

日本の対外直接投資の動向

参事官（経済財政分析—総括担当）付 塩田 隼士 ※

笠原 滝平 ※

参事官（経済財政分析—総括担当）付参事官補佐 中道 紘一郎 ※

【概要】

1. 経常収支の黒字は第一次所得収支の黒字によるところが大きい。本稿では、我が国企業の海外進出を背景として、このところ第一次所得の受取における存在感を高めている対外直接投資収益について分析した。
2. 我が国では、対外直接投資の残高・収益は増加している。対外直接投資の効率性を示す収益率は上昇しているもののアメリカや英国に比べ低い水準である。
3. 投資先の国・地域別に対外直接投資収益率の過去からの変化をアメリカと比較すると、アメリカは投資先の各国・地域の収益率が高まることで全体の収益率が高まっており、一方我が国は収益率が高い国・地域への投資の拡大により全体の収益率が高まっているという特徴がみられた。
4. 対外直接投資の収益率とその毎年の変動（リスク）の関係をみると、我が国はアメリカに比べてリスク対比の収益率が低い傾向にある。背景には、海外投資に関する経験の蓄積や投資手法の違いがあると考えられる。
5. 対外直接投資の形態は、M&Aやグリーンフィールド投資があるが、M&Aは既存の経営資源の獲得が可能であること等から、相対的に収益率が高い傾向にあると考えられる。
6. 今後、海外投資の経験の蓄積によって対外直接投資収益率の向上が期待される。また、近年は企業の海外進出の目的が現地市場の獲得にシフトし、M&Aに関する法改正等の環境整備が進展していることから、日本企業によるM&Aが増加しており、こうした動きが収益率の向上に寄与する可能性がある。

1. はじめに

我が国の経常収支は黒字が続いているが、その大宗は第一次所得収支が占めている。その中でも、我が国企業の海外進出を背景に對外直接投資（以下、直接投資）収益の増加が著しい。一方、我が国の直接投資は、他の先進国に比べると、残高やそこから得られる収益が少なく、またアメリカや英国に比べて収益率が低いという特徴がある。そこで、本稿では我が国の直接投資の現状を概観するとともに、特に直接投資における収益率に焦点を当て、主に国際比較によって、その特徴について考察する。

2. 我が国の経常収支の推移

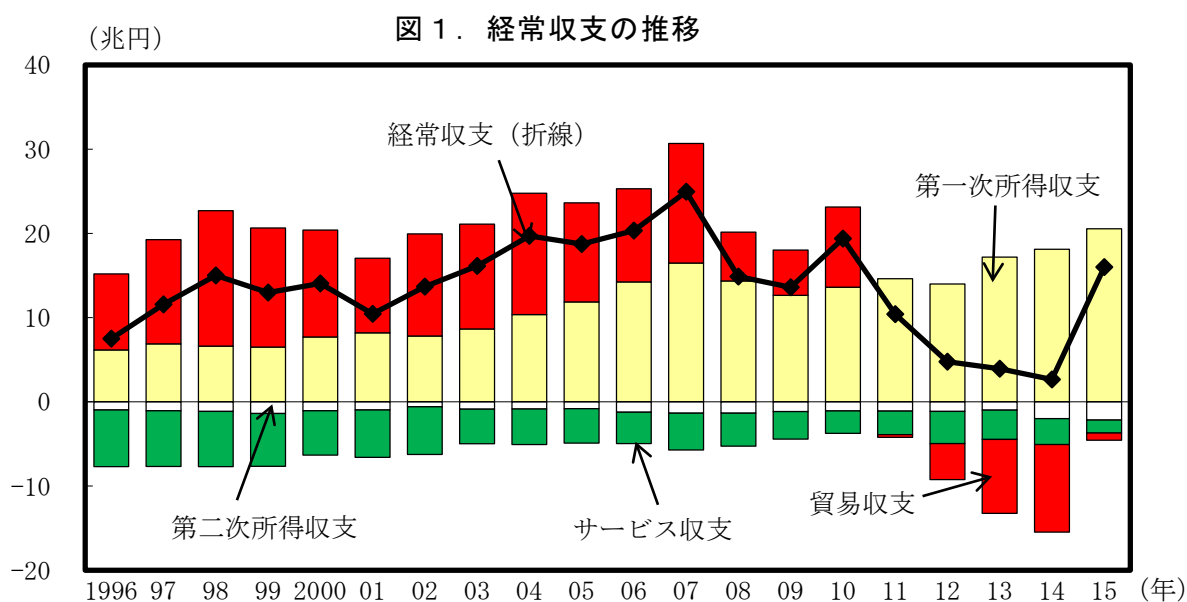
（第一次所得収支の黒字幅拡大により経常収支黒字を維持）

我が国の経常収支の推移を振り返ると、全体としては、比較可能な 1985 年以降¹黒字が続いているが、その内訳については大きな変化がみられる（図 1）。具体的には、貿易収支から第一次所得収支への黒字の要因のシフトである。2000 年代前半まで経常収支黒字の主な要因であった貿易収支は、リーマンショックが発生した 2008 年に黒字が大幅に減少した。さらに、東日本大震災が発生した 2011 年には、原子力発電所の停止などに伴う原油などの輸入の急増や原油価格の上昇等により赤字に転化し、それ以降 2014 年まで 4 年連続で赤字が続いたが、2015 年においては原油価格の下落により赤字幅は大幅に縮小している²。

