

財務省財務総合政策研究所「日本経済と資金循環の構造変化に関する研究会」

海外直接投資の新たな潮流とマクロ経済 ：資金循環の視点から見た展望

2024年4月23日

神戸大学大学院経済学研究科

松林 洋一

展開

- I 問題意識
- II 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム（1）
- III 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム（2）
- IV 海外直接投資の諸類型
- V 製造業における比較優位財の創出の可能性
- VI 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム（3）

I

問題意識

日本

高齢化・人口減少に伴う
市場拡大の限界

期待国内需要の低迷

国内需要（売上）・国内資本ストック
に基づいて想定される期待収益率

国内資本の海外への移転（グローバルな資本ストック調整）

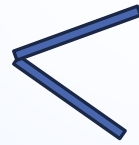
対外直接投資の加速

海外

高成長・安定成長に伴う
市場拡大の期待

期待海外需要の増加

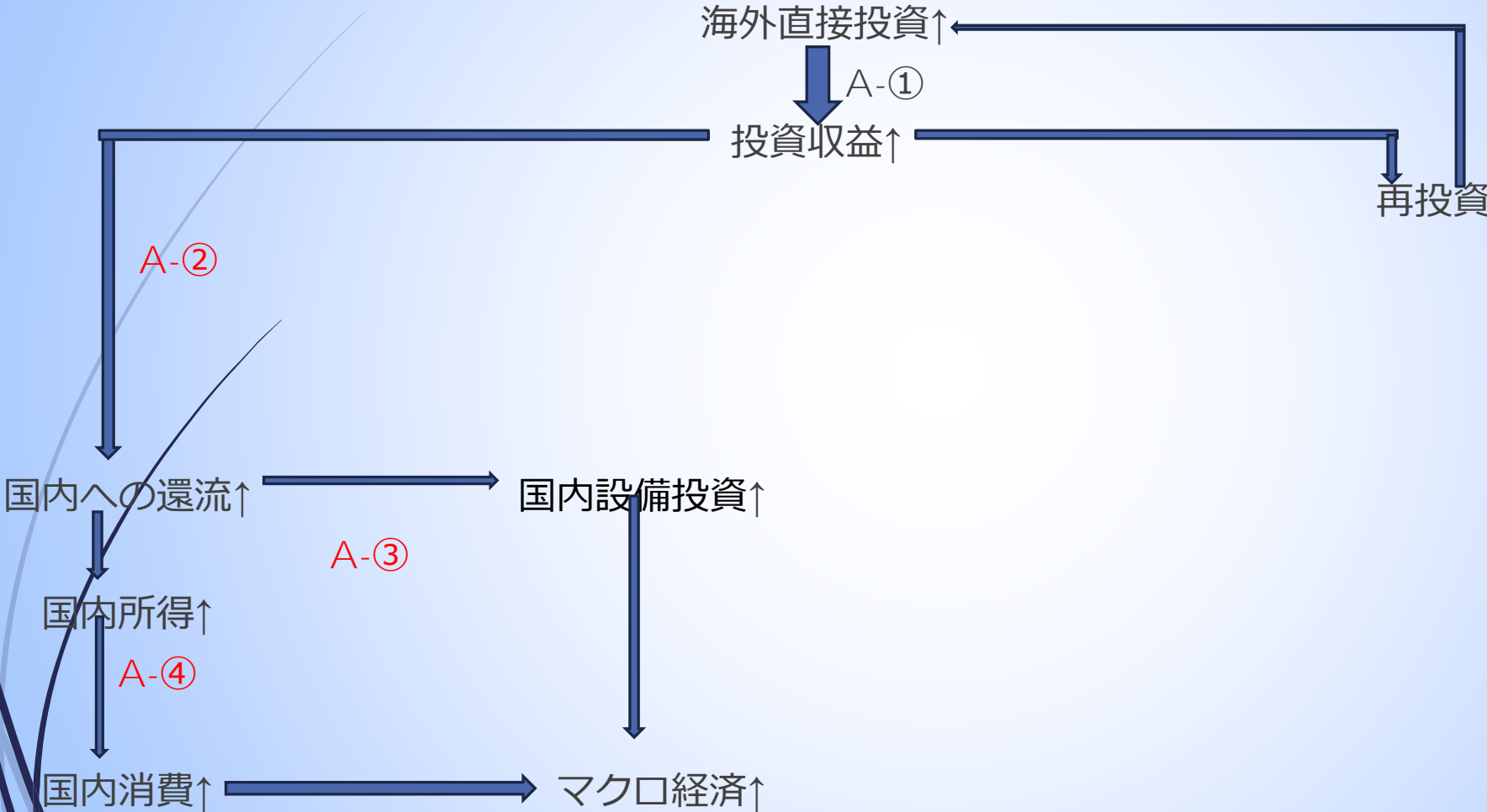
海外需要（売上）・海外資本ストックに
基づいて想定される期待収益率



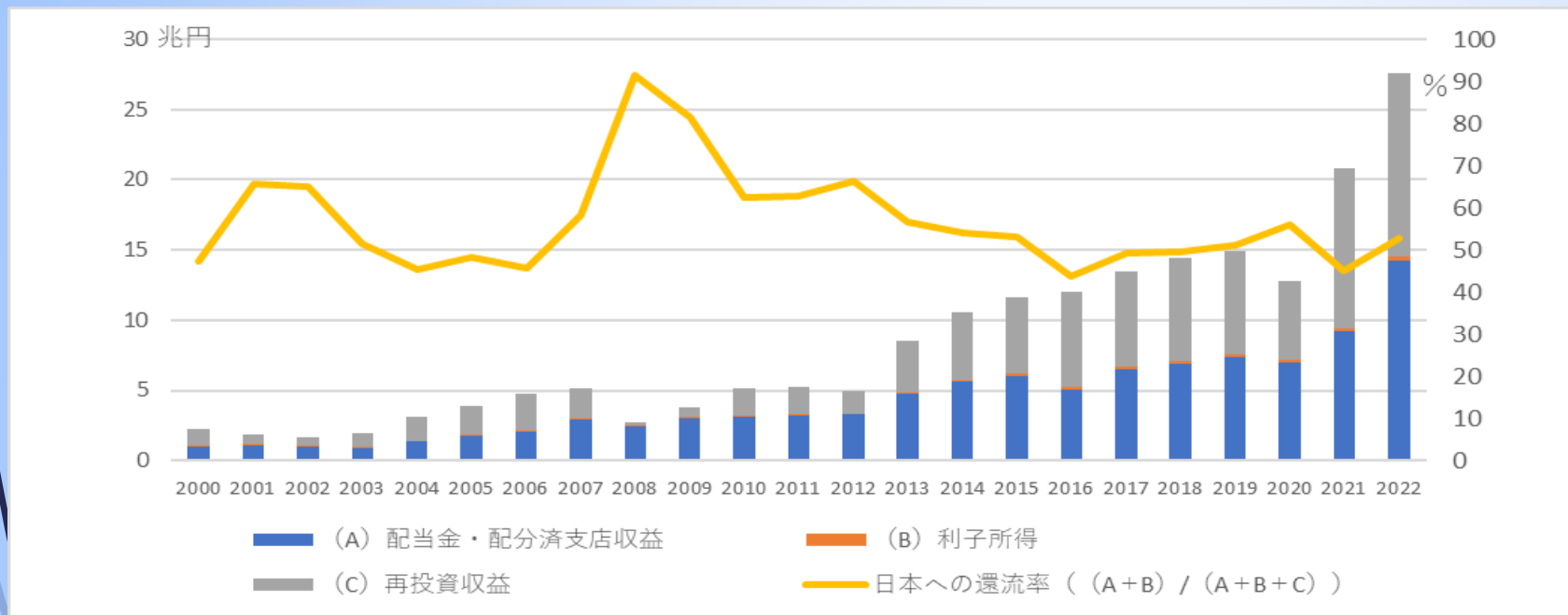
- ①国内へ投資される資金が海外へ移動し、対外直接投資が加速している。
- ②海外での生産、売り上げの増加が、国内マクロ経済の成長に寄与するにはどのようなルート、メカニズムが考えられるのだろうか？
- ③複数のルート、メカニズムを想定することにより、グローバルな資本ストック調整が加速する今日の日本経済における、新たな成長の原動力の可能性を整理、展望してみる。

Ⅱ 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム（1）

海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム

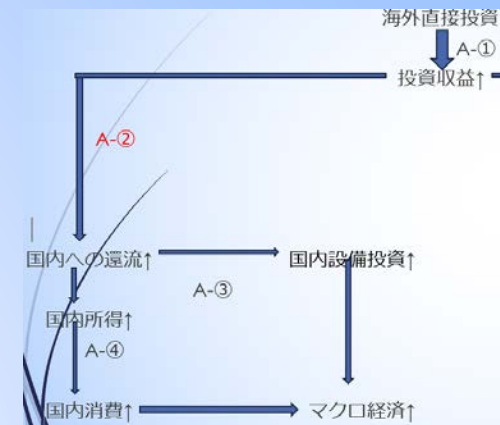


A-② 海外直接投資収益の国内への還流

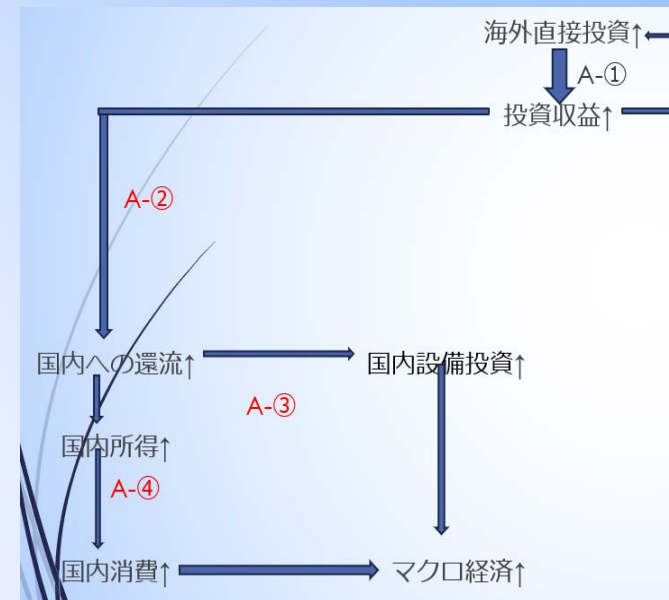


日本銀行「国際収支統計」

① 直接投資収益の国内への還流率は約50%。



米国の事例 「雇用創出法」 (2004)



米国企業が外国子会社の収益を配当として米国内に還流させた場合、収益の85%を課税ベースから控除できる制度（2004年の単年度のみ適用）

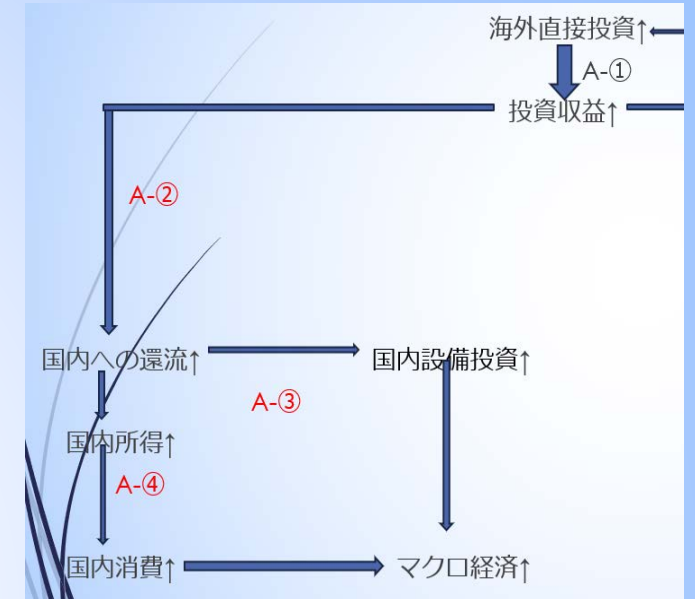
効果

- ・ 海外から米国内へ還流の大幅な増加。
- ・ 還流した資金が米国内の投資や雇用の増加に貢献したか否かは微妙。

Redmiles(2008)

United States Congress Senate, Permanent Committee on Investigations (2011)

日本の事例 「外国子会社配当益金不算入制度」 (2009)



日本企業が外国子会社の収益を配当として日本国内に還流させた場合、収益の95%を課税ベースから控除できる制度（2009年以降継続的に適用）

制度の対象となる外国子会社：国内法人企業の持ち株比率25%以上で半年間以上保有。

効果

- ・ 免税制度の導入は、ある程度配当還流を促していた可能性が高い（2009-2011年の3年間を検証）。
長谷川・清田（2015）
- ・ 国内親会社の利益（資金）が不足している場合、海外子会社から親会社への還流が増加する可能性が高い。

