

第 2 章

対外資本取引の自由化に関する諸論点

佐藤 仁志

要約：

アジア諸国における対外資本取引の自由化 1980 年代後半から 1990 年代始めにかけて始まったが、1990 年代後半のアジア金融危機を経て、アジア諸国の対外資本取引は、国によってかなり異なる様相を見せている。例えば、韓国のように、アジア金融危機以降、資本流入のうち証券投資の割合が急増した国がある一方、インドネシアやフィリピンは、依然として資本取引の大きな部分を借入れが占め、証券投資や直接投資のシェアの伸びは鈍い。中国については、独自の資本取引規制政策により証券投資が抑えられている一方、1990 年代半ば以降急速に海外直接投資の受け入れが進んでいる。本稿は、対外資本取引の自由化に関する既存の研究を簡単にレビューするとともに、アジア諸国内で資本取引の多様性を考える上で重要と思われる論点を考察する。

キーワード：対外資本取引、証券投資、直接投資

1. はじめに

資本蓄積が遅れている発展途上国は対外資本取引の自由化に伴い、資本蓄積の進んでいる先進国から資本を受け入れることになるが、その大部分が借入（ローン）か、直接投資の形態をとるといわれる¹。アジア諸国において資本取引の自由化が始まったのは、おしなべて 1980 年代後半から 90 年代初頭にかけてであるが、やはりその多くは借入であった。しかし、1990 年代後半のアジア金融危機を経て、アジア諸国の資本取引は、国によってかなり異なる様相を見せている。例えば、韓国ではアジア金融危機以降、資本流入のうち証券投資の割合が急増した。タイ、マレーシアも韓国より緩やかではあるが、証券投資の割合を増やし、借入の割合を減少させている。一方、インドネシア、フィリピンは、依然として資本取引の大部分を借入が占め、証券投資や直接投資のシェアの伸びは鈍い。中国については、独自の資本取引規制政策により証券投資が抑えられている一方、1990 年代半ば以降急速に直接投資の受け入れが進んでいる。

本稿の目的は、対外資本取引の自由化に関する既存の研究を簡単にレビューするとともに、アジア諸国内で資本取引の多様性を考える上で重要と思われる論点を考察することである。第 2 節では対外資本取引の自由化の影響を経済成長と消費変動に分けて、既存の文献を整理しつつ述べる。第 3 節はアジア諸国における対外資本取引の状況について概観する。第 4 節は対外資本取引の構成についての議論を整理するとともに、アジア諸国において特に重要と思われる直接投資に焦点を当てる。第 5 節で全体を総括するとともに今後の研究の方向性について述べる。

2. 対外資本取引自由化の影響

対外資本取引の自由化が経済に与える影響については様々な側面があり、それらについて非常に多くの研究の蓄積やそのサーベイが存在する。ここでは、いくつかの側面、とりわけアジアの新興市場諸国の資本取引を検討するために論点として整理しておくのが有用と思われるものに限定して概観する。

2.1. 対外資本取引自由化と経済成長

成長回帰分析

「資本取引の自由化が経済成長に正の効果をもたらす」という命題は目新しいものではない。しかし、1980 年代半ば以降、資本取引の自由化を進めた発展途上国の一部が際立って高い経済成長を遂げたことも手伝って（図 1）、資本取引の自由化が経済成長を押し上げにどれほど貢献したかについて、1990 年代半ば以降、数多くの実証研究が積み上げられて

きた。

こうした実証研究の大部分は、GDP 成長率を資本取引の自由化を指標化した変数(de jure measures) や対外資本ストックの対 GDP 比率(de facto measures) で回帰分析することによって、資本取引の自由化が経済成長にどれほど影響を与えたかを計測する。サンプルは一定期間、国横断的に集められる、いわゆる国横断的な成長回帰分析(cross-country growth regressions) と呼ばれるものである。それらの実証研究の蓄積を一言で要約すれば、これまでのところ、資本取引の自由化が経済成長を押し上げたというコンセンサスは得られていない。例えば、Kose et al. [2006] は、25 の実証研究のうち正の効果が得られた研究はわずかに 2 にとどまり、18 の研究が条件によって結果が左右するなど確定的な結果に至らず、5 つの研究は明確に効果を否定している、と報告している。国横断的な成長回帰分析では結果の頑健性を得ることが困難、という帰結がおおむねコンセンサスとなっている。

