

日本企業による対中投資の資金調達と企業内取引

— 移転価格問題の再評価 —

王 忠 毅

- 1 はじめに
- 2 日本企業による対中投資の資金調達
- 3 企業内取引による資金調達効果
- 4 企業内取引における移転価格問題の再評価
- 5 むすび

1 はじめに

これまでに日本企業による対中投資の資金調達は主に親会社の資金提供や銀行借入などに依存してきた。1990年代後半に入って日系銀行による中国進出の本格的化や現地子会社の十分な内部資金の蓄積、さらに中国国内金融市場の対外開放の進展などによって、製造業企業による対中投資に伴う資金調達はこれまでと違った様相をみせ始めている。

中国では金融分野において外資系金融機関に対する規制が厳しく、その参入を制限してきた。しかし、中国は2001年12月にWTO加盟を果たしてから5年が経った現在、様々な規制緩和と市場開放を漸進的に進めている。日系銀行を含む外資系銀行の中国進出地域の拡大や人民元業務の扱いに対する規制の緩和などは日系企業の人民元資金調達ルートを提供し、その調達コストや為替リスクの削減に大きく寄与していると考えられる。しかし、これまでの日系銀行の中国進出形態のほとんどは融資業務を行えない駐在員事務所であるため、日系企業への支援には限界がある。そこで、特に中国に支店や現地法人を有しない大

多数の地方銀行にとって中国国内銀行、支店や現地法人を有する日系銀行との業務提携は中小企業などの取引先を支援しながら確保するための重要な戦略になる。そして、特に資本市場を政策的にコントロールしてきた中国に進出している企業にとっては取引銀行との関係をさらに維持、強化する必要がある。

また、1992年の鄧小平氏の「南巡講話」を契機とした中国の本格的な対外開放からすでに15年経った今、進出した日系企業はその内部資金の蓄積、企業内取引を通じる企業内資金移動による資本蓄積、現地日系銀行の支援などによって親会社など本国からの送金に対する依存度も低下しつつある¹⁾。しかし、日系企業にとって中国での事業活動を展開するための運転資金の調達は依然として日系銀行の協力が不可欠であると思われる。

本稿では、特に中国に進出している日系製造企業に焦点を合わせてその資金調達に関する諸問題を取り上げて議論を進める。具体的に、第2節ではこれまでの日本企業の対中投資の資金調達方法を述べる。第3節では特に企業内取引を通じる企業内資金移動による現地子会社への支援に焦点を当てて議論を行う。第4節では資金調達の観点から企業内取引における移転価格問題の再評価を試論的に展開する。そして第5節では本論文の結論を述べる。

2 日本企業による対中投資の資金調達

これまで中国に進出している日本企業の資金調達は基本的に、本社からの送金、日本での取引銀行からの借入、現地邦銀からの借入、現地の中国の銀行からの借入、現地法人の内部資金、などによるものである。

表1は日系製造業企業の中国現地法人の設備投資資金調達を示したものである。表1からわかるように、中国現地法人の設備投資資金調達において日本側出資者引受額の割合は徐々に低下している傾向にあるのに対し、現地調達を含む再投資は9割まで大きく上昇している。そして図1は中国現地法人および日本国内法人の売上高経常利益率を示したものである。図1からわかるように、中国現地法人の売上高経常利益率は2004年度まで基本的に日本のそれを上回っ

1) 拙著 [2006a].

ている傾向にある。つまり、表1と図1は中国現地法人がある程度利益を出せる体質となっていることによってその資本蓄積が進み、または現地法人が積極的に現地資金調達を行っていることを示唆している。

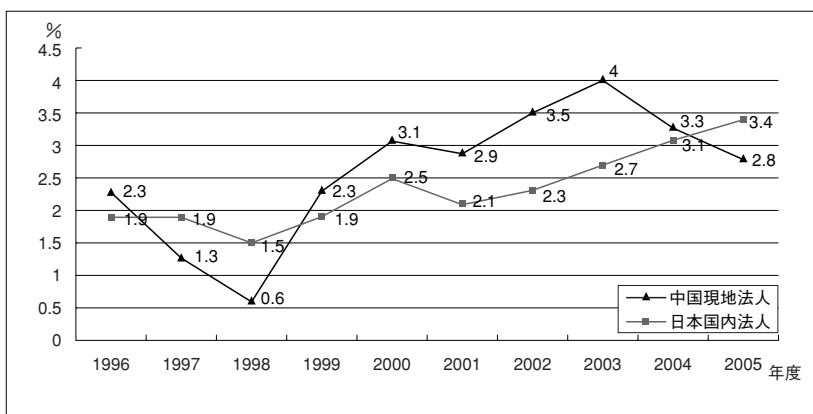
表1 日系製造企業の中国現地法人の設備投資資金調達

年度	設備投資額 (100万円)	うち日本側出資者 引受額 (%)	再投資 (%)
1995	155,599	12.24	74.36
1996	250,362	19.20	33.87
1997	267,438	20.01	59.02
1998	189,464	1.00	95.88
1999	129,545	7.41	85.35
2000	247,085	6.42	93.58
2001	202,030	2.80	97.20
2002	259,117	9.54	90.46

注：再投資等とは、設備投資額から日本側出資者引受額を控除したもので、現地調達分も含まれる。なお、いわゆる利益再投資とは異なる点に留意が必要。

資料：経済産業省『我が国企業の海外事業活動』各年版。

図1 中国現地法人および日本国内法人の売上高経常利益率（全産業）



注：売上高経常利益率＝（経常利益／売上高）×100。ただし、経常利益、売上高ともに回答のあった現地法人で算出した。

資料：表1に同じ。

表 2 製造業の中国現地法人の長期負債内訳

上段：百万円、下段：(%)

