

戦略的意思決定としての外国投資

小樽商科大学助教授 籾本 智之

1. はじめに

外国投資の動機には、様々なものがあるが、Eiteman *et al.*によると、市場の拡大、原料の調達、製造原価の削減、知識の獲得などのいずれかあるいは複数の組み合わせにより、企業は外国投資を行うとしている [Eiteman *et al.*, 1992, p. 436]。もっとも Eiteman *et al.* は製造原価の削減として、具体的には労務費の削減をかかげている。これらの動機は外国投資に様々な影響を与えるが、特に市場の拡大と原料の調達は、現地子会社が行う活動の範囲と関係する。

本稿の第2節および第3節では、この二つの動機が製造拠点、販売拠点、製造・販売拠点のいずれの拠点として現地子会社を設立するのかといった点を考察する。特に従来の研究では、製造・販売拠点としての外国投資を扱っている [Eiteman *et al.*, 1992; Shapiro, 1996; 籾本, 1994, 1996a, 1997a]。たしかに製造・販売拠点としての外国投資を扱うことにより、製造拠点や販売拠点としての場合も包含して議論できるメリットはある。しかし、実際の外国投資を見る限り、

国によって製造拠点を設立するか、販売拠点を設立するか異なっている。したがって、製造拠点や販売拠点としての場合だけを議論するメリットも高いであろう。

従来、管理会計の分野では、投資の意思決定を企業の経営構造の変化をもたらすものであるかどうかにより、戦略的意思決定と業務執行的意思決定に分類する。この分類によれば、外国投資はもちろん戦略的意思決定の範疇に属する。この「戦略的」という修飾語が持つ意味は極めて広くなってきており、ややもすればいかなる意味かも限定されずに用いられることも少なくない。そこで、本稿では外国投資の文脈に限ってではあるが、「戦略的」が持ついくつかの意味を明らかにしたい。

ところで、外国投資の意思決定は、他の投資の意思決定と同様に、非常に複雑なプロセスを踏まえる。そのプロセス内では、もちろん管理会計情報として提供されるDCF法に基づいた評価も含まれる。この評価も複雑であるが、外国投資の場合、多くの前提条件を仮定するため、前提条件の整理の仕方自体が重要となってくる。シミュレーション的な技法の利用が有益で

ある。つまり、DCF法で意思決定を行う場合、一度前提条件を設定しキャッシュ・フローを予測して、DCF法にて評価し、評価結果を考慮して前提条件を再評価して変更しキャッシュ・フローを修正予測して、DCF法で再評価するというようにプロセスを繰り返すことによって、精度の高い予測を行うとする。もちろん、この場合、NPV法であれば、正味現在価値が正であるようにするために、都合の良い前提条件を設定して、キャッシュ・フローを予測するのであれば、何の意味もない。あくまでも、前提条件を深く吟味して、より実現性の高いキャッシュ・フローを予測する必要がある。

2. 外国投資の動機と国際化する活動内容

外国投資によって設立される現地子会社は、販売活動、製造活動、財務活動のいずれかもしくは複数を担当する。販売活動に特化する現地子会社は販売拠点と呼ばれ、製造活動に特化する場合は製造拠点と呼ばれる。この両活動を行う場合は、製造・販売拠点と呼ばれる。財務活動をどの程度現地子会社が担うかは、企業集団全体の財務戦略と大きく関係しているが、通常拠点として規模が大きくなる場合は、現地国資本市場から資金を調達することが多い。ちなみに、財務活動にのみ特化する場合は、金融子会社と呼ばれるが、本論文ではこのような子会社の設立は考慮しない。

これら販売拠点、製造拠点、製造・販売拠点のいずれとして現地子会社を設立するかは、外国投資の動機と深く関わっている。一国内で製造および販売活動を行っている企業が、国内での競争激化そして市場の飽和に対処するため、様々な戦略を採る。今まで従事していなかった

市場に新たに参入する多角化、製造原価の削減をねらった垂直的統合などの戦略を採って、国内で製造および販売活動を拡充することによって、国内市場での競争に打ち勝とうとする。もちろんこのほかにも、現行の市場で競争優位を確保するために、徹底的なコスト・マネジメントを行う必要もある。

いずれにせよこれらの戦略は、国内で製造および販売をすることが前提となっている。この前提を変えるのが、外国投資である。その一つは、市場拡大の動機から外国に販売拠点を設け、製品を輸出する戦略である。すなわち、販売活動の国際化である。

