

外国投資の会計単位

籾本 智之

1. はじめに

従来管理会計では、企業の長期的（戦略的）な投資の意思決定といえば、設備投資の意思決定を主に扱ってきた。しかし、現代企業では外国投資も行っている。外国投資の意思決定とは、親会社の存在する国以外の国に、新たな子会社を設立して企業活動を行うべきか否かの意思決定のことである。

仮に、外国投資の意思決定の枠組みが従来の設備投資の意思決定の枠組みと同じであれば、殊更に管理会計において外国投資を問題にする必要はない。設備投資の意思決定を戦略的投資の意思決定と読み代えた上で、戦略的投資は設備投資と外国投資に分類できるとするだけでよい。

しかし、外国投資の意思決定では、次のような複雑な問題を引き起こすとされている [籾本, 1994 a, 58 頁]。

- ① プロジェクトのキャッシュ・フローは、親会社の立場からみたキャッシュ・フローと子会社の立場からみたキャッシュ・フローおよび企業集団の立場からみたキャッシュ・フローとでは異なる。
- ② 本国と現地国の税制度の相違、現地国の送金の制約、現地国の慣習、そして本国と現地国の資本市場制度の相違のために、親会社と子会社の資本構成は異なる。
- ③ 現地国と本国とでインフレ率が相違している場合が多い。
- ④ 為替レートを予測しなければならない。
- ⑤ 収用や資金封鎖といったリスクがある。
- ⑥ 現地国が特に低利の利子率での貸付を提供することがある。これはプロジェクト特定貸付制度と呼ばれる。
- ⑦ 現地国、本国、そして第三国の潜在的購入者にとって、プロジェクトの市場価値が異

なる可能性があるため、残存価額は評価しにくい。

ただこれらの要因は、設備投資の意思決定の枠組みとの比較では記述されていない。本稿では、設備投資の意思決定の枠組みをどのように変更して外国投資の意思決定の枠組みを設定すべきかを検討する。

2. 設備投資の意思決定と外国投資の意思決定との比較

まず、通常の設備投資の意思決定の枠組みをみてみよう。岡本教授は、設備投資の意思決定を現代企業と冒険企業の損益計算に対して、次のような特徴を持つとしている。

[損益計算の基本的枠組の比較]

	現代企業の損益計算	冒険企業の損益計算	設備投資の損益計算
(1)会計単位	企業実体	冒険企業	設備投資案
(2)会計単位の性質	継続企業	1回限り	1回限り
(3)会計期間	会計年度	全期間	全期間
(4)損益計算の内容	期間損益計算	全体損益計算	全体損益計算
(5)損益計算の方法	費用・収益の期間的対応	収入と支出の比較計算	時間価値を考慮した、予想増分現金流入・流出額の比較計算

出所：[岡本，1994，750頁]

この枠組みを利用して、外国投資の意思決定の特徴を考察しよう。

2.1 企業活動とキャッシュ・フローの分類

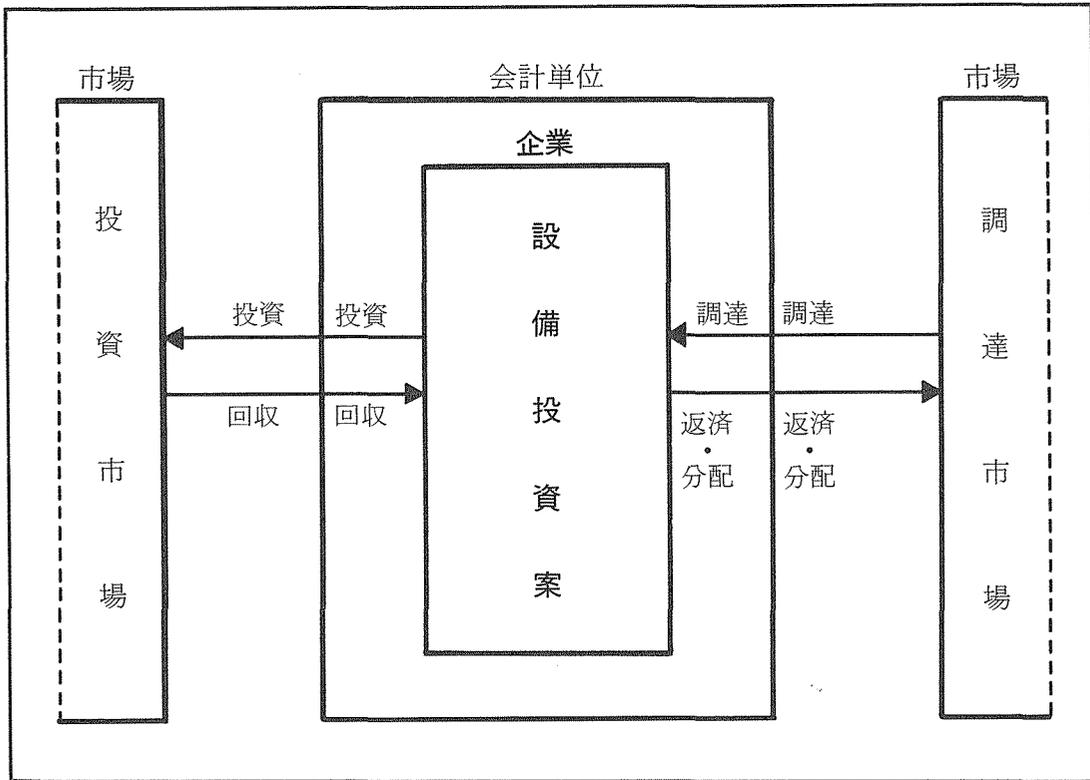
ところで、企業というものは、市場から調達した資金で何らかの資源を獲得し、(1)加工ないしは(2)時・空間的に変化させて、あるいは(3)その両者により財・サービスを市場に提供することによって、資金を市場から回収して、調達資金を元利ともに返済するないしは利益を分配するという活動の連鎖を継続している。ここで「資金で何らかの資源を獲得」ということは、「資金を何らかの財・サービスに投資（投下）する」ということと同じである。したがって、企業活動は、①資金の調達・返済（分配）活動、②資金の投資・回収活動の二つに大きく分類できる。

