

第8章 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

松林 洋一¹

【要旨】

日本の国内市場では高齢化と人口減少によって期待需要が低迷しており、期待収益率は海外市場の方が上回る状況が続き、日本企業は対外直接投資を加速させている。

本稿では、海外直接投資によってもたらされる海外での生産や売上の増加が国内マクロ経済の成長に寄与するための三つの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について整理し、展望する。

想定されるメカニズムの一つ目は、海外直接投資による収益を国内に還流して、その資金で設備投資を行う、または、国内所得として還元して消費を増やし、国内マクロ経済の成長に寄与するというメカニズムである。

二つ目は、現地法人向け輸出を増加させることによって国内企業と家計の所得を増加させるメカニズムである。輸出を増加させるための戦略としては、特に技術獲得型のクロスボーダーM&Aによって、現地法人向け輸出品を高付加価値化することが有効である。高水準の技術獲得型M&Aによって国内設備投資の成長と技術進歩も促進される。さらに、持続的な輸出の発展のためには「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」を創出するとともに、これらを製造するグローバル・ニッチトップ企業を海外市場指向業種群としてクラスター化していくことが鍵になる。

三つ目は、グローバル企業としての企業価値の増大を通じて国内設備投資を増加させるメカニズムである。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ることにも繋がる。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）を促し、より高付加価値な輸出品を創出することが可能になる。したがって、海外直接投資と国内設備投資、輸出を共に成長させることも可能であると考えられる。

1. はじめに

日本国内では高齢化と人口減少により期待需要が低迷する一方、海外では高成長・安定成長により期待需要が増加している。需要（売上）および資本ストックに基づいて想定される期待収益率は海外が国内を上回る状況が続いており、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）により対外直接投資を加速させている。

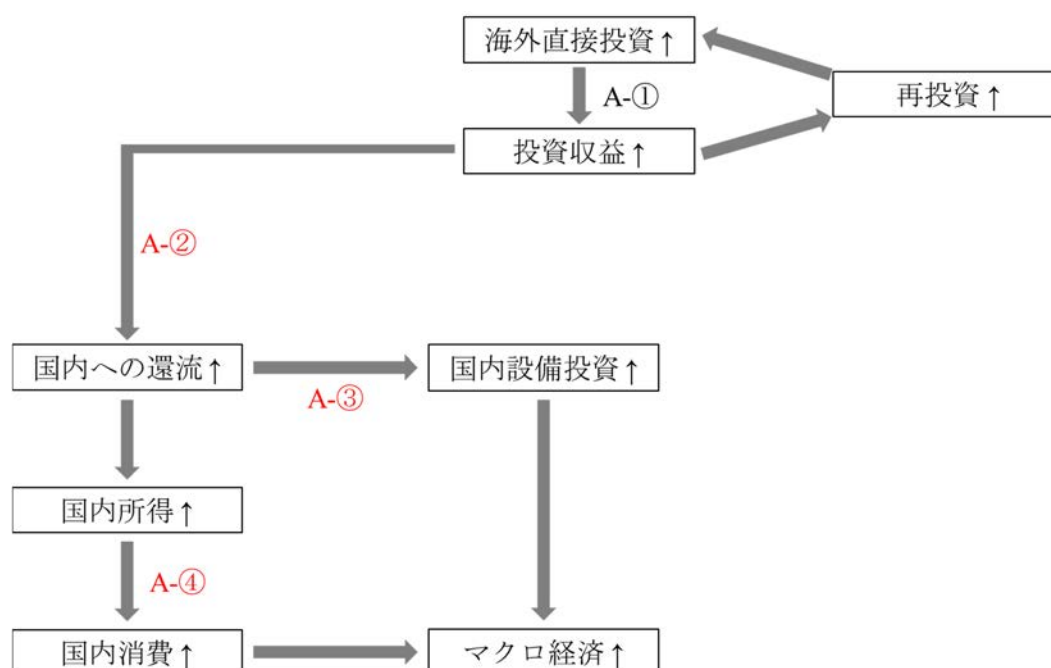
¹ 神戸大学大学院経済学研究科教授

本稿では、こうした状況において、海外直接投資をマクロ経済、あるいは資金循環の中で位置づけることにより、海外での生産や売上の増加が国内マクロ経済の成長に寄与するための三つのメカニズムを想定する。この三つのメカニズムを検討することを通じて、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について整理し、展望する。

2. 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム(1):国内への還流

一つ目のメカニズムを図表1に示している。海外直接投資による収益を国内に還流し（A-②）、その資金で設備投資を行う（A-③）、または、国内所得として還元して消費を増やし（A-④）、国内マクロ経済の成長に寄与するというメカニズムである。

図表1 メカニズム (1) : 国内への還流



(出所) 筆者作成

A-②のメカニズムがどの程度実現しているのかを、海外直接投資収益の日本国内への還流率から見てみると（図表2）、近年はおよそ50%前後で推移していることが分かる。これまでどのような国内還流の促進策が行われてきたかという点について、米国と日本の事例を取り上げる。

米国では、2004年の「雇用創出法」において「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」という国内還流の促進

策が講じられた。その効果としては、海外から米国内へ還流は大幅に増加したが、その資金が米国内の投資や雇用の増加に貢献したか否かははっきりとしていない²。

日本では、2009年の「外国子会社配当益金不算入制度」において、「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」という国内還流の促進策が講じられた。長谷川・清田（2015）は、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と分析している。また、田近・布袋（2009）、清田（2015）は、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と分析している。

しかしながら、配当金の国内還流があっても、国内で使われているかどうかまではわからない。4割弱の製造業企業が、現地法人からの配当金を国内設備投資・研究開発投資に充てる意思があると回答したアンケートがあるが³、たとえ企業に使う意思はあったとしても、実際に有効な資金需要や旺盛な投資需要が国内市場に存在しているか否かという点が、国内投資を決断する鍵になると考えられる。

