

# 高リスク低リターンの海外直接投資

## — 内部留保のゆくえ —

脇田成

東京都立大学

2021年10月24日

日本の海外直接投資(FDI)はアベノミクス開始以降、ますます増大しており、残高は 200 兆円を超えた。10 兆円を上回るその収益は、このところ時として赤字になる貿易収支を補い、第一次所得収支黒字ならびに経常収支黒字の原動力となっている。このため「貿易立国」から「投資立国」へのスローガンのもと、さらなる推進を考える向きも多い。一方で東芝や日本郵政など、海外 M&A の失敗例も大々的に報道されている。本当のところはどうなのだろうか。

実は通常の計算方法で行われている海外直接投資の収益率は、保有して得られる収益(インカムゲイン)のみを集計したもので、関連会社の株価下落や為替レートの変動などの元本の資産価値の変動(キャピタルゲイン/ロス)を無視している。そのため投資国によっては 5%から 10%にも上るとされる直接投資収益率の推定値は過大であり、正しくキャピタルゲイン/ロスを考慮した収益率は平均で 0.5%ほどである。直近の 2020 年には直接投資残高は 1.5 兆円ほどの増加にすぎないが、10 兆円の収益を得た。しかしその背後には 18 兆円ものネットの新規投資を行い、キャピタルロスは実に 16.5 兆円にも上っている。

この点は現状の国際収支統計の記載の仕方ではわかりにくいので、今後は IMF 国際収支マニュアルの改訂により是正される方向である。しかし統計は一人歩きして、過大な投資立国への期待が高まってしまっている。そこで本小論ではこの点を説明し、さらに海外直接投資の原資となっている企業の内部留保との関連も説明する。

### 海外直接投資の定義

まず海外直接投資の定義から始めると、外国為替及び外国貿易法(外為法)第四章資本取引等第二十三条 2 には以下を定めている。

「対外直接投資」とは、居住者による外国法令に基づいて設立された法人の発行に係る証券の取得若しくは当該法人に対する金銭の貸付けであつて当該法人との間に永続的な経済関係を樹立するために行われるものとして政令で定めるもの又は外国における支店、工場その他の事業所(以下「支店等」という。)の設置若しくは拡張に係る資金の支払をいう。

支店等設置拡張のための証券の取得、金銭の貸し付けが海外直接投資の主内容である。一方、財

務省の本邦対外資産負債残高統計ホームページによれば、支店等設置拡張という「実物的」目的は省略され、海外直接投資は

議決権の割合が 10%以上となる投資先法人に対する出資、及び当該投資先法人との間における貸付・借入等

としている。

これらの定義を見ると、直接投資といっても子会社関連会社一般への投資であり、実はケイマン諸島のようなタックスヘイブンへの投資も含まれる。直接投資と言えば、製造業の工場や販売子会社等の「実物」をイメージしがちだが、必ずしもそうとは限らず「金融」子会社、投資子会社等も含まれるのである。

### 収益率の過大推定

海外直接投資の収益率は一般的には財務省の本邦対外資産負債残高に記載される直接投資残高を分母に、同じく財務省国際収支の第一次所得収支に記載される直接投資収益を分子に計算されている。

#### (1) 直接投資収益/本邦対外資産負債残高による直接投資残高

この計算方法だと確かに投資収益率は高い。1996年から2000年までの25年平均で4.8%、アベノミクス期は5%台半ば、さらに日銀の地域別統計を見ると中国など10%もの収益率が得られている。

しかし冒頭で述べたようにこの定義はキャピタルゲイン/ロスを無視している。そこで財務省のサイトの対外直接投資の総括表により、各年のネット取引フローの投資金額を見よう。図 1(a)に示されるようにこれを足し合わせた累積投資高は現状のストック残高より遙かに大きい。実は1996年からの累積で275兆円、平均9.8兆円ものネットの投資を行っているものの、現存のストック額は206兆円弱であり、約70兆円もの累積キャピタルロスがある。収益面では25年間累積のインカムゲインは113.5兆円ほどだが、上記のキャピタルロス70兆円を引くと、実際には25年間で43兆円を得たに過ぎない。

そこで各年のキャピタルゲイン/ロスを

$$\text{今年度の資産残高} - (\text{前年度の資産負債残高} + \text{取引フロー})$$

と計算して以下の修正収益率を計算した。

#### (2) (直接投資収益+キャピタルゲイン/ロス)/本邦対外資産負債による直接投資残高

図 1(b)は両者の収益率をプロットしている。赤線で示される(1)の収益率安定的だが、黒線で示され

る(2)の修正収益率は変動が激しく、またその単純平均はわずか 0.59%ほどとゼロ近傍であることが示されている。しかもアベノミクス開始期の大幅円安により、ドルなどで得られた収益は円換算時にかさ上げされ、大きくリターンは回復したものの、その後は円安傾向が続いているにもかかわらず、(2)は(1)を下回っておりキャピタルロスの存在が示されている。

