

財務省委嘱  
米国の対外投資分析と開発途上国及び  
我が国へのインプリケーション

平成 18 年 2 月

財団法人 国際通貨研究所  
INSTITUTE FOR INTERNATIONAL MONETARY AFFAIRS

## はじめに

財団法人国際通貨研究所は、財務省の委嘱調査「米国の対外投資分析と開発途上国及び我が国へのインプリケーション」を受託し、平成 17 年 8 月より平成 18 年 2 月まで調査を行った。この報告書はその成果をとりまとめたものである。

米国は 1986 年に対外純債務国に転じて以降、ネット債務額を累増させているにもかかわらず所得収支は黒字を維持している。その意味において米国は実質的に対外純債権国としての地位を依然保っているともみることが出来る。それを可能にさせてきた最大の要因は、米国の対外直接投資の収益受取額が対米直接投資にかかわる収益の米国支払額を恒常的に上回ってきたからであり、前者の収益率は従来から後者の収益率を凌駕し続けてきた。この状況に変化は生じないのだろうか。変化がないものとするれば米国は所得収支の黒字継続により実質的対外純債権国としての地位を保ち続けることになり、そのことは米国の経常収支赤字の sustainability にポジティブなインプリケーションを与えるものと考えられる。しかし所得収支の黒字が縮小し、さらに赤字に向かうことになれば、経常収支の赤字が一段と拡大していく可能性があるばかりでなく、米国は名実ともに純債務国に転じることになり、上記とは逆にネガティブなインプリケーションが生ずることにもなる。その意味において米国の内外直接投資の収益率の差の帰趨は、同国の国際収支の問題を論ずる上で重要なポイントのひとつとなる。

このような問題意識のもと、本調査の主たる目的は、米国の対外直接投資の収益率が外国による対米直接投資の収益率を恒常的に上回ってきているのはなぜなのか、その背景を探るところにあり、その考察・分析結果を本報告書の第 1 章、第 2 章にまとめた。また報告書ではそれらの分析結果を踏まえ、米国の直接投資の収益率の短期的な見通しについて、第 3 章で展望した。これらに関連して、マクロ資料からの調査分析の視点や考察結果を補完するために、代表的な米国企業の海外直接投資の運営状況について個別企業に即した情報を入手する目的で、当該企業本体またはこれら個別企業を担当する大手米国投資銀行のアナリストとの面談を行うべく、小規模かつ限定的ではあるが米国への出張調査を実施した。さらに第 4 章では、所得収支の水準がどの程度のレベルで維持されれば米国の経常収支は維持可能になるかについて、ベクトル自己回帰モデル (VAR) のもと複数のシナリオに基づいてシミュレーションを試みた。最後に第 5 章では、米国の対外投資と開発途上国の経済発展との関連についても別途考察を行った。

なお、各章執筆者は以下の通りである。

第 1～3 章 国際通貨研究所 上席客員研究員 武藤晴夫

第 4 章 一橋大学教授 小川英治 一橋大学商学研究科 吉見太洋

第 5 章 国際通貨研究所 客員研究員 田中和子、研究員 亀井純野

この他、国際通貨研究所経済調査部主任研究員 西村陽造及び研究員 亀井純野が、本プロジェクトの総合運営企画を担当した。

本プロジェクト遂行に際しては、特に企業ヒアリングの関係で、ユニオン・バンク・オブ・カリフォルニアのご支援を仰いだことを付記しておきたい、

平成 18 年 2 月

財団法人 国際通貨研究所

## 目次

第1章 米国の対外直接投資と諸外国の対米直接投資の現状	1
1. 米国の対外債権債務ポジションと投資収益収支	1
2. 米国の対外直接投資残高推移	4
3. 諸外国の対米直接投資残高推移	6
4. USDIA と FDIUS の収益率の推移	8
Box 1. 投資残高の把握のベースについて	8
第2章 対外直接投資と対米直接投資の収益率ギャップの背景	13
1. カントリー・リスクの違いに起因する USDIA と FDIUS の収益率格差	13
2. USDIA の対外進出と FDIUS の対米進出の動機の違いに起因する収益率格差	17
3. USDIA、米国親会社、FDIUS のコスト要因比較	17
(1) 売上高人件費率の比較	18
(2) 負債比率の比較	19
(3) 立地先における法人税額の負担比較	20
(4) 利益処分状況の比較	21
4. 産業分野別の比較	22
5. 海外持株会社	29
(1) 海外持株会社利用の活発化	29
(2) 海外持株会社の主要比率	30
(3) 海外持株会社の主要設置先	31
(4) 親会社の産業区分による持株会社の業種振り分け	32
(5) 海外持株会社の「法人税」対「純利益」比率	35
6. FDIUS による租税回避行動の有無	37
7. 第2章のまとめ	38
第3章 USDIA と FDIUS の収益率ギャップの先行き見込み	40
1. FDIUS の収益率の動向	40
2. USDIA の収益率の動向	41
3. 収益率ギャップの動向	43
Box 2. 多国籍企業の活動を踏まえた米国の経常収支	44
Box 3. インターネット取引と国際収支	46
第4章 米国の経常収支赤字の持続可能性の検証	47
1. 分析枠組み	47
2. ベースライン・シナリオ	48
3. オータナティブ・シナリオ	49
(1) 悲観的なシナリオ	49
(2) 持続可能性を確保し得るシナリオ	51
4. 第4章のまとめ	55
第5章 開発途上国の発展と米国からの投資の役割	56
1. 開発途上国の開発戦略の推移	56
(1) 国家主導の輸入代替工業化	56
(2) 輸出志向工業化	57
(3) 市場メカニズム重視から市場機能補完アプローチへ	57
2. 途上国への資金の流れ	57
3. 米国の開発途上国への投資の推移	59
4. 米国資本の貢献度	62
5. 国際投資の発展途上国へのインプリケーション	63
6. 第5章のまとめ	64
参考文献	65

## 第1章 米国の対外直接投資と諸外国の対米直接投資の現状

本章では第2章での投資収益率の分析に先立ち、米国の対外債権債務ポジション一般、所得収支のうちの投資収益構造、対外直接投資残高推移と産業別・地域別内訳、外国による対米直接投資残高推移と産業別・地域別内訳、内外直接投資の収益率推移を中心に概観する。

### 1. 米国の対外債権債務ポジションと投資収益収支

2004年末でみると米国の対外資産残高は現行価格ベース<sup>1</sup>で9兆527億ドル、対外債務は同ベースで11兆5,370億ドルであり、対外純負債は2兆4,842億ドルとGDP比ベースでは21.2%に達している(表1-1)。

米国が対外純債務国に転じたのは1986年であり、以降、経常収支の赤字累積を背景に対外純債務ポジションは1990年、1993年及び1999年を除いて前年比拡大の一途をたどっている。しかしながら増加する純債務ポジションにもかかわらず、米国の対外資産に対する投資収益(外国からの米国の受取額)は、対外債務に対する投資収益(外国への米国の支払額)を上回り続けてきている。その意味において米国は実質的対外純債権国としての地位を保っているともみることができる。

表1-1 米国の対外資産負債ポジション(1983-2004年)

(単位:10億ドル)

	対外資産			対外負債			対外純資産			対GDP 比率
	直接投資	直接投資以外	計	直接投資	直接投資以外	計	直接投資	直接投資以外	計	
1983	355.6	855.3	1,211.0	193.7	719.0	912.7	161.9	136.4	298.3	8.4%
1984	348.3	856.6	1,204.9	223.5	820.7	1,044.2	124.8	35.9	160.7	4.1%
1985	371.0	916.4	1,287.4	247.2	985.8	1,233.1	123.8	-69.5	54.3	1.3%
1986	404.8	1,064.6	1,469.4	284.7	1,220.9	1,505.6	120.1	-156.3	-36.2	-0.8%
1987	478.1	1,168.5	1,646.5	334.6	1,392.0	1,726.5	143.5	-223.5	-80.0	-1.7%
1988	513.8	1,315.9	1,829.7	401.8	1,606.4	2,008.1	112.0	-290.5	-178.5	-3.5%
1989	553.1	1,517.8	2,070.9	467.9	1,862.5	2,330.4	85.2	-344.7	-259.5	-4.7%
1990	616.7	1,562.3	2,179.0	505.3	1,919.0	2,424.3	111.3	-356.7	-245.3	-4.2%
1991	643.4	1,643.1	2,286.5	533.4	2,062.3	2,595.7	110.0	-419.2	-309.3	-5.2%
1992	663.8	1,667.9	2,331.7	540.3	2,222.6	2,762.9	123.6	-554.8	-431.2	-6.8%
1993	723.5	2,030.1	2,753.6	593.3	2,467.3	3,060.6	130.2	-437.2	-307.0	-4.6%
1994	786.6	2,200.6	2,987.1	618.0	2,692.5	3,310.5	168.6	-492.0	-323.4	-4.6%
1995	885.5	2,600.8	3,486.3	680.0	3,264.7	3,944.7	205.4	-663.9	-458.5	-6.2%
1996	989.8	3,042.5	4,032.3	745.6	3,781.7	4,527.4	244.2	-739.2	-495.1	-6.3%
1997	1,068.1	3,499.8	4,567.9	824.1	4,564.5	5,388.6	243.9	-1,064.6	-820.7	-9.9%
1998	1,196.0	3,899.5	5,095.5	920.0	5,070.9	5,990.9	276.0	-1,171.3	-895.4	-10.2%
1999	1,414.4	4,560.0	5,974.4	1,101.7	5,638.9	6,740.6	312.6	-1,078.9	-767.2	-8.3%
2000	1,531.0	4,707.2	6,238.8	1,421.0	6,199.0	7,620.0	110.6	-1,491.8	-1,381.2	-14.1%
2001	1,693.1	4,615.6	6,308.7	1,518.5	6,709.6	8,228.1	174.7	-2,094.1	-1,919.4	-19.0%
2002	1,860.4	4,785.3	6,645.7	1,517.4	7,235.5	8,752.9	343.0	-2,450.3	-2,107.3	-20.1%
2003	2,062.6	5,578.4	7,641.0	1,585.9	8,211.8	9,797.7	476.7	-2,633.4	-2,156.7	-19.7%
2004	2,367.4	6,685.4	9,052.8	1,708.9	9,828.1	11,537.0	658.5	-3,142.7	-2,484.2	-21.2%

(出所:米国商務省)

投資収益を、「直接投資の投資収益」と「直接投資以外の投資の投資収益」の2つに区分してみると、前者の収支の黒字幅が後者の収支の赤字幅を恒常的に上回ってきたことにより米国の投資収益収支の黒字が保たれてきていることがわかる(表1-2)。

<sup>1</sup> 定義等についてはBox1「投資残高の把握のベースについて」(p.8)を参照。

表 1-2 米国の投資収益収支 (1983-2004 年)

(単位:10億ドル)

	投資収益 (受取)			投資収益 (支払)			投資収益収支		
	直接投資	直投以外	計	直接投資	直投以外	計	直接投資	直投以外	計
1983	31.8	58.3	90.0	-4.1	-49.5	-53.6	27.6	8.8	36.4
1984	35.3	73.5	108.8	-8.4	-65.3	-73.8	26.9	8.2	35.1
1985	35.4	63.1	98.5	-6.9	-65.9	-72.8	28.5	-2.7	25.7
1986	36.9	59.2	96.2	-6.9	-72.0	-78.9	30.1	-12.8	17.3
1987	46.3	60.9	107.2	-7.7	-83.9	-91.6	36.6	-23.0	15.6
1988	58.4	77.3	135.7	-12.2	-104.0	-116.2	46.3	-26.8	19.5
1989	62.0	98.3	160.3	-7.0	-132.1	-139.2	54.9	-33.8	21.1
1990	66.0	104.6	170.6	-3.5	-136.3	-139.7	62.5	-31.7	30.8
1991	58.7	89.2	147.9	2.3	-123.3	-121.1	61.0	-34.1	26.9
1992	57.5	74.3	132.0	-2.2	-102.6	-104.8	55.3	-28.2	27.2
1993	67.2	67.0	134.2	-7.9	-97.7	-105.6	59.3	-30.7	28.6
1994	77.3	87.2	164.6	-22.2	-121.3	-143.4	55.2	-34.0	21.2
1995	95.3	112.8	208.1	-30.3	-152.8	-183.1	64.9	-40.0	25.0
1996	102.5	121.4	223.9	-33.1	-164.4	-197.5	69.4	-43.0	26.4
1997	115.3	139.2	254.5	-43.0	-194.6	-237.5	72.3	-55.4	17.0
1998	104.0	155.4	259.4	-38.4	-212.1	-250.6	65.5	-56.7	8.8
1999	131.6	159.6	291.2	-53.4	-218.6	-272.1	78.2	-59.1	19.1
2000	151.8	196.2	348.1	-56.9	-265.4	-322.3	94.9	-69.2	25.7
2001	128.7	156.7	285.4	-12.8	-242.3	-255.0	115.9	-85.5	30.3
2002	145.6	122.3	267.8	-45.8	-206.6	-252.4	99.8	-84.3	15.5
2003	193.3	113.6	306.9	-71.4	-183.6	-255.0	121.8	-70.0	51.8
2004	233.3	143.4	376.5	-105.1	-235.1	-340.3	127.9	-91.7	36.2

米国商務省資料より作成

今後についてみれば、経常収支赤字の拡大継続とそれに伴う海外マネーの流入は、米国の対外債務残高を増加させ、そのため「直接投資以外の投資」の収益収支の赤字幅は悪化の方向に向かうことが見込まれる。したがって米国が実質的に対外純債権国の地位（投資収益収支の黒字計上継続）を維持できるのか、あるいは名実ともに対外純債務国（投資収益収支の赤字化）に転ずるのかを左右するのは、直接投資の収益収支の黒字幅が「直接投資以外の投資」の赤字幅の拡大を埋めるに十分な水準を今後とも確保できるかどうかにかかっていることになる。米国の投資収益収支が赤字に転ずるとなれば、それは1911年以降初めてのこととなる。

米国の直接投資の収益収支が恒常的に大幅な黒字を計上している理由は、投資ポジション要因、すなわち、米国の対外直接投資残高が外国による対米直接投資残高を上回っていること（すなわち海外直接投資の資産債務ポジションにおいて米国が債権超過ポジションであること）にもよるが、収益率格差要因、すなわち、前者の収益率が後者の収益率を上回っていることによるものの方が大きい。

このことを確認するために、表 1-1、及び表 1-2 のデータを使って、2004 年の投資収益収支について、直接投資と直接投資以外にわけて、それぞれを、収益率格差要因と投資ポジション要因とに要因分解してみた（表 1-3）。要因分解の手法については、同表の注参照。

この要因分解より、以下のようなことが読み取れる。

- 投資収益収支は 362 億ドルの黒字であるが、これは直接投資の収益収支の黒字額 1,279 億ドルが直接投資以外の収益収支の赤字額 917 億ドルを大幅に上回っているためである。
- 直接投資の収益収支の黒字額 1,279 億ドルのうち、800 億ドルは収益率格差要因、すなわち、対外投資収益率が 10.5%と対米投資収益率の 6.4%を大きく上回っているためであり、480 億ドルは投資ポジション要因、すなわち、対外投資残高が 2 兆 2,150 億ドルと対米投資残高の 1 兆 6,474 億ドルを上回っているためである。このように、直接投資の収益収支の黒字額の主因は、収益率格差要因にあるとみることができる。
- 直接投資以外の収益収支の赤字額 917 億ドルのうち、203 億ドルは収益率格差要因、す

なわち、対外投資収益率2.3%が対米投資収益率2.6%を小幅下回っているためであり、714億ドルは投資ポジション要因、すなわち、対外投資残高が6兆1,319億ドルと対米投資残高の9兆200億ドルを大幅に下回っているためである。このように、直接投資以外の収益収支の赤字額は、主に投資ポジション要因によるものとみることができる。

表 1-3 2004年の投資収益収支の要因分解

(単位:10億ドル)

	投資収益収支	36.2
	直接投資の収益収支	127.9
X1	収益率格差要因	80.0
Y1	投資ポジション要因	48.0
	直接投資以外の収益収支	-91.7
X2	収益率格差要因	-20.3
Y2	投資ポジション要因	-71.4

符号がプラスは黒字、マイナスは赤字を示す。

要因分解の計算に使用するデータ		
A1	対外直接投資残高(10億ドル)	2,215.0
a1	対外直接投資収益率(%)	10.5
B1	対米直接投資残高(10億ドル)	1,647.4
b1	対米直接投資収益率(%)	6.4
A2	対外「直接投資以外の投資」残高(10億ドル)	6,131.9
a2	対外「直接投資以外の投資」収益率(%)	2.3
B2	対米「直接投資以外の投資」残高(10億ドル)	9,020.0
b2	対米「直接投資以外の投資」収益率(%)	2.6

残高は2004年末残と2003年末残を平均したものの。

収益率は投資収益の受取または支払を残高で除したものの。

(注) 要因分解の計算の根拠とその方法は以下の通り。  
まず、直接投資の収益収支は次式のようにかける。

$$a1*A1-b1*B1$$

これは次のような恒等式に書き換えられる。

$$a1*A1-b1*B1=(a1-b1)*(A1+B1)+(a1+b1)*(A1-B1)-(a1*A1-b1*B1)$$

これを整理すると、

$$a1*A1-b1*B1=(a1-b1)*(A1+B1)/2+(A1-B1)*(a1+b1)/2$$

この式の右辺の第1項は対外投資の収益率と対内投資の収益率の格差、すなわち、収益率格差要因によるものと解釈できる。

第2項は対外投資残高と対米投資残高の差、すなわち、投資ポジション要因によるものと解釈できる。

直接投資以外の収益収支 についても同様に、

$$a2*A2-b2*B2=(a2-b2)*(A2+B2)/2+(A2-B2)*(a2+b2)/2$$

となり、右辺の第1項が収益率格差要因、第2項が投資ポジション要因となる。

こうしてみると米国が投資収益収支の黒字計上を継続する形で実質的に対外純債権国の地位を今後とも保つことができるのか、あるいは投資収益収支も赤字となり実質的に

も純債務国に転じてしまうのかを左右するのは、「直接投資以外の投資収益」の赤字幅の拡大スピードの問題を別にすれば、対外直接投資と対米直接投資の収益率の格差如何ということになる。

## 2. 米国の対外直接投資残高推移

米国の対外直接投資（以下 USDIA）の収益率と外国の対米直接投資（以下 FDIUS）の収益率の比較に入る前に、最近の USDIA と FDIUS について産業別及び地域別の投資動向を概観しておこう。

1999 年以降の USDIA の産業別の投資残高推移は以下のとおり（投資残高は「取得原価ベース」）。投資残高の把握のベースについては Box 1 (p.8) 内の解説を参照。

表 1-4 米国の対外直接投資残高（産業別）（1999-2004 年）

（単位：上段-10億ドル、下段-シェア）

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
全産業	1,216.0	1,316.2	1,460.3	1,616.5	1,791.9	2,064.0
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
鉱業	72.5	72.1	79.4	81.8	87.7	101.5
	6.0%	5.5%	5.4%	5.1%	4.9%	4.9%
公益事業（電力・ガス事業等）	22.5	22.0	25.5	26.4	21.8	19.0
	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.2%	0.90%
製造業	327.3	343.9	328.0	337.7	375.3	428.2
	26.9%	26.1%	22.5%	20.9%	20.9%	20.7%
食品	23.3	23.5	21.3	19.2	23.9	26.0
	1.9%	1.8%	1.5%	1.2%	1.3%	1.3%
化学	81.7	75.8	79.2	82.5	96.3	107.9
	6.7%	5.8%	5.4%	5.1%	5.4%	5.2%
金属	21.6	21.6	21.8	20.8	22.1	26.3
	1.8%	1.6%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%
一般機械	21.5	22.2	17.7	18.3	21.1	24.5
	1.8%	1.7%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
コンピューター等	46.8	59.9	58.7	49.6	51.1	58.6
	3.8%	4.6%	4.0%	3.1%	2.9%	2.8%
電気機器	8.2	10.0	9.6	9.7	11.0	12.4
	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
輸送機械	43.3	49.9	40.5	45.3	47.5	48.4
	3.6%	3.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.3%
卸売業	86.3	93.9	112.9	111.2	122.0	136.9
	7.1%	7.1%	7.7%	6.9%	6.8%	6.6%
情報産業	50.1	52.3	43.0	41.7	49.1	56.4
	4.1%	4.0%	2.9%	2.6%	2.7%	2.7%
銀行	40.9	40.2	44.6	54.7	62.6	68.1
	3.4%	3.1%	3.8%	3.4%	3.5%	3.3%
金融（銀行を除く）および保険	198.7	217.1	240.3	285.2	328.9	371.0
	16.3%	16.5%	16.5%	17.6%	18.4%	18.0%
専門的、技術的サービス等	30.0	32.9	34.3	31.1	35.3	42.1
	2.5%	2.5%	2.3%	1.9%	2.0%	2.0%
その他の産業	387.7	441.9	541.3	646.7	709.3	840.8
	31.9%	33.6%	37.1%	40.0%	39.6%	40.7%

（米国商務省資料より作成）

- 全投資残高は 1999 年から 2004 年の 5 年間で 1 兆 2,160 億ドルから 2 兆 640 億ドルへと平均して年率 11.2%伸びている。

- 1999 年末比、2004 年末の投資残高が減少した産業分野は公共事業以外にはないが、伸び率には大きな違いがみられ、期間中、各産業分野のシェアには変化が生じている。
- 産業別投資分布で最も顕著な変化は、「その他の産業」の比重の増大である。1999 年ですでに 31.9%であったシェアはさらに増大し、2004 年には 40.7%になった。
- 「その他の産業」以外で 1999 年比、シェアを増大させた産業は、「金融（銀行を除く）及び保険」のみで（16.3%から 18.0%）、これら 2 業種を除いたすべての産業はシェアを減らしている。
- この結果、比重を増大させた「その他の産業」と「金融（銀行を除く）及び保険」の 2 業種のシェアだけで USDIA 全体の 6 割近くにまで達している。
- 一方、製造業は同期間中、26.9%から 20.7%へとかなりのシェア減をみている。
- 「その他の産業」に計上される業種は極めて多岐にわたるが、シェアを急増させている具体的業種は、産業区分基準分類コード No. 5412 のカテゴリーに属する事業 “holding companies, except bank holding companies” がこれにあたり、2004 年末の投資残高 7,054 億ドルは「その他の産業」の 8,408 億ドルの 85%近くにのぼる。これは USDIA 全業種の投資残高 2 兆 640 億ドルの 34%にあたる。なお bank holding companies は銀行の業態をとる通常の銀行とともに表 1-3 において「銀行」に区分されている。なお holding companies（海外持株会社）については第 2 章第 5 節で詳しく触れる。

次に 1999 年以降の USDIA の地域別の投資残高推移は以下のとおり（投資残高は「取得原価ベース」）。

表 1-5 米国の対外直接投資残高（地域別）(1999-2004 年)

(単位:上段-10億ドル, 下段-シェア)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
全地域	1,215,960 100.0%	1,316,247 100.0%	1,460,352 100.0%	1,616,548 100.0%	1,791,891 100.0%	2,063,998 100.0%
カナダ	119,590 9.8%	132,472 10.1%	152,601 10.4%	166,473 10.3%	189,754 10.6%	216,571 10.5%
欧州	627,754 51.6%	687,320 52.2%	771,936 52.9%	859,378 53.2%	982,737 54.8%	1,089,941 52.8%
ドイツ	53,399 4.4%	55,608 4.2%	63,396 4.3%	61,073 3.8%	68,358 3.8%	79,579 3.9%
アイルランド	25,157 2.1%	35,903 2.7%	39,541 2.7%	51,598 3.2%	62,547 3.5%	73,153 3.5%
ルクセンブルグ	22,148 1.8%	27,849 2.1%	50,771 3.5%	62,181 3.8%	70,025 3.9%	74,902 3.6%
オランダ	121,315 10.0%	115,429 8.8%	147,687 10.1%	158,415 9.8%	186,102 10.4%	201,918 9.8%
スイス	40,532 3.3%	55,377 4.2%	63,768 4.4%	74,229 4.6%	88,940 5.0%	100,727 4.9%
英国	216,638 17.8%	230,762 17.5%	228,230 15.6%	247,952 15.3%	278,745 15.6%	302,523 14.7%
中南米	253,928 20.9%	266,576 20.3%	279,611 19.1%	289,413 17.9%	300,690 16.8%	325,891 15.8%
メキシコ	37,151 3.1%	39,352 3.0%	52,544 3.6%	56,303 3.4%	59,070 3.3%	66,554 3.2%
パーミューダ	50,847 4.2%	60,114 4.6%	84,969 5.8%	89,473 5.5%	85,077 4.7%	91,266 4.4%
アフリカ	13,118 1.1%	11,891 0.9%	15,574 1.1%	16,040 1.0%	18,978 1.1%	22,259 1.1%
中近東	10,950 0.9%	10,863 0.8%	13,212 0.9%	15,158 0.9%	17,363 1.0%	19,235 0.9%
アジア・太平洋	190,621 15.7%	207,125 15.7%	227,418 15.6%	270,086 16.7%	282,370 15.8%	390,101 18.9%
日本	55,120 4.5%	57,091 4.3%	55,651 3.8%	66,468 4.1%	68,097 3.8%	80,246 3.9%
シンガポール	20,665 1.7%	24,133 1.8%	40,764 2.8%	50,955 3.2%	50,343 2.8%	56,900 2.8%

(米国商務省資料より作成)



- ▶ 期間中、シェアを下げたのは中南米。カナダ、欧州、アジア・太平洋はいずれもシェアを上昇させている。アフリカ、中近東は不変。
- ▶ 欧州は、全体としてはシェアを上昇させたが、英国、ドイツはシェアを下げています。ただし、英国は国別の立地先としては引き続き USDIA において圧倒的な投資先国となっている。
- ▶ 欧州の中でシェアが上昇したのはアイルランド、ルクセンブルグ、スイスである。アイルランドは欧州における製造拠点として USDIA での比重を高めてきている。ルクセンブルグ、スイスは大型企業買収案件における海外持株会社の設置先として、オランダや英国との比較において相対的に比重を高めてきている。
- ▶ 全体としてシェアを高めてきているアジア・太平洋地域ではあるが、日本のシェアは期間中、低下傾向をたどっている。2004 年にアジア・太平洋地域のシェアは急増をみているが、オーストラリアにおける大型企業買収案件によるものとみられる。当該計数は米商務省データでは (D)として開示されていない。

### 3. 諸外国の対米直接投資残高推移

1999 年以降の FDIUS の産業別の対米投資残高推移は以下のとおり（投資残高は取得原価ベース）。

表 1-6 対米直接投資残高（産業別）(1999-2004 年)

(単位:上段-10億ドル, 下段-シェア)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
全産業	955.7 100.0%	1,256.90 100.0%	1,344.00 100.0%	1,344.70 100.0%	1,410.70 100.0%	1,526.30 100.0%
製造業	406.4 42.5%	480.6 38.2%	476.5 35.5%	469.8 34.9%	492.0 34.9%	519.4 34.0%
食品	15.0 1.6%	18.1 1.4%	18.6 1.4%	19.8 1.5%	19.5 1.4%	21.1 1.4%
化学	96.6 10.1%	120.4 9.6%	128.6 9.6%	123.3 9.2%	136.5 9.7%	148.0 9.7%
金属	18.8 2.0%	21.2 1.9%	20.0 1.5%	18.5 1.4%	17.7 1.3%	18.9 1.2%
一般機械	30.5 3.2%	32.3 2.6%	43.3 3.2%	47.8 3.6%	48.1 3.4%	49.5 3.3%
コンピューター、電子機器	62.6 6.6%	92.8 7.4%	54.7 4.1%	42.4 3.2%	44.0 3.1%	41.9 2.7%
電気機器	13.4 1.4%	43.1 3.4%	53.6 4.0%	45.8 3.4%	12.6 0.9%	13.6 0.9%
輸送機械	52.8 5.5%	55.8 4.4%	62.3 4.6%	61.5 4.6%	66.5 4.7%	70.0 4.6%
卸売業	106.7 11.2%	174.0 13.8%	184.7 13.8%	197.6 14.7%	180.8 12.8%	201.1 13.2%
小売業	22.4 2.3%	26.7 2.1%	22.6 1.7%	20.8 1.6%	22.7 1.7%	26.1 1.7%
情報産業	78.0 8.2%	146.9 11.7%	146.9 10.9%	116.1 8.7%	124.7 8.8%	117.2 7.7%
銀行	62.0 6.5%	64.2 5.1%	67.2 5.0%	75.5 5.6%	87.5 6.2%	123.3 8.1%
金融（銀行を除く） および保険	132.2 13.8%	167.0 13.3%	173.8 12.9%	169.2 12.6%	190.2 13.5%	206.5 13.5%
不動産、レンタル、 リース	47.8 5.0%	50.0 4.0%	44.3 3.3%	47.3 3.5%	44.5 3.2%	47.6 3.1%
専門サービス	11.7 1.2%	30.5 2.4%	31.5 2.3%	27.0 2.0%	34.5 2.5%	38.8 2.5%
その他の産業	88.5 9.3%	117.0 9.3%	196.4 14.6%	221.4 16.5%	232.9 16.5%	246.3 16.1%

