

## 企業のグローバル収益力の向上とそれが国内経済に及ぼす影響

調査統計局 一瀬善孝、近藤崇史、中浜萌

Bank of Japan Review

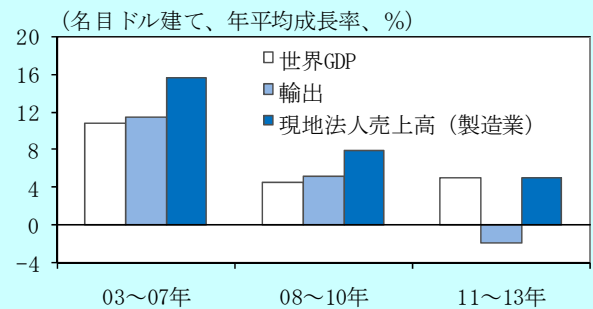
2015年2月

近年、日本企業の海外事業における利益率が上昇している。上場企業のデータを用いた実証分析の結果によれば、企業の海外進出は、連結ベースの収益や企業価値にプラスの影響を与えており、しかもそのインパクトは近年強まっている。この背景には、これまでの海外事業経験の蓄積などが現地需要の取り込みや生産コストの抑制といったかたちで実を結んでいる面を指摘できる。また、海外事業と国内事業の間には補完的な関係があり、企業は、国内事業を維持しつつ海外事業を拡大させ、その棲み分けを図ることなどを通じて、より高い収益性を獲得していることも示唆される。こうした企業のグローバル収益力の向上は、国内投資や株主還元などを通じて国内経済にも好影響を及ぼしているとみられるが、今後、持続的な経済成長に繋げるうえでは、そうした動きがさらに広がっていくことが重要である。

## はじめに

日本企業は、過去、経済のグローバル化が加速する下で、輸出の増加や、そのための設備投資の拡大を行い、それが日本経済全体の成長エンジンの一つにもなってきた<sup>1</sup>。翻って、最近の輸出をみると、足もとでは持ち直しの動きがみられているが、昨年前半頃までは横ばい圏内の動きとなっており、世界経済の回復ペースや為替相場動向との対比で伸び悩む傾向にある<sup>2</sup>。その背景は、日本経済と関係の深いASEAN経済のもたつき、一部産業における国際競争力の低下など複数考えられるが、その中でも無視し得ない要因として、生産拠点の海外移管の影響が挙げられる。実際、日本の輸出と製造業の現地法人売上高の増加率を、世界経済の成長率と比較してみると（図表1）、2003～2007年の景気拡大期は、輸出と現地法人売上高がともに世界経済を上回って拡大した。しかし、2011年以降は、現地法人売上高が概ね世界経済並みのペースで増加する一方、輸出は小幅ながら減少している。このことは、①日本企業の海外現地法人がグローバル需要を概ね市場成長率並みに取り込んでいることを示唆すると同時に、②製造業の供給が輸出から現地生産にシフトしていることも示している<sup>3</sup>。

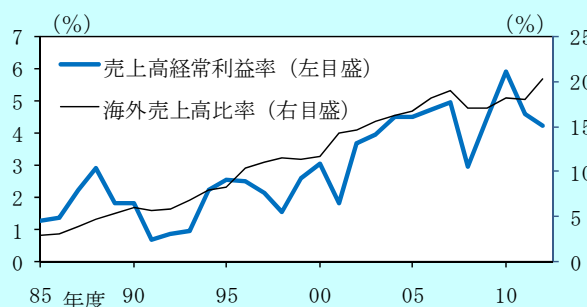
【図表1】現地法人売上高と輸出



(資料) IMF “World Economic Outlook”、経済産業省「海外現地法人四半期調査」、ジェトロ「ドル建て貿易概況」

このように、企業が輸出から海外生産へのシフトを強めている場合には、輸出の多寡のみをもって、日本経済全体に与える影響を評価することは適当ではないと考えられる。その場合、海外事業部門を含めた連結ベースの企業収益が国内経済に及ぼす影響といった、輸出とは別の径路も考慮する必要があるからである。具体的には、グローバルな収益改善が、株価上昇や、国内への配当など株主への還元を通じて、国内の設備投資や研究開発投資の増加、家計支出の増加といった、プラスの効果をもたらす面があるとみられる。これに関連して、日本企業の海外事業については、近年、その規模が拡大しているだけでなく、その収益性も向上している点が、とくに注目に値する（図表2）。