比較のために海外証券投資(青天線)を考察すると、為替レートの影響はみられるものの、ストックと累積フロー残高の一方的な乖離は見られず、(1)で計測した収益率は近年、減少傾向にあるものの平均は 4%弱となった。また法人企業統計(金融業除く)における自己資本経常利益率(当該時期の平均は 9.8%)や総資本経常利益率(4.2%)は、直接的に比較できないものの、(2)の直接収益率よりもかなり大きい。

## 官庁の認識

統計作成当局はこの問題を認識しているとみられる。日銀の「2020 年の国際収支」では補論 6 で以下のように記載している。

IMF は、国際収支統計作成の際の国際的な標準ルールを示すとともに、IMF への報告様式に関するガイドラインを提示した「国際収支マニュアル」を公表している。わが国の国際収支統計も、2008 年に公表された最新版の「国際収支マニュアル第 6 版」(以下、BPM6)に準拠して作成している。

### (IMF 国際収支マニュアル改訂に向けた議論)

近年、多くの国で、対外資産負債残高が過去最高額を記録する中、残高の増減と取引フローである国際収支統計の金融収支の乖離が大きくなっており、分析・政策上の関心から両者の整合性が注目されている。これを受け、次期マニュアル(BPM7)策定に向けた議論においては、残高の期初値、増減要因、期末値を示す「統合 IIP (International Investment Position) 表」をマニュアルの中心に据え、残高増減要因を国際収支、対外資産負債残高と並ぶ第 3 の要素に格上げすることが提案されている。

財務省の本邦資産負債残高においても、ネット上で数年分の「修正要因(試算値)」を開示し、取引フローと残高増減の乖離要因を、「為替レート要因」と(為替レート要因を抜いた)「その他要因」に分類して発表している。そこでも円安傾向の近年の多くの乖離部分は株式価格低下要因が含まれる「その他要因」が大きくなっている。

しかし残念ながら経済分析を行う立場には、このキャピタルロスの大きさは浸透していない。海外直接投資収益率でネット検索すると、内閣府、財務省や JETRO など多くの官庁白書やレポートなどが、(1)の推定方法を用いて、海外直接投資の高い収益率を称揚している。これでは海外直接投資を過度に応援することになりかねない。

## 海外事業活動基本調査

なお直接投資等で頻繁に使用されるデータとして、経済産業省の「海外事業活動基本調査」がある。調査対象は毎年3月末時点で海外に現地法人を有する我が国企業(金融・保険業、不動産業を除く)であり、以下のように海外現地法人の定義は財務省の本邦対外資産負債残高と同様である。

海外現地法人とは、海外子会社と海外孫会社を総称していいいます。海外子会社とは、日本側出資比率が10%以上の外国法人をいい、海外孫会社とは、日本側出資比率が50%超の海外子会社が50%超の出資を行っている外国法人をいいいます。

ただしこのデータは帝国データバンク社に委託した有力企業へのアンケート調査から得られるものであり、製造業(と非製造業のうち卸売業)企業が多く、堅実で伝統的な海外直接投資のサンプルとなっている。本邦対外資産負債残高ではアベノクス期に直接投資残高は倍増以上の勢い(アベノクス開始2012年で91兆円、2020年で205兆円残高)が見られるが、この調査ではさまざまな項目(売上高や利益、雇用量など)の数字が利用可能であるものの、円安効果で売上高や利益が増加する以外の顕著な変動は見られない。なかでも雇用量はほとんど変わらない。

この違いは海外事業活動基本調査のアンケートには金融面の動きや、本業とは距離のある分野のM&Aを行う企業含まれていないからだと思われる。個票が得られ、調査項目はより詳細であることから海外事業活動基本調査は盛んに研究に使われているが、このデータの「安定的な収益」の製造業の結果で海外直接投資の全体像を推し量ることはできない。

## 法人企業統計上の投資有価証券と「失われた30年」

筆者は永年、企業の内部留保(利益剰余金)が企業貯蓄となり、この過剰な企業貯蓄が「失われた30年」と呼ばれる長期停滞をもたらしてきた、と主張してきた。法人企業統計を見ると、内部留保の大幅な増加にもかかわらず、有形固定資産や人件費はここ20年、実は増加していない。

一方利益剰余金の増加につれて投資有価証券(子会社・関連会社への1年以上の長期投資)ならびに預貯金の増加が同時に生じている(図2)。この投資有価証券への投資(各年平均15兆円程度、2012年末の残高は236兆円、2020年の残高は360兆円)の過半は海外直接投資に資金投入されているとみることができる。

この推測の背景には、法人企業統計の特性がある。もともと法人企業統計は国内企業(海外子会社・関連会社は対象外)の数字を単純に足し合わせたものである。企業の投資が内需関連に向けてなされたならば、何らかの活動の痕跡が法人企業統計に反映するはずである。一方、投資が海外に向けてなされたならば、投資金額は投資有価証券の増加として統計に表れるものの、海外子会社や海外関連会社等の設備投資や人件費は統計に含まれない。そこで余剰資金は海外に向かったと推測されるのである。

