



RIETI Discussion Paper Series 13-J-043

## 政策の不確実性と企業経営

森川 正之  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

政策の不確実性と企業経営\*

森川正之（経済産業研究所）

要 旨

本稿は、日本の上場企業を対象としたサーベイに基づき、内外経済環境及び経済制度・政策の先行きに対する不確実性とそれが企業経営に及ぼす影響についての観察事実を提示するものである。日本企業の多くは今後の売上高拡大、緩やかなデフレ解消傾向を予測しているが、見通しにはかなりの不確実性が伴うことも意識している。企業は、各種経済政策の今後について不透明感を持っており、特に通商政策や社会保障制度の先行きに高い不確実性を感じている。政策の不確実性が企業経営に及ぼす影響は、税制、通商政策、環境規制等の政策で大きく、経営判断の中では設備投資や海外展開への影響が大きい。非製造業では、社会保障制度や労働市場制度の不確実性が、従業員の新規採用や組織再編の意思決定に影響を及ぼしている。前向きの投資を促し、経済成長を確かなものにしていくためには、企業経営の大前提となる基幹的な経済制度の予測可能性を高めることが必要である。

Keywords : 不確実性、経済政策、企業経営

JEL classifications : D84, E29, E66, M21

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

\* 本稿の原案に対して、伊藤新、小田圭一郎、金子実、中島厚志、藤田昌久、三浦聡、山城宗久の各氏をはじめ DP 検討会参加者から有益なコメントをいただいたことに感謝する。本研究は、科学研究費補助金（基盤(B), 23330101）の助成を受けている。

## 「政策の不確実性と企業経営」

### 1. 序論

主要国で与野党の対立に伴う政策決定の停滞が見られ、また、いくつかの国では政権交代に伴って大きな政策変更が起きている。米国では民主党と共和党の対立により、「財政の崖」問題が依然として解消されていない。欧州では、ギリシャ、イタリア等で政権交代に伴い経済財政運営の不透明性が高まり、ユーロの信任を揺るがした。日本でも、総選挙の結果を受けて3年前に自公政権から民主党政権に移行、昨年末の総選挙で再び自公政権に交代し、税制、社会保障制度、労働市場制度をはじめ様々な経済制度・政策が大きく振幅した。また、依然として衆議院と参議院のいわゆるねじれ現象が続いており、経済制度の長期的な見通しには不透明感が残っている。

デフレ脱却のため経済主体の「期待」を変化させる金融政策が積極的に実施されているが、金融に限らず経済成長や物価変動の将来に関する期待はそれ自体が実体経済に影響を及ぼす。また、将来に対する不確実性は、家計に対して予備的動機による貯蓄増加のほか労働供給、人的資本投資、出産等の行動に影響を与える。企業にとっては、設備投資、研究開発、対外直接投資、従業員の新規採用等はいずれも中長期の投資なので、経済環境や企業収益の先行き見通しの確度がこれら意思決定に強く影響する。

不確実性が実体経済に負の影響を及ぼすことは、経済学の理論・実証研究でも古くから関心を持たれてきた 이슈である。不確実性が企業の投資に及ぼす影響について理論的には、Bernanke (1983), McDonald and Siegel (1986), Pindyck (1991)等が投資に対する不確実性の「リアル・オプション価値」効果（“wait and see”効果）を示している。すなわち、投資の不可逆性や調整費用が存在する際、将来の不確実性の存在は投資を抑制する効果を持つ。実証研究も多く、Leahy and Whited (1996), Guiso and Parigi (1999), Ghosal and Loungani (2000), Bloom et al. (2007), Bontempi et al. (2010)等が、欧米諸国で不確実性が設備投資に対して負の影響を持っていたことを示している。<sup>1</sup> また、Bloom (2007), Caggese (2012)は、企業の研究開発投資に対して不確実性が負の影響を持つことを明らかにしている。Bloom (2009), Bachmann et al. (2013), Leduc and Sill (2013)は、マクロ経済の時系列データを使用した分析により、不確実性がGDP、工業生産、雇用等に大きな負の影響を持つことを示している。<sup>2</sup> このほか、不確実性が雇用に及ぼす影響に関して、例えば Ono and Sullivan (2013)

---

<sup>1</sup> 不確実性と設備投資の関係についてのサーベイ論文としてCarruth, et al. (2000)。また、IMF (2012)は、不確実性が経済に与える影響について、最近の研究を紹介するとともに、IMF自身の分析結果を提示している。当然のことながら、これら実証分析において各種投資関数を推計する際は、需要の期待成長率、売上高伸び率といった要因を考慮した上で不確実性の追加的な影響を分析している。

<sup>2</sup> ただし、Bloom (2009)の結果について、Choi (2013)は、分析対象期間を分割すると1980年代半ば以降は妥当しないとの結果を報告している。

は、米国の企業レベルでの将来の生産の不確実性の高さが非正規雇用を増加させることを示す結果を報告している。<sup>3</sup> 解雇費用の高さもあって正規労働者の新規採用は企業にとって大きな先行投資であり、将来の不確実性が高いことは正社員の採用を躊躇させる要因になっていると解釈できる。

実証分析に用いる不確実性の指標には様々な工夫が行われてきており、マクロの時系列データを用いた分析では、過去のヴォラティリティ、エコノミストによる経済予測のクロスセクションでの分散、事後的な予測誤差等が使用されている。一方、企業レベルのデータを用いた研究では、利益率や需要見通しのクロスセクションでの分散 (Leahy and Whited, 1996; Bachmann et al., 2013)、株価ないし株式収益率の時系列でのヴォラティリティ (Bloom et al., 2007) が使用されることが多い。例外として、前記の Guiso and Parigi (1999)、Bontempi et al. (2010)は、企業へのサーベイ・データに基づく需要見通しに関する主観的な確率分布を使用し、不確実性の投資決定に対する影響を分析している。<sup>4</sup>

