

経済研究

第34巻 第4号

Oct. 1983

Vol. 34 No. 4

多国籍企業在外子会社の資金調達

佐藤 定幸

多国籍企業の生成と発展の理論的基礎は、いわゆる「資本過剰論」をもってしては説明されえないという筆者の主張にたいして、かねてから「新しい資本過剰論」をかかげて批判を加えていた宮崎義一教授は、その近著、『現代資本主義と多国籍企業』¹⁾において再び筆者の見解をとり上げ、再批判を行っている。宮崎氏の再批判にたいする筆者の反論は、別の場所²⁾に発表済みであるので、それを参照していただきたい。本論文の目的は、その反論では論争論文という形式上充分には触れることのできなかつた「多国籍企業在外子会社の資金調達」の実態を明らかにし、事実の上からも宮崎説が支持されえないことを明らかにしようとするところにある。

(1) MNEの資金調達と対外直接投資

多国籍企業は在外活動の展開に際して、その必要とする資金をいかに調達しているのだろうか。また、そのような資金調達は、アメリカからの資本流出を意味する対外直接投資とどのように関連

しているのだろうか。この問題に立ち入る前に、多国籍企業と在外子会社の間の資金の流れについての基礎的理解が必要である。このような基礎的理解をすすめる上で、ブルークとルマースによるつぎの仮設例は、簡にして要をえた説明といえよう。

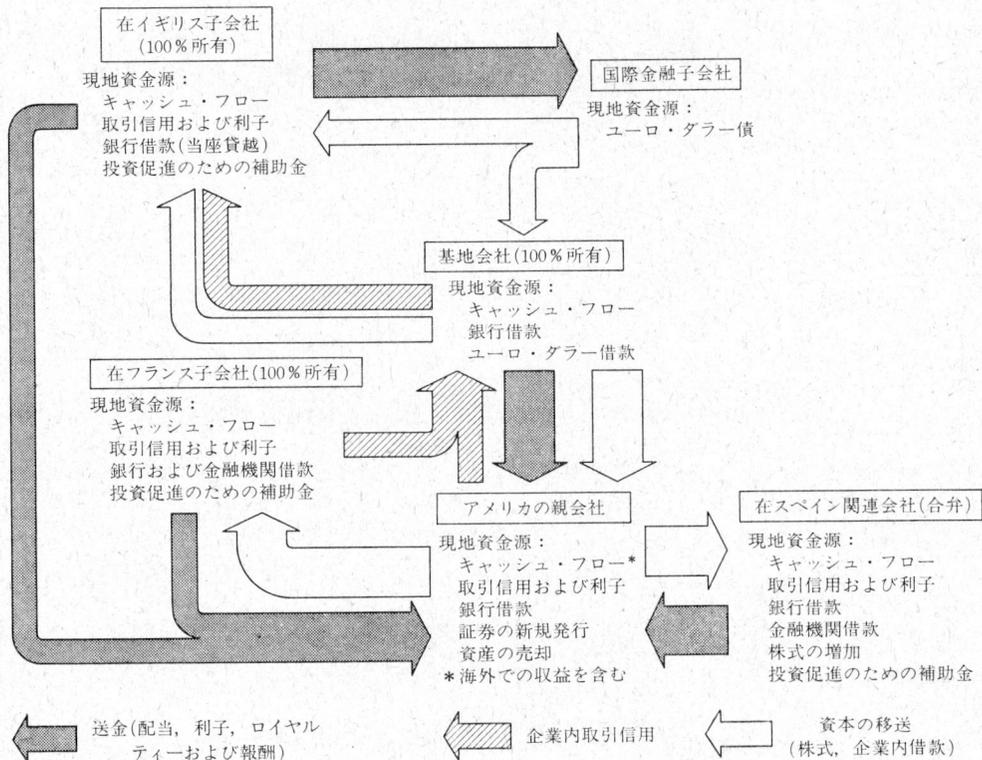
かれらによると、多国籍企業グループ(多国籍企業本社といくつかの在外子会社)内で資金を移送する方法は多々あるが、そのうちでも主要なそれは、つぎの4つである。すなわち、(1) 利子、ローヤルティー、管理および各種技術的サービスへの報酬にたいする支出、(2) 税引後の支払、すなわち配当、(3) 株式資本の引受けや、取引信用を含む企業内貸付の返済期間の猶予と返済といった形での資金の移送、(4) 同一企業内での物資・サービスの移送にあたってその価格をより高く、ないしはより低く恣意的に設定することを含むトランスファー・プライス機構³⁾。第1図は、アメリカに本社を置き、イギリスとフランスにそれぞれ100%所有の子会社をもつほか、別に100%所

1) 宮崎義一『現代資本主義と多国籍企業』岩波書店、1982年。

2) 佐藤定幸「多国籍企業論の課題は何か——宮崎義一教授の再批判に応える——」『世界経済評論』1983年3月号。

3) Michael Z. Brooke and H. Ree Remmers, *The Strategy of Multinational Enterprise Organization and Finance*, London, 1970, p. 153(海保正喜子訳『多国籍企業の戦略』産業能率短大出版部、1975年, p. 221)。

第1図 多国籍企業内部の資金の流れ



(出所) Michael Z. Brooke and H. Ree Remmers, *The Strategy of Multinational Enterprise: Organization and Finance*, London, 1970, p. 152 (海保正喜子訳『多国籍企業の戦略』産業能率短大出版部, 1975, p. 232)。

