

日系多国籍企業の資金調達戦略[※]

— 内部資本市場を中心として —

王 忠 毅

目次

- 1 はじめに
- 2 内部資本市場に関する諸問題
 - (1) 内部資本市場に関する議論
 - (2) 金融子会社による資金プールとグループ金融
- 3 日系多国籍企業の金融子会社を中心とした内部資本市場
- 4 事例—ソニーと松下の金融子会社
 - (1) ソニーの金融子会社
 - (2) 松下の金融子会社
- 5 むすび

1 はじめに

1980年代から、日本では製造業企業による海外直接投資の急増にともない、海外金融子会社の設立が多くみられるようになった。それを本格的に利用し始めた1980年代後半から20年近く経った現在、金融子会社の機能的な側面におい

※本稿は筆者が2004年にコロンビア大学ビジネス・スクールCJEBで発表したワーキングペーパー（The financial strategies of Japanese multinational enterprises and internal capital market, Columbia Business School, CJEB, Working Paper No. 223, April, 2004.）に基づいて修正・加筆したものである。

ては徐々に変化をみせている。1980年代中頃、当初の主な機能はグループの海外現地法人向け融資のほか、本社あるいはグループ内の余資運用、貿易金融などであったが、1990年代の中頃になってこれまでの機能に加えてグループ企業の為替の集中管理・決済機能をも備えるようになった。そして、多くの日本企業は、こうした金融子会社を「企業内銀行」と位置づけ、さらにグループ全体の財務管理の効率化を図り、金融子会社を中心とした内部資本市場を形成し、より高度なグループ企業内金融システムを構築しようとしている。

従来、日系多国籍企業の子会社設備投資の資金調達は主として親会社の出資や銀行の融資などに支えられてきた。近年、特に金融子会社の登場で日本企業は、資本市場の発達や財務体質の増強とともにその事業活動の必要な資金を自力で調達できるような態勢を整えてきていると思われる。

本稿の主な目的は、特に金融子会社を中心とする内部資本市場に焦点を当てて日系多国籍企業の資金調達に関する諸問題を考察することにある。具体的には、第2節では内部資本市場および金融子会社によるグループ金融の効率性に関する諸問題を議論する。第3節では日系多国籍企業の金融子会社に関する近年の動向と変化を述べる。最後に日本を代表する多国籍企業であるソニーと松下電器産業との金融子会社を取り上げてそれぞれの機能および特徴を明らかにする。

2 内部資本市場に関する諸問題

(1) 内部資本市場に関する議論

近年、内部資本市場をめぐる様々な議論の多くはグループ内の異なった事業部門における資金配分の効率性などを問題にしている。具体的に、外部資本市場と比較すると、内部資本市場では企業本部 (headquarter) が外部資本市場の貸し手よりもプロジェクトを正確に監視することができ、グループ内子会社の業績を基準にする資金の再配分を効率的に行うことができる (Gertner et al. [1994])。また、内部資本市場において、企業本部は資金を一つのプロジェクトから他のプロジェクトにシフトする権限を持っているため、限られた資金をより利益率の高いプロジェクトに多く配分することができる (winner-picking)。例えば、Wal-Mart's の小売市場の参入に対して、その地域の既存の多角化され

た小売企業は小売ビジネスへの投資の増強か撤退かを素早く反応している。このことは、内部資本市場が部門間の資金移動を効率的に移転しているのを裏付けている。さらに、収益性の見通しの悪い部門からよい部門への資金の移転が観察されたのは内部資本市場における「winner-picking」行動が行われているということを示唆している (Khanna, Tice [2001])。こうした資金配分によって、企業本部は、グループ企業全体の資金不足を緩和することができなくても、価値を創出することができる (Stein [1997])。この問題について、Hyun, Park [1999] は、韓国の財閥企業の投資がその他の傘下企業のキャッシュ・フローに大きく依存し、財閥企業の内部資本市場がそのグループ企業全体の資金制約を緩和していることを明らかにした。そして、Gertner et al. [2002] の実証研究ではSpin-offsが内部資本市場を通じて資本の最適配分を促進することを明らかにしている。その他、内部資本市場に関する実証は Mudambi [1999]¹⁾, Shin, Stulz [1998]²⁾ などの研究がある。

しかし、部門の管理者が経営努力をしても他の高収益部門に予算を取られ、自分の部門予算が削減される可能性があるため、こうした企業内資金配分は部門管理者の経営努力インセンティブを弱くする可能性がある (Stein [2002])。さらに、企業本部は高収益のプロジェクトに生み出された余分の資金で低収益のプロジェクトを賄うことによって、企業本部は部門の資金制約を緩和することができるかもしれないが、企業本部がいくつかのプロジェクトに生み出された利益をプールすることによって新規投資を行うことは、外部資本市場に依存する必要がなくなる。そこで、外部投資家による経営者への規律付けを行うことが困難であるため、プーリングによる資金配分は逆に企業全体の資金制約を

-
- 1) Mudambi の実証結果では、多国籍企業全体の内部資本市場が強く機能しているが、子会社の意思決定権限が特に英国の内部資本市場の働きを妨げてしまうということを明らかにした。つまり、英国にある子会社の意思決定権限に加え、多国籍企業は未発達地域の資本市場で同時に事業活動を行っているため、高度に発達している英国の資本市場における内部資本市場の機能が相対的に低下してしまう。
 - 2) Shin & Stulz の実証結果によると、内部資本市場では、有望な投資機会を有する部門に多くの投資を行っているが、企業全体が資金不足に陥ったときに当該部門の予算が確保されていない。つまり、部門による投資は企業全体のキャッシュ・フローよりも当該部門のキャッシュ・フローに大きく依存している。同時に、当該部門は有望な投資機会を有しているにもかかわらず、その投資は他の部門の資金不足にも影響される。