もう一つは、国内市場でのマーケットシェアを高めるために、製造原価削減の動機から、何らかの製造原価要素が相対的に安価である外国に製造拠点を設立して、本国に輸入する戦略である。これは製造活動の国際化である。

そして、これら二つの国際化は結びついて、製造・販売拠点を外国に設けることになる製造・販売活動の国際化もある。ただし、この結びつき方には二つの経路がある。第一の経路は、販売拠点から製造・販売拠点に変更する経路である。この経路は、外国に設けられた販売拠点が外国での販売活動の規模を拡大することによって生じる問題に対処するためである。通常、販売活動規模の拡大は、製造活動規模も拡大しなければ達成できない。したがって、外国にある販売拠点は、本国ないしは第三国から製品を輸入するか、現地に製造拠点も合わせ持つことによって、現地国市場の需要に応えなければならない。つまり、市場の更なる拡大、ないしは拡大した市場の維持という動機が生じるのである。

輸入か現地生産のいずれが適切であるかは、現地国での状況に依存する。現地国で輸入制限

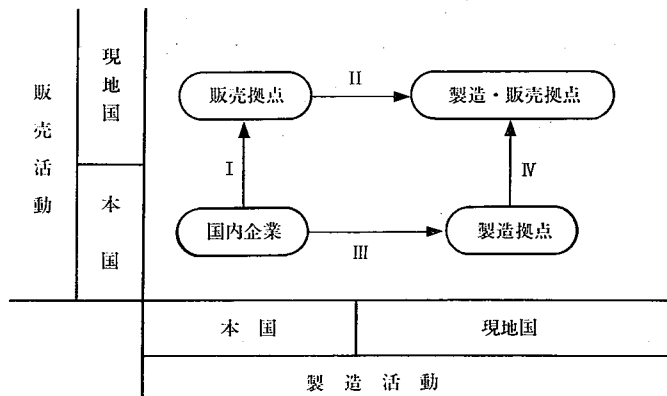
が課せられ、現地生産せざるを得ない場合もある。また、現地国で販売される製品が現地国での市場ニーズに見合う必要があり、本国で製造する製品と異なる場合は、本国で現地販売用と本国販売用の2種類の製品を製造するよりは、現地生産の方が経済的である場合もある。この経済性には、本国からの輸送コストの削減、あるいは現地国の各種優遇措置によるベネフィットがある一方で、輸入制

限の場合におけるローカル・コンテンツに伴う買入部品原価の増加といったコストの両面から検討する必要がある。いずれにせよ、製造原価の能率という面を考慮するのである。また、本国と現地国間での為替レートの予期せぬ変動といった、ベネフィットあるいはコストのいずれかへ影響を及ぼすようなリスクの問題も絡んでくる。

第二の経路は製造拠点から製造・販売拠点に変更する経路である。前述したように、製造拠点の設置は、何らかの製造原価要素における優位性故である。特に、労務費における優位性が強調されることが多い。現地国の労務費が本国と比べて安価である状態が永続するとは限らない。現地国に多数の製造拠点が設置されると、そこでの雇用者が受け取る賃金総額が現地国全体での国民所得に占める割合が増加し、かつ国民所得全体が増加する。国民所得の増加により、現地国に販売市場が形成される。近年のアセアン諸国が格好の例である。かくして企業は、市場の拡大を動機として、製造拠点を設けていた現地国に販売活動をも開始するため、単純な製造拠点から製造・販売拠点へと変更する。

以上の製造活動と販売活動の国際化を図示す

図表1 製造および販売活動の国際化



ると、上図のようになろう注(1)。

もちろん、上の図表における類型IとIIまたはIIIとIVが同時になされることもある。以下では、類型IとIIIによる場合の外国投資に関連するキャッシュ・フローを整理することにする。類型IIとIVについては、明示的ではないものの拙稿で取り扱った【籙本, 1996a, 1997】。

3. 販売拠点設置の場合の

キャッシュ・フロー

筆者はこれまでに、外国投資に関連するキャッシュ・フローについて、会計単位の問題、重視すべきキャッシュ・フロー概念を論じてきた【籙本, 1996a, 1997a】。これらの一連の論文では、製造・販売拠点としての現地子会社の設立を暗黙の対象としていた。以下では、前述した4つの類型によって、関連するキャッシュ・フローがどうなるのかを検討する。本節では、販売拠点としての現地子会社の設立を扱う。

