

企業財務国際化の論理

中 垣 昇

1. 企業財務の国際化

(1) 国際財務機能の特質

財務機能には、経営資源を共通の貨幣単位に還元する共通尺度機能と経営資源間のバランスを維持させる整合性機能があり、グローバル企業の展開する国際的な経営活動の度合が深まるにつれ、この共通尺度機能と整合性機能の役割が大きくなる。しかしながら、共通尺度機能と整合性機能は、企業が国内のみで経営活動を展開する場合と国家を跨がって経営活動を展開する場合とでは、その機能の仕組が異なるばかりか、その内容も複雑になる。つまり、自国通貨と言う単一通貨を前提とするのではなく外国通貨をも含めた複数通貨のもとでの企業の財務意思決定を対象としなければならず、したがって、ここで展開される財務機能を国際財務機能として別の観点から考察する必要がある¹⁾。しかも企業を取り巻くグローバリゼーションの流れが急速に進む今日の経営環境下にあっては、大企業は言うまでもなく一部の中小企業ですら国際財務機能を見捨てて経営活動を展開することは出来ない。

この国際財務機能は、ストーンヒル=エイトマン (Arthur I. Stonehill and David K. Eiteman) によれば、①異質な社会・政治的環境、②為替リスクの存在、③2ヵ国以上の政府による課税、④特殊な制度的要因、によって特色づけられる²⁾。

異質な社会・政治的環境とは、企業が外国で経営活動を展開する場合に、自国の株主の富の最大化を目指して設定される意思決定が外国における環境条件によりもたらされる文化的、制度的、政治的な制約条件と抵触する状況を言う。例えば受入国政府は、自国企業であれ外国企業であれ自国内で経営活動を遂行する企業であれば、通常は国家の立場からその経営活動に制約条件を与える経済的、社会的、政治的目標を追求する。こうした国家目標は外国企業の株主が求める利害関係と時折り対立することがある³⁾。

また、為替リスクの存在に対する対応は、2ヵ国以上に跨がって経営活動を遂行する企業であれば、いずれの企業も直面しなければならない課題である。日本企業の場合も、国内および国外において外国為替取引を含む外貨建取引が日常化し、外貨建資産負債の残高が多額となり、日々の為替リスク管理の重要性が増大している⁴⁾。言うまでもなく、通貨の交換を伴わない同一国通貨

間取引については為替リスクが生ずることはない。しかしながら、1970年代後半より日本企業の外債を中心とした海外からの資金調達をめざましく⁵⁾、さらには1980年12月に新たな「外国為替管理法」(正式には「外国為替及び外国貿易管理法」)が施行されたことも手伝って「外貨」についての調達および運用が原則として自由に出来るようになり、日本企業も為替リスクに対処する必要に迫られるようになった⁶⁾。

2ヵ国以上の政府による課税の問題については、その基礎に租税中立性の概念がある。この租税中立性には2つの側面がある。つまり、当該企業の自国内から得られる所得と海外投資から得られる所得に対して同じ実効税率(effective tax rate)を課す資本輸出中立性の概念に対して、海外企業の租税負担を現地企業のそれと同等に取扱う資本輸入中立性の概念が相対立して存在する。したがって、国際課税の中立性を維持するためには、本来ならばグローバルな視点に立った課税所得計算の一元化を追求する必要がある。しかしながら、各国政府は基本的には二重課税の排除と租税回避の防止の方策に努め国際課税の中立性を図ろうとしているものの、各国の租税制度や税務行政はそれぞれの国の課税体系、政治的・経済的事情により一律ではないのが現状である⁷⁾。このため企業の立場からは、グローバルな課税所得計算の一元化が実現するまでは、企業価値の最大化を目指す経営方針の一環として企業全体の租税負担の最小化を図る必要がある。

特殊な制度的要因とは、国家間の経済的依存関係によってもたらされる企業を取り巻く制度的環境条件を言う。この国家間の経済的依存関係は、アジアの一部の国々において自然発生的に見られる局地経済圏のような緩やかな関係もあれば、北米自由貿易地域(NAFTA)のような構成国間の関税と数量制限の撤廃を目指す関係もあり、また欧州共同体(EC)のような生産要素の移動制限まで撤廃しようとする関係もある。いずれにせよ、企業はこれらの経済的依存関係を無視して経営活動を遂行することは出来ず、今後さらに流動的に展開するものと想定される特殊な制度的要因に注視しなければならない。当然ながらこうした制度的要因は、ひいてはグローバル企業の地域統括戦略にも影響を与えることになる。

(2) 社会・政治的環境

今日の企業を取り巻く社会的・政治的環境は、企業の財務戦略を遂行するうえでも無視することの出来ない大きな条件となった。このような環境をもたらした背景には3つの主要な要因がある。第一は新たな工業国家群が登場し世界経済の中における地位を向上させたことであり、第二は地球規模で展開されている技術および組織上のめざましい発達であり、第三は世界的経済環境の自由化の進展と国家間の緊密な経済的依存関係に向けての動きである⁸⁾。

ここで、グローバル企業の今日の社会・政治的環境を整理するために、ダニング(John H. Dunning)の言う折衷的パラダイムに基づき、国、産業および企業の領域において変化する所有権(ownership, O)、立地(location, L)、内部化(internalization, I)の特性を眺めて見よう(表1)⁹⁾。