田近・布袋（2009） 清田（2015）

現地法人からの配当金の用途

製造業（大企業）

11

短期：今後1～2年

用途	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1 研究開発・設備投資	32.0	34.7	35.7	36.3	36.8	39.3	39.6	39.7	38.1
2 雇用関係（給与・賞与）	5.8	7.6	7.9	7.1	7.8	7.2	7.7	7.5	6.7
3 役員報酬	0.9	0.9	1.8	1.7	2.3	2.1	1.5	1.1	1.4
4 株主への配当	14.7	15.8	16.9	15.7	18.7	21.0	22.1	23.4	21.9
5 自社株買い	0.4	0.6	1.0	0.7	0.9	1.1	1.7	1.3	1.3
6 借入金返済	14.4	14.0	13.9	14.7	15.9	15.7	16.4	17.0	14.3
7 その他	19.1	17.6	17.0	14.3	12.5	12.4	13.5	14.4	12.2
8 分からない	44.2	43.9	43.2	44.8	45.4	43.8	41.4	40.6	45.9

長期：今後3～5年

用途	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1 研究開発・設備投資	34.5	36.2	36.1	37.0	37.8	39.3	39.1	37.8	37.6
2 雇用関係（給与・賞与）	6.5	7.5	8.1	7.1	7.8	7.2	7.1	7.4	6.2
3 役員報酬	0.8	0.9	2.0	1.8	2.6	1.9	1.6	1.2	1.6
4 株主への配当	16.0	15.8	17.4	16.7	18.9	20.8	22.2	22.7	21.2
5 自社株買い	0.8	0.8	1.2	0.9	1.5	1.2	1.9	1.6	1.2
6 借入金返済	12.2	13.1	13.3	13.3	14.1	13.9	15.0	16.0	13.9
7 その他	19.1	16.4	15.5	13.1	11.7	11.3	12.1	12.5	11.1
8 分からない	44.8	46.4	46.2	48.0	48.0	46.5	45.1	45.5	49.0

経済産業省「海外事業活動基本調査」 項目6-1-1 構成比（%）複数回答可

①配当金を国内設備投資・研究開発投資に充てる意思是40%ある。鍵となるのはそもそも旺盛な国内投資需要があるか否か。

現地法人からの配当金の用途

非製造業（大企業）

12

短期：今後1～2年

用途	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1 研究開発・設備投資	11.9	13.4	13.6	12.8	11.6	13.8	15.4	15.1	15.3
2 雇用関係（給与・賞与）	6.5	6.0	5.3	4.4	4.0	6.4	8.0	7.4	9.0
3 役員報酬	0.6	0.8	0.9	0.7	1.0	1.4	1.4	2.3	0.9
4 株主への配当	11.5	11.9	12.6	12.5	13.3	13.4	15.9	17.8	16.1
5 自社株買い	0.6	0.6	0.8	0.2	0.2	0.3	1.0	1.1	0.5
6 借入金返済	10.3	8.4	10.9	8.1	8.4	9.1	9.7	7.2	8.1
7 その他	25.2	26.3	23.0	20.0	20.5	17.6	20.6	16.5	17.2
8 分からない	52.8	53.4	54.2	58.1	58.8	58.7	55.4	57.0	57.2

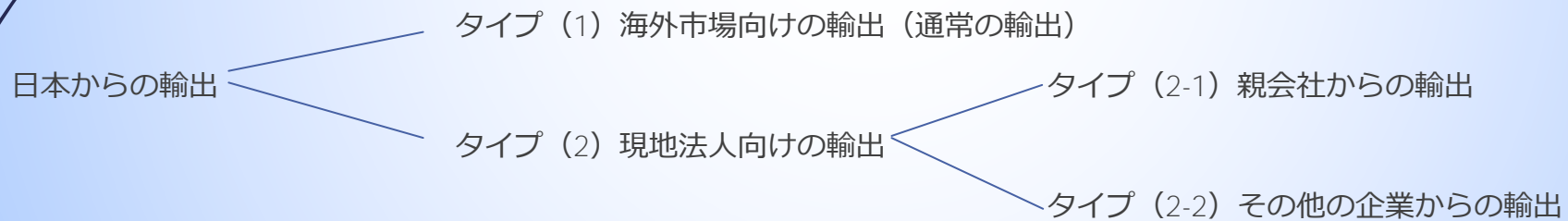
長期：今後3～5年

用途	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1 研究開発・設備投資	13.0	14.1	15.6	14.8	13.5	14.3	16.4	15.4	15.9
2 雇用関係（給与・賞与）	6.5	5.6	5.1	4.4	4.4	6.1	8.2	7.1	8.3
3 役員報酬	0.7	1.0	1.3	0.9	1.0	1.4	1.4	1.9	1.0
4 株主への配当	11.9	12.0	13.5	12.9	13.6	14.5	17.3	18.1	16.5
5 自社株買い	0.9	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	1.0	1.1	0.5
6 借入金返済	10.6	8.5	9.9	7.0	7.7	7.5	10.1	6.7	7.6
7 その他	23.9	23.0	20.3	18.1	19.2	16.4	19.9	15.9	16.4
8 分からない	54.7	56.8	56.5	59.7	59.6	61.1	56.4	58.9	59.0

Ⅲ 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム（2）

資金循環の視点から見た輸出

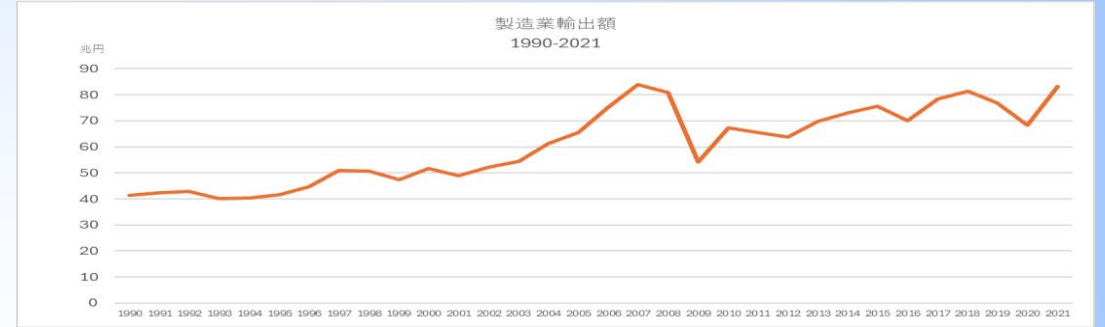
- ①輸出を通じた売り上げは、国内の企業、家計の所得を増加させ、国内経済の成長に繋がる。
- ②成長と分配というメカニズムに照らし合わせた場合、輸出の持続的成長は重要。
- ③輸出を分類すると以下の通り。



資金循環の視点から見た輸出

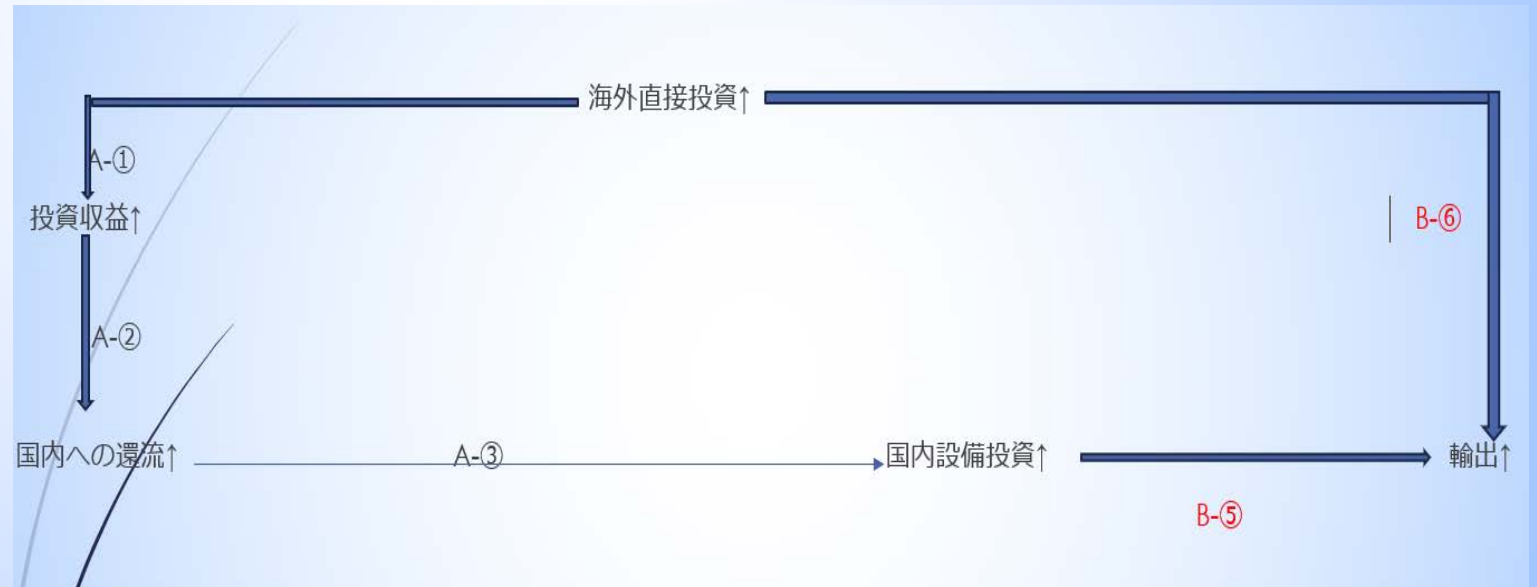
15
④

海外市場向け輸出（タイプ（1））は2010年代以降伸びが鈍化

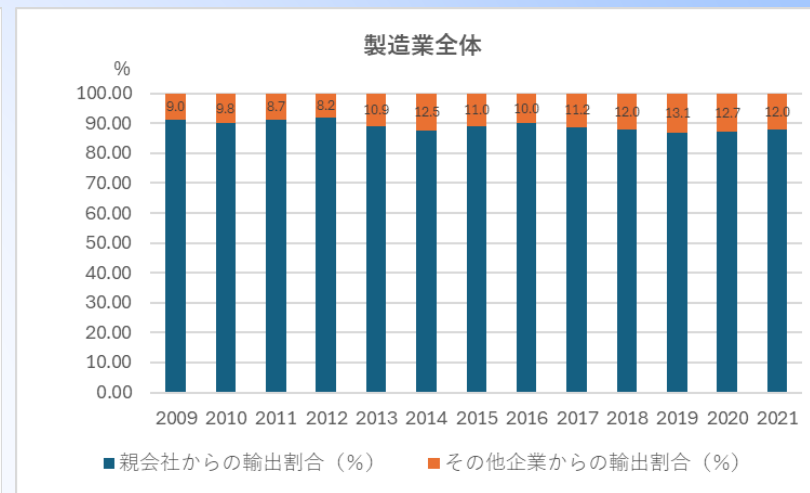
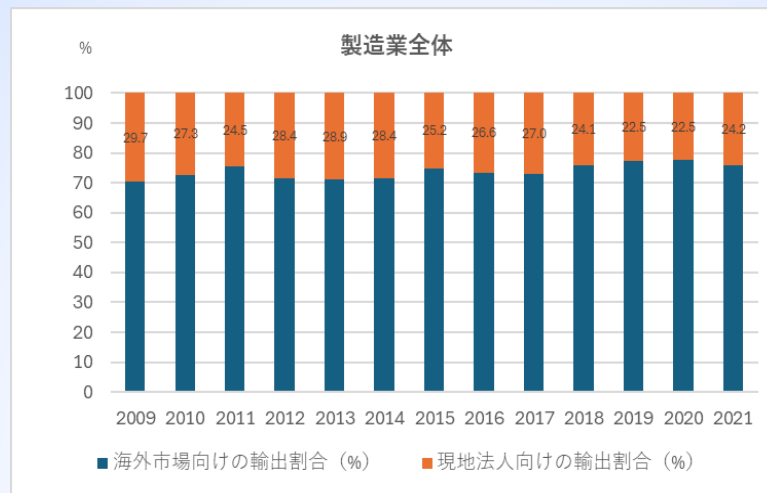
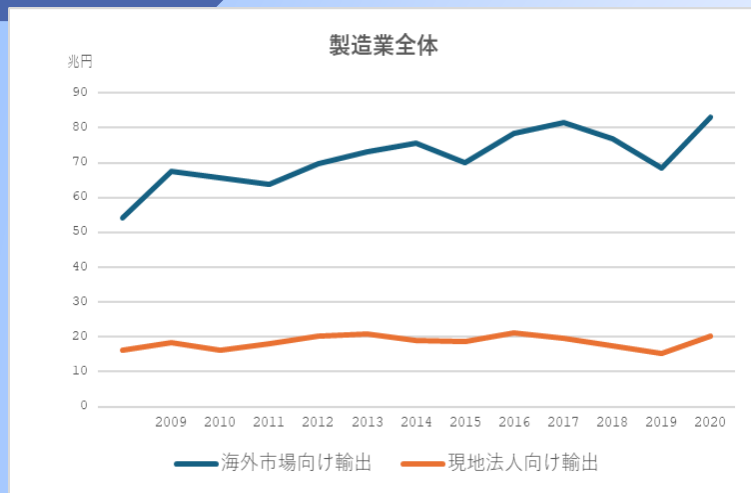


