

多国籍企業における外国投資の意思決定

籾 本 智 之

第1節 問題の提起と限定

企業の国際化は、概念的には企業活動の国際化と活動拠点の国際化に分けることができる。前者の国際化は、製造活動、販売活動、資金調達活動のような基本的な企業活動が一国だけではなく外国でも行われているかどうかについての国際化であり、後者の活動拠点の国際化は活動拠点が一国ではなく外国に設置されているかどうかについての国際化である。両者の国際化は、通常関連を有しており、企業活動の国際化が進展することにより活動拠点も国際化していく。

このような国際化を進めている企業が、一般に多国籍企業 (Multinational Enterprise) と呼ばれているが、筆者は次のように多国籍企業を定義している。すなわち、多国籍企業とは、製造活動、販売活動および場合によっては資金調達活動に関する意思決定権限を有する独立の子会社を、親会社と異なる国に設立し、親会社がこれら企業グループ全体の目標に一致するように現地の各子会社の活動を調整する企業の集合体であると定義される。

多国籍企業の子会社には相当程度の自由裁量権が与えられており、親会社が子会社の自由裁量権を無視することはできない。そこで、子会社の自由裁量権を尊重しつつも親会社が多国籍企業全体の目標に一致するように、子会社の活動を調整する必要が生じる。したがって、親会社は現地国の子会社の活動が多国籍企業全体の利益に貢献しているかどうかを評価するために、子会社の業績を測定しなければならない。子会社の業績評価においては、子会

社の目標と多国籍企業全体の目標との整合性，子会社自体の業績と子会社管理者の業績との区別，業績測定尺度の選択，物価変動会計の適用，外国通貨換算などの問題がある¹⁾。

子会社には投資の意思決定権限があるため，親会社は，子会社の意思決定が多国籍企業全体の立場から望ましい意図決定であるのかどうかを評価しなければならない。子会社が実行する意思決定は，子会社の立場からは望ましくても，多国籍企業全体の立場からは望ましいとは限らない。逆に，多国籍企業全体からすれば望ましい意思決定ではあっても，子会社にとっては子会社の利益獲得に貢献しなければ，子会社としては当該意図決定を採用したとらないであろう。このように，多国籍企業における投資の意思決定では，子会社の立場と親会社の立場の双方を満足するような意思決定である必要があるのである。

多国籍企業の管理会計の体系も，何等特殊の体系を採る必要はなく，業績評価会計と意思決定会計に分けられる。このような体系を採るのは，管理会計情報の利用者である経営管理者の職能と階層を区別し，作成される管理会計情報の性質・内容を明らかにし，提供する管理会計情報に適切な原価・利益概念を明らかにしなければならないからである。多国籍企業の経営管理において，いかなる管理会計情報システムを採用すべきかが成功の秘訣となる。しかし，多国籍企業における管理会計情報システムの設計と管理といった管理会計担当者のための会計を上述の体系に含めるべきか，または独立の領域とすべきかについては，筆者は意見を保留している。

本論文においては，上述の体系のうち意思決定会計に属する外国投資の意思決定を扱い，その管理会計上考慮すべき点を明らかにしたい。多国籍企業の外国投資とは，今まで子会社が設立されていない国に，新たに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。外国投資の意思決定は，多国籍企業全体の製造能力・販売能力・資金調達能力の変更をもたらすのであるから，業務執行的意思決定ではなく，構造的ないし戦略的意図決定である²⁾。したがって，外国投資の意思決定を行う際には，プロジェ

クトチームを組んで可能な限り厳密にキャッシュ・フローを予測しなければならない。

第2節 外国投資の意思決定の特徴

2-1 外国投資の困難性

外国投資は国内の投資に比べて複雑な問題を引き起こす。例えば、エイトマン＝ストーンヒルは、国内のプロジェクトの分析に比べて、外国のプロジェクトの分析は、以下の点で分析がより複雑になると考えることができるとしている³⁾。(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・フローとは異なる。(2) 税制度の相違、送金の制約、現地の慣習、そして資本市場制度の相違のために、資金調達の方法と親会社への資金の送金方法を明確にしなければならない。(3) 現地国と本国でインフレ率が相違していれば、キャッシュ・フローを予測する際に注意を要する。(4) 為替レートが予想外に変化することがあるので、子会社の競争力が変化し、子会社から親会社への送金額が変化するかもしれない。(5) 国毎に資本市場が分割されていれば、財務的な利得を得る機会が生まれることもあり、反対に追加的に財務的なコストが必要となることもある。(6) 政治リスクにより、期待キャッシュ・フローの送金を封鎖されるため、外国投資の収益性が減少するかもしれない。(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⁴⁾。