有の基地会社(base company), この企業グループのために国際資本市場で資金調達を行うことを主任務とする国際金融子会社, およびスペインに合併企業の関連会社をもつ, 架空のアメリカ多国籍企業における資金の流れを図示したものである⁴⁾。資本金は親会社から子会社へ, また配当その他の送金は逆に子会社から親会社へ送られるが, 基地会社を媒介にして行われる企業内取引をつうじて, 資金(および利潤)をこの基地会社に蓄積することができる。基地会社との取引にさいして, 信用条件や価格をいろいろ変動させることによってそれが可能となる。こうして, たとえば在フランス子会社から基地会社をへて在イギリス子会社に資金と利潤が移送されることを, 同図は示している。このほか, 国際金融子会社は国際資本市場で長期社債を発行して同グループのための資金調

達を行っている。このような形での国際的な社債発行は比較的最近のことであり, 「1965年以來, アメリカ多国籍企業のかかなり多くが, かれらの海外活動を賄う資金をこの国際社債市場に求めている⁵⁾」。この点については, 後に実際の数字をあげて検討を加えるであろう。以上は多国籍企業本社と在外子会社との間の, また在外子会社同士との間の資金の流れについての仮設例であり, 現実がもっと複雑かつ難解であることは言うまでもないが, ここでのわれわれの議論にとっては以上で充分だろう。

他方, 多国籍企業における国際資金調達を論ずるに当たって対外投資統計を用いる際には, 対外投資統計はその性格上, 多国籍企業の国際的資金調達のすべてを当然のことながら網羅していないことに留意せねばならない。すなわち, 多くの国の

4) *ibid.*, p. 152(同上, p. 222)。

5) *ibid.*, p. 208(同上, p. 294)。

対外投資統計は国際収支統計に依拠して作成されているが、国際収支統計にあらわれた対外投資は、多国籍企業の対外投資のすべてを含んでいるわけではない⁶⁾。日本を含む多くの国の対外投資統計には利潤の再投資が含まれていないのは、その最たるものである。アメリカの統計に関していえば、利潤の再投資を含んでいるのを始め(1978年6月以降、利潤の再投資分が対外投資統計に含められるようになった)、世界諸国の対外投資統計のなかでも質量ともに最高に位することは間違いないが、それでも上述の制約条件を伴っていることを忘れてはならない。

対外投資統計における直接投資残高の増減は、少なくともアメリカにおいては、つぎの3つの原因によって生ずる。(1) 本国からの送金にもとづく資本流出、(2) 利潤の再投資、および(3) 資産評価による調整。(1)の本国からの送金は、とくに説明を加える必要もない程自明だろう。(2)の利潤の再投資は、在外アメリカ企業が獲得した利潤を本国に送金せず、企業の買収ないしその在外子会社の株式資本の増大に投じた場合はもちろんこれに含まれる。しかし、そればかりではない。たとえば、アメリカ資本が30%参加している在フランス企業が、その利潤を社外に配当として流出させず、それを再投資にまわすならば、その額の30%だけ、アメリカ対外直接投資残高に加算される。(3)の資産評価にもとづく調整は、対外直接投資残高が簿価で計算される以上、その簿価に変更があった場合、なんらかの調整が必要なことは全く技術的な問題として理解できよう。1970年についていえば、同年の対外直接投資残高は70億7400万ドル増加したが、このうち(1)の項目、つまり本国からの送金分は44億0300万ドル、(2)

6) OECD, *International Investment and Multinational Enterprises: Recent International Direct Investment Trends*, Paris, 1981 は、この点についてつぎのように述べている。「国際直接投資にかんする公表データ・ソースの範囲、比較可能性および信頼性について、警告を発しておく必要がある。国際収支ソースは、入手可能なデータのうちでは最も首尾一貫してはいるが、不完全である」。そして、「直接投資統計の質、量および比較可能性改善をめざした作業が、OECDで行われている」と云っていた(p. 4)。

第1表 アメリカ資本系多国籍企業在外子会社の資金流
通推計(1966~70年合計) (単位: 10億ドル)

	金額			比率(%)		
	全産業	全製造工業	その他	全産業	全製造工業	その他
資金源泉						
減価償却、減耗その他	26.0	13.9	12.1	20	26	16
子会社の税引後所得(純)	42.1	14.8	27.3	32	27	36
子会社の米国外からの借入れ(純)	34.1	18.7	15.4	26	35	20
親会社から子会社への送金	21.3	6.5	14.4	16	12	20
未分類	6.2	0	6.2	6	0	8
合計	129.7	53.9	75.8	100	100	100
資金使途						
新工場設備投資	51.2	24.8	26.4	39	46	35
配当および支店利潤の親会社への送金	21.3	6.1	15.2	16	11	20
非固定資産の増加	57.2	23.0	34.2	44	43	45
合計	129.7	53.9	75.8	100	100	100

[出所] *Implications of Multinational Firms for World Trade and Investment and for U. S. Trade and Labor*, Committee on Finance, U. S. Senate, 1973, p. 420.

