

## 国際経営財務論の発展と環境

小 林 康 宏

### 目 次

1. はじめに—経営国際化と財務活動の環境—
2. 国際経営財務論の生成と多国籍企業
  - (1) 国際経営財務論の生成
  - (2) 初期の研究—ゼーノフとツヴィックおよびウェストンとソージ—
3. 国際経営財務論の三つの展開と多国籍企業の発展
  - (1) 貿易と国際経営財務論の形成
  - (2) 海外直接投資と国際経営財務論の発展
  - (3) グローバリゼーションと国際経営財務論の環境
4. 国際経営財務論の形成段階—ロビンズとストバウ—
  - (1) 企業間の財務リンク
  - (2) 多国籍企業の財務機能の発展
5. 国際経営財務研究の第2段階
  - (1) 変動相場制と国際経営財務の研究
  - (2) アリバーの外国為替変動に対応する財務活動
6. グローバリゼーションと国際経営財務研究の第3段階
  - (1) 金融資本主義と国際経営財務研究
  - (2) グローバリゼーション下の国際財務活動—カプスギル、ナイト、リーゼンバーガー—
7. 結び

### 1. はじめに—経営国際化と財務活動の環境—

市場競争を基本的原理とする資本主義経済は、必然的に企業の巨大化、大規模企業体制を生み出す。巨大企業が出現したのは、19世紀後半の1880年代から20世紀初頭の1910年代においてであった。世紀の転換期と言われたこの時期に、アメリカ経済においては、第1次企業合同運動が活発に起こり、多くの企業の合併・買収が行われて巨大企業が出現した。US スティール、スタンダードオイル、モルガン銀行など、多くの大企業が産業と金融の両面で独占、寡占の大企業体制を形成していた。この時期の経営財務論は、企業巨大化のための資本調達の方法や証券発行の方法、合併財務の手続き的な内容であった。デューイングの「株式会社の財務政策」(A. S. Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, N. Y., 1919) はその嚆矢であり、当時の株式会社の生涯の財務問題を含んだ体系的な大作である。

その後、それら巨大企業は、20 世紀の資本主義社会を牽引し、100 年後の現代において海外進出とクロスボーダーの合併・買収を行いながら多国籍企業として成長を遂げている。特にその国際化は、1958 年以降からアメリカ企業の EEC 市場への進出、その多国籍企業化から始まった。そして世紀の転換期から 100 年後の今日において、すなわち 1990 年代から 2000 年代初頭のいわば資本主義経済における第二の「世紀の転換期」の中で、それら多国籍企業は、今日のグローバル化を推進し世界経済の中核を担っている。「第一の世紀の転換期」は、企業の水平的合併・買収による巨大化であったが、20 世紀後半の「第二の世紀の転換期」では、巨大企業の国際化、グローバル化が展開され、国際市場において水平的、垂直的な M&A と海外進出が展開されている。巨額な資本を投資してクロスボーダーの M&A を行い多国籍企業として世界経済を牽引する原動力になっている。

後段でも触れるが、グローバル化と多国籍企業との関係は密接である。1989 年には、東西ドイツが統合された。また 1990 年にはソ連邦が崩壊したことで、統合されていた東欧諸国が相次いで独立し、資本主義へと体制転換を遂げ始めた。2000 年以降からは中国が、著しい経済成長を果たし開放政策の中で市場経済化を図っている。これらの一連の変革は、世界経済全体の資本主義化、市場経済化を意味するが、そのことは多国籍企業にとっては広大な市場の拡大を意味することになる。社会主義国をも含めた企業間競争の激化が、グローバル化を促進させている。また旧社会主義国の市場経済化に伴って国有企業の民営化が進められたが、その民営化は企業の株式会社への転換を意味することから、株式、証券の大量の発行を伴うことになった。それが証券投資の国際化をも同時に推し進め、金融経済の国際化を促進する一要因になっている。

多国籍企業と多国籍銀行の海外進出は、海外子会社や海外関連会社の設立、外国企業との提携 (alliance)、国際的 M&A などが海外直接投資 (FDI=Foreign Direct Investment) の形態で行われる。当然にそれらの議決権付普通株の 10% 以上の所有やそれと同等の権益の親会社所有が、海外直接投資の意味するところであるから、親会社 (本社) による所有と支配の集中が行われる。もちろんそれは、国内市場とは環境が異なるために様々な経営・財務リスクを伴う。多国籍企業・銀行の海外活動は、製造業、金融業、サービス業、通信業などあらゆる産業分野に浸透し、各国の経済を統合するようになる。そのことは同時に、外国の社会問題や外国の経済変動が自国に伝播することになる。それらに対して本国政府の経済・金融政策がコントロールできない状況が生まれる。海外のカントリー・リスクが国内に影響を与えることで、企業はそれらのリスクに晒されることになる。例えば、2008 年に起こったアメリカでのサブプライムローン債権の証券化の行き詰まりと、それを原因としたリーマンブラザーズ破綻を含むアメリカの投資銀行 5 行の破綻によるリーマン・ショックの金融危機が世界の金融・資本市場を震撼させた。住宅ローン債権の証券化形態が何度も重複されて複合化された擬制資本の価格の形成とその下落は、肥大化した金融資本主義の崩壊をも意味するようであるが、それが証券価格の下落をもたらし世界市

場に伝播し、各国の不況の要因となっている。

また貿易においてもリスクは生ずる。

アメリカ経済の不況は、特に隣接国カナダ経済に景気後退をもたらすであろう。またアメリカと貿易や経済関係の深い国々はその影響を被る。アメリカへの輸出の多いメキシコ、日本、中国などは輸出鈍化し、それが国内経済の不振につながる。貿易の不振すなわち輸出の停滞は、おのずと国内経済において生産の縮小を余儀なくされるから失業率を増大させることになる。すなわち、各国の経済統合、市場の同質化と相互依存は、ますます各国のリスクをそれぞれにもたらすということを認識しておかねばならない。

企業経営の国際化や多国籍化は、国内経済において産業の空洞化を伴うことも周知のことである。生産活動が国際的に分散して、特にアジア地域に移転することにより先進工業国においては産業の空洞化が深刻である。経営の国際化は、購買、生産、販売の経営過程の海外拡大を意味している。しかしそれは他方では、資本の国際化を伴うことは特に認識しておかねばならない。多国籍企業という資本の循環運動の国際化は、国際経営活動の基本的側面を構成しているからである。国際金融・資本市場はその活動の基礎部分を構成する。特に国内企業の場合には、単一通貨の資本循環であるが、多国籍企業の資本循環運動には複数通貨が含まれる。従って資本の国際化を理解する場合に外国為替市場は国際金融・資本市場とともに重要な財務領域となる。財務活動は本社集権化と現地分権化の財務の権限分化が明確に規定されるようになる。

国際経営財務論は、今日まで三つの発展段階を経ている。第1段階は1970年代初頭までの貿易が中心に国際化が推進された時期である。第2段階は1970年代初期の先進工業国による変動相場制がとられた時期から1990年までの国際化の時期である。そして第3段階は、1990年から今日までのグローバリゼーションと国際的M&Aが活発に行われている時期である。本論文はその三つの発展段階の国際経営財務論を論じ、各段階の内容、特徴を分析している。

## 2. 国際経営財務論の生成と多国籍企業

### (1) 国際経営財務論の生成

国際経営財務 (International Business Finance) の研究は、アメリカやヨーロッパ諸国の先進工業国において成長を遂げた巨大企業が、1960年以降から国際的に活動する多国籍企業へと発展したことと関係が深い。多国籍企業の財務活動、経営の国際化に対応した財務理論がまさにここでの国際経営財務の基本領域である。

国際経営財務の研究は、Multinational Business Finance, Multinational Financial Management とも呼ばれている。その研究は、1960年代の多国籍企業の発展と共に成立したが、その当時、日本は為替レートがまだドルに対して固定相場制であった。従って為替レートも常に変化する状況ではなかったために、企業経営ではそれほど為替レートの変化に注視することもなかった。当時の国際経営財務の研究も国内市場中心の財務理論の延長線上にあり、その応用でもって十分に

国際財務活動に適用できるものであった。

しかしその研究は、1960年代後半から70年代初期（73年まで）にかけて国際金融上の変革があったことにより、その重要性が増してくる。この時期、特に1970年に起こったニクソン・ショックとその後（1973年まで）の先進資本主義国による対ドルとの通貨の交換レートを変動相場制へ移行するという国際金融上の変革は、従来からの国際経営財務論に新しい領域と方法をもたらすことになった。すなわち多国籍企業はその資本の循環運動が国際的に拡大していることから、複数の通貨をその資本循環過程に含んでいる。変動相場制下では、継続的に為替レートが変化するために、それが直接に企業利益に影響する。1960年代からのドルの過剰な流通とドル価値の下落を原因とした先進工業国による変動相場制への移行は、国際経営全体に新しい理論と管理方法を必要とさせることになった。国際経営財務の研究では、外国為替のリスク管理は固定相場制下では財務のほんの一領域でしかなかったが、1970年代初頭からは国際経営活動を行う企業にとって為替相場の変動による為替差損益のヘッジと対応は、日常的な財務戦略として重要な領域になったことと、国際経営財務論の中心領域を形成するようになった。

しかし、国際経営財務の研究は、国内企業を中心とした既存の財務理論を捨象するものではなく、それを基礎にして新しい領域を含んで展開されている。多国籍企業も巨大な株式会社形態であることから、その財務領域も金融・資本市場における資本調達、資本の管理運用、そして資本投資の決定という基本的な枠組みを基礎にしていることは言うまでもない。国際経営財務論は、従来の経営財務論の基本領域を基礎にして、さらに新しい財務問題すなわち国際市場において特有の不確定要因やリスクの処理方法、規制のない自由市場としてのユーロ市場における資本調達、外国為替市場の変化と関わる複数の通貨管理、各国の海外子会社間を循環する国際的な企業内資本移動の管理、そして国際資本予算と海外直接投資及び国際分散投資決定の問題などが含まれる。

## (2) 初期の研究—ゼーノフとツヴィックおよびウェストンとソージ—

国際経営財務論の初期の研究でしかも体系的な理論としては、ゼーノフとツヴィック（David B. Zenoff & Jack Zwick）による *International Financial Management*, Prentice-Hall, 1969（番場嘉一郎監訳、森蘭英輔訳『国際財務管理—理論と事例研究—』ペリかん社、1978年）がある。

