

《書 評》

小林康宏. 『国際経営財務の研究：多国籍企業の財務戦略』
税務経理協会2016, 5p+199p.

渡 部 恒 彦

Book Review; Yasuhiro Kobayashi (2016), *Multinational Business Finance with a Central Focus on Financial Strategy of Multinational Corporation*, Zeimu Keiri Kyokai.

TSUNEHICO WATANABE

キーワード

国際経営財務の研究 (Multinational Business Finance), 多国籍企業の財務戦略 (Financial Strategy of Multinational Corporation), 多国籍銀行との業務提携 (Business Alliance with Multinational Bank), 対外直接投資 (Foreign Direct Investment)

はじめに

《本書は、副題が示すように、とりわけ1950年代末に始まるアメリカ企業のEEC市場への対外直接投資 (foreign direct investment: FDI) に拠る進出の要因分析を行うと伴に、今日のグローバル化した世界経済の中核を担うまで発展を遂げた多国籍企業 (multinational corporation: MNC) の財務戦略の詳細を、主として海外の文献を網羅して包括的に紹介・分析した好著である。本書では、単なる学説史のみならず、それぞれの理論とその背景となった現実の関係、さらには、2016年初頭、「パナマ文書」公開で論議を呼んだ課税政策上の問題提起にも係わるタックス・ヘイブン批判、銀行間取引レートをめぐる不正事件の背景の分析と是正のための指針を明示・展開する等、意欲的な試みも見られる。本文は5章からなる。

筆者（評者）の解釈による概要については、著者の視点に立った叙述を基本とし、途上交えた筆者の論点の段落は括弧《》で括り、また、

あくまで筆者の理解を補うための補足については、段落末・文末に括弧（）を記した。》

1

第1章 「国際経営財務論の発展と環境」

国際経営財務の研究は、第1に、欧米の巨大企業が1960年代から多国籍化したことと関連し、特に1973年3月以降の主要国の変動相場制への移行に伴って生じる為替差損のヘッジを課題とするようになる。さらに、FDIは長期間にわたって海外に資本を投下するため、長い期待収益流列の可及的適切な割引現在価値計算も為替差損のヘッジとともに国際経営財務の課題となる。加えて、1990年代以降崩壊した旧社会主義社会圏における市場経済の導入、あるいは同圏域の世界市場への組み込みは、ROE、先の割引現在価値、EVA等の重視と通底する株価極大化、コーポレート・ガバナンスが一様に各国の企業目標として浸透する事態をもたらす。これも特筆すべき点となった。

国際経営財務論の第2の発展は、1990年代初

頭までの変動相場制下の財務管理である。それは、以下のような、アリバーの為替変動に対応した3つの財務管理上の課題で整理できる。①現金収支管理と為替変動に関する規範的な課題として、外国通貨での債権・債務のバランスがキャッシュ・フローの通貨別組み合わせに如何に影響を及ぼすか、②各国のインフレーションの度合いの違いがキャッシュ・フローに及ぼす影響をどう推し測るか、及び、通貨を調達した国における利子率を基準に如何に割引率を算定するか、③海外子会社の調達通貨の構成を、節税効果を基準に如何に最適化するか、以上の3点である。そしてMNCのマネジャーにとって鍵となる財務問題を総括すると、それは、財務的決定を分権化し、外国為替変動のエクスポージャーが表出する程度と同変動から生じる利害得失をどう推し測り損失を最小化すべきか、それとも為替変動上の損失を時折被るにせよ、正味借入コストを最小化すべく財務的決定を如何に集権化すべきか、この2つのいずれを重視すべきかの二者選一の問題となる。

国際経営財務論の第3の発展は、1990年から現在までのグローバリゼーションと所謂経済の金融化の中でのMNCの財務行動を反映する。この時期の財務論は、金融が肥大化した経済を対象とし、それは、機関投資家中心の金融的投資と金融商品・財務技術の発展を伴う資本主義を反映している。この「金融資本主義」は、具体的には、アメリカの住宅ローンその他債権の証券化、先物、オプション、スワップなどの派生商品の普及が金融市場を肥大化させた現代資本主義を意味し、そして（その商業銀行・投資銀行による先導が2007年末以降の）住宅バブルの破裂・金融商品の価格破壊を引き起こすと伴に、（主にCDSを媒介にした）システムック・リスクを生じ、金融危機が世界の証券市場に伝播して国際金融・資本市場を震撼させた。それは、短期的な金融収益取得を目的とした投機が、企業の持続的な成長指向を疎外する過程でもあった。（即ち、現代資本主義は、短期主義的な投機が長期的な投資を阻害する、という病

根を宿しているのである）（括弧内は筆者）。

《若干敷衍するなら、1990年代以降、株や債券等の金融資産は急速に拡大し、その額は実体経済の3.5倍、206兆ドルに達したが、2008年のリーマン・ショック以降それも頭打ちになっているという〔NHKスペシャル マネー・ワールド 資本主義の未来（1）世界の成長は続くのか、2016年10月16日（日）、午後9：00～午後9：49、放映〕。実体の空間から金融の空間へと広がった成長も限界に達しているであろう。折しも、グローバルな資本主義の中心であるアメリカでは、2010年にDodd-Frank法が成立し、金融規制が強化され、Glass-Steagall法が1999年に撤廃されて頂点に達した金融自由化の流れは逆転したが、金融の過剰な拡大を抑制し、公共財としての役割を重視するという理想がどう実現するかはまだ判らない〔行天豊雄（2014/1/22）「世界経済2014」公益財団法人 国際通貨研究所『Newsletter』（No.2, 2014）、〈https://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_2_j.pdf（2016/12/5）〉；若園智明（2015）『米国の金融規制改革』日本経済評論社、特に第3、5、7、8章を参照〕と見る向きもある。実際には、Dodd-Frank法によって、金融自由化から規制への振り子の揺れ幅が大きくなるかは疑問である。確かにトランプ大統領がDodd-Frank法の撤廃を口にしながら、撤廃によって確実に拡大する巨大金融グループの収益について批判的であることに象徴されるように、今後の規制とその緩和の動向は混沌としているかに見える。だが現状は、規制の支柱、ボルカー・ルールと、少なくともトランプ氏が主張するGlass-Steagall法の復活の關係に明確に表れている。前者は銀行や銀行持株会社によるヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの投資や顧客向けサービスと関係のない自己勘定でのトレーディングを禁止するといった内容を持つため、幅広い金融取引を行う大規模な金融グループの収益基盤を揺るがす。ところが、ボルカー・ルールとGlass-Steagall法を同一視することは適切ではないに

しても、銀行証券分離規制の理論的背景の一つが預金取扱金融機関による過剰なリスク・テイクを防ぐという点に求められたことを考えれば、両者は同じ観点に立つ規制である。もしそうであるなら、Glass-Steagall法の復活とDodd-Frank法的全廃すなわちボルカー・ルール of 撤廃とは、論理的に矛盾する。これでも分かるように、「Dodd-Frank法の解体」というスローガンは、オバマ・ケア廃止と同様、前民主党政権の政策を否定する姿勢の表れに過ぎず、今後、金融規制の見直し論議が深まれば、同法全廃といった大胆な改正の可能性は小さくならう〔大崎貞和（2016/11/17）「トランプ政権は金融規制を緩和するのか」NRI；ナレッジ&インサイト〈<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2016/20161117.html>（2016/12/5）〕。しかしウォール街と強固に結び付く共和党主導のトランプ政権に規制緩和の流れを止めることはできない。振り返れば、Dodd-Frank法の多数の提案さえ大きく出遅れた根因は、おそらくは、法規制とその規定が因って来るべきCDS等の時価規定をめぐる経済過程との関連性等、金融商品の特徴そのものについてSECやCFTCで十分な考察が等閑視される等の現実にあった〔渡部恒彦「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（上）（下）」『流通経済大学論集』Vol.47, No.3&4〕が、しかし、ウォール街を利殖の場とする最富裕層が支援する共和党の攻勢こそ、その最大の直接的要因であった。反規制を目指すこの権勢は、ボルカー・ルールにおいて、一方では先に一例を挙げたように種々の制限が求められる他方、外国銀行による母国ソブリン債券等の自己勘定取引を認める等（最後の5で詳しく見るように）、規制対象を狭め、業務制限を緩和する措置も講じられた事〔岩井浩一（2014）「ボルカー・ルール最終規則の概要」『野村資本市場クォーターリー 2014 Winter』〈<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014win09.pdf>（2016/12/6）〉参照・参考；

傍点は筆者〕でも分かるように、Dodd-Frank法によって決して規制一辺倒の施策を強いられるわけではない。むしろ、前民主党政権が創出した金融規制への流れは、先に見た行天氏の展望に照らせば、緩和へと再逆転するかのようである。》

さて、次に先に注目したグローバリゼーション下のMNCの財務活動について、カブスギル、ナイト、リーゼンバガーの所説を中心に検討する。彼等は、財務活動を5つに分ける。①国際化に伴う資本調達：MNCは、セカンダリー・センターを措くと、ニュー・ヨーク、東京、ロンドンを3大中心地とする世界的金融センターで資本調達を行う。それは、株式金融、借入金融に分かれるが、特徴は借入金融にある。借入にはリスクが付随するが、それは他面、支払い利子の損金算入に伴う節税効果を発揮する。MNCの借入金融の特徴はユーロ・カレンシーの活用にある。ユーロ市場は準備率要求や金利規制がない自由な貨幣市場であるため、従来からMNC・銀行の活動領域となっていた。ユーロ市場での基準金利は、変動金利であるロンドン銀行間貸し手金利〔London Interbank Offered Rate: LIBOR〕である。こうした資金調達の他方、MNCは、海外子会社、関係会社も含めたネットワークの中で資金を融通し合う。資本の豊富な子会社が資金不足の子会社へ融資する企業間資金貸借は、外部借入より課税・対銀行借入上の機会コスト分だけ有利だからである。②キャッシュ・フロー管理：世界貿易のおよそ1/3は会社内取引から構成される。MNCは、その国際的な資金ネットワークを利用して、取引費用・税負担の軽減を目的として、貿易信用、配当送金、ロイヤリティないしライセンス料の支払い、フロンティング・ローン、内部振替価格、あるいはマルチラテラル・ネットティングを利用して資金移動を効率化する。ここで、フロンティング・ローンとマルチラテラル・ネットティングの2つについてのみ触れておく。前者は、親会社が外国銀行の口座に有する多額の預金を海外子会社に貸付ける手法で、そ

れによって、親会社は、海外への資金移転に課す外国政府の規制を回避できる。また後者は、会社内取引で生じる債権・債務の相殺による資金需要の節約を通じた調達コスト・為替手数料の負担軽減手法である。海外子会社を多数持つMNCは、一般にネットティング・センターを設置して地域的またはグローバルにプールした資金を供給不足の子会社に移動し、あるいは期待利潤率の高い投資で運用する。③資本予算：企業が投資決定に際して採用するNPV法の前提となるキャッシュ・フローが海外で生まれる場合、当該税制及び資本移動規制等を考慮する必要がある。またそれにはカントリー・リスク等の不確定要素が付随する。その際経営者は、そうした変動要因を織り込んだ資本コストで現地通貨のキャッシュ・フローを割り引き、あるいはさらに将来的な為替リスクを織り込んで親会社本国の通貨に換算したキャッシュ・フローを同資本コストで割り引いてNPVを算出する必要がある。④通貨リスク管理：為替リスクのエクスポージャーは、取引上のエクスポージャー、換算エクスポージャー、経済的エクスポージャーの3つからなる。第1は、外貨建て流動債権・債務に限定して生じる通貨リスクであり、その差損益は企業価値を左右する。第2は、海外子会社の外貨建て財務諸表全体を親会社の本国通貨に換算する際に生じる。第3は、将来的な製品価格及び原価、そしてFDIの価値に係わる。2010年における為替換算を伴う毎日の世界全体の取引額は商品やサービスの世界全体の毎日の貿易額の100倍以上であった。そこでの為替リスクのヘッジ方法は、先渡取引、先物取引、通貨オプション、スワップの4種である。⑤会計と税務の管理：MNCの会計には、財務諸表作成に際して外貨を本国通貨に換算する上で、現在レート法とテンポラル法の2つがある。第1は、直物為替レートでの換算法である。第2は、資産・負債が取得原価で記載されている場合には取得時の為替レートで、また、市場価格で記載されている場合には現在為替レートで、それぞれ換算する方法である。流動項目の中で

も貨幣項目は現在為替レートで、非貨幣項目は取得時の為替レートで換算されることになる。

《尚、上記②で触れた、会社内取引の内、所謂、企業内国際貿易の取引収支が1990年代末以降、赤字に転じ、それが生産本位の世界的な集積体から知的財産優位の多国籍集積体へのアメリカMNCの質的転換を促し、国内「空洞化」を促していること、等〔関下稔（2011）「21世紀の多国籍企業の企業内貿易の特徴とその含意：USDIA2004とFDIUS2002の比較をもとに」『立命館国際研究』第24巻第2号（2011年10月）。〈<http://www.ritsumei.ac.jp/acd/cg/ir/college/bulletin/Vol.24-2/05Sekishita.pdf>（2016/12/5）〕は、共和党・トランプ政権の保護主義的対外経済政策の動向を予測する上でも重要であろう。》

《以上、著者は、丹念に収集した海外の研究文献を精読することによって、1960年代以降の国際経営財務の展開を、3つの発展段階に分け、次いで、特に第3段階の1990年以降の、金融の肥大化を特徴とするグローバリゼーション下のMNCの5つの財務管理内容に焦点を当てて、丁寧かつ簡潔に纏めている。》

2

第2章 「経営国際化の財務管理」

本章では、FDIの要因分析のため、アリバーの「外国為替変動と資本化率」、バーノンのプロダクト・サイクル仮説、バックレイとカノン及びラグマンの「市場の内部化理論」を取り上げる。

まずアリバーによれば、FDI論が答えるべき問題は次の5つである。①アメリカ企業のFDIの優位性の淵源が何処にあるのか、②第2次大戦後のFDIの大部の主体がなぜアメリカ企業なのか、③FDIのパターンがなぜ産業毎に異なるのか、④買収によるFDIがなぜ起こるのか、⑤FDIはなぜ「相互浸透」するのか、以上である。そして解答は以下の通りであった。①と②：アメリカ企業の優位性は卓越した経営管理技術とアメリカ政府に支えられた巨額な研究開発

(research and development: R&D) 支出にある。具体的には、特許、ノウ・ハウ、経営管理上の技術料のような財産価値である。特許から生じる所得は、一定の産出に要する原材料費の軽減による生産費の低下、即ち特許の使用前後における生産費の落差の資本化額で測定される。さらにアリバーは、投資国企業が特許を自国内で使用して産出する商品を輸出して得る所得の資本化率と資本受入国で特許を使用した生産から生じる所得の資本化率の違いがあり、通常後者の方が小さいがゆえに、FDI先で特許を使用しようとする誘因が働く点に着目する。②で残る課題は、基軸通貨国アメリカを中心とする異通貨国間で資本化率に差異が生じる理由である。

《この点について著者はアリバーに拠って、「アメリカ企業に対する資本化率の高さ」は、市場における「ドル表示資産」保有選好の強さの表れである(54頁)と述べるが、これを、高い資本化率がドル収益に適用される傾向が強いと解釈することが許されるなら、主張は矛盾している。ドル資産選好の強さは逆にアメリカ企業に対する資本化率、即ちドル表示のキャッシュ・フローの割引率の低下を意味するからである。そしてこの解釈は、アメリカ企業の市価が相対的に大きいことを意味し、それは、却って、著者による続く論点④と整合する。》