(米商務省資料より作成)

- ▶ 全投資残高は 1999 年から 2004 年の 5 年間で 9,557 億ドルから 1 兆 5,263 億ドルへと増加し、平均して年率 9.8% の伸びとなった。
- ▶ 1999 年末の投資残高比、2004 年末の投資残高自体が減少した産業分野は、コンピューター、電子機器分野（IT バブルの崩壊が背景にある。シェアは 6.6% から 2.7% に半分に以下に低下）と不動産及びレンタル・リース産業（5.0% から 3.1% に低下）である。
- ▶ 情報産業は 2000-2001 年にかけてほぼ倍増し一時 12% 近くにまでシェアを伸ばしたが、IT バブルの崩壊を背景に米国市場からの撤退（通信事業）により 2004 年末には 7% 台までシェアを下げている。
- ▶ 残高が増えた業種間の伸び率には分野ごとにバラツキがみられ、シェアが増えたのが「その他の産業（9.3% から 16.1%）、銀行（6.5% から 8.1%）、卸売業（11.2% から 13.2%）」これら以外の産業のシェアは総じて減少している。
- ▶ 製造業全体のシェアは 42.5% から 34.0% へと減少をみせている。
- ▶ USDIA 同様に FDIUS においても「その他の産業」のシェアは増加をみているが、業種的には USDIA が持株会社に集中しているのとは異なって、若干バラツキがある。2004 年末時点でみて 4 桁ベースの産業分類ベースで投資残高が最大なのは持株会社ではあるが、その投資残高は 841 億ドルで、「その他の産業」の全投資残高 2,463 億ドルの 34% にとどまる。これは FDIUS 全業種の投資残高 1 兆 5,263 億ドルの 5.5% にすぎず、USDIA においては 34% を占めているのと様相を大きく異にする。

表 1-7 対米直接投資残高（地域別）（1999-2004 年）

（単位：上段-10億ドル，下段-シェア）

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
全地域	955,726 100.0%	1,256,867 100.0%	1,343,987 100.0%	1,344,697 100.0%	1,410,672 100.0%	1,526,306 100.0%
カナダ	90,599 9.5%	114,309 9.1%	92,420 6.9%	95,344 7.1%	101,568 7.2%	133,761 8.8%
欧州	639,923 67.0%	887,014 70.1%	999,069 74.3%	980,036 72.9%	1,021,349 72.4%	1,078,287 70.8%
フランス	89,945 9.4%	125,740 10.0%	154,984 11.5%	141,588 10.5%	139,265 9.9%	148,242 9.7%
ドイツ	112,126 11.7%	122,412 9.7%	162,314 12.1%	139,247 10.4%	156,290 11.1%	163,372 10.7%
オランダ	125,010 13.1%	138,894 11.1%	145,554 10.8%	150,263 11.2%	152,708 10.8%	167,280 11.0%
スイス	52,973 5.5%	64,719 5.1%	129,478 9.6%	123,867 9.2%	129,032 9.1%	122,944 8.1%
英国	153,797 16.1%	277,613 22.1%	197,651 14.7%	215,531 16.0%	219,735 15.6%	251,562 16.5%
中南米	40,771 4.3%	53,691 4.3%	64,842 4.8%	74,561 5.5%	81,768 5.8%	85,864 5.6%
アフリカ	1,361 0.1%	2,700 0.2%	2,346 0.2%	2,242 0.2%	2,179 0.2%	1,611 0.1%
中近東	4,362 0.5%	6,506 0.5%	6,082 0.5%	7,319 0.5%	7,641 0.5%	8,200 0.5%
アジア・太平洋	178,749 18.7%	192,647 15.3%	179,228 13.3%	185,196 13.8%	196,167 13.9%	218,583 14.3%
日本	153,815 16.1%	159,690 12.7%	149,859 11.2%	151,333 11.3%	160,452 11.4%	176,906 11.6%

（米国商務省資料より作成）

- ▶ 欧州企業による対米大型企業買収事案の増加を背景に、近年、欧州の比重増大化傾向が顕著だが、特に 2000 年以降については、欧州のシェアは 7 割を超えている。英国、オランダ、ドイツのシェアはいずれも 10% を上回る。

- ▶ 2001 年における英国のシェア急減、スイスのシェア急増は、在米の外国企業 affiliates が英国親会社からの借り入れを、当該英国企業の在スイス affiliates からの借り入れに切り替えたこと等による。
- ▶ 欧州の増勢基調のなかで日本のシェアは低下をたどっているが、国別の FDIUS 投資残高としては、日本は英国に次ぐ第二位の地位を保っている。

#### 4. USDIA と FDIUS の収益率の推移

USDIA と FDIUS の収益率推移をみてみよう。直接投資の収益率を算出する場合に分母の直接投資残高に何を用いるかで収益率の計算結果は若干異なってくる。米国商務省では、直接投資残高として以下の三つのベースで計数を公表している。

- 取得原価ベース (historical-cost method)
- 現行価格ベース (current-cost method)
- 市場価値ベース (market-value method)

各ベースに基づく直接投資の残高の算出方法については Box 1「投資残高の把握のベースについて」を参照。なお現行価格ベース及び市場価値ベースで把握されているのは、全地域、全産業の計数のみで、国別、産業別のデータは取得原価ベースでのみ発表されている。

##### Box 1. 投資残高の把握のベースについて

米国商務省では直接投資の残高を、取得原価ベース (historical-cost method)、現行価格ベース (current-cost method) 及び市場価値ベース (market-value method) の三つの方法により把握している。本項の記載内容は商務省の Survey of Current Business に掲載されている解説を適宜抄訳したもの。

取得原価ベース: すべての貸借対照表の項目は取得原価で記帳される (Table A)。

現行価格ベース: 有形資産 (在庫、不動産、工場、設備) が現行価格で評価替えされる。金融資産 (短期、長期を問わず) は取得コストのまま計上。株主資本勘定は、資産サイドの評価替えにより増減した分をそのまま調整値として反映させる。債務サイドは不変とする (Table B)。

市場価値ベース: 株主資本勘定の価値を年末の株価を反映させて評価替えする。債務項目は再評価しない。資産サイドは株主資本勘定の評価替えにより増減した分をそのまま調整値として反映させる (Table C)。

Table A -- 取得原価ベース貸借対照表

資産		負債および株主資本	
流動資産		負債	
在庫	\$103,803	流動負債及び長期負債	\$504,956
その他	\$407,341	その他負債	\$107,942
合計	\$511,144	合計	\$612,898
固定資産		株主資本	
不動産、工場、設備等	\$420,720	株主資本	\$387,102
累積減価償却	-\$187,149		
ネット不動産、工場等	\$233,571		
その他	\$255,286		
合計	\$488,856	合計	\$387,102
有形資産のベース	\$337,374		
総資産	\$1,000,000	総負債および株主資本	\$1,000,000

現行価格ベースの貸借対照表 (Table B) では、資産サイドの有形資産の評価替えにより在庫が取得原価の US\$103,803 から現行価格の US\$117,318 に、不動産、工場、設備などの固定資産が取得原価の US\$233,571 から現行価格の US\$359,092 となり、この結果、現地法人の現行価格での有形資産の価値は、取得原価より US\$139,036 増えることになる。金融資産の当期における価値は取得原価とほぼ等価とみなし、評価替しない。バランスシートの右側 (負債及び株主資本) については有形資産の評価替に伴う調整を反映させるために、株主資本が US\$387,102 から US\$526,139 に評価替される。

Table B -- 現行価格ベース貸借対照表

資産		負債および株主資本	
流動資産		負債	
在庫	\$117,318	流動負債及び長期負債	\$504,956
その他	\$407,341	その他負債	\$107,942
合計	\$524,659	合計	\$612,898
固定資産		株主資本	
不動産、工場、設備等	\$646,816	株主資本	\$526,139
累積減価償却	-\$287,723		
ネット不動産、工場等	\$359,092		
その他	\$255,286		
合計	\$614,378	合計	\$526,139
有形資産のベース	\$476,410		
総資産	\$1,139,037	総負債および株主資本	\$1,139,037

市場価値ベースの貸借対照表 (Table C) では、年末の株価の水準を反映させて株主資本の価値が取得原価の US\$387,102 から US\$793,559 に評価替される。負債の価値は当期における価値と等価とみなし、評価替しない。株主資本の評価替に伴う変動(\$406,457)に対する資産サイドの見合い項目は、のれん代 (goodwill) として固定資産の「その他」の項目に計上される。

資産		負債および株主資本	
<b>流動資産</b>		<b>負債</b>	
在庫	\$103,803	流動負債及び長期負債	\$504,956
その他	\$407,341	その他負債	\$107,942
合計	\$511,144	合計	\$612,898
<b>固定資産</b>		<b>株主資本</b>	
不動産、工場、設備等	\$420,720	株主資本	\$793,559
累積減価償却	-\$187,149		
ネット不動産、工場等	\$233,571		
その他	\$661,742		
(うちのれん代)	(\$406,457)		
合計	\$895,314	合計	\$793,559
有形資産のベース	\$337,374		
<b>総資産</b>	<b>\$1,406,457</b>	<b>総負債および株主資本</b>	<b>\$1,406,457</b>

表 1-8 は上記の各計算方法による 1983 年以降の USDIA と FDIUS の収益率の推移をみたものである。直接投資の収益率を算出するに際して分子に用いられる利益は、USDIA (FDIUS) の各々の事業に対する米国側出資者 (外国側出資者) の持分で按分された収益額である。

表 1-8 対外直接投資と対米直接投資の収益率推移 (1983-2004 年)

	取得原価ベース			現行価格ベース			市場価値ベース		
	USDIA	FDIUS	ギャップ	USDIA	FDIUS	ギャップ	USDIA	FDIUS	ギャップ
1983	13.0%	4.0%	9.0%	8.7%	2.2%	6.5%	12.7%	2.9%	9.8%
1984	14.3%	6.3%	8.0%	10.0%	4.1%	6.0%	13.0%	5.2%	7.8%
1985	12.8%	4.3%	8.5%	9.8%	3.0%	6.9%	10.8%	3.5%	7.2%
1986	12.3%	3.7%	8.6%	9.5%	2.6%	6.9%	8.1%	2.8%	5.3%
1987	13.4%	3.6%	9.8%	10.5%	2.5%	8.0%	8.3%	2.6%	5.7%
1988	15.5%	4.4%	11.1%	11.8%	3.3%	8.5%	9.1%	3.4%	5.7%
1989	14.8%	2.2%	12.6%	11.6%	1.6%	10.0%	8.1%	1.5%	6.6%
1990	14.3%	0.8%	13.5%	11.3%	0.7%	10.6%	8.4%	0.6%	7.8%
1991	11.6%	-0.7%	12.3%	9.3%	-0.4%	9.7%	7.5%	-0.4%	7.9%
1992	10.4%	0.3%	10.1%	8.8%	0.4%	8.4%	7.1%	0.3%	6.8%
1993	11.1%	1.6%	9.5%	9.7%	1.4%	8.3%	7.2%	1.1%	6.2%
1994	11.7%	4.4%	7.3%	10.2%	3.7%	6.6%	7.1%	2.9%	4.2%
1995	13.3%	6.1%	7.2%	11.4%	4.7%	6.7%	7.7%	3.4%	4.2%
1996	12.5%	5.4%	7.2%	10.9%	4.6%	6.3%	6.9%	3.0%	3.9%
1997	12.6%	6.2%	6.3%	11.2%	5.5%	5.7%	6.6%	3.0%	3.6%
1998	9.7%	4.4%	5.2%	9.2%	4.4%	4.8%	5.0%	2.0%	3.0%
1999	10.3%	5.4%	5.0%	10.1%	5.3%	4.8%	5.1%	2.1%	3.0%
2000	10.6%	4.3%	6.2%	10.3%	4.5%	5.8%	5.5%	2.0%	3.4%
2001	7.9%	0.3%	7.6%	8.0%	0.9%	7.1%	5.1%	0.5%	4.7%
2002	8.1%	2.6%	5.5%	8.2%	3.0%	5.2%	6.7%	2.0%	4.7%
2003	10.1%	4.3%	5.8%	9.9%	4.6%	5.2%	8.2%	3.2%	5.0%
2004	10.9%	6.3%	4.4%	10.5%	6.4%	4.1%	7.8%	4.1%	3.7%

(米国商務省資料より作成)

表 1-8 に示されるとおり取得原価ベース、現行価格ベース、市場価値ベース何れの計算方法によっても USDIA の収益率は FDIUS のそれを恒常的に、長期的に上回ってきているが、各計算方法による収益率水準やギャップ幅にはかなりの違いがみられることも事実である。直接投資の投資残高に対する収益率を比較する場合、三つの算出方法のうち、どのベースによるのが収益率の実態を最も的確に把握し、また推移をたどる上で適切だろうか。計数分析の目的が各時点において投資されている資本残高と当期中に産み出される利益との比率を算出し、その時点における投入資本に対するリターンを測定するとともに年ごとの推移をたどることにあるとすれば、

- ▶ 取得原価ベースにおいては過去の投資とその後の投資との間の時間的要素を捨象し、過去の投資額をその後の物価上昇等を考慮せずにそのまま直近の投資額と単純に合計し、その合計値を分母として当期に実現した利益のリターン率を計算していることから、資本投入後、相対的に年数を経た投資案件の収益率は、資本投入後、経過年数の少ない案件に比較して高目に算出されてしまう難点がある。1950 年代には既に本格化していた USDIA と早くてもせいぜい 1970 年代後半になってから本格化した FDIUS とでは、取得原価ベースを用いた場合には、USDIA の収益率は FDIUS の収益率より自ずと高めに計算されがちになる。このために表 1-8 で 1983 年から 1992 年の 10 年間について USDIA と FDIUS の収益率のギャップ幅をみると、取得原価ベースで計算した乖離幅は現行価格ベースのギャップ幅を恒常的に 2-3%ポイント程度上回っている。
- ▶ 一方、市場価値ベースで計算することは各期末の株価に応じて株主資本（直接投資の残高）を評価替えするということであり、株価すなわち将来的に見込まれる収益フローの合計の現在価値の見込値を分母に反映させて収益率を計算するというところにほかならず、現実に使用されている投資残高と当期中に産み出される収益の比率を測定するという計算目的になじまない。
- ▶ 現行価格ベースは投入されている投資残高に物価上昇の所要の調整を加えることにより算出されたものであり、USDIA、FDIUS の各期に実現された収益のリターン率を計算し推移をたどる方法としては、三者の中で計算目的に最も適っていると考えられる。ただし現行価格ベースのデータは全地域ベース、全産業ベースだけに限られ、国別、産業別のデータは取得原価ベースによらざるを得ない。しかしながら表 1-8 で 1998 年以降について現行価格ベースと取得原価ベースの USDIA と FDIUS の収益率及びそのギャップ推移をみると、いずれの数値もかなり接近してきており、取得原価ベースを用いた場合の難点は薄らいできているものと思われる。両者の乖離幅が縮小してきた背景としては、1990 年代末においては FDIUS にしても 1970 年来、相応の年数を既に経ているわけであり、USDIA、FDIUS 両者間の投資開始時期に起因する差異が縮小してきたということであろう。加えて 80 年代、90 年代前半に比べ 90 年末以降は物価水準が相対的に安定的に推移していることも与っているものと思われる。したがって 1998 年以降については取得原価ベースでの産業別、国別の投資収益率には時間的要素に起因するバイアスはあまり大きくないものと考えられる。次節以降の分析において最近の利益率比較に関して特段の留保なく取得原価ベースを用いているのもこの理由による。

なお、時に誤解される点として、ドル（または外国通貨）の立地先通貨（またはドル）に対する為替変動が、USDIA（または FDIUS）の収益率を歪めているのではないかと、というような見方がなされることがある。いわく当期利益の方が現行為替相場を反映しているのに対して、投資残高の方は為替変動を反映していないので、ドル安時は USDIA（または FDIUS）の収益率が高目（または低目）に振れ、ドル高時は USDIA（または FDIUS）の収益率が低目（または高目）に振れる、というような理解のされかたである。この点については、上述の「投資残高の方は為替変動を反映していない」としているところに誤りがある。米国商務省の関連データ Composition of Changes in US-owned Assets Abroad with Direct Investment at Current Cost (USDIA 現行価格ベース)、Composition of Changes in US-owned Assets Abroad with Direct Investment at Market Value (USDIA 市場価値ベース)及び Composition of

Changes in Foreign-owned Assets in the United States with Direct Investment at Current Cost, (FDIUS 現行価格ベース) Composition of Changes in Foreign Direct Investment at Market Value (FDIUS 市場価値ベース)では、price change 及び exchange rate change の二つを valuation adjustment の要因として掲げており、後者への脚注として以下のように記載している。(Exchange rate change) Represents gains or losses on foreign-currency denominated assets and liabilities due to this revaluation at current exchange rate. すなわち現行価格ベース、市場価値ベースにおいては為替変動は分子(収益額)、分母(投資残高)の双方について織り込まれており、USDIA、FDIUS いずれの収益率についても歪みをもたらすファクターとして働いていることはない。

表 1-8 で現行価格ベースに基づき 1983 年から 2004 年までについて USDIA、FDIUS それぞれの収益率の推移をたどってみると以下のようなことが窺われる。

- ▶ 同期間中 USDIA の収益率は、8～11%の間で安定的に推移、また期間中の平均値は 10.0%、2000-2004 年の平均値は 9.4%であった。
- ▶ これに対して同期間中の FDIUS の収益率は、下は-0.4% (1991 年)から上は 6.4% (2004 年)までの間でかなりの幅で変動をみせながら推移、また期間中の平均値は 3.1%、2000-2004 年の平均値は 3.9%であった。
- ▶ これらを反映して、この間の USDIA と FDIUS の収益率のギャップは、最大は 10.6%(1990 年)から最小は 4.1% (2004 年)の幅で変動、期間中のギャップの平均値は 6.9%、2000-2004 年の平均値は 5.5%であった。

直接投資における収益率ギャップとは対照的に「直接投資以外の投資」にかかわる「外国からの米国の受取収益」と「米国の外国への支払収益」のそれぞれの収益率ギャップは次表に示されるように極めて小幅 (-1.0%~0.1%のレンジで推移、平均値 0.4%) にとどまっている。

表 1-9 「直接投資以外の投資」の収益率推移 (1983-2004 年) 現行価格ベース

	米国の受取	米国の支払	ギャップ		米国の受取	米国の支払	ギャップ
1983	7.3%	7.5%	-0.2%	1994	4.1%	4.7%	-0.6%
1984	8.6%	8.5%	0.1%	1995	4.7%	5.1%	-0.4%
1985	7.1%	7.3%	-0.2%	1996	4.3%	4.7%	-0.4%
1986	6.0%	6.5%	0.6%	1997	4.3%	4.7%	-0.4%
1987	5.5%	6.4%	1.0%	1998	4.2%	4.4%	-0.2%
1988	6.2%	6.9%	0.7%	1999	3.8%	4.1%	-0.3%
1989	6.9%	7.6%	0.7%	2000	4.2%	4.5%	-0.3%
1990	6.8%	7.2%	0.4%	2001	3.4%	3.8%	-0.4%
1991	5.6%	6.2%	0.6%	2002	2.6%	3.0%	-0.4%
1992	4.5%	4.8%	0.3%	2003	2.2%	2.4%	-0.2%
1993	3.6%	4.2%	0.5%	2004	2.3%	2.6%	-0.3%

(米国商務省資料より作成)

## 第2章 対外直接投資と対米直接投資の収益率ギャップの背景

本章では USDIA の収益率がなぜ FDIUS の収益率を恒常的に上回ってきているのか、その背景を探ることとする。章の構成は以下のとおりである。最初に USDIA の収益率が FDIUS の収益率を上回っているのは、海外事業 (USDIA) が本来的に曝されているカントリー・リスクをしかるべく反映したもので、米国における事業 (FDIUS) の収益率にリスクプレミアム分が上乘せされるのは当然のことではないかという点について検証する (第1節)。次にさらに観点を少し変えて、USDIA と FDIUS の間の収益率の違いは、元来 USDIA の海外進出と FDIUS の対米進出に際しての投資企業側の進出経緯や動機の違いをしかるべく反映したもので、両者間にギャップが存在するのは当然のことではないかという点について検証する (第2節)。これらのいわば基本的な要因の検証の後、収益率に影響を与えているとみられるコスト要因について考察する (第3節)。第4節では主要産業分野ごとに収益率などを概観する。第5節では USDIA において大きな比重を占める海外持株会社 (holding companies) について検討を加える。第6節では視点を FDIUS に移し、直接投資の収益率格差は FDIUS の在米企業が収益を人為的に低く抑えることによって法人税の支払を最小化しようとすることに起因していないか考察する。

### 1. カントリー・リスクの違いに起因する USDIA と FDIUS の収益率格差

USDIA の収益率が FDIUS の収益率を恒常的、長期的に上回ってきていることは表 1-8 でみたとおりであるが、翻って考えてみると、前者の収益率の水準が後者を上回るべきであることは、合理的に推論してみれば当然のことであるように思われる。なぜならば米国の国外において営まれる USDIA 事業について期待される収益率は、他の条件を一定とすれば、ソブリンリスク面で世界の中で最も安全とみなされる米国の国内において営まれる FDIUS 事業について期待される収益率よりも、米国と諸外国の間に見出されるべきソブリンリスクの格差すなわちリスクプレミアム分だけ高い水準で決定されてしかるべしと考えられるからである。このような観点に立って、海外で USDIA を通じ事業展開を行う場合に USDIA の収益率に本来的に反映されてしかるべしと考えられるリスクプレミアムすなわち事業を米国内で行う場合の収益率に対する上乘せ幅について以下において検討してみよう。

海外事業 (USDIA) のリスクプレミアムは、例えば米国の主要格付機関によって情報購入契約先に対して proprietary products として提供されている情報、例えば各格付けと理論的デフォルト・リスク発生率などを参考にしながら推計することが考えられよう。

その一例として、米国議会予算局 (Congressional Budget Office, CBO) のテクニカル・ペーパー・シリーズの一つである Juannah H. Hung and Angelo Mascaro (December 2004) “Return on Cross-Boarder Investment: Why Does U.S. Investment Do Better?” 及び 2005 年 11 月 30 日付け同サマリー版では、Standard & Poor’s 社の国別格付けに基づいて加重平均のリスク・ファクターを算出する方法を用いている。CBO ペーパーの説明によれば、最高格付けの AAA から最低格付けの D までの 22 段階の文字による各レーティングに 21 (格付 AAA に適用される最高値) からゼロ (格付 D に適用される最低値) までの数値をそれぞれ付与し、次いで Standard & Poor’s 社の格付けとデフォルトリスク率の非線型の相関係数を用いることによりそれぞれの掛け目を算出するとしている。しかしながら CBO ペーパーでは、用いられた非線型の具体的相関係数や算出された掛け目の数値は一切開示されていない。このように算出された数値と立地先地域別の直接投資残高を掛け合わせることによって加重平均の投資残高平均値を求め、次にその加重平均値を文字による格付けに戻し直す。上記プロセスを経て得られた CBO の計算結果は、加重平均は 22 段階のうちの 14 にあたり、これは文字格付けに戻し直すと BBB+ に相当すると説明している。なお COB が上記計算にあたって使用した地域別立地先の対外投資残高の分布比率と地域ごとの格付けは、カナダ (11%, “AAA”); 中南米 (17%, “BB+”); ヨーロッパ (54%, “AA+”); アジア・太平洋 (16%, “A-”); アフリカ



(1%, “BBB-”); 中近東 (1%, “BBB+”) としている。

基本的なコンセプトは同じながら、ここでは計算プロセスを開示することができるよう別途公開情報によりながらリスク・ファクター値の水準を推計してみよう。具体的には米国輸出入銀行 (USEXIM) が公的な信用補完制度として貿易保険や貸付け案件について一般的にオファーしているカントリー・リスクについての保証料率 (exposure fee) を用いて算定してみよう。

➤ USEXIM の貸付案件保証料の基本的仕組み

- OECD ガイドラインに沿って各国をリスクの低い国から高い国に応じて 1~7 のカテゴリーに分類する。1 の対象国の保証料は最低水準に設定され、2、3、4 となるにつれプレミアムが高くなり、カテゴリー7 の国に対して最も高い保証料が適用される。
- 保証料の水準は OECD のミニマム料率に関するガイドラインを遵守して定められている。
- 保証料は、貸出実行期間 12 ヶ月以内、6 ヶ月据置後、半年毎の返済をモデルケースに水準が提示される。
- 保証料は最終満期日までの期間の長さに応じて高くなる。
- OECD のガイドラインに沿い、保証料は全額アップフロントで徴収することを条件に水準が設定され、顧客が保証料の後払いを希望する場合 (例えば USEXIM からの借入れに対する支払金利に上乗せする形で借入残高に対して保証料を支払うような場合) には、期間中に払うべき保証料の現在価値がアップフロントで支払われたのと等価であるように、与信残高に対して適用される保証料率 (年率) が設定される。
- 保証のカバレッジは上限 100% まで可。
- ソブリンリスクに対する保証のほか、事業リスクの保証も追加保証料を支払うことによってカバーされる。事業リスクに関する保証料率は当該企業の財務内容等に応じて異なり、その程度によって 5 段階に区分される。

➤ 以上の枠組みのもとに、ここで算定する USDIA のリスクプレミアムは、ソブリンリスクのみとする。すなわち米国企業が外国で事業展開を行うことに伴う商業的リスクは除外するものとする。米国内事業にはない海外特有の商業的リスクが存在することは事実であるが (例えば港湾事情、電力供給事情)、この点については数値化の対象から外すこととする。

➤ 具体的に USEXIM の保証料を試算するための事案として、USEXIM の定める標準的な中期与信案件に沿って以下の諸条件を想定する。

- 与信デイスパース期間: 12 ヶ月
- 全額実行後 6 ヶ月据え置き、その後は半年毎の 7 年間の約定弁済。したがって与信加重平均期間は 4 年間ということになる。
- 保証のカバレッジ: 100%。

➤ 以上を前提にカテゴリー別にソブリンリスクをカバーする保証料 (アップフロント・ベースのフラット料率) を計算すると、結果は以下のとおりとなる。

- カテゴリー1 (1.18%)、カテゴリー2 (2.21%)、カテゴリー3 (3.72%)、カテゴリー4 (5.62%)、カテゴリー5 (7.97%)、カテゴリー6 (10.45%)、カテゴリー7 (13.50%)。

➤ これを与信残高に対する半年ごとの後払い料率方式 (年率表示) に換算することによってリスクプレミアム値は以下のとおり算定される。

- カテゴリー1 (0.32% p.a.)、カテゴリー2 (0.61% p.a.)、カテゴリー3 (1.04% p.a.)、カテゴリー4 (1.61% p.a.)、カテゴリー5 (2.34% p.a.)、カテゴリー6 (3.16% p.a.)、カテゴリー7 (4.22% p.a.)

