

【論文】

日本の対中投資はなぜ
「収益の再投資」に牽引されたのか
－直接投資の財務構造に基づく要因分析－

箱崎 大

中国経済経営研究

第8巻第2号

[通巻16号]

2024年10月

〈別刷〉

【論文】

日本の対中投資はなぜ 「収益の再投資」に牽引されたのか —直接投資の財務構造に基づく要因分析—

箱崎 大

【キーワード】：直接投資、株式資本、収益の再投資、日系企業、中国

【JEL 分類番号】：F230

I 研究の動機と貢献

1 直接投資の変動要因の実証研究

直接投資の変動要因は、理論研究においては比較的整理されているものの、実証研究における有意な変数の特定では、長らくコンセンサスが得られていない。Blonigen and Piger (2014) は、FDI (海外直接投資) に関する実証的論文には、クロスボーダーFDIを実証的にモデル化する際に使用すべき決定要因に関する一貫性がほとんどないことを示した。また、Nielsen et al. (2017) のサーベイによれば、直接投資先の選択に関する153例の実証研究で検証された仮説は、目的地の特性、制度、産業内集積と産業クラスター、産業間集積とグローバル都市、親会社の特徴、親会社と投資先の関係性の計7系統、細目としては17項目に及んだ。研究者が直接投資の誘因と考える事象はそれほど多岐にわたる。

直接投資は国別、業種別以外に、財務構造上、「株式資本」、「収益の再投資」、「負債性資本」という3つの資金に分類され、それぞれ性格が異なるが、直接投資の変動要因に関する実証研究の殆どが、財務的に異質な3要素の混ざり合う不均質なデータをその分析対象としており、その点は変動要因としての有意な変数の特定にあたり、コンセンサスが得られない理由の一つと考えられる。

2 直接投資の3分類

「株式資本」とは「子会社の株式、支店の出資持分およびその他の資本拠出金」(日本銀行国際局 2022)を指す。本国への還流は経常的に発生することではなく、事業の清算や減資などかなり限定的である。

「収益の再投資」は、「子会社の未配分収益(連結ベースの内部留保)」(日本銀行国際局 2022)である。ホスト国における企業活動で得られた収益は、配当という形で親会社をはじめとするホスト国外の投資家に還元されることや、ロイヤリティーとして国外に送金される可能性が常に存在するが、そのような移動が行われることなくホスト国に留保されている収益を「収益の再投資」と呼んでいる。このように「収益の再投資」は、3項目中で唯一、ホスト国に所在する経営資源から生み出される資金であって、クロスボーダーの資金ではない。

最後に「負債性資本」は、「直接投資関係にある当事者間の資金貸借や、債券の取得処分を計上」(日本銀行国際局、2022)したもので、中心は本国の親会社からホスト国の子会社に対し実行される融資、いわゆる親子ローンである。子会社が返済の義務を負い、還流が織り込み済みの資金である点が「株式資本」や「収益の再投資」にはない特徴である。

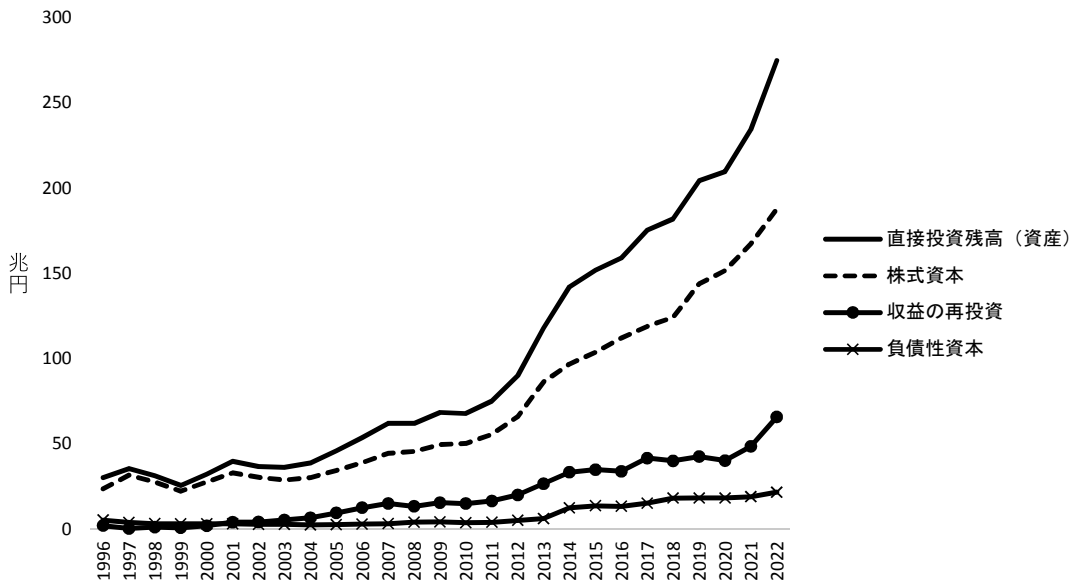
3種類の資金の性格が異なることを考慮すれば、直接投資の変動要因の実証は、各要素を個々

に分析し、後に総合することが理想であるが、そうした分析例は限られている。理由として、3分類のデータの整備状況が世界的に一貫したものでないことが指摘できる。このため世界各国を横断的に分析することが難しく、3分類の

データが直接投資の変動要因の分析に利用されることが少なかったと考えられる。

日本の対外直接投資総額の3分類については、新規の投資ともいえるべき「株式資本」が主導する形で増加が続いている（図1）。

図1 日本の直接投資の財務構造（総額）



（出所）財務省「直接投資・証券投資等残高（地域別）」より筆者作成。

注目されるのは、その中で主要な投資先の一つである中国向けについては、「株式資本」が2014年以降2020年まで頭打ちとなり、「収益の再投資」の緩やかな増加によって総額の増勢がcaろうじて維持されていたことである。こうした現象は、日本の他の国に対する直接投資ではほぼみられない。対中直接投資の特徴的な形状はどのような理由によるものであろうか。また、2021年、2022年に増加の加速がみられるが、この加速の理由は何であらうか。（図2）。

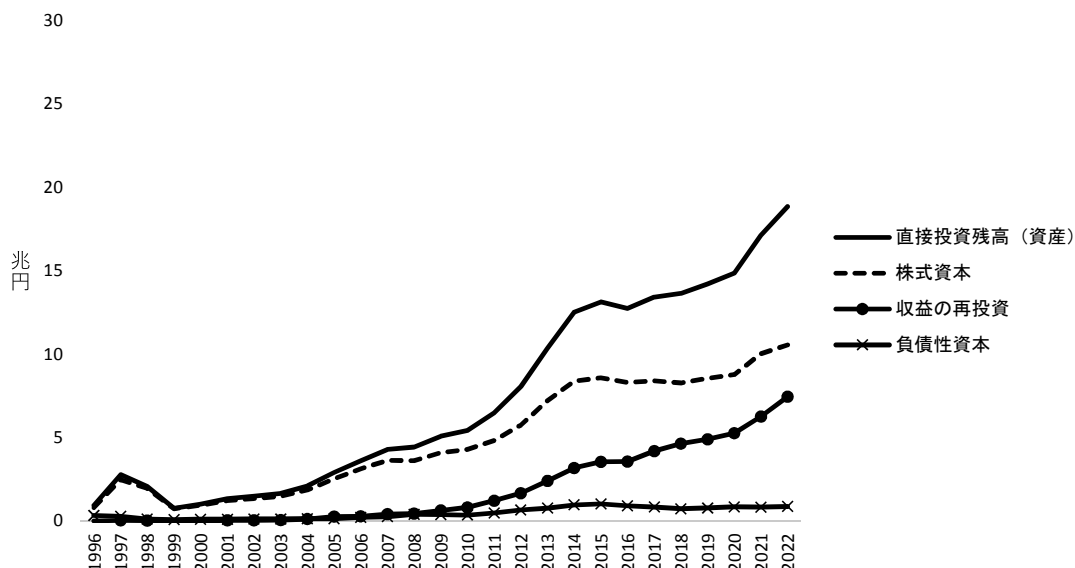
3 直接投資の3要素を個々に観察する意義

日本の対外直接投資の観察には通常、フロー統計が用いられるが、各国別の変動について論じようとする、統計上、業種以外の切り口が

ない。しかしストック統計の国別のデータは、業種とは別に、「株式資本」、「収益の再投資」、「負債性資本」に分かれ、それぞれ①カントリーリスクに対する反応、②投資の主体（本社か現地法人か）が異なる。3つの資金の観察により、これら2つの視点を変動理由の考察に加えることができる。

対中直接投資残高の中身をみると、2014年以降「株式資本」が停滞し、「収益の再投資」によってcaろうじて総額の増勢が保たれていたことが分かる。対世界の直接投資残高が「株式資本」に牽引される中であって、これは対中投資の際立った特徴といえる。また、2021年以降の増勢の加速については、「収益の再投資」の増加に「株式資本」の増加が重なったことによ

図2 日本の直接投資の財務構造（中国）



（出所）財務省「直接投資・証券投資等残高（地域別）」より筆者作成。

り生じている。この研究の課題は、日本の対中直接投資の変動を、3つの資金の変動として解明することにある。具体的には以下の3点となる。

第一に、日本の対外直接投資について、財務構造上の3要素それぞれの変動要因を特定し、その違いを明らかにすることである。第二に、日本の主な投資先である中国向けは、増加の中心が「収益の再投資」であり、日本の直接投資が全体として「株式資本」に牽引される中であってあまり例のないことであるが、これは、世界でも稀な社会主義市場経済を標榜する中国の特殊性によるものか、あるいはこれも日本の対外直接投資の変動の特徴から説明が可能なことであるのかを明らかにすることである。中国が特殊であるかどうかについては、そもそもの日本の対外直接投資の変動のパターンを把握する必要がある、日本の国別対外直接投資のパネルデータについて回帰分析を行う。その際、中国ダミー変数が説明変数として有意か否かをみる。仮説として、「株式資本」と「収益の再投資」

には資金の機動性という点で大きな違いがあり、特殊に見える対中投資の推移も日本の直接投資の各要素の変動の違いにより説明が可能なのではないかと考える。第三に、中国の日系企業の事業拡大意欲に回復がみられない中、2021年から対中直接投資が増え始めた理由についての仮説を提示することである。日本本社からの「株式資本」の投資が途絶えても、現地法人側に十分な資金があれば事業の上で問題はないはずであるが、「株式資本」は2021年に再び増え始めた。「収益の再投資」は2021年、2022年と増加しており、一見現地の資金が不足しているようにはみえないが、「株式資本」投資再開の理由は何であろうか。

以下では、Ⅱで直接投資の財務構造に関する先行研究、および日本の対中投資の先行研究を概観する。Ⅲで直接投資の変動要因の推計方法について述べ、Ⅳでは日本の対中投資の特徴的形狀について、日本の対外直接投資のパターンに基づき説明が可能であることを推計結果により示す。Ⅴでは「海外事業活動基本調査」に示

される中国現地法人の設備投資の状況、企業アンケートに示される日本本社と中国現地法人の中国事業に対する姿勢の差を基に、中国現地法人の手元流動性の状況について考察する。Ⅵは全体の総括である。

Ⅱ 直接投資の財務構造と先行研究

1 直接投資の変動要因の研究

国際的な生産活動の現象を説明するため、直接投資の理論モデルが研究され始めた当初、焦点が当てられたのは類似国間の直接投資のメカニズムの説明であった。Krugman (1983)、Markusen (1984) により水平型直接投資モデルが生み出され、その後多くの研究者により精緻化が進められた。次に、先進国と発展途上国の間に生じる直接投資のメカニズムの説明に焦点を当てた垂直型直接投資モデルがHelpman (1984)、Helpman and Krugman (1985) によって生み出され、拡張が行われた。さらに、水平型と垂直型直接投資の単一フレームワークへの統合が目指され、Markusen (2002) が、企業には輸出、水平型直接投資、垂直型直接投資のいずれかが選択可能とする知識資本 (KC) モデルを提示した。直接投資理論の論点は以上によって一通り整理されたといえる