## バランスシートの長期推移

より広くバランスシートの推移を見よう。左側の資産側は「固定資産」・「流動資産」・「投資その他の資産(資本参加や利殖のための有形・無形以外の固定資産)」に 3 分類される。大胆に単純化して、ここでは

- 「固定資産」を有形固定資産と無形固定資産、
- 「流動資産」を預金貯金とその他、
- 「投資その他の資産」を投資有価証券とその他の 6 項目に、
  
- 右側の「負債」を流動負債・固定負債に、
- 「純資産」を投資有価証券とその他の 4 項目に分類する。

図 3 で見ると、堅調に増加しているのは資産側では投資有価証券、純資産では利益剰余金であることが確かめられる。図 4 でアベノミクス期の増加幅(2019 年の数値から 2012 年の数値を引いたもの)を見ると問題は一目瞭然である。左右共に全体の増加幅は 370 兆円であり

- [資産] よく利益剰余金の左側には設備など固定資本があると指摘されるものの、アベノミクス期の固定資産の増加幅は有形並びに無形合わせて 65 兆円と小さく、他の 305 兆円は流動資産と投資その他の資産の増加である。なかでも投資有価証券が 123 兆円増加している。
- [負債] 増加幅は 146 兆円と大きくなく、資産側の流動資産 127 兆円増加と相殺されるほどである。
- [純資産] 利益剰余金が 171 兆円増えており、全体の増加幅の半分弱を占めている。

バランスシートの両側には項目が並んでおり、一つのペアだけを取り出して議論することは混乱を招くことが多い。しかし網羅的に検討しても、やはり利益剰余金と投資有価証券の増加傾向が見てとれる。

## 内需直接刺激か海外投資経由か

ここまでの会計用語を使った議論を経済学用語に変換してもう一度説明すると

- 利益剰余金は企業「貯蓄」につながり
- 投資有価証券は海外直接「投資」につながっている。

そして海外直接投資の問題は

- 内需に直接貢献しないため国内雇用などへの波及効果も見られないばかりか、
- その収益率は変動が激しく、平均はゼロ近傍であることである。

以上は日本のマクロ経済運営に重大な含意をもっている。日本国内では好循環の原資となるべき企業の内部留保が過大なため

- 家計の所得が横ばいで消費需要も増加せず、国内の新規投資の収益が上がらない
- 新規投資の収益が上がらないため、さらに賃上げがなされない

という悪循環に陥ってしまった。これを打破する第一歩が、内部留保の有効活用だ。内需に使われたならば、国内経済はより活発に発展し、人件費増加から家計所得・消費増加や投資から生産といった好循環(あるいはケインズ経済学でいう乗数効果)が国内で機能し始める。

しかし一方で巨額の内部留保が海外投資に使われること、それはそれでやむを得ないのではないかと、この声も強かった。国内は「空洞化」し「合成の誤謬」下にあることは認めたとうえで、日本企業が海外に資金をつぎ込んだとしても、高い収益を稼ぐのなら、低収益の国内投資より望ましいのではないかと、むしろ人口減のもと投資立国を目指す目指すことは自然ではないか、という主張である。この主張の前提は高収益の海外投資であったが、これまで示したように海外直接投資の実際の収益率は極めて低く、この主張は成り立たない。

なお図 5 で表されるように、利益剰余金と投資有価証券の増加は 1998 年以降の非製造業に顕著に見られる現象であり、伝統的な製造業中心の海外直接投資の見方をすることはできない。

## 終わりに

高齢者は高配当だが元本を毀損していく金融商品を選んでしまうことがある。海外直接投資も平均収益の 4.5 兆円の背後にはキャピタルロスが 2.9 兆円もある。残高が純減しない理由は、毎年 10 兆円近い巨額のフロー資金をつぎこんでいるからである。

筆者は必ずしも国際収支統計に詳しい部類の研究者ではない。永年、企業の内部留保を問題視してきた立場からこの点に行き着いた。非難されやすい企業の現預金積み増しや証券投資と比べて、海外直接投資は「堅実で安定」的な企業活動と見られやすい。もちろんそういった事例が伝統的には多かったとしても、アベノミクス開始以降急増した海外直接投資の全体はそういったものではない。

- 安定的な製造業の収益基盤ではなく、むしろ収益の変動が激しく、余剰資金のはけ口
- 国内に投資されれば雇用など連鎖的に波及効果があるが、海外投資経由で得られるのは収益のみ
- 考えられている高収益率ではなく、キャピタルロスを考慮した収益率はゼロ近傍

という特徴がある。リスクは高くリターンは低い、そして内需に悪影響を与えている。これでは「投資立国」に期待することはとてもできないし、いわばバブル期の財テクが海外に舞台を移した「海外財テク」といえるのではないかと。そしてそれは既に失敗しているのである。雇用者報酬総額 280 兆円の 2% 賃上げに必要な額は 5.6 兆円である。収益も雇用も投資も生まない海外直接投資に 10 兆円も投じるなら、もう少し国内に投資するべきだと考えるのは筆者だけではないだろう。

