

# 多国籍企業と国際通貨・資本市場の発展

—アメリカ関税委員会報告を中心として—

山 田 健 治

## はじめに

多国籍企業の経済活動の生み出す経済問題は無視することのできない問題である。近年、さまざまな角度より多国籍企業の活動に焦点をあてて研究が試みられているが、豊富なデータを使用した体系的な研究として、ここで取りあげられる『アメリカ関税委員会報告書』<sup>(1)</sup>が最新のものであろう。

その内容の一部はすでに紹介されているが、<sup>(2)</sup>この報告書は930ページにもなる大冊であり、その内容は以下の如くである。

第一部では、研究の要約と各章の要約、第二部では、第一章以下第五章まで、序論、多国籍企業のアメリカと外国の国際収支への影響、世界貿易の中の多国籍企業、多国籍企業の世界の投資パターンへの影響、国際金融における多国籍企業、第三部としては、第六章から第八章まで順に、技術 R&D、そして多国籍企業、多国籍企業のアメリカと海外における労働に対する影響、法的な問題がのべられている。

本稿では、第八章の国際金融における多国籍企業をとりあげ、内容を紹介すると共に、若干のコメントを与えるものである。<sup>(3)</sup>

## I：論点の整理

第八章の論点は以下の如くである。多国籍企業の発展と平行して、補完的に発達した新しい資本市場、ユーロ・ボンド市場、ユーロ・カレンシー市場、の

発展を引起した原因は何であるのか。さらに、近年の通貨不安の元凶が多国籍企業だとされているが、それはどのような状況を背景に持っているのであろうかを分析すること。

これらの問題は以下の如くに整理されている。①通貨と資本市場の相互依存関係の強化が起ったが、それはどのような背景の下に起り、どのような結果（とくに各国の利子率の変化）をもたらしたか。②ユーロ・ボンド、外債市場の生成、発展の過程を分析し、そのボンドの供給者、需要者について分析を試みる。③ユーロ・ドルを中心としたユーロ・カレンシーの仕組みを供給者側としての中央銀行、商業銀行、企業、需要者側としての銀行、非銀行の行動を中心に分析し、ユーロ・カレンシー市場の資本量を推定してその構造を明らかにする。④多国籍企業の一つである多国籍銀行の成長過程の分析をし、他の国籍企業の活動を資金面よりどのように援助したかを分析する。⑤多国籍企業がその活動を続けるために必要な資金の供給はどのようにして行なわれるのであろうか。また、その意志決定を行なうプロフィット・センターの役割の分析を通じ、多国籍企業の特徴である国際財務管理について考え、その中で、為替リスクにかかわりあるリーズ・アンド・ラグズについて分析を試みる。最後に、⑥大量の短期資本の移動が発生する原因を量的にさぐり、多国籍企業が通貨不安の元凶であるのかを多国籍企業の投機的な行動とヘッジするための行動を二つの観点より分析して、何よりも各国政府が多国籍企業に比類する短資移動に対する情報網を持つことが大切だとしている。

## Ⅱ 各論の要約

まず、ここでとりあげる金融市場、ユーロ・カレンシー、ユーロ・ボンドについての定義を行なう。金融市場とは通常満期が1年未満の短期資金の市場であって、この市場でとり扱われるものは銀行預金、財務省証券、もしくはそれと同様の短期の政府証券、商業手形、貿易手形であり、短期の銀行貸付もまた

この市場でとり扱われるものである。

ユーロ・カレンシーは、ユーロ・ダラーを含むものであり、通常は定期預金であって、それらが所有されている国の通貨以外の通貨で表示されている。たとえば、ユーロ・ダラー預金はニューヨークにあるドル預金と同じであるが、それが合衆国以外の国で保有されているものである。

ユーロ・ボンドは国際的な引受けシンジケートを通じて発行され、起債されると国とは異った通貨の国々において売却される債券である。

それに対して外債は借入国の国外で売却されるものであり、通常は主要な金融の中心地にいる外国人によって起債され、その中心地の引受人を通じてその国の買い手に主に売られるものである。

#### ①通貨と資本市場の相互依存関係の強化

19世紀の金融の中心地はロンドンであり、現在はニューヨークがその役割を果たしているが、ロンドンの場合と異って、ニューヨーク、ロンドンを中心として資本市場がずっと多国間に拡大しているということである。たとえば、アメリカでは資金調達をするのにウォール・ストリートで株式とか社債とを発行せずとも、ユーロ・カレンシー市場からの借入、ユーロ・ボンド市場での起債による資金調達が可能となったのである。

このような金融市場の多国間への拡大はどのようにして発生したのであろうか。これは、アメリカが国際収支改善策として採用した各種の対外投資抑制政策、利子平衡税(Interest Equalization Tax)、対外貸付自主規制案(Voluntary Foreign Credit Restraint Programme)レギュレーションQ(Regulation Q)、レギュレーションMとD(Regulations 'M' and 'D')、対外直接投資計画(Foreign Direct Investment Programme)等がある<sup>(4)</sup>。

利子平衡税は資本勘定からの大量の流出となっている外国のアメリカからの借入を押えることが短期の目的であった。これは、ニューヨークでの借入れコストを高め、外国の企業、政府が長期資金をニューヨーク以外で調達するよう

