

アメリカにおける海外直接投資と税制*

Taxation and Foreign Direct Investment in the United
States : A Reconsideration of the Evidence

アラン・アウエルバッハ**

要 約

税制とアメリカからの並びにアメリカへの海外直接投資に関するこれまでの研究においては、キャピタル・インカムに対する税率とキャピタルフローの関係が論じられており、税制そのものが対米直接投資に与える影響については、あまり検討されてこなかった。これは、様々な方法の直接投資についてまとめて議論されていたためである。

対米直接投資の方法には、アメリカの既存企業の買収、新規の支店・子会社の設立、現地の関連会社もしくは子会社等を通じる投資の3種類があり、いずれの方法で直接投資が行われるかの決定に際し、税制も影響を与える。

1980年代後半の対米直接投資ブームの大部分は、新たな資産の購入ではなく、全業買収であったが、1986年の租税法の改正が、このような直接投資ブームに合致したものであったかは疑わしい。

我々の見解では、従来の研究において検討されていた対米直接投資の種類は、関連会社等によるプラント及び設備投資と新規設立であった。これは、従来の研究が既存の企業もしくはその資産の買収に影響を与えるような税規定のことを無視しているからである。しかし、1980年代の終わりには、これらの2つのカテゴリーを合わせても、企業買収の方が海外直接投資に占める割合は大きかった。

したがって、本論の目的は、対アメリカ直接投資に対する税制の影響についてより正確に分離するため、直接投資に関する異なった租税処理方法を考慮に入れて作成した、新規あるいは現在活動中の資産の獲得というタイプの直接投資に関するモデルを使用して、近年の直接投資ブームについて検討するとともに、1986年以降の直接投資ブームが税制改正によるものであることを示す証拠はそれほど強力なものではないことを示すことにある。ここでいう直接投資に関する異なった租税処理方法とは、具体的には、「地域主義的課税制度」（国内で生じた所得に限定して国内企業に対する課税を行う）と、「国際的課税制度」（ある企業の所得については、それがどこで生じたものであれ課税対象として税額を計算し、外国において支払われた税額について、そこから控除していく制度）の違いをいう。

我々が用いたモデルは、1989年にアウエルバッハが作成したモデルをかなり参考にしたものであり、米国資産の買収を計画している外国企業についての実効税率を推論するようなモデルである。このモデルには3つのタイプがあり、それぞれ、アメリカの税金のみを

* 本論文の要約及び翻訳は、財政金融研究所研究部で行ったものである。

尚、本論文は、Kevin Hassett (Columbia University) との共同論文である。

** ペンシルベニア大学ウォートン・スクール教授

課税される国内企業及び「地域主義的課税制度」の適用を受ける外国企業、並びにアメリカの税金に影響を受けない「国際的課税制度」の適用を受ける外国企業を対象としている。

このシミュレーションの結果は、要約すれば、以下のとおり結論づけることができる。即ち、「地域主義的課税制度」の適用を受ける企業に比べて、「国際的課税制度」の適用を受ける企業は、直接投資を設備投資に向ける傾向が強く、既存企業の買収という形態での直接投資をあまり好まないということである。「地域主義的課税制度」の適用を受ける企業による投資の効果は、全体としては、マイナスであったが、「国際的課税制度」の適用を受ける企業が、その直接投資の大部分を新しい設備の購入に充てたとしても、投資のインセンティブは、やはり減少するだろう。

このモデルと、1986年の税制改正の前後についての外国直接投資の割合及び構成に関するデータを用いて、上述の仮説についての検証を行った結果は、以下のとおりにまとめることができる。

我々のシミュレーションにおいては、1986年の税制改正の結果、「国際的課税制度」の適用を受ける企業にとっては、設備以外の全ての資産に関する直接投資に対するインセンティブが減少したことが示されている。また、設備投資に対する効果がどうなるかについては、設備の取得によって説明される投資の割合と調整コストに関する仮定によることも示されている。

我々のシミュレーションはまた、1986年の税制改正は、「地域主義的課税制度」の適用を受ける企業に対し、設備投資よりもむしろ建物及び土地に対する投資についてインセンティブを与えたことも示している。

また、この税制改正は、世界各国の企業によるアメリカ企業の買収についても、減少させる方向で働いた。

最近の直接投資の傾向についての検証は、Scholes and Wolfsonのモデルや我々のモデルで導かれているような海外直接投資の構成の変化が起こっていないことを示しており、これは、近年の海外直接投資ブームが、1986年の税制改正によって与えられた税金面のインセンティブの変化によるものであるとの考え方に疑問を投げかけている。これは、為替レートの変動や資本市場の自由化といった他の要因がこの過程においては、重要な役割を果たしたためであろう。

1. はじめに

Hartman (1984, 1985) から始まり、アメリカからの並びに対アメリカへの海外直接投資に対する税制の影響について、近年、多くの研究がなされてきた。本論文では、殆どの部分を一キャピタル・フローをキャピタル・インカムにかかる実効税率を測定する尺度と関連づけて考える。この論文で焦点を当てる対アメリカ海外

直接投資に関連しての実証上の結果は複雑である。税率が投資に影響を与えるといういくつかの実証があるけれども、そのような見方を確定的に実証したものはほとんどない。

このように、満足できる結果が得られていない理由の一つは、以下の事実に起因する。つまり、過去の研究は投資そのものよりもむしろ財

政上のフローを典型的に研究してきたこと、またアメリカで投資する際に諸外国が使うことのできる様々な方法を十分に考慮に入れていなかったこと、そしてこの両方がそれぞれ自身特有の税制との密接な関係を持つという点である。投資の全ての形態を一括して取扱い、そして投資総額をアメリカの税率のある尺度に関連づけることによって、従来の研究者は対米投資に関する税制のインパクトの可能性をあいまいにしてきた。

アメリカで実物投資を行なおうとしている外国資本は、三通りの異なる方法で投資が可能である。一つ目はアメリカの既存企業を買収するという方法、二つ目は新しいアメリカの支店もしくは子会社を作るという方法、最後は既にアメリカ市場で活動している関連会社もしくは子会社を通じて投資をするという方法である。外国資本の決定に影響を与える重要な税的要因は、従来の研究者が強調してきた資金の出所と母国の税制の二つの要因のみならず、どういう方法で投資するか大きく依存している。これまでのほとんどの研究者は対米直接投資への課税を投資が新規に資本財を取得することを通じて成されるとしてモデル化してきたが、現実の対米直接投資の方法は企業買収が主流であった。このモデルと現実の相違は最近の対米直接投資行動を理解する上で特に重要である。

Scholes-Wolfsonの最近の刺激的な論文では1986年税制改正が外国資本のアメリカにおける投資行動を増大させる強いインセンティブとなったと論じている。彼らの議論は、アメリカで支払った税金を税額控除する国（「国際的課税制度」の国）の外国企業は米国内での税金の増加にあまり影響を受けない。何故ならいかなる税支払いも母国への移転によってそこで補填されるから、という考え方に基づいている。

1986年税制改正で幾つかの法人資産に対する実効税率が引き上げられたことにより、国際的課税制度の国の外国投資家の（アメリカ国内の投資家に対する）相対的な課税状況は改善されたであろう。Scholes-Wolfsonはこの税制改正の効果により予想された投資ブームが確かに起こったことを定型的に証明し、Swenson（1989）は産業、国家を横断する対米直接投資の最近のパターンを説明する証拠を提供している。この論文ではScholes-Wolfsonの仮説を再評価してみたい。何故なら我々は彼らの仮説が、対米直接投資を決定する際の税制の重要性のリトマス・テストと考えているからであり、またサンプル・サイズが限られており、我々が重要であると考えることが、変数が明らかに多様性を持っているので、それ以前の発想に基づく計量経済分析で説明することが難しいと思われるからである。（注1）

以下に論じるように、1980年代後半の対米直接投資のかなりの部分は、新しい資産を購入するというよりは寧ろ買収を通じて行われてきた。しかし、（新規投資に比して）買収に関する特有の租税措置と、1986年税制改正で買収に関しての追加規定にもかかわらず、対米直接投資のブームが本当に1986年税制改正と結びついたものであるかどうか疑問である。特に税的要因が一般的に対米直接投資の増加をもたらすのかどうか、もしくは国際的課税制度の国からの対米直接投資の相対的な増加をもたらすのかどうか明らかでない。第 4章において海外直接投資のモデルを使ってこの点を論じる。モデルに関連づけて最近の対米直接投資のパターンを考察し、そして1986年以降の税制に刺激された対米直接投資ブームがあったことを示す証拠が他の研究が主張するほど強くはないことについて論じる。