の項目、つまり利潤の再投資分は28億8500万ドル、のそれぞれ増加であり、逆に(3)の項目、つまり資産評価による調整は2億1400万ドル減であった。

これからみると、対外直接投資残高増大のかなりの部分が(1)の項目、すなわち、本国からの送金によるものであった。しかし、注意しなければならないのは、以上はあくまでも対外直接投資残高変動への貢献についてであって、多国籍企業の資金調達そのもののなかで本国送金の意義が高かったことを意味するものではない。第1表はアメリカ多国籍企業の在外子会社の資金源泉および使途にかんする統計である。これによると1966年から70年までの5年間の累計で、これら在外子会社はその使用した資金の16%しか本国からの送金に依存していない(製造工業の場合には12%)。それはこれら在外子会社の税引後利潤(32%)、減価償却(20%)はもとより、アメリカ以外の国からの借入れの26%をも大きく下回っていた。要するに、在外子会社の側からみれば、本国からの送金はその活動の拡大にとってそれほど大きな意味をもっていなかったのである。

多国籍企業在外子会社の資金調達にさいして、

当該 MNE 本社財務担当者が考慮すべき事情に、オフショア業務の資金調達のうち、出資金は最も税コストの高い方法であるので、これを可及的少額に抑えねばならぬということがあることも、つけ加えておく必要があろう。親会社は出資金を出すことによって、その余裕資金の金利収入を放棄するか、ないしは出資金調達のための借入れ金に金利費用を負担することになるからである。出資に対応して配当金を受け取るが、殆どの国が配当金には源泉課税を課しているのので、まず外国政府にたいして税金を支払わねばならない。ついで、配当金の受け取りはアメリカの課税対象となり、アメリカでも税金を払わねばならない。ところが、在外子会社の側からみても、親会社への配当金支払は当然のことながら所得控除を受けられない。多くの国で最少資本金の規制があるので、出資を全く行わないわけにはゆかないが、出資金はなるべく少ない方が税務的には有利ということになる。

これにたいして、親会社からの貸付は、出資金のような問題を伴わない。海外の子会社など関係会社に法制上最少限の出資を行い、借入金に市場金利を支払うほど収益が十分にえられない場合、親会社は6%ないし8%の金利で関係会社に貸付を行ってもよいことになっている。在外関係会社への直接貸付にたいする利息収入は、アメリカの連結税務申告上の外国源泉所得であるから、超過外国税額控除がある場合には、アメリカの親会社にとっては課税対象とはならない。しかも、ほとんどの場合、金利費用は外国関係会社にとって税務上所得控除の対象となる。したがって、本国から資金を送る必要がある場合には、出資金としてではなく貸付金として送られることの方が多い。1981年についていえば、同年の対外直接投資残高1459億9000万ドルのうち、株式は439億8300万ドルで総額の30.1%にすぎず、利益剰余金の636億9900万ドル(43.6%)にはるかに及んでいない。対外直接投資残高のうち、会社間勘定(親会社の受取債権)は181億2200万ドル(12.4%)であった(他に非法人による投資201億8500万ドルがあった)⁷⁾。対外直接投資のうち、株式への投資は現在

でも明らかに低いことをそれは示している。

(2) アメリカ MNE の在外資金調達

さて、アメリカの多国籍企業は、実際にはどのような資金調達活動を行っているであろうか。アメリカ多国籍企業の在外活動にかんする資金調達について、先駆的な調査活動を行ったグループに、J・ボーク、I・W・マイスター、およびL・A・ヴァイトウのグループがある。かれらは、アメリカの多国籍企業100社へのインタビューをつうじて、これらの企業が在外資金の調達にあたって母国通貨と外国通貨との間に明確な差別をつけていることを確認した上で、つぎのように述べていた。「対外投資のための資金源泉を論ずるに当たって、これら企業は、海外にあるものであれ国内にあるものであれ、当該企業所有の資金を用いるか、ないしは外部からの借り入れ金を用いるか、という形では殆ど考えていない。むしろ、大抵の企業は、アメリカの資本を用いるか、ないしはかれらの在外企業が海外で作り出した資金を用いるか、という形で考えている。後者のカテゴリーの資金には、収益に加えて、かれらの在外子会社が親会社の保証なしに進出国でかれら独自の立場で借り入れ可能な短期および長期貸付が含まれる。親会社は、高水準の現金準備を擁している企業も含めて、提起された投資をするか否かを決める際には、現地で生み出された資金の有無が大きな役割を果たしている、ことを一貫して指摘していた。現地資金調達を重視するこうした企業の態度は、高率の国内流動性を擁する企業は資本にたいしより高い収益をあげるためその在外活動に“遊休”在米資金を利用したがつている、という一部理論家たちがしばしば公然と主張している確信とは正面衝突する。高水準の手許現金を擁している親会社が、その在外事業計画の資金調達のためにアメリカ金融市場で借り入れる可能性の少ないことは確かだが、殆ど例外なしに、高水準の流動性を擁している企業は、在米資金の海外送金の必要性の判定に

7) U. S. Direct Investment Abroad, 1977, U. S. Department of Commerce, 1981, Table I. W 13. より。

当っては、正に流動性の低い企業にほかならない⁸⁾。同時に、「政治的ないしは経済的に不安定な地域」では、これら多国籍企業は、親会社の流動性いかにかわらず、また、海外の現地資金コストのいかにかわらず、現地で借り入れた資金を用いたがる、ことも指摘されている⁹⁾。