③：FDIのパターンの違いは、一般に、海外市場の規模、特許の価値、受入国の関税、海外経営コスト、及び国別・各国内産業別の資本化率の差異を反映する。そして、後者の産業別資本化率の大きさを左右する、それぞれの収益に付随するリスクに応じたプレミアムの違いに③の解答が求められる。④：新規進出か企業買収かの選択も資本化率の違いに依存する。一般に、本国内企業の優位性は、当該国内の資本コストが低いことである。即ち割引率＝資本化率が低い国に本社がある企業は相対的に高い企業価値を付与され、(逆に進出先企業の収益の割引率は一般に大きく、したがって企業価値が相対的に小さいがゆえに、被買収(対内FDI)の

対象になりやすい。但し、この見解そのものは続く⑤のFDIの相互浸透現象と調和しない)。

⑤：FDIの相互浸透を説明する一つの有力な試論は、ハイマーによるMNCの国際寡占化の理論である(括弧内は筆者)。

《⑤については、ハイマーが、欧米双方の寡占が競って相互の市場における占拠率を高めようとする事態について次のように述べていた点を想起すべきであろう。即ち、ヨーロッパの寡占にとって〔価格の1%引き下げによって被る損失は、新規参入者よりも大きいから〕自国における支配的地位を維持することは却って高くつき、ヨーロッパの寡占がアメリカ市場に足場を築こうとする試みも、アメリカの寡占が国外で反撃し、ヨーロッパの寡占の対アメリカ投資に対して、自らの対ヨーロッパ投資で対抗する方がアメリカ国内市場で対抗するよりは容易であると想定するがゆえに、成功する結果、相互浸透的FDIが展開される、と論じた点がそれである〔S.H. Hymer (1976), *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, The MIT Press, 宮崎義一編訳(1979)『多国籍企業論』岩波書店、特に209頁参照・参考〕。》

以上で先の5つの課題に対する解答が与えられることになる。しかしさらに、バーノンのプロダクト・サイクル・モデル、次いで、バックレイとカノン、ラグマンによる「市場の内部化理論」の視点から多国籍化の要因を探ることにする。

まず、バーノンのプロダクト・サイクル・モデル。彼によれば、最初に新製品が生まれるのはアメリカで、初期の生産立地としてのアメリカの選択は、生産に要する原材料・部品変更の自由度・低費用、製品需要の価格弾力性が製品差別化・初期の独占的優位によって小さいこと、また生産者と消費者の間のコミュニケーションが迅速であることに拠る。アメリカ内部に産業の大規模生産が定着すると同時に、最初の大量生産のためのマス市場が国内に形成される。しかし、やがて製品需要は他国でも表れ初

め、それは、特に、所得弾力性が高い西ヨーロッパ等の先進国において急速に増大し初め、それに伴い、ある段階から製品の標準化が始まる。そこで生じるのが製品差別化である。このとき（製品差別化でアメリカ企業が優位を保ち、）アメリカの現地企業者が国内生産に拠って国外現地への輸出を続けるか、それとも、現地生産に切り替えるか否かの選択を迫られる場合、（海外現地生産の）限界生産費が平均費用を下回る限り（利潤はマイナスになってしまうから、したがって）、アメリカの企業者は国内生産を続け、海外への投資を回避するであろう。（逆に現地におけるアメリカより小さな労働費用に原材料費を加算した直接費にアメリカへの製品の輸送費を含む間接費を合算した総費用の限界費用が平均費用を上回る場合には、現地に進出したアメリカMNCによるアメリカへの逆輸出がはじまろう。）バーノンのプロダクト・サイクル仮説は、生産の国際化を製品のプロダクト・サイクルから論じ、1960年代以降最も注目された理論となった。だがそれに対しては批判もあった。FDIの「相互浸透」の説明がない、製品サイクルは同時に起こる場合もある等、である。そこでバーノンは、1979年にその仮説を修正した新理論を提示した。彼によれば、1966年以降10年間に生じた国際貿易及びFDI上の新たな2つの変化に応じた仮説・理論が必要になった。第1に、新製品を開発する海外子会社が地理的に分散して設立されたため、その新規導入が過去40年間にアメリカに限定されなくなり、国際ネットワークを利用した生産ラインの中でグローバルに実施されるようになる。加えて、同国が原材料の輸入への依存度を高めるにしたがってその価額が上昇した結果、他の先進工業国との間の原材料・部品費用格差が縮小した。それが、プロダクト・サイクル仮説を構成する海外投資回避の前提条件を緩めることになった（括弧内は筆者）。

《ところで上に見る「逆輸出」の条件は、著者の紹介と筆者の推論に基づくバーノンの費用分析にみる限り、完全競争市場におけるそれで

ある。だが、MNCは他ならぬ寡占もしくは独占であって、そこで必要とされる複数国内寡占間協調あるいは複数国内独占同士の協調状態を示す対外FDI、または双方における競争の帰結としての対外FDIに関する議論は、ここでは見られない。それについては直ぐ後に触れる。》

以上、ともあれ、初期プロダクト・サイクル・モデルとその前提となる基本的事実関係の修正を以て、製品サイクルの同時発生理論、及び相互浸透現象の一要因を示す理論の登場となった。さらに、FDIの理論の一般理論としてバックレイ、カノン、ラグマンの市場の内部化理論に言及する。

バックレイとカノンによれば1990年代頃までは、MNCに関する包括的な理論は未だ確立していなかった。それが「中間財市場の不完全性」を乗り越えるための多国籍化の理論である。ここに中間財とは、マーケティング、R&D、経営チームの組織化、資金調達、金融資産の管理等の経営活動を結び付ける半加工材料、パテント、人的資本等に具体化した知識・専門技術を指す。経営活動を効率的に調整するためには、完全な中間財市場が必要となるが、それはあり得ない。そこで代用として、国境を越えた中間財の外部市場のMNCを媒介とした内部化が生じる。内部化の意思決定には幾つかの要因が係わる。中でも彼らが特に重視するのは生産工程上の特徴と外部市場の構造である。それが多段階生産工程中の中間財の外部市場を内部化する際の最重要な要因だからである。内部化には企業活動を垂直的に統合する型と生産、マーケティング、R&Dを統合化する型の2つがある。双方の内部化を海外で行うことが最適である場合、経営の多国籍化が生じる。即ち、バックレイ等はMNCを、相互依存的な（垂直的）諸活動を中間財で結び付け、（かつ、同時並行的に進む種々の経営活動を、）共通の所有・管理下で統合する複数工場における企業の一特殊ケースとみる。ここで、内部化とは外部市場の不完全性を乗り越えることを目的とする。彼等は、第2次大戦後のMNCの成長要因を、知識集約

型製品需要の増大、知識に関する規模の経済と効率の上昇及び知識に関する外部市場の組織化の困難に求める（括弧内は筆者）。

《裏から言えば、外部市場の組織化の困難・不完全性のため、それより効率的なMNCにおける市場の内部化が必要で、それは価額評価が困難な知識についてこそ最も強く求められた。》

そして、そこで適用される価格が内部移転価格である。知識に次いで内部化を要する市場としては、腐敗しやすい農産物、資本集約的加工製造業の中間財、地理的に集中する場合の多い各種埋蔵資源の市場が挙げられる。

さて、FDIの一般理論の最重要な課題は、先進工業諸国間で生じるその「相互浸透」の解明である。バックレイ等は、その要因を知識等の諸市場の先に見たような内部化に求め、そして、この内部化理論は、ハイマーとキンドルバーガーの理論（HK論）、アリバーの通貨圏と資本化率説、バーノンのプロダクト・サイクル仮説等の全てを包摂すると主張する。HK論は市場の内部化理論と多くの部分で類似するが、例えば、ブランド、パテント、資金調達や経営管理技能等の面での企業の優位性がどのように生じてくるのかの説明や優位性の構築に要する計画の如何等を見逃しており、さらにこの理論では、企業特殊の優位性に要する最適投資水準を説明できない。これに対し、ラグマンによる内部化理論は、為替リスク、移転価格及びMNCの財務機能まで網羅して説明し、さらに多国籍銀行の内部化の意義をも射程に捉える点で特徴的である。

《しかし内部化理論では、先に見たアリバーがFDIに関して挙げた5つの疑問の内、⑤の「相互浸透」以前の問題である④のMNCの対外進出の要因分析の方法となる、先のバーノンのプロダクト・サイクル仮説で論じられるような、国内生産と多国籍化を分ける費用面での境界の理論がそもそも欠落しているように思われる。著者による紹介にはないが、あるいは、最適投資水準の理論の中にその理論が含まれているのかも知れない。》

《また移転価格制について若干敷衍するならば、会社は、各事業部門をプロフィット・センターとして、会社全体の利益を損なうことのないよう、それぞれの利益を適度に確保し、さらに、各国の税制・為替レート変動を勘案して、慎重に最適な内部振替価格を設定して各取引を行うことになるのである。》

《さらに提起しておきたい重要な問題が2点ある。FDIの理論としては、著者が取り挙げた理論の他に、宮崎義一氏の提唱した「企業内部純余剰仮説」〔(1982)『現代資本主義と多国籍企業』岩波書店、第3章〕、そしてこの仮説を批判して宮崎氏と論争を展開した佐藤定幸氏による、言わば、MNCの世界的なサヴァイバル戦略としての寡占間競争の理論〔(1984)『多国籍企業の政治経済学』有斐閣、第4章〕があるが、この論争を如何評価するかは、多国籍化の「相互浸透」をめぐる論議には欠かすことができない。これが第1点で、この点には、後の本節末尾で再度立ち返って総括することにした。第2に、実際に供給主体となるMNCは、完全競争市場における点のような存在としての供給主体とは異なる、他ならぬ、市場で影響力を持ち、かつ相互依存的な関係をみせる複数寡占であるから、少なくともバーノンのプロダクト・サイクル仮説における国内生産と海外生産を分ける費用・価格・利潤の理論とは異なった寡占に関する新たな理論、あるいは同じく、ハイマーが示唆したように、「論理的極限」的には「実際には実現されそうにない」ものの、アメリカ企業とヨーロッパ企業を含む、「相互浸透」の「論理的極限としてすべての支配的寡占体がほぼ同一の世界的売上高分布をもつ安定的均衡状態」〔ハイマー、前掲訳、210頁、傍点はハイマー〕時に迫り行くための、新しい理論が必要になる。例えば、後者に関して、MNCの「相互浸透」について試論を提示する場合、スウィーギーのいう屈折需要曲線の理論をホール、ヒッチのいうフル・コスト原則が補うことを明示した伊東光晴氏による考察がまず初めの手掛かりになる。まず、直接費に格差が生じ、

限界費用曲線が一方の国の寡占においてのみ高くなる場合を考えると、この国の寡占に価格引き上げの誘因が生ずることは確かである。しかし他方の諸国の各寡占では労働費用が相対的に低く、したがって価格引き上げの誘因はないから、この場合にはスウィージーのいう屈折需要曲線の理論が妥当する結果、価格は一定である。だが次の3でもみるように、例えば、先進諸国と同様、昨今の新興成長経済地域としてのアジアでも認められるような、世界中の全寡占で嵩む労働費用に拠る直接費の増加に応じて寡占全体で限界費用が騰貴する時、全ての寡占のマージンが正常利潤率以下に低下することを恐れて、これを以前の状態まで戻そうとする誘因が働き、それゆえ、各寡占が一斉に価格引き上げを行う場合、需要曲線は、スウィージーのいう屈折需要曲線導入前の急傾斜な曲線となる結果、一寡占だけが価格を上げて他の寡占に顧客を奪われる需要曲線に比べて失う需要者は少なく、それが価格引き上げのメリットとなる。このように一度費用の変化が各寡占で共通して起こると価格変化の誘引が生じる。その時各寡占が協調するならば、屈折需要曲線は存在なくなり、需要曲線は急傾斜な部分だけとして表れ、ホール、ヒッチも指摘する通り、価格は容易に上げられることになる。これは、この産業内の各寡占が協調した段階、つまり文字どおりひとつになったという意味で独占力を発揮する段階である。かくして、価格変化という点で見れば、協調的寡占は文字どおりの独占と変わりはない〔伊東光晴（1965）『近代価格理論の構造：競争・寡占・独占』新評論、第7章、136-150頁を参照・参考〕。しかし、だからといって、利潤極大化条件である限界収入＝限界費用を貫こうとしても、その市場価格を現実に付けることは、社会的反撃を被ることになるので、実行不可能である。たとえ、敢えて実行したとしても、高利潤に注目した新規企業が設立される結果、それまでの協調的寡占から、価格引き下げ競争を行う競争的寡占に転ずる可能性が大きくなる。〔よし協調的寡占を続けたとして

も、社会的生産能力増のため、資本の遊休化が生じだす。即ち社会全体の需要が増大しないにもかかわらず、価格は一定で、自由参入で企業数が増える結果、一企業当たりの需要が減少するから、したがって、需要曲線は左方にシフトして平均費用が増大する結果、利潤は却って減少することになる。〕そこで、両方の危険を避けて長期にわたる安定的な利潤を求めるべく、新規企業の流入を阻止できるような水準、つまり参入阻止価格に関する理論、中でも現代資本主義に特徴的な規模の経済が企業の優劣を決める点を重視したシロスーラビーニによる集中的寡占に拠る参入阻止価格論が注目されることになる。ここでの寡占市場では、プライス・リーダーは、新規企業の参入がない限り、できるだけ参入阻止価格を上限に、価格を高めようとするが、但し、この参入阻止価格を高めるためにも、また費用の上昇によってやむを得ず価格を上げるという場合においても、能率の悪い弱小企業を残し、利用した方が大企業にとっては却って得である、ということに注目しておきたい〔同上、161-181頁参照〕。以上から、MNCにとって、進出先市場での参入障壁を打破するためには、国際的独禁法へ向けた中間的諸段階〔小西唯雄編（2000）『産業組織論と競争政策』晃洋書房、第18章参照〕の制約下、既存の需要に預かる同じ複数寡占を買収で吸収すると同時に合併で統廃合を促し、あるいは、必要な巨費を投じた低価格に拠る新規参入で潰して需要を奪うか、それとも相互に利潤は減るが、既存の需要の分け前に預かる協調的寡占の一角に地歩を占めるか、そのいずれかが必要になること、そして小さな論点になるが、進出した後にも、従前同様、現地での弱小企業を残した共存が却って利益になること、そしてその後には、また新たな参入阻止価格の設定が別途必要になることが示唆される。しかしながら、以上は、MNCの展開以降、国際的な協調関係を持つ寡占、即ち文字どおりの単一の独占の形成または従前どおりの寡占間競争に割って入るMNC化の試論ではあり得ても、未だ、ハイマーのいう