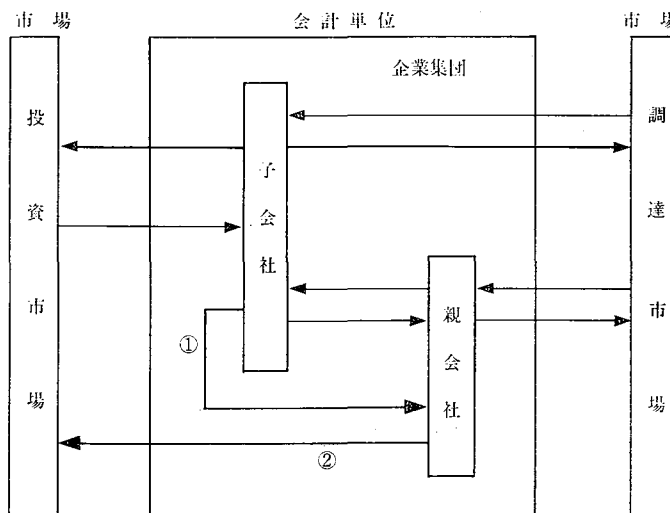
注(1) 矢印に付した番号は、必ずしも連番とはなっていない。つまり、IとIIの関係およびIIIとIVの関係は時間の流れの点で関連があるので連番になっているが、IとIIIないしはIIとIIIの関係は時間の流れとは無関連である。

右に示す図表では、非常に簡略化した内容となっている。各会計単位におけるキャッシュ・フローのうち、オペレーティング・キャッシュ・フローとファイナンシャル・キャッシュ・フローに注目するためである。外国投資も含め、いかなる投資の意思決定も、正味現在価値法や内部利益率法のような方法で評価する場合は、オペレーティング・キャッシュ・フローに注目するのが原則である。ただし、外国投資の場合、子会社にとってはファイナンシャル・キャッシュ・フローであっても親会社にとってはオペレーティング・キャッシュ・フローとなる場合もあり、オペレーティングかファイナンシャルかは、会計単位に依存する。また、親・子会社間のキャッシュ・フローは企業集団を会計単位とした場合には、相殺されて無関連なキャッシュ・フローとなる。これらの点については、[籾本, 1996a] および [籾本, 1997] を参照されたい。

さて、図表2では、現地国に販売拠点としての子会社を設立し、本国の親会社が追加的に製品を製造し現地国子会社に輸出し、現地国子会社が現地国市場に販売するという投資案の差額キャッシュ・フローが整理されている。この投資案に対する代替案は、当該投資案の棄却である。つまり、この投資案を採用すべきか否かの意思決定とする。

この図表も含め以後の図表にも共通する点を先に説明する。図表中央には各会計単位が示されており、各会計単位の左側にはオペレーティング・キャッシュ・フローが、右側にはファイナンシャル・キャッシュ・フローが描かれている。

図表2 販売拠点としての現地子会社設立の場合のキャッシュ・フロー



出典：[籾本, 1997a, p.67]を一部修正した。

図表左端の市場(投資市場)は、各会計単位のオペレーティング・キャッシュ・フローの流出先を一括して示している。たとえば、図表2では、子会社が製品を販売するので、市場から販売代金を受け取り、また販売活動に関するコストを支出するので、市場と子会社間でオペレーティング・キャッシュ・フローが描かれることになる。また、子会社は親会社と企業集団外部の両者から資金調達を行うことにする。図表では、親会社の子会社に対する持分割合(出資比率)については、なんらの仮定を前提とはしないが、議論を複雑にしないため、100%とする注(2)。そして、各図表では、税金については明示していないが、すべて税引後キャッシュ

注(2) 100%所有ではなくても、以下の議論は成立する。100%未満であれば、他の出資者(企業)との合弁になる。合弁の場合、他の出資企業も図表に描く必要がでてくるが、本稿で扱う議論ではそこまでは対象としない。しかし、合弁を考慮したとしても、図表のキャッシュ・フローはそれぞれ持分割合を考慮したものとして解釈することもできるので、依然本稿の図表は有効であろう。

・フローとして理解することができよう注(3)。

図表2中の①のキャッシュ・フローは、現地国子会社が本国親会社から輸入する製品に対するキャッシュ・アウトフローとロイヤルティに代表される配当金以外の親会社への送金キャッシュ・アウトフローとの合計を意味する。②は、親会社が製品を製造するのでそれに伴う差額キャッシュ・アウトフローと親会社の本社機能の差額キャッシュ・アウトフローと表している。