図表2 海外直接投資収益と国内還流率



（出所）日本銀行「国際収支統計」より筆者作成

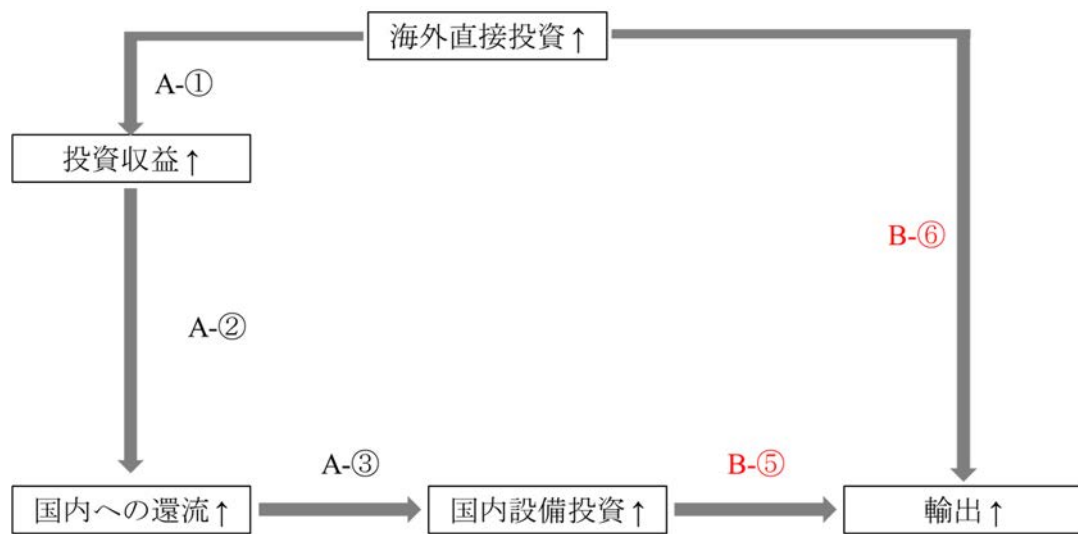
3. 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム(2):輸出拡大

二つ目のメカニズムを図表3に示した。輸出を通じた売上は国内の企業と家計の所得を増加させ、国内経済の成長に繋がる。成長と分配というメカニズムに照らし合わせた場合、輸出が持続的に増加することは、マクロ経済の成長において重要な原動力となる。

² Redmiles（2008）および United States Congress Senate, Permanent Committee on Investigations（2011）。

³ 経済産業省の「海外事業活動基本調査」（2009～2017）では、製造業（大企業）の30～40%は、現地法人からの配当金の用途として、研究開発・設備投資に充てる意思があるとしている。

図表3 メカニズム (2)：輸出拡大



(出所) 筆者作成

輸出は、海外市場向け輸出（いわゆる通常の輸出）と、現地法人向け輸出の二つに分けることができる。さらに、現地法人向け輸出は、親会社からの輸出（企業内貿易）とその他の企業からの輸出（企業間貿易）の二つがある。

まず、海外市場向け輸出金額の推移を見ると、2010年代以降では伸びが鈍化していることが分かる（図表4）。次に、現地法人向け輸出を見ると、全輸出に占める割合は約25%で期間を通じてほぼ一定である（図表5）。また、現地法人向け輸出の約90%は親会社からの輸出であり、その他の企業からの輸出は約10%である（図表6）。

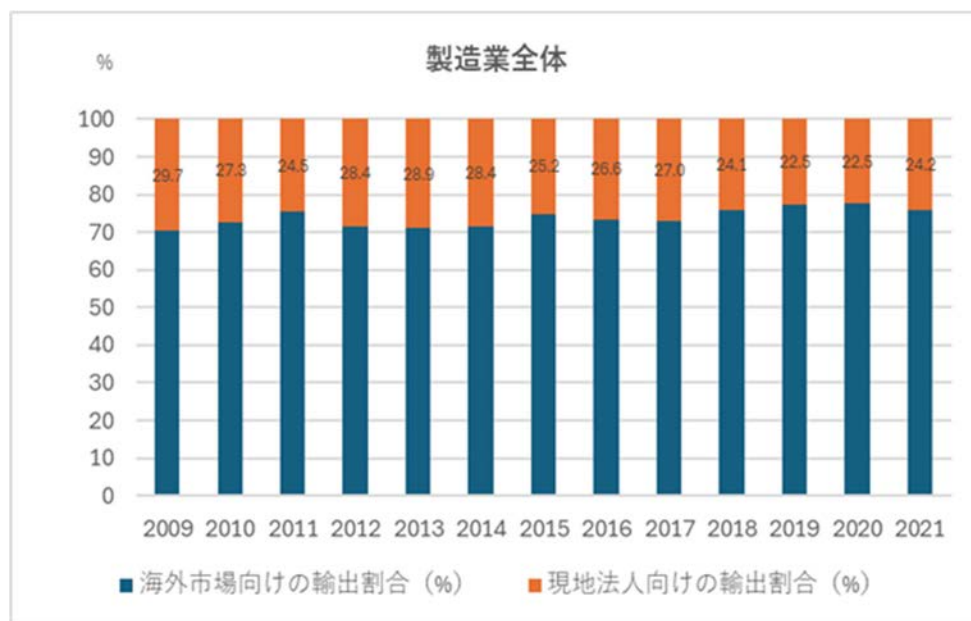
企業内貿易における売上および利益は同一企業内で資金の移転として処理され、国内の所得増加として、分配面からある程度は国内マクロ経済の成長に寄与することになる。しかし、より重要なポイントは、現地法人向け輸出のシェアを伸ばしていくことである。なぜならば、海外直接投資が拡大傾向にあることを踏まえれば、それに応じて国内から現地法人向け輸出が増えることで所得が生み出され、国内経済を成長させることが可能となるからである。