寡占同士の競争的な異国間「相互浸透」の理論ではない。仮に前者の文字どおりの国際的な単一の独占が築かれる場合、そこでの限界収入＝限界費用における最適産出量は、あくまで需要曲線の傾きとその2倍の傾きを持つ限界収入に基づく定理であって、先に挙げた佐藤定幸氏が強調するような需要の強奪も厭わない、言わば、寡占間サヴァイバル競争の論理によるMNCの発展と相互浸透現象の理解と比較して、それは、たとえ一義的な解を与える議論ではあっても、「独占」間競争の理論の射程を離れた、それとは無関係な、国際的な協調関係を持つ寡占、即ち文字どおりの単一の独占に関する論理の帰結に止まっている。〔以下、産業組織論でいう、売り手独占、買い手独占の区分、あるいは寡占・複占・多占等の形式的分類と一線を画す、競争とその抑止及び中位的技術水準以上の技術に伴う超過利潤の獲得〔伊東、前掲、25-26頁参照〕という相矛盾した側面を内在した独占を指す場合、「独占」と括弧で括る。〕それは協調的な寡占間の相互関係の状態ではあっても、未だ競争的な寡占間競争の帰結としての「相互浸透現象」を説明するケースではない。しかし、この問題は、ここで暫く措くとしよう。そして、前者の国際市場を単一の既存の「独占」が支配する状況を出発点としよう。だがそれでも現実の競争経済社会では、如何なる採算条件をも一先ず度外視して、長期的な戦略上、その既存の「独占」的供給市場の牙城を直接買収で奪取しようとする多国籍化に社運を賭する場合もあろう。例えば、半導体の分野に参入し、スマートフォンの中核技術をおさえるとともに今後、家電製品や自動車等あらゆるものをインターネットで結ぶ「IoT」の技術でも主導権を握るねらいを持つソフトバンクグループによる、国際市場で「独占」的地位にあるARMホールディングスの240億ポンド（約3兆3,000億円）に上る買収はその一例となろう〔「ソフトバンク 半導体会社ARMの買収で合意」(2016/7/18). 〈<https://www.youtube.com/watch?v=5klNOvhK98Y> (2016/12/5)〉〕。

この企業戦略は、将来にわたって新技術を打ち出す新たな産業〔「IoT」〕で期待される半導体への半ば無尽蔵な需要を見越した「時間を〔要する技術開発を〕金で買う」買収戦略である。それはおそらくは、例えば、まず、合理性の面からいって、一時的に被る損失を覚悟で、「略奪の価格付け」を行って、参入意欲を挫いて後、再度（限界費用＝限界収入で決まる最適供給に対応する）独占価格まで引き上げて損失を取り戻し、あるいは過剰生産能力の保持に基づいて参入を抑止し、よし新規参入があった場合でも追加的な生産能力に資金を使って、設定価格と同時に費用も引き下げてマージンを維持して抗戦できる状況を確認しつつ〔J.E. Stiglitz & C.E. Walsh (2006), *Micro Economics*, 4th edition, W.W. Norton & Company, Inc., 藪下史郎他訳 (2012) 『スティグリッツ ミクロ経済学』東洋経済新報社, 371-373頁；H.R. Varian (2005), *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*, 7th edition, W.W. Norton & Company, Inc., 佐藤隆三監訳 (2015) 『入門ミクロ経済学』勁草書房, 484-487頁参照〕、後は、時間的に、買収で傘下に入る異国の国際的既存「独占」の、右側に急速にシフトして行く需要曲線の下で、同時進行で、限界収入曲線と右上がりの限界費用曲線の交点で決まる新たな最適量を探し求める都度、最適量までライセンス生産の供給を時間的に増やし続け、かつ同時に決定する新たな最適価格を上限に旧独占価格を先に見たように新規参入を抑止可能な程度だけ、同様に引き上げ続ける、という繰り返し過程を展望する。今回の戦略は、このように可能なかぎり増幅し続けるマージンと持続的ライセンス生産・供給増で得る利潤による資本の蓄積を目的とする戦略ともいえよう。ソフトバンクグループを率いる孫正義氏の素早い判断はその帰結を早くも見据えた確たる自信を礎にしたものとししか評価の仕様がなない。だが、このような巨大MNCの莫大な資金を投じる買収行動については、超長期的なコミットメントは抑も不可能なのである。買収戦略に関する先の論理も如何にも形式主義的で、買収戦略

後の行方をどれだけ正確に予測するものかは判らない。むろん戦略の期待は、参入阻止が奏功して後、さらに、その都度、最適独占価格を設定し直し続けた場合でも需要の落ちが見られず、最適供給も伸び続けるケースにあるが、逆に「IoT」の技術が限界を画される等して、需要曲線の右方シフトが止まり、最適ライセンス生産・供給水準、及び設定可能な「独占」的な価格水準と並行するマージンの伸び悩みの結果、利潤が減少し初める可能性もあろう。社運を賭した戦略と評した所以である〔「目まぐるしい技術革新で「今日」がすぐに陳腐になる断絶の時代には、これまでの経験も常識も通じない……。……目に見えるシナジーを追い求めてもいい。しかし、それ以上に、未知のビジネスを生み出すためのM&A戦略が大切になっている。孫社長は、そんな発想から大きな賭けに出たように見える」』『日本経済新聞』2017/ 1/4 17:00 (2017/ 1/4 18:42更新), 「「Disruption断絶を超えて」特別編:「メガ・マージャー」へ背中押す焦燥」〕。〔尚、先に述べたソフトバンクグループ傘下に入ることになる半導体「独占」の設定する価格の変動が、部分市場間の、即ち産業部門間の競争を刺激する程限度を超え、その競争に対する障害を乗り越えるための運動を時間の函数と見做せば、そこに時間構造が含まれることになろう。そこで、経済的構造をこのような時間＝空間構造と考えれば、経済的変動は、短期ではこの障害を乗り越えて波及することはないとしても、長期にあってはこの障害を乗り越えて波及するので、それゆえ、経済的変動の波及の途は長期の場合と短期の場合とでは等しくはない。したがって一つの点において起った、先の、右上がりの限界費用曲線を条件とする場合の需要の右方シフトと並行する参入阻止価格の引き上げといった経済的変動が種々の途を通じて他の一つの点に波及する場合、この特定の点において生じると期待される経済的諸変動の合成果は、波及時間が異なるにつれて様々に変化しうる。杉本栄一氏は、そのような経済的構造を異質的経済構造と名付けた

〔杉本栄一 (1977)『近代経済学史』岩波書店、152-154頁参照・参考〕。労働及び資本の産業間流出入を通じて、そうした競争・補完・結合の関係、生産要素と生産物の関係等、およそ諸商品の間に成立する相互依存の関係は、その全幅の作用を表し、これをマーシャル流の方法として視れば、部分的依存関係から全体的依存関係の取扱いへの拡張であり、それは、とりもなおさず静学的な取扱いから動学的な取扱いへの推移を示す。別言して、理論の一般化と動学化とは不即不離の関係にある。この理論の中心観念は、生きた力と運動の観念であり、その主要内容は殆ど一切の経済の主要困難の中心としての時間の要素を科学的に処理すべき、弾力性や収獲逓増、殊にこれらの分析用具を総合的に利用するための論理構造としての「短期および長期正常」である。マーシャルのいう、現在使用される短期均衡、長期均衡とは異なる短期正常、長期正常の概念規定はここでは措いて、これら分析用具が処理しようとする当のものとしての「時間」は、先験的な範疇としての時間ではなく、経験的な四次元空間を構成する、歴史的時間である〔同上、147-149頁参照・参考〕。以上が、先の半導体ライセンス市場の「独占」体制下の、需要の連続的右方シフトに応じた最適供給量の持続的増加と参入阻止価格の段階的上方改定の可能性を、同産業部門と他産業諸部門間の相互依存関係への作用を念頭に置いて、1870年代には既に図形を用いて論じられ、その後、新古典派に引き継がれた「比較静学」で論じなかった理由である。〕それゆえ、巨大MNCの多様な動態を、寡占間協調の共謀 (collusion)、制限的取引慣行、既に見た参入阻止等のモデル・アプローチによる説明で実際の寡占間相互依存関係に、さらに進んで迫る場合〔Stiglitz & Walsh, 前掲訳、358-375頁参照〕でも、モデル理論構築上の制約的前提条件がそれぞれに残されるため、それらは、多様な競争環境が取り巻く異国の国際的「独占」をめぐる参入と撤退の一般理論とは未だ程遠く、況してやMNCの「相互浸透現象」の理論に結実するものでもな

い。翻って、「相互浸透現象」の現実に着した的確な分析に眼を転じると、かつて、宮崎氏は、ハイマーの「多国籍企業（MNC）の弁証法」〔ハイマー、前掲、第Ⅱ部、第1章、第2節「多国籍企業の弁証法（1957-67年）」〕を取り挙げ、その論理の帰結として、先進国、特にアメリカ、ヨーロッパ、日本の間では、MNCが他の市場に一方的に進出するのではなく、相互に受け入れ、相互依存を認め合うことによって、各国の成長率に然したる関心を払うことなく、グローバルな市場におけるMNC間の共通の利益を追求する国際寡占化、国際的「独占」化の途が展望されると視た。しかし、今し方展望したソフトバンクグループのARM買収について妥当するように、また宮崎氏も指摘する通り、上記見解の前提にある各国MNCの競争能力の間の均衡が崩れる時、国際的寡占状態の均衡もまた攪乱されるので、協調的国際寡占の状況はなおダイナミックで、静態的な均衡状態に止まるものではない〔宮崎、前掲、第2章、特に第6節「直接投資の相互浸透現象」参照〕。この競争能力の均衡の攪乱こそ、先に一先ず措いた異国間の競争的寡占関係に、相互に割って入る企業行動をめぐる研究問題を解く要因でもある。その要因を宮崎氏は、ミクロの企業ベースの資本調達・運用のインバランスの表出である「企業内部純余剰」に求めた。だが佐藤氏は、この仮説を現実のMNCの在外子会社を含む資本調達とFDIの実態に即して批判する〔佐藤、前掲、第4章〕。そして自身は、「先進資本主義諸国間の相互投資の増大」の要因を、日本の対アメリカFDIについて認められるように、高賃金であり、しかも質でも劣る労働力という不利な条件さえ覚悟の上で、あるいはヨーロッパ企業がそうであったように、アメリカ企業の対ヨーロッパ進出に押されながらも、尚、広大な市場での競争に挑み、あるいは進歩の著しい技術を直接奪取するために、撤退のリスクさえ負ってアメリカに進出しようとする〔佐藤、前掲、75-85頁参照・参考〕、といった国際的な資本〔寡占〕間競争の能力、というよりは、むしろ

「衝動」〔先のソフトバンクグループの買収戦略もその象徴；この「衝動」は、しばしば合理的根拠を欠くという点では異なるものの、時間的に中々結果の出ないことでも積極的に成そうとする、「不活動よりは活動に駆り立てる人間本来の衝動の結果」としてケインズが着目した企業者の「血気」（animal spirits）〔The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol.VII, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1973 (Reprint of 1936), pp.161-162, 間宮陽介訳（2008）『雇用、利子および貨幣の一般理論（上）』岩波書店、223-224頁〕に相通じる概念かも知れない〕に求めたといえよう。だが両者間の論争も未だ収束したわけではなかろう。もしそうであるなら、関連の更なる研究の深化・追究が必要となっているのである。そして、本章での著者の分析に十分でない点があるとすれば、著者自身重視するFDIの一般理論に求められる以上のような相互浸透現象のさらに進んだ分析による解明にあるように思われる。〕

3

第3章 「多国籍企業における資本と利益」

本章では、アメリカMNCを中心にしたFDIの「相互浸透」と国際的な規模でのタックス・ヘイブンを利用した課税回避と同時に、第2章で着目した移転価格を利用した利益移転の財務戦略を検討する。

MNCの本格的な国際化は、生産活動の海外移転、つまり海外子会社の新規設立や他企業の合併・買収（merger and acquisition: M&A）を通じて実施される。その行動原理は株価極大化にある。そしてその実現に向けて、特に、低税率国の子会社または本社が、高税率国の子会社に製品・中間財の適正価格よりも高い価格で販売することによって、低税率国の子会社または親会社に利益を移転し、あるいは逆に、高税率国の親会社が、低税率国の子会社、関連会社

から適正価格よりも高い価格で製品・中間財を購入することによって、本社利益を海外子会社、関連会社に移転して会社全体の税負担を軽減し、以て利益の増加が目指される。それは連結ベースでの親会社の株主価値の極大化に繋がる。むろん近年では、以上のような利益操作に対してアメリカでは1960年代初めに、そして日本でも1970年代末には、合算課税方式が採用されるようになった。

《代表例が1962年に導入されたアメリカのサブパート F 条項 (Subpart F provisions, Internal Revenue Code, §§951-964) である。この規定は、在アメリカ株主に保有されている被支配外国法人 (controlled foreign corporation: CFC) の特定の留保所得を、実際に分配額として受領していなくとも、その持分割合に応じて在アメリカ株主の総所得に合算して課税するもので、その後、日本も1978年にこのサブパート F 条項に類似した合算課税方式によるタックス・ヘイブン対策税制を導入している〔梶山紀子 (1998) 「米国におけるタックス・ヘイブン対策税制の研究：多国籍企業に対する調和的な課税制度の実現を目指して」会計検査院『会計検査研究』第17号. 〈<http://www.jbaudit.go.jp/koryu/study/mag/17-7.html> (2017/1/27)〉参照〕。》

しかし依然として知的財産 [intellectual property: IP] 等の無形資産には、適切な市場価格が存在しないため、その取引の不透明性さがIT産業を中心として問題となっている。

《OECDの試算によれば、2015年に全世界で租税回避された総額は2,400億ドル (約25兆円)、世界の法人税の約1割に上る〔NHKスペシャル マネー・ワールド 資本主義の未来 (2) 国家 VS. 超巨大企業, 2016年10月22日 (土) 午後9:00～午後9:50, 放映〕〔OECD, *Better Policies for Better Lives, Policy Brief*, October 2015・BEPS Update No.3, Taxing Multinational Enterprises: Base Erosion and Profit Shifting (BEPS). 〈<https://www.oecd.org/ctp/policy-brief-beps-2015.pdf> (2016/12/5)〉; OECD/G20, *Base Erosion and Profit Shifting Project*

Explanatory Statement 2015 Final Reports. 〈<http://www.oecd.org/ctp/beps-explanatory-statement-2015.pdf> (2016/12/5)〉, p.4, 16: 同報告書によれば、税源浸食と利益移転 (BEPS) は、測定方法とデータ上の制約もさることながら、認識上の複雑さもあるが、推定で、年間1,000億ドルから2,400億ドルに上るという〕。》

ところで、日本企業のケースになるが、2010年以降のアメリカ経済の停滞とヨーロッパの不況のため、対ドル、対ユーロで円が切り上がったために促進された海外進出の結果、2011年には日本企業の利益の50%以上が海外で獲得された。

《しかしながら、ごく最近になると、足下の円高を気にせず、生産拠点を日本に留めることにメリットを見出す大企業も出て来ている。海外の経済成長、特にアジアでの賃金を始めとする製造費の上昇の結果、輸送費を加えると海外移転のメリットが小さくなる等の理由による。特に、巨大消費地の東京から近い「北関東横断工場ロード」、トヨタ自動車が進出した宮城県大衡村とその周辺地域を中心とする「東北第2トヨタ市」、震災リスクの小さい安全地帯「グローバルニッチトップベルト」、中国も韓国も東京より近い北九州の「アジア一体工業地帯」からなる新興4大工業地帯への企業進出が目立つ〔『日本経済新聞』電子版, 2014/5/1 7:00, 「国内生産再生で脚光「新4大工業地帯」はココ」〕。》

さて、カブスギル等によれば、①貿易への課税の負担軽減、②ベルリンの壁崩壊後の旧社会主義国の自由市場圏への統合、③これら地域及び、東アジア、ラテン・アメリカの経済発展によるこれまで以上の市場機会の拡張、④金融市場の世界的統合、⑤技術の発展、以上5つの要因によって、1990年以降、経済のグローバル化が進展した。しかし他方、経済のブロック化・地域経済化も同時に進展した。代表的なブロックはEU, NAFTA, ASEAN, APECである。地域統合の目的は、企業が比較的規制なく自由に動ける市場規模の拡張と生産性の向