こうした中で経常収支の黒字が保たれた要因としては、第一次所得収支の黒字の増加が挙げられる。第一次所得収支の黒字は 2000 年頃までおおむね横ばいで推移していたが、それ以降は、リーマンショック後に一度は縮小したものの、緩やかな増加傾向にある。

¹ 旧基準と合わせると、1981 年以降経常収支の黒字が続いている。

² 2015 年は 1 月～11 月の累積を年率換算し、前年と比較。



(備考) 1. 日本銀行「国際収支統計」により作成。
 2. 2015年については、11月までの季節調整値を基に年率換算した。

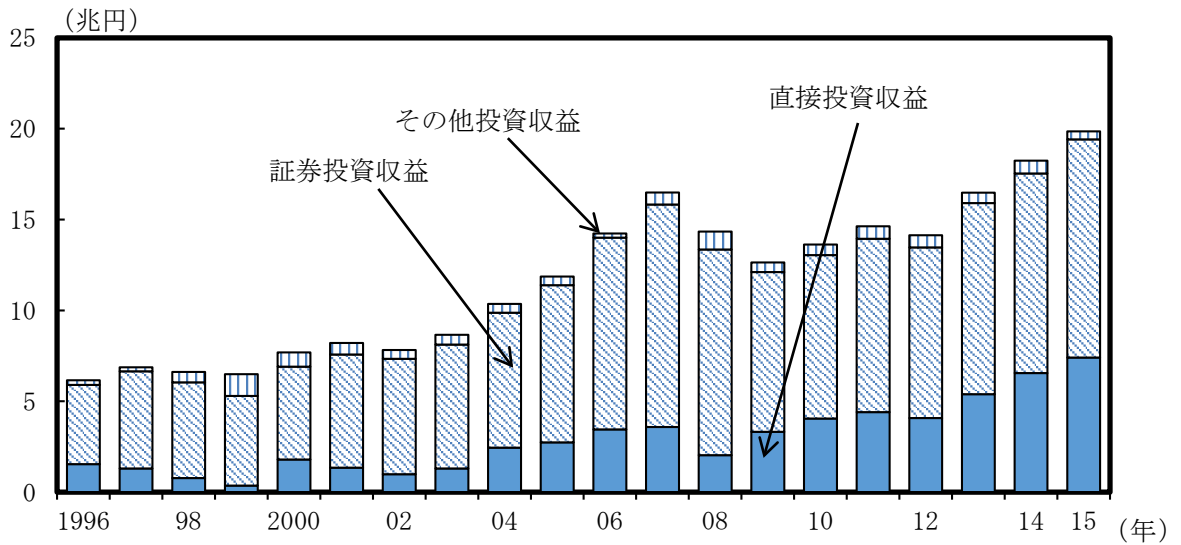
第一次所得収支の黒字拡大への寄与が大きい受取の内訳を確認する³。第一次所得収支は、大きく雇用者報酬と投資収益及びその他第一次所得の3つに分かれる。そのうち、特に規模が大きい投資収益は直接投資収益と証券投資収益とその他投資収益に分けられる⁴。直接投資収益には、海外に対して直接投資を行った投資資本から得られる所得が計上される。証券投資収益には、直接投資収益に含まれるものを除いた、株式や債券による配当金・債券利子が計上される⁵。このうち、特に近年は、輸送用機械器具製造業などの製造業を中心とした我が国企業の海外進出の拡大を背景に直接投資収益が増加しており、第一次所得収支における存在感を高めている(図2、3)。そこで、以下では、我が国の直接投資に焦点を当てて分析する。

