

海外直接投資における資金調達戦略：海外金融子会社のモデル分析

王, 忠毅

<https://doi.org/10.15017/3000077>

出版情報：経済論究. 88, pp.1-25, 1994-03-31. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

海外直接投資における資金調達戦略

— 海外金融子会社のモデル分析 —

王 忠 毅

目 次

- 一 はじめに
- 二 金融子会社の推移
- 三 内部化理論における金融子会社のモデル
- 四 金融子会社の特殊優位性
- 五 むすびにかえて

一 はじめに

周知のよに、80年代以降日本企業は資金調達・運用のために独自に海外で金融子会社を設立するケースがかなり多いとみうけられるようになっている。海外金融子会社はその機能によって様々なタイプがあるが、その中で、グループ融資と資金運用を目的としている企業が多く、製造業においてはグループ融資を目的とする企業が8割にも達している¹⁾。そして、とくに海外直接投資の資金調達戦略において、グループ融資タイプの海外金融子会社はかなり重要な役割を果たしていると思われる。本稿では、グループ融資タイプの海外金融子会社を念頭において海外直接投資の資金調達戦略を議論する。

近年では、海外金融子会社に関する文献の多くはその分類あるいは事例研究が中心であった。しかしながら、これらの事例研究を理解するには、金融子会社の行動原理を説明する体系的理論が必要である。したがって、われわれは金融子会社に内部化理論の取引コスト概念を導入し、財務の評価手法によってそれを体系化することを試みる。

資金調達の問題を議論するにあたって、調達コストの概念が不可欠なことは

明らかである。本稿では、この調達コストを内部化理論でいう取引コスト²⁾と
利子率の和(資金調達コスト=取引コスト+調達利子率)として取り上げている。
そしてこの調達コスト概念の組み入れによって、金融子会社の行動原理は
はじめて体系化されることが可能になる。資金調達コストは、利用される海外
の金融・資本市場の制度あるいは企業自身の能力によって変わる。利用する市
場の選択は、代替する制度措置に含まれる相対コストの影響を受ける。そして、
このコストの概念は、もっとも効率的な資金調達方法および市場の選択を導く
傾向がある。さらに、このコストの概念は多国籍企業の財務戦略の目的である
企業全体の利益最大化と一致すると考えられる。

本稿では、資金調達コストの概念を用いて、それを海外直接投資における資
金調達戦略に応用し、また、海外金融子会社による資金の調達分配を資金調達
内部化の概念として取り上げる。そして、われわれは一般的な財務の投資評価
手法によってこの資金調達内部化の概念を具体化、体系化することを試みる。

注：1. 大塚順次郎『国際財務戦略』有斐閣 1991. 283頁。

2. 取引コスト(transaction costs)の概念は最初、コース(Coase [1937])によつて導入された。コースによれば、もし企業は価格メカニズムに基づく市場取引を行えば、少なくとも4種類のコストを負担しなければならない。それは、A. 適性価格を見いだすための費用および各々の取引契約の交渉と締結のための費用。B. 契約当事者の義務を決めるコスト(例えば、製品の品質に対してどの程度まで要求できるかあるいは要求されるか)。C. 外部市場を利用することによる不確実性の発生(例えば、計画リスクと関連投入コスト)。D. 市場取引についての諸税と価格統制などである。

二 金融子会社の推移

80年代になると、金融子会社をつくることが一時的にブームとなった。金融子会社の設立状況についてみてみると、87年(暦年ベース)の79社を最高に減少してきた金融子会社設立数は91年以降激減、91年、92年はそれぞれ12社にとどまった。バブルの崩壊で、いわゆる財テク目的の子会社新設はほとんど姿を消している。所在地別に設立時期をみると、86年から87年にかけて設立が相次

いだ国内金融子会社の新設社数は、株式相場が天井を打った89年の19社から90年には5社へ激減した。一方87年以降増加したオランダにおける金融子会社設立は90年まで高水準だったが、91年以降はほとんど設立されなくなっている。香港やシンガポールなどアジアでの設立も89年から90年にかけて増加したが、現在は減っている。つまり、バブルの崩壊に伴い、金融子会社の事業規模縮小が鮮明になってきた。

93年8月に日本経済新聞社が金融子会社を保有している主要企業を対象に調査³⁾を行った。以下では、この調査を中心に金融子会社の現況をみてみよう。金融子会社の事業規模についてみると、「拡大」していると答えた企業は19.5%にとどまり、2年前の調査結果(91年3月)の40%から大幅に減少し、金融子会社をめぐる経営姿勢が大きく後退している様子が浮かび上がった。

この調査では、対象273社のうち236社から93年3月末の状況について回答を得た。事業規模については、清算したり持ち株比率を下げて子会社の対象から外したことで金融子会社がなくなったところが日清食品など9社あったほか、「縮小」が40社(16.9%)、「現状のまま」が132社(55.9%)あり、縮小か現状維持を考えている企業が7割を超えた。2年前の調査では「縮小」は5.8%にすぎなかった。

金融子会社の数については、国内220、海外285の合計505社で一社平均2.23社の金融子会社を持っているということがわかった。そして、金融子会社の事業内容については(重複回答)、55%が「グループ金融」、33%が「資金運用」を手掛けている。これは前回の調査と比較すると、業務内容から「資金運用」が消えているケースが目立っている。大成建設、ミサワホーム、ニチレイ、クラレ、三菱化成、新日本製鉄、川崎製鉄、三井金属、三菱金属、川崎重工業などの子会社で前回には業務内容に「資金運用」を含んでいたにもかかわらず、今回は含んでいない子会社がある。実際にどれだけの資金運用をしていたか、バラツキはあるとみられ、必ずしも資金運用から撤退したものばかりとは限らないが、全体として資金運用が縮小傾向にあることは確かである。また、グループ金融の中で運用機能を1カ所に集中しリスク管理する動きもみられる。つまり、金融子会社の「非財テク」化が進んでいると思われる。

