

# 研究員の眼

## なぜここまでビッグテック企業に現金の山が積み上がったのか

総合政策研究部 取締役 部長 清水 勘  
(03)3512-1811 [kshimizu@nli-research.co.jp](mailto:kshimizu@nli-research.co.jp)

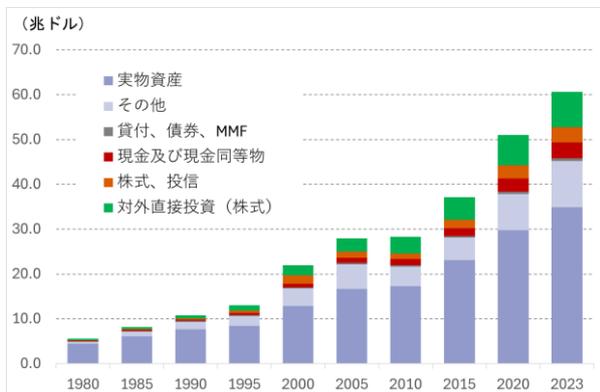
### 1—はじめに

更なる成長を求め、世界中がイノベーション投資に躍起になっている。中でもビッグテック企業によるAI投資は飛びぬけている。2023年にAIスタートアップに投じられた総額270億ドル（約4.1兆円）の三分の二をマイクロソフト、アマゾン、アルファベットの3社だけで占めたとの報道<sup>1</sup>も流れている。このすさまじい投資を支える資金力はどこから来るのか。足元の米国企業の資産状況から調べてみることにした。

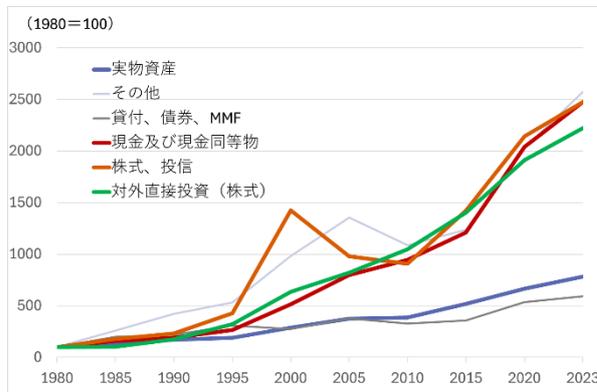
### 2—資産の状況

統計<sup>2</sup>を用いて1980年から米国の非金融法人の資産の推移をみると、現金及び現金同等物、株式・株式投信、対外直接投資（株式）、その他資産の増加が目立つ[図表1]。1980年を100として伸びをみるとその傾向がより顕著に現れる[図表2]。無論、本業に欠かせない設備、在庫等の実物資産が総資産の太宗を占めることに変わりはないが、その比率は1980年から低下し続けている。ビジネスが儲かれば現金や投資が持続的に伸びるのは当然だが、通常は設備等の事業に再投資されるはずの現金や投資がそのまま温存されているのは驚きである。

[図表1] 米国非金融法人の資産の推移



[図表2] 米国非金融法人の資産の伸び（1980年=100）



(出所) 米 国勢調査局 資金循環統計

<sup>1</sup> “Big Tech outspends venture capital firms in AI investment frenzy” Dec 30, 2023, The Financial Times

<sup>2</sup> 米 国勢調査局 資金循環統計

### 3—現金等資産の状況

前出の統計によると 2023 年末の米国の非金融法人の現金及び現金同等物残高は 3.6 兆ドル（約 548.8 兆円）だった。これに株式・株式投信 3.4 兆ドル（約 518.3 兆円）を加えると 7.0 兆ドル（約 1,067.1 兆円）となる。これは日本の 2023 年名目 GDP 4.2 兆ドルの約 1.7 倍に相当する。次に、米国の全非金融法人の中でも最も大きい法人に着目し、S&P500 株価指数構成銘柄の金融を除く時価総額上位 10 社の資産状況について財務諸表データを用いて調べてみた[図表 3]。上位 10 社はいずれも米国を代表する多国籍企業で、7 社はマグニフィセント 7 と呼ばれるビッグテック企業だ。

[図表 3] S&P500 非金融 時価総額上位 10 社のバランスシート

(単位) 億ドル

銘柄名	指数 構成比	総資産	金融資産※			実物資産※
			現金及び 現金同等物	投資	計	
マイクロソフト*	7.2%	4,120	1,113	99	1,212	2,136
エヌビディア*	7.0%	657	260	15	275	327
アップル*	6.6%	3,526	616	1,005	1,621	1,905
アルファベット*	4.2%	4,024	1,109	310	1,419	2,313
アマゾン・ドット・コム*	3.7%	5,279	873	22	895	4,079
メタ・プラットフォームズ*	2.4%	2,296	655	70	725	1,357
ブロードコム	1.7%	729	142	0	142	112
イーライリリー	1.5%	640	29	34	63	458
エクソンモービル	1.1%	3,763	316	476	792	2,495
テスラ*	1.1%	1,066	296	2	299	761
<b>合計</b>	<b>36.4%</b>	<b>26,100</b>	<b>5,408</b>	<b>2,035</b>	<b>7,443</b>	<b>15,941</b>
対総資産比 (%)		<b>100%</b>			<b>29%</b>	<b>61%</b>