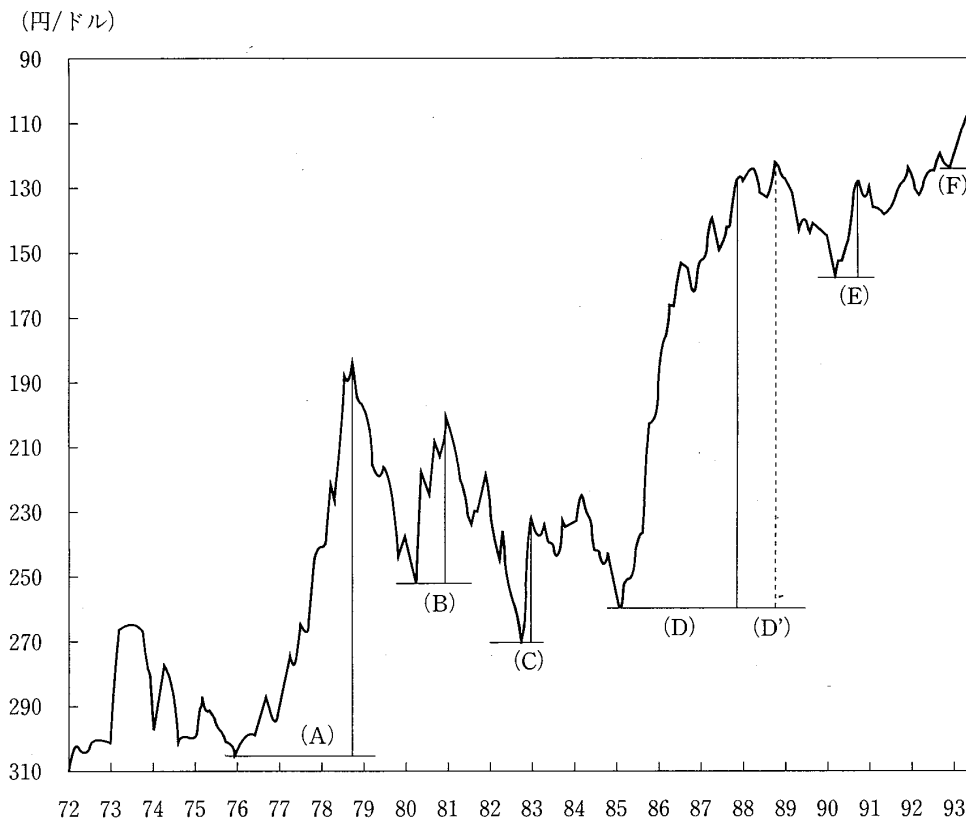
表1 所有権(O)・立地(L)・内部化(I)の特性

OLI変数	構造的変数		
	国ないし地域	産業ないし活動	企 業
所有権 (O)	要素賦存（例：資源・熟練労働）および市場規模・特性；技術革新・所有権の保護・競争・教育訓練・産業構造に対する政策；事業の内部化と国境を越えた提携に対する政府の姿勢；国の持つ組織的文化と富を創造するエトス；企業支配と企業間の対立ないし協力の状況	生産工程技術の集約度の度合；技術革新の状況；製品差別化の程度；生産経済（例：規模の経済の有無）；取引経済（領域の経済の有無）；投下ないし市場への良好なアクセスの重要性	生産・工程・市場の多角化に伴う資産（資源）の基盤、規模および程度の構成；企業の技術革新、市場志向、安定性の程度（例：投下要素、市場性）；共同の生産および経営理念を持つ経済の存在する程度；リスク志向および資産集約・利用戦略に対する姿勢
立地 (L)	国の間の物理的・精神的距離；政府介入（例：外国人投資家ないし多国籍企業に対する関税、割当数量、税金）；一例として、東南アジアの労働集約的産業に対する日本企業の投資への日本政府の財政的援助がある。	非可動性資源の原産地および分配；中間財および完成財の移送費；産業別の関税および非関税障壁；産業内の企業間の競争特性；産業の活動機能が分離する可能性；「変動し易い」現地の変数の有意性（例：税制優遇、エネルギー・通信費）	外国投資に対する経営戦略；海外活動の年数および経験（プロダクト・サイクルの企業の立場等）；精神的距離の変数（文化、言語、法的・商的枠組）；R&Dおよび市場配置のような機能の集中化に対する姿勢；資産の地理的構成・リスク分散の姿勢
内部化 (I)	多国籍企業に取引の内部化を促進させる政府の介入およびその政策の程度（例：移転価格決定）；合併に対する政策；取引費用・契約の実施・買手の不確実性等；受入国の技術・教育・通信基盤の妥当性；契約上の資源移転の達成能力	垂直的・水平的統合の可能性ないし正当性の程度（例：投下要素および市場支配の必要性）；契約締結に伴う内部化の利点の程度（参考：プロダクト・サイクルの早い段階と遅い段階）；所有権の利点の活用（参考：IBMのユニバー型の経営の採用）；現地企業が外国企業の保完的利点を持ち得る程度；産出の専門化および分業の機会が存在する程度	企業の組織的および管理的手続；成長および多角化に対する姿勢（例：企業活動の境界線）；ライセンス契約、フランチャイズ契約、技術援助協定のような下請および協定企業に対する姿勢；管理手続が契約協定に関わる程度

出所) Dunning (1993b), p.84.

言うまでもなく、国、産業および企業は相互に密接な関係を保っている。とりわけ現代の企業はそのパワーと機動性によりその重要性をとみに増大させている。折衷的パラダイムは、特定の国の企業が請負った外国企業の生産と外国企業が所有する国内企業の生産の程度およびパターンに関する一般理論を提供しようとするものである¹⁰⁾。またこの理論は内部化理論とは異なり、多国籍企業そのものの理論ではなく、むしろ国境を越えて付加価値の増大に努める企業の活動に関する理論である。特定の海外市場に対する生産活動の立地は、全面的ないし部分的に、自国内、海

図1 円の対ドル・レートの推移（インターバンク中心相場・月平均）



(注) 各局面の円高率（IMF方式）

局面A	75.12~78.10	305.60~184.58	変化率65.6%	月平均1.49%	実効レート	—
局面B	80.4~81.1	252.18~201.91	24.9%	2.50%	変化率	26.5%
局面C	82.10~83.1	271.01~232.79	16.4%	5.20%		16.7%
局面D	85.2~88.1	260.24~127.56	104.0%	2.06%		75.6%
局面D'	85.2~88.11	260.24~123.19	111.3%	1.68%		92.7%
局面E	90.4~90.11	158.47~129.08	22.8%	2.97%		20.1%
局面F	93.1~(93.6)	125.01~107.34	16.5%	3.09%		19.7%

(備考) 1. 各月のインターバンク中心相場の平均値で算出。

2. 実効レートの変化率はJPMorganの資料より作成。

(出所) 経済企画庁編（1993）,271頁。

外市場、第三国内、あるいはこれらの組合わせのうちのいずれかになる可能性がある。同様に、自国の市場の生産活動の立地についても国内ないし国外の可能性もある。しばしば指摘されているように、今日のように地球規模で展開されているグローバル企業の経営活動を要素賦存のアプローチで説明することは不適切であり、したがって国、産業、企業について所有権、立地、内部化の領域から分析する手法は、極めて有効なアプローチと考える。

（3）為替リスク

1944年から1971年までは2国間の為替レートは固定されていたが、1971年のスミソニアン協定

(Smithsonian Agreement) により主要通貨に対してドルが切下げられるとともに2.25パーセントの幅で変動が認められ、日本は戦後一貫して維持してきた1ドル360円の対ドル・レートが308円に切上げられた。さらに1973年3月には我が国は完全な変動為替相場制を導入し、同年8月には円は対ドル・レートが254円にまで上昇した¹¹⁾。このようにして、ブレトン・ウッズ体制(Bretton Woods system)のもとでの第二次世界大戦後の国際通貨制度は崩壊し、日本企業は新たな変動為替相場制のもとで為替リスクに直面しながら企業の国際化に取り組まなければならなくなった¹²⁾。スミソニアン協定以降における円の対ドル・レートの推移を眺めて見ると、幾つかの局面で急速な上昇を経験している(図1)。とりわけ1971年のニクソン・ショックを契機とした局面、1978年の米国の経済収支の恒常的赤字傾向が引金になって生じた局面と1985のプラザ合意以降の局面が、日本企業に与えた影響は甚大なものがある。また1993年4月の日米首脳会談におけるクリントン大統領の円高容認の発言以降、円相場は上昇傾向を続け同年8月17日には東京市場で100円40銭の史上最高値を記録した¹³⁾。バブル経済崩壊後の円高傾向だけに日本企業に与える影響は大きく、外国為替市場が企業財務にとってさらに無視出来ない存在となった。言うまでもなく変動為替相場制のもとにおいては、対ドル・レートのみならず米国以外の国々との間の為替レートにも多様な変動をもたらしたわけである(表2)。