上を通じた（これと並行する）国家経済力の相互増進にある（括弧内は筆者）。

グローバル化の一環として注目すべき動向は、1990年以降拡張した、アメリカ、ヨーロッパそして日本とアジア諸国の3極地域間でのFDIの「相互浸透」である。しかしFDIが貿易に取って代わったわけではなかった。1991～2013年の間、貿易はFDIの13倍と圧倒的な規模を誇る。2003年以降FDIの増加が顕著になると共に、海外進出したMNCがさらに貿易を増加させた。それがグローバル化の内実である。

グローバル化の定量的な定義は多様である。UNCTADの基準は、売上高、産出量、従業員数、付加価値、輸出入額、及び親会社の子会社、関連会社数である。UNCTADは、国際化度を表す指標として、①海外資産/資産総額、②海外売上高/売上高総額、③海外従業員数/従業員総数、以上3つの平均値で規定されるTNI [transnationality index] を提示する。TNIは、トップ100社を構成するEU企業で1993年の56%から2003年の59%へと上昇、アメリカ企業で40%から48%に、日本企業で33%から43%へ、それぞれ上昇した。

次に、FDIの総残高の対内・対外の違いに注目したい。世界全体では、対外・対内共に、1990～2013年の間、12倍以上の増加を示す。残高であるからその増加はまず当然であるが、際立つ倍率の高さは企業の海外進出の活発さを表す。内、対内FDIで注目すべきは、ラテン・アメリカ、カリブ海地域への投資が特に2000年代以降急増し、1990～2013年の間に90倍に増加した点で、これは、先進国のMNCと多国籍銀行が2000年代から相次いで課税回避による利益管理の目的で同地域のタックス・ヘイブンに金融子会社、海外子会社、特別目的事業体（special purpose entities: SPEs）を設立したことによる。また2000年以降、東欧諸国がロシアから独立してEUに加盟する等、資本主義経済化への方向転換を明確にした。それが先進諸国のMNCによる移行経済圏市場獲得の戦略への取り組みを促した。次にFDIの対外・対内の変化を見ると、

先進国では、2013年まで、対外FDIが対内FDIを上回るが、発展途上国では逆にいずれの地域・国でも対内FDIが対外FDIより多い。特に、先に挙げたラテン・アメリカ、カリブ海地域と並んで、中国、香港を中心としたアジア地域へのFDIが多い（括弧内は筆者）。

2000年以降のFDIの新たな傾向はクロスボーダー M&Aの増加である。また海外子会社設立の増加傾向も著しい。さらに、政府系投資ファンド [sovereign wealth funds: SWFs] が2012年で5兆3,000億ドルに増え、活発化している。クロスボーダー M&Aの内、2003～2012年の間、89%が SWFs形態のFDIであった。また発展途上国の国有企業 [state-owned enterprises: SOEs] によるFDIが、自由化・民営化の下で過去30年間に増大した。2013年では、世界的企業100社中SOEsが18社あるが、内15社の最大株主が中国政府であった。こうした国有多国籍企業 [state-owned transnational corporations: SO-TNCs] の数は2010年の659社から2012年の845社へと増加し、そのFDIは世界のその1/10に達している。特に注目すべきは、課税回避を目的にしたタックス・ヘイブン諸国での海外子会社またはSPEsの設立である。2008年の金融恐慌以来、国際機関は、世界的企業の課税回避防止と国際金融の透明性を担保する政策の実施を促し、G-20サミットでも、脱税行為の防止策が模索された。

《この点については、例えば、OECDによる「多国籍企業の租税回避を阻止する国際的租税システム改革のG-20の財務大臣による推進」において、多様な租税回避を改革するための具体案の、動画を併せて活用した詳細な紹介 [OECD, Tax, G20 finance ministers endorse reforms to the international tax system for curbing avoidance by multinational enterprises (2015/9/10). <<http://www.oecd.org/tax/g20-finance-ministers-endorse-reforms-to-the-international-tax-system-for-curbing-avoidance-by-multinational-enterprises.htm> (2016/12/5)>] があるので、参照されたい。》

オフショア・センターへの投資は2007年以降

増加し、2012年には8,000万ドルに達した。2007～2012年までのオフショア・センターへの対内FDIは750億ドルであった。

前後するが、FDIとは、正確には、組織を含む単一人が外国企業の持分・權益を継続的に所有して、当該企業の経営権を支配することにより、影響力を行使するための資本投資で、具体的には親会社による相手企業の持分の10%所有を基準とした投資等である。またアメリカ商務省や日本財務省国際収支マニュアル及びOECDの定義によれば、FDIとは、外国企業、海外関連会社の議決権付株式の10%超を所有するか、またはそれと同等の權益を所有して海外子会社を含む海外関連会社を経営上支配する資本投資を指す。また、先の組織を含む単一人とは、個人、支店、会社、政府、州、公的機関、金融機関、及び合併事業等を指す。

ところで、資本支出には主に(1)親会社持分の投資と(2)企業間純負債勘定、の2つがある。(1)は親会社が子会社を含む海外関連会社に対して行う株主資本投資であるから、被投資会社にとっては自己資本調達になる。これに対し、(2)は、親会社と海外関連会社の間で生じた債権・債務の相殺後の親会社の超過債権余剰分であるから、海外関連会社にとっては、他人資本の調達であるが、外部からの資金調達ではなく、親会社からの調達である分、自己資本に近い性格の他人資本であるから、したがって現地企業と比べて有利な調達源泉となる。

《著者からの書簡で、これは、支払い金利が安い、またはない、あるいは返済猶予が与えられ、さらに、緊ぎ融資を受けられる等の優遇を指すとの御教示を頂いた。》

次いで各資金項目を分別することにより、MNCの財務戦略の特徴が理解できる。

まず(1)親会社の持分は、①株主資本、②留保利益、③換算調整額から構成される。内、注目すべきは②で、これは海外関連会社の留保利益の内、親会社取得分であり、親会社への未送金利益を指す。海外関連会社の利益は常に親会社に送金されるわけではなく、例えば受入国政

府の為替管理強化により配当送金が制限・規制される場合に限らず、親会社が為替レート変動や財務戦略上の理由から取得すべき配当やロイヤリティないしライセンス料、経営指導料、その他手数料等を意図的に海外関連会社に内部留保して、その自己金融を厚く図ることを起点に国際競争力を強化する場合もある。

《しかし、世界総計で見た進出先国での海外子会社のR&Dのシェアは、2001年現在、642億ドルで未だ15.2%に過ぎず、これは外国でのR&D、つまり国際化は未だ発展途上だということ、そしてまた、R&Dが本来専門家の科学的・技術的・芸術的な創意工夫と独創性の発露でありながら、いまだ先進国の国家的な科学技術振興策に先導されており、その背景には科学技術や発明・発見のナショナリズムが有り、それが私的所有の基礎上的国民国家の主権に属する知的パワーの証であることをも意味する〔関下稔(2012)『21世紀の多国籍企業』文眞堂、第11章、特に、289-290頁参照。データは、289頁、表11-2「進出先国での海外子会社のR&D支出とシェア：1993-2001年」、UNCTAD, *World Investment Report 2005*, Annex table A.III.2, pp.292-293. (「資料」より)〕。》

さて、先に見た海外関連会社における内部留保を起点に競争力の増強を図る方法はアメリカのMNCに特に特徴的な手法である。そこでアメリカのFDIの資金源泉を見よう。

フローを見ると、2002年から再投資利益が最多で、2013年には資金源泉総額3,669億4,000万ドルの8割以上に達する。また再投資利益は、海外関連会社の利益の内、親会社取得分と親会社への送金の差額であり、それは2012年には前年比2%増の3,113億ドルであった。再投資利益が最多な地域は全産業分野についてヨーロッパであり、その金額は、アメリカMNCの全海外子会社の資金源泉の50%を占める。次に(2)企業間純負債勘定は、増減でマイナスの年度もあるが、2012年には2011年よりも2,010億ドル増加した。これは、親会社に対する海外関連会社の純債務がそれだけ多かったことを意味す

る。また海外利益は、2001年の1,100億ドルから2012年の4,490億ドルへと4倍に増加し、ロイヤリティないしライセンス料も2倍強に増加、その他サービス料も5倍以上に増加した。これらの金額は、アメリカ本国政府及び外国政府による課税額を控除した値であるから、アメリカMNCは海外で安定した収益を獲得できる基盤を既に築いていることがわかる。次に世界全体の海外利益を再投資利益と比較して見よう。

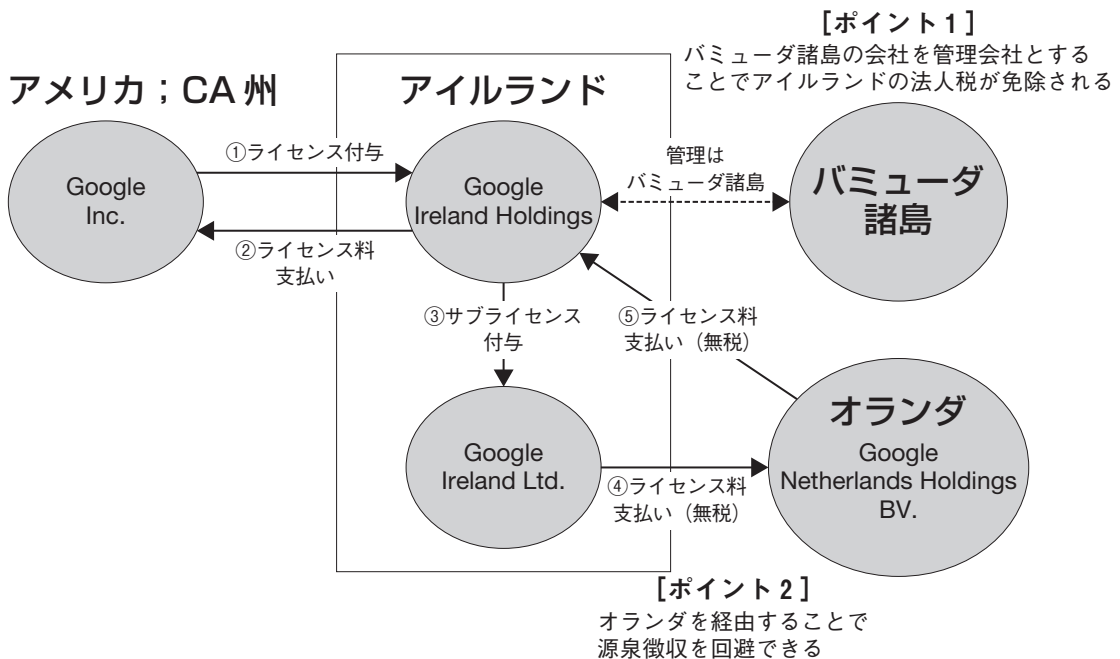
世界全体のFDIの利益は2011年には1兆5,000億ドルに達した。UNCTADの資料によれば、内、先進国に進出したMNCのFDIの利益が8,450億ドルと最多で、次いで発展途上国の5,550億ドルであった。特に2000年代後半以降、発展途上国と移行経済圏へのFDIの利益が急増した。また2006～2011年までの世界全体の対内FDIの利益率は先進国5%、発展途上国9%、移行経済圏13%で、平均して7%であった。カリブ海地域で同利益率が9%に達したことは、課税対象となる利益の同地域への送金が集まっていることを示唆する。

2011年の世界全体のFDIの利益の内、4,990億ドルが受入国で再投資され、本国または他国に送金された利益は1兆ドルである。特に先進国の再投資利益は2011年には2,660億ドル、発展途上国の再投資利益は2,140億ドルで、共に2005年以降増加の一途を辿った。この再投資利益はFDIの主な資金源泉であり、2011年にはFDI総額、1兆6,500億ドルの30%に達した。同比率は発展途上国で36%と最も高かった。

先に見たように、MNCはグローバルに会社内部の利益配分の最適化を図っており、このタックス・ヘイブンを利用した課税回避は著しく、その具体的方法は、移転価格による特に無形資産、即ちロイヤリティないしライセンス料を生み出すIPの取引の活用である。むろん本来本国または居住国に納税すべき税を回避するMNCは本国・居住国の政府と対立する。課税回避への対策とIPの移転価格の適正化が求められる所以である。OECDがG-20の行動指針中最

重要な問題として位置付けて取り上げたのは、グーグルが実行していた次のようなダブルアイリッシュ・ダッチ・サンドウィッチと呼ばれる節税である。

《著者が参照するUNCTADの設例を単純化した以下の例を挙げる。アメリカのGoogle本社は、複数の参加企業が無形資産の新規開発に係る特定の権利・利得を見返りとして研究コストを分担するというコスト・シェアリング契約を利用することで、低税率国、アイルランドに登記した、開発には何ら携わっていない子会社Google Ireland Holdingsに開発コストを負担させると共に、①開発した無形資産から得た利益を同子会社に移転してライセンスを付与し、②その対価としてのライセンス料を同子会社に負担させることができる。しかし、同子会社は、タックス・ヘイブンのバミューダ諸島に設立した会社がその管理会社になっているため、アイルランド税法上、非居住者企業となり、12.5%の法人税は免除される〔居住地認定を利用した課税回避〕[ポイント1]。しかもアメリカ税制上、Google Ireland Holdingsは登記上アイルランド企業と見做されるため、著者も指摘する財務省規則301.7701：チェック・ザ・ボックス規則上、③サブ・ライセンス〔再許諾〕を付与する2つ目の子会社、Google Ireland Ltd.をGoogle Ireland Holdingsと一体と見做して法人格がないものと見做すパススルーを選択することが可能で、Google Ireland Ltd.からGoogle Ireland Holdingsへのライセンス料の支払いが、本支店間取引と同様の扱いとなり、認識されず、先に触れたサブパートF条項にも抵触せずに済む。Google Ireland Ltd.は、サブライセンスを付与されることにより、アメリカ外事業の事業収入の殆ど、例えば2009年では同125億ドルの88%が計上されている。④⑤ここで、アイルランド国内でのライセンス取引には源泉税があるために、Google Ireland Ltd.はそのライセンス料をGoogle Ireland Holdingsに直接に支払うのではなく、従業員が存在しないGoogle Netherlands Holdings BV.を介して支払う。その際、アイル