最後に3つの留保点を列挙しておく。

まず(1)のような定義がいつも好ましくないと主張しているわけではない。例えば株価収益率(PER)は純利益/株価であり、キャピタルゲインを含んでいるわけではない。ただし PER は必ずしも収益率が高くても好ましいと使われるわけではなく、株価の割高を示す指標でもある。

第二に一般的に言えば、企業が投資を行うこと自体が問題ではない。ソフトバンクのような投資会社という存在もある。しかしもともと投資会社ではない企業が、(良好なイメージの)直接投資をいわば隠れ蓑にして、海外で投機的に資金を使っており、なおかつ儲かっていることが問題だ、と言っているのである。

第三に(本論の主張とは逆になってしまうが)あまりに海外直接投資の収益率が低すぎる点が謎である。すべての企業が、無理な失敗投資のケースばかりではないだろう。図 3 に示されるように、海外直接投資収益率はキャピタルロスを考慮しないままでも、法人企業統計上の自己資本経常利益率には大きく劣る。これではなぜ直接投資を行うか明らかではない。

筆者の憶測ではあるが、海外直接投資は目に見えない「うまみ」があるのだと思う。詳述はしないが、移転価格と企業内貿易を通じるものなどが考えられる。ただし中国のように、外資規制が強く利益回収が難しい国は多い。中国での収益率は高いが、実は投資残高はさほど大きくない。これらの側面の総合的な解明が必要だろう。

## 蛇足

日本企業の海外志向は国威発揚のためと考えると分かりやすい。コロナ禍のもとオリンピックを開催したように、儲けを度外視して海外雄飛を図る経営者は多いのではないか。成功すればビジネスヒーローとしてマスコミでもてはやされ、失敗しても海外のことであるからうやむやになりやすい。この結果、国内は緊縮でも海外にはお金をつぎ込んで損失を重ねて行く。失敗企業にはそれぞれの二百三高地があるのだろう。