図表4 海外市場向け輸出金額



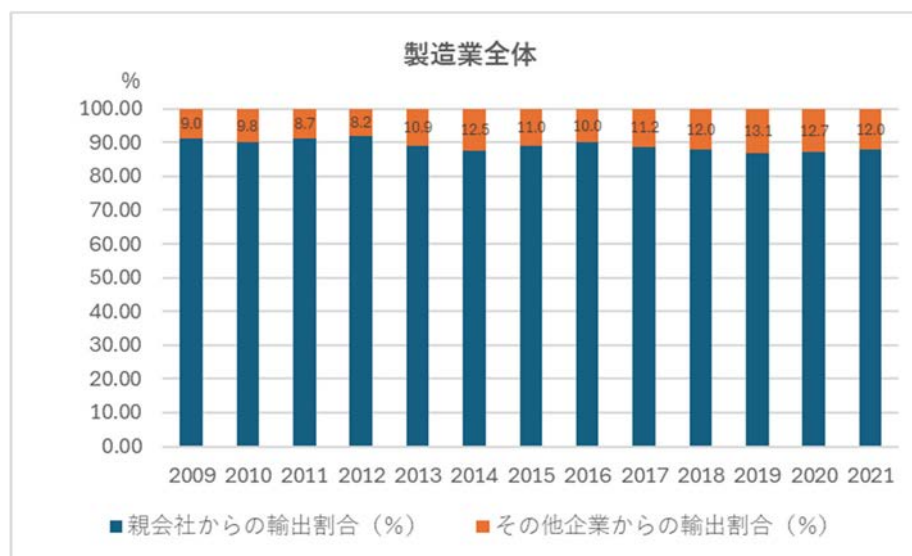
(出所) 財務省「貿易統計」より筆者作成

図表5 輸出に占める海外市場向け輸出および現地法人向け輸出



(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より筆者作成

図表6 現地法人向け輸出に占める企業内貿易と企業間貿易のシェア



(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より筆者作成

4. 海外直接投資の諸類型

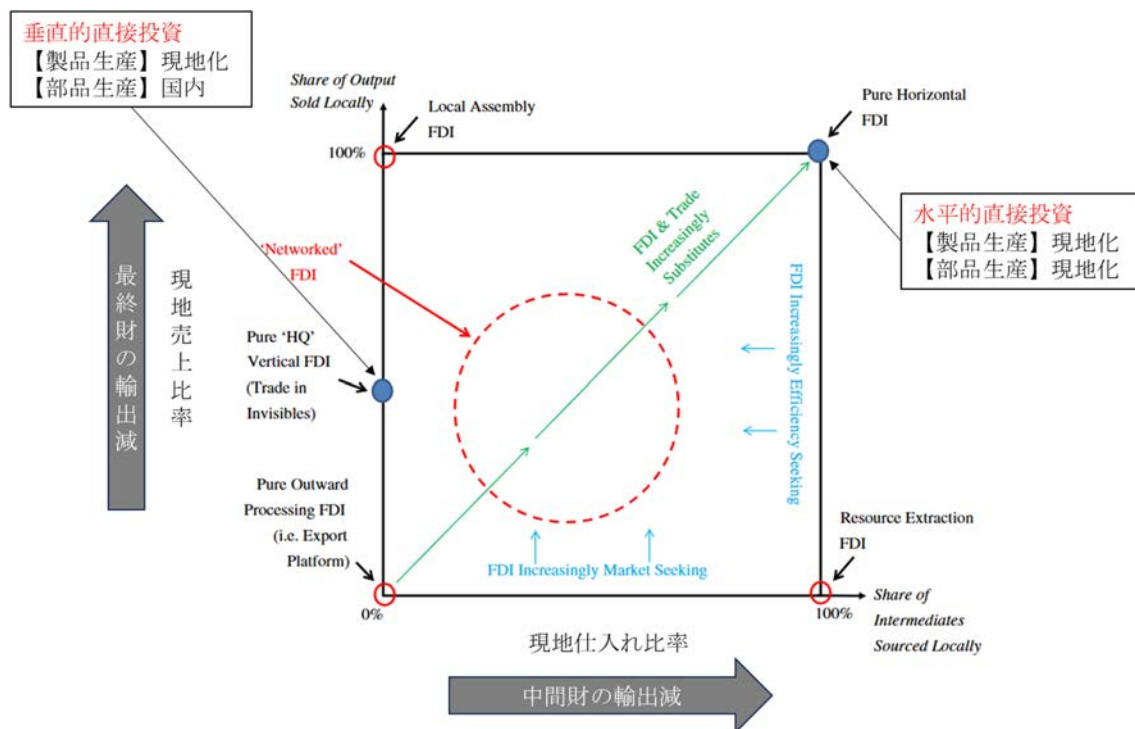
第3節で述べた現地法人向け輸出の成長を展望するためには、海外直接投資の特徴に関する精緻な理解が必要である。そこで企業価値の向上を論じるメカニズム（3）を説明する前に、第4節で海外直接投資の特徴を、第5節で比較優位財の創出について整理しておく。

(1) 水平的直接投資と垂直的直接投資

図表7は横軸に現地仕入れ比率、縦軸に現地売上比率をとったボックス・ダイアグラムであり、直接投資を「水平的直接投資」と「垂直的直接投資」に分類して表している⁴。水平的直接投資とは、製品と部品の生産を全て海外で現地化している状態のことで、ボックスの右上に図示することができる。また、垂直的直接投資とは、製品の生産は海外で現地化しているが部品は国内で生産している状態のことで、縦軸上に図示することができる。この垂直的直接投資をうまく進化させることができれば、現地向け輸出の増加に繋げることができる。他方で、Baldwin and Okubo（2014）、清田（2015）は、直接投資を二種類にはっきり区分できることは稀で、ほとんどの場合は「ネットワーク型直接投資」というカテゴリーでまとめることができるとしている（点線で示した円部分）。

⁴ Baldwin and Okubo（2014）

図表7 現地売上比率と現地仕入比率のボックス



(出所) Baldwin and Okubo (2014) , Figure1

(2) グリーンフィールド投資とクロスボーダーM&A

図表8は水平的直接投資と垂直的 direct 投資の特徴をまとめている。これまで垂直的 direct 投資の手法は、工場を新設するような、いわゆるグリーンフィールド投資によって行われることが多いとされてきたが、ネットワーク型直接投資（および垂直型に近い直接投資）の状態においては、クロスボーダーM&A によっても可能である。図表9ではグリーンフィールド投資とクロスボーダーM&A の特徴を比較しているが、どちらの投資形態が望ましいかという、ともに一長一短があるといえる。

図表8 水平的直接投資と垂直的直接投資の比較

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
垂直的直接投資	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

（出所）木村・安藤（2016）に基づき筆者作成

図表9 グリーンフィールド投資とクロスボーダーM&Aの特徴

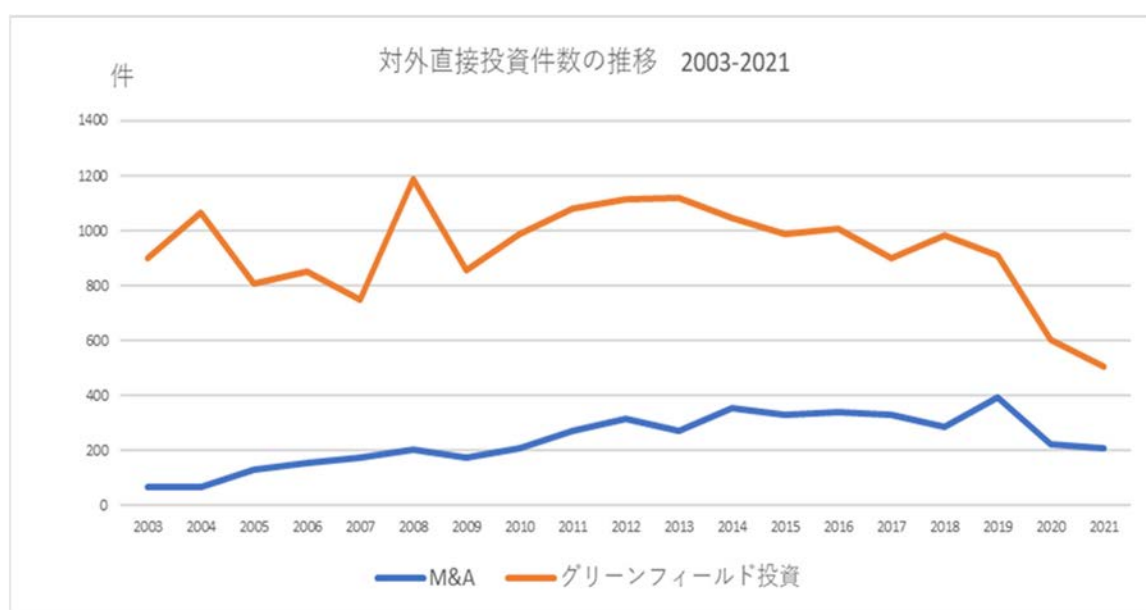
	グリーンフィールド投資 (greenfield investment)	クロスボーダーM&A (cross border M&A, brownfield investment)
定義	外国に投資をする際、新たに法人を設立し、設備の建設、従業員の確保、顧客の確保を一から行う投資形態	外国に投資をする際、外国企業を合併（merger）もしくは買収（acquisition）することによって海外企業の経営権を取得する投資形態
発案から投資終了までの期間	長い	短い
投資終了から収益を上げるまでの期間	長い	それほど長くない ・既存の企業を買収すれば、その企業が持つネットワークやリソースをそのまま活用できる
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	海外企業を買収費用 (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)	△	○