	社 債	長 期 借入金	出資者からの借入		現地金融機関からの借入		日本側出資者による債務保証付きの借入	その他	長期負債 合 計
				うち 日本側 出資者		うち 現地邦銀			
1995	359 (0.32)	111,645 (99.68)	23,127 (20.65)	15,039 (13.43)	53,678 (47.93)	26,002 (23.22)	15,486 (13.83)	—	112,004
1998	10 (0.01)	84,609 (99.99)	9,774 (11.55)	7,097 (8.39)	50,774 (60.00)	23,869 (28.21)	33,736 (39.87)	—	84,619
2001	6,599 (1.63)	399,190 (98.37)	63,617 (15.68)	45,519 (11.22)	260,365 (64.16)	120,307 (29.65)	135,513 (33.39)	75,208 (18.53)	405,789

注：長期負債はアンケートに内訳に記入のあった企業のみ合算した数値。

資料：表 1 に同じ。

表 2 は製造業の中国現地法人の長期負債の内訳を示したものである。製造業の中国現地法人の長期負債の 9 割以上は長期借入金から構成されている。そして長期借入金における現地邦銀からの借入は 1995 年に 23.22%，1998 年に 28.21%，2001 年に 29.65% と次第に上昇している。日本出資者およびそれによる債務保証付きの借入という日本出資者への依存度は 1995 年に 27.26%，1998 年に 48.26%，2001 年に 44.61% と高くなっている。また、日本出資者および現地邦銀からの借入の合計という日本側への依存度は 7 割を超えている。つまり、中国現地法人は中国で事業活動を行っているにもかかわらず、中国の金融機関からの長期資金調達はその全体の 3 割程度にすぎない。このことは外資系企業による中国現地金融機関からの借入の難しさを如実に現している。周知のように中国の四大有銀行（農業銀行、工商銀行、建設銀行、中国銀行）は政策的に国有企業に重点的に貸出しを行い、さらに不良債権処理に追われていたため、外資系企業への貸出しを渋っていた。そのため、日系企業の資金調達は本社や邦銀に頼らざるを得ない。

表 3 は製造業の中国現地法人の借入と内部留保を原資とする設備投資比率を示したものである。中国現地法人の借入と内部留保を原資とする設備投資比率に関する集計は 1993 年度からのデータしかない。これは 1993 年までに日本の対外進出における対中投資の比重がそれほど大きくないと考えられる。表 3 に示さ

れたように、中国現地法人の借入と内部留保を原資とする設備投資比率は1993年度から全体として上昇する傾向にある。つまり、現地法人の設備投資における日本側の親会社の引受額が低下している。そして前述したように、現地法人が中国の金融機関からの長期資金調達はその全体の3割程度にすぎないこと（表2）と、中国現地法人がある程度利益を出せる体質になっていること（図1）ということを考慮に入ると、中国現地法人の設備投資の大半はその内部留保によって賄われていると考えられる。表4は国内製造業企業および製造業中国現地法人の内部留保率を示したものである。表4からわかるように、中国現地法人の内部留保率は国内製造業企業のそれより一貫して高い傾向にある。これは、主に中国における厳しい外貨管理政策によって配当金などを通じて日本本社への利益送金が比較的に困難、あるいは現地資金調達が厳しい状況にあるため、なるべく利益を内部留保に回していると考えられる。それによって、毎年利益の6割～7割を内部留保に回す中国現地法人にとっては設備投資などの再投資を行う際の資金調達の負担が大幅に緩和されると思われる。

表3 製造業の中国現地法人の借入と内部留保を原資とする設備投資比率

	(%)									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
製造業全体	66.7	57.0	87.8	80.8	80.0	95.9	85.3	85.1	92.5	90.5
食料品	96.0	73.6	65.2	51.2	74.7	58.3	89.8	87.6	100.0	99.4
繊維	75.1	41.4	70.7	63.0	66.5	94.8	76.9	93.3	77.2	66.1
木材紙パ	34.4	…	96.1	88.6	…	100.0	57.9	92.9	100.0	…
化学	63.8	59.8	65.9	79.1	75.2	90.8	91.1	67.5	99.5	92.2
石油石炭	100.0	50.0	100.0	48.1	…	100.0	100.0	65.2	100.0	100.0
鉄鋼	12.4	56.1	70.3	46.1	35.5	97.7	77.2	99.6	96.1	90.2
非鉄金属	99.1	66.5	51.7	67.1	89.6	83.8	62.5	63.8	79.7	…
一般機械	30.5	30.4	94.1	68.6	88.5	99.4	93.1	95.6	92.3	93.8
電気機械	74.2	71.4	96.9	90.6	86.6	97.0	89.7	77.3	99.4	92.6
情報通信機械	…	…	…	…	…	…	…	…	90.8	89.8
輸送機械	74.7	84.2	89.7	89.4	90.1	95.7	92.6	97.3	93.6	97.0
精密機械	11.1	53.9	100.0	76.3	98.5	84.0	86.3	85.6	64.2	66.4
その他の製造業	40.4	26.5	73.7	85.3	74.3	97.3	77.5	93.6	94.6	92.3

注：中国現地法人の借入と内部留保を原資とする設備投資比率＝（設備投資総額－日本側資金引受額）／設備投資総額。1998年以降は香港を含む。

資料：表1に同じ。

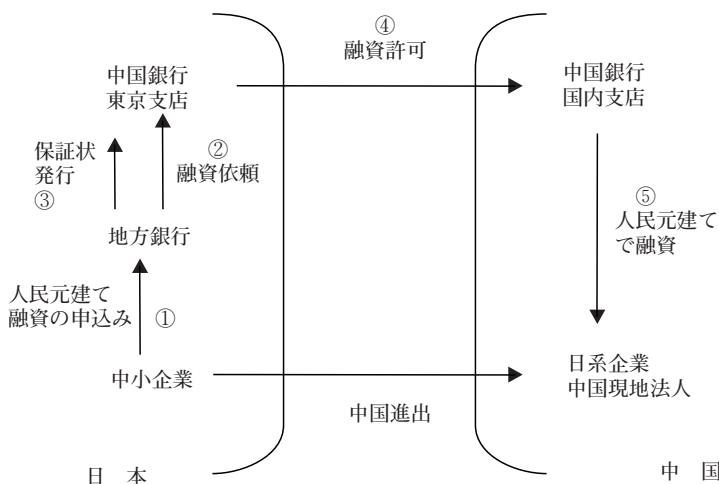
表 4 国内製造業企業および製造業中国現地法人の内部留保率

年度	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
国内製造業内 部留保率	8.1	35.9	57.9	62.2	58.7	—120	—20	43.9	—533	6.8	45.4	54
製造業中国現 法内部留保率	81.51	48.98	62.9	45.9	35.6	60.7	70.4	74.4	64.2	59.1	53.7	64.4