財務省「貿易統計」

- ⑤ 対外直接投資の拡大傾向に伴い、**現地法人向けの輸出（タイプ（2））**のシェアを伸ばしていくことは、今後の輸出拡大の重要な方針の一つ。



B-⑥ 現地向け輸出の推移



経済産業省「海外事業活動基本調査」

- ① 日本から海外現地法人向けの輸出割合は、製造業全体で期間を通じてほぼ一定（約25%）
- ② 現地法人向けの輸出の殆ど（約90%）は、同一企業からの輸出（企業内貿易）であり、他企業からの輸出（企業間貿易）は約10%
- ③ 企業内貿易による売上、利益は同一企業内で処理されるが、企業間貿易では、他企業の売上、利益を増やす（ただしいずれの場合も国内の所得増加として分配面から寄与する）
- ④ 現地法人向け輸出の成長を展望するためには、海外直接投資の特徴に関する精緻な理解が不可欠。

IV 海外直接投資の諸類型

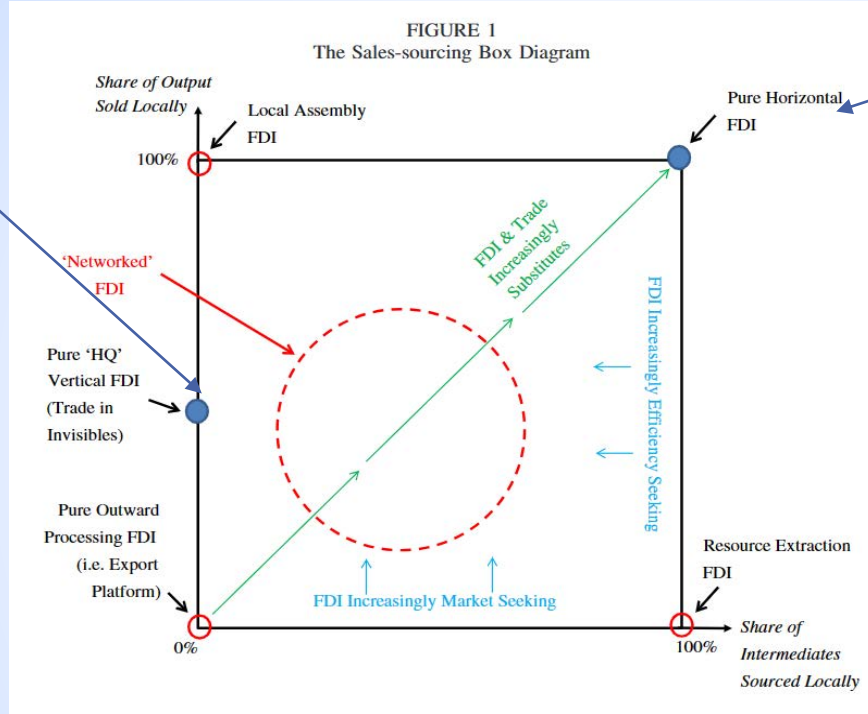
海外直接投資の分類 (1)

垂直的直接投資 (製品生産は現地化)

部品生産は国内)

最終財の輸出減少

現地売上比率



水平的直接投資 (製品、部品生産をすべて現地化)

現地仕入れ比率

中間財輸出減少

海外直接投資の分類（2）

タイプ	特徴	動機	主な業種	主な投資地域	投資タイプ	志向
水平的直接投資	国内と同じオペレーション（製品、部品生産、販売）を投資先で行う	輸送費や（広義の）貿易障壁の回避	非製造業	先進国	M&A	市場志向型投資
垂直的 direct 投資	国内（部品生産）と投資先（製品生産）という形で垂直的な分業を行う	生産効率の向上	製造業	新興国 発展途上国	グリーンフィールド投資	生産効率志向型投資

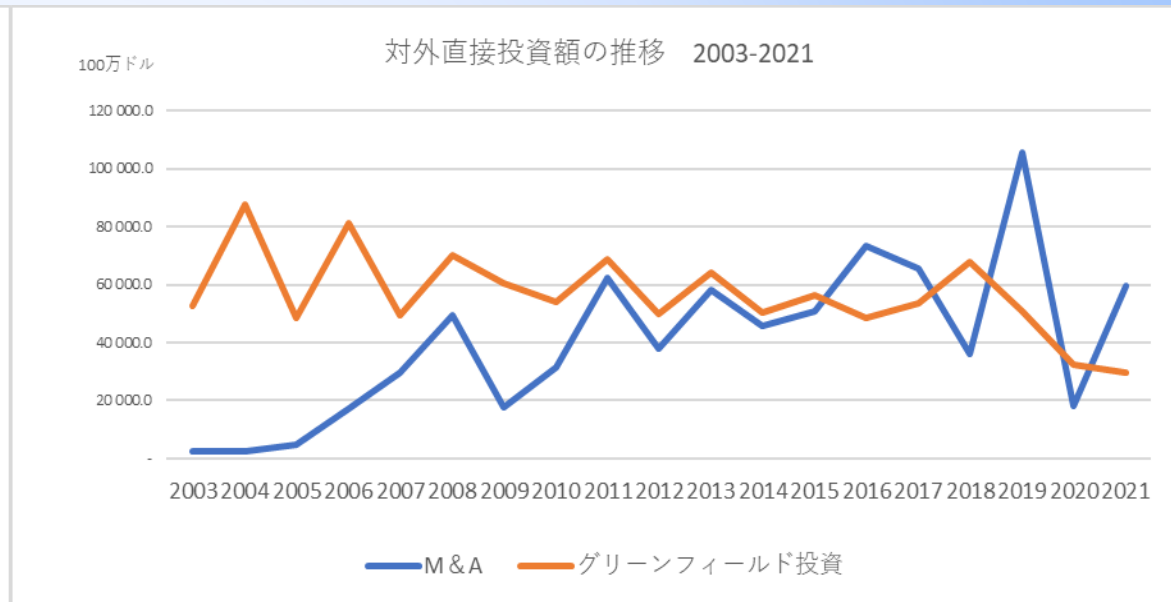
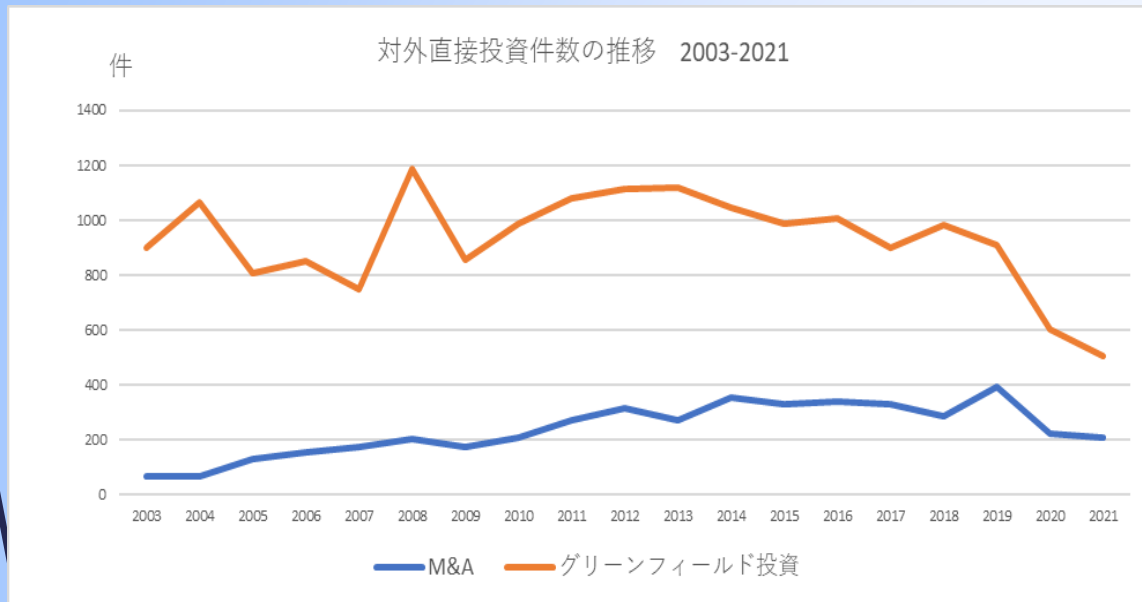
木村・安藤（2016）

- ①日本では純粋な垂直型投資というよりもネットワーク型投資の割合が比較的高い（Baldwin and Okubo（2014）による2005年データによる調査）
- ②ネットワーク型投資（および垂直型に近い投資）を拡大することにより、現地向け輸出を成長させることは可能。
- ③ネットワーク型投資（および垂直型に近い投資）は、グリーンフィールド投資のみならずM&Aによっても可能なはず（後に解説）

対外直接投資の分類（3）

	グリーンフィールド投資 (greenfield investment)	クロスボーダーM&A (cross border M&A , brownfield investment)
定義	外国に投資をする際、新たに法人を設立し、設備の建設、従業員の確保、顧客の確保を一から行う投資形態	外国に投資をする際、外国企業を合併 (merger) もしくは買収 (acquisition) することによって海外企業の経営権を取得する投資形態
発案から投資終了までの期間	長い	短い
投資終了から収益を上げるまでの期間	長い	それほど長くない ・既存の企業を買収すれば、その企業が持つネットワークやリソースをそのまま活用できる
各種規制など	・国や産業によっては外資に規制がかけられていることが多い。 ・新興国においては100%独資で出資するのは難しい場合あり。 ・特定の産業の場合は政府の許認可などが必要になるケースも多い	・すでに許認可がある状態でビジネスを行うことも可能
支出	海外子会社設立に関する費用全般	海外企業の買収費用 (時価総額+のれん)
海外市場への参入 (market-seeking)	○	◎
海外企業の技術獲得 (technology-seeking)	△	○

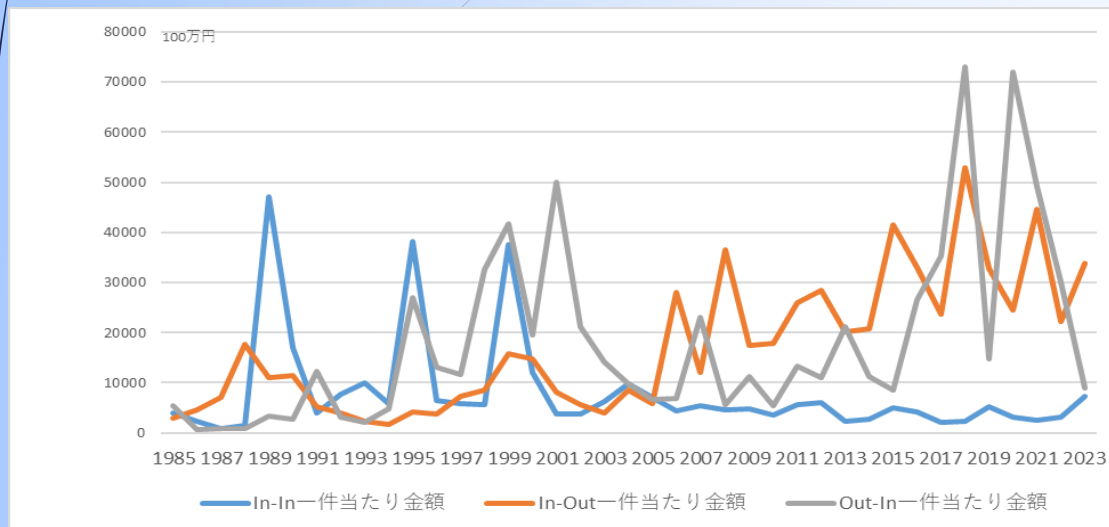
海外直接投資の動向（1）



UNCTAD [WORLD INVESTMENT REPORT 2023]

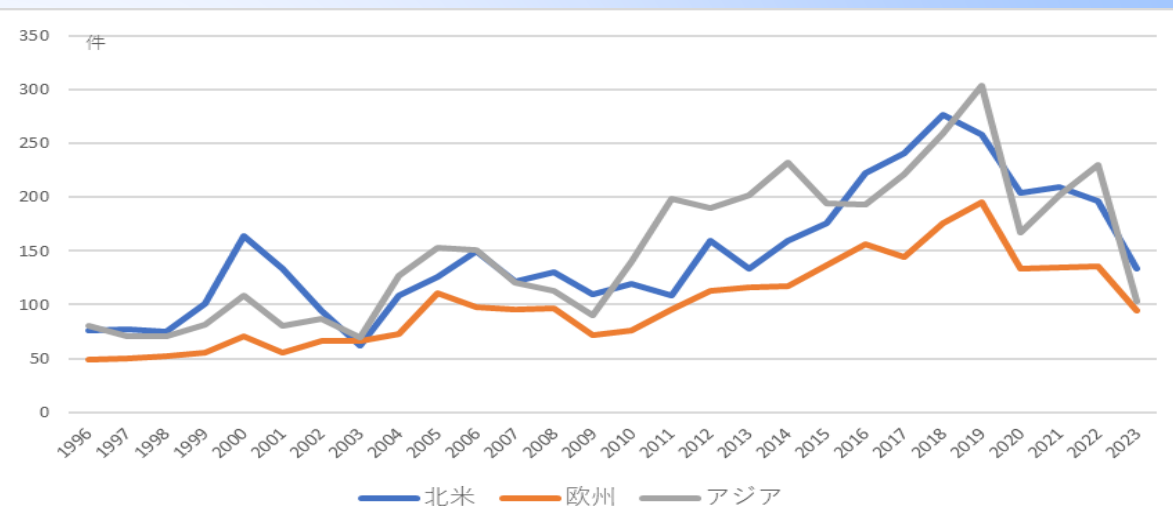
- ① 投資件数はグリーンフィールド投資の方がM&Aに比べ多いが、2010年代以降緩やかに逡減。
- ② M&Aの件数は2010年代以降増加基調にある。
- ③ 投資額は2010年代半ばに、M&Aがグリーンフィールド投資を凌駕し始める。

