大衆と一汽大衆合計によるVWグループも台数の伸びは続いているが、シェアは2010年代初頭の約20%から足元では14%まで低下してきている。販売台数の伸びは続いているが、2016年の持分法投資利益が減益になっており、利益率の低下がみられる。一方、国産勢は先行する外国メーカー車の模倣と中古設備の導入から始まり、低価格帯のセダン、人気の高い中型SUVにおいて目覚ましい成長をみせている。また、中国政府が環境対策と産業政策の両建ての国策として強力に推進(注)している電気自動車(EV)へのシフトも進め、EVの販売が2016年には50万台規模に達しており、BYD、北京は既に世界最大規模のEV量産メーカーとなっている。

(注) 現在も新車販売時にEVには優先的にナンバープレートが割り当てられているが、2019年から、国内メーカーの製造・販売規模に応じて新エネルギー車を一定比率以上、生産することを義務付け、比率未達の場合は他社からNEVクレジット権の購入が必要となる。そして、2020年には国内自動車販売台数の12%について、EVを中心とした新エネルギー車(NEV)とする目標を掲げている。

VWグループは、中国向けには開発投資の回収が終わった一世代前の車種を長く販売し続けていたが、現在では基本的に最新車種を導入し商品競争力を維持している。また、EV対応についても、ディーゼルエンジンや過給機を活用した小排気量ガソリンエンジンに代わる環境対策として、EV、PHVに今後、多額の開発投資を行う方針(注)である。

そのような中、2社までという外資合弁規制の特例を受けて、安徽江淮集団の江淮汽車を3社目の合弁先として、2018年からセアトの小型SUVアテカをベースとしたEVの生産を目指している。なお、この合弁契約締結の際は、メルケル首相と安徽省出身の李克強総理が立ち合うなど、良好な中独関係を背景とした共産党、中央・地方政府の支援が健在であることをうかがわせるものである。

こうした党・政府との親密性は中国側の政治情勢に左右されるリスク、特に有力者の属人性に依拠した人事リスクを抱え込むことになるが、隣国として安全保障面、経済面での利害関係と歴史的な複雑な経緯を持つ日中関係と異なり、中独関係にそこまでの複雑なものではなく、先行者としての基盤を活かしながら純粋に実利に沿った事業展開が可能と考えられ、今後とも中国自動車市場において高い地位を維持することができるものとみられる。

## 6. まとめ

VWは第二次世界大戦後の本格的な事業開始の直後から、グローバル展開を開始した。ビートルの通称で知られるType 1は大量生産に対応した簡素かつ堅牢な作りで、欧州各国のほか、ブラジル、メキシコで現地化に成功した。両国は1960年代に経済成長を開始し、現在も構造的な貧富の格差、社会基盤の脆弱性といった問題はあるが、大きな人口を持ち国民の年齢構成が比較的若く、伸びしろのある市場であり、その中で確固とした事業基盤を確保できている。一方、北米については、2000年代に本格的に再進出し、アウディ、ポルシェのプレミアムカーでは一定の成功をおさめているが、BMWの後塵を拝し、フォルクスワーゲンブランドでは排ガス不正問題の発端となってしまった。

中国については、1980年代以降の展開で、中国経済の成長とともに拡大を続け、VWグループ全体の中で極めて大きなポジションを占めるようになってきている。その背景として、改革開放当初から進出したことにより、共産党、中央・地方政府との協力関係が一貫して続いてきたことが大きい。また、ドイツの自動車産業の強みとして、鉄鋼、機械、化学産業の蓄積が厚い中、Bosch, ZF, Continentalなどの有力なサプライヤーの存在が挙げられる。VWは各国への展開にあたり、これらサプライヤーとともに進出することで、現地でのサプライチェーンを構築することができた。

今後の課題としては、量、質の面から成熟化に向かう中、外資との合弁段階を経て、現地サプライヤーからの調達力向上で国産勢が急激に力をつけてきている中国市場にあって、競争力の維持が課題となる。中でも、新エネルギー車への対応については、VW全体としてもEV強化を大方針（注）としており、合弁相手を確保し、布石を着実に売っている。

（注）2018~2022年の間に228億ユーロ（運転自動化関連等を含めると340億ユーロ）を投資し、2020年にEV専用モデル「ID」シリーズを発売、2025年に全車種の4分の1に相当する300万台をEV化することを目標とし、ドイツのツヴィッカウ工場（ザクセン州）をEV専用工場に改修する。

国産勢の攻勢で、以前のような独占的地位にはないが、今後とも幅広い商品構成や技術力を武器に、合弁先との協業を通じて事業基盤を維持していくものと考えられる。

一方、日本メーカーもドイツと同様に、素材、サプライヤーを通じた展開を行っているが、ルノーと一体で進出している日産のほかは十分な成果を生んでいるとはいえない、日本が得意とするハイブリッド車は中国の環境政策において、“新能源（エネルギー）自動車”に分類されておらず、EV対応で先行するVWとの差を埋めることは困難が予想される。また、日本メーカーは政治リスクのはげ口とされやすいことから中国事業は慎重なものとならざるをえない。現地パートナーを前面に立てつつ、分野を絞り込んだ展開を続ける形となろう。

以上

#### 【主な参考文献・図書】

Volkswagen Group ANNUAL REPORT

上海大衆汽車年報

一汽大衆汽車年報

風間信隆 「VWの中国合弁事業におけるコーポレート・ガバナンスと競争力」

明大商学論叢

風間信隆 「ドイツ自動車メーカーのグローバル化戦略の展開と生産システムの革新」

明大商学論叢

大鹿隆 「中国自動車産業の製品・市場戦略」東京大学ものづくり経営研究センター

中西孝樹著「トヨタ対VW」日本経済新聞社

中西孝樹著「自動車業界の今と未来がわかる本」洋泉社 y 新書

伸井太一著「ニセドイツ3」社会評論社

# 日本企業によるクロスボーダーM&A と「のれん」

～ 事業会社からみた実務上の課題 ～

渡辺 一樹<sup>\*1</sup>

## 1. 日本企業によるクロスボーダーM&A の増加

日本企業によるクロスボーダーM&A は、2016 年度に年間 627 件、金額にして 10 兆 9 千億円と過去最高を記録している（レコフ調べ）。2008 年のリーマンショックをいったんはピークとしたのち、2010 年の欧州金融危機を経た 3 年後の 2011 年度からは毎年ほぼ 2 ケタ増のハイペースである。

筆者が所属する国内製造会社（以下、当社）<sup>\*1</sup> の目線から考えられることは、日本企業によるクロスボーダーM&A が急増している最大の理由は、国内市場に依拠したオーガニック成長では限界があることであろう。実際、当社でもここ数年、年に 1、2 件の M&A を行っているがすべて海外企業の買収である。決して当初より「海外」と決めつけている訳ではないが、対象企業の今後の収益性、成長性、市場予測や事後のシナジー効果を検証してゆくと、結果として買収対象は海外企業に帰結した。

国内の主として製造業企業においては、このような検証過程は、小売業やサービス業を除けば、概ね同様の結果に行き着いたケースが少なくないのではないかと思われる。

一方で、海外企業買収は、その公表時にはメディアに大きく取り上げられることが多いものの、その後業績推移が当初の目論見通りに進展せず結果として買収時に背負った「のれん」について大きく減損の必要性が発生し、紙面を二度賑わすことも少なくない。最近の事例では、東芝によるウエスチングハウス（米）また日本郵政によるトール（豪）の減損があ

---

\*1 筆者はみずほ銀行、みずほ証券を経て現在 NISSHA(株) 経営企画部に在籍

げられる。日本郵政は2015年に約6,200億円を投じて豪州の物流会社トール・ホールディングスを買収、2年後に約4,000億円もの損失を計上、2007年の民営化後初の経常赤字となったのだが、その損失の主たる原因はのれんの減損であった。

日本企業の保有する現預金は2016年度時点で約244兆円（金融を除く）にのぼる（日系ビジネス、2017.5.8号）。株式を上場した日本郵政は、他の上場会社同様、投資家から保有する現預金の使い道を問われ続け、成長シナリオの活路を海外に見出そうとした結果であったのであろう。

## 2. M&A とのれん(暖簾)

現在、日本の上場企業約3,600社が計上している「のれん」の合計金額は約29兆円にのぼる（日本経済新聞社による集計。この金額は1年前に比べて4兆8,000億円、前年比約2割増。29兆円のうち、ARM社やスプリント社など海外の大型M&Aを行ったソフトバンクが4.9兆円と1割以上を占め、次いでM&A積極企業として有名なJTが1.6兆円、NTTが1.3兆円と続く）。

