

書 評

小西 宏美 著

『グローバル資金管理と直接投資』日本経済評論社, 2017年

立石 剛*

序 章 グローバル・キャッシュマネジメント・システムと直接投資の新たな潮流

第1章 グローバル・キャッシュマネジメントとインハウスバンク

第2章 オランダのインハウスバンクと多国籍企業内国際マネーフロー

第3章 直接投資の3形態

第4章 親会社から子会社への支配実現型直接投資

第5章 支配実現型直接投資と非出資型国際生産

第6章 子会社から親会社への逆投資

第7章 インハウスバンクの収益再投資

終 章 グローバリゼーション時代の多国籍企業による新たな支配構造

はじめに—多国籍企業の現段階をどうみるか—

本書は、その表題からすると多国籍企業の財務マネジメントに関する実務的研究にみえる。実際、本書のほとんどが多国籍企業内部でのマネーフローの詳細な分析に割かれている。しかし本書の目的は、多国籍企業のグローバル資金管理をグローバル化時代の新たな支配構造であ

ることを明らかにすることなのである。表題に含まれている「直接投資」という文言がこのことを読者に示している。直接投資は事業活動の支配を目的とした投資活動だからである。

著者がこの課題に取り組む背景には、多国籍企業に対する評価の変化がある。1970年代までは多国籍企業は、世界経済に支配的影響をおよぼし利益を独占することで、発展途上国の経済的自立を脅かす存在として捉えられてきた。しかし1980年代以降、その評価は大きく変化した。多国籍企業は経済発展を促進する重要なアクターと位置づけられ、発展途上国は貿易・直接投資の自由化をはかり多国籍企業の誘致を進めるようになった。これに対して著者は、多国籍企業がもたらす負の影響、特に近年問題となっている租税回避行動や労働・環境への悪影響が多国籍企業による世界経済への支配力の強化によって生じているとし、多国籍企業の支配的側面を今一度示すことを本書の目的とするのである(はしがき)。

1. グローバル化時代の多国籍企業と直接投資

著者は、多国籍企業の支配構造分析を始める前に、S.ハイマーの優位性理論から、R.ヴァーノンのプロダクト・ライフ・サイクル論、内部化理論、ダニング折衷理論、そして近年の新・新貿易理論までの多国籍企業論をサーベイする(序章)。これらの先行研究は、市場の失敗の回避、取引費用の削減、企業特殊資産や優位性、集積の利益などを要因として多国籍企業化が進むことを事業活動レベルから説明しているが、これに対して著者は、多国籍企業化および多国籍企業の事業活動を行う基盤としての多国籍企業内支配構造の分析が見られなくなっていると指摘する。多国籍企業論の先駆者であるS.ハイマーは、直接投資という支配を目的とした資本

*立石 剛 (Takeshi TATEISHI) : 西南学院大学教授
tatetake@seinan-gu.ac.jp
Ph. D. (経済学) 「「テキサス経済の奇跡」をどうみるか：小さな政府・要素賦存・産業集積・金融規制」『経済学論集』(西南学院大学) 第52巻第1号, 2017年, 「アメリカ経済の金融化について」『経済学論集』(西南学院大学) 第44巻第2・3号, 2010年, 『米国経済再生と通商政策：ポスト冷戦期における国際競争』同文館出版, 2000年, など。

移動の分析を多国籍企業研究の基礎に据えたが、現代の多国籍企業研究ではそれが行われなくなっているというわけである。著者は、多国籍企業の支配構造を示すには、多国籍企業によって行われる資本移動、なかでもS.ハイマーが対象とした直接投資に着目する必要があるとする。

ここで直接投資の基本的特徴を振り返っておこう。直接投資は、株式取得や資金貸付を通じて、多国籍企業の海外事業活動を行う子会社を支配し、事業収益を獲得することを目的とした投資である。これに対して、直接投資と同様に株式や債券を取得するけれども、事業活動に関与することなく専ら金融収益を目的とする投資は、ポートフォリオ投資とよばれる。支配を目的とした投資という点が直接投資の核心である。国際通貨基金（IMF: International Monetary Fund）が公表する国際収支マニュアル（BPM: Balance of Payment Manual）でもこの点は認識されている。それによると、直接投資は一国の居住者が別の国の居住者である企業の経営を支配すること、あるいは相当程度の影響を及ぼすことに伴う国際投資を指している。