ところで、多国籍企業の在外活動にともなう資金調達にかんする統計資料となると、上述の仮設例や、部分的ないし一時的な調査結果を別とすれば、われわれは従来満足すべき資料をもっていなかった。そうしたなかでは、マーチン・ギルマンのOECD8カ国(西欧7カ国およびカナダ)の製造工業にたいするアメリカ多国籍企業の投資の資金源を明らかにした作業¹⁰⁾など高く評価さるべきであろう。だが、1981年にU. S. Dept. of Commerce, *U. S. Direct Investment Abroad, 1977* が発表された現在では、われわれはアメリカ多国籍企業の在外資金調達について、かなり包括的統計資料をもっているといつてよい。これにたいして、アメリカ以外の多国籍企業については未だに必要な資料に恵まれていない。それでも、1976年に発表されたU. S. Dept. of Commerce, *Foreign Direct Investment in the United States, Volume 5, Appendix H. "Processes, Mechanisms and Methods of Financing Foreign Direct Investment in the United States"*をつうじて、諸外国の対米直接投資の資金調達については、部分的ながら一応の資料をうるに至った。ここでは、これら2つの原資料に依拠しつつ、海外の諸研究で補足しながら、多国籍企業の資金調達の現状を確認しつつ、いわゆる「新しい資本過剰論」がいかに現実と乖離しているかを明らかにしよう。

U. S. Direct Investment Abroad, 1977 は、1977

8) Judd Polk, Irene W. Meister and Lawrence A. Veit, *U. S. Production Abroad and the Balance of Payments*, National Industrial Conference Board, 1966, pp. 78-79.

9) *ibid.*

10) Martin G. Gilman, *The Financing of Foreign Direct Investment: A Study of the Determinants of Capital Flows in Multinational Enterprises*, Frances Pinter (Publisher) Ltd., London, 1981.

年現在外国企業の持分資本(equity capital)の10%以上を直接または間接に保有するすべてのアメリカ人(親会社)とその在外子会社について行われた調査結果だが、総資産、売上高、純利益のいずれか50万ドル以下の子会社は報告を免除されている。調査対象は親会社3,540社と在外子会社24,666社であり、11,123の在外子会社が報告を免除されたが、総資産では母集団の98.6%、純利益では99.9%が含まれているので、事実上、全多国籍企業の全在外子会社が網羅されているとみてよいだろう(1966年に行われた調査結果, *U. S. Direct Investment Abroad, 1966*, U. S. Dept. of Commerce, にくらべて調査対象も広く、調査内容もより包括的である。両調査報告を直接比較することには少なからぬ問題が残るが、一定の留保条件つきでなら両者の比較は可能だろう)¹¹⁾。

第2表 非銀行親会社の非銀行過半数所有在外子会社の資金運用(1977年)
(単位: 100万ドル)

	期 末	期中増減額	同百分比 (%)
(借 方)			
総 額	352,357	38,588	(100.0)
流 動 資 産	197,675	23,691	61.4
現金項目	18,593	2,528	6.6
受取債権	100,261	12,321	31.9
棚卸資産	58,707	5,726	14.8
その他	20,114	3,116	8.1
非流動資産	154,682	14,898	38.6
有形固定資産	104,524	9,508	24.6
その在外子会社への株式投資	20,592	2,614	6.8
その他	29,566	2,775	7.2
(貸 方)			
総 額	352,357	38,588	(100.0)
負 債	214,956	24,563	63.7
流 動 負 債	142,026	16,663	43.2
買掛金および支払手形	66,393	7,879	20.4
その他	75,633	8,783	22.8
非流動負債	72,930	7,901	20.5
長期債務	46,345	3,859	10.0
その他	26,585	4,042	10.5
所有者持分	137,401	14,025	36.3
法人子会社	117,906	10,602	27.5
株 式	48,033	4,785	12.4
利益剰余金	69,873	5,817	15.1
非法人子会社	19,495	3,423	8.9

[出所] *U. S. Direct Investment Abroad, 1977*, U. S. Department of Commerce, 1981, Table III, III-A-3, 4, 25, 26.

11) アメリカ対外直接投資にかんする1977年センサスの、1966年センサスとの対比を含む資料紹介が、

第2表は、アメリカの非銀行親会社の非銀行過半数所有在外子会社(Majority-Owned Nonbank Affiliates of Nonbank U. S. Parents)の1977年における資金運用実績を示している。同表が示しているように、これら過半数所有子会社(MOFA)は1977年中にその資産を385億8800万ドル増加させたが、このうち固定資産(純増)が95億0800万ドル(24.6%)、子会社への投資が26億1400万ドル(6.8%)、さらにその他が27億7500万ドル(7.2%)、合計して38.6%が非流動資産の増加によって占められていた。これにたいし、流動資産の増加分は、236億9100万ドル(61.4%)であった。流動資産増加の最大部分は受取勘定の123億2100万ドル(31.9%)であり、棚卸資産の57億2600万ドル(14.8%)、その他の31億1600万ドル(8.1%)、さらに現金の25億2800万ドル(6.6%)を大きく上回っていた。他方、貸借対照表の貸方でみると、総額の63.7%は負債の増加によって賄われており、自己資本の増加分は140億2500万ドル(36.3%)に過ぎなかった。しかも、このうち、株式発行によるものは47億8500万ドル(12.4%)に過ぎず、利益剰余金が58億1700万ドル(15.1