図1 ● ほんとうは低い直接投資収益率

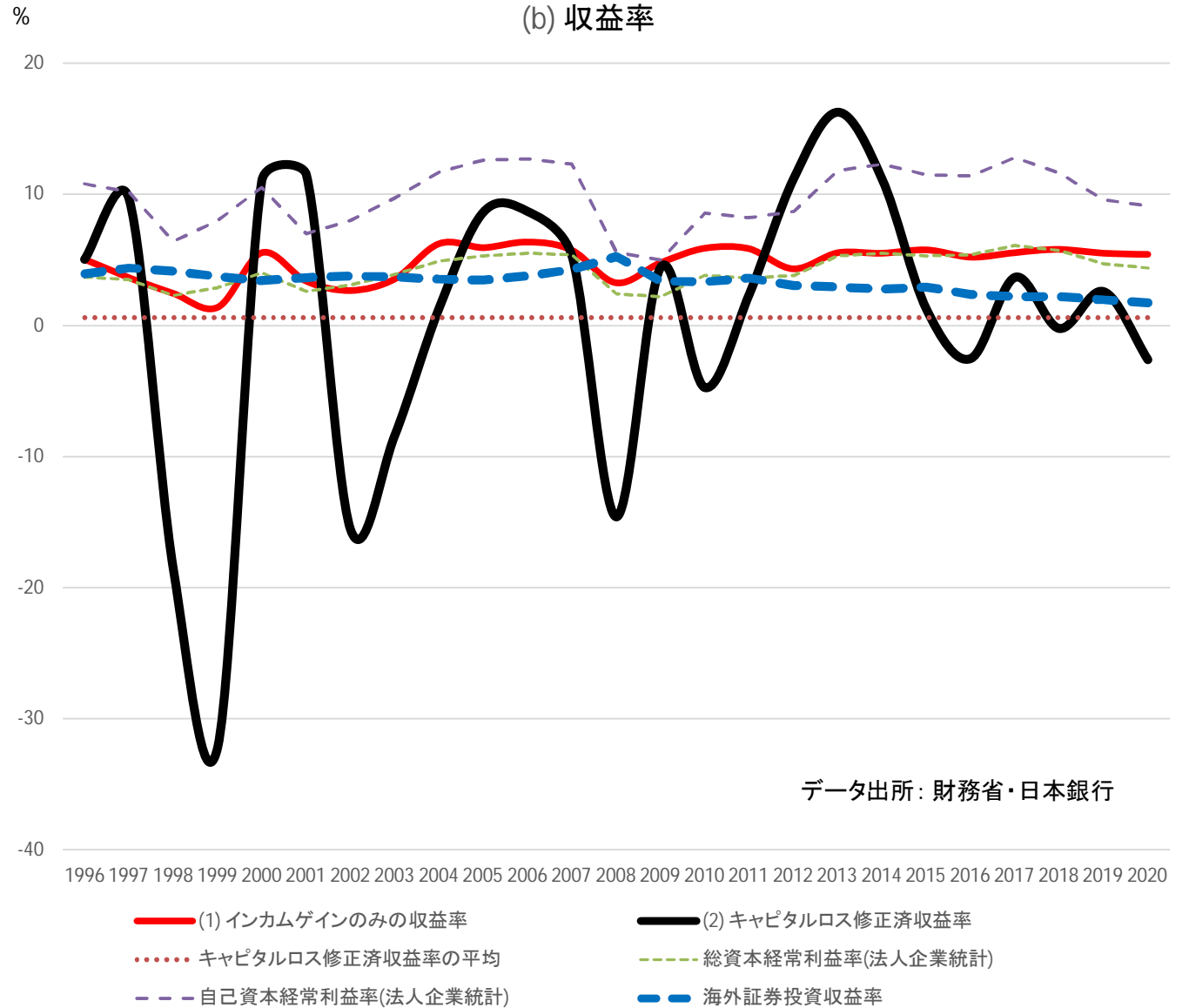
