

外国投資の経済性計算 (2)

籾 本 智 之

目	次
第1章 外国投資の意思決定の特徴	第3節 計算例I
第1節 はじめに	第4節 計算例II (以上前号掲載)
第2節 外国投資の動機	第5節 計算例III (以下本号掲載)
第3節 外国投資の意思決定の困難性	第6節 まとめ
第4節 本論文の構成	第4章 外国投資の意思決定に適切な資本コスト
第2章 外国投資の意思決定に適切なキャッシュ・フロー概念 (その1) ：子会社キャッシュ・フローと親会社キャッシュ・フロー	第1節 はじめに
第1節 はじめに	第2節 為替レートとインフレーションの割引率に対する影響
第2節 計算例	第3節 まとめ
第3節 まとめ	第5章 為替レートとインフレーション
第3章 外国投資の意思決定に適切なキャッシュ・フロー概念 (その2) ：二つの親会社キャッシュ・フロー	第1節 はじめに
第1節 はじめに	第2節 購買力平価説
第2節 法人税	第3節 為替変動リスクとシミュレーション分析
	第4節 まとめ
	第6章 結語

第5節 計算例3：親会社借入の場合

[例3] [例1]のS社は親会社から、0年度末に\$100借り入れる。この親会社借入金は、2年間の均等払いで元金を返済し、每期首の残高の10%を利息として親会社に支払う。

I 現地国と本国の法人税率が30%で等しい場合、II 現地国の法人税率が30%で本国の法人税率が40%の場合、III 現地国の法人税率が40%で本国の法人税率が30%の場合の各場合において、S社が(1)利益を内部留保する場合、(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合と(3)利益をすべてP社に配当する場合に分けて、向こう2年間の財務諸表を作成しよう。

I 法人税率(30%)が等しい場合

S社財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	128	159.5	100	100	100	100	100	100
設備	100	50	0	100	50	0	100	50	0
借方計	200	178	159.5	200	150	100	200	150	100
親会社借入金	100	50	0	100	50	0	100	50	0
資本金	100	100	100	100	100	100	100	100	100
剰余金	0	28	59.5	0	0	0	0	0	0
貸方計	200	178	159.5	200	150	100	200	150	100
損益計算書									
売上高		100	100		100	100		100	100
減価償却費		50	50		50	50		50	50
支払利息		10	5		10	5		10	5
ライセンス・フィ		0	0		40	45		0	0
税引前利益		40	45		0	0		40	45
法人税		12	13.5		0	0		12	13.5
税引後利益		28	31.5		0	0		28	31.5
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	28		0	0		0	0
当期純利益		28	31.5		0	0		28	31.5
配当金		0	0		0	0		28	31.5
剰余金期末残高		28	59.5		0	0		0	0

図表 3.5.1

P社財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	0	57	110.5	0	85	170	0	85	170
子会社貸付金	100	50	0	100	50	0	100	50	0
子会社株式	100	100	100	100	100	100	100	100	100
借方計	200	207	210.5	200	235	270	200	235	270
資本金	200	200	200	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	7	10.5	0	35	70	0	35	70
貸方計	200	207	210.5	200	235	270	200	235	270
損益計算書									
ライセンス・フィ		0	0		40	45		0	0
受取利息		10	5		10	5		10	5
受取配当金		0	0		0	0		28	31.5
税引き前利益		10	5		50	50		38	36.5
法人税		3	1.5		15	15		3	1.5
税引後利益		7	3.5		35	35		35	35
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	7		0	35		0	35
当期純利益		7	3.5		35	35		35	35
剰余金期末残高		7	10.5		35	70		35	70

図表 3.5.2

(3)利益をすべてP社に配当する場合における法人税の金額は、受取配当金に関わる法人税が外国税額控除により\$0であり、受取利息には30%の法人税が課されることによる。

連結財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	185	270	100	185	270	100	185	270
設備	100	50	0	100	50	0	100	50	0
借方計	200	235	270	200	235	270	200	235	270
資本金	200	200	200	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	35	70	0	35	70	0	35	70
貸方計	200	235	270	200	235	270	200	235	270
損益計算書									
売上高		100	100		100	100		100	100
減価償却費		50	50		50	50		50	50
税引前利益		50	50		50	50		50	50
法人税		15	15		15	15		15	15
税引後利益		35	35		35	35		35	35
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	35		0	35		0	35
当期純利益		35	35		35	35		35	35
剰余金期末残高		35	70		35	70		35	70

連結仕訳は次のとおりである。なお、第2期末の開始仕訳のうち、剰余金に関する部分は省略している。また、B/Sは貸借対照表、P/Lは損益計算書、S/Sは剰余金計算書を示す。

(1)利益をすべて内部留保する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	10	貸方	支払利息(S社P/L)	10
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	5	貸方	支払利息(S社P/L)	5

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	10	貸方	支払利息(S社P/L)	10
	借方	ライセンス・フィ(P社P/L)	40	貸方	ライセンス・フィ(S社P/L)	40
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	5	貸方	支払利息(S社P/L)	5
	借方	ライセンス・フィ(P社P/L)	45	貸方	ライセンス・フィ(S社P/L)	45

(3)利益をすべて配当する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	10	貸方	支払利息(S社P/L)	10
	借方	受取配当金(P社P/L)	24	貸方	配当金(S社S/S)	24
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	5	貸方	支払利息(S社P/L)	5
	借方	受取配当金(P社P/L)	27	貸方	配当金(S社S/S)	27

次に、各キャッシュ・フローを計算しよう。

A 子会社のキャッシュ・フロー

[例2]の場合と同様、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。たとえば、(1)利益を内部留保する場合の場合、1年度末のキャッシュ・フローは
 $(1 - \text{法人税率 } 0.3) \times \text{売上高 } \$100 + \text{法人税率 } 0.3 \times \text{減価償却費 } \$50 = \$85$ となる。

また、残存価額の計算に当たり、2年度末の現金残高は親会社借入金の返済と利息の支払が反映されていることにも注意すべきである。(1)利益を内部留保する場合の残存価額は、2年度末現金残高、親会社借入金返済額、税引後利息支払総額の合計額から1年度末と2年度末にキャッシュ・フローとして計上した金額を控除した金額である。つまり、

$$\$159.5 + \$100 + (1 - 0.3) \times (10 + 5) - (85 + 85) = \$100$$

となる。なお、(3)利益をすべてP社に配当する場合はさらに配当金の調整も行わなければならない([例1]参照)。

初期投資額は、現金\$100と設備\$100の合計額\$200である。

以上まとめると、以下のようなになる。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	57	53.5	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

B 親会社のキャッシュ・フロー

初期投資は出資金 \$ 100 と子会社貸付金 \$ 100 の合計 \$ 200 であることに注意しなければならない。1年度末と2年度末のキャッシュ・フローは、税引後利益のほかに子会社貸付金の返済額がある。

(1)利益をすべて配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	57	53.5	159.5

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

C 企業集団のキャッシュ・フロー

注意を要するのは、初期投資額が、現金 \$ 100 と設備 \$ 100 の合計額 \$ 200 である点である。また、残存価額の計算は、2年度末の現金残高から1年度末と2年度末にキャッシュ・フローとして計上した金額を控除した金額である。たとえば、(1)利益を内部留保する場合は、

$$\$ 270 - (85 + 85) = \$ 100$$

が残存価額となる。以上まとめると、以下のようになる。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

II 現地国法人税率(30%) < 本国法人税率(40%) の場合

S社財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	128	159.5	100	100	100	100	100	100
設備	100	50	0	100	50	0	100	50	0
借方計	200	178	159.5	200	150	100	200	150	100
親会社借入金	100	50	0	100	50	0	100	50	0
資本金	100	100	100	100	100	100	100	100	100
剰余金	0	28	59.5	0	0	0	0	0	0
貸方計	200	178	159.5	200	150	100	200	150	100
損益計算書									
売上高		100	100		100	100		100	100
減価償却費		50	50		50	50		50	50
支払利息		10	5		10	5		10	5
ライセンス・フィ		0	0		40	45		0	0
税引前利益		40	45		0	0		40	45
法人税		12	13.5		0	0		12	13.5
税引後利益		28	31.5		0	0		28	31.5
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	28		0	0		0	0
当期純利益		28	31.5		0	0		28	31.5
配当金		0	0		0	0		28	31.5
剰余金期末残高		28	59.5		0	0		0	0

図表 3.5.4

P社財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	0	56	109	0	80	160	0	80	160
子会社貸付金	100	50	0	100	50	0	100	50	0
子会社株式	100	100	100	100	100	100	100	100	100
借方計	200	206	209	200	230	260	200	230	260
資本金	200	200	200	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	6	9	0	30	60	0	30	60
貸方計	200	206	209	200	230	260	200	230	260
損益計算書									
ライセンス・フィ		0	0		40	45		0	0
受取利息		10	5		10	5		10	5
受取配当金		0	0		0	0		28	31.5
税引き前利益		10	5		50	50		38	36.5
法人税		4	2		20	20		8	6.5
税引後利益		6	3		30	30		30	30
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	6		0	30		0	30
当期純利益		6	3		30	30		30	30
剰余金期末残高		6	9		30	60		30	60

図表 3.5.5

(3)利益をすべてP社に配当する場合における法人税の金額は、受取配当金に関わる法人税が外国税額控除により1年度末は\$4、2年度末は\$4.5であり、受取利息には30%の法人税が課されることによる。

連結財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	184	268.5	100	180	260	100	180	260
設備	100	50	0	100	50	0	100	50	0
借方計	200	234	268.5	200	230	260	200	230	260
資本金	200	200	200	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	34	68.5	0	30	60	0	30	60
貸方計	200	234	268.5	200	230	260	200	230	260
損益計算書									
売上高		100	100		100	100		100	100
減価償却費		50	50		50	50		50	50
税引前利益		50	50		50	50		50	50
法人税		16	15.5		20	20		20	20
税引後利益		34	34.5		30	30		30	30
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	34		0	30		0	30
当期純利益		34	34.5		30	30		30	30
剰余金期末残高		34	68.5		30	60		30	60