【図表2】海外現地法人（製造業）の売上高経常利益率



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業統計年報」

そこで本稿では、日本の海外進出企業の収益力向上やその背景について、実証分析結果を交えつつ整理するとともに、それが国内経済に及ぼす影響についても若干の考察を行う。

## 海外進出企業の収益性

### （海外進出が企業収益に影響を与えるメカニズムと実証分析の必要性）

前節でみた事実、日本企業の収益力が海外進出の拡大に伴って向上していることを示唆しているが、本当に海外進出が企業の生産性や収益性を向上させているのか否かについては、先験的に明らかとは言えず、実証的に分析されるべき課題と言える。

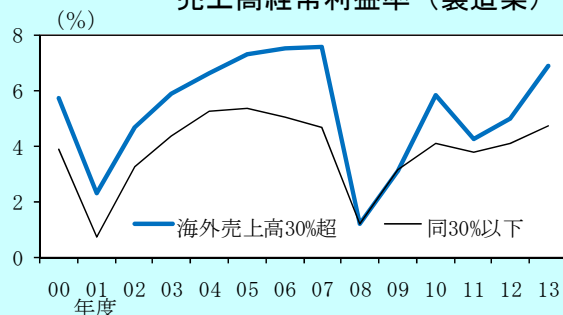
その理由の一つは、企業の海外進出が連結ベースの生産性や収益性に与える径路は、海外進出の目的等に応じて多様であり、最終的な収益への効果の出方は、それに付随するコストとベネフィットの大小によって決定されるからである。

例えば、企業が海外の需要地の近隣に生産・販売拠点を設立する場合には、輸送コストや関税、非関税障壁などの貿易障壁を含む貿易コストを節約できるほか、需要地における嗜好の変化などに対しても、より迅速・的確に対応できる点がメリットである。一方、企業はそれまで一箇所で行っていた生産・販売活動を分散することにより、「規模の経済」（例えば、原材料の大量購入による価格交渉力の向上など、事業規模を大きくすることによって得られる経済的なメリット）を喪失する。別の例として、企業が労働集約的な川下の製造工程を低賃金の国に移管する場合には、賃金

負担にかかるコストを節約できる一方、貿易コストや生産工程を分割するコストが発生する。さらに別の径路として、進出先の顧客やライバル企業から技術や知識を効果的に習得することを通じて、国内事業を含めた企業全体のパフォーマンスを向上させる効果や、既存の経営資源を活かして新しい事業分野に進出することで、企業の生産性や収益性を向上させる効果（「範囲の経済」と呼ばれる）なども期待できる。これらプラス、マイナスの効果のどちらがトータルで上回るのかは、ケースバイケースである。

精緻な実証分析が必要となる理由のもう一つは、単純な比較分析だけでは、海外進出と収益力向上の間の真の因果関係が検出できないからである。例えば、上場企業の財務データを用いて、海外進出を行っている企業同士で収益力を比較すると（図表3）、海外進出規模が大きい（海外売上高比率が30%超）グループの利益率は、小さいグループよりも総じて高いことが確認できる。もっとも、それは、「収益力の高い企業ほど積極的に海外進出を行っている」という逆方向の因果関係が表れているに過ぎない可能性もある。海外進出を行うにあたっては、進出国の市場動向や商習慣、規制等の調査、取引先の開拓等に多大な費用がかかるため、これらの大きな固定費を賄うことができる生産性や収益性の高い企業ほど海外進出を積極的に行う、ということは自然な推論であり、実際、国内外の数多くの先行研究も、それを支持している。したがって、海外進出の効果を検証するためには、「もともと収益力が高い企業が海外投資を行った」とことと、「海外投資を行うことで高い収益力を獲得した」とことを識別するための実証分析上の工夫が必要となる。