（出所）筆者作成

実際のところ、投資件数ではグリーンフィールド投資は M&A を上回るものの、2010年代以降は緩やかに通減している（図表10）。一方で、M&A の投資件数は2010年代以降増加基調となっており、投資金額でも M&A がグリーンフィールド投資を上回ることが多くなってきている（図表11）。図表12により、M&A の動向については、クロスボーダーM&A（in-out 型 M&A⁵）の一件当たり金額が増加傾向にあり、in-in 型および out-in 型を凌駕しつつあることが分かる。

また、クロスボーダーM&A の買収先地域は2010年代以降、アジアと北米が拮抗しており、欧州がそれに続いている（図表13）。買収相手国を対アジアに限定してみると（図表14）、多い順に中国、シンガポール、インドとなっている。日本側買収企業の業種については、どの国においてもその他サービス、ソフトウェア・情報が多くを占めており、市場拡大を目的としている M&A が比較的多いと考えられる。一方で、対欧州で見ると、日本側買収企業の業種は一般機械や電気機械が多くを占めていることが分かる。対欧州では、対アジアとは異なり、市場拡大のみならず技術獲得を意図した M&A が多いと考えられる。

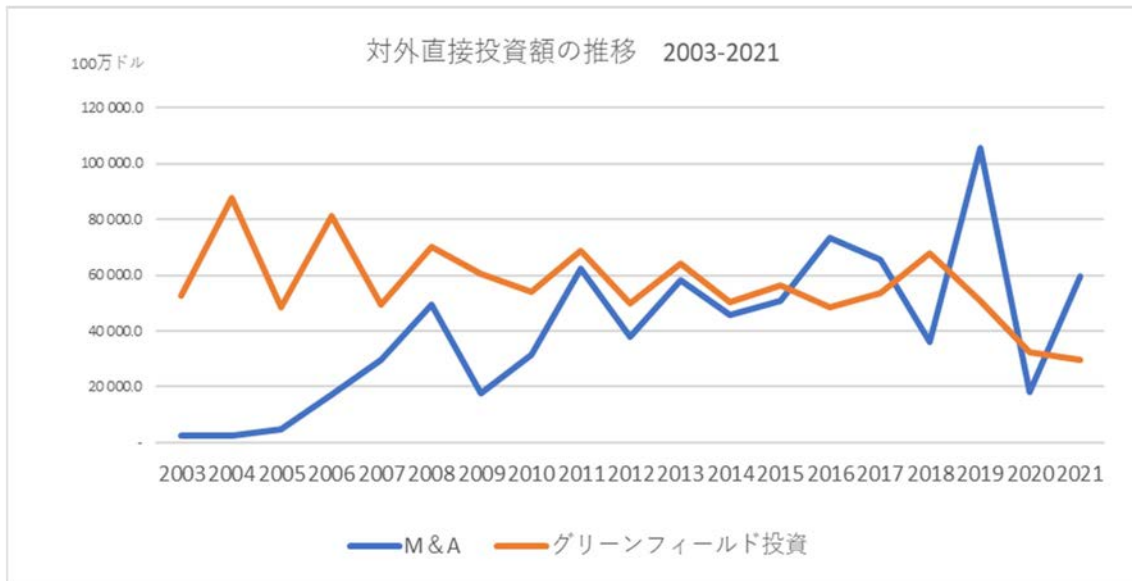
図表10 対外直接投資件数の推移



（出所）UNCTAD「World Investment Report 2023」より筆者作成

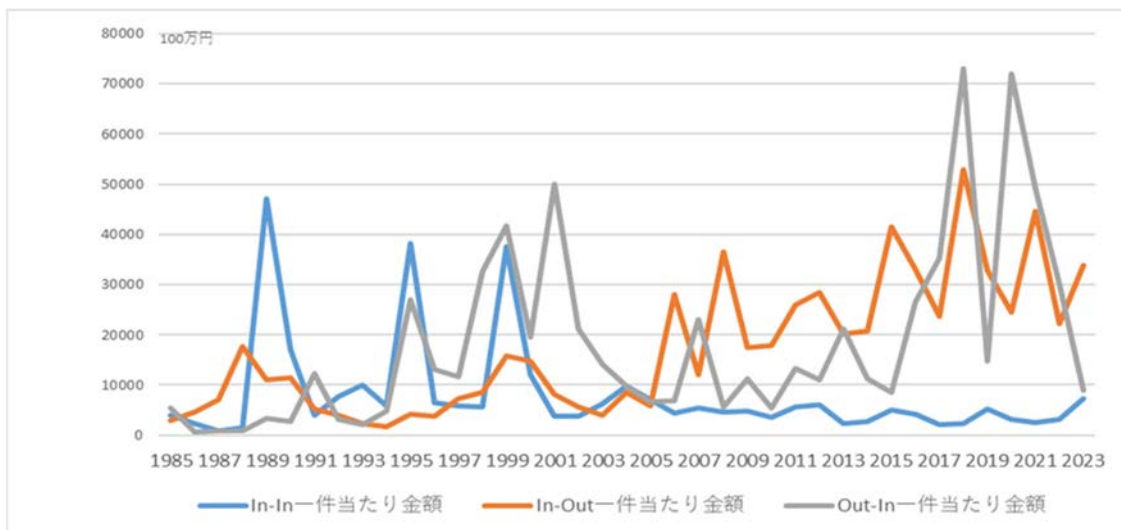
⁵ 国内企業が海外企業を買収対象とする M&A を in-out 型 M&A と呼び、それに対して、国内企業同士の M&A を in-in 型 M&A、海外企業が国内企業を買収対象とする M&A を out-in 型 M&A と呼ぶ。本稿で分析対象とするクロスボーダーM&A は、in-out 型 M&A である。