にしむけた。

自主的、その後に強制的になった資本流出に対する規制は1966年と1968年<sup>(5)</sup>にアメリカによって実施されたが、これらの諸規制はその投資資本を海外で調達するために、アメリカの直接投資筋を外国の市場に押し込む結果をもたらした。これに対してユーロ・ボンド市場はすばやく反応して、アメリカの投資筋の要求に応ずるだけでなく、外国の政府または企業の増大する要求にも応じた。

さらに、レギュレーション Q、これは定期預金に支払う利率の最高限度を規制するものであるが、によってアメリカの企業は低利の C. D. (譲渡可能定期預金証書) を売却して、ユーロ・ダラーに資金を投資をするようになった。

このようにアメリカの対外投資諸規制の結果ユーロ・ダラー市場が形成されたその背後には、アメリカの国際収支の赤字によって発生したドル流出の大部分が外国政府の準備にならなかったことである。1960年から1970年の間で、210億ドル、つまり累積赤字の60パーセントが海外の個人の手の中に帰し、それでもって国際金融資本市場がつくりあげられる基金になったのである。この赤字のドルが公的準備にならなかったのは、個人のドルに対する需要が強かったからである。

さて、このような世界の主要な金融市場の統一はユーロ・カレンシー市場、ユーロ・ボンド市場の発展を通じて達成されたのであるが、その発展については後述する如く、その結果として異った市場において長期、短期の利率が同一になるという傾向が生まれた。とくに、短期資金の市場については、ユーロ・ダラーの利率、アメリカ財務省証券の利率、8ヶ国の外国の利率の平均値の間に注目すべき動きがみられる。<sup>(6)</sup>

1960年から1969年までは短期利率が騰貴し、69年にはアメリカの金融引締めによって最高に達している。また、アメリカの利率と外国の利率とが同一になる傾向がある。1968年までユーロ・ダラー利率はアメリカの国内利率より約1パーセント高く、これは、ユーロ・ダラー市場を通じて利率の均衡化と金融市場の統合を起すものとしてユーロ・ダラー市場を考えてもよいし、

それとも次のように考えてもよい。この利子差は国内市場で外国人がドルによる収益を為替相場を通して移動させることをやめさせること、そして、そのように資金を国内の貨幣市場へ流入させるのをやめさせることへの、さらには公的準備にドルを加えるのをやめさせることに対するコストであると考えられる。このようにみると、国内の米ドルに対するユーロ・ダラーのプレミアムは大量の流動的な利用しやすい国際金融市場を中央銀行の統制外に作るためのコストと考えられるのである。

しかし、1969年にはユーロ・ダラー金利と他の利子率との間に大きな乖離が生じたが、これはアメリカのきびしい金融引締めによってであり、その結果として、ドルが海外の金融市場からアメリカへ還流した。

このような金融市場の統合は国内の金融政策にも影響を与えた。それは、一国の中央銀行当局にとって、国際的な金融・資本市場の流れに逆行することがむずかしくなり、時として不可能となった。つまり、市場が短資の流出入に反応するようになっているからである。

## ②ユーロ・ボンド市場、外債の市場の生成発展

ユーロ・ボンドの歴史は1960年代の初期に始まり、ヨーロッパの投資銀行のグループ、とくにベルギーとルクセンブルグが長期の債券を同時に多数の金融の中心地で起債するために多国籍引受けシンジケートを組織した。最初はユニット・オブ・アカウント (unit of account) 表示であったが、ドルで行なわれるようになった。

利子平衡税、アメリカの投資規制計画に刺激されて、マーチャント・バンクの努力によって、ユーロ債市場は非常な率で成長し、新規発行額は1963年には1億6,400万ドルであったのが、1968年までに36億ドルになり、1969年と1970年には30億ドルまで下ったが、1972年10月には49億ドルになった。

外債の方は1963年には新規に3億8,900万ドル起債された。

国際的なボンド市場の構造はどのようになっているのであろうか。1968年か

ら1971年の分析によると、借手としては企業が圧倒的で新規発行の70パーセントを占めている。1968年には、アメリカ企業の発行高の50パーセントを占めていたが、1971年には25パーセントに低下している。

使用される通貨については1968年には54パーセントがドルで行なわれていたのが、1971年には43パーセントに低下しているものの、ドルは最もよく使用される通貨である。このドルの比率の下落はドルの国際通貨体制の弱体化によるものであると同時に、アメリカ企業のドルに対する需要の減少によるものである。1968年にはドイツマルクが33パーセント占めていたのが、1971年には21パーセントへ低下しているのは為替レートの変化に対応するものである。<sup>(6)</sup>

さらに、債券の種類については、1968年に41パーセントを占めていた転換社債が、アメリカの株式市場の不調の故に人気がなくなり、長期の借入が43パーセントにも伸びている。

### ③ユーロ・カレンシーの構造

ユーロ・カレンシーとは預金が行なわれている国の通貨以外の通貨によって表示された銀行預金である。この最初の預金は外国為替取引を含まない外国通貨の貸付である。預金として受入れられた時から、その預金が引出される間に、何度となく自国間であれ、他国間であれ、貸付をされる。銀行はこの預金を消費者に貸付たり、他の自国あるいは外国の銀行へ貸付けて利益をうるが、銀行のこの仲介取引は一方で利益を実現しながら、そのリスクをへらそうとするものである。このようなユーロ・カレンシーの循環は銀行が直接顧客に貸付けたら、外国為替を買うのに使用したり、準備金を増大するのにそのドル預金を利用した場合には終了するのである。このようにユーロ・カレンシーの循環に参加する者には三種類のタイプがある。つまり、当初の貸手、商業銀行が担当する仲介業者、最終の借手。