表2 我が国の立場から見た為替レートの相関係数

	(F F)	(D M)	(S F)	(B P)	(U S \$)	標準偏差
フランス・フラン	1.00					0.0482
(F F)	1.00					0.0554
	1.00					0.0399
ドイツ・マルク	0.85	1.00				0.0497
(D M)	0.85	1.00				0.6000
	0.87	1.00				0.0378
スイス・フラン	0.64	0.74	1.00			0.0528
(S F)	0.66	0.77	1.00			0.0680
	0.61	0.68	1.00			0.0310
イギリス・ポンド	0.65	0.62	0.44	1.00		0.0592
(B P)	0.74	0.67	0.47	1.00		0.0634
	0.49	0.53	0.39	1.00		0.0551
アメリカ・ドル	0.51	0.48	0.29	0.65	1.00	0.0616
(U S \$)	0.66	0.56	0.31	0.76	1.00	0.0606
	0.34	0.40	0.31	0.55	1.00	0.0636

注) 上段は1974-1989年、中段は1974-1980年、下段は1981-1989年の期間を示す。

出所) Madura (1992), p.311. より作成。

外国為替市場は、各国の通貨をお互いに交換する市場を言い、国際的債務の決済や通貨先物取引の投機のために利用される¹⁴⁾。近年、企業の国際化に対応して外国為替市場も活性化し、外国為替取引が従来からの取引形態である直物取引(spot exchange)に加えて、先渡取引(forward

exchange)、先物取引(future exchange)が利用されるようになった¹⁵⁾。国際決済銀行(Bank for International Settlements, BIS)の調査(1990年2月)によれば、外国為替市場の1日当りの世界全体の取引高のうちおよそ60パーセントは直物取引が占める¹⁶⁾。

ミューラー＝ガーノン＝ミーク(Gerhard G. Mueller, Helen Gernon and Gray Meek)によれば、為替レートが変動する理由は、①貿易収支の黒字ないし赤字、②相対的なインフレ率、③相対的な利子率、④政治的要因および政府介入、の4つに求められると言う¹⁷⁾。いずれの理由も各国政府の金融政策および通商政策が直接関係するだけに、新世界秩序の中での各国政府の蛇取がますます重みを増してきていると言って差し支えない。

(4) 課税問題

租税の法体系は国により相違し、したがって、どの国の法律により課税されるかにより企業の税引後キャッシュ・フローに差異が生じる。グローバル企業は、企業全体の税引後キャッシュ・フローを最大化するため、当然ながら課税問題には高い関心を示す。

グローバル企業が国際的な課税問題において、とりわけ関心を示すと思われる領域は、①法人税、②源泉課税、③租税の遡及と繰越、④租税条約、⑤税額控除である¹⁸⁾。

法人税については各国とも税収の中心的存在として、その取扱に腐心しているのが現状である。対外直接投資を遂行するグローバル企業は、その対外直接投資から獲得出来る利益を予測する必要がある、そのためにもその国の税率、租税優遇措置等に注意を払わなければならない(表3)。

また、海外子会社からの資金の流出が受入国の源泉課税の対象となることがある。したがって、たとえ源泉課税が海外子会社のキャッシュ・フローに影響を与えることはなくとも、親会社にとっては税引後キャッシュ・フローに影響することがある。ただし、この源泉課税は租税条約により減額される可能性がある。さらに配当、利息、ロイヤルティなどが子会社から親会社に対して支払われることにも注意する必要がある¹⁹⁾。

租税の遡及と繰越については国により扱いの差はあるものの、グローバル企業は一般に海外における損失の発生を望まず、かりに損失が発生してもそれを利益が発生した年度と相殺出来ればと願う傾向がある。大部分の国は損失の遡及については認めないが、損失の繰延についてはある程度弾力的に配慮する²⁰⁾。

さらには各国間で締結される租税条約についても注目する必要がある。例えば、法人所得に関する租税条約を締結することにより親会社と海外子会社間における二重課税を排除することが可能になる。この結果、租税条約はグローバル企業の利益に対する税額を減少させ、対外直接投資を増大させることになる²¹⁾。

グローバル企業は租税条約の便益を利用出来なくとも、当該親会社の税額に対する税額控除の制度の恩恵に与ることがある。我が国の税制においてはその税額控除方式が採られている。そし

表3 各国の税率

国	法人税率	キャピタル ゲイン税率	源泉税率			
			支店税率	配当	利息	ロイヤルティ・ パテント等
アルゼンチン	20%	20-36%	36%	20%	14.4%	28.8%
オーストラリア	39	39	39	15	10	10
バハマ	0	0	0	0	0	0
ベルギー	39	19.5	43	5-15	15	0
カナダ	44.34	29.56	44.34	10-15	0-15	0-10
中国	50	50	50	10	10	10
デンマーク	40	40	40	15	0	0
フィンランド	25	25	25	5-15	0	0
フランス	37	19	37	5-15	0	5
ドイツ	50	50	46	10	0	0
香港	16.5	0	16.5	0	0	1.65
アイルランド	43	30-60	43	0	0	0
イタリア	36	36	36	5	15	10
日本	37.5	37.5	37.5	10-15	10	10
メキシコ	36	36	36	0	15	15
オランダ	35	35	35	25	0	0
ニュージーランド	33	0	38	15	10	10
ノルウェー	50.8	50.8	50.8	15	0	0
シンガポール	32	0	32	0	32	32
スペイン	35	35	35	25	25	25
スウェーデン	40	40	40	5	0	0
台湾	25	25-35	25	15-35	10-20	10-20
イギリス	35	35	35	0	0	0

資料) *Worldwide Corporate Tax Guide*, 1990 Edition, Ernst & Young International.

出所) Madura (1992), p.619.

て税額控除方式は、①外国税額の直接控除制度、②外国税額の間接控除制度、③みなし外国税額控除制度、④タックス・ヘイブン対策税制の一環としての外国税額控除制度、に分けられる²²⁾。