図表11 対外直接投資金額の推移



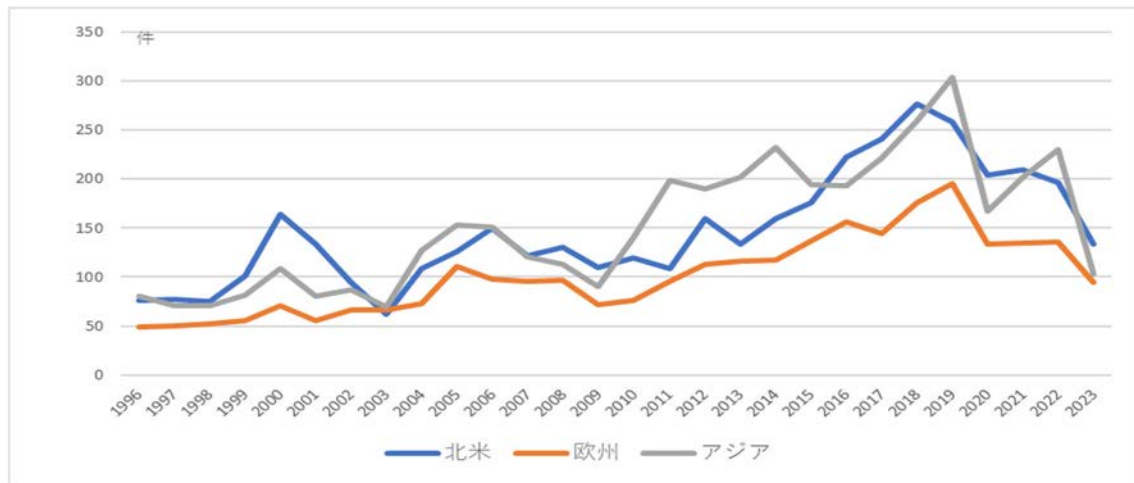
(出所) UNCTAD「World Investment Report 2023」より筆者作成

図表12 M&A類型別の一件当たり金額の推移



(出所) レコフM&Aデータベースより筆者作成

図表13 in-out型M&Aの地域別投資件数の推移



(出所) レコフM&Aデータベースより筆者作成

図表14 クロスボーダーM&Aの買収先と日本側買収企業の業種

対アジア				
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

対欧州				
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

(出所) レコフM&Aデータベースより筆者作成

(3) クロスボーダーM&Aによる現地向け輸出の増加

ここまで見てきたように、ネットワーク型直接投資（および垂直型に近い直接投資）の状態においては、M&Aによっても海外直接投資増加に伴って現地法人向けの輸出を促進することが可能である。特に、対欧州で見られるような高水準の技術獲得型M&Aについては、

現地でより高付加価値な製品の生産が可能となり、現地法人向け輸出品も高付加価値化していくことが想定される。その結果として、国内設備投資の成長と技術進歩も促されると考えられる。

繰り返しになるが、輸出を通じた売上は国内企業と家計の所得を増加させ、国内経済の成長に繋がる。現地法人向け輸出の促進については、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である。

5. 製造業における比較優位財の創出の可能性

(1) 「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」の創出

それでは、高付加価値化する輸出品とはどのようなものであろうか。まず、グローバル・バリューチェーンの下では、現地向け輸出品は最終製品よりも部品・部材等の中間投入品（インフラ財）が相対的に多くなるはずである。また、日本の場合、短期的に変化していく消費者の嗜好に対応し切れず、家電製品やスマートフォンといった高付加価値製品で海外マーケットにおいて比較優位を持つことが難しくなっている。こうした状況を鑑みると、「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」⁶を創出することが重要になってくる。この現地法人向けの高付加価値なインフラ財の輸出促進を通じて、部品・部材等を中心とする海外市場向けの輸出も成長させることが可能である。

世界市場における日本企業のシェアの変化を見てみると、最終製品よりも中間／川上製品のシェアが伸びているのが明らかである（図表15）。図表16の赤色部分の最終製品ではなく黄色部分のインフラ財、さらには黄色部分の後ろにあるインフラ財を、戦略的に比較優位化することは可能であり、これらを製造するグローバル・ニッチトップ企業を海外市場指向業種群としてクラスター化していくことが重要であると考ええる。

⁶ 松林（2024）

図表15 世界市場における日本企業のシェアの変化

【最終製品】

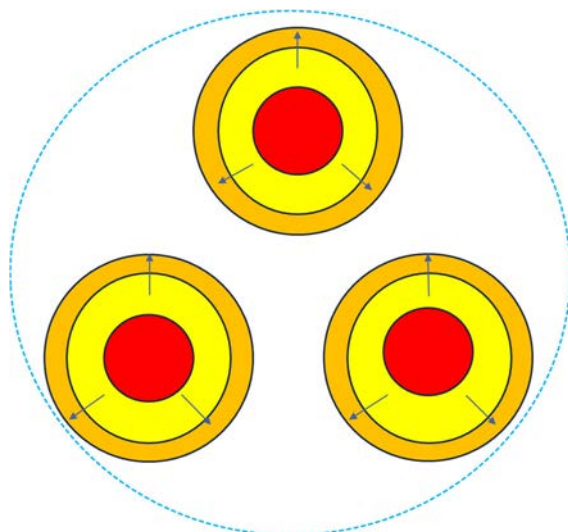
順位	No.	製品名	分類	最終製品	中間製品/ 川上製品	世界市場 (2021年/百 万円)	2017年日本 企業シェア(%)	2021年日本 企業シェア(%)	シェア上昇ポ イント(%)
1	I-8-10	無線給電	通信ネットワーク機器	○		101,600	3.9	57.7	53.7
2	I-3-138	水電解装置	産業機械	○		3,500	16.0	37.1	21.1
3	I-9-96	化合物(CIGS)太陽電池	エネルギー供給施設、プラント	○		30,400	49.7	64.1	14.4
4	I-14-21	インフラ点検用ロボット	ロボット	○		3,150	6.6	21.0	14.3
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	産業機械	○		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-4-139	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-4-14	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	高圧サプライポンプ	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バックシールド用円偏光フィルタ	家電製品		○	1,100	4.8	9.1	4.3

【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	パインダ(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