ユーロ・カレンシーの供給者は 公的機関、商業銀行、非商業銀行の 三つがある。貸手はユーロ・レートが国内レートより高いところからえられる利益に

魅力を感じるのである。以下、これらの三つの貸手について検討しよう。

### (i) 公 的 機 関

これは、中央銀行、政府、国際的な機関の保有する公的なドル預金が直接・間接的な方法で預金を提供するのである。中央銀行は外国にある商業銀行に外貨準備を置くことによって、スワップ取決めによるか、直接的な預金によるかで、預金を供給するのである。スワップ取決めによるものは、借入れ銀行が中央銀行のユーロ通貨預金に対して本国通貨を放棄する、つまり、交換することが必要であって、しばしば当局と特定日に預金を買いもどす買いもどし契約をつけたものである。ドイツが行なったように、これは国内の流動性を調整する政策にもなる。つまり、中央銀行が借入れ銀行にユーロ通貨を売る直物レートと借入れ銀行がユーロ通貨を再び売るための先物レートの差を変化させることによって中央銀行は借入れ銀行がユーロ通貨を取扱う意欲を創出するのである。<sup>(9)</sup>

スワップの他に、中央銀行は申込んだ条件で引受けるあらゆる国のどのような商業銀行に対してもユーロ通貨を直接預金することができる。

また、預金は間接的にも可能であって、国際機関にあずけられた外貨預金は再度商業銀行へ預けられる。BIS とヨーロッパ投資銀行 (EIB) がこの役割を演ずるのである。

その他、高いユーロ市場金利で公的なドル準備を保有する魅力からも各国の中央銀行、開発途上国も参加している。

### (ii) 商 業 銀 行

通常はユーロ通貨の仲介的な借手であるが、外国為替市場で外貨を購入することによって供給者として行動しえる。これらの資金は仲介のためとか、国内・国外での商取引へ資金をまわすのに使用される。商業銀行はその外国での支店を通じて市場へ資金を供給することができる。けれども、商業銀行が市場へ資金を供給する主な動機は流動性と安全性をそこなうことなく利益をあげるためである。商業銀行は利子裁定が起るときにのみ供給者として行動し、この差はユーロ通貨と国内通貨との差、または、異った通貨の間に存在するものであ

る。

### (iii) 非商業銀行

企業、個人の保有する預金は商業銀行の手元で保有される限りユーロ市場へ導入される。特に手元流動性のため巨大なドル預金を持つ非米国系企業、あるいは、アメリカの在外子会社の供給が大きい。

ユーロ通貨に対する需要者としては大別して、商業銀行と非銀行に区分される。後者は政府当局、地方当局、市当局、企業、一部の個人である。

商業銀行の借入れは次のような特徴を持っている。

(1)ユーロ通貨の借入れは金利は高いが借入れ交渉がきわめて簡単であって、短期で借入れて中期の貸付を企業に行なっている。

(2)銀行がユーロ通貨より借入の増大によって自国通貨と外貨による貸付が可能になり、外国より貸付をうけることが不利であった顧客もユーロ通貨で国内商業銀行から借入れが可能となった。

(3)ユーロ通貨市場へ接近することによって、銀行は従来の借入れ方法とは異ってきわめて能率的に外国為替売買契約をスクエアさせることができるようになった。

(4)銀行が利子裁定取引に利用する資金を豊富にし、ユーロ通貨市場で裁定取引を高め利子差が少なくなった。これらは、短期で借りて長期の貸付をする時間的な裁定と、ユーロ通貨の各地における利子差による場所的な裁定である。

(5)銀行は手元流動性を高める必要があった時（たとえば、決算期）にはユーロ市場より借入れることによって、貸付を削減することなく流動性を高めることができるので、銀行以外への貸付需要に応ずることができるようになった。

次に銀行以外の機関からの需要についてみてみよう。

政府の需要は少く、通常供給者であるが、財政赤字の時とか、利子による差益を得る時に政府は借りるだけである。

企業からの需要については次の諸点があげられる。

多国籍企業のユーロ通貨の利用は貿易取引ならびに国内取引の両方に利用さ

れる。貿易取引の支払は当該ユーロ通貨を借入れることによって行なわれ、そのカバリング（為替持高をスクエアにすること）は為替レートが好ましい時点で行えるようになり、直物為替を保有する必要が減少して貿易のコストが低下している。

企業がユーロ通貨を金融の手段とする第一の理由としては、ユーロ貸付の利子と海外から直接貸付をうける場合の利子との間にはかなりの差があるということである。つまり、大企業や多国籍企業がユーロ通貨を市場利子率で借られない場合でも、通常預金利子率よりも0.5から2パーセント以上金利を負担しなければならないが、海外より直接借りるよりも有利に借りることが出来る。ユーロ市場の預金と貸出し金利の差がアメリカ国内のものよりも小さいものであっても、以上にのべたことがユーロ銀行による引受けを可能にし、マーケットの拡大を引起したとみなされる。

企業のユーロ通貨への需要を生成するのに決定的であった第2の要因は、アメリカ国内の商業銀行が大量の外国貸付をすることができなかったことにある。アメリカの対外貸付規制によって、アメリカの商業銀行は自由に外国に貸付をすることが禁じられた。このことは、アメリカの対外貸付によって運転資金をまかっていた外国企業やアメリカの子会社がユーロ市場に依存せざるを得なくなった。その結果として、国内の利子率とユーロ・ダラーの利子率との差は海外で活動している企業にとってユーロ・ダラーへの需要を支配する重要性を持たなくなった。