これに対し、直接投資の変動要因の実証についてはコンセンサスが得られない状況が長く続いている。この点については直接投資データが不均質であることを指摘した。例えば、直接投資データには水平型投資と垂直型投資がある。一般的に先進国間の投資は水平型、先進国から途上国への投資は垂直型とされるが、投資先によっては明確に区別することが難しい場合がある。特にアジアへの投資は、経済発展を背景に、垂直型と水平型が混在するものになっていると考えられる。一人当たりGDPを直接投資の説明変数として回帰分析した場合、一人当たりGDPはホスト国の賃金の代理変数ないしは市場規模の代理変数となり得る。水平型投資に対して係数が有意に正、垂直型投資に対し

ては有意に負であることが想定され、水平型と垂直型投資の配分により、係数は様々な値を取り得る。

2 直接投資の財務構造に着目した先行研究のレビュー

Salorio and Brewer (1998) は、直接投資が財務構造上3つの要素から成る点に注目し、ラテンアメリカ9カ国の対内投資とOECD加盟国5カ国の対内および対外投資について、「株式資本」、「収益の再投資」、「負債性資本」の間の相関係数を示し、3つの要素にあまり相関がない場合が多いことを示した¹。

その後Lundan (2006) は、米国の欧州向け直接投資において「収益の再投資」が顕著に増加している事実を基に、世界の直接投資ストックの成熟化とともに直接投資フローが既存の投資への追加的な要素となること、その増加が「収益の再投資」によっておこる可能性が高まることを指摘した。「収益の再投資」が、他の2つの要素と異なりクロスボーダーの資金ではなく現地側で生み出されているという独自性に着目し、「理論と実証の両面から、より多くの注意を払う必要がある」と主張した。またWolff (2007) は、「株式資本」と法人税率の関係が希薄である反面、「収益の再投資」については本国の法人税率が高いほど増加し、ホスト国の法人税率が高いほど減少することを実証した。

日本では、2009年度税制改正を題材に、税制が外国子会社から日本の親会社への配当送金に与える影響に関する実証研究が複数行われている。田近ほか (2014) は、2007年から2009年の経済産業省「海外事業活動基本調査」の個票と財務データを用い、税制改正直後の企業行動の変化を捉えた。配当送金は「収益の再投資」とコインの裏表の関係にあり、配当送金の増加

1 なお、3つの要素にあまり相関がない場合が多いという主張は、相関係数を調べた42例のうち相関が高い例が11と少数であったことを踏まえたものであり、相関が高い例があることを否定するものではなかった。

(減少)とは「収益の再投資」の減少(増加)にはかならない。日本は2009年度税制改正において、外国子会社配当益金不算入制度を導入したため、日本側の配当の受け手が出資比率25%以上で、且つ6か月以上継続して株式を保有している場合、海外子会社からの受取配当の95%が益金不算入となった(財務省、2009)。つまり税制改正前は国外所得を配当する場合に日本の法人税が課されていたが、税制改正後は免税に近い状態になったことを意味する²。田近ほか(2014)は、税制改正の2009年度と前年の2008年度の配当状況を考察した結果、「本社が資金を必要としている場合に、税制改正前の外国税額控除制度のもとでは、配当送金が抑制され、海外子会社の利益を有効に使用することができなかったが、2009年度税制改正で税制上の障害が取り除かれたことにより、海外子会社からの配当送金が増加し、海外子会社の利益を有効に使用できるようになった」ことを実証した。

外国子会社配当益金不算入制度導入には、移転価格を利用した租税回避につながるものが懸念されていたが、長谷川、清田(2013)は「制度変更によって、租税回避を目的とした低税率国への所得移転に拍車がかかったとは言えない」とした。また、Hasegawa and Kiyota(2017)は、2009年度税制改正に対する日本企業の反応について、ホスト国と日本の総税率格差が日本への配当送金と正の関係にあるかを検証した。税制改正前は国外の税額が日本では控除されるため、国外から配当される利益を日本で受け取る際に課されるのは日本の法人税のみであった。それは、日本より低税率のホスト国から日本に配当すると、ホスト国より高い日本の法人税が現地の利益に課されることを意味した。しかし税制改正後は、配当に課されるのはほぼホスト国の税のみといえ、企業は低税率の

ホスト国からの配当に積極的になると考えられたためである。しかし、国外の関連会社からの配当送金が税制改正後に増えたことは確認されたものの、それは改正前ないし前年に利益を蓄積した一部の国外関連会社に見られたもので、国外関連会社全般の反応ではなかった。

ここで、前述のWolff(2007)がドイツに関して行った主張は、「収益の再投資」はホスト国側の法人税率のみならず、本社が所在する国の法人税率にも影響されるというものであった。日本の法人税基本税率は1980年代には40%台、90年代も30%台後半で国際的に高水準と言われており、税制改正時でも日本の法人税基本税率は30%で、国際的にみて低いものではなかった。しかし日本の法人税率はその後断続的に引き下げられ2018年には23.2%となっており、もはや国際的に高いとは言い難い状況となった。長谷川、清田(2013)、田近ほか(2014)、Hasegawa and Kiyota(2017)の一連の研究からも、2009年税制改正は、その直後については留保利益の日本への還流という影響が、資金を必要とする親会社や資金を蓄積した子会社において確認されたものの、時の経過とともに影響の確認が難しくなったことが示唆される。

Oseghale and Nwachukwu(2010)は、米国の多国籍企業の直接投資のうち「収益の再投資」について、ホスト国の制度的要因の影響について考察した。具体的には、世界銀行研究所の世界ガバナンス指標の6指標(国民の声と説明責任、政治的安定と暴力の不在、政府の有効性、規制の質、法の支配、汚職の抑制)を制度的要因の代理変数として用い、それらが「収益の再投資」に対し有意に影響することを実証した³。なお、コントロール変数として用いた「GDP成長率」と「既存の事業の収益性」は、制度的要因が異なる8本の推計式のいずれにおいても有意に正となり、「収益の再投資」がホスト国の成長性と事業の収益性により促進される可能性が高いことも示した。

Polat(2017)はOECD30カ国のデータを用い、

2 一方で、2008年以前は外国で課された企業所得税の損金算入が可能であったが、税制改正以降は認められなくなった。

FDIの3つの構成要素がそれぞれ異なるマクロ経済指標と市場リスクによって説明される固有の性質を持つことを実証した。「株式資本」は資本金という性格上、一旦投資が実行されると還流させることが困難であるため、カントリーリスクの変化に対しても有意な変動は認められないが、「収益の再投資」は、ホスト国の政治リスクが低下すると有意に減少した。また、利益を追求する存在である企業にとって税はコストであり、ホスト国の法人税率の上昇は「収益の再投資」を減少させるものの、「株式資本」はそもそも移動が困難であることから影響を与えるには至らないとした。3つの構成要素の相互の関係についても、「株式資本」と「負債性資本」は他の構成要素の影響を受けないものの、「収益の再投資」は「株式資本」の影響を受けることを明らかにした⁴。Polat (2017) は、同期の「株式資本」と「収益の再投資」の間には正の相関関係（補完効果）があるとし、これについて「株式資本」の増加が企業収益の増加をもたらし「収益の再投資」が増加するためと述べている。また、前期の「株式資本」と当期の「収益の再投資」との間の負の相関関係（代替効果）があると主張した。

3 日本の対中投資の先行研究

日本の対中直接投資の研究は、投資額の変動

3 興味深いのは、Daude and Stein (2007) がFDI総額と政治的安定・自由関連項目の合成指標との間に有意な関係を見出だせなかったのに対し、FDIの一部である「収益の再投資」と有意な関係があることを実証した点である。この結果は、FDIの一部分に確かに影響を与える変動要因であっても、FDI全体に対しては影響が埋没し有意でないといわれる可能性があることを示唆している。

4 具体的には、前の期に「株式資本」が増加すると当期の「収益の再投資」は減少（当期純利益が配当として還流し再投資の原資である留保利益が減少する）するが、当期の「株式資本」の増加は「収益の再投資」の増加につながることが実証されている。後者は「株式資本」の増加が収益増をもたらすためと理解される。

理由よりも、日系企業の事業の変化に焦点を当てたものが中心となっている。2000年以降は研究テーマとして、人件費の上昇、WTO加盟（2001年）、反日デモ（2012年）を受けた日系企業の事業内容、経営課題、事業スタンスの変化などが取り上げられている。

天野（2010）は、WTO加盟以降の市場開放期に中国が外国企業に求める役割や期待が変化し、日本企業の成長戦略を左右していると指摘した。岩崎（2014）は、反日デモ後の対中投資について、その目的が「低コストの生産拠点の設立から中国現地市場の開拓にシフト」し、中国市場開拓で先行する米国企業でも有力企業が失敗する例があるように中国事業の難易度は高まる中、日本企業の間で「従来はほぼ画一的であった中国事業に対する見方や対応にバラツキが生じている」と指摘した。丸川（2015）は、日中関係の悪化が日本企業の中国ビジネスに影響を与える一方で、「中国側スタッフの能力が向上して双方の能力がより対称的になったため、以前より深い協力関係が成り立つ」ようになったと指摘した。

これらの分析には、経済産業省の「海外事業活動基本調査」、日本と中国の貿易、直接投資データ、日本貿易振興機構や国際協力銀行による企業アンケートが用いられているが、直接投資の日本の統計については、2004年まで財務省（旧大蔵省）の公表する直接投資届出額と日本銀行が公表する直接投資額が併存していた。国別については財務省統計が参照されることが多かったが、その理由は、日銀統計にない国別の業種別データが整備されていたためと考えられる。財務省統計の公表は2004年で終わり、2005年以降はIMFの国際収支統計作成マニュアルに基づき日本銀行が作成する直接投資額に一本化され、地域別業種データも公開されるようになった。

しかし日本銀行の直接投資額は財務省の直接投資届出額と接続するものではなく、投資の推移を過去から連なるものとして観察できなかった。このため日本では、2005年以降しばらく

の間、時系列の長い中国側統計で日本の対中直接投資を観察する研究者が多かった。しかし2012年の反日デモ後、日本側統計が注目を集めるようになった。これは当時、日中経済関係改善への期待される中、中国側統計で日本の対中投資の低迷が続く一方、日本側統計では回復に向かったためである。どちらの統計が正しいのかは2013年当時、北京の中国ウォッチャーの関心事であった⁵。

丸川 (2015) は反日デモ後の日本の対中投資額について、「I 中国事業の時代区分」を以下のように結んでいる。日中両国の統計の差異に関する考察は既存研究にないものであり興味深い。

「日本側の統計でみると、2013年に中国への直接投資が前年に比べて3割以上も減り、中国側の統計では2014年上半期に日本からの投資がほぼ半減したがこれは日中関係悪化の影響がタイムラグをもって現れたものとみられる(瀬口、2014: 348)。しかし、多数の日系企業がすでに中国に存在し、その利益の再投資があるとすれば、今後2000年以前のような投資の水準(すなわち投資額が少ない状況)に戻るとは考えにくい。」(丸川2015, p. 65)

つまり反日デモ後について、日本本社が「株式資本」の投資を抑え、「収益の再投資」を行うとみている。ここでは「株式資本」の投資は「収益の再投資」よりも企業がカントリーリスクに對し敏感になることが想定されている。

その後、中国側統計で見た日本の対中投資フローの低迷が続くと、その理由を再投資に求める見解が散見されるようになる⁶。また、日本貿易振興機構の海外進出日系企業調査において2021年度以降、再投資の実施状況が「中国編」の特設設問として加わった⁷。

近年、中国側統計で日本の対中直接投資が回復してきている。先に引用した丸川(2015)の「多数の日系企業がすでに中国に存在し、その利益

の再投資があるとすれば、今後2000年以前のような投資の水準に戻るとは考えにくい」という考え方に基づけば、回復理由のとして「利益(の再投資)」が不足し新たな資金の導入が必要になったということが考えられるが、残高統計でみ限り「収益の再投資」は増加が続いている。この点については「VI総括」で仮説を述べるが、結論を先取りすれば、不足しているのは利益ではなく手元流動性であると考ええる。

Ⅲ 変動要因の推計方法

1 データ

直接投資の変動要因の推計に利用したデータは以下のとおりで、期間は1996年から2022年である⁸。

・直接投資金額(ストック、円建て) … 2014年以降は財務省「直接投資・証券投資等残高(地域別)」の「直接投資残高地域別統計(資産)」に掲載されている33カ国・地域⁹の「株式資本」(FDIA 1)、「収益の再投資」(FDIA 2)、「負債性資本」(FDIA 3)。対数値を推計に使用し、