きつくすることになる (Inderst, Muller [2003])。このことは、内部資本市場のグループ企業と外部資本市場の投資家との間に情報の非対称性などの問題が存在すると示唆している。しかし、この問題について、Diamond [1984] に従うならば、貸し手 (貯蓄主体) と借り手 (投資主体) との間の情報非対称性問題を解決するために、貸し手が資金を金融機関にプール (預金) し、金融機関は借り手を審査やモニターすることによって代理モニタリング (delegated monitoring) と情報生産機能を果たしている。このロジックで考えると、多国籍企業の企業本部はこれらの金融機関の機能を担うことも可能であると思われる。というのは、多国籍企業の企業本部は、多くの部門の中からの、リスクと収益性を考慮して質の高いプロジェクトを選び、当該プロジェクトが適切に実施されるようにモニタリングを行うことができるからである。つまり、内部資本市場の企業本部は、外部資本市場の投資家の代わりに代理モニタリングを行うことによってエージェンシー・コストを節約することができる。すべてのグループ企業が独自に外部資本市場から資金を調達する場合、貸し手はそれぞれの借り手を直接モニターするならば、かなりのコストがかかる。これに対し、企業本部は貸し手の代わりにグループ企業に対して代理モニタリングを行えばモニターコストを大幅に節約することができる。しかしながら、ここでは同時に別の問題が発生する可能性が生じることになる。例えば、特に潤沢なフリーキャッシュフローを有している企業グループにおいては、外部資本市場による規律付けがないため、経営者の私的利益を追求することが生じることによって新たなエージェンシー・コストが発生することになる (Jensen [1986])。

以上述べたように、企業にとって、内部資本市場を利用することは資金調達の効率性を高めることができる一方、新たな非効率性を生み出す可能性も存在している。ここで特に留意すべき問題点は、内部資本市場を利用する際に企業の各子会社の経営責任者は外部投資家から直接に資金を調達する必要がない代わりに、外部資本市場において子会社を統括する企業本部のフリーキャッシュフローの問題、および内部資本市場において資金を割り当てる企業本部と各子会社との間の問題という新たなコストが発生する可能性があるということである。図1はこれらの問題によって生じる新たなコストを示したものである。

図1 内部資本市場の利用による新たなコストの発生

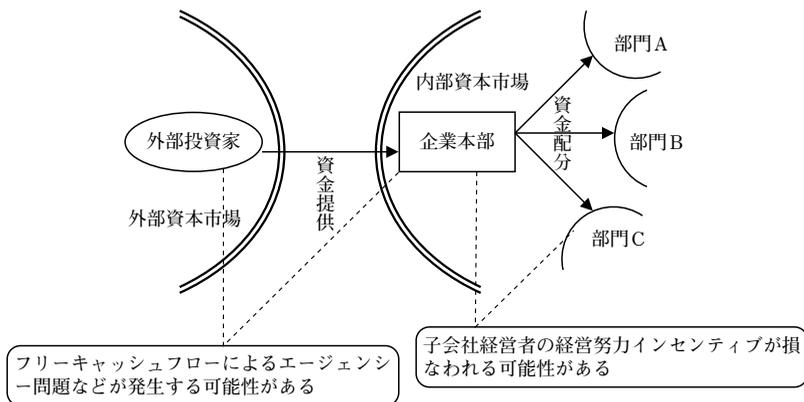


図1に示されたように、フリーキャッシュフローによるエージェンシー問題および各部門経営者の努力インセンティブ減少などの問題以外に、実際の資金需要者（各部門）と外部投資家との間に金融仲介役を果たす企業本部が入り込み、銀行を含む外部の投資家は資金の使途や事業の収益状況などの情報を把握できなくなるという問題も存在する。具体的に、資金がどの部門に配分され、そしてその部門の経営者が如何なる投資意思決定を行ったか、当該部門の事業収益の見通しがどうであるかなどの情報について、投資家はチェックしにくい。Hall & Liebman [1998] の実証研究によると、経営者の報酬は企業の規模と高い相関関係を示している。そこで、経営者は企業の規模を拡大するためにできるだけ投資水準を引き上げようとする。つまり、企業本部と各子会社との経営責任者は両方とも自分のコントロールできる資源を最大にするインセンティブ（エンパイア・ビルディング）が働き、より多くの資金を調達するために自らのプロジェクトの収益性などを過大評価する傾向があるという可能性が存在する。その結果、内部資本市場を効率的に機能させるためには、企業本部に各子会社を有効にモニタリングさせると同時に外部資本市場に対して企業本部に適切な情報を開示させるシステムを構築しなければならない。

(2) 金融子会社による資金プールとグループ金融

前述したように、これまでの内部資本市場に関する議論は主に多角化された企業における異なった事業部門の資金配分を問題にしている。それに対して、ここでは特に多数子会社を有する日系多国籍企業に焦点を当ててグループ金融タイプの金融子会社を取り上げ、グループ企業間資金配分を考察する。

まず、資金調達コストの側面を考えてみよう。ある多国籍企業は、 n 個の子会社を有する。それぞれの子会社の資金調達コスト（銀行借入）は S_{bi} ($i=1 \dots n$) である。そして各子会社が余剰資金を有する場合、すべて銀行に預けるとする。それぞれの子会社の銀行預金金利は S_{di} ($i=1 \dots n$) である。 $S_{bi} > S_{di}$ とする。 I_i はそれぞれの子会社の投資金額（資金調達額）で、 θ_i は各子会社の投資金額に占める余剰資金の比率を表す。ここでは $\theta_i < 1$ とする。したがって、各子会社の銀行預金額は $I_i \theta_i$ になる。そして、これらの子会社は各自に資金を調達する場合のネット金融支出総額は (1) 式になる。

$$\begin{aligned} & (I_1 S_{b1} - \theta_1 I_1 S_{d1}) + (I_2 S_{b2} - \theta_2 I_2 S_{d2}) + \dots + (I_n S_{bn} - \theta_n I_n S_{dn}) \\ &= \sum_{i=1}^n (I_i S_{bi} - \theta_i I_i S_{di}) \end{aligned} \quad (1)$$

次に、金融子会社による一括資金調達とグループ内企業の資金プールのケースを考えてみよう。ここで金融子会社の資金調達コストを F_b とする。そしてこの場合、グループ全体のネット金融支出総額は (2) 式になる。

$$\begin{aligned} & I(1-\theta)F_b \\ &= F_b * \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^n I_i \theta_i}{\sum_{i=1}^n I_i} \right) * \sum_{i=1}^n I_i \end{aligned} \quad (2)$$

$$\text{ただし、} \theta = \frac{\sum_{i=1}^n I_i \theta_i}{\sum_{i=1}^n I_i}, \quad I = \sum_{i=1}^n I_i$$

