

海外子会社の撤退の財務的側面

丸 山 宏
横浜市立大学

1. 海外子会社の撤退

海外子会社の撤退の決定がどのように行われているかについて、財務的側面に焦点を当てて検討した。撤退した海外子会社の累積損失、親会社の決算での海外子会社撤退に伴う損失の処理、親会社の単独決算および連結決算への影響などを実証的に分析し、海外子会社の救済・撤退の意思決定について考察した。

わが国企業のグローバル化の進展に伴って、海外からの撤退も無視できない件数となり、撤退に関する調査・研究も数多く見られるようになった¹⁾。しかし、撤退の決定要因を財務的側面に焦点を当てて分析したものは、ほとんど見あたらない。

一般に、債務超過海外子会社に対して親会社がとる措置は、

①救済

- ・増資（親会社引受）、救済融資
- ・原料、部品供給価格引き下げ

②撤退

- ・清算、売却

の2つに大別される²⁾。

救済するか、撤退するかを意思決定において考慮される要因としては、

- ①投資環境の見通し
- ②本社の収益動向と償却能力の見通し

③海外戦略における当該投資の位置づけなどがある³⁾。本報告では、これらの要因を手がかりとして、撤退の事例を、財務面に焦点を当てて実証的に分析し、救済・撤退がどのように行われているかを検討する。

独立の企業の場合には、債務超過は企業倒産に直結する危険な経営状態である。企業倒産は、経済全体では、不採算企業を解体し、有限な資源の利用を効率化する作用をする仕組みである。企業外部の債権者の判断により、そうしたメカニズムが作動する。しかし、子会社の場合には、親会社が主要な債権者であるため、救済・倒産の決定は親会社に委ねられる。国内の子会社に比べ、一般に初期投資額が大きい海外子会社の倒産（＝撤退）の意思決定は、独立の企業の倒産の意思決定と異なることも考えられる。

2. 海外撤退データの統計的分析

(1) 海外子会社データの限界

わが国の企業の海外撤退を計量的・統計的に分析する上での問題は、データの入手可能性である。データの入手可能性について、大別して以下の2つの点が問題になる。

- ①海外子会社の財務データの公開が不十分。
- ②救済融資の事例が確認困難。

海外子会社の財務データを公表される資料か

ら入手することは、非常に困難である。連結決算から得られるデータはあるものの、財務意思決定を分析する上では決して十分ではない。

わが国企業の海外進出のデータベースとして東洋経済『海外進出企業総覧』があるが、収益状況を始めとする財務データは不完全である。また、その他のアンケート調査も見られるが、それらの多くは質的データが中心となっている。

また、撤退事例は東洋経済『海外進出企業総覧』などを通じて、ほぼ確認可能であるが、撤退せず、継続のために救済した事例は、一般に確認が困難である。ブリヂストンのアメリカ子会社救済のように、本社からの支援の状況がある程度把握できるケースもあるが、例外的な事例と考えるべきであろう。したがって、救済・撤退の判断の分岐点を統計的に検討することは、容易ではない。

(2) ロジット・プロビット分析

以上のように、海外撤退の意思決定の統計的分析は、データの面から制約されているが、利用可能なデータに基づいて準備的な計量分析を行った。

東洋経済『海外進出企業総覧』に基づいて1989-91年の間に海外から撤退した子会社（親会社、子会社ともに製造業）を標本とし、財務要因をロジット、プロビット分析によって統計的に分析した。

分析対象とした海外子会社数は58社である。それらは、撤退した会社28社と、継続して存在している会社30社とで構成されている。撤退会社では、東洋経済『海外進出企業総覧』を1次データとし、その1990、91、92年版の「国別・撤退した現地法人一覧」を対象として、

- ①親会社が日本の国内の証券取引所場会社であること。
- ②親会社の業種の製造業であること。
- ③海外子会社の業種が、株保有、金融、地域

子会社統括、投資、貿易、研究開発以外のものであること。

- ④進出および撤退の年次が記載してあること。
- ⑤1987、88、89、90、91年の間に撤退していること。
- ⑥海外子会社の収支状況のデータが最低3年間確保できること。