単位：％

資料：経済産業省『我が国企業の海外事業活動』各年版，法人企業統計（大蔵省／財務省）。

図 2 地銀による進出企業の資金調達の支援の一例



最近，特に日本の都市銀行，地方銀行が相次いで中国に支店・営業所などの拠点を設立したため，中国に進出した企業の資金調達問題は比較的に緩和されるようになっている。2007年現在，中国で融資などの業務を行える現地法人や支店を有する日系銀行はみずほコーポレート銀行，三菱東京UFJ銀行および少数の地方銀行のみである。多くの地方銀行は中国に駐在員事務所しか持っていないため，融資業務が制約されている。これらの地方銀行は，中国で本格的に事業展開を行っている多くの取引先である中堅・中小企業が都市銀行に奪われな

いため、取引先企業の対中国ビジネス拡大に積極的に対応せざるをえない。

図2は中国現地法人や支店を持っていない地方銀行による進出企業の資金調達の典型的な支援例を示したものである。まず、日本国内の地方銀行は取引先から人民元建て融資の依頼を受け、中国銀行の東京支店に融資依頼を申請するとともに保証状を発行する。そして中国銀行の中国国内支店は中国銀行の東京支店からの保証状に基づき日本の地方銀行の取引先の現地子会社に人民元建て融資を実行する。この場合、中国に進出する企業の親会社が地方銀行に現地子会社への融資を依頼する際に、その債務を保証するのは一般的である。このことについて、表2に示されたように、日本側出資者による債務保証付きの借入が上昇していることはそうした融資形態の増加を裏付けていると考えられる。つまり、特に中国における日系企業の資金調達形態は依然として親会社ないしその取引銀行に大きく依存していると思われる。

近年、特に中国に生産拠点を設立する日本製造業企業の急増による企業内取引の増大は企業に移転価格調整の機会を増加している。周知のように、移転価格の調整は一般的に次のような財務的効果をもたらすことができる。すなわち、多国籍企業は、より低い税率が適用されている国での利益を高め、より高い税率の国での利益を低くするように財とサービスの企業内取引の価格設定を行うことにより、企業全体としての税負担を最小化するインセンティブを有する。また、多国籍企業は、移転価格の設定を用いて弱い通貨の保有を極力回避することにより、為替相場の変動から生じる損失を最小限にすることができる。そして、新設あるいは赤字子会社に対し、親会社ないし他の子会社からの輸入価格を低めに設定し、当該子会社に競争上の優位性あるいは成長のテコともいえるべき大幅な利益マージンを与える。

そして、中国において外国為替規制や銀行融資業務の制約が厳しいため、企業にとって利益送金や資金調達は比較的困難な状況にある。また、前述したように、日本企業の中国現地子会社は毎年利益の6割～7割を内部留保に回し、その設備投資の大半がその内部留保によって賄われている。これらのことから考えると、企業内取引を通じる資金の移転は日系現地企業にとって低コストかつ効率的な「資金調達」方法の一つになっていると考えられる。次節では、特

に中国に進出している日系企業の企業内取引に焦点をあわせてその「資金調達」の実態と効果を明らかにすることを試みる。

3 企業内取引による資金調達効果

前述したように、企業内取引を通じる移転価格の設定は特に企業の内部資金の蓄積の促進に大きな役割を果たしていると思われる。そして企業内取引が企業に移転価格調整の機会を提供しているため、当該企業の利益水準は移転価格が行われている内部取引の規模の大きさに左右されるということはすでに実証的に明らかにされている²⁾。したがって、この節では特に中国に進出している企業を取り上げてその企業内取引の現状を把握しながら、内部取引が中国現地法人の利益にどのような影響を検証することによってその内部資金による資金調達効果を明らかにする。

表 5 中国現地法人の売上高内訳

年度	単位：％					
	日本向け 輸出	現地販売	北米向け 輸出	アジア向 け輸出	欧州向け 輸出	その他の 地域向け 輸出
1993	28.88	33.34	6.19	29.06	2.53	0.00
1994	40.54	32.00	4.80	21.11	0.32	0.00
1995	29.44	45.37	2.46	21.28	1.14	0.30
1996	22.55	53.70	2.92	19.57	1.18	0.08
1997	24.39	47.94	5.30	16.85	3.16	2.36
1998	31.23	46.97	2.87	16.61	1.75	0.57
1999	31.08	48.70	2.94	15.80	1.48	0.00
2000	31.51	47.19	5.11	14.80	1.39	0.01
2001	34.71	46.40	4.83	11.62	1.52	0.92
2002	30.71	48.07	5.27	12.61	2.37	0.96

資料：表 1 に同じ。

まず、日本企業の中国現地法人の売上の内訳（表 5）をみてみると、日本向け輸出と現地販売は1993年から基本的に増加して2002年度現在それぞれ売上高

2) 拙著 [2006a].