つい最近、これまで財テクに力を入れた各大手商社は金融子会社の再構築に一斉に乗り出しているという動きが見られている。例えば、丸紅や日商岩井は多額の含み損を抱える既存の金融子会社からグループの金融機能などを切り離し、新設する子会社に全面移管することになっている。そして既存の金融子会社は特定金銭信託(特金)・指定金外信託(ファンドトラスト)による運用の失敗処理に専念し、いずれ清算することも考えている。また、日商岩井は子会社のエヌアイファイナンスを清算し、グループ金融機能を新会社に移すことも含め新体制作りをはかっている。そして、日商岩井はいずれ財テク撤退が不可避となりそうな情勢で、既存子会社にはその処理に専念させた方が早道との考え方もでているそうである。

財テクで有名な三菱商事は子会社のエム・シー・ファイナンスが抱えていた特金・ファントラを93年3月期に一掃した。そして今後は同子会社を本来の業務であるグループ企業への金融、経理サービスなどに特化させる方針である。このほかにもトーメンがトーメンファイナンスを今期中にも清算し、別の金融子会社にグループ金融業務を一本化しようとしている⁴⁾。

したがって、以上の調査結果からわかるように、金融子会社の規模縮小は決してその存在意義を否定するのではなく、むしろ金融子会社の本来あるべき姿を再確認してその機能を再構築しつつあるということを意味する。特に海外直接投資において、企業グループ全体の視野に立ったグループ金融の合理化機能はこれまで以上に求められている。そして、日本企業は海外直接投資を行うとともに、これからの金融子会社のグループ金融の機能はますます重要になってくると思われる。また、これからの海外直接投資において、金融子会社のグローバルな拠点網全体の資金調達と分配の窓口および関連企業に対する開発・生産・販売資金を低コストで一元的に調達する機関としての役割はさらに重要かつ鮮明になってくると考えられる。

注：3. 日経公社債情報 1993年8月2日 P1～P5。

4. 日経金融新聞 1993年6月25日 P1。

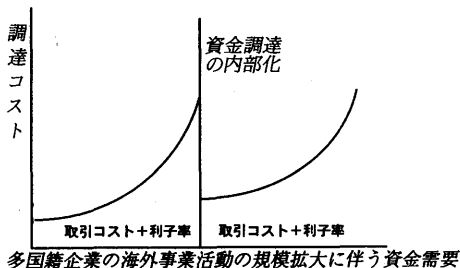
三 内部化理論における金融子会社のモデル

1. 概念規定

近年、金融・資本市場の著しい発展は、多国籍企業が直接に低コストで資金を調達したり、効率的に資金を運用する可能性を生み出した。そして、多国籍企業の進展とともに巨額の資金をグローバルな見地から調達運用する必要性に迫られているのである。したがって、多国籍企業はその市場の情報をグローバルなレベルで把握し的確な意思決定を行う組織が必要になる。つまり、親会社や各海外子会社がそれぞれ独立した意思決定を行うのではなく、それらが持っている情報を集中し、企業内に最適な資金配分を行いつつ企業全体の利益を最大化していく課題をその組織は担う。そして、この資金調達のグローバル化の流れの中で、多国籍企業はそのような機能を担う組織として海外金融子会社を設立するに至った。

多国籍企業は海外事業活動の規模拡大とともに、その活動に対する資金需要も相対的に増大する。そして、所要資金の調達にかかる調達コストも相対的に増大するため、そこからはじめて海外金融子会社を設立する必要性が現れる。図1はこの資金調達の概念を示したものである。図1に示されているように、多国籍企業は海外事業活動の拡大とともに、資金調達にかかる調達コストも相対的に増大する。そして、ある一定の点に達したときに、多国籍企業は海

図1



外金融子会社を設立することによってこの調達コストを引き下げることができる。しかし、問題となるのは、この「一定の点」がどのように決定されるのかということである。この問題については、後のモデルで詳しく議論する。

多国籍企業は事業活動の拡大にともなう資金需要が「一定の点」に達したときに金融子会社を設立する。多国籍企業のこの行動はいわゆる資金調達の内部化行動である。内部化とは、「企業内に市場を作り出すプロセスである。企業の内部市場は、欠陥のある正規市場に代替し、資源配分と流通上の問題を経営管理命令を用いて解決する⁵⁾」。内部化理論は、本来知識という中間財市場の欠如に焦点を当てたものである。そして、企業はその中間財市場を内部化し、垂直統合、完全所有の海外子会社の海外直接投資を行うのである。以下では、われわれは、ラグマンの内部化概念のロジックにもとづいて、資金調達の内部化を次のように規定する。資金調達の内部化とは、多国籍企業は各子会社の資金調達行動を企業内に統合し、企業内に資金の供給・分配センターを創出することによって企業内金融市場を形成するプロセスである。数多くの海外子会社を有する多国籍企業は、外部金融市場における不完全性の存在による各子会社の余分な資金調達コストの負担に対して、それぞれ子会社の資金調達・分配上の問題を企業内の経営管理命令を用いて解決することができる。具体的に言えば、多国籍企業は金融市場で内部化行動をおこなうことによって金融市場の不完全性を回避することができる。そして、理論的には資金調達の側面において、多国籍企業は、この内部化行動によって投資先の現地銀行や金融市場が各海外子会社に与える影響を最小限にすることができる⁶⁾。

また、多国籍企業はこの内部化行動によって金融・資本市場の不完全性を回避するうえである種の能力を創出することができる。この能力はいわゆる企業の特権優位性である。この企業特権優位性は決して曖昧、抽象的なものではない。というのは、すべての企業特権優位性は企業間競争あるいは企業の発展過程において商品、サービスまたは優れた生産技術などによって具体化されるからである。換言すれば、最初に目に見えない企業の特権優位性は、資金循環構造の展開過程において具体的な形に転化されるということである。そして、この企業の特権優位性は資金調達コストとならんで海外金融子会社の中核部分で