内、マグニフィセント 7*	32.1%	20,968	4,921	1,525	6,446	12,877
対総資産比 (%)		<b>100%</b>			<b>31%</b>	<b>61%</b>

(出所) 指数構成比は 7 月 21 日終値ベース、財務諸表データは 2023 年度  
 ※ 金融資産 = 現金及び現金同等物 + 投資 実物資産 = 総資産 - (金融資産 + 無形資産)

総資産に占める金融資産の比率では、上位 10 社で 29%、マグニフィセント 7 で 31% であり、実物資産のおよそ半分に迫る規模となっている。アップルを例に挙げると、2023 年末の金融資産は 1,621 億ドル（約 24.7 兆円）で、対総資産 3,526 億ドル（約 53.7 兆円）比で 46% と実物資産と肩を並べるほどの規模となっている<sup>3</sup>。ビッグテック企業が糸目もつけずに AI 投資を進めることができるのも、この潤沢な資金や投資が背景にあることは想像に難くない。

### 4—海外直接投資(株式)の状況

統計では海外直接投資(株式)の伸びが現金及び現金同等物に並んで高い[図表 1]。その背景のひとつに、米国の多国籍企業が海外の低税率国・地域に設立した子会社への投資があると言われてきた。実際、オランダ、アイルランド、ルクセンブルグ、スイス、シンガポールといった法人税制が緩めの国や、バミューダ、ケイマン諸島、ジャージー島、プエルトリコといったタックスヘイブンから成る 9 国・地域だけで 2022 年の米国の非金融法人による対外直接投資残高の 52.7% を占めている[図表 4]。

[図表 4] 2022 年米非金融法人の対外直接投資残高



(出所) 米 国勢調査局 国際収支・対外直接投資統計

<sup>3</sup> ビッグテック企業のコア資産であるデジタル知財等無形資産の真の価値は統計や財務諸表に現れにくい。仮にこれら無形資産を時価評価できたとしても、実際の総資産に占める現金及び現金同等物の比率は統計や財務諸表で見るとより低い可能性がある。

前出のアップルの2023年年次報告書によれば、同社がその年に払った税金は167億ドル(約2.5兆円)で、その約6割を海外が占めていることが開示されている。アップルはグローバル企業なので海外比率が高いのは当然だ。しかし、同報告書の注記にある税務リスクの欄を見ると、米国に並んで、低税率で有名なアイルランドとシンガポールの税法改正がリスクとして記載されている。このことから、同社が海外で収める税金の多くが、この二国の税制の影響下にあるものと推測される。事実、同社がその年に計上した法人税の実効税率は14.7%と米国の法定連邦法人税率21%より低い。本来収めるべき税率(法定税率)と実際の税率(実効税率)がここまで異なると、企業間の公正な競争や税負担の公平性を巡って様々な議論が飛び交うのも致し方ない。

## 5——経験則に相反する現金等資産増加の背景

現金等の流動資産が多いと企業の弁済能力は高くなるが、この種の資産は本業の事業資産と比べてリターンが低い傾向があり、総資産の利益率を低下させる反作用がある。そのため、流動資産は資金繰りが厳しくならない程度の最低水準に留め、ダブつかないことが望ましいとされてきた。ところが[図表1]で確認した資産の趨勢はこの経験則と相反している。

これには米国の税制が深く関わっている。米国は国内外問わず企業の所得に課税を行う全世界所得課税制を敷いている。この制度では、米国企業が海外で稼いだ所得について現地で課税された上で、米国でも最高35%の累進連邦法人税が課される<sup>4</sup>という二重課税が生じるため、海外事業を展開する米国の多国籍企業の頭痛の種となっていた。ただ、米国の全世界所得課税制では、海外子会社が親会社に配当を行うまで、海外所得への課税繰り延べが認められていたことから、企業は海外で得た所得を米国に配当せず低税率国・地域の海外子会社に貯めこむようになる。これを受け低税率国での海外子会社設立が加速し、統計上でも対外直接投資(株式)が伸びる一因となったと考えられる。中でもビッグテック企業の稼ぎ柱であるデジタル知財等無形資産は、国境を越えやすいという利点があり、積極的に海外子会社に移転されていったと言われている。

こうして米国に配当されずに海外子会社に溜まった所得は現金等の形で増え続ける。リターンの低い現金等資産をこれほど多く抱えるのは実に不可解であるが、米国の課税をできるだけ繰り延べることによる節税効果は、現金などを持ち続けることによる機会損失を上回るとの判断だったのだろう。

## 6——米国の対応

当然ながら、米国では自国の企業が海外で得た所得を国内に戻さないことへの不満が募る。その一方で、低税率を求めて本社を米国からアイルランドやケイマン諸島に移す米国企業が出始め、国内産業の海外流出懸念も高まった。係る状況の下、米政権には、国内産業の競争力維持の観点から企業が米国から脱出しないぎりぎりの範囲で、どうにかしてその企業の海外所得に課税するという微妙な手綱さばきが求められることになる。