海外直接投資の動向（2）



RECOF「M&Aデータベース」

- ① in-out型M&A（クロスボーダーM&A）による一件当たり金額は、2000年代以降増加傾向にあり、in-in型、out-in型を凌駕。
- ② in-out型M&Aの買収先地域は、2010年代以降は、アジア> 北米> 欧州となっている。



クロスボーダーM&A業種：対アジア（2010-2019）

順位	買収先	日本側買収企業の1位	日本側買収企業の2位	日本側買収企業の3位
1	中国	その他サービス	総合商社	ソフトウェア・情報
2	シンガポール	ソフトウェア・情報	その他サービス	その他金融
3	インド	その他サービス	ソフトウェア・情報	その他金融
4	ベトナム	その他サービス	その他金融	建設
5	タイ	その他サービス	ソフトウェア・情報	化学

RECOF「M&Aデータベース」

- ① 市場拡大を目的とするM&Aが比較的多い。
- ② 「その他金融」の殆どは、所謂「投資ファンド」と呼ばれる組織。

クロスボーダーM&A業種：対欧州・北米（2010-2019）

欧州

順位	買収先	日本側買収企業の1位	日本側買収企業の2位	日本側買収企業の3位
1	英国	その他サービス	その他金融	ソフトウェア・情報
2	ドイツ	一般機械	電機機械	化学
3	フランス	総合商社	電機機械	その他金融
4	イタリア	電機機械	一般機械	輸送機械
5	スイス	電機機械	一般機械	その他販売・卸

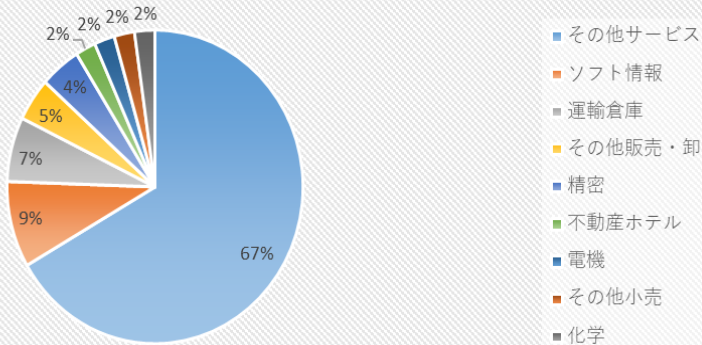
- ① 日本の機械系企業の欧州との買収・合併は、市場拡大のみならず技術獲得を意図している可能性が大きい。

北米

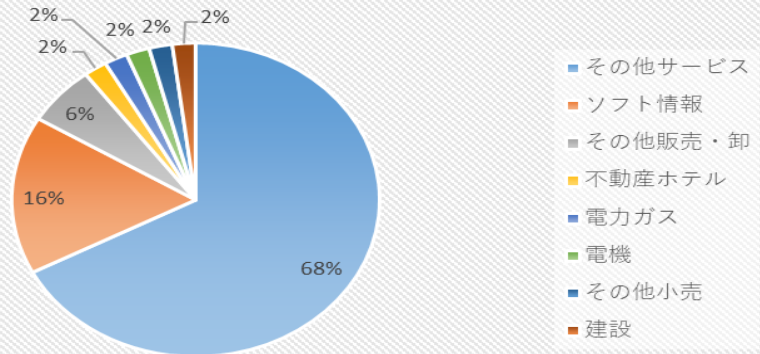
順位	買収先	日本側買収企業の1位	日本側買収企業の2位	日本側買収企業の業3位
1	米国	その他金融	ソフトウェア・情報	総合商社

買収先の業種：アジア（中国・シンガポール）・欧州（ドイツ・フランス）

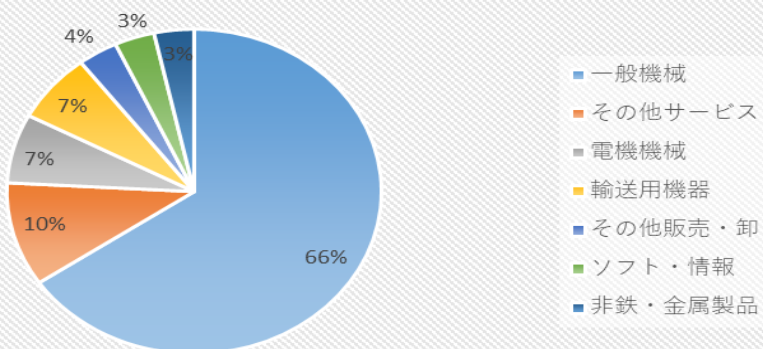
日本の「その他サービス」企業→中国の買収先



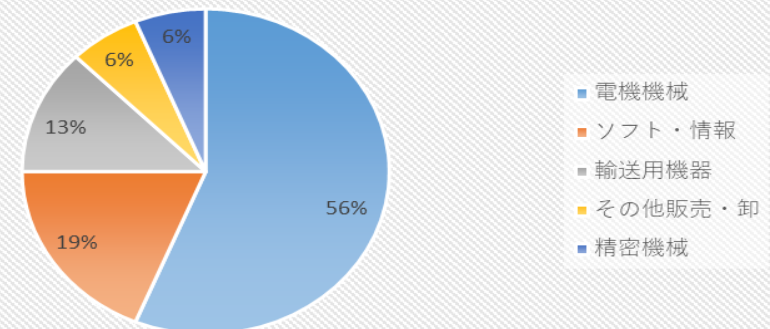
日本の「その他サービス」企業→シンガポールの買収先



日本の「一般機械」企業→ドイツの買収先



日本の「電機機械」企業→フランスの買収先



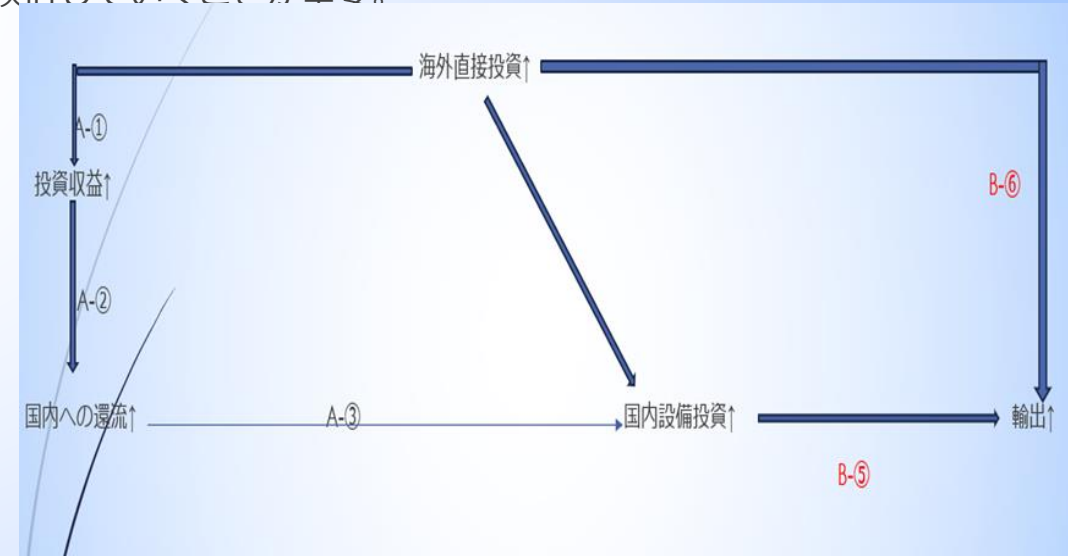
① アジア、欧州共に同業種へのM&Aが相対的に多い。

② 欧州のタイプのような技術獲得型M&Aは、海外投資・国内投資双方の技術進歩を促し、現地法人向け輸出の質を向上させる可能性あり（中長期的には企業価値そのものの向上にも繋がる（後に再度説明））

B-⑥⑤ 海外直接投資と輸出・国内投資のリンク

26

- ①輸出を通じた売り上げは、国内の企業、家計の所得を増加させ、国内経済の成長に繋がる。
- ②成長と分配というメカニズムに照らし合わせた場合、輸出の持続的成長は重要。
- ③海外直接投資増加に伴う現地法人向けの輸出を促進（B-⑥）することにより、①②に貢献することが可能。
- ④③の可能性は、今後の成長が期待できるクロスボーダーM&Aとの関連において検討していくことが重要。
- ⑤特に高水準の技術獲得型M&Aによって、現地ではより高付加価値な製品の生産が可能となり、それに付随する現地法人向け輸出品も高付加価値化（B-⑤）していくはず。
- ⑥⑤より、高水準の技術獲得型M&Aの増加は、国内設備投資の成長・技術進歩も促すはず。
- ⑦では高付加価値化する輸出品とはどのようなものか？（次節で紹介）



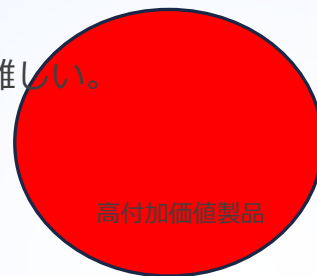
V 製造業における比較優位財の創出の可能性

製造業における比較優位のある高付加価値財の生産・輸出

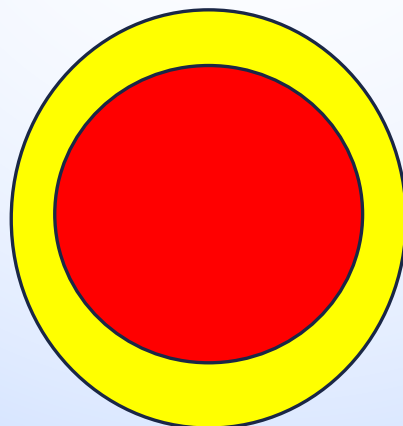
① GVCのもとでは、現地法人向けの輸出品（タイプ（2））は最終製品よりも部品、部材等が相対的に多いはず。
現地法人向けの高付加価値な部品・部材輸出促進を通じて、部品・部材を中心とする海外市場向けの輸出（タイプ（1））も成長させることが可能。

② **高付加価値製品**自体で比較優位を持つことは難しい。

例：家電製品、スマホ・・・



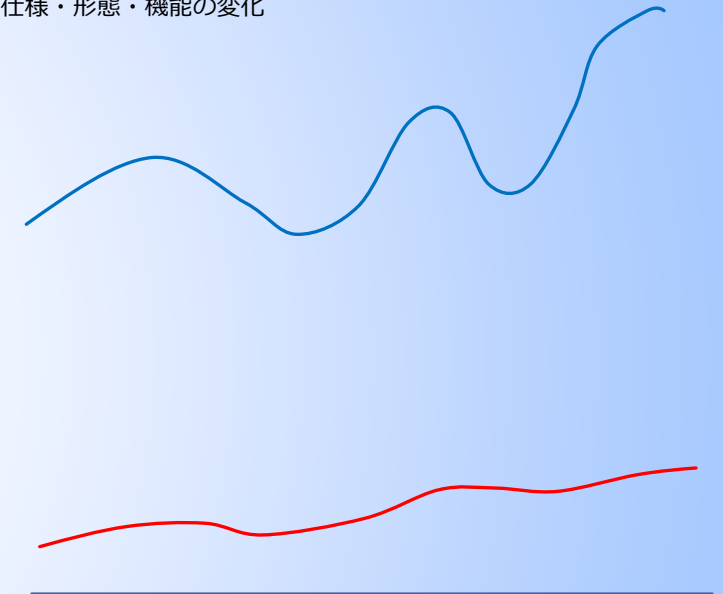
③ 「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」の創出が鍵



製造業における比較優位のある高付加価値財の生産・輸出

	仕様・形態・機能	日本の場合
最終製品	消費者の嗜好によって比較的短期的に変化	消費者の嗜好の変化に柔軟に対応することが必ずしも得意ではないかもしれない。
高付加価値製品を支える広義のインフラ財	最終製品ほど短期的な変化は見られない。	長年にわたる研究・ノウハウの蓄積の中で高品質な財の生産が可能であり、今後も比較優位を持ち得る可能性高い。