【図表3】海外への進出規模別にみた売上高経常利益率（製造業）



(注) 継続してデータが取得できる2・3月期決算上場企業。2013年度の海外売上高により区分。

(資料) NEEDS-FinancialQUEST

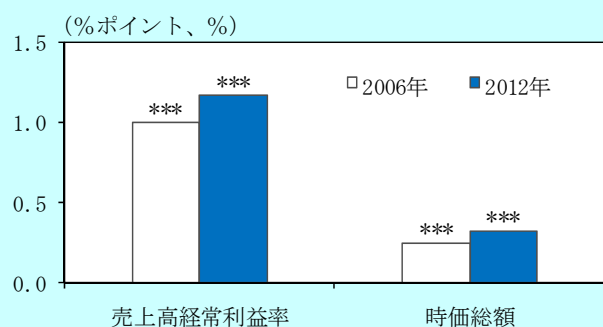
近年、個別企業や事業所レベルのデータの利用可能性が向上していると同時に、それを分析する手法である計量経済学的发展もあって、個別企業のデータを用いた実証研究が日本においても徐々に蓄積されてきている。もっとも、海外進出が生産性ではなく収益性や株価に与える影響を明示的に分析した研究は、筆者らの知る限りでは少ない。そこで以下では、海外事業が企業の収益性に与える影響について筆者らが行った検証を紹介する<sup>4</sup>。

### （実証分析①：海外進出が連結ベースの収益率に与える効果）

ここでは、上場企業の財務情報（日本政策投資銀行の「企業財務データバンク」と、海外現地法人のデータベース（東洋経済新報社の「海外進出企業データベース」）を紐付け、企業レベルのマイクロ・データセットを構築した。その上で、売上高経常利益率や時価総額の動きを、海外拠点数や収益に関係しそうなその他の変数（負債比率、売上高研究開発費比率など）で説明する回帰モデルを推計した。その際、先に述べた「収益力の高い企業ほど積極的に海外進出を行う」という逆方向の因果関係が生じ得る問題に対しては、「操作変数法」と呼ばれる手法を用いることで対処した<sup>5</sup>。

検証結果の概要は、図表4である。海外拠点数が増加すると連結ベースの売上高経常利益率にプラスの効果を与えることが、実証的に示されている。また、海外拠点数の増加は、企業価値（ここでは株式時価総額）にもプラスの効果を与えている。さらに、それらの効果は、いずれも、近年高まっていることが確認できる。

【図表4】海外進出の効果



(注) 海外拠点数増加時の押し上げ幅（売上高経常利益率は拠点数1単位増加時<対数>、時価総額は同1%増加時）。\*\*\*は1%の有意水準で有意。推計方法等の詳細は近藤他（2014）を参照。

### （実証分析②：海外事業と国内事業の補完性）

海外進出の影響を考察する上では、拡大する海外部門が縮小する国内部門の代わりとしての収益源となっているのか（代替関係）、それとも、海外部門が国内部門との相乗作用から収益改善に貢献しているのか（補完関係）についても、重要な論点である。

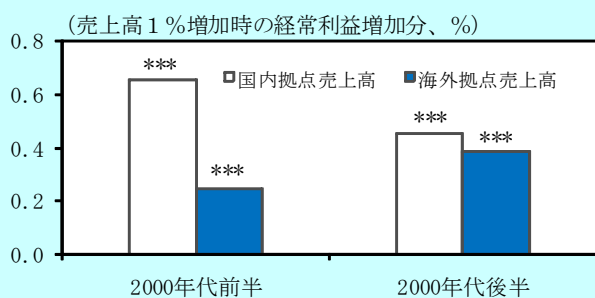
そこで次に、上場企業が開示するセグメント情報（部門別の売上高）を用い、海外拠点と国内拠点の売上高の拡大がどのように収益に影響するのかについて定量的に評価した。推計方法にかかる技術的な解説は割愛するが、ここでは、トランスログ型と呼ばれる利潤関数を推計することで、国内部門と海外部門の利益に対する貢献や、両部門の関係性の把握を試みている。