全体の3割と5割弱を占めている。このことは、日本企業にとって中国は逆輸入の生産拠点であると同時に販売市場でもあるという近年の中国市場の位置付けの変化を反映している。また、中国とアセアン諸国にはともに先進国にない安価な労働力が豊富に存在し、労働集約的な産業に比較優位があるため、投資先として競合関係にあると考えられる³⁾。そして中国のアジア向け輸出は部品や原材料などの中間財が多く、特に1992年に鄧小平氏の南巡講話を契機とした日本企業による中国進出が急増したため、日本企業の中国現地法人によるアジア向け輸出の割合は相対的に低下した。つまり、表5に示されたアジア向け輸出は1993年度に29%近くあったが、2002年度に12%まで低下したのはそうした背景があると思われる。

表6 中国現地法人の仕入高内訳

年度	現地調達	単位：%				
		日本からの仕入	北米からの仕入	アジアからの仕入	欧州からの仕入	その他の地域からの仕入
1993	35.59	37.29	0.40	26.70	0.02	0.00
1994	29.52	50.64	0.04	19.16	0.33	0.31
1995	29.35	49.41	0.52	20.41	0.10	0.20
1996	39.88	41.51	0.51	17.39	0.66	0.04
1997	39.81	38.44	0.70	20.66	0.19	0.20
1998	46.80	34.89	0.62	17.47	0.15	0.07
1999	41.48	35.71	0.32	12.93	0.17	9.38
2000	40.10	35.10	0.44	17.65	0.27	6.46
2001	43.19	37.63	1.66	16.86	0.38	0.28
2002	49.11	36.37	1.27	12.58	0.39	0.29

資料：表1に同じ。

表6に示されたように、日本企業の中国現地法人の仕入高の内訳において、現地調達は1994年から一貫して増加する傾向（2002年度に5割弱）にあり、日本からの調達はおよそ3割を占めている。アジアからの仕入は1993年の26.7%から2002年の12.58%に低下する傾向にある。前述したように、中国とアジアは

3) 拙著 [2006b].

投資先として競合関係にあるため、日本企業による中国進出が急増したことに伴い、アジアからの部品や原材料など仕入は減少したと思われる。それ以外の地域からの仕入は少なく、ほぼ無視できる程度と考えられる。

表 7 日系企業の海外現地法人における同一企業グループ内の取引比率(売上高)

	現地販売 (A)					日本向け輸出 (B)					第 3 国向け輸出 (C)					合計 (A+B+C)				
	87年	90年	93年	96年	99年	87年	90年	93年	96年	99年	87年	90年	93年	96年	99年	87年	90年	93年	96年	99年
製造業	6.3	8.1	17.4	20.6	20.4	75.9	61.6	78.3	81.5	94.6	22.2	44.2	37.7	38.0	47.5	14.1	16.8	24.7	29.8	35.0
				4.6	18.2				84.5	96.3				79.6	74.4				47.5	62.9
食料品	0.0	16.2	5.2	4.5	10.7	71.9	77.5	84.6	68.1	78.6	7.8	22.7	11.7	8.9	26.2	17.0	30.2	22.7	15.1	30.4
				0.7	17.1				12.5	100				—	15.7				3.2	50.1
繊維	6.3	3.6	3.1	19.7	5.8	57.8	55.5	40.1	53.4	84.2	2.3	14.4	11.2	19.4	48.0	9.3	12.0	9.7	24.6	28.8
				14.0	15.2				60.1	87.3				63.7	64.2				53.9	58.8
木材紙	0.6	1.0	2.3	8.6	4.2	50.2	54.7	80.9	62.7	87.3	0.0	13.0	0.0	10.1	15.9	23.7	24.3	27.3	30.8	36.5
パルプ				—	—				26.4	48.0				—	—				1.3	3.4
化学	1.5	2.1	9.2	3.2	16.5	77.1	75.0	50.4	84.3	92.1	12.8	32.4	24.7	11.9	24.9	12.4	13.0	16.0	8.7	22.1
				—	2.7				26.6	98.9				9.6	49.4				4.7	20.9
鉄鋼	0.9	0.8	0.0	4.7	1.5	65.1	65.0	16.2	47.3	74.3	30.0	10.7	1.0	12.1	33.2	5.6	1.8	0.2	6.8	4.8
				—	3.0				100	90.6				—	10.5				8.8	10.5
非鉄	10.6	10.5	7.8	9.9	35.4	89.6	35.1	82.6	55.1	90.4	0.0	10.0	43.4	16.0	21.0	32.8	14.0	26.4	21.8	42.6
金属				1.2	12.8				86.4	100				100	42.6				22.5	35.5
一般	10.2	22.5	18.3	15.4	11.3	94.9	96.8	91.2	100	98.1	26.5	59.7	67.4	51.0	72.4	16.4	33.8	32.9	29.7	37.6
機械				0.3	12.5				99.7	99.3				97.3	97.1				84.6	84.7
電気	6.4	9.1	17.2	9.2	16.0	73.8	63.0	86.2	86.6	96.5	39.7	55.0	38.2	38.7	57.7	13.0	20.7	29.9	28.5	39.9
機械				7.4	23.9				95.2	95.2				89.6	84.2				63.3	65.6
輸送	14.1	9.0	24.5	37.0	33.8	70.1	33.6	49.0	69.9	94.0	48.1	46.2	49.5	59.6	31.5	21.4	11.6	26.0	39.7	35.7
機械				0.4	3.5				94.5	99.0				71.1	64.6				10.2	43.7
精密	17.9	4.7	7.5	30.3	24.6	86.4	47.2	95.1	97.7	98.4	10.3	44.0	39.9	73.5	29.1	18.3	14.3	28.6	63.1	53.3
機械				71.2	53.9				99.3	98.3				98.9	5.8				94.3	56.0
石油	11.2	6.2	0.0	—	6.2	90.9	100	100	80.1	90.8	0.0	0.0	6.3	22.1	0.8	82.9	15.4	3.4	52.8	67.4
石炭				—	3.2				—	100				—	—				—	11.2
その他	0.6	3.5	5.5	6.0	10.7	81.3	76.0	62.0	79.9	92.1	12.2	35.7	28.2	19.1	39.7	5.0	12.0	11.4	14.0	25.3
				7.8	7.7				69.7	97.7				3.6	39.3				20.0	43.8