%)を占めていた。

同じく MOFA のうち、銀行親会社の在外子会社および非銀行親会社の銀行子会社を除く部分について、子会社自身の利益留保およびその他固定負債を除いた外部資金調達(資金調達源泉を明らかにしたのが第3表である。この表は、在外子会社の外部資金調達の大部分が負債金融によって占められており(短期負債が54.8%、長期債務が18.1%、合計で72.9%)、株式発行または親会社の持分投資は26.4%にとどまったことを示している。もちろん、ここにいう在外関連子会社からの資金は、当該多国籍企業にとっては内部金融に属するので、これを考慮に入れると全体の32.8%が多国籍企業内部で調達されているということになる。この場合でも、短期債務、長期債務においては在外子会社の比率がきわめて高く、逆に株式発行においては親会社の引受けが圧倒的であることがわかる。

(3) アメリカ以外の MNE の資金調達

他方、アメリカ以外の多国籍企業はいかにその必要資金を調達しているだろうか。前述のように、この点についてわれわれが持ち合わせている資料

第3表 非銀行親会社の非銀行過半数所有在外子会社の
対外財務ポジションの構成(期末, 1977年
(単位: 100万ドル)

	アメリカの親会社	非関連のアメリカ人	在外関連の連会社	非関連の外国人	合計
外部資金	80,128	8,750	38,106	128,915	255,899
流動負債および長期債務	25,875	8,678	27,741	126,077	188,371
流動負債	17,480	3,696	19,410	101,441	142,026
銀行	0	1,598	7	20,655	22,261
その他	17,480	2,097	19,402	80,785	119,765
長期債務	8,395	4,982	8,331	24,636	46,345
銀行	0	—	—	12,902	16,330
その他	8,395	—	—	11,734	30,014
株式ないしは所有者持分	54,252	73	10,366	2,838	67,528
受取債権および投資	11,267	1,603	27,390	79,749	120,010
流動受取債権	7,221	1,190	21,017	70,833	100,261
非流動受取債権および投資	4,046	413	6,373	8,916	19,749

〔出所〕 U. S. Direct Investment Abroad, 1977, op. cit., Table III-B1 より。

奥村茂次氏によって行われている。奥村茂次「アメリカ系多国籍企業の現況——1977年センサスの分析——」大阪市立大学経済研究所『季刊経済研究』第5巻第1号, 1982年6月。

第4表 対米投資の資金源泉

	件数	金額 (100万ドル)
アメリカ国内		
自社内調達	15	92
商業銀行の貸出	22	298
社債	12	137
株式	5	131
小計	54	658
ユーロ・ダラー		
商業銀行の貸出	7	178
社債	2	76
株式	1	28
小計	10	282
外国		
自社内調達	32	677
商業銀行の貸出	8	289
社債	5	130
株式	6	113
小計	51	1,209
合計	115	2,149

〔出所〕 FDIUS, Vol. 5, H-45.

第5表 イギリスにおける外資系子会社115社の貸借対照表およびその他特定財務資料
(収益率および配当性向以外は、各財務比率の平均値)

年	イギリス国内にある 115の外国系子会社		イギリス国内にある90の アメリカ資本系子会社 ^{a)}		イギリス国内にある25の ヨーロッパ資本系子会社	
	1959年	1967年	1959年	1967年	1959年	1967年
資産総額(100万ポンド)	757	1797	559	1311	198	486
〔資産〕						
純固定資産	32.5%	35.4%	32.6%	34.9%	31.8%	37.4%
流動資産	67.5	64.6	67.4	65.1	68.2	62.6
(そのうち現金)	(10.7)	(4.4)	(10.9)	(4.5)	(9.3)	(4.2)
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
〔資本および負債〕						
普通株	21.6%	19.6%	19.2%	18.1%	31.2%	24.8%
優先株	0.9	0.6	1.1	0.8	2.3	0.1
準備金	27.2	27.1	28.5	29.9	22.5	16.9
所有者の持分	49.7	47.3	48.8	48.8	54.0	41.8
長期負債	2.2	6.4	2.0	6.1	3.2	7.6
銀行信用	3.6	11.7	3.9	12.2	2.3	10.0
企業内負債	15.3	10.5	14.6	7.2	18.2	22.5
その他の負債	29.2	24.1	30.7	25.7	22.3	18.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
期 間	1960~67年		1960~67年		1960~67年	
収益率(税引後の純利益の資 産総額にたいする百分比であ らわした中位値)	6.6%		7.8%		3.1%	
配当性向(税引後の純利益に たいする百分比であらわした 中位値)	48%		51%		45%	

〔注〕 a) アメリカ資本系子会社のサンプルは1967年末現在の帳簿価格で計算された。アメリカの全対イギリス製造工業投資の約45%にあたる。Survey of Current Business, October 1969, p. 28 に発表された38億7700万ドルという帳簿価格に基づく計算。

〔出所〕 Michael Z. Brooke and H. Lee Remmers, *The Strategy of Multinational Enterprise: Organization and Finance*, London, 1970, p. 309(邦訳, p. 433)。

は極めて限られている。しかし、最近急速に増大しつつあるこれらアメリカ以外の多国籍企業の対米投資については、部分的な調査ではあるが、アメリカ商務省によって調査結果が公表されているので、そこからの類推である程度真相に近づくことができるものと思われる。

ブーズ、アレン・アンド・ハミルトン会社がアメリカ商務省に提出した報告書、「外国の対米直接投資の資金調達の過程、機構および方法」が前述の『アメリカ合衆国への外国直接投資』(FDIUS), 第5巻に収録されている¹²⁾。同報告によれば、

12) Booz, Allen & Hamilton Inc., "Process, Mechanisms, and Methods of Financing Foreign Direct Investment in the United States," in *Foreign Direct Investment in the United States*, U. S. Department of Commerce, Volume 5: Appendix H., 1976.