日本郵政が減損を余儀なくされた「のれん」とは、一般に買収価額が買収対象企業の純資産を超える部分と紹介されている。言い換えれば、継続的に事業から収益を上げ続ける価値、つまり純資産を超えた無形の価値（超過収益力）を表しているといえる。

昨今では国際会計基準(IFRS<sup>\*2</sup>)の導入と相まって議論されることの多いこの「のれん」について、ここではまず会計的に明らかにし後に実務的な課題につき論ずることとしたい。

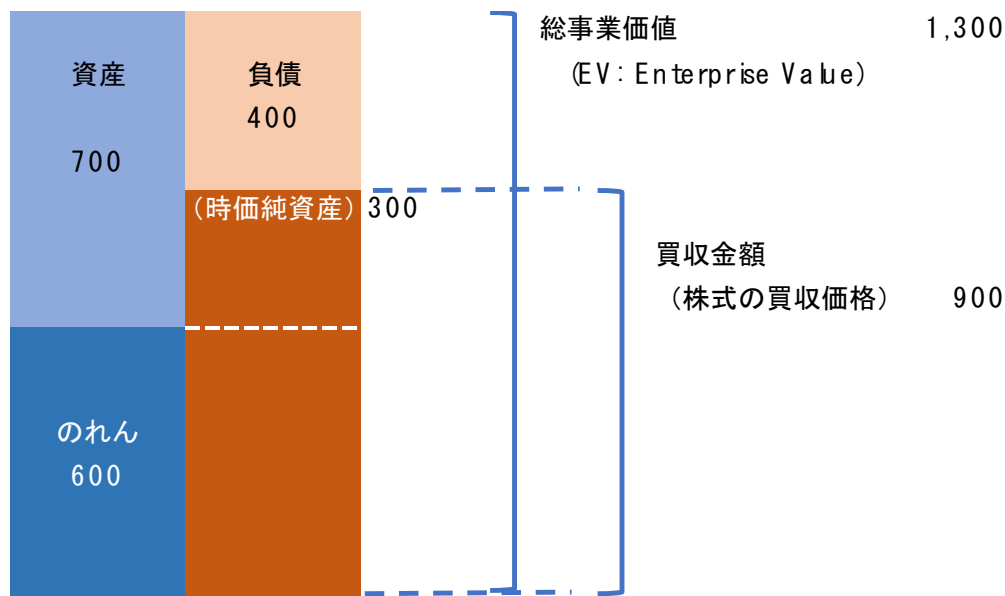
---

\*2 IFRS: International Financial Reporting Standards、IFRSs)、国際会計基準審議会 (IASB) によって設定される会計基準



図表1は「のれん」が発生する買収のケースを示している。総事業（企業）価値（EV: Enterprise Value）は、DCF 法やマルチプル法といった企業価値評価手法を用いて最終的には売主と買主の交渉により決定される。<sup>\*3</sup>

(図表1)



ここでは、総事業価値（あるいは企業価値）は1,300、負債を差し引いたエクイティ（株式100%の買収金額）価値は900、買収完了時に時価に換算して受入れる純資産が300であるとすると、「のれん」は600と紹介されているケースが多い。日本の会計原則(J-GAAP)では「のれん」は20年以内に定期的に定額（均等）償却するものとされている。<sup>\*4</sup>

しかしながら、会計実務上はクロージング<sup>\*5</sup>ののちに、PPA<sup>\*6</sup>が開始され、最終的に B/S

\*3 上場株式等を買付ける TOB(公開買付)あるいは Tender Offer の場合もある。DCF などを用いた FA(Financial Advisor)の算定価格が実際の買収価格であることはないし、あくまでも売買は売主と買主の交渉によって決まる。但し、のちの会計監査実務ではこの FA による算定プロセスを根拠とした減損に関する議論が行われることになる

\*4 IFRS や米国 SEC 基準では J-GAAP と異なり「のれん」は一定期間均等償却しない。そのかわり毎年「のれん」の公正妥当な価値評価を行い、価値が減少している場合にはその金額を減損する

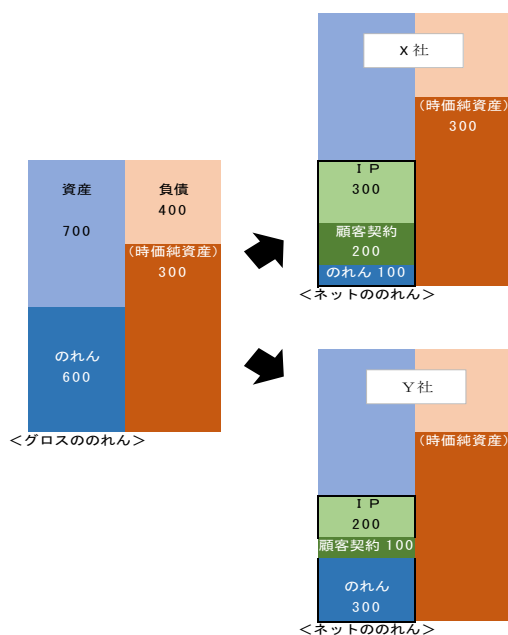
\*5 一般には買収契約が締結されたのち、クロージング（決済）日までに予め契約で取り決められた内容に従って買収価格の調整が行われる

計上される「のれん」は 600 よりも小さくなるのが少なくない。

現在の J-GAAP でも一定の要件を満たした無形資産を認識することが求められる。<sup>\*7</sup> これは、超過収益力の源泉と言われるものの直接的に算定できない、純資産との差額である「のれん」を単純にそのまま計上するのではなく、会計上認められた一定の資産項目について、合理的に算定された公正な価額を無形資産として計上することで、買収対価として売主に支払われた金額が、その内訳として「何に対していくら支払われたのか」という買収価格の正当性、妥当性に対する説明責任が果たされていることを意味する。企業会計的には、「のれん」はこの企業結合時の無形資産への配賦が行われたのちに、つまり買収が完了（クローズ）したのちに（会計実務的には数か月後を要することもある）決定されるのである。

図表 1 の事例でいえば、PPA の会計的な実務順序としては、当初のいわば「グロスののれん」600 のうち無形資産に対する配賦が完了したのち、配賦しきれなかったものが最終

(図表 2)



的ないわば確定した「ネットののれん」となり、これが J-GAAP であれば 20 年以内の均等償却に、また IFRS であれば非償却ではあるものの毎年減損対象になるのである。

伝統的な会計原則の考え方に照らして考えると、投資により取得した対象資産はその効果が及ぶ期間にわたり償却すべきものとされる。もしこの原則に忠実であれば、20 年を超えてその効果が及ぶのであればそうすべきであるし、人為的に定められた 20 年に合理的な根拠はない。一方、IFRS や SEC 基準におけるのれんは非償却（定期均等償却しない）とされているが、これは永久にその効果が及ぶとしているものではないと考えられる。むしろ、いずれかの合理的な時点で予め「償却（減損）」を予定しているものであり、「定期的に（機械的に）償却すべし」とするものではないとも思われる。

ところで図表 2 における X 社と Y 社のケースの違いは、会計的には保有資産の資産性の違いによる。IP（知財）や優良顧客との長期にわたる契約関係といった無形資産に多く配賦がなされている X 社は、一般に成熟した企業であると想定される。逆に、Y 社は、会計的な資産性は脆弱かもしれないが、企業文化や組織力、独自のノウハウなどバランスシートには計上しにくい「人」に紐づく非会計的資産に価値があるベンチャー的な企業と想定することもできる。保有するどのような資産が将来のキャッシュフローを生むかがその企業価値を決定するのであり、従って、DCF 法による企業価値評価が適当するとされているが、最近では従来のな会計的オンバランス資産ではなく、「人（スキル、ノウハウ）」「企業イメージ、ブランド」「組織力、文化」といったオフバランス的な資産の獲得を狙って M&A が行われるケースも多く、この場合事後のバランスシートのほとんどがのれんである状態の上場企業もある。<sup>\*8</sup>

なお、会計上無形資産としては次のようなものが認められている。

(図表 3)

	項 目	例
①	マーケティング関連資産	商標権、商号
②	顧客関連資産	顧客リスト、取関係、受注残高、バックログ
③	技術関連資産	特許権、その他技術関係資産
④	契約関連資産	ライセンス契約、その他契約関係資産