上記のリスクプレミアム値と 2004 年末の国別 USDIA 残高 (取得原価ベース) により加重リスクプレミアムを求める (表 2-1)。

表 2-1 米国の対外直接投資先の国別カテゴリーとリスクプレミアム

(単位:100万ドル)

国	USDIA 投資残高	USEXIM カテゴリー	リスク プレミアム料率	加重リスク プレミアム
カナダ	216,571	1	0.32%	699.74
オーストリア	5,278	1	0.32%	17.05
ベルギー	27,761	1	0.32%	89.7
チェコスロバキア	2,188	2	0.61%	13.38
デンマーク	6,618	1	0.32%	21.38
フィンランド	2,071	1	0.32%	6.69
フランス	58,927	1	0.32%	190.39
ドイツ	79,579	1	0.32%	257.12
ギリシャ	1,255	1	0.32%	4.05
ハンガリー	3,285	2	0.61%	20.09
アイルランド	73,153	1	0.32%	236.36
イタリア	33,378	1	0.32%	107.84
ルクセンブルグ	74,902	1	0.32%	242.01
オランダ	201,918	1	0.32%	652.40
ノルウェー	9,104	1	0.32%	29.42
ポーランド	6,059	2	0.61%	37.06
ポルトガル	3,151	1	0.32%	10.18
ロシア	2,231	4	1.61%	35.95
スペイン	45,251	1	0.32%	146.21
スウェーデン	36,399	1	0.32%	117.61
スイス	100,727	1	0.32%	325.45
トルコ	2,225	5	2.34%	52.15
英国	302,523	1	0.32%	977.45
アルゼンチン	11,629	7	4.22%	491.15
ブラジル	33,267	5	2.34%	779.65
チリ	10,196	2	0.61%	62.36
コロンビア	2,987	5	2.34%	70.00
エクアドル	814	7	4.22%	491.15
ペルー	3,934	4	1.61%	779.65
ヴェネゼラ	8,493	6	3.16%	62.36
コスタリカ	1,093	3	1.04%	11.48
ホンデュラス	339	7	4.22%	14.32
メキシコ	66,554	2	0.62%	407.04
パナマ	5,886	4	1.61%	94.56
バルバドス	1,369	3	1.04%	14.31
バーミューダ	91,265	1	0.32%	294.88
ドミニカ共和国	1,041	6	3.16%	32.87
英領 カリビアン諸島	63,066	n.a.	n.a.	n.a.
エジプト	4,240	4	1.61%	68.33
ナイジェリア	955	7	4.22%	40.33
南アフリカ	4,966	3	1.04%	51.92
イスラエル	6,790	3	1.04%	71.00
サウジアラビア	3,835	3	1.04%	40.10
UAE	2,368	2	0.61%	14.48
オーストラリア	(D)	1	0.32%	n.a.
中国	15,430	2	0.61%	94.37
香港	43,743	2	0.61%	267.53
インド	6,203	3	1.04%	64.86
インドネシア	(D)	5	2.34%	n.a.
日本	80,246	1	0.32%	259.27
韓国	17,332	1	0.32%	56.00
マレーシア	8,690	2	0.61%	53.10
ニュージーランド	4,481	1	0.32%	14.48
フィリピン	6,338	5	2.34%	148.54
シンガポール	56,900	1	0.32%	183.84
台湾	(D)	1	0.32%	n.a.
タイ	7,747	3	1.04%	81.00
合計(計数開示分)	1,801,304			8,437.45
加重平均リスクプレミアム料率			0.47%	

注:加重リスクプレミアムの算出方法=USDIA投資残高×リスクプレミアム料率

上記ステップのもと 2004 年末の各国毎の USDIA 投資残高をベースにリスクプレミアム  
の加重平均値を求めると 0.47%と算定される。すなわち海外において USDIA を通じ事業展  
開を行う場合に USDIA に反映されてしかるべしと考えられるリスクプレミアム（事業を米  
国国内で行う場合に対する追加的リスク）は 0.47%と算定されたことになる。ただし算出さ  
れた数値については以下の諸点に留意しておく必要がある。

- ▶ リスクプレミアム 0.47%は USEXIM として equity provider の立場から適用されるリスク  
プレミアムではなく、あくまでもが debt provider としてのリスクアセットに対するリス  
クプレミアムである。直接投資というエクイティ出資は他の債権者比、最も劣後する立  
場にあることからすれば、エクイティ出資者が要求するリスクプレミアムはもう少し高  
い水準にあるものと考えられる。
- ▶ またリスクアセットのプレミアムとしての右数値は、あくまでも OECD が定める公的機  
関に対するガイドライン（ミニマム料率）の枠内で、米国企業の海外事業を支援するた  
めに USEXIM が実施するリスク補完制度のもとでの中期物案件（与信実行期間 1 年、返  
済期間 7 年均等半年賦、与信平均期間 4 年）をベースに試算したものであり、民間企業  
部門のカントリー・リスクの認識は間違いなくこれより高目のはずである。その意味で  
算出結果はリスクアセットのプレミアムとしてもミニマムのカントリー・リスクプレミ  
アムと理解されるべきである。
- ▶ さらにここで対象となっているリスクプレミアムは、あくまでもポリティカルリスクな  
どのカントリー・リスクのみであり、外国を立地とするゆえの特有の追加的な商業的  
事業リスク（例えば港湾事情、電力供給事情）は一切斟酌されていない。もっとも商業的  
事業リスクは展開される産業ごとに本来的に異なるはずのものであり、一律の計量化に  
はなじまないであろう。
- ▶ USDIA のうちオランダ、ルクセンブルグ、スイス、バーミューダなどへの投資のかな  
りの部分が海外持株会社に対するもので、これらの国、地域はいずれもカテゴリー 1 の  
国（地域）に分類されている。これら海外持株会社経由でカテゴリー 2 以下の立地先に  
投資されている投資案件の存在を考慮すれば、上記の加重平均のプロセスを経た計算結  
果は、数値がその分低めに算出されているはずである。

さきに紹介した CBO のペーパーは、前述の方法によって得た計算結果（USDIA 全体の加  
重平均格付は BBB+ に相当する）を踏まえて、2004 年 12 月のペーパーでは議論を次のよ  
うに進めている。すなわち BBB+より 1 ノッチ下の BBB 格付けを有するベンチマークの長  
期物コーポレート・ボンドと AAA の格付けを有する同じく長期物のコーポレート・ボンドの  
過去 5 年間（1999-2003 年）の平均スプレッドは 136 ベーシス・ポイントであることから対  
外直接投資（BBB+）と対米投資（AAA）との間に見出される収益率の乖離にもこのような  
スプレッドが含まれるはずであるとしている。2005 年 11 月 30 日のサマリーペーパー版で  
は、過去 5 年間に代えて過去 10 年間の平均スプレッドを CBO は使用し、両者の差を約 0.8%  
と算定している。なお CBO が上記の議論展開の上で企業の senior debt であるコーポレート  
ボンド間のスプレッド幅を直接投資というエクイティ出資（最もジュニアな部分）間のス  
プレッドの推論にそのままあてはめているが、この点はやはり一応の留保は要すべきとこ  
ろであろう。

いずれにしてもこのように算定されたリスクプレミアムは、あくまでも事前的な予想水  
準としての理論値であり、かかるリスク値が事後的に実際に実現されることを意味するも  
のでない。現に 2004 年の実績値でカテゴリー 1 のカナダ、日本における USDIA の収益率が  
それぞれ 11.1%、15.3%と高い水準であったのに対して、カテゴリー 7 のアルゼンチンや同 5  
のブラジルにおける USDIA の収益率はそれぞれ 9.1%、8.6%と例外的に低い。

## 2. USDIA の対外進出と FDIUS の対米進出の動機の違いに起因する収益率格差

米国企業が海外市場に進出した在外法人の集積体としての USDIA と、外国企業が米国市場に進出した在米法人の集積体である FDIUS を比較する場合に、それぞれが進出に踏み切った背景には次のようになりかなりの相違が見出されるものと考えられる。

USDIA における進出動機の基本類型は、ある海外市場に財やサービスをどのように提供するかを検討する場合に、まず米国本国からカバーする方法と海外に立地を求める方法を比較し、後者の方が高い収益性を期待できると判断されたときに海外立地に踏み切り<sup>2</sup>、かつその場合においてもあらゆる立地候補先のなかから諸条件（生産要素の賦存状況、輸送コスト、投資インセンティブ、インフラ、税金、技術基盤、市場規模、成長率等）を周到に比較検討した上で、複数の選択肢の中から最も高い収益性を期待できる立地先を選択して進出していくというものであろう。USDIA はそうした選択プロセスを経た在外事業の集積体であるともいえる<sup>3</sup>。

それに対して FDIUS はどうか。FDIUS の対米市場進出において USDIA の対外進出動機の基本類型と同じように複数の選択肢から米国市場を選択してくる事例も無論皆無ではないが、しかし多くの場合、米国市場は米国からカバーした方が有利であるとする判断の裏には、同国との貿易摩擦の対応のために進出を踏み切ったケースや世界の潮流に遅れないためには米国市場へのプレゼンス確保の必要性を第一義に進出してきたケースなど、中期的にはともかく少なくとも短期的には採算を最優先課題とはせずに、また米国以外への立地は当初から想定していない進出ケースが一般的とみられ、そうした企業群の FDIUS におけるウエイトは高いものとみられる。こうした進出動機の違いが収益率格差にも現れている<sup>4</sup>。

## 3. USDIA、米国親会社、FDIUS のコスト要因比較

本節では USDIA、USDIA の親会社、及び FDIUS の収益率に差異をもたらしているコスト要因について考察する。

次表は USDIA、USDIA の親会社、FDIUS の三業態<sup>5</sup>についての売上高経常利益率を比較

<sup>2</sup> 製造業や卸売業等が基本類型にあてはまる。Wal-Mart 社に代表されるような小売業のように場合には、対象となるマーケットに対して米国国内からカバーすることは通販などの分野は別として、当該マーケットそのものへの店舗網展開が必要となる点において、基本類型のビジネスモデルとは根本的に異なっている。したがって海外に立地した事業の方が高い収益性を必ずしも実現できているわけではない。例えば Wal-Mart 社の場合、EBIT(利払い前税払い前の当期利益)の売上高に対する比率は、2005 年 1 月期でみると国内店 6.7% に対して、海外店は 5.3% となっている（前年も国内店 6.7%、海外店 5.0% と前者は後者を上回っている）。

なお全米全体でみると、2004 年末の小売業（前出表 1-4 では「その他の産業」に分類）の直接投資残高 351 億ドルは、全産業の USDIA 残高 2 兆 640 億ドルの 2.0% を占めているに過ぎない。

<sup>3</sup> 最適な進出形態を検討した結果、製造及び R&D は、ほぼ集中的に米国内で引き続き行い、海外拠点はマーケティング・販売と装置の据付・設置等のエンジニアリング、稼働開始と稼働後の保守サービスなどの顧客サポートに主として従事するような進出形態をとる製造業もある。世界最大の半導体製造装置メーカーである Applied Materials 社は、売上の 79% は海外であるが、設備、工場、倉庫、研究施設などの固定資産の 82% は米国内を所在地としている。

<sup>4</sup> 企業をめぐる経営環境として米国市場は世界で最も demanding（株主、法律、透明性等）で競争もまた熾烈であることから、それほどではない海外市場に進出して行った米国企業の事業（USDIA）は、米国市場における米国企業本体より高い収益率を容易にあげることが一般的には期待される。これに対して FDIUS がタフな米国市場で米国企業並みの収益率をあげていくことは容易なことではなく、このような背景にも起因して USDIA と FDIUS の収益率に格差が生ずるのではないかと指摘もある（あるインタビュー先大型機械メーカー）。

<sup>5</sup> 本表では USDIA、USDIA の親会社、FDIUS それぞれの銀行部門は計数に含まれていない。「金融（銀行を除く）及び保険」は含まれている。

したものである<sup>6</sup>。ここでは利益を法人税引き前とすることにより米国と海外の法人税の水準差をニュートラルにするとともに、キャピタルゲイン（ロス）を組み戻すことにより収益を経常利益ベースにした。また USDIA の米国親会社については USDIA の収益の二重計上を排除するため子会社からの配当所得を除いてある。

表 2-2 USDIA、USDIA 米国親会社、FDIUS の売上高経常利益率（1999-2003 年）  
（単位：10億ドル）

		1999	2000	2001	2002	2003
USDIA	売上高	2,218.9	2,507.4	2,524.5	2,515.6	2,905.9
	経常利益	203.4	253.5	243.6	286.0	405.4
	売上高経常利益率	9.2%	10.1%	9.7%	11.4%	14.0%
USDIAの親会社	売上高	5,975.5	6,695.2	6,800.8	6,337.8	6,606.7
	経常利益	408.6	445.6	271.9	306.7	412.8
	売上高経常利益率	6.8%	6.7%	4.0%	4.8%	6.3%
FDIUS	売上高	2,044.4	2,334.7	2,327.1	2,031.0	2,136.6
	経常利益	43.5	46.7	-2.0	22.0	49.5
	売上高経常利益率	2.1%	2.0%	0.0%	1.1%	2.3%

（米国商務省資料より作成）

上表で明らかのように USDIA の売上高経常利益率は USDIA の親会社の同利益率を恒常的に大幅に上回る。また FDIUS の同利益率は USDIA に遠く及ばないだけでなく、米国市場における米国企業（USDIA の親会社）とも利益率の点において全く太刀打ちできていない状況が明確に映し出されている。

#### （1）売上高人件費率の比較

まず、コスト要因のひとつとして、比較するデータが USDIA、USDIA の親会社、及び FDIUS の三業態（いずれについても銀行は除かれている）について入手可能な売上高人件費率から見てみよう。

表 2-3 USDIA、米国親会社、FDIUS の売上高人件費率（1999-2003 年）  
（単位：10億ドル）

		1999	2000	2001	2002	2003
USDIA	売上高	2,611.8	2,905.5	2,945.9	2,945.7	3,383.0
	人件費	295.3	310.8	309.7	311.4	343.0
	売上高人件費率	11.3%	10.7%	10.5%	10.6%	10.1%
USDIAの親会社	売上高	5,975.5	6,695.2	6,800.8	6,337.8	6,606.7
	人件費	1,103.9	1,176.3	1,151.4	1,140.9	1,177.4
	売上高人件費率	18.5%	17.6%	16.9%	18.0%	17.8%
FDIUS	売上高	2,044.4	2,334.7	2,327.1	2,216.5	2,340.2
	人件費	292.7	332.2	344.7	341.9	344.6
	売上高人件費率	14.3%	14.2%	14.8%	15.4%	14.7%

（米国商務省資料より作成）

- 期間中の平均値でみると、米国親会社の対売上高人件費率が 17.8% に対して、USDIA は 10.6%、FDIUS は 14.7% となっている。
- USDIA の人件費率は、立地先市場の相場の平均を示すことから米国親会社に比し当然の

<sup>6</sup> 計数は各法人全体の数値であり、出資持分見合いではない。

ことながら大幅に低い水準にある。

- FDIUS は USDIA の米国親会社より若干低い水準ではあるが、当然、米国の労働市場の相場を反映したものとなり、USDIA との対比においてかなり高い水準となる。
- 対売上高人件費比率の USDIA と FDIUS 間の格差は期中平均値で 4.1%ポイントであり、USDIA の利益率が FDIUS に比べて高い要因のひとつとして働いている。

## (2) 負債比率の比較

次に財務コスト面から考察してみよう。次表は 1999-2003 年について USDIA、米国親会社、FDIUS（いずれの業態についても銀行は除かれている）三者の負債比率を比較したものである。

表 2-4 USDIA、米国親会社、FDIUS の負債比率（1999-2003 年）

(単位:10億ドル)

		1999	2000	2001	2002	2003
USDIA	総資産	4,056.4	4,745.3	5,254.5	6,126.2	7,468.7
	負債	2,608.9	2,932.0	3,179.6	3,634.3	4,354.8
	負債比率	64.3%	61.8%	60.5%	59.3%	58.3%
USDIAの親会社	総資産	11,688.4	13,086.4	13,946.6	14,713.0	15,911.1
	負債	8,772.9	9,729.9	10,389.3	11,336.4	12,080.7
	負債比率	75.1%	74.4%	74.5%	77.1%	75.9%
FDIUS	総資産	3,637.3	4,216.3	4,760.6	4,573.1	5,093.5
	負債	3,011.5	3,427.2	3,878.7	3,693.1	4,104.7
	負債比率	82.8%	81.3%	81.5%	80.8%	80.6%

(米国商務省資料より作成)

- USDIA の負債比率は在米親会社、FDIUS 比、格段に低く、自己資金がその分だけ手厚いことから財務コスト面で優位に立っていると言える。また 1999 年以降、負債比率はさらに低下をみており、財務ポジションは一層の改善傾向をたどっている。
- FDIUS の負債比率は米国企業の一般的水準（USDIA 親会社の水準）を 5%ポイント程度上回り、財務コスト面において進出先市場の米国において劣位に置かれているといえる。また 1999 年以降、改善を示しているとはいえペースは USDIA に比して遅く、期間中、両者の格差は拡大している。

以上のように USDIA の負債比率が FDIUS のみならず親会社に比較しても格段に低く、財務コスト面で優位に立っていることをみてきたが、USDIA について社内留保の手厚い財務構造を可能にさせている背景にはどのような事情があるのだろうか。あるいは逆に、FDIUS が脆弱な財務構造を抱える背景にはどのような事情があるのだろうか。この点を次にみてみよう。

USDIA の在外法人にしても FDIUS の在米法人にしても、ある期間中に稼得した利益には、まず進出先の法人税が課せられ、その後の利益すなわち税引き後利益（純利益）については親会社に配当されるか、利益再投資のかたちで当該在外法人・在米法人の手元に利益留保される。すなわち法人税及び親会社への配当は当該子会社の立場からすれば社外流失（キャッシュアウト）であり、残余の部分が当該子会社に自己資金として社内留保されることになる。したがって稼得した利益の社外流失の状況に USDIA と FDIUS の間でどのような相違があるのかを以下、立地先での法人税の支払い状況と利益処分状況の二つに分けて検討してみたい。

### (3) 立地先における法人税額の負担比較

次表は USDIA、FDIUS（ともに銀行は含まれない）がそれぞれの立地先（すなわち USDIA の在外法人にとっては進出先各国、FDIUS にとっては米国）において法人税として徴収された実額と税引き後の純利益（キャピタルロス・ゲインを含む）をまとめたものである。計数はそれぞれ USDIA、FDIUS 全体（持分比例調整前）についてのネットベース（税額については還付分ネット後、純利益については欠損分ネット後）の数値。

表 2-5 USDIA、FDIUS の法人税支払額と税引き後利益（1983-2003 年）

(単位:100万ドル)

	USDIA			FDIUS		
	法人税額	純利益	/	法人税額	純利益	/
1983	30,122	30,600	1.02	6,600	5,584	0.84
1984	33,587	36,747	1.09	8,670	9,605	1.11
1985	33,105	36,634	1.11	8,295	11,234	1.35
1986	24,454	40,779	1.67	7,434	2,458	0.33
1987	27,928	52,246	1.87	9,793	7,820	0.80
1988	30,842	66,399	2.15	10,625	12,049	1.13
1989	33,291	72,142	2.17	9,958	9,286	0.93
1990	31,693	73,254	2.31	10,352	-4,535	-0.43
1991	26,877	65,990	2.46	9,240	-11,018	-1.19
1992	26,686	62,948	2.36	8,271	-21,331	-2.58
1993	24,316	66,570	2.74	8,697	-4,354	-0.50
1994	29,277	81,095	2.77	14,984	8,132	0.54
1995	38,801	108,862	2.81	18,052	15,493	0.86
1996	45,192	118,918	2.63	24,284	24,379	1.00
1997	47,580	140,512	2.95	25,873	40,924	1.62
1998	40,536	134,531	3.31	26,325	33,312	1.27
1999	45,068	162,759	3.61	27,655	26,576	0.96
2000	59,801	199,864	3.34	34,800	34,593	0.99
2001	55,214	177,317	3.21	18,911	-44,894	-2.37
2002	50,916	212,564	4.17	18,166	-54,973	-3.03
2003	60,708	336,153	5.54	26,131	30,580	1.17
累計	795,994	2,276,884	(単純平均) 2.63	333,116	130,920	(単純平均) 0.22

(米国商務省資料より作成)

- 1980 年代前半においては USDIA、FDIUS とともに 1 の法人税の徴収後においてほぼ 1 の純利益を計上していた。
- しかし USDIA は 80 年代後半から法人税 1 の徴収後において 2 前半の純利益を確保し、90 年代はさらに 2 後半の純利益を計上、2003 年には 5 を超えた。
- これに対して FDIUS は 1980 年代前半から基本的には状況に変化はなく、法人税 1 の徴収後においてほぼ 1 の純利益を計上している。
- 1 単位の法人税徴収後に確保される純利益が大きければ大きいほど節税効果が高いということの意味する。USDIA において 1980 年代後半から純利益/法人税比率が上昇し始め、その傾向が 1990 年代に入って一層顕著になったが、それはちょうど海外持株会社の利用が加速化していった時期と軌を一にしている。
- 1983 年以降 2003 年までの累積ベースでみると、期間中、USDIA は 7,960 億ドルの法人税を立地先政府に支払い、純利益として 2 兆 2,769 億ドルを計上したが、これに対して FDIUS は同期間中、3,331 億ドルの法人税を米国政府に支払い、純利益として 1,309 億

ドル（赤字黒字ネットアウトベース）あるいは 2,677 億ドル（赤字を別除したベース）を計上している。

- USDIA では、稼得した税引き前利益の中から法人税の支払により社外流失した比重が極めて小さく、累計で支払った法人税の 2.9 倍の純利益を累計で計上しているのに対して、FDIUS では法人税の支払により社外流失した比重が極めて大きく、税引き後の純利益は支払った法人税額に達していない。FDIUS においては、産業別の収益状況のセクションで後述するように、業績のばらつきが大きく、好調企業（例えば日本の進出自動車）が多額の法人税を米国政府に支払う一方で、不調業種（例えば情報産業分野）が全体の純利益の水準の足を引っ張り、純利益/支払法人税の比率を低くしている事情はあるが、USDIA との間違った比率の違いは基本的には USDIA の海外持株会社所在地における法人税支払額の低さにある。海外持株会社による節税の状況については以下の (5) で触れる。

#### (4) 利益処分状況の比較

次表は 1992-2003 年について USDIA と FDIUS のそれぞれの法人税支払後の利益処分状況をまとめたものである。本項での利益の定義は以下のとおり、利益 = 配当利益 + 利益再投資<sup>7</sup> + 金利支払。したがって前項 (3) の純利益とは内容において全く異なる。またカバレッジにおいても本項の計数は出資持分見合いであり、銀行も含まれる点で前項とベースが異なる。なお表中の「金利支払」は親子間の金利授受をネットアウトした後の子会社による支払額。

表 2-6 USDIA と FDIUS の利益処分状況の比較 (1992-2003 年)

(単位:100 万ドル)

	USDIA					FDIUS				
	利益	配当利益	利益再投資		金利支払	利益	配当利益	利益再投資 <sup>8</sup>		金利支払
			利益再投資	うち評価益				利益再投資	うち評価益	
1992	51,912	34,441	16,287	-7	1,184	317	6,930	-13,389	-1,286	6,775
1993	61,579	28,390	31,492	1,252	1,697	5,250	8,478	-9,317	631	6,090
1994	67,702	31,065	34,718	1,672	1,919	22,621	7,394	7,594	-618	7,633
1995	88,882	31,955	54,470	2,103	2,457	31,418	9,825	13,290	-612	8,303
1996	98,890	37,629	57,885	2,252	3,377	32,132	12,024	12,187	-1,873	7,921
1997	109,407	42,726	64,310	7,307	2,371	45,674	13,606	22,524	2,701	9,545
1998	102,846	41,419	58,651	11,185	2,775	43,441	19,638	12,789	4,415	11,015
1999	118,802	45,492	69,640	12,390	3,670	56,098	17,390	23,155	4,364	15,555
2000	149,240	45,984	99,691	13,180	3,566	68,009	24,744	23,651	6,539	19,614
2001	125,996	42,253	79,668	13,863	4,076	23,401	20,405	-19,697	6,361	22,694
2002	142,933	43,453	94,152	18,095	5,328	49,458	19,575	6,755	9,603	23,128
2003	187,522	40,363	141,106	21,914	6,053	68,657	38,265	12,048	10,118	18,345
累計	1,305,711	465,170	802,070	105,206	38,473	446,476	198,274	91,590	40,343	156,618
シェア	100.0%	35.6%	61.4%	8.1%	2.9%	100.0%	44.4%	20.5%	9.0%	35.0%

(米国商務省資料より作成)

- USDIA は稼得した期間中の累計利益総額 1 兆 3,507 億ドルのうち 8,021 億ドル (61.4%)

<sup>7</sup> 利益再投資 (reinvested earnings) は、未配当利益 (retained earnings) を米国 (外国) 親会社が保有する持分の割合で按分したものである。

<sup>8</sup> 期間利益で赤字を計上した場合や期間利益の金額を超えて配当を実施したような場合には、マイナスの利益再投資として表示される。



を再投資に振り向け、配当に 4,652 億ドル (35.6%)、金利支払に 385 億ドル (2.9%) を充てた。結果として期間中の利益のうちの社外流出したのは 38.5%にとどまる。

- これに対して FDIUS は 同累計利益総額 (4,465 億ドル) のうち 1,983 億ドルを配当 (44.4%)、1,562 億ドルを金利支払 (35.0%) に充て、再投資に 916 億ドル (20.5%) を振り向けた。結果として利益のうち社外流出したのは 79.5%にのぼる。
- 2003 年末における USDIA の 8,021 億ドルの累計利益再投資うち評価益にかかわる利益再投資の累計分 1,053 億ドルを除く残余の 6,968 億ドルの部分は、キャッシュベースの留保利益として USDIA の在外法人にとって無コスト資金と考えられる。ひとつの試算として限界ドル利回りを 5-6%程度におけば、USDIA 在外法人にとっての機会利益は 350-400 億ドルと計算され、これは 2003 年末の USDIA の投資残高 2 兆ドルに対して 1.75%-2%前後に相当する。

USDIA の在外法人による活発な利益再投資は、米国税制が認めている海外所得に対する納税繰延べ措置に誘発されてきているところが大きい。同措置により米国企業の海外子会社所得は当該子会社の手元に留め置かれ、海外で再投資される限り、米国の税金は適用されないこととなる。

2004 年 10 月に成立した米国の雇用促進法 (the American Jobs Creation Act) では、2004 年または 2005 年の何れか米国各企業が選択する 1 年に限って一定要件のもと在外法人から米国親会社に送金した還流額については、一時的に適用税率を通常の 35%から 5.25%に低減する特別措置が定められている。還流の規模の次第によっては USDIA の在外法人の財務コストには若干のネガティブ要因として働くことになる。還流規模がどの程度であったかは未だ判明していないが、その結果には注視の必要がある。

#### 4. 産業分野別の比較

これまで全産業ベースでみてきた USDIA、米国親会社、FDIUS の業態別収益状況について、本節では業種間、業態間に窺われる差異を主要計数の比較を通して概観する。後述のとおり全産業ベースでみれば FDIUS に比べて好調な USDIA も業種間で好不調の違いがみられる。このベースでのデータからは銀行部門が除かれているため、銀行部門については別途の資料に基づき本節末尾で取り上げた。まず全産業についてみておくと、

表 2-7 主要比率比較 (全産業) (2003 年)

	ROA	自己資本比率	売上高利益率	売上高人件費	純利益	総資産
USDIA	4.50%	41.70%	11.60%	10.20%	336,153	7,468,713
米国親会社	2.70%	24.10%	6.50%	17.80%	432,407	15,911,129
FDIUS	0.60%	19.40%	1.40%	14.90%	30,580	5,093,531

(単位:100万ドル)

(米国商務省資料より作成)

- 総資産からみると親会社と USDIA の全産業ベースの事業規模比率は、ほぼ 2 対 1 の関係にある。
- 総資産規模において FDIUS は USDIA の 7 割近くに達するが、利益規模においては 10 分の 1 以下に過ぎない。また経常利益ベース<sup>9</sup>でみても USDIA が 4,054 億ドル、FDIUS が 495 億ドルで、やはり 10 分の 1 程度である。

以下産業ごとに順次みていこう。

<sup>9</sup> 表 2-2 と同様に純利益を法人税引き前とすることにより米国と海外の法人税の水準差をニュートラルにするとともに、キャピタルゲイン(ロス)を組み戻すことにより収益を経常利益ベースにした。また USDIA の米国親会社については USDIA からの収益の二重計上を排除するため子会社からの配当所得を除いてある。

表 2-8 主要比率比較（鉱業・公益事業）(2003 年)

(単位:100万ドル)

		ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
鉱業	USDIA	7.50%	41.80%	20.10%	5.30%	23,073	309,421
	米国親会社	3.20%	45.50%	10.90%	20.50%	6,257	193,645
	FDIUS	1.00%	32.90%	3.00%	23.70%	554	56,816
公益事業	USDIA	2.30%	30.70%	6.00%	5.20%	2,290	98,234
	米国親会社	-0.30%	21.10%	-0.70%	11.40%	-1792	706,655
	FDIUS	0.80%	33.60%	2.00%	7.10%	741	89,932

(米国商務省資料より作成)

- 米国企業による海外資源開発関連事業のスケールを反映して、鉱業の USDIA は総資産からみると米国親会社、FDIUS に比して圧倒的に大きい。
- 公益事業（電力・ガスなどの供給事業）の USDIA、FDIUS は、総資産から見ると米国内事業に比してかなり小さいものとどまっている。
- 英国、カナダ等による電力を中心とする FDIUS（公益事業）は、USDIA（公益事業）との対比では劣位にあるが、米国企業本体による事業がここ数年低調に推移しているのに比べれば安定的である。事業の性格から低い収益率水準での比較ではあるが、ROA や売上高利益率における USDIA と FDIUS の差はかなり大きい。
- なお、上記のほか、USDIA（鉱業）の経常利益は 41,884 百万ドル、同 FDIUS は 778 百万ドル、売上高経常利益率はそれぞれ 36.5%、4.2% であり、両者間の格差は売上高利益率より更に拡大する。USDIA（公益事業）の経常利益は 3,759 百万ドル、同 FDIUS は、1,704 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 9.8%、4.6% となっている。

表 2-9 主要比率比較（全製造業）(2003 年)

(単位:100万ドル)

		ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
	USDIA	5.3%	45.2%	5.1%	10.5%	69,213	1,301,666
	米国親会社	3.9%	32.5%	5.9%	17.6%	177,395	4,602,585
	FDIUS	0.6%	28.6%	0.7%	17.7%	6,046	1,035,133

(米国商務省資料より作成)

- 対象とする業種が多岐にわたっているため、全産業の比率と概ね類似した傾向値を示している。
- なお経常利益ベースでみると、USDIA は 85,201 百万ドル、FDIUS は 15,301 百万ドルで、売上経常利益率はそれぞれ 6.3%、1.8% となる。

製造業は業種が多岐にわたるため、産業ごとの状況を以下具体的にみてみよう。

表 2-10 主要比率比較（食品・飲料タバコ）(2003 年)

(単位:100万ドル)

		ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
食品	USDIA	6.5%	45.0%	5.3%	9.7%	5,441	83,966
	米国親会社	6.5%	34.7%	6.7%	13.9%	17,214	265,423
	FDIUS	-0.2%	19.6%	-0.2%	13.7%	-98	46,672
飲料 タバコ	USDIA	11.8%	55.2%	13.1%	7.0%	6,532	55,210
	米国親会社	10.5%	31.1%	18.8%	16.3%	17,584	167,840
	FDIUS	-4.5%	21.1%	-5.5%	14.3%	-1,236	27,426

(米国商務省資料より作成)

- 食品産業、飲料・タバコ産業とも総資産規模では USDIA と FDIUS の間にさほどの格差はないが、純利益ベースでは USDIA が両産業部門とも大幅黒字を計上しているに対し、

FDIUS は両部門とも赤字を計上している。

- コカコーラなどをはじめとする消費者嗜好品部門における米国企業の内外市場で確立した強さを諸比率がそのままに映し出されていると言えよう。
- なお、USDIA（食品）の経常利益は 7,293 百万ドル、同 FDIUS は 87 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 7.1%、0.2%。USDIA（飲料、タバコ）の経常利益は 7,991 百万ドル、同 FDIUS は 330 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 16.0%、1.5%となっている。

表 2-11 主要比率比較（化学）(2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本比率	売上高利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産	
化学	USDIA	7.6%	50.6%	10.9%	11.0%	28,011	369,757
	米国親会社	5.9%	40.3%	9.6%	19.5%	39,117	664,700
	FDIUS	2.9%	36.9%	4.3%	19.6%	6,899	235,676
うち 薬品	USDIA	10.8%	53.5%	18.1%	11.2%	19,263	178,750
	米国親会社	8.3%	47.2%	14.7%	20.4%	27,986	335,650
	FDIUS	2.6%	36.1%	3.9%	24.7%	2,937	112,631
洗剤、 石鹼、 化粧品	USDIA	9.5%	36.2%	9.7%	11.9%	3,196	33,539
	米国親会社	9.9%	44.0%	13.1%	16.2%	7,178	72,890
	FDIUS	10.1%	45.0%	25.2%	15.7%	4,568	45,057

(米国商務省資料より作成)

- USDIA、親会社ともに化学産業全体としては他の製造業に比べて高収益分野である。
- 特に薬品分野では USDIA、親会社とも収益力は極めて高いが、わけても USDIA は収益率を含め諸比率で親会社を凌駕する。
- 化学のうち洗剤、石鹼等の家庭用製品の分野は、FDIUS が ROA、売上高利益率双方において USDIA、米国親会社を上回っている。これはキャピタルゲイン 2,608 百万ドルが FDIUS に含まれていることによるが、売上高経常利益率でも後述のとおり、FDIUS は USDIA を凌駕している。フランス、ドイツ等が主たる進出国であり、この分野は自動車と並び FDIUS のパフォーマンスが USDIA のそれを上回る数少ない業種のひとつである。
- USDIA（化学）の経常利益は 31,846 百万ドル、同 FDIUS は 7,220 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 12.4%、4.5%となっている。
- USDIA（薬品）の経常利益は 21,718 百万ドル、同 FDIUS は 5,639 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 20.4%、7.5%である。売上高人件費率では USDIA が FDIUS の半分以下の水準にある一方、FDIUS の同比率は米国親会社の同比率をも上回っている点が注目される。医薬品分野において米国市場でのプレゼンス確保の必要性が外国企業のコストアップ要因に繋がっている典型例といえる。
- USDIA（洗剤、石鹼、化粧品等）の経常利益は 3,562 百万ドル、同 FDIUS は 2,203 百万ドル、売上高経常利益率はそれぞれ 10.8%、12.1%となっている。

表 2-12 主要比率比較（金属）(2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本比率	売上高利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	3.7%	49.6%	5.5%	17.0%	8,036	70,165
米国親会社	2.9%	34.3%	3.2%	23.1%	4,464	153,861
FDIUS	-1.4%	26.8%	-1.3%	19.9%	-609	44,551

(米国商務省資料より作成)

- 2000 年以降不振が続いている FDIUS（金属）に対して USDIA（金属）の業績は堅調に推移している。
- 経常利益ベースでみると、USDIA(金属)は 3,132 百万ドル、同 FDIUS は 389 百万ドルであり、売上高経常利益率はそれぞれ 2.1%、0.8%となっている。

表 2-13 主要比率比較 (一般機械・輸送機械) (2003 年)

(単位:100万ドル)

		ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
一般 機械	USDIA	5.0%	49.5%	4.9%	16.9%	3,305	66,266
	米国親会社	3.1%	25.7%	8.3%	20.4%	20,216	651,491
	FDIUS	-0.3%	38.4%	-0.4%	26.0%	-278	99,454
自動車 含パー ツ	USDIA	1.4%	29.1%	1.0%	10.9%	2,730	192,194
	米国親会社	0.9%	9.5%	1.6%	12.6%	8,468	983,600
	FDIUS	1.6%	18.7%	1.8%	11.4%	3,251	205,620

(米国商務省資料より作成)

- FDIUS (一般機械) は従来から不調を続けていたのに対して USDIA は好調を維持しており、2003 年の USDIA (一般機械) の経常利益は 3,914 百万ドル、同 FDIUS は -144 百万ドルとなっている。
- FDIUS (自動車) は米国市場における事業規模と良好な業績を窺わせており、総資産で米国親会社の 20%、純利益で同 38% を占めている。また FDIUS (自動車) は総資産規模、純利益規模で USDIA (自動車) を凌駕している。前出の家庭化学用品と並んで FDIUS の数少ない (現在のところ) 成功分野のひとつとなっている。
- 自動車産業は USDIA、米国親会社とも収益状況を示す指標は芳しくなく、ROA、売上高利益率ともに FDIUS に劣後している。
- FDIUS (自動車) の好業績は日本によるもので、FDIUS の純利益 3,251 百万ドルのうち 2,014 百万ドル (全体の 62%) は進出日本企業による。日本企業にかかわる総資産残高は開示されていないため日本企業分の ROA は確認できない。ただし日本の売上高 (64,346 百万ドル、ちなみにこれは FDIUS 自動車全体の売上高 146,384 百万ドルの 44% にあたる) が開示されているので日本企業の売上高利益率は 3.1% と算出される。これは USDIA (1.0%)、米国親会社 (1.6%) に比べて相当に高い水準といえる。一方、FDIUS から日本企業のを除いた場合の売上高利益率は 1.5% と米国親会社並の水準に下がる。
- なお、USDIA (自動車及び部品) の経常利益は 3,077 百万ドル、同 FDIUS は 3,588 百万ドル、売上高経常利益率 (自動車及び部品) は USDIA が 1.1%、FDIUS が 2.0% となっている。
- 米国親会社の自己資本比率の水準は著しく低い。1985 年末においては 25.1% と平均的な水準にあったものが、1995 年には 15.1% に低下、以後、2000 年 (14.2%)、2001 年 (10.9%)、2002 年 (6.8%) と更に下がった後、2003 年に 9.5% となっているもの。

表 2-14 主要指標比較 (コンピューター及び電子機器) (2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	4.8%	45.7%	3.8%	7.8%	7,888	165,132
米国親会社	1.2%	57.0%	2.0%	23.6%	6,121	501,432
FDIUS	-4.6%	26.7%	-4.6%	19.8%	-4,221	92,661

(米国商務省資料より作成)

- IT バブルが崩壊して以降 2001-2003 年の間、FDIUS は不振を続けている。当部門が立ち直りをみせ始めるのは 2004 年に入ってからである。
- USDIA 及びその親会社の収益力と FDIUS の収益力との間には大きな格差があるが、USDIA の売上人件費率と親会社のそれとの間の格差も顕著である。アイルランドなどへの戦略的立地シフトがこの分野での USDIA の収益力を強化しているとみられる。

表 2-15 主要指標比較 (卸売業) (2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本比率	売上高利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	6.8%	39.5%	4.6%	5.5%	33,706	499,072
米国親会社	5.0%	36.9%	3.4%	8.1%	21,029	418,287
FDIUS	3.7%	33.5%	2.6%	5.8%	16,711	453,529

(米国商務省資料より作成)

- 他の産業分野に比べて USDIA、米国親会社及び FDIUS の三業態間での指標格差が比較的小さいが、それでも FDIUS が USDIA に比べて ROA、売上高利益率において劣後しているのは、以下のとおり石油、石油製品以外の商品(産業用機器、自動車、その他耐久消費財、電気製品、その他消費財等)での収益力格差に起因している。石油、石油製品以外の商品分野における両者の主要指標は以下のとおり。なお米国親会社については必要な内訳データが開示されていない。

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本比率	売上高利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	7.1%	41.0%	5.3%	6.6%	31,990	450,470
FDIUS	2.7%	32.2%	1.9%	7.5%	8,354	305,054

(米国商務省資料より作成)

- USDIA (卸売業) の経常利益は 35,452 百万ドル、同 FDIUS は 17,691 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 4.8%、2.8% である。

表 2-16 主要指標比較 (情報産業) (2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本比率	売上高利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
情報産業	USDIA	1.0%	27.6%	1.6%	1,575	156,522
	米国親会社	5.0%	45.0%	12.8%	69,176	1,384,250
	FDIUS	-1.5%	39.2%	-5.0%	-4,076	265,832
うち通信 及び放送	USDIA	-5.6%	6.0%	-12.8%	-4,086	72,388
	米国親会社	5.0%	41.8%	13.4%	46,606	939,673
	FDIUS	-6.2%	33.3%	-18.9%	-3,668	59,317
その他	USDIA	6.7%	46.2%	8.4%	5,661	84,134
	米国親会社	5.0%	51.6%	11.7%	22,570	444,577
	FDIUS	-0.2%	40.9%	-0.7%	-408	206,515

(米国商務省資料より作成)

- 情報産業には、通信(電話、インターネット等)、放送、出版(ソフトウェア等)、映画、レコードなどが含まれるが、通信・放送部門とその他の部門とではパフォーマンスに大きな相違がある。
- 通信及び放送部門の USDIA は海外市場での通信電話事業の失敗が全体の足を大きく引っ張り、2003 年に ROA、売上高利益率ともに米国本社のパフォーマンスに大きく劣後した。USDIA の自己資本比率は異例に低い。
- 通信・放送分野を除いた部門の USDIA は好調で通信分野とは好対照をなしている。
- これに対して FDIUS は通信部門(電話事業分野での失敗)だけでなくその他の事業部門でも赤字を計上、全体としても大幅な欠損となっている。
- USDIA (情報産業) の経常利益は 4,906 百万ドル、同 FDIUS は -323 百万ドル。売上高経常利益率はそれぞれ 5.0%、-0.4% である。また、USDIA (通信及び放送) の経常利益は -2,959 百万ドル、同 FDIUS は -2,235 百万ドル、USDIA (その他の情報産業) の経常収益は 7,865 百万ドル、同 FDIUS は 1,912 百万ドルで、売上高経常利益率はそれぞれ 11.7%、3.3% となっている。

表 2-17 主要指標比較 (銀行を除く金融及び保険) (2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	1.4%	21.2%	17.5%	10.5%	40,141	2,813,684
米国親会社	1.2%	10.9%	10.6%	15.4%	90,038	7,311,031
FDIUS	0.2%	6.3%	3.9%	19.0%	6,328	2,710,029

(米国商務省資料より作成)

- 「銀行を除く金融及び保険」部門には、証券会社、消費者金融、投資ファンド、銀行以外の金融仲介、生命保険、損害保険等が含まれる。
- 資産をベースとする事業を反映して ROA 自体の水準は他産業比低位の水準にある。
- 総資産において USDIA、FDIUS はほぼ同規模であるが、株主資本の規模 (表中には示していないが) においては USDIA の 5,972 億ドルに対して FDIUS は 1,717 億ドルにとどまり、両者間の格差が大きい。
- USDIA (銀行を除く金融及び保険) の経常利益は 37,025 百万ドル、同 FDIUS は 6,262 百万ドル。売上経常利益率はそれぞれ 16.1%、3.9%。

表 2-18 主要指標比較 (専門的、技術的サービス等) (2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	4.3%	34.3%	7.3%	28.8%	6,613	152,724
米国親会社	8.8%	46.6%	11.6%	37.4%	22,505	255,720
FDIUS	1.0%	44.9%	1.2%	26.7%	609	62,246

(米国商務省資料より作成)

- 「専門的、技術的サービス等」には、コンピューター・システムデザイン、エンジニアリング、コンサルティング、マーケティング (宣伝等) などが含まれる。アメリカ市場において最も発展を見せている先端的なビジネス部門といえる。
- そうした事情を反映して米国本土における親会社本体の収益力は USDIA のパフォーマンスをはるかに凌駕している。
- FDIUS (専門的、技術的サービス等) の売上高利益率は USDIA (同部門)、米国親会社 (同部門) に比べて極端に低い。経常利益は USDIA 7,160 百万ドル、FDIUS 3,607 百万ドル、売上高経常利益率はそれぞれ 7.9%、7.1% であり、USDIA、FDIUS 間の格差は縮小する。これは、米国家人税の支払額が大きかったことが純利益の水準を押し下げていたことによる。

表 2-19 主要指標比較 (その他の産業) (2003 年)

(単位:100万ドル)

	ROA	自己資本 比率	売上高 利益率	売上高 人件費率	純利益	総資産
USDIA	7.5%	69.0%	63.1%	16.0%	159,543	2,137,370
米国親会社	4.6%	39.4%	4.3%	21.5%	47,781	1,038,955
FDIUS	0.9%	45.0%	1.4%	21.9%	3,668	420,015

(米国商務省資料より作成)

- 米国商務省資料では「その他の産業」に含まれる具体的業種が USDIA・米国親会社と FDIUS とでは若干異なる。
- USDIA・米国親会社ベースの「その他の産業」には、農業、林業、建設、小売業、交通、不動産、レンタル、リース、ホテル、レストラン、非銀行の会社の管理会社 (持株会社はこの範疇に属する) 廃棄物処理など多岐にわたる産業が含まれている。
- これに対して FDIUS の「その他の産業」には、上記産業のうち小売業、レンタル、リースが含まれていない。その一方で FDIUS の「その他の産業」には、鉱業や公益事業

が含まれている。

- 本表では FDIUS を USDIA・米国親会社のベースにそろえるために必要な調整を加えた。
- USDIA の指標が ROA、自己資本比率、売上利益率、純利益の規模などすべての項目において他の二業態とは全く異なる飛び離れた数値を示しているのは、USDIA 収益において極めて大きなウエイトを占め、かつその事業機能が出資という極めて特殊な海外持株会社が「その他の産業」に含まれていることによるものである。海外持株会社については次節においてまとめて検討を加える。

本節の冒頭で述べたように銀行部門については上記ベースでのデータではカバーされていない。銀行部門の収益状況も含めて産業部門ごとの収益状況を見るために、以下は取得原価ベースの直接投資残高に対する利益（withholding tax 控除後）のリターン率の切り口から USDIA と FDIUS の産業別収益率を概観してみた。

表 2-20 産業部門別の収益率比較 (2001-2004 年)

		2001	2002	2003	2004	4年間平均
全産業	USDIA	7.9%	8.1%	10.1%	10.9%	9.3%
	FDIUS	0.3%	2.6%	4.3%	6.3%	3.4%
鉱業	USDIA	12.2%	11.1%	13.3%	17.9%	13.6%
	FDIUS	0.1%	0.3%	4.5%	9.4%	3.6%
公益事業（電力・ガス事業等）	USDIA	8.7%	8.1%	8.5%	10.2%	8.9%
	FDIUS	3.3%	3.2%	4.7%	3.4%	3.7%
製造業	USDIA	8.2%	7.9%	10.1%	12.0%	9.6%
	FDIUS	0.9%	4.0%	4.6%	7.3%	4.2%
内 食品	USDIA	11.6%	12.8%	14.6%	12.9%	13.0%
	FDIUS	3.3%	4.9%	0.0%	9.7%	4.5%
化学	USDIA	9.2%	10.7%	12.1%	13.5%	11.4%
	FDIUS	1.6%	6.4%	6.6%	6.3%	5.2%
金属	USDIA	6.5%	5.4%	8.0%	10.6%	7.6%
	FDIUS	-1.2%	0.0%	2.9%	12.8%	3.6%
一般機械	USDIA	6.6%	10.7%	11.3%	12.6%	10.3%
	FDIUS	-2.6%	1.2%	-1.2%	2.9%	0.1%
コンピューター等	USDIA	7.3%	2.8%	9.2%	10.9%	7.6%
	FDIUS	-7.6%	-5.4%	-0.6%	5.6%	-2.0%
電気機器	USDIA	6.8%	5.3%	5.7%	11.5%	7.3%
	FDIUS	5.0%	9.6%	-0.2%	5.9%	5.1%
輸送機械	USDIA	4.8%	2.3%	5.0%	9.4%	5.4%
	FDIUS	3.2%	6.6%	7.3%	8.0%	6.3%
内 自動車	USDIA	2.3%	-3.2%	-1.2%	7.3%	1.3%
	FDIUS	3.9%	7.4%	8.7%	10.8%	7.7%
卸売業	USDIA	13.3%	11.9%	16.1%	18.7%	15.0%
	FDIUS	5.3%	6.3%	8.7%	11.3%	7.9%
情報産業	USDIA	-6.5%	3.1%	13.7%	17.2%	6.9%
	FDIUS	-9.1%	-2.7%	2.1%	4.9%	-1.2%
銀行	USDIA	4.9%	2.4%	4.3%	5.0%	4.2%
	FDIUS	3.0%	2.8%	2.6%	4.4%	3.2%
金融（銀行を除く）及び保険	USDIA	4.0%	5.6%	7.0%	7.8%	4.7%
	FDIUS	-0.8%	-2.0%	4.3%	4.4%	1.5%
専門的、技術的サービス等	USDIA	5.2%	6.8%	11.3%	14.9%	9.6%
	FDIUS	-0.8%	-0.7%	-0.1%	7.1%	1.4%
その他の産業	USDIA	9.6%	9.2%	10.2%	9.4%	9.6%
	FDIUS	1.6%	2.2%	2.2%	3.2%	2.3%
内 管理会社 (持株会社を含む)	USDIA	10.3%	9.8%	10.7%	9.4%	10.1%
	FDIUS	-3.6%	-1.5%	0.0%	-0.2%	-1.3%

(米国商務省資料より作成)

銀行以外の産業分野についてはROAなどの指標を通じて既に窺われてきたところと基本的に異なることはないが、2004年にそれまでのトレンドから大きな変化をみせた結果、USDIA、FDIUSの利益率のギャップに変化がみられ始めた業種もある。この点は第3章で取り上げる。ここでのコメントはこれまで触れてこなかった銀行部門を中心とする。

- USDIA、FDIUSともに銀行部門の収益率は全産業平均に比べて恒常的に低位に推移している。すなわち銀行部門は双方にとって高収益の稼得部門ではない。
- 同部門の収益絶対額もあまり大きいものではない。2004年でみればUSDIAの3,247百万ドルは全体収益の1.6%に過ぎず、同FDIUSの4,619百万ドルも5.0%にとどまる。
- 銀行部門のUSDIAとFDIUSの収益率の乖離幅は、他産業における同乖離幅と比べて相対的に小さいものにとどまっている。すなわち銀行部門についてはUSDIA、FDIUS間のパフォーマンスに優劣の差があまりないと言える。

## 5. 海外持株会社

USDIAにおいて大きな存在になっている海外持株会社について本節でまとめた。

### (1) 海外持株会社利用の活発化

海外持株会社は1999年以降、「その他の産業」に分類されているが、1998年以前には「金融（除く銀行）及び保険ならびに不動産」部門に区分計上されていた。同部門は本来的には証券、保険などをコアとする産業分野であり、このコア分野自体の投資の伸びも高かったものと推測されることから「金融（除く銀行）及び保険ならびに不動産」部門の急増イコール海外持株会社の急増とは直ちにはいえない。産業区分したベースでの1998年以前の投資残高データが確認できないため、次表では、投資残高に代えて「非銀行部門の在外法人のうち米国の株主が過半数を支配している在外法人」(majority-owned non-bank foreign affiliates of US companies)の総資産、株主資本、純利益それぞれに占める海外持株会社のシェアをみることにより1980年代以降2003年までの海外持株子会社の活用状況をたどってみた。

表 2-21 海外持株会社の総資産、株主資本、純利益 (1983-2003年)

(単位:10億ドル)

	majority-owned non-bank foreign affiliates			内 海外持株会社分			海外持株会社のシェア		
	総資産	株主資本	純利益	総資産	株主資本	純利益	総資産	株主資本	純利益
1983	585.2	233.1	30.6	29.8	23.6	(D)	5.1%	10.1%	(D)
1984	597.4	244.0	36.7	32.2	26.2	3.0	5.4%	10.7%	8.2%
1985	655.6	264.3	36.6	38.8	30.8	3.5	5.9%	11.7%	9.6%
1986	728.1	296.9	40.8	46.5	36.0	4.5	6.4%	13.6%	11.0%
1987	860.8	353.4	54.2	51.3	41.1	6.3	6.0%	11.6%	11.6%
1988	950.6	368.4	66.4	59.6	48.6	10.3	6.3%	13.2%	15.5%
1989	1,080.2	407.1	72.1	81.9	64.1	10.6	7.6%	15.7%	14.7%
1990	1,275.0	465.2	73.3	103.0	76.4	11.3	8.1%	16.4%	15.4%
1991	1,375.8	507.0	66.0	110.8	83.9	10.3	8.1%	16.5%	15.6%
1992	1,474.1	539.9	62.9	123.7	94.9	12.0	8.4%	17.6%	19.1%
1993	1,738.0	589.5	66.6	143.8	111.5	11.0	8.3%	18.9%	16.5%
1994	2,022.7	682.7	81.1	164.8	128.1	15.3	8.1%	18.8%	18.9%
1995	2,420.1	795.8	108.7	186.9	143.4	19.0	7.7%	18.0%	17.5%
1996	2,657.8	920.1	118.9	232.2	176.4	21.9	8.7%	19.2%	18.4%
1997	2,952.0	1,025.4	140.5	270.2	205.7	28.2	9.2%	20.1%	20.1%
1998	3,389.8	1,192.6	134.5	363.2	260.5	37.0	10.7%	21.8%	27.5%
1999	4,056.4	1,447.5	162.8	564.9	382.1	45.4	13.9%	26.4%	27.9%
2000	4,745.3	1,813.3	199.9	815.4	587.0	51.5	17.2%	32.4%	25.8%
2001	5,254.5	2,065.9	177.3	1,026.8	762.4	79.0	19.5%	36.9%	44.6%
2002	6,126.2	2,491.9	212.6	1,396.9	1,044.4	103.9	22.8%	41.9%	48.9%
2003	7,468.7	3,113.9	336.2	1,837.1	1,364.0	151.3	24.6%	43.8%	45.0%

(米国商務省資料より作成)



- ▶ 海外持株会社の USDIA 全体に占めるウエイトは 1980 年代後半から徐々に高まり始めたが、1998-1999 年あたりから増勢を強めている。
- ▶ 海外持株会社分を除いた USDIA の株主資本が、期間中、2095 億ドルから 1 兆 7,499 億ドルへと年率 10.6%の伸びを示したのに対して、海外持株会社の株主資本は、期間中、236 億ドルから 1 兆 3,640 億ドルへと年率 21.3%と 2 倍以上のスピードで累増を続けてきている。この結果、海外持株会社の株主資本全体に占める割合は、2003 年では 43.8%にまで達している。
- ▶ 同じく海外持株会者の純利益の全体に占める割合は、2003 年で 45.0%、2002 年では 48.9%ときわめて高くなっている。
- ▶ 持株会社の事業特性から収益、株主資本が全体に占めるウエイトほどには総資産の全体に占めるシェアは高くないが、それでも 1990 年代前半までの 7-8%台の水準から最近では 25%近くにまでウエイトを増してきている。

このように、海外持株会社のバランスシートの太宗を構成するのは、有形資産を保有し、売上などが立つ通常の事業会社とは異なって、株主資本とそれに対応する他の在外法人への出資である。

## (2) 海外持株会社の主要比率

以下は、これまでに概観してきた USDIA の諸計数について、海外持株会社分とその他の USDIA 分けて比較したものである。

表 2-22 海外持株会社の総資産利益率 (1999-2003 年)

(単位:10億ドル)

		1999	2000	2001	2002	2003
USDIA 海外持株会社	総資産	567.9	835.2	1051.3	1444.4	1859.6
	純利益	48.1	53.4	80.6	107.4	154.0
	ROA	8.5%	6.4%	7.7%	7.4%	8.3%
USDIA (除く 海外持株会社)	総資産	4,063.9	4,514.9	4,833.1	5,358.0	6,334.6
	純利益	133.8	168.7	112.0	121.3	278.4
	ROA	3.3%	3.7%	2.3%	2.3%	4.4%

(米国商務省資料より作成)

海外持株会社の期間中の平均 ROA は、7.7%と際立って高い。これは持株会社の保有資産の太宗は孫会社に対する出資であり、他の一般事業会社とは異なって工場、設備機械、在庫などの有形資産を保有しないことから、持株会社の ROA はほぼ ROE (return on equity) に近く、ROA 水準は高く当然といえよう。

同様に自己資本比率についても USDIA の海外持株会社とその他の USDIA との対比で見ると次表のとおりとなっている。

表 2-23 海外持株会社の自己資本比率 (1999-2003 年)

(単位:10億ドル)

		1999	2000	2001	2002	2003
USDIA 海外持株会社	総資産	564.9	815.4	1,026.8	1,396.9	1,837.1
	株主資本	382.1	587.0	762.4	1,044.4	1,364.0
	自己資本比率	67.6%	72.0%	74.3%	74.8%	74.3%
USDIA (除く 海外持株会社)	総資産	3,491.5	3,929.9	4,227.7	4,729.3	5,631.6
	株主資本	1,065.3	1,226.3	1,303.4	1,447.4	1,749.9
	自己資本比率	30.5%	31.2%	30.8%	30.6%	31.1%

(米国商務省資料より作成)

海外持株会はその事業目的からみて当然に自己資本比率は高い。親会社からの直接投資として投入された資本をベースに孫会社に投資し、これら投資残が海外持株会社の資産の大部分を構成している姿を示している。また期間中の海外持株会社の株主資本の年間平均伸び率 37.5%は、総資産の同伸び率 34.3%を上回る。

次表は 2001 - 2004 年の産業部門ごとの利益 (withholding tax 控除後) を掲げたものである。

表 2-24 産業部門別利益 (2001-2004 年)

(単位:100 万ドル)

	2001	2002	2003	2004
全産業	110,029	124,940	171,229	209,338
鉱業	9,262	8,915	11,274	16,905
公益事業 (電力・ガス事業等)	2,068	2,095	2,054	2,086
製造業	27,603	26,411	35,981	48,328
内 食品	2,597	2,604	3,137	3,227
化学	7,161	8,632	10,857	13,792
金属	1,422	1,158	1,718	2,578
一般機械	1,313	1,926	2,221	2,873
コンピューター等	4,335	1,519	4,623	5,985
電気機器	669	509	591	1,348
輸送機械	2,148	1,190	2,335	4,523
内 自動車	531	-588	-240	1,419
卸売業	13,706	13,382	18,759	24,145
情報産業	-3,084	1,320	6,224	9,078
銀行	2,343	1,347	2,528	3,247
金融 (銀行を除く) 及び保険	9,224	14,585	21,356	27,329
専門的、技術的サービス等	1,741	2,219	3,730	5,775
その他の産業	47,166	54,666	69,322	72,447
内 持株会社	41,483	48,277	60,795	61,473

(米国商務省資料より作成)

持株会社の収益の全体に占める割合は、期中平均して 34% に上り、製造業全体の期中平均シェア 22% を大きく上回る。

### (3) 海外持株会社の主要設置先

海外持株会社は、親会社と在外 affiliates との間であって、経営、戦略、リスク、物流、人的資源などを地域的に統合して管理を行い、グループ企業全体としての実効税率の極小化や財務の効率化などを機動的に達成するために多国籍企業などにより積極的に利用されている。1990 年後半以降 USDIA におけるその存在はますます大きくなってきているが、そうした動きに大きく弾みをつけている背景として、最近特に活発化している米国企業による欧州企業の買収案件における海外持株会社の活用が指摘されている。2004 年末の海外持株会社への投資残高 (取得原価ベース) を設置先国別に次表に掲げた。

表 2-25 海外持株会社の設置先国別の投資残高 (2004 年)

(投資残高:10億ドル)

	全産業		内 海外持株会社		
	投資残高	対全地域 シェア	投資残高	対全地域 シェア	自国内 シェア
全地域	2,064.0	100.0%	711.8	100.0%	100.0%
カナダ	216.6	10.5%	29.6	4.2%	13.7%
欧州	1,089.9	52.8%	429.5	60.3%	39.4%
ルクセンブルグ	74.9	3.6%	63.9	9.0%	85.3%
オランダ	201.9	9.8%	127.9	18.0%	63.3%
スペイン	45.2	2.2%	21.9	3.1%	48.5%
スウェーデン	36.4	1.8%	27.2	3.8%	74.7%
スイス	100.7	4.9%	67.9	9.5%	22.4%
英国	302.5	14.7%	68.7	9.7%	22.7%
中南米	325.9	15.8%	113.0	15.9%	34.7%
パーミューダ	91.3	4.4%	34.1	4.8%	37.3%
英領カリブ	63.1	3.1%	45.4	6.4%	71.9%
アフリカ	22.2	1.1%	2.5	0.4%	11.3%
中近東	19.2	0.9%	3.6	0.5%	19.0%
アジア・太平洋	390.1	18.9%	133.6	18.8%	34.3%
香港	43.7	2.1%	12.6	1.8%	28.8%
シンガポール	56.9	2.8%	(D)	(D)	(D)