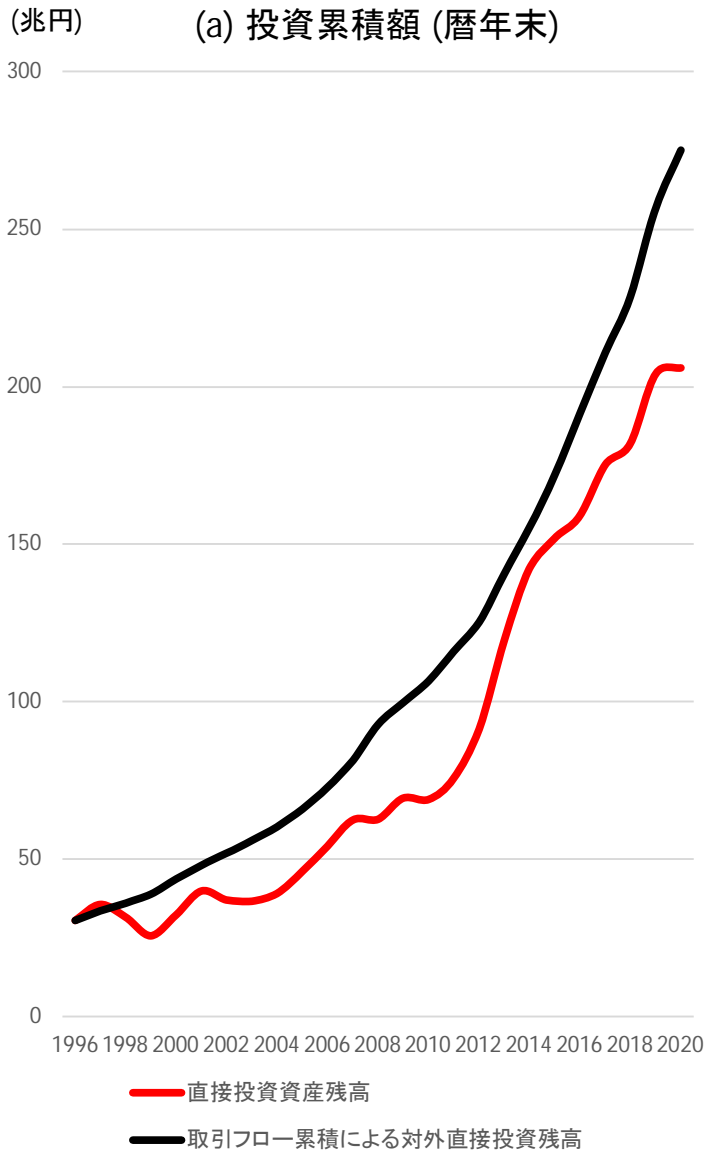
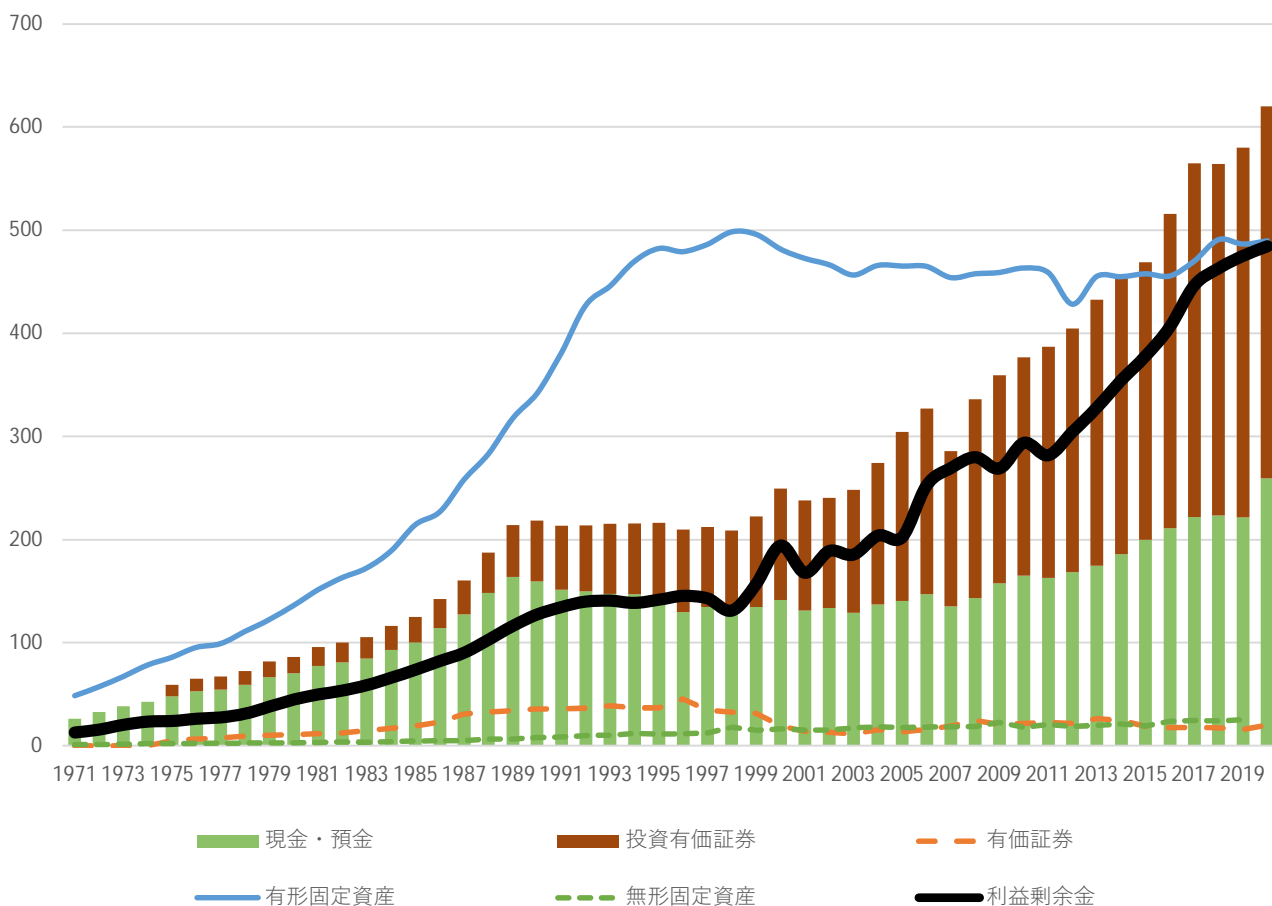