連結仕訳は次のとおりである。なお、第2期末の開始仕訳のうち、剰余金に関する部分は省略している。また、B/Sは貸借対照表、P/Lは損益計算書、S/Sは剰余金計算書を示す。

(1)利益をすべて内部留保する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	10	貸方	支払利息(S社P/L)	10
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	5	貸方	支払利息(S社P/L)	5

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	10	貸方	支払利息(S社P/L)	10
	借方	ライセンス・フィ(P社P/L)	40	貸方	ライセンス・フィ(S社P/L)	40
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	5	貸方	支払利息(S社P/L)	5
	借方	ライセンス・フィ(P社P/L)	45	貸方	ライセンス・フィ(S社P/L)	45

(3)利益をすべて配当する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	10	貸方	支払利息(S社P/L)	10
	借方	受取配当金(P社P/L)	28	貸方	配当金(S社S/S)	28
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取利息(P社P/L)	5	貸方	支払利息(S社P/L)	5
	借方	受取配当金(P社P/L)	31.5	貸方	配当金(S社S/S)	31.5

A 子会社のキャッシュ・フロー

Iの場合と財務諸表は同じであるから、キャッシュ・フローも同じものとなる。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	57	53.5	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

B親会社のキャッシュ・フロー

Iの場合と同じ点に注意してキャッシュ・フローを計算すると、以下のようになる。ただし、(1)利益をすべて配当する場合の残存価額の計算では、子会社の剰余金に対する本国の税金に留意しなければならない。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	56	53	151

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	80	80	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	80	80	100

C 企業集団のキャッシュ・フロー

I の場合と同じ点に注意してキャッシュ・フローを計算すると、以下のようになる。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	84	84.5	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	80	80	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	80	80	100

III 現地国法人税率(40%) > 本国法人税率(30%) の場合

S社財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	124	151	100	100	100	100	100	100
設備	100	50	0	100	50	0	100	50	0
借方計	200	174	151	200	150	100	200	150	100
親会社借入金	100	50	0	100	50	0	100	50	0
資本金	100	100	100	100	100	100	100	100	100
剰余金	0	24	51	0	0	0	0	0	0
貸方計	200	174	151	200	150	100	200	150	100
損益計算書									
売上高		100	100		100	100		100	100
減価償却費		50	50		50	50		50	50
支払利息		10	5		10	5		10	5
ライセンス・フィ					40	45			
税引前利益		40	45		0	0		40	45
法人税		16	18		0	0		16	18
税引後利益		24	27		0	0		24	27
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	24		0	0		0	0
当期純利益		24	27		0	0		24	27
配当金		0	0		0	0		24	27
剰余金期末残高		24	51		0	0		0	0

図表 3.5.7

「外国投資の経済性計算」(簾本)

P社財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	0	57	110.5	0	85	170	0	81	161.5
子会社貸付金	100	50	0	100	50	0	100	50	0
子会社株式	100	100	100	100	100	100	100	100	100
借方計	200	207	210.5	200	235	270	200	231	261.5
資本金	200	200	200	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	7	10.5	0	35	70	0	31	61.5
貸方計	200	207	210.5	200	235	270	200	231	261.5
損益計算書									
ライセンス・フィ		0	0		40	45		0	0
受取利息		10	5		10	5		10	5
受取配当金		0	0		0	0		24	27
税引き前利益		10	5		50	50		34	32
法人税		3	1.5		15	15		3	1.5
税引後利益		7	3.5		35	35		31	30.5
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	7		0	35		0	31
当期純利益		7	3.5		35	35		31	30.5
剰余金期末残高		7	10.5		35	70		31	61.5

図表 3.5.8

連結財務諸表	(1)利益をすべて内部留保する場合			(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合			(3)利益をすべて配当金として送金する場合		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	181	261.5	100	185	270	100	181	261.5
設備	100	50	0	100	50	0	100	50	0
借方計	200	231	261.5	200	235	270	200	231	261.5
資本金	200	200	200	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	31	61.5	0	35	70	0	31	61.5
貸方計	200	231	261.5	200	235	270	200	231	261.5
損益計算書									
売上高		100	100		100	100		100	100
減価償却費		50	50		50	50		50	50
税引前利益		50	50		50	50		50	50
法人税		19	19.5		15	15		19	19.5
税引後利益		31	30.5		35	35		31	30.5
剰余金計算書									
剰余金期首残高		0	31		0	35		0	31
当期純利益		31	30.5		35	35		31	30.5
剰余金期末残高		31	61.5		35	70		31	61.5

図表 3.5.9

連結仕訳は次のとおりである。なお、第2期末の開始仕訳のうち、剰余金に関する部分は省略している。また、B/Sは貸借対照表、P/Lは損益計算書、S/Sは剰余金計算書を示す。

(1)利益をすべて内部留保する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	ライセンス・フィ(P社P/L)	40	貸方	ライセンス・フィ(S社P/L)	40
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	ライセンス・フィ(P社P/L)	45	貸方	ライセンス・フィ(S社P/L)	45

(3)利益をすべて配当する場合

第1期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取配当金(P社P/L)	24	貸方	配当金(S社S/S)	24
第2期末	借方	資本金(S社B/S)	100	貸方	子会社株式(P社B/S)	100
	借方	受取配当金(P社P/L)	27	貸方	配当金(S社S/S)	27

A 子会社のキャッシュ・フロー

IやIIの場合と同様にして計算する。ただし法人税率が0.4であることに注意しなければならない。たとえば、(1)利益を内部留保する場合の場合、1年度末のキャッシュ・フローは $(1 - \text{法人税率} 0.4) \times \text{売上高} \$ 100 + \text{法人税率} 0.4 \times \text{減価償却費} \$ 50 = \$ 80$ となる。

また、(1)利益を内部留保する場合の残存価額は、

$$\$ 151 + \$ 100 + (1 - 0.4) \times (10 + 5) - (80 + 80) = \$ 100$$

となる。なお、(3)利益をすべてP社に配当する場合はさらに配当金の調整も行わなければならない([例1]参照)。

初期投資額は、現金\$100と設備\$100の合計額\$200である。

以上まとめると、以下のようになる。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	80	80	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	56	53	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	80	80	100

B親会社のキャッシュ・フロー

IやIIの場合と同様にして計算する。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	57	53.5	151

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	81	80.5	100

C企業集団のキャッシュ・フロー

IやIIの場合と同様にして計算する。

(1)利益をすべて内部留保する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	81	80.5	100

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

(3)利益をすべてP社に配当する場合

0年度末	1年度末	2年度末	残存価額
(200)	85	85	100

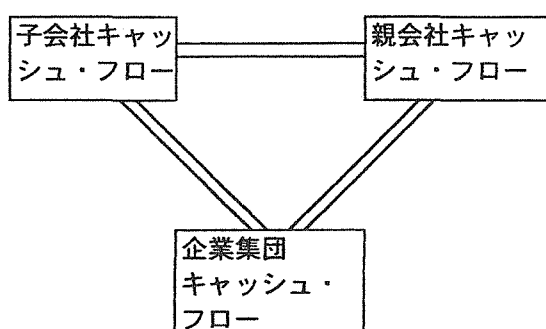
第6節 まとめ

以上、外国投資の財務諸表及びキャッシュ・フローに与える影響を、子会社が親会社からの出資金だけで資金調達をする場合([例1]), (2)親会社からの出資金と銀行借入で資金調達をする場合([例2]), (3)親会社からの出資金と親会社借入で資金調達をする場合([例3])に分け、各々の例において子会社の実質的な利益処分の方法¹⁾すなわち(1)利益をすべて内部留保する場合, (2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合, (3)利益をすべて配当

する場合に分けて計算した。さらに税金の影響をみるために、I現地国と本国とで法人税率が30%で等しい場合、II現地国の法人税率が30%で本国の法人税率が40%の場合、III現地国の法人税率が40%で本国の法人税率が30%の場合に分けた。合計で27の場合分けをした。

子会社、親会社、企業集団のキャッシュ・フローがどのような状況で異なるのかを本章の設例に基づいて明らかにしよう。

まず、三つのキャッシュ・フローが等しくなる場合(下図参照)は、[例3]子会社が親会社からの出資金と親会社借入で資金調達をする場合、I現地国法人税率と本国法人税率が等しい状況で、(3)利益をすべて配当する場合である。



ところが、これは設例に基づいた場合であり、単なる偶然である。たとえば、子会社が親会社借入金の返済方法を変更し、第2年度末に元金を一括して返済し、利息は每期首残高の10%を支払うことにする。この場合、各財務諸表を作成すると、次のようになる。

	S社財務諸表			P社財務諸表			連結財務諸表		
	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末	0期末	1期末	2期末
貸借対照表									
現金	100	150	100	0	35	170	100	185	270
設備	100	50	0	-	-	-	100	50	0
子会社貸付金	-	-	-	100	100	0	-	-	-
子会社株式	-	-	-	100	100	100	-	-	-
借方計	200	200	100	200	235	270	200	235	270
親会社借入金	100	100	0	-	-	-	-	-	-
資本金	100	100	100	200	200	200	200	200	200
剰余金	0	0	0	0	35	70	0	35	70
貸方計	200	200	100	200	235	270	200	235	270

損益計算書							
売上高	100	100	—	—	100	100	
受取利息	—	—	10	10	—	—	
受取配当	—	—	28	28	—	—	
減価償却費	50	50	—	—	50	50	
支払利息	10	10	—	—	—	—	
税引前利益	40	40	38	38	50	50	
法人税	12	12	3	3	15	15	
税引後利益	28	28	35	35	35	35	
剰余金計算書							
剰余金期首残高	0	0	0	35	0	35	
当期純利益	28	28	35	35	35	35	
配当金	28	28	—	—	—	—	
剰余金期末残高	0	0	35	70	35	70	

