

多国籍企業の投資動因と経済政策

— アメリカ企業の行動を事例として —

萩 原 伸 次 郎

はじめに

現代企業はどのような理由によって直接投資をおこなうのだろうか。周知のように、この点に関しては、多国籍企業の投資論として、スティーブン・ハイマー以来多くの研究者が、独自の理論を展開してきた。本稿では、米国企業にみられるM&Aを通じての、最近の国際直接投資活動の理論的分析を試みるものである。もちろん、米国企業の直接投資活動は、戦後かなり初期の段階から行なわれてきたものである。したがって、本稿では、国際経済政策ならびにそのシステムの歴史の変遷を追いながら、分析を進めたいと思う。

1 戦後米国企業の多国籍化の動因

a 戦後国際経済システムの形成

戦後国際経済システムは、1930年代大不況の経験をふまえ、いかに世界の貿易を活発にするかという制度構築からはじまった。周知のように、1944年に設立された国際通貨基金（IMF）は、国際収支における経常的支払の自由を課題とした。すなわち、貿易をおこなうために必要な外国為替の取引との自由化を課題としたのだった。ケインズの提案した、国際清算同盟の設立は、その理想型を示すものだった。しかし、国際決済の中心的機関として国際決済同盟を創設しようとするケインズ案は、米国の猛反対にあり、実現することはなかった。国際流動性の供給という点でIMFにおいては、ケインズの理想とは大きく異なり、加盟各国は、ゴールド・トランシュ（gold tranche）までは、自由に決済手段を引き出せ、またスタンドバイ協定によって、一定額まで自由に借り入れることができるという限定的な役割にとどまった。すなわち、実質的な国際決済制度は、かつてイギリスが構築したポンド体制に比肩しうる米国ドルを基軸とするドル体制として出発したのである。米商業銀行・連邦準備銀行が戦後国際経済の

決済機構として実質上の役割を果たす機構となった。

IMFは、資本取引に関しては極めて慎重であった。なぜなら、国際的資本取引の自由は、ケインズの完全雇用政策とあい矛盾する側面を持っていたからだった。ケインズ理論と新古典派経済学との決定的な相違のひとつが、資本の自由な国際間の移動は、必ずしも資源を各国間に最適な状態で配分するものではなく、また各国における完全雇用を実現するものでもない点にあったことはよく知られている。

IMFは、国民通貨相互の交換について、貿易などの経常的支払の制限を廃止することに重点をおき、第8条では、加盟国は原則として経常的支払に制限を課してはならないと定めた。これは、ガット11条に規定した国際収支上の理由によって貿易制限をしてはならないという取り決めと符合し、ケインズの理想を条文に盛り込んだものといえる。IMFにおいては、第6条において、経常収支にかかわる為替制限の禁止条項が、資本取引にかかわる為替制限を含まないとしたから、加盟国は必要ならば、国際資本取引を制限することができたのであり、経済危機のときに資本逃避を防ぐためには、その制限はぜひとも必要とされたのだった。また、為替の交換比率は、固定相場制を採用したが、これは、相場の変動を利用して投機的収益をあげることを目的とする「投機的投資家」の出現を阻止する装置だった。

この国際通貨制度と同様に、戦後国際通商体制も、国際貿易のマクロ的効果をねらった、貿易の拡大と雇用の増大とを連関させる制度的構築が試みられた。ハバナにおいて、1948年3月23日、国際貿易機構（ITO）の設立が、ハバナ憲章の調印によって合意された。このハバナ憲章は、世界貿易を雇用の拡大と連関させるケインズ主義的自由貿易構想に基づくものだった。しかし、時代は米ソ冷戦へと傾斜し、多角的自由貿易によって世界平和を実現するという理想は、ストレートに実現することにはならなかった。なぜなら、ケインズ自らが「これらの思想の実現は夢のような希望であろうか¹⁾」と述べた国際貿易は、すべての国々が相携えて、自立的な利子率政策、および国内雇用の最適水準を目標とした国家投資計画の策定を、同時に実行することによってはじめて実現可能となるからである²⁾。しかしながら、だからといってケインズ的な自由貿易主義が戦後の通商体制においてまったく無視され意味がなかったかというそうではなかった。ハバナ憲章草案と共に進められていた関税交渉においては、1947年10月30日、ジュネーブにおいて「関税と貿易に関する一般協定」(The General Agreement on Tariffs and Trade)が34条にわたって作成され、翌年の48年1月1日をもって暫定的適用が開始されたからであった。ガットは、単に関税交渉にかかわるだけでなく、特惠、数量制限、その他貿易制限について、ハバナ憲章の重要事項にかかわるものだった。その一般協定前文には、次のように記されている。「貿易及び経済の分野における締約国間の関係が、生活水準を高め、完全雇用並びに高度のかつ着実に増加する実質所得及び有効需要を確保し、世界の資源の完全な利用を発展させ、並びに貨物の生産及び交換を拡大する方向に向けられるべきである