仕様・形態・機能の変化



高付加価値製品を支える広義のインフラ財の2類型



世界市場における日本企業のシェアの変化：Ⅰ 最終製品

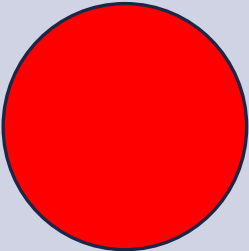
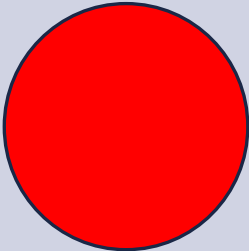
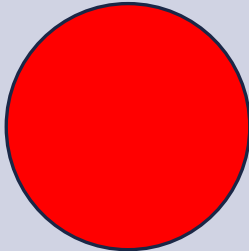
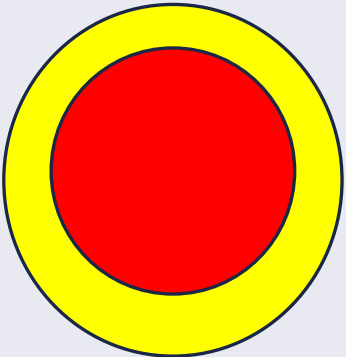
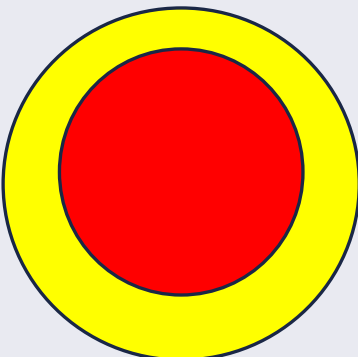
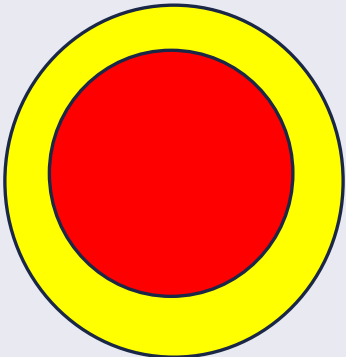
順位	No.	製品名	分類	最終製品	中間製品/ 川上製品	世界市場 (2021年/百 万円)	2017年日本 企業シェア(%)	2021年日本 企業シェア(%)	シェア上昇ポ イント(%)
1	I-8-10	無線給電	通信ネットワーク機器	○		101,600	3.9	57.7	53.7
2	I-3-136	水電解装置	産業機械	○		3,500	16.0	37.1	21.1
3	I-9-96	化合物(CIGS)太陽電池	エネルギー供給施設・プラント	○		30,400	49.7	64.1	14.4
4	I-14-21	インフラ点検用ロボット	ロボット	○		3,150	6.6	21.0	14.3
5	I-5-84	カメラ用デバイス液晶モニター	家電製品		○	14,200	49.8	63.5	13.7
6	I-5-45	偏光板(中・小型/パネル)	家電製品		○	139,140	41.6	54.5	13.0
7	I-8-24	光通信用DFB-LDチップ・モジュール(フルチューナブルLD)	通信ネットワーク機器		○	52,700	30.4	43.3	12.9
8	I-9-58	超純水製造装置	エネルギー供給施設・プラント	○		61,150	72.4	84.1	11.8
9	I-8-27	LN変調器	通信ネットワーク機器		○	19,900	63.5	74.9	11.4
10	I-5-47	偏光板保護フィルム(補償機能付)	家電製品		○	143,700	89.4	100.0	10.6
11	I-5-12	DVDプレーヤー(Blu-rayタイプ)	家電製品	○		41,550	38.3	48.9	10.5
12	I-3-100/ I-14-12	小型垂直多関節ロボット	産業機械	○		129,380	64.7	74.6	9.9
13	I-1-154	リチウムイオン二次電池用部材(セパレーター)	自動車		○	243,250	37.6	46.3	8.6
14	I-3-102/ I-14-14	パラレルリンクロボット	産業機械	○		16,650	50.3	58.6	8.2
15	I-1-53	ヘッドアップディスプレイ	自動車		○	131,750	54.2	62.3	8.2
16	I-5-82	カメラ用デバイスIRカットフィルター	家電製品		○	3,350	20.0	28.1	8.1
17	I-9-125	PAFC(リン酸形燃料電池)	エネルギー供給施設・プラント	○		40,500	16.7	24.7	8.0
18	I-1-26	可変シリンダシステム	自動車		○	2,450	27.1	34.7	7.6
19	I-8-48	光通信用レンズ(プラスチック非球面レンズ)	通信ネットワーク機器		○	4,840	11.1	18.2	7.1
20	I-1-24	高圧サブライポンプ	自動車		○	166,500	15.2	22.3	7.1
21	I-3-10	電子ビーム描画装置	産業機械	○		17,500	50.4	57.1	6.8
22	I-3-48	EFEM	産業機械	○		16,250	41.6	48.3	6.7
23	I-7-13	波長変換デバイス	OA機器		○	75	13.3	20.0	6.7
24	I-1-33	AMT/DCT	自動車		○	337,750	52.2	58.0	5.8
25	I-1-57	ナイトビジョンシステム	自動車		○	68,600	10.3	16.0	5.7
26	I-5-50	ディスプレイデバイスACF	家電製品		○	36,800	94.0	99.7	5.7
27	I-1-20	燃料ポンプ	自動車		○	262,800	38.2	43.6	5.4
28	I-3-28	キュア装置	産業機械	○		5,400	52.6	57.4	4.8
29	I-3-6	線露光装置	産業機械	○		31,000	74.5	79.0	4.5
30	I-5-77	ディスプレイデバイスパッシブ3D用円偏光フィルタ	家電製品		○	1,100	4.8	9.1	4.3

世界市場における日本企業のシェアの変化：Ⅱ キーテクノロジー製品

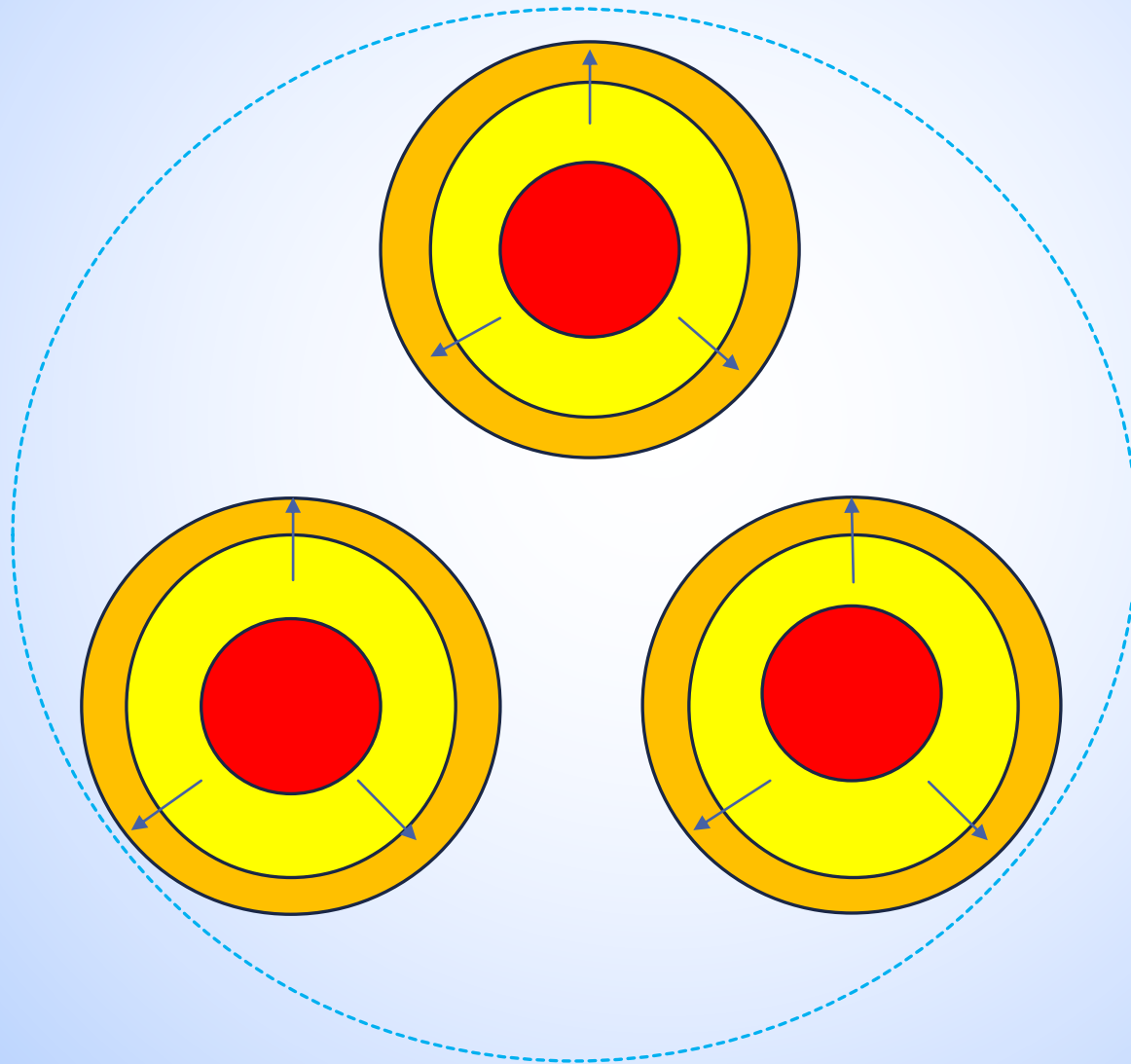
順位	No.	製品名	分類	最終製品	中間製品/ 川上製品	世界市場 (2021年/百 万円)	2017年日本 企業シェア(%)	2021年日本 企業シェア(%)	シェア上昇ポ イント(%)
1	Ⅱ-4-28	電気二重層キャパシタ(大・中容量)	電池	○		37,930	25.6	51.5	26.0
2	Ⅱ-6-53	UV硬化型コーティング材	素材			45,140	55.5	73.9	18.3
3	Ⅱ-4-13	ニカド電池	電池	○		3,430	50.4	67.1	16.6
4	Ⅱ-5-4	GaN基板	LED関連		○	48,000	82.9	95.8	12.9
5	Ⅱ-4-32	リチウムイオン二次電池システム(系統用)	電池	○		721,000	17.1	27.7	10.7
6	Ⅱ-2-16	光ピックアップ用微小光学部品(回折格子)	ストレージ関連		○	4,180	44.4	54.5	10.2
7	Ⅱ-4-19	リチウムイオン二次電池(角(家庭用))	電池	○		82,600	20.5	29.1	8.5
8	Ⅱ-4-50	バインダ(負極)	電池		○	31,500	75.3	83.5	8.2
9	Ⅱ-6-47	封止材	素材			178,300	36.2	43.6	7.4
10	Ⅱ-1-60	アルミ基板	半導体		○	31,050	26.3	33.2	6.9
11	Ⅱ-2-27	SSD	ストレージ関連	○		3,091,210	9.3	15.3	6.0
12	Ⅱ-6-22	バイオポリアミド	素材			54,910	1.2	7.1	5.9
13	Ⅱ-4-14	ニッケル水素電池(小型)	電池	○		73,700	40.5	45.9	5.3
14	Ⅱ-4-39	アルカリ二次電池正極活物質(水酸化ニッケル)	電池		○	26,500	65.4	70.6	5.2
15	Ⅱ-2-23	ハードディスクメディア(アルミディスク)	ストレージ関連		○	108,000	31.5	36.1	4.6

「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」 = 「グローバル・ニッチトップ」

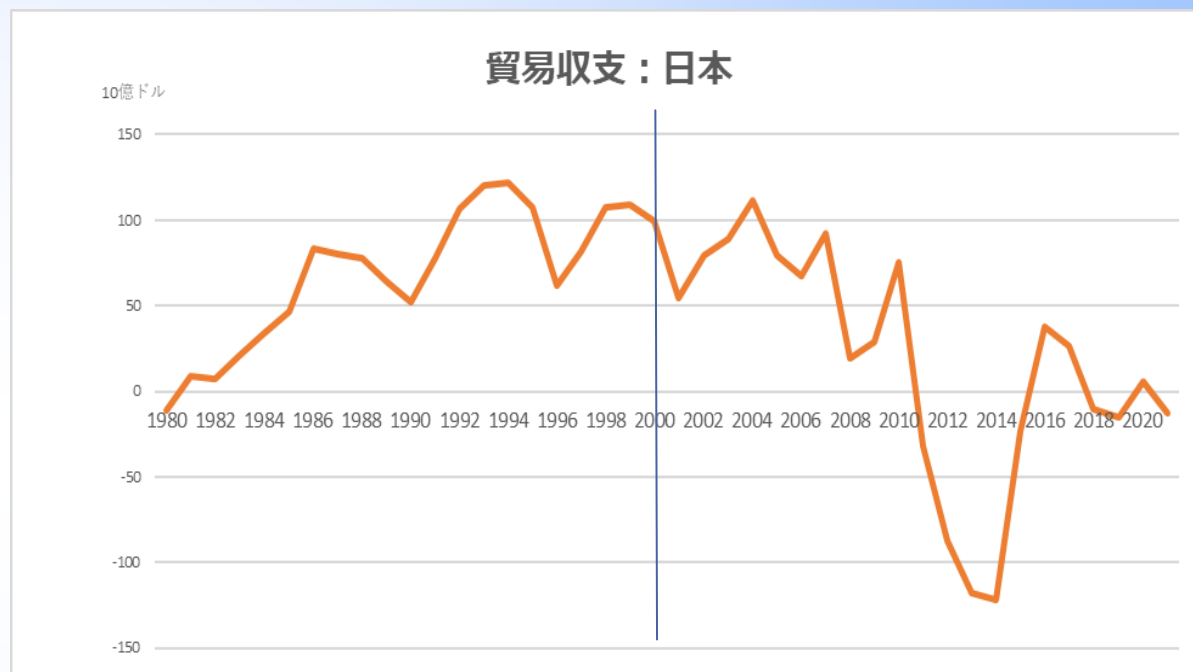
33

	例 1	例 2	例 3
高付加価値製品	通信ネットワーク機器 	家電製品 	半導体 
インフラ財	 光通信用DFB-LDチップ・ジュール (インフラ財 タイプ1)	 TVディスプレイ用偏光板 (インフラ財 タイプ1)	 GaN基板 (インフラ財 タイプ2)
世界シェア	43%	55%	95%