（注1）進行中の研究において、海外直接投資に関する税制が企業買収に与える影響をミクロ・レベルで直接的に研究するために、外国企業によって買収されたアメリカの企業のパネル・データを作成している。これにより全ての国で力強いトレンドとなっている海外直接投資の時系列変化の分析を行う際に陥りやすい過ちを防ぐことができる。

．対米直接投資

対米直接投資を対象とする実証研究は急激に増えてきている。表1はその理由を示唆している。表の最後の列は対米直接投資についてのこれまでの実証的な研究の大部分が利用してきた対米直接投資の年ベースのフロー・データを示している。^(注2)これらの数値は1980年から1989年まで年平均18%で伸びている。

資本フロー・データを使うことの一つの欠点は、研究者の関心事項は実際の物理的な投資であり、実効税率を決定する理論モデルもそれに基づいているが、それらが実際の物理的な投資に直接関係しないことである。例えば、もし外国企業が機械を購入するためにアメリカで借入をしても、その取引は資本フロー・データには出てこない。Quijano (1990)によれば、アメリカの関連会社の借入による資金調達の約81%はアメリカ国内の資金源を通じたものであり、こ

の脱落は非常に重要である。^(注3)親会社による借入返済がフロー・データに現れる一方で、投資の時期が不明瞭になってしまう。そして、特定の年における投資に適用される税制と出てくるフローのデータの間の関係は意味のないものになってしまうだろう。^(注4)

海外直接投資の尺度で、いくつかの点において望ましい尺度により近い別の尺度は、表1の最初の三列のデータである。第1列は外国の関連会社によってなされるプラントと設備の総投資額、第2列は外国企業が買収したアメリカ企業の総価値、第3列は外国企業によって新規に設立された海外支店と海外子会社の価値である。^(注5)^(注6)

これら3つのデータでもまたそれぞれ1980年代に著しい増加が見られる。関連会社形態の投資は、新規設立投資がそうであったように、

(注2) 既に述べられた論文に加えて、対米直接投資を説明しようと試みている論文にBoskin and Gale (1987), Froot and Stein (1989), Newlon (1987) がある。卓越しかつ包括的な論評としてはSlemrod (1990a)を参照のこと。

(注3) 表4参照。

(注4) 加えて、その他にもフロー・データの問題点があり得る。(母国にてアメリカでの税金の支払いに対する税額控除を受けない)地域主義的課税制度適用国の企業はアメリカでの税金支払いを避けるためにアメリカで借入れをしようというより高いインセンティブを持つことになる。それゆえフロー・データでは、国際的課税制度適用国の企業の投資に比しての地域主義的課税制度適用国の企業の投資は常に過小評価されがちであると考えられる。

(注5) 様々な尺度がカバーする範囲の違いに関する有益な論文にはQuijano (1990)がある。支払いのフロー・データと関連会社の金融と取引のデータは活動中の外国企業のアメリカの関連会社の活動を明らかにする。企業買収と企業設立のデータは外国投資家によって買収され現存するアメリカ企業、外国投資家によって設立された新しい企業を示す。ここで報告されている関連会社形態の投資は新規プラントと設備への投資のみである。もし関連会社が活動中の企業を購入するならば、企業買収のデータの中に表れる。

(注6) 表1の四列目にあるこの三つの投資のデータの合計はざっと最終列のフロー・データの二倍である。このことはフローのデータから国内で調達された資本の金額が欠如していることと、国内の関連会社のいくつか部分が部分的にのみ外国投資家によって所有されているという事実の両方を反映する。その上、国内の親会社に買い戻された国内関連会社の売上は、フロー・データ上差し引かれている。それでも我々は関連会社、企業買収、企業設立のデータを投資活動に固有の企業行動に密接に関連するものとして捉える。

表1 アメリカにおける海外直接投資
年次別

単位は百万US；

	Iaff	Iacq	Iest	Itot	Iflow
80	16891	8974	3198	29063	16918
81	26716	18151	5067	49934	25195
82	28066	6563	4254	38885	13792
83	23179	4848	3244	31271	11946
84	25225	11836	3361	40422	25359
85	28919	20083	3023	52025	19022
86	28516	31450	7728	67694	34091
87	33035	33933	6377	73345	46894
88	41181	64855	7837	113873	58435
89	NA	55822	8743	NA	72244

Iaff＝関連会社形態の投資

Iacq＝企業買収投資

Iest＝新規設立投資

Itot＝IacqとIestとIaffの合計

Iflow＝海外直接投資のキャピタル・フローの額

1980年から1988年まで年ベースで約12%で伸びている。既存のアメリカの資産の買収を通じた海外直接投資は同時期、年ベースで約28%伸びた。このことから、80年代の企業買収ブームは国内企業活動に限られたものではなかったことがわかる。過去の研究は既存の企業もしくはその資産を買収することに影響を与える特別な税規定を一般的に無視してきたので、我々の視点では、過去の理論とは、関連会社によるプラント及び設備投資、それに新規設立を足したものが最も一致する。しかし、1980年代の終わりまでに、これらの二つのカテゴリーを足しても企業買収の方が海外直接投資に占める割合は大きかった。

海外直接投資に関する租税措置

外国での収入に対する租税措置は非常に複雑なので、実証的な研究を困難なものとしている。外国収入の扱いは一般的に二通りあり、各国はそのうちのどちらかによっている。「地域主義的」もしくは発生地主義に基づいた扱いは国内企業が海外での活動で得た収入を除いて、基本的に母国での収入にのみ課税する。地域主義的な課税制度の国の企業にとって、法人の課税規定で投資に直接関連してくるのは、明らかに当事国によって課されるそれである。

これとは反対に国際的アプローチは、居住地主義課税を採用するもので、母国はその国の企業の世界的な収入に対して課税する。それは、普通既に海外で支払い済の所得税に対して税額控除することによって行われる。原則的には、国際的課税制度の国の企業の収入は母国の課税規定により決定された納税義務に従う。何故なら海外での税は、単に母国での税額控除に

おいて相殺されるからである。これがScholes-Wolfsonの議論の本質である。

勿論実際には国際的課税制度適用国の企業が外国での税負担に無関心でいられないようにする多くの追加規定が存在する。一つ目は、もし外国の税率が母国のそれを越えていると、海外での税金への支払いに対する超過的な税額控除が典型的に存在することになり、限界税負担については地域的課税制度の母国での課税に関するのと同様に、外国の税規定次第ということになる、というもの。二つ目は、現実には居住地の原則は収入を母国へ移転することではじめて一般に適用される、というものである。収入の母国への移転に対して支払われる追加の税金は、企業の利益配当金支払いに対する課税と同様に、内部留保金によって資金手当てされる投資には何の影響も与えない。これはHartman (1985)によって最初に指摘された。

Hartmanの研究に始まった対米直接投資に関する実証的な研究論文の多くは、内部留保と資金移転の間の違いに焦点を当ててきた。その理論によるとアメリカの税規定は資金移転によって資金手当てされた国際的課税制度の国からの投資にとってほとんど問題にならないけれども、実証結果はほとんどこの理論を裏付けていない。実際、Slemrod (1990a) は資金移転は税金と還付金の変数によってうまく説明されるが、内部留保はそうではないことを発見した。

この論文において起こりうる問題は、既に述べられたように必ずしも投資それ自体には対応しないフロー・データによっている、ということである。Swenson (1989) は企業買収と新規設立のデータ (表1の第2列と第3列に総計が示されている) を使って、Scholes-Wolfsonの仮説が示唆しているように、アメリカの平均税率は明らかに対米直接投資と正の相関があるといういくつかの証拠を見い出していた。Swensonはまた実効限界税率はマイナスのインパクトを持つということも発見したが、この結果を明確に理論づけることは難しい。我々は、この難問のある部分是对米直接投資の違う形態に対する注意の欠落によると信ずる。すなわち、Swensonが使った実効税率では企業買収行動を上手く説明することはできないであろうと考える。

既に述べたように、対米直接投資への税制の影響に関する論争や実証分析は、この問題を新規資本の取得として扱ってきた。しかしそれは、とりうる形態の一つに過ぎない。もう一つの重要な形態として既存のアメリカ企業の買収がある。選択する投資の形態によって納税義務

は異なった影響を受けることになるが、アメリカ企業の買収を選んだ場合、例えば累進的で租税上の利益の移転について規定しているアメリカの企業買収に関する法律に従うことになり、その場合新規資本投資は、法人税率、投資租税控除、償却計画に従うことになる。税負担は選択された投資の形態とその形態を選択している投資家自身に依存しているため、過去にしばしばおこなわれたような投資の形態を一りにまとめてしまったり、それらをたった一つの税金の変数に関連づけることは殆ど意味がなくなる。