1975年までの戦後30年間に行われた外国企業の対米投資69件のうち、新規設立が26%、資産取得が59%と合計85%を占め、合弁形態での投資は15%に過ぎなかった。

第4表が示しているように、1975年までの115件(投資金額で21億4900万ドル)の対米直接投資については合計7億6900万ドル(全体の36%)が自社内で調達されている。これには、それぞれの親会社のみならず在米子会社およびその他諸国における在外子会社からの送金が含まれている。これとほぼ同額の7億6500万ドル(同じく36%)が、アメリカ国内および諸外国の商業銀行から調達されている。3億4300万ドル(同16%)が社債発行により、また2億7200万ドル(12%)が株式発行により調達されている。対米投資の主要源泉は明らかに、当該企業の自社内調達と商業銀行貸出で

あり、社債および株式はそれほど重要な役割を演じていない。事実、同表に計上されている社債発行調達分3億4300万ドルのうち53%は、企業誘致のため地方自治体が一括引受けた私募債(industrial revenue bonds)によって占められていた。他の社債もすべて私募債であり、当調査期間中には公募債は全然なかった¹³⁾。

外国企業による対米直接投資の資金源泉は、世界の金融市場をはじめ多くの具体的条件により急激な変化を免れ難いとしながらも、同報告はこれら資金源泉の変化の見直しについてつぎのような予測を下していた。

私募債……アメリカの投資銀行が外国顧客を引きつけるべく活動を強化していることとならんで、SEC(証券取引委員会)のディスクロージャー要件がないので、外国投資家の間で人気が高まっている。

産業誘致目的の地方債(industrial revenue bonds)……資金調達源泉として今後もしばしば用いられるだろう。だが1回の発行額は500万ドルに限られているので、その調達総額は恐らく比較的少額に止まるだろう。

商業銀行……外国銀行の在米関連会社を含むこれらアメリカ商業銀行は、その直接投資調達のために外国投資家にますますタム・ローンを与えるだろうし、外国企業の既存の子会社に短期貸出をつづけるだろう。今後新たにアメリカで企業取得を行う際には、親会社に代って行動することになるだろう。

内部現金……バランス・シートからの現金の利用は予測するのも危険だが、金融仲介業者たちは、こうした資金は直接親会社からよりは、ますます外国投資家の現存在米子会社から調達されるだろう、と見ている。

公募債と株式の市場……これら両市場の利用は前述の販売可能性問題のため、限られたものに止まるだろう¹⁴⁾。

こうした予測が正しかったならば、外国企業が対米投資のために直接本国から資金を持ち込むと

いう形態はますます少なくなり、同じく自社内調達に依存するにしても在米子会社の留保利潤の再投資という形をとることがますます多くなる、とみてよいだろう。多国籍企業が現地で借入れその他によって資金を調達するほか、ますます多く在外子会社からの資金調達(主として留保利潤の再投資という形をつうじて)に依存するようになっていくことは、アメリカ多国籍企業についてもヨーロッパその他の多国籍企業においても、殆ど変わりはない。

アメリカ以外の地域における多国籍企業の在外子会社の資金活動について包括的資料がえられないことは前述のとおりだが、ブルークとルマースが行った1960年~67年のイギリスにおける外国系子会社の資金調達にかんする調査(第5表および第6表)は、部分的な資料ではあるが極めて興味ぶかい内容をもっており、この問題の検討にさいして重要な補助資料と見なすことができる。

かれらの調査は、イギリス国内にある115の外資系子会社にかんする1959年から67年までの調査であり、自動車会社以外の製造工業会社のみをその調査対象としていた(したがって、石油産業や一次金属関係の外資系子会社は含まれていない)。これら115の外資系子会社のうち、103社が

第6表 資金の源泉とその用途(在イギリス外資系子会社とイギリス製造工業企業との比較)

	イギリスにおける外資系子会社115社 1960~67年の合計		イギリス製造工業上場会社 1960~67年の合計	
	100 万ポンド	%	100 万ポンド	%
〔資金の源泉〕				
事業活動からのキャッシュ・フロー	1,079.2	68.2	12,019.0	69.4
以下の項目の増加分				
銀行信用	156.0	9.9	1,038.0	6.0
長期負債	101.8	6.4	1,967.0	11.4
企業内負債	144.0	9.1	n. a.	n. a.
発行済み株式	78.8	5.1	2,193.0	12.7
流動資産の減少	20.7	1.3	90.0	0.5
資金源泉の合計	1,580.5	100.0	17,307.0	100.0
〔資金の用途〕				
固定資産	822.6	52.0	10,910.0	63.0
純運転資金	402.4	25.6	2,869.0	16.6
配 当	355.5	22.4	3,528.0	20.4
資金用途の合計	1,580.5	100.0	17,307.0	100.0

13) *ibid.*, H-46.

14) *ibid.*, H-60-61.

〔出所〕 Michael Z. Brooke and H. Lee Remmers, *op. cit.*, p. 312(邦訳, p. 437).