(出所) 新エネルギー・産業技術総合開発機構 (2023) より筆者作成

図表16 グローバル・ニッチトップ企業のクラスター化のイメージ



(出所) 筆者作成

(2) 比較優位財の創出の事例: スイスの化学・医薬品

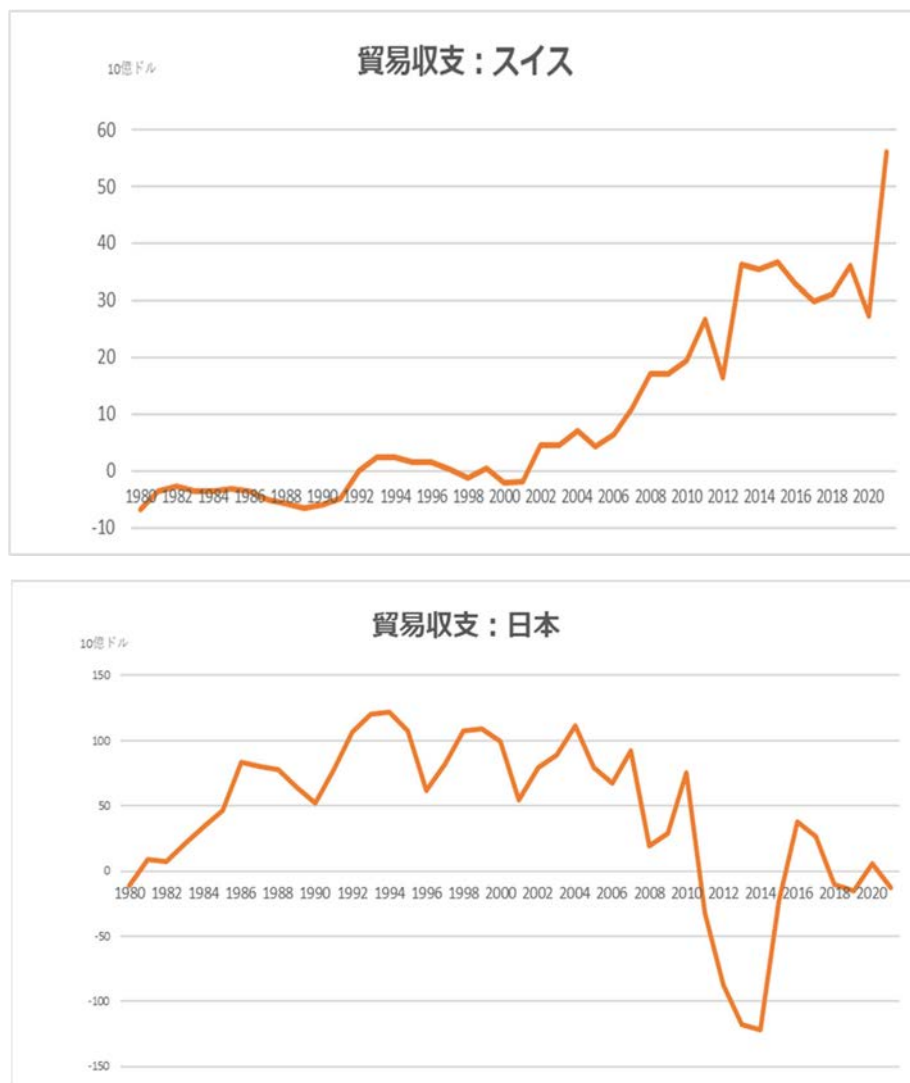
ここで、戦略的に比較優位財を創出した事例としてスイスを取り上げる。図表17は日本とスイスの貿易収支を示している。1990年代初頭から2000年まで、両国の貿易収支は同じような動きをしていた。ところが、2000年頃から日本は経済の成熟化によって輸出が鈍化し貿易収支が悪化する一方で、スイスは貿易黒字を大きく伸ばした。スイスの品目別輸出額を見ると(図表18)、2000年頃からの化学・医薬品の伸びが圧倒的であり、約20年間で4倍近く成長している。

スイスの化学・医薬品産業の歴史を振り返ると、19世紀に繊維産業向けの化学染料工業が発展し、20世紀以降には血清、ワクチン、医薬品等の高付加価値製品に重点を移した。1990年初頭には経済危機による国内経済の停滞があり、構造改革の必要性に迫られ、2000年以降に製薬業界が飛躍的な成長を果たした。

スイスの事例から得られる教訓として、①産業発展の連続性(繊維→化学→医薬品)の中で比較優位財を生み出している、②選択と集中を行っている、③長期的視野の下での戦略・戦術を構築している、の三点が挙げられる⁷。日本でもそもそも製造業の比較優位性はあったわけであるから、これらをうまく進化させることができれば、「高付加価値製品を支える広義のインフラ財」を核とするより強固な比較優位財の創出は実現可能だと考える。

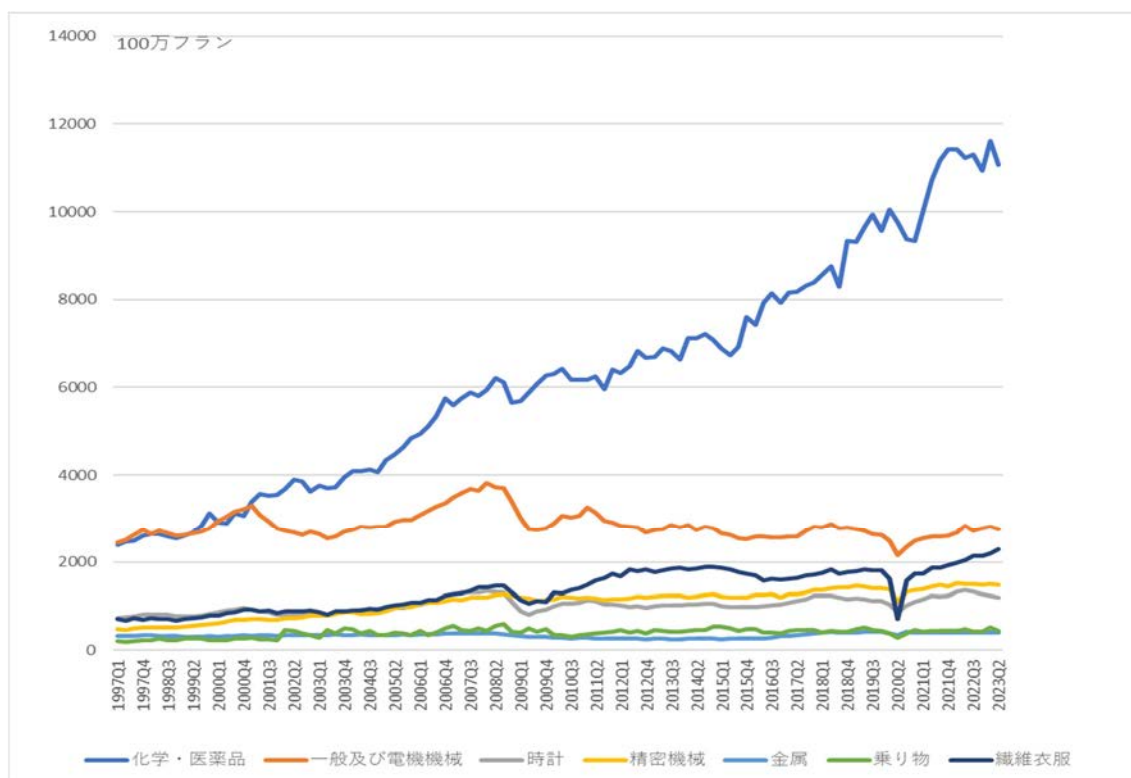
⁷ 佐藤・佐野(2019)、野村総合研究所(2023)