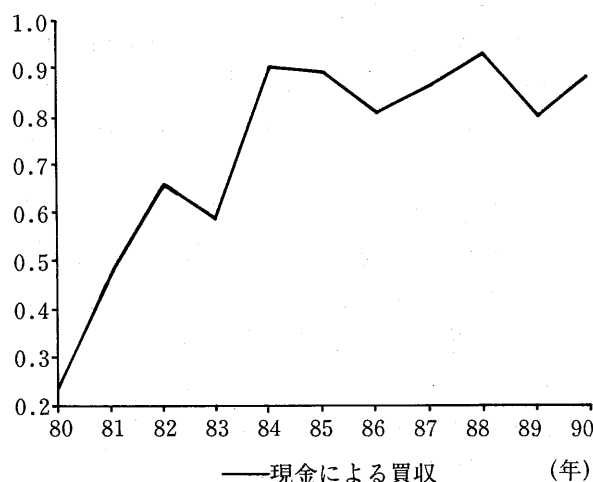
企業はアメリカにおいて他企業を取得する際には多くの選択肢がある。最初の選択はターゲットの株式と資産のどちらを取得するかという選択。二番目の選択は現金であるのか、買収企業の株式の交換であるのか、という選択である。株式の交換を選択した場合、被買収企業の価値の低下のためと、一般にアメリカの株主は交換によって手に入れた株式を売却するときまで税支払い義務を延期しようとするために、直ちに税が支払われることは先ずない。新しく手に入れた株式の課税基準は手放した株式の課税基準と同じであり、税金を実現益に対して支払うものである。(注7)(注8)

図1はアメリカの企業買収に占める現金による買収の割合を示したものである。グラフから明らかなように、現金による企業買収の重要性は近年劇的に増加した。同様な傾向は外国企業の企業買収には見られない。我々が作成したサンプルにおいて、1980年代を通じて事実上全ての外国企業の企業買収は現金による買収であった。もし企業買収者がターゲット企業の株式を取得するため現金で支払うか、もしくは株式と

(注7) これは一般に企業買収が「B」認定もしくは「C」認定と見なされたケースである。このように表示するのは関連コードが、内国歳入コードの268項の(a)(1)(B)もしくは(C)であるからである。

(注8) 1986年以降、被買収企業の租税の損金処理は、限定的にのみ利用可能である。つまり、損金請求額は年間で連邦の長期免税率により計算された額を越えてはならない、かつ企業買収者が買収された企業が「活動中の」企業であることを示すことができる場合に限る。もし買収される企業がその買収の二年以内に清算されるとすると、実質の取引の損失は損金参入出来ない。損金の適用に関してこの限定は「般に株式買収に適用される。その場合、税金のかからない再編成と見なされるかどうかにかかわらない。

図1 現金による買収の割合



現金との組合わせた支払いを選択すると、一般的に株主へのキャピタル・ゲイン課税の支払いは延びない。しかしながら、依然として企業を活動中の企業として取得するのか資産の蓄積として取得するのか、という選択は存在する。

もし企業買収者が企業の株式の取得を選択し、ターゲットの株式を現金で取得するとき、企業レベルでの課税は当面行われず、買収され

る企業のアメリカでの税の属性は買収する企業によって受け継がれる。^(注9) 親会社は明らかに対象企業の資産を現金で取得するか、もしくは内国歳入コード338項を通じて株式取得を資産取得として取り扱う方法で選択するという二つの方法がある。この場合、企業買収者はターゲットの資産の償却のベースを引き上げることが出来る。しかしそうするためにはベースの上昇に対してのいくつかの法人税を清算会社は支払わなければならない。そして買収取引におけるネットの損失を移転することは許されない。

外国企業の買収が限界的にはアメリカの税金によってのみ影響を受ける限り（地域主義的課税制度のケース）、どのように取引をするかを決定する際に企業が直面するインセンティブは、アメリカの親会社が直面するインセンティブと似ている。他方、アメリカの税が母国の税額控除に吸収されるケースにおいては（国際的課税制度のケース）、税負担は最終的には軽減せず、企業の清算により税金の支払いが必要となるので課税ベースの上昇を選択する理由がほとんど無いように思える。

・ 1986年税制改正

1986年税制改正によってアメリカの企業投資に関する税制はいくつか変更された。対米直接投資に関する論文は第一に投資のインセンティブが減少したことと、国際的課税制度適用国の明らかな優位性に主に焦点を当ててきた（例えば、Scholes and Wolfson, Slemrod (1990b), そしてSwenson (1989) を参照）。しかし1986

年税制改正によりM & Aに関する税規定も大きく変化した。

1986年以前はジェネラル・ユーティリティ原則のもとで、その資産の償却価値に基づいてリキャプチャー税を支払うだけで、ターゲット企業を買収しようとする買収企業が、買収資産の価値を引き上げることを許容した。例えば、も

(注9) Scholes and Wolfson (1990) はこれらの処理は、外国企業が当初アメリカ関連会社による株式取引を通して取得した資産を、関連会社から親会社に移管することにより最終ベースでの累進税を回避する可能性を論じている。しかし、このタイプの取引は内国歳入コードの367項(e)(2)に基づいて課税し得るものである。内国歳入コードがこの区分を強制し得るかどうか、という疑問があった。1986年の終わりに出された通知87-5はこの条項がいくつかの租税条例に違反している、と論じているが、しかし最終的には内国歳入局はそのような税回避行動を阻止することを明言しつつ、この通知を撤回した。(通知87-66)。

しターゲット企業が50ドルで機械を購入してそれを10ドルに償却したとすると、企業買収者は100ドルでその機械を購入する際に、資産の償却価値の40ドルに基づいたリキャプチャー税を支払った後、100ドル全てに対しての減価償却をすることを許容されていた。このことは裏付ける証拠は無いものの、ジェネラル・ユートリティ原則が買収に対して課税しようとする強いインセンティブを与えたと信じられた（Auerbach and Reishus1988）。1986年の後半の二つの四半期における企業買収の巨大な波の中で、この規定の廃止が大きな役割を果たしたのである。

価値を引き上げることによる税法上のメリットが無くなったことは、アメリカの企業を買収するという形では、少なくとも企業買収が資産の購入という形を取る限りにおいて、対米直接投資意欲を著しく減退させた。もともと、国際的課税制度適用国の企業がこの方法で企業を買収する理由はあまり無かったと考えられるため、地域主義的課税制度適用国の企業による買収にとっては潜在的により深刻な打撃を与えるものである。地域主義的課税制度適用国の企業買収者と国内の企業買収者が1986年税制改正によって痛手を被ったけれども、国際的課税制度適用国の企業の買収者はそうではなかったという限りにおいては、1986年税制改正以降に国際的課税制度適用国の企業による企業買収のパースセンテージの増加が予想され、そして地域主義

的課税制度適用国の企業が税制改正の間際、駆け込みで企業買収を行おうとするために、1986年が終わる直前に地域主義的課税制度適用国の企業による企業買収の大きな波が起これと予想された。我々はこのことを以下で振り返ってみる。

直接M & Aに影響を与えるこれらの規定に加えて、1986年税制改正は税構造の変化を通して、間接的にも企業買収にも影響を与えた。（最も重要には投資税の税額控除の廃止を通して）投資へのインセンティブを減少させ、同時に法人税率を減少させたために、1986年の税制改正は、活動中の企業の価値に明らかに大きな恩恵を与え、新規資産と既存資産の法律上の違いを急激にせばめた。理論上このことは、税制により企業の価格が大きく上昇したことを意味しており、そのような企業の買収に対するインセンティブにも影響を与えたに違いない。特に国際的課税制度適用国の企業は、活動中の企業を買収することに対する国内での減税という利益を得ることが出来ないと仮定しているので、影響を受けたに違いない。

要約すると、海外直接投資に関するアメリカの税規定は三つある。一つ目は新規資本に適用されるもの。二つ目はM & Aに適用されるもの。三つ目は既存の資産に適用されるものである。これらの影響の相対的重要性を数量化するには対米直接投資のプロセスを明解にするモデルが必要である。

． 対外投資モデル

このセクションで我々は一つのモデルを導入する。主にAuelbach（1989）に著されているものであるが、それによって我々はアメリカの資産の買収に関係がある外国企業にとっての実効税率を導き出すことが出来る。このモデルの中では三つのタイプの企業がある。国内企業、地域主義的課税制度適用国の企業（アメリカの税

金のみが問題となる企業）、そして国際的課税制度適用国の企業（限界部分において、アメリカで支払う税金に影響されない企業）である。

モデルは二段階で展開する。第一段階においては、典型的な国内企業はAuelbach（1989）における企業と非常に似た行動をする。つまり、投資と潜在的に変化する税金との2次の調整費