³第一次所得収支は、2010年から2014年にかけて、受取が7兆1,276億円増加、支払が2兆6,246億円増加した。

⁴ 第一次所得の受取に占める投資収益の割合は101% (雇用者報酬、その他第一次所得はマイナス)。

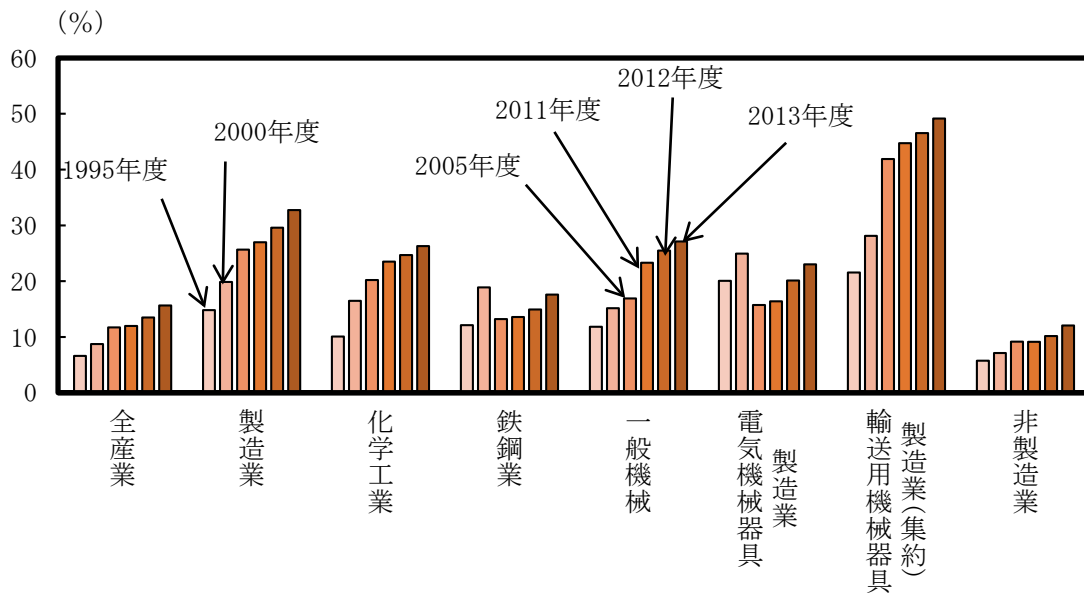
⁵直接投資収益においても株式配当金が計上されるが、出資の割合が原則として10%以上の場合を直接投資とみなしている。主に直接投資は、企業の海外における販路拡大や生産コスト削減を目的としたM&Aや新設投資などが当てはまる。一方、証券投資は金融機関による外国株式・債券などでの運用によるものが多い。

図2. 投資収益の受取の推移



(備考) 1. 日本銀行「国際収支統計」により作成。
 2. 2015年については、11月までの季節調整値を基に年率換算した。

図3. 我が国の海外売上高比率の推移



(備考) 財務省「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動基本調査」により作成。

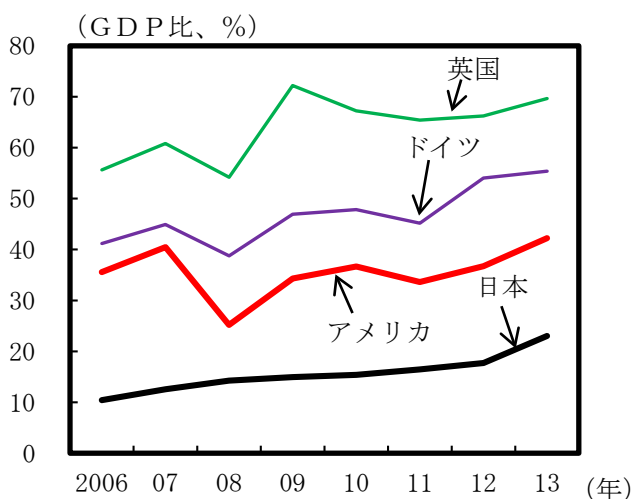
3. 直接投資の国際比較

(我が国の直接投資の残高、収益及び収益率はアメリカや英国に比べて低い)

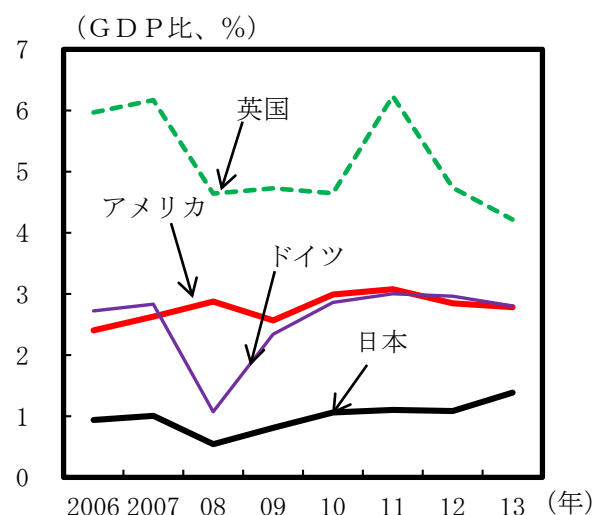
我が国の直接投資の残高および収益の対GDP比についてみると、ともに上昇しているものの両者とも他の先進国に比べて低い水準にあることが分かる(図4(1)、(2))。他の先進国は、我が国に比べ歴史的に古くから直接投資を行ってきたことから、残高が積み上がっており、その結果、残高から得られる収益も大きくなる傾向にあると考えられる。次に、その投資効率について、収益を残高で除した直接投資収益率で比較すると、我が国の収益率はドイツに比べると高いなど、主要先進国の中では中程度に位置するものの、アメリカや英国に比べると低い水準にある(図4(3))。投資収益率が向上すれば一層の収益拡大が期待されることから、直接投資収益率に焦点を当てながら、その特徴やリスクについて検証していく。