金融子会社を利用する場合と外部調達との金融支出の差である (3) 式は正であれば、企業は資金をプールして金融子会社を利用することによってグループ全体の資金調達コストが低くなる。

$$\begin{aligned} & \sum_{i=1}^n (I_i S_{bi} - \theta_i I_i S_{di}) - F_b \left(1 - \frac{\sum_{i=1}^n I_i \theta_i}{\sum_{i=1}^n I_i} \right) * \sum_{i=1}^n I_i \\ & = \sum_{i=1}^n [I_i (S_{bi} - F_b) + I_i \theta_i (F_b - S_{di})] \end{aligned} \quad (3)$$

(3) 式からわかるように、全体として金融子会社の調達コストが生産子会社の調達コストと同じでも、 $S_{bi} = F_b > S_{di}$ であるため、グループ内資金をプールして、さらに不足分を金融子会社が一括調達したほうが有利になる。この場合、節約されたのは、子会社各自に資金調達する際に銀行に取られた利鞘 ($S_{bi} - S_{di}$) の部分である。つまり、グループ企業は、余剰資金を銀行に預金する代わりに企業グループ内にプールして各子会社の資金の過不足を調整することによってグループ全体の外部資金調達総額を減らすことができる。また、企業グループ内に潤沢な余剰資金を有するとき、金融子会社の調達コストが子会社の調達コストを上回った ($F_b > S_{bi}$) 場合でさえ、金融子会社はグループ企業の余剰資金をプールすることによって、グループ全体の調達コストを節約する可能性も存在する。

次に、各子会社の経営責任者のインセンティブを考えてみよう。最初、金融子会社はすべての子会社に貸出するための資金 I_1 を外部資本市場から調達する。2期目も同様に、金融子会社はそれぞれの子会社に貸出するための資金を外部から調達すると同時に1期目の投資によって資金余裕が生まれた子会社から預金を受け入れる。そして金融子会社はそれぞれの子会社の業績を基準に調達した資金を再配分する。例えば、子会社 A は1期目に投資を行った結果で αI_1 ($0 < \alpha < 1$) を金融子会社に預金するとし、2期目において子会社 A は金融子会社から1期目より $\alpha \beta I_1$ ($\beta > 1$) 倍多く融資を受けると仮定する。また、事業が赤字転落であれば、当該子会社の次期の投資予算が他子会社の投資予算の

増額分 ($\alpha \beta I_1$) に減らされるとする。そして子会社の事業活動の成功確率は P とする。したがって、子会社 A の次期の投資予算 I_2 は、 $I_1 (1 + \alpha \beta) P + I_1 (1 - \alpha \beta)(1 - P)$ になる。この場合、 $P > 1/2$ であれば、次期の投資資金が増えることになり、子会社 A は予算が緩和されるためより多くの投資を行うことができる。そこで、各子会社の責任者はより多くの投資資金（コントロールできる資源）を獲得するためにより多くの努力を注ぎ込むと思われる。また、予算を減らされた子会社は、資金制限があつてすべての正のプロジェクトに投資を行うことができないため、限られた予算でよりNPVの高いプロジェクトを選択して投資を行うことになると考えられる。

以上述べたように、資金調達コストの側面において、特に多くの子会社を有する企業にとってはグループ内資金をプールして、さらに不足分を金融子会社が一括調達したほうが有利になる。各子会社の経営責任者のインセンティブ側面において、winner-picking が行われるため、各子会社の経営責任者は努力しなければ、より多くの資金を獲得することができない。しかし、前述したように、ある子会社の管理者が経営努力をしても他の高収益子会社に予算を取られる可能性があるため、こうした企業内資金配分は子会社管理者の経営努力インセンティブを弱くする可能性がある。さらに、特に潤沢なフリーキャッシュフローを有している企業グループにおいては、外部資本市場による規律付けがないため、経営者が私的利益を追求することによって新たなエージェンシー・コストが発生する。つまり、フリーキャッシュフローによるエージェンシー問題および子会社経営者の努力インセンティブ減少などの問題が依然として残る。

3 日系多国籍企業の金融子会社を中心とした内部資本市場

1980年代までに日本企業の海外直接投資の資金調達は主としてメイン・バンクと政府系金融機関に支えられてきた。1980年代後半以降、日本企業の急速な海外進出にともなう海外生産の進行と海外子会社の規模の急拡大、金融の自由化と国際化、為替管理の撤廃、為替実需原則の廃止などを背景に、日本企業は海外事業活動に必要な資金を自力で調達できるような態勢を整えてきている。しかし、企業は事業活動の規模拡大にともなつて、必然的にその活動に対

する資金需要も相対的に増大する。そして、所要資金の調達にかかる調達コストも相対的に増大するため、企業は効率的な資金調達方法を検討しなければならない。例えば、松下電器産業のように世界各地に多数の支店・子会社あるいは販売代理店などを持つ場合、その必要とする資金を各子会社が自ら調達するとすれば、あまりにも非効率でコストも高くつくであろう。そこで、資金調達の効率性と資本コストの節約を図るために登場してきたのが海外金融子会社である。

特に1980年代中頃から海外直接投資の急増を契機に日本企業は資金調達・運用のために独自に海外で金融子会社を設立するケースが多くみうけられている。この時期は金融子会社設立の第1次のブームと呼ぶならば、1998年の金融ビッグバンを契機に金融子会社を多く設立されたことは第2次のブームといえるであろう。

第1次の金融子会社ブームの背景は1980年代後半からの海外直接投資の急増、バブル期における財テクなどの資金運用の急展開にあった。第2次の金融子会社ブームの背景は、主に金融ビッグバンによる金融ビジネスの容易な参入、事業活動のグローバル化による国際競争の激化に伴うリストラへの強い圧力、さらにグループ企業に対する銀行貸し渋りの備えなどのために財務的な効率性を追求する必要に迫られていることにあると思われる。

第1次のブームにおける金融子会社の活用は主に資金運用などの財テクによる金融収支の改善およびグループ金融を中心とした資金調達コストの節約を図ることにあつた。近年の第2次のブームでは特にバブル期に財テクを目的に設立した金融子会社の解消を進めていると同時に、従来あるいは新設金融子会社を通じてグループ資金の一元管理、グループ企業間の取引を相殺する「ネットィング」³⁾などによって企業グループ全体の財務管理の効率性を高めるという特徴的な動きをみせている。具体的に、企業はグループ企業内の余剰資金を金融子会社にプールして集中管理し、資金の過不足をグループ内で調整して銀行借入れなど外部調達を抑制、それによって連結総資産を圧縮して財務体質の改善を図ろうとする。

