

# 外国投資の意思決定： もう一つの資本予算領域

簾本 智之

## 1. はじめに

ある企業が多国籍企業となるためには、本社が設立されている国（本国）以外の国に子会社を設立しなければならない。現地国に設立される子会社は製造活動や販売活動、場合によっては資金調達活動まで行う。外国投資とはこのような子会社の設立投資である。日本企業もアジア諸国に積極的に子会社を設立して多国籍企業となろうとしている。このような外国投資の意思決定も企業が直面する重要な意思決定である。

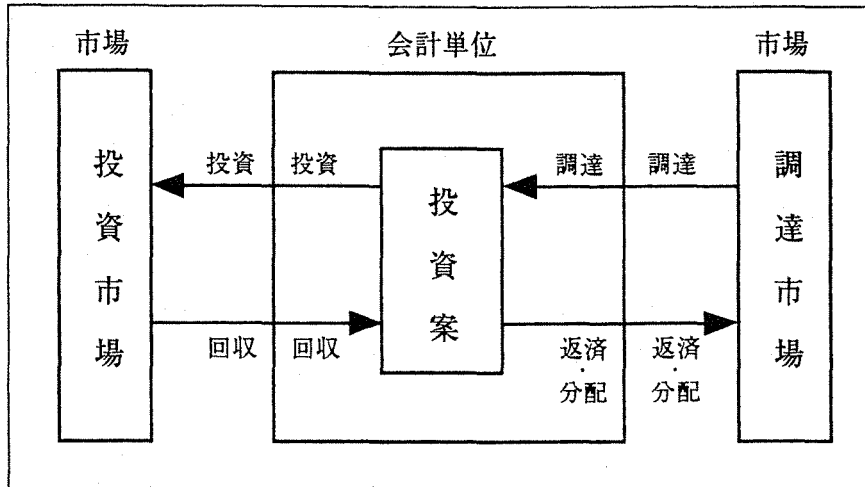
外国投資の意思決定は従来、国際財務管理論の中で議論されてきたものであるが、管理会計論の中でも議論すべき重要なテーマである。本稿では外国投資の意思決定ないしは経済性計算モデルを構築する上で、適切なキャッシュ・フロー概念を論じることにする。

## 2. 3つのキャッシュ・フロー概念

外国投資に適切なキャッシュ・フロー概念を論じる前に、通常管理会計論の資本予算で扱う投資のキャッシュ・フロー概念を整理しておく（図表1参照）。もちろん投資の意思決定で重要なのは投資案に発生する差額キャッシュ・フロー概念である。この差額キャッシュ・フローを図表1では市場と会計単位に着目して整理してある。企業は（調達）市場から資金を調達して、その資金を（投資）市場に投資してそこから回収し、調達資金の返済または利益の分配を（調達）市場に対して行う。調達市場と会計単位間のキャッシュ・フローはフィナンシャル・キャッシュ・フローであり、投資市場と会計単位間のキャッシュ・フローはオペレーティング・キャッシュ・フローである。