6 瀬口 (2016) は、「日本からの直接投資のほとんどが既存進出企業の再投資の拡大であり、新規投資は殆ど見られていない」と述べている。しかし、再投資データへの言及はなく、ヒアリングに基づく見解と思われる。また、高見澤 (2017) は再投資について、新聞等で報道された日系企業による中国での新規投資、増資、事業拡張・再編などの案件の観察に基づき、「その(=再投資)の規模は決して小さくはないはずである」と推論している。一方で再投資のデータについては、「外資系企業による中国国内への再投資の具体的な規模を統計上把握することは難しい」と述べている。

7 日本貿易振興機構 (2022a)、(2023a)、(2023b)。しかし具体的に再投資の金額を尋ねる設問ではない。その点、財務省・日本銀行の「直接投資・証券投資等残高」地域別表は、投資のフローではないにしても、再投資の定量的な把握のため、参照されて然るべき統計データである。

8 世界銀行のThe Worldwide Governance Indicatorsについては、1997、1999、2001年のデータはない。

5 箱崎 (2013a) (2013b) は当時の議論の表れである。

正の値をとらない場合は欠損値としている。

2013年以前は日本銀行「直接投資・証券投資等残高地域別統計」の「直接投資（資産）残高地域別統計」に掲載されている33カ国・地域の「株式資本」、「再投資収益」、「その他資本」。つまり厳密には接続していない。これは統計作成の基準となるIMF国際収支統計マニュアルが第5版から第6版に変更されたためで、遡及系列も国別残高については示されていない。ただし変更による統計作成の基礎資料に変化はなく、変化は主に「親子関係原則」から「資産負債原則」となったことから生じている。3分類のうち「収益の再投資」のデータは接続が保たれているが、「株式資本」、「負債性資本」については断層が生じている可能性があるため、この二つを被説明変数とする推計においては、ダミー変数（DMBPM6：1997～2013＝0、2014～2022＝1）によってその影響を捕捉する。

残高の差分をみることも一つの方法ではあるが、欠損値の増加が避けられない。差分を取る場合の観測個数は、残高そのものよりもFDIA1で31.9%、FDIA2で37.1%、FDIA3で43.9%減少する。差分の場合にマイナスが増加するのは、差分が前年と当年の大きな残高の僅かな差額であることに加え、前年と当年の換算レートの違いが主な原因と考えられる。

なお、日本銀行国際局（2022）によれば、日本の国際収支統計上の対外直接投資は、直接的直接投資関係と間接的 direct investment relationship からなる。前者については「直接投資家が議決権比率10%以上相当の株式を持つ直接的な直接投資関係」とされ、後者については「直接投資家が直接投

資関係の連鎖を通じて支配や影響を及ぼす間接的な直接投資関係」と定義されている¹⁰。

・ 為替レート (EXRATE) …International Monetary Fund “International Financial Statistics”所蔵の各国の対ドルレートの年平均値をドル円レートで対円レートに換算。数値の増加は現地通貨高を意味する。

・ カントリーリスク (GEFFI, FRPOL, ZAIRYU) …各国のカントリーリスクの代理変数としてOseghale and Nwachukwu (2010) が用いた「世界ガバナンス指標 (The Worldwide Governance Indicators)」のEstimateの合成変数 (GEFFI, FRPOL)¹¹およびホスト国における外務省「海外在留邦人数調査統計」の国（地域）別在留邦人数 (ZAIRYU) の対数値を利用した。在留邦人数を用いる点については、説明が必要であろう。これは推計期間に反日デモが発生した2012年が含まれているためである。反日デモは日本企業の中国事業方針に大きな影響を与えたが、反日デモはあくまで日本企業にとってのカントリーリスクであり、中国に進出

10 後者の「支配」とは議決権比率50%超を意味し、「影響」は持分法適用先（原則は議決権比率20%以上）を意味する。ここで、「支配」による繋がりは3回まで有効で、直接投資として計上される範囲は曾孫会社にまで及ぶ。「影響」による繋がりの先は「支配」があっても直接投資関係の範囲外とされる。まとめれば、日本の国際収支統計にみる直接投資とは、第三国・地域経由の子会社のみならず、主だった孫会社、さらには曾孫会社への投資までもを捕捉した金額となっている。対中投資については、香港やシンガポールといった中華圏の国際金融センターを経由するケースも多い。そうした間接的な投資が把握できず、統計上の投資額は実態との乖離が大きいのではないかという疑問も浮かぶ。しかし上記に従えば、日本の親会社が香港やシンガポールに50%超出資の子会社を設立し、そこから中国に孫会社を設立した場合でも、子会社から孫会社への出資比率が20%あれば、孫会社は日本の親会社からの直接投資と認定される。子会社が50%超出資した孫会社になれば、そこから曾孫会社への出資比率が20%であっても曾孫会社は日本の親会社からの直接投資と認定される。

9 中華人民共和国、香港、台湾、大韓民国、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム、インド、アメリカ合衆国、カナダ、メキシコ、ブラジル、ケイマン諸島、オーストラリア、ニュージーランド、ドイツ、英国、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、ルクセンブルク、スイス、スウェーデン、スペイン、ロシア、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、イラン、南アフリカ共和国。

したどの外資企業も直面するカントリーリスクというわけではない。既存のカントリーリスク指標は、ホスト国のマクロ指標やアンケート調査の結果を合成したものであり、ホスト国で特定の国籍の進出企業のみがリスクに直面する状況を想定していない。同様にGDP規模やGDP成長率といったマクロ経済指標のコントロール変数にしても、反日デモにより変動するものとは言い難い。反日デモの際に中国では、駐在員とその家族の帰国、日本人学校のクラス数の減少が起こっている。中国以外の国であっても、反日デモが発生していれば、この指標は反応す

るものと考えられる¹²。

・法人税率 (CORPTAX) …Tax Foundation “Corporate Tax Rates around the World, 2022”より。

・GDP、GDP成長率 (GDPGR) …GDPはドル建て、成長率は実質。いずれもWorld Bank “World Development Indicators”より。

本研究では直接投資の増減を、企業が当該国へ投資する資金を増やすのか減らすのかという視点で考察する。企業の直接投資金額は名目値であり、推計に用いたデータは基本的に名目値である。ただし国の経済成長率については名目値ではなく実質値をみるのが一般的であり、企業も投資先の経済の成長性を主として実質成長率で捉えているものと考え、GDP成長率のみ実質値を用いた。なおGDP規模は名目値であるが、投資先国の選定にあたって企業はそのデータを市場規模の尺度として利用しており、ドル建てなどに換算し比較するのが普通だからである。

各データの記述統計量は表1のとおりである。

2 分析の方法

「株式資本」、「負債性資本」、「収益の再投資」残高の対数値をそれぞれ被説明変数とし、直接投資の基本的な説明変数をコントロール変数とするSUR (Seemingly Unrelated Regression: 見かけ上無関係な回帰) での分析を日本の対外直接投資について行った。分析がSURに依るのは、3つの資金の合計は直接投資総額であり、それらを被説明変数とした3つのOLSの誤差項が相関する可能性を考えたためである。コントロール変数として、法人税率、GDP (ホスト国の市場規模の代理変数)、GDP成長率 (ホスト国の成長見通しの代理変数)、中国ダミー変数、カントリーリスク指標を用いた。また、

11 世界銀行のThe Worldwide Governance IndicatorsのEstimateの値は-2.5 (ガバナンスが弱い) から2.5 (ガバナンスが強い) の値をとる。VA (Voice and Accountability、声と説明責任)、PSNV (Political Stability and Absence of Violence/Terrorism、政治的安定性と暴力の不在)、GE (Government Effectiveness、政府の有効性)、RQ (Regulatory Quality、規制の質)、RL (Rule of Law、法の支配)、CC (Control of Corruption、汚職の管理) の6つの指標がある。VAは「表現の自由、結社の自由、自由なメディアだけでなく、国民が政府の選択に参加できる程度」を反映する。PSNVは「域内での暴力やテロを含む、違憲または暴力的な手段によって政府が不安定化または打倒される可能性についての認識」を指す。GEは「公共サービスの質、公務員の質と政治的圧力からの独立性の程度、政策の策定と実施の質、およびそのような政策に対する政府のコミットメントの信頼性」を意味する。RQは「民間部門の開発を許可および促進する健全な政策および規制を策定および実施する政府の能力」を表す。RLは「エージェントが社会のルール、特に契約執行、警察、裁判所の質、および犯罪や暴力の可能性を信頼し、遵守する程度」を表す。CCは「公権力が私的利益のために行使される程度」を意味する。Oseghale and Nwachukwu (2010) はホスト国の制度が直接投資の変動に与える影響の推計にあたり、多重共線性の問題から、説明変数として6つの指標を個々に導入した。さらに、合成指標を編成することで全指標の導入を試みた。合成指標FRPOL (VA、PSNV、RL、CCの平均値で政治的安定と自由に関する指標) とGEFFI (RQとGEの平均値で政府の効率性に関する指標) による推計では2つの指標がともに有意となった。

12 なお、在留邦人数が多くなるほど日本にとって当該ホスト国のカントリーリスクは低くなっていると考えられるため、本来は安全度指標と呼ぶべきものである。

表1 記述統計量（1997年から2022年）

変数名	説明	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差	標本数
Ln (FDIA 1)	株式資本	8.642	8.834	13.143	-11.530	1.968	631
Ln (FDIA 2)	収益の再投資	7.410	7.683	12.215	-0.465	2.020	631
Ln (FDIA 3)	負債性資本	6.141	6.623	10.759	-13.039	2.837	631
Ln (EXRATE)	為替レート (対円)	2.710	3.433	5.134	-5.565	2.589	631
CORPTAX	法人税率 (%)	27.369	28.000	54.000	0.000	8.116	631
Ln (GDP)	GDP (米ドル建て)	27.234	27.136	30.780	23.887	1.255	631
GDPGR	実質GDP成長率 (%)	3.127	3.056	14.520	-11.325	3.491	631
GEFFI	カントリーリスク指標 1	0.904	1.017	2.269	-1.056	0.807	631
FRPOL	カントリーリスク指標 2	0.579	0.723	1.839	-1.058	0.859	631
Ln (ZAIRYU)	在留邦人数	9.514	9.577	13.010	5.838	1.474	631

(注) カントリーリスク指標 1、2 の詳細については、巻末の注 2 参照。変数名に Ln とあるものは自然対数。
 (出所) 筆者作成

推計期間にリーマンショック（2008年9月）を含んでいるため、年ダミー変数（DM2008、DM2009、DM2010）によりその影響の捕捉を試みた。そのほか、直接投資統計の作成基準が2014年に改訂されているため、その影響をダミー変数（DMBPM6）で捕捉した。

前期の「収益の再投資」の残高の多寡が当期の「株式資本」、「負債性資本」の残高に与える影響の違いを考察するため、収益の再投資残高/株式資本残高の比率を20%刻みで分類したダミー変数によって場合分けし、「株式資本」、「負債性資本」の変化の違いを確認した。この比率が高いほど現地子会社側の資金が潤沢であり、その分「株式資本」、「負債性資本」の投資が抑制されることを想定している。

推計に用いたデータのうち、「株式資本」とGDPの対数値（Ln (FDIA 1)、Ln (GDP)）は単位根過程であるが、パネル共和分検定の結果、これらは共和分関係と考えられる¹³。

