

自動車製造業の輸出における事業安定化の考察

——為替対応と企業財務管理——

M1365316 種 田 康 一

論文概要

本論文は日本の自動車産業が完成車輸出を行う上で長年対峙し、時として翻弄されてきた為替の問題を取り上げ、その本質・リスクを捉えると共に、これに如何に対応することで安定的事業運営をはかるべきかの解決策を探ることを目的としている。

日本は世界2位の自動車生産国であり、総生産の4割を輸出している。輸出ビジネス成立における重大要素である為替は各国の経済ファンダメンタルからは予見し難く、経営の不確実性を生む要因になっている。各社はこのリスク軽減を狙って海外拠点進出を進めてきたが、一方では進出に伴って抱える他種のリスクもあり、進出自体財務上制約のあるメーカー等には困難な場合も多い。これらを総合すると自動車輸出は自動車メーカーにとって依然として重要且つ利益を捻出していかねばならない事業である。製造側が外貨建てビジネスを想定したとき、為替の変動によって円貨による売上も変動することになる。自動車は開発・製造に多額の資金が必要であり、その回収は複数年で行う。商品の販売期間が長く、その間輸出によるビジネスを続ければ為替変動のリスクはより大きく、事業の不確実性も高まる為、長期的な視点で為替リスクマネジメントすることが強く望まれる。

今日の為替決定論の主とされる購買力平価(PPP)によれば、2国間の為替はつきつめると両国のインフレ率の差を反映したものと見られる。しかし、この実効性を検証した過去の研究ではこれが必ずしも成立しないことを表している。これには様々な要因が考えられるが、いずれにせよ、インフレ率予想等の経済指標をもとに想定した為替を前提にした経営には大きなリスクが伴う。即ち、現状のレートで長期的にビジネスが成立するような手法を確立することが求められる。自動車輸出が為替変動によって見舞われるリスクはOperating エクスポージャーとよばれ、そのエクスポージャーは $\Delta A = \beta \Delta S^U$ であらわされる。ここで ΔS^U は為替変動予想分、 ΔA はこれによって引き起こされる資産・収益等の円貨での変動分である。自動車メーカーの場合このエクスポージャーはほぼ外貨取引高そのものとなり、単価、取引量が大きいことから長期で抱えるエクスポージャーは非常に大きなものとなる。

短期的 Operating エクスポージャーは主に先渡し契約やオプション契約等の為替予約によって回避が可能である。しかしこれらは長期的には成立し難い金融商品であり、自動車製造の商品プログラムは複数年で

成立するよう組まれた息の長い事業であることから、これらを行うのみでは長期的リスクについては対処がされないまま残ることになる。この対応の為に外貨の定期収入がある企業が考える主な長期的な為替リスク回避策として、

① 通貨スワップ

② 既にある邦貨の負債を外貨負債に借換え、外貨収入により返済する

の二つは最も実効性のあるものである。前者はカウンターパーティーと額やキャッシュ交換サイクル、コスト等で上手くおりあう限り最も有効な為替リスク回避手段たりうる。通貨スワップのみで目標のエクスポージャー額の対処が困難な場合②は①の次に有効な選択肢である。ある輸出プログラムの期間 t 中の年間売上 PQ 、外貨金利 r が与えられているとき、期間中の為替リスクヘッジに相応しい借換え額 D_t' は期間中のエクスポージャーの総額を外貨金利で除したものの50%で、以下に表される。

$$D_t' = \sum_{t=1}^n \frac{PQ_t}{2(1+r)^t}$$

為替が変動してもこの借換えによる期間中のプログラム収益総額に変動は無い。どちらも発生コストはヘッジ対象プログラム内で回収することを想定しており、両手法とも期待収益率を確保できる限り長期為替リスクへの対応策として有効なヘッジ手段となりうる。これら対応策が企業にもたらす会計上の影響であるが、外貨建て輸出が長期に渡りヘッジ対象の予定取引と認定される限りにおいて、①・②は共にヘッジ会計の対象となる為、会計エクスポージャーを生まない。

本論文が目的とする自動車輸出事業における長期的為替リスクを抑制する為の手法としてあげた二つの手法は以下の点から輸出事業安定化の為の効果的手法として期待できる。

1. 企業のバランスシートへの影響が小さい
2. 企業価値への影響もないと考えられる
3. 採用可否の評価はプログラム内で完結する為、他のプログラムへの影響を考慮する必要がない。

この手法を駆使しても企業が長期において曝される為替エクスポージャーを100%カバーできる可能性は薄いが、それでも複数の輸出プログラムの中からその重要度・性格・リスク度等に応じた優先化を行った上で二つの手法を適用すれば長期的為替リスクヘッジに一定の効果は期待できることから、当該手法の採用は十分検討に値すると考える。