無形資産はその効果が及ぶ期間にわたって償却をするものあるいは償却が不要なもの  
個別の事情により決定されることになるため、その結果によっては、仮に「のれん」そのも  
のの評価減あるいは減損がなかったとしても事後の業績に与える影響は大きい。

「のれん」の減損についてまず語られるべきは、この「ネットののれん」や無形資産に対  
する配賦についてであり、単純に相対的に買収金額が高かったとか安かったとか「のれん」  
の絶対額が大きいかどうかと言うことではなく、DD（デューディリジェンス）時に対象企  
業の個別の資産（負債）を、事後の PPA を良く意識した上で査定したかどうかという買収  
プロセス上の視点、また、図表 2 の Y 社のようなベンチャーに近い企業の買収がそもそも意  
図されたものであって、会計上の勘定科目に該当しない intangible asset を獲得するとい  
う一定のリスクを取りに行った性格の投資であったかどうかという合目的的な視点で、ま  
ずその M&A の成否が（場合によっては批判）がなされるべきであろう。

\*6 PPA: Purchase Price Allocation。買収完了後、対象会社の個別資産（負債）を時価評価し自社の B/S に受け入れる  
ことになる

\*7 平成 25 年 6 月 28 日に公表された企業会計基準委員会（ASBJ）、「無形資産に関する検討経過の取りまとめ」に  
よれば、「無形資産が企業結合における対価計算の基礎に含められていたような場合には、当該無形資産を計上する」  
（企業結合会計基準 100）とされている

\*8 東証マザーズ上場（6532）のベイ・カレントコンサルティングの 2016 年度第二四半期ののれん計上額は 167 億円  
で総資産の 73%、固定資産の 92%を占める

最も本質的な「のれん」の問題は、その M&A は「何の獲得を目指したのか」ということであり、経営的にはその目的に対する成果の発現時期とそこへ至るまでのプロセスが最も重要であるといえる。昨今、過度に「のれんの償却負担の有無」にスポットがあたって語られていることが多いような印象があるが、会計的な観点であっても既述のように無形資産の償却負担と「ネットののれん」の償却負担を併せた業績への影響という問題もあるし<sup>\*9</sup>、超過収益力を超えた買収価格を正当化するものとして事前のシナジー（相乗効果）の検討の重要性がよく言われるところであるが、事前の検討は無論であるとしても事後に予期せぬシナジーが生ずることも経験的にまた事実であるといえる。これは後述する「のれん」の減損テスト時の問題、すなわち買収時の企業価値評価と減損テスト時の企業価値評価の連続性についての議論に大きく関係することになる。

### 3. 買収後ののれんの評価

買収後の「のれん」の評価は次の式による。

$$GW_{FV} = EV - \text{Net Debt} - NA$$

$$\text{「のれん」の評価差額} = GW_{AQ} - GW_{FV}$$

EV: 評価時の総事業価値 (Enterprise Value)  
 Net Debt: 純有利子負債 (= 有利子負債 - 保有現預金)  
 NA: 評価時の時価純資産  
 GW<sub>AQ</sub>: 買収時ののれん (= 簿価)  
 GW<sub>FV</sub>: のれんの時価 (= 評価時評価額)

\*9 M&A と IFRS 導入を巡る議論としては「のれん」が非償却であり毎年の償却負担がなくなることに焦点が当たることが多いが、PPA 時に無形資産への配賦が大きくなりその償却年数が「のれん」の償却年数よりも短い場合には期間営業利益に対するインパクトは「のれん」よりも大きい

実務的にはこの差額が簿価と 10%以上乖離しそうであれば、IFRS では減損の兆候ありとみなされる。

ここで EV の計算は DCF 法(Discounted Cashflow、割引現在価値法)によって行われることが多いことから、実務上いくつかの問題が発生する。第一に、は割引率(WACC, Weighted Average Cost of Capital, 資本化率とも言う)は買収会社の経営手腕とは関係なく決定されるという問題である。

一般に、DCF 法は以下の式で表される。

$$EV = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

ここで、 $CF_t$ は t期のキャッシュフロー、r は割引率（資本化率）を表す。

しかし、ある企業のキャッシュフローを永久に予想し計算するのは現実的ではない為、一定の期間（例えば3年から5年）の業績計画をたて、計画期間の終了後は業績予測期間の最終年度のキャッシュフローが一定成長（ゼロ成長で $\infty$ 計算をすることが多い）するものと仮定して評価を行うことが多い。また、最近の M&A 実務における Valuation では同じく最終年度の EBITDA<sup>\*10</sup> に一定のマルチプル（乗数）をかけてその現在価値を求め、業績計画予測期間後の企業価値（TV; Terminal Value, 継続価値）とするケースもある。<sup>\*11</sup>

\*実務的には、

$$EV = \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}_{\text{業績予測期間のCFの現在価値}} + \underbrace{\left[ \frac{CF_{n+1}}{r_{n+1}} \right]}_{\text{業績予測期間終了後のCFの現在価値}} \dots (1)$$

または

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{EBITDA_{n+1} \times \text{乗数}^*}{(1+r)^t} \dots (2)$$

\*いわゆる EV/EBITDA マルチプルである

(1) 式の右辺第一項は業績予測期間の CF の現在価値の合計値を、第二項は予測期間最終期のキャッシュフローが永久にゼロ成長するとしてその現在価値を表している (TV)。

一方、(2) 式の右辺第二項の TV はキャッシュフローではなく、業績予測期間最終期 EBITDA に一定の乗数をかけたものを表し、それをさらに現在価値になおしていることを表している。

キャッシュフローは買収後の業績予測値であるから、経営者の経営手腕や買収後のいわゆる PMI<sup>\*12</sup> という経営者がコントロールすべきマターであるといえる。この業績予測が達成できない場合、買収金額は結果的に高かついたと言うことはできる。

一方、経営者がコントロールできないものが r、割引率である。

\*10 EBITDA: Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization

\*11 これは昨今の M&A における買収価格の高騰は、FCF の現在価値計算だけでは説明しきれなくなっていることに関係している。図表 5 で後述した通り、EV に占める継続価値の割合は 70%~80% であり、このため欧米の大型案件では FA による Valuation は多くが EV/EBITDA マルチプル法による

\*12 Post Merger Integration, M&A 成立後の統合プロセスのこと。財務的な連結に留まらず人事、営業、購買、生産、物流など総合的にとらえられる

r は加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital) を用い、一般に次の算式で計算される。

$$r = \text{WACC} = \frac{D}{D + E} \times r_D \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} \times r_E$$

D : 負債総額

E : エクイティ (株式) の時価総額

$r_D$  : 負債の資本コスト (利率)

T : 税率

$r_E$  : エクイティの資本コスト

ここで実務的には、 $r_D$  は借入金であれば借入利率を、社債であれば表面金利など当該事業の調達レートを使用する。 $r_E$  は①上場している類似企業の株式市場におけるデータ(β値、D/E レシオ)、②株式市場全体のデータ (MRP、マーケットリスクプレミアム)、③金融市場のデータ(RFR、リスクフリーレート、例えば長期国債の流通利回り)により計算される<sup>\*12</sup>。

$r_D$ 、 $r_E$  ともに、対象会社の業績推移とは直接的には無関係であり、また経営者の経営手腕によるものではない。しかしながら「のれん」の時価評価は、この EV (総事業価値) がどう変化したか、つまり買収時点と比べて増加したのか減少したのかを明らかにして評価するものであることから、資本市場や金融市場の激変が「のれん」の減損を引き起こす可能性は排除することはできない。

資本市場や金融市場の変化が EV にどれほどの影響を及ぼすことになるのか、設例を用いて説明する。

\*12 β: 個別証券と市場(マーケット)の連動性を示すリスク指標、D/E レシオ: 企業の自己資本に対する他人資本の割合(倍率)、MRP: Market Risk Premium, マーケット・ポートフォリオのリターン期待値から、リスクフリーレートを差し引いたもの。E( $R_m$ )- $R_f$ 、E0は期待値



(図表4)