3 推計のモデル

以上を踏まえ、直接投資残高の変動要因に関するSURに用いたモデルは、以下のとおりである（Lnは自然対数）。

$$\text{Ln (株式資本残高}_{it}) = \alpha + \beta_1 * \text{Ln (株式資本残高}_{it-1}) + \beta_2 * \text{Ln (収$$

$$\begin{aligned} & \text{益の再投資残高}_{it-1}) + \beta_3 * \text{Ln (収益の再投資} \\ & \text{残高}_{it-1}) * \text{ダミー① (-1)} + \beta_4 * \text{Ln (収益の} \\ & \text{再投資残高}_{it-1}) * \text{ダミー② (-1)} + \beta_5 * \text{Ln (収} \\ & \text{益の再投資残高}_{it-1}) * \text{ダミー③ (-1)} + \beta_6 * \text{Ln} \\ & \text{(収益の再投資残高}_{it-1}) * \text{ダミー④ (-1)} + \\ & \beta_7 * \text{Ln (為替レート}_{it-1}) + \beta_8 * \text{Ln (ホスト} \\ & \text{国のGDP}_{it-1}) + \beta_9 * \text{ホスト国の成長率}_{it-1} + \\ & \beta_{10} * \text{統計の定義変更ダミー} + \beta_{11} * \text{年ダミー} + \\ & \beta_{12} * \text{中国ダミー (またはカントリーリスク指} \\ & \text{標)} + e_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Ln (収益の再投資残高}_{it}) \\ & = \alpha + \beta_1 * \text{Ln (株式資本残高}_{it-1}) + \beta_2 * \text{Ln (負} \\ & \text{債性資本残高}_{it-1}) + \beta_3 * \text{Ln (収益の再投資残} \\ & \text{高}_{it-1}) + \beta_4 * \text{Ln (為替レート}_{it-1}) + \beta_5 * \text{Ln} \\ & \text{(ホスト国のGDP}_{it-1}) + \beta_6 * \text{ホスト国の成長} \\ & \text{率}_{it-1} + \beta_7 * \text{ホスト国の法人税率}_{it-1} + \beta_8 * \text{税} \\ & \text{制改正ダミー} + \beta_9 * \text{ホスト国の法人税率}_{it-1} \times \end{aligned}$$

13 共和分検定の結果は以下のとおり。

Johansen Fisher パネル共和分検定
 (期間：1995～2022、観測数：924)

共和分方 程式の数 の帰無仮 説	Fisher 統計量 (トレース検定) P 値		Fisher 統計量 (最大固有値検定) P 値	
なし	102.2	0.0028	105.3	0.0015
最大 1	46.08	0.9705	46.08	0.9705

* P 値はカイ二乗分布により計算。

税制改正ダミー $+\beta_{10}$ *日本の法人税率 $_{t-1}$ *国外免税ダミー
 $+\beta_{11}$ *年ダミー $+\beta_{12}$ *中国ダミー（またはカン
 トリーリスク指標 $_{it}$ ） $+e_{it}$

$\text{Ln}(\text{負債性資本残高}_{it})$
 $=\alpha+\beta_1*\text{Ln}(\text{株式資本残高}_{it-1})+\beta_2*\text{Ln}(\text{収益の再投資残高}_{it-1})+\beta_3*\text{Ln}(\text{収益の再投資残高}_{it-1})*\text{ダミー①}(-1)+\beta_4*\text{Ln}(\text{収益の再投資残高}_{it-1})*\text{ダミー②}(-1)+\beta_5*\text{Ln}(\text{収益の再投資残高}_{it-1})*\text{ダミー③}(-1)+\beta_6*\text{Ln}(\text{収益の再投資残高}_{it-1})*\text{ダミー④}(-1)+\beta_7*\text{Ln}(\text{負債性資本残高}_{it-1})+\beta_8*\text{Ln}(\text{為替レート}_{it-1})+\beta_9*\text{Ln}(\text{ホスト国のGDP}_{it-1})+\beta_{10}*\text{ホスト国の成長率}_{it-1}+\beta_{11}*\text{統計の定義変更ダミー}+\beta_{12}*\text{年ダミー}+\beta_{13}*\text{中国ダミー（またはカンントリーリスク指標}_{it})+e_{it}$

i =ホスト国あるいは地域、 t =年、 e は誤差項¹⁴。

IV 推計結果

1 日本の対外直接投資の傾向

結果は表2の推計1に示すとおりである。参考として附表1にOLSの結果も示す。各係数の有意性はほぼ同様の状況であるが、表2にはSURの妥当性の検証のためBreushPagan統計量(BP)を示した。帰無仮説は「誤差項の相関なし」で、いずれの推計でも棄却されており、OLSよりもSURが妥当となっている。以下の説明は表2に基づく。

14 ダミー①(DM0204)：「収益の再投資」残高/「株式資本」残高(%)が20%以上40%未満、ダミー②(DM0406)：同40%以上60%未満、ダミー③(DM0608)：同60%以上80%未満、ダミー④(DM08)：同80%以上。国外免税ダミー(DMJPTAX)は1997年から2008年までを1、2009年から2022年までを0.05とする。従ってその日本の法人税率(JPCORPTAX)との積は、海外からの配当に対し日本で課される法人税率に等しい。

まず「株式資本」(FDIA1)については、自己ラグの係数(0.369)以上に「収益の再投資」の係数(0.628)が大きく、新規投資である「株式資本」は利益を上げることが期待できる事業展開先国に向かうことが示されている。「収益の再投資」とダミー変数①～④との交差項の係数をみると、「収益の再投資」が「株式資本」に比して多いほどマイナスが大きく、「収益の再投資」残高が大きい事業展開先国ほどその後の「株式資本」の増加は鈍る傾向にあることが示唆される。

「収益の再投資」(FDIA2)については、前期の「株式資本」、「収益の再投資」の係数が有意に正であるのに対し、「負債性資本」については有意とならなかった。これは、「収益の再投資」の原資である現地法人の収益の源泉が、現地の主たる経営資源である「株式資本」と「収益の再投資」により生み出されることと整合的であり、また「負債性資本」が資金過不足の調整役として機能しているためと考えられる。なおPolat(2017)は資金相互の関係について、前期の「株式資本」と当期の「収益の再投資」の間には負の相関(代替効果)があると主張した。この点に関し彼は、「株式資本」は動きが不可逆的な資金であり、それを「収益の再投資」が代替すると考えるのは筋が通らない、との反論をあらかじめ予想した。そして、2008年の世界的金融危機の際に起こった「株式資本」の急減がM&Aの減少によるものであったことを例に(UNCTAD 2009, p. 10)、「投資家は金融危機の際に投げ売りのM&Aをしがちである。そうすることで親会社の株式市場における価値を下げないようにする」と主張した。しかし、代替効果にタイムラグが生じるのは何故かという疑問が生じる。投げ売りで「株式資本」が減少し、代金が利益に計上され「収益の再投資」が増加するにしても、売却と利益計上は同時のはずだからである。またこの説明は金融危機時の事象を説明するに過ぎない。これと異なり本研究が示したのは、日本の対外投資について通常、前期の「株式資本」と当期の「収

表2 推計結果

被説明変数	推計1			推計2 (除く米国)			推計3		
	Ln (FDIA1)	Ln (FDIA2)	Ln (FDIA3)	Ln (FDIA1)	Ln (FDIA2)	Ln (FDIA3)	Ln (FDIA1)	Ln (FDIA2)	Ln (FDIA3)
C	0.665 (0.910)	0.888 (1.481)	-3.172 (-2.054)	1.556 (1.874)	1.518 (2.362)	-2.288 (-1.294)	0.022 (0.026)	1.561 (2.535)	-1.547 (-0.874)
Ln(FDIA1(-1))	0.369 *** (10.217)	0.165 *** (9.997)	0.207 *** (2.695)	0.339 *** (9.077)	0.150 *** (9.010)	0.182 ** (2.284)	0.312 *** (8.402)	0.160 *** (9.114)	0.151 * (1.918)
Ln(FDIA2(-1))	0.628 *** (13.750)	0.825 *** (52.535)	0.384 *** (3.944)	0.653 *** (13.789)	0.840 *** (53.732)	0.401 *** (3.946)	0.602 *** (12.987)	0.815 *** (49.636)	0.324 *** (3.270)
Ln(FDIA2(-1))	-0.103 *** (-6.686)		-0.050 (-1.561)	-0.106 *** (-6.637)		-0.049 (-1.454)	-0.100 *** (-6.500)		-0.056 * (-1.699)
*DM0204(-1)	-0.149 *** (-8.689)		-0.094 *** (-2.585)	-0.156 *** (-8.720)		-0.099 *** (-2.602)	-0.147 *** (-8.539)		-0.103 *** (-2.821)
Ln(FDIA2(-1))	-0.150 *** (-6.763)		-0.016 (-0.345)	-0.152 *** (-6.690)		-0.015 (-0.307)	-0.151 *** (-6.819)		-0.036 (-0.757)
*DM0608(-1)	-0.183 *** (-8.309)		-0.122 *** (-2.607)	-0.188 *** (-8.340)		-0.125 *** (-2.577)	-0.174 *** (-7.889)		-0.107 ** (-2.260)
Ln(FDIA3(-1))		-0.003 (-0.414)	0.291 *** (8.393)		-0.005 (-0.608)	0.287 *** (8.110)		-0.008 (-0.924)	0.263 *** (7.386)
DMTAXREFORM		-1.539 *** (-4.398)			-1.775 *** (-5.116)			-1.515 *** (-4.302)	
CORPTAX(-1)		0.009 *** (2.708)			0.009 *** (2.686)			0.010 *** (2.949)	
CORPTAX(-1)		-0.010 ** (-2.341)			-0.009 ** (-2.078)			-0.012 ** (-2.534)	
*DMTAXREFORM		-0.045 *** (-5.613)			-0.050 *** (-6.350)			-0.046 *** (-5.761)	
JPCORPTAX(-1)									
*DMJPTAX									
Ln(EXRATE(-1))	0.019 (1.305)		-0.018 (-0.577)	0.016 (1.089)		-0.022 (-0.679)	0.017 (1.171)		-0.011 (-0.360)
Ln(GDP(-1))	0.031 (1.122)	0.026 (1.494)	0.122 ** (2.068)	0.002 (0.053)	0.013 (0.667)	0.093 (1.414)	0.029 (0.800)	-0.006 (-0.314)	-0.020 (-0.259)
GDPGR(-1)	0.022 * (1.847)	0.026 *** (4.193)	-0.005 (-0.200)	0.020 (1.635)	0.024 *** (3.924)	-0.007 (-0.269)	0.026 ** (2.310)	0.020 *** (3.363)	-0.006 (-0.230)
DMBPM6	0.096 (1.083)		0.624 *** (3.305)	0.130 (1.393)		0.673 *** (3.351)	0.185 ** (2.035)		0.847 *** (4.293)
DM2008	-0.175 (-0.981)	-0.467 *** (-4.775)	-0.175 (-0.463)	-0.175 (-0.955)	-0.474 *** (-4.838)	-0.179 (-0.458)	-0.196 (-1.090)	-0.444 *** (-4.508)	-0.068 (-0.181)
DM2009	0.115 (0.644)	0.108 (1.139)	-0.218 (-0.585)	0.122 (0.668)	0.105 (1.099)	-0.220 (-0.572)	0.115 (0.637)	0.100 (1.032)	-0.135 (-0.358)
DM2010	0.089 (0.457)	0.019 (0.196)	-1.180 *** (-2.911)	0.083 (0.420)	0.009 (0.086)	-1.215 *** (-2.906)	0.099 (0.512)	-0.004 (-0.043)	-1.123 *** (-2.758)
DMCHN	0.109 (0.484)	-0.214 * (-1.777)	0.173 (0.367)	0.235 (1.006)	-0.156 (-1.269)	0.306 (0.620)			
Ln(ZAIRYU)							0.138 *** (3.665)	0.040 * (1.959)	0.340 *** (4.165)
推計期間	1997～2022年			1997～2022年			1997～2022年		
標本数	679			656			667		
R ²	0.777			0.753			0.782		
Adj.R ²	0.772			0.748			0.778		
DW	2.345			2.320			2.291		
BP	28.983 (p 値 2E-06)			11.505 (p 値 0.009)			26.498 (p 値 8E-06)		

(注) 上段は係数。***は有意水準1%、**は5%、*は10%で有意であることを示す。下段のカッコ内数値はt値。推計3では中国ダミーに代えて、カントリーリスク指標を説明変数に加えてある。

(出所) 筆者作成。

益の再投資」に正の相関があるということである。説明は平易である。タイムラグは「株式資本」が投下されその資本が稼働し収益を生み「収益の再投資」を増やすまでには1年以上かかることを示している。

「収益の再投資」については、本国とホスト国の税制、特に法人税率との関係が先行研究における最大の論点であった。この点に関し、日本では2009年の税制改正により、国外所得を日本に配当する場合の課税方法が大きく変わっ