ことを認め、関税その他の貿易障壁を実質的に軽減し、及び国際通商における差別待遇を廃止するための相互的かつ互恵的な取り極めを締結することにより、これらの目的に寄与することを希望して、それぞれの代表者を通じて次のとおり協定した³⁾」と。この前文は、ケインズが『一般理論』において指摘した、「全体としての経済体系を問題にし、体系の全資源の最適利用を確保することを問題にする政策論⁴⁾」であったことは明らかであろう。

b 国際的寡占市場シェアと米国企業の多国籍化

戦後国際経済システムの形成が、ケインズの理想どおりに形成されなかったとはいえ、基本的には、米国を基軸とするケインズ的な世界経済がめざされたことは認めなければならないだろう。IMFは、ドルを国際通貨とする固定相場制を採用し、国際収支上の経常取引の自由を目標としたし、各国の自立的な金融政策を確保するために、国際資本取引は、規制下に置かれた。各国は、管理通貨制度によって、完全雇用を目標とする財政・金融政策をその国の事情にあわせて採用し、一時的な国際収支の逆調は、IMFからの融資によってただされるというのがその理想だった。しかも、継続的な国際収支の逆調は、経済のファンダメンタルズの長期的な変化と判断されるから、それに合わせた為替相場の変更は、IMFによる承認のもとに可能であった。こうした、戦後の国際通貨制度の採用は、明確に国際貿易の振興を狙ったものだったし、GATTは、多角的自由貿易の実現をめざし、関税引き下げの一括交渉によって、戦後の国際貿易の拡大に大きな役割を果たしてきたのだった。したがって、こうした国際経済システムにおいては、国際投資の自由をめざしたルール作りは、あまり進行しなかったといって良いだろう。この時期の投資の自由化への貢献は、戦後マーシャルプランの受け入れ機関として設立された、経済協力開発機構（OECD）によっておこなわれた。資本取引自由化コードや資本取引にかかわる対外送金の自由化コードについての協定が1961年に採択され、OECD諸国は、資本自由化要求の先頭にたった。しかし、この時期、資本自由化の最も有効な手段は、2国間投資協定（BITs）によるものだったといえるだろう。マーシャル援助を受けて経済的關係が強まった米国とヨーロッパ諸国との間に1940年代末から50年代初頭にかけて、投資協定が結ばれたことにそれは現われている。

ところで、米国企業の多国籍企業化が急激に進んだ時期が、戦後ケインズ的世界経済の形成期と重なっていることには、注目しなければならない。1950年から60年の10年間における米国の直接投資フローの増加率は、172.8%であり、1950年代が戦後米国直接投資の急増の開始点であることは間違いない。この急増を地域的に検討すると、1950年から57年までの8年間はカナダ、ラテン・アメリカ中心の投資であり、58年から60年の3年間はヨーロッパ中心の投資という風に画然と区分することができる。1957年から58年にかけて米国を襲った急激な経済的落ち込みの後、米国からの直接投資は、ヨーロッパに向かった。1958年から60年の3

年間に、米国からの直接投資フローは実に46.2%が西ヨーロッパへ向かったのだった⁵⁾。1960年代ケインズ的世界経済における米国企業の直接投資も引き続きヨーロッパ中心に展開されたことは、1967年にパリで伝説により、また、翌年英語で出版されたセルベン・シュレベールの『アメリカの挑戦』が、米国企業によるヨーロッパ企業の乗っ取りに警鐘を鳴らしたことでも明らかだろう⁶⁾。

米国企業のヨーロッパ直接投資の急激な展開は、どのような動因によっておこなわれたのだろうか。この直接投資が、巨大寡占企業の投資活動の一環として行われたことは明らかである。われわれは、ケインズの投資論を参考にしながら、より掘り下げて検討してみることにしよう。周知のようにケインズは、資本の予想利潤率とともれる資本の限界効率という考えを示し、資本の限界効率が投資の増加と共に通減し、市場利子率と一致する投資量によって企業の投資規模が確定されるとした⁷⁾。1960年代米国寡占企業の投資行動を理論的に分析したアイクナーは、資本の限界効率と利子率による投資決定論を批判し、寡占企業の投資決定は、企業の売上高期待成長率に大きく依存することを主張した。というのは、この時期の巨大寡占企業の費用曲線は、U字型ではなく、水平であり、したがって、資本財供給価格は通常一定であって、その上昇によって資本の限界効率が低下するということにならず、したがって、利子率との一致点を見出すことはできない。アイクナーは、巨大寡占企業の経営陣は、投資にあたって、自企業製品の将来的売上を考慮するという仮説を提示した。巨大企業の経営陣は、投資を考えるにあたって、予想外の需要増大をも満たすことが可能な一定量の過剰能力を保有しようと務めるからである。さもなくば、会社の市場占有率を危険に晒すことになるのであって、巨大企業の経営陣は、産出高が設備能力の限界に到達しないうちに自社の設備を増加させる行動に出るのである⁸⁾。

さて、アイクナーの投資需要決定要因を考慮しながら、われわれは、この時期の巨大寡占企業の投資需要関数を次のように表すことにしよう。いうまでもなく企業投資の需要関数とは、企業の投資需要を決定する要因と投資量との関係を示したものであり、

$$I = I(r_m, i, \dot{Z})$$

と表わすことができよう。ここで、 r_m は、資本の限界効率、 i は、利子率、 $\dot{Z} (= \Delta Z / Z)$ は、製品売上高期待成長率である。 $\partial I / \partial r_m > 0$ $\partial I / \partial i < 0$ $\partial I / \partial \dot{Z} > 0$ の関係があるが、この時期の企業投資は、製品売上高期待成長率と最も強い正の相関関係があるといえる。