図4. 直接投資の国際比較

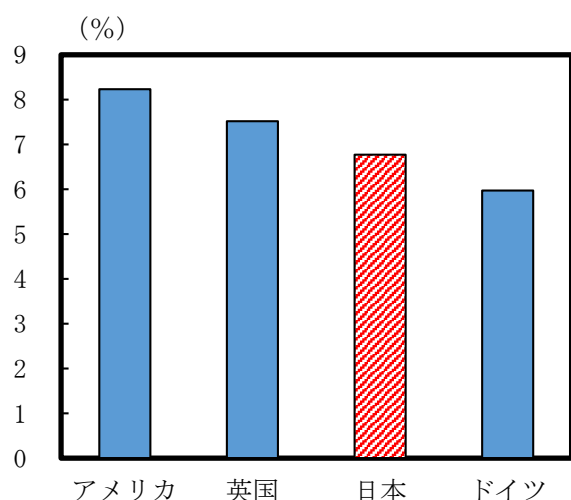
(1) 直接投資残高 (対GDP比)



(2) 直接投資収益 (対GDP比)



(3) 直接投資収益率 (2010年-13年平均)



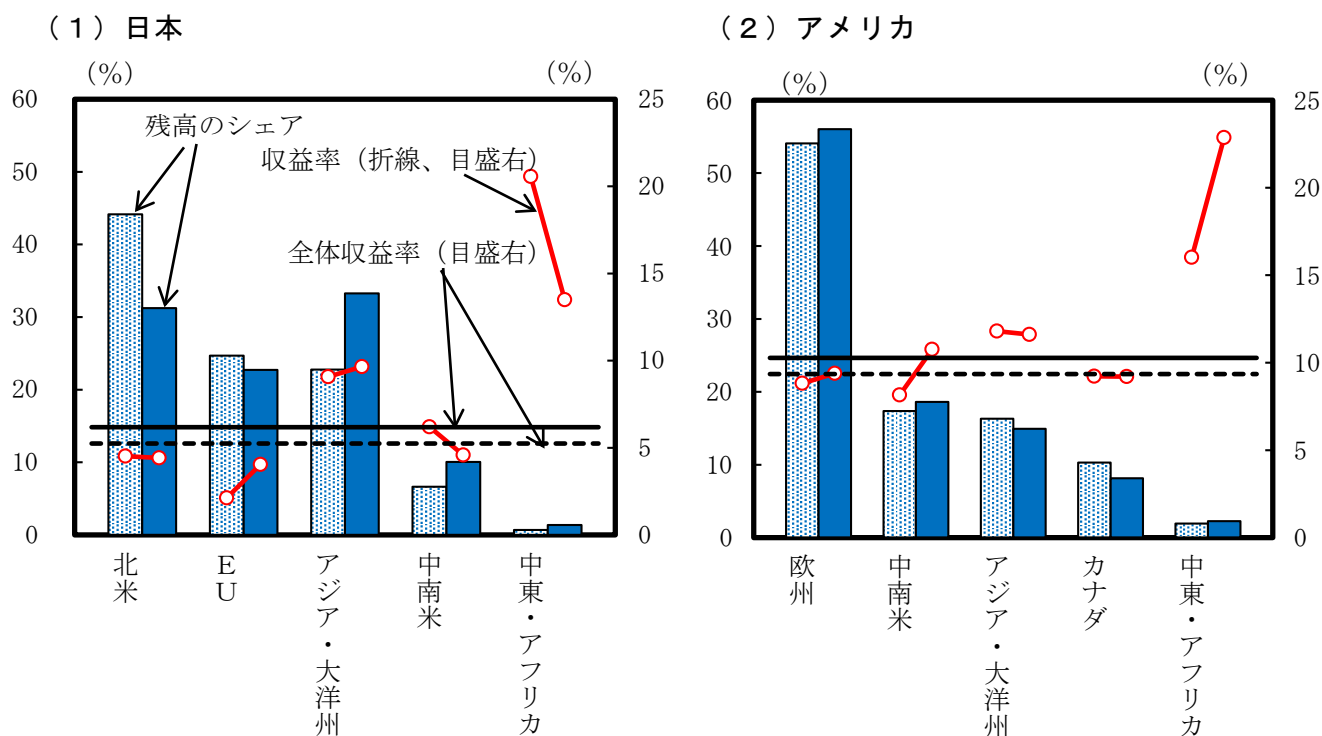
(備考) 1. IMF “Balance of Payments Statistics”、“World Economic Outlook”により作成。
 2. 直接投資収益率は直接投資収益/直接投資残高。
 3. 直接投資残高は当年と前年の平均値を用いた。

(我が国は収益率が高い地域への投資の拡大により全体の収益率が向上)

我が国の直接投資収益率の特徴について、特に収益率が高いアメリカとの比較によって検証する。

地域別に収益率と投資残高のシェアをみると、収益率の水準については、全ての地域で我が国はアメリカよりも低くなっている。2000年代前半と2010年以降を比較すると、日本、アメリカ共に全体としての直接投資収益率が上昇している点は共通している。ただし、地域ごとにみると、我が国で収益率が上昇しているのは、EUとアジア・大洋州のみとなっており、北米は横ばい、その他の地域は低下している。一方、アメリカでは欧州、中南米、中東・アフリカでは上昇しており、その他の地域は横ばいとなっていることが分かる。次に、投資残高のシェアについてみると、アメリカは2000年前半と2010年以降の間で大きな変化はみられない。一方、我が国は収益率が高い地域の残高のシェアが高まっている。このことから、アメリカは地域ごとの収益率の上昇によって、一方で、我が国は収益率の高い地域への投資の拡大によって、それぞれ全体の収益率が上昇していることが分かる(図5)。