ゼーノフとツヴィックは、国際財務管理においては、資本予算や資産管理などの財務管理については国内財務理論の既存体系に基づいて行われることを指摘する。しかし国際資本移動の管理や海外の環境上のリスク評価といった問題は、新しい理論の開拓が必要であると主張している（Zenoff & Zwick 1969, p. 6. 同訳書8ページ）。彼らは、国際経営活動で特に考慮すべき基本要素を次のように指摘する。①外国政府の政策しだいで、企業の所有資産が喪失したり経営活動の自由が阻止されたりする可能性。②国家間の資金移動の制限や在外子会社の資産・利益の面で為替差損が発生したり、受入国又は貸付国の国際収支上の諸問題発生の可能性。③円滑な企業経営を



著しく阻害するインフレが現地国で起きる可能性である (Zenoff & Zwick, 1969, pp. 28-29. 同訳書 32 ページ)。

企業の海外活動は常に国内とは異なった不確定要因を伴う。特に外国企業が受入国経済に対して強い影響力を持つようになると、受入国 (host country) 政府は、外国企業の財産の収用措置を取ることがある。例えば受入国の国益を損なう可能性は、外国企業が受入国内で不公正な競争を引き起こす場合、また配当金、特許料、その他手数料という形態での海外利益の本社送金が、受入国からの資金流出の原因になっており、受入国の国際収支悪化を生じさせていることなどである (Zenoff & Zwick, 1969, pp. 32-33. 同訳書 37 ページ)。このような場合、受入国政府は、外国企業に対して様々な規制を課す。多国籍企業の海外子会社が受入国経済を支配し、市場独占の戦略を本社から指令されている場合などでは、受入国政府の規制が強くとられることになる。

受入国はこうした国益に反するような多国籍企業の行動に対しては各種の規制政策をとるようになる。例えば、現地子会社から親会社への海外利益送金の制限や規制、また国際収支改善の目的から、現地子会社が本国から原材料、製品、部品を輸入することを制限することがある。1970 年以降、アジアの発展途上国では、ローカルコンテンツ規制を設けていることはよく知られている。さらに受入国政府は、「外国人経営者、技術職員の入国人数を厳しく制限したり、外国人所有の事業に対して所得税、売上税、超過利潤税など税務の行政面から差を設けることができる」 (Zenoff & Zwick, 1969, p. 34, 同訳書 39-40 ページ)。

企業の海外進出が活発化し海外所有資産が増加するほど、親会社にとってはこのような危険は高まるが、海外でのこうしたリスクや資産損失の可能性は、カントリー・リスクといわれている。海外活動においては、現地政府の各種政策や平価切下げ、為替管理、インフレーションなどによって、企業の利益と資産を減少させるような受入国の環境上の要因に関して十分な情報を得ておかねばならない。今日の企業経営の目的が、株主価値重視の経営とか企業価値向上の財務政策が強調されている中では、なおさら以上のことがいえるであろう。

またその後の理論に、ウェストンとソージ (J. Fred Weston & Bart W. Sorge, *International Managerial Finance*, Irwin, 1972) の国際経営財務論がある。ウェストンとソージも企業の海外活動において考慮すべき要素を以下のように指摘する。①税制度の違い、②資本移動とその利用に関する現地政府の規制、③輸出入価格の統制及び現地での経営活動に必要な原材料や商品の分配制限、④財政・金融政策に関する問題である。さらには⑤現地通貨の為替レート変動予想が経営活動での収益性評価において重視されなければならないと指摘している (Weston & Sorge, 1972, p. 8)。これらの国際経営上の考慮すべき問題は、資本調達と運用そして投資という財務の基本構造と直接に関係する要素である。国際経営活動においては、その市場競争と市場リスクは国内市場のそれと比べて、その形態や程度において大きな違いがあることが明らかである。

ウェストンとソージは、海外活動における特有のリスクを次のように指摘する。

ある国で生産され他国で販売される商品のコストと価格へのインフレ率の差によるインパク

ト、外国為替レートの変化と平価の切り上げ・切り下げ、通貨と投資のトランスファー規制、受入国による外国投資の収容、法制度の違いなどへの適応である (J. Fred Weston & Bart W. Sorge, *Introduction to International Financial Management*, McGraw-Hill, 1977, pp. 175-176)。そして彼らは、海外活動のリスク形態を政治上、取引上、為替レートの三つに区分し、その程度を次の図表 1-1 で示している。

図表 1-1 海外活動のリスク形態

活動形態	リスク形態		
	取引上	政治上	為替レート
販売活動	10	2	5
ポートフォリオ投資	7	4	10
直接投資と製造活動	2	10	8

程度：10（最高） 5（中間） 1（最小）

出所：J. Fred Weston & Bart W. Sorge, *International Managerial Finance*, Irwin, 1972, p. 57.

図表 1-1 から三つの活動のリスク形態を合計すると為替レートのリスクが 23 と最も高い。しかしすべての活動領域で為替リスクが高いわけではない。

海外の販売活動では、信用取引から生ずる取引上のリスクが大きい。相手企業の支払いが遅延したり支払い不能のリスクがある。その回避には相手国の経済状況や相手企業の信用評価が必要であるが、一つの方法としては、相手国の銀行や信用機関から情報を入手することが必要である。また政治上のリスクは、二国間の契約上の債務履行に政府が干渉するときに発生する。例えば、資金のトランスファーに規制を課す場合などである。新しい法律や規制の制定、通商停止、あるいは関税率の格差の増大、政府による財産収用措置、または特別な事態ではあるが、戦争や敵対的軍事行動などは最も大きなリスクとなる。しかしこうした不確定で潜在的な損失をカバーし、その損失を補償する公的な機関がアメリカでは設けられている。アメリカ政府の代表機関である輸出入銀行、海外民間投資会社 (Overseas Private Investment Corporation) がそれである (Weston & Sorge, 1972, p. 58)。そして為替リスクは、外貨建て取引の場合には、いつでもエクスポージャー (exposure) が発生する。外貨の切り下げは、投資利益を常に損失の危険にさらすことになる。為替レートの変動は、海外直接投資の期待利益を測定するときの不可欠な要素になる。

国際経営活動における金融リスク要因が財務上重要になるのは、1970 年以降からである。1973 年の第 1 次石油危機を元凶とした世界的なインフレーションは、先進工業国ならびに発展途上国とも異常な物価上昇にみまわれたが、現地子会社にとっては、受入国での部品、原材料等の現地調達価格の高騰ならびに労務費の上昇、さらには現地政府による為替管理、外国通貨切り

下げ、高い関税率の賦課が企業にとって資本コスト上昇要因となり財務計画の変更、修正の要因になった。金利変動により金利リスクを認識せざるを得なくなった。

ゼーノフとツヴィックは、既にこうしたインフレ下では「利益獲得能力の防衛」と「既存資産の現実的価値の保護」への対応を強調している。前者については価格政策や費用管理の徹底、後者の政策は、現地子会社の現金や受取勘定など現金類似資産の購買力が現地インフレで減少する恐れがあるから、それら流動資産を低い水準に維持する必要があると述べている（Zenoff & Zwick, 1969, pp. 123-125, 同訳書 139-142 ページ）。

また 1970 年代初期は、先進工業国がドルに対して変動相場制へ移行したが、石油産油国による原油価格の 4 倍増により貿易収支の赤字の累積、そしてドル危機が深まる中で戦後のドルを基軸とした IMF 体制が崩壊せざるを得なくなった。こうした国際金融の激変は、ドルベースで海外戦略を展開しているアメリカ多国籍企業にとっての大きなリスク要因となった。継続的な為替レートの変動が、企業価値を損なうリスク要因となったからである。しかしながら貿易と決済通貨がアメリカドルである場合には、アメリカ多国籍企業にとっては為替変動のリスクがないことから基軸通貨としてのドルベースが有利に働く。

1973 年以降の変動相場制は、それまでの固定相場制の時代の国際経営財務論とは基本的枠組みが異なってくる。貿易が主体であったときの国際経営財務論では、貿易金融、輸出入に関するファイナンス、財務管理組織として本社と海外子会社との財務関係が主な内容であった。変動相場制の時代には、外国為替相場の変動をいかにヘッジするかが多国籍企業の主要な財務戦略になったことから、複数の通貨の為替レートの変動をいかに予測するかが、企業財務の根幹になった。さらに 1990 年以降からのグローバリゼーションの進展は先進工業国のみではなく、急速に経済成長を遂げる発展途上国を含めて、企業の国際化戦略の再構築を迫ることになった。社会主義国を含む世界市場での企業間競争が、クロスボーダー M&A、アライアンスなど新しい財務戦略の領域を形成している。

### 3. 国際経営財務論の三つの展開と多国籍企業の発展

#### (1) 貿易と国際経営財務論の形成

ここでの課題は、商品の輸出入すなわち貿易の視点から経営国際化を捉えていこう。

企業の海外進出は、まずはじめに販売活動の国際化、すなわち輸出から始まる。特に日本の場合に当てはまることであるが、経営に必要な原材料や部品、天然資源を外国から輸入し、優れた工業製品を生産し、それを輸出するという加工貿易が経営国際化の第一段階である。輸出入という貿易が国際化の始まりである。そのことは個別企業の国際化においては、販売活動すなわち販売過程の海外延長であり、海外への市場拡大が経営活動の中心的な目標である。

このように経営の国際化は、商品の輸出という貿易を基礎に展開する。個別企業のレベルでは、購買、生産、販売という過程が最初から全て国際化するのではなく、経営過程最後の段階の

販売活動の国際化, 海外市場を求めてその海外延長が行われる。これは, 国内において商品生産が行われ, 国内需要が停滞し始める段階から海外市場への拡大が行われる。古典的貿易論では, アダム・スミス (Adam Smith) やデービッド・リカード (David Ricardo) の学説に見られるように, 商品の生産と国家間でのその商品の移動に関しては生産費比較優位説がある。自国では, 労働時間と生産費の少ない最も能率的に生産できる商品生産に特化し, それを他国と交換 (貿易) するというのがその考えである。それぞれの国は, 得意な産業分野で生産費の比較優位な商品生産に特化する。それを他国の商品と交換するという二国間での貿易を基礎にした考え方が, 経済学の分野では早くから論じられていた。リカードはそれについて比較優位性の理論を展開した。

しかしながらこの古典派経済学の理論では, 国際的に移動する要素は商品とサービスであって, 資本や労働などの生産要素は国家間での移動はないものとの仮定に立っていた。今日の貿易は, 二国間での取引だけでなく複数の国々との多角的貿易であり, 単一国への輸出品も複数の商品が同時に輸出される。また生産要素の国際的移動も, 資本や労働 (人的資源, 人間の移動) をも含むようになっていく。特に資本主義経済社会の中で, 19世紀初期では, 企業経営の大規模化とその社会的役割の増大に伴って, 経済成長と社会の繁栄において企業組織体が最も重要な主体になったことには, まだ触れられていない。国家間の生産費とその生産物の労働時間の比較でのみ, その優位性が議論されていた段階であった。