注: (D) は機密のため開示なし。

(米国商務省資料より作成)

- ▶ 海外持株会社はオランダ、ルクセンブルグ、スイス、英国などの欧州諸国を中心に設置され、同地域のシェアは 60% にのぼる。
- ▶ 各国における USDIA による投資残高全体に占める持株会社の比率は、ルクセンブルグでは 85%、オランダで 63%、スウェーデンで 75%、英領カリブ諸島で 72% にのぼる。
- ▶ データは開示されていないが、持株会社を介在させたとみられる米国企業によるオーストラリアでの最近の大型買収案件を背景に、アジア・太平洋のシェアは、従来、海外持株会社の伝統的な設置地域である中南米を上回っている。

#### (4) 親会社の産業区分による持株会社の業種振り分け

直接投資に関する商務省の基本データは、米国の投資親会社から直接に投資を受け入れた法人の業種によって産業区分され作成されている (industry by affiliate)。したがって、例えば米国の電子機器の製造企業がある外国の消費者金融の事業会社を買収し、直接の親会社になった場合には、当該直接投資の業種区分は、「金融（銀行を除く）及び保険」部門になる。その買収にあたり米国企業がいったん海外持株会社に資本投入し、持株会社を経由して買収をした場合には、当該直接投資は海外持株会社（したがって「その他の産業」）への投資ということで業種区分される。このため米国企業の国際事業展開における他の産業分野への進出（国際事業の多角化）や USDIA における海外持株会社の利用の活発化によって、基本データだけでは対外直接投資を実際に展開している企業がどの産業分野に属しているのかが分かりにくくなっている。

こうした事情から商務省では USDIA を affiliate の業種区分によって捉えた資料に加えて、親会社の産業区分 (industry by parent) による資料を一部データについて作成するようにな

った。次表は2004年末のUSDIA残高(取得原価ベース)について、現地 affiliates の業種区分と米国親会社の業種区分それぞれに基づき、直接投資残高(取得原価ベース)を対比したものである。海外持株会社である現地の affiliates は、下表中央の業種区分欄では「その他の産業」に分類され、右側の欄の業種区分欄では海外持株会社の親会社のそれぞれの業種区分に応じて振り分けられて分類されている。

表 2-26 親会社の産業区分による直接投資残高の内訳 (2004 年)

(単位:10 億ドル)

	現地 affiliates の業種区分		米国親会社の業種区分	
	投資残高	シェア	投資残高	シェア
全産業	2,064.0	100.0%	2,064.0	100.0%
鉱業	101.5	4.9%	52.9	2.6%
公益事業(電気事業、ガス事業等)	19.0	0.9%	42.0	2.0%
製造業	428.2	20.7%	1,228.8	59.5%
内				
食品	26.0	1.3%	59.5	2.9%
化学	107.9	5.2%	307.0	14.9%
金属	26.3	1.3%	43.5	2.1%
一般機械	24.5	1.2%	143.2	6.9%
コンピューター等	58.6	2.8%	154.8	7.5%
電気機器	12.4	0.6%	16.2	0.8%
輸送機械	48.4	2.3%	155.5	7.5%
卸売業	136.9	6.6%	62.9	3.0%
情報産業	56.4	2.7%	82.4	4.0%
銀行	68.1	3.3%	73.5	3.6%
金融(銀行を除く)及び保険	371.0	18.0%	287.1	13.9%
専門サービス	42.1	2.0%	76.1	3.7%
その他の産業	840.8	40.7%	158.3	7.7%

(米国商務省資料より作成)

- affiliates による業種区分では 8,408 億ドル(全体の 40.7%)と最大の投資カテゴリーであった「その他の産業」(海外持株会社が分類されているカテゴリー)は、親会社による業種区分では 1,583 億ドル(7.7%)へと著しく減少する。
- affiliates による業種区分では 1,369 億ドル(6.6%)であった卸売業は、親会社による業種区分では 629 億ドル(3.0%)に減少する。
- affiliates による業種区分では 3,710 億ドル(18.0%)であった「金融(銀行を除く)及び保険」は、親会社による業種区分では 2,871 億ドル(13.9%)に減少する。
- 上記の変化がみられる一方で、affiliates による業種区分では 4,282 億ドル(20.7%)であった製造業は、親会社による業種区分では 1 兆 2,288 億ドルと激増、全産業の 59.5%を占めている。これらのことから製造業について以下のような動きを窺うことができる。
  - 製造業が積極的に海外持株会社を利用している。
  - 製造業企業が親会社である自社製品の販売現地法人(affiliates による業種区分では卸売業に分類される)への投資が、親会社による業種区分では、製造業として分類されている。こうした変化を特に顕著に示しているのが、輸送機械部門で、affiliates から親会社による業種への区分変更により、投資残高は 484 億ドル(2.3%)から 1,555 億ドル(7.5%)へと3倍以上となっている。
  - 製造業企業による異業種への進出(affiliates の業種区分で「金融(銀行を除く)及び保険」に分類されるような事業)が展開されている。
  - 銀行部門の投資残高については、affiliates による業種区分(681 億ドル)よりも親会社による業種区分の方(735 億ドル)が大きいのは、銀行が affiliates を通じて「金融

(銀行を除く)及び保険」部門へ進出している投資残高が他業種から銀行部門に進出している投資残高を上回っているためとみられる。

同様の観点から次表では収益額及び収益率について affiliates、親会社それぞれの産業区分に基づいて対比を行った。

表 2-27 親会社の産業区分による直接投資収益の内訳 (2004 年)

(単位:100 万ドル)

	現地 affiliates の業種区分			米国親会社の業種区分		
	投資 収益	シェア	収益率	投資 収益	シェア	収益率
全産業	209,338	100.0%	10.9%	209,338	100.0%	10.9%
鉱業	16,905	8.1%	17.9%	7,471	3.6%	15.2%
公益事業(電気事業、ガス事業等)	2,086	1.0%	10.2%	3,903	1.9%	9.0%
製造業	48,328	23.1%	12.0%	129,059	61.7%	11.2%
内 食品	3,227	1.5%	12.9%	5,858	2.8%	10.4%
化学	13,792	6.6%	13.5%	32,961	15.8%	11.5%
金属	2,578	1.2%	10.6%	3,873	1.9%	10.0%
一般機械	2,873	1.4%	12.6%	10,921	5.2%	8.5%
コンピューター等	5,985	2.9%	10.9%	15,324	7.3%	10.5%
電気機器	1,348	0.6%	11.5%	1,383	0.7%	8.9%
輸送機械	4,523	2.2%	9.4%	11,655	5.6%	7.8%
卸売業	24,145	11.5%	18.7%	8,056	3.9%	13.9%
情報産業	9,078	4.3%	17.2%	11,856	5.7%	15.1%
銀行	3,247	1.6%	5.0%	5,880	2.8%	8.7%
金融(銀行を除く)及び保険	27,329	13.1%	7.8%	19,081	9.1%	7.2%
専門サービス	5,775	2.8%	14.9%	9,614	4.6%	13.9%
その他の産業	72,447	34.6%	9.4%	14,419	6.9%	9.8%
内 持株会社	60,665	29.0%	9.4%	n.a.	n.a.	n.a.

(米国商務省資料より作成)

- 海外持株会社が親会社の業種により区分(上表右欄)されることにより「その他の産業」のシェアは affiliates ベース区分(同左欄)の 34.6%から 6.9%に著減。同部門の収益率はほぼ不変。
- 全製造業の収益シェアは左欄の 23.1%から右欄では 61.7%に著増。いずれの業種もシェアを増加させているが、特に顕著なのは、化学(6.6%から 15.8%)、一般機械(1.4%から 5.2%)、コンピューター・電子機器(2.9%から 7.3%)、輸送機械(2.2%から 5.6%)。
- 他の業種分野からの参入が多いとみられる「金融(銀行を除く)及び保険」の収益シェアは、13.1%から 9.1%に減少。
- 一方、収益率の変化をみると目立った変化は、一般機械が左欄で 12.6%であったものが右欄では 8.5%へと大幅な減少を見せている。左欄において低収益部門であった金融部門(銀行及びその他金融)に異業種進出していた事業が右欄においては一般機械に区分されたことによるものとみられる。
- 銀行部門の収益率は左欄において 5.0%と産業部門別に最も低い水準にあったものが右欄では 8.7%に上昇し、「金融(銀行を除く)及び保険」の 7.2%を上回っている。銀行が後者の金融事業分野に進出し、その事業が比較的良好なパフォーマンスをあげているようなケースを背後に窺わせる。「金融(銀行を除く)及び保険」の収益率が左欄の 7.8%から 7.2%に低下していることとも平仄が合う。

(5) 海外持株会社の「法人税」対「純利益」比率

上記 (3) 「立地先における法人税額の負担比較」でみたように USDIA が立地先の政府に支払った法人税額に対する純利益の比率は、1990 年以降とみに上昇し、2003 年では 1 の法人税の徴収後において 5 を上回る純利益を計上した。その背景として海外持株会社の存在を指摘したが以下に具体的な数値でみてみよう。次表は表 2-24 に掲載した USDIA の海外持株会社の主要設置先国 (地域) について他の主要国とともに 1999 年以降 2003 年までの 5 年間の毎年の法人税支払額、純利益額、両者の比率をまとめたものである。本表の USDIA の計数は出資先全対の数値であり、持分による按分ベースではない。また銀行は含まれない。

表 2-28 USDIA 海外持株会社の「法人税」対「純利益」比率 (1990-2003 年)

上段-100万ドル 下段-純利益/法人税	1990		1995		2000		2002		2003	
	法人税	純利益	法人税	純利益	法人税	純利益	法人税	純利益	法人税	純利益
全地域	31,693	73,254	38,801	108,662	59,801	199,864	50,916	215,564	60,708	336,153
	2.31		2.80		3.34		4.23		5.53	
カナダ	2,811	5,350	4,123	7,743	8,081	17,727	5,128	14,040	6,726	21,669
	1.90		1.88		2.19		2.73		3.22	
欧州	14,578	43,714	18,062	60,019	27,946	108,136	22,867	123,126	25,691	200,396
	3.00		3.32		3.87		5.38		7.80	
アイルランド	167	3,778	620	6,545	1,347	13,339	2,075	27,125	2,012	31,766
	22.60		10.56		9.90		13.07		15.79	
ルクセンブルグ	57	209	80	1,907	103	3,444	258	17,879	-400	22,603
	3.67		23.84		33.43		69.30		-56.50	
オランダ	1,224	7,082	1,721	10,207	1,935	17,251	2,012	19,568	2,463	46,402
	5.79		5.93		8.91		9.73		18.84	
スペイン	827	1,975	684	1,460	679	2,583	562	3,865	620	5,323
	2.39		2.13		3.80		6.88		8.59	
スイス	595	5,186	623	7,238	799	12,142	709	15,294	904	19,330
	8.72		11.62		15.20		21.57		21.4	
英国	3,027	9,781	4,336	15,424	9,199	27,278	6,028	13,203	6,782	25,400
	3.23		3.56		3.00		2.19		3.75	
中南米	878	9,593	3,938	17,469	5,831	32,851	5,946	36,338	7,640	62,434
	10.93		4.43		5.63		6.11		8.17	
バーミューダ	59	2,524	117	4,030	428	11,127	458	26,068	524	34,782
	42.78		34.44		26.00		56.91		66.38	
英領カリブ	8	651	34	1,298	279	5,204	142	3,727	143	10,481
	81.38		38.18		18.65		26.24		73.29	
アフリカ	2,787	990	1,616	1,683	3,750	3,981	3,410	2,821	4,608	4,812
	0.36		1.04		1.06		0.83		1.04	
中近東	1,000	926	989	1,250	1,776	2,529	1,743	2,070	1,811	2,674
	0.93		1.26		1.42		1.19		1.48	
アジア・太平洋	6,388	11,533	10,049	19,809	12,418	34,641	11,822	34,168	14,231	44,167
	0.82		1.97		2.79		2.89		2.89	
香港	182	1,519	430	2,539	562	4,871	472	4,638	590	6,009
	8.35		5.90		8.67		9.83		10.18	
日本	2,324	2,088	4,258	4,286	4,977	6,404	4,552	7,095	5,653	9,524
	0.9		1.01		1.29		1.56		1.68	
シンガポール	183	1,982	450	4,022	564	8,228	859	6,370	668	8,957
	10.83		8.94		14.59		7.42		13.4	

(米国商務省資料より作成)

表 2-28 において 1990 年以降 2003 年まで、全地域ベースでの純利益 / 法人税の比率が上がってきた最大の要因は、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン、スイス、バーミューダ、英領カリブ諸島、香港、シンガポールなどの海外持株会社の主要設置先国

における収益比重が急速に高まってきたことによる。便宜上ここで法人税を純利益に加えたものを税引き前利益とした場合に、これら 9ヶ国・地域の税引き前利益は 1990 年においては 282 億ドルであったが、2003 年には 1,932 億ドルへと 6.9 倍に増大した。これに対してその他地域の同期間中の伸びは 3.8 倍 (1,047 億ドルから 3,949 億ドル) にとどまった。上記ら 9ヶ国・地域の 2003 年の純利益 / 法人税の加重平均比率は 24.67 であり、その他地域の比率 2.83 と際立った対比をなしている。

表 2-29 は 1999 年 (持株会社の産業分類が「その他の産業」に区分され始めた年) と 2003 年の純利益 / 法人税の比率を産業別にみたものである。銀行は含まれない。

表 2-29 USDIA 産業別の「法人税」対「純利益」比率 (1999 年、2003 年)

(単位:100万ドル)

	1999			2003		
	(1) 法人税	(2) 純利益	(2)/(1)	(1) 法人税	(2) 純利益	(2)/(1)
全産業	45,068	162,759	3.61	60,708	336,153	5.54
鉱業	6,983	10,646	1.52	18,317	23,073	1.26
公益事業 (電気事業、ガス事業等)	849	3,201	3.77	1,353	2,290	1.69
製造業	20,372	54,246	2.66	18,203	69,213	3.8
内 食品	1,575	3,378	2.14	2,321	5,441	2.34
化学	6,020	18,957	3.15	6,016	28,011	4.66
金属	774	1,815	2.34	765	2,595	3.39
一般機械	1,142	2,656	2.33	1,152	3,305	2.87
コンピューター等	2,833	8,788	3.1	1,489	7,888	5.3
電気機器	439	1,099	2.5	326	871	2.67
輸送機械	2,593	6,233	2.4	42	3,303	78.64
卸売業	5,711	19,045	3.33	6,995	33,706	4.82
情報産業	1,002	1,420	1.42	1,815	1,575	0.87
金融 (銀行を除く) 及び保険	5,102	19,245	3.77	7,920	40,141	5.07
専門サービス	2,084	3,812	1.83	1,668	6,613	3.96
その他の産業	2,966	51,145	17.24	4,437	159,543	35.96
内 持株会社	543	45,425	83.66	1,032	151,275	146.58

(米国商務省資料より作成)

持株会社の 1999 年、2003 年の 純利益 / 法人税 の比率はそれぞれ 83.66、146.58 にのぼる (ちなみに全産業から持株会社を除いた産業群の同比率は 3.10)。2003 年で見れば 1 単位の法人税支払により計上した純利益は優に 100 を超えているわけであり、純利益において全産業の 45% (1,513 億ドル) を占める持株会社が法人税の支払額においては全体のわずか 1.7% (10 億ドル) を占めているにすぎない。USDIA が持株会社により節税の実効を如何にあげ、結果として利益の社外流失を最小限にし、財務面において USDIA 全体のキャッシュフローを強化している姿が如実に窺われる。

ところで USDIA、FDIUS それぞれに賦課される外国徴税当局、または米国徴税当局による法人税の差異は、上記にみたような財務面への影響を通じて USDIA、FDIUS の収益率を間接的に左右しているだけでなく、もっと直接的にそれぞれの収益率の計算に影響を与えていることを指摘しておく必要がある。すなわち表 2-28 にあるように 2003 年の USDIA の法人税額は 607.1 億ドルで、純利益は 3,361.5 億ドル、従って USDIA に対する外国徴税当局の法人税の実効税率は、海外持株会社所在国における支払法人税額の小ささに起因して 15.3% である。FDIUS については米国の法定法人税は 35% である。前出表 1-8 の 2003 年

の USDIA の収益率 9.9%、FDIUS の収益率 4.6%（ともに現行価格ベース）を算定するに際して用いる分子は純利益ベースであり、従って法人税賦課前の収益率は、USDIA 11.7%、FDIUS 7.1%となり、両者の収益率ギャップは 5.2% から 4.6% に縮小することとなる。これらの法人税率を 2004 年にもあてはめると、USDIA 10.5%、FDIU 6.4% の収益率は、法人税賦課前では、それぞれ 12.4%、9.8% となり、両者のギャップは 4.1% から 2.6% へ縮小することになる。すなわち FDIUS の収益率に比べて高い USDIA の収益率は、徴収された法人税額の少なさによりキャッシュフロー面を通じてかさ上げ効果を得ているだけでなく、適用税率水準そのものにより税引き後の収益率が FDIUS に比べて高めに計算される効果を持つこととなる。翻って考えれば、税効果が反映される前のベースの利益稼得力としては、USDIA、FDIUS 間の開きは、表面の数値（収益率）ほどには大きいものではなくなってきたと言える。

## 6. FDIUS による租税回避行動の有無

本節ではこれまでの視点とは変えて、直接投資の収益率格差は FDIUS の在米企業が価格移転などを通じて収益を人為的に低く抑えることによって法人税の支払を最小限にとどめようとする動きに起因していると考えられるのかどうかについて考察する。

多国籍企業などがグループ内企業間の財、サービスの取引価格を操作することにより利益シフトを図るのが価格移転である。例えば法人税率が高い国の子会社が税率の低い国の別会社に製品を安く（場合によっては原価を下回るか価格で）販売し、あるいは逆に後者から高価格で買い付けを行うことなどが例である。また高税率の国から低税率の国に利益移転させる方法として、高税率国のグループ企業で研究開発された技術を公正価格以下のライセンス料で低税率国のグループ企業に使用許諾するなどの方法もある。こうした方法により高税率国の子会社の課税所得を減らし、低税率国の子会社の課税所得を増やすこととなる。

企業の租税回避の問題については各国徴税当局の関心事項として、従来から関係当局の調査、研究対象となってきた。そのひとつである米国財務省の研究レポート<sup>10</sup>によれば次の二つの仮説のもとに FDIUS による収益シフトが行われているかどうかについて検証を行っている。第一の仮説は、米国市場で高収益を上げていればいるほど、その外国支配の在米企業は、価格移転を通じて収益シフトを図ろうとする動機が強くなり、機会も増えるはずである。逆に米国市場で赤字の外国支配の在米企業には、黒字で課税所得が発生している米国以外の税管轄の国からの収益シフトにより有効に損出を利用しようとする動機が働くはずである。第二の仮説は、収益シフトは外国企業において米国の株主の持分が多ければ、そうでない場合に比べて、発生 の 度 合 い が 小 さ く な る はず である。

第一の仮説が成立するのであれば、収益シフトが内外双方向に働く結果、外国企業の収益率は、米国国内企業に比べてゼロの近傍に分布が集中することになるはずと考えられる。検証結果では確かに外国企業の総資産課税利益率はゼロ近傍に高い集中度を明確に示し、それに対して国内企業の方はゼロより高いところに集まりかつ分布状況は外国企業に比べて緩やかなものとなったとしている（表 2-30）。すなわち同研究は第一の仮説については一応成立しているとの解釈である。第二の仮説が成り立つかどうかについては、外国人株主の持分が 25-50 パーセントの在米企業と同 100 パーセントの在米外国企業との比較を試みている。後者の外国企業の方が前者よりも米国からの利益シフトを容易に行い得るはずだが、調査結果では前者後者を問わずともに同じように利益率が低く、両者間では相違が見られなかったとしている。すなわち第二の仮説は成立せず、この結果からみると収益移転が大きな要因となって FDIUS の収益率が低くなっているものではないことの証左であると同研究ではしている。

<sup>10</sup> Grubert (1997)



表 2-30 課税所得の分布状況比較

総資産課税所得率 カテゴリー	全企業		製造業		卸売業	
	外国企業	国内企業	外国企業	国内企業	外国企業	国内企業
-0.150 を下回る	0.0282	0.0247	0.0279	0.0252	0.0274	0.0180
-0.15から-0.10	0.0336	0.0227	0.0418	0.0203	0.0219	0.0080
-0.10から-0.075	0.0302	0.0207	0.0265	0.0211	0.0192	0.0180
-0.075から-0.05	0.0625	0.0369	0.0516	0.0349	0.0604	0.0220
-0.05から-0.025	0.0998	0.0538	0.0907	0.0544	0.0631	0.0261
-0.025から0	0.1687	0.1059	0.1466	0.0878	0.1648	0.1024
0から0.025	0.2104	0.1541	0.2108	0.1224	0.2500	0.2208
0.025から0.05	0.1284	0.1514	0.1187	0.1272	0.1538	0.1706
0.05から0.075	0.0880	0.1283	0.0977	0.1228	0.1126	0.1566
0.075から0.1	0.0457	0.0857	0.0530	0.0947	0.0412	0.0722
0.1から0.15	0.0544	0.1126	0.0642	0.1447	0.0521	0.1004
0.15から0.2	0.0269	0.0547	0.0418	0.0736	0.0082	0.0401
0.2から0.25	0.0121	0.0231	0.0139	0.0321	0.0109	0.0281
0.25超	0.0114	0.0247	0.0139	0.0382	0.0137	0.0160

(出所：前掲米国財務省レポート)

ただし上記研究の対象期間は米国の法人税率が OECD メンバー国の加重平均の法人税率を下回る水準にあった 1999 年以前であり、前者の税率が後者を上回るようになった 1999 年以後に比べると、米国からの租税回避の誘因は弱く、誘因が強く働くとすれば 1999 年以降であろうとの指摘もある<sup>11</sup>。表 1-8 から窺われるように 2000 年以降 FDIUS の収益率は徐々に上昇傾向にあることからみて、FDIUS による租税回避の動きが活発化して収益率を下げるような兆候は現段階では未だ統計データから読み取れないが、今後注視を要する点であろう。

## 7. 第 2 章のまとめ

USDIA と FDIUS の収益率に格差が生ずる背後事情をまとめると以下のとおりである。

そもそも USDIA の収益率には、米国内における FDIUS 事業にはない追加的リスク（立地先のカントリー・リスク）が反映されており、当該リスクプレミアムが FDIUS の収益率に上乘せされているはずである。ただし、このように算定されたリスクプレミアムは、あくまでも事前的な予想水準としての理論値であり、かかるリスク値が事後的に実際に実現されることを意味するものでない。

企業経営をめぐる環境として米国市場は諸々の点（株主、法令、透明性、訴訟リスク、コンプライアンス、ガバナンス等）において世界で最も demanding なマーケットとされ、競争も内外企業がひしめくなか熾烈を極める。これほどまでには demanding でないあるいは競争的でない海外市場でより高い収益を目指し、周到な立地選定プロセスを経て進出していったのが USDIA であるとすればその収益率は自国における米国企業本体の事業より本来的に高いはずである。その demanding かつ競争的な米国市場において FDIUS が米国企業本体に伍すだけの収益水準を上げるのは USDIA が進出に至った経緯に照らすと容易なことではない。

税引き後の USDIA の純利益の総額（世界ベース）を USDIA が立地先で外国政府に支払っている法人税の総額（世界ベース）で除した数値は、税引き後の FDIUS の純利益を FDIUS が米国政府に支払っている法人税で除した数値と比べると圧倒的に大きい。海外

<sup>11</sup> 前出の Congressional Budget Office の報告書（2004 年 12 月）

持株会社を活用した USDIA のタックス・ミニマイゼーション戦略が顕著である。USDIA、FDIUS それぞれの税引き後利益の処分方針（すなわち USDIA は巨額にのぼる利益の太宗を利益再投資に振り向け、配当などによる利益の社外流失を抑えているのに対して、FDIUS は利益の太宗を親会社への配当や金利支払の形で社外流失させてきている）の積年の違いが USDIA、FDIUS の財務ポジションで大きな格差をもたらし、USDIA は財務コスト面、キャッシュフローの面で FDIUS 比圧倒的に優位に立っている。USDIA の収益に対する実効法人税率の現状の水準（約 15%）と FDIUS の収益に対して米国の徴税当局が課している法定法人税率（35%）を勘案すると、税引き後の純利益ベースでの収益率は、USDIA の方が FDIUS に比べて幾分高めに算出されることとなる。FDIUS の収益率が低い背景に租税回避目的で米国から外国への利益移転などが行われている実態は現段階までのところないと思われる。

### 第3章 USDIA と FDIUS の収益率ギャップの先行き見込み

本章では USDIA と FDIUS の収益率ギャップの先行きについて検討する。まず FDIUS と USDIA それぞれの収益率の先行きについて展望し、次いでギャップの先行きについて考える。

表 3-1 対外直接投資と対米直接投資の収益率推移 (1983-2004 年) 現行価格ベース

	USDIA	FDIUS	ギャップ		USDIA	FDIUS	ギャップ
1983	8.7%	2.2%	6.5%	1994	10.2%	3.7%	6.6%
1984	10.0%	4.1%	6.0%	1995	11.4%	4.7%	6.7%
1985	9.8%	3.0%	6.9%	1996	10.9%	4.6%	6.3%
1986	9.5%	2.6%	6.9%	1997	11.2%	5.5%	5.7%
1987	10.5%	2.5%	8.0%	1998	9.2%	4.4%	4.8%
1988	11.8%	3.3%	8.5%	1999	10.1%	5.3%	4.8%
1989	11.6%	1.6%	10.0%	2000	10.3%	4.5%	5.8%
1990	11.3%	0.7%	10.6%	2001	8.0%	0.9%	7.1%
1991	9.3%	-0.4%	9.7%	2002	8.2%	3.0%	5.2%
1992	8.8%	0.4%	8.4%	2003	9.9%	4.6%	5.2%
1993	9.7%	1.4%	8.3%	2004	10.5%	6.4%	4.1%

(米国商務省資料より作成)

#### 1. FDIUS の収益率の動向

表 3-1 の FDIUS の収益率の動きを、集中豪雨的な対米進出ブームとその後の米景気のリセッション入りに特徴づけられる 1989 年から 1993 年までの 5 年間と、M&A による大型買収案件の急増とその後の IT バブルの崩壊に見舞われた 2001-2002 年の 2 年間の二つの期間を別として大きな流れを俯瞰してみると、1980 年代に 2-3% で推移していた収益率が 1990 年代半ばには 4-5% となり、これが最近では 5-6% の域に漸く届こうとしているように読める。1989 年からの数年間の投資収益率の悪化については 1980 年代後半にみられた米国企業や不動産をターゲットとした日本企業をはじめとする対米投資案件の急増などが背景となっているが、この点については既にいくつかの研究がなされており、この間の収益率悪化の要因として以下の諸点が指摘されている<sup>12</sup>。

- 企業買収に伴う初期コストやリストラ費用の増大
- 買収のターゲットとなった米国企業がもともと低採算や赤字操業状態にあった。
- 米ドルの購買力平価が低い水準にあった状況下、米国市場への進出を図ることを第一目標に短期的な採算は優先課題とせず、ややもすれば巨額投資となり、金利負担などが増高した。
- 買収後の積極的な設備投資や宣伝に伴う負担増。
- 折からの米国の景気停滞。

こうした初期投資等の負担は年の経過とともに薄らいでくることが見込まれる一方で進出企業の淘汰 (撤退等) も進展し、一方、成功した進出企業については市場への浸透も進んで、年の経過とともに収益率も次第に上昇が期待されること (経年効果) も併せ指摘されている<sup>13</sup>。実際、1992 年ころから徐々に収益率は改善に向かい、1994 年には 3% 台に復した。

<sup>12</sup> 例えば Mataloni (2000)。

<sup>13</sup> 直接投資における経年効果は、USDIA における事例ではあるが、Wal-Mart 社にみる次のようなケースでも明確によみとることができる。同社の売上高に対する利払い前税引き前利益の比率の推移を、国内店と海外店に分け、2001 年から 2005 年の間でみると次のとおり。国内店 2001 年 (6.6%)、2002 年 (6.8%)、2003 年 (6.8%)、2004 年 (6.7%)、2005 年 (6.7%)、海外店 2001 年 (3.3%)、2002 年 (3.2%)、2003 年 (4.9%)、2004 年 (5.0%)、2005 年 (5.3%)。製造業などをはじめとする USDIA が 1960 年代あるいは 1970 年代に海外進出を本格化させていたのに対して、小売業の最大手である Wal-Mart 社の海外進出は、1991 年に開始さ