(5) 制度的要因

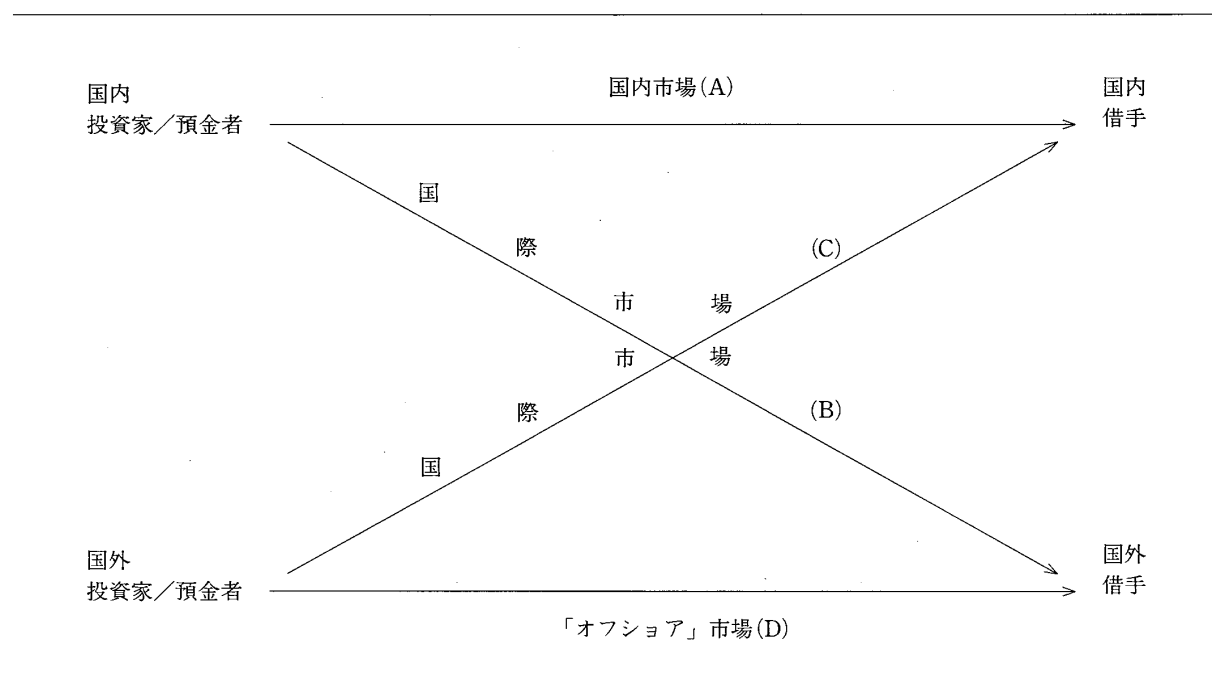
グローバル企業の経営財務の領域で見落すことの出来ない領域は、国際的な資金源泉である。通信技術の発達に多大な影響を受けつつある今日の国際金融市場は企業財務に対して大きなインパクトを与え、グローバル企業は最小の資本コストによる資金調達ばかりか、日々の経営活動の決済手段としても国際金融市場を利用し、企業経営の効率化を図っている。

今日の国際金融市場は、国際金融センター (international financial centers) と言われる一部の都市に集中している。とりわけロンドン、東京、ニューヨークが三大国際金融センターとしての地位を維持しているものの、他の都市も国際金融センターの役割を果たしている。そのひとつの理由は、国際金融センターは、国内金融センターとしての役割を同時に果たす必要があるから

である。エイトマン＝ストーンヒル (David K. Eiteman and Arthur I. Stonehill) に従えば、その取引には4つのタイプが存在する (図2)。

まず、国内金融センターは、国内の投資家ないし預金者が国内の資金利用者に対して資金を提供する国内金融センターとしての役割を果たす (A)。つまり、投資家は社債、コマーシャル・ペーパー、株式と言った有価証券を購入することにより利用者に対して直接に資金を提供し、また預金者は金融機関 (銀行、保険会社等) に資金を提供する。この資金を受け入れた機関が貸付ないし投資により資金を運用する。

図2 国際金融センターの概念図



注) 「オフショア」 (offshore) および「海外」 (overseas) という用語は、島国であるイギリスで最初に使われたため、英語ではしばしば「国外」 (foreign) の同義語として使われる。ルクセンブルクに「オフショア」金融センターの呼称を与えるのは、「オフショア」はむしろイギリスであるから、文字の意味からすると逆の感がある。

出所) Eiteman and Stonehill (1989) ,p.253.

国内の資金が国外の利用者に提供されたり、また国外の資金が国内の利用者に提供される際に、国際金融センターが成立する (B、C)。国外の資金が国外の利用者に提供される際に、「オフショア」市場が成立することになる。(D)。ロンドン、東京、ニューヨークは以上の4つの機能を果たしており、世界の三大国際金融センターと言われる所以である。パリ、チューリヒ、ジュネーブ、アムステルダム、シンガポール、香港は上記の4つの機能のうち2つないし3つの機能を果たしている。国内市場と切り離れた「オフショア」市場としての機能を遺憾なく発揮している場所としては、ルクセンブルク、ケイマン諸島、バハマ、オランダ領アンティル、バーレーン、

クウェートがある²³⁾。

2. 為替リスク・マネジメント

(1) グローバル企業のリスク

グローバル企業は国家を越えて経営活動を遂行するため、国内のみの経営活動においては遭遇しないリスクに直面する。そのうちでも、とりわけ影響力の大きなリスクは、カントリー・リスク (country risk) と為替リスク (foreign exchange risk) である。

カントリーリスクとは、2つ以上の国家を跨がる経営活動の遂行により生じ、当該企業にとって相手国の主権が関与するため避けることの出来ないリスクを言う。カントリー・リスクは、政治的リスク (political risk)、ノン・コマーシャル・リスク (non-commercial risk)、主権リスク (sovereign risk) と呼ばれ、しかも概念に多少の混乱がある²⁴⁾。1974年以降、ラテン・アメリカ諸国を中心とした発展途上国における巨額の債務を抱え込んだ巨大銀行が、カントリー・リスクに関して多大の関心を持つようになった。一部の発展途上国は、1974年と1979年に発生したエネルギー価格の高騰に対処出来なかったばかりか、1980年代前半の高金利時代に対応しきれず、また国内の金融・財政政策に失敗し、この結果ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、ポーランド等の国々が債務不履行ないしは債務返済繰り延べの状況に直面した。カントリー・リスクについては、相手国の政府、産業、企業、金融機関等の分野別に分類出来るが、企業の立場からは政府の企業に対する介入に焦点を絞って、予め相手国政府の①非差別的な介入、②差別的な介入、③差別的な制裁、④富の剥奪に備える必要がある²⁵⁾。

しかしながら、グローバル企業にとってより重要なリスクは為替リスクである。なぜならば、グローバル企業は日々の経営活動を通じて自国通貨および外国通貨の受取りおよび支払いに絶えず関わるばかりか、自国通貨および外国通貨による資産および負債・資本を保有する。したがって、今日のように為替レートの変動の激しい経営環境のもとでは、企業独自の立場からの意思決定を迫られる為替リスク・マネジメントは極めて重要な財務戦略の側面を形成することになる。