経済の先行きの不確実性は、様々な原因で生じるが、政権交代等の政治的イベントに伴う制度・政策の不透明性が経済の先行きの不確実性を高める可能性が指摘されている。政治的不安定性が経済成長に対して負の影響を持つことは、以前からクロスカントリー・データを用いた成長回帰分析で指摘されていた (Barro, 1991; Alesina et al., 1996; Devereux and Wen, 1998; Carmignani, 2003)。最近では、政権交代の頻度が経済成長率に大きな負の影響を持つとの分析も見られる (Aisen and Veiga, 2013)。<sup>5</sup> Bialkowski, et al. (2008)は、OECD諸国を対象にした分析に基づき、国政選挙が株式市場のヴォラティリティを高めることを示している。Julio and Yook (2012)は、48か国のクロスカントリー・データを用いた分析で、選挙年において政治的な不確実性が高まる結果、企業の投資を抑制する影響を持つことを示している。

Baker et al. (2013)は、政策に関連する経済の不確実性の指標を開発し、米国を対象に推計するとともに、この指標と実体経済 (GDP、投資、雇用等) の関係を VAR モデルで分析している。政策の不確実性指標は、①主要十紙 (NYT, WSJ 等) における経済の不確実性及び政策に関する報道件数、②連邦税制のうち近い将来に失効する条項の件数、③将来の政府購入及びCPIに関する予測のばらつき度合いを加重平均した指標を開発している。推計結果によれば、2006～2011年の間の政策の不確実性の上昇は、工業生産▲4%、実質GDP▲3.2%、民間設備投資▲16%、雇用▲230万人という大きな負の影響を持っていた。Fatas and Mihov (2013)は、財政政策に焦点を当てて、政策のヴォラティリティが経済成長

<sup>3</sup> Morikawa (2010)は、日本企業のデータを使用し、売上高のヴォラティリティと非正規雇用の間に正の関係があることを示している。また、Matsuura (2013)は、売上高のヴォラティリティが雇用の固定費が高い企業において派遣労働者比率の増加をもたらしていることを示した。

<sup>4</sup> 家計レベルでの将来賃金の主観的な確率分布を用いた実証分析の例としては、予備的貯蓄の検証を行ったGuiso et al. (1992)が挙げられる。

<sup>5</sup> Bernal-Verdugo et al. (2013)は、政治的不安定性の影響は比較的短期での経済成長率に有意な影響を与えているが、中期的な影響は国のガバナンス改革等に依存するという結果を報告している。

に及ぼす負の効果を検証している。ヴォラティリティの指標は、GDP で政府消費を説明する回帰式を国別に推計した上で残差の標準偏差を用いている。推計結果によれば、財政政策のヴォラティリティの1標準偏差増大は、長期的な経済成長率を▲0.7%以上低下させる。

しかし、現実には様々な経済政策がある。これまでの研究からは、いかなる政策の不確実性が高いのか、いかなる政策の不確実性が経済主体の行動に大きく影響するのかは明らかではない。3,000社超の日本企業を対象に企業経営に影響を与える要因についてサーベイを行った森川(2012)の結果によると、約33%の企業が「政府・政策の安定性」を挙げている。ただし、同論文では、具体的な政策の内容に踏み込んだ調査・分析は行っていない。

このような状況を踏まえ、本稿では、日本の上場企業を対象として独自に実施したサーベイの結果に基づき、企業がいかなる制度・政策の先行きを不確実と認識しているのか、いかなる制度・政策の不確実性が経営上の意思決定に及ぼす影響が大きいのか、どのような意思決定が不確実性の影響を強く受けるのかについて、集計・記述統計に基づく観察事実を報告する。シンプルな調査・分析だが、個々の経済政策・政策の先行きに関する企業の主観的な不確実性を初めて明らかにするものである。

結果の要点を予め整理すると以下の通りである。

- ① 大多数の企業が景気の先行き改善を予想している。今後一年ないし三年間の実質経済成長率は平均的には+1.1%程度、CPI上昇率は若干のプラスに転じるとというのが平均的な予測である。ただし、平均的な企業は、経済成長率で±0.6~0.7%程度、CPIで±0.5~0.6%程度、予測の不確実性(標準偏差)を折り込んでいる。
- ② 自社の売上高の先行き予測は企業による違いが大きい、5%~6%程度増加するというのが平均値である。非製造業企業に比べて製造業企業で主観的不確実性が高い。自社製品・サービスの価格は今後横ばい程度になるというのが平均的な予測だが、製造業は小幅なマイナス、非製造業は小幅なプラスと業種による違いがある。従業者数の予測は、製造業でおおむね横ばい、非製造業は2%台の伸びというのが平均値である。正社員と非正社員に分けると、非正社員の増加率見通しがいくぶん高いが、不確実性の幅も広い。
- ③ 日本企業(特に製造業企業)は、世界経済の成長、為替レートの先行きに高い不確実性を感じており、これらが企業経営に与える影響も大きいと認識している。
- ④ 経済制度・政策の先行きに関しては、通商政策、社会保障制度の先行きに高い不確実性を意識している。政策の不確実性が企業経営に及ぼす影響は、税制、通商政策、環境規制等が大きく、事業の許認可制度を挙げた企業は少ない。
- ⑤ 政策の不確実性が影響する経営判断は、製造業では設備投資、研究開発、海外展開等への影響が大きく、非製造業では正社員の採用、組織再編への影響が大きい。