設例	業績予想					\$ .M
	FYE1	FYE2	FYE3	FYE4	FYE5	
売上	600	670	740	880	1,180	
EBITDA	60	68	86	98	134	
margin	10.0%	10.1%	11.6%	11.1%	11.4%	
D&A	15	16	18	18	22	
EBIT	75	84	104	116	156	
Tax (tax rate)	35%	35%	35%	35%	35%	
NOPAT (=EBIT*(1-t))	48.8	54.6	67.6	75.4	101.4	
D&A	15	16	18	18	22	
CAPEX	12	12	14	14	14	
ΔW /C	4	5	6	6	8	
<b>Free Cash flow</b>	<b>47.8</b>	<b>53.6</b>	<b>65.6</b>	<b>73.4</b>	<b>101.4</b>	
PV of FCF	44.6	46.8	53.5	56.0	72.3	計 273.3 . . . ①
PV Factor (現価係数)	0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	
W ACC*1	7.0%					
EV / EBITDA multiple	8.0					
Terminal V (∞)					1,033	. . . ②
Terminal V (multiple)					1,072	. . . ③
EV (∞)			①+②		<b>1,306</b>	. . . ④
EV (multiple)			①+③		<b>1,345</b>	. . . ⑤
Debt (有利子負債)					420	
Cash (保有現預金)					20	
Net Debt					400	. . . ⑥
Equity			④-⑥		<b>886</b>	
Equity			⑤-⑥		<b>945</b>	

ある企業の業績予想と資本市場、金融市場については次のような状態であるとして、EV

およびエクイティ価値を計算した。( (図表1)で示した数値 と概ね同値)

なお、ここでは各アルファベットの略号等は次の通りである。

EBITDA : Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization  
(金利、税、償却費前利益)  
D&A : Depreciation & Amortization (固定資産償却+無形資産償却、非現金費用)

NOPAT : Net Operating Profit After Tax (税引き後営業利益)

CAPEX : Capital Expenditure (資本支出)  
ΔW/C : Incremental Working Capital (運転資本増分)

PV : Present Value (現在価値)

WACC : Weighted Average Cost of Capital (加重平均資本コスト)  
EV : Enterprise Value (総事業価値)

TV : Terminal Value (継続価値、清算価値)

\*TVの計算については、実務上1) FCF予想最終年度をゼロ成長モデルとして∞計算する方法、2) 最終年度予想EBITDAに一定の乗数をかけるマルチプル法の2つが一般的

次に、業績の予想値は変えずに、WACC と EV/EBITDA マルチプルのみを変化させた時のEV、エクイティ評価額の変化を明らかにしてみる。

まず、WACC が 2%上昇した場合 (7%→9%)、また、マルチプルが 6.0 まで低下した場合 (x8.0→x6.0)、EV がどのくらい減少するというと、次の通りである。

(図表5)

	WACC			
	7%	9%		
EV <sub>CF∞</sub>	1,306	990	▲316	FCF ⇒ ∞
EV <sub>Multiple</sub>	1,345	1,061	▲284	FCF ⇒ EV/EBITDA multiple

つまり対象企業の業績予想には何の差もないのに、事業価値は約 3 億ドル(約 330 億円)

変動し、もし評価時点での時価純資産、純有利子負債 (Net Debt) に違いがないのであれば

当初取得金額の 10%を上回る水準であるため減損対象となる可能性が高い。

(図表 6)

Simulation - 1		WACCが上昇、マルチプルが低下					
		\$.M					
		FYE1	FYE2	FYE3	FYE4	FYE5	
売上		600	670	740	880	1,180	
EBITDA		60	68	86	98	134	
	margin	10.0%	10.1%	11.6%	11.1%	11.4%	
D&A		15	16	18	18	22	
EBIT		75	84	104	116	156	
	Tax (tax rate)	35%	35%	35%	35%	35%	
NOPAT (= EBIT*(1-t))		48.8	54.6	67.6	75.4	101.4	
	D&A	15	16	18	18	22	
	CAPEX	12	12	14	14	14	
	ΔN/C	4	5	6	6	8	
<b>Free Cashflow</b>		<b>47.8</b>	<b>53.6</b>	<b>65.6</b>	<b>73.4</b>	<b>101.4</b>	
PV of FCF		43.8	45.1	50.7	52.0	65.9	<b>計</b> 257.5 . . . ①
PV Factor (現価係数)		0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	
WACC*1		<b>9.0%</b>					
EV / EBITDA multiple		<b>6.0</b>					
Terminal V (∞)						732	. . . ②
Terminal V (multiple)						804	. . . ③
EV (∞)			①+②			<b>990</b>	. . . ④'
EV (multiple)			①+③			<b>1,061</b>	. . . ⑤'
Debt (有利子負債)						420	
Cash (保有現預金)						20	
Net Debt						400	. . . ⑥
Equity			④-⑥			<b>570</b>	
Equity			⑤-⑥			<b>661</b>	

WACC が2%上昇、EV/EBITDA マルチプルが6倍に低下  
EVの減少分は、

EV ( ∞ )	316	\$ . M
EV ( multiple )	284	\$ . M

となる

金融市場の変動だけで、企業価値は\$300M 前後下落した  
ことになる

DCF 法による第二の問題点は、FCF の予測期間終了後の企業価値である TV (Terminal Value) についてのものである ((1)式、(2)式の右辺第二項)。以下は、EV に占める TV の割合を示している。 (図表 7)

EVに占めるTVの比率	④	79.1%
	⑤	79.7%
	④'	74.0%
	⑤'	75.7%

いずれのケースでも総事業価値に占めるTVの比率は74%~79% である。  
5年間の業績予測をいかに精緻に行ったとしても最終年度の利益予想一つ  
でEVは大きく変動することになる

前出の(1)式、(2)式の右辺第二項から、(1)式であれば業績予想期間最終年度の FCF によって、また(2)式であれば同じく EBITDA によって TV が決定される。つまり、もしも何がしかの合理的な説明(例えば、現在の受注活動の成果が見込めるのは次の製品モデルチェンジが予定されている5年後である、など)により5年目の FCF や EBITDA が急激な右肩上がりになるのであれば、たとえ3、4年目の FCF の現在価値がマイナスであったとしても EV 自体は大幅な増加となることは容易に推測できる。

DCF 法による第三の問題点は、第二の問題点と重なるが業績予測期間の限界についてである。通常、上場会社であっても3年前後の経営計画を開示するケースが殆どであるし、業績や経済環境の見通しが不透明であることから業績予想値を非開示とする企業も少なくな

い。上述の設例であげた5年間という予測期間が更に短くなった場合にはEVに占めるTVの比率は更に上がることにもなる。

M&Aによる買手の狙いはケースによって様々であるし、仮に買収価格が妥当な水準であってもそのシナジー効果の発現の時期は、やはり各々のケースによるものと思われる。例えば、航空機部品製造への参入が目的で部品製造をしている企業を買収したとしよう。買手である自社の技術を付加し買収した企業と共に新製品の開発に成功したとして、通常、航空機のモデルチェンジは平均7年と言われており、非常にイノベーティブな製品が業績に貢献するには開発期間を考えれば7年以上の期間を要することになる。短期化しているといわれる自動車でも3年から5年のモデルチェンジが一般的である。

また、M&Aによって主として獲得を目指す資産が何であるかという第四の問題もある。前出の図表2のX社とY社の例では、Y社はその事業価値の源泉が「人に紐付く」ベンチャー企業であることが予想された。買手が期待するのは、例えば、ある事業分野における開発スタッフの優れた開発能力であれば、5年後、10年後に相応の確率で数値的な業績貢献の予測を精緻に立て客観的に説明することが本当にどこまで可能であろうか。また、組織力や企業カルチャーの獲得が目的であった場合、同様にそれが業績にいくらか反映されると推測することが合理的にどこまで可能であろうか。企業によっては、その企業イメージや企業カルチャーそのものが価値を生み出しており、既にその企業ブランド自体が capitalize されているケースは実際にあると思われるが、その企業ブランドが今後業績にどう寄与してくるのかを客観的に示すことはどこまで、またどのように可能であろうか。これらの極めて定性的な部分をDCFによりどこまで説明が可能であろうか。

やや視点を変えるが、第五の問題として、M&A 実施時期と評価を行う時期の予想業績値の非連続性という問題もある。

企業は生き物である。従って、買収当時（つまり買収価格を DCF ではじいていた時）の業績予想は事後それ自体が（合理的に）変化してしまうことも大いに有り得る。例えば、買収した子会社 A 社が 2 年後に同業の B 社を買収したとする。A 社買収時には想定してはいなかったが、「新市場への進出」「新たな製品ラインナップの獲得」に合理性があり B 社の買収を行ったとすると、今後は、2 年前とは異なる業績予測を新たにたてることになる。つまり、2 年間前の業績予測と新たにたてた業績予測とに直接的な連続性はない。