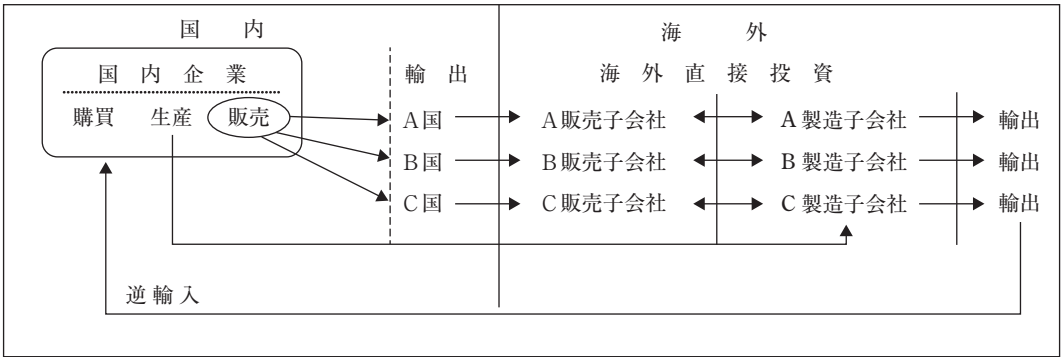
今日の国際社会では, 国際的に移動する要素, 貿易において考慮すべきことは, 国家間というマクロレベルではなく, 個別企業の競争力というミクロレベルの視点から考えなければならない。先進工業国と発展途上国でその中心的な役割を持つ企業経営の戦略や技術, 特許, ノウハウなど, 経営における重要な競争優位を確立するための要素が作り出され国際移動を行うということである。貿易は, 一つの製品が一国だけでなく複数国へ同時に輸出されている。また企業が海外で生産した標準品を輸入 (逆輸入) するという複合的な輸出入が行われているのが第二次世界大戦以後の国際貿易の現実である。いわば面としての, 商品と企業の国際移動によって現代の国際経済が形成されている。

したがって今日の貿易は, 経営資源の国家間での一方通行の移動を考えるのではなく, 一対一の貿易取引として考えるのではない。つまり国家間の貿易取引を点または線として捉えるのではなく, 商品の生産と輸出が, 複数の国と地域を結んだ面 (地域) の中で行われていると捉える必要がある。

貿易における商品輸出に関する古典派経済学では, 商品の輸出の動機は比較生産費を基準に考えられていた。国家全体では, できるだけ少ない労働時間と安い生産費で効率的に生産できることに優位性を求めるという理論で輸出の動機が論じられていた。しかし企業経営上のミクロレベルでは, 海外への輸出は, 生産費の比較のみではなく, 経営戦略上, 売上高増大目標 (市場拡大), 海外の技術水準, 企業間競争の状況, 輸送コスト, 企業特殊優位性 (特許, パテント, 知



図表 1-2 企業活動の国際化段階



識）などから説明されなければならない。

図表 1-2 は、経営国際化の発展段階を示したものであるが、既に述べたように個別企業の国際化の第 1 段階は、企業活動の最終過程である販売活動（販売過程）の海外延長すなわち輸出から始まる。輸出の動機は、海外への市場の拡大、換言すれば売上高増大目標である。国内市場での競争の激化が、海外市場へと駆り立てる。国内売上高と海外売上高との比較、総売上高が企業の財務目標として措定される。海外売上高の増大目標は、さらに総合商社を仲介した間接輸出から、やがて企業自身による直接輸出へ、そして海外販売子会社の設立へと発展する。それは商品輸出から資本輸出へ、すなわち海外直接投資の段階への発展である。このときの財務問題は、外国為替相場の変動が重要となる。輸出の増加は、輸出国通貨の価値上昇をもたらす。日本企業においては、1970 年代後半からの貿易収支の黒字が円高をもたらし、それが輸出から企業の海外進出、すなわち海外直接投資へと展開した。1985 年のプラザ合意後の急激な円高は、特に製造業を中心に日本の大企業のみならず中小企業も含めて急速に海外進出を増加させたことはよく知られている。この段階は、国際化の第 2 段階すなわち海外直接投資による国際化の段階である。

海外直接投資は、まず海外販売子会社の設立から始まる。現地法人としての海外子会社設立は、海外直接投資の形態により行われるが、販売子会社、製造子会社の設立、そして複数国に設立したそれらの海外子会社を地域的に統括する地域本部が設立される。海外子会社の増加は、必然的にそれら子会社の資金調達とその資金管理を目的とした海外金融子会社の設立へと発展する。

本国の企業は、海外販売子会社の設立により海外市場へ浸透するようになると、輸送コスト、製造コスト、輸送時間を削減するために海外製造子会社の設立へと発展する。海外製造子会社を通じて、現地生産による現地市場への販売と、さらに他国への販売が行われるようになる。海外製造子会社が設立されるようになることは、生産活動の海外拡大であるから、それは本格的な生産過程の国際化といえる。このように海外直接投資による海外子会社の設立は、経営国際化の第 2 段階を表している。その場合に海外子会社を新設する（green field investment）場合と外国企

業を合併・買収 (M&A) する場合, または合併事業形態 (joint venture) をとる場合がある。また業務提携 (alliance) の形態もとられる。

しかし日本は, 直接投資の受入れよりも海外直接投資が多いのに加えて, さらに貿易の比重も多いことから, 国際化が二重化されることで急成長を遂げてきた。1985 年のプラザ合意以降, 一層の円高が進行したことから, 製造業を中心に日本企業の海外直接投資が急増した。特に価値生産の生産過程の海外移転は流通過程のそれとは異なっている。そのことが日本経済の空洞化を深刻化させている。さらに企業の海外進出は, おのずと金融機関の海外進出を伴うことから金融の国際化をも進行させた。

後に見るように, 貿易金融と外国為替取引の財務活動及び企業内資金管理, 輸送コスト, 製造コストの内外比較などがこのときの国際経営財務の中心になっていた。

## (2) 海外直接投資と国際経営財務論の発展

IMF の統一基準として, 海外で外国企業の議決権付き普通株 10% 以上所有またはそれと同等の権益 (持分) を取得した場合には, その資本投資は海外直接投資 (FDI=Foreign Direct Investment) に, そしてそれが 10% 未満の場合には, 海外間接 (証券) 投資 (Foreign Indirect Investment) に分類される。したがって投資は 10% 持分取得を基準にしており, それだけ経営権への影響と経営支配力が大きいといえる。また外国企業の持分の 50% 超を所有した場合には, 海外子会社 (foreign subsidiary) を所有したことになり, それ未満は海外関連会社 (foreign affiliates) の規定である。

多国籍企業は, 世界各国にこのような多くの海外子会社および海外関連会社を所有して, グローバルに活動を展開している。国際経営財務の研究は, 国際的に幾つもの企業を所有した垂直的, 水平的な企業集団における資本の調達と管理, 投資の領域から把握しなければならない。

海外に販売子会社を設立することから始まり, 海外需要の増加により製造子会社 (生産工場) を設立する段階は, 価値を生産する機構である生産過程の国際化であることを認識することが重要である。販売という価値実現の流通過程と価値生産の生産過程との海外設置により, 企業経営は本格的な国際化を展開したことになる。日本企業の国際化は, 特に 1985 年のプラザ合意以後の急速な円高により, 東南アジア地域への進出が輸送コストと製造コスト削減を目的に活発になったことはよく知られている。

多国籍企業の海外進出は, その初期形態においては資源獲得を目的にしていた。古くはそれが先進工業国による植民地支配とも結びついたものであった。資源獲得のために海外に支店, 代理店, 外国企業との業務提携を行う国際化は, 資源の調達活動すなわち購買活動の海外展開であり, 流通過程の海外延長であった。

企業の大規模化に伴い輸出の増大と市場拡大の目的から海外に販売子会社を設立して, 購買活動のみでなく販売活動の国際化を達成するようになる。このように企業経営の国際化は, まずは

流通過程の国際化から始まる。そして本格的な国際化は、海外に生産拠点を設立するという海外製造子会社の設立へと発展する。この生産の海外移転すなわち生産過程の国際化は、流通のそれとは意味が異なる。生産過程では、大量の労働者を雇用して価値生産が行われているからである。新しい価値が創造されるプロセスが生産過程であり、それが企業利益創出の源泉である。利益創出の生産機構を国際的に拡大した形態が本格的な国際化といえるであろう。これらの形態は、海外直接投資形態で行われる。

多国籍企業の海外直接投資は、1970年代から先進資本主義国相互間で相互浸透していた。お互いに先進工業国の間で企業が進出し合うことが活発に行われた。それらの国では海外進出形態として貿易から海外直接投資形態へと比重が移っていった。すなわち貿易は、短期的取引であるが、直接投資は長期間にわたって投下資本が海外に固定化されることから、経営財務の問題としては、必然的に長期の視点で投資（支出）とその未来利益を割引計算した現在価値の比較を考える必要が強くなる。つまり長期の資本投資と未来利益の資本還元価値つまり現在価値との比較である。

特に、1985年のプラザ合意後の急激な円高と企業の輸出不振、業績低下、すなわち財務活動では外国為替レート変動からの差損益、エクスポージャー（exposure）といわれる影響が予測できない為替リスクという新たな経営財務の課題を生じさせてきた。外国為替のエクスポージャー対策は、先進工業国が1973年から変動相場制に移行してから、企業の為替リスクヘッジの財務方法として重要性を増し、今日においては財務の主要な領域を占めている。海外に多くの子会社を設立している多国籍企業にとっては、それだけ各種の通貨を調達・運用管理するので、外国為替の変動は国際経営財務の基本的領域になった。クロスボーダーでの各種の通貨の移動に関する本社管理の財務は、多国籍企業独特の資本管理方法を必要とする。

また経営者の戦略的志向、経営計画などを国際的視点から新たに構築する必要があった。財務的には国際的に分散した企業組織を、親会社（本社）はどのようにコントロールするか、海外の金融・資本市場での資本調達のコスト比較、海外利益の本社送金や国際的な資金管理などが従来の経営財務論に加えて新たな財務領域となった。