よりミクロな構造へ

成長回帰分析には、そもそも資本取引の自由化の度合いをどのように計測するかという問題に加えて、サンプル期間の取り方や、より根源的には資本取引の自由化がどのようなメカニズムで経済成長を押し上げるかについて構造的な要素を欠いているなどの諸問題が存在することが知られている。膨大な研究蓄積にもかかわらず、成長回帰分析は確たる結果を導き出さないの、単に資本取引の自由化が経済成長にどの程度の効果をもたらしたか計測するのではなく、資本取引の自由化が経済成長に正の影響を与えるとすれば、それはどのような経路をたどって実現するのかという、より経済構造に注意を払ったアプローチに研究の関心は移っている。

そのひとつが、資本取引の中でも証券市場の対外取引自由化という具体的な政策変更に着目した実証研究である。証券市場の自由化に着目する実証研究は、以下のような利点を強調する。証券市場の対外取引の自由化については、政策実施の時期が比較的特定しやすいこと、経済成長のみならず、資本コストや民間投資の動向など理論モデルから引き出される実証予測がより豊かになること。実際、これらの実証研究の多くが、証券市場の自由化は資本調達コストを引き下げ、経済成長あるいは民間投資に正の影響を与えることを見いだしている(例えば、Henry [2000] や Bekaert et al. [2006] など)。

しかしながら、Henry [2007] によれば、途上国における証券市場の自由化の影響は理論的に考えられるより小さなものとどまっている。その要因として、成長回帰分析同様に証券市場自由化の指標の正確さにも問題があり得ること、途上国の制度(法制度など)並びにその実施体制が不完備であること、投資家の保護水準が低いなど資本市場そのものの不完備性があること、などを指摘している。また、証券取引の対外自由化という政策決定も内生的に決定されるものであり、この内生性をどのようにコントロールして実証分析をするかも課題とされている²。

いまひとつの研究ラインが、対外資本取引の中でも直接投資に着目するものである。基本的な新古典派成長モデルでは、資本取引の自由化は資本蓄積を加速し、その間経済成長率も上昇する。しかしながら、それは経済が新たな定常状態に達するまでの一時的なものであり、ひとたび経済が新たな定常状態に達すると、経済成長率は資本自由化以前の水準に戻る。すなわち、資本取引の自由化が資本蓄積を通じて経済成長に与える効果は一時的なものに過ぎない。もし、持続的な経済成長がもたらされるとすれば、それは TFP の成長によるものであり、資本取引、ことに外国からの直接投資は受入国への技術移転を伴う可能性があるため経済成長への正の影響が観測されやすいことが期待される。

これまでの直接投資と経済成長にかかわる実証研究では、証券市場の対外取引自由化と経済成長に係る研究ほどには明確に正の影響を見出していない。Kose et. al. [2006] によれば、12 の実証研究のうち明確に正の影響があると結論づけたのはただひとつであり、残りの研究はすべて、正の影響があるとしても資本市場が発達している、あるいは人的資本の蓄積が進んでいる場合、などの諸条件が伴う。

対外資本取引の中でもより具体的に証券取引市場の対外取引自由化と直接投資が経済成長に与える影響について分析した実証研究の結果に共通して言えることは、同時期に採られた他の経済政策（経済構造改革など）の影響、人的資本の蓄積の進み具合、法制度の整備の度合いなど、対外資本取引の自由化との相互関係が考慮されなければならない要素が多いということである。

企業データの分析

近年では、集計されたマクロデータではなく、対外資本取引の自由化が企業行動にどのような影響を与えているのか、企業レベルのデータを用いてより直接的に分析しようとする試みもなされている。こうした企業レベルのデータを用いることによって、例えば、Obstfeld [1994] が指摘したように、対外資本取引の自由化が国際的なリスク分散を可能とし、企業が安全ではあるが収益率の低い投資プロジェクトからリスクは高いが収益率の高い投資プロジェクトにシフトするなどといった、対外資本取引の自由化が経済成長を押し上げるミクロなメカニズムを特定するような分析が期待される。