ただし、1998年ごろより大型 M&A 取引などを背景に再び増勢を強めた対米直接投資は、2000年には過去最高の 3,213 億ドルにも上ったが、これら期間中の案件絡みの初期コストが増大する一方で、IT バブル崩壊に伴う経済停滞も加わり、FDIUS をめぐる環境は急激に悪化、収益率は 2001 年には 0.9% にまで落ち込んだ。しかしその後は年ごとに収益率は徐々に改善をみせている。次表は 2001 年以降の FDIUS の収益額及び収益率（取得原価ベース）の推移を産業別にまとめたものである。

表 3-2 FDIUS 収益状況（2001-2004 年）

(単位:100万ドル)

	2001		2002		2003		2004	
	収益額	収益率	収益額	収益率	収益額	収益率	収益額	収益率
全産業	3,919	0.30%	35,256	2.60%	59,130	4.30%	92,766	6.30%
製造業	4,261	0.90%	22,928	4.00%	22,116	4.60%	36,640	7.30%
食品	597	3.30%	932	4.90%	-5	0.00%	1,959	9.70%
化学	2,005	1.60%	8,022	6.40%	8,595	6.60%	8,966	6.30%
金属	-265	-1.20%	-8	0.00%	518	2.90%	2,344	12.80%
一般機械	-982	-2.60%	545	1.20%	-563	-1.20%	1,390	2.90%
コンピューター等	-5,609	-7.60%	-2,603	-5.40%	-276	-0.60%	2,383	5.60%
電気機器	2,413	5.00%	4,790	9.60%	-70	-0.20%	766	5.90%
輸送機械	1,891	3.20%	4,066	6.60%	4,651	7.30%	5,422	8.00%
卸売業	9,566	5.30%	12,048	6.30%	16,391	8.70%	21,616	11.30%
小売業	1,335	5.40%	1,486	6.80%	1,711	7.70%	2,201	8.80%
情報産業	-13,392	-9.10%	-3,577	-2.70%	2,575	2.10%	5,924	4.90%
銀行	1,991	3.00%	1,096	2.80%	2,131	2.60%	4,619	4.40%
金融（銀行を除く）および保険	-1,443	-0.80%	-3,355	-2.00%	7,742	4.30%	8,753	4.40%
不動産、リース、レンタル	1,570	3.30%	1,839	4.00%	919	2.00%	2,175	4.70%
専門的、技術的サービス	-239	-0.80%	-214	-0.70%	-23	-0.10%	2,611	7.10%
その他の産業	270	0.20%	2,106	1.00%	5,568	2.50%	8,227	3.40%

(米国商務省資料より作成)

対米投資をフローベースで見ると、2000年に過去最高の 3,213 億ドルの対米直接投資の流入をみたあと、FDIUS は 2001 年には一転して 1,670 億ドルに半減、さらに 2002 年 808 億ドル、2003 年 671 億ドル、2004 年 1,068 億ドルとほぼ 1997 年以前の水準にまで急激に減少した。こうしたなかで事業の撤退等が進む一方で、過去の投資案件が軌道に乗ることに伴う初期コストの軽減化や市場への食い込みの進展が引き続き見込まれ、先行きの展望としては、FDIUS の収益率は基本的には着実に上向いてくるものと思われる。最大の収益稼得部門の製造業のなかの筆頭格の化学（2004 年収益率 6.3%）で見れば、80 年代末、90 年代末の対米直接投資のブームの狭間にあたる 1994-98 年の期間においては、平均 7.3% 程度の収益率を維持していた実績もあることを勘案すれば、現状水準より高い収益率は期待されるものとみられる。情報産業（1999 年以前はその他の製造業の中にくくられていたため個別データはない）についても通信事業からの撤退に伴う償却負担の一時的急増等から脱し、収益環境は少なくとも現状比、好転しよう。FDIUS 全体としては収益率を 2004 年の水準から今後下げ方向に引っ張る特段の悪材料はさしあたって見あたらない。

## 2. USDIA の収益率の動向

USDIA の収益率を支えてきた要因として第 2 章のまとめの箇所に から に列挙した諸要因が今後どうなるかがまずポイントとなるが、要因（リスク・ファクター）及び要因（進出動機等）の基本的枠組みに変化はないであろう。また法人税支払の形で USDIA 利

れたもので、さらに本格化は 1990 年代後半以降である。こうしたことからなお必要な店舗数の水準に届いておらず、未だ “in the process of moving up the learning curve” (面談先のひとつである大手投資銀行のアナリスト)にあるとしている。

益が社外流出することを最小化するためのメカニズムである持株会社（要因 ）も今後引き続き有効に活用されよう。要因 の利益処分における本社配当については、雇用促進法のもとでの利益留保金の親会社への還流規模によってはネガティブな影響が出るものとみられる。2004 年末の留保利益（評価益分を除く）は、表 2-6 に基づく 2003 年末残（6,968 億ドル）+1,538 億ドル（2004 年再投資利益）=8,506 億ドルと算定されるが、雇用促進法のもとで最終的にどれほどの規模の金額が還流するかは予測しがたいものの、仮に一般に推測されている程度の 2,000 億ドルが還流したとすれば、留保利益は 6,500 億ドル程度となり、限界ドル利回りを 5-6%程度におけば、USDIA 在外法人にとっての機会利益は 325-390 億ドルとなり、これは 2004 年末の USDIA の投資残高 2 兆 3,000 億ドルに対して 1.4% 1.7% に相当し、表 2-6 に基づく試算値 1.75%-2%から 0.3%程度低下したものとなる。したがって還流規模がこの程度にとどまればそれほど大きなインパクトはなかろう。さらに要因（USDIA に対する外国での実効法人税率と FDIUS に対する米国での法定法人税率の格差）の大枠についても変化は予想されまい。以上 USDIA をめぐるマクロ的な枠組みから収益率の大きな悪化材料は基本的にはないものと考えられる。

次に産業別にみてみよう。次表は 2001 年以降の USDIA の収益額及び収益率（取得原価ベース）の推移を産業別にまとめたものである。

表 3-3 USDIA の収益状況（2001-2004 年）

(単位:100万ドル)

	2001		2002		2003		2004	
	収益額	収益率	収益額	収益率	収益額	収益率	収益額	収益率
全産業	110,029	7.90%	124,940	8.10%	171,229	10.10%	209,339	10.90%
鉱業	9,262	12.20%	8,915	11.10%	11,274	13.30%	16,905	17.90%
公益事業（電力・ガス事業等）	2,068	8.70%	2,095	8.10%	2,054	8.50%	2,086	10.20%
製造業	27,603	8.20%	26,411	7.90%	35,981	10.10%	48,328	12.00%
食品	2,597	11.60%	2,604	12.80%	3,137	14.60%	3,227	12.90%
化学	7,161	9.20%	8,632	10.70%	10,857	12.10%	13,792	13.50%
金属	1,422	6.50%	1,158	5.40%	1,718	8.00%	2,578	10.60%
一般機械	1,313	6.60%	1,926	10.70%	2,221	11.30%	2,873	12.60%
コンピューター等	4,335	7.30%	1,519	2.80%	4,623	9.20%	5,985	10.90%
電気機器	669	6.80%	509	5.30%	591	5.70%	1,348	11.50%
輸送機械	2,148	4.80%	1,190	2.30%	2,335	5.00%	4,523	9.40%
内 自動車	531	2.30%	-588	-3.20%	-240	-1.20%	1,419	7.30%
卸売業	13,706	13.30%	13,382	11.90%	18,759	16.10%	24,145	18.70%
情報産業	-3,084	-6.50%	1,320	3.10%	6,224	13.70%	9,078	17.20%
銀行	2,335	4.90%	1,270	2.40%	2,403	4.30%	3,098	5.00%
金融（銀行を除く）および保険	9,224	4.00%	14,585	5.60%	21,356	7.00%	27,329	7.80%
専門的、技術的サービス等	1,741	5.20%	2,219	6.80%	3,730	11.30%	5,775	14.90%
その他の産業	47,166	9.60%	54,666	9.20%	69,322	10.20%	72,447	9.40%
内 持株会社	41,483	10.30%	48,277	9.80%	60,795	10.70%	61,473	9.40%

(米国商務省資料より作成)

製造業と「その他の産業」二部門だけで全収益額の約 60%を占めている。過去の趨勢値からみると全産業の収益率水準は概ね製造業と「その他の産業」のそれぞれの収益率を 4 対 6 程度でウエイトした水準にほぼ落ち着いている。ただし 2001 年のように情報産業（通信分野）で IT バブルの崩壊による例外的な巨額のロスが発生したような年については、過去の趨勢値より幾分低い水準となる。前出表 1-8 の現行価格ベースの USDIA の収益率推移から窺われるところであるが、IT バブル崩壊の影響が収益率に現れた 2001、2002 の両年を除けば、USDIA の中長期的な趨勢値としては 10%の大台をキープした水準で安定的に推移してきている。また傘下に多岐にわたる業種を擁する持株会社が属する「その他の産業」

の収益率が9%半ば近辺を中心に安定的に推移しているおり、さらに製造業分野は直近の動きの関する限り10-12%レンジでの推移で特段の下振れ要因もみられない。こうしたことからUSDIAの収益率は基本的には中長期的趨勢値(10%台)に沿って推移するものと見込まれる。

### 3. 収益率ギャップの動向

このようにみてくるとUSDIAの収益率にさしたる下振れ要因はないと見込まれる一方で、FDIUSの収益率は改善傾向を引き続きたどる気配にあると言えよう。したがって基調としては両者の収益率ギャップ最近の4-5%の水準から徐々に縮小して行くものと見られる。ちなみに第3四半期までの所得収支(暫定値、季節調節済み)に基づいてUSDIA、FDIUSの収益率(現行価格ベース)を推計すると、以下のとおりFDIUSの収益率は2004年の6.4%(現行価格ベース)から同6.9%へと若干上昇しているのに対して、USDIAの収益率は10.5%から10.1%へと幾分低下、この結果、両者のギャップは2004年の水準4.1%から3.2%へと縮小していることになる。ただしこれらの国際収支統計の数値はあくまでも暫定値であり、かつ計算の便宜上、投資残高は9ヶ月間の平均残高を推計する方法をとらずに単純にUSDIA、FDIUSそれぞれの2004年12月末残(現行価格ベース)を用いている。したがってこれらの計算結果はあくまでもその限りでの推計値であるが、上述の予想に基本的には沿った水準にあると言えよう。

表3-4 2005年1月-9月の直接投資収益(受取・支払)

(単位:100万ドル)

	1-3月	4-6月	7-9月	1-9月 合計	投資残高	収益率 年率
USDIA (受取収益)	58,180	59,635	61,787	179,602	2,367,386	10.10%
FDIUS (支払収益)	29,803	31,145	27,078	88,026	1,708,877	6.90%

(米国商務省資料より作成)

収益率ギャップはこのように次第に縮小傾向を示しているわけだが、ではどの程度までの縮小が考えられるだろうか。第2章で考察したように、財務面におけるUSDIA、FDIUS間の格差は両者の長年の累積利益再投資額の差にほとんど等しく、その差からもたらされるとみなされる対投資残高リターンだけでも雇用促進法による利益還流後で依然1.4-1.7%あり、その差は長期的にも容易には解消するものではない。さらにUSDIAにおける海外持株会社の活用起因して、USDIAに対する法人税の実効税率の水準がFDIUSに対する米国の法定法人税率に比べて低めに推移する状況は今後とも継続するものとみられ、したがって税引き後利益ベースでみれば、FDIUSに比してUSDIAの税引き後利益でみた収益率が高めに算出される傾向は続こう。またFDIUSの収益率については対米進出企業の収益力が経年効果とともに改善がさらに進むにしても、その場合には第2章第6節の末尾に指摘したFDIUSによる収益移転の誘因が強まる可能性も出てこよう。2%-3%を恒常的に下回るような方向への展開は考えにくいのではなかろうか。

## Box 2. 多国籍企業の活動を踏まえた米国の経常収支

「米国企業は、米国内で生産して輸出するよりも、海外の企業にライセンスを与えて生産・販売させたり、海外子会社に生産・販売させる傾向が強い。その結果、輸出よりも、ロイヤルティ・ライセンスフィー、すなわち、サービス収支の受取、または、海外子会社の収益、すなわち、直接投資収益の受取、として計上される傾向が強いのではないか。それが、米国が全体として、貿易収支は赤字、サービス収支は黒字、所得収支は黒字となっている背景ではないか。また、こうした傾向が米国の対外直接投資収益率の高さを支えているのではないか」といった議論がある。こうした議論について、米国省商務省のデータに基づいて検証してみたい。

国際収支統計は、居住者と非居住者との取引を記録したものであり、多国籍企業は、その所在地によって、居住者、または非居住者に分類されるので、多国籍企業の活動は国際収支統計には明示的には現れない。こうした事情を踏まえて、米国商務省は、物理的な国境線により事業活動主体を居住者、非居住者に分類するのではなく、事業主体の所有者（親会社）が米国企業であるのか、外国企業であるのかによって各取引を捉え直した形での経常収支統計として、“An Ownership-Based Framework of the U.S. Current Account” を発表している。その概要は付表が示す通りである。同表の各項目の対応関係を示すために、以下では（ ）内に同表の項目の番号を示す。

### 1. 米国の経常収支の枠組みのなかでの海外子会社の位置づけ

まず、海外子会社も含めた米国企業の海外での売上は、財貨・サービスの輸出(3)、または海外子会社の売上(6)に計上される。

これを、米国居住者の非居住者からの受取という観点からみると、海外子会社の売上(6)から、投入した米国からの財貨・サービスの輸入(7)、現地での人件費などの費用や外国人に帰属する利益(8)、同一親会社の下での海外子会社間のクロスボーダーの売り上げ(9)を差し引く必要がある。これらを差し引いた結果は、直接投資収益の受取に相当する。したがって、米国居住者の非居住者からの受取は、財貨・サービスの輸出(3)、または直接投資収益の受取(4)に必ず計上される。

一方、在米子会社も含めた外国企業の米国での売上は、財貨・サービスの輸入(14)、または在米子会社の売上(17)に計上される。

これを、米国居住者の非居住者への支払いという観点からみると、在米子会社の売上(17)から、投入した在米子会社の財貨・サービスの輸入(18)、米国での人件費などの費用や米国居住者に帰属する利益(19)、同一親会社の下での在米子会社間の売り上げ(20)を差し引く必要がある。これらを差し引いた結果は、直接投資収益の支払に相当する。したがって、米国居住者の非居住者への支払は、財貨・サービスの輸入(14)または直接投資収益の支払(15)に必ず計上される。

このように、多国籍企業の活動を考慮しても経常収支の金額自体には変化はない。しかし、この統計から、多国籍企業の活動と米国の経常収支との関係がより明らかになる。

### 2. 米国企業の海外現地売上は輸出の 2.4 倍

例えば、2003 年についてみると、米国の財貨・サービスの輸出は 1 兆 226 億ドルに対して、二重計算を除いた海外子会社の売上(6-7-9)は 2 兆 4807 億ドルと、財貨・サービスの輸出の 2.4 倍の規模に達する。一方、輸入については、財貨・サービスの輸入は 1 兆 5174 億ドルに対して、二重計算を除いた米国内の外国子会社の売上(17-18-20)は 1 兆 9425 億ドルであり、財貨・サービスの輸入の 1.3 倍である。

このことから、米国企業は輸出よりも海外子会社による生産・販売を選好する傾向が強い可能性、言い換えれば、輸出よりも直接投資収益の受取に結びつきやすい活動に傾斜する傾向が強い可能性が読み取れる。したがって、「米国企業が輸出よりも現地生産・販売を重視す

る傾向があるために、貿易収支(25a)が赤字になりやすく、所得収支(26+27)が黒字になりやすい」との主張を否定することはできない。

なお、1993年と2003年を比較すると、米国企業の海外での売上拡大(6)は、直接投資収益の受取(4)を拡大させた。これが、米国の輸出から海外売上にシフトしたものであれば、経常収支赤字を拡大させる要因になるが、輸出からのシフトではなく、独立的に海外での売上が拡大したのであれば、直接投資収益の受取の増加を通じて、経常収支赤字を縮小させる要因になる。

一方、「米国企業が輸出よりも海外の企業にライセンスを与えて生産・販売させる傾向があるために、貿易収支(25a)が赤字になりやすく、サービス収支(25b)が黒字になりやすい」という主張についても、サービス収支におけるロイヤルティ・ライセンスフィーの受取が支払を大幅に上回っていることを考えると、否定することはできない。

### 3. 米国企業の海外での売上拡大は対外直接投資収益率を押し上げるか？

米国の対外直接投資の収益率への影響を考えるために、1993年と2003年を比較してみたい。米国企業の海外での売上拡大(6)によって、直接投資収益の受取(4)が拡大したことは事実である。しかし、同時に対外直接投資残高も拡大している。このため、直接投資収益の受取を対外直接投資残高で除した対外直接投資収益率が押し上げられたということは難しいと思われる。実際、この期間、対外直接投資収益率は大きく変化していないのである(表1-8参照)。

(別表) 米国の経常収支と多国籍企業活動の関係

		(年)			
		1993	1998	2003	2004
1	貿易・サービス・所得収支の受取	778.9	1,195.3	1,332.4	1,531.0
2	財貨・サービスの輸出及び海外子会社の売上に起因する受取	710.1	1,037.5	1,215.9	1,384.5
3	財貨・サービスの輸出	642.9	933.5	1,022.6	1,151.4
3a	財貨の輸出	456.9	670.4	713.4	807.5
3b	サービスの輸出	185.9	263.1	309.1	343.9
4	直接投資収益の受取(海外子会社の売上からの純受取)	67.2	104.0	193.3	233.1
5	非銀行海外子会社	63.5	103.2	190.8	229.8
6	売上	1,570.6	2,370.0	3,383.0	n.a.
7	(控除)米国からの財貨・サービスの輸入	157.6	248.9	245.6	n.a.
8	(控除)費用(人件費など)、外国人に帰属する利益	1,089.1	1,601.2	2,289.9	n.a.
9	(控除)同一の親会社の下での海外子会社間のクロスボーダーの売	260.4	416.6	656.7	n.a.
10	銀行海外子会社	3.7	0.7	2.5	3.2
11	所得収支の受取(直接投資収益を除く)	68.8	157.9	116.5	146.5
12	貿易・サービス・所得収支の支払	823.9	1,356.1	1,780.9	2,118.1
13	財貨・サービスの輸入及び在米子会社の売上に起因する支払	721.1	1,136.9	1,588.8	1,874.2
14	財貨・サービスの輸入	713.2	1,098.5	1,517.4	1,769.0
14a	財貨の輸入	589.4	917.1	1,260.7	1,472.9
14b	サービスの輸入	123.8	181.4	256.7	296.1
15	直接投資収益の支払(在米子会社の売上からの純支払)	7.9	38.4	71.4	105.1
16	非銀行在米子会社	7.5	35.8	69.3	100.5
17	売上	1,329.4	1,875.5	2,340.2	n.a.
18	(控除)在米子会社の財貨・サービスの輸入	208.7	307.8	397.7	n.a.
19	(控除)費用(人件費など)、米国人に帰属する利益	1,113.3	1,531.8	1,873.1	n.a.
20	(控除)同一の親会社の下での在米子会社間の売上	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
21	銀行海外子会社	0.5	2.6	2.1	4.6
22	所得収支の支払(直接投資収益を除く)	102.8	219.1	192.1	243.9
23	経常移転収支	-39.8	-53.3	-71.2	-80.9
24=2-13	財貨・サービス収支及び海外子会社の売上に起因する収支	-11.0	-99.5	-373.0	-489.7
25=3-14	財貨・サービス収支	-70.3	-165.0	-494.8	-617.6
25a=3a-14a	貿易収支	-132.5	-246.7	-547.3	-665.4
25b=3b-14b	サービス収支	62.1	81.7	52.5	47.8
26=4-15	直接投資収益収支	59.3	65.6	121.9	128.0
27=11-22	所得収支(直接投資収益を除く)	-34.0	-61.2	-75.6	-97.4
28=1-12+23	経常収支	-84.8	-214.1	-519.7	-668.1
	GDP	6,657.4	8,747.0	10,971.2	11,734.3

(注) 主要項目の関係は以下の通り。

1=2+11, 2=3+4, 2=13+22, 13=14+15, 5=6-7-8-9, 16=17-18-19-20

(Source:Survey of Current Business, January 2006)



### Box 3. インターネット取引と国際収支

近年のインターネット取引の拡大から、こうした取引が米国の国際収支統計に十分に反映されているかについて議論がある。これは、米国の財貨・サービスの輸出と、米国企業の現地販売額との比率などに影響を及ぼすこともあり、以下の通り、現状を確認してみた。

米国の場合、国際収支統計に計上されるクロスボーダー取引（国境をまたがる取引）は、原則取引主体から直接報告され、インターネットで取引されようが、それ以外の伝統的な手段で取引されようが、区別されない。

インターネットを通じて、米国の本屋が非居住者に書籍を販売した場合は、米国の財貨の輸出に計上される。この取引は、少なくとも、書籍が通関する際に捕捉されよう（ただし、2500ドル以上の輸出の場合）。

インターネットを通じて、非居住者がそのソフトウェアをダウンロードし、その代金を米国のソフトウェア販売会社に支払った場合は、サービスの輸出として計上される。サービスの輸出は、BE-20、BE-22などの調査を通じて報告される。ただし、こうした調査は企業を対象としている。

例えば、米国の個人が個人的な目的からソフトウェアをダウンロードしても、それは米国のサービスの輸入としては計上されない。確かに、支払いがクレジットカードでなされた場合、最終的にはクロスボーダーの資金決済が銀行を通じて行われるので、こうした取引を捕捉することが可能であるかもしれない。しかし、クロスボーダーのクレジットカードの支払いデータを、財貨・サービスの輸出入に反映させるようなことは、米国では行われていない。

一方、日本については、個人がクレジットカードでクロスボーダーの支払いを行った場合は、サービス収支のなかの1項目である旅行収支の受取、もしくは支払に計上される。したがって、取引がソフトウェアの購入で、旅行とは関係ないものであっても、旅行収支に計上されることになる。

インターネット取引で、国際収支統計に計上されない取引や、他の項目に計上されるような取引は、現在のところ、僅少であるとみられているようである。しかし、今後の特に個人のインターネット取引の拡大が進展して、統計の歪みが問題となるような状況になる可能性もあり、検討すべき課題といえよう。

## 第4章 米国の経常収支赤字の持続可能性の検証

本章では時系列 VAR モデルを用いて米国経常収支の近い将来の推移についてシミュレーションをまじえた予測を行う<sup>14</sup>。現実的と思われるシナリオのもとで、今後米国経常収支はどんな系列をたどる事が予想されるのか、またどういった場合に米国経常収支は持続可能な系列をたどるのかについて考える。

なお、様々な分析方法があるなかで VAR モデルを採用している。また、貯蓄投資バランスのメカニズムや「経常収支赤字の累積 対外債務残高拡大 所得収支悪化 経常収支赤字の拡大」のメカニズムは、このモデルでは明示的には考慮されていない。したがって、ここでのシミュレーションの結果は、あくまでも、様々なシミュレーション結果の一つとして解釈すべきである。

### 1. 分析枠組み

ここでは米国の経常収支が持続可能か否かについて、VAR (Vector Autoregressive) モデルを使ったシミュレーション分析を行う<sup>15</sup>。ここで「経常収支が持続可能である」とは「シミュレーションによって導出した経常収支の系列が定常性を満たす（一定の値に収束する）」ということに対応している。すなわち、将来的に経常収支を拡大・縮小させる事なく、ある一定の水準に維持しながら運用できるということを示している。従って、ここで「経常収支が持続可能である」と言った場合、そのみでは何ら水準に関しての情報を与えるものではない。水準が赤字であっても、その赤字水準を維持しながらの運用が可能であるならば、ここでの定義から言えば経常収支は持続可能ということになる。しかしながら後述の分析では経常収支が黒字に向かうのはどういった状況かという観点からもシミュレーションを行っている。

本章の分析で注目するのは今後の対米・対外投資収益率の推移である。近年米国の経常収支赤字は GDP 比で約 5%の水準に達しているが、所得収支のみを見た場合、ゼロ近辺か若干のプラスの水準で推移している。貿易・サービス収支同様に所得収支までもが赤字水準で推移してきたとすれば、全体としての経常収支赤字は現在よりも更に大きなものとなっていたと考えられる。所得収支がこういった水準にあるのは対外投資収益率が対米投資収益率を上回っていることに起因している。本章では今後の投資収益率の先行きについていくつかのシナリオを想定し、それぞれのシナリオが現実に関した場合に、全体として経常収支はどの様に推移していくのか、という観点から分析を進める。この分析から、所得収支 (= 投資収益収支と想定) をどういった水準に誘導すれば経常収支の持続可能性確保が可能なのかに関して示唆を得ることが出来る。

本論で扱うモデルは 2 変数の VAR モデルで、ラグは 4 期(四半期ベース)である。

$$\begin{aligned} T_t &= \mu_01 + \sum_{i=1}^4 \alpha_{11}(i) T_{t-i} + \sum_{i=1}^4 a_{12}(i) I_{t-i} + e_{Tt} \\ I_t &= \mu_02 + \sum_{i=1}^4 a_{21}(i) T_{t-i} + \sum_{i=1}^4 a_{22}(i) I_{t-i} + e_{It} \end{aligned}$$

ここで  $T, I, \mu, a, e$  はそれぞれ貿易・サービス収支 (対 GDP 比)、所得収支 (対 GDP 比)、推定定数項、推定係数、推定残差を表す。VAR モデルではパラメータ  $\mu, a$  を推定すること

<sup>14</sup> 経常収支に関する分析を行った研究としては Ogawa and Kudo (2004)が挙げられる。

<sup>15</sup> 本節で用いるデータは全て米国商務省 Bureau of Economic Analysis ホームページ (<http://www.bea.doc.gov/>)より使用。

で、予測等を行うことが出来る。VAR モデルを使う利点は、全ての変数を内生的に扱うことが出来る点である。各変数の過去の系列がどうなっていたか、またそれらの動きは互いにどのような関係を持ってきたかという観点から各系列の関係を推定する。よって変数が内生的なものか外生的なものかが恣意的に決定されてしまう危険性は少ない。しかしながら VAR モデルは経済理論の裏づけが希薄であるという弱点もある。この点は留意すべきであるが、本章のモデルを用いた事後予測では実際の系列トレンドに対してある程度の説明力が得られていることから、同モデルによるシミュレーションには一定の信頼が置けると考えてよいであろう。

## 2. ベースライン・シナリオ

ここでは分析のベースラインとして、上述の推定された VAR モデルからの単純な外挿予測を考える。単純な外挿予測を行った米国経常収支の系列は非定常となり、赤字方向に発散していくことが分かる (図 4-1 ~ 図 4-3)。これは貿易・サービス収支と所得収支のそれぞれが現状のトレンドを維持して推移した場合には、貿易・サービス収支、所得収支はともに赤字拡大方向に発散し、全体としての経常収支も今以上に赤字幅を拡大していくであろうことを表している。こうしたことから、所得収支の今後の経路について、いくつかの場合を想定して、それが経常収支の持続可能性にどのような影響を及ぼすかについて検討することには一定の意味がある。

図 4-1 ベースライン・シナリオ:貿易・サービス収支



図 4-2 ベースライン・シナリオ:所得収支



図 4-3 ベースライン・シナリオ:経常収支



### 3. オータナティブ・シナリオ

#### (1) 悲観的なシナリオ

現在の米国所得収支黒字の源泉は、対外投資収益率が対米投資収益率を上回っていることであると考えられる<sup>16</sup>。しかしながらこの対外投資の優位性は今後縮小していくことも否定できない。これは経常収支の赤字改善という観点からは望ましくないシナリオであるが、投資収益率に着目した場合には、非現実的なペシミスティックなシナリオとして単純に排除し得ないところがある。

1993年から2003年にかけて、対外投資収益率年平均は4.43%、対米投資収益率の年平均は3.42%である（収益率算出の際の投資残高は市場価格ベース）。対米投資収益率がほぼ横ばいであるのに対して対外投資収益率は若干の下落傾向にあると言える。これを受けてここでは対外投資収益率が毎年約0.34%ずつ段階的に下落し、2007年に現在の対米投資収益

<sup>16</sup> Hung and Macaro (2004) はこの収益率の差を生み出す源泉について分析を行っている。

率 3.42%に収束、以降同水準で安定的に推移するというシナリオを想定する。また、対外資産保有残高、対米資産保有残高は明らかな上昇傾向にあるので、利子率の推移に関するシナリオを置くだけでは不十分である。本シミュレーションではその点についても考慮した。具体的にはトレンドから両残高の系列予測を行い、その系列と想定した収益率の推移からこのシナリオにおける所得収支の推移を決定し、最初に推定した VAR モデルを使って経常収支全体の予測を行った。

分析結果はベースライン・シナリオと大きな違いはない(図 4-4~図 4-6)。これはベースライン・シナリオが現実的な所得収支の動きを反映していることを示している。言い換えれば VAR モデルで推定された各系列の動きの中で、既にこのペシミスティック・シナリオに似た経済の動きをある程度踏まえていると捉えることができる。