この企業活動の区分を、設備投資の場合に当てはめてみると、次のような図1で示すことができる。

この図では次の点に注意していただきたい。

- (1) 「調達市場」とは、企業以外のすべての資金提供者、たとえば銀行、社債権者、株主等のことである。

図1 設備投資のキャッシュ・フロー



- (2) 「投資市場」とは、企業が獲得する資源の調達先（購買市場）と財・サービスの提供先（販売市場）の二つをあわせたものである。
- (3) 図中で矢印で示されているのがキャッシュ・フローであるが、投資の意思決定において関連するキャッシュ・フローは当該投資を実行することによって生じる増分ないしは差額キャッシュ・フローである。
- (4) 投資活動と回収活動のキャッシュ・フローは、実際の経済性計算では厳密に総額主義では行われない。投資活動はキャッシュ・アウトフローをもたらし、回収活動はキャッシュ・インフローをもたらすが、経済性計算では純額であるネット・キャッシュ・インフローを計算すればよい。たとえば、材料の購入は投資活動であり、キャッシュ・アウトフローをもたらすが、売上高（回収額）のキャッシュ・インフローから差し引かれることになる。要はネット・キャッシュ・フローを計算すればよいからである。
- (5) この図では、法人税が明示されていないが、税引後の差額キャッシュ・フローを示している。したがって、法人税は回収のキャッシュ・フロー（営業利益に関する部分）および返済のキャッシュ・フロー（支払利息に関する部分）で調整されていると考える。このような図を外国投資で作成してみると次のような図2となる。