ある。

2. 問題の視角

本稿では、海外金融子会社を海外直接投資の資金調達戦略として取り上げている。しかしながら、これまでの金融子会社についての概念は必ずしも明確とはいえない。例えば、アメリカでは金融子会社 (Finance Company) というとき、金融サービス業、個人あるいは企業向けの貸付、リース業に主に従事する会社と定義されていることが多い。日本では、一般的に金融子会社を、企業グループ内各企業の資金をグループ全体として効率よく調達・運用し、あるいは為替管理を総括するためにグループが設立した金融専門の子会社と規定していることが多い。つまり、金融子会社に対して概念的には必ずしも一致しないのが現状である。とくに現在日本の金融子会社はまた様々な機能をもって事業を展開しているということは周知の通りである。しかしながら、定義に正しいか誤りとかははない。単にどこに焦点を当てるかどれだけ役に立つかの程度の違いだけであろう。

これまでの日本の海外金融子会社は特に資金運用などの財テク側面で活躍してきた。しかし、バブル経済の崩壊と伴って企業も今後の海外金融子会社のあり方を模索、再構築している。前述したように、その流れのなかでとくに金融子会社のグループ融資という機能はますます重視されつつある。

ここでは、海外直接投資における資金調達戦略とりわけ海外金融子会社のグループ融資機能に焦点を当て、海外生産や海外販売など海外での事業展開が進んでおり、海外での資金需要が大きい本格的な多国籍企業を中心として議論を進めることにする。そこで、あえて海外金融子会社を次のように規定する。海外金融子会社とは、多国籍企業が海外で企業全体の資金需要を一括調達して海外や国内の生産子会社や販売子会社に貸し付けたり、資金調達の効率化とコストの低減などをはかる目的で設立される子会社である。

次の節では、この資金調達の内部化概念および海外金融子会社のグループ融資による企業全体の利益最大化の概念をモデルで具体化することにする。

注：5. Rugman, A. M., 1981, *Inside the Multinational*, Croom Helm. (江夏健一・中島 潤・有沢孝義・藤沢武史訳『多国籍企業と内部化理論』ミネルヴァ書房, 1983, 9頁)。

6. 王 忠毅「日本企業の海外直接投資の資金調達とその支配戦略に関する考察—海外金融子会社の再評価—」, 『経済論究』, 87号, 九州大学大学院経済学会, pp. 313-337.

3. モデル

本節では、海外金融子会社による必要資金の一括調達と海外の各子会社独自の資金調達のケースを取り上げ、それぞれの調達コストを比較することによって海外金融子会社の利用が有利となる条件を導き出し、そして海外金融子会社のグループ融資による企業全体の利益最大化の概念を具体化することにする。

仮定1：金融子会社は、一般的な海外子会社より金融・資本市場についての情報をより多く持っており、また、企業全体の資金需要を一括調達して金額が大きくなるため、資金の貸し手に対して交渉力が相対的に大きくなる。そこで金融子会社の借り入れ利率は一般的な海外子会社のそれより常に低いと仮定する⁷⁾。

仮定2：ここでは単純化のために取引コストがゼロと仮定する。

仮定3：単純化のためにすべての資金が負債調達によるもので、被投資国の金融規制、法規制などを考慮しない。

仮定4：金融子会社を設立するコストは C である。 C は、金融子会社の設立費用とその後の維持費を含み、そしてそれは金融子会社による資金調達の固定費用と仮定する。

まず、このモデルの概念を明確にするため、海外資金調達に伴う為替リスクを考慮せずにその資金調達のコストを検証する。次にわれわれはこのモデルをより現実的にするため、資金調達に伴う為替リスクをモデルの枠内に組み入れる。最後に、資金調達のコストにかかわる法人税の問題をモデルに組み入れ、それによって金融子会社を利用するか否かの意思決定式を導出することにする。

A：為替リスクと法人税を考慮しない場合：

ある多国籍企業は $S_1, S_2, S_3, \dots, S_N$ の海外子会社を有する。それぞれの子会社資金需要は, $X_1, X_2, X_3, \dots, X_N$ である。

そして, 子会社全体に対する総資金需要は,

$$X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_N = Q \quad (1)$$

また, 海外子会社が各自で資金調達を行う場合, その資金需要に対応する利子率はそれぞれ $i_1, i_2, i_3, \dots, i_N$ である。そして企業全体が支払った利子は次の式で表される。

$$\begin{aligned} X_1 i_1 + X_2 i_2 + \dots + X_N i_N &= \sum_{S=1}^N X_S i_S \\ &= P_N \end{aligned} \quad (2)$$

次に金融子会社を設立するケースを考えよう。

多国籍企業は金融子会社を設立することによって企業全体の資金需要を一括調達する。金融子会社の借入れ利子率を i とすると, 仮定 1 より,

$$i_s > i, \text{ for } S=1 \dots N \quad (3)$$

この場合, 企業全体が支払った利子は次の式で表される。

$$\begin{aligned} (X_1 + X_2 + \dots + X_N) i &= Q i \\ &= \sum_{S=1}^N X_S i \\ &= P \end{aligned} \quad (4)$$

(3) 式を考慮すると, 次の式が成り立つ。

$$\begin{aligned} (X_1 i_1 + X_2 i_2 + \dots + X_N i_N) &> (X_1 + X_2 + \dots + X_N) i \\ \sum_{S=1}^N X_S i_S &> \sum_{S=1}^N X_S i \\ \therefore P_N &> P \end{aligned} \quad (5)$$

したがって, (6) 式は, 多国籍企業が金融子会社を設立すべきかどうかの決定式となる。

$$P_N \cong P + C \tag{6}$$

(5) 式を変形すると次の式になる。

$$\frac{\sum_{s=1}^N X_s i_s}{Q} > \frac{\sum_{s=1}^N X_s i}{Q} \tag{7}$$

図2は(6)式を図式化したものである。(7)式からわかるように、海外子会社の資金調達コスト線の傾きは金融子会社のそれより大きい。また、仮定1によると、企業の調達資金量が增大するにつれて、その調達利率が相対的に下がるため $i_1, i_2, i_3 \dots i_N$ および i は Q に対して逡減的に増加している。したがって、この二つの資金コスト線は凹関数となる。しかし、調達利率がある一定の水準まで下がると、各子会社の利率 i_s と金融子会社のそれ i は両方とも下がらなくなり、調達コストが調達資金量と比例して増加するため、二つの調達コスト線は直線となる。したがって、 P_N と P 線は点 F の右側から右上がりの直線となる。図2からわかるように、企業全体の調達資金量が q を上回れば、企業は金融子会社を設立すべきであり、調達資金量が q を下回れば、それぞれの海外子会社は独自に資金を調達した方が有利である。つまり、資金調達面において、企業全体の資金需要が q を越えなければ、多国籍企業はまったく金融子会社を設立する必要がない。

