
外国投資の経済性計算プロセス—Shapiroの計算例を中心に

籾 本 智 之

1. はじめに

外国投資の重要性が新聞紙上をにぎわすようになって、ずいぶんと月日が経った。最近では、外国投資からの撤退も増えているようである。撤退の理由は様々であるが、そもそも外国投資の経済性計算の方法が確立してない点もあげられよう。

筆者はこれまで、外国投資の経済性計算方法の問題を適切なキャッシュ・フロー概念の点から考察してきた。その結果、投資案が決まれば適切なキャッシュ・フロー概念が自動的に定まる設備投資の経済性計算とは異なり、外国投資の場合は投資案をどのような観点から捉えるかという点が管理会計論において大きな問題となることを指摘した。¹⁾つまり、外国投資案のキャッシュ・フローを子会社の観点から評価するのか、親会社の観点から評価するのか、あるいは企業集団の観点から評価するのかという会計単位の選択が重要な課題なのである。

本稿では、上述の3つのキャッシュ・フロー概念が、国際財務管理論で取り扱ってきたキャッシュ・フロー概念とどのように異なるかを、Alan C. Shapiroの計算例[1992, pp.452-467]を使って明らかにする。会計単位の選択が筆者にとっての最終課題であるが、その検討のために事前に考察しておくべき課題と考えるからである。

2. Shapiroの計算例

Shapiroは外国投資の経済性計算について、国内投資と比較して2つの大きな問題があるとしている(p.448)。すなわち、適切なキャッシュ・フローの測定とリスクの処理である。本稿では、前者の問題を考察するが、後者についてのShapiroの所説も紹介しておこう。

「他の条件が等しければ、企業は通貨が安定しており、経済が健全で、取用のような政治リスクが最小の国に投資したがらる。しかし、通常他の条件が等しいことはなく、したがって企業は投資の実行可能性に関連して、様々な政治リスクや経済リスクの影響を評価しなければならない。」そして、投資分析に組み込む方法として、(1)回収期間を短くする、(2)投資の所要投下資本利益率すなわち割引率を大きくする、(3)あるリスクの影響を反映するようにキャッシュ・フローを調整する、の3つの方法を掲げている。「海外で直面する付随的なリスクは、リスクの影響を特定の投資と関連づけるのではなく、通常一般的な言い方で記述される。このようなリスクの曖昧な見方故、多国籍企業では海外投資の付随的な政治的・経済的リスクを考慮する上で、2つの非組織的な方法（前二者の方法：引用者注）が普及しているのであ

ろう。」(p.450)

前二者は「いずれも投資のリターンに対する特定のリスクの実際の影響を注意深く評価することにはならない。」とし、その理由として次のように述べている。「リスク分析では、リスクの大きさとタイミング、そしてこれらの見積キャッシュ・フローに与える影響を評価することが必要となる。…一貫してより高い割引率を用いると、将来の遠いキャッシュ・フローを近いキャッシュ・フローよりも低く価値付ける (heavily penalize) ので、プロジェクトの現在価値の意味が阻害されてしまう。」(p.451)

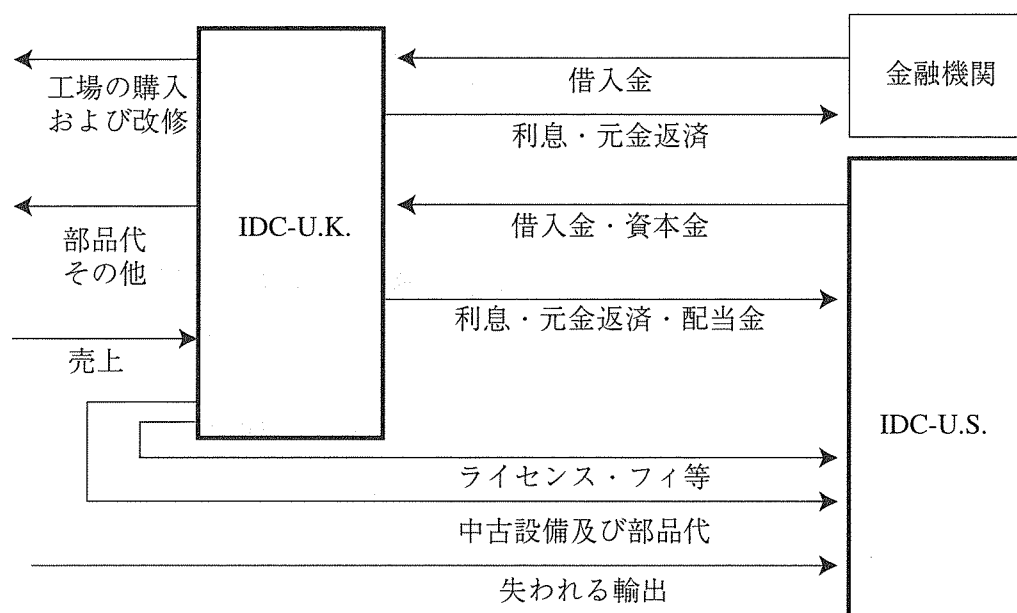
これらの2つの方法に対して、キャッシュ・フロー調整法では、「投資からの将来のリターンに対する特定のリスクの影響に関するすべての入手可能な情報を組み込むことが可能である」(p.451)としている。