3) [拙稿, 1999] を参照されたい。

例えば、松下電工は2000年にグループ185社の金融機能を一元化する金融会社を設立することによって、グループ会社間で余剰資金を融通しあう「プーリング」や、決済を相殺する「ネットティング」などを手掛けて資金管理を効率化しようとする⁴⁾。中国電力の金融子会社は連結子会社や持ち分法適用会社などグループ企業23社から余剰資金を金利0.4%程度（都銀の大口定期預金金利が1カ月物で約0.04%）で預かり、連結子会社14社のうち資金需要のある企業に融資する⁵⁾。また、旭硝子の金融子会社のエイ・ジー・ファイナンスはグループ企業の資金調達を一括管理し、子会社への貸出金利を、業績や財務内容を反映した社内格付けに応じて変える。具体的に、業績が振るわない子会社には最大で1%程度の金利を上乗せする。グループ内の資金融通に市場原理を導入、不振企業には厳しい条件を課すことで、子会社の危機意識を高めようとする。エイ・ジー・ファイナンスは1998年からグループの資金管理を集約、本体とほぼ同じ金利で資金調達している。子会社が独自に銀行借入れするのに比べ1.0～1.5%低いいため、上乗せ金利でも子会社にとってメリットは残る。海外子会社については、すでに米国で金融子会社による資金管理の一元化を実施しているほか、アジアでもシンガポールの金融子会社を活用して資金管理の集約を拡大しようとする⁶⁾。

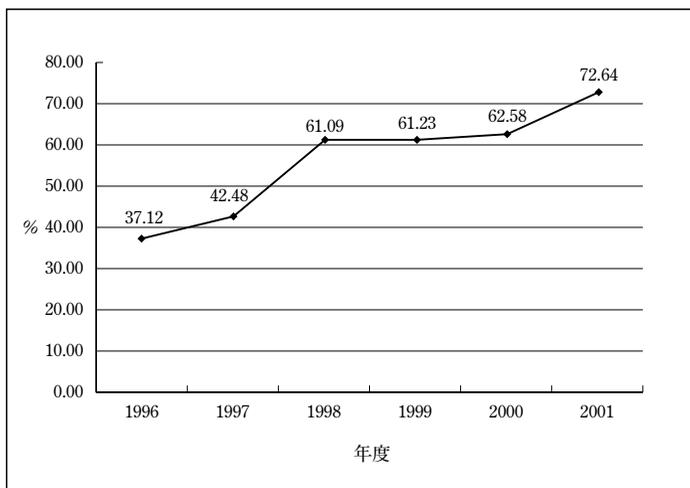
図2は松下電器産業（以下、松下）の長期負債総額に占める金融子会社による長期借入金の割合を示したものである。図2からわかるように、松下の長期負債総額に占める金融子会社による長期借入金の割合は96年度の37.12%から一貫して上昇している傾向にあり、2001年度に72.64%までにも達するようになった。つまり、松下の金融子会社は実質的にグループ全体の長期資金を調達する機能を果たしている。また、金融子会社の資金調達利率をみてみると、およそ年率1.2%～1.7%とかなり低くなっている。さらに、松下の米SECに提出したForm20-F報告書によると、松下は世界各地に設置している金融子会社のCMS（cash management system）を通じて余剰資金を有する子会社から資金

4) 日本経済新聞、2000/10/17。

5) 日経金融新聞、2001/04/19。

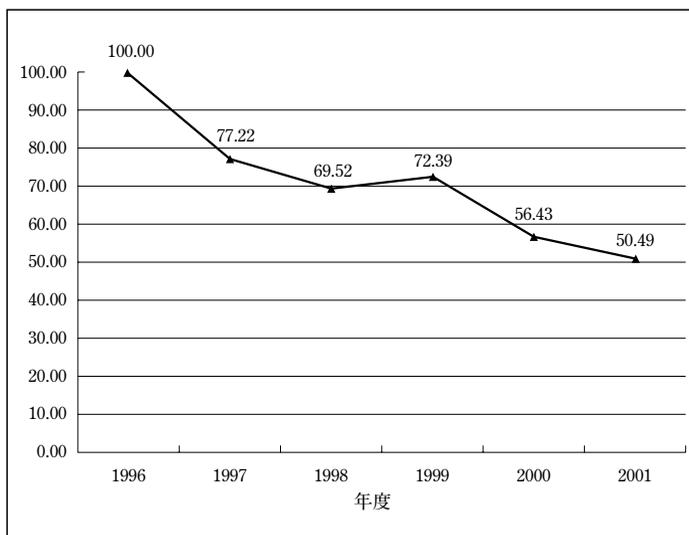
6) 日本経済新聞、2001/07/11。

図2 松下電器産業の長期負債総額に占める金融子会社による長期借入金の割合



出所：松下電器産業年次報告書，各年版より作成。

図3 利子費用／売上高（1996年を100とする）



出所：図3に同じ。

を必要とする子会社に資金をシフトする。それによって、松下は企業グループ全体の利子費用を大幅に節約できた。図3からもわかるように、松下の売上高に占める利子費用の負担は96年度から2001年度までに急速に減少している。

以上述べたように、近年の日本企業の金融子会社はグループ企業に対して預金・貸出、さらに資金決済の業務まで行い、グループ企業内の銀行として外部の正規銀行と同じ役割を果たしていると同時に、企業グループ内において金融子会社を中心とした内部資本市場が形成されるようになった。こうした内部資本市場の機能は、基本的にリインボイス・センター (re-invoicing center)、ロイヤリティー、leading and lagging、企業内ローン、配当調整、輸出入通貨の選択などを含んでいる。また、金融子会社はグループ内銀行のほか、外部(正規)資本市場との繋ぎパイプとしての役割をも果たしている。

4 事例—ソニーと松下の金融子会社

以下では、主に1985年から2003年までおよそ18年間に日本経済新聞と日経金融新聞などに掲載されたソニーと松下電器産業(以下、松下)に関する記事、および両社の年次報告書に基づき、両社による金融子会社の活用について詳しくみていく。