世界経済の統合度が現在ほど高くなく、各国経済が内包的な成長を遂げていた時代には、多国籍企業が国際事業活動を行う場合、進出先国市場への個別の対応が子会社毎に求められ、多国籍企業による国際投資はその子会社をコントロールするための直接投資が中心の単純なものであった。しかし国際的な貿易投資制度の自由化やITの発達によって世界経済が統合の度を増したことを背景にして、多国籍企業の国際事業活動間の連鎖が強化されるようになると、直接投資だけでなく多国籍企業内での事業活動に付随するマネーフローが増大するようになったのである。

こうしたマネーフローは直接投資との境界が判別しがたいものが多く含んでおり、その結果、多国籍企業がもつ支配的側面が見えにくくなっ

ていると著者は言う。例えば、多国籍企業グループ内部での子会社間の資金貸借など、一見すると支配とは無関係に見えるマネーフローや、子会社から親会社に向けての投融資など支配の方向性が逆であるマネーフローなどがそれである。こうしたマネーフローは国際通貨基金の国際収支マニュアルでは多国籍企業グループ内で生じているという事から直接投資と分類されているが、支配を目的とした直接投資とは性質を異にする側面もあり、その意味で直接投資とそれ以外のマネーフローの区別が分かりにくくなっているのである。そこで著者は多国籍企業の支配構造を明らかにするために、複雑な多国籍企業内マネーフローを一つ一つ詳細に分析することを課題として設定するのである。

2. インハウスバンクによるグローバル資金管理と多国籍企業内マネーフロー

多様な多国籍企業内マネーフローが集中的に現れるものとして、著者が注目するのがインハウスバンクとそれを軸に展開されているグローバル資金管理である（第1章）。

インハウスバンクは多国籍企業の金融子会社であり、それ自身が多国籍企業外部の経済主体に対して金融サービスを提供するというよりも、グローバル・キャッシュマネジメント（以下グローバル資金管理）に基づいて多国籍企業内資金取引の管理を行う金融子会社である。具体的には、多国籍企業内で発生する資金決済をインハウスバンクに集約決済したり（ネットィング）、為替金利リスクを一元管理したり、決済の結果生じた多国籍企業子会社間での資金過不足を多国籍企業の事業戦略に沿って調整したり（プーリング）する。こうしたインハウスバンクによるグローバル資金管理が発達してきた背景には、多国籍企業内取引が増大したことからグループ内での集約的決済が求められるようになったこと、IT（Information Technology）によって

多国籍企業グループの財務情報を効率的に一元管理することができるようになったこと、そして国際金融取引に関する規制撤廃と自由化の進展が挙げられている。つまり多国籍企業の事業活動がグローバルなレベルへと統合の度を増しつつあることが新たな多国籍企業内マネーフローを生み出している背景なのである。

グローバル資金管理の中核であるインハウスバンクは、多国籍企業グループ内における多様な性格のマネーフローを生み出している。著者はアメリカ多国籍企業の多数所有ヨーロッパ子会社および在オランダ特別金融機関（インハウスバンク）を代表的ケースとして取り上げ、アメリカ商務省経済分析局及びオランダ中央銀行のデータに基づき、多国籍企業のグループ内国際マネーフローの実態を把握しようとする（第2章）。ここで著者がオランダに所在するインハウスバンクを取り上げるのは、インハウスバンクを軸とした金融取引に関するデータが入手可能であるというだけでなく、オランダが租税回避地の一つであることを利用して多国籍企業がオランダにインハウスバンクを設置し、企業内マネーを集中・分散させる拠点として位置づけているからである。

まずアメリカ商務省の直接投資統計を利用し、アメリカ多国籍企業のヨーロッパ子会社が負債及び資本の両方で、アメリカおよびヨーロッパ子会社が所在する国以外の第三国から調達する割合が増加しつつあることが明らかにされる。さらにアメリカ商務省の研究（Survey of Current Business）を利用して、この第三国とはインハウスバンクが所在するオランダなどの税制優遇国であると推察する。つまり多国籍企業内マネーフローの基軸はアメリカ本国ではなくインハウスバンク所在国であることが示されるのである。