さて、Shapiroは、適切なキャッシュ・フローの測定の問題について、次のように述べている。「親会社とプロジェクトのキャッシュ・フローの間に存在する相違は所与として、プロジェクトの評価に用いるべき適切なキャッシュ・フローに関して問題が出てくる。経済理論がこの問題に対する答えを持っている。経済理論によれば、プロジェクトの価値は、投資家に環流する将来キャッシュ・フローの現在価値によって測定される。したがって、多国籍企業の親会社は、(税金のような)資金移転コストをいっさい控除して送金される、また送金されるキャッシュ・フローのみを評価すべきである。なぜならば、アクセス可能なキャッシュ・フローだけが、配当や利息の支払、負債の返済、再投資に利用できるからである。」(p.449)

この記述で問題となるのは、親会社のキャッシュ・フローである。等しく親会社のキャッシュ・フローと言っても、親会社の個別キャッシュ・フローであるのか、企業集団のキャッシュ・フローであるのかを明確にしなければならない。この点については、拙稿ですでに述べたところであるが、Shapiroが言うところの親会社のキャッシュ・フローがいかなる性格のものであるかについては、未だ明確にはなっていない。つまり、親会社の個別キャッシュ・フローなのか、それとも企業集団キャッシュ・フローであるのか、もしくは全く違う独自のものであるのかを考察しなければならない。このことを明確にしなければ、適切なキャッシュ・フロー概念がどれなのかを考察するわけにはいかない。

そこで、Shapiroの計算例を検討することにより、親会社のキャッシュ・フローと言われるものの性格を明らかにする。彼は、米国系多国籍企業International Diesel Co. (IDC-U.S.)が英国にディーゼル製造工場 (IDC-U.K.) を設立すべきか否かの意思決定を詳細な計算例により解説している。非常に詳細なため、議論の本質を見極めやすいように以下のような図を作成する。²⁾なお、IDC-U.S.は以前から英国および他のE C諸国へ輸出を行っていたが、IDC-U.K.が設立されると、この輸出の機会が失われる。

図 IDC-U.KとIDC-U.S.のキャッシュ・フローの関連



(出所：[Shapiro,1992]の計算例(pp.452-467)より筆者が作成)

Shapiroはこのような設例を3つの段階をふまえて計算している。つまり、子会社(プロジェクト)の段階、親会社の段階、当該プロジェクトが企業集団の他の部分に与える間接的な影響額を含んだ段階の3つである。最終の段階で外国投資を評価するが、各段階をふまえた方が計算を誤らず、簡略化できるからである(P.449)。ただし、実際の計算表では、第2段階に失われた輸出からのネット・キャッシュ・フローを加えて、第3段階は示していない。

彼の子会社のキャッシュ・フローは問題がないので、親会社のキャッシュ・フローの計算表(p.466 表18.13)を見ることにする。この表では、以下の項目のもとでネット・キャッシュ・フローを計算し、その後正味現在価値を示している。

表 Shapiroの親会社キャッシュ・フローの計算項目

- A. キャッシュ・インフロー
 - 1. 借入金の返済額
 - 2. 配当金
 - 3. フィ
 - 4. 輸出からのネット・キャッシュ・フロー
 - 5. 総キャッシュ・インフロー
- B. キャッシュ・アウトフロー
 - 1. 工場の購入および改修
 - 2. 設備
 - a. 親会社から調達
 - b. 英国で購入
 - 3. 運転資本
 - 4. 総キャッシュ・アウトフロー
- C. ネット・キャッシュ・フロー