図2 外国投資のキャッシュ・フロー

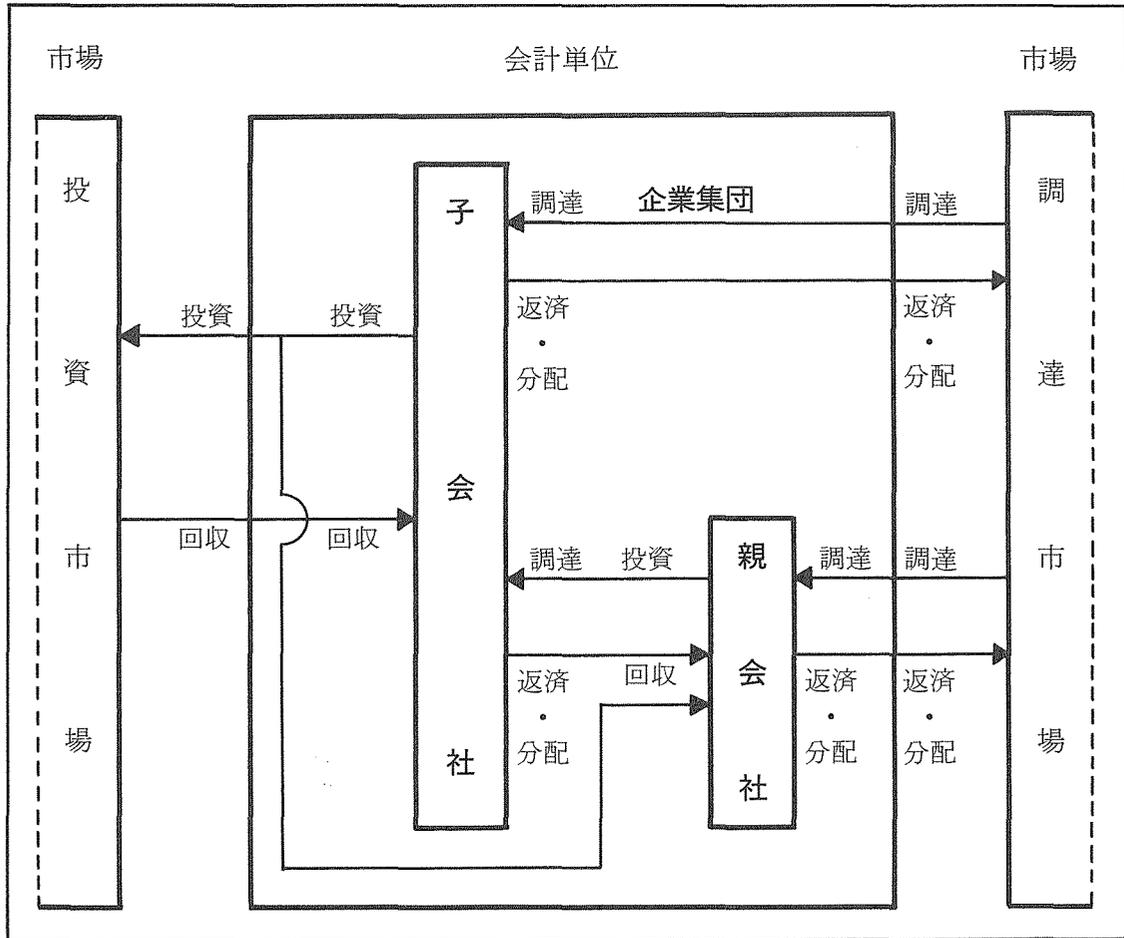


図2でも図1と同様な点に注意しなければならないが、その他に次の点に注意していただきたい。

- (1) 図1の注意点で「企業」とあったのは図2では「企業集団」と読みかえる。
- (2) 子会社は親会社以外からも資金を調達することを想定している。もし、外国投資において、子会社が資金のすべてを親会社から調達するのであれば、子会社と調達市場を結ぶ調達・返済額をゼロとすればよい。
- (3) 図中で子会社の左側から親会社の左側に向いている矢印は、子会社が親会社に支払う技術使用料（ライセンス・フィ）や経営指導料（マネジメント・フィ）を意味する。このキャッシュ・フローは、子会社にとっては投資活動の一環として支出されるものであるが、親会社にとっては投資額に対する回収額である。もちろんこれらのキャッシュ・フローと配当を混同してはならない。配当金は子会社からみれば、調達した資金に対する利益の分配であり、投資活動のキャッシュ・フローではない。

2.2 会計単位の比較

図1をみると、設備投資案のキャッシュ・フローと企業のキャッシュ・フローは一致している。したがって、設備投資の場合、キャッシュ・フローを設備投資案に帰属させて計算することが可能なのである。このことが、設備投資において、設備投資案を会計単位にするということの意味である。

これに対して、図2では、子会社のキャッシュ・フローと親会社のキャッシュ・フローは一致していない。したがって、設備投資の場合のように簡単に会計単位を設定することはできない。形式的には、設備投資の場合のように、外国投資の会計単位を外国投資案とすることもできる。しかし、外国投資案としても、子会社レベルで把握するのか、親会社レベルで把握するのか、企業集団レベルで把握するのか、のいずれかを決定しなければならない。要約すると、外国投資の意思決定においては、会計単位に設定する上で何らかの仮定ないしは前提が必要となるのである。

また、設備投資の意思決定では、図1の調達・返済活動によるキャッシュ・フローは資本コスト率の算定上考慮すべきであるとして、投資・回収活動によるキャッシュ・フローにだけ着目する。つまり、投資・回収活動のキャッシュ・フローと調達・返済活動のキャッシュ・フローを明確に区分する。これに対して、外国投資の場合、親会社のレベルで把握した外国投資案を会計単位とする場合、投資・回収活動のキャッシュ・フローと調達・返済活動のキャッシュ・フローを明確に区分するのであるが、子会社の調達・返済活動の意思決定を行わないと、親会社の投資・回収活動によるキャッシュ・フローを計算できない。