次にインハウスバンクを軸としたマネーフローの性質が、オランダ中央銀行が公表する在オラ

ンダ特別金融機関（SFI: Special Financial Institution, インハウスバンク）の国際収支データに基づいて分析される。そこで確認されたのは、インハウスバンクを軸に、出資、貸付、そして直接投資収益移転に関するマネーフローが支配の方向性とは必ずしも一致しない形で流出入していることである。例えば、親会社から子会社への出資貸付と子会社の親会社への収益還流（あるいは再投資）という従来型マネーフローだけでなく、子会社であるインハウスバンクから親会社に貸し付けられる資金や、直接的には出資関係のない子会社間で貸借される資金がインハウスバンクによって仲介されるケースが示されている。こうしたインハウスバンクを仲介するマネーフローに関して、著者は、直接投資の本質たる「支配」との関連でどのように把握すべきかと問うのである。

そこで著者は、多国籍企業内マネーフローを「親会社から子会社への支配実現型直接投資」、 「子会社から親会社への逆投資」、そして「インハウスバンクによる収益再投資」の三つに分類し（第3章）、それぞれを分析することで、多様な多国籍企業内マネーフローがそれぞれ多国籍企業の新たな支配手段であることを示そうとするのである。なお著者が意味する収益再投資は、子会社が得た収益のうち親会社への配当を差し引いた部分という点ではIMFの定義と同様であるが、それが収益を生み出した当該子会社に配分されるだけでなく、多国籍企業内の他の子会社に配分されるという点でIMFの定義と異なっている。

3. 親会社から子会社への支配実現型直接投資

著者のいう支配実現型直接投資というのは、親会社から子会社への支配を目的としたマネーフローを意味しており、具体的には出資及び貸付を指している。直接投資自体が支配を目的としたものであるため、支配実現型という表現は

意味が重複しているのではないかとの誤解を生む可能性があるが、力点が支配を「実現」するところにおかれていてと解釈すれば理解可能であろう。

近年、直接投資統計で見ると、直接投資の中でも親会社から子会社に向けた出資および貸付から構成される「支配実現型直接投資」のシェアが低下しており、それに代わって「収益再投資」が直接投資の中心になってきている。このことから直感的に想定されるのは、多国籍企業の成熟化であろう。つまり多国籍企業は「支配実現型直接投資」によって新規事業分野を開拓するよりもむしろ、すでに開拓した分野に収益を再び投資するという成熟化した状態である。

これに対して著者は「支配実現型直接投資」の役割は決して低下していないという（第4章）。著者は、その理由として、「支配実現型直接投資」（おそらくその中でも出資）が多国籍企業によるほとんどの事業活動の起点であるだけでなく、競争環境が大きく変化する分野においてはM&A等の「支配実現型直接投資」を通じた素早い事業拡大や事業転換が求められるようになってきていることを挙げる。例えば、製薬多国籍企業によるバイオテクノロジー分野への進出、石油関連多国籍企業における天然ガスやシェールオイル・ガスなど新資源での権益拡大、そして金融多国籍企業に関する年金事業や証券化事業への進出などが「支配実現型直接投資」によって行われているという。このように著者は、グローバル競争の変化及び激化への対応には「支配実現型直接投資」がその役割を保っているとする。

ところで著者は、多国籍企業の海外進出の新手段として近年注目されている非出資型国際生産（NEM: Non-equity mode of international production）を取り上げる（第5章）。非出資型直接投資とは事業の一部を所有関係のないパートナー企業に委託する時に起こるもの