用を用いて規模に関して収穫一定の生産関数に従って収益を最大化するという行動である。収穫一定の技術の下では、均衡点の決定は、総生産のレベルによって正反対に変わってしまうものであるが、産出物の内生価格によって与えられる。国内企業の最適化の問題は、これは解を得るために私たちが線型にするものであるが、資本ストック K と新しい資本の潜在価値 q の一階の微分方程式にたどりつく。 K と q の経路から産出物価格の経路である p が分かる。 q とアメリカの税規定の組み合わせにより活動中の資本の価格である q^k が決まる。

モデルの第二段階において、外国企業は国内企業によって決定した q 、 p そして q^k の均衡経路を見て、外国企業が直面している税規定を考慮してその時々においてどれくらいの資本を買収すべきか決定する。問題を容易にするために私たちは外国企業が国内企業を買収するとの決定は国内企業の産出高・価格に何も影響を与えないと、そして β という外生的に与えられた比率に基づいて既存の資本そして新規の資本のどちらかで外国企業は新しい買収を実現すると仮定する。(注10) このアプローチは、アメリカで成長するためには、外国企業は集中的にのみならず、広範囲にわたって成長しなければならず、それによって新しいマーケットに「足掛かり」をつけることになる、ということを具体的に示している。

我々は1986年に定常状態が存在するとして行動をモデル化する。つまり1986年税制改正に基づいて投資率が変化すると考え、それは我々が予測できず、かつ恒常的なものであるとして扱うのである。海外直接投資のレベルを分かりやすく表現するために、我々は追加的に簡単な仮定を置いた。それらは詳細には補論で議論されているが、それによると国際的課税制度適用国

のそして地域主義的課税制度適用国の企業それぞれによる海外直接投資についての以下のような式が導かれる。(“*”は線型化が行われている定常状態の値を表している。)

$$(1) \quad \frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left\{ \left(\frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \right) \left(-\frac{\lambda_1}{\rho} + \beta \right. \right. \\ \left. \left. \left(\frac{1-k-\Gamma}{1-k^*-\Gamma^* \left(1-\frac{\delta}{\delta'+\pi} \right)} \right) \right) + \beta B \right\}$$

$$(2) \quad \frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left(\frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \right) (\beta - 1)$$

λ_1 (< 0) は国内企業の資本蓄積問題の安定解、 ϕ は国内企業の調整費用のパラメーター (ϕ^F は外国企業の価値を表示したもの)、 η は産出物の需要の弾性値、 ρ は企業の実質割引率、 δ ($= \delta (1 - 1/2 \cdot \phi)$) は調整後の経済償却率、 π はインフレ率、 β は(新しい資本の購入に対するものとしての)企業買収の形でなされる海外直接投資の比率である。

これら二つの等式に残りの変数は全てアメリカの税制の変化に関係する。 K は投資税額控除であり、 Γ は減価償却の許容の範囲であり、 δ' は税目的のための減価償却率である。項 a は1986年税制改正に関する国内の実効税率の変化率であり、一方 B は古い資本に対する新しい資本の相対価値の変化率である。活動中の企業の資産の相対価値評価を法律が引き上げたため、一般的には $B > 0$ である。もし資本のコストが増加すれば、また $a > 0$ でもある。地域主義的課税制度適用国の企業は、活動中の企業の資産への投資で減税による利益を得ると仮定しているため、 B は最初の等式の中にのみ見られるものであることを記しておく。国際的課税制度適用国の企業もこの減税による利益に対していくらか支払わなければならないが、仮定によ

(注10) 外国企業が古い資本を購入する時、すなわち活動中のアメリカ企業の購入する時、取引は単に所有権の変更であり、それは私たちの仮定に従うはずである。しかしながら、外国企業が新しい企業を購入する時は、外国の投資が国内投資に比べて非常に小さいものでなければ、原則的に国内の生産と価格を変更する。

り国際的課税制度適用国の企業は、その利益を得てはいないことにしている。アメリカでの税負担の減少は単純に母国での税金を増加させるだけのことなのである。

二つの式の間のもう一つの大きな違いは、変数 $(\alpha \lambda_1 \phi / \eta)$ の掛け算の符号である。それは国内の資本蓄積の減少に関連している。国際的課税制度適用国の企業にとっては、投資を増加させる二つの効果がある。最初の効果 $(-\lambda_1 / \rho)$ は、国内企業の経営のスケールの縮小からくる価格上昇である。次の効果は q の減少からくる。それは、活動中の企業を通じて得た資本財の価格が減少するという利益に表れている。そしてそれは新規と既存の財の相対的な評価を一定にしている。

地域主義的課税制度適用国の企業にとって、 $\beta = 1$ でないと全ての効果がマイナスである。 ρ の増加は国内企業の投資へのインセンティブが減少したことによる。それは地域主義的課税制度適用国の企業にもいえることである。実際 $\beta = 0$ の時は地域主義的課税制度適用国の企業の問題は本質的に国内企業のそれと同じである。しかし、 β が 1 に近づくに従ってアメリカの税金増加のインパクトは、 q が減少するという利益を相殺することによって消えてしまう。

要約すると、海外直接投資が新しい資本よりも寧ろ企業を買収することを通じて起こる限りにおいて地域主義的課税制度適用国の企業は必ず投資へのインセンティブに直面するだろうが、それらの企業の対米直接投資に対する1986年税制改正のインパクトは国内企業の投資と同じ傾向にある。これによって一般的には対米直接投資意欲は減退するが、同時に対米直接投資は企業買収に向かってシフトするに違いない。国際的課税制度適用国の企業の対米直接投資へのインパクトはより不明瞭な性質をしている。国内企業の投資行動の減少が対米直接投資への

参入を促進するが、活動中の資本のより高い評価付けはそれに水をさす。税改正の実質効果が国内企業の価値を増加させる限り（ β を掛ける項が正の合計を持つにもかかわらず）、国際的課税制度適用国の企業はその行動を企業買収から遠ざけようとするインセンティブを持つことになる。^(注11)

国際的課税制度適用国の企業による投資に対する1986年税制改正のインパクトの符号がどうなるのかは実証的な疑問である。それは異なった資産に対する課税措置と、複数ある投資形態のうち実際に対米直接投資に用いられた形態を考慮すれば明らかになる。

表2は関連するパラメーターについての様々な仮定に対しての、対米直接投資における税改正の影響のシミュレーションの結果である。表に与えられている数字は、外国調整費用のパラメーターに掛けあわされているが、1986年税制改正に関しての投資・資本比率における最初の変化である。投資・資本比率において初年度の変化の推定値を得るには、推定値で与えられた数字を割る必要がある。

上半分は仮定的な国際的課税制度適用国の企業にとっての結果を示しており、下半分は地域主義的課税制度適用国の企業にとっての相対的な結果を示している。私たちのシミュレーションでは、四つの資産のタイプを想定した。設備、建物、土地そして無形資産である。設備は比較的償却が早く1986年以前は投資税額控除を受けていたものであるが、1986年税制改正によって魅力を失った投資で、たぶん国際的課税制度適用国の投資家にとってより魅力的になった投資を代表している。建物は、少なくとも企業が所有する建物は、1986年の税制改正による相対的な意味で優遇を受けた。（例えば宣伝を通じて形成される）無形資産はふつう償却されるが、土地は税目的のための償却はできない。

(注11) しかし地域主義的課税制度適用国の企業が相対的に企業買収にシフトするというこの結論は、この段階で我々がモデルに組み入れていないジェネラル・ユーティリティー原則の廃止によって逆の影響の可能性を無視している。

表2 海外直接投資へのインセンティブの変化

国際的課税制度適用国

β	$\phi = 5$			$\phi = 15$		
	0	.5	1	0	.5	.1
設備	.214	.136	.058	.034	-.103	-.240
建物	-.171	-.222	-.273	-.121	-.190	-.258
土地	-.116	-.149	-.182	-.085	-.134	-.182
無形資産	0	-.111	-.222	0	-.111	-.222

地域主義的課税制度適用国

β	$\phi = 5$			$\phi = 15$		
	0	.5	1	0	.5	1
設備	-.060	-.030	0	-.042	-.021	0
建物	.068	.034	0	.099	.050	0
土地	.065	.033	0	.096	.048	0
無形資産	0	0	0	0	0	0

表2は1式の結果を示している。設備についてはパラメーターを次のように仮定している。 $\pi = .04$, $\rho = .04$, $\delta = .137$, $\delta' = .2$, $\eta = 1$, $\phi_F = 1$ 。建物についても次のもの以外は同じ仮定をしている。 $\delta = .033$, $\delta' = .05$ また土地については次のもの以外は同じ仮定をしている。 $\delta = \delta' = 0$ また無形資産については次のもの以外は同じ仮定をしている。 $\delta = .09$, $\delta' = \infty$ 。