(1) ソニーの金融子会社

ソニーは国内外事業活動の展開にともなって1980年代前半から金融子会社を本格的に活用し始めた。80年代中頃、海外生産が急ピッチで拡大してソニーグループ全体の売上高は7割まで海外に依存するようになり、特に為替リスクをヘッジする必要性が高まった。そこで、スイスのソニー・オーバーシーズSA(SOSA)は欧州9カ国、13子会社の輸出入代金の決済や短期金融を集中管理しはじめ、取り扱い通貨は12種類にものぼった。1960年設立当時、SOSAは欧州向け商品を一括して買い上げ、在庫を管理する機能を持っていた。80年代からSOSAは、資金だけを管理する金融子会社へと変わった。

1980年代において、SOSAはグループ企業の取引をまとめ、為替リスクを低減するなど、欧州でのグループ企業の活動を支援していた。その当時、欧州子会社が日本からSOSA経由で製品を輸入した場合、同子会社はSOSAに対して

現地通貨で代金を支払ったため、為替リスクをまったく負わなかった。そしてSOSAは欧州通貨をすべて旧西独マルクに転換して日本の本社に支払った。本社は欧州での販売に関して円と旧西独マルクの動向のみを注目してリスクヘッジを行った。その際、日本とSOSA間の為替リスクは東京本社が負い、SOSAと欧州各国間のリスクはすべてSOSAが負った。ちなみに、SOSAは取引を集中管理するに伴って外為の取引単位がふくらみ、銀行に対する交渉力が大きくなったことによって銀行手数料を大幅に削減できた。

1986年にソニーは海外での資金調達を強化するため、オランダに100%出資の金融子会社ソニー・オーバーシーズ・ファイナンス（SOF）を設立してユーロ市場でCPによる資金調達を行った。CPの発行で調達した資金は旧西独マルクやフランス・フランなどに転換してから欧州の製造・販売子会社などに貸し付けた。それによって、ソニーは資金調達の側面においてオランダのSOFを欧州での財務センターとして活用、機動的な資金調達を行い、為替リスク管理の側面においてスイスのSOSAが引き受けるという財務戦略が整ってきた。特にSOSAは財務の顧問業務もを行い、ソニーのグループ内銀行としての役割を果たしていた。また、1989年にソニーはEC統合後の事業展開に備えるため、中長期資金を調達するソニー・ユーロ・ファイナンス（SEF）をオランダに設立し、SOSAの人員が兼任していた。これによって、ソニーはSOSAを中心に欧州の金融体制を一段と強化した。つまり、1980年代後半において、SOSAは一元的な為替管理、販売金融機能の集中化という重要な役割を果たし、SEFは資金調達の拠点としてSOSAにサポートしてきた。

1990年代に入って、ソニーは運転資金の現地調達体制を強化するためにオランダのSEFのCP発行枠を拡大したほか、1991年に英国で金融子会社のソニー・ファイナンシャル・サービシーズを設立し、ユーロ市場での資金調達を強化した。調達資金は主にCPの償還に充当して短期債務を圧縮し、財務内容の健全化を図ろうとしていた。同時に、情報通信技術の飛躍的な発展は財務戦略にも大きな変化をもたらし、債権と債務を相殺して決済額を圧縮するネットティングを可能にしていた。日本では、ネットティングを正式に許可しているのは1998年の外為法改正であったが、ソニーは規制の少ない欧州で早くからネットティング

を実施していた。ロンドンにある金融子会社、ソニー・ヨーロッパ・ファイナンスに、欧州のグループ内資金取引のすべてを集中していた。欧州グループ企業間の年間取引額は1,400億円だが、このうち約3割の400億円を相殺し、銀行の仲介を省いていた。

また、80年代から90年代にかけて日本企業による東南アジア地域での生産・販売活動の拡大に伴い、欧州地域と同様にアジア域内の資金調達や外為取引などを一元管理する必要性が高まってきた。アジアにおいてソニーのシンガポール金融子会社ソニー・インターナショナルはアジア地域の財務業務を統括し、域内の販売・製造の関連会社合計20社以上の外為取引をすべてまとめることで全体の3分の2程度に圧縮していた。ソニー・インターナショナルはインド、オーストラリアを含めたアジア地域の「財務センター」の役割を担っている。1997年現在、この金融子会社の取引高は米ドル換算で年間80億米ドルにのぼり、扱う通貨は15種類前後にも達している。

そして米州において、米金融子会社ソニー・キャピタル・コーポレーションは、ユーロ市場で機動的に発行できるMTNによって活発に資金を調達している。1998年に北米から中南米まで米州全体に広がるグループ会社の資金管理を統括する金融子会社をニューヨークに設立した。これまで米州域内の取引は、販売会社が現地通貨での売り上げを米ドルに交換して生産子会社に支払うといった形態をとってきたが、資金決済を金融子会社に集中させることで域内取引をネットィングすることが可能になった。また、金融子会社はCPやMTNを発行して資金を調達し、域内グループ会社の設備投資などの資金需要にも対応している。ソニーは域外取引の資金決済でも金融子会社を介在させ、リスク管理の集中化を進めている。

90年代後半から21世紀にかけて企業活動のグローバル化が加速するにつれ、金融子会社の機能もさらに高度に要求されるようになってきている。これまで述べてきたように、ソニーの財務管理体制は基本的に東京、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールの4極体制をとってきた。しかし、2001年にソニーはロンドンに資本金およそ900億円（日本円換算）でグローバル・トレジャリー・サービスーズ（GTS）を設立し、4極の業務をまとめ、旧ロンドン金融子会社

の人員はGTSに移管した。これほど多様な財務機能を世界的に一元化するの
は多国籍企業の中でも極めて異例である。GTSはそれぞれ日本と米・欧・アジア
地域の為替予約や子会社の財務管理をとりまとめる。一方、東京とシンガポ
ールとニューヨークの金融子会社はGTSの支店的な位置づけに変え、ニュー
ヨークも管理業務などを順次ロンドン本部に移管した。

GTSは円、ユーロ、ドルなど通貨ごとに統括口座を開設し、子会社がGTSに
口座を設置する。それによってGTSは子会社の為替ヘッジや外貨取引、子会社
間で発生した債権債務の相殺、グループ金融といった業務を手掛けている。例
えば、GTSの中核業務の一つであるグループ企業への貸し付け・預け金サー
ビスにおいて、グループ各社はGTSに口座を持ち、当面使わない余剰の資金を預
け入れており、GTSは資金が不足している会社にこの資金を貸し付ける。そし
て各拠点にあるCPなどの発行枠も徐々にGTSに移し、厚い資本金をテコに有
利な格付けを取得し、グループ全体の資金不足を外部からの調達で補う。