第3の要因としては、国内企業に対する国内からの貸付が可能でなかったことがあげられる。企業は金融引締め時には海外のユーロ市場において外貨を調達するのが有利であることを知った。そして、外国の通貨が借入れられる時には、外国の通貨で売買することが望ましく、かつ、可能となったのである。

このような構造を持つユーロ通貨市場の大きさはどのようなものであろうか。ユーロ通貨市場の量を推定するにはさまざまな困難が伴うが、次の3つの主要な問題点がある。

(i) マーケットの生成に先立って商業銀行はその通常の経済活動において他国のコレスポンダントとの間に相互に外国通貨勘定を持っていたが、この残高がどれだけあったかは知られていない。

(ii) 商業銀行は仲介業務を営む立場にあるから、銀行の二重計算が存在している。

(iii) 商業銀行とその銀行が活動している国内の居住者との間のユーロ通貨の取引を示めず完全なデータが欠如している。

これらの不明確さはあるが、BISの年次報告が最もうまくユーロ通貨の大きさを推定したものである。<sup>(10)</sup> BISの統計によると、初期にアメリカは資金のネットの借手であり、1969年には資金の供給者としては41億ドルで総供給の9パーセントを占め、資金の需要者としては168億ドルで総需要の38パーセントを占めていた。しかし、1971年の終りまでに、アメリカの金融緩和によって、アメリカの供給は61億ドルに増加し、借入れは83億ドルに減少した。ヨーロッパでは、イギリス、ドイツ、ベルギーが資金のネットの借手であるに対して、スイスはネットの貸手である。

ユーロ通貨の中で大きなウエートを占めるユーロ・ダラーだけについて考えてみると、1971年にユーロに通貨中に占めるドルの割合は、540億ドルで全体の76パーセントを占めて、その金融センターはロンドン、パリ、ジュネーブ、フランクフルトであった。

ユーロ・ダラーの形成は刺激を与えたのは、アメリカの国際収支の赤字とレギュレーションQの実施であった。国際収支の赤字は市場の発達を促し、レギュレーションQによってアメリカの銀行預金はユーロ・ダラー市場へ殺到した。

このように生成したユーロ・ダラーの取入れはその大半がvehicle currency(取引通貨)として使用されている。その理由については2つ考えられる。取引通貨の供給は大量でなければならないし、決済通貨の使用コストが低く、予想できない需要の増大にも対処できるぐらい十分に安定的なものでな

ればならない。

ユーロ・ダラー利子率とその他のユーロ通貨の利子率の関係は次のようにきまる。ユーロ通貨の利子率はユーロ・ダラー利子率にその通貨の先物ディスカウント（先物プレミアム）を加えたり（差引いたり）することによって求められる。このことは、現実には為替レートの変化の期待によって先物市場で先物レートが決定されて、ユーロ通貨の金利を通じてユーロ・ダラーの利子率が決定されることになるが、これは国内の利子率がユーロ・ダラーとは独立ではありえないことになってしまい、金融政策の独立性が失われてしまうのである。

#### ④ 多国籍銀行の成長

過去20年間の貨幣市場と資本市場と資本市場の統合が起った裏には、多国籍企業の急速な発達だけではなく、多国籍銀行の発達があった。

1960年代の前半の急速なアメリカの銀行と企業の海外進出の理由はアメリカ製造企業の国際的な拡張に対応して、海外の支店網を拡大したことにあった。

多国籍銀行の発展の原因となったものには次の2つがある。一つには国際商取引自体が巧妙になって、従来のコルレス銀行の制度だけでは金融需要を満すことができず、企業と歩調を合わせる銀行が必要とされていた。さらに、従来の国際的な銀行制度は不必要に時間がかかり、高くつくものと考えられ、銀行側にその取引を能率化する圧力がかけられた。これら2つが合衆国の銀行の支店の急速な多国籍化を起した。<sup>(11)</sup>

銀行は多国籍企業の海外の直接投資家となり、1966年から1970年にかけて、アメリカの銀行の海外支店の数は224から536の約2倍以上に達し、その資産・負債総額は124億ドルから526億ドルの4倍以上に達している。

1970年にアメリカの銀行の海外支店の銀行預金のほぼ90パーセント、つまり365億ドルが定期預金であり、ユーロ通貨で保有されていた。このことは、海外支店の活動がユーロ通貨市場、とくにユーロ・ダラー市場と深くむすびついていることを示している。

1970年に、海外支店では定期預金が預金の90パーセントとを占めているのに対して、国内の商業銀行では18パーセントであるし、海外支店では資産の33パーセントを現金で持つのに対して、アメリカの国内では19パーセントしか現金で保有していない。さらに海外支店では全資産の55パーセントが貸付けられているのに対して、国内では54パーセントしかない。

多国籍銀行の特徴は、多国籍企業の拡張に従って、コンサルタント、投資相談、プロモーターとして活動し、さらに国際金融活動の技術を多国籍企業に与えたことにもみられる。

このようなアメリカの銀行の多国籍化に対応して、ヨーロッパの銀行も多国籍化をめざしているのが近年の傾向である。

#### ⑥ 多国籍企業の資金需要と国際財務管理

巨大多国籍企業は国境を越えて長期、短期の資金を扱う多額の金融活動を含んでおり、その決定の分権化か集権化かが問題となるが、一般的に企業が巨大化してくると中央での決定が主になってくる。