### (3) グローバリゼーションと国際経営財務論の環境

ここでは前節以降の国際経営財務の理論を振り返りながら、その後の発展、特に1990年以降からのグローバリゼーション下での多国籍企業の財務環境を論ずる。

グローバリゼーション（Globalisation）とは、国際化（Internationalisation）のさらに拡大した状況、特に1990年以降の世界の変化を意味している。1989年にドイツの東西統合、また1990年にはソ連が体制崩壊してロシアから東欧の社会主義国が相次いで独立し、資本主義化していったこと（移行経済化）を契機としている。そのことは、多国籍企業にとっては広大な市場が拡大したことを意味しており、それらの新規市場への進出が先進工業国の多国籍企業においてビジネ

スの拡大に繋がったからである。

それに加えて旧社会主義国、旧ソ連から独立した東欧諸国は、国営企業の民営化を図り市場経済化を達成するために、企業の株式会社化を推し進めた。国営企業の民営化は、株式を民間に発行するために、大量の株式が証券市場に流通し始めた。この国営企業の民営化による株式流通量の増大は、東欧諸国以外でも先進工業国、特にアメリカ以外の国々でも積極的に行われた。1970年代には先進資本主義諸国、特にイギリス、スペイン、フランス、イタリアで国家の財政赤字を原因として国営企業の民営化が積極的に行われた。日本でも国営企業が民営化されてNTT, JR, JTなど民間企業へと再編された。これらは現在は持株会社形態 (holding company) をとっている。

さらにまた2000年以降、発展途上国の経済成長が著しい。特に中国は社会主義経済体制をとりながら改革開放政策を実施して、貿易 (輸出) を中心に国際化を図るために2001年に世界貿易機関 (WTO) に加盟し、資本主義国と経済連携を深めている。また2000年以降から先進工業国の海外直接投資, M&A投資が増大、すなわち先進工業国の多国籍企業の対中国投資が増加している。

これら一連の世界経済の変化は、社会主義国をも含めて地球全体が市場統合の方向で一体化し、各国の市場が同質化する傾向が強くなっている。グローバリゼーションはまさにこのように体制を統合し先進工業国、発展途上国相互の経済関係をより強める状況をつくり出している。こうした変革は、国家間の経済競争を強めるが、多国籍企業においてはますます国際社会に対する国際化戦略を組む必要があった。それはまた、多国籍企業の活動をコントロールする統一した基準の必要性を生じさせた。しかしながら国連やOECDにおいて、統一した統制規程を設けても強制力があるわけではないことから、その活動に多くの問題を生じさせている。

グローバリゼーションとは、人、もの、情報、資本などの経営資源の国際移動はもちろんのこと、このように市場の国際的拡大、国家間の経済社会関係の緊密性の強化を意味するだけではなく、欧米企業の活動基準や海外の経営環境が、多国籍企業と多国籍銀行が各国に進出することによって世界各国に流布し、それが企業経営において統一基準となっていることである。具体的には、世界共通の財務活動基準として用いられるROE、割引現在価値、EVAなどの業績基準をはじめとして、株価極大化、株主価値向上 (企業価値増大)、コーポレートガバナンスの考え方が主張されている。それらは主にアメリカとイギリスの企業経営における活動基準であるが、それがグローバリゼーション下で多国籍企業が各国へ進出することによって、各国で財務活動の評価基準として主張されるようになったのである。つまり国際的な統一基準により多国籍企業の活動の業績を共通の尺度で評価する必要があるからである。機関投資家をはじめとして、株主、投資家の投資判断の基準も同様に共通化されるようになり、それらがグローバル・スタンダードとして一般化されている。

経営財務論においては、株主価値重視、株価極大化が利益極大化に代わって主張されている



が、それは主としてアメリカとイギリスの企業経営における活動目標である。ドイツや日本それにフランスや他のヨーロッパ諸国では、それとは異なった企業文化がある。売上高増大や市場占有率の増大、消費者の満足度増大などが日本企業の風土上の特徴である。しかしながら、投資の国際化の中で外国人投資家（法人株主、機関投資家など）が台頭する株主構造では、当然の如く国際的な投資基準による評価が株価に影響するために、経営者の活動もアメリカやイギリスでの統一基準に沿ったものになっている。

#### 4. 国際経営財務論の形成段階—ロビンズとストバウ—

##### (1) 企業間の財務リンク

国際経営財務論の環境は、1960年代からの国際経済の変化の影響が大きい。世界経済では、先進工業国の貿易の増大、さらには1970年代からの大企業による海外直接投資の相互浸透、そして既に指摘したグローバリゼーションの進展が、その要因として指摘できる。

また直接には指摘していないが、こうした経済の国際化は、同時に金融経済の国際化をも誘発するが、多国籍企業と多国籍銀行の財務活動は、金融の国際化の中で著しく発展した。また1960年代後半から拡大したユーロ市場が、多国籍企業と多国籍銀行の資本調達、デリバティブなどの新しい財務革新技法の開発、国際資本投資の領域になったことである。また1990年以降は、多国籍企業と多国籍銀行において、企業の国際経営戦略の一環として、クロスボーダーのM&Aが盛んに行われて国際企業競争が展開されている。こうした一連の環境変化が、国際経営財務論形成と発展の要因である。

本項では、国際経営財務論の発展を三つの段階に分けて考察している。第一は、1958年以来、西ヨーロッパが戦後の経済復興を遂げて、さらなる経済成長をめざしてEECの成立を果たしたが、そこへアメリカ大企業が大量に進出したことから、戦後の国際経営が始まった。そのEECに進出したアメリカ巨大企業が多国籍企業と呼ばれるようになったことは既によく知られている。それが同時に、国際経営財務論の形成と関連していると考えることができる。その形成は、1960年から変動相場制が普及する1970年代中頃までの時期と考えてよいであろう。この時期は、アメリカの多国籍企業と多国籍銀行の海外活動が活発になる時期であり、いわば国際経営財務論の形成期といえるであろう。その時期の国際経営財務論の研究は、以下の通りである。

既に触れたゼーノフとツヴィックによる *International Financial Management*, prentice-hall, 1969. (森蘭英輔訳『国際財務管理—理論と事例研究—』ぺりかん社, 1978年) や J. Fred Weston & Bart W. Sorge らの *International Managerial Finance*, Irwin, 1972) がある。また J. Fred Weston & Bart W. Sorge は、1977年には *Introduction to International Financial Management*, McGraw-Hill を著している。

その他に有名なのは、ロビンズとストバウ (Sidney M. Robbins & Robert B. Stobaugh) の共著による *Money in the Multinational Enterprise: A study in Financial Policy*, Basic Books, Inc.,

1973 がある。

また David B. Zenoff の編集による *Corporate Finance in Multinational Companies* (edited), Euromoney Publications, 1986 があるが、これは、特にアメリカの多国籍企業の財務管理機能の具体的な事例研究である。また Harvey A. Poniachek (edited) の編集による論文集 *International Corporate Finance*, Unwin Hyman, 1989. がある。

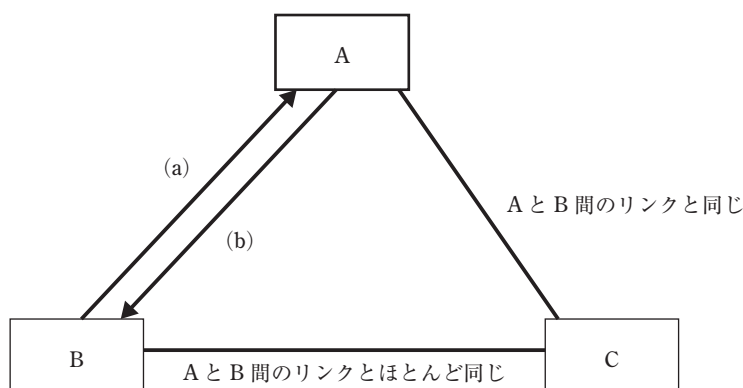
そしてロビンズとストバウの共著による *Money in the Multinational Enterprise: A study in Financial Policy* では、特に国際財務機能の発展形態が論じられている。ここでは、その特徴を見ておこう。

ロビンズとストバウは、アメリカ多国籍企業の経営者や政府、国際機関、銀行、会計法人など多くの専門家とのインタビューを行って、企業の国際財務活動に関する資料を収集し、それに基づいて国内企業の財務管理と比較しながら多国籍企業の財務管理を明らかにしている。彼らの研究はアメリカ企業に限定されたものになっている。

そして 1966 年当時のアメリカ製造業とその海外子会社との資金の流れを次のように説明している。アメリカ製造業がその海外子会社から受け取った利益の中では、その 96% が配当金形態であった、と指摘している (Robbins & Stobaugh, 1973, p. 3)。

図表 1-3 は、親子会社間の資金の流れを示している。財務連結には 12 の財務リンク (資金の流れ) があり、親子会社間の資金の流れの基本パターンを示している。A は親会社、B と C は海外子会社である。親会社は資金管理において、どの子会社が資金不足または資金余剰であるか

図表 1-3 多国籍企業の親子会社間における財務的リンク



(a) は、子会社 B から親会社 A への資金の流れ (A の受け取り) であり、7 つの財務リンクが含まれる。

①親会社への配当金、②製品購入代金支払い、③短期借入金利息支払い、④長期借入金利息支払い、⑤債務勘定の利息支払い、⑥サービス (マネジメント料など) の支払い、⑦ノウハウ (ロイヤリティ) 支払い

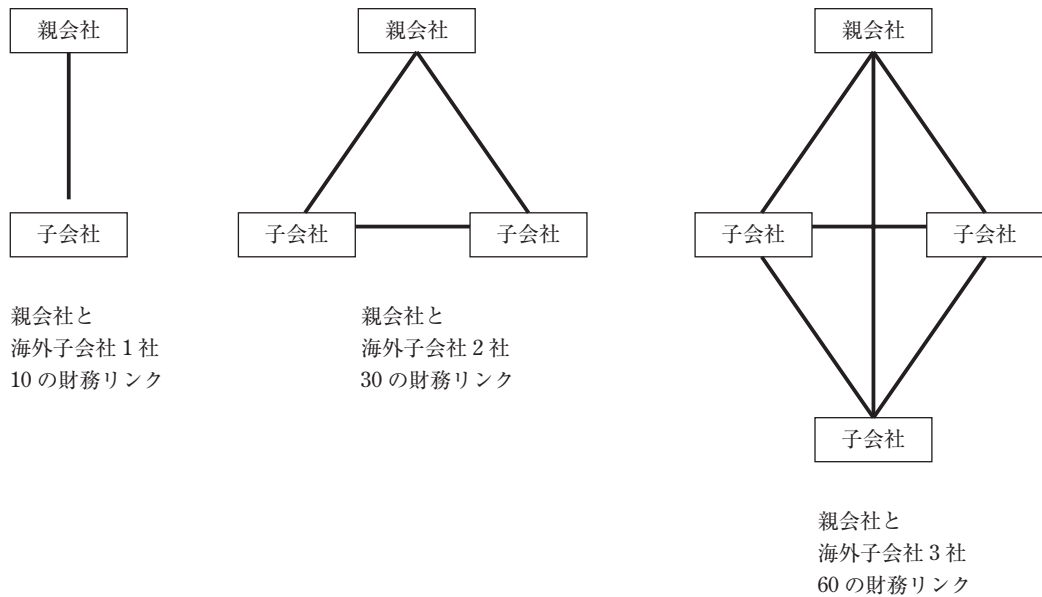
(b) は、親会社 A から子会社 B への資金の流れ (A の支払い) であり、5 つの財務リンクが含まれる

⑧短期貸付、⑨長期貸付、⑩製品販売の売上債権信用供与、⑪マネジメント料受取の信用供与、⑫ロイヤリティ受取の信用供与である。子会社 B と C の間の財務リンクは、AB 間とほぼ同じであるが、子会社同士の財務的連結には株式所有が含まれていない場合には、①の財務リンクは存在しない。

注: (a) と (b) の内容は、筆者が加筆したものである。

出所: Sidney M. Robbins & Robert B. Stobaugh, *Money in the Multinational Enterprise*, Basic Books Inc., 1973, p. 14.