検証結果の概要は、図表5に掲げた。これを見ると、海外拠点、国内拠点売上高のそれぞれが利益に貢献していることが確認できる。また、海外拠点売上高にかかる係数は、2000年代前半に比べ後半の方が大きいことも確認でき、海外部門の拡大が収益に与える正の効果は、近年、より強まっている可能性が示唆される。

さらに興味深い点は、両部門の関係性である。図表中では「範囲の経済」と記載しているが、海外部門は国内部門を補完する形で、企業全体への収益に貢献していることも明らかになった<sup>6</sup>。一方で、「規模の経済」（事業を拡大することで収益率を高める効果）については確認されなかった。

以上の結果を踏まえると、日本企業は海外進出を行うにあたり、単純に海外の事業規模を拡大したことからではなく、一定の規模の国内事業を維持し、国内外で生産・販売する製品・サービスの棲み分けを図りつつ、情報や技術、ブランドを含めた経営資源を効率的に共有することなどを通じて、より高い収益性を確保したと解釈できる。

【図表5】国内部門と海外部門の利益への貢献



	2000年代前半	2000年代後半
「範囲の経済」	0.086***	0.047**

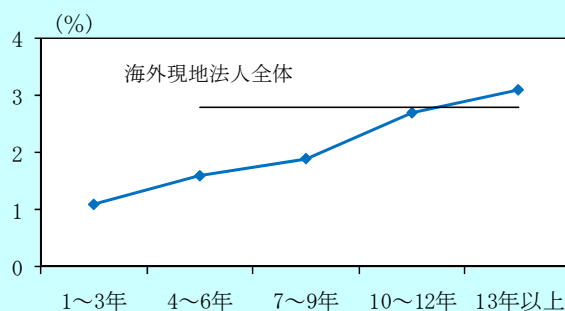
(注) \*\*\*, \*\*はそれぞれ1%, 5%の有意水準で有意。推計方法等の詳細は近藤他(2014)を参照。

## 海外進出に伴う収益力改善の背景

前節の実証分析により、海外進出に積極的な企業ほど収益性が高いことが示された。また海外進出企業においては、海外事業が国内事業を補完するかたちで、収益性が高まっていることも確認された。本節では、これらの背景について考察する。

第一に、収益性向上の要因として、これまでの長年にわたる海外事業の経験やノウハウの蓄積が、近年になって実を結んでいる面があると考えられる。やや古いデータ(2003年度)ではあるが、海外現地法人の売上高経常利益率を、拠点設立後の経過年数ごとにプロットすると、年数の経過につれて利益率が上昇する姿がはっきりと確認できる(図表6)。実際、日本企業の海外現地法人の平均的な設立後経過年数は、1997年度に8.4年であったが、2012年度には10.4年と上昇傾向にある。国際協力銀行が海外事業展開を行う企業に対して2013年に実施したアンケートにおいても、海外での事業展開が国内事業にもたらす効果として、「海外事業で得られた情報等による国内開発への寄与」や「海外事業で経験を積んだ社員増加による国内組織力向上」との回答が上位を占めており、海外事業経験の蓄積が国内事業も含めて企業経営にプラスの効果を与えていることが窺われる<sup>7</sup>。