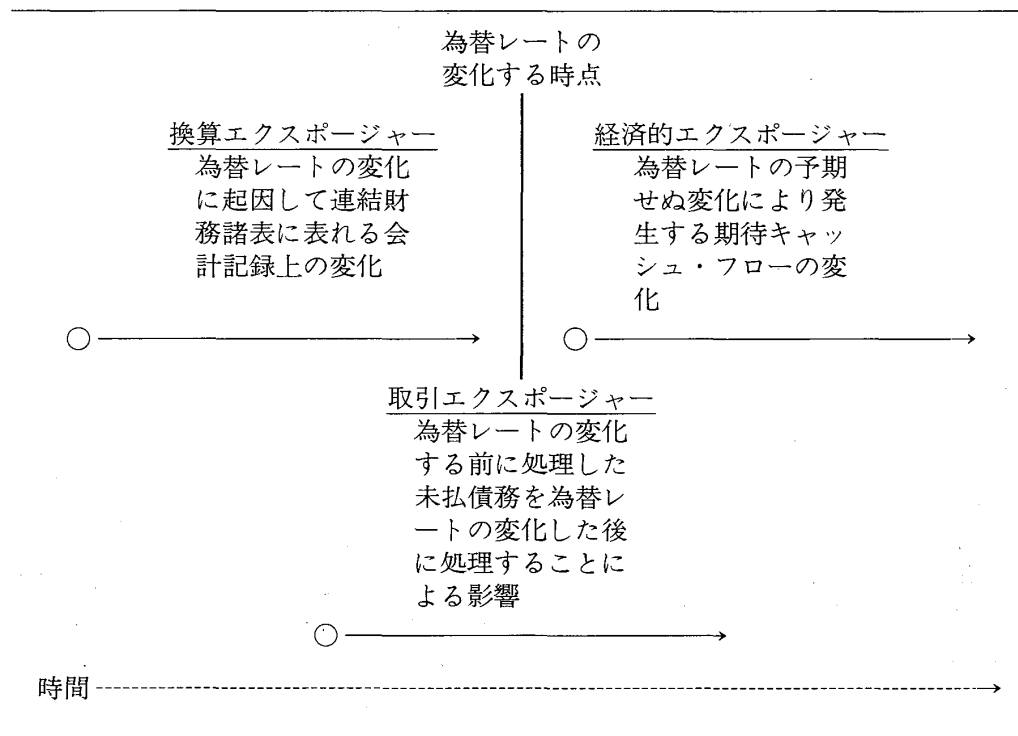
(2) 為替リスクの意義

為替リスクとは、各国通貨の交換価値の変化によって蒙るリスクを言うが、変動する為替レートは企業の持つ海外の資産および負債の価値ばかりか、企業の現在の利益さらには将来のキャッシュ・フローにまで影響を及ぼす²⁶⁾。したがって優れた為替リスクの管理は、日常的な損失を少なくすることに止まらず長期的には企業価値の最大化に繋がる。

為替リスクは、「エクスポージャー」の測定によって決定される。エクスポージャーとはリスクに晒されている大きさを言い、為替のエクスポージャーは、一般に①経済的エクスポージャー

(economic exposure)、②取引エクスポージャー (transaction exposure)、③換算エクスポージャー (translation exposure) に3つに分類することが出来る。この3つのエクスポージャーの関係は為替レートが変化する時点を軸に捉えると整理し易い (図3)。

図3 経済的エクスポージャー、取引エクスポージャー、換算エクスポージャー間の差異に関する概念図



出所) Eiteman and Stonehill (1989), p.173.

(3) 経済的エクスポージャー

経済的エクスポージャーは、営業エクスポージャー (operating exposure) とも言われ、為替レートの予期せぬ変動により発生する将来のキャッシュ・フローの変化がもたらした企業価値の変化に基づいて測定される。企業の長期的な観点に立てば、経済的エクスポージャーは取引エクスポージャーないしは換算エクスポージャー以上に重要な意味を持つが、将来のキャッシュ・フローの見積りに頼るところから主観的な測定にならざるを得ない。したがって経済的エクスポージャーは、会計手続を経ることなくむしろ経済分析から析出し、経営者が自ら経済的エクスポージャーに関する測定の任に当ることになる²⁷⁾。

ここで、為替レートの変動のうち予期される部分については、経済的エクスポージャーに含まれないことに注意する必要がある。つまり、経営者の立場からすれば、見積財務諸表のうえには予期される為替レートの変動はすでに織り込み済のはずであるからである。また、投資家の立場に立つと、かりに為替市場が効率的であるならば、予期される為替レートの変動に関する情報はあまねく知れ渡っているはずであり、したがってそれが企業の市場価値に反映されていると考え

て差し支えない。

経済的エクスポージャーの影響は、短期的には1年間の営業予算の中で予期されるキャッシュ・フローに反映する。実現したキャッシュ・フローが予算上のキャッシュ・フローとは異なっても、時の経過とともに為替レートの変動に起因した新たな競争を反映して価格やコストも変化する。また、経済的エクスポージャーの影響が2年から5年の予算に示されるキャッシュ・フローに反映する中期的な状況のもとでは、為替レート、インフレ率、金利の間に均衡条件が想定される場合と、それらの間に不均衡条件が想定される場合とがある。前者の場合には経済的エクスポージャーはゼロと考えられるし、後者の場合には企業の実現したキャッシュ・フローが予期したキャッシュ・フローと異なり、その結果企業の市場価値は変化することになる。5年を超える長期的な経済的エクスポージャーの影響を受ける当該企業のキャッシュ・フローは、不均衡条件のもとでの為替レートに対して競争相手がどのように対抗するかにより決まる²⁸⁾。

ともあれ、グローバル企業は為替レートの変動に伴う経済的エクスポージャーにたえず直面しているわけであり、したがって販売戦略、製品戦略を立てる際には為替レートの変動に関する知識に基づいた意思決定をする必要がある。しかも経済的エクスポージャーについては、予期せぬ為替レートの変動を前提にしているだけに、この経済的エクスポージャーを管理する際の最も優れた経営戦略は経営活動および資金調達をグローバルに展開して分散させることである²⁹⁾。

(4) 取引エクスポージャー

取引エクスポージャーは、転換エクスポージャー (conversion exposure) とも言い、エイトマン・ストーンヒルによれば次の理由により発生する³⁰⁾。

- ① 価格が外貨で表示された企業間信用による財貨・用役の購入と販売
- ② 返済を外貨により行う予定の資金の借入と貸付
- ③ 決済が済んでいない先渡為替契約
- ④ 外貨で表示された資産の獲得と負債の負担

言うまでもなく、これらのうちで最も一般的な取引エクスポージャーは外貨で表示された企業間信用に伴うエクスポージャーである。例えば、1ドル120円の時点に日本企業が外国企業に120億円の製品を信用で販売し、6ヵ月後に代金をドルにて決済する契約を交わしたとする。代金決済日に円が1ドル100円に高騰したならば、受け取る金額は100億円に過ぎず、この企業は20億円の取引損失を計上することになる。このように一定期間内の為替取引による為替差損益が発生する危険性 (vulnerability) を取引エクスポージャーと言う。取引エクスポージャーにおいては、為替差損益に並行してキャッシュ・フローの増減を伴うところに特色がある³¹⁾。

取引エクスポージャーは、契約技法 (contractual techniques)、業務戦略 (operating strategies)、スワップ協定 (swap agreements) により管理する。契約技法については、先渡市