を条件として抽出した。④および⑥の条件が制約となり、最終的には28社だけが残った。海外子会社を主体として抽出したため、親会社が同一のものも数例含まれている。しかし、撤退の年次、地域が異なりうるため、変数の値は、必ずしも同一ではない。したがって、それぞれを独立したデータとして扱った。

継続会社とは、1991年12月末現在、存在している海外子会社を意味している。上場会社のリストからランダムに企業（親会社）を選び、東洋経済『会社別海外進出企業』の1992年版を参照し、

- ①親会社が撤退企業のサンプルに含まれていないこと。
- ②海外子会社が1つ以上あること。
- ③海外子会社が2つ以上ある場合、一定の規則に従って海外子会社を1つ抽出する。
- ④海外子会社の収支状況のデータが最低3年間得られること。

を満たすものを選び、データ数が30となったところで、抽出を終えた。

海外子会社の収支データは、『海外進出企業総覧』の該当する年次の版より、撤退前5年間のデータを収集した。『海外進出企業総覧』では、子会社の収支状況が「順調」、「均衡」、「欠損」の3段階に区分して記載されている。区分が粗く、記載されていない場合も多いため、収支データとして十分なものとは言い難いが、他に適切なデータ源が見あたらないので、これを用いることにした。収支データを計量データに変換

するため、「順調」＝1，「均衡」＝0，「欠損」＝－1とし，各海外子会社の5年間（最短の場合でも3年間）のデータから平均値を求め，海外子会社の損益データとした。

親会社の損益データとしては様々なものが考えられるが，以下の分析では，売上高計上利益率（すなわち経常利益/売上高）を用いた。東洋経済『会社財務カルテ』（1992年版）から，撤退会社の場合には撤退前の5決算期，継続会社の場合には同書に掲載されている直近の5決算期について，各々の平均値を求め，データとした。

海外子会社の撤退の意思決定を被説明変数とし，撤退＝1，継続＝0という2値で表した。説明変数としては，海外子会社の損益指標，親会社が保有する海外子会社総数，地域差を示すダミー変数の計4つを用いた。これらのうち，海外子会社の存在する地域を示すダミー変数は，欧米＝1，欧米以外＝0としている。こうした地域分割が最善のものと考えられるわけではないが，出資比率などの規制が欧米では緩く，日本企業の撤退の意思決定の自由度も相対的に高いものと推測した。

被説明変数が2値変数である場合に適した推定方法として，ロジットおよびプロビットモデル（Logit Analysis, Probit Analysis）を利用した⁴⁾。推定するモデルの説明変数，被説明変数をまとめると，次のようになる。

説明変数 海外子会社損益

親会社損益

親会社の海外子会社総数

地域ダミー（欧米＝1，欧米以外＝0）

被説明変数 撤退＝1

継続＝0（ランダムに選んだ非撤退企業）

推定結果は，以下の表に要約されている。地域ダミー以外の変数の符号は，予想通りであった。ただし，統計的に有意なものは，子会社数，親会社損益（プロビット・モデルによる場合。ロジット・モデルでは，有意ではなかった。）であり，子会社損益はすべてのモデルで有意ではなかった。比較のために，単純最小二乗法による推定結果も示しておいた。

このような統計的分析の精度を向上させることは今後の課題であるが，現段階では子会社の財務データの利用可能性が大きく制約されているため，以下では，海外撤退の具体例の検討を通じて，撤退の財務意思決定を分析することにする。

3. 海外撤退事例の検討

わが国企業の海外会社の撤退事例は，すでに述べたように相当の件数となっている。しかし，より深い分析を行うために，収集に条件をつけると，それらの条件を満たす事例は非常に限られている。

表1 推定結果

	子会社損益	子会社数	親会社損益	地域
ロジット	-0.19 (-0.47)	0.037* (1.66)	-0.06 (-1.27)	-0.55
プロビット	-0.11 (-0.44)	0.022* (1.75)	-0.037* (-1.305)	-0.35 (-1.19)
最小二乗法	-0.033 (-0.30)	0.014** (3.42)	0.011 (0.84)	0.18* (1.40)

注：()内はt値。*は10%水準で有意。**は1%水準で有意。

一般に初期投資の額が大きく、撤退の影響も大きいと考えられる製造子会社の事例は、それほど多くない。93年度版東洋経済『海外進出企業総覧』では、親会社が製造業であり、海外子会社も製造業である事例は、撤退数全体の約25%にとどまっている。他は、親会社が製造業であっても、海外子会社が販売会社、金融子会社、統括子会社などであり、製造子会社に比べて、撤退にともなうコストが小さいと考えられるものである。さらに、