会計的には、SEC 基準<sup>\*13</sup>、日本基準(J-GAAP)、IFRS のいずれでも減損判定の時期は「その兆候があるとき」とされている。ではその兆候とは何を以て生じたとされるのか。

会計実務上は、買収の意思決定を行ったときの使用したターゲット会社の業績予測とこれに基づく Valuation Report によるという考え方がある。予想通りの業績推移がなされていないのならば、「のれん」の価値も毀損しているであろうという考え方である。

しかしながら 2 年前にたてた業績計画は、B 社の買収をした時点で既に連続性はなくいけば陳腐化しているといえる。

3 年後に時価評価を行う「のれん」は、B 社買収後に新たに策定された業績予測に基づいて試算された EV によって計算されるのであれば、2 年前にたてた業績予測との乖離についてはその前提が大いに異なっている以上整合性はないともいえる。<sup>\*14</sup>

---

\*13 SEC 基準では「公正市場価値(FMV; Fair Market Value)」、すなわち「マーケットの参加者がどうみているのか」で決定される価格との比較であるのに対し、IFRS では「公正市場価値」と共に「経営者がどう考えているか」、つまり DCF であれば業績予測に経営者の視点を取り入れられている点が異なる

筆者の意図は、従って DCF 法による減損判定に意味がないとするものではない。現在は他により合理的な評価手法が見当たらないため DCF 法による評価を前提とせざるを得ないものの、DCF 法によって表される EV ひいては「のれん」の時価評価は以上の実務的な限界を抱えているということ、従って、可能な限りその M&A 投資案件ごとの合理的な背景や蓋然性についての説明が必要なこと、他事例でそうであったという前例踏襲的な考え方は極めて安易な考え方であること、その結果、何十億、何百億円という単位で企業の業績に影響を及ぼすことになりその結果上場会社であれば投資家や市場という社会全体へも影響を及ぼしかねないことに対する慎重な理解と高い見識が極めて重要であろう。

#### 4. おわりに

国内市場での成長戦略だけでは限界がある国内企業にとっては、M&A はますます日常的な経営手段になるに違いない。それは、オーガニックな研究開発、設備投資、マーケティングなどを否定するものではなく、経営者にとって当然の戦略ツールの一つになるという意味である。

一方で、東芝や日本郵政、ソフトバンクなどは例外としても、M&A には平均的に大きな投資が伴うため、買収後の自社の B/S、P/L に対する影響度や「のれん」の負担を補って余りある「シナジー効果」をよく吟味した上での妥当な買収金額の検討が重要であることは言

\*14 例えば、シェアの拡大など、買収した子会社をテコに成長戦略上進める継続的な M&A は一般に十分有り得る。プラスの収益の獲得のために進める新たな M&A 戦略に基づく新たな（合理的な）業績予測は、計算の結果当然に EV を高めることになる。最初の M&A のときに FA(Financial Advisor)が計算した EV との単純な比較だけで減損か否かを決定するのは難しい。また買手のために働く FA であっても、その M&A 案件が成約することから得る成功報酬の獲得の動機が強く働く以上、target 企業の業績予想は楽観的となる可能性があり、高めの EV を算出しがちになることから、FA による Valuation Report が減損の兆候を検討する際の資料としてどこまで有効かは疑問が残る。

うまでもない。

特に上場会社であれば M&A 実行後の業績が投資家、市場から問われることになるし、その業績を左右する「のれん」のより合理的な時価評価は、国による会計制度の違いに関わらず重要な経営情報であるといえる。

M&A を実行する際に用いる評価手法と「のれん」評価も含めて M&A を事後的にモニターするのに理論的整合性のとれた経営指標としては何が有効であるか(経営管理指標)、M&A 後に市場はその買収をどう評価し「のれん」に対する評価とどう関連したのか(実証分析)、また DCF のみならず MPT<sup>\*15</sup>、CAPM<sup>\*16</sup>、確率密度に基づくオプション理論、また DCF と理論的整合性のある EVA<sup>\*17</sup> などのいわゆるファイナンス理論が会計実務にも取り入れられてきているがその体系的な会計実務上の解釈が未だ過渡期にあること(会計理論)など、残されている研究余地は非常に多く存在しているものと思われる。

おわり

---

\*15 MPT; Modern Portfolio Theory, 現代ポートフォリオ理論

\*16 CAPM; Capital Asset Pricing Model, 資本資産価格理論

\*17 EVA®; Economic Value Added(経済付加価値)。米国 Stern Stuart 社が開発、商標登録。資本コストを考慮したうえで投資家にもたらした付加価値を測定する指標で、 $EVA® = NOPAT - (\text{資本コスト} \times \text{投下資本}) \dots (1)$ で表される。またこの式の両辺を投下資本 (I) で割ると、

$$EVA® / I = NOPAT / I - \text{資本コスト(WACC)} \quad , \quad \text{また } NOPAT / I = ROIC \quad \text{なので、}$$

$$EVA® / I = ROIC - WACC \quad , \quad \text{ここで両辺に投下資本 (I) をかけると、}$$

$$EVA® = (ROIC - WACC) \times I \quad \dots (2)$$

このとき(2)式の右辺第一項は「EVA スプレッド」と呼ばれ、投資のリターン(ROIC)は WACC (投資家の期待リターン) を上回っていないと経済的な価値(EVA)を生まないことを意味している。(ROIC: 投下資本利益 (Return On Invested Capital)) 経済付加価値という用語ができたのは比較的新しいが、利益から資本コストを差し引くという概念は古典的なもので、1890年代には経済学者のアルフレッド・マーシャルらによって既に提唱されている。



## “生産（GDP）から所得（GNI）へ” —日本経済の構造変化を進める対外投資

インテリジェント・インフォメーション・サービス

日暮昭

higurashi@iisbcam.co.jp

### はじめに

一国の経済規模は一般に国内における生産活動で産まれる付加価値の合計である GDP（国内総生産：Gross Domestic Product）で捉えられるが、近年、海外を含めて日本国として稼ぐ所得の総合計を示す GNI（国民総所得：Gross National Income）の注目度が高まっている。

GNI が存在感を高める理由は、1990 年代以降 GNI が継続して GDP を上回り、かつ、2000 年代半ばからその差が加速的に広がっていることである。

また、国全体の経済規模を計測する目的のひとつはその国の生活水準をマクロ的に一つの指標で簡便にメドをつけられることであるが、日本においては今後、人口減少と高齢化が同時に進み国内の生産活動は確実に停滞に向かうと見られる中、国全体の生活レベルを表す指標としては生産の規模より生活に密着した所得の水準が妥当であるとする声が説得力を高めつつあることも後押しをする。

日本の経済構造は静かに、しかし着実に“生産から所得へ”と変化しつつあると言える。

以下で、この GNI と GDP の格差の拡大に基づく構造変化の要因を明らかにし、併せて、GNI が GDP を上回る要因である海外からの収益の増大をもたらす企業の対外投資の増加は必然の結果であることを見る。そして、日本経済の構造変化が国民生活の向上に着実につながるためには、投資をリスクとリターンの複眼で同時評価するポートフォリオ運用の視点が求められることを示す。

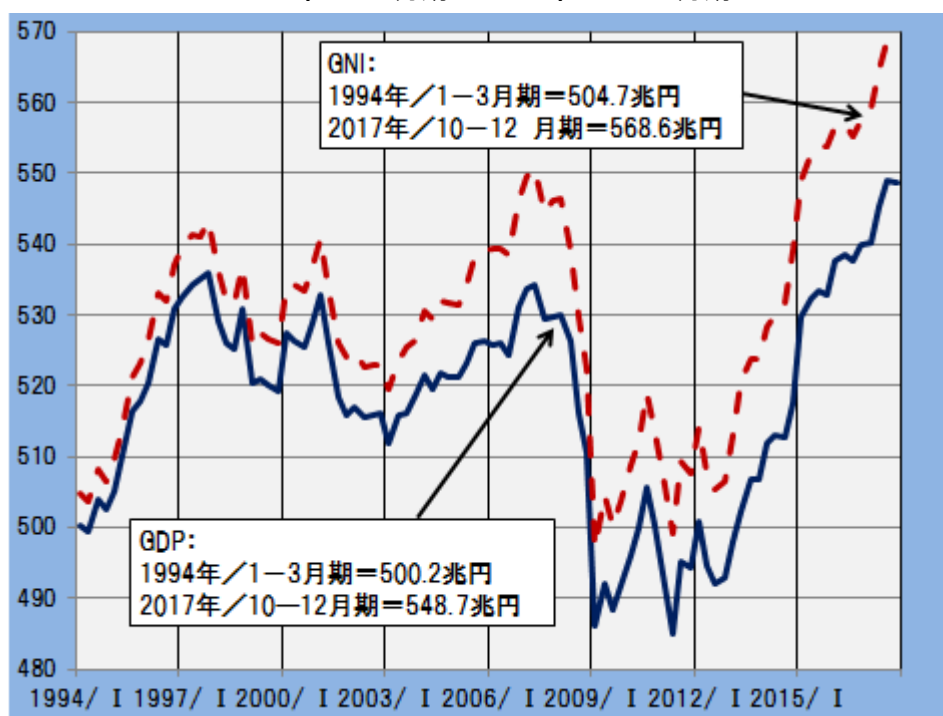
### 広がる GDP と GNI の格差

下図は GDP と GNI が連続して得られる 1994 年 1-3 月期から直近の 2017 年 10-12 月期までの GDP と GNI（いずれも名目ベース）の季節調整・年率換算値を四半期ベースで示す。実線が GDP、点線が GNI である。指標名の枠内にある数値は期初の 1994 年 1-3 月期と直近期の 2017 年 10-12 月期の値である。