附表1 OLSの推計結果

被説明変数	推計1			推計2 (除く米国)			推計3		
	Ln(FDIA1)	Ln(FDIA2)	Ln(FDIA3)	Ln(FDIA1)	Ln(FDIA2)	Ln(FDIA3)	Ln(FDIA1)	Ln(FDIA2)	Ln(FDIA3)
C	0.626 (0.846)	0.888 (1.452)	-3.193 (-2.043)	1.534 (1.825)	1.548 (2.365)	-2.314 (-1.293)	-0.032 (-0.038)	1.622 (2.586)	-1.588 (-0.887)
Ln(FDIA1(-1))	0.382 *** (10.402)	0.162 *** (9.670)	0.214 *** (2.754)	0.349 *** (9.221)	0.147 *** (8.752)	0.189 ** (2.339)	0.326 *** (8.628)	0.158 *** (8.866)	0.160 ** (2.011)
Ln(FDIA2(-1))	0.611 *** (13.123)	0.825 *** (51.911)	0.362 *** (3.667)	0.638 *** (13.251)	0.840 *** (53.052)	0.382 *** (3.703)	0.584 *** (12.342)	0.815 *** (49.012)	0.305 *** (3.038)
Ln(FDIA2(-1))	-0.101 *** (-6.407)		-0.048 (-1.471)	-0.105 *** (-6.432)		-0.048 (-1.394)	-0.098 *** (-6.191)		-0.053 (-1.606)
*DM0204(-1)									
Ln(FDIA2(-1))	-0.143 *** (-8.118)		-0.086 ** (-2.352)	-0.150 *** (-8.237)		-0.092 ** (-2.399)	-0.140 *** (-7.960)		-0.097 *** (-2.611)
*DM0406(-1)									
Ln(FDIA2(-1))	-0.141 *** (-6.222)		-0.006 (-0.130)	-0.145 *** (-6.251)		-0.007 (-0.133)	-0.143 *** (-6.298)		-0.028 (-0.576)
*DM0608(-1)									
Ln(FDIA2(-1))	-0.170 *** (-7.538)		-0.107 ** (-2.243)	-0.178 *** (-7.710)		-0.111 ** (-2.268)	-0.160 *** (-7.059)		-0.093 * (-1.934)
*DM08(-1)									
Ln(FDIA3(-1))		0.000 (-0.057)	0.303 *** (8.613)		-0.003 (-0.321)	0.298 *** (8.281)		-0.006 (-0.660)	0.272 *** (7.528)
DMTAXREFORM		-1.477 *** (-4.115)			-1.736 *** (-4.893)			-1.463 *** (-4.053)	
CORPTAX(-1)		0.010 *** (2.813)			0.009 *** (2.770)			0.011 *** (3.133)	
CORPTAX(-1)		-0.011 ** (-2.477)			-0.010 ** (-2.169)			-0.012 *** (-2.601)	
*DMTAXREFORM									
JPCORPTAX(-1)		-0.044 *** (-5.399)			-0.050 *** (-6.187)			-0.046 *** (-5.572)	
*DMJPTAX									
Ln(EXRATE(-1))	0.020 (1.322)		-0.017 (-0.522)	0.017 (1.077)		-0.021 (-0.641)	0.018 (1.185)		-0.010 (-0.322)
Ln(GDP(-1))	0.032 (1.138)	0.025 (1.381)	0.122 ** (2.050)	0.002 (0.066)	0.011 (0.563)	0.094 (1.408)	0.030 (0.817)	-0.010 (-0.502)	-0.018 (-0.229)
GDPGR(-1)	0.022 * (1.802)	0.026 *** (4.106)	-0.005 (-0.195)	0.020 (1.587)	0.024 *** (3.845)	-0.007 (-0.267)	0.026 ** (2.261)	0.020 *** (3.311)	-0.006 (-0.227)
DMBPM6	0.091 (1.006)		0.606 *** (3.167)	0.127 (1.330)		0.657 *** (3.225)	0.177 * (1.911)		0.827 *** (4.140)
DM2008	-0.182 (-1.008)	-0.459 *** (-4.640)	-0.195 (-0.508)	-0.179 (-0.969)	-0.467 *** (-4.709)	-0.197 (-0.496)	-0.200 (-1.099)	-0.430 *** (-4.312)	-0.074 (-0.193)
DM2009	0.106 (0.588)	0.100 (1.042)	-0.229 (-0.605)	0.116 (0.624)	0.096 (0.993)	-0.229 (-0.588)	0.106 (0.583)	0.088 (0.889)	-0.146 (-0.382)
DM2010	0.079 (0.401)	0.015 (0.154)	-1.189 *** (-2.899)	0.075 (0.374)	0.003 (0.034)	-1.223 *** (-2.891)	0.090 (0.458)	-0.011 (-0.105)	-1.132 *** (-2.747)
DMCHN	0.111 (0.486)	-0.210 * (-1.725)	0.166 (0.348)	0.237 (1.004)	-0.151 (-1.215)	0.299 (0.598)			
Ln(ZAIRYU)							0.140 *** (3.658)	0.040 * (1.942)	0.336 *** (4.063)
推計期間	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年	1997～2022年
観測個数	711	680	707	687	657	683	697	668	694
R ²	0.777	0.942	0.495	0.753	0.939	0.464	0.783	0.942	0.508
Adj.R ²	0.772	0.941	0.484	0.748	0.937	0.452	0.778	0.941	0.498
DW	2.362	1.748	2.332	2.335	1.828	2.321	2.308	1.733	2.283

(注) 上段は係数。***は有意水準1%、**は5%、*は10%で有意であることを示す。下段のカッコ内数値はt値。

たことは既述のとおりである。

推計結果を見ると、税制改正期間を示すダミー変数(1997～2008年: 0、2009～2022年: 1)の係数は-1.539で有意に負となっている。現実の「収益の再投資」は増加傾向であるので、この係数のマイナスは、税制改正がなければ2009年以降の「収益の再投資」は現実より多

かったことを意味する。ここで、法人税率の係数と交差項の係数はそれぞれ有意に正、有意に負であり、且つその絶対値はほぼ等しい。このことは第一に、税制改正前は法人税率が高いホスト国ほど利益が留保されたことを示している。第二に、改正後の影響は法人税率の係数(0.009)と交差項の係数(-0.010)を足し

たものとなるため、改正後にはホスト国の法人税率が「収益の再投資」にほとんど影響を及ぼさなくなったことになる。改正前に法人税率が高いホスト国ほど利益が留保された理由は理解が難しいが、ここでそれ以上に強調しなければならないのは、法人税率および交差項の係数が極めて小さいという点である。つまり税制改正は留保利益を確かに日本に還流させたが、ホスト国の法人税率の高低が利益を留保する（あるいはどこから還流させるかの）場所の選定に与えた影響は極めて小さかった。国による違いがほとんどみられなかったことになるが、これは、配当送金の増加が国外関連会社全般ではなく税制改正前ないし前年に利益を蓄積した一部の国外関連会社にみられた、即ち個社の利益状況に依存したとする Hasegawa and Kiyota (2017) の検証結果とも符合する。他方、日本の法人税率と国外免税ダミー（1997～2008年：1, 2009～2022年：0.05）の交差項の係数（-0.045）は有意に負となった。この交差項は日本の本社が海外現法からの配当を受け取る際に課される日本の法人税率を意味する。ホスト国の法人税率と日本の法人税率の係数を比較すると、「収益の再投資」に与える影響は日本の法人税率の方が遥かに大きかったと言える¹⁵。

「負債性資本」（FDIA 3）については、自己ラグの係数（0.291）は当然有意に正であったが、その大きさをみると前期の「収益の再投資」の係数（0.384）よりも小さいという結果になった。また「株式資本」と同様に「負債性資本」についても「収益の再投資」が潤沢であるほど増加が抑えられるか分析したところ、係数は全

てマイナスであったが、必ずしも有意ではなかった。

前期のGDPはホスト国の市場規模の代理変数であるが、「負債性資本」を被説明変数とする場合のみ有意であった。他方、ホスト国の成長の見通しの代理変数とされるGDP成長率は、「株式資本」、「収益の再投資」を被説明変数とする場合に有意に正となった。

直接投資統計は2014年に作成基準が改訂されているため、ダミー変数（DMBPM 6）によってその影響をみたところ、「負債性資本」については有意に正となった。つまり本邦子会社から一定額、海外親会社への投融資があることによる統計の断層が、「負債性資本」にはあったということになる。

年ダミーは、「株式資本」については有意ではなかった。「収益の再投資」については、2008年が有意に負となった。これはリーマンショックによる収益の落ち込みが再投資の原資を減らしたためと考えられる。「負債性資本」については2010年に有意に負となったが、これはリーマンショック後の混乱が落ち着き、危機対応の融資が引き揚げられたためと考えられる。

対中直接投資にみられた独特の推移について、それが中国固有の要因によるものであるのか、中国ダミー（DMCHN）による捕捉を試みたところ、有意となったのは「収益の再投資」のみで、係数は負であった。対中投資の「収益の再投資」は順調に増加しているが、なぜ係数は負なのであろうか。これには米国の影響が考えられる。日本の最大の投資先は米国で、日本の「収益の再投資」の4割を米国が占めている。近年の日本の「収益の再投資」の増加も、牽引役は米国向けである。中国への「収益の再投資」も増加してはいるが、米国に比べれば動きは緩慢である。そこで、米国を除いて先ほどと同様の推計を行うと表2の推計2のとおり中国ダミーは有意ではなく、米国を除く国々の中で中国への「収益の再投資」は特別に多いわけでも少ないわけでもない

15 Wolff (2007) によれば、当時のドイツの場合、ドイツの法人税率の上昇は国外での再投資を促したが、日本の場合はそれと異なり、日本の法人税率が上昇すると「収益の再投資」が減少することが示されたことになる。この点については、日本の法人税率が上昇することにより本社の税引後利益が減少するため、国外から配当を受け、本社の資金需要（株主への配当、日本国内の設備投資など）に充てたものと理解できる。

ということになる。その他の説明変数をみると、「株式資本」についてGDP成長率が有意ではなくなったほか、「負債性資本」についてGDP規模が有意ではなくなったが、その他に大きな違いはない。

2 カントリーリスクを考慮した対中直接投資の変動要因の考察

推計の結果、中国ダミーは「株式資本」に対して有意ではなく、順調に増加する「収益の再投資」に対しても有意に正ではなかった。従って、「株式資本」が頭打ちとなり「収益の再投資」が対中直接投資の増加を支えた要因を、中国が特殊であるからと説明することは難しい。また「負債性資本」に対しても、中国ダミーは有意とならなかった。

次に、中国ダミーに代えて、カントリーリスク指標を説明変数に加え、同様の推計を行った。まず、世界ガバナンス指標の合成指数、GEFFIおよびFRPOLであるが、GEFFIについては「株式資本」についてのみ有意となり（附表2の推計1）、FRPOLはいずれの資金についても有意ではなかった（附表2の推計2）。

さらに在留邦人数の対数値で推計を行った。結果は表2の推計3のとおりである。全ての投資資金の係数が有意に正となり、係数の絶対値は「負債性資本」(0.340) > 「株式資本」(0.138) > 「収益の再投資」(0.040)の順となった。「負債性資本」については資金の機動性の高さという特徴が表れたと言えるが、「株式資本」と「収益の再投資」については、機動性が高いはずの「収益の再投資」の方が、反応が鈍いという結果になった。つまり、バイ（二国間）の関係から生じるカントリーリスクの高まり（低下）は、「株式資本」の投資の方をより強く抑制（促進）するということになる。これは、「株式資本」の性質として一旦投資してしまうと本国へ引き上げることが容易ではないことから、カントリーリスクの高まりによりブレーキが強くかかるためと考えられる。

V 中国現地法人による設備投資の状況と資金

IVでは、日本の対中直接投資の3つの資金の推移について、対外直接投資のパネルデータ分析から得られた変動の特性が中国にも当てはまることを説明したが、最後に中国現地法人の設備投資と直接投資資金の関係について考えてみたい。