資料：表 1 に同じ。

表 7 は特に日系企業海外現地法人の売上高における同一企業グループ内の取引比率を示したものである。この比率の調査は87年から3年に1回行ったものの、99年以降は行われてない。その中で特に中国における企業内取引の比率はそれぞれ96年と99年に2回しか行われていないため、全体の傾向を把握しにくい貴重なデータである。表 7 からわかるように、中国現地法人の売上における現地販売は精密機械を除いてその企業内取引が1割から2割程度しか占めておらず、その製品や部品の8割はグループ外企業や中国企業向けの販売である。

日本向け輸出では木材紙パルプや繊維産業を除いてほとんど100%近く企業内取引である。そして第3国向けの輸出では企業内取引が全体の6割ないし8割を占めている。このことは中国での日系企業による製品や部品の企業内相互調達という中国国内分業体制が敷かれておらず、主に日本や第3国向け輸出という国際分業体制が確立されているということを示唆している。こうした海外生産拠点ネットワークの形成は特に中国を含むアジアからの対日輸出（逆輸入）を急増させている。また、全地域の売上高における日本の現地法人による企業内取引は99年現在35%であるのに対し、中国現地法人の企業内取引は売上高全体の63%を占めている。このことは、日本企業が積極的に中国での生産ネットワークを構築することによって価格競争力を中心とした国際競争力を強化しようとする国際分業体制の展開を反映していると考えられる。

表8は日系企業海外現地法人の仕入高における同一企業グループ内の取引比率を示したものである。表8からわかるように、日系製造業企業の海外現地法人全地域の仕入高に占める企業内取引の割合は99年度現在53.8%であるのに対し、中国では50.1%である。中国現地調達における企業内取引はおよそ1割から2割程度である。これに対して中国現地法人の日本からの輸入や第3国からの輸入における企業内取引はおよそ7割ないし9割と極めて高い割合を占めている。前述したように、このことは中国での日系企業による製品や部品の企業内相互調達という中国国内分業体制が敷かれておらず、主に日本や第3国から仕入れているという国際分業体制が確立されていることを意味する。つまり、このことは日系企業による各地域への積極的な直接投資によって国際分業体制をさらに高度化し、複雑化していることを裏付けている。しかし、ここで注意しなければならないのは、この数字は99年現在のデータであるため、必ずしも2007年現在の状況を反映しているとは限らないということである。周知のように、企業内取引に関する個別企業の資料があまり公表されていないため、その実態の把握が難しいのは現状である。ここでは、限られている入手可能なセグメント情報に基づいてその関係を検証する。

表 8 日系企業の海外現地法人における同一企業グループ内の取引比率(仕入高)

全地域(上段), 中国(下段), 単位: %

	現地調達 (A)					日本からの輸入 (B)					第3国からの輸入 (C)					合計 (A+B+C)				
	87年	90年	93年	96年	99年	87年	90年	93年	96年	99年	87年	90年	93年	96年	99年	87年	90年	93年	96年	99年
製造業	22.6	5.1	9.0	16.2	22.2	73.4	82.5	84.3	79.9	92.3	34.7	38.3	56.8	43.2	51.5	52.7	43.3	45.8	44.2	53.8
				22.6	10.5				79.5	84.6				76.9	77.6				62.3	50.1
食料品	0.4	1.9	5.4	9.0	13.6	99.8	71.9	93.1	38.8	93.3	0.0	18.1	60.2	34.5	45.7	2.1	4.7	15.7	12.4	25.8
				0.3	9.2				12.2	100				-	85.2				0.8	28.4
繊維	10.6	3.6	15.1	14.0	13.1	40.0	21.9	37.1	40.7	87.0	11.0	22.3	29.1	33.1	50.3	15.6	12.8	24.6	27.6	41.1
				5.1	14.8				53.2	89.3				75.2	87.1				48.5	62.2
木材紙	7.2	0.2	6.3	24.0	37.4	93.8	83.2	30.1	28.7	60.5	0.0	0.0	0.0	-	0.9	7.1	2.3	8.0	23.2	36.0
パルプ				63.4	-				79.0	-				-	-				69.1	-
化学	2.2	1.2	13.5	10.9	16.9	46.4	83.2	81.7	54.3	86.5	39.0	35.4	30.8	27.0	64.5	13.8	15.5	32.9	24.2	40.6
				-	5.8				11.2	75.0				-	91.6				1.5	54.4
鉄鋼	16.0	2.0	0.7	6.7	13.6	67.2	96.2	2.0	43.3	85.6	14.4	57.6	0.0	42.5	37.7	37.9	36.3	0.8	18.4	45.4
				8.8	26.1				13.4	92.4				-	-				9.4	82.8
非鉄	0.0	5.8	8.4	14.9	29.3	48.4	55.4	67.6	92.5	83.2	0.0	2.5	14.2	39.8	32.5	4.4	14.2	15.6	34.7	46.5
金属				2.6	12.3				100	99.6				100	39.1				30.6	62.0
一般	14.5	0.5	28.7	7.0	8.9	95.1	82.4	90.8	80.2	94.4	96.9	62.4	51.7	46.6	75.3	69.9	45.8	60.3	46.4	56.2
機械				0.0	4.1				64.0	92.8				31.6	99.9				30.9	33.8
電気	56.6	13.3	16.6	22.8	19.2	77.3	90.5	76.0	86.7	91.2	50.9	49.6	67.4	53.2	58.2	71.0	65.4	58.2	57.0	59.4
機械				9.4	13.5				84.7	79.2				81.7	84.2				69.7	52.9
輸送	16.5	4.7	3.3	16.1	29.8	44.5	72.3	98.6	75.9	95.1	22.9	17.4	64.2	44.5	33.5	30.9	38.2	44.2	40.5	51.8
機械				55.7	1.1				85.1	73.3				81.5	95.0				72.2	57.7
精密	4.9	3.3	9.9	33.9	28.9	91.4	93.8	74.9	86.7	95.7	51.8	93.3	85.1	78.5	39.7	72.1	75.6	62.1	67.4	64.0
機械				7.7	26.0				98.5	96.3				91.4	10.2				80.9	62.7
石油	0.0	0.0	0.0	-	59.5	0.0	98.8	100	86.8	2.0	0.0	0.0	38.3	2.0	8.3	0.0	48.8	11.4	3.1	19.5
石炭				-	-				100	-				69.1	18.2				66.4	17.4
その他	3.2	2.9	4.3	7.4	13.7	63.0	81.2	72.2	98.3	90.6	13.0	21.6	30.4	42.9	58.3	39.4	33.0	24.4	42.3	47.0
				4.2	2.8				57.0	61.1				63.7	38.7				27.2	19.8