設備と建物の δ の値はAuerbach and Hines (1987) より取った。

それぞれの資産と国のタイプにとって、我々はM & Aの形態をとる対外直接投資の比率(β)、そして国内の投資家に直面する二次の調整費用(ϕ)の潜在価値の範囲を考察した。 β では、我々は0(全ての直接投資が新しい資本の購入を目的としている)、1(全ての直接投資が企業買収を目的としている)、.5(表1に示された二つの方法の相対的な重要性において適切な数値)という値を考える。 ϕ の値としては5と15を考えるが、それは調整費用の低いほうそして高いほうを適切に表示することを意図している。

最初に地域主義的課税制度適用国の企業の結果について考えてみよう。活動中の資本の価値はその未来の生産性を反映しているため、もし $\beta = 1$ であるならばいかなる税改正の実質効果もゼロであることを思い起こしてみよう。 β が中間の値である0.5であるときは、我々は税改正が設備への投資意欲にマイナスに作用し、

(これらの資産にとって $a > 0$ であるために)建物と土地への投資へのインセンティブを増加させたことが見てとれよう。無形資産では、出費が直ちに起こると仮定しているため、資本のコストは法人税率の影響を受けず、税制改正の影響は無い。 $\beta = 0$ のとき、改正の効果はより強いが、効果の傾向は同じである。一般に1986年以降、地域主義的課税制度適用国の企業の投資は企業買収に向かい、新規投資からは遠ざかるシフトを示している。

国際的課税制度適用国の企業にとっての結果は以上に述べられた効果を相殺することを示している。設備への投資のみは1986年税制改正により促進されたかもしれないが、その結果は一般的には地域主義的課税制度適用国の企業のそれに相反するものである。土地と建物に対する投資は二重に水をさされたが、それはこれらの資産が活動中の資本に対する思わぬ恩恵と、そして新規投資に対する実効税率の低下とを享受

したからである。それゆえ、国内の投資家が投資意欲をかきたてられたために、これらの資産は（買収によって取得される限りは）より多く費用がかかり、収益はより少なかった。無形資産への投資は、新規投資については租税措置の変更も何ら埋め合わせとなるような、効果をもたらさなかったが、活動中の資本に対しては、思わぬ恩恵があったため、投資意欲はマイナスに作用した。設備についてのみ、活動中の資本のより高い価格が将来のより高い収益によって相殺することが可能であった。そして表はこれが起こるためには少ない調整費用（国内投資が減少して、資本に対する課税前収益が早く上昇するように）とM & Aを通してよりも、直接買収した資本が高い割合を占めることとの組み合わせが必要であったことを示している。実際、全ての資本の半分が買収を通して得られる高い調整費用のケースにとって、国際的課税制度適用国の投資家にとって投資の全てのタイプが魅力を失うし、設備投資でさえも地域主義的課税制度適用国の投資家よりも意欲をそがれる。

それゆえ、国際的課税制度適用国の投資家が、自国の資本に殺到することを正しく把握す

るためには、取得した資本のタイプ、資本が取得された様式、国内の投資家が市場を離れ、その結果外国からの参入が魅力的になることについての、非常に特殊な調整を施した仮定を立てる必要がある。しかし、全てのケースにおいて国際的課税制度適用国の企業は自分たちの投資の様式を企業の買収から新しい資産の直接購入へシフトするという刺激を受けたに違いない。

要約すると、我々は表2におけるシミュレーションから以下のように結論付けることが出来る。即ち、地域主義的課税制度適用国の企業に関連して、国際的課税制度適用国の企業はその投資を設備へとシフトし、買収という方法はあまり利用しなかったに違いない。地域主義的課税制度適用国の企業による投資の全般的なインパクトはマイナスだったに違いない。しかし国際的課税制度適用国の企業による対外直接投資の圧倒的なシェアが新しい設備の購入という形をとったのでなければ、これらの企業の投資に対する全般的なインセンティブもまた減少したに違いない。1986年税制改正の以前と以後の対外直接投資の構成と対外直接投資のレベルに対するデータを使って以上のことが言える。

．最近の対米直接投資動向

表3-A, 3-B, 3-Cは、1980年から89年迄の国別、投資形態別の対米直接投資のデータである。表3-Aは、英国、日本という主要な国際的課税制度の国と、カナダ、フランス、ドイツ、オランダという地域主義的課税制度の国の、関連会社形態による対米直接投資額を示している。^(注12)表1でみられた急激な増加は、この表でもまた明らかであり、実際に1986年税制改正以前も、以後も、各国の対米直接投資は伸びているが、1986年から88年の伸び率がどの国

についても大きい。この期間、関連会社形態を通しての対米直接投資は、日本が85%、英国が59%の伸びを記録した。地域主義的課税制度の国も同様のブームがみられ、この期間の伸び率は最低がオランダの17.5%で、最高はフランスの72%であった。

表3-Bは、買収形態による対米直接投資額を示している。これらのデータからも同様に増加が認められるが、1986年税制改正以後、国際的課税制度の日本、英国からの投資額が急激に

（注12） これらの定義付けはSlemrod（1990a）から取った。

アメリカにおける海外直接投資と税制

表 3 A 関連会社形態の投資

母国，年次別
単位は百万US:

	カナダ	フランス	ドイツ	オランダ	日本	英国
80	3868	1423	2317	2719	1237	2363
81	8116	1704	2658	3650	1254	4108
82	7771	1489	2317	3350	1795	5055
83	5451	1191	1950	2482	1675	4834
84	5810	1285	2183	2856	2339	4765
85	6437	1318	2715	3467	3072	5392
86	5842	1332	2920	3095	3925	4788
87	6445	1236	3186	3324	6075	5727
88	7846	2297	4150	3751	7257	7612

表 3 B 企業買収投資

母国，年次別
単位は百万US\$

	カナダ	フランス	ドイツ	オランダ	日本	英国
80	1743	516	1186	783	2521	2793
81	5100	801	800	408	469	5309
82	914	359	315	139	137	2002
83	718	167	378	360	199	1448
84	2185	145	476	460	1352	2964
85	2494	593	2142	579	463	6023
86	6091	2403	1167	4406	1250	7699
87	1169	1949	4318	204	3340	14648
88	11162	3691	1849	2067	12233	22237
89	3786	2979	2300	3041	10184	20357

表 3 C 新規設立投資

母国，年次別
単位は百万US\$

	カナダ	フランス	ドイツ	オランダ	日本	英国
80	213	83	238	867	75	273
81	984	104	349	163	147	869
82	282	124	285	191	450	1126
83	354	128	206	132	193	918
84	402	186	210	102	454	751
85	420	161	127	192	689	708
86	412	88	184	295	4166	872
87	107	96	347	188	3666	494
88	198	508	241	147	3956	321
89	141	146	253	237	4712	1611

増えている。1986年から89年の間に、日本は10倍弱、英国は3倍に増加している。地域主義的課税制度の国のデータで注目すべき点は、1986年の突出であり、これは買収の税制上の優遇措置の中止による駆け込み買収が行われたと見ることが出来る。表3-Cは、新規設立形態による対米直接投資額を示している。この表からは国際的課税制度の国の堅調な増加が認められるが、地域主義的課税制度の国については目立った動きは認められない。

図2～図4は、表3-A～Cと同じ期間について、国際的課税制度の国と地域主義的課税制度の国の直接投資額の構成比を示したものである。図2から、米国企業の買収における国際的課税制度の国の比率が1986年以後急激に大きくなり、1988年には英国と日本をあわせると55%にも達している。図3から、関連会社形態による投資において、国際的課税制度の国と地域主義的課税制度の国の比率の差が縮まっている。図4から、1988年には新規設立形態での投資のざっと60%が国際的課税制度の国によるものである。

このような傾向はScholes-Wolfsonモデルと我々のモデルの結果とどう噛み合ってくるであろうか。モデルの結果は、世界的課税制度適用企業による投資ブームは、買収形態ではなく資本の直接購入の形態をとるというものであった。関連会社形態と新設形態の投資の増加を反映して新規資本投資が増加する一方で、買収行動はそれ以上に増加しており、必ずしも税的要因とは整合的ではない。実際図5に見られるように関連会社形態、新規設立形態の投資において、国際的課税制度の国の割合は1986年税制改正以後急落し、1986年には約60%であったが1988年には35%に過ぎなくなっている。

傾向はあまりはっきりとしていないが、モデルの結果とより合致している点として、地域主義的課税制度の国の買収形態へのシフトが挙げられよう。1987年の新規投資の割合は1985年を僅かに下回っている状況であったが、1988年には大幅な低下が見られた。