ところで、米国企業のヨーロッパへの直接投資の急増は、明確に对外投资であるから、この投資需要関数に、海外投資需要関数を付け加えなければならないだろう。われわれは、それを次のように表わすことにしよう。

$$I_f = I_f(r_{mf}, i_f, \dot{Z}_f)$$

ここで、 r_{mf} は海外投資の限界効率、 I_f は海外利子率、 $\dot{Z}_f (= \Delta Z_f / Z_f)$ は、海外投資先売上期待成

長率である。 $\partial I_f / \partial r_{mf} > 0$ $\partial I_f / \partial i_f < 0$ $\partial I_f / \partial Z > 0$ の関係があるが、米国企業のヨーロッパ直接投資は、どのような動因で引き起こされたということがいえるのだろうか。

いうまでもなく、企業は直接投資に当たって、国内投資か、海外投資かの選択に直面する。もし、国内投資の限界効率が海外投資の限界効率より高く、また利子率が、投資の限界効率よりも高く、国内における製品売上高期待成長率が海外における期待成長率より高ければ、企業は、わざわざ海外直接投資を行なうということはしないだろう。したがって、海外投資が引き起こされるには、こうした関係の逆、すなわち、 $r_{mf} > r_m > i_f$; $\dot{Z}_f > \dot{Z}$ が成り立つことが条件である。ところでこの時期の米国企業のヨーロッパ直接投資は、この2つの関係の中で、後者の関係、すなわち、海外投資先の売上高期待成長率が国内の売上高期待成長率より高いということによって説明ができる。なぜなら、海外投資の限界効率が国内のそれよりも高いということは、資本資産の供給価格が、海外におけるほうが国内よりも低いということと同義なのだが、同じ先進国同士の関係でこれを投資の動因とするのは少々困難といわざるをえないだろう。なぜなら、ヨーロッパ地域が米国と比較し格段に賃金水準が低く、また原料資源の面でも米国と比較し格段に有利とはいえないからである。また、利子率においても資金の海外調達が国内よりも有利であるとは一般に言えず、かくして、われわれは、潜在的市場成長率の高いヨーロッパ市場への投資という直接投資動因を、この時期の米国企業の最も合理性の高い投資動因と論定することができるのである。これは、かつてハリー・ロビンソンによって行なわれた海外直接投資についての企業調査の結果とも一致している。彼によれば、1956年から61年にかけて積極的に海外直接投資を行なった企業は、いずれも米国製品輸出の中軸的産業に属し、ヨーロッパを基軸とする直接投資展開をおこない、かつその動機は、外国新市場への浸透が最も多く、近隣市場への輸出拠点など、市場占有率を高めることを目的としていることを明らかにした⁹⁾。この時期の米国企業のヨーロッパ進出は、明確に市場目当てだった。EECの成立などによって、ヨーロッパの要塞化が取り立たされる時代だったともいえるからである。1962年1月17日に米国議会上下両院合同経済委員会に提出された報告書『1960年代の対外経済政策』においても次のように指摘されていた。「もし、われわれが、貿易政策について何もしないとするならば、共同市場創設に端を発する米国製品輸出に対する差別の種は、根付き成長するであろう。時間がたてば、この構造化された差別は、ヨーロッパにおける保護主義という新たな既得権益へと導くだろう¹⁰⁾」。かくして米国企業は、自由貿易政策の追求とともに、ヨーロッパ現地生産という道を販売政策上も必要とされたのだった。

2 ケインズ政策の崩壊と米国多国籍企業

a 金ドル交換停止・変動相場制・投資規制の撤廃

戦後形成されたケインズ的世界経済は、その後、米国企業の多国籍化と企業活動の世界化によ

って内部から突き崩されることになる。米国におけるケインズ政策が危機・崩壊を迎えるのは、米国企業の多国籍化の進展が避けがたいものとなり、ケネディ政権以来採用してきた民主党の直接投資抑制策が、共和党ニクソン大統領の誕生によって、全面的に廃止されることになったからである。1970年5月、ニクソン大統領によって設置された国際貿易投資委員会は、国際政策について検討を重ねていたが、その委員会の結論は、直接投資規制を撤廃すべきであるというものだった。「委員会は、たとえ米国企業の海外投資活動の自由が、たまたま生産と雇用の移動と関連しているとしても、その自由は維持されるべきであると信じる。海外投資を規制することは、好ましくもなくまた効果的でもない¹¹⁾」としたのである。