図表17 スイスと日本の貿易収支の推移



(出所) IMF「Balance of Payment」より筆者作成

図表18 スイスの品目別輸出額



(出所) IMF「Balance of Payment」より筆者作成

6. 海外直接投資を国内経済成長に組み込むメカニズム(3):グローバル企業としての企業価値の向上

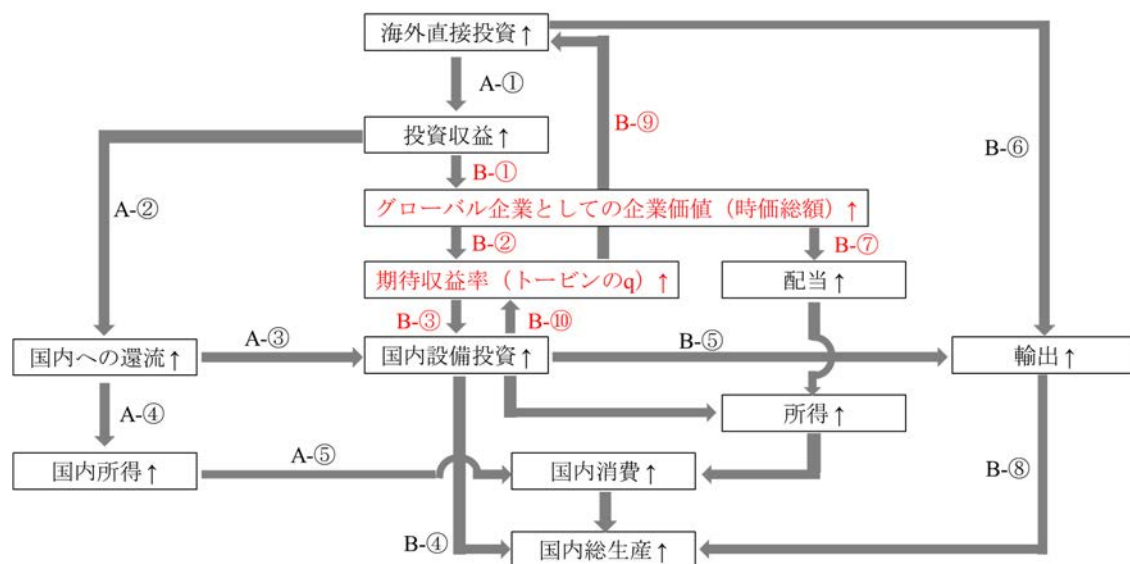
(1) メカニズムの概要

第4節、第5節の整理を踏まえ、三つ目のメカニズムを検討する。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さらなる増産増益に結び付く可能性がある。これにより、グローバル企業の連結ベースでの時価総額の上昇、すなわち企業価値の向上が実現することになる。さらにトービンの q という形で表現すれば、トービンの q の上昇を通じて国内の資本蓄積および国内設備投資の増加を促すはずである。そして設備投資が増加していけば、イノベーションを惹起することで、より高付加価値な輸出品の創出を可能にする。したがって、海外直接投資の増加は（利益の国内還流は少ないにせよ）国内マクロ経済にプラスの影響を与えるはずである。このメカニズムをこれまで検討してきた2つのメカニズムに加えて図示したものが図表19の赤字部分（B-①、B-②、B-③）である⁸。他方、トービンの q の上昇は直接投資の増加を促す（B-⑨）。また、設備投資が増加すれば将来の期待利益も増加することになる（B-⑩）。これらのメカニズムが併存

⁸ B-②については、近藤他（2014）においても指摘されている。

することによって、「海外直接投資」と「国内設備投資（輸出）」を共に成長させることは可能となるはずである。

図表19 メカニズム (3)



(出所) 筆者作成

(2) 海外直接投資とトービンの q の関係

なおメカニズム (3) の成否に関しては当然いくつかの条件が必要となる。そのうちの一つの命題である、「海外直接投資が増加したときにグローバル企業としての企業価値は上昇しているのか」、について検証を行った。図表20は、グリーンフィールド投資、クロスボーダーM&A、直接投資を行わなかった場合それぞれについて、トービンの q の平均値を計測したものである。2013年から2022年の期間平均を見ると、直接投資を行った企業群（グリーンフィールド投資、クロスボーダーM&A のどちらにせよ）は、直接投資を行わなかった企業群よりもトービンの q の平均値が高くなっている。また、グリーンフィールド投資とクロスボーダーM&Aの間では大きな差異は見られなかった⁹。

⁹ トービンの q は1を超えることが一般的ではあるが、本稿では通常とは異なった計測方法を用いている。

図表20 海外直接投資とトービンの q の関係

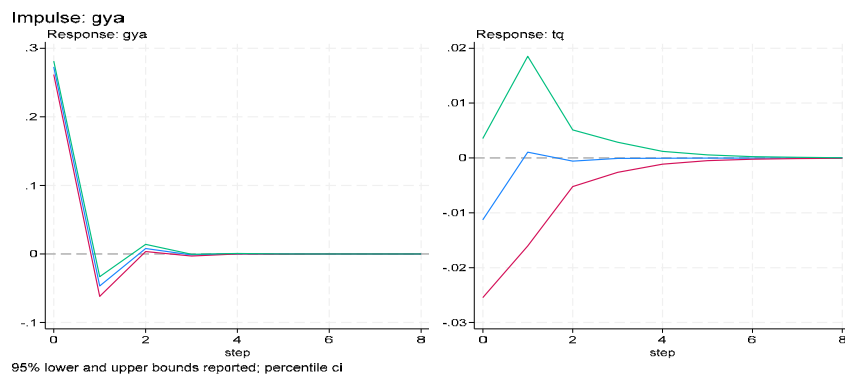
	サンプル数 2013-2022	2013-2022年 全期間	2013年	2019年	2022年
グリーンフィールド投資	3,190	0.73 (0.53)	0.69 (0.51)	0.66 (0.42)	0.73 (0.51)
クロスボーダー M&A	2,950	0.74 (0.56)	0.67 (0.54)	0.67 (0.51)	0.69 (0.51)
直接投資なし	28,170	0.69 (0.50)	0.57 (0.41)	0.67 (0.48)	0.73 (0.52)

(注) 上段はトービンの q の平均値、下段 () 内は中央値
(出所) Orbis Cross-Border Investment より筆者作成

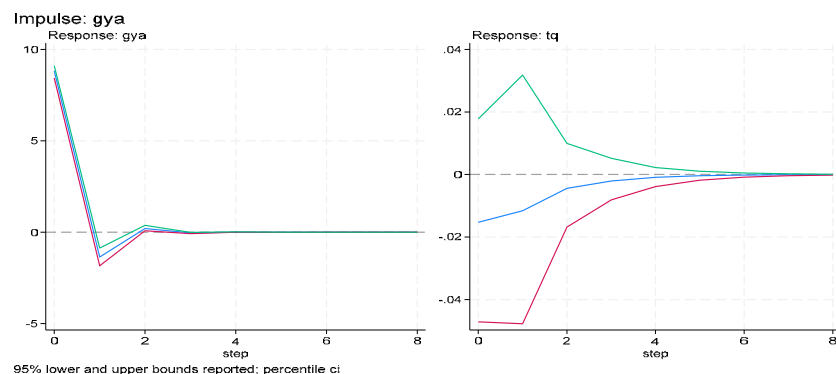
次に、海外直接投資を増やせばトービンの q が上昇するという仮説を、先ほどの個別データに基づくパネル VAR モデルを用いて検証した (図表21)。トービンの q に対してグリーンフィールド投資はプラスの反応を示した一方、M&A は弱い反応を示した。また、グリーンフィールド投資、M&A とともにトービンの q に与える影響は弱いことが分かった。