2.3 会計単位の性質の問題

外国投資の会計単位は、いずれにせよ継続企業という性質を持つ。したがって、何らかの期限を設けて1回限りの性質を付与しなければ、意思決定できなくなってしまう。この点は、設備の特性からある程度の期間を設定することができる設備投資の場合と著しく異なる。つまり、外国投資の場合、かなり人為的な仮定を設けて期間を計算上決定しておかなければならない。たとえば、現地子会社が販売する製品のライフ・サイクルを考慮して会計期間とすることもできよう。この場合でも、どこまでライフ・サイクルを正確に予測できるのかが問題となる。

このことから、外国投資の場合残存価額の計算が困難になることが理解できよう。残存価額の計算にあたっては、子会社を(1)清算する、(2)第三者に売却することを仮定し、清算価額ないしは売却価額を見積もらなければならない。売却する場合には、先に述べた外国投資の特徴⑦が問題となろう。

3. 計算例

3つの会計単位がどのような関係にあるのかを計算例を通じてみてみよう。現実味のある詳細な計算例よりも、非常に簡単な計算例の方が本質を理解しやすいため、次のような計算例を考察対象とする。

〔例〕 今、ある米国系企業（以下P社と呼ぶ）がある外国（通貨は米国と同じドル（\$）である）に子会社（以下S社と呼ぶ）を設立しようとしている。S社はP社から\$Aの資本の拠出を受け、また銀行から\$Bを借り入れる。\$Cで設備を購入する。

設備は耐用年数2年、残存価額ゼロ、定額法で減価償却される。S社の向こう2年間の売上高は毎年\$Dであり（現金収入）、費用は減価償却費とライセンス・フィだけである。ライセンス・フィは売上高に α ($0 < \alpha < 1$) を乗じて計算される。当該プロジェクトの耐用年数は2年であるとし、2年度末に清算されたとする。銀行からの借入金は、2年間の均等払いで期末に返済し、利息は每期首残高の10%とする。

現地国と本国の法人税率が t で等しいとする。経済性計算として、正味現在価値法を用いる。子会社、親会社、企業集団の割引率をそれぞれ r_s , r_p , r_G とする。

子会社は(1)利益を全額内部留保する、(2)利益を全額親会社に配当する、の2つの配当政策をとれるとする。

3.1 子会社のキャッシュ・フロー

まず、初期投資額、つまり0時点のキャッシュ・アウトフローは、運転資本（現金） $\$A+B-C$ と設備\$Cの合計額 $\$A+B$ である。

次に、年々のキャッシュ・フローの計算であるが、支払利息はキャッシュ・フローに含めないことに注意すべきである。支払利息は資金調達・返済活動によるキャッシュ・フローであって、投資・回収活動によるキャッシュ・フローではないからである。

年々のキャッシュ・フローは

$$(1-\text{法人税率 } t) \times (\text{売上高 } \$D - \text{ライセンス・フィ } \$D \times \alpha) + \text{法人税率 } t \times \text{減価償却費} \\ \$\frac{C}{2} = (1-t)(1-\alpha)D + \frac{t}{2}C$$

となる！

最後に、投資終了時点のキャッシュ・フロー、つまり残存価額を計算しなければならない。残存価額としては、0時点での現金への投資額（運転資本）を2期末時点で回収すると考えればよい。その金額は $\$A+B-C$ である。

¹これは、税引後純利益+減価償却費+法人税率×支払利息と計算しても良い。

表1 子会社のキャッシュ・フロー

	<u>0</u>	<u>1</u>	<u>2</u>
初期投資額			
運転資本	$-(A+B-C)$	—	—
設 備	<u>$-C$</u>	—	—
小 計	<u>$-A-B$</u>	—	—
年々のキャッシュ・フロー			
インフロー	—	D	D
現金支出費用	—	aD	aD
減価償却費	—	$\frac{C}{2}$	$\frac{C}{2}$
営業利益	—	$(1-a)D - \frac{C}{2}$	$(1-a)D - \frac{C}{2}$
法 人 税	—	$t\left\{(1-a)D - \frac{C}{2}\right\}$	$t\left\{(1-a)D - \frac{C}{2}\right\}$
税引後営業利益	—	$(1-t)\left\{(1-a)D - \frac{C}{2}\right\}$	$(1-t)\left\{(1-a)D - \frac{tC}{2}\right\}$
加算：減価償却費	—	<u>$\frac{C}{2}$</u>	<u>$\frac{C}{2}$</u>
小計	—	$(1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2}$	$(1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2}$
運転資本回収額	—	—	<u>$A+B-C$</u>
キャッシュ・フロー	<u>$-A-B$</u>	<u>$(1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2}$</u>	<u>$(1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2} + A+B-C$</u>
・			
正味現在価値	$\frac{(1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2}}{1+r_s} + \frac{(1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2} + A+B-C}{(1+r_s)^2} - A-B$		