「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」（グローバルニッチトップ）企業の
集積化・市場拡大・品種拡大・技術改良による高付加価値型の海外市場指向業種群の形成



比較優位財の創出：スイスの事例



IMF 「Balance of Payment Statistics」

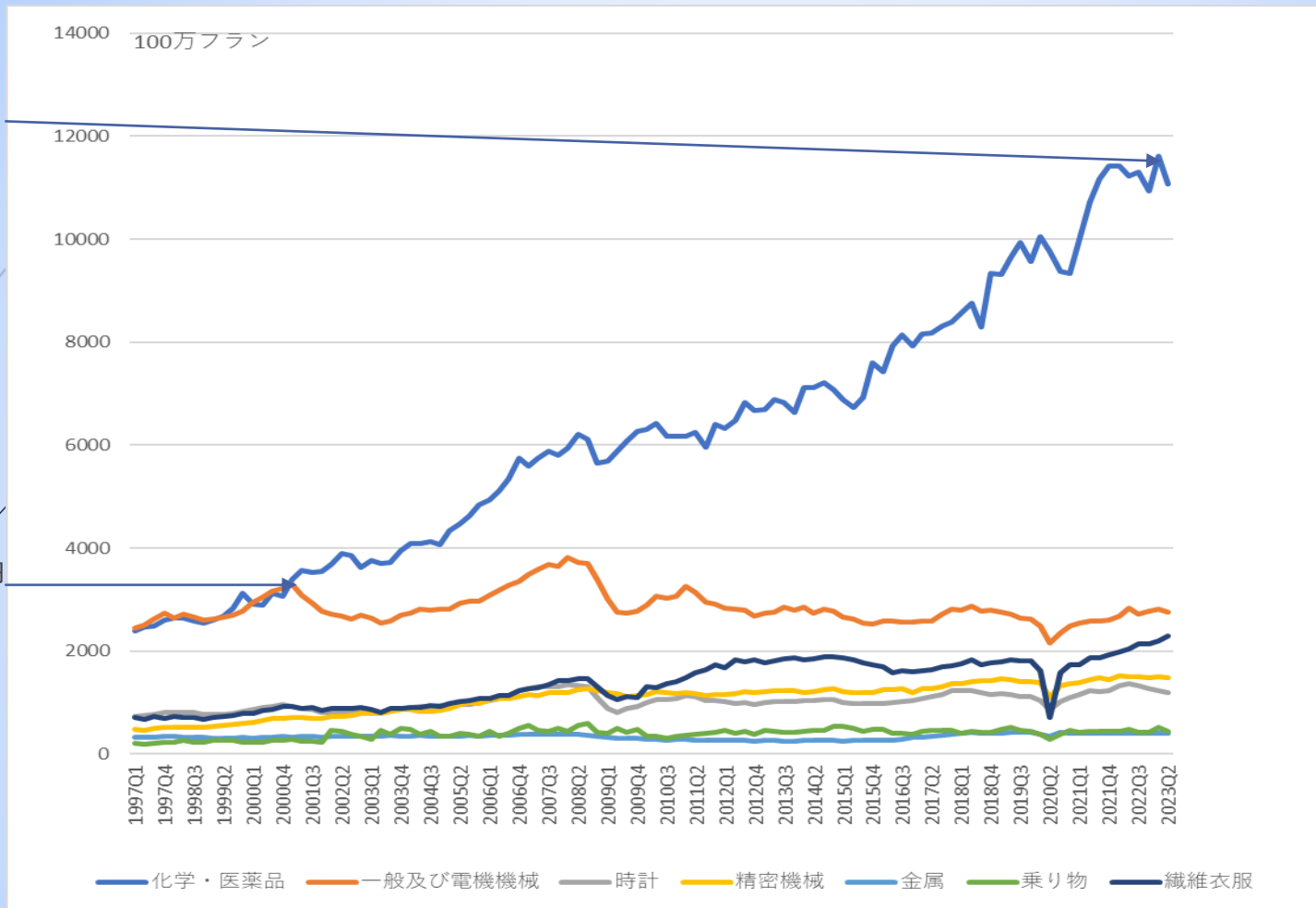
- ・ スイスは19世紀末以降近代産業が勃興（日本と同じ）
- ・ 第二次世界大戦後の復興と発展は、主要先進国とほぼ同じ（日本と同じ）
- ・ 貿易収支は1990年代には黒字が縮小しつつあったが、2000年代以降著しく改善（日本と異なる）。
- ・ 経済の成熟化に伴う輸出の鈍化傾向は見られない（日本と異なる）
- ・ **スイスでは「国際収支発展段階説」のような運命論的・宿命論的なプロセスは辿っていないのかもしれない。**

スイスの主な輸出品 1997-2023

36

116億フラン (約2兆円)

30億フラン (約5000億円)



① 1990年代までは化学・医薬品と一般及び電機機械が拮抗。

② 2000年代以降は、化学・医薬品輸出の伸びが圧倒的（約20年間で4倍の成長）。

スイスの化学・医薬品産業の歴史と教訓

19世紀： 繊維産業向けの化学染料工業の発展

20世紀以降： 血清・ワクチン・医薬品などの高付加価値製品に重点を移す。

1990年初頭： 経済危機による国内経済の停滞。構造改革の必要性

2000年以降： 製薬業界の飛躍的な成長

化学・医薬品の輸出が一般機械・電機機械の輸出を凌駕

教訓

- ①産業発展の連続性（繊維→化学→医薬品）
- ②選択と集中
- ③長期的視野のもとでの戦略・戦術

佐藤・佐野（2019）

野村総合研究所（2023）

VI 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム（3）

海外直接投資が国内経済成長に結びつく代替的メカニズム

① 直接投資による現地での利益は、国内還流されないとしても、再投資されることによって現地での更なる増産増益に結び付く可能性は高い。



② ①によって、

連結ベースでの時価総額の上昇 = 「グローバル企業としての企業価値の向上」
が実現する。



③ グローバル企業としての企業価値の向上は国内の資本蓄積（国内設備投資の増加）も促す。

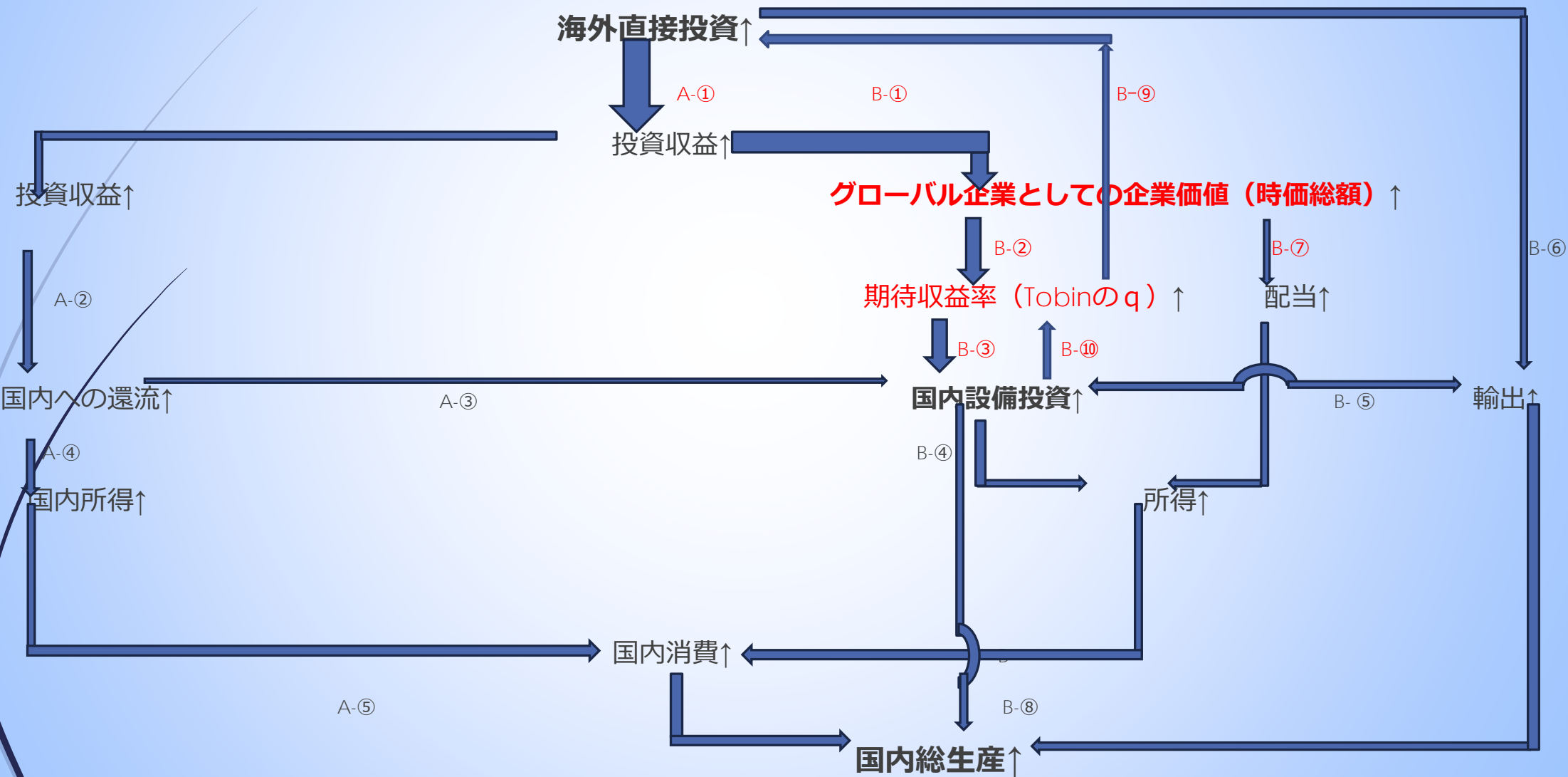


④ 国内設備投資の増加は、技術進歩を促進し、より高付加価値な輸出品を創出することが可能。
（輸出の増加は更なる国内設備投資の増加に繋がる）



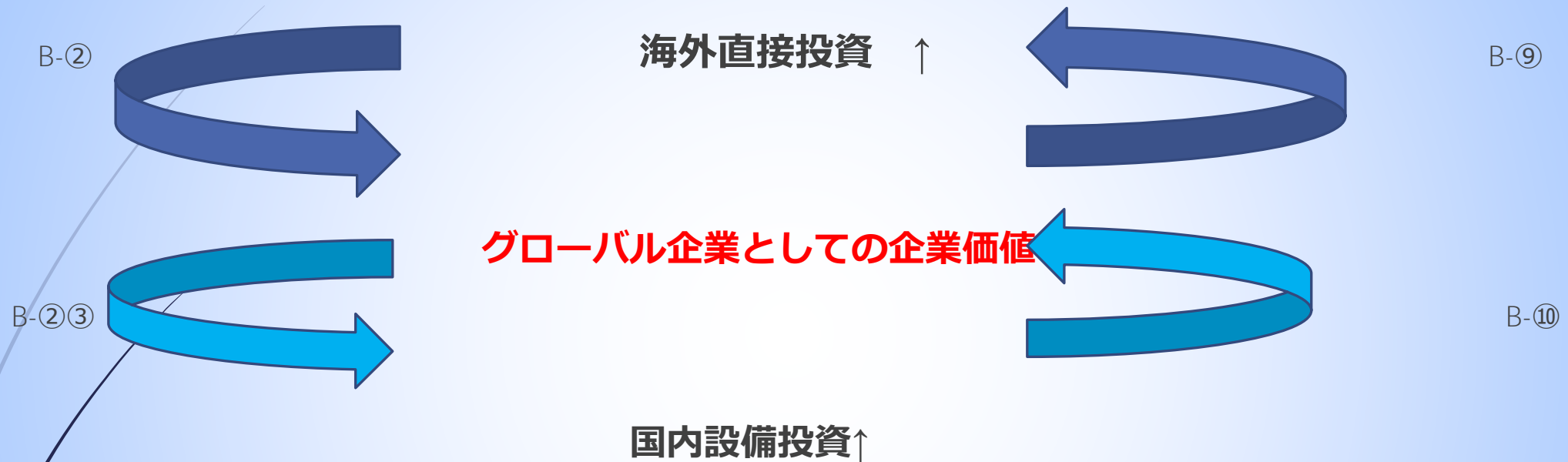
⑤ 海外直接投資の増加は（利益の国内還流は少ないにせよ）日本国内へプラスの影響は与えるはず。

海外直接投資が国内経済成長に結びつくメカニズム



海外直接投資が国内経済成長に結びつくメカニズム

41



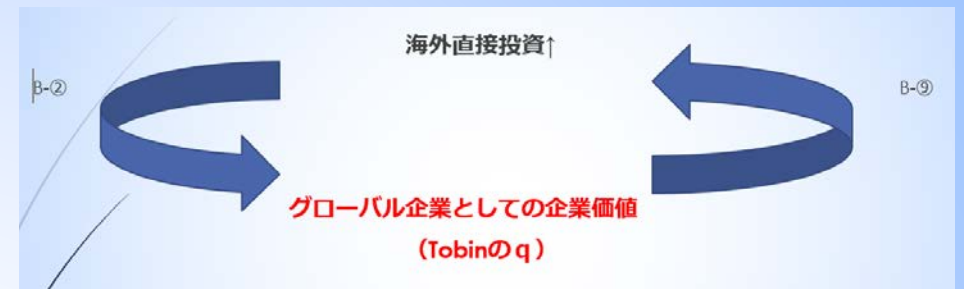
① グローバル企業としての企業価値の向上は、国内設備投資を増加させ（B-②③）、国内設備投資の増加はグローバル企業としての企業価値をさらに上昇（B-⑩）。