図2 ● 内部留保の行き先：現預金と投資有価証券



★ 投資その他の資産とは、有形固定資産と無形固定資産以外の固定資産 会社が1年超にわたり投資している資産であり、事業に直接使われていないものが該当。例えば投資有価証券、子会社株式、出資金、長期貸付金、破産債権など。

★ 投資有価証券とは、貸借対照表における資産のうちの「投資その他の資産」のひとつ。

- 満期保有目的の長期保有債券(満期までの期間が1年以上ある債券)や、
- 子会社株式・関連株式といった市場性のない関係会社の株式や、
- 市場での価格がない有価証券などを指す。短期所有目的なら有価証券、長期所有目的なら投資有価証券。

図3(a) ● 資産側の長期推移

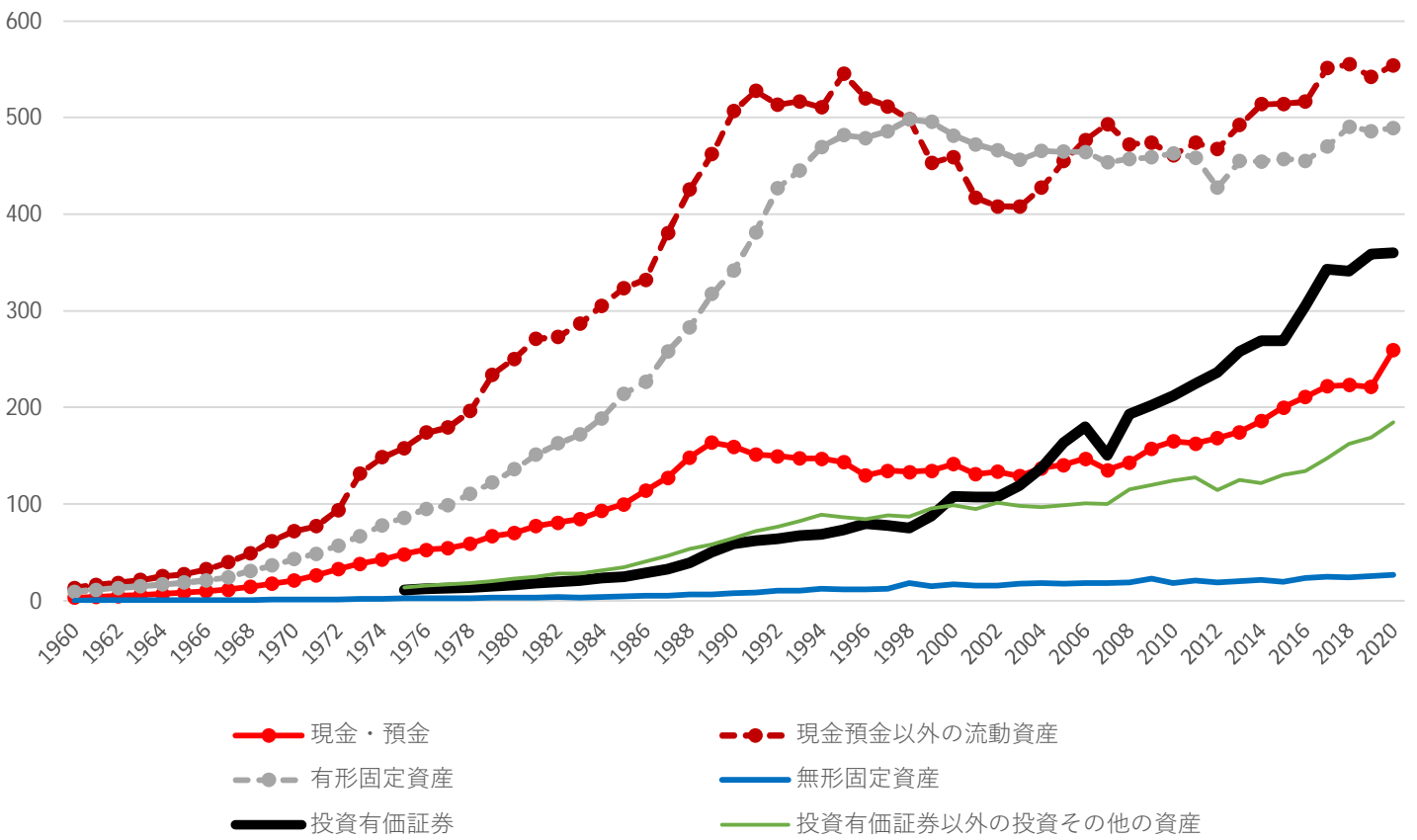


図3(b) ● 負債＋純資産側の長期推移

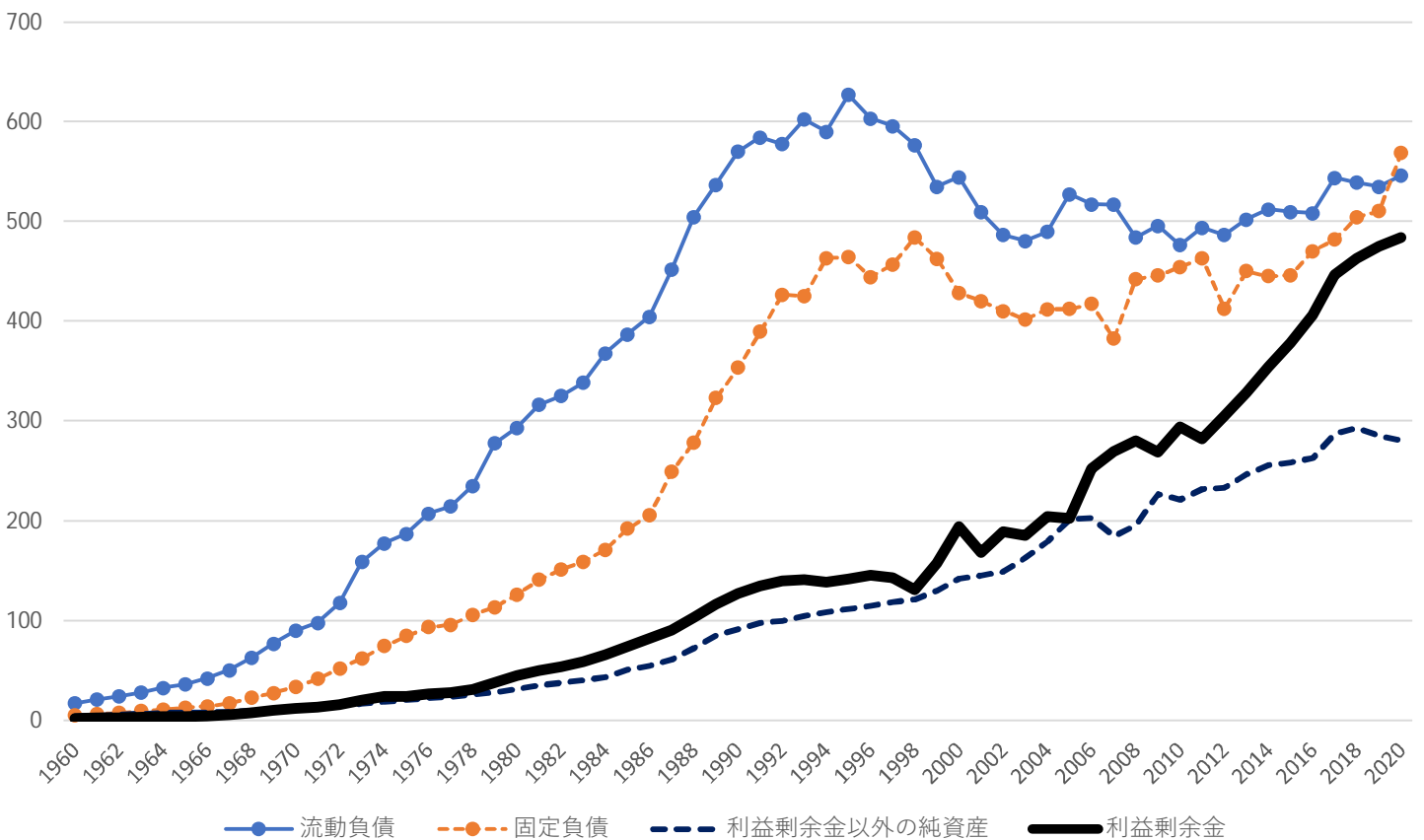


図4 ● アベノミクス期(2013-2019)のバランスシート増加幅370兆円の内訳

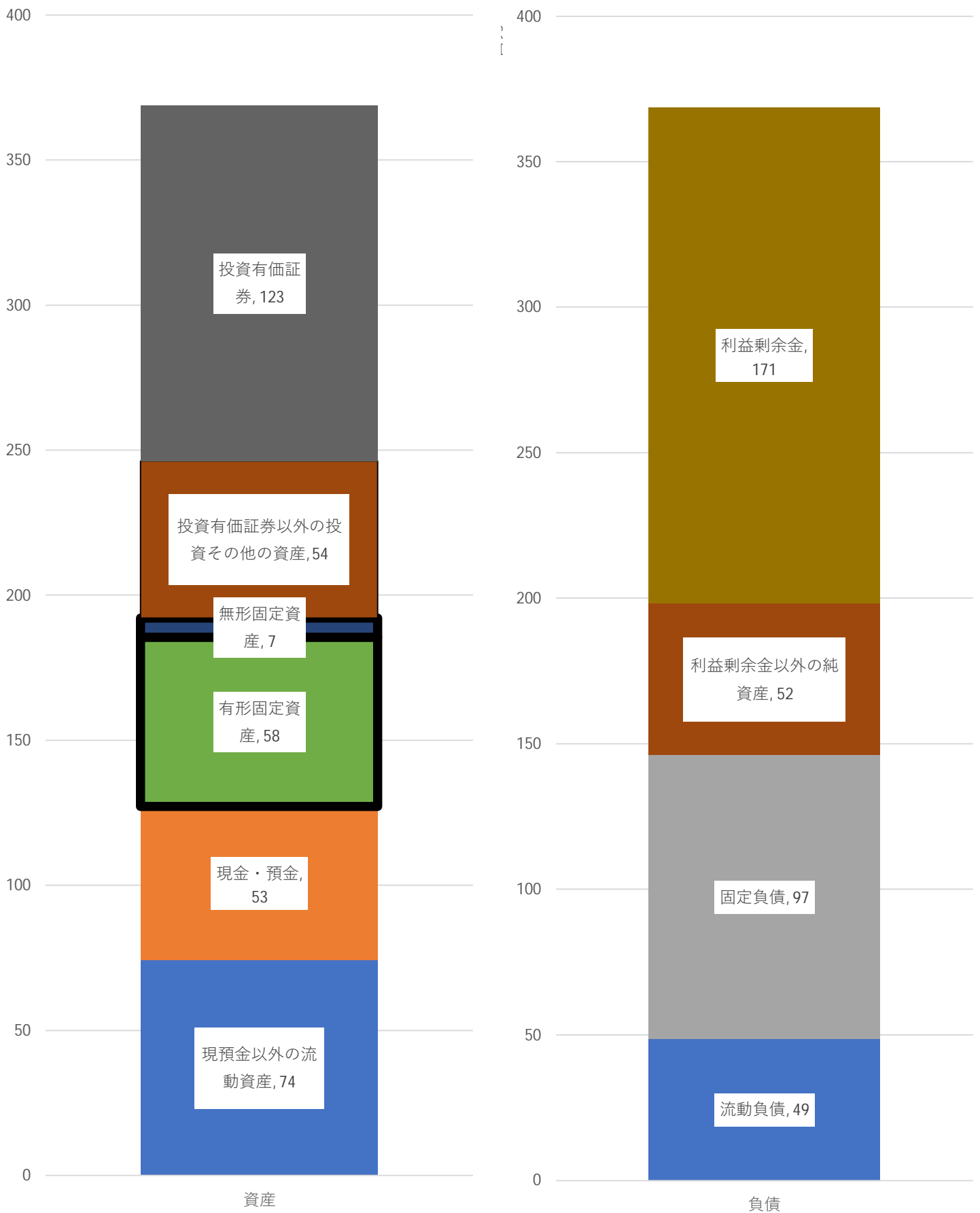


図5 ● 製造業と非製造業