以下、第2節では、本稿の分析に使用する企業サーベイの概要を解説する。第3節で分析結果を主な調査事項別に紹介し、最後に第4節で結論と政策的含意を述べる。

## 2. データ

本稿で使用するデータは、経済産業研究所が実施した「日本経済の展望と経済政策に関するアンケート調査」（2013年）のデータである。同調査は、筆者が調査票の設計を行い、経済産業研究所が株式会社インテージリサーチに委託して実施したものである。調査対象は、東京証券取引所、大阪証券取引所に上場している全企業（2,309社）で、有効回答数は294社だった（有効回答率12.7%）。<sup>6</sup>

調査実施時期は、2013年2月上旬から3月中旬にかけてである。すなわち、昨年末に安倍内閣が発足し、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の策定、日本銀行との間でのインフレ目標を2%とする共同声明の合意・発表（いずれも2013年1月）の後、日本銀行の黒田新総裁の下での大胆な金融緩和の決定（2013年4月）の前というタイミングでの調査である。

調査事項は、当該企業の売上高・販売価格・雇用の現状及び先行き見通し、景況感、実質経済成長率及び消費者物価（CPI）変化率の予測、政権交代や与野党対立による制度・政策の不確実性についての認識、不確実性が企業経営に与える影響等である。売上高・販売価格・雇用の変化率の予測値、実質経済成長率及びCPI上昇率の予測値については、今後一年間及び今後三年間の年率の点推定値とともに、主観的な90%信頼区間を多肢選択式で尋ねている。

回答企業の業種、企業規模の分布の概要は表1に示す通りとなっている。回答企業のうち製造業が52.4%とやや多い。企業規模は常時従業者数の平均値が4,481人、中央値は900人である。

分析は基本的に単純な集計・記述統計であり、必要に応じて有意差検定を行う。全サンプルでの集計のほか、製造業／非製造業別に集計を行い、産業による違いを観察する。

## 3. 結果

### 3-1 景気の現状、マクロ経済の見通し

1年前と比較した日本の景気の現状について「良くなった」、「変わらない」、「悪くなった」の三者択一、1年後の景気の見通しについて「良くなる」、「変わらない」、「悪くなる」の三者択一で聞いた結果が表2である。1年前と比較した景気の現状は「良くな

---

<sup>6</sup> ただし、個々の設問によっては無回答があるため、実際の集計・分析に使用するサンプル数はこれよりも少ない場合がある。

った」が 29.2%と「悪くなった」(15.8%)を上回っている。サンプルを製造業と非製造業に分けると、非製造業で「良くなった」という回答が多く、「悪くなった」が少ない。

「良くなった」割合から「悪くなった」割合を引いて DI (Diffusion Index) を計算すると 1%水準で非製造業の方が高い数字となっている。

一方、1年後の景気については、69.6%が「良くなる」と回答しており、「悪くなる」は 1.4%に過ぎない。製造業と非製造業とでほとんど違いは見られず、回答時点での円安化の影響もあって製造業で今後の景気改善への期待が高いことがわかる。景気の先行きの DI は製造業、非製造業の間に有意差はない。

2013 年(暦年)及び今後三年間(2013~2015 年の平均年率)の日本の実質経済(GDP)成長率の予測を尋ねた結果が表 3 である。2013 年の成長率は平均値が 1.09%、今後 3 年間では 1.05%とほとんど予測期間による違いはない(中央値はいずれも 1.0%)。製造業と非製造業を比較すると、5%水準で統計的に有意で製造業の方が高いが、量的には約 0.2%と大きな違いではない。

前節で述べた通り、この調査では予測の主観的不確実性を把握するため、企業毎に成長率予測の 90%信頼区間を尋ねている。具体的な設問は、成長率の予測が 90%の確率で実現すると見込まれる範囲について選択肢から選ぶという形式で、±0.1%未満、±0.1%~0.3%未満、±0.3%~0.5%未満、±0.5%~0.7%未満、±0.7%~1.0%未満、±1.0%~1.5%未満、±1.5%~2.0%未満、±2~3%未満、±3%~5%未満、±5%以上という 10 の選択肢である。この結果に基づき、正規分布を仮定した上で標準偏差を計算し、全企業の平均を計算すると、2013 年の成長率予測の不確実性は 0.62%、今後三年間の成長率では 0.68%であった(表 3(2)参照)。<sup>7</sup> ところで、現実の実質 GDP 成長率の過去 10 年間の標準偏差は 2.6%と非常に大きく、3 年間移動平均の標準偏差も 1.2%だったので、リーマン・ショック、東日本大震災等に直面した過去十年間と比較すると、今後の成長率の主観的見通しの分布の幅は小さい。産業別には製造業の方が非製造業よりもわずかに大きい分散を見込んでいるが、統計的には 10%水準で有意差はない。

2013 年の消費者物価(CPI)上昇率についても同様の質問を行っており、結果は表 3 の右列に示している。デフレ脱却のための政府・日本銀行の共同声明(2013 年 1 月)に基づき、2%のインフレ目標が設定されたこともあってか、2013 年の CPI 上昇率は平均で+0.5%、2013~2015 年の三年間の年率は平均で+0.9%とプラスの物価上昇が見込まれている(中央値はそれぞれ+0.5%、+1.0%)。ただし、この設問では、2014 年 4 月に 3%、2015 年 10 月に 2%消費税率が引き上げられることを前提とした数字を尋ねており、中期的なインフレ期待が徐々に高まっているとまでは解釈できない。<sup>8</sup>

<sup>7</sup> 標準偏差を計算する際には、各選択肢の中央値を使用し、±5%以上という選択肢は5%を使用した。

<sup>8</sup> ただし、第 2 節で述べた通り、本調査の実施時期は2013年2月から3月中旬にかけてであり、4月4日の日銀政策決定会合における「量的・質的金融緩和」の導入決定の前である。