② 海外直接投資の増加はグローバル企業としての企業価値を向上させ（B-②）、企業価値の向上はさらに海外直接投資を増加（B-⑨）。

（B-②については近藤・中浜・一瀬（2014）においても指摘）

④ ① ②のメカニズムの併存によって、「海外直接投資」と「国内設備投資（輸出）」が共に成長することは可能。

海外直接投資とTobinのq (1)



	サンプル数 (2013-2022)	2013-2022 全期間	2013	2019	2022
グリーンフィールド投資	3190	0.73 (0.53)	0.69 (0.51)	0.66 (0.42)	0.73 (0.51)
クロスボーダーM&A	2950	0.74 (0.56)	0.67 (0.54)	0.67 (0.51)	0.69 (0.51)
直接投資なし	28170	0.69 (0.50)	0.57 (0.41)	0.67 (0.48)	0.73 (0.52)

「Orbis」 「OCI (Orbis Cross-Border Investment) 」 : Tobin's q=average q

上段は平均値、下段 () は中央値

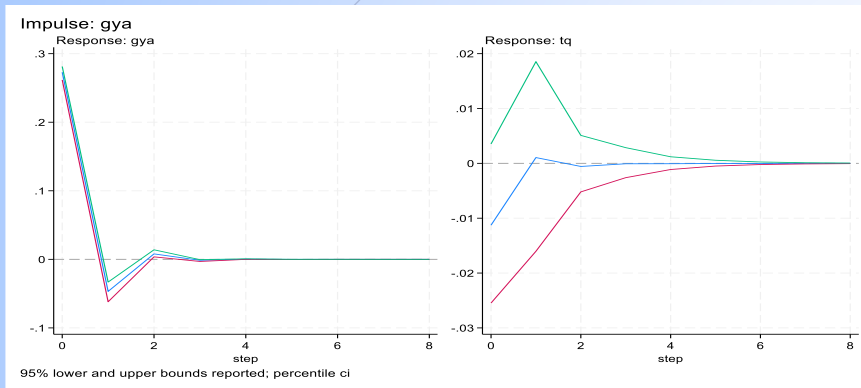
- ① 直接投資（グリーンフィールド投資・M&A）を行った場合には、直接投資を行わなかった場合と比べ、Tobinのqは多少高くなっている（B-②）。
- ② グリーンフィールド投資とM&Aには殆ど違いはない。

海外直接投資とTobinのq (2)

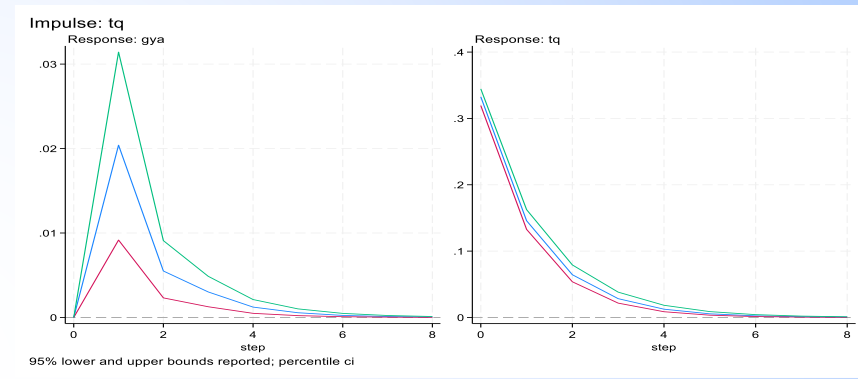
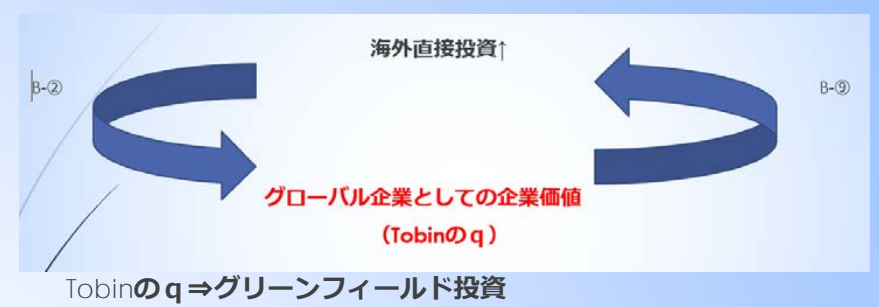
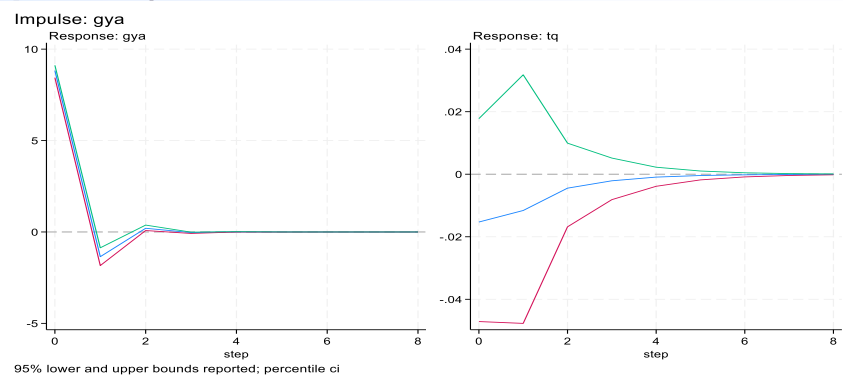
43

パネルVARによる検証 (サンプル数 p42整理)

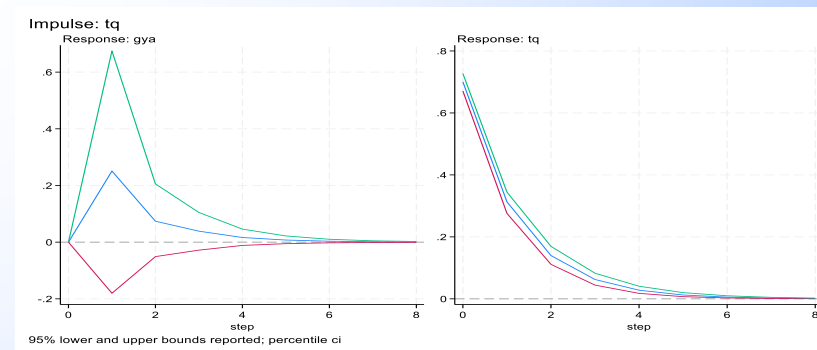
グリーンフィールド投資⇒Tobinのq



M&A⇒Tobinのq



Tobinのq⇒M&A



- ① グリーンフィールド投資の場合には、Tobinのqに対してプラスの反応 (M&Aの場合には弱い) (B-⑨)。
- ② グリーンフィールド投資、M&AともにTobinのqへの影響は弱い (B-②)。

海外直接投資と企業価値・Tobinのq

海外直接投資を行った企業群と行っていない企業群で、企業パフォーマンスにどの程度の差があるのかを、因果推論の統計的手法を用いて検証。

松林 (2023)

標本期間：2013～2022

企業数：

直接投資を行う企業	グリーンフィールド投資	319社
	クロスボーダーM&A	295社
直接投資を行わない企業		2817社

統計的手法：staggered DID

処置 (treatment) の時点が主体ごとに異なる処置評価の検証方法。



対外直接投資が企業によって異なる点を明示的に考慮。

Callaway and Sant'Anna(2021)

データベース：OCI (Orbis Cross-border Investment)

Orbis 「グローバル財務データ」

Staggered DID : グリーンフィールド投資

表 staggered DIDの推定結果 グリーンフィールド投資

dependent variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	時価総額			Tobinのq			売上高		
treat2014									
t+1	-0.459 (0.054)	-0.045 (0.054)	-0.044 (0.053)	-0.036 (0.061)	-0.034 (0.062)	-0.035 (0.063)	0.045 (0.031)	0.047 (0.031)	0.046 (0.031)
t+2	-0.005 (0.049)	0.007 (0.049)	0.008 (0.049)	0.017 (0.053)	0.022 (0.053)	0.02 (0.053)	0.047 (0.035)	0.055 (0.036)	0.054 (0.036)
t+3	0.003 (0.059)	-0.004 (0.059)	-0.0008 (0.059)	-0.009 (0.068)	-0.01 (0.068)	-0.015 (0.069)	0.066* (0.036)	0.073** (0.036)	0.073** (0.037)
treat2015									
t+1	-0.015 (0.053)	-0.016 (0.054)	-0.015 (0.053)	0.013 (0.055)	0.012 (0.055)	0.013 (0.055)	-0.014 (0.022)	-0.124 (0.027)	-0.011 (0.022)
t+2	0.079 (0.060)	0.075 (0.061)	0.075 (0.061)	0.094 (0.085)	0.089 (0.085)	0.089 (0.085)	0.025 (0.024)	0.028 (0.024)	0.028 (0.025)
t+3	0.018 (0.074)	0.014 (0.076)	0.014 (0.076)	0.085 (0.103)	0.081 (0.104)	0.082 (0.103)	0.024 (0.029)	0.027 (0.029)	0.027 (0.029)
treat2016									
t+1	0.128 (0.134)	0.118 (0.132)	0.118 (0.130)	-0.125 (0.311)	-0.131 (0.311)	-0.132 (0.311)	0.134 (0.085)	0.136* (0.085)	0.137* (0.085)
t+2	0.091 (0.167)	0.076 (0.168)	0.078 (0.164)	-0.411 (0.369)	-0.417 (0.370)	-0.420 (0.372)	0.135** (0.058)	0.137*** (0.058)	0.138** (0.059)
t+3	-0.018 (0.157)	-0.031 (0.160)	-0.031 (0.160)	-0.416 (0.389)	-0.422 (0.390)	-0.423 (0.400)	0.122** (0.061)	0.12** (0.060)	0.12** (0.061)
treat2017									
t+1	-0.116 (0.084)	-0.117 (0.084)	-0.117 (0.084)	-0.039 (0.073)	-0.040 (0.073)	-0.035 (0.074)	0.024 (0.029)	0.024 (0.029)	0.023 (0.029)
t+2	-0.122 (0.106)	-0.125 (0.107)	-0.121 (0.108)	-0.053 (0.075)	-0.054 (0.075)	-0.038 (0.075)	-0.013 (0.040)	-0.013 (0.041)	-0.014 (0.042)
t+3	-0.008 (0.132)	-0.106 (0.135)	-0.104 (0.135)	-0.022 (0.126)	-0.043 (0.132)	-0.020 (0.129)	-0.025 (0.045)	-0.303 (0.047)	-0.032 (0.047)
treat2018									
t+1	-0.255 (0.165)	-0.262 (0.166)	-0.274 (0.156)	0.020 (0.050)	0.018 (0.050)	0.024 (0.049)	-0.124 (0.020)	-0.122 (0.019)	-0.125 (0.016)
t+2	0.225 (0.297)	0.232 (0.292)	0.233 (0.288)	0.197 (0.137)	0.197 (0.141)	0.215* (0.131)	-0.103 (0.070)	-0.103 (0.067)	-0.112 (0.065)
t+3	0.259 (0.273)	0.261 (0.273)	0.267 (0.271)	0.246** (0.128)	0.243** (0.128)	0.274 (0.122)	-0.051 (0.083)	-0.051 (0.083)	-0.062 (0.082)
treat2019									
t+1	-0.204 (0.093)	-0.171 (0.113)	-0.169 (0.108)	-0.276 (0.080)	-0.228 (0.108)	-0.218 (0.085)	-0.112 (0.069)	-0.107 (0.065)	-0.106 (0.073)
t+2	-0.136 (0.092)	-0.116 (0.093)	-0.115 (0.092)	-0.149 (0.083)	-0.157 (0.104)	-0.154 (0.102)	-0.101 (0.062)	-0.088 (0.061)	-0.086 (0.069)
t+3	0.007 (0.106)	0.034 (0.112)	0.035 (0.111)	-0.007 (0.131)	-0.002 (0.128)	0.000 (0.113)	0.031 (0.041)	0.045 (0.045)	0.046 (0.046)
observation	31360	31360	31360	31360	31360	31360	31360	31360	31360
control variables	lta leb	lta leb yata	lta leb yata rfta	lta leb	lta leb yata	lta leb yata rfta	lta leb	lta leb yata	lta leb yata rfta