図表 1-4 会社相互間の財務リンクへの子会社数の影響



出所：図表 1-3 と同じ。p. 16.

を把握して効率的な管理を行う。ただ子会社相互間の資金の流れと親子会社間での資金の流れとは同じではない。子会社相互間では株式の所有がなければ配当金の流れはない。またマネジメント料やロイヤルティの流れもないことがあるからである。

この財務的連結は、子会社の数が増えると、増幅しはじめる。上の図表 1-4 がそれを示している。子会社が 1 社の場合には財務連結は一つで資金の流れはこの場合は 10 リンクである。子会社が 2 社の場合は既述のように財務連結は三つに増え、その財務リンクは 3 倍に増加する。そして子会社が 3 社に増えると、その財務連結は六つに増加して、財務リンクは 6 倍に増幅する。多国籍企業は海外に多くの子会社を所有しているから、資金の流れは数えきれないほどになる。海外子会社数の増大は財務連結を円環状に増幅することになる。そのことから、その管理は国内企業とは比べものにはならないほど複雑になることを理解できる。

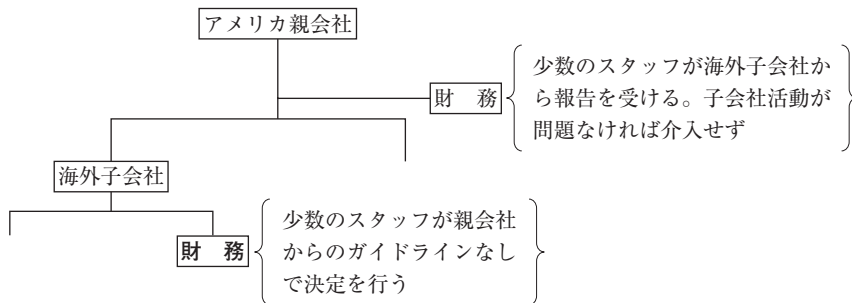
海外子会社数が増大し、財務連結の増加、資金の流れの数が増えることはそれだけリスクも増加することになる。その流れが国境を越えることから、資本の移動管理が重要な財務管理となる。ロビンズとストバウは、過去においてアメリカ多国籍企業が直面したリスクは、外貨の平価切下げ（ドル切り上げ）であったという。そして彼らは、通貨の転換（conversion）と換算（translation）を説明している（Robbins & Stobaugh, 1973, p. 22）。転換は実際の取引が行われ資金決済の時に為替レートの変動により発生するリスクであるが、換算は、財務諸表上の記載金額の変更である。後者の方法は、貨幣・非貨幣項目区分法や流動・非流動項目区分法が用いられるのが一般的である。現在レートと取得時のヒストリカル・レートで換算されるが、ロビンズとストバウはそれらを基本的な方法で説明している。

## (2) 多国籍企業の財務機能の発展

またロビンズとストバウは、多国籍企業の規模拡大につれて、その財務機能が3段階で発展（小規模、中規模、大規模）することをその著書の第3章で説明し、国際財務活動を統制するためにはどのように企業全体を組織するか、をまとめている。

## 多国籍企業の財務機能の発展

図表 1-5 最初の小規模の段階

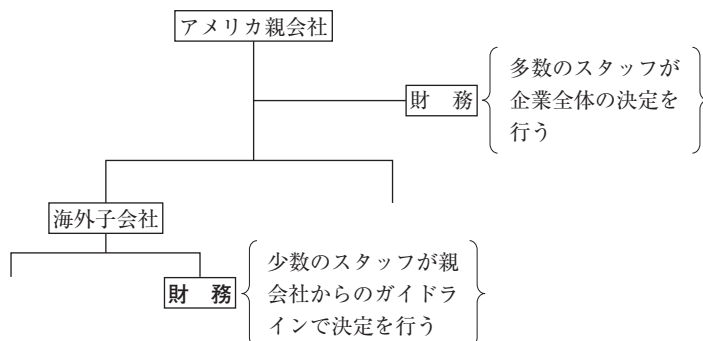


出所：図表 1-3 と同じ。p. 38.

ロビンズとストバウによれば、この小規模多国籍企業の初期形態の段階（1969 年）では、海外子会社を 6 カ国から 12 カ国に所有している企業である。海外活動での売上高は 2000 万ドルから 1 億ドルであり、企業全体の売上高の 10% から 20% の小規模多国籍企業である（Robbins & Stobaugh, 1973, p. 38）。本社の海外財務担当者も少人数であり海外子会社の財務担当者も少ない。親子会社間の相互の連携もまだ見られない段階である。海外活動が活発になり規模増大すると第 2 形態へと発展する。

海外活動の増大、海外子会社数の増加は会社間の財務的連結を増加させるから、全体の強い統制が本社の財務活動において必要になる。

図表 1-6 第 2 の中規模発展段階



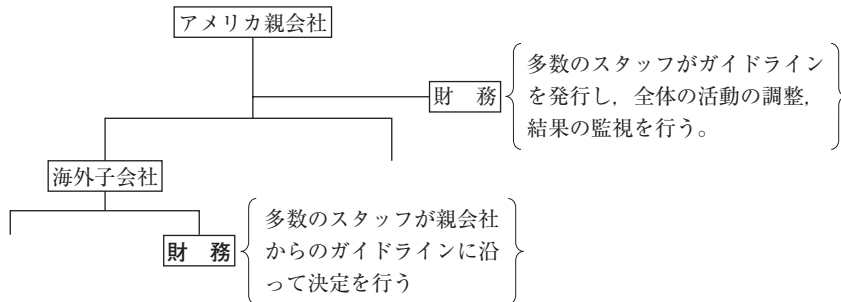
出所：図表 1-3 に同じ。p. 39.

この第 2 の局面では、多国籍企業の本社スタッフは、海外財務活動の最も重要な財務決定を行い、しばしば海外子会社に命令（注文）を出す。企業規模は総売上高 1 億ドルから 5 億ドルに達



した企業である。海外子会社が10カ国から20カ国で製造活動をしている中規模な多国籍企業である。海外子会社の売上高が、企業全体の売上高の15%から30%に達した企業である（Robbins & Stobaugh, 1973, pp. 40-41）。

図表 1-7 第3の大規模発展段階



出所：図表 1-3 に同じ。p. 42.

第3段階へ拡大した企業は、海外売上高5億ドル以上の最大規模の多国籍企業である。海外活動と海外子会社数の増加は、本社に海外活動に関する財務決定の強い権限を維持する必要性を生ずる。海外子会社は、本社が作成したルールブックに従って権限が与えられる。海外子会社の経営者には、本社作成のルールブックにおけるガイドラインに従った決定権限が与えられている（Robbins & Stobaugh, 1973, p. 43）。

第2段階から第3段階への発展における財務戦略の変化は、財務活動の複雑性の増大を伴っているために、通常の子会社とは別に地域財務本部の創出を必要とする。その財務本部の経営者は、彼らの地域内の子会社間の財務リンクを利用することによって利益獲得の機会を開発しようと試みる。地域財務グループの真の効果は、既存の地域内の子会社間の取引にはより最適化を許容し決定ルールにはあまり依存しないことであるが、「しかし地域本部を持つ企業においては、異なった地域に設立された子会社間の取引はルールブックによってコントロールされる傾向がある」（Robbins & Stobaugh, 1973, p. 43）。

ロビンズとストバウは、このように多国籍企業の規模と財務活動を明確に実態調査に基づいて明らかにしており、国内財務活動との比較も明確に示した内容であり、基本的な財務活動を踏まえた分析として評価できるものである。

## 5. 国際経営財務研究の第2段階

### (1) 変動相場制と国際経営財務の研究

国際経営財務論の第二の発展は、1970年代中頃から90年代初頭までであり、特に1970年代初期に変動相場制がとられるようになった国際金融上の変革と多国籍企業の経営財務の変化を論じた理論である。それは以下のように多くある。

\*David K. Eiteman & Arhtur I. Stonehill, *Multinational Business Finance*, Third Edition, Addison

-Wesley, 1982.

このエイテマンとストーンヒル (Eiteman & Stonehill) による共著 *Multinational Business Finance* は、後に共著者としてモフェット (Michael H. Moffett) が加わり 1995 年より改訂されて内容が充実している。この第二の発展では、その多くが外国為替レート変動の財務戦略を扱っている。内容の特徴は、外国為替市場とその機能や為替エクスポージャー防衛の政策の背景として、国際通貨制度、国際収支の問題と為替変動が論じられる著作が多くある。以下の文献が第二の発展を扱った財務論の代表作である。

\*GÖRAN BERGENDAHL, *International Financial Management*, Kluwer, 1982.

\*Allen Sweeny & Robert Rachlin (edited), *Handbook of International Financial Management*, McGraw-Hill, 1984.

\*J. B. Holland, *International Financial Management*, Basil Blackwell, 1986.

\*Adorian Buckley, *Multinational Finance*, Fourth edition, Prentice-Hall, 1986.

\*Fuad A. Abdullah, *Financial Management for the Multinational Firms*, Prentice-Hall, 1987.

\*William R. Forks, Jr. & Raj Aggarwal, *International Dimensions of Financial Management*, PWS KENT, 1988.

\*Robert Z. Aliber (edited), *Handbook of International Financial Management*, Dow Jones-Irwin, 1989.