3.2 親会社のキャッシュ・フロー

親会社の初期投資額は、子会社株式の \$ A\$ である。ついで、年々のキャッシュ・フローは、(1)利益を全額内部留保する場合は、

$$(1 - \text{法人税率 } t) \times (\text{ライセンス・フィ } \$ aD) = (1-t)aD$$

である。(2)利益を全額配当する場合は、この $(1-t)aD$ に受取配当金を加えたものになる。本設例の場合、支払配当金は当期純利益と等しい。

表2 支払配当金

t	1	2
税引後営業利益	$(1-t)\left\{(1-a)D-\frac{C}{2}\right\}$	$(1-t)\left\{(1-a)D-\frac{C}{2}\right\}$
税引後支払利息	$0.1(1-t)B$	$\frac{0.1(1-t)B}{2}$
当期純利益	$(1-t)\left\{(1-a)D-\frac{C}{2}-0.1B\right\}$	$(1-t)\left\{(1-a)D-\frac{C}{2}-\frac{0.1B}{2}\right\}$

最後に、投資終了時点のキャッシュ・フローの計算は、子会社株式の回収額と子会社での余剰資金の再投資がある。前者については、取得原価は\$ Aであるが、子会社での運転資本の回収額を考慮しなければならない。

後者については、子会社の期末現金残高を基礎にする。ただし、期末現金残高それ自体が残存価額となるわけではない。つまり、子会社の各期末現金残高は、親会社に送金しなかった資金であるから、この資金は子会社で1期間の再投資に向けられる。税引後再投資利益を r_s とする。表1より子会社のネット・キャッシュ・フローは $(1-t)(1-a)D+\frac{tC}{2}$ である。このキャッシュ・フローから子会社は、利益を全額内部留保する場合、(1)支払利息、(2)借入金返済額を支払う。(1)支払利息は、損金算入可能であることより、税引後で計算する。これら2つの項目は以下のようになる。

表3 支払利息と借入金返済額

t	1	2
支払利息	$0.1(1-t)B$	$\frac{0.1(1-t)B}{2}$
借入金返済額	$\frac{B}{2}$	$\frac{B}{2}$

したがって、利益を全額内部留保する場合の再投資利益は、

$$\begin{aligned} & \left\{(1-t)(1-a)D+\frac{tC}{2}-0.1(1-t)B-\frac{B}{2}\right\}(1+r_s) \\ & + \left\{(1-t)(1-a)D+\frac{tC}{2}-\frac{0.1(1-t)B}{2}-\frac{B}{2}\right\} \\ & = (1-t)(1-a)D+\frac{tC}{2} + \left\{(1-t)(1-a)D+\frac{tC}{2}-\frac{B}{2}\right\}(2+r_s) - 0.1(1-t)B\left(\frac{3}{2}+r_s\right) \end{aligned}$$

となる。

² 正味現在価値法では、割引率で再投資されると仮定される。

利益を全額配当する場合は、子会社はさらに配当を支払うので、再投資利益は、

$$\begin{aligned} & \left[(1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - 0.1(1-t)B - \frac{B}{2} - (1-t) \left\{ (1-\alpha)D - \frac{C}{2} - 0.1B \right\} \right] (1+r_s) \\ & + \left[(1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - \frac{0.1(1-t)B}{2} - \frac{B}{2} - (1-t) \left\{ (1-\alpha)D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right\} \right] \\ & = \left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right) (2+r_s) \end{aligned}$$

となる。

以上まとめると、表4、5のようになる。

表4 内部留保する場合の親会社のキャッシュ・フロー

	0	1	2
初期投資額			
子会社株式	-A	-	-
年々のキャッシュ・フロー			
ライセンス・フィ	-	aD	aD
営業利益	-	aD	aD
法人税	-	taD	taD
税引後利益	-	(1-t)aD	(1-t)aD
子会社株式回収額	-	-	A+B-C
子会社再投資利益	-	-	$\left\{ (1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - \frac{B}{2} \right\} (2+r_s)$ $- 0.1(1-t)B \left(\frac{3}{2} + r_s \right)$
キャッシュ・フロー	-A	(1-t)aD	(1-t)aD + A + B - C + $\left\{ (1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - \frac{B}{2} \right\} (2+r_s)$ $- 0.1(1-t)B \left(\frac{3}{2} + r_s \right)$