図 2

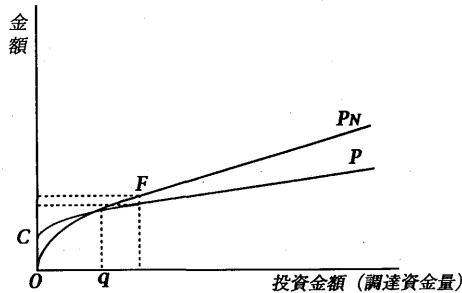
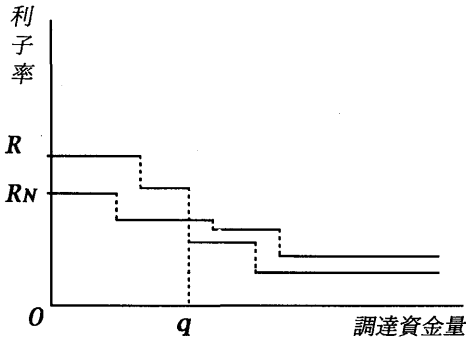


図3は金融子会社とそれぞれの海外子会社の平均資金調達利率を示したものである。ただし、金融子会社の利率 R には、設立コスト C を含んでい

図 3



ることに注意されたい。

R_N と R との間の差は金融子会社を設立するコストの C であり、それは金融子会社を設立することによる最初のコストの差である。企業の資金調達量の増加につれて、そのコストの格差はだんだん縮小して、そして完全に金融子会社の低い資金調達利率に相殺され、 q 点において、 R は R_N を下回って逆転する。この点 q はいわゆる金融子会社を設立するか否かの意思決定の点である。

B：為替リスクを考慮する場合

A においては、海外子会社独自の資金調達コストと金融子会社の一括資金調達のコストとを比較することによって、海外金融子会社を設立する最適点が導かれた。以下では、為替リスクの要因をモデルの中に組み入れることにする。

まず、各海外子会社が独自に資金を調達するというケースを考えよう。各海外子会社はそれぞれの資金需要に対して現地通貨建てで資金を調達し、そしてすべての利払いが期末に行われると仮定する。海外子会社と金融子会社との資金調達コストを比較するために、われわれは海外子会社による現地通貨建て調達の利率を本国通貨の実効利率へ換算することにする。 e_0 は本国通貨の直物為替レート、 e_1 は本国通貨の先物為替レート、そして i_S は現地通貨建て債の利率である。したがって、本国通貨建ての実効利率は次のようになる。

$$\begin{aligned}
 r &= \frac{i_s e_1 + e_1 - e_0}{e_0} \\
 &= \frac{i_s e_0}{e_0} - \frac{i_s (e_0 - e_1)}{e_0} - \frac{e_0 - e_1}{e_0} \\
 &= i_s (1 - d_s) - d_s
 \end{aligned} \tag{8}$$

$$\text{ただし } d_s = \frac{e_0 - e_1}{e_0}$$

したがって、(8) 式を (2) 式に代入することによって、各海外子会社が独自に資金を調達する場合に企業全体が支払った本国通貨建て表示の実効利子を計算することができる。それは (9) 式のようになる。

$$\begin{aligned}
 &X_I [i_I (1 - d_I) - d_I] + \dots + X_N [i_N (1 - d_N) - d_N] \\
 &= \sum_{s=1}^N X_s [i_s (1 - d_s) - d_s]
 \end{aligned} \tag{9}$$

次に、海外金融子会社のケースを考えよう。

海外金融子会社は各子会社の資金需要に対してドル建てで資金を一括調達し、各子会社へ転貸するときにふたたびその資金を現地通貨に転換すると仮定する。ここでは、まず金融子会社のドル建て債の利率を投資先の現地通貨の実効利率へ換算することにする。

(8) 式のロジックを用いて、ドル建て調達の利率を現地通貨の実効利率へ換算することができる。それは次の式のようになる。

$$\begin{aligned}
 r_k &= \frac{iE_1 + E_1 - E_0}{E_0} \\
 &= \frac{i_s E_0}{E_0} - \frac{i_s (E_0 - E_1)}{E_0} - \frac{E_0 - E_1}{E_0} \\
 &= i(1 - D) - D
 \end{aligned} \tag{10}$$

$$\text{ただし } D = \frac{E_0 - E_1}{E_0}$$

E_0 : 現地通貨の直物為替レート
 E_1 : 現地通貨の先物為替レート
 r_k : 現地通貨建ての実効利率
 i : ドル建て債の利率

(10) 式を (4) 式に代入し、企業全体が支払った現地通貨建て表示の実効利子を算出すると、(11) 式のようになる。

$$\begin{aligned}
 & X_1[i(1-D)-D] + \dots + X_N[i(1-D)-D] \\
 & = \sum_{S=1}^N X_S[i(1-D)-D] \tag{11}
 \end{aligned}$$

そして再び (8) 式を (11) 式に代入することによって、金融子会社が支払った企業全体の本国通貨建て表示の実効利子を算出することができる。それは (12) 式のようになる。

$$\begin{aligned}
 & X_1\{[i(1-D)-D][1-d_1]-d_1\} + \dots \\
 & \quad + X_N\{[i(1-D)-D][1-d_N]-d_N\} \\
 & = \sum_{S=1}^N X_S\{[i(1-D)-D][1-d_S]-d_S\} \tag{12}
 \end{aligned}$$