Chari and Heny [2004] は新興市場諸国 11 カ国約 250 企業のサンプルで、証券市場の対外取引自由化が新興市場諸国で株式を保有するリスクを低め、株価を平均して約 15 パーセント押し上げたと推計している。また、Chari and Henry [2008] では、新興市場諸国 5 カ国約 370 企業のサンプルを用いて、証券市場の対外取引の自由化以降 3 年間にわたって、企業の資本成長率が平均して約 4% 上昇したと推定している。さらに、Mitton [2006] は、証券市場の対外取引の自由化は、新興市場諸国の企業にとって新しい資金調達の手続きを得ること、資本調達コストが下がること、外国人投資家による監視効果により企業ガバナンスが向上すること、を意味するとして、より広範囲なサンプルを用いて（途上国 28 カ国、1100

企業）、外国人投資家による株式取引が可能になった企業では、高い水準の成長、投資、利益率などを示すことを推定している。

直接投資からの技術移転に関しても、例えば、Blalock and Gertler [2008] は、インドネシアの企業レベルデータを用いて、多国籍企業と取引のある地場企業の間では競争の激化、生産性の向上、製品価格の低下などの現象が起こっていることを実証している。

以上、対外資本取引の自由化と経済成長をめぐる研究を、マクロからミクロへという流れで非常に簡単に整理したが、大きな特徴は三つ挙げられる。第一に理論的に予測される対外資本取引の自由化の効果を国横断的なマクロレベルの実証分析で見出すことは難しい一方、分析の対象をよりミクロなレベルに移すと観測しやすくなるということである。第二に、対外資本取引の自由化と同時期に行われることが多い他の経済政策（経済構造改革など）の影響をどう分離して評価するのかという問題が残ることである。第三に政策決定の内生性の問題も残ることである。

2.2. 対外資本取引の自由化と経済の脆弱性（Volatility）

対外資本取引自由化の負の側面として、「途上国の対外資本取引の自由化は通貨危機或いは金融危機を引き起こす原因になる」と往々にして議論されることがある。しかし、実際には対外資本取引の自由化がそれだけで通貨危機ないし金融危機を引き起こすわけではない。ここでは、途上国の Sudden stop といわれる現象、すなわち、海外の資本市場へのアクセスの突然の喪失、経常収支バランスの逆転（赤字から黒字）、国内生産及び需要の低迷、資産価格や実質為替レート下落、について興味深いと思われるいくつかの研究の論点を整理する。アジア経済危機もこの Sudden stop の一例である。

Sudden Stop

Mendoza and Smith [2006]は、小国の開放経済版の Real business cycle model (RBC-model) に資本市場の制約（financial frictions）を導入することによって、一般均衡モデルで上記の sudden stop に見られる現象をうまく説明できるとしている³。資本市場の制約とは資本取引に関係するさまざまなフリクションを指すが、例えば、Mendoza and Smith [2006] では、途上国の外国から借入れには保有する実物資産価値（証券）の一定割合という上限がある、外国人投資家が途上国の証券市場に参入する際には情報収集のためなどの取引コストがかかる、などの制約が仮定されている。多少の正確さは犠牲にして、Mendoza and Smith [2006] で強調されている sudden stop のメカニズムを要約すれば、生産活動に対する（小さな）負のショックは所得を引き下げ、（消費水準を平準化するための）家計の借入を増加させるが、借入れ制約を超えることはできない。したがって、家計は保有する実物資産（証券）を売却するが（いわゆる“fire sales”）、これがさらに実物資産価格を下落させ借入れ制約をよりタイトなものにして外国からの借入れ（経常収支赤字）が縮小するという debt-deflation

メカニズムを引き起こす。

しかし、Mendoza and Smith [2006] の最大のポイントは、leverage の高い経済では sudden stop が発生する可能性が高いが、そのような経済では、借り入れ制約に拘束される事態を想定して貯蓄を増加させる（precautionary saving）ので、長期的には sudden stop は発生しにくくなるという点である。