特に 1980 年代に多く出版されたこれらの著作の特徴は、外国為替のリスク、為替エクスポージャーから企業利益と資産価値をどのように防衛するかが主要な課題とされている。海外直接投資の相互浸透とその未来利益の算定が財務活動においては企業業績判定に重要となること、さらには、それは多国籍企業の資本循環活動に複数の通貨、異種通貨が含まれてくるから、それを企業本体の通貨 (機能通貨 = functional currency) に換算し、統合、統一化することで企業業績がはじめて算定できるからである。従って資産、費用、売上高、利益、企業価値など、企業のキャッシュフローの配分と管理が重要な財務活動になったからである。カブスギルたち (Cavusgil at all.) によれば、機能通貨とは親会社が居住する経済社会における通貨を意味している (Cavusgil at all. 2013, p. 114)。

## (2) アリバーの外国為替変動に対応する財務活動

アリバーは、資本予算、資金管理、資本構成、証券投資などの財務活動を説明するに当たって、外国為替の変動と国内、海外の金利が企業の利益に与える影響を論じている。アリバーの理論は、特に海外活動において選択すべき通貨の種類を問題とする。本節では、アリバーの以下の文献を参照して検討する。

Robert Z. Aliber, *The Multinational Paradigm*, MIT Press, 1993. (岡本康雄訳『多国籍企業パラダイム』文真堂, 1996 年)。

特に海外子会社を設立している現地の通貨建てで社債を発行する場合の合理性は、外国為替のエクスポージャーを最小化することであり、そして故に外国通貨の減価によって起こる利益において生ずる減少を最小化することである（Aliber, 1993, p. 47 参照。同訳書 37 ページ）。アリバーは、企業の海外活動の拡大に資本投入するための通貨の選択は、負債の通貨の種類であると述べている。そしてその財務活動を以下の①～③のように明らかにしている。

#### ①現金収支の管理

日常的な財務管理の課題は、現金収支、運転資金の管理である。通貨が一種類であれば、現金収支管理の課題は、「貨幣ないし現金の最適保有水準をどう決定するか」ということである（Aliber, 1993, p. 74. 同訳書 57 ページ）。

複数種類で通貨を所有した場合の現金管理の問題は、各通貨の保有量を最適化することである。その場合に、最適保有量は、借入れコストと取引コストを最小化するためであるが、しかしより重要なことは、為替レートの不確実性の下では、「それは1国通貨の範囲で現金収支を管理する場合の収益とコスト節約額よりも、ある期間内でその何倍にもなりうるような為替レートの変動による収益とコストの節約にどう対応するかという問題」なのである（Aliber 1993, p. 75. 同訳書 58 ページ）。「現金管理の決定に対する模範的な問題は、為替レートの変動について予測を成功させて得る利益が、高い利子払いと予測の失敗によって起こるコストとを対応させた場合、価値があるかどうかということである」（Aliber, 1993, p. 76. 同訳書 59 ページ）。

特に「現金管理と外国為替の変動」における課題は、外国通貨での債権・債務のバランスの問題であり、とりわけキャッシュフローの通貨別組み合わせと為替変動との関係である。為替レートの変動が「通貨ごとの受取額・資産額と支払額・債務額との関係」（Aliber, 1993, p. 82. 同訳書 64 ページ）に影響を与えるか否かの分析が、常に日常的な財務活動において重要である。

#### ②資本予算の決定

資本予算の下で投資決定が遂行されるが、その投資の決定基準は、通常、財務理論においては企業の市場価値の増大すなわち株価極大化である。それは新規投資による将来の予想利益とその投資プロジェクトの割引率すなわち資本コストが関連要素である。資本コストは、現在価値を導く割引率、必要最低利益率（切捨率）であるが、ここでの問題は資本コストをどのように算定するかである。

アリバーは、資本予算の決定を具体化する作業として、この二つの要素について以下のように述べている。「第1に、新規投資の期待収益の推定は、測定する利潤の相当部分が物価水準の上昇を反映する故に、複雑なものになる。第2に、資本コストは、インフレ率の変化によって変わり、このため期待収益を割引きするさいに用いる利子率が変わる」（Aliber, 1993, p. 86. 同訳書 67 ページ）。すなわち国際市場においては、将来の予想利益への影響は、各国のインフレーション

ンの差異を予想利益の計算にどのように含めるかという問題であるが、それが二つの要素に同じ程度に影響するのであれば、それほど問題視することはないであろう。

多国籍企業にとっての問題は、複数通貨の世界では「海外子会社の、さらには輸出のためのキャッシュフローの推定を含む」ことである (Aliber, 1993, p. 87. 同訳書 68 ページ)。外国の政治や経済変動の中での将来キャッシュフローの算定は、国内のそれよりも当然に高いリスクを含むことになる。また第 2 の要素として、「外国通貨でのキャッシュフローを割り引くために、どのような利子率を選択するかという問題」が含まれる (Aliber, 1993, p. 87. 同訳書 68 ページ)。海外での経済・社会環境を考慮すれば、当然に国内よりも割引率としての利子率は高いものになるであろう。割引率として、国内の利子率を用いるか、または海外の利子率を用いるかという問題は、資本調達をどこで行ったか、どこで通貨で調達したか、と対応するであろう。

### ③資本構成と多国籍企業パラダイム

財務担当者の主要な関心は、「企業の資本コストを最小にするような、負債と自己資本の比率に到達することである」(Aliber, 1993, p. 89. 同訳書 70 ページ)。将来の予想利益が一定と仮定すれば、負債利用は節税効果を持つが、負債比率の上昇は、それだけ倒産リスクを増大させることになる、ということは財務の一般理論で示されていることである。多国籍企業においては、各子会社の資本構成をどのような比率にするかについては、国別差異を考えることが必要である。銀行と企業の関係が深い日本やドイツでは負債比率は高いが、アメリカでは 50% が一般的であろう。海外子会社の資本構成は、「企業の税支払額全体を最小化すべく処理される」(Aliber, 1993, p. 90. 同訳書 70 ページ) ことが望ましいであろう。

アリバーは、結論として、「多国籍企業のマネジャーにとって鍵となる財務問題は、財務的決定を分権化し、外国為替の変動にさらされる程度と外国為替の変動に基づいて生まれる利得と損失を最小化するか、それとも外国為替上の損失を時々蒙るとしても、正味借入コストを最小化する方法として財務的決定を集権化するか、そのいずれかをとるかということである」と指摘する (Aliber, 1993, p. 91. 同訳書 71 ページ)。

アリバーの財務論は、為替変動との関係で資本調達問題に傾斜した内容になっているところが特徴である。第 1 段階のロビンズとストバウにみられる財務機能と企業内資本管理についてはあまり触れられていない。

## 6. グローバリゼーションと国際経営財務研究の第 3 段階

### (1) 金融資本主義と国際経営財務研究

国際経営財務論の第三の発展は、1990 年から現在までのグローバリゼーションと金融資本主義の変動の中での多国籍企業の財務行動を課題としたものである。それは次のような著作が主なものである。Michael Connolly の *International Business Finance* は、全体が外国為替のヘッジや



機能，構造を論じたものになっている。

以下の文献はこの時期の代表作である。長年，版を重ねて内容を充実させてきた著作は，David K. Eiteman と Arthtur I. Stonehill, そして Michael H. Moffett による共著 *Multinational Business Finance*, 12<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, 2010 は有名である。

- \* Ephraim Clark, Michel Levasseur and Ratrick Rousseau, *International Finance*, Chapman & Hall, 1993.
- \* Maximo V. Eng, Francis A. Lees & Laurence J. Mauer, *Global Finance*, Harper Collins, 1995.
- \* Thomas W. McRae, *International Business Finance*, Wiley, 1996.
- \* Derek Ross, *International Treasury Management*, Third edition, Euromoney Publications, 1996.
- \* Thomas J. O'brien, *Global Financial Management*, John wiley & Sons, 1996.
- \* Mark R. Eaker, Frank J. Fabozzi & Dwight Grant, *International Corporate Finance*, The Dryden Press, 1996.
- \* Reid W. Click & Joshua D. Coval, *The Theory and Practice of International Financial Management*, Prentice Hall, 2002.
- \* Jeff Madura, *International Financial Management*, 7<sup>th</sup> Edition, 2003.
- \* Roy L. Crum, Eugene & Joel F. Houston, *Fundamentals of International Finance*, Thomson, 2005.
- \* Kirt C. Butler, *Multinational Finance*, Fourth edition, John Wiley & Sons, 2008.
- \* David K. Eiteman & Arthtur I. Stonehill, Michael H. Moffett, *Multinational Business Finance*, 12<sup>th</sup> Edition, Prentice-Hall, 2010.
- \* Suk Kim & Seung H. Kim, *Global Corporate Finance*, Six edition Blackwell, 2006.
- \* Michael Moffett, Arthur Stonehill and David Eiteman, *Fundamentals of Multinational Finance*, (edition IV), Prentice-Hall, 2012.
- \* Michael Connolly, *International Business Finance*, Routledge, 2007.
- \* Alan C. Shapiro, *Multinational Financial Management*, (Ninth Edition), John wiley & Sons, 2010.
- \* Jeff Madura & Poland Fox, *International Financial Management*, Thomson, 2007.
- \* Kenneth A. Kim, *Global Corporate Finance: A Focused Approach*, World Scientific, 2011.
- \* J. Ashok Robin, *International Corporate Finance*, McGraw-Hill, 2011.
- \* Cheol S. Eun, Bruce G. Resnick, *International Financial Management*, Fourth Edition, 2007.
- \* Cheol S. Eun, Bruce G. Resnick, Sanjiv. Sabherwal, *International Finance*, Sixth Edition, McGraw-Hill, 2012.
- \* Greert Bekart, Robert Hodrick, *International Financial Management*, Second Edition, Pearson, 2012.