図表 3.5.10

この結果、各キャッシュ・フローは次のようになり、子会社のキャッシュ・フローと企業集団のキャッシュ・フローは等しくなるが、これらと親会社のキャッシュ・フローは異なる。

子会社のキャッシュ・フロー

0 期末	1 期末	2 期末	残存価額
(200)	85	85	100

親会社のキャッシュ・フロー

0 期末	1 期末	2 期末	残存価額
(200)	35	135	100

企業集団のキャッシュ・フロー

0 期末	1 期末	2 期末	残存価額
(200)	85	85	100

したがって、一般には子会社のキャッシュ・フローと親会社のキャッシュ・フローそして企業集団のキャッシュ・フローが等しくなることはない。

次に、子会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローは等しいが、親会社キャッシュ・フローとは異なる場合(下図参照)は以下の通りである。

[例1] 子会社が親会社からの出資金だけで資金調達をする場合

I 現地国と本国とで法人税率が30%で等しい場合と

III 現地国の法人税率が40%で本国の法人税率が30%の場合

(1)利益をすべて内部留保する場合

(3)利益をすべて配当する場合

II 現地国の法人税率が30%で本国の法人税率が40%の場合

(1)利益をすべて内部留保する場合

[例2] 親会社からの出資金と銀行借入で資金調達をする場合

I 現地国と本国とで法人税率が30%で等しい場合と

III 現地国の法人税率が40%で本国の法人税率が30%の場合

(1)利益をすべて内部留保する場合

(3)利益をすべて配当する場合

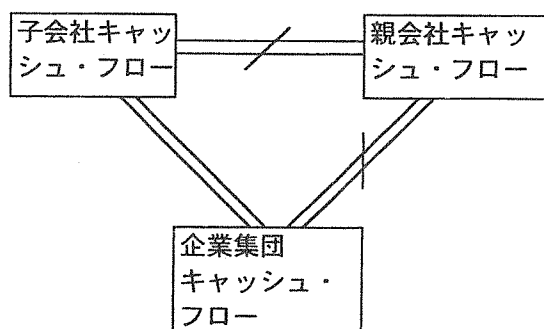
[例3] 親会社からの出資金と親会社借入で資金調達をする場合

I 現地国と本国とで法人税率が30%で等しい場合

(1)利益をすべて内部留保する場合

(3)利益をすべて配当する場合

パターンA 子会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローは等しいが、親会社キャッシュ・フローとは異なる場合



そして、親会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローは等しいが、子会社キャッシュ・フローとは異なる場合(下図参照)は以下の通りである。

[例3] 親会社からの出資金と親会社借入で資金調達をする場合

I 現地国と本国とで法人税率が30%で等しい場合

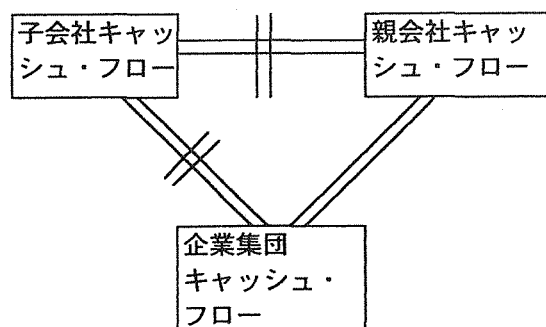
(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

II 現地国の法人税率が30%で本国の法人税率が40%の場合

(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合

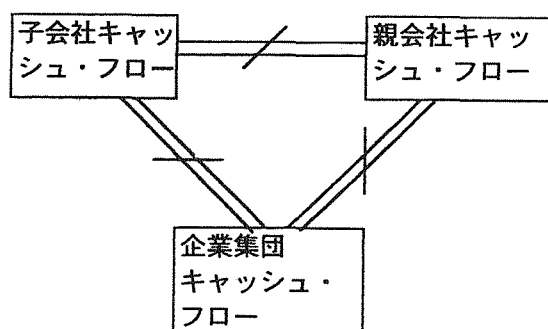
(3)利益をすべて配当する場合

パターンB 親会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローは等しいが、子会社キャッシュ・フローとは異なる場合



最後に、子会社、親会社、企業集団のキャッシュ・フローがそれぞれ異なる場合(下図参照)は、残りの12個の場合である。なお、子会社と親会社のキャッシュ・フローは等しいが、これらとは企業集団のキャッシュ・フローが異なる場合はない。

パターンC 子会社、親会社、企業集団のキャッシュ・フローがそれぞれ異なる場合



従来、国際財務管理の文献において、外国投資の意思決定に適切なキャッシュ・フローは子会社のキャッシュ・フローか、親会社のキャッシュ・フローかという問題設定がなされてきたことはすでに述べた。本章での設例により、ひとしく親会社のキャッシュ・フローといっても、「個別企業としての親会社キャッシュ・フロー」と「連結企業としての企業集団キャッシュ・フロー」があることがわかった。そして、子会社のキャッシュ・フローか、親会社のキャッシュ・フローかという問題が意味を持つのは、パターンBの親会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローは等しいが、子会社キャッシュ・フローとは異なる場合である。親会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローが等しくなければ(パターンAとパターンC)、子会社のキャッシュ・フローか、親会社のキャッシュ・フローかという問題設定ができないからである。

さて、以上の結果から、次のような点が理解される。まず第一に、子会社のキャッシュ・フローは、[例1]、[例2]、[例3]において(1)利益をすべて内部留保する場合と(3)利益をすべて配当する場合とでは等しくなるが、これらと(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合のキャッシュ・フローは等しくならない。これは、ライセンス・フィが子会社にとってのキャッシュ・フローに反映されるが、内部留保や配当は反映されないからである。

第二に、企業集団のキャッシュ・フローは、(1)利益をすべて内部留保する場合と(3)利益をすべて配当する場合における子会社のキャッシュ・フローと、税金の影響を無視すれば等しい。特に、子会社の利益処分の方法は、企業集団のキャッシュ・フローには税金の影響を無視すれば影響を及ぼさない。

第三に、親会社のキャッシュ・フローは子会社の資金調達方法と利益処分の影響を被る。すなわち、[例1]と[例3]の場合、親会社の初期投資額は\$200であるのに対し、[例2]の場合\$100となっている。また、利益処分の方法はキャッシュ・フロー総額には影響を与えないが、キャッシュ・フロー流れは(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合と(3)利益をすべて配当する場合とでは税金の影響を無視すれば等しくなるが、これらと(1)利益をすべて内部留保する場合とでは著しく異なる。この後者の点、すなわちキャッシュ・フロー総額は等しいがキャッシュ・フロー流れが異なる点は非常に重要である。貨幣の時間価値を考慮する長期の意思決定では、割引計算を行うからである。

最後に、これら3つのキャッシュ・フローが第2章で考察した Eiteman らの計算や Shapiro の計算方法とどういう関係があるのかを指摘する。まず、Eiteman らの計算を考察したとき、彼らの言うところの「親会社」キャッシュ・フローは子会社のキャッシュ・フローに修正を加えたものになっていると指摘した。修正の内容は、親会社の法人税と子会社からのライセンス・フィの受取額である。子会社のキャッシュ・フローにライセンス・フィの受取額を修正するということは、結局、子会社のキャッシュ・フローからライセンス・フィを控除することになり、筆者の言う企業集団のキャッシュ・フローになることを意味する。当然、企業集団のキャッシュ・フローでは、子会社と親会社の法人税の合計額が反映されている。さらに、Eiteman らの計算では、子会社の初期投資額が彼らの言うところの「親会社」の初期投資額になっている点を指摘したが、これも本章の設例から明らかなように、子会社の初期投資額は企業集団の初期投資額に等しいことを併せて考慮すると、彼らの言うところの「親会社」キャッシュ・フローは筆者の言う企業集団のキャッシュ・フローに相当すると理解できる。

他方、Shapiro の計算方法は複雑である。つまり、親会社のキャッシュ・インフローに親会社借入金返済額を含めている点では、筆者の言う親会社キャッシュ・フローであるが、銀行借入金返済額を含めると、筆者の言う親会社キャッシュ・フローとしては理解できない。子会

社の初期投資額を親会社の初期投資額としている点については、筆者の言う企業集団キャッシュ・フローとして理解できる。このように、彼の「親会社」キャッシュ・フローの計算方法は、筆者の言う親会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローが混ざりあったものになっている。

第4章 外国投資の意思決定に適切な資本コスト概念

第1節 はじめに

本章では、前章で検討した外国投資の意思決定に適切なキャッシュ・フローを割り引くための資本コストについて検討する。資本コストとは、投資に必要な資金のコストのことであり、資本コスト率は、「その投資案が最低限獲得すべき必要投下資本利益率(required rate of return)の意味をもち、各投資案が跳び越さねばならないハードル・レイト(hurdle rate)にはかならず、不利な投資案を棄却するための切捨率(cut-off rate)の役割を果たす。したがって投資案の採否を決定するさいに、もし正味現在価値法を採用するのであれば、資本コスト率は、年々の予想キャッシュ・フローの割引率として使用され、また内部利益率法を採用するのであれば、その投資案の内部利益率が資本コストを上回るか否かの判定に使用される」[岡本, 1994, 797頁]。なお、本論文では、投資の意思決定モデルとしての割引キャッシュ・フローモデルの中の内部利益率法は考察対象としてはいないので、資本コスト率は割引率として使用される。

外国投資の意思決定では、現地国と本国の通貨及びインフレ率の相違が問題となる。前章までで検討したように、外国投資の意思決定においては3つのキャッシュ・フローがある。このうち、子会社キャッシュ・フローは現地国通貨で表示されており、他の2つのキャッシュ・フローは本国通貨で表示されている。現地国と本国の二か国でインフレ率が等しいということは滅多にならう。したがって、現地国通貨と本国通貨は異なるインフレ率のもとの通貨であろう。こういった場合、現地国通貨建てキャッシュ・フローと本国通貨建てキャッシュ・フローを同じ割引率で割り引くことはできない。そこで、本章では、現地国と本国の通貨及びインフレ率の相違が資本コストを算定する上でどのような影響を与えるのかを考察する。