図3は、日本貿易振興機構が日本企業に対して行ったアンケート調査の一項目、「中国でのビジネス展開」¹⁶についての回答状況であるが、回答者は現地法人ではなく本社である。このアンケートをみるのは、クロスボーダーの資金である「株式資本」の投資実行が本社の決定事項だからである。2005年4月に上海を中心として起こった反日デモ直後の2005年5月調査、2008年9月のリーマンショック後に実施された2008年11-12月調査、北京や青島をはじめ多くの都市に広がった2012年9月の反日デモから4カ月後の2013年1月調査をみると、「既存ビジネスの拡充、新規ビジネスを検討する」の割合が顕著に低下している。そして、2005年、2008年の場合、次の調査時には「既存ビジネスの拡充、新規ビジネスを検討する」が元に戻っているのに対し、2013年については低下したままその後ほとんど回復していない。また、「まだ分からない」との回答の割合も2013年以降の調査で一貫して増え続けた。2012年の反日デモが日本企業の本社の中国事業に対する姿勢に大きな変化をもたらした様子がみてとれる。

この本社の中国事業方針の消極化とともに、「株式資本」残高は2014年以降、増加がみられなくなった。しかしこの頃、中国現地法人において設備投資が止まったわけではない（図4）。その間、設備投資を支えた資金は何であろうか。「株式資本」でなければ留保利益、つまり「収益の再投資」、あるいは親会社からの借入、つまり「負債性資本」ということになる。

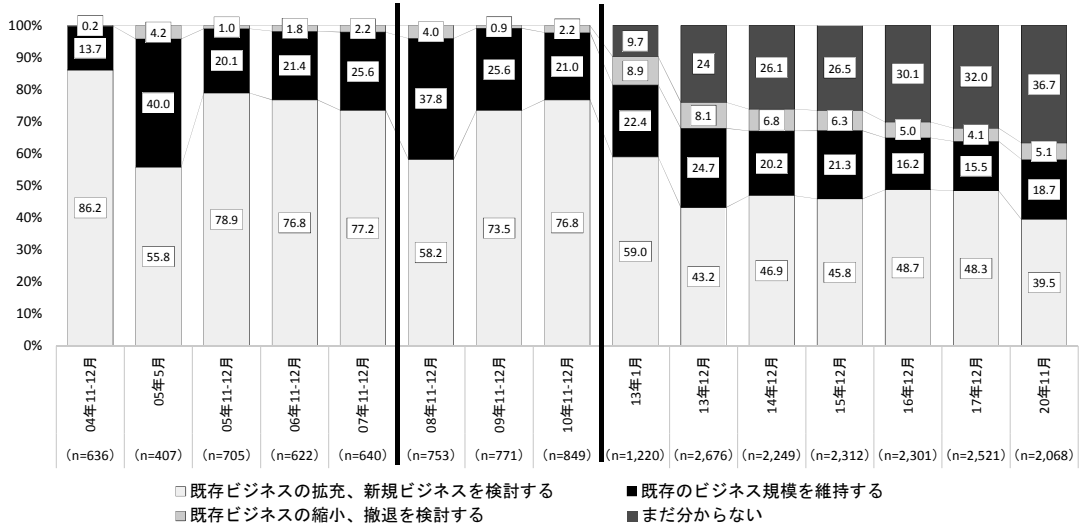
16 この設問は2021年度版、2022年度版のアンケートにはない。

附表2 推計結果

被説明変数	推計1			推計2		
	Ln (FDIA1)	Ln (FDIA2)	Ln (FDIA3)	Ln (FDIA1)	Ln (FDIA2)	Ln (FDIA3)
C	0.539 (0.714)	2.318 (3.602)	-3.654 (-2.328)	0.685 (0.915)	2.335 (3.635)	-3.439 (-2.215)
Ln(FDIA1(-1))	0.321 *** (8.328)	0.149 *** (9.220)	0.160 ** (1.999)	0.323 *** (8.397)	0.150 *** (9.228)	0.164 ** (2.047)
Ln(FDIA2(-1))	0.681 *** (13.413)	0.846 *** (53.287)	0.481 *** (4.524)	0.685 *** (13.487)	0.847 *** (53.577)	0.486 *** (4.577)
Ln(FDIA2(-1))	-0.111 *** (-6.782)		-0.066 * (-1.949)	-0.110 *** (-6.708)		-0.065 * (-1.916)
*DM0204(-1)						
Ln(FDIA2(-1))	-0.160 *** (-8.681)		-0.111 *** (-2.907)	-0.158 *** (-8.575)		-0.110 *** (-2.881)
*DM0406(-1)						
Ln(FDIA2(-1))	-0.164 *** (-6.985)		-0.038 (-0.782)	-0.161 *** (-6.863)		-0.037 (-0.753)
*DM0608(-1)						
Ln(FDIA2(-1))	-0.196 *** (-8.412)		-0.135 *** (-2.779)	-0.195 *** (-8.335)		-0.135 *** (-2.763)
*DM08(-1)						
Ln(FDIA3(-1))		-0.003 (-0.420)	0.276 *** (7.738)		-0.004 (-0.435)	0.277 *** (7.769)
DMTAXREFORM		-2.353 *** (-5.427)			-2.356 *** (-5.445)	
CORPTAX(-1)		0.011 *** (2.970)			0.011 *** (3.005)	
CORPTAX(-1)		-0.010 ** (-2.308)			-0.010 ** (-2.292)	
*DMTAXREFORM						
JPCORPTAX(-1)		-0.066 *** (-6.384)			-0.066 *** (-6.397)	
*DMJPTAX						
Ln(EXRATE(-1))	-0.002 (-0.101)		-0.035 (-0.869)	0.005 (0.277)		-0.021 (-0.541)
Ln(GDP(-1))	0.037 (1.248)	0.003 (0.170)	0.134 ** (2.194)	0.031 (1.054)	0.002 (0.133)	0.125 ** (2.067)
GDPGR(-1)	0.025 ** (2.003)	0.021 *** (3.548)	-0.007 (-0.276)	0.025 ** (2.038)	0.021 *** (3.460)	-0.008 (-0.316)
DMBPM6	0.099 (1.048)		0.591 *** (2.986)	0.102 (1.072)		0.583 *** (2.934)
DM2008	-0.172 (-0.936)	-0.483 *** (-5.196)	-0.179 (-0.469)	-0.170 (-0.923)	-0.482 *** (-5.195)	-0.179 (-0.467)
DM2009	0.129 (0.698)	0.107 (1.197)	-0.211 (-0.559)	0.133 (0.720)	0.107 (1.196)	-0.213 (-0.564)
DM2010	0.101 (0.505)	-0.002 (-0.021)	-1.201 *** (-2.931)	0.105 (0.525)	-0.003 (-0.035)	-1.207 *** (-2.942)
GEFFI	0.135 ** (2.132)	0.003 (0.105)	0.105 (0.801)			
FRPOL				0.093 (1.614)	-0.002 (-0.079)	0.025 (0.213)
推計期間	1997～2022年			1997～2022年		
標本数	624			624		
R ²	0.758	0.944	0.492	0.757	0.944	0.491
Adj.R ²	0.752	0.943	0.480	0.751	0.943	0.479
DW	2.343	1.353	2.432	2.346	1.353	2.432
BP	22.262 (p 値 6E-05)			22.546 (p 値 5E-05)		

(注) 上段は係数。***は有意水準1%、**は5%、*は10%で有意であることを示す。下段のカッコ内数値はt値。

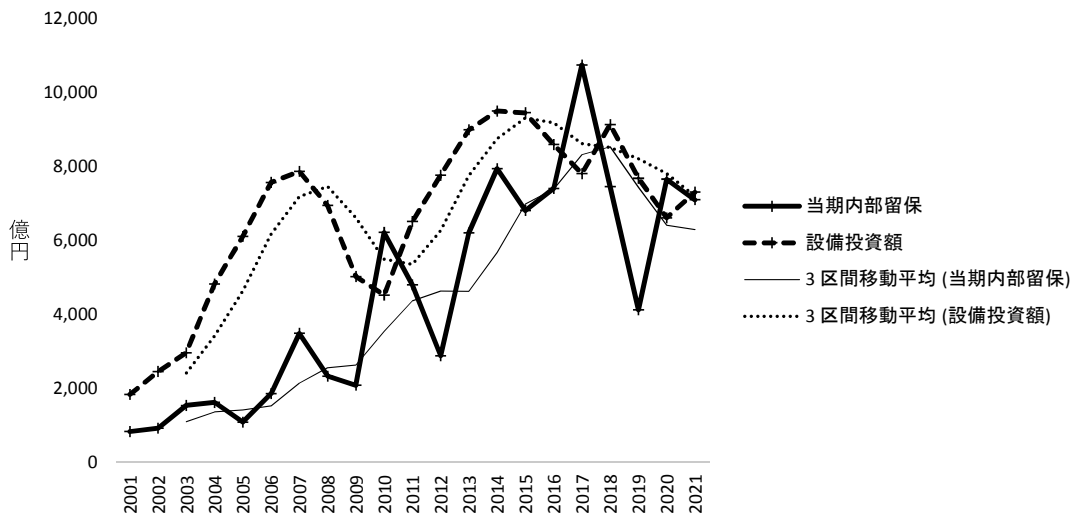
図3 今後の中国でのビジネス展開



(注) ①nについて、2013年1月調査以降は全回答企業ベース、それ以前は回答企業のうちジェトロ・メンバーズからの回答に限定。「今後ともビジネス展開は行わない」と無回答は除く。②2007年11-12月調査以前は、製造業・商社・卸売・小売業に限定。③2013年1月調査以降、「既存ビジネスの拡充、新規ビジネスを検討する」と「規模やペースを落としながらも、既存ビジネスの拡充、新規ビジネスを検討する」を「既存ビジネスの拡充、新規ビジネスを検討する」、「中国ビジネスは縮小して、多国への移管を検討する」と「中国ビジネスからは撤退して、多国での展開を検討する」を「既存ビジネスの縮小、撤退を検討する」に集約し集計。④2011年度、2018年度、2019年度は、本設問を設けていない。

(出所) 日本貿易振興機構「日本企業の海外事業展開に関するアンケート調査（日本本社に対する調査）」2020年度版。

図4 日本企業の中国現地法人の当期内部留保と設備投資額



(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より筆者作成。

しかし中国現地法人の場合、「負債性資本」は増やしづらい状況にあった。中国では外国からの借入を「外債」と呼び、企業の外債は外商投資の審査認可部門で認可されたプロジェクトの投資総額と登録資本との差額である「投注差」が上限とされていた。2003年3月に施行された「外債管理暫定弁法」（国家発展計画委員会、財政部、外貨管理局令[2003]第28号）は、「国の借入計画を策定し、国の必要に応じ外債の総額を合理的に決定する」と規定している。つまり海外からの借入は国が管理するというのである。

外資企業の外債の場合、中長期外債（借入期間1年超）については累計額、短期外債（借入期間1年以内）については残高を管理される。その合計額は投注差が上限とされ、それを超える場合、プロジェクト総投資額について再度の承認を受ける必要がある（第18条）。中長期外債は累計額で管理されるため、返済しても借入枠が復活しない。これに対し短期外債は、返済すればその分借入枠が復活するが、ロールオーバーしたものは中長期外債と同様に扱われ、返済による借入枠復活がなくなる。つまりこの投注差による制限があるため、負債性資本は中国においては1年超の借入には利用しづらい資金ということになる。負債性資本が短期中心であれば、年次統計では残高の増加が起りにくくなる。このように、中国での事業拡大は、「負債性資本」に頼ることができなかった。この「投注差方式」による管理は2016年に「マクロブルーデンス管理方式」の全国展開が開始されるまで続いた。「株式資本」の流入がない中で現地法人は、「収益の再投資」に頼らざるを得ない状況にあったと考えられる。

ところで、「収益の再投資」残高とは貸借対照表の貸方の利益剰余金が原データとなっている。この利益剰余金は現預金のような流動資金とは限らない。それが流動資金のままか設備等に形を変えているのかは借方をみなければ分からない。「海外事業活動基本調査」は現地法人に関する詳細な調査ではあるが、借方の詳細ま