2-2 外国投資の意思決定の特徴：親会社と子会社の観点

外国投資の意思決定では、親会社の観点と子会社の観点をの違いによりキャッシュ・フローが異なっており、どちらの観点でのキャッシュ・フローを評価の基準とするかが大きな問題となるところに、本質的な特徴がある。両者の観点でのキャッシュ・フローは次の点で異なる。

第一に、子会社は利益の分配のために親会社に配当金を支払う。配当金は、親会社にとっては投資プロジェクトのキャッシュ・インフローであるが、子

会社にとっては親会社からの出資に対する利益の分配であるからキャッシュ・フローには含めない。

第二に、親会社が子会社と結ぶ製造及び販売などの契約により、子会社は親会社にライセンス・フィーを支払う。ライセンス・フィーは、子会社にとってはキャッシュ・アウトフローであるが、親会社にとってはキャッシュ・インフローである。

第三に、外国投資の意思決定では、子会社の負債による資金調達能力の増加と親会社株主の分散投資メリットという便益が生じる。前者は、外国籍企業全体の資金調達コストを低下させるという便益であるから、親会社の観点での資金調達コストに反映させるべきである。後者は、外国投資が親会社株主に株式の銘柄を増やすことなく、リスクの分散を行うことができるという意味での便益であるから、子会社と親会社株主との間ではなく親会社と親会社株主との間で生ずるものであり、それ故親会社の観点でのキャッシュ・フローに含めなければならない。ただし、このメリットは幾分客観性に欠けるので、通常は分析には加えられない。

第四に、配当金とライセンス・フィーを親会社へ送金する場合に現地国で徴収される源泉徴収税は、送金側が受取側に代って支払う税金であるから、子会社の観点でのキャッシュ・アウトフローではなく、親会社の観点でのキャッシュ・アウトフローに含めるべきである。

最後に、現地国では外国投資を誘致するために様々な優遇措置を施す。主な優遇措置には、土地の無償贈与、開業数年間の租税の減免 (tax holidays)、輸入関税の軽減、低利の資金貸付がある。この中で、特に注意を要するのは、低利の資金貸付である。現地国ではプロジェクトに運用することを条件に特に低利で貸し出す (プロジェクト特定貸付⁵⁾) ことがある⁶⁾。ここで問題となるのは、利子補給をどの様に投資の意思決定計算に反映させるのかである。プロジェクト特定貸付制度を利用することは親会社の意思決定の結果であり、子会社の意思決定の結果ではない。そして、利子補給を受けることは資金調達の問題であり、子会社の立場でのキャッシュ・フローに含

めることはできない。

他方、親会社の立場では利子補給をキャッシュ・フローに含めて計算すべきである。なぜならば、利子補給は外国投資を行うことを条件としたプロジェクト特定貸付を利用する場合の支払利息の節約額つまり機会原価であるからである。

この利子補給を外国投資の意思決定でどの様に扱うかについて、エイトマンらは3つの方法があるとしている⁷⁾。第一の方法は、利子補給額を親会社の観点でのキャッシュ・インフローとして計上し、外国籍企業全体の加重平均資本コストでこれを割り引く方法である。第二の方法は、利子補給額を親会社の観点でのキャッシュ・インフローとして計上し、無危険利子率で割り引く方法である。第三の方法は、利子補給額を親会社のキャッシュ・インフローに計上せず、優遇措置による低利の負債を利用することから得られる低い資金調達コストを反映するためにプロジェクトの資本コストを下げる方法である。エイトマンらはこれら3つの方法の本質的相違点は、プロジェクトからの資金の再投資利率に関する仮定にあるとしている。そして彼らは、外国投資のプロジェクトから生じる資金は多国籍企業全体の加重平均資本コストで再投資される、という仮定が一般的であるから、第一の方法を採用している⁸⁾。以下、本論文でもこの方法による。

第3節 投資リスクの分析手法

3-1 為替レートの子測

為替レートの予測手法として最も基本的なものは、購買力平価(Purchase Power Parity)説に基づく予測手法である。これは、長期的には、自国通貨建て為替レートは外国通貨の購買力と自国通貨の購買力との比率すなわち購買力平価に均衡するという理論である。この理論に基づく為替レート均衡式は絶対額で表示するか相対額で表示するかにより、絶対的購買力平価説と相対的購買力平価説に分類できるが、予測の際には変化率の形で表示するほうが有用であるので、相対的購買力平価説を基礎とし指数から変化率の形に変

換するほうがよい。相対的購買力平価説に基づく為替レート均衡式は、

$$\text{自国通貨建て為替レート変化率} = (\text{自国インフレ率} - \text{外国インフレ率}) \\ \div (1 + \text{外国インフレ率})$$