ここに掲載したものは、国際経営財務の全体を体系的に論じた著書である。もちろん海外直接投資を中心としたものや外国為替のリスクヘッジを中心としたもの、国際トランスファー・プライシングに特化したものなど、多くの文献が 2000 年以降に出版されている。それぞれの内容については別の機会に触れることとする。特に 1990 年以降のグローバル化に対応した国際経営財務論では、国際金融市場での投資方法や国際市場による評価を領域に取り入れて論じているところが特徴といえよう。

国際経営財務論の発展過程を見ると、それは、金融が肥大化した金融・資本市場を反映したものと理解できる。機関投資家中心の金融資産投資と金融商品、財務技術の発展を伴う金融資本主義の時代を反映したものである。しかしそれは他方では、短期的な金融利益取得の金融資産への投資行動が、企業の持続的な成長指向を疎外するという問題を秘めていたことも事実である。金融資本主義では、アメリカの住宅ローンやその他債権の証券化 (securitization) の財務行動、スワップや先物取引、オプション取引といった金融派生商品の普及とその利用が、金融市場の肥大化を生じさせた。そしてそれが現実の価値生産や企業活動を先導したことが、住宅バブルの崩壊に始まり、金融危機が世界の証券市場に伝播し、金融商品の価格下落を発生させて、国際金融市場を震撼させたことは周知のことである。

## (2) グローバリゼーション下の国際財務活動—カブスギル、ナイト、リーゼンバーガー—

ここでは、グローバリゼーションの下での多国籍企業の財務活動についてカブスギル、ナイト、リーゼンバーガー (S. Tamer Cavusgil, Gary Knight, John R. Riesenberger) の著書 *Framework for International Business*, Peason, 2013. を中心に検討しよう。

彼ら (Cavusgil et al. 2013) は、その財務活動を次の五つに分けている。①国際化のための資本調達、②キャッシュフロー管理、③資本予算の改善、④通貨リスク管理、⑤会計と税の実践管理、の領域である (Cavusgil et al. 2013, p. 110)。

### ①国際化のための資本調達

企業は短期と長期の資本調達を行うが、多国籍企業は、グローバルな通貨市場で資本調達を行う。その市場は世界の主要な金融センター、例えばニューヨーク、東京、ロンドンの三大中心地に集中している。そのほかでは「セカンダリーセンターとしては、フランクフルト、香港、パリ、サンフランシスコ、シンガポール、シドニー、そしてチューリッヒ」である (Cavusgil et al. 2013, p. 111)。資本調達の源泉は、自己資本調達、負債金融、企業内 (間) 金融 (intra-corporate financing) があるが、多国籍企業での特徴は負債金融と企業内 (間) 金融に表れてくる。

負債金融はリスクのある調達であるが、利息支払いで課税控除の節税効果がある。また「ドイツや日本、イタリア、その他多くの発展途上国では、負債比率は平均して 50% 超である」(Cavusgil et al. 2013, p. 111)。各国の企業環境の違いにより資本構成は異なる。日本やドイツでは企

業と銀行間関係が密接であり、その関係が継続的であることから、必ずしも負債利用を危険なものとは考えてはいない。

さらに多国籍企業にとって負債金融の特徴は、国際金融市場の利用に関係している。特にユーロカレンシー市場の利用は現地の国内企業よりも優位性がある。アメリカ国外にある銀行（アメリカの銀行の海外支店を含む）に預金されたドルがユーロダラーであるが、その利用はアメリカ多国籍企業にとっては外国為替リスクが存在しないために優位な方法である。ユーロダラーとは、例えば「ロンドンのバークレイズ銀行または東京にあるシティバンクに預金した米ドル建ての銀行預金」のことである（Cavusgil et al. 2013, p. 111）。

つまり海外に流出した自国の通貨で海外居住の銀行に預金された通貨は、ユーロカレンシーと呼ばれている。この市場は、アメリカ多国籍企業と多国籍銀行が、1960年代後半からロンドン居住の銀行にドル預金を増加したことから急速に拡大を始めた。その発展は、ユーロ市場には各国の政府規制が及ばないことからである。例えば準備金要求や金利規制がない自由化された貨幣市場であるために、従来から多国籍企業と多国籍銀行の活動領域となっていた。またユーロ通貨を調達するための債券は、ユーロボンド（euro bond）と呼ばれ、外債（foreign bond）とは区別されている。外債の本来の意味は、例えば海外の発行体が、日本国内で日本円を調達するために日本で発行する債券のことである。したがって外債は、日本企業が海外でユーロ円調達のために発行する債券（ユーロ円調達のためのユーロボンド＝ユーロ円債）とは異なっている。

このユーロ市場での基準金利としては、ロンドン銀行間貸出金利（Libor=London Interbank Offered Rate）が変動金利として用いられている。最近ではヨーロッパ圏での金利として euribor も使われている。Libor をめぐって 2012 年にバークレイズ銀行が虚偽の金利申告を行ったことで、国際金融市場では Libor scandal が起こり、この自由化された金利制度をめぐって議論となっている。Libor は、もともとは既に指摘したように、多国籍企業と多国籍銀行がユーロ通貨を利用するときに、銀行間でお互いに融通するときの金利として考え出され、そしてスワップ取引の変動金利としても利用されていた。今日ではその Libor がローンを始めデリバティブ取引、スワップ取引など多くの資金利用の基準金利にまで普及するようになっている。

さらに多国籍企業の資本調達の特徴として、企業内（間）金融がある。これも既に触れたところであるが、海外子会社間、関係会社も含めて彼らのネットワークの中で資金を融通し合う。例えば資本の豊富な子会社が資金の少ない子会社へ融資する会社間資本調達は、同一企業体内での資金源泉からの貸付、借入れであることから、独立企業体からの外部資金借入れとは異なるために、それだけ競争上、有利である。「企業はたびたび課税上の便益、銀行との取引コスト最小化の機会、所有権の希薄化を回避する能力の理由から子会社間ローンを行い、そして子会社間ローンは、資金が単に一方から他方の領域へと移動するので親会社の貸借対照表にはわずかにしか影響しない」という理由からである（Cavusgil et al. 2013, p. 112）。

## ②キャッシュフロー管理

キャッシュフローの管理は、流動項目の管理、すなわち短期資金、日常的な資金としての運転資本管理の意味である。国際的な資金移動では「およそ世界貿易の 3 分の 1 は企業間の売買から構成されている」(Cavusgil et al. 2013, p. 112)。多国籍企業の財務担当者は、その国際的な資金ネットワークを利用して、取引コストと税負担の最小化、利益最大化のために資金移動の効率化をはかるが、その資金移動の方法は、貿易信用 (trade credit)、配当送金、ロイヤルティ支払い、フロンティング・ローン (fronting loan)、内部振替価格 (transfer pricing) そしてマルチラテラル・ネットティング (multilateral netting) を使用する (Cavusgil et al. 2013, p. 112)。

貿易信用では、親子会社間の取引で商品とサービスの支払いを遅らせることができる。「アメリカでは慣例は 30 日、ヨーロッパでは 90 日である」(Cavusgil et al. 2013, p. 113)。

配当送金は、海外利益の本社送金の一般的な方法であるが、しかし課税政策や通貨リスクの影響がある。「受け入れ国政府は、多国籍企業の送金額を制限したり配当送金には高課税を行う」(Cavusgil et al. 2013, p. 113)。またロイヤルティ支払いは、「知的財産所有者に支払われる報酬であるが、子会社が他社から技術、トレードマーク、またはその他の資産の使用を認められたならば、ロイヤルティは資金移動の効率的な方法であり、多くの国では税控除となる」(Cavusgil et al. 2013, p. 113)。

フロンティング・ローンは、親会社が、外国の銀行に巨額な資金を預金し、それを海外子会社に貸し付ける方法である。これは、「外国政府が、直接に会社間貸付に課す規制を親会社が迂回することができる」(Cavusgil et al. 2013, p. 113)。多国籍企業が、海外へ移転できる資金に対する規制を回避するために、この方法が用いられる。

内部振替価格の設定は通常の企業でも行われているが、多国籍企業では課税負担の縮小と利益移転のために利用される。会社間取引においてお互いに内部価格を設定する。例えば、低課税率国に居住する企業が、高課税率国の企業から低価格で購入し低課税率国へ利益を留保させる方法である。その場合に内部振替価格が利用されたりする。そのことによって、企業体全体として課税額を縮小し内部キャッシュフローを最適化する。

マルチラテラル・ネットティングは、同一企業体の企業間取引において、お互いの債権と債務を相殺して、必要資金を縮小、節約することを通じて、資金の取引コストや為替手数料を縮小し、そのことにより為替リスクの回避を行う方法である。海外子会社を多く持っている多国籍企業では、通常はネットティングセンターを設置し、「地域、またはグローバル・セントラライズド・デポジトリに資金をプールし、それを資金不足の子会社へ移動したり、利益を生む投資に」利用する (Cavusgil et al. 2013, p. 113)。

## ③資本予算

企業は資本投資計画を組む中で、一般的には正味現在価値法 (NPV) を採用する。しかし国



際資本予算ではキャッシュフローが外貨でありカンントリー・リスクや税制の違い、外国政府の資本移動の規制などを考慮しなければならないために国内企業のNPV分析よりも複雑となる。また未来利益の予測や割引率には不確定要素が含まれることを考慮しなければならない。カプスギルたちは、そのような国際的な変動要因に対応するためには、二つのアプローチがあるという。第一は、「経営者が子会社の現地通貨で増殖する税引き後営業キャッシュフローを予測し、それゆえにそのリスク特性に合ったプロジェクトの資本コストまたは要求利益率でそのキャッシュフローを割り引くであろう」ということである (Cavusgil et al. 2013, p. 114)。

第二のアプローチは、「親会社の観点」からの方法であり、「親会社の機能通貨におけるプロジェクトからの将来キャッシュフローを予測する」(Cavusgil et al. 2013, p. 114)。機能資本は、すなわち親会社が活動しているところの経済環境においての通貨である。経営者は、プロジェクトキャッシュフローの現在価値から投資額を控除して、親会社の機能通貨でNPVを計算するのである。

#### ④通貨リスク管理

通貨価値の変動は三つのエクスポージャーを生ずる。「取引上のエクスポージャー (transaction exposure)、換算エクスポージャー (translation exposure)、経済的エクスポージャー (economic exposure) である」(Cavusgil et al. 2013, p. 114)。取引上のエクスポージャーは、外貨建ての流動項目の債権・債務において生ずる通貨リスクであり、その差損益は直接に企業価値に影響する。換算エクスポージャーは、海外子会社の外貨建て財務諸表を親会社の本国通貨へ換算するときに生ずる。経済的エクスポージャーは将来の企業活動への影響であり、製品や投入物の価格設定および海外直接投資の価値に影響する (Cavusgil et al. 2013, p. 114)。

「2010年には外国為替において毎日の世界全体の取引金額は、3兆2,000億ドルであり、それは、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」(Cavusgil et al. 2013, p. 115)。為替リスクをヘッジする方法は、通常は先渡し取引 (forward contract)、先物予約 (future contract)、通貨オプション (currency option)、通貨や金利のスワップ取引 (swap transaction) の4種類である。カプスギルたちは、通貨リスクを最小化するためのそれらの方法について、次の九つを指摘している。