- ①親会社が上場会社である。
- ②海外子会社の累積損失額のデータが継続して利用可能である。
- ③主要な海外子会社数が1～2社である（多数の海外子会社をもつ企業の場合には、特定の海外子会社の撤退の影響をデータから抽出しにくい）。

といった条件を付加すると、該当する企業は非常に少なくなる。そうした少数の事例の中から、以下ではタバイエスベックと豊田工機の2社を選び、財務面に焦点を当てて検討した（本稿末尾の2～4を参照）。

検討結果から、累積損失の額と本社の償却余力に注目して、海外子会社の撤退の財務意思決定のルールを考察した。

ここで、投資プロジェクトとしての海外子会社が、以下のように評価されているものとする。

投資プロジェクトの評価

$$NPV = -I + \sum_{t=1}^n X_t / (1+k)^t$$

時点 τ における評価

$$NPV = \underbrace{-I + \sum_{t=1}^{\tau} X_t}_{(C)} + \underbrace{\sum_{t=\tau+1}^n X_t / (1+k)^t}_{(P)}$$

(C)

(P)

NPV : 正味現在価値

I : 初期投資額

C : 投資額 + 累積

P : プロジェクトの税引き後キャッシュフローの現在価値

k : 加重平均資本コスト

事例に見られる債務超過撤退の財務意思決定の1つの定式化として、以下のようなものが考えられる。

- ①本社に子会社の累積損失の償却余力がある場合

$P > 0$ 継続

$P < 0$ 撤退

- ②本社に償却余力がない場合

$NPV > 0$ 継続

$NPV < 0$ 撤退

(ただし、ここでは累積損失の償却の節税効果は考慮していない)。

以上の定式化は、「海外子会社は親会社次第」という現実を反映したものとなっている。また、ここでは、撤退事例を対象として検討したが、ブリヂストンのように海外子会社の本格的な支援・救済が行われた事例とも整合的である⁵⁾。もとより、以上の定式化は、観察事例を説明する帰納的な1つのモデルに過ぎない。企業の行動原理や市場条件を明示した、より理論的な分析モデルの検討が今後の課題として残されている。

注)

- 1) 洞口治夫『日本企業の海外直接投資』東京大学出版会(1992)など。
- 2) 高倉信昭『実践国際財務戦略』財形詳報社(1989)。
- 3) 三田会計社(編)『企業集団会計の実務』中央経済社(1988)。
- 4) 推定は、TSP (Version 4.1)で行った。
- 5) ブリヂストンの海外子会社債務の削減によるリストラクチャリングについては、丸山宏「海外子会社リストラクチャリングの財務政策」(若杉明編『グローバル化の財務・会計戦略』ビジネス教育出版社(近刊)、第3章所収)。

表2 検討事例

*数字は原則として92年3月現在

タバイエスベック

海外子会社 総数 4社(うち金融子会社1社)

米タバイ (ESPEC CORP), 53% (全関係会社株式評価額に占める割合), 大幅縮小

独タバイ (ESPEC GmbH), 3.8%, 清算

豊田工機

海外子会社 総数 4社

仏・豊工 (ETA), 34.7%, 生産中止・賃貸

米・豊工 (TMU), 53.6%

表3 投下資本と累積・償却

単位: 百万円

	投資額	累積損失	償却
米タバイ	425	818	---
独タバイ	262	N.A.	3期 316+ α
仏・豊工	13,796	14,000	4期 14,082+ α
米・豊工	12,427	15,000	---

表4 親会社および連結決算への影響

単位: 百万円

タバイエスベック

	91/3	92/3	93/3
本社経常利益	2,364	525	▲650
償却額	223	309	?
当期純利益	1,155	159	▲700
連結当期純利益	889	176	▲770

豊田工機

	91/3	92/3	93/3	94/3
本社経常利益	10,568	2,609	2,000	2,100
償却額	4,327	3,755	N. A.	6,000
当期純利益	4,408	1,715	1,100	1,150
連結当期純利益	3,097	▲4,845	▲2,500	N. A.