したがって、多国籍企業にとって金融子会社を利用することが有利となるためには、まず (9)-(12) > 0 という必要条件が満たされなければならない。

(9)-(12)

$$\begin{aligned}
 & = \sum_{S=1}^N X_S[i_s - i_s d_s - d_s - i + iD + D + i d_s - i D d_s - D d_s + d_s] \\
 & = \sum_{S=1}^N X_S\{(1-d_s)[(i_s - i) + D(1+i)]\}
 \end{aligned}$$

したがって、

$$(1-d_s)[(i_s - i) + D(1+i)] > 0 \text{ for } S=1,2,\dots,N \tag{13}$$

となるならば多国籍企業にとって金融子会社を利用することが有利となる。さらに、(13) 式を展開すると、

$$\begin{aligned}
 & (i_s - i) + D(1+i) > 0 \\
 \Leftrightarrow & i_s + 1 - \frac{E_1}{E_0}(1+i) > 0 \\
 \Leftrightarrow & E_0(i_s + 1) > E_1(1+i) \\
 \Leftrightarrow & \frac{E_1}{E_0} < \frac{1+i_s}{1+i} \\
 & \text{for } S=1, 2, \dots, N \tag{14}
 \end{aligned}$$

つまり、(14) 式は、金融子会社による金利節約の利益がドル高による損失を上回らない限り、多国籍企業が金融子会社を利用するメリットがないということの意味している。

したがって、

$$\sum_{S=1}^N X_S \{ (1-d_S) [(i_S - i) + D(1+i)] \} - C > 0 \tag{15}$$

という十分条件が成り立つならば、多国籍企業は金融子会社を設立すべきである。(15) 式はいわゆる金融子会社を設立するか否かの意思決定式である。その影響要因は資金需要の大きさだけではなく、長期的な為替変動の見込みをも考慮に入れなければならない。一般的に、多国籍企業は資金を調達すると同時に為替リスクのヘッジ策を採っている。しかし、通貨の変動が激しければ激しいほど、ヘッジコストも高くつくため、金融子会社の設立のメリットは相殺される可能性が存在する。つまり、多国籍企業は金融子会社による資金調達のメリットを享受しようとするならば、なるべく変動の激しい通貨による資金調達を避けるべきと考えられる。

C：為替リスクと法人税を同時に考慮する場合

Bでは、為替リスクを考慮に入れ、金融子会社と各子会社との資金調達コストを比較することによって、金融子会社を利用する意思決定式を導き出した。以下では、このモデルをより現実的にするため、資金調達のコストに重要な影響を与える法人税の要素をモデルの枠内に組み入れることにする。

まず、各海外子会社が独自に資金を調達するケースを見てみよう。(8) 式は

各子会社による現地通貨建て調達の本国通貨建ての実効利率を示したものである。(8) 式の第 1 項 $i_s(1-d_s)$ は本国通貨建ての利率を示し、第 2 項 d_s は為替差損益を示したものである。そして、各海外子会社の現地法人税率を t_s とすれば、本国通貨建ての実効利率は (16) 式になる。

$$R_s = i_s(1-d_s)(1-t_s) - d_s \quad (16)$$

したがって、(16) 式を (2) 式に代入することによって、各海外子会社が独自に資金を調達する場合に、多国籍企業全体が支払った本国通貨建て表示の実効利率を計算することができる。それは (17) 式のように示される。

$$\begin{aligned} & X_I[i_I(1-d_I)(1-t_I) - d_I] + \dots + X_N[i_N(1-d_N)(1-t_N) - d_N] \\ &= \sum_{s=1}^N X_s[i_s(1-d_s)(1-t_s) - d_s] \end{aligned} \quad (17)$$

次に、海外金融子会社による一括調達のケースを考えよう。(16) 式のロジックを用いてドル建ての利率を現地通貨の実効利率へ変換することができる。それは (18) 式のように表される。

$$R = i(1-D)(1-T) - D \quad (18)$$

ただし、 T は金融子会社現地の法人税率である。

同じように、(18) 式を (4) 式に代入すると、企業全体が支払った現地通貨建て表示の実効利率を計算することができる。それは (19) 式のように示される。

$$\begin{aligned} & X_I[i(1-D)(1-T) - D] + \dots + X_N[i(1-D)(1-T) - D] \\ &= \sum_{s=1}^N X_s[i(1-D)(1-T) - D] \end{aligned} \quad (19)$$

そして、再び (16) 式を (19) 式に代入することによって、金融子会社が支払った企業全体の本国通貨建て表示の実効利率を算出することができる。

$$\begin{aligned}
 & X_1\{[i(1-D)(1-T)-D][(1-d_1)(1-t_1)]-d_1\}+\dots \\
 & \quad +X_N\{[i(1-D)(1-T)-D][(1-d_N)(1-t_N)]-d_N\} \\
 & =\sum_{s=1}^N X_s\{[i(1-D)(1-T)-D][(1-d_s)(1-t_s)]-d_s\} \tag{20}
 \end{aligned}$$

したがって、多国籍企業にとって金融子会社を利用することが有利となるためには、まず (17) - (20) > 0 という必要条件が満足されなければならない。

$$\begin{aligned}
 & (17) - (20) \\
 & =\sum_{s=1}^N X_s\{[i_s(1-d_s)(1-t_s)-d_s]-[i(1-D)(1-T)-D][(1-d_s)(1-t_s)]+d_s\} \\
 & =\sum_{s=1}^N X_s\{i_s(1-d_s)(1-t_s)-i(1-D)(1-T)(1-d_s)(1-t_s)+D(1-d_s)(1-t_s)\} \\
 & =\sum_{s=1}^N X_s\{(1-d_s)(1-t_s)[i_s-i(1-D)(1-T)+D]\}
 \end{aligned}$$

