

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²、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³。

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⁴。

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⁵についての売上高経常利益率を比較

² 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。

³ 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。

⁴ 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）。

⁵ 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⁶。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

⁶ 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 との際立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⁷ + 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 ⁸		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%)

⁷ 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。

⁸ 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⁹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。

⁹ 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、わけでも 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 の半分以上の水準にある一方、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%
バミューダ	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いると言えよう。

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¹⁰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、発生しやすくなるはずである。

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やすはずだが、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。

¹⁰ 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¹¹。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

¹¹ 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。