図2 企業買収形態直接投資額における割合

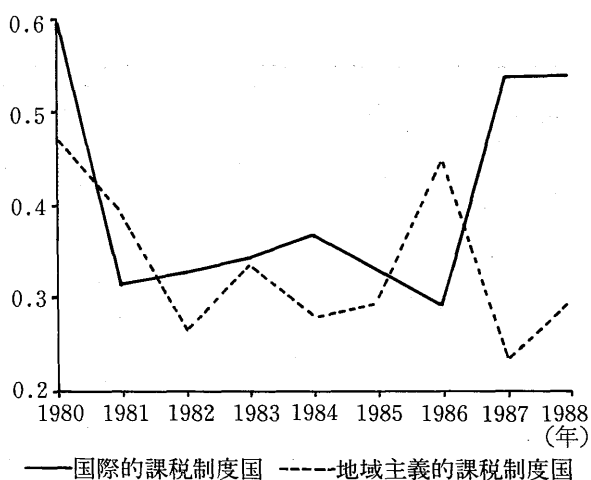


図3 関連会社形態直接投資額における割合

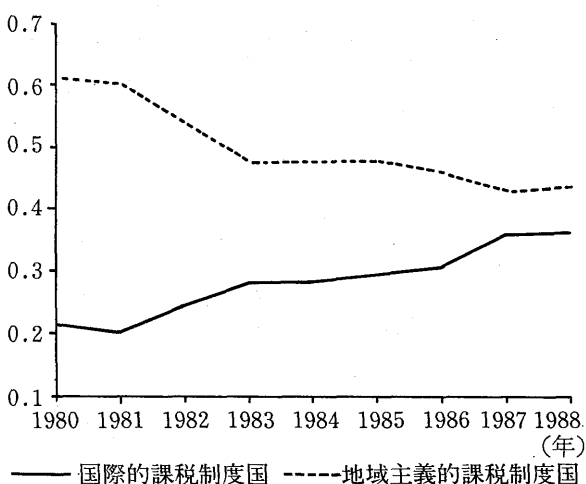


図4 新規設立形態直接投資額における割合

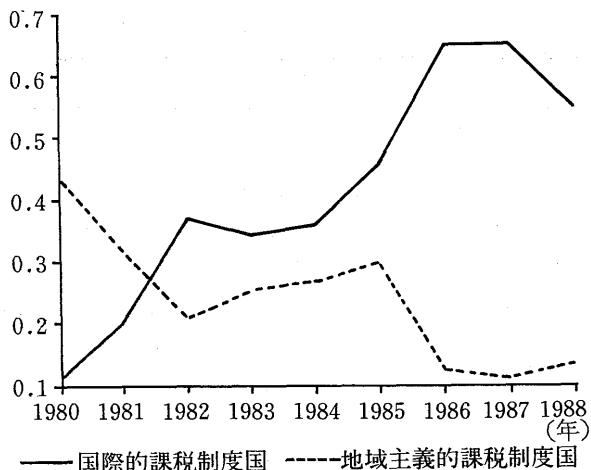


図5 関連会社形態と新規設立形態直接投資額の直接投資総額に占める割合

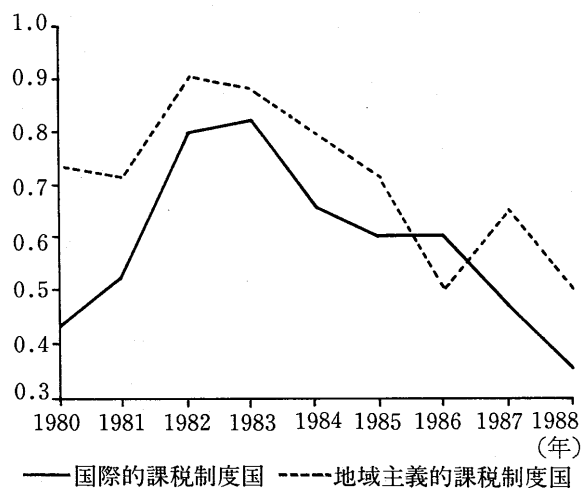


図6 海外直接投資世界総額に占めるアメリカ向けの割合

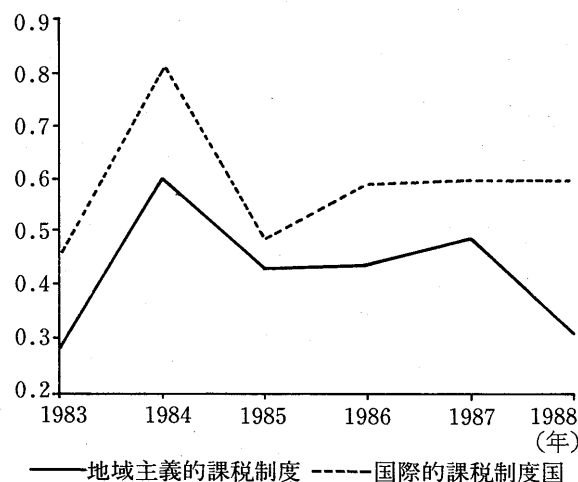


図6は、国際的課税制度の国と地域主義的課税制度の国それぞれの海外直接投資総額に占めるアメリカ向けの割合を示したものである。^(注13)際立った特徴として、国際的課税制度の国の海外直接投資総額に占めるアメリカ向けの割合は、1986年以後は安定的であることが挙げられる。この事実、アメリカにおいて見られた直接投資ブームは、これらの国の海外直接投

資が全般的に増加したということの一端に過ぎないということを意味する。また、地域主義的課税制度の国の海外直接投資総額に占めるアメリカ向けの割合は、1987年は僅かに増加したが、1988年には減少した。しかしながら、もし国際的課税制度の国の米国向け投資のかなりの部分が80年代後半に買収の形態をとっていたことを考え合わせると、国際的課税制度の国の海外直接投資が相対的に優勢であるからといって、Scholes-Wolfsonモデルのいう税制に影響された海外直接投資の隆盛を確認することは出来ない。

最後に海外直接投資の産業別構成について考察する。我々のモデルによれば、国際的課税制度の国の企業は、アメリカにおいては設備投資に対してのみ潜在的に税制上のインセンティブがあった。購入された資産のタイプについての詳細なデータは無いが、直接投資の産業別構成と産業別資産構成は分かる。特に、製造業は海外直接投資がおこる主要な設備集約型産業である。

表4は、米国製造業部門への直接投資の割合を示している。理論通り、国際的課税制度の国の製造業向け直接投資の比率は、1986年以降飛躍的に増大している。英国は1986年の0.452であったものが1989年には0.780に、同じく日本は0.192から0.292へと増大している。しかし理論に反して、同様の増大傾向は地域主義的課税制度の国の製造業向け直接投資についても認められる。以上の点を併せて考えると、国際的課税制度の国の製造業の変化は1986年税制改正によるものなのか、或いは製造業へのシフトは単に海外からの製造業向け投資の一般的な増加傾向の一部分なのかどうかを判断するのは困難である。いずれにしろ、税制が米国向け直接投資の決定の重要な要因であるという見方を支持する決定的な証拠はない。

(注13) 残念ながら、投資の様々な形態(企業買収、企業設立、直接資本購入)によって細分化したフロー・データは入手不能。

表4 海外直接投資のフローの製造業比率

	カナダ	フランス	ドイツ	オランダ	英国	日本
81	.306	1*	.159	.315	.307	.097
82	1*	1*	.062	.209	.218	.155
83	1*	1*	.299	.494	.194	.005
84	.225	0*	0*	.290	.099	.138
85	.852	1*	.628	.193	.395	.087
86	.486	1*	.541	0*	.430	.129
87	.682	.617	.641	.430	.452	.233
88	.498	1*	1*	.435	.526	.380
89	.748	.752	.448	.556	.780	.292

*印がつけられた数値は0-1の範囲を超えたものであることを示している。このことはフロー・データが、実質はアメリカ以外で手当てされた資金の移転による対米直接投資に基づいたものであるため、起こりえるものである。

まとめ

この論文では、米国向け直接投資に対する税制の影響をより詳細に分析するために、既存資本と新規資本の買収についての異なった税制上の取扱を考慮に入れた海外直接投資モデルを用いた。シミュレーション結果によると、1986年税制改正により、国際的課税制度適用企業にとっては設備投資を除くすべての資産に対する投資インセンティブは一般的に減少し、設備投資に対する税制改正の効果は、調整費用の仮定と買収投資の比率に左右される。

モデルによると、1986年税制改正により、地域主義的課税制度適用企業にとっては設備投資へのインセンティブは相対的に減少し、逆に建物・土地に対する投資のインセンティブは相対的に増加している。また、税制改正は国際的課

税制度適用企業による買収を減退させた。

最近の海外直接投資動向をみると、Scholes-Wolfsonモデルや我々のモデルから導かれた海外直接投資の構成の変化はほとんど起きておらず、1986年税制改正の結果、税制のインセンティブが変化したことによって最近の海外直接投資ブームが起きたという考え方は疑問である。為替レートや資本市場の自由化（Froot and Stein 1989, 等参照）のような他の要因が、重要な役割を果たしたと思われる。今後の研究課題は、海外直接投資に税制が与える影響の更なる理解を深めるために、パネルデータを用いて、外国多国籍企業による米国企業買収の特徴について検討していくことである。