したがって、

$$(1-d_s)(1-t_s)[i_s-i(1-D)(1-T)+D]>0 \quad \text{for } S=1.2\dots N \tag{21}$$

となるならば、多国籍企業にとって金融子会社を利用することが有利となる。さらに、(21) 式を展開すると、

$$\begin{aligned}
 & i_s-i(1-D)(1-T)+D>0 \\
 \Leftrightarrow & i_s-i(1-T)\frac{E_1}{E_0}+1-\frac{E_1}{E_0}>0 \\
 \Leftrightarrow & (i_s+1)>\frac{E_1}{E_0}[1+i(1-T)] \\
 \Leftrightarrow & \frac{E_1}{E_0}<\frac{1+i_s}{1+i(1-T)}
 \end{aligned}$$

$$\text{for } S=1.2\dots N \tag{22}$$

(1-d_s)(1-t_s) は常に正であり、金融子会社を設立するか否かの意思決定に影響を与えない。というのは、多国籍企業は金融子会社を利用するかしないかとは関係なく、子会社の現地通貨変動および法人税率は資金調達コストに影響を与えるからである。そして、(22) 式は、金融子会社による金利節約および

法人税のメリットがドル高による為替差損を上回らない限り、多国籍企業は金融子会社を利用するメリットがないということを意味している。

したがって、

$$\sum_{s=1}^N X_s(1-d_s)(1-t_s)[i_s-i(1-D)(1-T)+D]-C > 0 \quad (23)$$

という十分条件が成り立つならば、多国籍企業は資金調達するにあたって海外金融子会社を設立したほうが有利である。つまり、(23)式は為替リスクおよび投資先の法人税率を考慮した金融子会社設立の意思決定式である。

* * *

以下では、(23)式が成立し、金融子会社の設立が有利である場合において、金融子会社の設立と企業全体利益の最大化との関係を検証する。ここでは、多国籍企業の投資機会の正味現在価値を検討することにする。まず、多国籍企業の各海外子会社はプロジェクトの正味現在価値を評価するにあたってどの割引率を用いるべきかを検討する。もし海外子会社を単一独立の企業として取り扱うならば、この海外子会社はプロジェクトの正味現在価値を評価するときに、金融子会社からの借入利率（金融子会社の調達利率プラスある一定のマージン）プラスそのプロジェクトに相応するリスクプレミアムを使わなければならない。しかしながら、多国籍企業の場合においては、親会社と各海外子会社を一つの企業として見なさなければならない。明らかに多国籍企業は金融子会社の資金調達コストプラス一定のリスクプレミアムをプロジェクトの割引率として用いるべきである。

$$R = \sum_{s=1}^N \left[\sum_{t=0}^T \frac{CF_t^s}{(I+i+m+\rho_s)^t} - I_s \right] \quad (24)$$

$$R' = \sum_{t=0}^T \left[\frac{\sum_{s=1}^N CF_t^s}{(I+i+\rho)^t} - I \right] \quad (25)$$

$$R'' = \sum_{s=1}^N \left[\sum_{t=0}^T \frac{CF_t^s}{(I+i_s+\rho_s)^t} - I_s \right] \quad (26)$$

(24)、(25)式は、すでに金融子会社を設立しているという前提の下で、企業の投資プロジェクトの評価を表したものである。(24)式は、多国籍企業の各子

会社は各自の調達利率および各プロジェクトのリスクプレミアムを用いるプロジェクトの正味現在価値の評価を示したものである。(25)式は、それぞれの海外子会社を一つの企業とみなすプロジェクトの評価を示したものである。(24)式の場合では、分母であるプロジェクトの割引率は各プロジェクトのリスクプレミアム ρ_s 、金融子会社の資金調達利率 i およびその貸し出しマージン m を含む。(25)式において、プロジェクトの割引率は i と ρ しか含まれていない。 ρ は国際多角化の分散投資によるリスクプレミアムである。 ρ_s は各海外子会社のプロジェクトのリスクプレミアムである。国際多角化は、企業が直面する全体のリスク（例えば、インフレリスク、為替リスク、政治リスク等）を減少することができる。というのは、企業の直面する数多くの一般的市场のリスクはその国の国内経済の循環的な性質との関連があるからである。つまり、経済循環が完全に同調していない幾つかの国で事業活動を行うことは企業の直面するリスク全体を引き下げることができると考えられる。したがって、

$$\rho < \rho_s \quad \text{for } S=1,2 \dots N \quad (27)$$

となる。つまり、多国籍企業が世界各地で投資を行っているため、(各子会社の)それぞれのプロジェクトのリスクプレミアムである ρ_s は引き下げられて ρ となるのである。

(26)式は、金融子会社を設立しない場合の各海外子会社のプロジェクトの正味現在価値の合計を示したものである。(26)式において、分母であるプロジェクト割引率は各プロジェクトのリスクプレミアム ρ_s 、それぞれの海外子会社の独自の資金調達コスト i_s を含む。ここでは、海外子会社の独自の資金調達利率 i_s が $i+m$ より大きいと仮定する。というのは、 i_s が $i+m$ より小さいならば、海外子会社は金融子会社から資金を借り入れるよりも、むしろ他の金融機関から資金を調達したほうが有利となるからである（ここでは移転価格の問題を議論しないことにする）。

そして、(24)、(25)、(26)式の三つのシナリオの割引率の関係は次のようになる。

$$i + \rho < i + m + \rho_s < i_s + \rho_s \quad \text{for } \forall S \quad (28)$$

したがって、

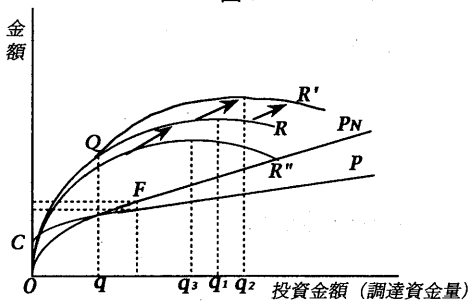
$$R' > R > R'' \quad (29)$$

となる⁸⁾。

図4において、曲線 R は金融子会社の資金調達コストプラスその貸出しマージン、および子会社独自のリスク・プレミアムを用いて計算された各子会社のプロジェクトの正味現在価値合計 ((24) 式) であり、曲線 R' は金融子会社の資金調達コストおよび多国籍企業全体のリスク・プレミアムを用いて計算された各プロジェクトの正味現在価値の合計 ((25) 式) を示したものである。そして、曲線 R'' は金融子会社を設立しない場合のそれぞれの海外子会社のプロジェクトの正味現在価値の合計 ((26) 式) である。