第2節 為替レートとインフレーションの割引率に対する影響

一般に、投資の経済性計算では、インフレーションの影響も考慮しなければならない。この場合、注意すべきは、キャッシュ・フローと割引率の、名目概念または実質概念に関する整合性である。インフレーションを考慮する方法には二つの方法がある。第一の方法は、年々のキャッシュ・フローを名目金額に修正し、その名目金額を、名目資本コストで割り引く方

法である。第二の方法は、キャッシュ・フローの実質金額を、実質資本コスト率で割り引く方法である。「どちらの方法も、同じ結果に到達するが、第一の方法がわかりやすく、しかも設備投資後流入する金額は、名目金額で会計帳簿に記録されるため、計画値と実績値とを突き合わせる事ができる長所を持っている」[岡本, 1992, 793頁]。

外国投資でも、キャッシュ・フローと割引率の整合性は考慮しなければならないが、さらに通貨の問題が加わり、またインフレ率も現地国と本国で相違するといった問題が加わる。

Buckley は、外国投資の経済性計算を行うに当たって、為替レートとインフレを考慮するときの、現在価値の計算法を示している[Buckley, pp. 385-391]。現地国通貨で予測されたキャッシュ・フローから、本国通貨に換算された現在価値を計算する方法には4つの方法があるという。4つの計算法は表4.1のとおりである。

表 4.1

	計算法1	計算法2	計算法3	計算法4
ステージ1	現地国通貨・名目貨幣額でのキャッシュ・フローの予測	左に同じ	左に同じ	左に同じ
ステージ2	本国通貨への予測為替レートによる換算	現地国通貨建て割引率での現在価値の計算	現地国通貨・実質貨幣額への修正	現地国通貨・実質貨幣額への修正
ステージ3	本国通貨建て割引率での現在価値の計算	本国通貨建ての現在価値へのスポット・レートによる換算	本国通貨へのスポット・レートによる換算	現在国通貨建ての実質割引率での現在価値の計算
ステージ4	—	—	実質割引率での現在価値の計算	本国通貨建ての現在価値へのスポット・レートによる換算

分析期間を通じて購買力平価が成立しておりかつ税金を無視するという前提のもとでは、4つの計算法は数学的に同じ結果をもたらすという。

今、このことを簡単な計算例によって確認しておこう。

[計算条件]

(1)名目円建てキャッシュ・フロー

t_1	t_2
¥110万	¥121万

(2)日本のインフレ率=10% 米国のインフレ率=15%

(3) t_0 時点の為替レート=¥100/\$

為替レートは購買力平価説に基づいて予測される。

(4)名目円建て割引率=20%

以上の条件により、各計算方法におけるドル建ての現在価値を計算する。

[計算方法 1]

為替レートを購買力平価説に基づいて予測すると、次のようになる。

t_0	t_1	t_2
¥100/\$	① ¥95/\$	② ¥91/\$

注 ① $100 \times \left(1 + \frac{0.1 - 0.15}{1 + 0.1}\right) \doteq 95$ ② $100 \times \left(1 + \frac{0.1 - 0.15}{1 + 0.1}\right)^2 \doteq 91$

これらの計算については第 5 章で詳述する。

この予測為替レートに基づいて、ドルへ換算すると、次のようになる。

t_1	t_2
\$1.15 万	\$1.33 万

次に、名目ドル建て割引率を計算する。今、名目円建て割引率が 20% であるから、 t_0 時点の ¥100 は t_1 時点の ¥120 と同じ価値である。そして、この ¥120 は t_1 時点では \$1.26 (= ¥120 ÷ ¥95/\$) に換算される。したがって、求める名目ドル建て割引率は、 t_1 時点での \$1.26 を t_0 時点の ¥100 の換算額 \$1 と同価値にする割引率、つまり、26% である。

この 26% の割引率で、名目ドル建てキャッシュ・フローの現在価値を計算すると、

$$\frac{1.15}{(1+0.26)} + \frac{1.33}{(1+0.26)^2} \doteq 1.76$$

により、約 \$1.76 万となる。

[計算方法 2]

円建て名目キャッシュ・フローを円建て名目割引率 20% で割り引くと、

$$\frac{110}{(1+0.2)} + \frac{121}{(1+0.2)^2} \doteq 176$$

により、約 ¥176 万となる。

これを t_0 時点の為替レート ¥100/\$ で換算すると、約 \$1.76 万となる。

計算方法 3 と計算方法 4 について、計算過程は省略するが、結果は以下のものである。

	計算方法 3		計算方法 4	
ステージ 2	t ₁ ¥100 万	t ₂ ¥100 万	t ₁ ¥100 万	t ₂ ¥100 万
ステージ 3	t ₁ \$1 万	t ₂ \$1 万	¥176 万	
ステージ 4	約\$1.75 万		約\$1.76 万	

以上の結果から、小数点以下の誤差はあるが、いずれの計算方法でも等しくなることが確認された。

第3節 まとめ

さて、先の例からもわかるように、為替レートと通貨が現地国と本国とで異なる場合、本国通貨建ての名目割引率を子会社の現地国通貨建て名目キャッシュ・フローの割引率として使うことはできない。前述したように、名目割引率で名目キャッシュ・フローを割り引く方がよいので、Buckley の計算方法 1 を採用するのがよい。そこで、本国通貨建ての名目割引率から現地国通貨建ての名目割引率に転換する必要がある。この転換の一般式を示すことによって、本章のまとめとしよう。

先ほどの例の中で、その転換を行ったが、次のように定式化される。

$$(1+r_F) \times \$1 = \frac{(1+r_H) \times ¥100}{(1+\hat{S}) \times S_0} \quad (1)$$

ここで、

\hat{S} : 為替レート変化率,

S_0 : t_0 時点の為替レート

r_H : 本国通貨建て名目割引率,

r_F : 現地国通貨建て名目割引率。

これに $S_0 = ¥100 / \$$ を代入して整理すると、

$$r_F = \frac{1+r_H}{1+\hat{S}} - 1 \quad (2)$$

となる。(2)式が本国通貨建ての名目割引率から現地国通貨建ての名目割引率への転換一般式である。

第5章 為替レートの予測と外国投資のリスクおよびその分析方法

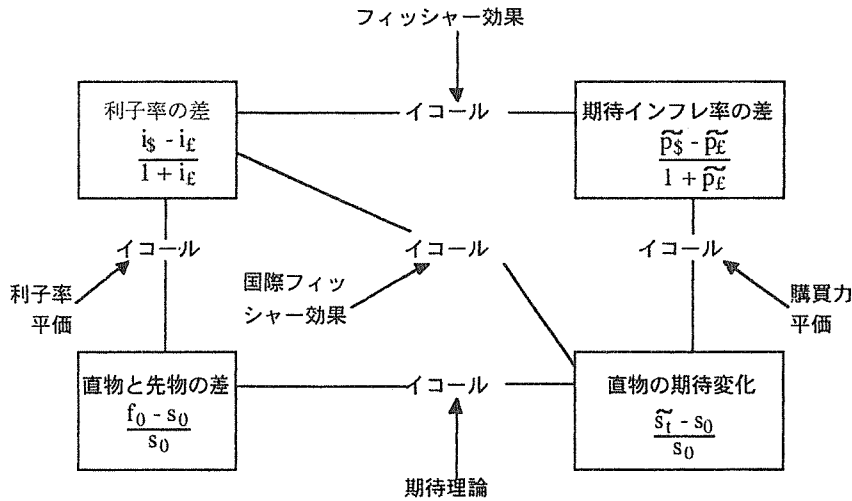
第1節 はじめに

外国投資では、様々なリスクがつきまとう。リスクは、(1)為替レート変動リスク、(2)為替規制リスク、(3)収用と分類される。為替レート変動リスクは改めて説明することもないが、予測レートと実際レートの乖離によって生じるリスクである。(2)は、現地国で外貨政策により国外に送金する金額を規制することから生じるリスクであり、(3)は現地国が対価を払って現地国プロジェクトを買収するリスクであり、(1)と(2)を併せてカントリー・リスクと呼ばれ、外国投資に典型的なリスクである。他方、(1)は外国投資だけではなく、輸入や輸出を行っている企業でも被るリスクである。その意味では、外国投資のリスクではあるが、外国投資特有のリスクではない。

本章では、まず為替レートの予測技法を述べ、為替レート変動リスク、為替規制リスク、収用については、近年為替規制や収用が行われている国が少なくなっているの²⁾主に為替レート変動リスクについて述べることにする。

第2節 購買力平価説

外国投資の意思決定では、とりわけ為替レートの予測が重大な問題となってくる。本節で



- s_0 = 現時点での直物レート (\$/£)
- f_0 = 現時点での先物レート (\$/£)
- i_s = 米国利率
- i_E = 英国利率
- \bar{p}_s = 期待米国インフレ率
- \bar{p}_E = 期待英国インフレ率
- \tilde{s}_t = t時点での期待先物レート (\$/£)

出所： [Buckley, 1992, p. 42 図5-1]

は、為替レートの予測技法として最も基本的である購買力平価説 (theory of purchasing power parity) を説明することにする。

為替レートの均衡モデルには、利子率平価説、期待理論、国際フィッシャー効果、購買力平価説の4つがあるが、長期的な為替レート予測モデルとしては購買力平価説がもっとも適当であると言われている。なお、これらのモデルは前頁の図のような関係にある。

なお、それぞれのモデルの内容および実証研究に関しては、たとえば[Buckley, 1992]の第5章および11章を参照せよ。

購買力平価説とは、本国通貨建て為替レート³⁾は、長期的には、外国通貨の購買力と本国通貨の購買力との比率(購買力平価)に均衡するはずである、とする理論である。購買力平価説は、各変数を絶対額で用いるのか、あるいは変化率の形で用いるかによって、絶対的購買力平価説と相対的購買力平価説とに分類される。相対的購買力平価説を理解するためには、まず絶対的購買力平価説を理解しなければならない⁴⁾