CPI 上昇率についても企業毎に主観的な成長率予測の 90%信頼区間を尋ねている。選択肢の刻みは GDP 成長率と同じである。回答から推計した標準偏差の平均は 2013 年が 0.48%、今後三年間は 0.62%である。見通しの期間が長くなるほど主観的な不確実性が高くなるという結果は自然なものと言える。ちなみに、日本の過去 10 年間の CPI 上昇率は平均▲0.13%、標準偏差 0.72%だった（三年間移動平均の標準偏差は 0.40%）。したがって、企業は今後の物価変動についておおむね過去の実績と同程度の不確実性を折り込んでいることになる。物価上昇率の不確実性についても、経済成長率と同様、製造業と非製造業の間に有意差はない。

### 3-2 売上高、販売価格、雇用の見通し

この調査では、各企業自身の売上高、販売価格、従業者数の変化率について、①前年度との比較での今年度の見込み、②来年度（2013 年度）の予測、③今後三年間（2013～2015 年度の平均年率）の予測を尋ねた。その結果を整理したのが表 4 である。

2012 年度の売上高前年比（実績見込み）は全産業平均で+1.23%だが、製造業は▲1.38%、非製造業は+4.09%で、本調査に回答したサンプルでは非製造業の方が高い数字となっている。2013 年度及び今後三年間の売上高伸び率の予測は、全産業平均でそれぞれ+4.86%、+5.96%と急速な回復が予測されている（中央値はそれぞれ+4.0%、+5.0%）。先行きの売上高伸び率の見通しは製造業の方が非製造業よりもいくぶん高い数字だが統計的な有意差はない。最近の円安等を背景に製造業企業は急速な業況改善を予測している。

ここでも今後の売上高予測の 90%信頼区間を各企業に尋ねている。具体的な設問は上記の実質 GDP 成長率、CPI 上昇率と同様だが、選択肢の幅は広めに取っており、±0.5%未満、±0.5%～1%未満、±1%～2%未満、±2%～3%未満、±3%～5%未満、±5%～7%未満、±7%～10%未満、±10%～15%未満、±15%～20%未満、±20%以上の十区分である。回答結果に基づいて予測の標準偏差を計算し、その平均値を示したのが表 4(2)である。2013 年度については全産業平均で 3.20%、今後三年間は 3.59%であり、今後の売上高の予測において一定の不確実性を想定していることがわかる。製造業と非製造業を比較すると、2013 年度、今後三年間のいずれも 1%水準で製造業の方が高い主観的な不確実性を示している。製造業の方が世界経済の動向、為替レート変動をはじめとする経済環境の不透明性を強く意識していることを反映している。また、この結果は、後述の経済環境の不確実性と企業経営の関係についての調査結果とも整合的である。

次に、販売価格について尋ねた結果が表 4 右列である。設問では「貴社の代表的な商品・サービスの販売価格」の現状及び見通しを尋ねている。過去一年間の販売価格変化率は全産業平均▲1.82%、製造業▲2.78%、非製造業▲0.70%と全体としてデフレ傾向が続く中、特に工業製品の価格低下が顕著である。今後一年間及び今後三年間の販売価格変化率の予



測は、全産業平均でそれぞれ▲0.07%、+0.06%とほぼ横ばいの推移が展望されている（中央値はいずれも±0.0%）。しかし、製造業はそれぞれ▲0.47%、▲0.64%とマイナスが続く予測なのに対して、非製造業は+0.40%、+0.89%と自社サービス価格も徐々に上向くという予測になっている（今後三年間については、製造業と非製造業は5%水準で統計的に有意な違いがある）。

今後の販売価格変化の主観的不確実性（標準偏差）は全産業で2%強、製造業の方が非製造業よりもいくぶん高い不確実性となっているが、量的な差は小さい。

従業者数についての集計結果は表5である。調査票において、「常時従業者」は、常用雇用者（正社員、正職員、パート、嘱託、契約社員等の呼称にかかわらず1か月を超える雇用契約者）及び有給役員と定義されている。すなわち、対象は各企業が直接雇用している常時従業者数であり、派遣労働者やアルバイトは含まない。また、常時従業者総数と同時に「正社員・正職員」、「正社員・正職員以外の常時従業者」に分けた数字も尋ねている。回答サンプルの全産業平均値を見ると、総従業者数は一年前との比較で+1.23%といくぶん増加している。ただし、製造業は▲1.66%、非製造業は+4.67%と大きな違いが見られる。今後一年間、今後三年間の予測は、全産業平均でそれぞれ+1.45%、+0.92%と緩やかな増加が予測されている（中央値は+0.5%、1.0%）。

今後の従業者数の変動の不確実性（標準偏差）は、製造業に比べて非製造業がやや高く、今後三年間については10%水準で有意差がある（表5(2)参照）。

次に、正社員・正職員とその他の従業員を分けて見ると、全産業平均はいずれも正値だが、一年前との比較での現状は正社員・正職員の増加率+0.13%に対してそれ以外は+2.64%と非正規雇用の増加率が高い。この傾向は、今後一年間、今後三年間でも同様だが、正社員・正職員とそれ以外の伸び率の差は小さくなっており、両者の伸び率に有意差はない。製造業と非製造業を分けても同様で、いずれの産業も正社員・正職員よりもそれ以外の伸びが高くなると予測されている。また、伸び率の不確実性は、正社員・正職員に比べてその他従業員がやや高い数字であり、今後一年間、今後三年間のいずれでも5%水準で正社員・正職員以外の従業員の雇用変動の不確実性が高い。<sup>9</sup> 非正規雇用が予期せざる業績変動の際のバッファとして使用される可能性が高いことを示唆している。序論で触れた通り、企業業績のヴォラティリティが非正規雇用増加の要因であることを示す実証研究がいくつもあり（Morikawa, 2010; Ono and Sullivan, 2013）、ここでの結果はこれらの研究結果と整合的である。