推定方法は、callaway and Sant'Anna(2021)に基づく。

被説明変数は、lsu(総売上高)、em(EBITDAマージン)、krsu(経常利益売上高比率)、roa(資産収益率)を示している。

()内の値は、推定値標準誤差を示している。***,**,*は推定値が1%,5%,10%の有意水準で有意であることを示している。

コントロール変数は、lta(総資産対数値)、leb(EBITDA対数値)、yata(有形固定資産対総資産比)、rfta(流動負債対総資産比)を示している。

①時価総額、Tobinのqへの影響は極めて限定的(売上高へは多少影響する) (B-①②③、A-①)。

Staggered DID : クロスボーダーM&A

46

表 staggered DIDの推定結果 クロスボーダーM&A

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
dependent variable		時価総額			Tobinのq			売上高		
G2014	t+1	-0.050 (0.064)	-0.050 (0.064)	-0.049 (0.064)	0.027 (0.103)	0.030 (0.103)	0.027 (0.104)	0.053 (0.045)	0.054 (0.045)	0.053 (0.045)
	t+2	-0.004 (0.085)	-0.004 (0.085)	-0.001 (0.058)	0.109 (0.147)	0.112 (0.147)	0.110 (0.147)	0.054 (0.048)	0.059 (0.048)	0.058 (0.048)
	t+3	0.051 (0.092)	0.048 (0.092)	0.053 (0.092)	0.025 (0.111)	0.024 (0.112)	0.016 (0.112)	0.094* (0.050)	0.099** (0.051)	0.099** (0.051)
G2015	t+1	0.053 (0.058)	0.049 (0.058)	0.055 (0.058)	-0.058 (0.157)	-0.055 (0.158)	-0.056 (0.158)	0.079** (0.037)	0.079** (0.037)	0.084** (0.038)
	t+2	-0.048 (0.072)	-0.059 (0.073)	-0.054 (0.072)	-0.196 (0.197)	-0.204 (0.198)	-0.224 (0.199)	0.056* (0.030)	0.058* (0.031)	0.065** (0.031)
	t+3	-0.082 (0.094)	-0.097 (0.096)	-0.094 (0.096)	-0.326 (0.217)	-0.329 (0.217)	-0.350 (0.220)	0.075* (0.040)	0.076 (0.041)	0.085** (0.042)
G2016	t+1	0.050 (0.085)	0.050 (0.086)	0.053 (0.084)	-0.303 (0.249)	-0.303 (0.250)	-0.314 (0.255)	0.074 (0.053)	0.074 (0.054)	0.075 (0.054)
	t+2	0.083 (0.088)	0.083 (0.089)	0.084 (0.088)	-0.139 (0.228)	-0.138 (0.229)	-0.145 (0.232)	0.076 (0.049)	0.076 (0.049)	0.077 (0.049)
	t+3	0.151* (0.081)	0.151* (0.081)	0.151* (0.082)	0.078 (0.279)	0.079 (0.280)	0.078 (0.278)	0.108** (0.053)	0.109** (0.053)	0.109** (0.053)
G2017	t+1	-0.074 (0.069)	-0.081 (0.068)	-0.083 (0.068)	-0.075 (0.069)	-0.079 (0.069)	-0.073 (0.069)	0.042* (0.022)	0.041* (0.022)	0.036* (0.021)
	t+2	-0.105 (0.091)	-0.111 (0.090)	-0.110 (0.090)	-0.145 (0.073)	-0.146 (0.074)	-0.136 (0.074)	0.055* (0.033)	0.049 (0.033)	0.044 (0.032)
	t+3	-0.051 (0.108)	-0.066 (0.107)	-0.068 (0.107)	0.008 (0.172)	-0.004 (0.173)	0.004 (0.172)	0.015 (0.043)	0.010 (0.042)	0.008 (0.043)
G2018	t+1	-0.086 (0.075)	-0.081 (0.075)	-0.077 (0.075)	-0.075 (0.060)	-0.061 (0.061)	-0.051 (0.064)	0.042 (0.032)	0.038 (0.032)	0.036 (0.031)
	t+2	-0.013 (0.083)	-0.017 (0.082)	-0.015 (0.081)	-0.241 (0.118)	-0.244 (0.117)	-0.236 (0.118)	0.051 (0.073)	0.048 (0.073)	0.046 (0.073)
	t+3	0.069 (0.100)	0.066 (0.098)	0.064 (0.098)	-0.126 (0.134)	-0.121 (0.136)	-0.121 (0.137)	0.074 (0.088)	0.070 (0.088)	0.071 (0.089)
G2019	t+1	-0.033 (0.077)	-0.042 (0.079)	-0.044 (0.078)	-0.293 (0.121)	-0.301 (0.122)	-0.298 (0.123)	0.059* (0.034)	0.052* (0.031)	0.05* (0.031)
	t+2	0.036 (0.091)	0.029 (0.091)	0.025 (0.091)	-0.209 (0.151)	-0.192 (0.149)	-0.193 (0.148)	0.077 (0.059)	0.068 (0.058)	0.067 (0.058)
	t+3	-0.015 (0.106)	-0.023 (0.106)	-0.037 (0.106)	-0.167 (0.141)	-0.147 (0.140)	-0.150 (0.138)	0.078 (0.074)	0.077 (0.074)	0.076 (0.074)
observation		31120	31120	31120	31120	31120	31120	31120	31120	31120
control variables		lta leb	lta leb yata	lta leb yata rfta	lta leb	lta leb yata	lta leb yata rfta	lta leb	lta leb yata	lta leb yata rfta

推定方法は、callaway and Sant'Anna(2021)に基づく。

被説明変数は、時価総額(対数値)、Tobinsのq、売上高(対数値)を示している。

()内の値は、推定値標準誤差を示している。***、**、*は推定値が1%、5%、10%の有意水準で有意であることを示している。

コントロール変数は、lta(総資産対数値)、leb(EBIT対数値)、yata(有形固定資産対総資産比)、rfta(流動負債対総資産比)を示している。

- ①時価総額、Tobinのqへの影響は極めて限定的 (B-①②③)。
- ②売上高へは多少影響する(グリーンフィールド投資の時よりも反応するケース多い) (A-①)。
- ③市場拡大型M&A(主に対アジア)・技術獲得型M&A(主に対欧州)と企業価値の関係についても考察が必要。

海外直接投資が国内経済成長に結びつくメカニズム：懸念すべき点

47

海外直接投資↑

グローバル企業としての企業価値

国内設備投資↑

海外直接投資

- ① 経済安全保障の観点から、一部地域への直接投資に対する不確実性が拡大。
- ② ①に基づき以下の状況が長期化する可能性あり。

フレンドショアリング・ニアショアリング：政治的・経済的にリスクが低い地域、近隣地域にサプライチェーンを調整。

リショアリング：自国への事業拠点の回帰。

内閣府（2023）

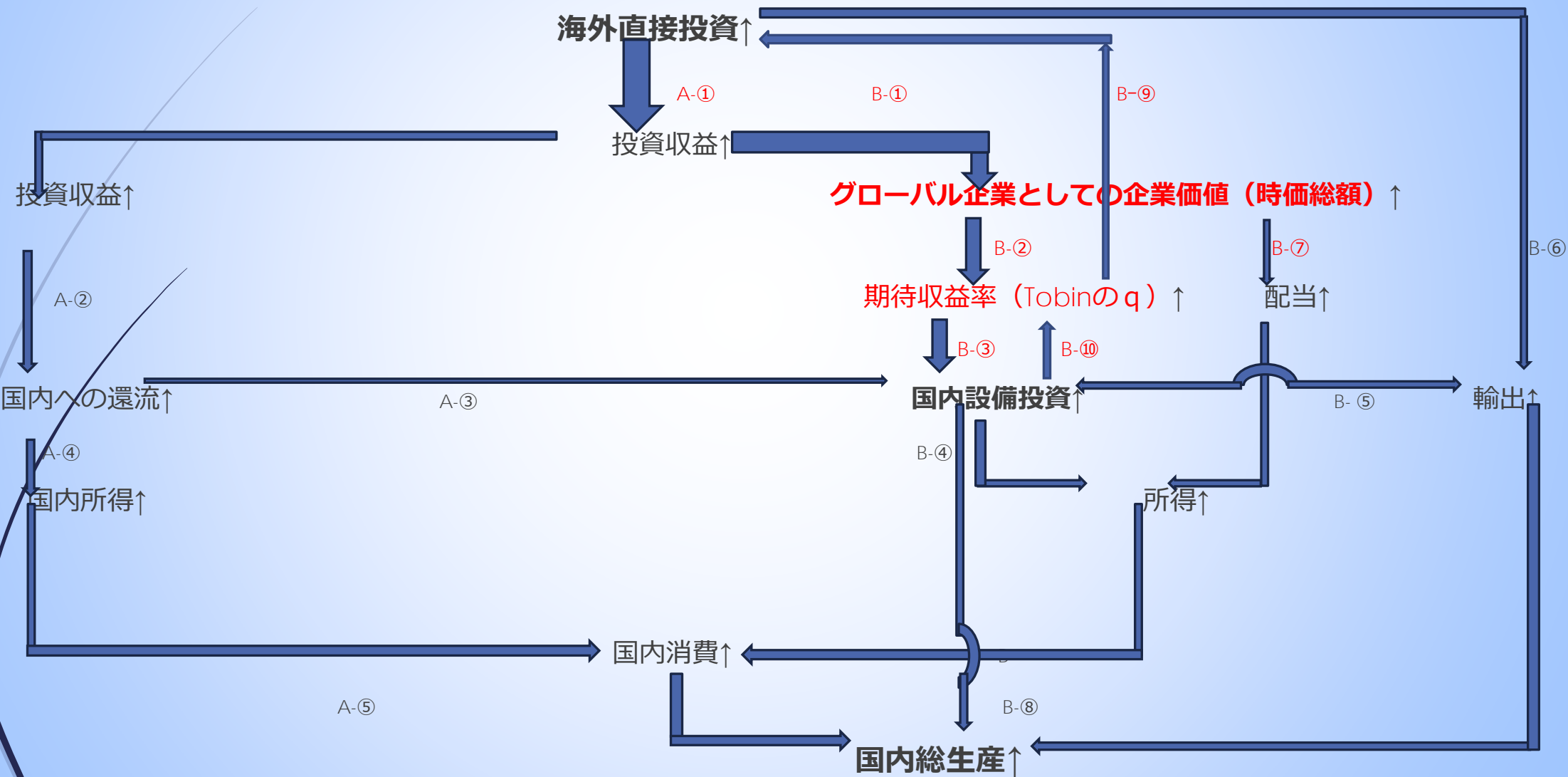
国内設備投資

- ① 中長期的な経済成長停滞要因（人口減少等）に起因する不確実性増大による投資抑制
- ② リストラ企業群による投資抑制

田中（2019）

小川（2020）・高岡（2024）

海外直接投資が国内経済成長に結びつくメカニズム(再掲)



参考文献

49

小川一夫（2020）『日本経済の長期停滞 実証分析から明らかにするメカニズム』日本経済新聞出版。

清田構造（2015）『拡大する直接投資と日本企業』NTT出版。

木村福成・安藤光代（2016）「多国籍企業の生産ネットワーク —新しい形の国際分業の諸相と実態」

木村福成・椋寛編『国際経済学のフロンティア グローバリゼーションの拡大と対外経済政策』第9章、東京大学出版会。

近藤崇史・中浜萌・一瀬善孝（2014）「企業の海外進出と収益力」日本銀行ワーキングペーパー

シリーズ, NO.14-J-8。

佐藤 栄一郎・佐野 春樹（2019）「スイスの経済構造と主要産業の現状と課題」

財務省財務総合政策研究所「人口減少と経済成長に関する研究会」報告書第10章。

新エネルギー・産業技術総合開発機構（2023）「2022年度 日系企業のモノとITサービス、ソフトウェアの

国際競争ポジションに関する情報収集」

高岡瞭（2024）「企業の設備投資と非伝統的金融政策 —日本企業の財務データによる分析—」

『金融経済研究』47号、pp.21–45。

田近栄治・布袋正樹（2009）「日本企業の海外子会社からの利益送金—本社配当政策からみた分析」

『経済分析』182号、pp.1-24。

田中賢治(2019)「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」『経済分析』200号、 pp.63-100。

内閣府（2023）『世界経済の潮流2023Ⅱ』第2章第3節。

野村総合研究所（2023）「スイスの「クオリティ戦略」と日本への示唆」『知的資産創造』2023年3月号特集。

長谷川誠・清田耕造（2015）「国外所得免税方式の導入が海外現地法人の配当送金に与えた影響：2009－2011年の政策効果の分析」RIETI discussion paper 15-J-008

松林洋一（2023）「クロスボーダーM&Aと企業パフォーマンス」『国民経済雑誌』第227巻 第1号, pp.13-25。

松林洋一（2024）「「新しい貿易立国」日本の構想 ー半世紀の回顧をふまえてー」『貿易と関税』5月号（近刊）。

Baldwin, R and T. Okubo.(2014), “Networked FDI: Sales and Sourcing Patterns of Japanese Foreign Affiliates,” *The World Economy*, Vol.37(8), pp.1051-1080.

Callaway, B and P. H. C. Sant’Anna.(2021), “Difference-in-Differences with Multiple Time Periods,” *Journal of Econometrics*, Vol.225 (2) ,pp.200-230.

Redmiles, M.(2008),”The One-Time Received Dividend Deduction,” *Statistics of Income Bulletin*, pp.102-114.

United States Congress Senate, Permanent Committee on Investigations. (2011), “Repatriating Offshore Funds: 2004 Tax Windfall for Select Multinationals,” Majority Staff Report.