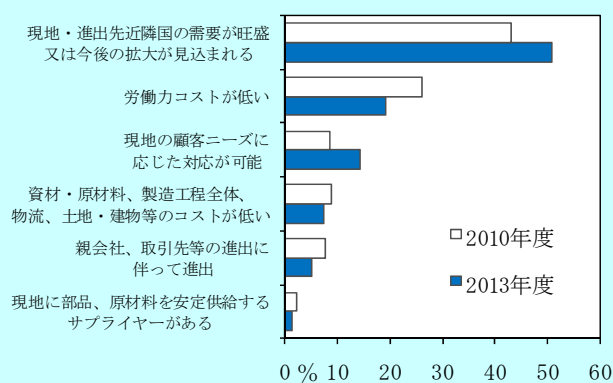
【図表6】海外現地法人の設立後経過年数別にみた売上高経常利益率



(注) 2003年度のデータ。  
(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」

第二に、企業は、需要地に近接した拠点を設立することによって、需要者のニーズの変化などに対して、より迅速・的確に対応した可能性が指摘できる。すなわち、企業が現地の財・サービス需要を取り込むにあたっては、社会制度や規制、消費者の嗜好など、現地市場の特性に応じて自社製品を開発することや、現地のサプライヤーや消費者向けに技術的なサービスを提供することが重要となる。この点についても、別に内閣府が実施したアンケートを確認すると、このところの海外進出の理由として「現地の顧客ニーズに応じた対応が可能」と回答する企業が大きく増加している点と整合的である(図表7)。

【図表7】海外に生産拠点を置く理由(複数回答)

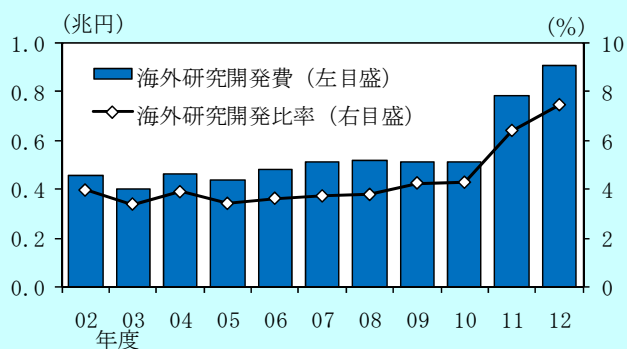


(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

また、これらの点は、日本企業の海外での研究開発投資(R&D)とも深く関係しているとみられる。近年、日本企業が研究開発投資に一段と注力する中で、海外でのR&Dもこのところはっきりと増加している(図表8)。企業が海外において

R&D 活動を実施する動機は、自国の R&D 活動では満たされない新規の技術知識の生産を目的として取り組むものや、自社製品を受入先市場へ適応させる目的のものがあるとされる<sup>8</sup>。このような動機に基づく企業の海外での R&D 活動の活発化が、技術やノウハウの習得、現地需要の効率的な取り込みに繋がった可能性がある。

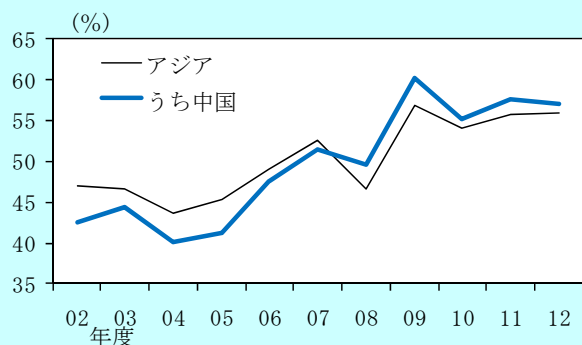
【図表 8】海外現地法人の研究開発費



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」、総務省「科学技術研究調査」

第三に、海外現地法人が、各種の効率的な取り組みを通じて、生産コストの（売上対比での）抑制を実現させたことも、この間の収益力向上に繋がった可能性がある。すなわち、この期間においては、例えば人員配置の最適化による現地職員の効率的な活用などが現地法人の総人件費の抑制に貢献した可能性や、原材料等の仕入れに関して、仕入れ先を地場企業や現地の日系企業に振り替えたことが仕入れ価格や輸送コストの抑制に繋がった可能性などが考えられる。ここでも、海外での経験年数の蓄積がプラスに働いていると考えられる。実際、海外現地法人の現地調達比率は、アジア（特に中国）において高まっていることが確認できる（図表 9）。