まず、キャッシュ・インフローの項目から検討する。借入金の返済額は、①運転資本とし

ての借入金の元金返済額、②IDC-U.S.からの借入金の元金返済額、③金融機関からの借入金の元金返済額の合計額で計算されている (p.462 表18.9)。この借入金の返済額をキャッシュ・インフローに含める理由として、Shapiroは「親会社の負債総額を減少するから」(p.466 表18.13の注1) であるとしている。また、返済額のうち①と③については、「親会社の顕在化している³⁾連結負債の義務を減少させ、親会社の株式の価値を減少額と同額分高めるため」(p.462)、キャッシュ・インフローに含めるとしている。次いで彼は、「実際にはIDC-U.K.に資金を借りさせて返済させるのだが、親会社がこれら(上述の①と③:引用者注)の借入金を返済すると仮定することは、IDC-U.S.が現金を借り入れ、それをIDC-U.K.に投資し、IDC-U.K.のより高いキャッシュ・フローをIDC-U.S.が利用することと同じである」(p.462)と述べている。しかし、この考え方は、親会社からの借入金の返済額をキャッシュ・インフローとする考え方とは異なる。親会社からの借入金の返済額は、実際に親会社にキャッシュが流入する。この実際のキャッシュ・インフローと、仮定ないしは擬制されたキャッシュ・インフローとを区別せずに、親会社のキャッシュ・インフローとすることは問題であろう。もちろん、機会キャッシュ・フローを計上することは必ずしも間違いではない。しかし、正しいとしても、実際キャッシュ・フローと機会キャッシュ・フローは明確に区別しておくべきであろう。

配当金は、子会社のネット・キャッシュ・フローから借入金返済額を控除し、税引後で計算されている (p.464 表18.10)。この配当金の計算には、問題がある。配当金には資本の維持の観点から種々の規制が加えられており、実際の規制方法は各国において異なる⁴⁾が、子会社のネット・キャッシュ・フローから借入金返済額を控除した金額を支払配当金とすることはできないであろう。Shapiroの計算例では、当期純利益がマイナスの場合でも配当している⁵⁾。

これら借入金の返済額と配当金の2つのキャッシュ・インフローには、問題点があることが判明した。なお、フィについては、子会社の支払額を税引後に修正して計算されている (p.465 表18.11)。また、輸出からのネット・キャッシュ・フローについては、計算条件から明らかであり、なんら問題はない。これらの問題点は、Shapiroが計算しようとしている親会社のキャッシュ・フローを見方を変えてみると、問題点ではなくなる。節を変えて、論じることにする。

3. Shapiroの「親会社」キャッシュ・フローの本質

前述したShapiroの「親会社」キャッシュ・インフローの計算構造を、税金を明示する形で書き換える。

総キャッシュ・インフロー
=借入金返済額
+配当金
-配当金に関わる親会社が負う税金
+フィ

$$\begin{aligned} & - \text{フィに関わる親会社が負う税金} \\ & + \text{輸出からのネット・キャッシュ・フロー} \end{aligned} \quad (1)$$

ここで、配当金が（子会社ネット・キャッシュ・フロー）－（借入金返済額）で定義されていることを代入すると、

$$\begin{aligned} & \text{総キャッシュ・インフロー} \\ & = \text{借入金返済額} \\ & + \text{子会社ネット・キャッシュ・フロー} \\ & - \text{借入金返済額} \\ & - \text{配当金に関わる親会社が負う税金} \\ & + \text{フィ} \\ & - \text{フィに関わる親会社が負う税金} \\ & + \text{輸出からのネット・キャッシュ・フロー} \end{aligned} \quad (2)$$

となる。整理すると、

$$\begin{aligned} & \text{総キャッシュ・インフロー} \\ & = \text{子会社ネット・キャッシュ・フロー} \\ & - \text{配当金に関わる親会社が負う税金} \\ & + \text{フィ} \\ & - \text{フィに関わる親会社が負う税金} \\ & + \text{輸出からのネット・キャッシュ・フロー} \end{aligned} \quad (3)$$