図表21 VAR 分析の結果 (海外直接投資とトービンの q の関係)

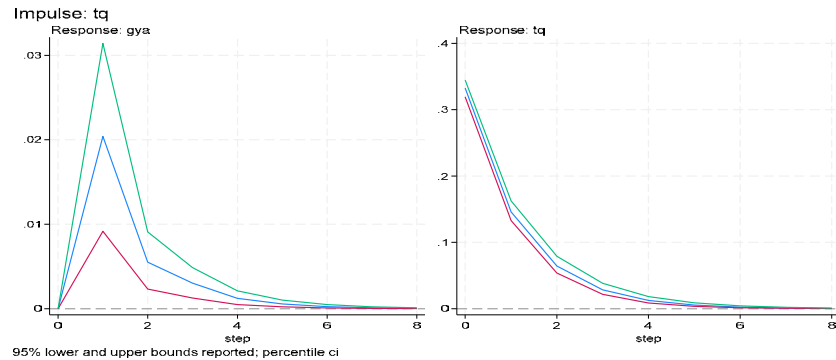
(1) グリーンフィールド投資 $\Rightarrow$ トービンの q



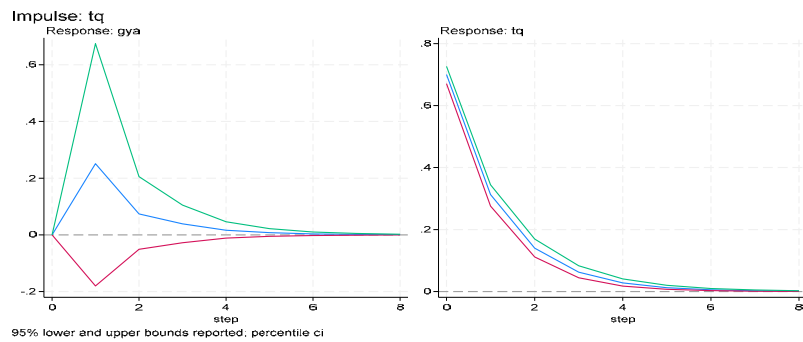
(2) M&A $\Rightarrow$ トービンの q



(3) トービンの $q \Rightarrow$ グリーンフィールド投資



(4) トービンの $q \Rightarrow$ M&A



(出所) 筆者作成

(3) 海外直接投資と企業パフォーマンスの関係

松林（2023）では、同様のデータを用いて、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（時価総額、トービンの q 、売上高）にどの程度の差があるかを分析している¹⁰。まず、グリーンフィールド投資について見てみると（図表22(1)）、時価総額とトービンの q への影響は極めて限定的で、売上高には多少の影響があることが分かった。また、クロスボーダーM&A について見てみても（図表22(2)）、概ね結果は同様であるが、グリーンフィールド投資の場合よりも売上高への影響があるケースが多いことが分かった。

¹⁰ 分析には staggered DID を用いている。詳細は Callaway and Sant'Anna（2021）を参照されたい。

図表22 Staggered DID の推計結果

(1) 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 (0.313)	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)	-0.011 (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** (0.125)	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。

(2) 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 rfta	lta leb yata rfta	lta leb yata rfta	lta leb yata rfta	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。

(出所) 松林 (2023) に加筆修正

7. おわりに

海外直接投資の増加、および海外での生産や売上の増加が国内マクロ経済の成長に寄与するために想定されるメカニズムは三つある。一つ目は図表19の左側に位置する、国内にストレートに還流させるメカニズム、二つ目は右側に位置する、現地法人向け輸出を増加させることによって国内企業と家計の所得を増加させるメカニズム、三つ目は真ん中に位置するグローバル企業としての企業価値の増大を通じて国内設備投資を増加させるメカニズムである。

ここで、これらのメカニズムを想定するにあたって懸念すべき点がいくつかある。まず、海外直接投資については、経済安全保障の観点から一部の地域への直接投資に対する不確実性が増大し、その影響として当該地域よりもリスクが低い近隣地域にサプライチェーンを調整する「フレンドショアリング」や「ニアショアリング」、自国へ事業拠点を回帰させ

る「リショアリング」といった状況が長期化する可能性がある¹¹。また、国内設備投資の抑制要因として、中長期的な停滞要因（人口減少等）に起因する不確実性増大¹²や、リストラ企業群による投資抑制¹³が挙げられる。こうした不確実性要因は、国内外投資と企業価値の関係を弱める可能性が高い。

最後に、今後さらに研究を進めるにあたり残された課題と今後の発展について示す。まず、第6節で行った海外直接投資を増やせばトービンのqが上昇するという仮説の検証（VAR分析）については、明確な結果が得られていないが、計測の技術的な問題やデータの問題が存在すると考えられるため、より丁寧な分析を行っていく必要がある。また、第6節で取り上げた松林（2023）の海外直接投資を行った企業群と行っていない企業群での企業パフォーマンスの差の分析（Staggered DID）についても、企業価値を投影する代替的な指標を使用することによって、より精緻な検証を進めていくことが不可欠である。企業のグローバル化の更なる進展を背景に、国内外投資と企業価値の関係について分析の一層の深化が求められる。

参考文献

- 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」，財務総合政策研究所編「「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』第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』第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』第200号，pp. 63-

¹¹ 内閣府（2023）

¹² 田中（2019）

¹³ 小川（2020）、高岡（2024）

- 内閣府（2023）「世界経済の潮流2023Ⅱ」第2章第3節 <https://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa23-02/pdf/s2-23-2-3.pdf>
- 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」『知的財産創造』2023年3月号
- 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 Series, 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—半世紀の回顧をふまえて—『貿易と関税』5月号, pp.2-16
- Baldwin, R., and T. Okubo（2014）, “Networked FDI: Sales and Sourcing Patterns of Japanese Foreign Affiliates,” *The World Economy*, Vol. 37, Issue 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, Issue 2, pp. 200-230
- Redmiles, M.（2008）, “The One-Time Received Dividend Deduction,” *Statistics of Income Bulletin*, Vol. 27, Issue 4, pp. 102-114
- United States Congress Senate, Permanent Committee on Investigations（2011）, “Repatriating Offshore Funds: 2004 Tax Windfall for Select Multinationals,” Majority Staff Report