図5 日米の地域別直接投資残高および収益率



(備考) 1. 日本銀行「国際収支統計」、BEA “International Economic Accounts” により作成。
 2. 直接投資収益率=当期の直接投資収益/前期と当期の直接投資残高の平均により算出。
 3. 残高のシェア、収益率は、左が2001年~04年、右が2010年~14年の平均値。
 全体収益率は、点線が2001年~04年、実線が2010年~14年の平均値。

（我が国はアメリカに比べリスクに見合った収益を確保できていない）

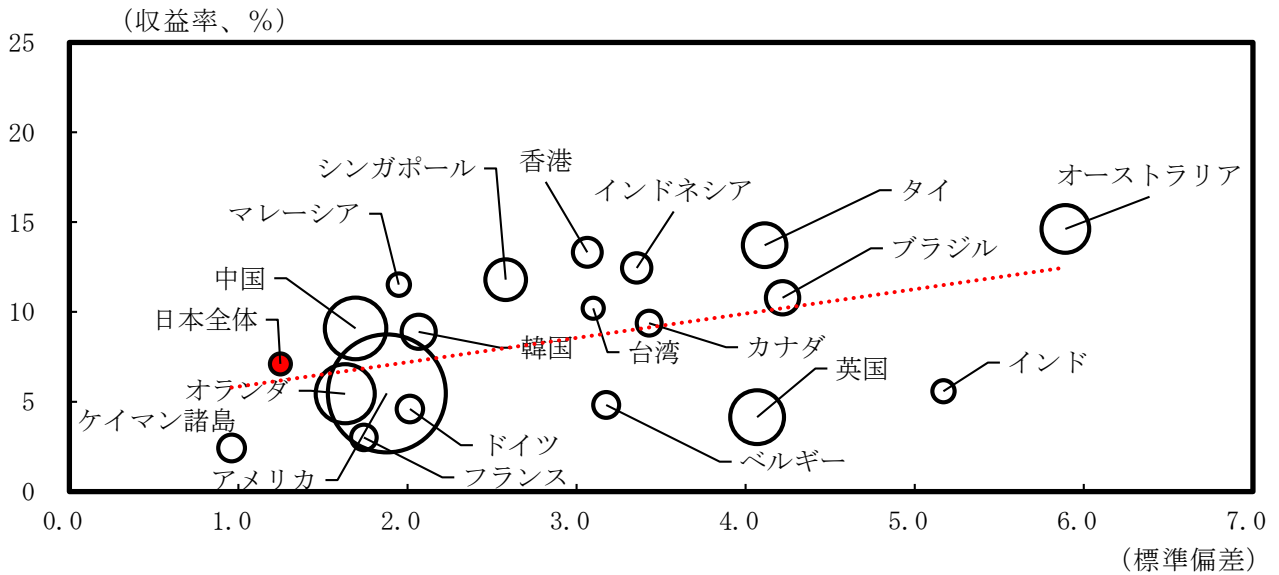
我が国では、直接投資収益率の高い地域への投資を拡大することで全体の収益率が上昇していることを確認した。しかし、安定的な収益獲得のためには、収益率（収益性）だけでなく、その変動（リスク）についても考慮する必要がある。そこで、我が国の直接投資の収益率について、その水準と標準偏差の関係をアメリカと比較しつつ、投資先の国・地域に分けて確認する（図6）。

第一に、両国ともに、収益率が高い国・地域への投資は、相対的にリスクも高くなっており、高い収益率に高いリスクが伴うという一般的な投資運用と同様の特徴がみられる。第二に、リスクについては、それぞれの国・地域のリスクは我が国の方が総じて高くなっているのに対し、全体としてのリスクはアメリカをやや下回っており、我が国の投資分散は結果としてリスクの押下げに寄与していることが分かる。第三に、収益性とリスクの関係（傾き）をみると、我が国はアメリカに比べリスク対比の収益率が低くなっている。