1. 絶対的購買力平価説

本国と外国という2国間において、自由貿易が行われ、輸送費が無視するほど小さければ、

$$p_i = S \cdot pf_i \quad (1)$$

ここで、 p_i : 財 i の本国通貨建て国内価格、

pf_i : 財 i の外国通貨建て外国価格、

S : 本国通貨建ての為替レート。

が成立する。

(1)式を、総合的な物価水準に拡張したものが絶対的購買力平価説である。

いま、本国および外国の物価水準を定式化すると、次の2つの式が成立する。すなわち、

$$P = \sum_{i=1}^n W_i p_i \quad (2)$$

$$Pf = \sum_{i=1}^n W_i pf_i \quad (3)$$

ここで、 W_i : 財 i の加重平均のためのウェイト、

P : 本国物価水準、 Pf : 外国物価水準、

n : 財の種類の数。

(1), (2), (3)式から、

$$P = S \cdot Pf \quad (4)$$

が成立する。(4)式は次のように変形できる。すなわち、

$$S = \frac{P}{Pf} \quad (5)$$

ここで、貨幣の購買力は物価水準の逆数であるから、(5)式は次のように変形できる。

$$S = \frac{\frac{1}{Pf}}{\frac{1}{P}} \quad (6)$$

外国通貨の購買力(1/Pf)と自国通貨の購買力(1/P)との比率が購買力平価であるから、(6)式は為替レートが購買力に等しいことを表している。(6)式で表される購買力平価のことを絶対的購買力平価と呼ぶ。

2. 相対的購買力平価説

絶対的購買力平価では、時間のことを考慮していない。実際に為替レートを予測するためには、時間概念を導入しなければならない。そこで、2期間モデルを導入して、t期とt-1期において、(6)式が成立するとして、定式化すると、

$$S_t = \frac{P_t}{Pf_t} \quad (7)$$

$$S_{t-1} = \frac{P_{t-1}}{Pf_{t-1}} \quad (8)$$

が成立する。(7)式を(8)式で割ると、

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} = \frac{\frac{P_t}{Pf_t}}{\frac{P_{t-1}}{Pf_{t-1}}} \quad (9)$$

となり、変形すると、

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} = \frac{\frac{P_t}{P_{t-1}}}{\frac{Pf_t}{Pf_{t-1}}} \quad (10)$$

となる。(10)式の右辺の分母・分子を逆数の形で表現し直すと、

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} = \frac{\frac{1}{\frac{Pf_t}{Pf_{t-1}}}}{\frac{1}{\frac{P_t}{P_{t-1}}}} \quad (11)$$

が成立する。(11)式は、(6)式に時間概念を導入して、相対表示したものであるから、相対的購買力説での為替レート均衡式である。

なお、(11)式は、相対的な物価水準、すなわち物価指数での定式化であるが、物価水準の変動率、すなわちインフレーション率での定式化の方が有用である。そのためには、若干の式変形が必要となる。

(10)式の両辺から、1を引くと、

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} - 1 = \frac{\frac{P_t}{P_{t-1}}}{\frac{P_{f_t}}{P_{f_{t-1}}}} - 1 \quad (12)$$

となる。

ここで左辺は、次のように変形できる。

$$\frac{S_t}{S_{t-1}} - 1 = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

右辺も次のように変形できる。

$$\frac{\frac{P_t}{P_{t-1}}}{\frac{P_{f_t}}{P_{f_{t-1}}}} - 1 = \frac{\frac{P_t}{P_{t-1}} - \frac{P_{f_t}}{P_{f_{t-1}}}}{\frac{P_{f_t}}{P_{f_{t-1}}}} = \frac{\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{P_{t-1}}{P_{t-1}} - \left(\frac{P_{f_t} - P_{f_{t-1}}}{P_{f_{t-1}}} + \frac{P_{f_{t-1}}}{P_{f_{t-1}}} \right)}{\frac{P_{f_t} - P_{f_{t-1}}}{P_{f_{t-1}}} + \frac{P_{f_{t-1}}}{P_{f_{t-1}}}}$$

ここで、

$$\hat{S} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \quad \hat{P} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \hat{P}_f = \frac{P_{f_t} - P_{f_{t-1}}}{P_{f_{t-1}}}$$

とすると、(12)式は結局、

$$\hat{S} = \frac{\hat{P} - \hat{P}_f}{1 + \hat{P}_f} \quad (13)$$

となる。

(13)式は、為替レート変動率が、自国と外国のインフレーション率の差を(1+外国インフレーション率)で割ったものに等しいことを表している。

なお、(5)式を全微分して、文字で表現して、

$$\begin{aligned} \text{為替レート変化率} &= \text{自国インフレーション率} \\ &\quad - \text{外国インフレーション率} \quad (14) \end{aligned}$$

とする場合もある。(14)式を購買力平価説に基づく為替レートの予測式という場合も多いが⁵⁾これは不正確な予測式である。

3. 購買力平価説の前提条件

購買力平価説はいくつかの条件のもとで成立するものである。購買力平価説は、単一財において国際的に成立する一物一価の法則を総合的物価水準に拡張したものである。したがって、国際的に一物一価の法則が成立していなければならない。

さらに、購買力平価説が対象としているのは、貿易財のみである。つまり、労働力のように貿易の対象とはなりにくい財は含まれていないのである。

最後に、財 i の加重平均のためのウェイト W_i が、自国と外国とで同一のものであることが前提となっている。このことは、2 国間において財を生産する産業構造と消費者の財に対する選好が同じであることを意味している。

第3節 リスクの分析技法

投資リスクを外国投資の意思決定において、どの様に扱うかは非常に重要な問題である。その扱いは、計算モデルの中に組み込む (absorb) 方法 (absorption approach)、あるいはシミュレートする方法 (シミュレーション)⁹⁾ の二つの方法がある。両者の相違は、考えられる全ての場合を考慮にいれて計算するのか、あるいはあるシナリオを仮定してシナリオ毎に計算するのかの違いである。absorption approach には、リスク調整割引率法 (risk-adjusted discount rate approach) と確実性等価法 (certainty equivalent approach) がある⁷⁾ シミュレーションでは、「最も有り得る (the most likelihood)」と仮定できるシナリオで計算し、その後シナリオを仮定し直して計算するという過程をとる。

本論文では、シミュレートする方法を採用する。アビドラはシミュレートする方法を採用している。その理由として次のように述べている。

「洗練された技法を用いることが、必ずしも最善の結果をもたらすものではない。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。」 [Abdullah, 1987, p. 369]

逆に言えば、確率の評価に信頼性ないし客観性があるのであれば、シミュレートする方法を積極的に採用する必要性はないのである。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において、最初から全ての場合を考慮することは計算を複雑にし、コスト・ベネフィットの面からも非現実的である。

特に、為替レート変動リスクを考慮するときには、為替レートの予測を行わなければならないが、起こりうるすべての為替レートを予測することは非常に困難であり現実的には不可能であろう。前節で予測技法として購買力平価説を説明したが、この理論に基づく予測為替レートが100%確実に実現するとは限らない。そこで、購買力平価説に基づく予測為替レートがもっとも起こりうるかと仮定し、このシナリオのもとでプロジェクトの評価を行い、ついでその他のシナリオ (もし必要あれば複数のシナリオ) を設定して評価を行うというプロセスをとる方がより実践的であろう。

第4節 為替レート変動リスクのシミュレーション分析

本節では、Eiteman らの設例⁹⁾ を使って、為替レート変動をシミュレーションする。コン

コンピュータが発達した最近では、シミュレーションは簡単にできる。表計算ソフトを使えば、第2章で示した計算例の中で、為替レートを変更すればよい。為替レート変動による影響をみるためには、計算モデル全体に与える影響をみることも重要であるが、為替レートの変動が影響を与える主要な項目に焦点を当ててみることも重要である。特に大きな計算モデルの場合はそうであろう。

将来の為替相場変動に関する異なった仮定に対するキャッシュ・フローを測定するために、われわれは簡略化されたモデルを用いることにする。

(1) 感度モデル

図表 5.4.1 はこのようなモデルを示している⁹⁾。これは、前号 64 頁の図表 2.3.3 の MEC-USA の観点からの年間キャッシュ・インフローに基づいている。簡略化のために、われわれは多くの変数を見捨てている。フランス源泉徴収税、米国税、利子補給、EC 輸出の機会利益、運転資本の変更といった変数であり、これらは与える影響が小さい。初期投資額は、為替相場の変動の影響を受けないので、見捨てている。残存価額も第5年度のキャッシュ・インフローを拡大したものに過ぎないので見捨てている。上記の変数を見捨てても、モデルは年間キャッシュ・インフローの90%を説明している。たとえば、第5年度においてモデルは\$600万のキャッシュ・インフローを示しているが、前述の「最も有り得る」仮定のもとでは\$530万である。

図表 5.4.1 MEC-USA の観点からの年間インフローの簡略モデル

I 基本モデル

A ネット・インフロー_{US}

$$=(\text{ネット・インフロー}_F + \text{ライセンス・フィ}) \div \text{FF}/\$$$

B ネット・インフロー_F = 税引後純利益_F + 減価償却費

C ネット・インカム_F = 総収益_F - 総費用_F

D 総収益_F

$$=0.5 \times (\text{販売個数}_F \times \text{販売単価}_F + \text{販売個数}_{EC} \times \text{販売単価}_{ECU} \\ \times \text{FF}/\text{ECU})$$

E 総費用_F

$$=0.5 \times \{ (\text{販売個数}_F \times \text{単位当り変動費}_F) + (\text{販売個数}_{US} \\ \times \text{単位当り変動費}_{US} \times \text{FF}/\$) + \text{ライセンス・フィ} \\ + \text{販売・一般管理費} + \text{減価償却費} \}$$