すべてのキャッシュ・アウトフローは、キャッシュ・インフローで回収する必要があるが、特に親会社は本社機能の差額キャッシュ・フローを回収する必要がある。このキャッシュ・フローは様々な源泉から回収される。本節のケースでは、子会社に輸出する製品の売上高、ロイヤルティ、配当金などで回収する。これらのキャッシュ・フローは、現地国と本国での課税に大きな影響を与える。影響は一律的なものではない。つまり、たとえばロイヤルティと配当金に課される源泉徴収率は異なる場合があり、この結果、税引後のネットキャッシュ・フローは項目によって大きく変化する。したがって、税務戦略上もっとも有利になるようにキャッシュ・フロー項目を決定する必要がある。

さらに、本社機能のキャッシュ・フローをどの程度特定の子会社から回収するかも考慮する必要がある。一般的に、拠点として現地国に設置されても日が浅い場合は、子会社にはキャッシュ・フローの余裕は低い。現地に投資して何年たってから子会社から回収するかを、投資の意思決定を行う際に事前に決定しておく必要がある。いいかえれば、子会社にあたる自律性をどの程度にするかを決定する必要がある〔篠本, 1997a〕。

ところで、この本社機能のキャッシュ・フローを子会社からの配当金の形で回収すること

は、子会社の観点でのキャッシュ・フローを予測する場合、オペレーティング・キャッシュ・フローだけではなくファイナンシャル・キャッシュ・フローも同時に予測することを不可欠とする。この点は、従来、投資の意思決定では、ファイナンシャル・キャッシュ・フローは資本コストの問題として、オペレーティング・キャッシュ・フローの予測とは無関連であるとする考え方に反するものである。親会社の観点では、図表2からも明らかのように、オペレーティング・キャッシュ・フローではある。子会社と親会社の観点でのキャッシュ・フローを連結して作成する企業集団キャッシュ・フローでは、相殺消去されるので無関係なものに見えるが、実はそうではない。というのは、子会社と親会社間の取引は、税金に影響を及ぼし、企業集団のキャッシュ・フローにも影響を及ぼすからである。

4. 製造拠点の設置の場合の

キャッシュ・フロー

次に、製造拠点としての現地子会社を設立する場合を考察しよう。現地子会社では、一部の製造原価要素については現地で調達し、一部は親会社から調達するとする。親会社から調達する一部の原価要素として、たとえば部品があげられる。第2節で述べたように、製造原価、特に労務費の削減を動機として現地国子会社を設立する場合、このような現地国では部品を調達

注(3) 外国投資の場合、課税が現地国と本国でなされるので非常に複雑となり、また各国で課税の対象となる範囲や税率も相違している。したがって実際の意思決定では現地国の税法および現地国・本国間の税金に関する条約に精通する必要がある。税率の相違が各会計単位のキャッシュ・フローに与える影響については、仮想的な設例も設けた抽稿〔1994〕を参照されたい。

できないことがある。当該現地国で部品を製造しているメーカーが存在しなかったり、あるいは存在したとしても品質・納期等の点で問題があることがある。こういった場合、結局本国から部品を輸入することが最も経済的と判断されよう。ただし、現地国ではローカル・コンテンツの問題もあり、本国からの輸入も困難で、原価が高くなって現地で調達することが必要な場合もある。

図表3は、製造拠点としての現地子会社を設立し、そこで製造した製品を親会社を通じて販売する場合のキャッシュ・フローを示したものである。

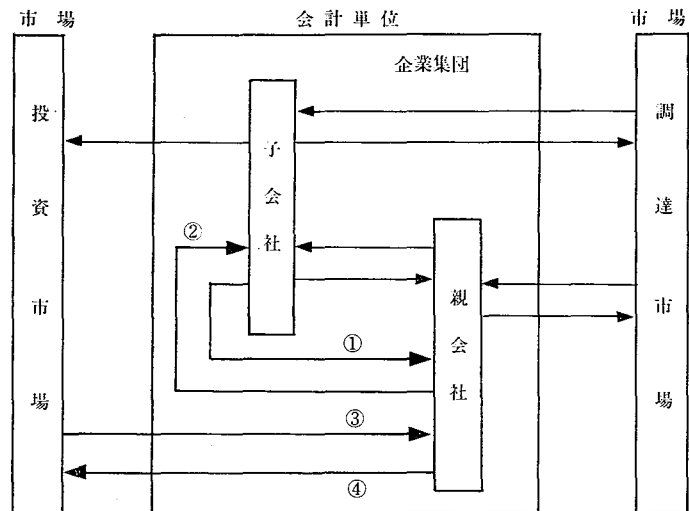
図表2と比べて若干複雑になっている。図表中の①のキャッシュ・フローは、親会社から調達して部品等の支払額と、図表2で述べたようなロイヤルティを表している。②は子会社から親会社へ販売する製品の売上代金に相当する。③は、親会社が企業集団外部に製品を販売する売上代金を表している。④の内容は、親会社が子会社に輸出する部品の製造に伴う差額キャッシュ・フロー、親会社が製品を販売する際に必要となる販売費に相当する差額キャッシュ・フロー、そして親会社の本社機能の差額キャッシュ・フローの3種類からなる。