その第1弾が、共和党トランプ前政権が2017年に行ったTax Cuts and Jobs Act (TCJA) of 2017、所謂トランプ減税である。詳細は割愛するが、この政策で米国企業が海外に所得を貯める遠因となっ

<sup>4</sup> 外国税額控除の適用により、外国で払った法人税は米国の課税から控除される。

た全世界所得課税制の一部を改めると共に、企業の租税回避を促した税率の内外格差についても連邦法人税率の一律 21%へ引き下げで幾分か解消されることになった。また企業の海外所得への課税については、従来の海外子会社からの配当に対する課税を免除する一方で、海外子会社の所得の一部について低税率で課税を行う仕組みを導入した。課税対象が海外所得の一部、かつ低税率となったのは、自国企業を国外に移転させないための配慮が少なからず働いたものと推測される。また、1986年から海外に留保された所得の国内還流を促すために、1回限りという条件付きながら低税率で課税を行うレパトリ減税も同時に行われた。これにより、海外に利益を貯め続けてきた米国の多国籍企業に政治的圧力も加わり、アップルを始め数多くの企業が海外子会社から米国に利益を戻した。その額は、トランプ減税が施行した翌年の 2018 年には 6,649 億ドル（約 101.3 兆円）と、前年の 1,551 億ドル（約 23.6 兆円）と比べ 4 倍近い増加となった<sup>5</sup>。ただ、冒頭の統計や財務諸表データが示す通り、2023 年になってもビッグテック企業が膨大な金融資産を保有していることに変わりはない。

その後発足した民主党バイデン現政権は 2021 年に発表した The Made in America Tax Plan で前政権の政策を転換し法人税の課税強化を発表した。計画では前政権が引き下げた連邦法人税を 28%まで引き上げることに加え、多国籍企業の海外所得の更なる課税強化を図り、これらを財源にコロナ禍で悪化した財政の再建や国内投資、雇用創出を行うことを企図している。この課税強化で米国企業の海外逃避に拍車がかかることを見越したバイデン政権は、その逃避先である海外での法人税引き下げ競争に歯止めをかけるため、OECD が進めてきたグローバルミニマム課税の導入への支持を表明し、2021 年 10 月に米国を含む 136 カ国・地域が世界共通の最低法人税率を 15%とすることで合意した。同じ国内外の税率格差是正でも、トランプ政権が自国内の法人税率引き下げに動いたのに対し、バイデン政権は自国内の税率の引き上げと諸外国の低税率是正に動いており、両者の対応は好対照をなしている。この 136 カ国の中には、米国の多国籍企業の海外子会社が集まるアイルランドも含まれており、合意が履行されれば同国をはじめ様々な低税率国で恩恵を受けてきたビッグテック企業にも何らかの影響が及ぶものと考えられる。しかし、現時点で The Made in America Tax Plan やグローバルミニマム課税は米議会に承認されておらず、実現には至っていない。

## 7—おわりに

ビッグテック企業をはじめとする米国の多国籍企業は、足元で現金の山を積み上げている。現金が積み上がる本源的な理由はビジネスそのものが儲かるからに他ならないが、それだけが理由ではない。企業が国内外の税制の違いに着目し、自らが経済合理的と判断する企業行動と最適な資産構成を選択してきた結果でもある。近年の例では、海外子会社への直接投資と金融資産へのシフトが挙げられる。

この現金の山を築いた背景に税制があるとすれば、それを崩すのも税制ではないだろうか。前述の通り、バイデン政権は課税強化に動き出している。また、多くの国々がビッグテック企業の行動によって自国の税源が浸食され、公正な競争が阻害されていることを問題視しており、国家間の不毛な法人税引き下げ競争の阻止とビッグテック企業を念頭に置いた国際的課税改革に動き出している。各国の税制の違いや税源を巡る利害の対立など乗り越えなければならない壁はまだ多いが、いずれ国

<sup>5</sup> “US companies bring home \$665 billion in overseas cash last year, falling short of Trump pledge” Mar 23, 2019, CNBC

際協力の下で新しい税制レジームが生まれてもおかしくない。

全てはその改革の中身次第ではあるが、新たな税制レジームの出現により、これまでビッグテック企業が享受してきた節税手段が無くなれば、現金を抱えることによる機会損失が今以上に増えることになる。そうなれば、企業は足元に積み上がった現金を取り崩し、より良い事業機会へのシフトを通じて資産サイドの収益性を向上させるか、自社株買いや負債償還等を通じた資本構成変更で資本サイドのコスト改善を図ることになる。

冒頭でも触れた通り、資金の一部はA Iを始めとするイノベーション投資に向かっている。限られた投資先の争奪戦に勝ち抜く上で圧倒的な資金力ほど強い味方はいない。他の追従を許さないビッグテック企業の先行投資がそのまま続けば、ビッグテック企業によるイノベーションの寡占がますます進み、生産性格差は拡大するばかりだ。

現金の山は次にどこへ動き出すのだろうか。今後の米国や国際的な課税改革の流れを受けたビッグテック企業の一挙一動を見守りたい。

---

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。