このようなペシミスティックなシナリオが起こった場合には、米国経常収支の維持可能性は確保できないと考えられる。それでは所得収支に関してどのような場合に米国経常収支の持続可能性は確保されるのであろうか。

図 4-4 悲観的なシナリオ:貿易・サービス収支

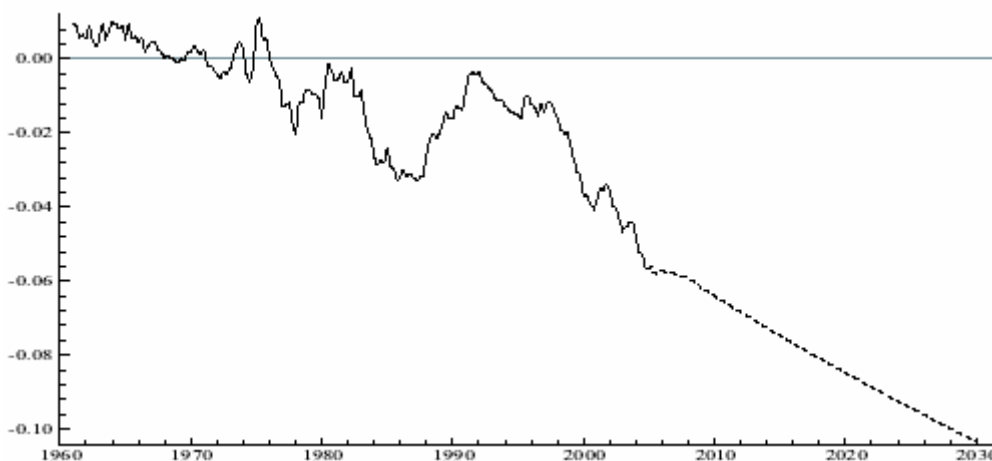


図 4-5 悲観的なシナリオ:所得収支

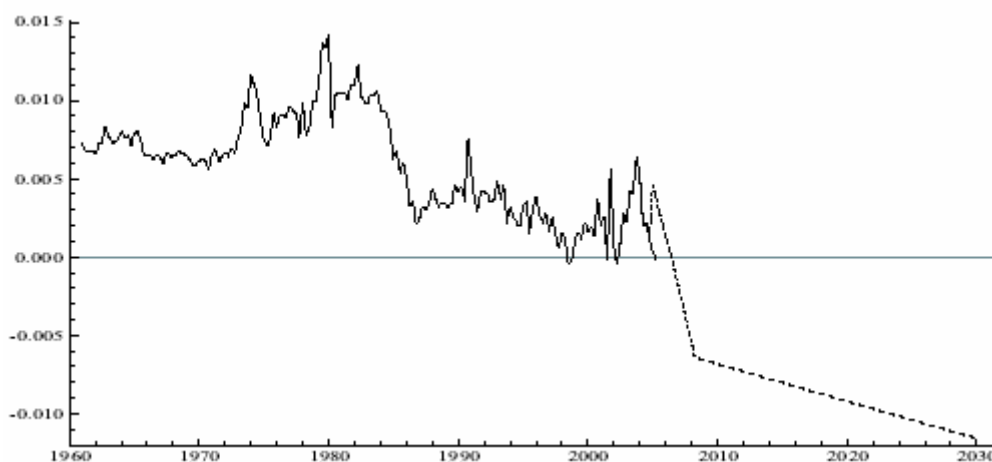


図 4-6 悲観的なシナリオ:経常収支



## (2) 持続可能性を確保し得るシナリオ

以下では所得収支の水準がどの程度のレベルで維持されれば米国経常収支は維持可能になるかを考える。そこで以下 3 通りのシナリオに基づいて再びシミュレーションを行う。

所得収支について 2005 年第 2 四半期実測値 (対 GDP 比約 0.01% 赤字) を基準として、2007 年第 1 四半期まで每期 0.036% ずつ改善し 2007 年第 1 四半期以降 0.25% の黒字で安定的に推移する。

同様に每期 0.071% ずつ改善し 2007 年第 1 四半期以降 0.5% の黒字で安定的に推移する。

同様に每期 0.143% ずつ改善し 2007 年第 1 四半期以降 1.0% の黒字で安定的に推移する。

それぞれの結果は図 4-7 ~ 図 4-9、図 4-10 ~ 図 4-12、図 4-13 ~ 図 4-15 に示されている。それぞれのケースにおける経常収支の予測系列は図 4-9、図 4-12、図 4-15 に記されている。

のケースではまだ経常収支全体では赤字方向に発散してしまう (図 4-9)。これは所得収支の黒字幅が充分でないと考えられる。対して のケースではちょうど経常収支系列が水平となっている (図 4-12)。加えて のケースでは改善の方向に発散していることが分かる (図 4-15)。これらの結果から、今後も貿易・サービス収支と所得収支の間の時系列的な関係が持続し、所得収支を対 GDP 比 0.5% 程度の黒字で安定的に推移させることが出来れば米国経常収支の持続可能性は確保されることが出来る。更に対 GDP 比 0.5% 以上の所得収支黒字を安定的に実現できるならば、経常収支赤字の縮小が可能となってくることが理解できる。

図 4-7 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.25%を達成:貿易・サービス収支

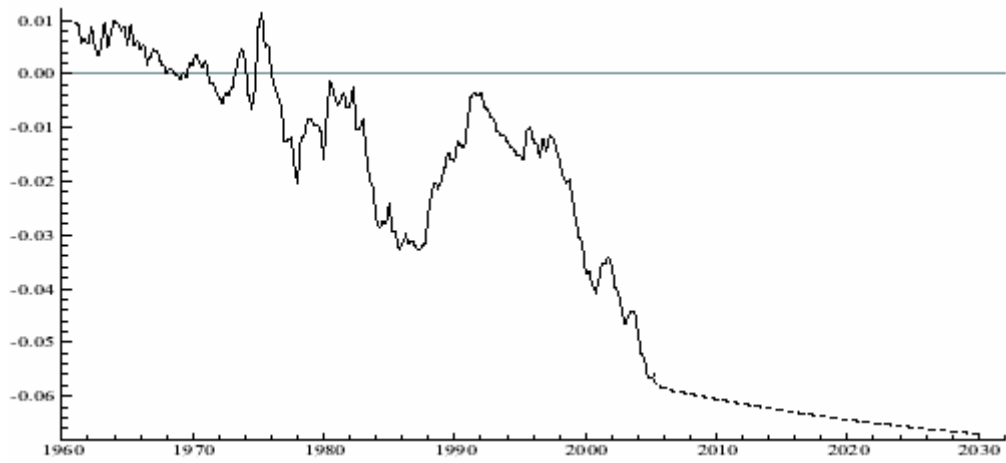


図 4-8 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.25%を達成:所得収支

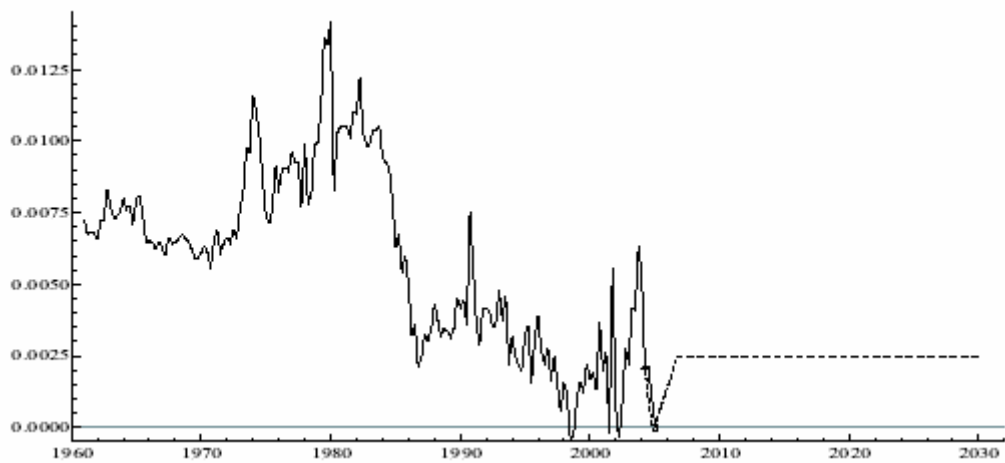


図 4-9 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.25%を達成:経常収支

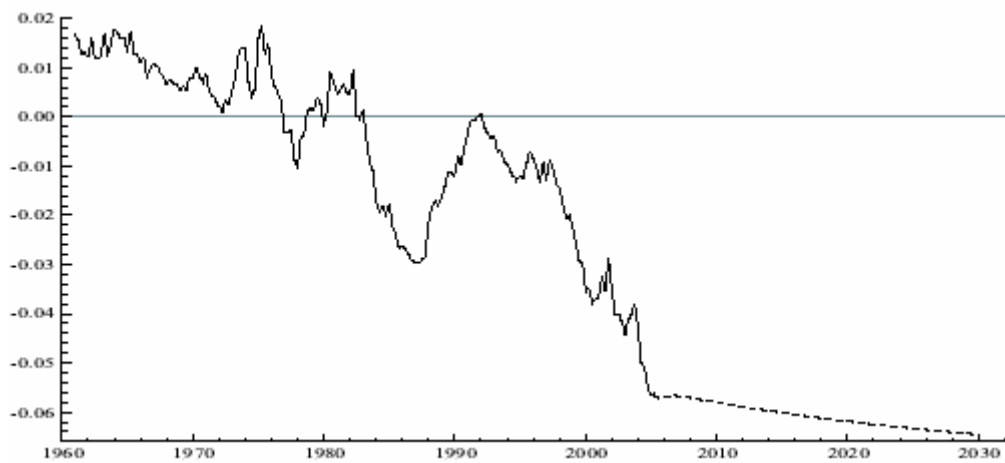


図 4-10 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.5%を達成:貿易・サービス収支

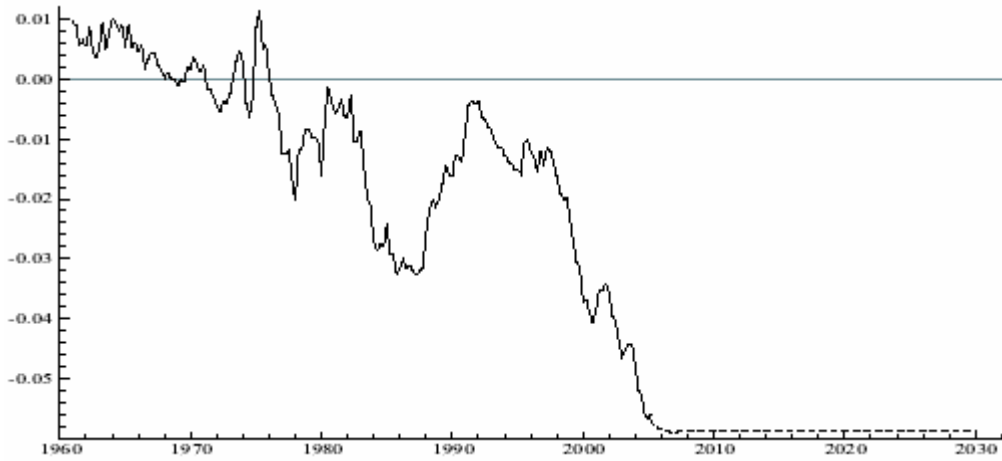


図 4-11 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.5%を達成:所得収支

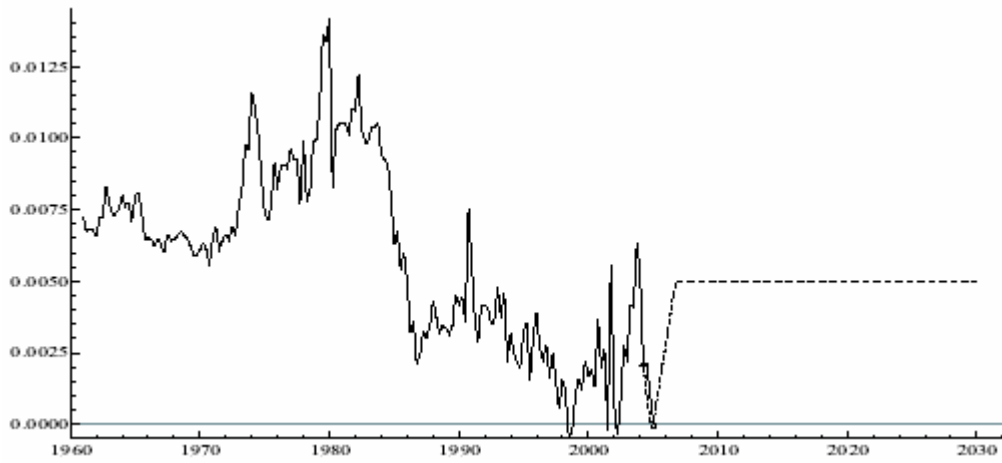


図 4-12 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 0.5%を達成:経常収支

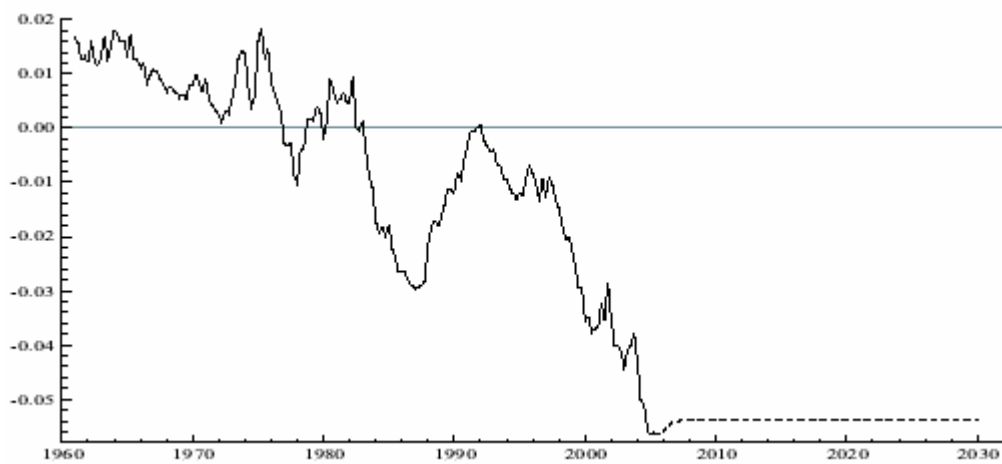




図 4-13 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 1.0%を達成:貿易・サービス収支

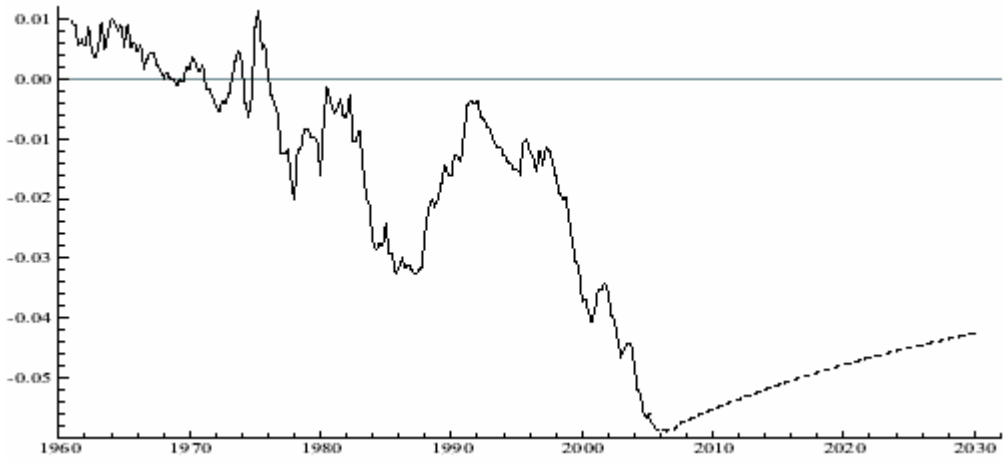


図 4-14 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 1.0%を達成:所得収支

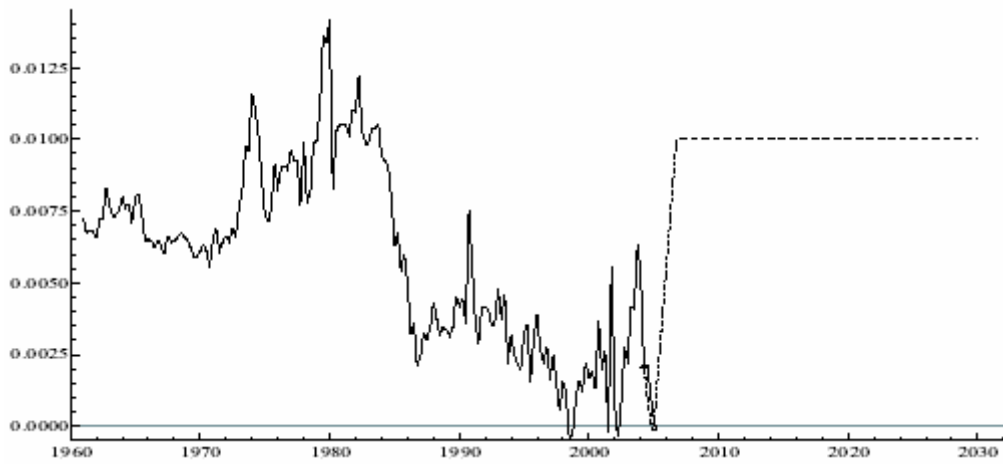
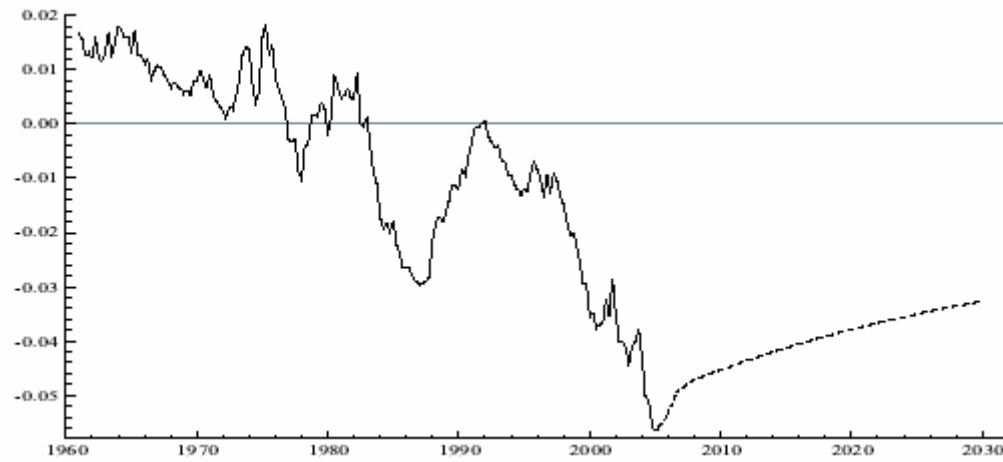


図 4-15 2007 年 Q1 に所得収支 GDP 比 1.0%を達成:経常収支



#### 4. 第4章のまとめ

本章の分析から得られた結論をまとめると以下の様になる。

貿易・サービス収支、所得収支に関して現状のトレンドが持続するならば、経常収支は持続可能性を確保できず、赤字幅は今後も拡大していく。

近い将来から所得収支を対 GDP 比 0.5%以上の黒字で安定的に推移させることが出来れば、経常収支は全体として持続可能性を確保し得る。

のシナリオは現実的なものであろうか。2004年の米国所得収支を見ると受取が 379,527 百万ドル（対 GDP 比 3.2%）、支払いが 349,088 百万ドル（対 GDP 比 3.0%）となっており、その差額である所得収支全体は対 GDP 比 0.2%の黒字になっている。この水準から考えれば、シナリオはそれほど非現実的なものとはいえ、可能性のある一つのシナリオとしてみなすことができるかもしれない。

本章の分析は所得収支の先行きのみ焦点を絞った点で不十分である。また、分析枠組みに、経常収支赤字の累積が対外純債務残高を拡大させるメカニズムを明示的に組み込んでいないという制約もある。米国経常収支における赤字の源泉は貿易・サービス収支にあり、今後の貿易・サービス収支の先行きによってはここでのシミュレーション結果と異なる現実が現れるであろう。しかし貿易・サービス収支の先行きを現状のトレンドに沿って考えるならば、所得収支に注目した本章のシミュレーション結果は一定の示唆を与えるものとなる。

- 本シミュレーションの結果は、VAR に基づくもので、この他にも様々な分析方法がある。
- 本 VAR のモデルで、明示的に考慮に入れることのできなかつた様々な要因があること。例えば、貯蓄投資バランスのメカニズムや「経常収支赤字の累積 対外債務残高拡大 所得収支悪化 経常収支赤字の拡大」のメカニズムは明示的には考慮されていない。
- したがって、シミュレーションの結果はそれを踏まえた結果であることを考慮する必要があり、様々なシミュレーション結果の一つとして解釈すべきである。

## 第5章 開発途上国の発展と米国からの投資の役割

### 1. 開発途上国の開発戦略の推移

戦後、経済開発に乗り出した開発途上国（世銀では低・中所得国を指し、IMFでは先進国を除く諸国をいう）は、表5-1にみるとおり、高所得先進国を上回る成長を遂げてきたが、その戦略は、輸入代替工業化から輸出志向工業化へ、政府主導から市場メカニズムをふまえたものへと変化してきた。

表5-1 GDP成長率の推移

	1965-73	1973-80	1980-89	1990-98	1997-2006
<b>中・低所得国</b>	<b>6.5</b>	<b>4.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	n.a.
低所得国	5.3	4.5	6.2	7.4	n.a.
除く中国・インド				3.7	n.a.
中所得国	7.0	4.7	2.9	2.2	n.a.
重債務中所得国	6.4	5.2	1.9	n.a.	n.a.
サハラ以南アフリカ	4.8	3.2	2.1	2.3	4.1
東アジア	8.1	6.6	7.9	7.9	6.7
南アジア	3.6	4.2	5.1	5.7	n.a.
ヨーロッパ・中東・北アフリカ*	7.7	3.9	2.9	-2.9	3.7
中東・北アフリカ	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	5.0
中南米	6.5	5.0	1.6	3.6	2.8
<b>高所得国</b>	<b>4.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>
OECD諸国	4.7	3.0	3.0	n.a.	n.a.
世界	5.0	3.3	3.1	2.3	n.a.

\*90年以降はヨーロッパのみ

(WDR, WDI, WEO資料より作成)

#### (1) 国家主導の輸入代替工業化

一次産品主体の開発途上国が当初採用したもっとも一般的な工業化は、輸入代替工業化と呼ばれるものであったが、戦後初期に重視されたこの開発戦略は、世銀をリーダーとする援助機関や米国をはじめとする先進諸国の支援による「構造主義」といわれる開発哲学に支えられていた。それは、国内市場が発達していない途上国においては、政府が限られた資源を生産的投資に振り向け、積極的に発展をリードすべきである、との考えに立っていた。こうして開発途上国は、輸入を通じてまがりなりにも国内市場がある製品について輸入代替工業化を目指し、政府は電力、運輸、通信といった経済インフラの整備を図るとともに輸入制限や関税により工業製品輸入を制限する一方、補助金、優遇税制、政府金融などの措置により国内幼稚産業の保護を図った。国内資金の少ない政府は多くの場合海外からの借入に頼らざるを得なかった。

しかし、こうした大幅な政府介入政策は多くの場合、非効率な国有企業を作り出すとともに、汚職やレント・シーキングをうみだし、経済の非効率化を強める結果となった。また、重化学工業製品の輸入代替化においては、多くの場合指導層の予想以上にノウハウの蓄積が伴わず保護措置も長期化した結果、農村の疲弊・都市への人口流出などから社会的政治的不安定が生じ、政策の遂行がいっそう困難になるとともに、財政赤字が大きく膨らむことになった。中南米諸国においては、財政赤字のファイナンスが対外借入でまかなわれたことから80年代の債務危機につながった。さらに輸入代替産業がその後輸出産業に発展しない場合には、工業化のための海外借入資金の返済が困難になるとともに、新しいプロジェクトを効果的に実行していくことができなくなった。

## (2) 輸出志向工業化

こうした政府の失敗のため、60年代末から70年代初めにかけては政府介入を極力減らし、もっと市場メカニズムを重視すべきであると考えられるようになった。国際機関では、各種規制を撤廃して取引を自由化し、国営企業の合理化・民営化を行い、輸入代替工業化に代えて輸出志向型工業化によって産業を国際競争にさらすべきだとの考え方が強まり、多くの国が輸出志向に向かった。82年の世界開発報告が指摘するように、持続的成長を遂げた国の多くは、農業部門の近代化を進める一方で、国内の十分な貯蓄または積極的な外資取り入れにより高水準の投資を効果的に行った国であり、その結果、国際的な競争力をもつ価格で輸出品や輸入代替品を生産できるようになり、それによって外貨がもたらされ、さらに投資効率を引き上げるようになった。

## (3) 市場メカニズム重視から市場機能補完アプローチへ

政府に代わって市場メカニズムを重視する新古典派経済学の考え方は80年代に入り、世銀・IMF等の開発哲学の主流となる。特に1982年に顕在化した累積債務問題を解決するためにIMF/世銀はこの考えに基づいた構造調整政策を採用し、経済構造の抜本的改革を求めた。ただし、80年代後半になると構造調整政策のマイナス面、すなわち同政策により打撃を受ける貧困層の問題が注目されるようになり、経済開発の目的は経済成長だけでなく、貧困の緩和であると考えられるようになった。このため援助機関においては、政府は安定したマクロ基盤の提供、教育、保健、環境、各種制度インフラの整備といった市場のみに依存できない分野では積極的に介入すべきであるとする市場機能補完アプローチ (Market Friendly Approach) がとられるようになった。1997年の世界開発報告は、過去の経験からして政府主導の開発戦略は失敗したが、他方で効果的な政府がない場合にも開発は成功しなかったと結論付けている。

こうした中、アジア諸国は政府による積極的な介入を行いながら比較的早い時期から輸出主導型工業化への取り組みを始めた。たとえば韓国・台湾では60年代に米国の援助<sup>17</sup>及び積極的な外資導入により輸出志向の工業化が推進され、世界の需要構造の変化に見合った輸出が増大した。こうした成功により70年代には直接投資も増え、80年代以降では輸出志向工業化と外資受け入れを推進し始めたASEAN、中国などへも直接投資の役割が高まり、90年代にはアジアNIES自体も直接投資の出し手にまわるなど、連鎖的・重層的な発展につながっている。

他方、中南米では、その多くが手厚い保護政策のもとでの主として国内市場向けの「輸入代替」工業化策であったため、工業品の輸出では出遅れた。70年代に入って多額の外資を受け入れるようになったが、80年代には多くの国が債務問題と国内市場の飽和による投資抑制により経済発展が停滞した。しかし、債務危機を経て国営企業の民営化など構造改革の進展、さらにメルコスールやNAFTAの発展などから90年代以降中南米への直接投資が増大しており、ブラジル、メキシコ、チリなどが世界経済への統合を強めつつある。

こうして90年代に入ると、グローバル化の進展の中で開発途上国（体制移行国も含め）は世界経済への統合を進めざるをえなくなり、資本自由化により積極的に海外資金を取り入れて経済発展に努める国が増えているが、その成否はいかに国内政策を海外資金、特に直接投資誘致にむけて整合的なものにし、輸出産業を振興できるかにかかっている。

## 2. 途上国への資金の流れ

開発途上国への資金の流れは、戦後当初はは開発援助機関（世銀グループ）及び工業国

<sup>17</sup> Malcolm Cook (1991-1992) 1953-62年の韓国輸入の70%、台湾経常赤字の85%がファイナンスされたという。

(DAC) による公的資金が中心であり、60年代初期にはこれら公的資金が開発途上国への純資本流入の66%を占めていた<sup>18)</sup>。民間資本では、直接投資が20%、銀行融資・輸出信用が各7%であった。その後80年代初にかけては民間中長期融資が急増し、1982年には開発途上国の中長期債務に占める民間債務の比率は推計60%に達した(短期融資まで含めると70%以上<sup>19)</sup>)。この背景には70年代にオイルマネーの還流により比較的低金利が続いたことから途上国が借入れを増やしたことや、直接投資を多国籍企業による搾取であるとして多くの国が進出を制限したり進出企業を国営化したことから多国籍企業が融資で代替したことなどがあつた。これらの民間資金は圧倒的に中所得国に向かい、低所得国は引き続き必要な資金のほとんどを公的資金(主に多国間ODA)に頼っていた。しかし、80年代には二度の石油ショックで中南米の中所得国を中心に債務危機が発生したことから、途上国向け民間銀行融資は大幅に鈍化した。