外資による完全所有子会社(ただし役員用持株をのぞく)であった。また、89社がアメリカ資本系であり、残りの25社がヨーロッパ資本系子会社であった(オランダ系4社、スイス系9社、スウェーデン系5社、フランス系5社、ベルギー系1社、イタリア系1社)。第5表は、これら115社の貸借対照表と若干の財務データを表示したもののだが、他方、第6表は1960~67年の期間におけるこれら外資系子会社における資金源泉とその用途にかんするものである。とくに後者においては、イギリスの製造工業企業(上場会社)との対比が行われているので、イギリスにおけるこれら外資系子会社の特徴を知ることができよう。この2つの表について、多くの説明を加える必要はないだろう。

(4) MNE と外国為替リスク

多国籍企業が対外直接投資を行うさい、本国よりの本国通貨の持ち出しを好まず、むしろ海外市場における外貨資金調達を選好する傾向のあることは、ロビンスとストーボーも指摘しているところである。かれらはこう云っている。「このパターンを支持する証拠は充分にある。というのは、実際に、大抵の在外子会社が事業を開始した時には控え目な資金しかもっていないからである。最初の孵化培養期のあとは、留保利潤と減価償却積立金が主要資金源となるが、これらの資金が現地借り入れとあいまって、本社からの新規資金の必要性を比較的僅かなものにしていく」¹⁵⁾。

同じく多国籍企業がその対外投資資金の調達にさいして外国通貨を選好する傾向があることを確認した上で、キンドルバーガーもこの傾向を「外国為替レート錯覚」(exchange rate illusion)と呼んでいる。かれによれば、1国的にも国際的にも、貨幣はそれぞれ測った富や所得がそれぞれ本当の富なり所得なりと等しいという「錯覚」を妥当化するような安定状態下ではじめて機能する。貨幣の錯覚(money illusion)は不合理性の証拠ではな

く、むしろそのような錯覚の欠如こそ貨幣の病理を示す徴候である。この結果、在外活動を行う国内企業は、通常の場合には、母国外のすべての通貨を危険にさらされているものと見なしながら、母国通貨についてはそうとは見なさない、ことになる¹⁶⁾。

キンドルバーガーは、対外投資を行っている企業を、(1) 海外活動を行う国内企業、(2) 多国籍企業、(3) 国際企業、の3つに分類する。第1のタイプの海外活動を行う国内企業は、対外投資をその本国における同社の主要関心事にとって、単なる偶然とみなしている。第2のタイプの多国籍企業は、全世界到るところそれが所在する国の善良な市民として振舞うよう努力している。これにたいして、第3のタイプの国際企業は、本国のそれであれ受入れ国のそれであれ、国籍にかかわらずなく、全世界的に所得と富を極大化しようと努力している。これら3つのタイプの企業は、種々の問題について相異なる行動をとっているが、話を為替リスクに限っていうと、第1のタイプの海外活動を行う国内企業は、本国以外の一切の外国通貨はリスクにさらされているが、本国のそれはそうではないと見なししている。第2のタイプの多国籍企業は、それが投資している国の通貨を売り越すことを善良な市民たることに違反するものと見なししている。他方、第3のタイプの国際企業は、その富の効果的極大化のためには、本国のそれも含めていかなる国の通貨をも買い越さないし売り越す必要があることを認識している。「この分類によると、海外活動を行う国内企業と多国籍企業は、通貨イリュージョンないし為替イリュージョン(money or exchange illusion)をもっている。国際企業だけがそれらをもっていない」¹⁷⁾。キンドルバーガーは、スチーブン・ハイマーの名前をあげた上で、ハイマーが指摘したように、すべての企業は上記の分類法によれば、多国籍企業

15) S. M. Robbins and R. B. Stobaugh, *Money in the Multinational Enterprise*, New York, Basic Books, 1973, p. 59.

16) Charles P. Kindleberger, "Money Illusion and Foreign Exchange," in C. F. Bergster and W. G. Tyler, *Leading Issues in International Policy*, Lexington, Mass: D. C. Heath, 1975, p. 60.

17) *ibid.*, p. 59.

ないし国際企業というよりは、海外活動を行う国内企業である、と述べている¹⁸⁾。

在外活動を行う企業にかんするこのような分類の妥当性、とくに多国籍企業と国際企業の差異について云々するのは、余り意味がないと考える。筆者がここでキンドルバーガーの主張を引用したのは、そうした分類そのものではなく、「貸借対照表も損益決算書も本国通貨で表示され、株価もそれで表示され、さらに、企業経営陣は、どこかよその国の通貨がより強力であるとか、経営内部にそれを保存しておけば他日その通常のニューメーラール(numéraire)で表示されたその資産価値の上昇がえられるだろうとかいう問題にかかわりなく、他ならぬ本国通貨での所得と富を極大化しよう義務づけられている。アメリカの経営陣をドルを保有しているという批判できないし、イギリスの経営陣をポンド・スターリングを保有しているという批判もできない。現在の国際投資の実態の奥にひそんでいるかのようにみえるのは、愛国主義ではなく為替イリュージョンなのだ¹⁹⁾」ということを強調したかったからである。

およそ海外活動を行う企業が、国内活動だけに専念している企業とは異なるいくつかの問題をかかえていることは言うまでもないが、その最たるものが外国為替リスクであることは周知のとおりである。企業が海外での資金調達を選択するのも、こうした為替リスクにたいするヘッジングである。S. M. ロビンスと R. B. ストーパーは、外国為替リスクにともなう損失(ないしは利益)がふたつのカテゴリーに分れることを指摘している。すなわち、第1のそれは“転換”(conversion)であり、第2のそれは“翻訳”(translation)である。“転換”(conversion)は、たとえば負債返済のためある国の通貨を他国通貨に変えなければならない場合、すなわち、“転換”しなければならぬ時に生ずる為替差損ないし差益を指している。他方、“翻訳”