で表される⁹⁾。

なお、購買力平価説に基づく為替レートの予測手法では、貿易財のみを対象として、かつ国際的に一物一価の法則が成立し、そして自国と外国で任意の貿易財に適用される加重平均ウェイトが同一のものであることを前提としている¹⁰⁾。

3-2 外国投資に特有のリスク

外国投資の意思決定で、特別に認識すべきリスクは、(1) 為替レートの変動、(2) 子会社から親会社への送金の封鎖、そして(3) プロジェクトの現地国政府による収用である。

(1) 為替レート変動リスク

外国投資の意思決定にとって為替レートの変動は大きな影響を及ぼす。その影響は、ひとつの方向だけではない。つまり、為替レートの変動が不利に働くか有利に働くかは、企業の輸出と輸入構造によって一意的には決まらないのである。外国通貨建ての取引の場合、自国通貨安は輸出を有利にし、輸入を不利にする。逆に自国通貨高の場合は輸出が不利になり輸入が有利になる。このように輸出と輸入とでは為替レートの変動による影響が全く逆となる。さらに3カ国の場合はもっと複雑である。

したがって、現地国子会社が輸出または輸入をどの国から行っているかにより、為替レートの変動は現地国子会社の現地国通貨建てネット・キャッシュ・インフローを増加させる場合もあれば減少させる場合もあるのである。このことにより為替レート変動リスクは、様々な為替レートのもとでのキャッシュ・フローを計算するべきである。

(2) 資金封鎖

親会社からのプロジェクトからのキャッシュ・フローは、子会社からの送金に大部分依存しているが、現地国の外国為替規制により送金が不可能（資

金封鎖)となる場合がある。資金封鎖には、送金が全面的に不可能となる場合と部分的に不可能となる場合がある。「部分的に」とは、配当金、ライセンス・フィーといった送金項目によっては送金が不可能となる場合と、同一の項目についても項目の全額ではなく、一部が不可能となる場合を含む。また、資金封鎖は永続的に続くものではなく、一時的である場合が多い。いずれの場合にせよ資金封鎖とその解除は現地国政府が決定するものであり、企業レベルでは資金封鎖を解除することは到底できない¹¹⁾。

現地国で資金封鎖が実施されると、子会社から親会社への送金がストップもしくは制限され、その結果、親会社の観点からの外国投資の評価に悪影響を及ぼす。したがって、現地国で実施される資金封鎖のリスクは、親会社の観点で考慮すべきリスクなのである。

(3) 収用

収用とは、政府が外国子会社を買い取ることである。企業間の買収と異なるのは、買収はあくまでも企業間でなされる行為であり、収用は政府と企業間でなされる行為である。現地国子会社が収用されると、現地国プロジェクトは停止を余儀なくされる。したがって、収用は子会社はもとより親会社のキャッシュ・フローに対しても重大な影響を及ぼす。

3-3 投資リスクの分析法

上記のリスクのうち為替変動リスクを除くリスクを含む意思決定では、計算条件として想定されるすべての状況をモデルに組み込んでリスクを計算する方法、すなわちアブソープション・アプローチ (absorption approach) と、ある状況を「最も起り得る」とものと仮定してシナリオを設定し、そのシナリオ毎に計算する方法 (シミュレーション) の二つがある。両者の相違は、考えられる全ての状況を考慮にいれて計算するか、あるシナリオを想定してシナリオ毎に計算するかの違いである。アブソープション・アプローチには、割引率を調整するリスク調整割引率法 (risk-adjusted discount rate approach) とキャッシュ・フローを調整する確実性等価法 (certainty equivalent approach) がある¹²⁾。

アブドラは、シミュレーションを採用しているが、その理由として「洗練された手法を用いることが、必ずしも最良の結果をもたらすとは限らない。ある事象が起きる確率を評価しなければならないからである。」と述べている¹³⁾。逆に言えば、確率の評価に信頼性ないし客観性が保証されるのであれば、いずれの方法を採用しても構わない。しかるに、確率を正確に予測することは困難であり、客観性を保証できるとは限らない。また、プロジェクトの評価の場合、全ての状況を考慮することは計算を複雑にし、コスト・便益の面からいっても非現実的であろう。

第4節 計算例

本節では、具体的な計算例¹⁴⁾によって外国投資の意思決定の計算方法を明らかにする。

A 計算条件：米国系多国籍企業の Multinational Electrical Corporation (MEC-USA) は、以前はフランスに冷凍庫を輸出していたが、EC の外部障壁や原油価格高騰による輸送費の上昇によって、輸出が価格優位でなくなったため、フランスに冷凍庫の製造工場 (MEC-France) を設立しようとしている。フランス工場はフランス市場のみならず、EC 諸国にも供給することになる。