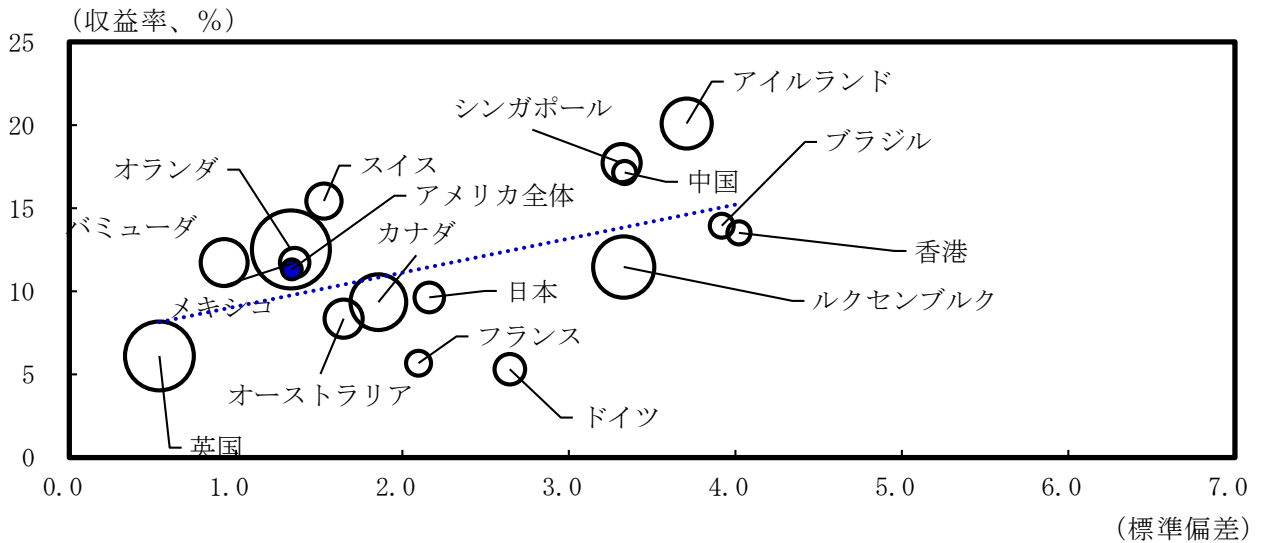
リスク対比での収益率向上のためには、リスクを低減させるか収益率を上昇させる必要がある。そこで、我が国の直接投資におけるリスクと収益性に影響する要因について確認してみよう。

図6 日米の直接投資の収益性とリスクの関係

(1) 日本



(2) アメリカ



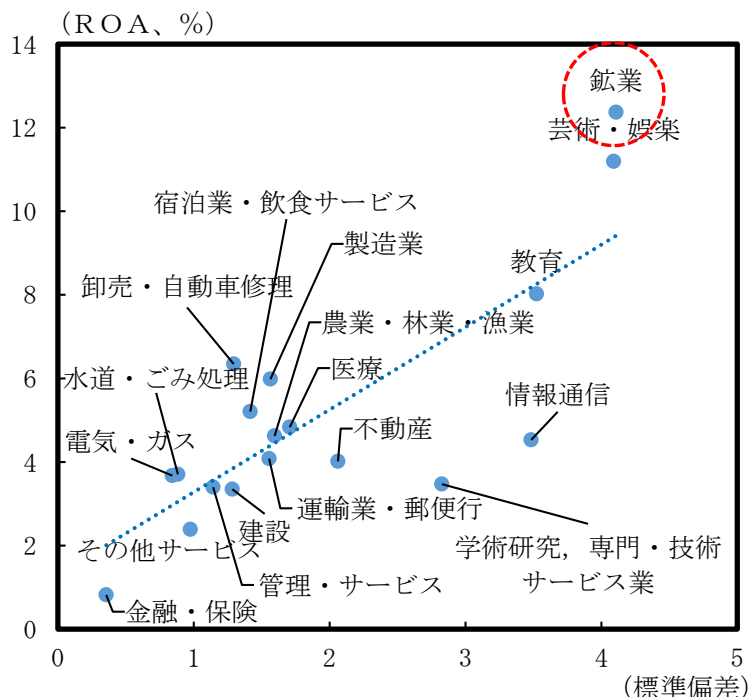
- (備考) 1. 日本銀行「国際収支統計」、B E A “International Economic Accounts” により作成。
 2. 直接投資収益率＝当期の直接投資収益／前期と当期の直接投資残高の平均により算出。
 3. 収益率及び標準偏差は、それぞれ 2005 年～14 年における収益率の平均及び標準偏差。
 4. 円の大きさは 2014 年における投資残高シェアを表す。

(資源投資の必要性からリスクが高くなっている可能性)

まず、リスクについて、相対的にリスクが高い地域に着目し、その要因について確認する。

我が国の投資先別のリスクをみると、相対的に高い国としてオーストラリアが挙げられる。我が国からオーストラリアへの直接投資については、56%が鉱業であるが、鉱業は、世界的な景気変動に応じた資源価格の変動により収益の変動が大きいことから、同国のリスクが高くなっている可能性がある。そこで、世界の企業について業種別にリターン(ROA)とリスク(ROAの標準偏差)の関係をみると(図7)、収益率の高い業種は相対的にリスクが高い傾向があるが、中でも鉱業のリスクは特に高いことが分かる。我が国においては、国内の資源が乏しいことから、資源獲得のための対外的な資源投資は不可欠と考えられるが、こうした資源投資が、結果として我が国の直接投資のリスクを高めている可能性があると考えられる。

図7 世界の企業の業種別リスクとリターンの関係



(備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。
 2. 対象企業は、2000年～2014年の総資産・税引前利益が取得可能な世界の上場企業72,963社。ROAは各企業の総資産でウェイト付けした期間平均。