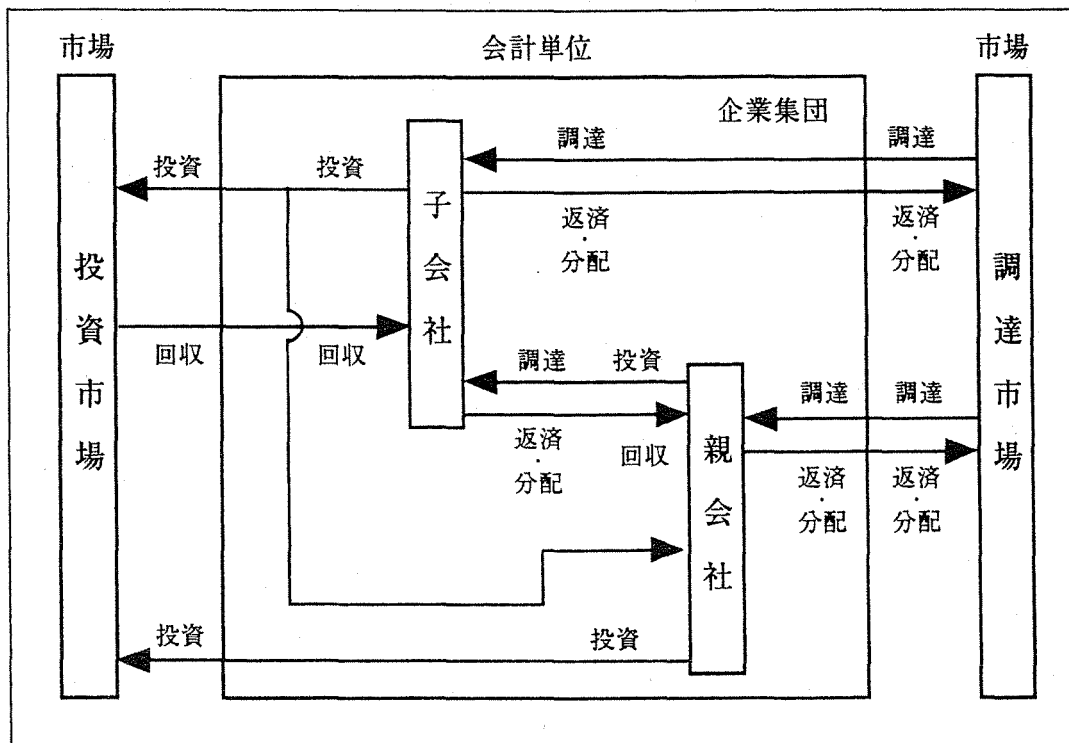
このとき、会計単位を「投資案」と「企業」に分けたとしても、それぞれのキャッシュ・フローは同一である。

■図表1 設備投資のキャッシュ・フロー



出典：（篠本，1996a, p.53）を若干修正

■図表2 外国投資のキャッシュ・フロー



出典：（篠本，1996a, p.54）を若干修正

同様の図を外国投資の場合にも作成してみる（図表2参照）。いま、100%出資子会社を外国に設立し、現地子会社は企業集団外部からも資金を借入調達するとする。外国投資の場合、通常の投資と比べて図が複雑になっているが、それは親会社と子会社間のキャッシュ・フローが加わるからである。親・子会社間のキャッシュ・フローには、(1) 親会社にとってはオペレーティング・キャッシュ・フローであるが、子会社にとってはフィナンシャル・キャッシュ・フローであるものと、(2) 親会社にとっても子会社にとってもオペレーティング・キャッシュ・フローであるものの2種類がある。前者は親会社から子会社への出資金および貸付金関連のキャッシュ・フローであり、後者は「営業取引」として生じるロイヤルティやマネジメント・フィのような子会社から親会社へのキャッシュ・アウトフローである。

ここでは、オペレーティング・キャッシュ・フローに資金計算書でいうところのオペレーティング・キャッシュ・フローとインベストメント・キャッシュ・フローの両者を含めている。つまり、親会社から子会社への出資金および貸付金関連のキャッシュ・フローは、資金計算書ではインベストメント・キャッシュ・フローと呼ぶが、オペレーティング・キャッシュ・フローに含めている。

また、親会社から投資市場に直接つながるキャッシュ・フローは、新たに子会社を設立することから追加的に発生する本社費のキャッシュ・アウトフローである。

以上から、外国投資の意思決定におけるキャッシュ・フローには、(1) 企業集団全体を会計単位とした場合の、企業集団全体から市場への投資と回収からなるキャッシュ・フローである連結キャッシュ・フロー、(2) 親会社を会計単位とした場合の、親会社から子会社への投資と回収および市場への投資からなるキャッシュ・フローである親会社キャッシュ・フロー、(3) 子会社を会計単位とした場合の、子会社から市場への投資と回収からなるキャッシュ・フローである会社キャッシュ・フローの3つが概念として存在することがわかる。

かくして、外国投資の場合、どの会計単位のオペレーティング・キャッシュ・フローを適切なキャッシュ・フロー概念とすべきかが問題となる。図表に則せば、四角で囲まれている各会計単位（企業集団、親会社、子会社）の左側で流出入するキャッシュ・フローのいずれを選択すべきかが解決すべき問題である。