では分からない。

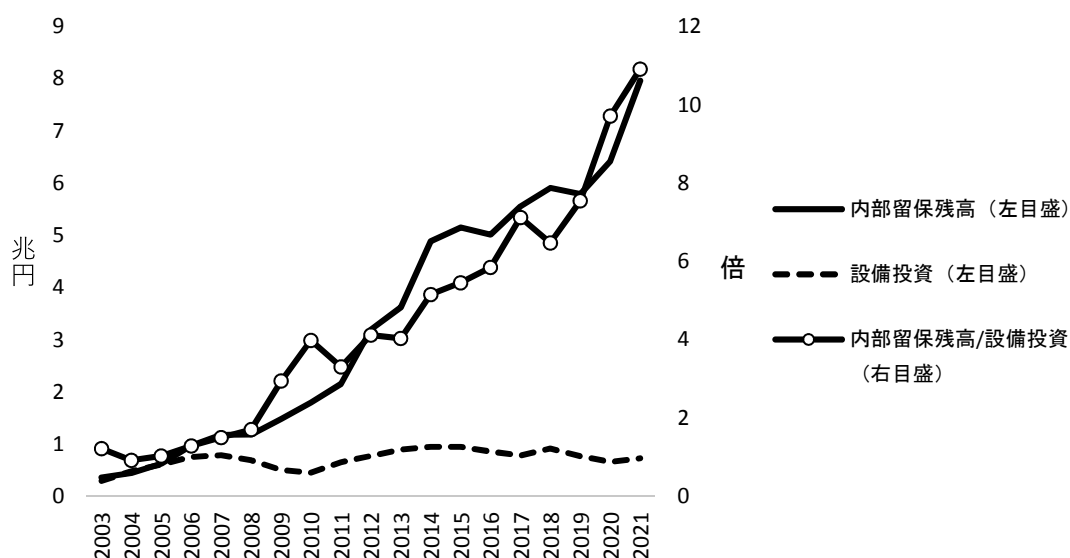
しかし各年の利益の留保状況については、「海外事業活動基本調査」の当期内部留保（当期純利益—配当金等に相当）で知ることができ、またその残高も調査されている。中国現地法人の内部留保残高は図5のとおりである。ここで内部留保残高がフローの設備投資の何倍あるかをみると、2021年には同年の設備投資の10.9倍に達している。全世界（図6）と比較すると、中国現地法人の突出ぶりがわかる。仮にこれだけの手元流動性があれば、中国現地法人は新たな「株式資本」を必要としないはずである。また、本社あるいは第三国でその余剰資金を利用しないのは不自然といえる。中国現地法人では2014年以降、この倍率が当時の世界の平均である5倍を上回るようになっていった。ここまでの高倍率となったのはなぜだろうか。

中国の当期内部留保と当期純利益の推移をみてみると図7のとおり、前者の推移はその原資である後者に連動している。両者の差は配当金とロイヤリティー（図7の「配当金等」）である。当期内部留保に比べ金額的には多く、変動は抑えられており、日本本社への還流の安定的増加が現地で内部留保より優先されている様子が伺える。

毎年の設備投資の水準を当期内部留保と対比させてみると（図4）、設備投資は「株式資本」残高の増加が止まった2014年が直近のピークとなっている。それ以前は日本から「株式資本」が流入していたこともあり、当期内部留保を大幅に上回る設備投資が行われ、当期内部留保は手元流動性として維持することも可能であったと推察される。しかし2014年以降は「株式資本」の流入が止まり、移動平均線から分かるように、当期内部留保と設備投資額の差が趨勢として縮小している。

当期内部留保は決算で確定し、設備投資等に形を変えていくのは翌年度以降と考えられるが、図6の現地法人の設備投資額をみると、2014年がピークで2015年は微減、2016年と2017年は大幅に減少した。しかし2017年に当

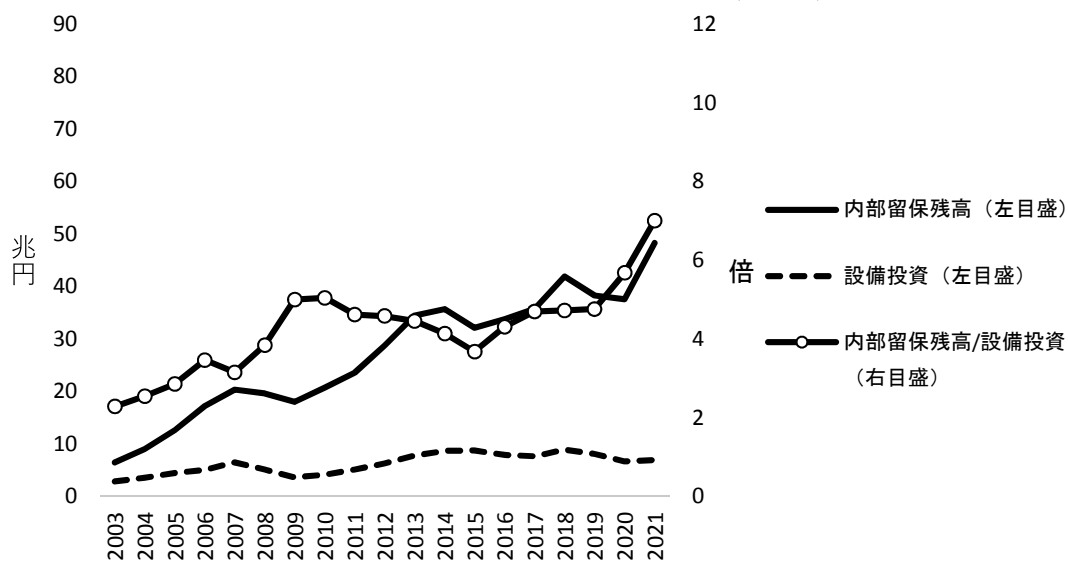
図5 現地法人の内部留保残高と設備投資（中国本土）



(注) 右目盛の単位である「倍」は、内部留保残高をその年の設備投資フローの何倍かで表したものの。

(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より筆者作成。

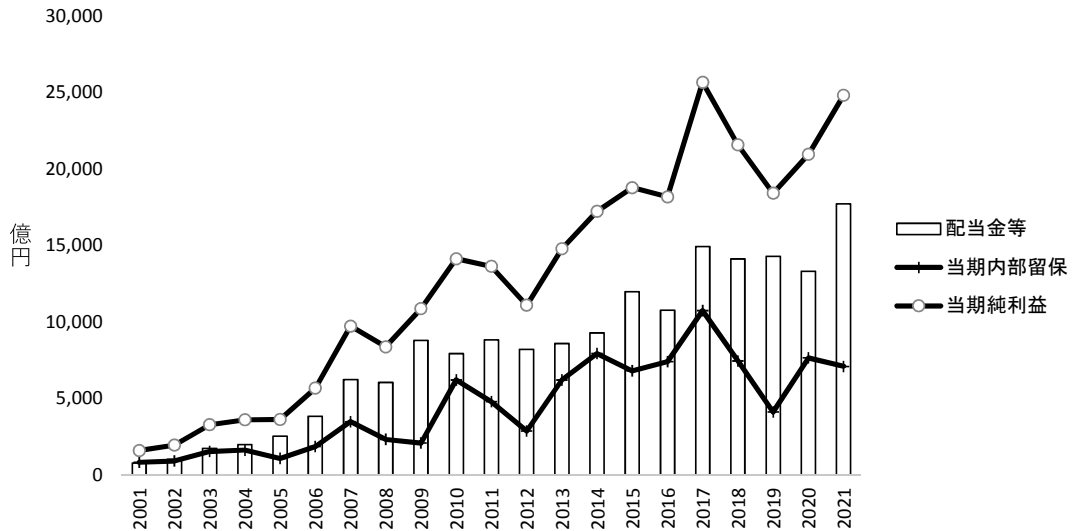
図6 現地法人の内部留保残高と設備投資（全世界）



(注) 図5に同じ。

(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より筆者作成。

図7 日本企業の中国現地法人の当期内部留保、当期純利益、配当金等



(出所) 経済産業省「海外事業活動基本調査」より筆者作成。

期内部留保が増加すると、翌2018年は設備投資額が持ち直している。2018年、2019年に当期内部留保が大きく落ち込むと、設備投資額も2019年、2020年と続けて減少したが、2020年には当期内部留保が大きく持ち直し、翌2021年の設備投資額はやや持ち直している。

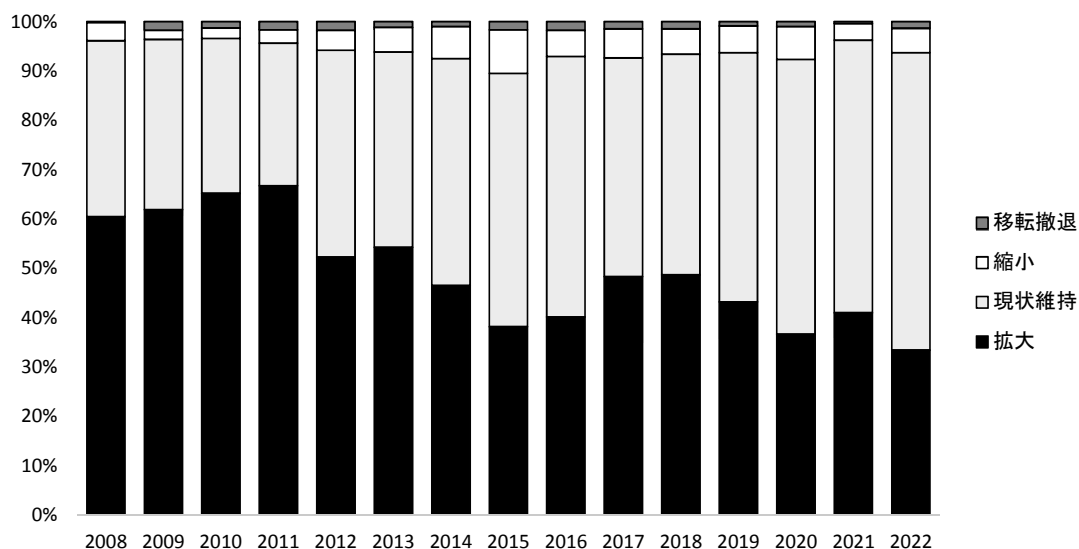
ここで中国現地法人の事業拡大意欲をアンケートで見ると(図8)、反日デモの翌年である2013年は落ち込んでおらず、2014年、2015年には連続して大きく落ち込んでいる。この落ち込みは本社からの資金である「株式資本」の残高の頭打ちが始まった時期と重なる。その後2017年、2018年にかけて、現地の事業拡大意欲は持ち直している。しかし本社側では事業拡大意欲の持ち直しがごく僅かしかみられず(図3)、「株式資本」残高も増えていない。つまりこの時期、本社からの資金流入がない中、現地法人が現地の資金で設備投資を行った例が多かったものと考えられる。

現地で得た利益には主として、現地に留保するか本国に配当するかを選択肢があり、配当し

てしまえば内部留保残高は増えないが、日本企業の中国現地法人は他の地域に比べ内部留保残高/設備投資比率が突出して高かった。このことが示すのは、日本企業の中国現地法人の場合、留保利益を実際に現地で投資する必要性が高く、そのため現預金から実物資産への転換のタイミングが早い分、留保利益が親会社に配当し引き揚げられる(=「収益の再投資」のマイナス要因)ことなく積み上がったということではないか。2021年にも中国現地法人では事業拡大意欲の僅かな持ち直しがみられる(図8)。前年上半期は湖北省武漢市をはじめとして各地で新型コロナウイルス感染症が流行したが、その後しばらくは感染が抑え込まれコロナ禍は小康状態¹⁷にあり、海外事業活動基本調査の設備

17 2022年は3月に上海で都市封鎖が実施され、ゼロコロナ政策の悪影響が懸念され始める。ゼロコロナ政策は12月7日の「新十条」(国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组「关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知」)公布まで続けられた。

図8 日本企業の中国現地法人の事業拡大意欲の推移



(注) 問いは「今後1～2年の事業展開の方向性」。数値は凡例に示した選択肢を選んだ現地の事業所の比率。
 (出所) 日本貿易振興機構「海外進出日系企業実態調査」を基に筆者作成。

投資額もやや増加している。そしてこの年、「株式資本」残高は長く続いた停滞が終わり増加に転じた。つまり、近年の「株式資本」の増加は、手元流動性で設備投資を行うことが難しい中国現地法人が一部に始めたことを示唆しているのではないだろうか。

VI 総括

この研究の課題は、日本の対中直接投資の変動の理由を、3つの資金の特性を踏まえて解明することであった。反日デモの発生により、中国のカントリーリスクに対する日本本社の関心が急激に高まり、中国事業は再考を迫られた。本社からの資金送金、即ち「株式資本」の投資は手控えられた。「投注差」制度の下では短期以外の親子ローンの利用はためらわれ「負債性資本」に目立った増加はなかった。そして現地の投資活動に留保利益を充てるべく「収益の再投資」が増加した。日本からの資金送金の抑制