となる。フィは、子会社のネット・キャッシュ・フローを計算する上で控除されたものであるから、(3)式では子会社のネット・キャッシュ・フローに加え戻すことになる。フィは親会社・子会社間の営業取引であり、連結する際には相殺消去されるが、この手続と全く同じことが(3)式では示されている。このことを考慮して更に変形すると、

$$\begin{aligned} & \text{総キャッシュ・インフロー} \\ & = \text{子会社ネット・キャッシュ・フロー} + \text{フィ} \\ & - \text{親会社が負う税金（配当金に関わる部分およびフィに関わる部分）} \\ & + \text{輸出からのネット・キャッシュ・フロー} \end{aligned} \quad (4)$$

となる。

先の表では示されていないが、親会社は子会社へ資金を貸し付けている。したがって、利息の授受が生じるが、子会社のキャッシュ・フローを減少させると同時に、親会社のキャッシュ・フローを増加させるので省略し、税金の影響も非常に小さいので、無視するとしている（p.462）。ここで、「省略」することは相殺消去することを意味し、まさしく連結の手続である。

結局、Shapiroの親会社キャッシュ・インフローは、子会社のキャッシュ・インフローと親会社の個別キャッシュ・インフローを連結し、したがって企業集団のキャッシュ・インフローと言えるキャッシュ・インフローに、輸出からのネット・キャッシュ・フローを加えたものなのである。

ここで、輸出からのネット・キャッシュ・フローは、当該プロジェクトを実施する場合に断念する機会利益であるから、プロジェクトの経済性計算に含めるのは当然である。Shapiroはこの機会利益を第1段階での子会社の観点での経済性計算には含めず、第2段階の親会社の観点での経済性計算に含めている。これは、「親会社」の観点での経済性計算を目標としており、子会社の観点はその計算上の準備と考えているからである。

ともあれ、キャッシュ・インフローに関するShapiroの「親会社」の観点が企業集団であることは確認された。では、キャッシュ・アウトフローについても企業集団と言えるのかを確認しよう。

先の表では数値が入っていないが、原典では「親会社」の初期時点におけるキャッシュ・アウトフローと子会社の初期時点におけるキャッシュ・アウトフローはほぼ同額である。異なるのは、初期時点における親会社から子会社への中古設備の譲渡に伴って生じた、固定資産譲渡損に関わる親会社が負う税金節約額である。この税金は、「親会社」（企業集団）の観点ではキャッシュ・インフローとなるが、原典ではキャッシュ・アウトフローから控除して計上されている（p.466 表18.13注3）。「親会社」の1時点以降のキャッシュ・アウトフローは存在していないが、これは子会社の1時点以降のネット・キャッシュ・フローが「親会社」のキャッシュ・インフローとなっているからである。

以上要するに、Shapiroの「親会社」キャッシュ・フローは、当該プロジェクトの機会利益も考慮した企業集団の観点でのキャッシュ・フローであると結論づけることができる。

4. 結 語

Shapiroの「親会社」キャッシュ・フローを検討してきたが、彼の計算プロセスは最終的なキャッシュ・フロー概念である企業集団としてのキャッシュ・フローを計算するための順序を重視したものと評価できる。つまり、まず子会社のキャッシュ・フローを計算し、そこからファイナンシャル・キャッシュ・フローとして流出していく借入金の返済額を計算し、残額を配当金として計算している。配当金は親会社にとって収益であるので、課税対象になる。外国投資の場合単純に配当金に税率を掛けて法人税を計算すると、二重課税になるので、それを排除するために外国税額控除制度を利用できる。この制度を利用した場合の税金の計算プロセスは複雑であり、Shapiroもこのことを意識して、計算表を付している（p.464 表18.10）。税引後配当金を計算した後、フィに関しても同様の計算をし税引後の金額を求めている（p.465 表18.11）。このようにShapiroは、親会社が支払う税金を明確に計算するためという観点から、「親会社」キャッシュ・フローの項目を整理しているように思われる。

ただし、彼の議論展開では前提条件がある。すなわち、Shapiro自身も明確に言及しているが（p.449）、子会社のキャッシュ・フローが親会社に送金できる場合という条件である。彼が計算している配当金の金額は配当規制を考慮していないものであることはすでに指摘したが、この他に「送金できる」場合を計算上「送金する」と仮定している。この仮定は、事実上子会社に再投資の機会を与えないことを意味する。「送金できる・できない」は現地国の制