### 3-3 経済環境の不確実性と企業経営

---

<sup>9</sup> サンプルを製造業と非製造業に分けて、正社員・正職員とその他の従業員の変動率予測値の不確実性を比較すると、製造業でのみ統計的に有意な違いがある。

世界経済・日本経済の先行きの不確実性と企業経営の関係について、①不確実性の認識、②不確実性が企業経営に及ぼす影響について尋ねた。具体的な設問は、「世界経済・日本経済の先行きを予想することが難しい時代になっています。世界経済・日本経済に関する下記の事項について、(A) 中期的な経営の観点からの先行き不透明感(不確実性)、(B) 先行き不透明感が貴社の経営に与える影響をお答えください」というもので、事項としては、1)世界経済の成長、2)為替レート、3)金利、4)株価(株式市況)、5)財政赤字、6)電力・エネルギー価格、7)外国との外交・通商関係の7つを挙げている。それぞれの事項毎に(A)の選択肢は、「非常に不透明感がある」、「やや不透明感がある」、「あまり不透明感はない」の3つ、(B)は、「非常に影響がある」、「やや影響がある」、「あまり影響がない」の3つである。

回答を集計した結果は表6に示す通りである。先行きの不確実性の高い(「非常に不透明感がある」)事項としては、外交・通商関係、電力・エネルギー価格、財政赤字、為替レート、世界経済の成長の5つが40%台で拮抗している。製造業と非製造業とを比較すると、財政赤字以外は製造業で「非常に不透明」との回答が多く、為替レートは1%水準で、世界経済の成長、株価は5%水準で製造業企業が有意に高い。「非常に不透明」=1.0、「やや不透明」=0.5、「あまり不透明感はない」=0として指標化して見てもほぼ同様の結果である(表6(2)参照)。財政赤字は非製造業の方が「非常に不透明」と回答した割合が5%水準で有意に高い。非製造業で財政赤字の先行き不確実性が高いのは、政府支出を含む内需への依存度が高いため、財政の先行きへの関心が強いためかも知れない。

経済環境の不確実性が企業経営に及ぼす影響については、「非常に影響がある」は、電力・エネルギー価格、為替レートの2つが50%近い高い数字となっており、次いで世界経済の成長が高い数字である。ここでも製造業の方が非製造業よりも「非常に影響がある」の割合が高い事項が多く、世界経済の成長、為替レート、電力・エネルギー価格、外交・通商関係の4つの事項は1%水準で製造業企業の選択割合が高い。「非常に影響がある」=1.0、「やや影響がある」=0.5、「あまり影響がない」=0として集計してもほぼ同様の結果である。製造業の企業は、世界全体の景気や為替レートをはじめ国際的な経済環境の影響を強く受けることを示している。なお、財政赤字の先行きに対する不透明感が高いが、経営への影響はさほど高い数字ではない。財政の持続可能性が懸念されている中、財政破綻のリスクが高まった場合には長期金利が上昇すると考えられる。そうしたリスクの経営への影響は「金利」への回答に反映され、財政赤字の直接的な影響は、公共事業、政府調達等に依存する企業に対してのみ見られるためと解釈できる。

### 3-4 経済制度・政策の不確実性と企業経営

次に、①制度・政策の不確実性についての認識、②それが企業経営に及ぼす影響につい

での結果を紹介する。具体的な設問は、「最近、世界各国で政権交代や与野党の対立等に伴って、経済制度や経済政策に関する不確実性が高まっているという見方があります。下記の制度・政策について、(A) 先行きの不透明感(不確実性)、(B) 先行き不透明感が貴社の経営に与える影響をお答えください」というものである。具体的な制度・政策としては、1)税制、2)社会保障制度、3)事業の許認可制度、4)労働市場制度、5)環境規制、6)土地利用規制・建築規制、7)消費者保護規制、8)会社法制・コーポレートガバナンス、9)通商政策の9つを挙げている。(A)、(B)の選択肢は上記3-3と同じ文言で、いずれも三者択一である。

回答を集計した結果は表7に示す通りである。主観的な不確実性が最も高いのは通商政策、次いで社会保障制度であり、この2つ以外で「非常に不透明」と回答した企業はさほど多くない。調査を行っている時期にTPP交渉参加をめぐる多くの報道が行われていたことが、通商政策を挙げた企業が多い一因かも知れない。製造業と非製造業を分けると、製造業企業で通商政策を挙げた企業が多く、5%水準で非製造業よりも有意に高い。「非常に不透明」な制度・政策として社会保障制度を挙げたのは非製造業企業で多いが、製造業との間に有意な差はない。「非常に不透明」=1.0、「やや不透明」=0.5、「あまり不透明感はない」=0として指標化してもほぼ同様の結果である(表7(2)参照)。

不確実性が企業経営に及ぼす影響については、「非常に影響がある」制度・政策として税制を挙げた企業が最も多く半数近く(47.1%)にのぼる。次いで通商政策、環境規制が約3割、労働市場制度、会社法制、社会保障制度が約2割となっている。製造業と非製造業を分けて見ると、環境規制、通商政策は製造業が、土地利用・建築規制、消費者保護制度は非製造業が1%水準で有意に高い数字となっている。

なお、不確実性が高い制度・政策として事業の許認可制度を挙げた企業は7.6%、許認可制度が経営に非常に影響があるとする企業は15.5%といずれも少数だった。成長戦略の重点課題として規制緩和が頻繁に言われている。企業経営の観点からは、個別事業の規制よりも、税制、社会保障制度、環境規制、労働市場制度といった産業横断的な制度やグローバルな経済枠組みの影響が大きく、こうした基幹的な制度の不確実性を取り除いていくことが、的確な経営判断を行う上で重要であることがわかる。