補論

この補論では海外直接投資に対する税の様々な影響を測定、比較可能なモデルを論じる。分

析は基本的にAuerbach（1989）に従い、可能な限り同じ変数名を用い、関数の導出過程は省略

する。

まず、米国企業はプライステイカーであり、資本のみの規模に関して収穫一定の生産関数と2次的調整費用によって投資すると仮定する。外国企業は米国では買収による投資しか行わず（この仮定は後でゆるめられる）、これらの買収もまた調整費用の影響を受ける。このことは投資と所有権の問題を分離しうる、即ち投資は米国企業によって決定され、所有権は外国企業によって決定されるということを意味する。

(1) 国内企業

このモデルの仮定から資本ストックKと新規資本の潜在価値qについての微分方程式が得られる。このモデルを数式化しqを置き換えると、

$$(A1) \quad \dot{K}_t - \rho \dot{K}_t = \frac{\rho + \hat{\delta}}{\phi} K^* \bar{a}_t$$

ρ : 企業の実質割引率

ϕ : 2次的調整費用

$\delta = \delta (1 - \frac{1}{2} \delta \phi)$: 減価償却率 δ の修正尺度

K^* : 定常状態の資本ストック

$$(A2) \quad \bar{a}_t = \frac{(k^* + \Gamma^*) - (k_t + \Gamma_t)}{1 - k^* - \Gamma^*} - \frac{\gamma^* - \gamma_t}{1 - \gamma^*} + \frac{1}{\rho + \hat{\delta}} \cdot \frac{k_t + \Gamma_t}{1 - k^* - \Gamma^*} - \frac{p_t - p^*}{p^*} = a_t - \frac{p_t - p^*}{p^*}$$

K : 投資税額控除

Γ : 減価償却による税金の減少分の現在価値

γ : 法人税率

p : 相対産出価格

肩文字*は定常状態の価値を示す。

ここで、生産高に関して需要弾力性が一定とすれば、

$$(A3) \quad \frac{p - p^*}{p^*} = -\eta \left(\frac{K - K^*}{K^*} \right)$$

(A1)式を書き換えると

$$(A4) \quad \dot{K}_t - \rho \dot{K}_t = \frac{\eta(\rho + \hat{\delta})}{\phi} K_t$$

$$= \frac{-\eta(\rho + \hat{\delta})}{\phi} K^* \left(1 - \frac{1}{\eta} a_t \right)$$

経済は最初0時点(1986年)において定常状態にあり、税パラメーターは $a_t = a$ 時点で直ちにかつ永続的に変化すると仮定し、 K_t と q_t ($t = 0$)について解くと、

$$(A5.1) \quad K_t = K^* \left(1 - \frac{1}{\eta} (1 - e^{\lambda_1 t}) a \right)$$

$$(A5.2) \quad q_t = 1 + \frac{\lambda_1 \phi}{\eta} a e^{\lambda_1 t}$$

ただし、 λ_1 は(A4)式の安定解(< 0)。

(A5)式によるとKとqは典型的なsaddle-path behaviorであり、Kはどんどん新しい水準に低下し、qは $t = 0$ 時点で最初は跳ね上がった後、長期価値の1に安定的に戻る。

(2) 外国企業

外国企業の場合は国内企業と異なるところが2点ある。第一点は、外国企業の買収政策は国内生産高、産出価格pに何ら影響を持たない点。第二は、外国企業は企業という形態で資本を獲得しなければならない点。特に、外国企業の(単なる更新投資でない)所有資本の増加は、既存企業の買収あるいは既存企業資産の購入を必要とすると仮定する。それゆえ、外国企業にとっての資本価格(ネットの調整費用)は新規資本財購入価格の1ではなく、企業の価値 σ (定義については後述)となる。ここで ρ^F と ϕ^F を ρ と ϕ と同様に定義すれば、外国企業の行動は(A1)式、(A2)式と同様に

$$(A6) \quad \dot{K}_t^F - \rho^F \dot{K}_t^F = \frac{\rho^F + \hat{\delta}}{\phi^F} K^{*F} \bar{a}_t^F$$

ただし、

$$(A7) \quad \bar{a}_t^F = \bar{a}_t^F + \frac{\rho^F}{\rho^F + \hat{\delta}} \cdot \frac{\sigma_t - \sigma^*}{\sigma^*}$$

$$- \frac{1}{\rho^F + \hat{\delta}} \cdot \frac{\sigma_t}{\sigma^*}$$

$\bar{a}_t^F$ は(A2)式の $\bar{a}$ と同様に

$a_t^F - \eta \left(\frac{p_t - p^*}{p^*} \right)$ と定義する。(A7)式の資

本コストの項には既存資本価格の σ の変化による付加的要素が含まれている。

産出価格の変化は $\tilde{a}^F$ に含まれていて、外国企業によって所有される資本ストック K^F には依存しないので、(A6)式は K についての一階の条件である。これを $t = 0$ 時点について解くと、

$$(A8) \quad \frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{\rho^F + \hat{\delta}}{\phi^F} \cdot \int_0^\infty e^{-\rho^F t} \tilde{a}_t^F dt$$

となり、(A7)式の $\tilde{a}^F$ の定義を用いると、税金(a^F)の変化、産出価格(ρ)の変化、企業買収コスト(σ , σ)の変化の3部分に分解可能である。このうち国内企業モデルでは税金、産出価格の影響しかみられない。

(A3)式と(A5.1)式から

$$(A9) \quad \frac{p_t - p^*}{p^*} = -(1 - e^{-\lambda_1 t}) a$$

(A8)式より価格変化による海外直接投資割合の初期の変化は、

$$(A10) \quad \frac{-a \lambda_1 (\rho^F + \hat{\delta})}{\phi^F \rho^F (\rho^F - \lambda_1)}$$

となり、 a と同じ符号となる。そのため、国内生産高の制約と国内価格の上昇にもかかわらず、国内の税金のアップはそれ自体で海外直接投資を促進する。しかし、税のインパクトと取得コストについても考える必要がある。直接的に税金の増加に全く直面していない企業ですら、資本財取得コストの変化に直面することになる。

全体の分析へ移る前に、(A8)式の解の特性について更に見ておこう。ここで σ の変化を無視すると、

$$(A11) \quad \frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = - \left[\frac{a^F (\rho^F + \hat{\delta})}{\phi^F \rho^F} + \frac{a \lambda_1 (\rho^F + \hat{\delta})}{\phi^F \rho^F (\rho^F - \lambda_1)} \right]$$

が得られ、(A10)式に投資に対する税の直接的影響を反映した項($a^F > 0$ ならば負)が追加された式である。 $a^F : a$ ならば、この項全体は($\lambda_1 < 0$ より)負となり、更に $\rho^F = \rho$, $\phi^F = \phi$ であれば、国内企業の投資割合と一致

する。税と経済状態についての変数は共通なので、価格項 σ の違いだけが外国企業が国内企業と異なった行動をする要因となり、(A11)式に項が追加される。

既存国内企業にとってのコストは何であろうか。税金がないために、既存企業の資本は1単位当たり q の価値となる。もし外国企業が実際にこの価格を払うならば、0時点の海外投資割合の説明式は(A11)式の項に

$$(A12) \quad -\frac{a \lambda_1 \phi}{\phi^F \eta}$$

を加えたものとなる。

この場合、(ρ^F, a^F) = (ρ, a)とすれば $K_0^F = 0$ の解が得られる。 q の変化がちょうど税金と価格の変化を相殺する。このことは全く驚くに値しない。というのは q は新規資本から得られる課税後のキャッシュフローの割引現在価値を反映しているからである。

単に $\rho^F = \rho$, $\phi^F = \phi$ とただけでも、税制の相違($a^F \neq a$)と企業のコストと新規資本の分離($\rho \neq q$)によって $K_0^F \neq 0$ となる。

(3) 買収コスト

外国企業にとっての資本の実効価格 σ は資本の実効税率 a^F と同様に買収それ自体の性質に依存する。既存企業にとって競争市場では、企業の所有者は当該企業の資産について既存資本の市場価格と等しい代価を受けとらなければならない。資産は薄価ベースで償却率 δ で減価償却されているならば、(均衡状態の) t 時点における既存資本の価値は、

$$(A13) \quad q_t^K = q_t (1 - k - \Gamma) + \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi} \Gamma$$

π : インフレ率

(A5.2)式と(A13)式から

$$(A14) \quad q_t^K = (1 - k - \Gamma (1 - \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi})) + \lambda_1 \frac{\phi}{\eta} (1 - k - \Gamma) a e^{-\lambda_1 t}$$