（\*）2017 年 10-12 月期は第一次速報値。

## 国内総生産(GDP)と国民総所得(GNI)の推移(季節調整・年率換算:兆円)

—1994年1-3月期~2017年10-12月期—



内閣府・国民所得統計から作成。

直近の2017年10-12月期の季節調整・年率換算値のGDPが548.7兆円に対し同期のGNIは568.6兆円でGNIはGDPを19.9兆円、3.62%上回る。また、当初の1994年1-3月期から直近期までの両者の増加ペースを見ると、GDPが500.2兆円から548.7兆円まで48.5兆円で9.7%の増加、GNIは504.7兆円から568.6兆円まで63.9兆円、12.7%の増加となっており、GNIはこの間、継続的にGDPを上回るペースで増加していることが分かる。

さらに両者の差は年を追うごとに広がっている点が注目される。特に2000年台半ばから格差は加速的に拡大している。当初の1994年1-3月期の両者の差、4.5兆円が最終期の2017年10-12月期には19.9兆円まで拡大、格差率は0.89%から前述の3.62%まで拡大している。

ここで、国民所得統計ではGNIとGDPの差は「海外からの所得純受取」という単一の項目にまとめられており、その内容については不明である。そこで、これを海外との取引をIMFの基準に基づいて体系的に記述する国際収支統計の当該項目と突き合わせることでその内容を明らかにする。

## 国際収支統計の主要構成項目

国際収支統計の基本構成は以下の通り。

1. **経常収支**：国際収支の中核。海外との経常的な取引の総まとめ—以下の4項目で構成。

- ①貿易収支（海外との財貨取引の収支）
- ②サービス収支（海外との輸送、旅行などのサービスに関わる収支）
- ③所得収支（海外との所得の収支：投資と雇用の収益・支出で構成）
- ④経常移転収支（現金の贈与など対価を伴わない取引の収支）

2. **資本収支**：海外とのおカネのやり取りの収支—以下の2項目で構成。

- ①投資収支（海外との投資に基づく収益の収支：主に直接投資と証券投資で構成）
- ②その他資本収支

3. **外貨準備増減**：金融当局が保有する証券など金融資産の増減。

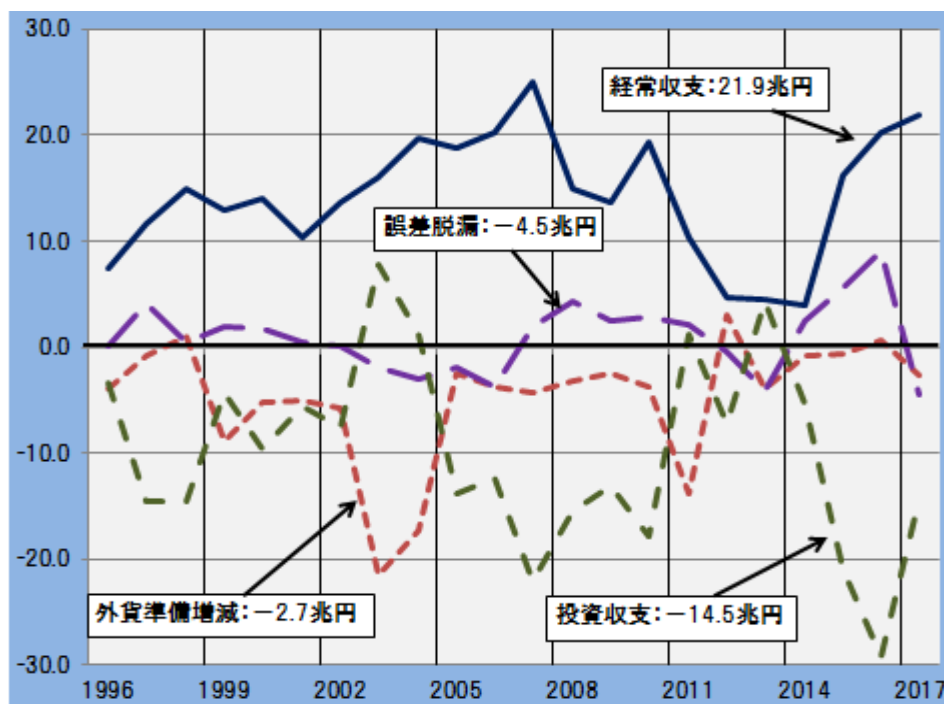
4. **誤差脱漏**：以下のバランス式の調整項目。

\*国際収支の項目間には以下のバランス式が成り立つ。

$$\text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{外貨準備増減} + \text{誤差脱漏} = \text{ゼロ}$$

下図は1996年から2017年までの暦年ベースの国際収支の基本構成項目の推移である。実線が経常収支、点線は資本収支の中心である投資収支、破線が外貨準備増減、長い点線が誤差脱漏をそれぞれ示す。指標名の枠内の数値は直近の2017年の値である。

国際収支構成項目の推移（暦年・兆円）  
—1996～2017—



財務省・国際収支統計から作成。

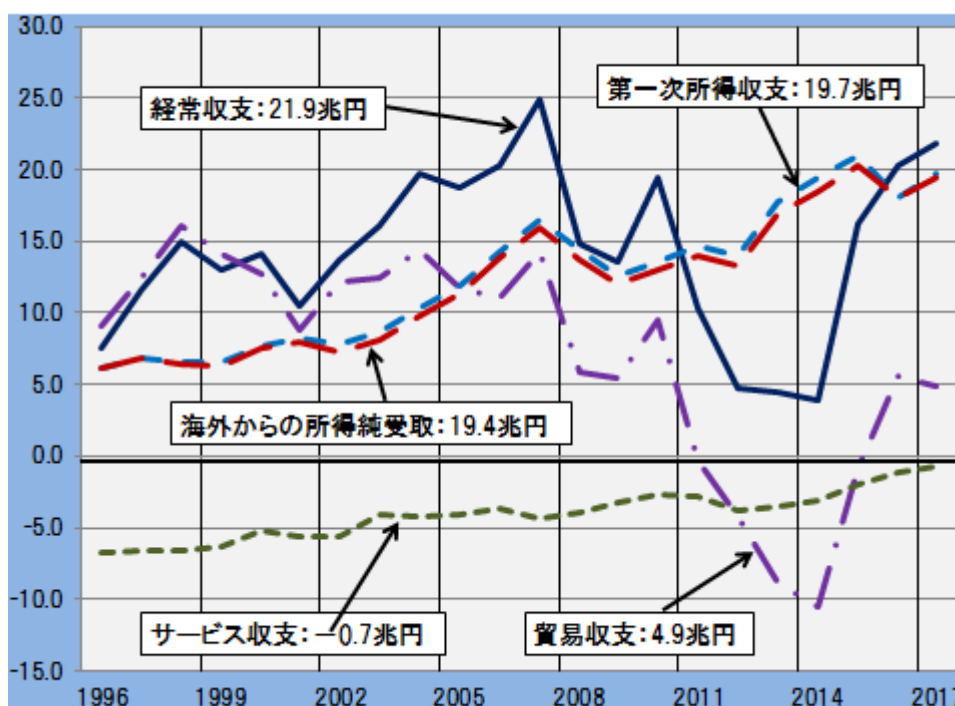
### GDPとGNIの格差を示す国際収支統計の「第一次所得収支」

下図は前記の国際収支の中核部分である経常収支の構成項目と、GNIとGDPの差を示す「海外からの所得純受取」を国民所得統計から取り込んで併せて示したグラフである。

実線が経常収支、一点鎖線が貿易収支、破線がサービス収支を示し、点線が「第一次所得収支」、そして長い点線が「海外からの所得純受取」である。指標名の枠内の数値は2017年の値を示す。