次に企業が金融子会社を設立しようとするシナリオをみてみよう。この場合、曲線 R'' は右上方に修正されて R になる。したがって、曲線 R'' の最適投資水準である q_3 は q_1 に移る。次に、すでに金融子会社を設立した場合をみてみよう。曲線 R' の割引率である $i + \rho$ は曲線 R の割引率である $i + m +$

図4



$m, i, i_s > 0, \rho < \rho_s, i < i + m < i_s \text{ for } \forall S$ という制約式の下で $R' > R > R''$ となる。ここでは、企業は収益性の高い投資項目の順に投資すると仮定する。したがって、投資量の増大につれて利益率は低下する。そのため NPV 曲線は原点に対して凹関数となる。 CF は各海外子会社の各期のプロジェクトのキャッシュフロー、 I は初期投資金額であり、 $I = \sum_{s=1}^N I_s$ である。

ρ_S より小さいため q の右側のキャッシュ・フロー曲線は右上方にシフトされて R' になる。というのは、資金調達量が q を超えれば、企業は金融子会社を設立するからである。多国籍企業全体の投資機会の正味現在価値は曲線 OQR' によって表される。曲線 R と曲線 R' との差は、金融子会社が各子会社に資金を貸し出すときにつけ加えたマージン m^9 および分散投資によって低減されたリスクプレミアム ρ である。 q_1 は曲線 R の最適資金調達量（最適投資量）である。そして、金融子会社の割引率を用いて計算された曲線 R' の最適資金調達量は q_2 である。もし多国籍企業は、各海外子会社独自の資金調達コストを用いてプロジェクトの正味現在価値を評価すれば、その正味現在価値を過小評価し、そして株主にとって採算に見合う投資機会を過小評価することになる。換言すれば、企業は金融子会社を設立することによって採算に見合う投資機会を増やし、それによって企業全体の利益を最大化することができる。つまり、多国籍企業は、金融子会社を設立することによって、各子会社の余分な資金調達コストの負担を解消し、企業全体の資金調達コストを引き下げ、企業全体の利益最大化につながるということがわかった。

注：7. もちろん、資金を調達する企業の格付け、資金調達手法あるいは技術は借り入れ利率に影響を与える重要な要素である。しかし、それは企業の個別要素であるため、ここでは単純化のためにそれらの要素を考慮しないことにする。

8. 確実に (29) 式を成立させるために、(27) 式と (28) 式の仮定が必要である。しかし、現実には (27) 式と (28) 式が成り立たない場合においても (29) 式が十分成立すると考えられる。

9. ちなみに、日本企業の場合ではこの金融子会社のマージンはおよそ 0.125%～0.25% である。

四 金融子会社の特殊優位性

内部化理論の核心は、内部化を通じて市場の不完全性による余分な「取引コストの節約」と海外直接投資の依拠である「企業特殊優位性」から構成される。前節では、調達コストを導入することによって金融子会社の行動原理の説明を

試みた。本節では、金融子会社が低コストで資金調達することによって生じる企業特殊優位性の性格およびその位置付けを明確化することにする。

ラグマンの内部化理論では、内部化されるのは正規市場を欠いている研究、情報、知識などの中間生産物という企業特殊優位性である。そしてこの研究、情報、知識などの企業特殊優位性の依拠は絶え間ない研究開発（R&D）にある。多国籍企業は「不断に研究開発を用い、新しい技術優位の波を起こしてその優位性の保持に努める¹⁰⁾」。つまり、ラグマンのいう企業特殊優位性は、内生的であり、研究開発の動態的性格をもつものである。それに対して、ここでいう企業特殊優位性はむしろダニングの所説¹¹⁾にしたがって企業の多国籍化によって発生するものである。つまり、それは、企業の多国籍化によって、情報、投入物、市場に関するよりよい知識および（または）より有利な条件でのアクセスである。この金融子会社による資金調達から生じる企業特殊優位性は、本来企業の内部にあるものではなく、多国籍企業が金融子会社を設立して資金を調達し始めた時点で発生したものである。

前述したように、企業は、金融・資本市場で負担する余分な資金調達コストを回避するために、内部（移転）価格を決めるのに経営管理命令を用いることができる。そこで、多国籍企業は、金融子会社による資金調達の内部化を通じて、資金の分配とその価格付けを統制することができる。そのため、多国籍企業の資金の調達・分配がより効率的になる。そして、この効率性および資金調達コストの節約は、企業間競争において多国籍企業にある種の競争優位をもたらすことができる。この競争優位はいわゆる企業特殊優位性である。この企業特殊優位性は決して曖昧、抽象的なものではない。というのは、すべての企業特殊優位性は企業間競争あるいは企業の発展過程において商品、サービスまたは優れた生産技術などによって具体化されるからである。具体的にいえば、企業特殊優位性は、多国籍企業が金融子会社の設立による金融・資本市場の内部化を通じて他の企業より低コストで資金を調達できるという形で現れる。そして、この低コストで資金を調達できる能力は、企業間競争におけるサービス、商品生産および研究開発などの企業活動の展開過程において、有利な価格による商品の供給、研究開発力の増強とそれによるよりよい商品の生産などの具体

的な形に転化される。つまり、多国籍企業は、内部市場を創造することにより、無形の能力を引き出してそれを企業特有の価値ある資産へと変えることが可能となるのである。

しかし、ここで注意しなければならないことは、企業は市場の不完全性へ対応するために、外部市場を内部化することによって、特殊優位性を創出して効率性を達成し、ある種の独占的利益を獲得すると同時に、外部市場をいくつかの内部市場に分割し、さらに市場の不完全性を深化するということである。これはまさに多国籍企業と市場不完全性との間の一種の矛盾現象である。ラグマン自身もこの矛盾を認めた。つまり、「多国籍企業は、外部市場の不完全性の被害者であると同時に、それを保持し続けようとする加害者でもある¹²⁾」。したがって、われわれは企業特殊優位性の意義を次のように認識すべきである。すなわち、企業特殊優位性は、市場の不完全性へ対応して、企業に超過利潤、市場に寡占化をもたらす企業資産である。そして、多国籍企業が企業全体の利益最大化を実現するために企業特殊優位性は欠かせないものである。