ランドーオランダ間の租税条約によって、アイルランドからオランダに対して支払われるライセンス料には源泉税が徴収されず、オランダ国内法でもロイヤリティに対する源泉税は無税のため、オランダを経由すればバミューダへの支払いに関して源泉税は一切かからない【ポイント2】。そして、オランダを経由して最終的に、在アイルランドのGoogle Ireland Holdingsを管理・支配する目的でバミューダ諸島に設立された管理会社で課税を受けることになるが、それは無課税のために租税回避できる。このようにタックス・ヘイブンを上手く利用することで、グーグル本社のあるアメリカにおける法人税率は35%であるにもかかわらず、連結ベースの実効税率は22.2%（2009年）で、さらに、海外事業における実効税率は2.4%と低い値となっている。アイルランドに2つの会社を持つ節税策を「ダブルアイリッシュ」、途中にオランダを経由させることを「ダッチ・サンドウィッチ」と呼ぶ【ASSIOMA「グーグルの節税策 ダブルアイリッシュ・ダッチ・サンドウィッチとは？（2013/01/22）ICTトレンドウォッチ」】。〈[http://](http://www.assiomajp/?p=4985)

www.assiomajp/?p=4985（2016/10/29）〉図は同URL上に記載の図を若干変えたものである】〔津田英章「多国籍企業と課税：租税回避手法の分析」】。〈http://www.jlea.jp/2014zy_zr/ZR14-09.pdf（2016/12/6））〕〔パテント・リザルト「サブライセンスとは」】。〈<https://www.patentresult.co.jp/words/2010/04/post-83.html>（2016/12/6））〕〔居波邦泰（2011）「米国のコスト・シェアリング契約に係る移転価格訴訟の考察：ザイリンクス事案及びベリタス事案」『税大ジャーナル，16』〔税務研究会 報告版〕〈<https://www.ntago.jp/ntc/kenkyu/backnumber/journal/16/pdf/08.pdf>（2017/1/27））〕〕〔株式会社 コスモス国際マネジメント，三村琢磨（2010）「2010年12月：グーグルの租税回避に関する報道について（1）」JAS月報2010年12月号掲載記事より転載，2017。〈<http://www.cosmos-international.co.jp/library/10-12.html>（2017/1/27））〕以上4文献を参照・参考。〕

《以上のようなタックス・ヘイブンについては、そこでの節税の実態を暴いた「パナマ文書」が公表されて半年、国際社会は租税回避の包囲網を狭めつつある。但し震源地のパナマで

は実態解明に向けた情報の透明化が進んでおらず、国際社会の取り組みも一枚岩とはいえない〔『日本経済新聞』電子版, 2016/10/5 22:59, 「「パナマ文書」公開から半年 実態調査進まず」〕。〕。

《Google Ireland Holdingsは2006年に無限責任会社（unlimited liability company）へと法的形態を変更した。無限責任会社はアイルランド法上財務諸表の開示義務がないため、Googleのアメリカ外事業の収益が一度バミューダ諸島に入ってしまうと、それ以上の追跡調査は難しくなる。2009年にアメリカ財務省は、外国孫会社を法人格のない事業体とみなすことが出来なくすることを目的としたチェック・ザ・ボックス規則の改正案に依拠して、アメリカ企業の海外関連会社間における一定の取引に課税し、向う10年間で865億ドルの追加税収を見込む税制改正案を提案したが、GEやJohnson & Johnson, Starbucks等、多国籍企業のロビー活動による反対により同提案は取り下げられてしまった〔三村, 前掲, 参照〕。》

《さらには課税逃れの批判に逆行する動きすらある。2016年12月20日現在、欧州委員会が同年8月に米アップルに対しアイルランドを拠点に使用して課税を逃れたとして最大130億ユーロ（約1兆5,800億円）の追徴課税を命じたことに対し、アップルが近く提訴する見通しとなった。アイルランド政府の優遇税率が、EU法が禁じる補助金に当たるかどうか争点となる見通しであるという〔『日本経済新聞』電子版, 2016/12/20 4:39, 「米アップル、追徴課税巡り欧州委を提訴へ」〕。》

《以上本章では、FDIの「相互浸透」とタックス・ヘイブンを利用した殊にIP等、無形資産の移転に伴う課税回避の実態が解明された。途上、グローバリゼーションと並行して経済のブロック化・地域主義化が進展した点、さらにはMNCの展開に伴い、却って貿易が増大した点、また2000年以降のFDIの特徴であるクロスボーダーM&Aのほぼ9割をSWFsが占めた点、さらには資本支出の内、会社内企業間純負

債勘定は企業にとって他人資本ながら、種々有利な調達源泉となる点、またさらには親会社の持分の内、海外関連会社での留保利益が重要である点等、新たな事実認識が示された。さらに課税回避策の軸芯として解説されたグーグルによるダブルアイリッシュ・ダッチ・サンドウィッチでさえ、ほんの一例に過ぎず、ルクセンブルグを利用したアマゾン・ドット・コム等に見られるような、税制の違いを利用した、ほいままな節税の実態も指摘された。》

《尚、章末において「金融資本主義」との関連で付言された「擬制資本の運動法則」（129頁）とは、馬場克三氏が指摘したように「……現実資本の運動がいまや擬制資本の運動法則に巻き込まれ、株式会社の財務政策が大きく擬制資本の支配をうけるに」至ったこと、「産業資本がみずから自己を擬制資本と等置して振舞うようになる」〔馬場克三（1966）『経営経済学』税務経理協会, 173頁〕ことをいうが、ここでは、株価〔極大化〕を始点として逆に、多国籍化の下で、何処に、あるいは如何なる現実資本に、如何貫徹して影響を及ぼしているかについて、もう一步踏み込んだ説明が必要であるように思われた。》

4

第4章「多国籍企業の資本調達——国際金融・資本市場における財務革新——」

MNCとその海外子会社は、国内金融・資本市場に加えて、海外での金融・資本市場を利用できる。特にユーロ市場での資本の調達・運用が特徴的である。MNCは、1970年代以降、規制緩和、金融の自由化、国際化が進展した先進国の金融市場で多様な国際的金融サービスを提供する多国籍銀行と提携しながら、規制のないユーロ市場で新金融商品を開発し、あるいはスワップ等の為替リスク・ヘッジ手法を考案した。多国籍銀行は同時に、企業のM&AやLBOを仲介した。多国籍銀行が介在するMNCの最先端の財務戦略は、今日の国際経営財務の中核

を構成するがゆえに、MNC・銀行の結び付き（金融資本関係）は重要である。世界中に設立されるMNCの子会社・関連会社と親会社は大量の取引を行うから、債権・債務関係も多く、その相殺で必要資金と資本コストを節約できる。そしてそのための国際規模での商業信用の利用は海外に多くの支店と子銀行を持つ多国籍銀行と提携して初めて可能となる。この提携は、MNCにおける資本循環・回転運動が貿易信用や銀行信用の上に円滑に展開するため、重要である。また特に1980年代以降のEC域内市場統合、EU形成に伴うヨーロッパを中心とした金融市場拡大に伴って金融グローバル化が進展した。同時にユーロ市場では、先のスワップに加え、変動金利債等の新しい資本調達方法が考案された。変動金利の概念については後に触れる。ユーロ市場は、短期貸付市場、中期ユーロ・クレジット市場、長期ユーロ・債券市場の3重層で構成される。それに外債市場を加えて国際金融・資本市場といわれる。ユーロ市場の特徴は、金利規制や預金準備面での規制がなく、資金利用も自由であることで、またそれを仲介するユーロ銀行は本国の規制を受けず、証券業務を始めとしてユニバーサル・バンキングを行うこと等ができる。そこには監督機関もない（傍点、括弧内は筆者）。

1990年代に入ると、ユーロ通貨として、ドルに、円、ポンド、ユーロが加わり、取引市場もロンドンを始め、アジアや中近東のオフショア・センターへと拡大していった。オフショア・センターは先進国でも開設された。ニュー・ヨークのIBFやロンドン、そして香港、バーレーンは課税回避国・地域ではないが国際取引勘定においては源泉徴収税や預金準備率、金利、為替の規制・管理がない、または原則自由である。1986年には東京JOM（Japan Offshore Market）において特別国際金融勘定が設定された。

《ところで、ユーロ・カレンシーは常に順調に利用されて来たわけではなかった点には注意が必要であろう。ユーロ・ダラーは、特に、アメ

リカのヘッジ・ファンド、証券会社等、商業銀行でない金融機関、所謂シャドー・バンキング〔「影の銀行」〕による無担保のホールセール金融市場における資金調達の一環として利用される等したため〔Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky (July 2010), “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, No.458（（本リポートは2012年2月に改訂されている。筆者が拝見したのは改訂前の2010年7月版である）。〈http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf（2013/2/22）〉, p.48.（旧版は、〈https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.html（2016/12/6）〉のURL上に、（July 2010 version）81pages/957kb、として掲載してある）〕、それは、特にリーマン・ショック時直後、短期借り長期貸しの満期転換の機能を持たず、資産と負債の期日別構成の均衡維持を資金運用上の最高の指針とするユーロ銀行〔滝沢健三（1978）『新訂 国際金融機構』文雅堂銀行研究社、95-96頁、同（1990）『国際通貨入門』有斐閣、160-161頁参照〕でも問題となるユーロ・カレンシーとしての調達・運用上の弱点を露呈し、インターバンク市場との絶え間ない接触と資産・負債の変形業務が投機と種々の裁定活動の余地を飛躍的に高めるため、国際金融仲介の何処かの位置で、先の「影の銀行」及び、ユーロ銀行が、その基底的仲介業務を土台にした投機〔奥田宏司（1988）『多国籍銀行とユーロカレンシー市場：ドル体制の形成と展開』同文館、103-110, 223-225, 234-235頁参照・参考〕に失敗した場合には特に、1974年以来一貫して続いて来たこの弱点、即ち、調達・運用期間のミスマッチ〔同上、234頁〕が、多くの場合、無担保、「影の銀行」の場合には全くの無担保の調達であった点も相俟って「流動性問題」を惹起した。しかも、この問題が一度表出すると、既存のユーロ・ダラーの貸出先からの返済の見込みが立たないという恐怖心・疑心暗鬼のため、本来デデュレーションが合致するはずの新たな貸出さえ滞る状況が生じた。これがドルの流通速度を減殺して、「ドル不足」を生じさせ

た。このリスク・エクスポージャーが、CDS等を媒介とする、著者も第1章で指摘したシステミック・リスクとして急速に国際金融・資本市場に伝播していったものと推測される。》

さて、ユーロ・クレジットは基本的に中期銀行貸付けであるが、その金利はLIBORと連動した変動金利である。この変動金利は、当初6ヶ月間は固定されるが、その後は6ヶ月先までのLIBORに基づき新規に設定される。即ち、貸付期間中に銀行の被るリスクをカバーするために、LIBORに若干のプレミアムを加算して貸付けられる。この市場は長期性を持つため、同じ長期性のユーロ・ボンド市場と競合するようになる。加えてここで強調すべきは、1980年代における金融の自由化・国際化の進展による貸付け競争の激化がもたらした低金利状況が銀行融資の利鞘を薄くした結果、ユーロ市場における貸付けの証券化の動きを加速したことである。即ちMNC・多国籍銀行は、変動金利債、一定の信用供与枠内でバックアップ付きの短期約束手形 [note issuance facilities: NIFs]、さらに、一定期間内の信用供与枠を契約し、その期間内に初めの契約金額の限度まで企業の短期手形発行をバックアップ付きで保証するリボルビング・クレジット・ファシリティやユーロCP [euro commercial paper: ECP] 等、革新的財務手法を新たに開発した。証券形態での中期・長期貸付け、主に3ヶ月の短期の変動金利のロールオーバーで行う変動利付債 [floating rate notes: FRNs]、通貨・金利スワップ、そして上記NIFsは全て銀行経由で行われる。ユーロ市場で銀行の地位が強固なのはそれゆえである。

ユーロ市場では銀行間取引が中心で、主な取引地はロンドン、パリ、チューリッヒ、ニュー・ヨーク等である。これら市場では、ユーロ銀行は公的な準備金要請に応ずる必要がない。また金利規制の上限や利払い上の規制もないため、国内市場より高い預金金利を設定できる。この金利は3ヶ月または6ヶ月の変動金利である。一般にユーロ市場では3ヶ月毎のLIBORに一

定幅のプレミアムを上乗せした金利で貸し出される。そのプレミアム幅は、その時々貸し手と借り手の信用上の力関係によって決まってくる。ところでこの市場では金利は自由であっても、それは通常、国内市場内で挟まれた範囲内での自由である。

《このような叙述に続けて、「逆にユーロ市場が規制のない自由市場であるだけに、その市場の動きが国内の金融市場に対して強い影響力を持っている」(142頁、傍点は筆者)とあるが、これは上記直前の叙述と矛盾し、修正が必要であろう。具体的には、例えば、銀行の貸付枠、借手の信用により、また決算時のウインドー・ドレッシングのためや通貨不安時には国内貸付金利の上限 $[(\text{プライム・レート} + \alpha) \times (1/(1 - \text{歩積率}))]$ を越え、あるいは、資本逃避の場合、国内預金金利の下限 [CDの表面金利 + 預金支払準備の積増し + 預金保険料率] を下回る場合もある〔安東盛人・土屋六郎 (1976年)『国際金融教室：現代の国際金融・通貨問題を考える (新版)』有斐閣, 145頁参照〕だけであって、ユーロ市場の動向が国内金融市場に直接影響を及ぼすわけではない。尚、データは限定的ながら、プライム・レートは2016年11月15日現在、前年12月から変わらず35%、ユーロ・달러金利は3ヶ月物で0.93%である。ところで過去には比較的長く上記の乖離が生じた例もある。アメリカのプライム・レートを拘束 (歩積) 預金の必要 (当時15%) で調整した値で表したアメリカの貸付金利からLIBOR + プレミアムで表したユーロ・달러の貸付金利を控除した差額を、1973年7月4日から1974年3月27日まで見ると、1973年9月19日～1974年3月27日の期間中は、アメリカの貸付金利をユーロ・달러の貸付金利が通用の理論通り下回っているが、1973年7月4日～9月12日の間は逆の関係になっている〔G. Dufey & I.H. Giddy (1978), *The International Money Market*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, U.S.A., 志村嘉一・佐々木隆雄・小林襄治訳 (1983)『国際金融市場：ユーロ市場の理論と構造』東京大学出版会, 41頁, 表2-2「アメ

リカの金利とユーロ・ダラー金利、1973～1974年」。プレミアムは、Morgan Guarantee Trust Co., *World Financial Markets*による（「出所」より）。規制による裁定取引の阻害の結果であろう。》

次にユーロ市場の発展とそれを背景として活用されるようになった変動金利の概念について振り返ると共に、革新的財務手法の仕組み、及びユーロ・ボンド市場の構造について見よう。

ユーロ市場の1960年代以降の本格的拡張は、アメリカの国際収支の構造的赤字を背景とするレギュレーションQやアメリカからのドル持ちだし禁止または制限措置に端を発する。そこで、アメリカ多国籍銀行のロンドン子銀行は、アメリカMNCの海外子会社の資金需要増に応えるべく、ドル預金供給の仲介を通じて、銀行間短期通貨市場を形成した。そこでの貸出の基準金利がLIBORで、これに借り手の信用力に応じた一定のスプレッドが加算された金利が変動金利一般の原型である。適用LIBORは通常6ヶ月基準である。多国籍銀行とMNCは、1970年代にユーロ市場において金利が上昇する時期に、従前、一般的であった固定金利が上昇した際の金融資産の減価を防ぎ、あるいは資本調達コスト負担を軽減する目的で、短期金利としての変動金利を多用するようになった。それは、主要国の変動相場制への移行と軌を一にしていた。特に、中期・長期貸付けにロールオーバーする際、この短期金利が適用された。変動金利の導入により、先物取引、スワップ、オプション等のデリバティブを始め、資本調達では、通貨・金利スワップ等、革新的財務手法が可能となった。1980年代に多用されたシンジケート・ローンの金利も変動金利であった。同ローンは、ロールオーバー・クレジットといわれ、大企業のクロスオーバーのM&Aで利用された。ここで強調すべきは、変動金利の利用がユーロ市場において中期・長期化し初め、ユーロ・ノート市場が発展したこと、そして、ラフ[revolving underwriting facilities: RUFs]やNIFs等、貸付けの証券化が生じたことであ