(1) 初期投資 既存の冷蔵庫製造工場を FF3,000 万で取得して、冷凍庫工場に改装する。この資金の半分は、フランス開発銀行から融資され、残りの半分は MEC-USA が現金で提供する。また FF1,000 万の設備が操業開始時に必要であり、このうち半分は MEC-USA の別の工場から輸入し、残りの半分はフランスで購入する。輸入設備の残存簿価はゼロであるが、\$100 万 (FF500 万) の市場価額で譲渡される。ただし 30% のキャピタル・ゲイン税が米国によって課される。

MEC-USA は部品や原材料の形で、運転資本を提供し、その金額は\$100 万であり、そのうち 30% は MEC-USA の税引前貢献利益¹⁵⁾である。将来提供される部品及び原材料も同率の税引前貢献利益を含む。その他の運転資本

は現地の銀行から借り入れ、その金額はFF500万である。

(2) 売上高 フランスの第1年度の販売数量¹⁶⁾は20,000単位で年率5%増加する。第1年度フラン建ての価格はFF2,000で年率10%で上昇する。EC諸国への第1年度の販売数量は20,000単位で年率8%増加し、EC統合通貨で表される価格は、年率5%で上昇する。EC統合通貨に対するフランの年5%の減価の結果、EC諸国への販売のフラン建て価格は約10%上昇する。

(3) 製造原価と販売費および一般管理費 MEC-Franceは使用する原材料の20%をMEC-USAから市場価格(ドル建て)で輸入し、その他の投入要素はすべてフランスで調達する。現地調達の材料費、部品費および労務費の第1年度における販売数量当たり価格はFF1,000で年率10%上昇する。輸入材料および部品の第1年度におけるドル建て価格は\$50で、次年度以降米国の期待インフレ率5%に応じて上昇する。MEC-USAに支払うライセンス・フィー¹⁷⁾は売上高の5%である。販売費及び一般管理費は、第1年度では約FF500万であり、年率5%で増加する。工場及び設備は、残存価額ゼロ、耐用年数5年、定額法で減価償却される。

(4) 税金 MEC-Franceはフランスにおいて純利益の50%を法人税として支払う。フランスでは、国外居住者に支払われる配当金に対して、5%の源泉徴収税を支払わなければならない。ライセンス・フィーはMEC-USAに送金されるときに5%の源泉徴収税が課せられる。MEC-USAが支払う法人税の実効税率は、連邦税46%、州税4%なので、48%となる(州税は連邦税計算上、損金算入が可能)。またキャピタル・ゲインの税率は30%である。

(5) プロジェクト特定貸付制度 失業者対策として、フランス開発銀行(FDB)は工場の取得原価の半分以上を利率6%、返済期間5年、均等払いで貸し出す。MEC-Franceはこのプロジェクト特定貸付制度を利用するが、同様の長期負債を米国で借り入れれば、その利率は10%となる。フランス・フランはドルに対して年3%その価値を減少するので、フランス・フランの6%の利率での借入れは、MEC-USAにとって3%の利率に相当する。したがって7%の利率補給を受けることになる。この借入金に対する

支払利息は、フランスでは課税計算上損金算入できないが、米国では損金算入できる。

(6) 運転資本 MEC-France の所要運転資本は、総収益の年率 20% と予測され、支払債務は総収益の 10% であり、正味運転資本は総収益の 10% である。運転資本の追加額は、親会社からのものを除くと、フランスの銀行の貸付によって供給される。

(7) 残存価額 MEC-France は第 5 年度末にフランスの投資家に売却されると仮定する。そして、第 5 年度のキャッシュ・フローがさらに 10 年同じ水準で続き、その 10 年分のキャッシュ・フローを 15% の現地利益率¹⁸⁾で割引いた金額が第 5 年度末の残存価額に等しいと仮定する。ただし、このうち 30% はキャピタル・ゲイン税として支払わなければならない。

(8) 為替レート フランス・フランは、ドルに対して年 3% その価値を減少し、第 1 年度期首の為替相場は FF5=\$1 であり、EC 統合通貨に対しては年 5% 減価し、第 1 年度末の為替相場は EC 統合通貨当り FF2 である。

(9) 資本コスト MEC-USA の観点からの評価を行う際の資本コストは税引後 14% であり、また MEC-France の観点での資本コストは税引後 15% である。

(10) MEC-France の利益処分方針 MEC-France の純利益の 80% が配当として MEC-USA に支払われ、残りは 15% の内部利益率で再投資される。

(11) その他 当分資金封鎖の危険性はなく、MEC-France のネット・キャッシュ・フローは自由に MEC-USA に送金できる。同じタイムスケールで代替的投資機会を比較するために、MEC-USA は資本予算分析において 5 年の経済命数を用いる。失われた冷凍庫の年間輸出高は \$200 万で、貢献利益率は 30% である¹⁹⁾。