度上の問題であり、企業にとっては所与のことである。企業にとってより重要なのは、「送金する・しない」、つまり「子会社に再投資させる・させない」の方である。

この「子会社に再投資させる・させない」は、子会社の配当政策の問題である。配当政策は通常、管理会計で扱う投資の意思決定では全く考慮しない。あくまでも投資の意思決定は、それだけで単独に行うものとされてきた。言い替えれば、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・フローとを峻別するのである。「最適資本構成」の仮定ともいえる。これらの考え方は、外国投資の場合、子会社の観点でのキャッシュ・フローでは整合する。しかし、第2節で検討したことから明らかなように、Shapiroの計算プロセスにみる「親会社」キャッシュ・フローでは、当てはまらない。ただし、結果として算出される「親会社」キャッシュ・フローを企業集団のキャッシュ・フローと解する限り、子会社の配当政策とはほとんど無関係となる。⁶⁾ほとんどと断ったのは、親会社が支払う税金は子会社の配当政策と関連し、企業集団にとってもキャッシュ・フローを伴うからである。

他方、筆者が言うところの親会社キャッシュ・フローもオペレーティング・キャッシュ・フローであるが、その計算において、子会社のファイナンシャル・キャッシュ・フローが計算されていなければならない。その意味において、子会社の配当政策と無関係とはいえない。

このように、外国投資の場合、子会社の配当政策が子会社を会計単位とするキャッシュ・フローを除き、他の会計単位のもとのキャッシュ・フローに多少なりとも影響を及ぼす。配当政策の問題は適切なキャッシュ・フロー概念の選択にも関連があるように筆者には思われる。今後、この関連を解き明かすことを残された課題としたい。

注

- 1) 拙稿 [1994年7、9月] および「外国投資の会計単位」札幌学院商経論集、第12巻第3号 (掲載予定) を参照されたい。
- 2) 図中における矢印の元がキャッシュの出口を、先がキャッシュの入口を示す。入口、出口が空白の矢印は、入口または出口が英国、ないしは他のEC諸国の市場である。
- 3) 「顕在化している」はoutstandingの訳語である。株式のoutstandingは、発行済みで流通している、自社所有の株式以外の部分を指す。ここでは、負債に関してであるので、「流通している」とは訳さなかった。
- 4) 米国については、例えば [畠村、1991、25-50頁] および [鈴木、1993、119-120頁]、英国については、例えば [松井、1990、51-84頁] を参照されたい。
- 5) 当期純利益 (利息控除前・税控除後利益) の金額は、

年度	1	2	3	4	5	(単位: 百万)
	-\$5.8	-\$0.9	-\$3.4	-\$4.3	-\$5.9	

であり (p.464 表18.10)、支払配当金の金額は、

年度	1	2	3	4	5	(単位: 百万)
	\$2.2	\$1.7	\$9.5	\$9.9	\$1.9	

となっている (P.464 表18.10)。なお、この支払配当金の金額を親会社が受け取るわけではない。英国で課される源泉徴収税と、米国で課される税金があるからである。この2つの税金についても、Shapiroは詳細に計算している (p.464 表18.10参照)。

- 6) 拙稿「外国投資の会計単位」札幌学院商経論集、第12巻第3号 (掲載予定) の図2外国投資のキャッシュ・フローを参照されたい。

引用および参考文献

Alan C. Shapiro, *Multinational Financial Management*, 4th ed., Allyn and Bacon, 1992.

Alan C. Shapiro, *Modern Corporate Finance*, Macmillan Publishing Company, 1990.

簗本智之「外国投資の経済性計算(1)、(2)」札幌学院商経論集、1994年7、9月、第11巻第1、2号、57-98頁、29-66頁。

簗本智之「外国投資の会計単位」札幌学院商経論集、第12巻第3号（掲載予定）。

畠村剛雄「第2章 アメリカの会計制度」畠村剛雄編著『国際会計論 第2版』白桃書房、1991年、所収、25-50頁。

松井泰則「第3章 イギリスの会計制度」畠村剛雄編著『国際会計論 第2版』白桃書房、1991年、所収、51-84頁。

大倉 学「第4章 イギリスの会計法令と会計制度」畠村剛雄編著『比較会社法会計論』白桃書房、1993年、所収、87-106頁。

鈴木昭一「第5章 アメリカの会計法令と会計制度」畠村剛雄編著『比較会社法会計論』白桃書房、1993年、所収、107-125頁。