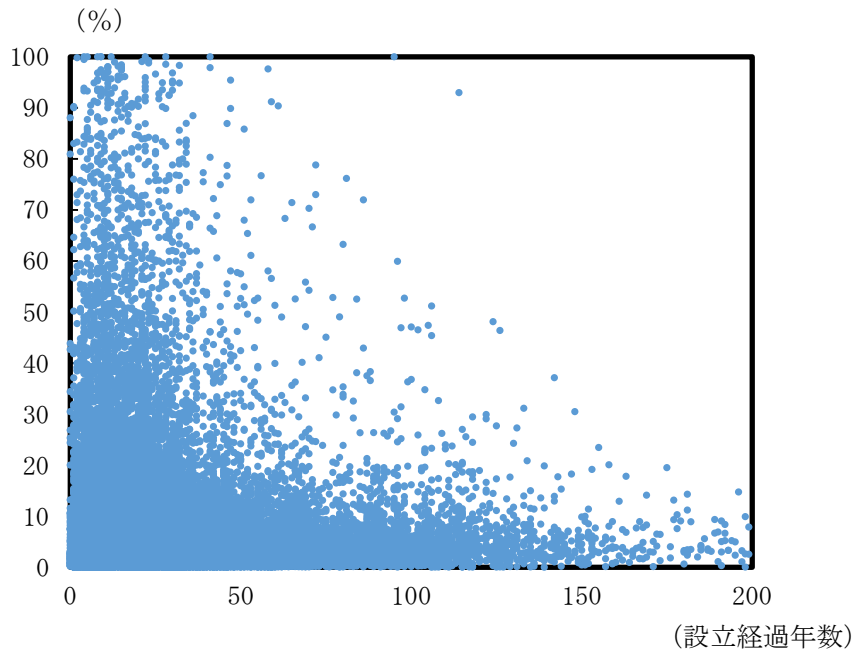
（グリーンフィールド投資の割合が高かったことが収益率の低い一因）

次に収益率について確認する。我が国がアメリカに比べて収益率が低い背景としては、我が国はアメリカに比べ直接投資の歴史が短く海外投資に関する経験の蓄積が少ないことに加え、M&Aに比べて収益率が低くなりやすいグリーンフィールド投資の割合が相対的に高かったことが挙げられる。M&Aは販売網や技術など既存企業が持つ経営資源を活かすことが可能であることから収益率が高い傾向にあると考えられる。他方、世界の企業データから設立年数と売上高減価償却費率の関係をみると、設立年数が浅い企業は売上高に対する減価償却費が高くなりやすい傾向にあることから、グリーンフィールド投資については設立後の減価償却費がかさみ利益が出にくい傾向があると考えられる⁶（図8）。

我が国の海外M&A金額は2006年頃から次第に増加し始め、グリーンフィールド投資金額に対する海外M&A金額は、現在アメリカと同程度まで上昇している（図9）。この背景については、主に企業の直接投資の目的の変化と法制度等の環境整備の2点が考えられる。まず、企業の直接投資の目的については、国内生産の代替を目的とした企業が減少する一方、現地市場の獲得を目的とした企業が増加しており、市場のシェア獲得という目的に沿う手法として海外M&Aを増やしていると考えられる（図10）。次に、環境面についてみると、1997年に持ち株会社の解禁、99年に株式交換・移転制度の導入、2006年には会社法の施行などの法整備が行われている。このように、海外市場の獲得を目的とする企業が増加する中、環境整備が進んだこともあり、海外M&Aが増加したと考えられる。

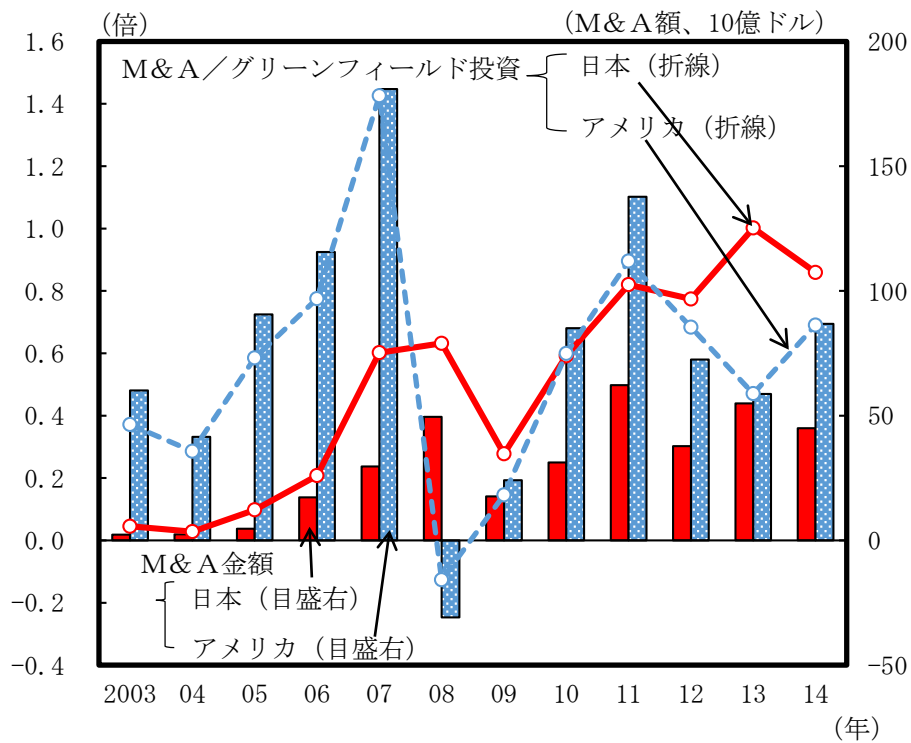
⁶ ただし、海外M&Aにおいては、のれんの償却や減損処理が収益を押し下げる場合がある他、買収先企業との文化の違い等により、収益率が期待されたほど上がらない可能性があることに留意が必要である。