もう一つの重要な業務はキャッシュレス決済サービスである。GTSはデー
タベースシステムでグループ企業間の取引を把握することによって、製品・サー
ビスを購入した企業の口座から購入額を減らし、その分だけ販売した企業の口
座の残高を増やす。これによって、各子会社は実際に送金する必要がなく、送
金手数料もかからないうえ業務効率も上がる。さらにGTSはグループ外企業へ
の支払いを代行し、支払いを行なったグループ企業の口座の残高を減らす。逆
にグループ外企業から入金があれば、GTSは当日中に入金のあった金融機関の
口座からその資金を吸い上げ、各子会社の口座の残高を調整しながらグル
ープ内外の資金の動きを常に正確に把握することができる。したがって、GTSは子
会社の資金需要や債権債務の状況を把握しやすくなり、財務的側面からコー
ポレート・ガバナンスを高める効果もあると考えられる。

ちなみに、ソニーグループ全体の資金調達体制においてGTSは米国・ユー
ロ両CP市場で調達が可能なCP発行枠と、日本CP市場で調達が可能なCP発行
枠を設定しており、米国の金融子会社では米国CP発行枠を設定している。2003年
3月末時点のCP発行枠の総額は2兆600億円で、合計発行残高は528億円であ
った。これらのCP発行枠に加え、GTSがユーロMTN発行枠を、また米国の金融

子会社では米国MTN発行枠およびユーロMTN発行枠を設定している。2003年3月末時点のMTN発行枠の総額は1兆2,000億円で、MTNの合計発行残高は約780億円であった。つまり、ソニーは金融子会社を活用することによって必要な投資に対する資金調達や既発債の返済、運転資金に必要な資金を金融・資本市場から十分に調達できると考えられる。

(2) 松下の金融子会社

1985年7月に、北米において松下の製造、販売拠点であるアメリカ松下電器が全額出資した形でパナソニック・ファイナンス・インク（PFI）という海外金融子会社の第1号を設立した。PFIの事業目的は主に活発化になったアメリカでの事業活動の資金的な側面を支援することにあった。資金調達の方法は主にPFIによるCPの発行であった。CPを発行するにあたって基本的には信用力の高い松下本体が債務を保証するため、これまでアメリカ松下電器がBA（銀行引受手形）市場で調達していた資金の金利より0.2～0.3%程度低くなった。そして、設立した同年の10月にPFIはこれまでにBAに頼っていた運転資金の調達を多様化させ、アメリカ松下の短期資金に充てるために2億ドルのCP発行枠（1986年に5億ドルに拡大）をはじめ取得した。松下はアメリカにある松下グループ各社のこれまでの銀行取引窓口をPFIに一本化し資金効率を高めており、アメリカでの工場建設など海外事業拡充へ向けて国際的な財務体制を構築しようとしていた。

欧州において1986年5月に松下は100%出資という形でそれぞれ英国（イギリス・パナソニック・ファイナンス（PIF））、オランダ（オランダ・パナソニック・ファイナンス（PFN））にも金融子会社を設立し、これで欧・米を中心とした海外生産拡大のための機動的な資金調達体制を整えることになった。また、欧州でもアメリカと同様、グループ企業の現地事業活動を支援するために、金融情勢を鑑みながら機動的にCPを発行することによって短期の資金調達を行っている。具体的に、PFNは、欧州の販売子会社への資金供給拠点としての役割を有している（1986年に1億ドルのCP発行枠、1988年に3億ドルのMTN発行枠を取得）。そしてPIFは現地グループ企業への貸付のほか（1988年現在、2億ドルのCP発行枠を取得）、グループ各社の資金運用をも担当している。

特に1985年以降のプラザ合意による急激な円高に対応するため、松下はさらに海外生産比率を高めようという戦略に基づいて、各地の海外金融子会社を中心に海外現地法人に対する資金の調達から運用を国際的規模で行おうとしている。具体的に、欧・米金融子会社を通じて短期資金だけではなく、長期資金の調達をも積極的に行い、そして欧州とアメリカでのグループ企業の必要資金は基本的にそれぞれ欧・米金融子会社で賄うことになる。

1987年7月に、松下は特にグループ企業の長期資金を調達するためにアメリカでさらに金融子会社パナソニック・キャピタル・コーポレーション（PCC）を設立した。同年9月に松下はPCCが欧州で調達した3億ドルのうち、2億ドルをアメリカのブラウン管工場建設資金としてアメリカに持ち込み、残った1億ドルを円と通貨スワップして国内に持ち込んだ。海外金融子会社が調達した資金を直接国内に導入したのは初めてのケースであった。これを契機に松下はアメリカ、イギリス、オランダで設立した金融子会社と日本の松下本体を結び、ユーロ市場で調達した低利のドル資金を日本・アメリカのグループ企業に供給する財務部門の国際的ネットワークが整っていた。

また、松下は特に急速な海外進出によるグループ企業間取引の急拡大、さらに国際資金調達が活発化し、ソニーと同様に企業グループ全体としての為替リスク問題に直面せざるをえなくなった。この問題に対応するため、松下は1988年に大阪（1990年に財務部門を東京に移転）—ニューヨーク—ロンドンを中心とする為替管理の24時間体制を構築した。このシステムは基本的に日本の本社の指示に基づいて欧・米の両拠点が為替予約業務を分担、24時間体制で為替を管理する。そして、1989年に松下はようやくシンガポールにも金融子会社（アジア松下電器AMS）を設立した。同社を設立した目的はこれまでに増えているアジア地域の各子会社の金融・為替の機能を集約し、支援するためにある。その結果、松下は日・米・欧とアジアを結んだ財務ネットワークが完成したといえよう。

AMSは、欧米の金融子会社と同様に、現地での資金調達・運用機能を有し、特にシンガポール、マレーシア、タイなどにおける松下グループ企業の事業資金の調達、余資の運用を担当するほか、アメリカや欧州の金融子会社との連携