F ライセンス・フィ = 0.05 × 総収益_F

G 販売・一般管理費 = \$ 5,000,000 × (1 + 変化率)

H 減価償却費 = \$ 8,000,000

ここで、添字の F と US は、それぞれ子会社と親会社ないしフラン建てとドル建てを示し、また添字の EC は EC 向けを示し、ECU は ECU 建てを示す。FF/\$ と FF/ECU は、それぞれフランの対ドルレートと対 ECU レートを示す。

このモデルを整理すると、以下のようになる。

II 縮小モデル

ネット・インフロー_{US} = ドル建てインフロー合計_{US_t}
 - ドル建てアウトフロー合計_{US_t}

ドル建てインフロー合計_{US_t} = 0.5 × 1.05 × (U_F × P_F + U_{EC} × P_{EC}
 × FF/ECU) + 0.5 × 8,000,000 ÷ FF/\$

ドル建てアウトフロー合計_{US_t} = 0.5 × (U_F + U_{ECU} × VCU_F) + 0.5
 × 5,000,000 × (1 + g)_t ÷ FF/\$
 + 0.5 × (U_F + U_{EC}) × VCU_{us}

ここで、

U_F = フランスでの販売個数

U_{EC} = EC での販売個数

P_F = フランスでの販売単価(FF)

P_{EC} = ECU での販売単価(ECU)

VCU_F = フランスでの単位当り変動費(FF)

VCU_{us} = 米国での単位当り変動費(\$)

g = 販売・一般管理費の成長率

t = 1 + 年度。

(2) 感度変数

図表 5.4.1 の後半では、為替相場の変動に関する変数には、MEC-France の総収益、変動費、減価償却費、そして販売・一般管理費が含まれることを示している。法人税率、ライセンス・フィー率、および米国からの原材料の変動費は、MEC-USA の観点からすれば、為替相場の変動には関係がない。もし為替相場が変化すれば、MEC-USA にとってのキャッシュ・インフローの変化は、以下の 3 つの主要な関係に依存する。すなわち、

1. 二国間のインフレ率の相違と為替相場変動の関係、すなわち購買力平価説
2. MEC-France の価格戦略、すなわち市場競争構造

3. 販売個数と販売価格の関係、すなわち需要の価格弾力性である。

プロジェクト調査チームがこれらの関係に対する仮定を得ると、MEC-USAのドル流入額に対する為替相場の変動の影響を調べることは容易になる。たとえば、図表2.2.3で示したように、フランス・フランはドル及びECUに比べて、年率15%安くなるでしょう。この場合、第5年度のMEC-USAのドル流入額はどのようなのであろうか。第5年度を選ぶのは、これ以前の年度と同じ方向の変化を示すからである。

3つの主要な関係は図表5.4.1の他の変数に対して、以下のような影響を引き起こす。

1. 購買力平価説が説明するところでは、フランスのインフレ率は15%の自国通貨安のため年率20%になる。¹⁰⁾これはECと米国のインフレ率が5%であるからである。第5年度末においては、インフレはフランスの物価を107.4%($n=4$, $r=20\%$ の時の複利価値が2.074である。)上昇させる。従って、フランスの冷凍庫の価格及び同国調達単位の単価も同率だけ上昇する。販売・一般管理費は、インフレ率の半分の10%上昇すると仮定されている。

2. MEC-FranceがECに販売する冷凍庫のECU建て価格は、ECのインフレ率と同じく5%上昇する。さらに、ECに販売される冷凍庫のフランス・フランでの価格は、フラン安のため、年率15%上昇する。従って、実質的なフラン価格は年率20.75%($=1.05 \times 1.15 - 1$)上昇する。この計算においては、MEC-FranceがECにおいては「プライス・テーカー」であると仮定している。

3. 各市場における販売個数は変化しない。ECU価格は変化しないので、販売個数も変化しない。フランスでの販売個数は、名目価格の変化に対して無反応であると仮定されている。

図表5.4.2において、第5年度におけるMEC-USAのドル流入額に対する為替相場変動の影響を示している。ネット・インフローは\$600万から\$550万にわずかながら減少する。この計算は為替相場変動について異なった仮定を設けても実行できるが、3つの主要な関係が維持される限り、MEC-USAのドル流入額への影響は最小化できる。図表5.4.1および5.4.2を詳しく見てみると、フランスおよびECでのフラン販売価格の有利な影響は、フランの減価の不利な影響によって丁度相殺されている。米国の変動費は、ドルベースでは為替相場変動の影響を受けない。ドル流入額がわずかに減少したのは、減価償却費と販売・一般管理費のドル額に対してフランが減価したからである。

図表5.4.2 為替相場変動の影響
仮定(年間増加率)

インフレーション率_F=20% インフレーション率_{EC}=インフレーション率_{US}=5%

$$P_F = VCF_F = 20\% \quad U_F = P_{EC} = 5\% \quad S + AF = 10\%$$

$$U_{EC} = 8\% \quad VCF_{US} = 5\% \quad FF/ECU = FF/\$ = 15\%$$

現価係数(t=4)

$$5\% = 1.216 \quad 8\% = 1.260 \quad 10\% = 1.464 \quad 15\% = 1.749 \quad 20\% = 2.074$$

フランスでの販売

$$\text{インフロー}_{US} = \frac{0.5 \times 1.05 \times 20,000 \times 1.05^t \times 2,000 \times 1.20^t}{5.0 \times 1.15^t}$$

ECでの販売

$$+ \frac{0.5 \times 1.05 \times 20,000 \times 1.08^t \times 1,000 \times 1.05^t \times 2.0 \times 1.15^t}{5.0 \times 1.15^t}$$

減価償却費

$$+ \frac{0.5 \times 8,000,000}{5.0 \times 1.15^t}$$

$$= \$ 13,594,418$$

アウトフロー_{US}

フランス調達変動費

$$= \frac{0.5 \times (20,000 \times 1.05^t + 20,000 \times 1.08^t) \times (1,000 \times 1.20^t)}{5.0 \times 1.15^t}$$

販売・一般管理費

$$+ 0.5 \times 5,000,000 \times 1.10^t$$

米国調達変動費

$$+ 0.5 \times (20,000 \times 1.05^t + 20,000 \times 1.08^t) \times (50 \times 1.05^t)$$

$$= \$ 8,094,080$$

$$\text{ネット・インフロー}_{US} = \$ 5,500,338$$

第6章 結 語

本論文の結語を述べるに当たって、まず前章までの内容を要約しておこう。

第1章は、実質的に本論文の序文に当たるべきものであり、本論文で扱う外国投資を定義し、外国投資が様々な要因から意思決定されることを指摘した上で、経済性計算に焦点を当てることを述べた。

第2章では、EitemanらとShapiroの設例を通して親会社のキャッシュ・フローの計算(定義)方法を検討した。その結果、Eitemanらは子会社のネット・キャッシュ・インフローを

親会社のキャッシュ・インフローとし、子会社から受け取るライセンス・フィ(キャッシュ・インフロー)や本国に支払う税金(キャッシュ・アウトフロー)を計上する。他方、Shapiroは、親会社のキャッシュ・フローとして、①借入返済額、②配当金、③諸受取手数料をキャッシュ・インフローとして計上するとともに、子会社の初期投資額をキャッシュ・アウトフローとして計上する。Shapiroの計算方法で注意すべきは、銀行借入額の返済額をキャッシュ・インフローとして計上する点と、子会社の初期投資額をキャッシュ・アウトフローとして計上する点と、子会社の運転資本追加額を親会社のキャッシュ・アウトフローとして計上しない点である。両者とも、従来から議論されている、外国投資の意思決定に適切なキャッシュ・フロー概念の問題、すなわち子会社のキャッシュ・フローか、あるいは親会社のキャッシュ・フローかという問題を検討しているが、親会社のキャッシュ・フローの計算方法自体が異なっている。

第3章では、財務諸表に親会社個別財務諸表と子会社個別財務諸表および連結財務諸表があるように、キャッシュ・フロー概念にも親会社キャッシュ・フロー、子会社キャッシュ・フロー、企業集団キャッシュ・フローがあるのではないかと、そしてこれらのキャッシュ・フロー概念はそれぞれ親会社損益計算書、子会社損益計算書、連結損益計算書から導き出されるのではないかと疑問のもとに、これらのキャッシュ・フロー概念がどういう次元あるいは状況で異なるのかを明示した。この疑問に対処することによって、外国投資に適切なキャッシュ・フロー概念としての親会社キャッシュ・フローと子会社キャッシュ・フローの対立に新たな、建設的な議論を付加することができるのではないかと意図があった。

投資の経済性計算では、税引後キャッシュ・フローを計算するが、外国投資の場合、法人税の計算が若干面倒なものになるので、第2節で外国税額控除制度について簡単な説明を行った。そして、第3節から第5節において、簡単な設例を設けて、財務諸表を作成し、そこからキャッシュ・フローを計算した。議論を簡略化するために、親会社の出資比率は100%とした。第3節は、最も簡単な場合として、子会社が親会社から出資という形だけで資金調達を行う場合であり、第4節は親会社からの出資金に加えて銀行借入を行う場合であり、第5節は親会社からの出資金に加えて親会社借入を行う場合である。各々の例において子会社の実質的な利益処分の方法、すなわち(1)利益をすべて内部留保する場合、(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合、(3)利益をすべて配当する場合に分けて計算した。さらに税金の影響をみるために、I現地国と本国とで法人税率が30%で等しい場合、II現地国の法人税率が30%で本国の法人税率が40%の場合、III現地国の法人税率が40%で本国の法人税率が30%の場合に分けた。合計で27の場合分けをした。

この結果、次のようなことが理解できる。まず第一に、子会社のキャッシュ・フローは、[例1]、[例2]、[例3]において(1)利益をすべて内部留保する場合と(3)利益をすべて配当