世界の資本移動は金融の自由化とグローバル化の進展により80年代以降急増した。特に90年代にはいと冷戦体制の崩壊や中国の社会主義市場経済移行などにより、世界市場の規模は急速な拡大を遂げた。こうした世界市場の規模拡大に伴い、企業は分業体制の再構築や新たな販売拠点の確保を求めて国境を越えたグローバルな経済活動を活発化させた。これらに伴う直接投資資金の流れの80-90%は先進国間におけるものであつたが、開発途上国でも債務危機を経てより安定的な資金である直接投資に再び注目が集まるようになり、多くの国が外資に対して開放策をとるようになったため、直接投資が増加した。開発途上国への資本流入に占める直接投資の割合は1978-81年の11%から90年代には20%に増加し、直接投資は多国籍企業による輸出入等を通じ世界経済の成長エンジンとなるとともに、途上国の世界経済への組み込みを推進している。最近のIMF統計では途上国の直接投資の割合は94-97年41%、アジア通貨危機後には融資が回収されたこともあり98-03年では85%に達した。

90年代の直接投資の急増は、多くが中南米諸国や移行国における民営化、アジア通貨危機に見舞われた国での銀行や企業の売却に伴うM&Aによるものであつたが、地域統合の動きの進展もあり、従来の資源採掘活動や輸出向け労働集約産業関連の投資に対して、市場開拓、特にサービス部門への投資が増加していることも注目される。開発途上国向けの直接投資では、90年代前半は中国を中心とするアジアが過半数を、中南米が約3割を受け入れていたが、後半では通貨危機後のアジアがやや比率を下げ一方、中南米と並び旧東欧への投資が増加している。また、近年ではアジア域内の経済緊密化やメルコスールなどの地域統合の動きを反映し、アジアNIESやブラジル、チリ等が近隣国への投資の出し手としての地位を高めてきている。

表5-2 開発途上国への資本流入の構成

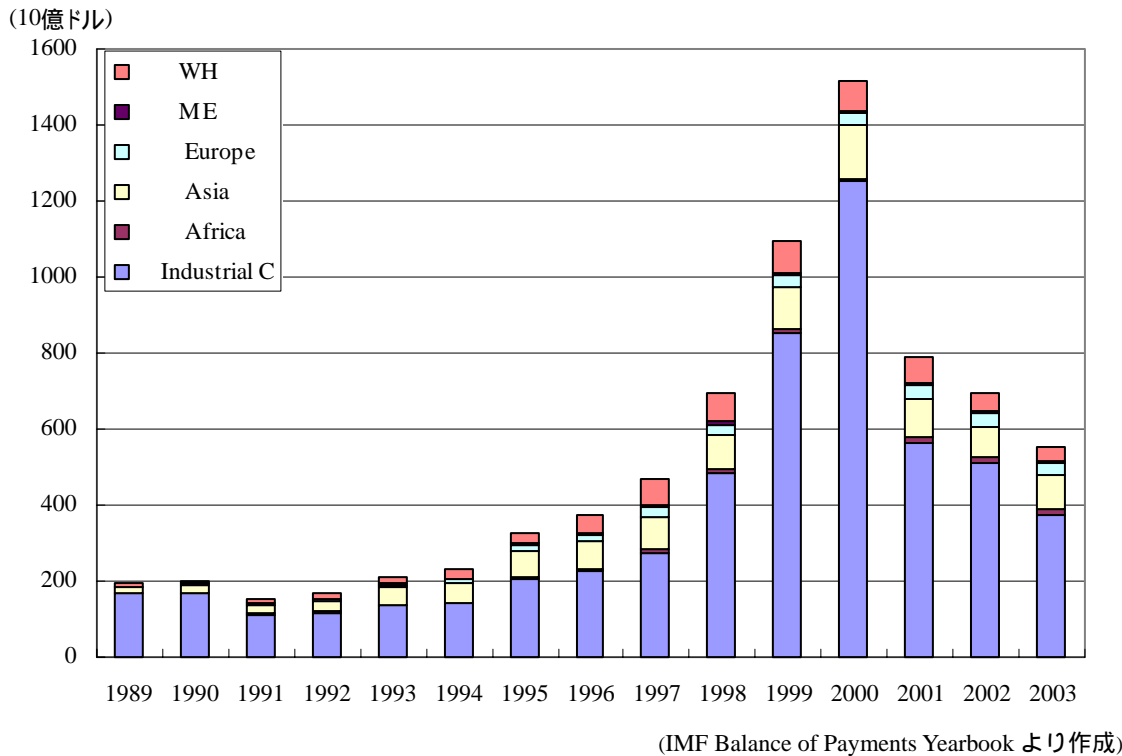
	(%, 10億ドル/年)					
	1978-81	1982-89	1990-95	1994-97	1998-2003	2003
直接投資	11	16	20	41	85	52
証券投資	9	29	44	30	27	29
融資等	80	55	36	29	-6	25
金額 (\$b/年)	n.a.	n.a.	n.a.	348	256	339
(対全世界、同)	n.a.	n.a.	n.a.	-1,798	-2,858	-3,217
(途上国シェア、%)	n.a.	n.a.	n.a.	19%	9%	11%

(Bosworth & Collins, IMF Balance of Payments 資料より作成)

<sup>18)</sup> WDR (1982)

<sup>19)</sup> WDR (1983)

図 5-1 直接投資受入れ先



### 3. 米国の開発途上国への投資の推移

米国の対外資本フロー全体の動きをみると、70年代前半までは直接投資が中心であり、かつそのほとんどが欧州向けであった。政府資金はアジア・アフリカ向けが中心であり、ヨーロッパからは返済が続いた。しかし、70年代後半から80年代後半にかけては銀行貸付が急増する。この背景には第一次、第二次石油危機により発生した産油国の巨額の余剰資金を還流する必要が高まり、石油輸入代金支払い資金や開発資金を必要とした非産油途上国や共産圏諸国への銀行貸付が増大したことがある。ユーロダラー市場の拡大もこれを助長した。米国銀行の貸付先は72年から83年にかけて圧倒的に中南米向けであり、ネットで2000億ドルに達した。これは先進国を含む欧州向けの2倍（東欧向けの100倍）、アジア・アフリカ向けの5倍であった。しかし、80年代には中南米の債務危機により銀行融資は大幅に減少した。中南米向けは80年代末に若干回復し90年代初に再び減退した後、90年代後半はかなり増加したが、中南米に代わって欧州向けが著しい増加を見せた。90年代に入って急増したのが直接投資である。特に90年代後半から04年にかけては通貨統合を控えた欧州向けのM&Aを中心に大幅増加を示した。米国の直接投資は90年代以降世界全体の出し手の約20%-30%のシェアを占めている。

直接投資の進出先は、傾向的に先進国中心（残高で7割）であり、開発途上国向けは3割にとどまっている。フローでみると地理的に近い中南米がほとんどの期間で開発途上国向けの半分以上のシェアを占めてきたが、80年代後半以降は特にアジアへの投資が増加しているのが注目される（残高では中南米は60年代央の開発途上国の69%から03年は50%に低下、アジアは同9%から34%へ増加）。60年代にはベネズエラが中南米での投資先のトップであったが、70年代に入るとブラジル、メキシコへの投資が多くなり、特に90年代にはNAFTAに参加したメキシコへの投資が急増している。

証券投資については70年代半までは日本・カナダ・国際機関等向けが大半であったが、

70年代半以降欧州向けが半分以上を占めるようになり、90年代以降は中南米向けも増加してきている。

図5-2 米国の対外資金フローの推移

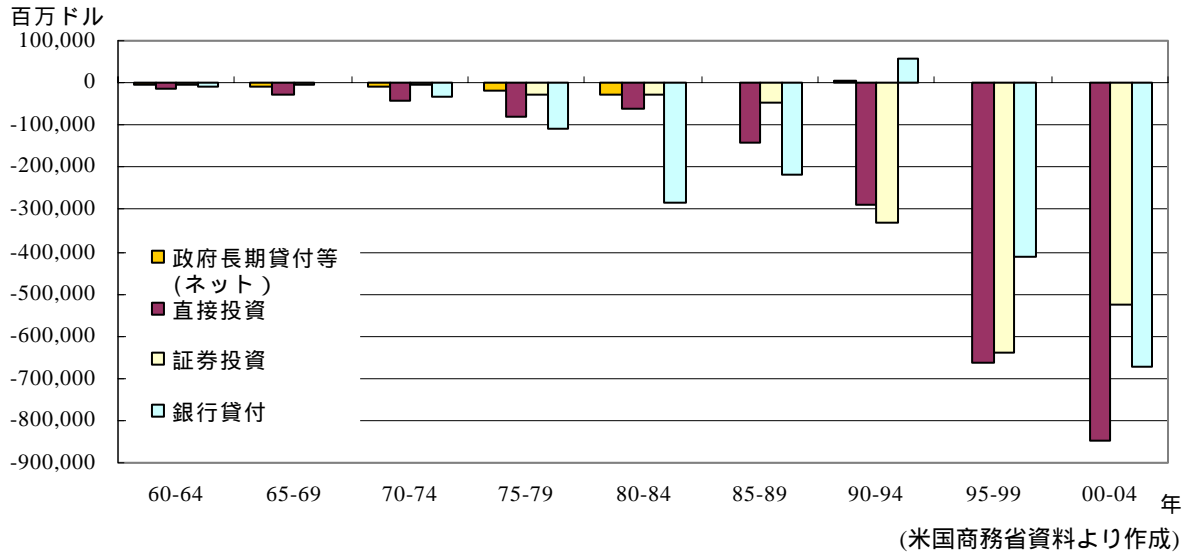


図5-3 米国の対外直接投資の推移

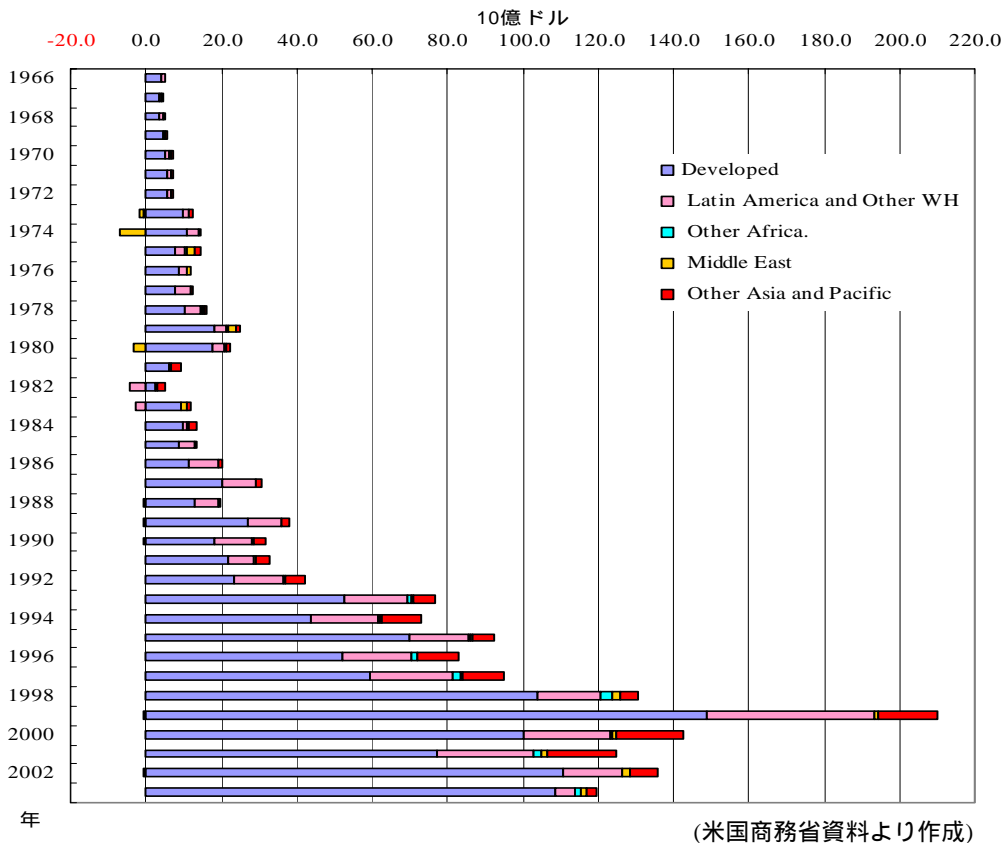


図5-4 米国直接投資フローの地域別シェア(先進国・欧州を除く)

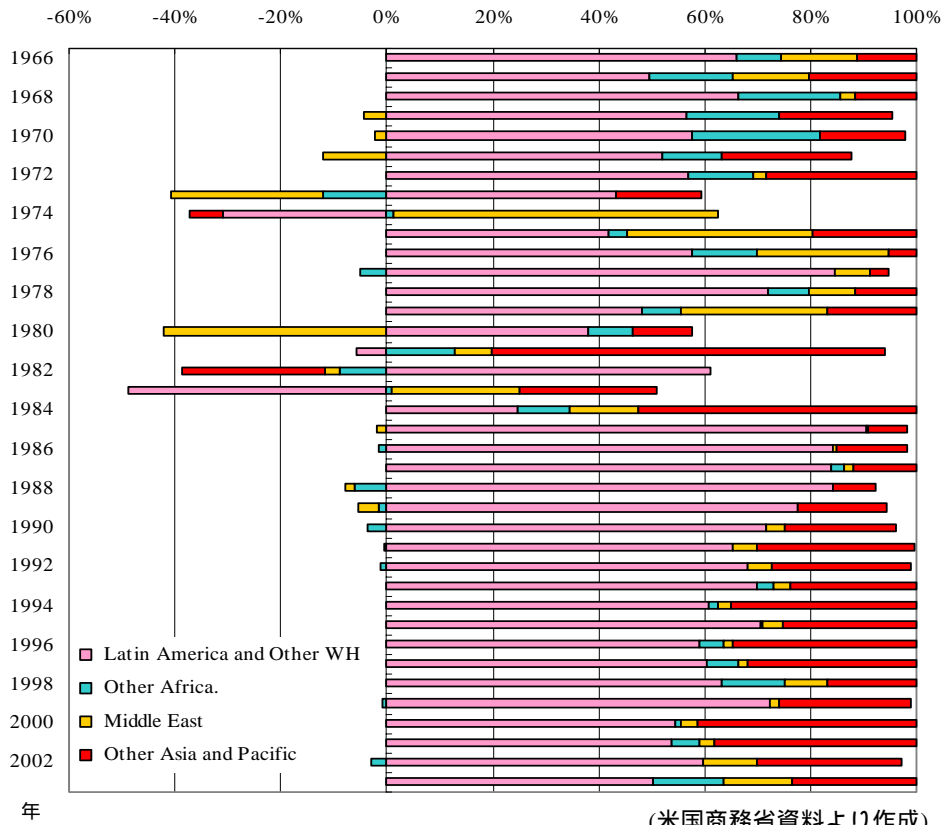
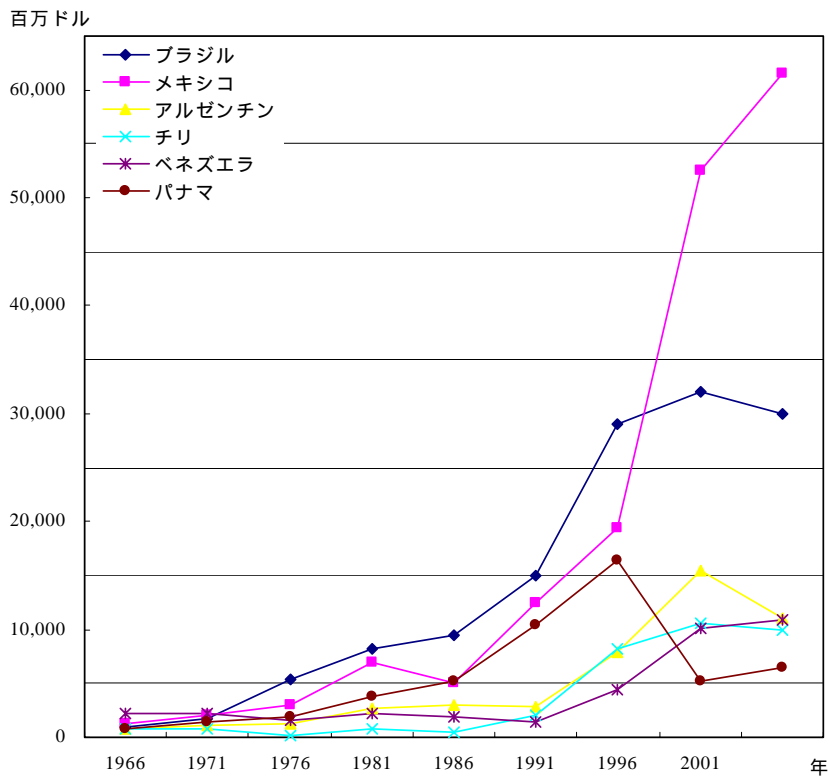


図5-5 中南米向け直接投資の推移 (残高) (1966-2003年)



(米国商務省資料より作成)



#### 4. 米国資本の貢献度

第二次大戦後米国は、マーシャルプランをはじめ先例のないほど多額の資金を投入し、欧州の復興と世界経済の成長を促進し、国際通貨、貿易、復興・開発金融などのための国際的枠組みの創設の起動力となり、IMF/世界銀行をはじめとする国際金融・援助機関の最大の出資者となった。60年代にはケネディ大統領による「国連開発の10年」の提唱をはじめ、開発途上国への国際的な取り組みに積極的にかわり、少なくとも70年代までの米国は、自由主義体制の推進者であり、開発途上国に対する市場の提供者であった。70年代には先進国において保護主義的な動きが強まる一方、開発途上国においては天然資源の主権回復の動きや企業の国有化が強まったものの、米国は、この間は市場メカニズムを基本としつつ、世界経済のリーダーとして開発途上国の要求には卒直に耳を傾ける態度をとった。80年代になるとドル高是正と経常赤字のため保護主義的通商法案が相次ぎ、レーガン政権以降は、日欧の市場開放、構造改革とともに、新秩序形成のために自由主義から公正主義を掲げるようになった。

こうしたなか米国の開発途上国向けの資金フローは、80年代に一時GDP比0.5%に低下したものの、60年代以降90年代後半まで0.7%の水準が続いた。2000-04年ではこの水準は0.23-0.38%に低下しているが、依然として世界のフローの21%を占め、最大の貢献国であることには変わりない。

表 5-3 米国の開発途上国向け資本フロー

	1960-69	1970-79	1980-89	1990-97	2000-04
総資金フロー	51,298	108,738	189,762	361,021	158,423
ODA	34,637	40,103	83,814	78,038	70,969
(うち対アジア%)	-59	-56	-33	-28	n.a.
民間資金	15,070	54,040	86,143	258,320	58,315
(うち対中南米%)	n.a.	-73	-67	-58	n.a.
直接投資	9,811	32,864	45,385	150,783	n.a.
証券・融資	5,259	18,806	31,174	98,259	n.a.

(Survey of Current Business, DAC統計より作成)

これらの資金は60年代には70%以上が公的資金（ODA等）であったが、次第に民間資金が増加<sup>20</sup>し、97年にかけては90%以上を民間資金が占めようになった。こうした資金の対象は米国の対外政策と世界経済の動向により影響を受けてきている。ODA資金は60年代、70年代を通じて戦略的目的からアジアが主たる受け入れ国であり<sup>21</sup>、中南米諸国へのODAは70年代に減少したが、80年代から90年代の新西半球の開発途上国に対する米国の新政策のもと増加に転じた。80年代から90年代にかけては、イスラエル、エジプトにも多くのODAが行われた。民間資金では中南米への投資が過半を占めていたが、近年アジアの割合が高まっている。ただし、米国の大手多国籍企業のみをみると、仏独日などの大手多国籍企業に比べ地域的な偏りがすくなく、世界各地に比較的平均的に子会社を分散しているのが特長となっている<sup>22</sup>。

資本の移動に加えて、米国は技術移転の点でもリーダーであった。これは戦後アメリカで多くの技術革新がなされ、コンピューター、プラスチック、医薬品、半導体、航空機などの先端技術分野をはじめとして様々な産業分野で積極的な研究開発を行って、多くの新

<sup>20</sup> ニクソンの政策により、二国間から多国間主義、民間主導へ変化したことも影響した。

<sup>21</sup> Mataloni (2000)

<sup>22</sup> UNCTAD (2005)

製品、新製法を発明し、それらを企業化することに成功したことによる。こうした技術は、米国企業の直接投資を通じて進出国の産業・貿易構造に大きな影響を与えた。

このように米国は、世界の貿易、投資の自由化を進め、開発途上国への資金供与にも中心的な役割を果たしてきたが、世界最大の経常収支赤字国・純債務国となった現在では、2000年対外経済戦略（国務省）にみられるように、米国の政策は外国市場の開放により貿易を増大し、財、サービス、資本の自由な流れを拡大することによって世界の経済成長と安定を促進、開発途上国・移行国の幅広い成長を推進することが中心となっている。

## 5. 国際投資の開発途上国へのインプリケーション

米国は世界の中心的な資金の出し手として基本的に自由な貿易とともに自由な資本の流れを推進してきた。自由な資本フローには一般に、投資分散による投資家のリスク軽減、コーポレート・ガバナンスや会計基準・法制などのベストプラクティスの世界的普及、不適切な政府政策の推進抑止などのメリットがあると指摘される。これらに加え、特に直接投資については投資受入国において雇用の創出、部品調達を通じた技術移転、M&Aを通じた経営ノウハウ・工場管理方法の伝播、新規参入による競争促進、法人税収の増加（優遇税制をとらない場合）などのメリットが指摘されている<sup>23</sup>。

ボスワースとコリンズ（1999）によると、1978-95年の資本流入がアジア、中南米及びアフリカの58の開発途上国の国内投資に与えた影響を調べたところ、資本流入1に対して0.5の国内投資の増加が見られたという。このうち直接投資は0.8（新興市場18カ国では0.9）その他資本（主に銀行貸付）は0.4-0.5の投資増加をもたらしたが、証券投資は0.1にとどまったとしている。こうした分析結果を踏まえて、直接投資に関しては、資本自由に伴う弊害があっても、それを十分に上回るメリットがあるとみられよう結論づけている。

このように資本流入は、原則として開発途上国において投資と成長に寄与するとみられるが、すべての資本が有益というわけではなく、安定的な直接投資は「善玉コレステロール」であるのに対し、特に金利差や為替期待により投機的に動く短期資金については「悪玉コレステロール」であるとの見方もある<sup>24</sup>。また、こうした資本フローが開発途上国の経済成長にどの程度つながるかは、国内政策の改善程度、資本規制の緩和スピード、資本流入の構成などに影響され、一様ではなく<sup>25</sup>。直接投資と経済成長の間の因果関係（直接投資が経済成長をもたらすのか、国内成長が資本を引きつけるのか）も必ずしも証明されていない。最近では、資本フローの中での直接投資の比率が高い国は、国内市場の発達の遅れたリスクの高い国であることが多く、これらの国は投資環境と市場機能の改善に注力すべきであるとするものもある<sup>26</sup>。いずれにせよ、直接投資も万能薬ではなく、それどころかグループ企業間金融で突然生じ得るホットマネー的な資金逆流、誤った業種への投資、危機発生時における投売りの条件での経営権の移転、国内投資のクラウディングアウトなどのリスクも指摘される。

結論として、開発途上国が経済成長を促進するためには、まず対外的に貿易・投資の開放政策を採用して、世界経済への統合を図ることが重要である。また、工業化の過程では、輸出競争力を高めつつ順次付加価値の高い輸出構造への移行を図ること、食料輸入の増大が国際収支悪化を通じて工業化の進展を阻害しないように農業部門と非農業部門のバランスのとれた発展を図ること、投資環境を改善し、債務累積の増大を回避し、国内貯蓄の増大を通じた国内資源の活用を図ること、などに留意することが求められる。

<sup>23</sup> Feldstein (2000)

<sup>24</sup> Hausmann and Fernandez-Arias (2000)

<sup>25</sup> World Bank, Global Development Finance (2001)

<sup>26</sup> Hausmann and Fernandez-Arias (2000)

## 6. 第5章のまとめ

戦後の開発途上国の開発戦略は、当初は政府主導で輸入代替工業化が目指された。しかし、政府介入による非効率な国営企業、汚職、レント・シーキングなどの問題が発生した。60年代末から70代初めにかけて、市場介入を極力減らし、市場メカニズムを重視するべきであると考えられるようになり、規制改革・自由化、国営企業の合理化・民営化が進められ、輸出志向型工業化の考え方が強まった。80年代後半になると、この考え方に市場と政府の役割のバランスを踏まえた、市場機能補完アプローチの影響が高まっていった。こうしたなか、輸入代替工業化を進めた中南米は80年代に對外債務問題を抱えた一方で、輸出志向工業化を進めてきた東アジアは高い経済成長を示してきた。

開発途上国への資金流入は、60年代初期には公的資金が大きなシェアを占めていたが、民間資金のシェアが高まり、なかでも直接投資の割合は増大していった。60年代以降現在までの米国の開発途上国向けの資金フローも概ねこのトレンドに沿ったものであり、当初高かったODAなどの公的資金のシェアが低下する一方で、民間資金のシェアが上昇し、民間資金のなかでは、70年代後半から80年代にかけては中南米向け銀行貸付が一時的に急拡大をみせた局面もあったが、主要なシェアを占めてきたのは直接投資であった。

こうした資金流入は、開発途上国の輸出志向型工業化と経済発展を支え、なかでも直接投資の役割は大きかったと思われる。この直接投資は、投資受入国に、雇用の創出、部品調達を通じた技術移転、M&Aを通じた経営ノウハウ・工場管理方法の伝播、新規参入による競争促進、法人税収の増加（優遇税制をとらない場合）などのメリットをもたらした。直接投資は、他の投資形態に比べて、投資受入国の国内投資を拡大させる効果が高いという研究結果もある。開発途上国は、こうした効果を活用しながら、貿易・投資の対外的な開放、投資環境改善、国内貯蓄・資源の活用などを進め、バランスのとれた経済発展を図ることが重要であろう。

## 参考文献

- 伊藤隆敏・財務省財務総合政策研究所(2003)『検証・アメリカ経済』日本評論社.  
経済企画庁 (1988～2000年度)『世界経済白書』.  
白鳥正喜 (1998)『開発と援助の政治経済学』東洋経済新報社.  
内閣府政策統括官室 (2002年春～2005年秋)『世界経済の潮流』.  
<[http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai\\_chouryuu/index.html](http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/index.html)>  
日本貿易振興会 (各年版)『ジェトロ投資白書 世界と日本の海外直接投資』.  
春田素夫・鈴木直次 (2005)『アメリカの経済』岩波書店.  
渡辺利夫 (1996)『開発経済学 経済学と現代アジア』日本評論社.
- Bosworth, B. P. and S. M. Collins (1999). “Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.  
Cook, Malcolm (1991-1992). “Can the NICs be Duplicated?: An Analysis of Systemic Constraint”, *Latitudes*, Volume 1. <<http://ssmu.mcgill.ca/journals/latitudes/1nics.htm>>  
Feldstein, Martin (2000). “Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future,” *NBER Working Paper*, No. 7899.  
Graham, Edward (2005). *Multinationals and Foreign Investment in Economic Development*, International Economic Association.  
Grubert, Harry (1997). “Another Look at the Low Taxable of Foreign-Controlled Companies in the United States,” *U.S. Treasury Department OTA Paper 74*.  
Hausmann, Ricardo and Eduardo Fernández-Arias. (2000). “Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?,” *Inter-American Development Bank Working Paper*, No. 417.  
Hung, Juannh H. and Angelo Mascaro (2004). “Return on Cross-Boarder Investment: Why Does U.S. Investment Do Better?,” *Congressional Budget Office (CBO) Technical Paper*, December.  
IMF (2005). *World Economic Outlook (WEO)*.  
IMF (various issues). *Balance of Payments Yearbook*.  
Loungani, Prakash and Assaf Razin (2001). “How Beneficial is Foreign Direct Investment for Developing Countries?,” *Finance and Development*, Volume 38, No.2, June.  
Lowe, Jeffrey H. (2006). “An Ownership-Based Framework of the U.S. Current Account, 1993-2004,” *Survey of Current Business*, January.  
Mataloni, Raymond J. Jr. (2000). “An Examination of the Low Rates of Return of Foreign-Owned U.S. Companies,” *Survey of Current Business*, March.  
McCormick, William (1999). “U.S. Resource Flows to Developing Countries and Multilateral Organizations, 1993-1997,” *Survey of Current Business*, February.  
Mishra, Deepak, Ashoka Mody, and Antu Panini Murshid (2001). “Private Capital Flows and Growth,” *Finance and Development*, Volume 38, No.2, June.  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/mishra.htm#author#author>>  
Ogawa, Eiji and Takeshi Kudo (2004). “How Much Depreciation of the US Dollar for Sustainability of the Current Accounts?,” *Hi-Stat Discussion Paper Series No.44*, November.  
UNCTAD (2005). *World Investment Report*.  
World Bank (1983-1991). *World Development Report (WDR)*.  
World Bank (2000). *World Development Indicator (WDI)*.  
World Bank (various issues). *Global Development Finance*.
- 財務省 <<http://www.mof.go.jp/>>  
日本銀行 <<http://www.boj.or.jp/>>  
Congressional Budget Office <<http://www.cbo.gov/>>  
OECD, Development Assistance Committee <<http://www.oecd.org/dac>>  
US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis <<http://www.bea.gov/beahome.html>>