不確実性が影響を及ぼす意思決定としては、設備投資、研究開発、労働者の採用等様々な経営判断がありうる。そこで、制度・政策の不確実性の影響が大きい経営判断について尋ねた。具体的な設問は、「税制・規制をはじめ、政府が決める法律や政策とその運用方針の先行きについての不透明性や不確実性が高まることによる貴社の経営上の意思決定への影響が大きい事項を、下記の選択肢から2つ以内で選んでご回答ください」というもので、選択肢は、1)設備投資、2)研究開発投資、3)IT投資、4)広告宣伝活動、5)海外進出・撤退、6)組織再編(M&A等)、7)正社員の採用、8)非正社員の採用の8つである。諸制度・政策は、生産量、価格設定等これら以外にも多くの意思決定に関わる可能性があるが、制度・政策の先行きの不確実性は、中長期の経営判断への影響が大きいと考えられるため、

上記の選択肢を設定している。

集計結果は、表 8 に示す通りである。約 2 / 3 (65.9%) の企業が「設備投資」を挙げ、半数弱 (47.0%) の企業が「海外進出・撤退」を挙げている。次いで「正社員の採用」(27.5%)、「組織再編」(24.0%) の順となっている。製造業と非製造業を比較すると全ての制度・政策について統計的に有意な差があり、製造業企業で「設備投資」、「研究開発投資」、「海外進出・撤退」を挙げた企業の比率が高く、他方、非製造業企業は、「組織再編」、「正社員の採用」を挙げる企業の比率が高い。設備投資に比べて研究開発投資や IT 投資への影響を選択した企業がずっと少ないのはやや意外だが、選択肢の中で 2 つ以内で回答するという形式を採っているため、研究開発や IT 投資を行う企業が設備投資を行う企業に比べて少ないこと、設備投資の方が投資の絶対額が大きいことなどが理由として考えられる。

この設問に対する回答と制度・政策の不確実性に関する前述の回答をクロス集計した結果、不確実性が影響を与える事項として「正社員の採用」を挙げた企業は、これを選択しなかった企業と比較して、不確実性が非常に高い制度・政策として、「社会保障制度」、「労働市場制度」を挙げる割合が多かった(表 9 参照)。正社員の採用というかなり長期で不可逆性の高い意思決定に対して、これら制度の予測可能性が大きく影響する可能性を示している。

#### 4. 結論

近年、経済的な不確実性、特に政策の不確実性が経済に及ぼす影響についての研究が活発に行われている。しかし、具体的にいかなる制度・政策の不確実性の影響が大きいのかは、これまでのところ全く未解明である。こうした状況を踏まえ、本稿は、日本の上場企業を対象としたサーベイに基づき、経済制度・政策の不確実性に関する新たな観察事実を提示した。

「成長戦略」の一つとして規制改革が頻繁に取り上げられる。しかし、具体的にいかなる規制改革が日本経済にとって重要なのかまで論じられるケースは多くない。本稿の結果によれば、事業の許認可制度といった個別産業規制よりも、社会保障制度、労働市場規制といった産業横断的な制度が企業経営に大きく影響する可能性が高い。

製造業と非製造業を比較すると、いくつかの点で顕著な違いがある。特に、製造業企業は通商政策の先行き不確実性の認識が高く、また、その経営への影響が大きい。グローバルな事業活動の重要度が高いことを反映している。

制度・政策の不確実性が影響する経営上の意思決定としては、設備投資が特に大きな影響を受け、次いで海外進出・撤退、従業員の採用(特に正社員の採用)に影響があると認識されている。これら長期の意思決定にとって、制度の予測可能性が重要なことを示す結

果と言える。

以上の結果は、企業の前向きな投資を活性化し、日本経済の成長力を引き上げるためには、制度・政策の予測可能性を高めることが望ましいことを示唆している。

なお、本稿の分析は、限られた数の上場企業のサンプルに基づくものである。非上場の中小企業では、経済制度・政策の不確実性とそれが経営に及ぼす影響が異なる可能性があることを留保しておきたい。また、調査事項は全ての制度・政策を網羅したものではなく、金融・財政政策を含むより広範な調査・分析は今後の課題としたい。さらに、各種不確実性が現実の企業行動（設備投資、雇用等）に及ぼした影響を事後的に検証することも今後の課題である。

(参照文献)

- Aisen, Ari and Francisco José Veiga (2013), “How Does Political Instability Affect Economic Growth?” *European Journal of Political Economy*, Vol. 29, pp. 151-167.
- Alesina, Alberto, Sule Ozler, Nouriel Roubini, and Phillip Swagel (1996), “Political Instability and Economic Growth,” *Journal of Economic Growth*, Vol. 1, No. 2, pp.189-211.
- Bachmann, Rudiger, Steffen Elstner, and Eric R.Sims (2013), “Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 5, No. 2, pp. 217-249.
- Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis (2013), “Measuring Economic Policy Uncertainty,” unpublished manuscript.
- Barro, Robert (1991), “Economic Growth in a Cross Section of Countries,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, pp. 407-443.
- Bernal-Verdugo, Lorenzo E., Davide Furceri, and Dominique Guillaume (2013), “The Dynamic Effect of Social and Political Instability on Output: The Role of Reforms,” IMF Working Paper, No.13-91.
- Bernanke, Ben S. (1983), “Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1, pp. 85-106
- Bialkowski, Jędrzej, Katrin Gottschalk, and Tomasz Piotr Wisniewski (2008), “Stock Market Volatility around National Elections,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, No. 9, pp.1941-1953.
- Bloom, Nick (2007), “Uncertainty and the Dynamics of R&D,” *American Economic Review*, Vol. 97, No. 2, pp. 250-255.
- Bloom, Nicholas (2009), “The Impact of Uncertainty Shocks,” *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, pp. 623-685.
- Bloom, Nicholas, Stephen Bond, and John Van Reenen (2007), “Uncertainty and Investment Dynamics,” *Review of Economic Studies*, Vol. 74, No. 2, pp. 391-415.
- Bontempi, Maria Elena, Roberto Golinelli, and Giuseppe Parigi (2010), “Why Demand Uncertainty Curbs Investment: Evidence from a Panel of Italian Manufacturing Firms,” *Journal of Macroeconomics*, Vol. 32, No. 1, pp. 218-238.
- Caggese, Andrea (2012), “Entrepreneurial Risk, Investment, and Innovation,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 106, No. 2, pp. 287-307.
- Carmignani, Fabrizio (2003), “Political Instability, Uncertainty and Economics,” *Journal of Economic Surveys*, Vol. 17, No. 1, pp. 1-54.
- Carruth, Alan, Andy Dickerson, and Andrew Henley (2000), “What Do We Know about Investment under Uncertainty?” *Journal of Economic Surveys*, Vol. 14, No. 2, pp. 119-153.