正味現在価値

$$\frac{(1-t)aD}{1+r_p} + \frac{1}{(1+r_p)^2} \left[(1-t)aD + A + B - C + (1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2} + \left\{ (1-t)(1-a)D + \frac{tC}{2} - \frac{B}{2} \right\} (2+r_s) - 0.1(1-t)B \left(\frac{3}{2} + r_s \right) \right] - A$$

表5 配当する場合の親会社のキャッシュ・フロー

	0	1	2
初期投資額			
子会社株式	-A	-	-
年々のキャッシュ・フロー			
ライセンス・フィ	-	aD	aD
受取配当金	-	$(1-t)\left\{ (1-a)D - \frac{C}{2} - 0.1B \right\}$	$(1-t)\left\{ (1-a)D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right\}$
営業利益	-	$aD + (1-t)\left\{ (1-a)D - \frac{C}{2} - 0.1B \right\}$	$aD + (1-t)\left\{ (1-a)D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right\}$
法人税	-	taD	taD
税引後利益	-	$(1-t)\left(D - \frac{C}{2} - 0.1B \right)$	$(1-t)\left(D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right)$
子会社株式回収額	-	-	A+B-C
子会社再投資利益	-	-	$\left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right) (2+r_s)$
キャッシュ・フロー	-A	$(1-t)\left(D - \frac{C}{2} - 0.1B \right)$	$(1-t)\left(D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right) + A + B - C + \left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right) (2+r_s)$

正味現在価値

$$\frac{(1-t)\left(D - \frac{C}{2} - 0.1B \right)}{1+r_p} + \frac{(1-t)\left(D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right) + A + B - C + \left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right) (2+r_s)}{(1+r_p)^2} - A$$

なお、利益をすべて配当する場合における法人税の額が \$ taD\$ であるのは外国税額控除によるものである。

3.3 企業集団のキャッシュ・フロー

企業集団のキャッシュ・フローは、子会社のキャッシュ・フローの場合と同じ計算を行う。ただし、企業集団の場合、ライセンス・フィを含まない点に注意しなければならない。

表6 企業集団のキャッシュ・フロー

	0	1	2
初期投資額			
運転資本	$-(A+B-C)$	—	—
設備	$-C$	—	—
小計	$-A-B$		
年々のキャッシュ・フロー			
インフロー	—	D	D
減価償却費	—	$\frac{C}{2}$	$\frac{C}{2}$
営業利益	—	$D-\frac{C}{2}$	$D-\frac{C}{2}$
法人税	—	$t\left(D-\frac{C}{2}\right)$	$t\left(D-\frac{C}{2}\right)$
税引後利益	—	$(1-t)\left(D-\frac{C}{2}\right)$	$(1-t)\left(D-\frac{C}{2}\right)$
加算：減価償却費	—	$\frac{C}{2}$	$\frac{C}{2}$
小計	—	$(1-t)D+\frac{tC}{2}$	$(1-t)D+\frac{tC}{2}$
運転資本回収額	—	—	$A+B-C$
キャッシュ・フロー	$-A-B$	$(1-t)D+\frac{tC}{2}$	$(1-t)D+\frac{tC}{2}+A+B-C$
正味現在価値	$\frac{(1-t)D+\frac{tC}{2}}{1+r_G} + \frac{(1-t)D+\frac{tC}{2}+A+B-C}{(1+r_G)^2} - A-B$		

3.4 3つのキャッシュ・フローの比較

これら3つのキャッシュ・フローがどのような関係にあるのかをみることにしよう。まず、親会社のキャッシュ・フローの正味現在価値について、子会社が利益を(1)全額内部留保する場合と(2)全額配当する場合を比較してみよう。前者から後者を引くと、

$$\frac{(1-t)\alpha D}{1+r_p} + \frac{1}{(1+r_p)^2} \left[(1-t)\alpha D + A + B - C + \left\{ (1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - \frac{B}{2} \right\} \right. \\ \left. \times (2+r_s) - 0.1(1-t)B \left(\frac{3}{2} + r_s \right) \right] - A \\ - \left\{ \frac{(1-t) \left(D - \frac{C}{2} - 0.1B \right)}{1+r_p} + \frac{(1-t) \left(D - \frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right) + A + B - C + \left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right) (2+r_s)}{(1+r_p)^2} - A \right\} \quad (1)$$

となる。

もし、 $r_p = r_s$ だとすると、(1)式の値はゼロとなる³。すなわち、再投資利益率（子会社の割引率）と親会社の割引率が等しければ、親会社のキャッシュ・フローの正味現在価値は配当、内部留保に関らず等しい。