こうした政策転換には、1944年のブレトンウッズ協定における「金とドルとの交換」を停止し、さらに変動相場制への移行という制度的枠組みの変更が必要だった。この時期米国のインフレーションは収まらず、貿易収支は赤字に転じ、国際収支上で総合収支の赤字は連年大きくなっていった。国際資本取引の自由を容認し、なおかつ金ドル交換に基礎付けられた固定相場制を維持することは、不可能だった。金ドル交換を維持するには、ドルの対外的量の引き下げ、つまり金価格の引き上げが必要であったが、これはドルに威信にかかわり、タブーだった。また、国際資本取引の自由を容認し、固定相場制を維持するためには、資本取引の巨額化による相場変動に通貨当局は常に介入せざるを得ず、これでは自立的な金融政策の実行を阻害するので採用することはできない。かくして、1971年8月15日、金ドル交換を停止し、一時は、スミソニアン協定によって固定相場制への復帰が企てられたのではあったが、結果的には、世界の為替システムは、固定相場制から変動相場制への移行となったのである。

經常取引の自由から資本取引の自由へと国際取引の全面的自由化が進展する背景に、米国企業の多国籍化と銀行の多国籍化があり、ユーロダラー市場の拡大がドルを基軸とする国際資本取引を膨大化させていったという事情を考慮しなければならない。国際資本取引とりわけ投機的取引の規制の下では、国際金融は、經常収支上の取引が中心部分を占め、それに規定されて資本収支取引が計上されていた。すなわち、貿易取引の決済手段として国際通貨ドルの多くが使用されたのであり、為替取引の実需原則は、投機的取引などから生じるドル需要を厳しく抑制していたのである。これこそが、ケインズの世界経済だったといえよう。だが、ユーロダラー市場を基軸に形成されつつある世界では、資本収支取引が資本輸出入の独自の動因によって展開し、經常収支の動きをはるかに超えるレベルとなり、基本的に国際資本取引の動きに為替相場が左右され、国際経済も規定されるという新たなシステムの幕開けとなった。もちろん、こうした世界がはじめから計画的に創り出されたわけではない。事実、1971年8月15日、既述のごとく、金ドル交換停止がニクソン政権によって一方的に宣言されたのだが、その年の12月のスミソニアン協定に見られるように固定相場制への途が模索はされたのである。これが成功していれば、為替相場を固定的にするというケインズ的世界経済は維持できたであろう。だ

が、経常収支上の国際決済を超える、膨大な資本の国際取引が国際金融市場の前面に出てきた状況では、固定相場制を維持することはほぼ不可能に近く、73年に入り、イタリア、スイスに次いで日本が2月12日にフロートに移行し、3月11日には、EEC6カ国が共同フロートを宣言、世界は変動相場制のシステムへと移行していくのである。ケインズは伸縮的な為替相場を理想だとはしたが、不断に変動を続ける為替相場を支持したわけではない。だが、多国籍企業が世界の通商産業を支配し、国際投資の自由化から、資本取引が国境を超えて重要性を帯びるなかで、もはやジョンソン政権の直接投資規制は通用せず、証券投資・貸付資本の規制を目的とした金利平衡税も時代にあわなくなっていたのである。1974年1月、米国の金利平衡税、ならびに企業に対する直接投資規制は、全面的に撤廃されたのだった。

b 現代多国籍企業の成立と形態

i 米国多国籍企業の投資動因

ケインズ政策の危機・崩壊は、多国籍企業の行動様式にどのような変化をもたらしたのだろうか。すでにわれわれは、次の2本の式によって、多国籍企業の投資動因を論じた。

$$I = I(r_m, i, \dot{Z}) \qquad I = I(r_{mf}, i_f, \dot{Z}_f)$$

すでに述べたように、ケインズ的世界経済の下では、企業の海外直接投資は、投資先売上期待成長率が輸出を含む本国の売上期待成長率を超えるときに生じた。すなわち、企業の海外投資は、 $\dot{Z}_f > \dot{Z}$ という条件によって展開されたのである。

だが、ケインズ的世界経済の危機・崩壊から生じた今日につながる世界経済において、米国企業は、単に売上高期待成長率の上昇によって海外直接投資を展開するのではなく、資本財の供給価格の低下という資本の限界効率の高さを求めて海外直接投資を実行するようになっていった。なぜなら、第2次世界大戦後、米国主力企業は、技術革新的設備投資を積極的に行い、労働生産性を高めて輸出拡大を図ってきたのだが、ヨーロッパ市場を中心として展開された米国企業の直接投資の拡大によって、本国親企業の革新的設備投資が後れ、実質賃金の上昇と企業利潤率の低下という深刻な事態を本国親企業が迎えることになったからである。しかも、戦後復興に伴う日本企業、ヨーロッパ企業との国際寡占市場における競争によって、売上期待成長率の上昇を容易に期待するわけには行かなくなってきたといえよう。こうした事態を背景に、米国企業の海外投資行動に変化が現われた。市場拡大を求め、市場規模の成長率の著しい地域への積極的投資から、低賃金を活用し、また、原材料費など中間財費用の低下を求め、費用削減による収益増加の戦略へと切り替えたのである。米国企業において、労働集約的工を途上国に移行させる、工程間の垂直分業が展開されるに至ったのである。

海外直接投資は、個別企業の直接投資の限界効率が国内設備投資の限界効率を超えることに

よって展開されるという論理が整合性をもち始めてきたといえよう。また、その投資規模は、利子率に左右されるということにもなってきたのである。すなわち、 $r_{mf} > r_m$ が、企業の直接投資の条件であり、 $\partial I_f / \partial r_{mf} > 0$ また、 $\partial I_f / \partial i_f < 0$ であり、売上高期待成長率は、資本の限界効率への間接的効果によって投資に影響を及ぼすことになった。