### 3. 子会社の自律性の程度

適切なキャッシュ・フロー概念を選択する際、新規設立の現地子会社と多国籍企業全体との関連を問題とするならば、現地子会社を新規設立する場合、その子会社の多国籍企業全体にとっての戦略上の位置づけを明確にする必要がある。現地子会社の自律性の高い組織として位置づけるのか、自律性の低い組織として位置づけるのかが重要である。

ここで、高い自律性とは子会社が企業集団や親会社とは法的に独立しているだけでなく、経済的にも独立した主体であることを示す。経済的に独立するためには、本社で管理する職能の効果が企業集団全体におよぶ場合の費用を子会社が負担する必要がある。この職能は本社で集権的に管理するのか、あるいは子会社が分権的に管理するのかを各企業集団が決定しなければならない。そのうえで本社で管理する職能の費用を子会社に負担させる。負担の方法には、個々の職能の費用を測定し、子会社が享受する個々の職能の効果を適切に表す配賦基準を用いる場合と、個々の職能の費用合計額をカバーするように子会社の負担額を決める方法の2つがある（Ould, 1991（木村訳, 1995）<sup>1</sup>）。後者の方法は子会社の売上高や使用資本の一定率をベースにして負担額を算定する。このようにして決定される子会社負担額は、ロイヤルティ、マネジメント・フィ等と称される。ロイヤルティ等を子会社が負担し親会社に送金する場合、子会社・親会社間の「営業取引」となる。

自律性が高くあってほしい場合、つまりロイヤリティ等を十分に負担してほしい場合は、子会社キャッシュ・フローを最重視すべきである。子会社キャッシュ・フローの正味現在価値がマイナスの場合はもちろん、少額のプラスの場合、自律性を高めようとしても無理であろう。逆に自律性が低くでも構わない場合は、子会社キャッシュ・フローよりも親会社個別キャッシュ・フローを重視すべきである。親会社個別キャッシュ・フローの正味現在価値が十分に大きくなければ、子会社と親会社が共倒れになり、親会社が子会社の面倒を見ることができなくなるからである。

また、いずれの場合であっても連結キャッシュ・フローも重視しなければならない。企業集団全体の観点からみた場合の連結キャッシュ・フローの正味現在価値がマイナスであれば、子会社、親会社のいずれかがマイナスの正味現在価値を持つことになるからである。

以上まとめると次のようになる。

■図表3 子会社の自立性の程度と重視すべきキャッシュ・フロー概念

	自律性	
	高い	低い
連結キャッシュ・フロー	○	○
親会社個別キャッシュ・フロー	△	◎
子会社キャッシュ・フロー	◎	△

◎○△は重視の程度を示す。

#### 4. むすび

従来、国際財務管理論のなかで外国投資は、(1) 外国投資の意思決定に適切なキャッシュ・フロー概念、(2) 外国投資の特有なリスクの取り扱い方法の2つの論点を中心に考察されてきた(Shapiro, 1992; Eiteman et al., 1992; Abdullah, 1987; Levi, 1990; Rodriguez and Carter, 1984)。 (1) の論点は、子会社キャッシュ・フロー概念と連結キャッシュ・フロー概念のいずれを選択すべきかという形で論じられてきた(Shapiro, 1992; Eiteman et al., 1992; 旗本, 1994, 1996b)。

しかし、筆者が(旗本, 1996a)で明らかにしたように、外国投資のキャッシュ・フローにはこの2つの他に親会社キャッシュ・フロー概念が考えられる。そこで(1)の論点を整理し直し、本稿では、子会社に付与される自律性の程度を基準にして、選択すべきキャッシュ・フロー概念を特定した。この自立性の程度は、具体的な意思決定プロセスの中で最初に決定すべき点であり、そのためにはある国に子会社を設立することの企業集団全体にとっての意義、つまり戦略上の位置づけを明らかにする必要がある。

ただし、子会社の自律性といっても程度の問題であり、実際に意思決定を行う場合には、具体的にどの程度の自律性を子会社に付与すべきかを詳細にしなければならない。また、このこととも関連するが、親会社の本部としての職能を子会社に用益として提供する際のコスト(図表2では親会社から市場への投資のキャッシュ・フローとして示されている)を正確に計算しなければならない。