次に、子会社のキャッシュ・フローの正味現在価値と企業集団のキャッシュ・フローの正味現在価値を比較しよう。前者から後者を引くと、

$$\frac{(1-t)(1-\alpha)D \frac{tC}{2}}{1+r_s} + \frac{(1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} + A + B - C}{(1+r_s)^2} - A - B \\ - \left\{ \frac{(1-t)D + \frac{tC}{2}}{1+r_g} + \frac{(1-t)D + \frac{tC}{2} + A + B - C}{(1+r_g)^2} - A - B \right\} \quad (2)$$

となる。

³ (1)式は

$$\frac{(1-t)\alpha D}{1+r_p} - \frac{(1-t)D}{1+r_p} + \frac{(1-t)\alpha D}{(1+r_p)^2} - \frac{(1-t)D}{(1+r_p)^2} + \frac{A+B-C}{(1+r_p)^2} - \frac{A+B-C}{(1+r_p)^2} \\ + \frac{\left\{ (1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - \frac{B}{2} \right\} (1+r_s) + \left\{ (1-t)(1-\alpha)D + \frac{tC}{2} - \frac{B}{2} \right\}}{(1+r_p)^2} \\ - \frac{0.1(1-t)B(1+r_s) + \frac{0.1(1-t)B}{2}}{(1+r_p)^2} - \frac{(1-t) \left(-\frac{C}{2} - 0.1B \right)}{1+r_p} - \frac{(1-t) \left(-\frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right)}{1+r_p^2} \\ - \frac{\left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right) (1+r_s) + \left(\frac{C}{2} - \frac{B}{2} \right)}{(1+r_p)^2}$$

と変形できる。ここで、 $r_p = r_s = r$ とおけば、

$$\frac{(1-t)(\alpha-1)D}{1+r} + \frac{(1-t)(\alpha-1)D}{(1+r)^2} + \frac{(1-t)(1-\alpha)D}{1+r} + \frac{(1-t)(1-\alpha)D}{(1+r)^2} + \frac{\frac{tC}{2} - \frac{B}{2}}{1+r} + \frac{\frac{tC}{2} - \frac{B}{2}}{(1+r)^2} \\ - \frac{0.1(1-t)B}{1+r} - \frac{\frac{0.1(1-t)B}{2}}{(1+r)^2} - \frac{(1-t) \left(-\frac{C}{2} - 0.1B \right)}{1+r} - \frac{(1-t) \left(-\frac{C}{2} - \frac{0.1B}{2} \right)}{(1+r)^2} - \frac{\frac{C}{2} - \frac{B}{2}}{1+r} - \frac{\frac{C}{2} - \frac{B}{2}}{(1+r)^2} \\ = \frac{1}{1+r} \left\{ -\frac{B}{2} - 0.1(1-t)B + 0.1(1-t)B + \frac{B}{2} \right\} + \frac{1}{(1+r)^2} \left\{ -\frac{B}{2} - \frac{0.1(1-t)B}{2} + \frac{0.1(1-t)B}{2} + \frac{B}{2} \right\} \\ + \frac{1}{1+r} \left\{ \frac{tC}{2} + \frac{(1-t)C}{2} - \frac{C}{2} \right\} + \frac{1}{(1+r)^2} \left\{ \frac{tC}{2} + \frac{(1-t)C}{2} - \frac{C}{2} \right\} = 0$$

証明終。

もし、 $r_g=r_s$ だとすると、(2)式の値は $-\frac{(1-t)\alpha D}{1+r_s}-\frac{(1-t)\alpha D}{(1+r_s)^2}$ となる。すなわち、子会社のキャッシュ・フローの正味現在価値は、企業集団のキャッシュ・フローの正味現在価値よりも税引後ライセンス・フィの現在価値の分だけ少なくなる。

最後に、子会社のキャッシュ・フローの正味現在価値と、親会社のキャッシュ・フローの正味現在価値(全額配当の場合)を比較しよう。前者から後者を引くと、

$$\frac{(1-t)(1-\alpha)D+\frac{tC}{2}}{1+r_s} + \frac{(1-t)(1-\alpha)D+\frac{tC}{2}+A+B-C}{(1+r_s)^2} - A - B - \left\{ \frac{(1-t)\left(D-\frac{C}{2}-0.1B\right)}{1+r_p} + \frac{(1-t)\left(D-\frac{C}{2}-\frac{0.1B}{2}\right)+A+B-C+\left(\frac{C}{2}-\frac{B}{2}\right)(2+r_s)}{(1+r_p)^2} - A \right\} \quad (3)$$