を強め、相互に資金調達や資金の決済・為替の取引をすることで、アジア地域の子会社間の子会社間の為替リスクや送金手数料の負担軽減を図り、アジア地域のグループ内銀行としての役割を果たしている。このように、松下は本社の財務部に加えてアメリカ、欧州、そしてアジアでの海外金融子会社が連携して資金の調達、運用を進める4極体制を完成するようになった。例えば、1990年5月に、松下のオランダ金融子会社PFNがユーロ市場で調達した低金利の資金をシンガポールの金融子会社AMSを通じてインドネシアの家電生産子会社に貸し付けたのはその一例である。

さらに、松下の積極的な海外進出によって世界各地に散在するグループ企業間の取引がかなり複雑になってきているため、世界各地の拠点・販売店などの資金を一元管理できるシステムの構築は松下にとって重要な課題になっている。そこで1989年に松下は米シティバンクの資金管理システムを導入し始めた。具体的に、松下はまず北米での生産拠点10カ所、販売拠点7カ所と全米1万を超える販売店網間の資金のやり取りを調整する統括口座をニューヨークのシティバンクに集中する。そして金融子会社は電算機端末を通じて総合的に資金を管理する。例えば、ある拠点で資金的な余裕が出てきて、別の拠点で資金が足りなくなった場合には、シティバンクのネットワークを通じてグループ内企業で機動的に資金を相互に融通することによってグループ全体の資金調達コストを軽減できた。さらに、1992年において松下本体は海外子会社との貿易代金を月1回、一括集中決済する「グローバルCMS」を完成した。このシステムを活用することは輸出信用状の開設費用や為替手形割引料などのコスト負担を大幅に低減し、グループ全体の財務的合理化にもつながると考えられる。具体的に、CMSはデータ通信網を使って松下本体と海外の製造・販売子会社間の輸出・輸入情報を即時に把握することによって、船積みごとに輸出信用状付きが為替手形で決済していた子会社への輸出取引を月1回の一括送金決済に切り替える。1992年現在、CMSの対象企業は約90社に達している。システムの構築はすでに米州が99%完了し、欧州は約9割、アジアは7割弱完了しているという。こうしたCMSの導入はグループ企業の信用状開設費用などの銀行に支払う費用を大幅に削減できることによって、年間10億円以上の経費節減にもつながっているという。

基本的にPFIとPCCはそれぞれ北米地域の短期資金および中・長期資金の調達に特化され、北米のグループ企業に安定的に資金を供給している。MFCは1990年の年末に買収したMCA社のグループ資金を集中的に管理し、かつ必要に応じて資金調達を実施する役割を有している。ヨーロッパにおいて、英国・オランダの2社体制としたのはグループ金融を実施するにあたってのオランダの有利性とロンドンの金融・資本市場をともに重視した結果である。そしてアジア地域においてAMSはグループ金融や為替決済など多様な活動を行っている。これで松下は国内外を含めて合わせて7社⁷⁾の金融子会社という財務ネットワークを構築した。

1990年代後半になると、特に1998年4月の改正外為法実施を受け、多くの日本の大手企業はこれまでに海外でしかできなかった輸出と輸入の代金を相殺し差額だけを決済するネットィングをようやく始めるようになった。これで海外金融子会社は単なる海外子会社間の取引だけではなく親・子会社間の取引も取り込むことによってネットィングのグローバリゼーションを図り、グループ全体としての資金の効率化をさらに展開することができる。そして、松下も日本版ビッグバンを契機に2000年度までにグループ全体で資金を効率的に運用管理するグローバル金融システムを構築しようとする。具体的に、松下は、日本、アメリカ、英国、シンガポールの金融子会社に加えて、中国に返還された香港に金融拠点を設けているほか、さらに1998年6月にマレーシアに「パナソニック・ファイナンシャル・センター・マレーシア」を設立した。このシステムによって各拠点内のグループ企業間では資金取引をネットィングする。また、アメリカとアジアなど各拠点の資金も2000年度までに本社内に設置する「グローバル・キャッシュ・マネージメント・センター」を通じ、ネットィング処理で

7) 松下は海外グループ企業の事業活動を支援するほか、国内グループ企業の事業活動を支援するために1986年12月、国内で初の金融子会社「松下ファイナンス」を設立した。設立目的はグループのクレジット会社に資金貸し付けをすることにある。その後、1994年にそれを清算した。その債権・債務は1992年4月に設立した国内金融子会社の「パナソニック・ファイナンス (PFC)」に移管した。PFCの目的は国内の非上場関連会社の余剰資金を一元的に管理し、チェック機能を含めたグループのマネジメント体制を強化しようとするにある。

きるようにする。こうした新体制により、松下は世界6カ所の金融拠点（日本、アメリカ、英国、シンガポール、香港、マレーシア）で域内取引をネットイングし、拠点間でも資金決済できるようにした。さらに余剰資金のあるグループ企業は各地域の金融拠点に貸し出し、別のグループ企業がそこから資金を借り入れることができるため、グループ全体の資金効率性が大幅に高くなったと考えられる。

そして2001年現在、松下は世界的な景気減速による財務体質の弱体化に対応してグループ企業全体の借入金を削減するため、上場していた子会社である松下精工、松下通信工業、九州松下電器、松下寿電子工業4社を含めた世界のグループ企業の余資を原則としてすべてアメリカ金融子会社のPFIにプーリングする。それによってPFIは銀行からの借入金を抑制することで資金調達コストが下がり、資金の過不足をグループ内で調整して銀行借入れなど外部調達を抑制、連結総資産を圧縮することによって財務内容の改善を図ろうとしている。松下のこうした資金のプーリング戦略を導入することによって海外金融子会社はグループ企業内における資金の調達・運用から国内外の取引にかかわる外為決済・為替リスク管理までの国際財務管理機能をほぼ揃えたといえよう。

* * *

以上、1980年代後半から最近までのソニーと松下との金融子会社を中心とした国際財務戦略をみてきた。基本的に、ソニーと松下との金融子会社は「企業内銀行」として企業外部にある金融・資本市場の正規の銀行と類似する機能を有している。ソニーと松下との金融子会社の機能においては少なくとも以下の三つの特徴がある。

① 内部資本市場の形成である。両社の金融子会社は、グローバルな拠点網全体の資金調達と分配の窓口、資金運用、為替リスクのヘッジ、取引の決済、預金（余剰資金のプール）という企業内銀行の役割を果たしている。また、資金の流れからみれば、各地の金融子会社を除いて、ほとんどの資金の流れはグループ企業内で行われている。これによって、金融子会社を中心とした内部資