場、金融市場、先物市場、オプション市場におけるヘッジングを利用する。業務戦略については、支払条件としてリーズ・アンド・ラグズ³²⁾を活用したり、交互計算勘定を設ける。また典型的なスワップ協定は、見返ローン、通貨スワップ、信用スワップを対象とする³³⁾。

1984年4月に為替の実需原則が撤廃されてからのちは、企業の先物予約についての外国為替管理理法上の規制がなくなり、企業は機動的につねに為替予約が出来る状況にある。しかも今日のようには為替レートの変動の激しい時代にあっては、経営者はつねに為替リスクの基本方針について一元化を図るとともに具体的な為替取引については権限を委譲し、為替予約の採算を考慮し、リスクを分散させ、かつ社内の責任体制を確立すべきである³⁴⁾。しかも近年の交通・通信技術の著しい発達に並行して、為替市場はグローバル化を促進させ、極めて効率的な市場を形成している。したがって、グローバル企業の経営者は企業全体の立場から、経費削減の意味も含めて、為替リスク・マネジメントを集中化させ³⁵⁾、そのためにも地域統括本部の設置に向けて努力することが望ましい。

(5) 換算エクスポージャー

換算エクスポージャーは、会計エクスポージャー (accounting exposure) とも言われ、海外子会社の外国通貨表示による財務諸表を自国通貨表示の財務諸表に換算することにより発生する。具体的には、多国籍企業ないしグローバル企業が、海外子会社の外国通貨表示による財務諸表を親会社の通貨表示に換算し連結財務諸表を作成する際に生ずるエクスポージャーである。為替相場を換算・記録する時点の観点から、取引日レート (historical rate)、決算日レート (closing rate or current rate)、決済日レート (settlement rate)、平均レート (average rate) のいずれを採用するかによって、換算エクスポージャーの金額は異なる³⁶⁾。

我が国の「外貨会計基準」(正式には「外貨建取引等会計処理基準」)(1979年)では、外貨建取引の範囲を①取引価額が外国通貨で表示されている物品の売買または役務の授受、②決済金額が外国通貨で表示されている資金の借入または貸付、③券面額が外国通貨で表示されている社債の発行、④外国通貨による前渡金、仮払金の支払または前受金、仮受金の受入等を列挙している。これら外貨建取引が決算日まで決済されないとすれば、当該取引に関わる貨幣項目を決算日レートで換算するのか、取引日レートで換算するのか、あるいはその他のレートで換算するかによって、当然ながら換算エクスポージャーの金額に差異が生ずる。事実、我が国においては外貨建短期金銭債券債務について見ると、取引日レートを採用している企業と決算日レートを採用している企業に分かれており、損益計算書の比較可能性が失われているのが現状である³⁷⁾。

企業会計審議会は「外貨建取引等会計処理基準の設定について」(1979年)の中で、決算日における企業全体の立場からの外貨換算の方法として、流動・非流動法 (current/non-current method)、貨幣・非貨幣法 (monetary/non-monetary method)、テンポラル法 (temporal

method)、決算日レート法 (current or closing rate method) の4つの方法を挙げている。このうち決算日レート法は、貸借対照表項目に対して資本金を除き決算日レートのみを用いる単一レート適用法であり、残りの流動・非流動法、貨幣・非貨幣法およびテンポラル法は、いずれも取引日レートと決算日レートを使い分ける複数レート適用法である (表4)³⁸⁾。

表4 換算方法による為替レートの項目別比較

項 目	流動・非流動法	貨幣・非貨幣法	テンポラル法	決算日レート法
現金・預金	C	C	C	C
売掛金・受取手形	C	C	C	C
市場性ある有価証券				
原価	C	C	H	C
時価	C	C	C	C
棚卸資産				
原価	C	H	H	C
時価	C	H	C	C
固定資産	H	H	H	C
投資				
原価	H	H	H	C
時価	H	H	C	C
その他の資産	H	H	H	C
買掛金	C	C	C	C
長期負債	H	C	C	C
資本金	H	H	H	H

注) H: 取引日レート、C: 決算日レート
出所) 稲垣富士男・菊谷正人 (1989), 52頁。

アメリカにおいては、1976年以前は流動・非流動法が最も広く利用されてきたが、現在では一般に公正妥当と認められる会計基準とされていない。つまりこの方法に従えば、海外子会社の全ての流動資産と流動負債は本国の決算日レートで換算されるが、非流動資産および非流動負債は取得原価で換算される³⁹⁾。このため、例えば、たえず為替リスクに晒されている固定負債が取得原価で換算され、論理的一貫性に欠けることになる⁴⁰⁾。

また、貨幣・非貨幣法はヘップワース (S. Hepworth) により提唱され、現地通貨で金額が固定されている貨幣項目については決算日レートで換算し、非貨幣項目については取引日レートで換算する方法である。しかしながら、この方法によるエクスポージャーは正味の貨幣項目に限られ、したがって海外子会社の会計報告は、流動・非流動法と決算日レート法の間位置する中途半端な立場に立たざるを得ない⁴¹⁾。

貨幣・非貨幣法が修正されて、アメリカにおいて1975年10月に財務会計基準書第8号 (Statement of Financial Accounting Standards #8, FASB#8) として公表された方法がテンポラル法である。この方法はさらに改定されて1981年12月に財務会計基準書第52号 (FASB #52) として公表された⁴²⁾。財務会計基準書第52号においては、すべての資産および負債が決算日レートで換算されるところに特徴がある。我が国の「外貨会計基準」においては、短期金銭債権債務は決算日レ

ートで、また長期金銭債権債務は取引日レートで換算される⁴³⁾。同時に、長期金銭債権債務および非貨幣性項目の金額に重要性が認められない場合には、すべての財務諸表項目（資本勘定等を除く）について決算日レートで換算する方法の適用を認めている⁴⁴⁾。なお、テンポラル法を一部修正した方法として、期末留保利益および当期純利益を決算日レートで換算し、換算差額を為替換算調整勘定として資産または負債に計上する修正テンポラル法があり⁴⁵⁾、我が国の「外貨会計基準」はこの修正テンポラル法を原則と定めている。

我が国の「外貨会計基準」が幾つかの問題点を抱えていることもあり⁴⁶⁾、日本企業が採用する換算方法は多様で、比較可能性を損うとともに利益操作の余地を与えかねない⁴⁷⁾（表5）。しばしば指摘されるように我が国の連結財務諸表制度はアメリカやイギリスのような欧米諸国のそれに比べ遅れをとっている。つまり日本企業は、伝統的に親会社の財務諸表を重視するあまり、連結財務諸表に対して大きな関心を払わない傾向がある⁴⁸⁾。しかしながら、グローバル企業としての発展の過程を辿りつつある日本企業は、地域統括戦略を進めるうえにおいても、制度的に世界に通用する「外貨会計基準」の改正と企業側の積極的な開示の姿勢が望まれる⁴⁹⁾。

表5 海外子会社の財務諸表の換算方法

換 算 方 法	1989	1990	1991
修正テンポラル法	85	90	103
決算日レート法	58	58	64
F A S B 第52号	23	23	23
小 計	166	171	190
該当なしまたは記載なし	94	99	82
合 計	260	270	272