る。また、長期資本市場ではユーロ・ボンド市場がFRNs発行の最初であった。以下、ユーロ・ボンド市場におけるハイブリッドな各種債券について明らかにしておきたい。

《上に、ユーゴウの叙述を引いて「ユーロ・ボンド市場がFRNs発行の最初であった」（145頁）とあるが、もしFRNsがユーロ・ボンドの一種であるとすれば包含関係が逆になる。》

短期金利は1960年代には3%～7%の間で動いていたが、後半以降、ユーロ・ダラー市場において短期金利が急上昇し初め、1969年以降10%以上まで上昇したため、投資家は「固定金利の中期・長期資産の獲得と短期預金の流動資金への切り替えとの選択」（145頁）を迫られた。

《流動資金が、通用の概念規定通り、生産量に応じて変化する可変資本、即ち労働力の購入に充てられる部分であるとすれば、上記のユーゴウの叙述からの引用部分の意味はよく掴めない。》

また銀行の財務構造の悪化への直面がユーロ・ダラー市場を発展させた。

さらに、オイル・ショックがFRNs市場を発展させた要因でもあった。このFRNsは、ユーロ銀行間レファレンス・レートと連動して変動する金利による中期・長期資金調達のために発行される国際債と定義される。1970年代にはユーロ資本市場において変動金利を用いた各種ハイブリッド型FRNsが発行されている。1979年に変動・固定金利ノートがアメリカ資本市場と国際金融市場で発行された。この内、変動金利債券は発行時の所定の条件で所有者によって固定金利債に転換できる債券である。またFRNワラント債や株式を購入できるエクイティ・ワラント債のFRNs、さらにまた、3ヶ月LIBORに応じて期間調整した金利で発行されるrolling-rate note、その他、1984年にmismatch FRNsがこの市場で発行されている。

FRNsは1970年代初期に導入され、国際通貨制度が不安定な時期に、3つのサイクルを経て発展した。第1は、国際通貨制度が変動し初める時期、金ドル兌換停止等の国際通貨危機以

降, 1971~1974年までの期間である。短期のユーロ・달러金利は1970年6月には10%前後であったが1972年6月には一旦6%以下まで下がり, 変動相場制へ主要国が移行した後の1974年8月には逆に14%以上まで上昇する等, 変動が繰り返されていた。第2は1974~1979年までで, 短期ユーロ・달러金利は, 2度のオイル・ショックによる世界的インフレーションにより1979年には15%まで上昇した。第3は1980~1984年までで, 金利は20%から10%以下まで急落した。

《続けて, 「こうした(ユーロ・달러)金利の乱高下により投資家は金融資産価値の防衛の必要に迫られることになる」(括弧内は筆者)とあるが, これは, 割引率の一基準値としての変動金利のあまりに激しい変動で特にドル資産価値が大幅に変動するリスクに対処するためには, 同じくLIBORを基準値としたロールオーバー方式のFRNsの活用よりは, むしろ, 運用効率の見通しの効く固定金利資産の保有の方が却って有利になり, 少なくとも変動金利資産と固定金利資産の保有バランスを上手くとることが必要になる, ということの意味しないであろうか。そうした疑問が残った。それを措くなら, 次に見るように, 確かに固定・変動両金利が揃って初めてスワップ取引(おそらくは金利スワップ, クーポン・スワップ等)が可能となったという著者の主張は頷ける。》

変動金利は, 1970年代後半以降, 国際金融市場において活発に利用されて多様な新金融商品へと引き継がれた。伝統的な固定金利に変動金利が相対することによって, ファイナンシャル・スワップ取引が可能となる。各種スワップ, 金融派生商品である先物取引やオプション取引も変動金利の活用による。中でもファイナンシャル・スワップ取引市場は1980年以降急成長を遂げた。そこでその種類と原型を見ておきたい。

国際金融市場では企業間に信用力に応じた格差[quality spread differential: QSD]がある。このQSDによる金利差がスワップ取引の前提

条件となる。スワップには, エクイティ・スワップ, コモディティ・スワップ, 通貨スワップ, 金利スワップの4種がある。通常スワップは債務交換のスワップを意味し, これには金利スワップと通貨スワップがある。それは債務返済におけるキャッシュ・フローの変更による債務返済額及び調達コストの軽減を目的とする。その原型は, パラレル・ローンとバック・ツー・バック・ローンである。この2つの交換方法は, 通貨交換を行うスワップである。

まずパラレル・ローンについてカプナー, マーシャルの解説を参考に検討する。①イギリスに所在する本社(親会社)Bはアメリカに, 米ドルを調達しようとする子会社bを設立している。②他方, アメリカに本社のある親会社Aは, イギリスにポンドを調達しようとする子会社aを設立している。③Bは子会社bのためにイギリスの金融市場で一定期間, ポンドを, 例えば9%のレートで借入れ, それを直物レートでドルと交換してbへ貸付ける。むしろbは, アメリカ金融市場で直接米ドルを借入れることもできるが, bは当地では知名度が低いいため, 資本コストが12%と高い。④他方, Aも同じ立場にある。Aはアメリカ金融市場では10%でドルを調達でき, aによるイギリス金融市場でのポンド調達レートは11%であると仮定する。2つの子会社は自身で借入れると, aはポンド11%, bはドル12%の資本調達コストが掛かる。そこで, AとBが同時に双方の子会社が資本需要を持つことを知っているならば, それぞれ子会社b, aにポンド, ドルをクロスして貸付ける。2子会社が支払う親会社への金利が, 親会社が各々借入れた金利であるならば, 双方共に資本調達コストを2%軽減できる。

他方, バック・ツー・バック・ローンはパラレル・ローンと似た形態で, 主な違いは, バック・ツー・バック・ローンでは親会社同士で直接通貨の貸付けが行われる点にある。AがドルをBに, 同時に, BがポンドをAに貸付ける方法であるから, それは為替リスクを伴う。貸付けに際しては予め, このリスクに対処すべく,

変動・固定金利の別、借入期間、元本返済方法等について同意書を作成することが必要である。ここではお互いが債権者であると同時に債務者であるが、しかし双方が独立している点が重要である。即ち、BがAへの元利返済でデフォルトしても、AのBへの元利返済の義務は残る。

2つの方法の利用に際しては共に、条件に丁度適した取引相手を見つけることは困難であるため、多国籍銀行の仲介が必須である。次いで、通貨スワップ及び金利スワップの構造を見よう。

通貨スワップは、当事者双方が優位な各市場で、その時々¹の直物為替レートで固定して相互に必要な通貨を調達・交換する取引である。それは、元本の交換、金利の交換、それらの債務の交換という3つを含む。金利スワップは固定金利債務と変動金利債務の交換である。また異種通貨で行われる場合もある。その基本は、銀行が仲介し、当事者双方から手数料を受け取ることである。例えば、一方に、(ドル調達で相対的に優位に立ち、) £固定金利の債務の金利負担軽減を目的に、それを\$変動金利にスワップしようとするA企業、他方に、(ポンド調達で相対的に優位に立ち、)\$変動金利の債務の金利負担軽減を目的に、それを£固定金利にスワップしようとするB企業があって、双方を、ある銀行が顧客とする場合、Aは銀行に£固定金利8%を支払ってもらう代わりに、\$LIBOR(%) + 0.3%を銀行に支払う。他方、Bは銀行に\$LIBOR(変動金利)(%)を支払ってもらう代わりに、£固定金利8.2%を支払う。その結果、銀行は£固定金利0.2% + \$変動金利0.3%を利益として受け取る(括弧内は筆者)。金利スワップはこのように、必ず変動金利と固定金利の交換になるが、通貨は同じ場合もあれば異なる場合もある。実際には銀行が通貨・金利スワップを各企業の要望に沿って様々にアレンジする。もし全ての企業が自由に金融市場に接近できるならば、あるいは言い換えて、QSDによる金利差が存在しなければ、スワップ取引は

行われない。企業毎に異なる信用力による金利格差があるからこそスワップ取引が生じる。

《尚そうした信用力上の相互的な比較優位のない2社(156頁)、即ち片方の会社が固定・変動両方の金利格差を決めるQSDで優位に立つ想定を前提に置くエイテマン、ストーンヒル、モフェットに拠る設例は、著者による解説にとって不相応である。》

次に、近年発覚したライボー・スキャンダルについてその本質の解明と対策の提案を試みたい。LIBOR設定のプロセスは現実には、銀行の見積りレートに基づいてルーチン化している。例えば、*The Economist*によれば、18行の申請レートの最上位から4行までと、最下位から4行までの8行の申請レートが削除された後、残り10行による見積レートの平均が毎日のLIBORとなる。そして、銀行には、LIBORが日々設定されるレベルによって自らの損益が決まるため、レート設定を自己に有利に図る誘引がある。こうした設定上の欠点を持つLIBORが世界中の住宅担保ローン、クレジット・ローン、企業の借入、さらにはデリバティブ取引、スワップ取引等の金融取引の基準金利としてグローバルに利用されている。そうした金融資産取引額は、2012年7月13日付*Financial Times*によれば、世界全体で360兆ドル[約2京4,000兆円]に達する。イギリス政府は、今後はLIBORを算出・管理する権限を民間組織である英国銀行協会(British Bankers' Association: BBA)から(旧)英国金融サービス協会(Financial Service Authority: FSA: FSAは2013年4月1日をもって健全性規制機構(Prudential Regulatory Authority: PRA)と金融行為監督機構(Financial Conduct Authority: FCA)に分割され、ツイン・ピークス体制と呼ばれる新たな金融監督体制に移行した)または英国中央銀行に委譲し、その決定プロセスの透明性を担保する意向である(括弧内は筆者)。

LIBORは、ユーロ市場に進出した先進国の多国籍銀行が相互に利用する銀行間貸出金利を設定し、かつ、相手の信用に応じて $+\alpha$ 上乗せ

する金利として普及してきた。特に変動金利が多国籍銀行によって考案されたこと、また多国籍銀行がその利用と普及の主役であったことは認識しておくべきである。その主役の不正によってLIBORの不透明性が明らかになった今、金利設定のプロセスの公的管理による透明性と公正さの確保は、LIBORの存続そのものにとって不可欠である。

《本章では、規制の緩いユーロ市場での多様なリスク・ヘッジ手法が詳細に解説された。特に、1980年代の金融の自由化・国際化に伴う貸付け競争激化による低金利化と時期が一部重なって、主要国の変動相場制へ移行以後激しさを増したユーロ・ドル金利の乱高下により、投資家は金融資産価値の防衛の必要に迫られることになったため、おそらくは、同じくLIBORを基準値としたロールオーバー方式のFRNsの活用よりは、むしろ、運用効率の見通しの効く固定金利資産の保有の方が却って有利になり、少なくとも変動金利資産と固定金利資産の保有バランスを上手くとることが必要になった。しかし他方、LIBOR+ α を基本概念とする変動金利は、貸付の証券化を伴うRUFs, NIFs等の革新的財務手法の開発を触発し続けた点が注目される。またスワップ取引の前提としてQSDが条件となる等の点も教わる所が多かった。こうした諸点そのものも然る事ながら、それら財務手法が、MNCと多国籍銀行の如何なる提携関係に拠って生み出されたかをも網羅する点、及びその提携関係ゆえの両者の結び付きの重要性を説く点とが出色である。もっとも、両者間のそうした様々な紐帯により、両者の関係を抽象化した他ならぬ金融資本〔関係〕がそこで一段と強固になるという論点は、兎角「大企業の銀行離れ」が指摘されがちな現代にあって、その反証を挙げており、著者が学界に一石を投じる功績として優れているだけに、金融資本〔関係〕に言及しなかった点は惜まれる。この点には、続く最後の第5章の紹介の末尾でも触れる。さらにLIBORをめぐるスキャンダルについては、当のLIBORを決める主体が、イギリ

スの大銀行を含むロンドンに拠点を置く日米欧の大手行の申請レートを受けて事に当たるBBAであってはならないという著者の批判は、まさに頂門の一針であった。尚、その後、LIBORの算出・運営を請け負う主体は、2014年2月から、2013年に取引所運営会社のNYSEユーロネクストを買収し、世界最大の株式市場であるニュー・ヨーク証券取引所（NYSE）を傘下に収めた米取引所大手インターコンチネンタル取引所（Intercontinental Exchange: ICE）に決定・移行している〔iFinance, 2016. 〈<http://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar168.html> (2016/12/31)〉〕。】

5

第5章「多国籍銀行の発展と国際化戦略」

最終章の課題は、1980年代以降、総合的金融機関に成長した多国籍銀行と企業の戦略的提携関係を明らかにすることである。

アメリカの銀行の海外進出が増加し初める要因は、1958年のEEC成立による外国為替取引の解禁とヨーロッパの通貨の交換性の回復である。これにより、アメリカの銀行は、EEC域内に一斉に進出したアメリカのMNCのFDIを含む資本需要、資本管理に係わる業務を請け負うようになる。

銀行の国際化の指標は、その海外支店・海外子会社の設立、及び業務の多角化との関連で規定される。

キューリイは、特に第2次大戦後以降急展開したアメリカの銀行の海外進出について詳細に調査した結果、それは、アメリカMNCのヨーロッパ進出に伴う資本需要増と資本管理の必要に応じたもので、そのためには、同地域で資本が自由に移動できるよう、資本・金融面の自由化を促進する規制緩和が前提として必要であり、1980年代以降、その実現によって企業と銀行が共に著しい多国籍化を遂げたことを明らかにした。

さらに1990年代には、アメリカを中心に銀行

のM&Aが1980年代の予測をはるかに上回る勢いで展開した。この時期、多くの国内銀行がBank of AmericaやJ.P. Morgan Chase等を買収されたため、銀行のM&Aが全ての金融業の合併数の60%、金額では70%を占めた。

スレージャーは、1991年の国連の調査に基づいて、国際的に活動する銀行のタイプをリーダー、チャレンジャー、フォロワーの3グループに分類する。リーダーは貸付けシンジケートを組成する支配力を持つCiticorp等全てアメリカの巨大銀行5行、チャレンジャーも主にアメリカ系銀行で、リーダー・グループとシンジケーション・ローンの主幹事役の座をめぐって競争するLloyds等のセカンド・クラスの銀行であり、そして、フォロワーは非アメリカ系銀行で、チャレンジャーより規模の小さいNational Westminster (2000年にThe Royal Bank of Scotland plcに買収され、傘下に入る)等の10行である。これらの銀行は、貸付け、預金引受けで激しく競争しながら、主要国が変動相場制へ移行した後の1970年代後半以降には、為替リスク管理を始めとして、先物、スワップ、オプション等のデリバティブ市場でのヘッジ業務へとその活動の場を広げた。為替市場は1990年代に規模の拡張と共に参加者も増加し、一日の正味取引高はデリバティブ取引を含めると9,000億ドルに達した。2000年にはCiticorp (Citigroup)、Chase Manhattan (J.P. Morgan Chase)、Deutsche Bankの3大外国為替銀行で全体の利益の29%を占めた。またオフショア・センター、ユーロ・カレンシー市場等の成長は、MNCや各国政府にとって最大の資本調達・運用の場の拡張を意味し、多国籍銀行の仲介機能はその中心的役割を担った。それは銀行収益に占める手数料・コミッション等、非金利収益の構成比率の1990年代以降の着実な増大となって表れた (括弧内は筆者)。

銀行の国際化戦略では、業務提携もM&Aと並んで1990年代以降多くなった。その海外進出形態は、代理店・営業所の設立から海外支店・海外子銀行の設立まで幅広く、コンソーシアム