資料: 表1に同じ。

以下では、特に日経「NEEDS-Financial QUEST」に収録されている製造業すべての企業のセグメント情報の中から「中国部門」の営業利益、内部取引および外部取引などのデータを掲載している企業のみを取り上げて最小二乗法による回帰分析を行うことにする。しかし、企業の地域別セグメントデータは2000年からしか収録されなく、さらに地域別は一般的に「北米」、「アジア」および「欧州」などによる分類が多く、「中国」という地域を取り上げて公表する企業が比較的に少ないのである。そのため、ここではデータの入手制約性から2000年11社、01年15社、02年20社、03年27社、04年29社、05年46社、06年57社をサンプル企業として取り上げて分析を行うことにする。また、ここではそれぞれのサンプル企業のセグメント情報で公表された唯一の業績関連指標である中国売上高営業利益率 [ROS] を従属変数とし、中国での内部取引 [In-trade]、中

国での外部取引 [Ex-trade], 中国での売上高 [LnSales] および中国での総資産 [LnAsset] を独立変数とする。つまり, ここでの回帰分析の主な目的は, 中国現地法人のパフォーマンスの決定要因を分析するのではなく, 限られた入手可能なデータに基づいて中国での内部取引および外部取引がそれぞれ企業の利益に如何なる影響を与えるかを検証することにある。

表9はサンプル企業の記述統計をまとめたものである。表10は各サンプル企業に関する変数間相関マトリックスを示したものである。表10に示されたように, 各変数間の中で特に内部取引と外部取引, 総資産と売上高は極めて高い相関関係を有することがわかった。説明変数間に多重共線性を判断する尺度としてはこれまでに厳密に定義されていないが, 一般的に相関係数が高ければ多重共線性が存在すると判断されているため, これらの変数間においては多重共線性が存在する可能性がある。しかし, 本稿ではそれぞれの相関関係の高い変数を分離して検定を行うため, 多重共線性の問題が生じないと考えられる。以下では, 中国現地法人の売上高営業利益率に対する企業内取引と外部取引の影響について最小二乗法による回帰分析を行うことにする。

表9 サンプル企業の記述統計

<i>Variables</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Standard deviation</i>
<i>Ex-trade</i>	1.19	100.00	56.43	37.11
<i>In-trade</i>	0.00	98.81	43.58	37.14
<i>ROS</i>	-164.75	87.14	2.66	26.43
<i>LnAsset</i>	2.48	10.23	6.93	1.42
<i>LnSales</i>	3.37	10.68		1.36

表10 各サンプル企業に関する変数間相関マトリックス

	Ex-trade	In-trade	ROS	LnAsset	LnSales
Ex-trade	1.000				
In-trade	-1.000**	1.000			
ROS	-0.136	0.137	1.000		
LnAsset	0.074	-0.074	-0.003	1.000	
LnSales	0.053	-0.053	0.284**	0.851**	1.000

Pearson's Correlation (Significance (p) for Two-Tailed Test): **p<0.01, *p<0.05

表11 分析結果

Regression estimates from 2000 to 2006 (Dependent variable: ROS)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Independent variables</i>				
<i>Constant</i>	7.228 (0.737)	−30.467 (−3.186)**	−2.509 (−0.251)	−41.277 (−4.278)**
<i>Ex-trade</i>	−0.09727 (−1.960)*	−0.108 (−2.231)*		
<i>In-trade</i>			0.09756 (1.967)*	0.108 (2.239)*
<i>LnAsset</i>	0.13 (0.098)		0.129 (0.098)	
<i>LnSales</i>		5.661 (4.293)**		5.661 (4.294)**
<i>Adj.R²</i>	0.008	0.094	0.009	0.094
<i>F-Stat.</i>	1.844	11.229	1.858	11.248
<i>Durbin-Watson</i>	2.068	1.991	2.068	1.992
<i>Samples</i>	197	197	197	197

Note: t values in parentheses, **p<0.01, *p<0.05

回帰分析を行った結果、中国現地法人の外部取引がその営業利益に有意に負の影響を与えているのに対し、内部取引が営業利益に有意に正の影響を与えているということがわかった。中国市場においては、特に近年の中国地元企業の著しい成長と海外技術の導入を通じる製品品質の向上および安価な労働力による製造コストの低減、さらに日系企業を含む外資系企業の中国市場参入の急増によって価格競争が激しくなっている。その結果、グループ以外の企業との取引という外部取引では高い利益率を確保することが困難であると思われる。そして、内部取引が営業利益に有意に正の影響を与えているのは、近年日本と中国がともに移転価格税制を強化したため、中国現地法人から日本本社企業や第三国のグループ企業に移転価格による利益の移転が困難になっているため、いわゆる適正価格（市場価格）を設定しなければならないと考えられる。また、中国はこれまで外資系企業を誘致するため、利益が出てから2年間は税額を免除、3年間は半減する「2免3減」という優遇税制を行ってきた⁴⁾。そこで、

4) ちなみに、中国は2008年から外資系企業への優遇税制を5年間かけて撤廃し、国内企業・外資系企業を問わず税率を25%に統一することを決定した。つまり、中国における日系企業のこれまでの内部取引の価格設定のあり方は大きく変わるであろう。

中国現地法人は中国での優遇措置を享受するため、企業内取引における移転価格の調整を通じて利益を日本の本社や第3国の子会社に移転するよりも、むしろ利益を中国現地法人に留保するインセンティブは十分あると考えられる。つまり、中国現地法人がグループ企業の内部取引を通じて利益を本国や第3国に移転することは必ずしも行われていないため、内部取引によるいわゆる通常の利益率を獲得できると考えられる。したがって、特に金融・資本市場での資金調達が比較的に困難な中国において企業内取引を通じる移転価格の調整による資本の蓄積は日系企業にとって大きな資金調達効果をもたらしていると思われる。