B-1 子会社の観点からのプロジェクトのキャッシュ・フローの予測

MEC-France の観点からすると、キャッシュ・インフローは、EC 諸国への輸出とフランス国内での販売から獲得する純営業利益、減価償却に関するタックス・シールド、運転資本の回収とキャピタル・ゲイン税引後の残存価

額である。キャッシュ・アウトフローは工場、設備、運転資本の初期投資額、純営業利益に対する法人税、所要運転資本追加額である。

MEC-France の損益計算書は次の表のようになる。

表1 MEC-France の予定損益計算書

	1年度	2年度	3年度	4年度	5年度
1. フランスの売上高：					
2. 販売数量	20,000	21,000	22,050	23,153	24,310
3. 販売単価	2,000	2,200	2,420	2,662	2,928
4. 売上高	40.0	46.2	53.4	61.6	71.2
5. EC諸国の売上高：					
6. 販売数量	20,000	21,600	23,328	25,194	27,210
7. 販売単価	1,000	1,050	1,103	1,158	1,216
8. 為替レート ¹⁾	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
9. 販売単価	2,000	2,205	2,427	2,663	2,918
10. 売上高	40.0	47.6	56.6	67.1	79.4
11. 総売上高：					
12. 総販売数量	40,000	42,600	45,378	48,347	51,520
13. 総売上高	80.0	93.8	110.0	128.7	150.6
14. 現地調達 ¹⁾ の材料・ 部品・労務費 ²⁾	40.0	46.9	54.9	64.3	75.4
15. 輸入材料・部品費 ³⁾	2.000	2.237	2.500	2.799	3.132
16. 為替レート ⁴⁾	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6
17. 輸入材料・部品費	10.0	11.6	13.3	15.4	17.4
18. 総材料・部品・労務費	50.0	58.5	68.2	79.7	92.8
19. ライセンス・フィー	4.0	4.7	5.5	6.4	7.5
20. 販売・一般管理費	5.0	5.3	5.5	5.8	6.1
21. 減価償却費	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
22. 総原価 (11+14+15+16)	67.0	76.5	87.2	99.9	114.4
23. 税引前利益 (1-2)	13.0	17.3	22.8	28.8	36.2
24. 法人税 (3×0.5)	6.5	8.7	11.4	14.4	18.1
25. 純利益 (3-4)	6.5	8.6	11.4	14.4	18.1

単位：3と9はFF，7はEC統合通貨，15は\$百万，4，10，11，13，14，17から25まではFF百万。注1) 対EC統合通貨レート。2) 第1年度の単価はFF1,000であり，第2年度以降はそれぞれFF1,100，FF1,210，FF1,331，FF1,464である。3) 第1年度のドル建て単価は\$50であり，第2年度以降はそれぞれ\$52.5，\$55.1，\$57.9，\$60.8である。4) ドルレート。

表1には、MEC-USAへの配当金とライセンス・フィーに関わる源泉徴収税は計上されていない。なぜなら、源泉徴収はMEC-USAがMEC-Franceから資金を送金させるために用いる方法から生じているからである²³⁾。

表2は、MEC-Franceの純運転資本の追加額の予想を示している。

表2 MEC-Franceの純運転資本(単位:FF百万)

	0年	1年	2年	3年	4年	5年
1. 総収益	—	80.0	93.8	110.0	128.7	150.6
2. 純運転資本(1×0.1)	—	8.0	9.4	11.0	12.9	15.1
3. 運転資本の年間追加額	10.0	(2.0)	1.4	1.6	1.9	2.2
4. MEC-USAからの調達額	5.0	—	—	—	—	—
5. MEC-Franceの調達額	5.0	(2.0)	1.4	1.6	1.9	2.2

B-2 子会社の観点からの経済性計算

表3はプロジェクトが15%の割引率でFF 6,050万の正の正味現在価値をもたらすことを表している。

表3 MEC-Franceの観点からのプロジェクト利益率(単位:FF百万)

	0	1	2	3	4	5	5T
1. キャッシュ・インフロー:							
2. 純利益		6.5	8.6	11.4	14.4	18.1	
3. 減価償却費		8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
4. 運転資本の回収							15.1
5. 残存価額							120.0
6. インフロー合計	0.0	14.5	16.6	19.4	22.4	26.1	135.1
7. キャッシュ・アウトフロー:							
8. 初期投資額	40.0						
9. 運転資本追加額	10.0	(2.0)	1.4	1.6	1.9	2.2	
10. キャピタル・ゲイン税							36.0
11. アウトフロー合計	50.0	(2.0)	1.4	1.6	1.9	2.2	36.0
12. ネット・インフロー	(50.0)	16.5	15.2	17.8	20.5	23.9	99.1
13. 現価係数(15%)	1.0	0.870	0.756	0.658	0.572	0.497	0.497
14. 現在価値	(50.0)	14.4	11.5	11.7	11.7	11.9	49.3
15. 累積正味現在価値	(50.0)	(35.6)	(24.1)	(12.7)	(0.7)	11.2	60.5
16. 内部利益率 $\approx 44\%$							