#### 「海外からの所得純受取」と経常収支主要項目の推移（暦年・兆円）

—1996～2017—



内閣府・国民所得統計と財務省・国際収支統計から作成。

図から「第一次所得収支」と「海外からの所得純受取」が継続して同じ水準で推移しており、国民所得統計の「海外からの所得純受取」、すなわち、GNIとGDPの差は国際収支統計の第一次所得収支をベースに推計されていることが示される。

したがって、GNIがGDPを“継続的かつ時の経過とともに上回る”ことで示される日本経済の生産から所得への構造変化は、第一次所得収支が“継続的かつ時の経過とともに増大”していることで説明される。

以下で、第一次所得収支の継続的な増大をもたらす背景を見る。

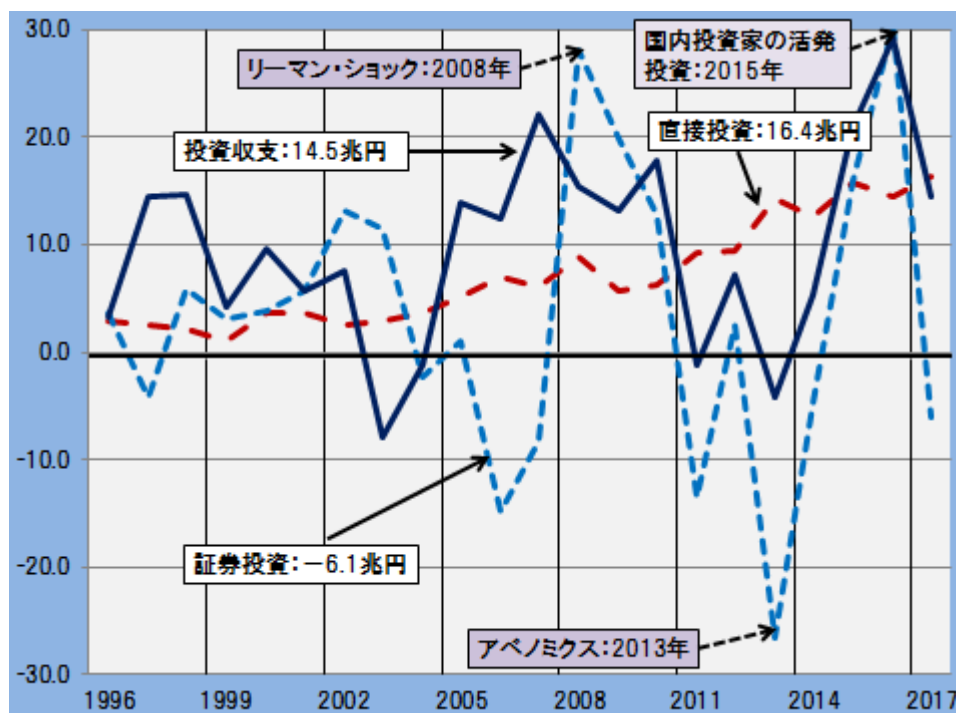
### 第一次所得収支の継続的増加をもたらす対外直接投資の伸び

第一次所得収支の堅調な伸びの裏付けとなるのが対外直接投資の継続的な増大である。

下図は海外とのおカネのやり取りの収支である資本収支の中心となる対外投資収支と、その主要な構成項目である直接投資と証券投資（\*）の推移を示すグラフである。実線が投資収支、点線が直接投資、破線が証券投資を示す。指標名の枠内の数値は直近の2017年の値である。

（\*）直接投資は海外の工場や設備など実物資産への投資、または経営に参加することを目的とした株式の取得（10%以上の資本参加がメド）を指し、証券投資は経営参加を目的としたものではなく投資による収益獲得を目指した海外の有価証券の取得を指す。

直接投資と証券投資の推移  
—1996～2017（暦年・兆円）—



財務省・国際収支統計から作成。

（注）国際収支統計では資金の流出をマイナスで表記するため海外への投資は統計表上はマイナスとなるが、ここでは投資の直観的感覚に合うように符号を逆転して描いている。統計表では国内から海外への投資がマイナス表記となるが、ここではプラスとして記す。上記の「国際収支主要項目の推移」グラフと方向が逆転していることに注意。

図から投資収支が大きな変動を特に2000年代半ば以降に増幅しながら繰り返すのに対し、直接投資が穏やかな増加基調を続ける姿が注目される。

証券投資の2000年代半ば以降の大きな変動は、リーマン・ショックが発生した2008年、アベノミクスのスタート期である2013年、そして国内投資家の海外証券投資が活発化した2015年に見られる。

グラフ上の、リーマン・ショック時の上昇は主に外国人投資家による日本株売りによる資金の流出、アベノミクス・スタート期の下落は主に外国人投資家による日本株式の買い、そして、2015年の上昇は国内投資家による海外証券の買いによる資金の流出を示す。

直接投資はこうした証券投資の動きの荒さに対し堅調な上昇を続けている。この着実な投資の増加に伴う配当の収益増等が上記の第一次所得収支の堅調な上昇をもたらしている。

### 求められる資産活用における「ポートフォリオ運用」の視点

対外直接投資がこのように長期に渡って安定的に増加を続けるためには背景に確とした根拠が求められる。その中で、企業の「競争上の必然として進められる海外展開」、は最も妥当な解のひとつと言える。

日本経済は実物資産と金融資産がともに着実なペースで蓄積が進み、蓄積された資産がフローで捉えられる経済活動に相当程度の大きさを影響を与える“ストック経済”の段階に入りつつあると言える。日本は2016年末で349兆円の世界一の対外純資産を持ち、個人の金融資産残高も1,800兆円を超える。

こうした豊かな資産を有効に活用することが経済の活性化につながるが、一方で資産の蓄積が進むことによって高いリターンをもたらす投資機会は必然的に減少する。

激しさを増すグローバル競争に直面する企業は競争上、新たな成長分野を取り込むことが迫られる。こうした企業にとって海外への投資は新しいビジネス開拓のフロンティアになり得る。

また、近年、着実に蓄積が進み、その活用が政府も注目する内部留保としての金融資産において、海外進出のための直接投資は恰好の有効活用先になることも欠かせない視点と言える。

こうした背景の下、近時の企業の海外進出は極めて隆盛である。大規模ケースに絞っても、ソフトバンクのARM（英）の買収（3兆3,000億円、2016年）、ウーバー（米）への資本参加（8,500億円、2017年）、サントリーのBEEM（米）の買収（1兆6,800億円、2014年）、アサヒのアンハイザー・ブッシュ・インベブ（ベルギー）の買収（8,800億円、2016年）、日本郵政のトール（豪）の買収（6,200億円、2015年）、東京海上のHCCインシュアランス（米）の買収（9,400億円、2015年）、日本たばこのレイノルズ（米）の買収（6,000億円、2015年）など、数千億円規模の案件が目白押しとなっている。

ここで、買収、資本提携の主体、そして相手が製造業、サービス、金融業と偏りなく様々な分野に広がっている点も注目に値する。

一方、東芝のウェスティング・ハウス（米）の買収が本体の経営危機に及んだ例にみられるように、海外投資がすべて当初の思惑通りの成果につながるとは限らない。

東芝は極端な例としても、買収先会社の買収時の評価が楽観的な過大評価に陥りその後、“ノレンの償却”として大きな損失を強いられるケースも少なからず見られる。

さらに、海外投資には、相場商品の側面も持つ為替の変動（為替リスク）、そして、政治・社会の制度変更も含めた想定外の異変（カントリーリスク）が海外投資固有の不確定要因として加わる。これら不確定要因の追加は、すなわち国内への投資には無い新たなリスクの増大であり、海外投資に当たっては、この新規に加わったリスクの負担分をカバーするだけの高めのリターンが見込めることをことさら丁寧に検討することが要求される。