前述したように、中国現地法人の売上高および仕入高における企業内取引はその取引全体のそれぞれ6割と5割とかなり高い割合を占めている。そして内部取引が営業利益に有意に正の影響を与えているという実証結果を考えると、こうした企業内取引における価格設定のあり方はその内部資金の蓄積に大きな影響を与えていると考えられる。次節では、特に内部資金の蓄積における企業内取引の意義を資金調達の観点から試論的に考察することにする。

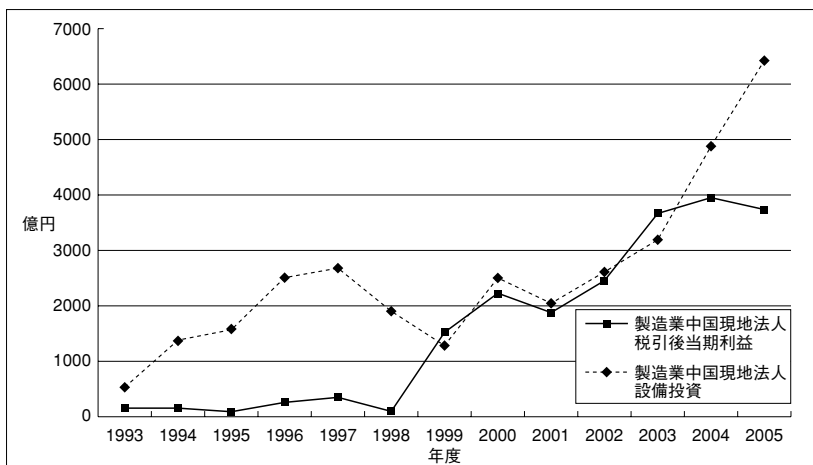
4 企業内取引における移転価格問題の再評価

これまでの企業内取引による移転価格の問題に対する評価は様々あるが、その多くは法人税率などにかかわる利益移転問題として提起されてきた。ここでは主にその内部資金の蓄積による資金調達効果に焦点をあわせて議論を行う。

図3は日系製造業企業の中国現地法人の税引き後利益と設備投資の状況を示したものである。図3からわかるように、1993年から1998年にかけて設備投資総額は税引き後利益を大幅に上回っている状況であった。周知のように、日本企業による対中投資は1992年に鄧小平氏の「南巡講話」による改革開放政策の加速を契機として本格的に始まった。つまり、この期間は主に先行投資が行われ、事業が立ち上がりの時期であるため利益を出せなかったのである。その後の1999年から2003年まで中国現地法人は急激に利益を拡大して安定的に成長したため、必要とする設備投資はほぼ内部資金のみで賄うことができるようになった。そして前節での回帰分析においてその内部取引が現地法人の利益に正の

影響を与えた期間は図3に示された利益が拡大している期間と概ね一致している。ちなみに、2003年以降、現地法人の設備投資はまた急激に拡大したため、外部資金調達は再び重要な課題となっている。

図3 日系製造業企業の中国現地法人の税引き後利益と設備投資



資料：表1に同じ。

前節で行った回帰分析の結果では、中国現地法人の内部取引がその営業利益に有意に正の影響を与えているのに対し、外部取引が逆に営業利益に負の影響を与えているとわかった。もし内部取引は外部取引と同様に独立企業間価格 (arm's length price) で行われるならば、内部取引も外部取引も営業利益に対して同じ方向で作用するはずである。つまり、中国の日系現地法人はグループ企業の間で行われている内部取引の価格が外部取引で用いられている独立企業間価格と異なった取引価格を使用していることは明らかである。そして中国現地法人の内部取引がその営業利益に有意に正の影響を与えているのは、現地法人のグループ企業向けの販売価格が独立企業間価格より高く、あるいは仕入価格が独立企業間価格より低く設定されている可能性が高いと思われる。つまり、前節の回帰分析で取り上げられているサンプル企業はその利益を中国現地法人

に移転している可能性がある。この問題についての原因は以下のことが考えられる。まず、近年、世界の工場から世界の市場へと成長を遂げてきた中国では特に外部取引において市場参入者が増加し、価格競争が激しくなるにつれて企業の利益が圧縮される傾向があるため、外部企業との取引における利益が大幅に減少すると考えられる。つまり、中国現地法人は現在の利益を優先するよりも将来の利益のために市場シェアを優先する戦略をとっていると考えられる。そして前述したように、中国では外資系企業に対する金融・資本市場の規制が厳しく、現地法人にとって資金調達が比較的に困難である。しかし、近年中国が著しく発展しており、投資機会も豊富であるため、現地法人が設備投資資金や短期運転資金に対する需要は旺盛である。また、中国における多くの経済特区では特に外資系企業に対して様々な税優遇政策を打ち出しているため、進出している企業にとってそれらの税優遇政策による大幅な節税効果を享受できる。したがって、中国に進出している日系企業は内部取引を通じた利益の移転による内部資金の蓄積という実質的な「資金調達」を行うインセンティブが高いと考えられる。特に表4に示された現地法人の内部留保率の高さは投資機会の多さによる旺盛な資金需要をも反映していると考えられる。つまり、これまでの中国の経済環境の下で、日系企業にとって企業内取引は実質的に現地法人の資金調達の役割を果たしていると思われる。

これまでの企業内取引に関する問題は主に国際分業体制の構築による生産の効率化、移転価格の調整による節税効果などを取り上げられてきた。しかし、前述したように、特に中国などの資金調達が困難な地域において資金需要が旺盛な子会社に対する資金の提供では企業内取引が重要な役割を果たしていると考えられる。企業内取引は親会社・子会社間、あるいは子会社・子会社間の資金移転のパイプ役を担い、グループ内企業間の資金融通を提供している。また、特に企業内取引の割合が高いほど、その「資金調達」機能も強くなる。そしてこのような企業内取引による実質的な「資金調達」方法は少なくとも親会社からの送金手数料の節約、外部資金調達に関わる金利の節約、節税効果などの財務効果があると考えられる。