- Choi, Sangyup (2013), "Are the Effects of Bloom's Uncertainty Shocks Robust?" *Economics Letters*, Vol. 119, No. 2, pp. 216-220.
- Devereux, Michael B. and Jean-Francois Wen (1998), "Political Instability, Capital Taxation, and Growth," *European Economic Review*, Vol. 42, No. 9, pp. 1635-1651.
- Fatas, Antonio and Ilian Mihov (2013), "Policy Volatility, Institutions and Economic Growth," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 2, pp. 362-376.
- Ghosal, Vivek and Prakash Loungani (2000), "The Differential Impact of Uncertainty on Investment in Small and Large Businesses," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 2, pp. 338-343.
- Guiso, Luigi, Tullio Jappelli, and Daniele Terlizzese (1992), "Earnings Uncertainty and Precautionary Saving," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 30, No. 2, pp. 307-337.
- Guiso, Luigi and Giuseppe Parigi (1999), "Investment and Demand Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, pp. 185-227.
- IMF (2012), *World Economic Outlook*, October.
- Julio, Brandon and Youngsuk Yook (2012), "Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles," *Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, pp. 45-83.
- Leahy, John V. and Toni M. Whited (1996), "The Effect of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 28, No. 1, pp. 64-83.
- Leduc, Sylvain and Keith Sill (2013), "Expectations and Economic Fluctuations," *Review of Economics and Statistics*. forthcoming.
- Matsuura, Toshiyuki (2013), "Why Did Manufacturing Firms Increase the Number of Non-regular Workers in the 2000s? Does International Trade Matter?" RIETI Discussion Paper, 13-E-036.
- McDonald, Robert, and Daniel Siegel (1986), "The Value of Waiting to Invest," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, No. 4, pp. 707-727.
- Morikawa, Masayuki (2010), "Volatility, Nonstandard Employment, and Productivity: An Empirical Analysis Using Firm-Level Data," RIETI Discussion Paper, 10-E-025.
- 森川正之 (2012), 「東日本大震災の影響と経済成長政策：企業アンケート調査から」, RIETI Policy Discussion Paper, 12-P-010.
- Ono, Yukako and Daniel Sullivan (2013), "Manufacturing Plants' Use of Temporary Workers: An Analysis Using Census Microdata," *Industrial Relations*, Vol. 52, No. 2, pp. 419-443.
- Pindyck, Robert S. (1991), "Irreversibility, Uncertainty, and Investment," *Journal of Economic Literature*, Vol. 29, No. 3, pp. 1110-1148.

(図表)

表1 サンプルの産業分布、企業規模

産業	サンプル数	(%)
製造業	154	52.4
非製造業	140	
建設業	13	4.4
情報通信業	10	3.4
運輸業	11	3.7
卸売業	27	9.2
小売業	25	8.5
サービス業	17	5.8
その他	32	10.9
N.A.	5	1.7
計	294	
	平均値	中央値
常時従業者数	4481	900

表2 景況感 (%)

(1) 現在の景気(1年前比)	全産業	製造業	非製造業
良くなった	29.2	24.8	34.1
変わらない	55.0	52.9	57.3
悪くなった	15.8	22.2	8.7
(2) 1年後の景気			
	全産業	製造業	非製造業
良くなる	69.6	70.9	68.1
変わらない	29.1	27.2	31.2
悪くなる	1.4	1.9	0.7

表3 経済成長率・CPI上昇率の点予測 (%) 及び予測の不確実性

(1) 平均値	GDP成長率				CPI上昇率		
	全産業	製造業	非製造業		全産業	製造業	非製造業
今後1年	1.09	1.18	0.99	**	0.47	0.51	0.42
今後3年(年率)	1.05	1.15	0.95	**	0.93	1.03	0.82 **
(2) 不確実性(各企業の標準偏差の平均値)							
	GDP成長率				CPI上昇率		
	全産業	製造業	非製造業		全産業	製造業	非製造業
今後1年	0.62	0.68	0.57		0.48	0.49	0.46
今後3年(年率)	0.68	0.72	0.64		0.62	0.64	0.61

(注) \*, \*\*, \*\*\*は、それぞれ10%、5%、1%水準で製造業と非製造業に有意差があることを意味(以下同様)。



表4 売上高・販売価格変化の点予測（%）及び予測の不確実性

(1) 平均値								
	売上高				販売価格			
	全産業	製造業	非製造業		全産業	製造業	非製造業	
前年比	1.23	-1.38	4.09	***	-1.82	-2.78	-0.70	***
今後1年	4.86	4.39	5.38		-0.07	-0.47	0.40	
今後3年(年率)	5.96	6.26	5.61		0.06	-0.64	0.89	**
(2) 不確実性(各企業の標準偏差の平均値)								
	売上高				販売価格			
	全産業	製造業	非製造業		全産業	製造業	非製造業	
今後1年	3.20	3.58	2.76	***	2.05	2.31	1.72	*
今後3年(年率)	3.59	4.04	3.03	***	2.34	2.59	2.03	