企業の投資のために必要な資金が内部で調達されるか、それとも外部からの借入れによるのかは集権的に管理された資金の流れに関する決定となる。これは企業の財務担当者の仕事であって、内部資金としては減価償却引当金によるのか留保利益によるのかを決定し、外部からの借入れの場合には次の三つの手段のどれを使用するか決定しなければならない。それらは、国内の資本市場で調達し、直接投資資金を外国へ転送するか、子会社のある国の資本市場を使用するか、それとも国際市場で企業によって設立された金融子会社によって借入れをするかである。

これらのどこで借入れをするかは相対的な利子コストによるが、資本流出等に関する諸規制、外国の市場が小さすぎるとか、転換社債のようなうまみのあるものを発行したいとか、ドル建よりマルク建でゆきたいとかその他の要素も考慮しなければならない。

契約が成立して借入れられた大量の資金は特定の目的に使用されるまでの間、一時的に短期のキャッシュ・フローとして取り扱われる。この用途を決定する大きな三つの要素がある。

第一に考慮するのは為替レートである。低利であって弱い通貨と高利であって強い通貨があった場合には、明らかに後者に投資されるが、利子率が高く弱い通貨と利子率が低く強い通貨のどちらを選ぶかは財務担当者の主観的判断にまかされる。

第二に、他の条件が一定とすれば、もっとも高い利子収入のあるところへ資金が投入される。

第三に為替リスクの問題であるが、高利子率の国の為替レートは不安定であるかもしれない。そのような時には資金を移動させる時に為替リスクを生じ、さらに、為替レートを固定するために資本の流出を規制する危険がある。

多国籍企業の資金の流れについては、資金を必要とするところへ移動する。その金利コストを最小にする、為替リスクを避けるという原則がある。

資金の流れのコストを最小にするためには次のような方法がある。

財務報告書がひんばんに本部へ送られ、集中管理の方式の下では、会社間の重複する取引は統一され、支払を統合することによって相殺記入によって資金の流出入を最少限にする。また、資金の流れに遅れが生ずることは損失となるので支払場所を指定することによってかなり遅れをなくすることができる。

多国籍企業の取引の特色は、大部分の取引が全体として考えれば企業の内部取引であって、企業内部の意志決定に従うものである。多国籍企業が子会社間で行なうリーズ・アンド・ラッグズはこの代表的なものである。多国籍企業は、きわめて長期にわたって、子会社間の支払を早めたり、遅らしたりすることを子会社に指示できるのである。たとえば、弱い通貨の国にある子会社の資金が不足する時には、それをその国より借入れるよう指示がなされる。これは、弱い通貨での借入れを水増しする手助けとなるものであって、望ましいものである。逆に、強い通貨の国にあって資金が豊富な子会社はそれをその国の

市場にあずけておくことができ、それが強い通貨で表示した企業全体の資産を増大させることになるのである。

また、リーズ・アンド・ラッグスは利子、配当、ロイヤリティーと手数料の送金にも影響を与え、会社間の支払の時期を変えて、子会社の異った市場における借入、貸付のパターンを変化させて、そのネット・ポジションに影響を与える<sup>(12)</sup>。

### ⑦ 短期資本移動の発生と国際通貨危機における多国籍企業の役割

最近の国際通貨危機の特徴としては、きわめて短期間に大量の短期資金が移動するという事実である。これは、固定レートを維持しようとする黒字国の黒字をますます増大させ、赤字国の赤字をますます増大させることになる。

このような通貨危機に対して多国籍企業がその元凶であるとしばしばのべられているが、大量の短資の移動は多国籍企業が投機的利益をめざして行動するところから発生するのであるか、それとも単に自己の資産の機会損失を避けるために防衛的に行動するのかが問題である。

この問題を考えるためには移動可能な短期資金の量を把握することが問題となるであろう。1969年から1971年までの国際金融市場における主要な7つの機関の短期の資産と負債の状態をしらべてみると次のことがわかる。

各年度末で移動可能な短期資金の量は資産としては、1969年で1620億ドル、1970年で2120億ドル、1971年には2680億ドルであり、負債の側ではそれぞれ1310億ドル、1660億ドル、2010億ドルとなっている。この数字の示すところでは、1971年末の2680億ドルの資産の1パーセント、すなわち、約27億ドルの資産の移動は国際通貨不安を発生させるに十分なものであることがわかる。

これらの7つの主要機関、すなわち、アメリカの商業銀行、アメリカの銀行以外の企業体で多国籍企業の親会社を含むもの、アメリカの銀行の海外支店をのぞいた外国の商業銀行、外国の政府と中央銀行と国際機関、外国の銀行以外の企業体、アメリカ多国籍企業の海外支店、アメリカ銀行の海外支店のうちで

多国籍企業に関係のあるアメリカの銀行とその海外支店、アメリカの銀行以外の企業体とその子会社のみについて考えると、1971年には2680億ドルの71パーセントである1900億ドルを占めているのである。そこで、この一部の資産の移動でも通貨不安を起すのに十分であることがわかる。

さてこのように多国籍企業の保有する資金が混乱を起す可能性を指摘したわけであるが、これは投機的な行動によるものなのか、それとも防衛的な行動によるものかわからない。

第一の考え方は次の如くである。

多国籍企業は通貨危機に際してはその資産、負債を若干調整することによって防衛的に反応するのである。これらの調整は大きなインパクトを与えるが、それは結局、多国籍企業の防衛的な動機に帰されるものである。