(a) 銀行や専門的なコンサルタントからプログラムや戦略を確立する場合のアドバイスを受ける。(b) 多国籍企業内部に通貨管理を集権化する。(c) 企業が耐えられるリスクレベルを決定する。(d) 為替の動きや通貨リスク測定のシステムを開発する。(e) 主要通貨の変化を監視する。(f) 不安定な通貨や政府の為替管理・規制を見守る。(g) 長期の規則的、経済的な傾向を監視する。(h) 三つのエクスポージャーの区別を明らかにしておく。(i) 為替相場の変動に対応して国際経営活動に柔軟性を持たせておく、などである (Cavusgil et al. 2013, p. 117)。

## ⑤会計と税実践の管理

会計制度や税制度は国ごとに異なる。それだけに多国籍企業においては、公平性、透明性を原則にそれらが作成されねばならない。会計では財務諸表作成において本国の機能通貨 (functional currency) へ外貨を換算する場合に、現在レート法とテンポラル法 (temporal method) がある。現在レート法は現在の為替レート (直物為替レート) での換算である。テンポラル法は、資産や負債が取得原価か、あるいは市場コストかどちらで記載されているかにより、取得時の為替レートか、または現在レートで換算する。流動項目の中でも貨幣項目は、現在レートで、非貨幣項目は取得時の為替レートで換算する。

また各国ごとに税制は異なるために、税率の違いが国際経営活動に与える影響は大きい。多くの国では、経済成長や企業成長のために税率を低くする傾向がある。それは、より多くの資本投資を誘致する目的からである。歴史的には、「国際的な税ルールの不統一は、多くの多国籍企業が、二重課税、利益縮小そして海外直接投資の減退に直面する。この問題の解決は、多くの国が、企業がふさわしい税額を支払うことを保障する彼らの取引パートナーと税処理を協定することである。A 国と B 国との間での税処理は、もしも企業が A 国で所得税を払うならば B 国 (または逆) では、もしも税額が同額であれば B 国での支払いは必要ない」ことを意味する (Cavusgil et al. 2013, p. 119)。

そして多国籍企業は、「バハマ諸島、ルクセンブルグ、そしてシンガポールのような税回避国 (tax havens) の国々の優位性を利用する。それらの国はビジネスや対内投資には低い税金で優遇する」からである (Cavusgil et al. 2013, p. 119)。さらに多国籍企業は、税負担の縮小の方法としてトランスファー・プライシング戦略もよく利用している。

以上が、カブスギル、ナイト、リーゼンバーガーの国際的な財務活動の枠組みである。

## 7. 結び

企業の財務活動の目的は利益の極大化を基本とするが、その時々企業の環境の違いによりその具体的な形態は変化する。日本の企業は、高度経済成長以来、その活動が貿易、輸出と結びついて、海外市場の拡大、海外マーケットシェアの取得を目的としていたので、売上高増大の財務目標を具体的にとってきた。

既に指摘したように 1970 年代初期の国際金融変革の時期からは、変動相場制による複数通貨の財務活動が要求されるとともに、外国為替市場が新たな経営環境として、また経営財務の管理領域として考慮しなければならなくなった。1980 年以降からの国際化は、より一層、世界各国の経済関係が密接になったことから、各国の市場が統合化、同質化の傾向を持つ中で、先進国の経営活動基準が各国に流布してくる。イギリスやアメリカの企業における活動基準としての株価極大化、株主価値重視の経営が、多国籍企業の各国への進出とともにグローバル・スタンダードとして各国に導入されていった。さらに今日のグローバリゼーションの進展は、財務活動の目標

が株主価値から企業価値をどのように向上させるかへと変化させている。企業の社会的役割が増大する中で、企業価値が株主価値から企業の社会的価値を含んだものへと変容してきたものと考えられよう。

グローバルゼイションは、一方では商品生産が自由に国境を越えて行われ、人間や物的資産の国家間での移動が活発に行われることである。また他方では資本が自由にクロスボーダーに移動し M&A や証券投資が活発化したことである。その両者が同時に国際化を促進させたことがグローバルゼイションの現象、現実である。しかしながらグローバルゼイションは様々な問題を含んでいる。例えば、デリバティブ市場の先物の価格が現物商品の市場価格を先導し、未来の予想価格、想定価格が少なくとも現物価格に影響を与えるという状況は、価格決定の需給関係を歪めているといえる。

また既に指摘したことであるが、企業評価の国際的統一基準がグローバルゼイションの中で流布され、株主価値重視経営、企業価値重視の経営が国際市場での活動基準として措定されている。企業経営の効率性重視の側面では上記の基準が企業の格付けやランキングにおいて指摘されるが、それも国の環境により異なる。しかしながら、財務活動の基準は数字、数値で表示されるために経営活動を数字で評価せざるを得ない。株主価値重視、株価極大化、企業価値などの基準は、いずれも資本の価値としての数値的表現である。今日ではアメリカ的なスタンダードがその典型であり世界的にそれが企業業績の基準として採用されている。今まで触れた国際経営財務論の文献は、その全てが、企業活動、財務活動の目的は株主価値の極大化（株価極大化）であり、企業価値も同じ内容と理解されている。アメリカ、イギリスの経営財務論では、その目的は株価極大化、すなわち株主価値の増大であると主張されている。そこに現代の金融資本主義の持つ構造上の問題がある。

ここでは触れることができないが、企業価値の向上という財務活動の目的として、資本の価値だけではなく、企業経営の重要な要素としての労働の価値が捉えられていないのが不十分である。企業価値とは、資本の価値と労働の価値とが含まれると考えられるが、財務理論では、企業価値を資本の価値と理解しているところに根本的な問題が潜んでいると思われる。国際経営活動では、いかに多くの人材を海外で雇用して企業価値増大に結びつけるかが重要なことである。企業価値は資本の価値の増大だけでは増加しないことを認識しておかねばならない。

\*本論文は、2009 年～2011 年の神奈川大学共同研究「2008 年世界不況と 21 世紀帰結と制度の再設計―」の一部である。大学の共同研究費を受けたことに謝意を表します。

#### 参考文献

- \*Abdullah, Fuad A. 1987, *Financial Management for the Multinational Firms*, Prentice-Hall
- \*Aliber, Robert Z. (edited) 1989, *Handbook of International Financial Management*, Dow Jones-Irwin

- \*Aliber, Robert Z. 1993, *The Multinational Paradigm*, MIT Press. (岡本康雄訳『多国籍企業パラダイム』文眞堂, 1996 年)
- \*Bekart, Greert & Hodrick, Robert 2012, *International Financial Management*, Second Edition, Pearso
- \*BERGENDAHL, GÖRAN 1982, *International Financial Management*, Kluwer
- \*Buckley, Adorian 1986, *Multinational Finance*, Fourth edition, Prentice-Hall
- \*Butler, Kirt C. 2008, *Multinational Finance*, Fourth edition, John Wiley & Sons
- \*Cavusgil, S. Tamer & Knight, Gary & Riesenberger, Jhon R. 2013, *Framework for International Business*, Pearson
- \*Clark, Ephraim & Levasseur, Michel and Rousseau, Ratrick 1993, *International Finance*, Chapman & Hall
- \*Click, Reid W. & Coval, Joshua D. 2002, *The Theory and Practice of International Financial Management*, Prentice Hall
- \*Connolly, Michael 2007, *International Business Finance*, Routledge
- \*Crum, Roy L. & Eugene & Houston, Joel F. 2005, *Fundamentals of International Finance*, Thomson
- \*Eaker, Mark R. & Fabozzi, Frank J. & Grant, Dwight 1996, *International Corporate Finance*, The Dryden Press
- \*Eng, Maximo V. & Lees, Francis A. & Mauer, Laurence J. 1995, *Global Finance*, Harper Collins
- \*Eiteman, David K. & Stonehill, Arhtur I. 1982, *Multinational Business Finance*, Third Edition, Addison-Wesley
- \*Eiteman, David K. & Stonehill, Arhtur & Moffett, Michael H. 2010, *Multinational Business Finance*, 12<sup>th</sup> edition
- \*Eun, Cheol S. & Resnick, Bruce G. 2007, *International Financial Management*, Fourth Edition
- \*Eun, Cheol S. & Resnick, Bruce G. & Sabherwal, Sanjiv 2012, *International Finance*, Sixth Edition, McGraw-Hill
- \*Forks, William R. Jr. & Aggarwal, Raj, 1988, *International Dimensions of Financial Management*, PWS KENT
- \*Holland, J. B. 1986. *International Financial Management*, Basil Blackwell
- \*Kim, Suk & Kim, Seung H. 2006, *Global Corporate Finance*, Six edition Blackwell,
- \*Kim, Kenneth A. 2011, *Global Corporate Finance: A Focused Approach*, World Scientific
- \*Madura, Jeff 2003, *International Financial Management*, 7<sup>th</sup> Edition,
- \*Madura, Jeff & Fox, Poland 2007, *International Financial Management*, Thomson
- \*McRae, Thomas W. 1996, *International Business Finance*, Wiley
- \*Moffett, Michael & Stonehill, Arthur & Eiteman, David 2012, *Fundamentals of Multinational Finance*, (edition IV), Prentice-Hall
- \*O'brien, Thomas J. 1996, *Global Financial Management*, John wiley & Sons
- \*Ponichack, Harvey A. (edited) 1989, *International Corporate Finance* Unwin Hyman
- \*Ross, Derek 1996, *International Treasury Management*, Third edition, Euromoney Publications
- \*Robin, J. Ashok 2011, *International Corporate Finance*, McGraw-Hill.
- \*Ross, Derek 1996, *International Treasury Management*, Third edition, Euromoney Publications
- \*Robin, J. Ashok 2011, *International Corporate Finance*, McGraw-Hill.
- \*Robbins, Sidney M. & Stobaugh, Robert B. (1973), *Money in the Multinational Enterprise: A study in Financial Policy*, Basic Books, Inc.
- \*Shapiro, Alan C. 2010, *Multinational Financial Management*, (Ninth Edition), John wiley & Son
- \*Sweeny, Allen & Rachlin, Robert (edited) 1984, *Handbook of International Financial Management*, McGraw-Hill

- \* Weston, J. Fred & Sorge, Bart W. 1972, *International Managerial Finance*, Irwin
- \* Weston, J. Fred & Sorge, Bart W. 1977, *Introduction to International Financial Management*, McGraw-Hill
- \* Zenoff, David B. & Zwick Jack, *International Financial Management*, prentice-hall, 1969. (森蘭英輔訳『国際財務管理—理論と事例研究—』ぺりかん社, 1978 年)
- \* Zenoff, David B. (edited) 1986, *Corporate Finance in Multinational Companies*, Euromoney Publications