すなわち、リターンとリスクを同じ重要度で複眼的に評価する「ポートフォリオ運用」の視点が厳しく求められる。

下表は投資に当たってのリスクとリターンのパターンを、大きく国内と海外、実物資産と金融資産に分けてそれぞれの組み合わせによる4つの投資スタンスにまとめた表である。

一般に機械設備や不動産など実物資産への投資は金融資産より高いリスクを負いながら高いリターンを目指す投資であり、海外への投資は国内にない新しい投資機会を開拓することで高いリスクを認めつつ高いリターンを迫及する投資と言える。

投資パターン表

	国内	海外
金融資産	A	B
実物資産	C	D

AからDの各投資スタンスは次のように省約できる。

- A：国内の金融資産への投資—リスクを抑えて安定リターンを目指す。
- B：海外の金融資産への投資—ある程度の高リスクと高めの安定リターンを目指す。
- C：国内の実物資産への投資—高めのリスクをとって高めのリターンを目指す。
- D：海外の実物資産への投資—高いリスクを覚悟して高いリターンを目指す。

企業はAからDまでの投資を行うが、近時はCからD（対外直接投資）へ継続的に移行する傾向が目立ち、個人はA、B、及び一部でCの投資を行い、時に、相場環境によってAとBの間でダイナミックな交換を見せる。

今後、日本経済のストック化が進み海外への投資意欲が着実に進展するとみられる中、“生産から所得へ”という構造変化を実り多い成果につなげるためには海外投資によって獲得を目指す期待リターンと許容できるリスクを合わせて厳密に評価する客観的・合理的な投資評価がこれまで以上に欠かせない要素になると考えられる。

### 投資の動向をマクロ視点の合理的な資産選択で探る可能性について

個別の企業、個人ごとに決定される国内・海外別、また、実物資産と金融資産など資産ごとの投資配分を捉えることはもとより不可能であるが、国全体として大きなくくりでの投資動向をある程度の正確さで想定することは合理的資産選択の行動原理を適用することで可能性が高まると考えられる。

これは、個別銘柄の株価の先行きを想定することは不可能であるものの、株式市場全体の相場の方向性については、個別銘柄にとっての様々なプラス・マイナス要因がお互いに相殺されることで、結果的にマクロ経済の動向に近づくことで説明可能性が高まることに通じる。

合理的な資産選択は、ポートフォリオを組むことで最適な投資を実現できることを明らかにした理論（＜参考＞参照）を拠りどころとして追求することが可能と考える。

当理論は投資すべき資産のリターンとリスクを定量的に捉えることが前提となるため、海外と国内の資産ごとのリターンとリスクをマクロベース・データとして整備されることを待って当テーマの検証を進めたい。

なお、上記の「経常収支主要項目の推移」グラフでサービス収支の赤字が期初の5兆円超から直近時点ではほぼゼロになるまで順調に減少しているのは近時の外国人の訪日観光の顕著な盛り上がりによるもので、この流れからサービス収支は遠からず黒字に転換すると見られる。その場合、第一次所得収支と並ぶ強力で底堅い経常収支の黒字要因がそろい、為替市場での円高圧力につながることで対外投資への影響につながることを追記したい。

### ＜参考＞最適ポートフォリオ運用の行動原理

ポートフォリオ運用の理論的骨格は1952年のHarry Markowitz（以下、マーコビッツ）による論文、「Portfolio Selection」を嚆矢として形づくられる。当論文は冒頭で「投資家が望むことは2つのことだけ」と謳い、以下、その主旨を数理的に展開することで最も合理的な資産選択、すなわち最適な投資が可能であることを示す。

マーコビッツの指摘する投資家が望む2つのことは以下の通り。

1. なるべく多くもうけたい⇒リターンを最大。
2. なるべく損をしたくない⇒リスクを最小。

一方、投資には高いリターンには高いリスクが伴うという絶対原則があり、上の2つの目標は二律背反の関係にある。マーコビッツはこのジレンマに対し、分散投資、すなわちポートフォリオを組むことによって投資家にとって最も有利な投資（\*）が得られることを明らかにした。

現在ではこうした投資のアプローチは「現代ポートフォリオ理論」として体系化、経済理論の一分野として確立されている。



(\*) 投資家にとって最も有利な投資。

リターンが最大かつリスクが最小である投資があり得ない中で、投資家にとって最も有利な投資は以下のいずれかのケースとなる。

1. 一定のリターンの下で最もリスクが低い投資。

または、

2. 一定のリスクの下で最もリターンが高い投資。

マーコビッツの功績はポートフォリオを組むことでこうした投資を実現する具体的な方法を示したことである。

彼の提起のポイントは、投資におけるリスクは投資によって被る損失の危険性ではなく、将来得ようと期待するリターンが実現しない可能性の大きさであるとし、こうした可能性はリターンの変動が大きくなれば高まることから投資リスクをリターンの変動の大きさ、具体的には「標準偏差」で定義したことである。

したがって、投資家にとって最も有利な投資は期待する一定のリターンの下でリターンの変動性、すなわち標準偏差が最も小さくなる投資として求められる。

ここで、リスクを抑える定道としての分散投資のリスク低減効果を究極まで追求する。

リスク最少化の基本的なプロセスは以下の通り。

今、対象資産のリターンを $R$ 、リターンの平均を $MR$ 、分散を $V$ 、標準偏差（リスク）を $\sigma$ 、各資産の組み入れ比率を $w$ で表す。その上で、投資の対象資産の個数は $N$ 個、対象期間は $T$ 期とし、該当する個別資産は $i$ 、ポートフォリオは $p$ 、当該期は $t$ の添字で示すこととすると、各資産とポートフォリオの各項目は以下で表記される。

第 $i$ 資産の第 $t$ 期のリターン： $R(i,t)$

第 $i$ 資産のリターンの平均： $MR(i) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R(i,t)$

第 $i$ 資産の分散： $V(i) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \{R(i,t) - MR(i)\}^2$

第 $i$ 資産と第 $j$ 資産の共分散： $V(i,j) = \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i=1}^N \sum_{t=1}^T \{R(i,t) - MR(i)\} \{R(j,t) - MR(j)\}$

第 $i$ 資産の組み入れ比率： $w(i)$

ポートフォリオの第 $t$ 期のリターン： $R(p,t) = \sum_{i=1}^N w(i)R(i,t)$

ポートフォリオのリターンの平均： $MR(p) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R(p,t) = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T w(i)R(i,t)$

ポートフォリオの分散： $V(p) = >$  下記。

ポートフォリオの標準偏差（リスク）： $\sigma(p) = \sqrt{V(p)}$

ポートフォリオのリスクの元となる分散は以下のように示される。

$V(p) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \{R(p,t) - MR(p)\}^2$

上の表記より、

$$\begin{aligned}
 V(p) &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \{ \sum_{i=1}^N w(i) R(i, t) - \sum_{i=1}^N w(i) MR(i) \}^2 \\
 &= \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \{ \sum_{i=1}^N w(i) \{ R(i, t) - MR(i) \} \}^2 \\
 &= \sum_{i=1}^N \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \{ w_i \{ R(i, t) - MR(i) \} \}^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i=1}^N \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T w_i \{ R(i, t) - MR(i) \} w_j \{ R(j, t) - MR(j) \} \\
 &= \sum_{i=1}^N w(i)^2 V(i) + \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i=1}^N w(i) w(j) V(i, j)
 \end{aligned}$$

上式はやや紛らわしいため、以下に行列の形で整理して示す。

						第1資産 第2資産    ▪    ▪    第(N-1)資産 第N資産						
	w(1)	w(2)	▪	w(N-1)	w(N)	V(1)						w(1)
						V(2,1)	V(2)					w(2)
						▪	▪					▪
						▪	▪	▪				▪
						▪	▪	▪	▪			▪
V(p)=						V(N-1,1)	V(N-1,2)	▪	▪	V(N-1)		w(N-1)
						V(N,1)	V(N,2)	▪	▪	V(N,N-1)	V(N)	w(N)

ポートフォリオのリスク（標準偏差）は上で求めた分散の平方根として求められる。

ポートフォリオのリスクの最小化は上記の資産間の分散・共分散行列を所与として各銘柄の組み入れ比率w(i)を解として求められる。これはw(i)についての2次式の解となり、2次計画法と呼ぶ最適解（最少解）の算出方式によって求める。

こうした理論に基づく最適投資の考え方はマクロ的視点で一国単位に適用することで対外を含めた合理的な投資行動の客観的な分析につなげることが可能と考えられる。そのためには前段として国内・国外の金融資産、不動産、実物資産などの資産別のリターンを基に計算する分散・共分散行列が求められる。今後の資産ごとのリターン・データの整備が期待される。