第二の考え方は投機により多国籍企業は利益をあげる考えるものであり、以下の如くである。大部分の多国籍企業は何も反応しないが、少数の資金を大量に破壊的に動かすことのできるものが反応するのである。これらの企業の一部もしくは全部が実際に投機を行ない、通貨不安に対して彼等の資産を保護するという行動をとるだけでなく、積極的に為替レートの変更の結果生まれる利益をめざして資産をリスクにさらすのである。

結論としては、投機的な行動が大多数の多国籍企業の金融取引によるものとは判断できないということである。

このような短資の移動については、各国の中央銀行と政府が適切な金融政策を行なうより多くの裁量を失うという問題点があるし、そのような資本移動の規制は管理がむずかしく抜け穴が多くあまり成功していない。このことは政府当局が多国籍企業の国際財務管理に比類する短期資産と負債の状態とその保有されている場所を感知する情報システムを持っていないことによるのである。そこで今後の課題としては、全世界的な短資の移動の情報網を確立することが必要になってくるのである。

### Ⅲ 若干の問題点

最後に本章の持っているであろう問題点についてのべておこう。この関税委員会のレポートではアジャスタブル・ペッグの下では国際収支の均衡が維持できないことがのべられており、特に、短期資金の移動の与える影響が無視できないものであって、これを規制することが大切であって、そのためには国際的な情報網を確立すべきだと提案しているのである。

さらに、為替管理についてもふれられてはいるが、それは抜け穴があって効果的ではないとされている。

しかし、ここで取上げられていない重大な問題点としては、現在各国で行なわれている変動相場制との関係についてである。戦後では1950年から1962年までの12年間にわたるカナダの変動相場制の採用、最近では、投機アタックによる為替市場の閉鎖、市場再開にともなう変動相場制への移行から為替相場の変更というパターンのもとでの変動相場制度の暫定的採用の経験はアジャスタブル・ペッグは、投機家の活動に歯止めを与えるものであることに注目させるであろう。

アジャスタブル・ペッグのもとでの為替投機については次のような点が注目されている。<sup>(13)</sup>

アジャスタブル・ペッグの量も重大な欠陥は、第一に平価の変更をめぐり激しい投機が行なわれることであり、第二は変更はまれにしか行なわれず、その変更幅は大きいということである。このことは、投機家の利益が大きくなることも意味している。

さらに、1969年4月末から5月上旬にかけての、西ドイツへの外国為替市場へ流入した投機資金の大部分は、ドイツ企業等のリーズ・アンド・ラッグズによるものであった。アジャスタブル・ペッグのもとで平価変更の予想が広がったときに生じるリーズ・アンド・ラッグズはいかなる方法をもってしても避けられないものであって、これは多国籍企業にとって、防衛的なものでしかない

のである。

このように投機圧力を回避することのできないアジャスタブル・ペッグの現状を理解しながら、関税委員会の報告書が変動相場制について言及していないのは、変動相場制の投機の安定化機能と不安定化機能の対立があるも、実務界の為替取引の煩雑さ故の反対論を意識してかもしれない。

しかし、変動相場制度の持つ特色としての諸点、①国内経済政策が「国際収支の安定のため」という制約から解放される、②雇用の隔離効果、③投機による短資の流入を制約する、④経済政策の有効性、⑤政策当局の気ままな裁量を排除する、を考える時、とりわけ、③の重要性が指摘されねばならない。

以上にのべた変動相場制の他に、ワイドー・バンド、クローリング・ペッグ等の問題にも触れて論点を整理するという方向が<sup>(15)</sup>この報告書に欠けている点ではなからうか。

- (1) IMPLICATIONS OF MULTINATIONAL FIRMS FOR WORLD TRADE AND INVESTMENT AND FOR U. S. TRADE AND LABOR ;  
REPORT TO THE COMMITTEE ON FINANCE OF THE UNITED STATES SENATE AND ITS SUBCOMMITTEE ON INTERNATIONAL TRADE ON INVESTIGATION NO. 332-69, UNDER SECTION 332 OF THE TARIFF ACT OF 1930  
COMMITTEE ON FINANCE UNITED STATES SENATE  
RUSSELL B. LONG, *Chairman*  
FEBRUARY 1973.

- (2) 週刊『東洋経済』, 48, 3, 17, 24, 31には本稿でとりあげる chapter V が省録されている。
- (3) 同様の内容をコンパクトに取扱ったものとしては、『多国籍企業の実態』, 澄田智, 小宮隆太郎, 渡辺康編, 日本経済新聞社:昭和47年発行がある。
- (4) これらの内容については *The Banker*, March 1973. pp. 252 につきのようにまとめられている。

#### 利子平衡税 (IET)

1964年に導入されたものであり、外国人が合衆国の証券市場で新規の証券を発行するときの費用を発行が困難な水準まで増加させることを目的としている。この条例

によって、大部分の外国の大規模な借り手はニューヨークを去って、他の有利な金融市場へ行ってしまった。但し、この利子平衡税は、直接投資、新規カナダ債、若干の輸出金融、開発途上国の貸付には適用されない。