となる。

もし、 $r_p=r_s$ だとすると、(3)式の値は

$$\frac{-(1-t)\alpha D+0.1(6-t)B}{1+r_p} + \frac{-(1-t)\alpha D+\frac{0.1(11-t)B}{2}}{(1+r_p)^2} - B \text{ となる。変形すると,}$$

$$\left\{ \frac{0.1(1-t)B+\frac{B}{2}}{1+r_s} + \frac{\frac{0.1(1-t)B}{2}+\frac{B}{2}}{(1+r_s)^2} - B \right\} + \left\{ \frac{-(1-t)\alpha D}{1+r_s} + \frac{-(1-t)\alpha D}{(1+r_s)^2} \right\} \text{ となる。この式の}$$

第1項は銀行借入に伴うキャッシュ・フローの現在価値を示しており、第2項は税引後ライセンス・フィの現在価値を示している。すなわち、子会社のキャッシュ・フローの正味現在価値は、企業集団のキャッシュ・フローの正味現在価値よりも、銀行借入に伴うキャッシュ・フローの現在価値の分だけ多く、税引後ライセンス・フィの現在価値の分だけ少なくなる。

4. ま と め

本稿では、外国投資の意思決定を設備投資の意思決定と比較して、経済性計算の枠組みをどのように変更ないしは修正するのかを検討した。その結果、外国投資の意思決定では、会計単位を外国投資案としたとしても、子会社、親会社、企業集団のいずれのレベルで外国投資案を把握すべきかが本質的な問題であることが判明した。「三者択一」の問題であるのか、いずれかの組み合わせを考慮すべきなのか。この問題は、設備投資を前提にしていた従来の資本予算の領域では生じてこなかったものである。

「連結経営」なる用語が使われ出して久しいが、連結経営を重視する故、外国投資において企業集団のキャッシュ・フローに基づいて経済性計算を行うべきであると単純に理解してもよいのであろうか。企業が連結経営を重視するといっても、親会社は株主に配当しなければ

ならないので、親会社のキャッシュ・フローに留意するはずであり、企業集団のキャッシュ・フローだけに基づいて外国投資の経済性計算を行うわけにはいかないであろう。

この点に関連して、櫻井教授は

「海外直接投資の投資効率とは、海外直接投資額に対する回収額の度合いを言う。投資額とは、海外事業に対する投資額ないしは融資額を言う。回収額には、売上収益の他ロイヤルティやライセンスが含まれる。投資からの回収額を言うとき、本社への回収額を意味するときと、現地法人の留保利益を含めて言うときがある。海外現地法人が多国籍化されていないときは、本社への回収額を投資額との比較において検討するだけで済まし得るかもしれない。しかし、グローバル化が進展するにつれて、本社へのリターンだけでなく現地法人の留保利益を含めて検討する必要があるとなる。」[櫻井, 1995, 96 頁]

と述べている。

教授の説明は、筆者の用語を使うと、「海外現地法人が多国籍化されていないときは、親会社のキャッシュ・フローに基づいて検討するだけで済まし得るかもしれない。しかし、グローバル化が進展するにつれて、子会社のキャッシュ・フローにもとづいて検討する必要があるとなる。」と言い替えることができる。この言い替えが完全に正しいとはいえないかもしれない。企業集団のキャッシュ・フローがあるからである。

また、本稿では計算例を用いて、3つのキャッシュ・フローの関係を明らかにした。その結果、親会社のキャッシュ・フローは、子会社が利益を留保しようが、配当しようが、子会社の再投資利益率が親会社の割引率と等しい限り、正味現在価値の点において等しいことが分かった。したがって、子会社の配当政策の意思決定は、子会社の再投資利益率と親会社の割引率（資本コスト）に依存するといえる。もちろん、本稿での計算例では、簡略化のために現地国と本国の法人税率が等しく、外国税額控除を利用できる場合を扱っているので、現実的とはいえないかもしれない。

さらに、会計単位の問題は国の内外に関わらず重要な問題なのである。わが国においても、現在、持株会社の解禁をめぐる活発な議論がされている。持株会社と子会社の関連は、本稿で指摘した会計単位の問題と密接不可分であると思われるからである。

引用及び参考文献

岡本 清『原価計算 5訂版』国元書房, 1994。

櫻井通晴「国際管理会計の現代的課題」JICPA ジャーナル, No. 474, Jan., 1995, 94-99 頁。

旗本智之「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。

Eiteman, David K. and Stonehill, Arthur I., *Multinational Business Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 5th, 1989.

Ijiri, Yuji, Research Monograph Number 1 Historical Cost Accounting and Its Rationality, The Canadian Certified General Accountants' Research Foundation, 1981, especially in Chap. 8 Historical Cost and Cash Flow Accounting, pp. 69-75.

(はたもと さとし 会計学専攻)

(1996年1月10日受理)