前節での本社機能の差額キャッシュ・フローに関する議論は、このケースでも必要であることは言うまでもない。

5. 戦略的観点と財務的観点

かつてKaplanは、工場におけるCIM投資では「信念」にのみ基づいて意思決定を行うの

図表3 製造拠点としての現地子会社設立の場合のキャッシュ・フロー



出典：[藤本, 1997a, p.67]を一部修正した。

ではなく、適切にDCF法を採用すべきであると指摘した。彼は、CIM投資の場合、意思決定の結果工場内にできる空きスペースの機会利益をキャッシュ・フローに計上することによって、DCF法でCIM投資を採用に値する意思決定であると評価すべきであると主張している [Kaplan, 1986]。

外国投資の意思決定においても同様な状況が指摘されている。すなわち、Eiteman *et al.* (1992) は次のように述べている。「何故、財務的観点ではなくむしろ戦略的観点が、外国投資の意思決定にとって最も重要な動機らしいのか。政治リスクや外国為替リスクを知覚すると、往々にして外国プロジェクトに適切なリスク調整割引率の算定が怪しくなる。その結果、予測値の結果は広範囲なものとなり、正味現在価値の唯一の予測値を求めようとする割引キャッシュ・フロー分析はいかなるものであれ信頼性を失う。したがって、割引キャッシュ・フロー分析を適切に適用して特定プロジェクトを分析し

たとしても、それは多国籍企業が投資しようとする国を選択する際の決定的要素とはならないのが通常である。多国籍企業の多数のサンプルからなる実証研究はこの結論を支持している。』[Eiteman *et al.*, 1992, p. 437] ここで、戦略的観点とは冒頭で触れた動機を指している。だからといって財務的観点を行う必要がないとはせず、むしろ積極的に行うべきだと彼らも指摘している [p. 493]。

戦略的観点と財務的観点を対立的に捉えるのではなく、できうる限り戦略的観点を財務的観点到反映させて、財務的観点から評価すべきであることになる。いわば戦略的意思決定の必要性を主張していると言えよう。

前述した外国投資の動機には知識の獲得があるが、企業にとって知識の獲得は将来のキャッシュ・フローに結びつかなければ何の価値もない。しかし、知識の獲得には時間がかかるのも事実であろう。たとえ、外国市場における販売面での知識を獲得する動機で販売拠点を設立しようとしても、将来のどの時点で十分な知識を獲得できるか事前に予測することは不可能である。しかしながら、販売面の知識の効果をマーケットシェアで代理し、将来の目標値としてマーケットシェアを徐々に高いものにして、キャッシュ・フローを予測することは可能である。例えば、販売拠点設立から3年間はマーケットシェアを10%にし、以降毎年5%ずつシェアを高くしてキャッシュ・フローを予測しておくことによって、販売拠点に対して知識獲得の具体的な努力目標を設定し、拠点の活動を方向付ける。このことにより、知識獲得を受け身的な待ちの姿勢で臨むのではなく、戦略的にキャッシュ・フローに反映させることができよう。こういった目標の設定には、動機付けの観点からも販売拠点の戦略実行者が参加する必要がある。

また販売拠点の経営管理者に対する業績評価システムも工夫が必要となろう。

6. まとめにかえて

本稿では、外国投資の2つの主要な動機、つまり市場の拡大と製造原価の削減に注目し、これらの動機を満たすために必要な子会社の活動範囲を規定し、次いで販売拠点および製造拠点として現地子会社を設立する場合のキャッシュ・フローについて考察した。こうした考察の背後には、外国投資も含めた投資の意思決定において問題の把握が重要であるとの考え方がある。Anthony = Reece は、「問題が明確に定義されない限り、その解答に関連する金額を決定することはできない。多くの場合、問題の定義はプロセス全体の内で最も重要な部分であろう。」[Anthony = Reece, 1989, p. 740] と述べているが、外国投資においても、問題の把握、つまり動機の特定が非常に重要なプロセスとなる。問題を明確に特定化しなければ、いたずらに代替案を増やすことになる。かれらは、「ほとんどの問題では、一つの代替案は、現在行われているものを続ける、つまり提案されている変化を棄却することである。この現状維持という代替案、これは基準案と呼ばれるが、他の代替案を測定する上での規準として用いる。」(Anthony = Reece, 1989, p. 741) と主張し、代替案の評価における基本的な考え方を示している。