B-3 親会社の観点からのプロジェクトのキャッシュ・フローの予測

親会社の観点からのキャッシュ・インフローには、MEC-Franceのネッ

ト・キャッシュ・インフロー，EC諸国への輸出から得られる貢献利益，MEC-USAが受け取るライセンス・フィー，フランス開発銀行からの利子補給がある。一方，親会社の観点からのキャッシュ・アウトフローには，MEC-Franceへの設備売却に関わるキャピタル・ゲイン税と，MEC-Franceからの配当金とライセンス・フィーの送金に伴う源泉徴収税および米国法人税がある。

親会社の観点からキャッシュ・フローを測定する際に重要なことは，資金を国外に送金できる場合は，その全部を親会社のキャッシュ・インフローとして考えなければならないことである。資金の送金方法は現地国と本国への税金の計算に影響を及ぼすことに注意を要する。

表4は，MEC-Franceの利益の送金に対する米国とフランスの税金を示したものである。米国では，MEC-Franceの粗配当金から，フランスの法人税及び源泉徴収税を控除した所得に，連邦及び州法人税が課せられる。

MEC-USAはMEC-Franceから受け取るライセンス・フィーに対しては，48%の米国法人税が課せられ，フランスで支払った源泉徴収税が税額控除として認められるので，米国で支払う法人税の純額は表4の23行目に示した通りとなる。

表4 MEC-Franceからの利益の送金に対する米国とフランスの税金徴収額

	1年度	2年度	3年度	4年度	5年度
1. 配当金 (FF100万)					
2. MEC-Franceの税引き前利益	13.0	17.3	22.8	28.8	36.2
3. フランス法人税	6.5	8.7	11.4	14.4	18.1
4. 純利益	6.5	8.7	11.4	14.4	18.1
5. 配当金(4×0.8)	5.2	6.9	9.1	11.5	14.4
6. フランス源泉徴収(5×0.05)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
7. 純配当金(5-6)	4.9	6.6	8.6	10.9	13.7
8. 外国税額控除					
9. フランス源泉徴収(6)	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
10. みなし支払い控除(5÷4×3)	5.2	7.0	9.1	11.5	14.4
11. 総外国控除(9+10)	5.5	7.3	9.6	12.1	15.1
12. 米国利益：					
13. 配当金(5)	5.2	6.9	9.1	11.5	14.4

14. 外国みなし支払い税(10)	5.2	7.0	9.1	11.5	14.4
15. 粗配当金(13+14)	10.4	13.9	18.2	23.0	28.8
16. 米国法人税額(15×0.48)	5.0	6.7	8.7	11.0	13.8
17. 差引：外国税額控除(11)	5.5	7.3	9.6	12.1	15.1
18. 米国支払法人税(16-17)	(0.5)	(0.6)	(0.9)	(1.1)	(1.3)
19. ライセンス・フィー：					
20. ライセンス・フィー	4.0	4.7	5.5	6.4	7.5
21. 米国法人税(20×0.48)	1.9	2.3	2.6	3.1	3.6
22. フランス源泉徴収税(20×0.05)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
23. 純米国法人税(21-22)	1.7	2.1	2.3	2.8	3.2
24. 米国法人税合計額					
25. 配当金税額控除超過額(18)	(0.5)	(0.6)	(0.9)	(1.1)	(1.3)
26. ライセンス・フィーの法人税(23)	1.7	2.1	2.3	2.8	3.2
27. 法人税合計額(25+26)	1.2	1.5	1.4	1.7	1.9
28. FF から \$ への換算(\$ 100 万)					
29. FF の対 \$ レート	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6
30. 法人税額合計額(27÷9)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

表5は、EC諸国への輸出から得られるMEC-USAの税引後の貢献利益を表している。

表5 ECへの輸出によるMEC-USAの貢献利益額(単位：\$100万)

	0	1	2	3	4	5
1. MEC-Franceへの初期在庫の販売	0.3	—	—	—	—	—
2. MEC-Franceへの原材料及び部品の輸出	—	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
3. 差引：EC諸国への輸出の貢献利益	—	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
4. 粗貢献利益(1+2+3)	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
5. 差引：米国法人税(4×0.48)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
6. 純貢献利益(4-5)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2