であり、多国籍企業は、事業の具体的方法を出資（直接投資）ではなく契約で特定することによって事業に対して一定の支配を維持する。著者は、NEMが支配実現の手段として直接投資に取って代わるかどうかと問うが、この問いに対する著者の見解は明白である。すなわちNEMは、「企業にとっては競争優位ではなくなった工程を他社にアウトソースするという自社の業務範囲の確定の問題であり、自社がもつ優位性を外国企業の支配によって活用する直接投資とは次元の異なる議論である」であるため、支配実現の手段として取って代わることはない結論付ける。つまり多国籍企業外部に放出された事業は競争力を持たないからであり、したがって優位性を内部化して利潤を得るという多国籍企業活動の本質からは外れたものであるとしている。

NEMに対する著者のこのような評価は、多国籍企業による支配を資本移動に限定的にとらえず過ぎており、したがって多国籍企業が資本関係のない企業さえも自らの価値連鎖に組み込むことができるに至っていることを見過してしまい、著者が本来明らかにしようとしているグローバル化時代の多国籍企業の支配力が過小評価されてしまう。この点、本書の本来の目的に立ち戻りつつ、もう少し柔軟な視点からの分析が求められていたと思う。

4. 子会社から親会社への逆投資

続いて多国籍企業子会社から親会社に向けて行われる逆投資が分析される（第6章）。逆投資とは、子会社が、直接の親会社あるいは間接的な親会社の株式の10%未満を所有するか、あるいは貸付をしている場合をいうが、著者によると逆投資の典型はインハウスバンク（子会社）から親会社へのマネーフローで、インハウスバンクが親会社に代わって外部資金を調達した場合や子会社収益を親会社が回収する場合がこれ

にあたるという。逆投資を測ることができる統計は存在するが、この二つの場合を区別することができない。しかし著者は、個別企業（例えばGEの金融子会社であるGE Capital）の財務データを分析することで、親会社による収益回収型が中心であると判断している。

そのことを踏まえて著者は、アメリカ商務省経済分析局の統計や分析、そして主要多国籍企業に関する調査文献に基づき、インハウスパンクから親会社向けの逆投資が行われる理由を分析し、次の結論を得ている。つまり、多国籍企業の企業内分業が進展した結果、製造や販売による子会社の収益が多国籍企業グループ内で増加していること、さらにアメリカの法人税が他国に比して相対的に高いために、親会社から子会社への利益移転が行われていることから、親会社に比べて子会社に資金が集積する傾向が生じているという。そして、この親会社と子会社との間の資金偏在が、逆投資という多国籍企業内マネーフローを生み出す背景であるという。

子会社から親会社に向けマネーフローの一つに配当があるが、基本的には子会社からアメリカ親会社への配当はアメリカ政府によって課税されることになる。これに対してアメリカ多国籍企業は、国際間の税制の違いを利用しつつ、可能な限りアメリカでの課税を繰り延べるために、子会社から親会社へ配当ではなく、親会社への出資や貸付という逆投資形態を選択することになるという。つまり子会社による親会社への逆投資は、形態的には出資や貸付という姿をとるが、実体としては親会社による子会社への支配を通じた海外子会社の所得の親会社への還流であること、そして同時に多国籍企業全体による国際的な課税留保行為があることが明らかにされているのである。近年、多国籍企業による課税留保行為と、税金と国内投資を確保したい各国政府との間の軋轢が問題になってことから、著者による逆投資の分析は興味深い。

5. インハウスパンクの収益再投資

最後に著者は多国籍企業による収益再投資（reinvested earnings）を直接投資との関連で分析し、その役割を明らかにする（第7章）。著者は収益再投資がインハウスパンクによるプーリング（後述）を通じて行われていることに着目し、これが多国籍企業グループ全体を効率的かつ強固に支配するグローバル化時代の新たな支配形態であるという。

収益再投資は、実体としては子会社で生じた利益から多国籍企業親会社へ支払った配当を差し引いた部分であり、国際収支上はいったん親会社に還流し、それが再び子会社に投資されたものとみなしている。親会社から子会社への直接投資と分類される。アメリカ商務省の統計によると、収益再投資額は著者の言う支配実現型直接投資を大きく上回っており、多国籍企業の事業活動において最も重要な役割を果たすようになっている。しかし近年は、収益をあげた子会社自らの再投資として計上されるというよりも、収益がインハウスパンクに集中され、その後、多国籍企業の事業戦略に沿って他の子会社に振り分けられ再投資されるという形をとるようになっていると著者は指摘する。