【図表 9】アジア現地法人の現地調達比率



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」

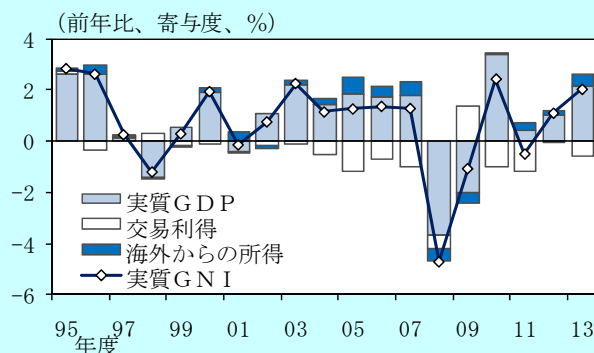
## グローバル収益力の向上が国内経済に及ぼす影響

最後に、以上で見てきたような日本企業の海外での事業活動の拡大、それに伴うグローバル収益力の向上が、国内経済全体に及ぼす影響についても、若干の考察を行う。

既に述べたとおり、海外事業部門を含めた連結ベースの企業収益が国内経済に影響する経路としては、株価上昇や、国内への配当など株主への還元が、国内の設備投資や研究開発投資、家計支出の増加を通じて、プラスの効果をもたらす可能性が考えられる。

この点、海外からの利子や配当などの収入が経済成長に与える影響は近年大きくなっている。通常、経済成長を議論する場合には、国民の生産活動が行われる場所に注目して、「GDP」（Gross Domestic Product：国内総生産）の概念が重視されるが、海外での付加価値の創出が増えることに着目する場合には、自国の国民が稼ぐ所得という概念である「GNI」（Gross National Income：国民総所得）が重要となる。実質 GNI の成長率を要因分解すると、近年、海外からの所得が成長率を相応に押し上げている姿が確認できる<sup>9</sup>（図表 10）。

【図表 10】実質 GNI 成長率の要因分解

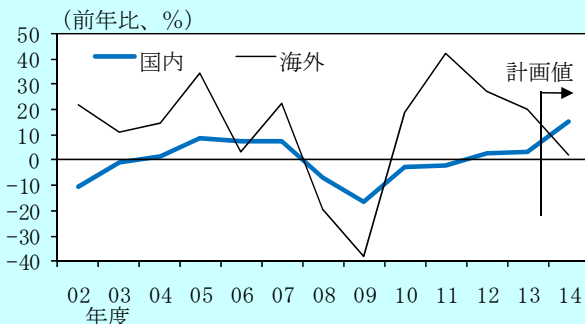


(資料) 内閣府「国民経済計算」

また、企業の収益力改善の恩恵は、国内の設備投資にも及んでいるとみられる。日本政策投資銀行が昨年 6 月に実施したアンケートによれば、企業の 2014 年度の設備投資は、国内投資が海外投資を上回るかたちで、しっかりと増加する計画となっている<sup>10</sup>（図表 11）。この背景には、金融緩和効果が押し上げに働く中で、設備老朽化に対応した更新投資や省力化投資、為替相場の動きも踏