ただし「現状維持」という代替案は、現在が未来に続くことを前提とはしない。つまり、企業が外国投資を行うのは、国内での競争の激化が要因となっている。したがって未来に向け何らかの行動をとらない限り、現在のキャッシュ・フローを企業は維持できない。未来に向けて

キャッシュ・フローが減少していくと考えるべきである。

さて、外国投資を戦略的意思決定としてとらえる場合、戦略的という修飾語にはいくつかの意味があることが明らかになった。まず、外国投資が外国籍企業全体にとっての戦略の一環として行われる点である。それ故、管理会計情報としての割引キャッシュ・フロー分析よりは、戦略の実施という点が強く意識される。確かに、管理会計情報は意思決定に適する情報とはいえ、そのみで意思決定が行われるわけではなく、その他の情報に基づいて総合的に判断されるものではある。しかし、だからといって割引キャッシュ・フロー分析を無視していいわけではない。Kaplan がいみじくも「信念」という言葉で表現したが、「信念」で意思決定を行うのは賢明ではない。したがって、合理的な意思決定を行うには、戦略的観点をキャッシュ・フローに結びつける必要がある。さらに、親会社と子会社のキャッシュ・フローを予測するためには、親会社の本社機能としてのキャッシュ・フローを回収するために、ロイヤルティと配当金を戦略的に決定する必要がある。これは子会社に与える自律性の程度と深く関係している。

最後に、本稿では扱っていない外国投資の問題点を整理しておく。企業活動の国際化を行う方法として、外国投資をとりあげたが、外国投資以外にも戦略的提携もある。外国投資の意思決定を適切に行うためには、オプションのひとつとして戦略的提携も考慮すべきであろう。また、外国投資には国内投資では考えられないリスクも存在する。子会社から親会社への送金取

引の制限がその例である。こういったリスクに対して、外国投資の意思決定においてどのように扱うかは、国内投資と外国投資の本質的な相違ともなるはずである。これらの課題の解明には時間がかかるであろうが、今後の課題として積極的に取り組んでいきたい。

《引用および参考文献》

- 石井淳蔵・奥村昭博・加護野忠男・野中郁次郎 (1996) 『経営戦略論 (新版)』有斐閣。
- 岡本康雄訳 (1996) 『R. Z. アリバー 多国籍企業パラダイム』文眞堂。
- 小林哲夫 (1992) 『現代原価計算論』中央経済社。
- 篠本智之 (1993a) 「多国籍企業における外国投資の意思決定」一橋論叢, 第109巻第5号, 1993年5月, 94-111頁。
- (1993b) 「外国投資における修正現在価値法の適用」企業会計, 第45巻第9号, 1993年9月, 90-94頁。
- (1994) 「外国投資の経済性計算(1), (2)」札幌学院商経論集, 第11巻第1, 2号, 1994年7, 9月, 57-98頁, 29-66頁。
- (1996a) 「外国投資の会計単位」札幌学院商経論集, 第12巻第3号, 1996年3月, 51-65頁。
- (1996b) 「外国投資の経済性計算プロセス Shapiroの計算例を中心に」札幌学院大学会計学研究所研究年報, 第15号, 1996年3月, 1-8頁。
- (1997a) 「外国投資の意思決定: もう一つの資本予算領域」原価計算研究, 2月, 第21巻第2号, 66-72頁。
- Alan C. Shapiro (1996) *Multinational Financial Management*, Prentice Hall, 5th ed.
- David K. Eiteman, Arthur I. Stonehill and Michael H. Moffett (1992) *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, 6th ed.
- Lee H. Radebaugh and Sidney J. Gray (1997) *International Accounting and Multinational Enterprises*, John Wiley & Sons, Inc., 4th ed.
- Robert N. Anthony and James S. Reece (1989) *Accounting: Text and Cases*, Irwin, 8th ed.
- Robert S. Kaplan (1986) "Must CIM be justified by faith alone?" *Harvard Business Review*, March-April, pp. 87-95.