は2014年から6年にわたったが、なぜそのようなことが出来たのかといえば、それまでの中国事業が順調で、「収益の再投資」残高にみられるように、利益の蓄積が進んでいたからである。

「収益の再投資」残高は増えているが、これはそれだけの現預金があるということを意味しない。先行研究では、「収益の再投資」つまり留保利益が機動性の高い流動性としてとらえられているが、留保利益とは貸借対照表の貸方の話に過ぎない。中国現地法人の毎年の留保利益は、カントリーリスクに敏感な「株式資本」の流入が止まる状況下において、実際に再投資する必要性が従来よりも高まり、その表れが「株式資本」の頭打ちと「収益の再投資」の堅調な増加であったと考えられる。留保利益は通常でも貸借対照表の借方において徐々に流動資産から固定資産等に形を変えるものであるが、「株式資本」の流入が止まった2014年以降、変化のスピードは加速したと考えられる。

2021年、2022年は久しぶりに中国への「株式資本」が増加しているが、中国現地法人の事業拡大意欲（図8）に回復がみられない中で日本の本社からの投資である「株式資本」が回復した理由としてまず考えられるのは、①中国現地法人の手元流動性の水準低下である。現地の事業拡大意欲が減退している状況で「収益の再投資」残高が史上最高であれば、「株式資本」は一見不要にみえるが、「収益の再投資」残高に関し流動性から設備等への転換が2014年以降加速してしまっているとすれば、「株式資本」投資が必要とされても不思議ではない。また、「収益の再投資」についても、現地法人の流動性水準が低下する中であって当期純利益のより多くを配当ではなく留保すれば、それだけ「収益の再投資」は増加することになる。そのほか、②中国に進出歴のない企業の中国市場参入、③10年近く反日デモが発生していないことによる既進出企業の本社の投資再開が、「株式資本」増加の理由として考えられる。

本研究では、中国において「株式資本」の頭打ちが起こった理由については考察したが、「収益の再投資」が増加を始めた理由には考察が及んでいない。「収益の再投資」の増加は「株式資本」の頭打ち以前に始まっており、順序から言えば、「収益の再投資」が「株式資本」を代替したというよりも、「収益の再投資」が「株式資本」の停滞を許容した形である。Lundan（2006）は、現地側のストックがフローに影響を及ぼすと主張しており、これに基づけば、中国の「収益の再投資」の増加は現地の経営基盤の整備に伴うものとなるが、中国側の制度に「収益の再投資」の増加を促した要因はないのだろうか。この点に関し、中国が2008年、外資優遇に終止符を打った際、配当の源泉税免税を廃止していることが注目される。中国子会社が日本の親会社に配当する場合、10%の企業所得税が徴収される¹⁸。本研究でも明らかにように、「収益の再投資」はホスト国にとって流入傾向の最も安定した資金である。その増加理由の解明は多くの投資受入国にとって投資誘致施策立

案に資する情報になるものと思料する。

参考文献

〔日本語文献〕

- 天野倫文（2010）「中国市場開放期の経済政策と日本企業の直接投資—新たな日中互惠関係の探索—」『赤門マネジメント・レビュー』第9巻第1号、1月。
- 岩崎薫里（2014）「転換期にある日本の対中直接投資—アメリカとの比較を交えて—」『環太平洋ビジネス情報RIM』第14巻第55号、11月。
- 経済産業省（2023）「令和4年（2022年）海外事業活動基本調査 調査票記入の手引」。
- 財務省（2009）「国際関係課税関係の改正」『平成21年度税制改正の解説』（https://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/9551815/www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2009/explanation/index.html、2023年8月25日アクセス）。
- 財務省（2023）「直接投資・証券投資等残高（地域別）」（https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/iip/data/index.htm、2023年12月29日アクセス）
- 瀬口清之（2014）『日本人が中国を嫌いにならないこれだけの理由』日系BP。
- 瀬口清之（2016）「中国市場で再燃、日本企業のガラパゴス化現象—対中投資積極化に動く世界の潮流から取り残される日本企業—」、キャノングローバル戦略研究所ウェブサイト（https://cigs.canon/article/20160822_3911.html、2023年8月24日アクセス）。
- 高見澤学（2017）「日本企業による対中直接投

18 中国から非居民企業への配当には20%の企業所得税が課されるが（企業所得税法第4条）、日本企業に配当送金する場合、日中租税協定に基づき、企業所得税率10%が適用される。

- 資と中国国内再投資の現状』『東亜』、第596号、2月。
- 田近栄治・布袋正樹・柴田啓子（2014）「税制と海外子会社の利益送金—本社資金需要からみた「2009年度改正」の分析—」『経済分析』第188号、3月。
- 田中豪（2017）「税制と海外投資—国際課税制度の移行と法人税率・源泉税率の影響—」『PRI Discussion Paper Series』第317号、11月。
- 日本銀行（2023）「直接投資・証券投資等残高地域別統計」
(<https://www.boj.or.jp/statistics/br/bop/index.htm/>、2023年12月29日アクセス)。
- 日本銀行国際局（2022）「国際収支統計項目別の計上方法」
(<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exbpsm6.pdf>、2023年2月17日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2004）「外商投資商業分野管理弁法について」
(https://www.jetro.go.jp/world/asia/cn/law/invest_managae.html、2023年2月17日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2010）「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査—中国編—（2010年度調査）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2010/07000418.html>、2023年7月10日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2013）「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査—中国編—（2012年度調査）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2013/07001200.html>、2023年7月10日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2015）「在アジア・オセアニア日系企業実態調査—中国編—（2014年度調査）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2015/01/0b534b5d88fcc897.html>、2023年7月10日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2020）「2019年度アジア・オセアニア進出日系企業実態調査—中国編」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2020/01/447cc23dba286aa1.html>、2023年7月10日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2021a）「2020年度日本企業の海外事業展開に関するアンケート調査」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2021/01/3f6c5dc298a628be.html>、2023年2月17日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2021b）「2021年度海外進出日系企業実態調査（アジア・オセアニア編）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2021/01/6e5157e362606548.html>、2023年7月10日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2022a）「2021年度海外進出日系企業実態調査（中国編）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2022/01/7f30584ec766e1a0.html>、2023年8月24日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2022b）「2022年度海外進出日系企業実態調査（アジア・オセアニア編）（2022年12月）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2022/01/e98672da58f93cd3.html>、2023年6月16日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2023a）「2022年度海外進出日系企業実態調査（中国編）」
(<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2023/01/0a95704963871dd3.html>、2023年8月24日アクセス)。
- 日本貿易振興機構（2023b）「日本の直接投資（国際収支ベース、ネット、フロー）、国・地域別、対外」
(<https://www.jetro.go.jp/world/japan/stats/fdi.html>、2023年12月29日アクセス)。

- 箱崎大 (2013a) 「7～9月は中国側統計でもマイナスに—対中投資の日中統計間の乖離をめぐる考察(1)」『通商弘報』、11月。
- 箱崎大 (2013b) 「新規の成約件数の減少傾向続く—対中投資の日中統計間の乖離をめぐる考察(2)」『通商弘報』、11月。
- 箱崎大 (2024) 「日本の対中直接投資の変動要因の解明 直接投資の3つの資金という視点」『中国研究月報』、8月。
- 長谷川誠、清田耕造 (2013) 「国外所得免除方式の導入が現地法人の配当送金に与えた影響：『企業活動基本調査』および『海外事業活動基本調査』による分析」(<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/13e047.html>、2023年2月17日アクセス)。
- 丸川知雄 (2015) 「日本企業の中国事業 中国側との協力関係の変遷」『アジア研究』第60巻第4号、10月。
- 三菱(東京)UFJ銀行 (2016) 「中国人民銀行 全国範囲において全範囲クロスボーダー融資マクロプルーデンス管理を実施することについての通知」『MUFG: Bank (China) 実務・制度ニュースレター』、5月。
- [中国語文献]
- 中国国家统计局 (2023) 「国家数据」(<https://data.stats.gov.cn/easyquery.htm?cn=C01>、2023年12月29日アクセス)。
- [英語文献]
- Blonigen, B. A. and J. Piger (2014) “Determinants of Foreign Direct Investment,” *Canadian Journal of Economics*, Vol.47 No.3, Aug.
- Daude, C. and E. Stein (2007) “The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment,” *Economics and Politics*, Vol. 19 No.3, Sep.
- Hasegawa, M. and K. Kiyota (2017) “The Effect of Moving to a Territorial Tax System on Profit Repatriation: Evidence from Japan,” *Journal of Public Economics* Vol.153, Sep.
- Helpman, E. (1984) “A Simple Theory of Trade with Multinational Corporations,” *Journal of Political Economy*, Vol.92 No.3, Jun.
- Helpman, E. and P. Krugman (1985) *Market Structure and Foreign Trade: Increasing returns, imperfect competition and the international economy*, Cambridge, MIT Press.
- Krugman, P. (1983) “The ‘New Theories’ of International Trade and Multinational Enterprise,” in *The Multinational Corporation in the 1980s*, ed D. B. Audretsch and Ch P Kindleberger, Cambridge, MIT Press.
- Lundan, S. M. (2006) “Reinvested Earnings as a Component of FDI: An Analytical Review of the Determinants of Reinvestment,” *Transnational Corporations*, Vol.15 No.3, Dec.
- Markusen, J. R. (1984) “Multinationals, Multi-plant Economies and the Gains from Trade,” *Journal of International Economics*, Vol.16, May.
- Markusen, J. R. (2002) *Multinational Firms and the Theory of International Trade*, Cambridge, MIT Press.
- Nielsen, B. B., C. G. Asmussen and C. D. Weatherall (2017) “The Location Choice of Foreign Direct Investments: Empirical Evidence and Methodological Challenges,” *Journal of World Business*, Vol.52, Jan.
- Oseghale, B. D. and O. C. Nwachukwu (2010) “Effect of the Quality of Host Country Institutions on Reinvestment by United States Multinationals: A Panel Data Analysis,” *International Journal of Management*, Vol.27 No.3, Dec.

- Polat, B. (2017) "Financial Components of FDI and Choice of Capital Structure : An Analysis for 30 OECD Countries," *Applied Economics*, Vol.49 No.19, Sep.
- Salorio, E. M. and T. Brewer (1998) "Components of Foreign Direct Investment Flows : Evidence and Implications of Differences," *Latin American Business Review*, Vol.1 No.2.
- UNCTAD (2009) *World Investment Report 2009*, New York and Geneva, UNITED NATIONS PUBLICATION.
- Wolff, G. B. (2007) "Foreign Direct Investment in the Enlarged EU : Do Taxes Matter and to what Extent?" *Open Economies Review*, Vol.18, May.
- The Tax Foundation (2022) "Corporate Tax Rates around the World, 2022" (<https://taxfoundation.org/publications/corporate-tax-rates-around-the-world/>).
- The World Bank Group (2023) "World Development Indicators" (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>).
- The World Bank Group (2023) "Worldwide Governance Indicators" (<https://info.worldbank.org/governance/wgi/>).
- (はこざき だい・日本貿易振興機構)

Why was Direct Investment from Japan to China Driven by “Reinvestment of Earnings”? Factor Analysis Based on the Financial Structure of Foreign Direct Investment

Dai HAKOZAKI

Keywords : Foreign Direct Investment, Equity, Reinvestment, Japanese Companies, China
JEL Classification Codes : F230

This study ascertained the reasons for the fluctuations in Japan's direct investment in China based on the financial characteristics of funds. Japan's balance of direct investment has increased worldwide, driven by “equity other than reinvestment of earnings.” “Equity other than reinvestment of earnings” in China stagnated for six years after 2014 while “reinvestment of earnings” continued to increase. This trend in investment in China is unique. However, it is not due to the peculiarities of the Chinese economy. Normally, retained earnings are gradually converted from current assets to fixed assets on the debit side of the balance sheet. The unique trend seen in investment in China is thought to have occurred after the anti-Japan demonstrations. The inflow of “equity other than reinvestment of earnings,” which is sensitive to country risk, stagnated, and the need to actually reinvest retained earnings increased, accelerating the change from current assets to fixed assets.