また国内拠点の再構築など様々な投資ニーズがあると考えられるが、企業は、海外も含めたグローバル収益を背景に、国内においても投資活動を活発化させつつある。

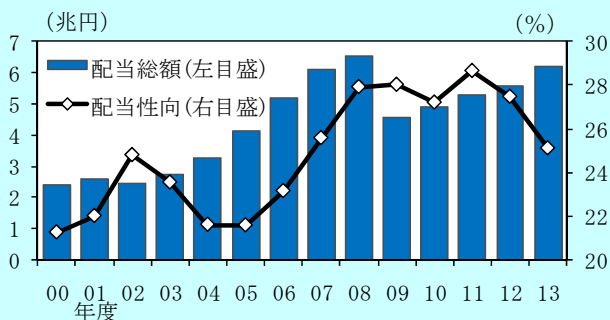
【図表 1 1】国内外の設備投資



(資料) 日本政策投資銀行「2013・14・15年度 設備投資計画調査報告」

さらに、日本企業の配当は、収益力の向上や財務体質の改善によって、近年増加傾向にある(図表 1 2)。この点、経営者は国内外の株主とのコミュニケーションを重視し、獲得した利益の株主還元を徐々にではあるが積極化させているとの見方がある。この流れの中で、日本企業の利益に対する配当の割合(配当性向)も、一頃に比べ高まっている。このように、グローバル収益の改善により、経営者の意識の変化も相俟って、配当を中心とする株主還元という径路でも、国内経済へのプラス効果は強まっているとみられる。

【図表 1 2】日本企業の配当総額

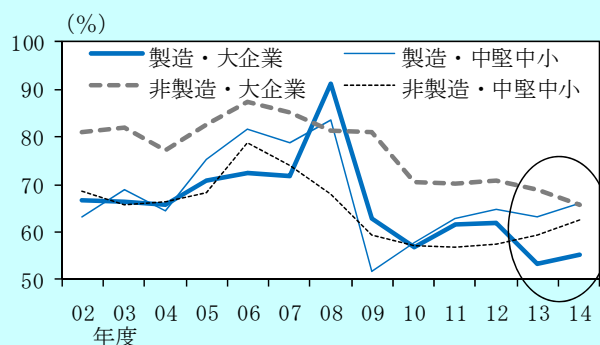


(注) 上場企業(金融機関、新興市場上場企業を除く)を対象に集計。配当性向は、各企業の中央値を表示。  
(資料) 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」

一方で、企業の設備投資は、緩やかに増加しているとはいえ、潤沢なキャッシュフロー対比では、未だ低い水準にある。実際、海外で収益を大きく獲得している製造業大企業の設備投資は、キャッ

シュフロー対比でみると、中小企業や非製造業に比べても依然低水準にとどまっている(図表 1 3)。また、日本企業の株主還元は、配当性向でみれば、米国企業と概ね遜色ない水準であるものの、自社株買いを含めた総還元性向(配当と自社株買いの合計額の利益に対する割合)でみれば、米国企業に比べ低い水準にとどまっている<sup>11,12</sup>。企業のグローバル収益力の向上は、国内投資の緩やかな増加や株主還元などを通じて国内経済にも好影響を及ぼしているとみられるが、今後、収益の改善傾向が続くなかで、国内経済が持続的に成長するためには、そうした動きがさらに広がっていくことが重要である。

【図表 1 3】設備投資の対キャッシュフロー比率



(注) 1.  $\text{キャッシュフロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} \times 1/2$   
2. 2014年度は上期の計数(X-12-ARIMAによる季節調整値)  
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

もちろん、新興国企業も加わっての激しい競争が常態化する中で、日本企業が海外経済の高成長を取り込み続けることは容易なことではない。企業は差別化された付加価値の高い製品・サービスを継続的に生み出すと同時に、事業の収益性を不断に高めていくことが求められる。そのためには、資本市場に規律づけられた適切なガバナンスの下で、技術集約的な投資や研究開発、グローバル化に対応した人材の育成・活用などに取り組むことが、方向性としては有効であると考えられる。

また、日本経済がグローバル化のメリットを十分に引き出すためには、企業の輸出や海外進出という側面だけではなく、例えば、先進国と比べて依然低水準にある対内直接投資をより活性化していくことなどを通じて、国内外のリソースをさらに活用していくという視点も重要である<sup>13</sup>。

<sup>1</sup> 過去の景気拡大局面での日本の輸出動向や企業のグローバル化への対応は下記のレポートが参考になる。

日本銀行調査統計局 (2007)、「近年のわが国の輸出入動向と企業行動」、日本銀行調査論文。

<sup>2</sup> 最近の日本の輸出動向は、例えば下記のレポートにまとめられている。

日本銀行 (2014)、「経済・物価情勢の展望 (2014 年 10 月)」。

<sup>3</sup> 内閣府が実施した「企業行動に関するアンケート調査」においても、製造業の海外現地生産比率は 2000 年度：11.1%→2005 年度：15.2%→2013 年度 (見込み)：21.6%と、近年大きく上昇している。