注：10. Rugman. A. M., 1981 "Inside the Multinational" Croom Helm. (江夏健一・中島 潤・有沢孝義・藤沢武史訳『多国籍企業と内部化理論』ミネルヴァ書房. 1983. 10頁)

11. Dunning John. H., 'Explaining Changing Patterns of International Production: In Defence of the Eclectic Theory', "Oxford Bulletin of Economics and Statistics", 41 (NOV): PP. 269-296

12. Rugman. A. M., 1981 "Inside the Multinational" Croom Helm. (江夏健一・中島 潤・有沢孝義・藤沢武史訳『多国籍企業と内部化理論』ミネルヴァ書房. 1983. 37頁)

五 むすびにかえて

80年代になって、日本企業は資金調達、資金運用などのために独自に海外で金融子会社を設立するケースがかなり多くみられるようになった。この金融子会社の設立は一時的にブームになったものの、バブル経済の崩壊に伴って沈静化した。前述したように、それは決して金融子会社の存在意義を否定するの

はなく、むしろ金融子会社のあるべき姿を再確認してその機能を再構築しつつあるということの意味する。特にこれからの海外直接投資において、金融子会社の、グローバルな拠点網全体の資金調達と分配の窓口および関連企業に対する開発・生産・販売資金を低コストで一元的に調達する機関としての役割はさらに重要かつ鮮明になってくる。しかしながら、金融子会社の機能、役割を理解するにはその行動原理を説明する体系的理論が必要である。そのため、われわれは、資金調達コストおよび企業特殊優位性の概念を金融子会社の枠組の中に組み入れた。

本稿では、取引コストを念頭に置きながら資金調達の利子率を取り上げることによって金融子会社という資金調達戦略のモデルを構築することを試みた。われわれは、単純化のために取引コストを直接にモデルの中に組み入れてない。というのは、資金調達を行うにあたってどのぐらいの取引コストがかかるかを計算するのは極めて難しいからである。取引コストは市場の価格メカニズムの使用から発生したものである。多国籍企業は、金融子会社による資金調達の内部化を通じて資金の分配とその価格付けを統制することができるため、各子会社にかかわる資金調達の取引コストを節約できると思われる。例えば、少なくともそれぞれの契約の交渉と締結のための費用、外部市場を利用することによる不確実性の発生費用、適正価格を見いだすための費用などを節約できる。したがって、このモデルで導き出された意思決定式は、取引コストの節約によるメリットを考慮に入れていないため、常に金融子会社を設立するメリットを過小評価すると思われる。しかし、このモデルは、多国籍企業が金融子会社を利用するか否かの意思決定を行うにあたって一つの有意義な指標を提供することができる。

多国籍企業は、金融子会社による資金調達の内部化を通じて、資金の分配とその価格付けを統制することができる。そのため、多国籍企業の資金の調達・分配がより効率的になる。そして、この効率性および資金調達コストの節約は、企業間競争において多国籍企業にある種の競争優位をもたらすことができる。この競争優位はいわゆる企業特殊優位性である。企業特殊優位性は、異なる国の企業間競争および参入障壁を克服するために欠かせないものであり、金融子

会社設立の中核的意義として認識されねばならない。

海外金融子会社の設立は多国籍企業の典型的な財務戦略であり、それに関わる問題も多種多様である。本稿では、金融子会社に関係する金融規制、法規制などの制度的な問題を捨象してもっぱら資金調達コストに焦点を当ててきた。しかし、多国籍企業が金融子会社を設立するにあたって特にその立地問題に対して、被投資国の金融規制、法規制などは決定的な影響力を持っていると考えられる。また、より正確な金融子会社の意思決定式を導出するため、取引コストの捉え方およびモデルへの直接導入の可能性はさらに検討される必要がある。したがって、これらの要因を影響変数とみなして金融子会社の理論を拡張することは今後に残された課題である。

参 考 文 献

- [1] Alan C. Shapiro 'Capital Budgeting for the Multinational Corporation' *Financial Management* Vol. 7 (Spring 1978), pp 7-16.
- [2] Alan C. Shapiro. *Multinational Financial Management*, Fourth Edition Allyn and Bacon 1992.
- [3] 江夏健一『多国籍企業要論』文真堂 1984。
- [4] R. H. Coase "The Nature of the firm" *Ecnomnica*, vol. 4, November 1937, pp. 386-405
- [5] 生方幸夫『金融子会社』日本経済新聞社 1986。
- [6] 大塚順次郎『国際財務戦略』有斐閣 1991。
- [7] 北川哲雄『ファイナンス・カンパニー』東洋経済新報社 1987。
- [8] 新保博彦『多国籍企業と南北問題』同文館 1989
- [9] Dunning John. H., "Explaining Changing Patterns of International Production: In Defence of the Eclectic Theory", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* , 41 (NOV.) PP. 269-296.
- [10] 日経公社債情報 93. 8. 2。
- [11] Hymer. Stephen Herbert, *The International Operations of National Firms : A Study of Direct Foreign Investment*, Ph. D., M. I. T., Published from The MIT Press in 1976 / 宮崎義一編訳『多国籍企業』岩波書店, 1979。
- [12] Peter J. Buckley and Mark Casson. *The Future of the Multinational Enterprise*. Macmillan Publisher Ltd., London, 1976.
- [13] 洞口治夫『日本企業の海外直接投資』東京大学出版社 1992。

- [14] 向 寿一『現代日本企業と多国籍総合金融機関』同文館 1990。
- [15] Rugman. A. M., 1981 "*Inside the Multinational*" Croom Helm. (江夏健一・中島 潤・有沢孝義・藤沢武史訳『多国籍企業と内部化理論』ミネルヴァ書房、1983)。
- [16] 王 忠毅「日本企業の海外直接投資の資金調達とその支配戦略に関する考察—海外金融子会社の再評価—」, 『経済論究』第87号, 九州大学大学院経済学会 pp. 313-337.