(・バンク) によるM&A金融やその他業務提携も広範に及ぶそうした国際金融網の中で実施された (括弧内は筆者)。

アメリカMNCのヨーロッパ進出に伴う形で初めて巨大銀行も進出を遂げるのは、1960年代に入ってから以降である。多くの海外資産と海外支店を持つアメリカの銀行数は、1960～1980年の間に急増する。それらの海外資産合計は約4億2,000万ドルであり、海外に進出しているアメリカの銀行の資産全体の約25%に相当し、また全てのアメリカ商業銀行の資産総額の14%に達した。さらに1980年代には国際的なM&Aが産業と金融の双方で増加した。特に金融業では規制緩和を要因として商業銀行が他の金融業務へ進出すべく、巨額なM&Aを繰り返した。これにより金融機関数は、1992年末～2000年末の間、11,462から8,315へと減った。小規模銀行の淘汰の他方では同時に、巨大銀行がM&Aによって規模も、またその数さえ増えた点が特徴的であった。オコーナーの調査によると1991～2004年の間、BankAmerica Corporation (Bank of America Corporationの略称) によるSecurity Pacific Corporationの買収とNationsBank Corporationとの合併、さらにJ.P. MorganとChaseの合併、それにCiticorpと保険会社Travelers Groupの合併等が起こった。中でもCiticorpとTravelers Groupによる合併は700億ドルの巨額な合併であり、Citigroupを形成した世界最大の総合銀行保険会社 [bancainsurance company] と呼ばれる金融機関を創出した。特に被合併銀行のTravelers Groupは、その子会社として、生命保険業界で圧倒的な市場シェアを誇る総合金融サービス企業、Solomon Smith Barneyを所有していたため、合併後のCitigroupは、商業銀行業、投資銀行業、それに700億ドル以上の資産と500億ドルの純利益をあげる保険業の3部門を併せ持つ総合金融機関という、まさに総合的金融コングロマリットへと転身した。この合併によりCiticorpの株価は150ドルから187ドルへ、Travelers Groupの株価は70ドルから81ドルへそれぞれ上昇した (但し、2002

年に旧Travelers Groupの保険部門を子会社としてスピノフしている)。アメリカとイギリスの業績評価基準は株価であり、また株式交換で行われるM&Aでは高株価が有利に働くため、株価至上主義経営とM&Aが交互的に連鎖していった(括弧内は筆者)。

《擬制資本が実体経済(M&A)に影響を及ぼした好例と言えるであろう。但し、以上のようなM&A等に拠る商業銀行・投資銀行・保険業務を兼業する金融コングロマリットを制度的に可能にした、1933年Glass Steagall法の一部を無効にするGramm-Leach-Bliley法；1999年金融サービス近代化法(Financial Services Modernization Act of 1999)が、①銀行内部の利益相反関係を招く、また、②証券投資にはリスクが付随し、しばしば巨大な損失に至り、それが預金の健全性を脅かし、また預金保険公社が証券損失の結果として崩壊することになれば、政府および国民は預金保険の破綻を防ぐために多額の支払いを要求されるかも知れず、さらにまた、③預金保険公社は、リスク抑制のための証券業からの行き過ぎた投機の排除を担保できないかも知れない等、2008年金融恐慌でも一部、実際に表面化した幾つかの弊害を同時に伴う点もまた、指摘されなければならないであろう〔ウィキペディア、「グラス・スティーガル法」2014/11/2〈[https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%83%A0%E3%83%BB%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%83%81%E3%83%BB%E3%83%96%E3%83%A9%E3%82%A4%E3%83%AA%E3%83%BC%E6%B3%95](https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%82%B9%E3%83%BB%E3%82%B9%E3%83%86%E3%82%A3%E3%83%BC%E3%82%AC%E3%83%AB%E6%B3%95) (2016/12/5)〉；「グラム・リーチ・ブライリー法」2016/10/10〈<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%83%A0%E3%83%BB%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%83%81%E3%83%BB%E3%83%96%E3%83%A9%E3%82%A4%E3%83%AA%E3%83%BC%E6%B3%95> (2016/12/5)〉参照〕。事実、2008～2009年の金融危機に際して、FDICへの加盟銀行が破綻した場合の預金者1人当たりの預金保険上限額は、2008年9月に一旦取り纏められ、その後大幅に修正されたTARP (Troubled

Assets Relief Program) においてさえ、従前の10万ドルから25万ドルに引き上げられ、負担増を招いている〔井村喜代子(2010)『世界的金融危機の構図』勁草書房、163-164頁参照・参考〕。また、上記②③にも関連して、連邦金融当局は、金融恐慌を踏まえ、1で少しく見た通り、預金保険対象機関、対象機関を支配する企業、1978年国際銀行法第8条に基づき銀行持株会社として扱われる、一部の外国銀行を含む企業、及びそれらの子会社、関係会社(以上、バンキング・エンティティ)に対して、顧客向けサービスと関係のない自己勘定取引やプライベート・エクイティ・ファンド及びヘッジ・ファンドへの投資等を原則、禁止・制限する旨、Dodd-Frank法第619条におけるボルカー・ルールの施行細則を定め、2013年12月に公表した。だが、同時に規制対象を狭め、(1)引受業務関連、(2)マーケット・メイキング、(3)ヘッジ取引、(4)内外政府債等取引、(5)顧客の代行取引、(6)保険会社の取引、(7)外国バンキング・エンティティ、以上の取引の中で、所定の要件を満たし、あるいは制限事項をクリアする取引は自己勘定取引禁止の適用除外とする等、業務制限を緩和する措置も講じられた事、さらには今後、同ルール上の制約を契機にマーケット・メイキングやヘッジ取引が過度に萎縮した場合に生じ得る金融市場の流動性の低下や取引スプレッドの変動への当局の対処・執行と、その金融機関行動や金融市場への影響に留意すべき点が強調される事〔岩井、前掲、参照〕、等に象徴されるように巷間で取り沙汰される「骨抜き」に至ったかは措くとして、Dodd-Frank法が規制一辺倒で機能するとは思えない。さらに、同法による規制が1で展望したようにウォール街の後ろ盾である共和党により緩和・撤廃に向けた強力な圧力を受け続けていくことになる現状に鑑みれば、今後、その方向に向けた法案提出と可決が重なる公算も小さいと言いはない。事実、2017年2月4日付けの報道に拠れば、トランプ大統領は3日、前政権が強化して来た金融規制を抜本的に見直す大統領令に署

名し、財務省等、関連官庁が120日以内に規制を洗い出し、大統領に報告することになり、金融危機の再発防止を最優先にしてきた金融行政の転換点となるという『日本経済新聞』2017/2/4 11:46, 「米金融規制緩和へ大統領令 120日で総点検」〕。但し、同法の中核であるボルカー・ルールを、財務長官候補のムニューチン氏は1月の公聴会で「支持する」と表明している〔同上, 2017/2/5, 「トランプ氏、融資増を優先 金融規制緩和の大統領令」〕。尚、現段階の同法とその種々の限界を併せて俯瞰した文献としては、例えば、若園、前掲、を参照されたい。》

さて、多国籍銀行の典型的な展開形態は、海外支店と海外子銀行の設立である。伝統的な国際銀行サービス業務と同様、預金引受け、ローンの組成等、本国と海外におけるホールセール・バンキングや企業向けの短期貸付け、貿易ファイナンス業務が海外支店の役割である。海外事務所、海外代理店、そして海外支店は、親銀行と一体となって活動し、同組織を構成するため、本国の法的規制を受ける。これに対して、海外子会社は、親銀行と別法人の現地法人として設立されるため、本国の法的規制を免れることになる。このため、親会社が、自身本国で規制されている金融業務を、海外子銀行を活用して海外市場で展開することになる。また1990年以降、国際的M&Aによる大規模化のみならず、業務の多角化が進んで、総合的金融機関が形成された。そこで次に、MNCの海外進出と多国籍銀行の海外子会社の間の結び付きについて明らかにしておきたい。

バーガー、スミスは、MNCのヨーロッパにおける2,000社以上の関連会社がどのような銀行を利用するのかに焦点を当てた調査を行い、多国籍銀行の海外進出形態とMNCのヨーロッパ関連会社の金融業務提携関係を明らかにした。同調査は1996年に実施されたMNCのヨーロッパ関連会社に対する短期金融サービスに限定した調査である。その結果、ヨーロッパ関連会社の2/3が活動拠点となる受入国の銀行を利用し、その銀行の内訳を見ると、1ヵ国以上で

活動するが、続くグローバル銀行に比して活動範囲国数が少ないリージョナル銀行が最多で、次いで、活動範囲が海外、内ヨーロッパ20ヵ国の中少なくとも9ヵ国で活動するグローバル銀行、そして、本国に限ってサービスを提供するローカル銀行の順になっており、必ずしもグローバル銀行だけを選択しているわけではないことが分かる。ヨーロッパ関連会社全体を見ると、受入国銀行を選択する関連会社が66%と最も多く、次に本国銀行、第3国の順であった。また銀行の活動範囲を見ると、MNCの関連会社は、その約35%がグローバル銀行、53%がリージョナル銀行、12%がローカル銀行を選択している。これはヨーロッパ系MNCに限った分析結果で、アメリカMNCであれば、金融能力・技術面で優れた本国銀行を選択したとも推定しうる。だがそのいずれにしても、MNCと銀行の関係は、企業側の戦略と銀行の活動範囲・能力に依存する点に留意する必要がある。

多国籍銀行の資金の調達・運用が活発な国際・金融市場の中核に位置するのがユーロ市場である。ユーロ市場は、ユーロ・カレンシーとユーロ・ボンド、ユーロ・エクイティの3市場から構成されるオフショア・センターである。それに外貨預金・貸付けと外債市場のオンショア・センターを含めた市場が国際金融・資本市場である。中心はユーロ市場である。多国籍銀行とMNCは同市場において新しい金融技術を開発し、そこで利用して成功するとそれは各国国内市場に普及した結果、各国における金融の自由化・国際化も一段と進んだ。

《尚、オフショア・センターないしオフショア市場は、ユーロ市場の一種で、ユーロ取引を、非居住者同士に限って認める市場である。非居住者同士の取引は「外—外」取引と呼ばれるが、国内取引に規制が多い国では、制約の少ない取引を「内外分離」型で認めたのである〔上川孝夫・藤田誠一編（2012）『現代国際金融論（第4版）』有斐閣、89頁〕。》

ユーロ市場中、規模が最大なのはユーロ・カレンシー市場、特にユーロ・달러市場であ

る。それは銀行間貸借市場の中核であり、銀行の資金調達方法ではユーロドルCDや定期預金等が使われる。顧客への貸付けとしては、シンジケート貸付けやユーロ・ノート、それに中期ノートが利用される。ユーロ・ボンドはユーロ通貨建て債券であり、長期の資本調達方法である。1980年代以降の金融業務の多角化は、金融デリバティブ市場の拡大を背景としている。金融資産の将来にわたる価格変動を回避（ヘッジ）するためのそれら金融取引は、先物、オプション、通貨・金利スワップ等である。今日、世界の金融デリバティブ取引の主要なディーラーであり、またマーケット・メーカーであるのは、多国籍銀行である。それら多国籍銀行は、親銀行からデリバティブ・リスクを切り離す目的で、信用力の高い子銀行または金融会社を設立して市場シェア拡大と競争優位を確立した。

1990年代以降、金融機関相互の統合が各国で加速したが、その戦略は様ではなかった。その展開は、自行の得意分野に特化しつつ海外進出と撤退を繰り返すものであった。スレージャーは1980～2004年までの世界の主要な銀行の国際化戦略を分析し、以下の5戦略パターンに分類した。①Accelerating戦略：この戦略を採る銀行は海外進出に積極的であり、主要な金融センターに支店を置く。その国際活動は、海外の金融機関を合併・買収して拡大した後、巨大な組織の整理・統合のためにリストラクチャリングを行う。この戦略パターンを取る有力銀行は多く、Deutsche Bankがその代表である。②Moderate戦略：この戦略パターンは、海外の主要な金融センターに支店ネットワークを築き、合併を行う点はAccelerating戦略と同じであるが、同戦略を採る銀行に影響され、それに対抗するために国際活動を展開するようになった点が特徴的で、Rabobankが一例である。③Established戦略：この戦略を採る銀行は、国際化指向が最も強く、Citigroup等がその典型である。MNCに海外で銀行サービスを提供することを目的とする点に加え、海外活動と国内

活動の両方を相互に適合させようとする点がその特徴である。④Retreating戦略：この戦略グループに属する銀行は、1990年代に国際化を見直し、戦略転換を図った銀行で、とりわけ発展途上国の債務不履行等の危機への対処として海外活動を縮小し、国内でのM&Aを重視するようになったが、2000年以降、ロンドンで投資銀行業を展開したBank of Americaを始め、再度国際化を指向して収益性増大を試み初めた。⑤Imploding戦略：この戦略を採る銀行は、Crédit Lyonnais（2003年にCrédit Agricoleに買収されている）等で、（1980年代に欧米における）経済不況に苦しみ、さらに（1980年代から1990年代にかけて）発展途上国への貸付けでデフォルトを被ったため、それまでの国際化戦略からの撤退を余儀なくされたグループに属する（括弧内は筆者）。

《次いで著者の紹介するBIS規定はバーゼルⅡで、現在は、2010年9月公表（2012年から段階的に導入、2019年から全面的に適用予定）のバーゼルⅢに移行している。2013年3月期から適用された新基準は、2008～2009年の金融恐慌を教訓に、①業績悪化時に配当・自社株買い等を機動的に減らせる「資本保全バッファ」を上乗せした普通株式・内部留保等のTier1、その他Tier1（優先株式等、暖簾等の無形資産・繰延税金資産等は原則普通株式等Tier1から控除）、（その他上乗せ基準として、総与信の過剰な拡大等による金融システム全体のリスクの積み上がりに対し、銀行セクターを将来的な損失から守るため、バッファとしての資本を持つ枠組みとしての「カウンターシクリカル・バッファ」、さらに、大き過ぎて潰せない銀行に對して、バッファとなる「G-SIFIs〔Global Systemically Important Financial Institutions〕サーチャージ」を適用）、②Tier2（劣後債、劣後ローン債及び一般貸倒引当金等）を加算して自己資本を厳格に求める一方、資産の各項目にそれぞれのリスク・ウェイトを乗じて算出した信用リスク、資産の市場変動リスク、及び種々の事故リスクの和を求め、それら両者の比率で

自己資本比率を求める、という全体像からなる。さらに新たなリスク基準として、高品質の流動資産（「適格流動資産」）が、30日間の厳しいストレス下で必要になるネット資金流出額を超過して100%以上になることを求める「流動性カバレッジ比率（Liquidity Coverage Ratio: LCR）」及び、銀行の流動性リスク管理の強靱性を中長期的な観点から高める目的で設定される、流動性を生むことが期待できない資産額（所要安定調達額）に対する、流動性の源となる安定的な利用可能な安定調達額（資本＋預金・市場性調達）の比率が100%を超えることを求める「安定調達比率（Net Stable Funding Ratio: NSFR）」の2つを設定した〔以上、バーゼルⅢに関する詳細は次の大和総研グループのURLの各項目別pdfファイルを参照〈http://www.dir.co.jp/research/report/finance/basel3/20150413_009639.html（2016/ 12/5）〉〕。》

最後に注目しておきたい点は、1990年代以降、銀行の国際化戦略は総じて、グローバル化の中での地域主義化の傾向を強めており、各銀行はそれぞれの地域の特性に応じて金融業務サービスを提供していることである。それは、業務を専門特化し、コア・コンピタンスを追求しながら、それを相互に提携して活用し合う点で、単なる現地化と異なる新しい地域主義化の戦略となっている。