出所) 井上斎藤英和監査法人編 (1992), 461頁。

(6) エクスポートの管理

1990年代は、グローバル化の流れが、交通・通信技術の発達に並行して、国際的企業財務、国際金融市場、およびそれに関連した会計情報システムに対して大きなインパクトを与えるものと考えられる。

したがって、経済的エクスポートへの対応については、グローバル企業をより多角化し、企業全体のキャッシュ・フローの不安定性を少なくすることがひとつの方策として考えられる⁵⁰⁾。つまり、為替の変動により企業が一部の市場において損失を蒙っても、別の市場分野でその損失を補う状況を日頃から整備しておくことである。当然ながら、そのためには財務戦略がマーケティング戦略および製品戦略との兼ね合いの中で展開されなければならない。

また、取引エクスポートおよび換算エクスポートについては、ヘッジングの手法が有効とされている。ヘッジングとは、為替レートの変動によって発生するかも知れない損失のリス

クを、全体的あるいは部分的に相殺させる様々な活動を言う⁵¹⁾。グローバル企業が取引エクスポージャーについてヘッジング技法を利用する際には、①先物契約ヘッジ (futures contract hedge)、②先渡契約ヘッジ (forward contract hedge)、③金融市場ヘッジ (money market hedge)、④通貨オプション・ヘッジ (currency option hedge) の一部あるいは全部を採用する (表6)⁵²⁾。

表6 取引エクスポージャーのヘッジング技法

ヘッジング技法	支払ヘッジ	受取ヘッジ
1. 先物契約ヘッジ	未払の通貨・金額を表す通貨先物契約の買い。	未収の通貨・金額を表す通貨先物契約の売り。
2. 先渡契約ヘッジ	未払の通貨・金額を表す通貨先渡契約の買い。	未収の通貨・金額を表す通貨先渡契約の売り。
3. 金融市場ヘッジ	現地通貨の借入および未払の通貨の転換。未払分を決済するために必要とされるまでの当該資金の投資。	受取通貨の借入およびその通貨を現地通貨に転換・投資。受取勘定からのキャッシュ・フローでローンを決済。
4. 通貨オプション・ヘッジ	未払の通貨・金額を表す通貨コール・オプションの買い。	未収の通貨・金額を表す通貨プット・オプションの売り。

出所) Madura (1992), p.328.

換算エクスポージャーは、前述の通り海外子会社の財務諸表のデータを連結財務諸表に換算することにより生ずるものであり、その意味ではキャッシュ・フローへの直接的な影響はない⁵³⁾。したがって、経営者は連結利益が与える潜在的な影響にのみ関心を持てば良いとも考え得る。企業によっては、海外の負債と海外の資産をバランスさせ換算エクスポージャーにヘッジを掛ける場合がある。また、取引エクスポージャーで利用する技法を換算エクスポージャーに適用することもある。

ともあれ、グローバル企業をとりまく経営環境は1980年代を通じて劇的な変化を遂げ、1990年代を見通す時、従来のような「一般に受入れられた会計原則」に固執している財務管理担当者および会計担当者は、グローバルな立場から地域統括戦略までもを視野に入れた「意思決定中心」の思考を抱く担当者にとって代わられると言って過言ではない⁵⁴⁾。具体的には、我が国のグローバル企業の財務管理担当者および会計担当者も、先物予約、為替マリー、円建て取引、円シフト⁵⁵⁾、スマップ取引、オプション取引、海外生産、さらには輸出入にまで目を配りつつ為替リスクの回避に対処しなければならない時代に入ったと言って良い⁵⁶⁾。

〔注〕

- 1) 諸井勝之助 (1989), 293頁。
- 2) Stonehill and Eiteman (1987), p.1.
- 3) Stonehill and Eiteman (1987), p.2.
- 4) 伊藤眞 (1992), 23頁。
- 5) 柏谷光司 (1983), 2-5頁。
- 6) 斎藤奏 (1983), 17-18頁。
- 7) 稲垣富士男・菊谷正人 (1989), 141-142頁。
- 8) Dunning (1992), p.545.
- 9) デニングによれば、1970年代以降における多国籍企業の経営活動の一般理論は、①多国籍企業の内部化理論 (internalization theory of the MNE)、②国際的生産の折衷的パラダイム (eclectic paradigm of international production)、③対外直接投資のマクロ経済理論 (macro-economic theory of foreign direct investment) の3つに収斂させることが出来るとする。そして前者2つの理論は極めて似通ったアプローチをすると考える。Dunning (1992), p.75.を参照。
- 10) Dunning (1992), p.76.
- 11) Madura (1992), pp.67-68.
- 12) ブレトン・ウェズ体制は会議の開催された地名からこの名称が出来、その本質は金と一定価格で交換可能な米ドルを基軸通貨とすること (金本位制) と各国の通貨を米ドルと「調整可能な固定レート」で結ぶこと (アジャスタブル・ペッグ・システム)、の2つの柱から成り立っていた。Daniels and Radebaugh (1992), p.268., 鈴木淑夫 (1993), 33-34頁を参照。
- 13) 日本経済新聞、1993年8月17日。
- 14) Avneyon (1988), p.207.
- 15) 直物取引は取引の成約が出来てから2営業日後に実際の通貨の交換を行う取引であり、先渡取引は成約を行っても実際の通貨の交換は一定期後に行う取引を言い、さらに先物取引は売手ないし買手が通貨の一定額を将来の特定の期日に特定の価格で行う取引で先渡取引とは違った形のヘッジングや投機を提供する。伊藤元重 (1989)、72-73, 222-225頁を参照。
- 16) Juttner (1992), p.31.
- 17) Mueller, Gernon and Meek (1991), p.83.
- 18) Madura (1992), p.617.
- 19) Madura (1992), p.618.
- 20) Madura (1992), p.618.
- 21) Madura (1992), pp.619-620.
- 22) 斎藤奏 (1983), 103-105頁。

23) オフショア金融センターが成功するためには、次の条件を満たす必要がある。

①経済的・政治的安定性

②効率的で経験を積んだ金融市場

③良好なコミュニケーションと支援サービス

④投資家および預金者を保護しながら金融機関に対して過度な制約を課さない規制環境

Eiteman and Stonehill (1989), p.252-253.を参照。

24) 高倉信昭 (1989b), 114頁。

25) 今木秀和 (1989), 185頁。

26) Choi and Mueller (1992), p.457.

27) Eiteman and Stonehill (1989), p.174.

28) Eiteman and Stonehill (1989), pp.174-175.

29) Stonehill and Eiteman (1987), p.45.

30) Eiteman and Stonehill (1989), p.190.

31) 宮本寛爾 (1989), 156頁。

32) 特定通貨に関する企業全体としてのポジションを変化させるために、支払決済を早めたり遅らせたりする技法を言う。宮本寛爾 (1989), 157頁を参照。

33) Eiteman and Stonehill (1989), p.192.