本市場は形成されるようになった。

② 情報生産およびリスクの一括管理である。金融子会社は企業内銀行としてグループ会社の経理業務を集中管理することによって各生産・販売子会社に関する情報を正確に把握することができる。それによって金融子会社は、企業本部に投資意思決定の必要な情報を提供でき、情報生産機能を有している。そこで企業本部は金融子会社を通じて各子会社に対して財務的側面からコーポレート・ガバナンスを高めることができる。

③ 資金調達能力の大幅な増強である。金融子会社はグループ内の余剰資金・債権を集約することで、グループ全体の調達力が大幅に高くなる。また、こうしたグループ全体の資金調達能力の増強は特に金融機関の貸し渋りに備える大きな効果もあると考えられる。

ちなみに、特にソニーの場合では、松下のような地域別の4極体制をとりやめ、事業のグローバル化の視点から世界の資金流れをロンドンに集約することによって更なる効率性を図ろうとしている。

5 むすび

これまでの内部資本市場の議論を考えると、ソニーと松下との金融子会社は企業本部の分身として各部門や子会社に関する情報を収集しながら企業本部の指令を受けて資金配分を行う役割を果たしている。金融子会社は、グループ企業の資金を集中管理することによってグループ企業全体の資金不足を緩和することができると思われる。また、各子会社の間取引が金融子会社を通じて決済を行うことによって、金融子会社はグループ企業にかかわるすべての取引の情報を有している。このことは、本来外部資本市場における金融機関が果たした情報生産機能を内部資本市場の金融子会社に移したということの意味している。もし各子会社が独自に外部から資金を調達したり、銀行を通じて決済を行ったりすれば、企業本部でさえ数多くの子会社の経営にかかわる詳細の情報を把握しきれない可能性があるため、子会社を効率的かつ正確にモニターすることができないかもしれない。しかし、企業内銀行の役割を果たす金融子会社の情報生産によって、企業本部は、多くの部門や子会社の中のから、リスク

と収益性を考慮して質の高いプロジェクトを選び、当該プロジェクトが適切に実施されるようにモニタリングを行うことができると考えられる。つまり、子会社間の取引決済を集中管理するこの管理体制では、より多くの資金配分を求める子会社による虚偽の業績報告を防止することができるという意味で、グループ子会社に対するコーポレートガバナンスを高める効果があると思われる。それによって、内部資本市場における金融子会社は、外部資本市場と企業本部の代わりに子会社をモニターすることによってエージェンシー・コストを節約することができる。また、前述したように、グループ内資金を金融子会社にプールして、さらに不足分を金融子会社が一括調達したことは、銀行に取られた利鞘を節約でき、そして金融子会社の調達コストが子会社の調達コストを上回った場合でさえグループ全体の調達コストを節約する可能性も存在する。

しかし、金融子会社は依然として図1に示された問題を抱えている。すなわち、実際の資金需要者である子会社と外部投資家との間に金融仲介役を果たす金融子会社が入り込み、外部の投資家は資金の使途や事業の収益状況などの情報をつかみ切れなくなるという問題である。そして、金融子会社による資金配分の枠組みの中ではフリーキャッシュフローによるエージェンシー問題および子会社経営者の努力インセンティブの減少などの問題が依然として残されるのである。

参考文献

- (1) Diamond, Douglas., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- (2) Gertner, Robert H., Powers Eric., David S.Scharfstein., 2002, Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs, *Journal of Finance*, December, 2479-2506.
- (3) Gertner, R.H., Scharfstein, D.D., and Stein, J.C., 1994, Internal versus External Capital Markets, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, 1211-1230.
- (4) Hall, Brian., and Jeffrey B Liebman., 1998, Are CEO really paid like bureaucrats ?, *The Quarterly Journal of Economics* 113, 653-691.
- (5) Hyun-Han Shin., Young S.Park., 1999, Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'Chaebols', *Journal of Corporate Finance* 5 169-191.
- (6) Hyun-Han Shin., and Rene M. Stulz., 1998, Are Internal Capital Markets Efficient ?, *The Quarterly Journal of Economics*, May, 531-552.
- (7) Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review* 76 323-329.
- (8) Naveen Khanna., and Sheri Tice., 2001, The Bright Side of Internal Capital Markets, *Journal of Finance*, August, 1489-1531.
- (9) Ram Mudambi., 1999, MNE internal capital markets and subsidiary strategic independence, *International Business Review* 8 197-211.
- (10) Roman, Inderst., and Holger M. Muller., 2003, Internal versus External Financing: An Optimal Contracting Approach, *The Journal of Finance* 58, 1033-1062.
- (11) Stein, J.C., 1997, Internal capital markets and the competition for corporate resources, *Journal of Finance* 52 111-134.
- (12) Stein, J.C., 2002, Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms, *Journal of Finance* 57, 1891-1921.
- (13) Venkat Srinivasan., and Yong H. Kim., 1986, Payments Netting in International Cash Management: A Net-work Optimization Approach, *Journal of International Business Studies* Summer, 1-20.
- (14) 大庭清司・山本功, 1994年『戦略財務マネジメント』, 日本経済新聞社。
- (15) 拙稿, 1998年「日本の海外金融子会社による資金調達の効率性に関する実証分析」, 『商学論集』, 第44巻第3・4号, 西南学院大学学術研究所, 275-292頁。
- (16) 拙稿, 1998「内部化理論の財務的接近—日本企業の海外直接投資を中心として—」, 『商学論集』, 第45巻第2号, 西南学院大学学術研究所, 115-135頁。
- (17) 拙稿, 1999年「日本企業の海外金融子会社の為替リスクヘッジ機能について」, 『九州経済学会年報』, 37集, 11-18頁。

- (18) 拙稿, 2002年「日系多国籍企業の海外金融子会社と内部資本市場—松下電器産業の事例を中心に—」, 『商学論集』第48巻第3・4合併号, 西南学院大学学術研究所, 319-336頁。
- (19) 拙著, 2002年『日系多国籍企業の財務戦略と取引費用』, 九州大学出版会。
- (20) 社団法人企業研究会, 1992年『新しい財務戦略と実際展開』。