表5 雇用変化率の点予測（%）及び予測の不確実性

(1) 平均値											
	総従業者数			正社員・正職員			その他の常時従業者				
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業		
前年比	1.23	-1.66	4.67	***	0.13	-0.92	1.31	2.64	-2.94	8.82	***
今後1年	1.45	0.37	2.66	**	0.81	0.20	1.47	0.92	0.27	1.65	
今後3年(年率)	0.92	-0.01	2.01	***	0.98	-0.09	2.17	* 2.03	1.31	2.85	
(2) 不確実性(各企業の標準偏差の平均値)											
	総従業者数			正社員・正職員			その他の常時従業者				
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業		
今後1年	1.88	1.72	2.06		1.76	1.72	2.06	2.16	2.41	1.88	
今後3年(年率)	2.05	1.80	2.36	*	1.99	1.80	2.36	2.43	2.56	2.27	

表6 経済環境の不確実性及びその経営への影響

(1) 非常に不透明・非常に影響									
		非常に不透明感がある			非常に影響がある				
		全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業		
1	世界経済の成長	42.4	48.0	36.2	**	36.3	53.6	17.3	***
2	為替レート	44.7	54.9	33.3	***	48.5	64.9	30.2	***
3	金利	15.2	15.7	14.6		23.0	23.4	22.5	
4	株価	22.1	26.8	16.8	**	18.4	18.2	18.7	
5	財政赤字	45.7	39.9	52.2	**	7.9	6.5	9.4	
6	電力・エネルギー価格	46.4	49.7	42.8		49.8	58.4	40.3	***
7	外交・通商関係	46.9	48.4	45.3		23.6	31.8	14.4	***
(2) 不確実性・経営への影響度指標									
		不確実性			経営への影響				
		全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業		
1	世界経済の成長	0.700	0.727	0.670	*	0.603	0.729	0.464	***
2	為替レート	0.708	0.765	0.645	***	0.676	0.802	0.536	***
3	金利	0.472	0.471	0.474		0.481	0.503	0.457	
4	株価	0.578	0.605	0.547	*	0.478	0.497	0.457	
5	財政赤字	0.666	0.624	0.713	**	0.324	0.308	0.342	
6	電力・エネルギー価格	0.711	0.722	0.699		0.708	0.779	0.629	***
7	外交・通商関係	0.719	0.729	0.708		0.483	0.584	0.371	***

(注) (2)は、「非常に不透明」=1, 「やや不透明」=0.5, 「あまり不透明感はない」=0として集計したもの。経営への影響については、「非常に影響」、「やや影響」、「あま

り影響がない」を同様に指標化。

表7 制度・政策の不確実性及びその経営への影響

(1) 非常に不透明・非常に影響								
		非常に不透明感がある			非常に影響がある			
		全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	
1	税制	13.5	14.4	12.6	47.1	50.0	43.7	
2	社会保障制度	39.1	36.0	42.7	19.7	19.5	20.0	
3	事業の許認可制度	7.6	5.2	10.3	15.5	13.6	17.7	
4	労働市場制度	11.1	9.2	13.2	23.5	22.1	25.0	
5	環境規制	15.2	17.7	12.5	27.6	35.1	19.1	***
6	土地利用・建築規制	4.9	2.6	7.4	10.7	5.9	16.2	***
7	消費者保護制度	5.9	3.3	8.9	9.7	3.3	16.9	***
8	会社法制	9.7	7.2	12.5	22.6	22.9	22.2	
9	通商政策	50.4	56.6	43.4	30.2	41.2	17.8	***

  

(2) 不確実性・経営への影響度指標								
		不確実性			経営への影響			
		全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	
1	税制	0.512	0.536	0.485	0.704	0.721	0.685	*
2	社会保障制度	0.666	0.657	0.676	0.462	0.474	0.448	
3	事業の許認可制度	0.367	0.359	0.375	0.348	0.344	0.353	
4	労働市場制度	0.472	0.454	0.493	0.524	0.516	0.533	
5	環境規制	0.446	0.461	0.430	0.514	0.588	0.430	***
6	土地利用・建築規制	0.304	0.289	0.320	0.324	0.284	0.368	**
7	消費者保護制度	0.311	0.301	0.322	0.310	0.244	0.386	***
8	会社法制	0.391	0.388	0.393	0.524	0.516	0.533	
9	通商政策	0.731	0.776	0.680	0.550	0.647	0.441	***

表8 制度・政策の不確実性の影響が大きい経営判断

		全産業	製造業	非製造業	
1	設備投資	65.9%	71.7%	59.3%	**
2	R&D投資	14.6%	21.7%	6.7%	***
3	IT投資	4.5%	2.0%	7.4%	**
4	広告宣伝	3.5%	1.3%	5.9%	**
5	海外進出・撤退	47.0%	59.2%	33.3%	***
6	組織再編(M&A等)	24.0%	16.4%	32.6%	***
7	正社員の採用	27.5%	19.1%	37.0%	***
8	非正社員の採用	11.8%	8.6%	15.6%	*

表9 社会保障制度・労働市場制度の不確実性と採用への影響

「非常に不透明感がある」制度・政策	正社員の採用	非正社員の採用
社会保障制度	51.3%	41.2%
同・非選択	33.8%	38.4%
労働市場制度	20.5%	20.6%
同・非選択	7.8%	10.0%