ここで、資本の限界効率と利子率の関係から、この時期の企業の海外投資条件を求めれば、まず、国内利子率が現地利子率より高ければ、 $i > i_f$ であり、企業の投資条件は、

$$r_{mf} > r_m > i > i_f$$

となるだろう。すなわち、企業は、現地において低利の資本調達を行い、海外直接投資を展開するだろう。また、国内利子率が現地利子率より低く、現地への資金移動コストを入れても現地利子率より低利ということであれば、企業は、国内で資金を調達し、海外直接投資を行なうであろう。

ii 企業の多国籍化と垂直統合

こうして、世界市場競争の激化と共に米国企業は、製造コストを比較考量し、資金調達コストを考慮に入れた戦略へと移行していったのである。もちろん、多国籍企業にとって市場が重要であるというのは、以前にも増して変ることはなかったが、多国籍企業が現地生産・現地販売という販売密着型の投資から、製造工程の地球的編成を目指すという、企業の垂直統合の路線が顕著になっていった。

いうまでもなく、企業はある1国を母国として事業展開を行い、企業の海外投資戦略に従って海外投資の限界効率を考慮しながら海外への企業規模の拡大を展開する。ここで、われわれは、多国籍企業の母国を1国とし、 n カ国に垂直的な事業展開をした、多国籍企業をとりあげよう。この事業部門を i とし、 n カ国にこの事業部門が拡大しているとすれば、この多国籍企業の i 事業部門の全世界に広がる資本ストックは、母国1国の通貨価値に換算して評価するために、1国から n カ国まで、それぞれ1国の通貨建てで評価し e_1, e_2, \dots, e_n で表わせば、

$$\sum_{j=1}^n e_j K_{ij} (= e_1 K_{i1} + e_2 K_{i2} + \dots + e_n K_{in})$$

となる。また、この事業部門の総利潤は、利潤率を r_{i1-n} とすれば、

$$\sum_{j=1}^n r_{ij} e_j K_{ij} (= r_{i1} e_1 K_{i1} + r_{i2} e_2 K_{i2} + \dots + r_{in} e_n K_{in})$$

となるから、 i 事業部門の利潤率は、

$$r_i = \frac{\sum_{j=1}^n r_{ij} e_j K_{ij}}{\sum_{j=1}^n e_j K_{ij}}$$

で表わすことができる。

iii 企業の多国籍化と多角的事業部門制の確立

さて、今日の多国籍企業は、その多くが以上で述べた垂直的統合から成立した国際的事業部門をいくつも抱えている多角的事業部門へと発展している。国際的コングロマリットとして存在しているのが現代多国籍企業の典型的存在形態だといえよう¹²⁾。ここで、 m 個の事業部門を持つ多事業部門制多国籍企業を考えよう。すでに述べたように、 n カ国にまたがる、 i 事業部門の多国籍企業の資本ストック額は、 $\sum_{j=1}^n e_j K_{ij}$ であった。いま議論しようとする多国籍企業は、この i 事業部門が m 個あるので、その資本総額は、 $\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n e_j K_{ij}$ と表すことができる。 i 事業部門の j 国における利潤率を r_{ij} で表わすと、この多国籍企業の総利潤額は、 $\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n r_{ij} e_j K_{ij}$ となるから、その利潤率は、

$$r = \frac{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n r_{ij} e_j K_{ij}}{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n e_j K_{ij}}$$

で表わすことができる。

3 国際資本移動の自由と投資動因

a 国際投資システム自由化と米国企業

1970年代から1980年代初頭にかけては、米国において、国際投資システムの自由化が進展したが、国際的には、発展途上国を中心として、多国籍企業活動の規制が試みられた時代であった。しかし、そうした時期を経て、1980年代から1990年代半ばにかけては多国籍企業活動の自由化が進展し、国際投資が急速に進展した時代となった。国民経済レベルでは、各国において民営化が進展し、外国からの直接投資に対する自由化が実現した。2 国間レベルでは、2 国間投資協定が多くの国家間において取り決められた。また、米国企業にとって重要であったのは、北米自由貿易協定 (NAFTA) の設立によって、カナダ、メキシコへの投資障壁が低くなったことである。多角的協定では、ガットの協議事項にかつてはまったく問題にもされなかった投資問題がとりあげられ、ウルグアイ・ラウンドの成果として、世界貿易機関 (WTO) が設立された。

多くの途上国政府は、直接投資に敵対的な態度をとっていたが、1980年代から90年代にかけて、多くの経済セクターで外国人所有比率の制限の撤廃が実施され、直接投資認可プロセスの簡素化が行なわれた。この直接投資の自由化も、すべての産業部門で一様に展開したわけではなかった。金融部門の自由化が比較的遅かったのに対し、鉱業やインフラストラクチャー部門では、かつてその多くが国有部門だったが、民営化が進展し、同時に外国企業にもその所有権を認めるようになった。こうした改革は、ソ連邦崩壊に伴う中央あるいは東ヨーロッパの市場経済化の進行が促進したといえる。地域経済レベルの投資の自由化で、米国企業にとって大