《本章では教わることがことのほか多かった。特に、バーガー、スミスによるMNCのヨーロッパにおける関連会社が必ずしも一様にグローバル銀行のみを頼りに提携関係を築くわけではないという指摘の紹介は、著者の指摘する通りアメリカMNCの場合とは異なる事実関係かも知れないが、最後に指摘された多国籍銀行の展開先地域特性に即したコア・コンピタンス戦略及び銀行間相互提携という新たな地域主義化に関する指摘と併せて、たいへん興味深かった。》

《但し、多国籍銀行とMNCの関係については、関下稔編（1989）『現代金融資本の諸理論：多国籍企業と多国籍銀行の多重的ネットワー

ク』同文館、を始め、先行研究が少なくないので、出来ればこれら内外の研究成果にもその評価も含め、金融資本の現代における資本的紐帯を浮き彫りにした著者自身の功績をあきらかにするためにも、触れて欲しかった。即ち、通貨・金利スワップ等の円滑な実行が多国籍銀行の仲介なしには可能とならず、さらに、証券形態での中期・長期貸付け、FRNs、NIFsも全て多国籍銀行経由で行われるという、著者が第4章で強調した多くの論点は、CP等に拠る資金調達における銀行の特殊な地位を指摘する松井和夫氏の論点やB/Sに出ないプロジェクト・ファイナンスの存在を指摘する中本悟氏の論点等と並んで、一見した限りでは確からしい現代の所謂「大企業の銀行離れ」現象〔同上、66-67頁参照〕に金融資本の紐帯の緩みを認識する見解に対する健全な批判となる。しかも、特に金融の優越性が助長される場合〔松井和夫（1986）『現代アメリカ金融資本研究序説』文真堂、252頁〕、大企業といえども、自身の行動や戦略をそれに調和させなければならないという意味で資金供給システム全体の構造的制約下に置かれる〔同上、257頁〕。著者が詳らかにした銀行経由の新たな形態の資金供給は、そのいずれもが、殊にシステム全体で資本不足状況が生じている場合〔同上、252頁〕そうした金融ヘゲモニーの規定要因として重要性を持つ。即ち、それは、ミンツ、シュワーツが金融資本関係における大銀行の位置付けについて新境地を切り開いた金融ヘゲモニー論〔B. Mintz & M. Schwartz（1985）, *The Power Structure of American Business*, The University of Chicago Press, esp., ch.5、浜川一憲・高田太久吉・松井和夫訳（1994）『企業間ネットワークと取締役兼任制：金融ヘゲモニーの構造』文真堂、特に第5章〕等の独自の概念と範疇を支える貴重な肯定的評価要因として浮上してくることになる。しかも、金融資本の範疇でMNCと多国籍銀行の融合を捕捉しようとするなら、その紐帯となる資本所有関係と相並ぶもう一方の人的結合関係が、第2次大戦後海外に急展開したとされる

アメリカMNCと並行したアメリカ多国籍銀行の間で何時、どれだけ、どのように形成されているかを明示するための分析やその構造を描写するネットワーク分析 [For example, *ibid.*, Appendixes: Data Collection and Analysis for the Mathematical Analysis of Corporate Networks [MACNET]; J. Scott & P.J. Carrington eds., (2011), *The SAGE Handbook of Social Network Analysis*, SAGE Publications Inc.] 等、金融資本に関する一段と深化した分析の必要性を説くまで至ることができたであろう。それだけに、内外の関連先行研究の成果に言及・関与しなかったことは惜しまれる。》

《特に第3章以降を通じて振り返る時、本書は両義的な内容を含むことに気付く。一方には、アメリカ大企業のFDIの大部が利益の再投資で賄われているという事実が示す従前にも増した自己資本の厚みとそれが示唆する銀行が企業に及ぼす力の一源泉となる借入金融への依存度の低下がある。これは企業・銀行間の距離の開きを意味する。しかし他方で、著者が同時に注力して分析して明らかにしたような、経済がグローバル化する最中における、国際的規模での商業信用の利用、銀行の地位が強固なユーロ市場を活用した証券形態での中期・長期貸付け、FRNs, NIFs及びスワップ等、革新的財務手法の大企業と多国籍銀行の戦略的提携下での創出とそれら全ての銀行経由での実行、これらは金融資本の紐帯の強化を意味する。その意義が如何に大きいかを、以下広く国内外の金融資本関係の枠組みの中で順を追って捕捉しておきたい。まず、近年のネットワーク分析を利用した多数の精力的な研究成果に拠れば、金融資本をめぐる評価は国内外で等しく、資本所有と取締役兼任制の両関係について分かれる傾向にある [Representative example: G. Murray & J. Scott eds. (2012), *Financial Elites and Transnational Business: Who Rules the World?*, Edward Elgar Publishing Limited]。始めにデービスやミズルチ等の研究が推し測った取締役兼任関係における銀行の中心性は1980

～1990年代に低下し [*Ibid.*, p.57], 1996年現在、金融機関と産業会社の取締役兼任関係は国際的には相対的に未だ濃度が高いとはいえ、0.07という低位の密度が示すように劣化が著しい [*Ibid.*, p.60]。だが鍵をなす3金融機関、Goldman Sachs, Morgan Stanley, およびAIGは未だ本国のかんりの株式を所有し、古典的な金融資本のパターンを示す [*Ibid.*, p.65]。このように国内の金融資本の2紐帯の現状は対照的である。現在でも産業会社の資本所有と取締役兼任制の両方で広範な社交界であり続けている銀行は僅かにCitigroup1行のみである [*Ibid.*, p.69]。他方国際的な金融資本の現状に眼を転じ、Financial Times Global 500社の資本所有関係を見ると、その3/5が国境を越え、金融市場のグローバルゼーションを伴ったその広範な相互浸透の証拠を示し、それを、マクロ構造として考察すると、大西洋を横断する興味深い関係として、ヨーロッパの金融機関であるBarclaysおよびAXAが主としてアメリカの産業会社の一部を所有し、またアメリカのJ.P. Morgan Chaseがヨーロッパ産業の一部を所有することによって、言わば恩返ししていることが分かる [*Ibid.*, p.65]。コグートとコロマーは、1990年代末現在、一定数の巨大金融機関がグローバルな所有ネットワークにおいて支配的な役割を演じていると報告する [*Ibid.*, p.70]。こうして、特に大西洋を横断的に視る限り、金融機関と産業会社の間資本所有関係は顕著である。しかしそれに対応すべき取締役兼任制は全くない。殊に北大西洋沿岸諸国間を結ぶ取締役兼任制は、資本所有関係から独立し、また、ごく僅かな例外を除いて、国境を越えた取締役兼任制は、戦略的な支配の手段ではない [*Ibid.*, p.69]。つまり、特に国際的な金融資本を代表する大西洋を横断する関係を見ても、アメリカ国内同様、資本所有関係は一部深い、人的結合関係は希薄である。ところで、以上のアメリカ内外の金融資本の状況と並んで重視すべきは、金融界の勢力図を、この半世紀にわたる貯蓄の機関化を背景に塗り替え、ザイトリンや

コッツが描写したかつての銀行程全能ではないが、短期的な金融収益獲得に重点を置いて「会社の支配権市場」を媒介に市場の規律を貫徹させ、以て会社の経営陣が行使する権力を制約する〔“Exit”を軸芯とする〕〔*Ibid.*, p.10 to be used as a reference〕機関投資家の存在である。これを金融資本範疇の中に如何位置付けることが可能であろうか。投資の機関化は顕著で、株式所有者の中心をグローバルに捉えるグラッドフェルダー等のネットワーク分析に拠れば、その象徴的な事実として、現在48カ国に跨がって投資を分散する顕著な株主10者中7者の投資管理会社〔investment management firms〕は、アメリカに拠点を置き、特に自国において、スコットのいわゆる「非人格化された」蓄積と最富裕家族との間の環を成し、金融化を通じた蓄積のネオリベリル派のうねりの中、十分な利益が期待できない会社に対しては、資本を引き揚げるという脅威、言い換えて先の“Exit”を突きつける勢力となった〔*Ibid.*, pp.63-64〕。キャロルに拠れば、この30年間、銀行が担って来た低利回りのリレーションシップ金融を離れて、機関投資家は専ら、持株の価値引き上げを目的に、高リスク・高利回りのトランザクション・ベースでの資産担保型コマーシャル・ペーパー、デリバティブ等を用いた投機活動へと移行し、また資金配分上の権力の中樞になるに従って、金融機関と産業会社間の関係は、一層気紛れなものとなった〔*Ibid.*, p.63-64〕。こうして視ると、銀行に先の投資管理会社や投資信託販売会社〔investment trust sales company〕等を含めて広く金融機関として括る場合にも金融界と財界の繋がりには弱まったことが分かる。さて先の“Exit”の動きに表れる民主主義やキリスト教の流布と相並ぶアメリカの一文化ともいべき強固なウォール・ストリート・ルール、これと対照的な、特に1980年代以降、その持株比率の上昇ゆえ、大量の持株売却時にスリッページが生じるため売るに売れず、株式所有者として「物言う」株主として会社戦略を直接誘導すべく〔“Voice”〕、議決権を始め、権利

行使者としての姿を表し初めた新たな機関投資家像、この2つの何れが、現実を精確に捉えているかは未だ判然としない。さらに、先の大西洋横断的に資本所有関係を示す特にJ.P. Morgan Chaseが、48カ国に渡って巨額な投資を行うアメリカに拠点を置く投資管理会社7社と所有その他の契約関係にあるのか否か、さらにまた、それら投資管理会社と並んで、共和党政権への交替で俄に金融規制をめぐって論議を呼び初めたボルカー・ルールによって一頃投資銀行機能が弱化した銀行持株会社が未だ機関投資家の一角に地歩を占めているのかもまた不明である。この後2者等が、機関投資家を金融資本範疇の中に位置付ける際の問題として残されることになる。しかし最初の問題については、デーヴィスに拠れば、答えは最早明白で、新しい金融資本主義では、所有は集中もしたが同時に流動的で、かつ能動的支配は排除されている。つまり“Exit”が優勢である。即ち、企業年金や低金利の普通預金口座での家計貯蓄からミューチュアル・ファンドへのシフトによる小規模で不安定な持分を通じて、新しい金融資本主義は株式会社を機関投資家に結び付けるが、この世界で権力は既に、“Exit” オプションに移行しているというわけである。だがこの資金配分権力は、その構造を形づくる会社間所有を国境を越えたネットワークに視る場合でも、その連結性の殆どを決める持分が相対的に小規模である以上、不安定にならざるを得ない〔*Ibid.*, pp.70-71〕。この事実、銀行持株会社が、機関投資家の一角に地歩を占めるとしても、あるいはさらに、一大勢力を誇る投資管理会社と関係を有するとしても、それに基づく地位は、結局は、最早、産業会社との紐帯を強めるものではないことを意味する。もしそうであるなら、金融資本の2紐帯は国内外で共に対照的であるが、人的結合に視る中心性は低下し、資本配分権力は分散しているものの、その株式の大半を占有するに至った機関投資家等の介在と並行して、直接的所有者としての地歩さえ大方失ってしまった銀行にとって、残される途こそは、投

融資の内、著者が指摘する特に国内規制から免れたユーロ市場での融資をめぐる大企業との業務提携とその活性化となるはずである。しかしここに来て浮上してきたのが、1と5で見た国内での投融資両方での失地回復のための共和党・トランプ政権によるDodd-Frank法の規制の緩和・撤廃である〔2月5日付け報道によれば、融資を容易にする環境整備を行う大統領令にトランプ氏が署名した（『日本経済新聞』2017/2/5,「トランプ氏、融資増を優先 金融規制緩和の大統領令」）〕。実現すれば、それは、取りも直さず金融資本の国家権力をさえ巻き込んだ紐帯の修復となる。だが、これはあくまで実現した場合の話である。こうして視ると、結果的に、現段階に至るまで、金融資本の紐帯を途切れることなく確実に残してきたことになるのは、次の2点になる。ひとつは、おそらくは、未だ古典的な金融資本のパターンを見せるというごく僅かの巨大銀行持株会社及び巨大保険会社等から構成される金融界総体による産業会社の財務的制約として現代なら集約できる先に見たミンツ、シュワーツに拠る金融ヘゲモニー範疇における銀行・企業間関係である。もうひとつが、このヘゲモニー的関係をも支える位置関係にある、著者が明らかにした、1970年代以降の国際的な革新的財務手法の多国籍銀行との提携関係に拠る創出やこれも既に挙げた、松井氏や中本氏等が析出した銀行と企業との財務的諸関係である。2番目の前者の発展過程を克明に描き出した著者の功績は大きい。》

《ところで、国内を見るとき、製造業大企業〔総資産10億ドル以上〕では、エクイティ・フティナシスでの拠出資本に増大し続ける内部留保を併せた自己資本、これにさらに社債金融を加算した調達額が、1991～2011年のデータ区間中、大きく捉えて常時40%台後半を維持し、社債金融を除く借入金融依存度は10%を割り込む状態が続いてきたが、しかし、金融恐慌が起きた2009年には、おそらくは、特に銀行で最も顕著であったと考えられる自己資本の毀損〔それを中心としたシステミック・リスクの伝染を

シミュレートした試みとして、M.A. Espinosa-Vega & J. Solé (2011), “Cross-Border Financial Surveillance: A Network Perspective”, *Journal of Financial Economic Policy*, Vol.3, No.3 がある；渡部恒彦「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（上）」『流通経済大学論集』Vol.47, No.3 参照〕等の理由で、少なからず落ち込み、その減額を丁度埋める形で、従前ですら30%近く有った「その他の負債」〔未定義〕が膨らんでいる〔嶋野智仁（2014）「金融システムと企業投資に関する国際比較：日米比較を中心に」京都大学大学院経済学研究科、プロジェクトセンター、ディスカッションペーパーシリーズ, No. J-13-002；データは、U.S. Department of Commerce, *Quarterly Financial Report*. <<http://www.econ.kyoto-u.ac.jp/projectcenter/Paper/J-13-002.pdf> (2017/1/27)〕参照・参考〕。この事実が、おそらくは金融ヘゲモニーが機能し、資金供給全体の構造的制約に拠って信用創造も滞る中、統計上、先に見た、ユーロ市場を利用した証券形態での中期・長期貸付けや革新的財務手法であるFRNs, NIFs等の多国籍銀行経由の調達資金源泉への依存度の上昇を意味するの否か、この点は今後明らかにすべき事実認識の問題である。》

おわりに

《本書の各章の概要と特長については、各章末尾での紹介をご覧頂くこととして、繰り返さない。本書は、大要を掴むなら、まず、第1章・第2章でのMNCの発展をめぐる学説史、次いで、第3章・第4章・第5章での、1970年代以降M&Aによって巨大化する多国籍銀行、及びこの巨大銀行と提携してMNCが考案した革新を極めた財務手法の紹介の部分に、二分できよう。前半の奥深い考察と後半の網羅的的確な解説は他に類例を見ない。以上が筆者の若干の論点を交えた著書の概要である。前者は所

詮望蜀の感にすぎない。行論上割愛した部分があったこと、また、ありうべき誤読については著者にお詫びいたしたい。書評を試みるべく再三拝見して改めて教わる所のみ多い本書は、著

者の多年の研鑽に基づく成果であり、MNCの財務戦略を中心とする国際経営財務の行方について研究を志す人達にとって必読書である。》