#### 対外貸付自主規制計画 (VFCE)

1956年に導入されたものであり、IETに続くものである。これは連邦銀行が各銀行の対外資産に一定の基準を定めるものであり、輸出金融に直接関係するものを除いては、対外資産のいかなる増加もきびしく制限されている。大半の主要銀行にとっては、非居住者に対する貸付は、現行では、1964年12月31日現在における未決済の対外債権と投資額の103パーセントである。この規制によって連邦準備銀行を通じて顧客の対外投資を控えさせるよう要請させ、商務省はアメリカの各企業に先進国との間で対外支出をかなりの程度減らすことを要請した。しかし、これは、ユーロ通貨市場へ新規に殺到させることになった。

#### レギュレーション Q

これは1933年までさかのぼるものであるが一件10万ドルあるいはそれ以上の満期に達している預金に対して、連邦準備銀行が支払うことのできる最高の利率を設けることである。

#### レギュレーション M と D

これらの規制のもとでは、一定の基準以上の海外支店を持つ銀行、同様に海外の銀行より一定以上借入れている銀行に対して、その残高の10パーセントの必要準備を課すものであり、1971年にはその率は20パーセントにくりあげられた。

#### 対外直接投資計画 (FDIP)

1968年に導入されて、商務省の対外直接投資局の管轄下にある。これによって、合衆国において金融機関以外が行なう海外への絶対外直接投資に対する強制的な割当てが行なわれることになった。このことは、当然の結果として、ユーロ・ボンド市場への新規の殺到の要因となった。幾分、規制が弱められたとはいえ、先進国における子会社は相変わらず、合衆国からの投資資金の受取りを制限されている。しかし、開発途上国に対する直接投資やカナダに対しては制限はなし、両者の中間にある諸国に対しては若干の緩い規制があるだけである。

- (5) 1968年の直接投資規制(FDIP)の影響については商務省の対外直接投資に関するレポート、*The Multinational Coporation Studies on U. S. Foreign Investment*, U. S. Department of Commerce, March 1972. pp. 41-58 に詳しい。そこでは次のように分析している。FDIPの目的は1968年の国際収支の赤字を少なくとも10億ドルへらすことにあった。初年度の規制は効果を発揮し対外投資は1967年の43億ドルから8億5000万ドル減少した。しかし、1969年には49億ドル、1970年には68億

ドルの対外投資であった。つまり、規制にもかかわらず、企業は直接投資を増大させた。

1970年の終りには、規制の対象となった814社の借入は113億ドルになった。そのうちわけは、銀行借入が53%証券発行が47%であり、銀行借入はアメリカの海外支店よりの短期借入、外国の銀行よりのターム・ローン（手形借入れ）である。

しかし、これは国際収支の改善にとって問題をもなげかけた。第一はアメリカの企業がユーロ市場で高金利の借入れをしたことに対して、利子の支払としてアメリカから資本の流出が発生した。第二に、アメリカ企業の子会社に対して開かれたオープン・アカウント・クレジットは海外直接投資局（OFDI）によって、アメリカの輸出を減少させるものであると取扱われた。これは、アメリカの会社の海外の子会社に対する export credits（輸出信用）の変化が規制の対象となる資本の移転として取扱われたからである。なぜなら、多国籍企業の海外子会社への輸出は輸出代金の支払を遅らせることによって、その間の資金を投資にまわすことになるからである。この規制の結果として、アメリカの多国籍企業は親会社から子会社への輸出を減少させて、外国で必要な財・サービスを調達するようになった。このことは、1962年から1964年のデータではアメリカの輸出の約4分の1が外国の子会社に対するものであることを考えれば、貿易収支に悪影響を与えたと考えられよう。

第一の点は『国際貿易投資政策委員会報告』でも指摘されているが、第二点の影響は無視されている。詳しくは、以下参照。

『相互依存の世界における米国の国際経済政策』、国際貿易投資政策委員会報告、pp. 32-33。竹内書店出版部監訳、竹内書店、1972。

さらに、OFDIの1971年の調査では、1968年から1969年までに、この規制によって469の海外子会社の借入金の増加は14億ドルに達し、高金利での借入金が蓄積する、いわゆる、The Debt Over Hung（過剰借入れ）Problemが発生する。

また、自主規制と金利への影響については、ヘルマン、『多国籍企業の抗争—アメリカに挑戦するヨーロッパ』、日本生産性本部、46年発行 pp. 282-296にもまとめられている。

- (6) ユーロ・ダラーの金利については原則では上限と下限がある。ユーロ・ダラー金利の下限についてはアメリカの預金（CD）金利に、その調達コスト、一般に年3/8パーセントを加えものになるが、上限についてはアメリカの銀行の貸出し金利より若干低目の水準に落ち着くが、上限はプライム・レートに0.5パーセントを加えて、それに歩積分を加算したした実効金利に等しくなる。詳しくは、和田謙三、『ユーロダラーのはなし』、社団法人金融財政事情研究会、昭和44年、pp. 86-95をみよ。

- (6) 1969年10月27日に西ドイツ、マルクの9.29パーセントの切上げがあり、1971年12月18日には西ドイツ、マルクの13.58パーセントをはじめ一連の切上げがあった。1965年から1967年までの分析ではドル建債券が1965年に比べて2.5倍になっているのに対して、マルク債は半分になっている。このドル建の増加は外国資産家のドル不足を予想する行動によると考えられる。

しかし、1968年には1967年に対してマルクのシェアは全体の4分の1に急成長した。これは、予想される為替リスクに対するヘッジを示していると考えられる。詳しい議論は、イーライ・シャピロ、フランシス J. デーストロフ、「アメリカの対外直接投資に対する資金供給」、『多国籍企業——その理論と行動』、第5章、pp. 121-140、C. P. キンドルバーガー編、藤原武平太・和田和共訳、日本生産性本部発行、46年をみよ。