きな意味があったのは、1993年に成立した北米自由貿易協定だった。この協定には、分野を特定して、一般ルールとは異なる分野特有の協定が含まれていたが、その最たるものは、リージョナル・コンテンツ規制であって、外国企業差別に大いに効力を発揮している。1995年世界貿易機関設立はまた、米国多国籍企業にとって大きな意義を有する。具体的に述べれば、「貿易に関連する投資諸措置に関する協定」(TRIMs)は、外資系企業の内国民待遇実現への第一歩だったし、「サービス貿易に関する一般協定」(GATS)は、サービス供給が必然的に直接投資の自由化を含むことを明らかにし、そのルール化をはかったわけだし、また、「知的財産権の貿易的側面に関する協定」(TRIPs)は、ハイテク多国籍企業が直接投資を展開する際、その技術独占を維持するためにも必要な措置だったのである。

こうした直接投資の自由化措置は、従来の国際通貨基金(IMF)の考え方に大きな変更をもたらすこととなった。1944年に設立されたIMFは、既述のように、固定相場制に基づく経常勘定取引の自由を目指していた。また、金融政策の自立性を保つということから、資本勘定取引に関しては、規制を認めていたのである。しかし、時代は変動相場制となり、資本勘定取引の自由化が要請されることとなった。スタンレー・フィッシャーは、既に1997年の論文「資本自由化とIMFの役割」において、次のように指摘した。「資本勘定の自由化は、各国に十分な便益をもたらし得る。居住者も政府のより有利な条件で貸し借りができ、先進的な金融技術を導入する結果、国内金融市場より効率的になり、貯蓄と投資の配分が改善される。その結果、所得および生活水準がより急速に上昇し、より持続可能なものになると思われる。同時に、資本勘定の自由化は、市場審理の揺れによる経済の脆弱性を高める。ふつう、この揺れは、合理的な根拠に基づくものであるが、しかし過剰に揺れる場合もあるかもしれないし、それが伝染効果を反映する時もあるかもしれない」¹³⁾。

b 現代企業の投資動因と株式市場

国際投資システムの自由化の実現は、既に述べた今日の多国籍企業の形態、すなわち多角的事業部門制の確立にとって不可欠である。なぜなら、多国籍企業は、本部財務部門を設立し、世界に広がる企業全体の経営に関して支配権を行使するのだが、この財務部門は、事業部門ごとに目標利潤率を設定し、それをクリアできない事業部門を売却し、目標利潤率を達成できうる事業部門の拡張にその資金を使い、また、新たな事業部門を買収し、既存の事業部門に加えて、多国籍企業の活動範囲を国際的に広げるからである。すなわち、国際投資システムの自由化が実現していないと、こうした多国籍企業の世界的な事業再編は不可能だからである。しかも、こうした事業部門の売却・買収は、株式市場を通じて行なわれるから、株式市場の国際的發展とその自由化が現代企業の投資活動には不可欠である。

かつて、多国籍企業が市場拡大的に輸出産業企業の延長線上に直接投資を展開していた時代

において、企業金融は基本的に内部資金が使用されていた。企業の利潤獲得も内部留保をいかに確保するのか、に置かれていたのであって、企業経営における経営者支配論が現実性を持っていた時代だった。既述のように、企業の投資需要関数において決定的であったのは、製品売上高期待成長率であり、投資の限界効率あるいは利子率は、投資需要関数の独立変数として、カウントはされてはいたが、企業投資を決定する大きな要因は、売上高期待成長率にあった。したがって、企業経営者にとって、内部留保を確保し、投資資金を確保するという観点からは、銀行貸付、社債・株式の発行を通じての資金調達は、二次的補足的なものであり、かくして、巨大企業は銀行支配を免れることができた。こうした歴史的背景から、ポール・A・バランとポール・M・スウィージーの名著『独占資本』が生み出されたことは、ここで銘記さるべきことだろう¹⁴⁾。

しかし、米国企業が、世界経済において絶大な力を発揮できる時代は過ぎ去り、ヨーロッパ企業、日本企業など世界において米国企業の独占的地位を脅かす巨大企業が活動を開始したのである。有効需要の増大に依拠し、市場拡大によって資本蓄積を展開する方式は、米国・ケインズ連合の崩壊、労働生産性の停滞とともに危機に陥り、単に企業操業度の上昇によって利潤率を増大させるという時代は終わってしまったといえよう¹⁵⁾。米国企業に利潤圧縮の危機が迫り、米国多国籍企業の投資論理と資本蓄積は、市場拡大的多国籍化から海外投資の限界効率と利子率に大きく依存する体制へと変化したのである。

多国籍企業の垂直統合は、企業間の移転価格を通じた利益の再配分を可能とした。また、世界的に拡大した生産拠点の合理的配置によって規模の経済を遺憾なく発揮することとなった。さらに、世界的な規模の多事業部門制の確立は、多くの部門を一多国籍企業に取り込むことでコスト削減を実現する範囲の経済を実現したのである。