通常は新規資本の相対的に有利な取扱を反映して $q^K < q$ となる。1986年の重要な変化は q^K の

増加をもたらす、既存資本の負担は相対的に減少したことである。

買収コストについて残っている要素としてキャピタルゲインとリキャプチャー税がある。ほとんど全ての海外直接投資では支払手段として現金が使用され、再編成とはみなされないの、株の売主は個人キャピタルゲイン課税を受ける。買収を資産ベースのステップアップを伴う資産購入として取扱うならば、1986年のジェネラルユーティリティ原則の廃止により、被買収会社はリキャプチャー税ならびにキャピタルゲイン課税を受けることになる。個人キャピタルゲイン税率の上昇を伴ったこの変化は、一般に資産取得を除いた買収について買収当事者に対して水をさすことになったろう。

我々の主たる関心事項は異なる国の買収者にとっての相対的インセンティブと米国企業の買収に対する外国親会社のインセンティブが増加したかどうかということなので、株主キャピタルゲイン税は重要でなく、取引は法人レベルでの税を避けるために株式の取得という形をとるという一般的な海外買収の最も望ましい仮定について議論を集中する。

このような仮定は外国の買収者にとって既存資本の単位当たり価格は q^K であり、被買収企業の税の帰属は持ち越されるということを意味する。単純化のためにここでは2つの極端なケースについて考える。一つは1986年税制改正により直接的に税制改正の影響を受けない国際的課税制度適用企業のケースで、もう一つは米国における税制だけが問題となる地域主義的課税制度適用企業のケースである。

(4) 国際的課税制度適用企業

$\sigma_t = q_t^K, \sigma^* = (1 - K^* - \Gamma^* (1 - \frac{\delta}{\delta' + \pi}))$
((A14) 式参照) として $a^F = 0$ について解けば、

$$(A15) \quad \frac{K_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left\{ \frac{a \lambda_1 (\rho^F + \hat{\delta})}{\rho^F (\rho^F - \lambda_1)} \right.$$

$$\left. + \frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \left(\frac{1 - k - \Gamma}{1 - k^* - \Gamma^* \left(1 - \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi} \right)} \right) + B \right\}$$

ただし、

(A16)

$$B = \frac{-(k - k^*) - (\Gamma - \Gamma^*) \left(1 - \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi} \right)}{1 - k^* - \Gamma^* \left(1 - \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi} \right)}$$

産出価格上昇効果と資本財価格低下を反映している最初の2つの項は投資を促進する。最後の項Bは既存資本のコスト上昇を表し、投資を減退させる。

(5) 地域主義的課税制度適用企業

既存資本について a^F を計算しないでも、 q^K と q の違いは既存資本と新規資本の税制上の取扱の相違を反映していることは容易に気がつく。だから、(地域主義的課税制度適用企業にとって) q^K で既存資本を購入することと q で新規資本を購入することは、将来の税額の相違と購入時の価格の相違が相殺されることによって結果的には全く同じ現在価値となる。よって、地域主義的課税制度適用企業についての解を得るために q^K を q に置き換え、 $a^F = a$ とすること

が可能である。(A11) 式、(A12) 式より

$$(A17) \quad \frac{K_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left\{ \frac{a (\rho^F + \hat{\delta})}{\rho^F} + \frac{a \lambda_1 (\rho^F + \hat{\delta})}{\rho^F (\rho^F - \lambda_1)} + \frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \right\}$$

$$= -\frac{a}{\phi^F} \left(\frac{\rho^F + \hat{\delta}}{\rho^F - \lambda_1} + \frac{\lambda_1 \phi}{\eta} \right)$$

$$= -\frac{a}{\phi^F} \left(\frac{\rho^F + \hat{\delta}}{\rho^F - \lambda_1} - \frac{\rho + \hat{\delta}}{\rho - \lambda_1} \right)$$

(ただし、最終ステップで $\lambda_1 (\rho - \lambda_1)$

$= \frac{(\rho + \hat{\delta}) \eta}{\phi}$) という事実を使用。上式より、

$\rho^F = \rho$ であれば式全体では0となる。)

(6) 発展

より一般的に、 q^k ではなく単価1（ネットの調整費用）で資産を直接購入することによって新規資本の $(1 - \beta)$ 分が得られるとすれば、国際的課税制度適用企業と地域主義的課税制度適用企業のそれぞれについて投資のより一般的な説明式が得られる。

(A18W)

$$\frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left\{ \frac{a \lambda_1 (\rho^F + \hat{\delta})}{\rho^F (\rho^F - \lambda_1)} + \beta \frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \left(\frac{1 - k - \Gamma}{1 - k^* - \Gamma^* \left(1 - \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi} \right)} \right) + \beta B \right\}$$

(A18T)

$$\frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left\{ \frac{a (\rho^F + \hat{\delta})}{\rho^F - \lambda_1} + \beta \frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \right\}$$

$\beta = 0$ の場合、地域主義的課税制度適用企業の投資は負となる一方、国際的課税制度適用企業の投資は $a > 0$ ならば $(\lambda_1 < 0)$ により正となる。 $\beta \rightarrow 1$ の場合、地域主義的課税制度適用企業の投資は0迄上昇するのに対して、国際的課税制度適用企業の投資は q^k が実際に上昇する限りにおいて低下するが、条件を追加しなければ正か負かは明確に決まらない。ここでの計

算では、 $\rho^F = \rho$ とすることにより(A18)式は以下のように単純化出来る。

(A19W)

$$\frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left\{ \left(\frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \right) \left(-\frac{\lambda_1}{\rho} + \beta \left(\frac{1 - k - \Gamma}{1 - k^* - \Gamma^* \left(1 - \frac{\hat{\delta}}{\delta' + \pi} \right)} \right) \right) + \beta B \right\}$$

(A19T)

$$\frac{\dot{K}_0^F}{K^{*F}} = -\frac{1}{\phi^F} \left(\frac{a \lambda_1 \phi}{\eta} \right) (\beta - 1)$$

データの出所

海外直接投資データの出所はSurvey of Current Businessの種々の発行物とB E A提供フロッピーディスク。

海外買収の支払手段のデータは次の通り、海外買収リストは“Mergers and Acquisitions:- The Journal of Corporate Venture”(MLR)。各買収の支払手段は“The Capital Changes Report”(Commerce Clearing House)。

国内買収の支払手段のデータはMLRによる。

海外投資フローデータは“International Financial Statistics, 1990”による。

参 考 文 献

- Auerbach, Alan J., 1989, "Tax Reform and Adjustment Costs The Impact on Investment and Market Value," International Economic Review, November.
- Auerbach, Alan J. and James R. Hines, 1987, "Anticipated Tax Changes and the Timing of Investment," in M. Feldstein, ed., The Effects of Taxation on Capital Accumulation (Chicago U. of Chicago Press).
- Auerbach, Alan J. and David Reishus, 1988, "The Effects of Taxation on the Merger Decision," in A. Auerbach, ed., Corporate Takeovers (Chicago : U. of Chicago Press).
- Boskin, Michael J. and William G. Gale, 1987, "New Results on the Effects of Tax Policies on the International Location of Investment, in M. Feldstein, ed., The Effects of Taxation on Capital Accumulation (Chicago : U. of Chicago Press).
- Froot, Kenneth A. and Jeremy C. Stein, 1989,

- "Exchange Rates and Foreign Direct Investment : An Imperfect Capital Markets Approach," NBER Working Paper #2914, March.
- Hartman, David G., 1985, "Tax Policy and Foreign Direct Investment, Journal of Public Economics.
- _____, 1984, "Tax Policy and Foreign Direct Investment in the United States," Natianal Tax Journal.
- Newlon, Timothy, 1987, "Tax Policy and the Multinational Firm's Financial Policy and Investment Decisions," Ph. D. dissertation, Princeton University.
- Quijano, Alicia M., 1990, "A Guide to BEA Statistics on Foreign Direct Investment in the United States, "Survey of Current Business, January.
- Scholes, Myron S. and Mark A. Wolf son, 1990, "The Effects of Change in Tax Laws on Corporate Recruiting Activty, "Journal of Business.
- Slemrod, Joel, 1990a, "Tax Effects on Foreign Direct Investment in the United States Evidence from a Cross-Country Comparison, "in A. Razin and J. Slemrod, eds., Taxation in the Global Economy (Chicago : U. of Chicago Press).
- _____, 1990 b, "The Impact of the Tax Reform Act of 1986 on Foreign Direct Investment to and from the United States, "in J. Slemrod, ed., Do Taxes Matter? (Cambridge : MIT Press).
- Swenson, Deborah L., 1989, "The Impact of U. S. Tax Reform on Foreign Direct Investment in the United States," mimeo, MIT.