しかし、ここで注意しなければならないのはこうした企業内取引による移転

価格調整を通じる資金移転は常に移転価格税制に適用される可能性があるということである。移転価格税制は同一グループ会社間の取引価格が不当とされた場合に税金を追徴され、罰金を科すものである。しかし、その価格が「不当」であるかどうかは税務当局に恣意的に決定されることが少なくない。例えば、中国の税務当局が2007年に外資系企業による本国への所得を移すのを防ぐため、事務機業界の売上高に対して5%の「見なし利益率」をもとに追徴課税すると各企業に通達したことはその一例である。しかし、ここで強調しなければならないのは、企業が極端に移転価格を操作するのではなく、一般的に認められている価格設定方法（例えば、原価プラス法など）の中で企業にとって最も有利な方法を選択して移転価格を調整すべきということである。そして企業はグループ全体の事業戦略を見据えながら、移転価格を設定することによってそのグループ全体の資金配分を効率的に行うことができると考えられる。

5 むすび

本稿では、特に中国に進出している日系製造企業の企業内取引に焦点を合わせながらその資金調達に関する問題を取り上げて議論を進めた。

中国は2001年12月にWTO加盟を果たしてから5年が経った現在、様々な規制緩和と市場開放を漸進的に進めてきているが、外資系企業にとっては必要な資金を調達するのがまだ困難な状況にあるため、日系企業の現地法人の資金調達形態は依然として親会社ないしその取引銀行に大きく依存している。その一方、日系企業の中国現地子会社は毎年利益の6割～7割を内部留保に回し、その設備投資の大半がその内部留保によって賄われている。そして中国現地法人の売上高および仕入高における企業内取引はその取引全体のそれぞれ6割と5割とかなり高い割合を占めている。さらに第3節で行われた回帰分析では日系中国現地法人の外部取引がその営業利益に有意に負の影響を与えているのに対し、内部取引が営業利益に有意に正の影響を与えているということがわかった。つまり、中国の日系現地法人はグループ企業の間で行われている内部取引の価格が外部取引で用いられている独立企業間価格と異なった取引価格を使用していることは明らかである。そしての現地法人の内部取引がその営業利益に有意に

正の影響を与えているのは、現地法人のグループ企業向けの販売価格が独立企業間価格より高く、あるいは仕入価格が独立企業間価格より低く設定されている可能性が高いと思われる。これらのことから考えると、企業内取引を通じる資金の移転は日系現地企業にとって低コストかつ効率的な「資金調達」方法の一つになっていると考えられる。

これまでに企業内取引については主に国際分業体制の構築による生産の効率化、移転価格の調整による節税効果などに関する問題を取り上げてきた。しかし、特に中国などの資金調達が困難な地域において資金需要が旺盛な子会社に対する資金の提供では企業内取引が重要な役割を果たしていると考えられる。企業内取引は親会社・子会社間、あるいは子会社・子会社間の資金移転のパイプ役を担い、グループ内企業間の資金融通を提供している。また、特に企業内取引の割合が高いほど、その「資金調達」機能も強くなる。そしてこのような企業内取引による「資金調達」は少なくとも親会社からの送金手数料の節約、外部資金調達に関わる金利の節約、節税効果などの財務効果があると考えられる。

参考文献

- ・ Booth, James R. and Jensen, O.W., 1977, Transfer Prices in The Global Corporation Under Internal and External Constraints, *Canadian Journal of Economics*, Vol.10, August, 434-46.
- ・ Chung I, Wang (王忠毅), 1997, Transfer Pricing Strategy of the Multinational Enterprise, *Proceedings of the eighth International Conference on Comparative Management*, May, 10-16.
- ・ Copithorne, L, 1971, International Corporate Transfer Pricing and Government Policy, *Canadian Journal of Economics*, Vol, 4 , August, 324-341.
- ・ Eden, Lorraine, 1978, Vertical Integrated Multinational: A Microeconomic Analysis, *Canadian Journal of Economics*, Vol, 11, August, 534-546.
- ・ Hirshleifer, J, 1956, On The Economics of Transfer Pricing, *Journal of Business*, Vol.29, 172-184.
- ・ Horst, T., 1971, The Theory of Multinational Firm: Optimal Behavior under Different Tariff and Tax Rates, *Journal of Political Economy*, Vol.79, 1059-1072.
- ・ Nieckels, Lars, 1976, *Transfer Pricing in Multinational Firm*, Stockholm, Almqvist and Wiksell.
- ・ Rugman, A. M, 1981, *Inside the Multinational*, Croom Helm, London.
- ・ Tang, R. Y. W., 1997, *Intrafirm Trade and Global Transfer Pricing Regulations*, Westport, Conn.: Quorum Books, London.
- ・ Wong, J. and Chan, S, 2003, China-Asean free trade agreement, *Asian Survey*, 43/3, 507-526.
- ・ Zhou, Dongsheng, Li, Shaomin and Tse, D. K., 2002, The impact of FDI on the productivity of domestic firms: the case of China, *International Business Review*, 11, 465-484.
- ・ 王忠毅, 2002, 『日系多国籍企業の財務戦略と取引費用』, 九州大学出版会。
- ・ 王忠毅, 2006a, 「日系多国籍企業の企業内貿易と企業パフォーマンス」, 『商学論集』 第53巻 第2号, 西南学院大学学術研究所, 39-60頁。
- ・ 王忠毅, 2006b, 「日本企業による対中投資の決定要因の変化に関する実証分析」, 牟田正人・池上恭子 [編], 『企業財務制度の構造と変容』 (第10章), 九州大学出版会, 181-203頁。
- ・ 経済産業省, 各年版, 『我が国企業の海外事業活動—海外事業活動基本調査』, 国立印刷局。