図8 設立経過年数と売上高減価償却費率



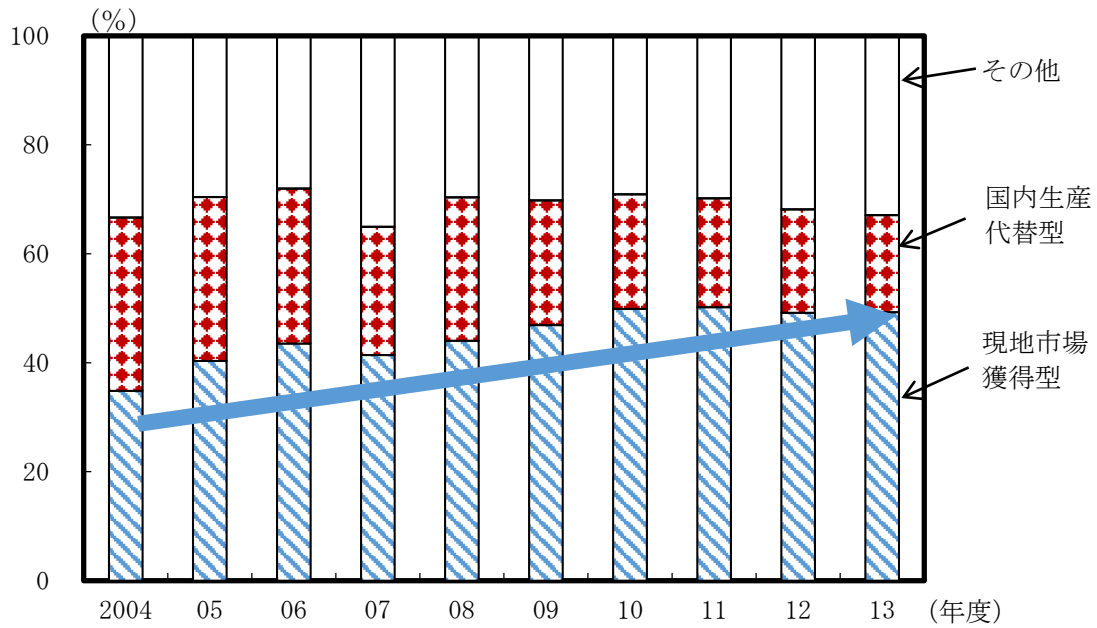
- (備考) 1. Bureau van Dijk 社 “Osiris” により作成。
 2. 図8の対象企業は、2014年の総売上高と減価償却費が取得可能な世界の上場企業 40,973 社。

図9 日米のグリーンフィールド投資に対するM&Aの比率とM&A金額



- (備考) 1. UNCTAD “World Investment Reports” により作成。
 2. UNCTADはFinancial Timesのデータをグリーンフィールド投資、Thomson ReutersのデータをM&Aとして掲載している。

図 10 海外進出の目的



- (備考) 1. 経済産業省「海外事業活動基本調査」により作成。
 2. 国内生産代替型は、回答のうち、安価な労働力の確保、現地資本が安価、逆輸入を合計し、全回答数のシェアを計算したもの。現地市場獲得型は、回答のうち、現地の需要が旺盛・拡大見込み、現地近隣の第三国の需要が旺盛・拡大見込み、を合計し、全回答数のシェアを計算したもの。

4. まとめ

我が国の直接投資をアメリカと比較すると、リスク対比での収益率が低い。リスクが相対的に高い背景としては、我が国は、資源を輸入に依存しているため、資源価格変動の影響などからリスクが高い傾向にある鉱業への投資の割合が高いことが挙げられる。また、収益率が低い背景については、直接投資に関する経験の蓄積が少ない他、海外M&Aに比べて収益率が低くなりやすいグリーンフィールド投資の割合が高かった点が指摘できる。今後は、直接投資の経験の蓄積による収益率向上が期待される。また、近年は、企業の海外進出の目的が現地市場の獲得にシフトし、M&Aに関する法改正等の環境整備が進展していることから、日本企業による海外M&Aが増加しており、こうした動きが収益率の向上に寄与する可能性がある。

(参考文献)

蟻川 靖浩、宮島 英昭 (2006) 「M&Aの経済分析：M&Aはなぜ増加したのか」

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/06j034.pdf>

公文 溥 (2013) 「日本の対外直接投資について」

<http://repo.lib.hosei.ac.jp/bitstream/10114/7869/1/80-4kumon.pdf>

経済産業省 (2006) 『通商白書 2006 年版』

中小企業庁 (2014) 『2014 年版 中小企業白書』

Juann H. Hung and Angelo Mascaro (2004) “Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better? Technical Paper 2004-17”

https://www.cbo.gov/sites/default/files/108th-congress-2003-2004/workingpaper/2004-17_0.pdf