ところで、この多事業部門制の確立は、部門構成が常に一定しているわけではない。事業部門ごとに目標利潤率が設定され本部財務部門による不採算部門の切捨てと買収が、目標利潤率を基準にして行われるからである¹⁶⁾。しかも、この過程は、株式市場における企業株式の売買によって展開されるのである¹⁷⁾。すなわち、現代の多国籍企業においては、かつての内部留保を充実させ、内部資金の再投資によって基本的に企業規模の拡大が図られるのではなく、株式市場を通じての企業再編が主役になったのである。企業経営者にとって、株式投資家の動きを無視して、企業経営を行なうことはもはや許されない時代となったのである。

それでは、この株式投資は、どのようなメカニズムで行なわれ、企業経営者はどのような戦略で多国籍企業の再編を行なっているのだろうか。まず、株式市場における企業価値は、株式価格として、基本的には将来的配当を利子率で割引いた割引価値を軸に形成されることに注目しなければならない。いま、ある企業の株式価格を V_D 、予想配当を $D_{i(i=1-n)}$ 、利子率 i とすれば、次のような企業の株式価格をわれわれは得る。

$$V_D = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} \cdot \dots \cdot \dots \quad (1)$$

この(1)式の株式価格は、正確に言えば、株式投資家のその企業への投資の需要価格である。株式投資の需要価格とは、この価格までならば、株式投資を行なっても良いと判断する株式価格の上限と言い換えても良い。なぜなら、もしこの上限を超えて株価が上昇するならば、企業から獲得されると期待される配当は、利子率以下に低落し、投資家にとって投資魅力に欠けることになるからである。かつて配当の利子化が内部留保の充実という戦略から企業経営者によって企てられたことがあった。こうした戦略がとれたのは、自己資金の充実によって、株式発行による資金調達が基本的には必要なかったことが影響していたとすることもできよう。

現代企業が、投資家の株式投資を積極的に喚起するには、株式投資の限界効率を高め、多くの投資家に対して、株式供給価格を低く設定し、将来的な値上がりによる、キャピタル・ゲインの獲得を保証することが不可欠となる。将来的な株価の値上がりは、その企業の業績に大きく依存することは明らかだから、企業の財務部門は、多国籍企業内に形成された多くの事業部門に目標利潤率を設定させ、その基準によって成長が高く望まれる部門へ、成熟しもはや高い成長が望まれない部門から資金を回し、集中的に投資を行なうことを考え、多くの株主からも多額の資金を調達するのである。この株式価格は、企業株式の供給価格を形成するが、それは次式のように表せる。

$$V_s = \frac{D_1}{1+r_{ms}} + \frac{D_2}{(1+r_{msn})^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r_{msn})^n} \cdot \dots \cdot \dots \quad (2)$$

この(2)式において、 V_s は、企業株式の供給価格、 r_{ms} は、企業株式投資の限界効率であり、企業株式の供給価格が低く設定されれば、企業株式投資の限界効率は高くなり、株主はキャピタル・ゲインを求めて積極的にこの多国籍企業へ投資することになるだろう。かくして、株価が上昇し、その需要価格の水準に達すれば、この企業への株式投資は、その水準で確定されることになる。

ところでこうした状況をふたたび作りだすには、企業株式供給価格の割安感を作り出さなければならない。そのためには、企業1株あたりの収益を増大させることが必要となる。なぜなら、ある企業が(1)式に見られるような、株式の需要・供給価格の均衡水準を形成しているとすれば、この水準に株価が存続する限り、配当の利子化が実現しているわけだから、これ以上より一層の投資資金を投資家から引き出すことは難しい。したがって、この状況を打ち破るには、企業の1株あたりの収益を増大させ、将来的配当の増大を期待させ、企業投資の限界効率を高めなければならない。すなわち、増大せる将来的配当を、 $D_{i(i-1-n)}$ より大きな $D_{i(i-1-n)}^*$ とし、株価水準が(1)式、 V_D のレベルでとりあえず変化ナシとすれば、われわれは、新たな株式の供給価格を次の式で得ることができる。

$$V_{sn} = V_D = \frac{D_1^*}{1+r_{msn}} + \frac{D_2^*}{(1+r_{msn})^2} + \dots + \frac{D_n^*}{(1+r_{msn})^n} \cdot \dots \cdot \dots \quad (3)$$

この（3）式は、新たな将来的配当に基づく株式の供給価格の新たな水準を示している。株式の新たな需要価格が利子率*i*で、 $D_{i(i=1-n)}^*$ を資本還元した価格を形成し、それが株式の新たな供給価格 V_{sn} を上回る価格水準を形成することはいうまでもない。すなわち、われわれは、新たな株式の需要価格を次式で得ることができる。

$$V_{Dn} = \frac{D_1^*}{1+i} + \frac{D_2^*}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n^*}{(1+i)^n} \cdot \dots \cdot \dots \quad (4)$$

（1）式と（3）式を比較すると、予想配当が増大しているため、利子率*i*の水準を上回る株式投資の限界効率 r_{msn} が出現し、かくして株式投資家は、この株式の需要価格のあらたな水準、すなわち（4）式に表された価格に上昇するまで積極的に投資しつづけることになるだろう。したがって、こうした循環を生じさせるためには、企業は1株あたりの収益を増大させ続けなければならないのである。