最後に、筆者に残された研究課題を明記することで本稿のむすびとしたい。まず第一に、外国投資の意思決定の特徴を明らかにするためには、本稿で示したように、資本予算で論じられている設備投資に代表される投資の意思決定におけるキャッシュ・フローと比較するだけでは不十分である。すなわち、外国投資の意思決定は外国に子会社を設立するかどうかの意思決定である故、国内の子会社設立投資のキャッシュ・フローと比較し、子会社設立が外国なのか国内なのかの文

脈で慎重に論じる必要がある。言いかえるならば、本稿で取り上げた外国投資におけるキャッシュ・フロー概念選択の問題が、外国投資に固有の問題であるのか、国内子会社設立投資においても同様の議論があり得るのか、といった本質的問題の検討が上述の(2)の論点の検討と併せて必要であり、今後筆者自身に残された最重要課題のひとつである。

また、筆者のいうところの親会社キャッシュ・フロー概念は、親会社に流出入するキャッシュ・フローに注目すべきことから考えられるものであるが、親会社に流出入するキャッシュ・フローを外国子会社設立投資のリスクの問題としてとらえるアプローチも存在する。たとえば、Abdullahは、現地国から本国への送金の制限による企業集団キャッシュ・フローへの影響を感度分析(シナリオ分析)の形でリスクの問題として処理している(Abdullah, 1987, pp.372-373)。同様のアプローチは(Shapiro, 1996)、(Buckley, 1992)、(Levi, 1990)でもとられている<sup>2</sup>。この送金制限、つまりは送金可能性をリスクとしてとらえるアプローチと、筆者のような親会社キャッシュ・フロー概念を設定するアプローチとの厳密な比較も今後検討していかなければならない。この点も上述の(2)の論点と併せて議論しなければならない。

さらに、本稿では適切なキャッシュ・フロー概念の選択問題において、子会社に付与する自律性の程度を基準とした。唯一の基準であるならば、そのことを証明しなければならず、唯一でなければこれ以外に基準を設けるべきであるが、この点も最重要かつ緊急の研究課題である。

## 注

- 1 前掲書では本社費の扱い方には3つあるとしており、上述の2つの方法以外に負担させない方法を指摘している(木村訳, 1995, pp.266-267)。
- 2 なお、Eiteman et al.の著書の第3版では本国への送金制限の問題を設例を使って詳細に説明されていた(Eiteman and Stonehill, 1982, pp.370-373)が、第5版以降は記述が極端に減少している(第4版は未入手のため不明)。これは現実に外国への送金が規制されている国が少なくなったからであろう(ジェットロ、1996)。

## 参考文献

- Abdullah, Fuad A. 1987. *Financial Management for the Multinational Firm*. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall, Inc.
- Buckley, Adrian. 1992. *Multinational Finance*. 2nd ed. Prentice Hall International (UK) Ltd.
- Eiteman, David K. and Arthur I. Stonehill. 1982. *Multinational Business Finance*. 3rd ed. Reading, Massachusetts : Addison-Wesley Publishing Company.
- Eiteman, David K., Arthur I. Stonehill and Michael H. Moffett. 1992. *Multinational Business Finance*. 6th ed. Reading, Massachusetts : Addison-Wesley Publishing Company.

Levi, Maurice D. 1990. *International Finance : The Markets and Financial Management of Multinational Business*. 2nd ed. New York : McGraw-Hill Publishing Company.

Ould, John. 1991. *Controlling Subsidiary Companies : A guide to group management and financial control*. 2nd ed. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice Hall. (木村幾也訳 (1995) 『子会社の管理と会計 (第2版) - 企業集団の経営管理と財務管理に関する指針』白桃書房.).

Rodriguez, Rita M. and E. Eugene Carter. 1984. *International Financial Management*. 3rd ed. Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall, Inc.

Shapiro, Alan C. 1996. *Multinational Financial Management*. 5th ed. Upper Saddle River, New Jersey : Prentice-Hall, Inc.

日本貿易振興会 (ジェトロ) (1996) 『1996年 ジェトロ白書・投資編 世界と日本の海外直接投資』 日本貿易振興会 (ジェトロ).

篠本智之 (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号, pp.57-98, 第11巻第2号, pp.29-66.

篠本智之 (1996a) 「外国投資の会計単位」『札幌学院商経論集』第12巻第3号, pp.51-65.

篠本智之 (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, pp.1-8.

(筆者 札幌学院大学助教授)