34) 阿波村稔 (1989), 25-28頁。

35) 為替リスク・マネジメントの集中化には、全面集中化と任意集中化の2つの方法がある。前者は、全社的な為替リスク・マネジメントの管理と操作の権限を財務管理担当者に与える方法であり、輸出比率の高いメーカーにおいて採用される場合が多い。後者は、為替リスク・マネジメントの責任を財務と営業の両部門が負担する方法であり、総合商社、専門商社などで採用される。村松司叙・佐藤宗彌 (1992), 76頁を参照。

36) 稲垣富士男・菊谷正人 (1989), 44頁。

37) 田中建二 (1992), 43頁。

38) 稲垣富士男・菊谷正人 (1989), 51頁。

39) Eiteman and Stonehill (1989), p.218.

40) Buckley (1992), p.123.

41) Buckley (1992), p.125.

42) 1983年4月に公表されたイギリスの基準会計実務書第20号 (Statement of Standard Accounting Practice #20, SSAP #20) は、アメリカの財務会計基準書第52号に極めて近い内容のが盛り込まれている。主な違いを挙げるとするならば、SSAP #20が継続性を前提にして海外子会社の損益計算書の換算について決算日レートと平均為替レートのいずれの採用も認めていることである。

Buckley (1992), pp.141-143. を参照。

43) 企業会計審議会「外貨建取引等会計処理基準」三の1。

44) 企業会計審議会「外貨建取引等会計処理基準」注解9。

45) 安永利啓 (1991), 197頁。

46) 大磯明人によれば、我が国の制度には次の問題点があると言う。

- ①日本基準は米国基準・国際会計基準との比較可能性において問題がある。
- ②日本基準の前提が現代の経営感覚と異なり、企業側も数値を活用出来ない。
- ③連結財務諸表作成会社の事務負担が大きい。
- ④セグメント情報用に日本基準の損益計算書の数値を単純に使用出来ない。
- ⑤超インフレ経済下にある連結関係会社の財務諸表の換算方式が混乱をもたらす。

大磯明人 (1992), 39-40頁を参照。

47) 田中建二 (1992), 47頁。

48) Campbell (1985), p.164.

49) 会計実務には国ごとにかなりの差異があるのが現状である。例えば、アメリカ、イギリスにおいては、高度に発達した資本市場のもとで株主が多様化し、投資家および債権者に対する会計情報の占めるウェートが大きい。日本、ドイツ、スイスにおいては、株主の多様化が進まず、関連企業、金融機関、機関投資家あるいは一握りの個人株主に株式が集中する傾向があり、このため財務報告の内容がアメリカ、イギリスほどには豊かでない。さらに、フランス、スウェーデンにおいては、財務報告に対して国家の果たす役割が大きく、企業は国家の方針に添った会計実務および手続きに従うことになる。Tayeb (1992), p.51. を参照。

50) Abdullah (1987), p.128.

51) Abdullah (1987), p.119.

52) Madura (1992), p.317.

53) Madura (1992), p.359.

54) Choi (1992), p.129.

55) 小幡恭弘 (1989), 135-136頁。

56) 原田恒敏 (1988), 262-264頁。

〔参考文献〕

阿波村稔 (1989)「為替リスク・マネジメントの方針」太田昭和監査法人編『財務リスク管理の基礎知識——為替・金利・先物取引と会計——』中央経済社、第2章、13-39頁。

伊藤眞 (1992)「多通貨会計と為替リスク管理」『企業会計』第44巻第6号、17-26頁。

伊藤元重 (1989)『ゼミナール国際経済入門』日本経済新聞社。

- 稲垣富士男・菊谷正人 (1989) 『国際取引企業の会計』 中央経済社。
- 井上斎藤英和監査法人編 (1992) 『会社の決算と開示'92』 中央経済社。
- 今木秀和 (1989) 「財務戦略」 車戸實編 『国際経営論』 八千代出版、第2部第5章、166-187頁。
- 大磯明人 (1992) 「在外関係会社の外貨建財務諸表と円貨換算の問題点」 『企業会計』 第44巻第6号、35-41頁。
- 小幡恭弘 (1989) 『新版・ファイナンス教科書』 PMC出版。
- 柏谷光司 (1983) 『海外資金調達の実務』 金融財政事情研究会。
- 経済企画庁編 (1993) 『経済白書・平成5年版』 大蔵省印刷局。
- 斎藤奏 (1983) 『国際財務戦略の会計と税務』 第一法規。
- 鈴木淑夫 (1993) 『日本の金融政策』 岩波書店。
- 高倉信昭 (1989b) 『実践国際財務戦略』 財経詳報社。
- 田中建二 (1992) 「外貨会計基準の再検討にむけて」 『企業会計』 第44巻第6号、42-47頁。
- 原田恒敏 (1988) 「国際財務と為替リスク・ヘッジ対策」 日本公認会計士東京会編 『財務戦略と財テク』 第一法規、第3編第4章、261-295頁。
- 宮本寛爾 (1989) 『多国籍企業管理会計』 中央経済社。
- 村松司叙・佐藤宗彌 (1992) 『国際経営財務論——理論と実際——〔改定版〕』 税務経理協会。
- 諸井勝之助 (1989) 『経営財務論〔第2版〕』 東京大学出版会。
- 安永利啓 (1991) 「外貨換算会計」 中垣昇編 『日本企業の国際化戦略』 中央経済社、第18章、194-203頁。
- Abdullah,Fuad A. (1987) , *Financial Management for the Multinational Firm*, Prentice Hall.
- Avneyon,Eitan A. (1988) , *Dictionary of Finance*, Macmillan Publishing Company.
- Buckley,Adrian (1992) , *Multinational Finance*, 2nd ed.,Prentice Hall.
- Campbell,Les (1985) , "Financial Rerorting in Japan",Christopher・Nobes and Robert Parker,ed.,
Comparative International Accounting, 2nd ed.,Prentice Hall.
- Choi,Frederick D.S (1992) , "Accounting for Global Finance",Anthony Sanders,ed.,*Recent Development in Finance*, Business One Irwin,pp.118-130.
- and Gerhard G.Mueller (1992) , *International Accounting*, 2nd ed.,Prentice-Hall.
- Daniels,John D. and Lee H. Radebaugh (1992) , *International Business: Environments and Operations*, 6th ed.,Addison-Wesley.
- Dunning,John H. (1992) , *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison-Wesley.
- Eiteman,David K. and Arthur I. Stonehill (1989) ,*Multinational Business Finance*, 5th ed.,Addison-Wesley.
- Juttner,D.Johannes (1992) , *International Finance and Global Financial Markets*, 2nd ed.,Longman Cheshire.

Madura,Jeff (1992) , *International Financial Management*, 3rd ed.,West Publishing Company.

Mueller,Gerhard G.,Helen Gernon and Gray Meek (1991) , *Accounting:International Perspective*, 2nd ed.,Irwin.

Stonehill,Arthur I.and David K.Eiteman (1987) , *Finance:An International Perspective*, Irwin.

Tayeb,Monir H. (1992) , *The Global Business Environment:An Introduction*, SAGE Publications.