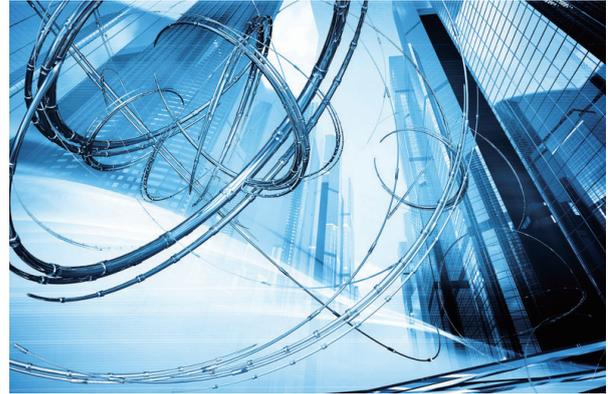


クロスボーダーの 投資リスクと為替リスク



砂川伸幸

神戸大学大学院 経営学研究科 教授

四月の第一週、六甲キャンパスでは桜の花が満開である。四回生が就職し、一回生が入学してくる。大学のキャンパスが活気あふれる時期といえる。近年の経営学部や経済学部の学生の特徴は、大きく二つある。一つは、女性の比率が高いことである。私が入学した三〇年前は、学部生に占める女性の割合は一割程度であった。近年では、女性の比率が三割を超えている。この世代がビジネスのコアとなる頃には、日本企業の管理職や役員の女性比率が自然に高まってくるであろう。もう一つは、クロスボーダー志向が強くなる。

クロスボーダーの 投資リスク

クロスボーダーの投資はリスクが

大きい。とくに、新興国への投資はハイリスク・ハイリターンである。投資リスクの指標はいくつかあるが、ここでは、株式市場のボラティリティをとりあげよう。前回(CFO FORUM 第四八号)紹介したように、二国間の株式市場のボラティリティの比率は、相対ボラティリティと呼ばれ、クロスボーダー・バリューションの実務に用いられている。相対ボラティリティを用いる際には、通貨の扱いに注意が必要になる。グローバルな視点からドル建ての資本コストを算出する場合、相対ボラティリティの分母は、S & PやMSCIワールドのボラティリティである。分子には、投資対象国(投資対象企業の所在国)の株価指数のドル建てボラティリティがくる。

左側のグラフは米ドル建て、右側のグラフは現地通貨建てのボラティリティである。

図1から二つのことが分かる。一つは、ドル建てのボラティリティは、日本が最も小さいことである。グローバルな投資という基準でみると、先進国である日本への投資は最もリスクが小さいといえる。

もう一つは、ドル建てボラティリティと現地通貨建てボラティリティの大小関係である。日本をのぞく四カ国の株式市場では、ドル建てボラティリティが現地通貨建てを上回っている。日本だけが逆で、ドル建てボラティリティが円建てより小さくなっている。この現象は、サンプル期間を延ばしても同じである。ドルを現地通貨に替えて投資し、現地通貨をドルに替えて回収する。日本以外の国への投資は、この為替取引によってリスクが増大している。投資家は、株価変動のリスクに加え、為替変動のリスクを負担することになる。日本への投資だけは、

株価変動のリスクが為替変動で相殺されている。日本の産業構造は輸出型であるため、株価と円が逆の動きをする傾向が強いからである。円安になると株価が上がり、円高になると株価が下がる。株価が上昇すると、円安によって利益の一部が相殺される。株価が下落すると、円高によって損失の一部が補填される。

日本をのぞく新興四カ国への投資では、為替リスクが投資リスクを増加させている。新興国では、経済が好調な時期に海外からの投資が集中し、景気が悪くなれば投資が引き揚げられる。株価の上昇局面で現地通貨は高くなり、株価の下落局面で現地通貨は安くなる。景気や株価と通貨が連動する傾向が強いのである。

筆者たちの調査では、ドルを円に代えても同じ結果が得られた。円建てボラティリティは、現地通貨建てより大きい。当然といわれるかもしれないが、日本からアジアへの投資には、小さくない為替リスクが存在している。

図2は、為替リスクの数値例である。パネル(A)は、現地通貨建ての投資収益率とボラティリティ(標準

偏差:STDEV)を示している。パネル(B)は、海外投資家からみたボラティリティである。ここでは、現地通貨が投資リターンと正の相関をもつと仮定している。現時点で一ドル(円)の価値をもつ現地通貨は、投資リターンが高ければ一〇・一ドル(円)になる。投資リターンが低ければ、現地通貨の価値は〇・九二ドルに下落する。ボラティリティを計算すると一〇・三二となり、パネル(A)の七・〇七を上回ることが確認できる。

図1●アジア各国の投資リスク

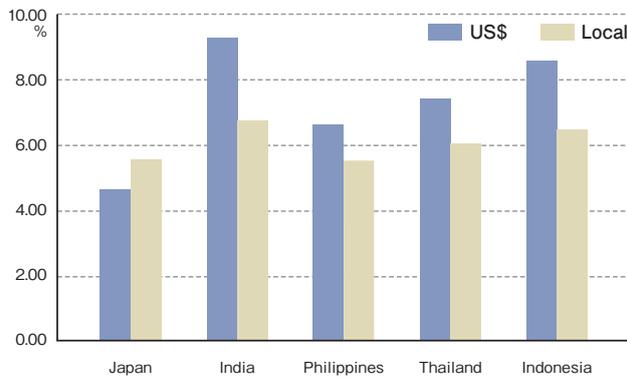


図2●投資リスクと為替リスク①

(A) 現地通貨建て投資リスク				
現時点	1年後			収益率の平均とSTDEV
100	確率0.25	価格120	収益率20%	平均=10% STDEV=7.07
	確率0.50	価格110	収益率10%	
	確率0.25	価格100	収益率 0%	
(B) 為替リスクを含む投資リスク: 為替変動は株価と正相関				
現時点	1年後			収益率の平均とSTDEV
100 (為替1:1)	価格120×1.01	収益率21.2%		平均=6.65% STDEV=10.32
	価格110×0.97	収益率6.70%		
	価格100×0.92	収益率 -8.0%		

為替リスクのヘッジ

コーポレートファイナンスの分野で最も有名なテキストである『PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE』(Brealey, Myers and Allen)は、海外投資における為替リスクのヘッジを推奨している。為替リスクを抑えることで、組織は投資プロジェクトそのものに集中し、強みを存分に生かすことができる。

図3のパネル(B)は、為替リスク

図3●投資リスクと為替リスク②

(A) 現地通貨建て投資リスク				
現時点	1年後			収益率の平均とSTDEV
100	確率0.25	価格120	収益率20%	平均=10% STDEV=7.07
	確率0.50	価格110	収益率10%	
	確率0.25	価格100	収益率 0%	
(C) 為替ヘッジをした場合の投資リスク: 為替レートはPPP (PPPレート=0.97)				
現時点	1年後			収益率の平均とSTDEV
100 (為替1:1)	価格120×0.97	収益率16.4%		平均=6.7% STDEV=6.86
	価格110×0.97	収益率6.70%		
	価格100×0.97	収益率 -3.0%		

をフルヘッジした場合の投資リスクを示している。新興国のインフレ率は先進国より高いため、購買力平価(PPP)の下では、現地通貨が減価する。ここでは、一年後に現地通貨が三%減価し、〇・九七になるとしてある。フルヘッジした場合のボラティリティは六・八六となり、現地通貨建ての七・〇七を下回る。

クロスボーダー投資では、為替リスク管理という財務戦略と、自社の強みを生かした事業戦略の組み合わせが、価値創造に貢献する。