する場合とでは等しくなるが、これらと(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合のキャッシュ・フローは等しくならない。

第二に、企業集団のキャッシュ・フローは、(1)利益をすべて内部留保する場合と(3)利益をすべて配当する場合における子会社のキャッシュ・フローと、税金の影響を無視すれば等しい。特に、子会社の利益処分の方法は、企業集団のキャッシュ・フローには税金の影響を無視すれば影響を及ぼさない。

第三に、親会社のキャッシュ・フローは子会社の資金調達方法と利益処分の影響を被る。すなわち、[例1]と[例3]の場合、親会社の初期投資額は\$200であるのに対し、[例2]の場合\$100となっている。また、利益処分の方法はキャッシュ・フロー総額には影響を与えないが、キャッシュ・フロー流列は(2)利益をすべてライセンス・フィとして送金する場合と(3)利益をすべて配当する場合とでは税金の影響を無視すれば等しくなるが、これらと(1)利益をすべて内部留保する場合とでは著しく異なる。

最後に、これら3つのキャッシュ・フローが第2章で考察した Eiteman らの計算や Shapiro の計算方法とどういう関係があるのかを指摘する。まず、Eiteman らの言うところの「親会社」キャッシュ・フローは筆者の言う企業集団のキャッシュ・フローに相当すると理解できる。他方、Shapiro の計算方法は複雑であり、彼の「親会社」キャッシュ・フローの計算方法は、筆者の言う親会社キャッシュ・フローと企業集団キャッシュ・フローが混ざりあったものになっている。

第4章では、外国投資の意思決定で問題となる、現地国と本国の通貨及びインフレ率の相違が資本コストを算定する上でどのような影響を与えるのかを考察した。インフレーション下の投資の経済性計算では、割引率とキャッシュ・フローの、名目概念と実質概念に関する整合性が重要である。外国投資の場合、さらに現地国通貨か本国通貨に関しても整合性が必要となる。Buckley は、現地国通貨建て名目キャッシュ・フローから本国通貨建て現在価値を計算する4つの方法を述べている。これらの方法の中で、本国通貨建て名目キャッシュ・フローを明らかにできる計算方法が望ましい。この方法では、現地国通貨建て名目割引率を本国通貨建て名目割引率に転換する必要がある。その転換式は、

$$r_F = \frac{1+r_H}{1+\hat{S}} - 1$$

ここで、

\hat{S} : 為替レート変化率,

r_H : 本国通貨建て名目割引率,

r_F : 現地国通貨建て名目割引率。

と表せる。

第5章では、為替レートの予測技法について述べた。まず為替レートの予測技法としては、購買力平価説に基づく方法を説明した。為替レートを自国通貨建てで表示すると、

$$\text{為替レート変化率} = \frac{\text{自国インフレ率} - \text{外国インフレ率}}{1 + \text{自国インフレ率}}$$

が、購買力平価説での為替レート予測式である。たとえば、自国インフレ率が年率10%で、外国インフレ率が年率15%で、現時点の自国通貨建て為替レートが¥100/\$であるとすると、一年後の為替レートは、

$$¥100/\$ \times \frac{0.1 - 0.15}{1 + 0.1} = ¥95.45/\$$$

となる。なお、為替レートを変化率で表すのを相対的といい、絶対額で表すのを絶対的と呼んで区別するが、為替レートの予測には前者の相対的な方が適切である。

ついで、外国投資には、(1)為替レート変動リスク、(2)為替規制リスク、(3)収用リスクの三つのリスクがあり、後二者のカントリー・リスクは最近では少なくなってきたので、(1)について述べた。為替レート変動リスクは、予測レートと実際レートの乖離から生じるリスクであり、購買力平価説での前提を変えた場合のシミュレーションをEitemanらの設例を使って行った。

さて、本論文の結語として、前章までの分析を通じて得られたことを前提にしていくつかの点を補足しよう。

まず第一に、三つのキャッシュ・フローを分類することによって得られる最大のベネフィットをあげておこう。田近=油井は、タイ、マレーシアの日系現地法人を調査して、「現地法人としても利益や配当をある程度出す必要があるが、グループ全体としてはどこに利益を出してもかまわない」はずなのに、「なぜ税負担が増加するにもかかわらず、現地法人は配当を送金するのだろうか¹¹⁾」という問題を提起している。確かに、子会社や企業集団のキャッシュ・フローに基づいて意思決定する限り、第3章の設例では配当するのと内部留保するのとではほとんどの場合無差別であった。しかし、個別企業としての親会社キャッシュ・フローに基づく限り、子会社が利益を内部留保する場合と親会社へ配当する場合では、本章の設例ではいずれの場合もキャッシュ・フロー総額は等しいが、キャッシュ・フロー流列の点では配当した方が望ましい。つまり、日本企業は、外国投資の意思決定において親会社のキャッシュ・フローに基づいていると考えることによって、うまく説明することができるのである。このように、現実の企業行動の「なぜ」を説明する説明論は非常に重要な研究アプローチであり、いままで国際財務論で説かれてきた「どうあるべきか」という規範論とともに重要である。

第二に、筆者が想定している、意思決定と経済性計算の関係について補足しておく。本論

文では、題名からも明らかなように外国投資の経済性計算に焦点を当てている。しかし、外国投資の意思決定は、経済性以外の要因にも注意しなければならない。つまり、経済性計算を行った結果、外国投資プロジェクトを採用するには不利であると判定されても、他の要因から実際には当該プロジェクトを採用することもあるのである。他の要因とは、外国投資の結果、現地国市場へ販路を拡大できる、現地国市場の情報を収集できる、貿易摩擦を回避できる、現地国の豊富な労働力を利用できる、現地国以外へ輸出するための生産拠点として利用できるなどのものがある。こういった要因を重視する場合、たとえ経済性計算では不利であっても、外国投資を行う。

これは実際の意思決定が、経済性計算という会計情報だけではなく、そのほかの情報も利用することを意味する。会計情報は意思決定のための情報であるといわれるが、それは意思決定に唯一の情報であると解すべきではない。会計情報や他の様々な情報に基づいて、総合的に判断するのが企業にとって適切な意思決定を行う秘訣であり、この判断が経営者の重要な役割の一つである。

第三に、Eitemanらに代表される国際財務管理で議論されてきた親会社と子会社のキャッシュ・フローの対立について補足しておく。Eitemanらは実態調査から子会社のキャッシュ・フローも連結財務諸表への影響を近似するものとして、実務上は、一株あたりの連結利益を重視しているから、親会社のキャッシュ・フロー同様に有用であるらしいと結論づけている¹²⁾。そして、Eitemanらは計算例を設けて、外国投資プロジェクトを子会社と親会社の二つの観点から評価を行っている¹³⁾が、第3章で述べたように、彼らの言う「親会社」キャッシュ・フローは筆者の連結キャッシュ・フローに相当していた。

ここで、第3章の設例から、子会社のキャッシュ・フローと企業集団のキャッシュ・フローは、利益をすべてライセンス・フィとして親会社へ送金する場合を除いて、ほとんど等しかったことに注意しなければならない。また、第3章の設例では扱わなかったが、利益を全額ではなく一部だけでもライセンス・フィとして親会社へ送金する場合、子会社のキャッシュ・フローと企業集団のキャッシュ・フローは等しくないことは明らかであろう。

このことは、ライセンス・フィがなければ、子会社と親会社の二つの観点から評価を行うといっても、実質的には、子会社の観点ないしは連結の親会社の観点だけで評価を行うことを意味する。つまり、個別と連結の違いはあれ、親会社の観点だけで外国投資プロジェクトを評価していることになる。

したがって、実務上、子会社のキャッシュ・フローが利用されているとすれば、連結財務諸表への影響を考慮するという点以外の理由付けが行われなければならない。Eitemanらは、子会社のキャッシュ・フローは、親会社のキャッシュ・フローに従属させるべきであるが、ある目的には有用であるとしている。つまり、現地国子会社のパフォーマンスが現地国

の他企業への株式投資による利益を最低限上回らなければ、外国投資の意味がないから、現地国他企業と比較する場合には子会社のキャッシュ・フローに着目すべきであると述べている [Eiteman and Stonehill, 1982, p. 343] ¹⁴⁾

このことを評価・検討するために、そして子会社のキャッシュ・フローの有用性を判断し、これを利用する実務を説明するためにも、前述の三つのキャッシュ・フローの関連をもっと詳しく分析するとともに、外国投資の意思決定における問題点を明確に認識する必要がある。一般に、意思決定では問題点の把握ないし認識が重要である。つまり問題点を明確にしてから、その問題点を解決するためにはどうしたらよいかを、複数の代替案の中から選択していくのである [岡本, 1990, p. 17]。問題点を正しく認識することによって、どのような会計情報が必要なのかも決定される [Anthony and Reece, 1989, p. 740]。外国投資の意思決定においても、このような考え方がないしアプローチが必要である。この作業が筆者に残された、最大の課題である。