(translation)は1国通貨で表示された財務諸表を他国通貨で表示すべく翻訳する時に生ずる為替差損ないしは差益をさしている。翻訳の場合には、1国の通貨が実際に他国通貨と交換されることはない。

コンバージョン・ロス(ないしゲイン)が記録される典型的なケースは、たとえ取引の決済が後日に行われようとも、平価切下げないしは切上げが行われる場合である。コンバージョン・ゲインは取引が完結し差益が実際に実現されるまで記録されない。これにたいして、トランスレーション・ロスないしゲインは前述のように、なんらかの支払の結果ではなく、むしろ、親会社の通貨で子会社の資産価値を云い直した結果にほかならない。コンバージョン・ロスは一般的には外国為替の先物取引によるヘッジングによって防衛可能である(もっとも、M. G. ギルマンによれば、「主要な問題はヘッジングの費用がかかりすぎることであり、たとえ為替レート変更のタイミングが正確であったとしても、それはその在外資産を1会計期間しか防衛できない、ということである。6ヵ月以上の先物市場はふつういかなる通貨についても取引が少ない。ヘッジングが最も必要な危機的時期には、現物と先物の差がかなり大きく開いて先物取引のコストが保護すべき資産価値のかなりの部分を占めてしまうこともありうる²⁰⁾。ところが、トランスレーション・ロスは、ヘッジングによっては回避できない多くの問題に企業を直面させている。

ロビンスとストーパーの説明にしたがって、トランスレーション・ロスがいかにかんして発生するかを仮設例を用いて明らかにしよう。ある国で平価切下げが行われる前に、ある在外子会社がLC(ローカル・カレンシー)1=\$1の変換レートでLC100を現金で保有していたとしよう。ところが平価切下げに伴いLC2=\$1となったとしても、その在外子会社が今なおLC100を現金で保有していたとすれば、子会社の帳簿上はなんの変化もない。しかしながら、本社の連結決算帳簿に翻訳される時、

18) スチーブン・ハイマーの主著ともなった博士論文のタイトルは、“The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment”であった(宮崎義一編訳『多国籍企業論』岩波書店、1979年、に所収)。

19) Kindleberger, *op. cit.*, p. 59.

20) M. G. Gilman, *op. cit.*, p. 18.

それは \$50 とならねばならず連結貸借対照表上は現金 \$50 の減ということになる。他方、もしも子会社が現地通貨で負債をもっていて平価切下げが行われた場合には、これらの負債はドルに翻訳された場合減少することになる²¹⁾。

キンドルバーガーの指摘をまつまでもなく、GM にしても Exxon にしても、その損益はドルで表示され、配当はドルで行われる。経営者がドル表示での利潤の極大化に専念するのは当然といわねばならない。しかも、固定為替制の時代ならいざしらず、現在のような変動相場制の時代には、資金をいかなる通貨で調達するか、また、資産をいかなる通貨で保有するかは、多国籍企業の金融担当経営幹部の腕の振るい所ということになる。「変動相場制の下では、為替レート・イリュージョンを受け入れるコストはかなり増大し、同コスト低下に努力中の多国籍企業の学習過程を促進している。このことはまた、近年多くの多国籍企業において、1960 年代にはマーケティング担当マネージャーたちの役割が圧倒的であったのに対比して、財務担当マネージャーを支配的地位に登ら

せる結果を生んでいる理由を明らかにしているかもしれない²²⁾。

MNE が用いるより一般的な外国為替リスク管理手段のひとつに、ネットィング・システムがある。各在外関連会社が他の関連会社間とのすべての売掛および買掛をひとつの決済機関に集中して受け取りまたは支払いするやり方である。1 企業は一定期間をとれば、いずれかのネットのキャッシュ・フローとなっている。イギリスの企業はこのシステムをマーチャンティング(merchanting)といい、大陸ヨーロッパの企業はコンペンセーション(compensation)と呼んでいる。多国籍企業の多くは、このネットィング・システムをしばしばロンドン、アムステルダム、チューリヒに置いている。

ともあれ、現代の多国籍企業はその在外子会社の資金調達に当って頭を悩まさねばならぬ種々の問題をかかえている。国内における余剰資金を海外に持ち出すという考えは、二重、三重に現実離れた「仮設」といわねばならないだろう。

(一橋大学経済研究所)

21) Sidney M. Robbins and Robert B. Stobaugh, *op. cit.*, pp. 23-24.

22) M. G. Gilman, *op. cit.*, p. 5.

農業経済研究 第55巻 第2号 (発売中)

篠原泰三：故東畑精一先生を偲ぶ

《論文》

谷口信和：東ドイツ農業における土地評価の『経済化』

——「土地利用料によせて」——

本間正義：世界小麦貿易の需要構造

——貿易フローモデルによる接近——

《研究ノート》

福井清一：社会的相互連関(social interaction)と刈分小作制度

——依頼人-代理人関係の理論(principal-agency relationship theory)の視点から——

磯前秀二：土地改良の経済効果

——東畑「地代節約」理論拡張のための例示——