表6では、フランス開発銀行からのプロジェクト特定貸付制度による利子補給を計算している²¹⁾。計算条件(7)よりMEC-USAは7%の利子補給を受けるが、この利子率は税引前であるから、税引後に直す必要がある。米国の実効税率は48%であるから、税引後利子補給は、 $7\% \times (1 - 48\%) = 3.6\%$ となる。

表6 利子補給(単位：\$100万)

	1年度	2年度	3年度	4年度	5年度
1. 借入金期首残高	3.0	2.4	1.8	1.2	0.3

2. 税引後利子補給 0.1 0.1 0.1 — —

B-4. 親会社の観点からの経済性計算

表7ではMEC-USAの観点からのプロジェクトの利益率が示される。以上の分析により、当該プロジェクトは子会社の観点からも親会社の観点からも正の正味現在価値を持つので、採用すべきであると考える。

表7 MEC-USAの観点からみたプロジェクトの利益率

	0	1	2	3	4	5	5T
1. キャッシュ・インフロー(単位: FF100万):							
2. MEC-Franceのネット・インフロー (50.0)		16.5	15.2	17.8	20.5	23.9	99.1
3. ライセンス・フィー		4.0	4.7	5.5	6.4	7.5	
4. インフロー合計	(50.0)	20.5	29.9	23.3	26.9	31.4	99.1
5. キャッシュ・アウトフロー:							
6. 仏源泉徴収税		0.5	0.5	0.8	0.9	1.1	
7. アウトフロー合計		0.5	0.5	0.8	0.9	1.1	
8. ネット・インフロー	(50.0)	20.0	19.4	22.5	26.0	30.3	99.1
9. 対ドル・フラン・レート	5.0	5.0	5.2	5.3	5.5	5.6	5.6
10. キャッシュ・インフロー (単位: \$100万):							
11. MEC-Franceのネット・インフロー (10.0)		4.0	3.7	4.2	4.7	5.4	17.7
12. ECへの輸出の純貢献利益	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	
13. FDBからの利子補給		0.1	0.1	0.1	—	—	
14. インフロー合計	(9.8)	4.1	3.9	4.4	4.8	5.6	17.7
15. キャッシュ・アウトフロー:							
16. 設備売却のキャピタル・ゲイン税	0.3						
17. 送金利益の法人税		0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
18. アウトフロー合計	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
19. ネット・インフロー	(10.1)	3.9	3.6	4.1	4.5	5.3	17.7
20. 正味現在価値:							
21. 現価係数 (14%)	1.0	0.877	0.769	0.675	0.592	0.519	0.519
22. 現在価値	(10.1)	3.4	2.8	2.8	2.7	2.8	9.2
23. 累積正味現在価値	(10.1)	(6.7)	(3.9)	(1.1)	1.6	4.4	13.6
24. 内部利益率=46%							

第5節 結びと残された課題

多国籍企業の外国投資の意思決定は、親会社の観点からのキャッシュ・フローと子会社の観点からのキャッシュ・フローが異なっているので、いずれのキャッシュ・フローを基準してプロジェクトを評価すべきかが問われる。

筆者は、親会社の観点もしくは子会社の観点といういずれか一方の観点だけではなく、親会社と子会社の双方の観点を考慮する必要があると考える。まず子会社の観点でのキャッシュ・フローを基準にして評価し、次いで親会社の観点でのキャッシュ・フローを基準にして評価し、最終的に両観点での評価を突き合わせて総合的な判断を下すという段階的方法を採用すべきである。

最後に、筆者に残された課題を明確にしておく。本論文では、資本コストの測定の問題は検討しておらず、この点については今後の研究課題としている。資本コストの問題は、多国籍企業の外国投資の意思決定では、次のような問題と関連する：(1) 子会社の負債による資金調達増加というメリットを資本コストに反映させる場合の具体的な計算方法、(2) 子会社の資金調達コストが親会社の資金調達コストと異なる場合の再投資の利益率。

また、キャッシュ・フローの予測にも次のような課題がある：(1) 購買力平価説に基づく為替レート予測手法以外の予測手法、例えば利子率平価説に基づく為替レート予測手法、(2) シミュレーション以外の投資リスク分析法、(3) 多国籍企業の親会社と子会社間及び各子会社間の振替価格。さらに、以上の諸問題に加えて、多国籍企業の管理会計における業績評価会計の領域は本論文では全く扱わなかった。この領域も意思決定会計と同じく重要な領域であり、今後の研究課題としたい。