また、子会社が利益を内部留保する場合、筆者の親会社キャッシュ・フローの計算では、再投資利益率を考慮する必要がある。これらについては他日を期したい。

〈注〉

- 1) 「実質的な」利益処分とは、ライセンス・フィとして親会社へ送金する場合も含めるからである。
- 2) Eitemanらも、テキストの第3訂版では、これら三つのリスクに対してそれぞれ計算例を設けて詳説していたが、第4訂版は入手できなかったので不明であるが、第5訂版以降では計算例を設けることもなく記述は少なくなっている。
- 3) 自国通貨建てとは、外国通貨単位当りの自国通貨で表す方法であり、逆は外国通貨建てと呼ぶ。たとえば、日本にとってドルの為替レートを、 $\yen100/\$$ と表せば自国通貨建て(円建て)であり、 $\$0.01/\yen$ と表せば外国通貨建て(ドル建て)である。
- 4) 本節での説明は、[諸井勝之助, 1989, pp. 312-314]による。ただし、(12)式および(13)式の導出過程は論者自身によるものである。
- 5) 例えば、小泉進『マクロ経済学』有斐閣、昭和57年、p. 352. では(14)式を使っている。
- 6) そのほか「what-if分析」、「演算表分析」あるいは「感度分析」と呼ばれている。
- 7) リスク調整割引率法と確実性等価法については、Weston J. Fred and Copeland, Thomas E., *Managerial Finance* (New York: The Dryden Press, 1986, 8th ed), pp 427-478.を参照せよ。
- 8) Eiteman=Stonehill, 1982, pp. 377-382.
- 9) 原書では、総収益などの計算において、製造個数(units produced)となっているが、販売個数と改めた。その上で、在庫には変化なし、つまり生産量と販売量は等しいと仮定すべきである。
- 10) この計算は、前節で述べた購買力平価説の簡略化されたものに基づいている。厳密な計算をするには、自国と外国のインフレ率が先決変数として必要であるが、原書ではこれが与えられていないので、ここでも原書に従った。
- 11) 田近=油井, 1993, p. 39
- 12) Eiteman and Stonehill, 1982, p. 344. なお、この記述は第5版でも第6版でも変わっていない [Eiteman and Stonehill, 1989, p. 523.; Eiteman et al., 1992, p. 496]。
- 13) 同様のアプローチは、Buckley [Buckley, 1992, pp. 375-376] や Abdullah [Abdullah, 1987, p. 344] もとっている。

- 14) この記述も第5版や第6版でも変わっていない [Eiteman and Stonehill, 1989, p. 522.; Eiteman et al., 1992, p. 495]。

引用文献および参考文献

- Abdullah, Fuad A., *Financial Management for the Multinational Firm*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1987.
- Accounting Standards Committee, "Accounting for Foreign Currency Translations," Exposure Draft 27, London: ASC, 1980.
- AICPA, Committee on Accounting Procedure, "Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins," ARB No. 43, Chap., 12, "Foreign Operations and Foreign Exchange," New York: AICPA, 1953, pp. 111-116.
- Anthony, Robert N., and Reece, James S., *Accounting: Text and Cases*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1989, 8th ed.
- Arpan, Jeffrey S. and Radebaugh, Lee H., *International Accounting and Multinational Enterprises*, Boston, Massachusetts: Warren, Gorham & Lamont, Inc., 1981.
- Belkaoui, Ahmed, *International Accounting-Issues and Solutions*, Westport, Conn.: Quorum Books, 1985.
- Bischel, Jon E. and Feinschreiber, Robert, *Fundamentals of International Taxation*, New York: Practising Law Institute, 1977.
- Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill, Inc., 4th ed., 1991.
- Buckley, Adrian, *Multinational Finance*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, Inc., 2nd ed., 1992.
- Choi, Frederick D. S. and Mueller, Gerhard G., *International Accounting*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1984.
- Choi, Frederick D. S., "Accounting for Multinational Operations," in *Handbook on International Business*, Walter, Ingo and Murray, Tracy, eds., New York: John Wiley & Sons, Inc., 1982., pp. 23. 1-23. 49.
- Clark, John J., Thomas J. Hinderlang and Robert E. Pritchard, *Capital Budgeting: Planning and Control of Capital Expenditures*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 3rd ed., 1989.
- Eiteman, David K. and Stonehill, Arthur I., *Multinational Business Finance*, Reading, Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 3rd ed., 1982; 5th ed., 1989.
- Eiteman, David K., Stonehill, Arthur I. and Moffett, Michael H., *Multinational Business Finance*, Reading, Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, Inc., 6th ed., 1992.
- Evans, Thomas G., Martin E. Taylor and Oscar Holzmann, *International Accounting and Reporting*, New York: Macmillan Publishing Company, 1985.
- FASB, "Accounting for The Translation of Foreign Currency Transactions and Foreign Currency Financial Statements," SFAS No. 8, Stanford, Conn.: FASB, October 1975. (日本公認会計士協会国際委員会訳「財務会計基準書第8号-外貨建取引および外貨表示財務諸表の換算に関する会計処理」『JICPA NEWS』No. 252, July 1978., No. 253, August 1978.)
- FASB, "Foreign Currency Translation," SFAS No. 52, Stanford, Conn.: FASB, December 1981.(日本公認会計士協会国際委員会訳「財務会計基準書第52号-外貨換算」『JICPA NEWS』No. 311, July 1982., No.312, August 1982.)
- FASB, "Financial Reporting and Changing Prices," SFAS No. 33, Stanford, Conn.: FASB, 1979.

- (日本公認会計士協会国際委員会訳「財務会計基準書第33号—財務報告と物価変動」『JICPA NEWS』No. 282, Oct. 1980., No. 283, Nov. 1980., No. 285, Dec. 1980., No. 287, Feb. 1981.)
- FASB, "Financial Reporting and Changing Prices: Foreign Currency Translation—An Amendment of FASB Statement No. 33," SFAS No. 70, Stanford, Conn.: FASB, 1982. (日本公認会計士協会国際委員会訳「財務会計基準書第70号—財務報告と物価変動: 外貨換算—FASB基準書第33号の改訂」『JICPA NEWS』No. 365, June 1986.)
- Gifford, William C. and Streng, William P., *International Tax Planning*, Washington, D.C.: Tax Management, Inc., 2nd ed., 1979.
- Haendel, Dan, West, Gerald T. and Meadow, Robert G., *Overseas Investment and Political Risk*, Philadelphia: Foreign Policy Research Institute, 1975.
- Hornigren, Charles T. and Foster, George, *Cost Accounting: A Managerial Emphasis*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 7th ed., 1991.
- Hulbert, James M. and Brandt, William K., *Managing the Multinational Subsidiary*, New York: Holt Reinhart and Winston, 1980.
- IASC, "Accounting for the Effects of Changes in Foreign Exchange Rates," *International Accounting Standard Exposure Draft 23*, London: IASC, March 1, 1982.
- Ijiri, Yuji, *Historical Cost Accounting and Its Rationality*, The Canadian Certified General Accountants' Research Foundation, 1981.
- Lessard, Donald R., ed., *International Financial Management: Theory and Application*, New York: John Wiley & Sons, 2nd ed., 1985.
- Levi, Maurice D., *International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business*, New York: McGraw-Hill Publishing Company, 2nd ed., 1990.
- Miller, Englewood L., *Accounting Problems of Multinational Enterprises*, Lexington, Massachusetts: Lexington Books D.C. Heath and Company, 1979.
- Moran, Theodore H., *The Politics of Dependence: Copper in Chile*, Princeton: Princeton University Press, 1974.
- Mueller, Gerhard G., Gernon, Helen and Meek, Gary, *Accounting: An International Perspective*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 2nd ed., 1991.
- Radebaugh, Lee H. and Gray, Sidney J., *International Accounting and Multinational Enterprises*, New York: John Wiley & Sons, Inc., 3rd ed., 1993.
- Rodriguez, Rita M. and Carter, E. Eugene, *International Financial Management*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1979.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. and Jaffe, Jeffrey F., *Corporate Finance*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 2nd ed., 1990.
- Shapiro, Alan C., *International Financial Management*, Boston, Massachusetts: Allyn and Bacon, Inc., 3rd ed., 1989; 4th ed., 1992.
- Shapiro, Alan C., *Foundations of Multinational Financial Management*, Boston, Massachusetts: Allyn and Bacon, Inc., 1991.
- Shapiro, Alan C., *Modern Corporate Finance*, New York: Macmillan Publishing Company, 1990.
- Truitt, J. Frederick, *Expropriation of Private Foreign Investment*, Bloomington, Indiana: Graduate School of Business, Indiana University, 1974.
- Weston, J. Fred and Copeland, Thomas E., *Managerial Finance*, N.Y.: CBS College Publishing, 8th ed., 1986.
- Zenoff, David and Zwick, Jack, *International Financial Management*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1969 (番場嘉一郎監訳『国際財務管理—理論と事例研究』ぺりかん社, 1978年).

- 新井清光『国際会計研究』中央経済社, 1982年。
岡本清『原価計算(5訂版)』, 国元書房, 1994年。
木村幾也『関係会社管理会計』, 中央経済社, 1993年。
斎藤奏『改訂新版 外国税額控除の実務』清文社, 1990年。
畠村剛雄編著『国際会計論』白桃書房, 1990年。
隅田一豊・吉田寛『国際会計概説』税務経理協会, 1982年。
隅田一豊・吉田寛『国際会計要説』税務経理協会, 1984年。
総合研究開発機構編『企業の多国籍化と法I 多国籍企業の法と政策』三省堂, 1986年。
染谷恭次郎編『国際会計論』東洋経済新報社, 1984年。
染谷恭次郎『国際会計—新しい企業会計の領域』中央経済社, 1978年。
武田隆二『連結財務諸表』, 国元書房, 1977年。
田近栄治・油井雄二「税制と海外直接投資—タイ, マレーシアの現地調査を中心にして」一橋論叢, 第109巻 第6号, 1993年6月, 21-41頁。
中村 忠『現代会計学』白桃書房, 1985年。
旗本智之「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6号, 1993年6月, 94-111頁。
——「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。
伏見多美雄『経営の戦略管理会計』中央経済社, 1992年。
村松司叙・佐藤宗弥『国際経営財務』税務経理協会, 1984年。
宮本寛爾『多国籍企業管理会計』中央経済社, 1989年。
宮本寛爾『国際管理会計の基礎』中央経済社, 1983年。
諸井勝之助『経営財務講義(第2版)』東京大学出版会, 1989年。

(追記)

前号において誤りがございました。

(誤)

P 62 表 2.2.1 22 行目 総原価 (11+14+15+16)
23 行目 税引前利益 (1-2)

P 98 墨田一豊

この場を借りておわび申し上げます。

(正)

総原価 (18+19+20+21)
税引前利益 (13-22)

隅田一豊

(はたもと さとし 管理会計専攻)

(1994年4月27日受理)