<sup>4</sup> 以下の実証分析結果は、筆者らによる下記の論文に基づいている。本稿で用いたデータの出所・作成方法や、具体的な推計式、推計結果などの詳細については、当論文を参照されたい。

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、No. 14-J-8。

<sup>5</sup> 操作変数には、海外拠点数の 2 期前のデータ (6 年前のデータに相当) を用いた。詳細は脚注 4 の論文を参照。

<sup>6</sup> ここでは、国内・海外の各事業を別々の企業が実施するよりも、一つの企業でまとめて実施する方が、より収益性が大きくなることを「範囲の経済」と解釈し、これを統計的に検証した。詳細は、脚注 4 の論文を参照。

<sup>7</sup> 企業の設立後経過年数は、経済産業省「海外事業活動基本調査」を用いて算出。また、国際協力銀行のアンケートは、「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告-2013 年度 海外直接投資アンケート結果 (第 25 回)」を参照。

<sup>8</sup> ここでの整理は、企業のグローバルな R&D 活動を詳細に分析した以下の資料に基づく。

若杉隆平・伊藤万里 (2011)、『グローバル・イノベーション』、慶應義塾大学出版会。

<sup>9</sup> 実質 GNI は、以下の式により表すことができる。

実質 GNI = 実質 GDP + 交易利得 + 海外からの所得

交易利得とは、交易条件の変化による所得の増減のことで、名目純輸出 / 輸出・輸入デフレーターの加重平均 - 実質純輸出により算出される。

なお、ここでの海外からの所得は、直接投資からの収益のほか、証券投資からの収益も含まれる。いずれも、所得の受取と支払をネットした、純受取の概念である。

<sup>10</sup> 日本銀行が昨年 12 月に公表した「全国企業短期経済観測調査」(短観)においても、企業の 2014 年度の国内設備投資は、しっかりと伸びとなる計画である。

<sup>11</sup> 生命保険協会の下記のレポートによれば、2012 年度の配当性向は、日本企業 30%、米国企業 34%とほぼ同水準であるのに対し、自社株買いの対純利益比率は、日本企業 9%、米国企業 53%と大きな格差がある。

生命保険協会 (2014)、「平成 25 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」。

<sup>12</sup> その他、日本企業の配当性向の目標や実績は 20%~30%の範囲に集中しており、米国企業に比べてそのばらつきが小さいという特徴がある。配当の決定に際し、仮に単純な横並び行動が採られているとすれば、資本効率を損なう可能性がある。企業の株主還元に関する議論やデータは、以下の資料に詳しくまとめられている。

経済産業省 (2014)、『『持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい関係構築~』プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書』。

『山を動かす』研究会編 (2014)、『ROE 最貧国 日本を変える』、日本経済新聞出版社。

<sup>13</sup> 以下の論文・コンファレンスでは、企業の海外生産シフトやそれが国内の労働市場に及ぼす影響等、グローバル化と国内経済に関連する幅広い議論や多面的な分析が行われている。

岩崎雄斗 (2013)、「対内直接投資の産業間スピルオーバー効果」、日本銀行ワーキングペーパー、No.13-J-9。

桜健一・岩崎雄斗 (2012)、「海外生産シフトを巡る論点と事実」、日本銀行調査論文。

桜健一・近藤崇史 (2013)、「非製造業の海外進出と国内の雇用創出」、日本銀行ワーキングペーパー、No. 13-J-8。

東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局第 5 回 共催コンファレンス、「グローバル化と日本経済の対応力」。  
[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2013/re1131128a.htm/](http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/re1131128a.htm/)

本田大和・尾島麻由実・鈴木信一・岩崎雄斗 (2013)、「わが国対内直接投資の現状と課題」、日本銀行調査論文。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行調査統計局経済調査課経済分析グループ (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。