(筆者記) 本論文の草稿段階で、廣本敏郎教授から有益なコメントを戴いた。記して、謝意を表したい。

- 1) Frederick D. S. Choi and Gerhard G. Mueller, *International Accounting* (Englewood-Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1984), pp. 404-421.
- 2) 岡本清『原価計算』国元書房, 4訂版, 平成2年, p. 717.
- 3) David K. Eiteman and Arthur I. Stonehill, *Multinational Business Finance* (Reading, Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, 1982, 3rd ed.), pp. 340-341.
- 4) 彼らは、損益分岐残存価額 (break-even terminal value) の計算方法を述べている (Ibid., pp. 360-362.). この損益分岐残存価額とは、プロジェクトの正味現在価値をゼロとする残存価額である。そして、求められた損益分岐

残存価額を残存価額の予測の基礎とするのである。

- 5) 例えば、イタリア南部地方の特定地域において、固定資産投資総額の3割から5割相当額の中長期低利融資(期間:3~15年, 利率:市場金利の30%)の優遇措置がある(日本貿易振興会発行『1991 ジェトロ白書 投資編 世界と日本の海外直接投資』, pp. 434-435)。
- 6) プロジェクト特定貸付制度の利子と市場利子との差を利子補給(interest subsidy)と呼ぶ。
- 7) Eiteman and Stonehill, op cit., pp. 351-2.
- 8) Ibid., p. 351.
- 9) P を自国物価水準, Pf を外国物価水準, S を自国通貨建て為替レートとすると,

$$S = \frac{P}{Pf} = \frac{1}{\frac{Pf}{P}} \quad (1)$$

が成立する。(1)式が絶対的購買力平価説での為替レート均衡式である。

そこで、 t 期と $t-1$ 期において、(1)式が成立するとして、定式化すると、

$$S_t = \frac{P_t}{Pf_t} \quad (2), \quad S_{t-1} = \frac{P_{t-1}}{Pf_{t-1}} \quad (3)$$

となる。(2)式を(3)式で割ると、

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} = \frac{\frac{1}{\frac{P_t}{Pf_t}}}{\frac{1}{\frac{P_{t-1}}{Pf_{t-1}}}} \quad (4)$$

が成立する。(4)式が、相対的購買力平価説での為替レート均衡式である。

そして(4)式を変化率での定式化に変換するために、両辺から1を引き、

$$\hat{P} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}, \quad \hat{Pf} = \frac{Pf_t - Pf_{t-1}}{Pf_{t-1}}, \quad \hat{S} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

とおくと、

$$\hat{S} = \frac{\hat{P} - \hat{Pf}}{1 + \hat{Pf}} \quad (5)$$

が成立する。

以上の説明は、諸井勝之助『経営財務講義 [第2版]』東京大学出版会、1989年、pp. 312-314による。ただし、(5)式の導出過程は筆者自身によるものである。

- 10) 諸井勝之助, 前掲書, p. 315.
- 11) このように現地国政府が決定権を保持することに由来するリスクのことを「政治リスク」と呼ぶ。
- 12) リスク調整割引率法と確実性等価法については, 例えば, J. Fred Weston and Thomas E. Copeland, *Managerial Finance* (New York: The Dryden Press, 1986, 8th ed.), pp. 427-478 を参照せよ。
- 13) Fuad A. Abdullah, *Financial Management for the Multinational Firm* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1987), p. 369.
- 14) 計算例は, Eiteman and Stonehill, *op. cit.*, pp. 341-367. による。彼らのテキストは現在第5訂版が出版されているが, 第5訂版の計算例は非常に簡略化されたものであるので, 第3訂版を用いた。
- 15) MEC-USA は, 米国内に相当程度の遊休能力があると予測しているので, 利益の測定尺度として貢献利益を用いる (Ibid., p. 349)。
- 16) 原書では, 販売数量=製造数量という条件が明示されていない。
- 17) ライセンス・フィーは, 実際には製造原価もしくは販売費および一般管理費のいずれかに含めて処理されるものであるが, ここでは原書に従い独立の項目としている。
- 18) 現地の再投資の利益率を用いるのは, プロジェクトがフランスの投資家に売却される場合, 売却価額はおそらく投資家の機会原価に基づくからである (Ibid., p. 360)。
- 19) このアプローチでは, 輸出高 (\$200 万) は MEC-France プロジェクトがなければ実際に存在したものと仮定している。もしその投資機会が失われるのであれば, MEC-France の意思決定とは無関連である (Ibid., p. 367)。
- 20) MEC-France の観点からの評価は, 外国居住の株主に関わる税金によって, 減少するべきではない。フランスの競争者はおそらく, 源泉徴収を受けないフランス人の株主からなっているからである (Ibid., pp. 357-8)。
- 21) 原書では, 税引後利子補給の第4年度および第5年度の数値が「- (バー)」となっている (Ibid., p. 352) が, 正確には「0.0」とすべきである。

(一橋大学大学院博士課程)