これはプーリングと呼ばれる財務手法によってなされている。プーリングとは本来、多国籍企業グループ内の資金過不足を調節し、資金効率を高める財務的手法であるが、著者はこのプーリングに関して、多国籍企業グループ全体を支配するグローバル化時代の新たな「支配」手法として解釈するのである。何故ならば財務機能がインハウスパンクに集中されると、多国籍企業親会社が子会社の財務情報を把握することが可能になり、子会社の経営を効率的に管理・支配できる体制が整うからであると著者はいう。この結論を導く際に、著者は個別企業の財務諸表などの資料にあたるだけでなく、実際にヒアリング調査などを行うことで、新たな支配形態

が生み出されていることを裏付けている。

多国籍企業はインハウスバンクを介して子会社の収益を他の子会社への投資活動に振り向け、あるいは新規子会社の取得など、多国籍企業の事業活動のさらなる拡大をはかっているのである。このようにプーリングによるインハウスバンクの収益再投資は、多国籍企業の事業活動の拡大とそれを行うための支配基盤の強化を可能にするのである。

おわりに—資本過剰とアメリカ—

本書は、現代の多国籍企業の支配構造を明らかにするものであるが、著者はそれをマネーフローの側面から見事に描き出している。多国籍企業のマネーフロー分析はその複雑さ故に非常に困難を伴うものであるのだが、著者は多国籍企業に関する広範な文献、統計、政府機関報告書、個別企業財務諸表にあたることで、さらには多国籍企業に直接インタビューを行いながら、マネーフローを一つ一つ丁寧にそして粘り強く分析し、説得力をもつ研究書に仕上げている。評者は本書での著者の見解を大いに評価している。そこで、この書評では、複雑な多国籍企業マネーフローの世界に多くの人が足を踏み入るための道案内になるよう、可能な限り著者の見解に忠実に、本書の内容を示そうと試みた。最後に、著者に研究をさらに発展させてもらいたく次の二つの点について触れておきたいと思う。

第一点は過剰資本との関連についてである。本書での著者の問題関心はグローバル化時代の多国籍企業の支配構造を明らかにすることであったが、それ以外に、資本過剰と直接投資との関連性を分析することも問題意識の底部にあると評者はみている。NEM=非出資型国際生産の分析からは、著者が持つマネーと支配との関係についての強力なこだわりをみてとれたが、そこからは支配を目的とした多国籍企業活動を貨幣現象としても把握しようとする著者の姿勢が

うかがえる。宮崎氏による直接投資の純資本余剰仮説、板木氏による国際過剰資本と独占資本の分析が著者の問題意識の中に流れている^(註)。残念ながら、本書ではその一端が見えたに過ぎないが、今後、この点を踏まえてさらに独自の領域を拡張されることを望んでいる。

第二点としてアメリカとの関係について言及しておきたい。リーマンショック以降、アメリカ経済は長期停滞状態に陥ったとの議論が盛んに行われ、過剰貯蓄すなわち貯蓄が投資を大きく上回る現象がその要因の一つと見做されている。他方で株式市場は過去最高値を記録しており資産価格の回復が目立っている。そうした中で誕生したトランプ政権は、ネオナショナリズムとも考えられる「アメリカ・ファースト政策」を展開しており、本書でも指摘されているアメリカ法人税率の引き下げや、NAFTA原産地比率の引き上げなど行うことで多国籍企業の事業活動とマネーのアメリカ国内回帰を促進しようとしている。アメリカの長期停滞に関してアメリカ多国籍企業がどのように関わっているのか。そしてグローバル事業活動を展開しているアメリカ多国籍企業が、トランプ政権の元でナショナルな側面を強めていくのか。著者だどのようか答えるだろうか。非常に興味深いところである。

本書からは世界経済研究や多国籍企業研究に関する多くの興味深い論点を見いだすことができる。一読されることを薦める。

(244頁)

^(註)宮崎義一『現代資本主義と多国籍企業』岩波書店、1982年。
板木雅彦『国際過剰資本の誕生』ミネルヴァ書房、2006年。