まとめにかえて

今日国境をまたいだ企業間のM&Aが盛んに行なわれている。こうした事が頻繁に行なわれるようになった背景には、国際経済システムにおける資本取引の自由の制度的確立があったことはいうまでもない。しかし、より根底的な理由は、その根幹に、多国籍企業の現代的な投資行動の特質を見なければならないといえよう。多事業部門制多国籍企業が、目標利潤率を設定し、株価を吊り上げながら、国際的に企業買収を繰り返し、グローバルに企業再編を展開する論理的根拠は、まさしくこの現代企業の資金調達方式のドラマティックな変革にあったというべきだろう。

- 1) J.M.ケインズ著・塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済出版社、1995年、385ページ。
- 2) 同前、349ページ。
- 3) 「関税及び貿易に関する一般協定」山本草二ほか編『国際条約集』有斐閣、1996年、352ページ。
- 4) ケインズ、前掲訳書、339ページ。
- 5) Fatemi, N. S. et al., *The Dollar Crisis: The United States Balance of Payments and Dollar Stability*, Fairleigh Dickinson University Press, 1963, pp.152-3; Samuel Pizer and Frederick Cutler, "Expansion in the U.S. Investments Abroad," *Survey of Current Business*, Vol.42, No.8, August 1962, p.20.
- 6) J.J. Servan-Schreiber, *The American Challenge*, New York, Atheneum, 1968.
- 7) 詳細は、ケインズ前掲訳書、第11章「資本の限界効率」を参照のこと。

- 8) A.S.アイクナー著、川口弘監訳『巨大企業と寡占』日本経済評論社、1983年、289-90ページ参照。
アイクナーは、企業投資を2つのタイプに分け、第1を長期にわたる企業賦課金の追加的増加を目的としている投資支出であり、広告、研究・開発ないし何かその他の活動に対する諸支出からなっているとし、その基軸的決定要因は、投資の限界効率だという。ここで問題にする投資タイプは、第2の部分であり、総投資中の大部分を占めるタイプに属する。
- 9) Harry J. Robinson, *The Motivation and Flow of Private Foreign Investment* (Investment Series 4), International Development Center, Stanford Research Institute, Menlo Park, California, 1961.
- 10) U.S. Congress, Joint Economic Committee, Report of the Subcommittee on Foreign Economic Policy, *Foreign Economic Policy for the 1960's*, U.S.G.P.O., Washington, D.C., 1962, pp.14-5.
- 11) The Commission on International Trade and Investment Policy, *United States International Economic Policy in an Interdependent World, Report*, U.S.G.P.O., Washington, D.C., 1971, p.177.
- 12) もちろん、ここで述べるような企業の規模拡大だけが、今日の多国籍企業の基本形態というわけではない。企業間ネットワークの形成を通じた活動も注目されている。これについては、関下稔著『現代多国籍企業のグローバル構造』文眞堂、2003年が詳しい。是非参照されたい。
- 13) S.フィッシャー「資本自由化とIMFの役割」S. フィッシャー他著、岩本武和監訳『IMF資本自由化論争』岩波書店、1999年、5-6頁。
- 14) P.バラン・P.スウィージー、小原敬士訳『独占資本』岩波書店、1967年。
- 15) 米国・ケインズ連合の崩壊については、拙著『アメリカ経済政策史—戦後「ケインズ連合」の興亡』有斐閣、1996年を参照のこと。
- 16) 多国籍企業の目標利潤率価格設定方式を軸とする行動様式については、拙著『世界経済と企業行動』大月書店、2005年、第3章第2節「多国籍企業の生産と価格決定」を参照のこと。
- 17) このプロセスが展開されるには、産業資本である企業の、産業株式資本への転化がなされていなければならない。またこれが今日、国際的に展開されているということの重要性を理解しなければならない。このプロセスの理論的把握は、板木雅彦「いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化」『立命館国際研究』第18巻3号、2006年、ならびに、「いわゆる「のれん代」からみた多国籍企業の独占的産業資本への転化」日本国際学会編『国際経済』第56号、2005年、によってなされている。是非とも参照されたい。

(萩原伸次郎、横浜国立大学経済学部教授)

The Motivation of Private Foreign Investment and Economic Policy

—On the Behavior of US Multinationals after the Second World War—

This paper historically and theoretically focused on the motivation of US private foreign investment and economic policy. In the Keynesian world economy, large US firms tried to

expand their market through their subsidiaries and affiliates in Europe because the economic growth rate of this area was higher than that of US. However, after the breakdown of the Keynesian world economy, US firms tried to set up their subsidiaries and affiliates in the developing countries in order to cut the costs of production by exploiting cheap labor and using low cost materials. They tried to be multinational by vertical integration and globally organized their manufacturing processes.

Nowadays US firms, which are multinationals and international conglomerates, have many divisions globally and try to maximize profit through cross-bordered mergers and acquisitions. The liberalization of international capital flow has become important, and the stock market plays an active role in doing business worldwide.

(HAGIWARA, Shinjiro, Professor, Faculty of Economics, Yokohama National University)