- (7) 転換社債の発行はユーロ金利の高騰による金利負担をさげようとするものである。
- (8) 同様なリスクの取り扱い、E. W. クレンデニングも述べている。E. W. クレンデニング、『ユーロドル・マーケット——理論と実証による分析』、pp. 15-16 坂田真太郎訳、日本経済新聞社、1973年。
- (9) 短資対策として、このようなスワップの他に次の手段が考えられる。公定歩合あるいはそれに準ずる金利を上下させる。自国所在の銀行の債務の一定比率を中央銀行に積み立てる支払い準備率を変化させる。自国所在の銀行の対外債権債務ポジション等を変化させるポジション規制。その他には、非居住者の預金に対する付利の制限、自国の非金融機関による外資借入れの制限、自国の金融市場証券の非居住者への売却の制限、直物為替相場の操作による短資流入の抑制、公開市場操作による過剰流動性の吸収、二重為替相場制による短資の流出入の抑制などがある。  
(「ユーロドル」⑬)、ワークブック、昭和46年8月、『日本経済新聞』)

- (10) BIS の72年末の推定によると、BIS 加盟の西欧8ヶ国（英国、フランス、西独、イタリア、ベルギー、オランダ、スウェーデン、スイス）の重複部分を除いた外貨建の預金（対居住者外貨建て債務を含む）は約200億ドル増の910億ドルに達し、うちユーロ・ドルは160億ドル増の700億ドルに達している。

『日本経済新聞』48年6月29日、経済教室。

- (11) これらの理由の他に、ヨーロッパの多くの国で行われた為替管理と資本移動の漸進的自由化、関税障壁の緩和、ヨーロッパの主要通貨の交換性回復があるが、さらに銀行の側から考えて重要なことは、コズールが示すように顧客をとられないことであった。たとえば、以下の引用文が示す如くである。「有力な得意先企業の海外子会社が現地で行他との取引に走るのをとどめるだけでなく、得意先企業のアメリ

カ本社の意志決定によって大規模な海外支店網を保有する他のアメリカ系銀行へと取引を全面的に切り替えられるのを防止することであった。」さらに、「アメリカ企業は対外投資の資金拡大を海外で調達するの必要に迫られたために、ヨーロッパへの投資を中心にしてユーロ・キャピタル市場から資金を手当した。アメリカ系銀行としてこれらの企業がユーロ・キャピタル市場で不利な扱を受けないよう現地へ進出したのは自然であった。アメリカ企業のヨーロッパ子会社が、ほとんどの場合アメリカ本社の取引銀行の海外支店と口座を開設していたことからみても、アメリカ系銀行のヨーロッパ進出は当然の行動であった。」

；ジュリアン・ピエール・コズール、「ヨーロッパにおけるアメリカ銀行業」、『多国籍企業』pp. 289-293, C. P. Kindleberger edited, 1970, M. I. T., 藤原武平太・和田和共訳、日本生産性本部。

- (12) Krause は親会社と子会社のあらゆる取引が資本移動の要素を含んでいると指摘している。Lawrence B. Krause "The International Economic System and the Multinational Corporation," *The Annals*, Vol. 403, Sep. 1972, pp. 91.

また、Aliber は財務担当者の仕事は資産と負債を各国の通貨でどのように持つかを決定することだと述べており、リーズ・アンド・ラッグズは平価が安定しているときには資金を利子の高いところへ転送するのに使用するし、利子の低いところで借入れることについても使用されるとのべている。

Robert. Z. Aliber, "The Multinational Enterprise in a Multiple Currency World," *The Multinational Enterprise*, Edited by John H. Dunning, George Allen & Unwin Ltd, 1971.

さらに、上にのべた以外に、H. W. Allen Sweeny は具体的に多国籍企業の海外子会社の当該通貨が切下げられる場合の対策についてのべている。それらは以下の如くである。

1. 現金残高を低下させ企業活動を通じての資金の流れを減少させる。
2. 当該国の政府と資金の供給者から納税のために長期借入をする。
3. 将来発生する債務に当該通貨で契約する。
4. 強い通貨の短期証券を先物買いする。
5. 当該国の通貨表示による受取手形を減少させて、現金割引の方法によって代金を回収するようにする。
6. 平価切り下げに対して価格を調整する。
7. 中間配当金的手段によってアメリカの株主へ収益をはやく送る。
8. 強い通貨の輸出市場で販売促進をする。

9. 長期の余裕資金を資産に投資する。

10. 固定資産の当該通貨による簿価を定期的に評価替する。

詳しくは *The Multinational Enterprise in Transition*, Selected Readings and Essays, Edited by A. Kapoor & Philip D. Grub, The DARWIN PRESS, Princeton, New Jersey, 1972. chapter 19, pp. 276. を見よ。

- (13) 以下の議論は、小宮隆太郎、「アジャスタブル・ペッグの欠陥」、『経済学論集』、第36巻、第4号、1971年1月による。
- (14) この点についての議論は、小宮隆太郎、「変動為替レート制度（展望）」、『経済学論集』、第37巻、第1号、1971年4月に詳しい。
- (15) この点に関する議論については、International Monetary Fund, “The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments : A Report by the Executive Directors,” Washington, D. C. : 1970. に詳しい。