Martin and Rey [2006] は、どのような状況で sudden stop が発生しやすくなるか資本取引の自由化と貿易の自由化を結びつけて議論している点で興味深い。Martin and Rey [2006] では、実物面では独占的競争に基づく複数の財が個々の投資プロジェクトとされ（このほかに完全競争の生産部門がある）、資本市場の役割はそれらの投資プロジェクトが将来生み出す果実のリスクを分散することである。従って、経済主体はより多くのプロジェクトの持ち分を資本市場を通じて購入するインセンティブを持つので、資本市場が対外的にオープンになることは、新興市場諸国の経済主体にとっては、先進国が行う投資・生産プロジェクトの持ち分を保有する機会を得ることを意味する（先進国の経済主体にとっても同様である。やはり新興市場諸国における投資・生産プロジェクトの持ち分を保有するインセンティブがある）。特徴的なのは、プロジェクトを通じて生産された財は世界に供給されるが、その際、貿易コストが発生すること、同時に外国のプロジェクトの持ち分の購入にも取引費用が発生することである。このような設定で、Martin and Rey [2006] はどのようなときに sudden stop（新興市場諸国の投資プロジェクトが行われず（国内生産の落ち込み）新興市場諸国の経済主体は先進国のプロジェクトの持ち分を購入する（キャピタルフライトと経常収支の黒字化）状態を指す）が発生するかを検討する。結論は、資本取引コストが中程度であり、貿易コストが高ければ高いほど、sudden stop の可能性は上昇する。いかに貿易コストが高い場合でも、資本取引コストがゼロであれば裁定により必ず新興市場諸国のプロジェクトの持ち分に対する需要は生まれる。したがって、新興市場諸国で投資プロジェクトがなされないという均衡は維持されない。他方で、資本取引コストが非常に高ければ、新興資本市場諸国の経済主体は、自国のプロジェクトの持ち分を購入する意外にリスクを分散する手立てがない。したがって、やはり sudden stop の可能性はない。しかし、これらの中間の場合は、sudden stop が発生する可能性が高い。

以上は、sudden stop に係るごく一部の文献を見ただけに過ぎないが、そこから得られる重要なメッセージは、sudden stop あるいはより広い意味で対外資本取引と経済の volatility の問題は、新興市場諸国で対外資本取引がオープンになっているか否か、あるいはおよそ資本取引の安定性に影響のありそうな政治的リスクや制度的な要因を個々の事象として並べて捉えるのではなく、それらが経済活動にどのような意味を持つか統合された枠組みで考える必要があるということである。

より一般的な volatility の問題

Sudden stop は、その頻度においても経済に与える影響においても、脆弱性を示す極端なケースといえる。より一般的な意味で、対外資本取引の自由化は経済活動の安定性に寄与するであろうか。理論的には、生産活動の面では必ずしも明らかではないが、消費については、国際資本市場を通じたリスク分散の手段を拡大することから、volatility を減らすことが期待されるというのが通説である。

Bekaert et al. [2006] は、証券市場の対外取引自由化の後に消費の変動が減少する傾向が見られるとしている⁴。その一方で、Kose et al. [2003] のように明確な脆弱性の低下を否定する結果もあり、必ずしも対外資本取引の自由化が消費を安定させることに寄与しているかどうかについて明確な証拠は得られていない。実際、Bekaert et al. [2006] もサンプルを新興市場諸国に限定すると対外取引自由化の効果は弱くなるという結果となっている。

アジア諸国に限定してこの問題を論じることは、アジア金融危機のため更に評価が難しくなると考えられる。試みに、(図2) はアジア諸国の GDP 成長率と消費成長率を 10 年間の移動平均で評価した標準偏差をプロットしたものである。いずれに国もアジア金融危機を契機に標準偏差が大きく上昇していることが見て取れる。しかしながら、韓国、台湾、インドネシアなど、中にはアジア金融危機以前の 1980 年代後半から 1990 年代前半にかけて GDP、消費ともに標準偏差が下落している国も見られる。したがって、インフォーマルな推測に過ぎないが、変動を取る時期などによって計測の結果が容易に左右されるであろうことは想像に難くない。10 年間の移動平均を取っているので景気変動の影響はある程度考慮されていると考えられるが、経済成長の議論と同様に、それ以外にもコントロールしなければならない要因は多く、より厳密な分析が期待される。

3. アジア諸国における資本取引

本節では、アジア諸国(シンガポール、韓国、中国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン)における資本取引の実態を概観する。ここでは、Lane and Milesi-Ferretti [2006] が作成した対外資本取引のストックベースのデータを用いた。アジア諸国における資本取引の状況は、おおむね次のように概括することができる(主要な論点は次の3つ)。

- (1) 対外ポートフォリオポジション(International Portfolio Position、以下 IIP と略す)はアジア金融危機以降、改善する傾向にある。また、その構成は借入れによる負債が大きなシェアを占めていたが、そのシェアは減少する傾向にある。
- (2) 他方、IIP の改善のスピード並びに借入れ負債比率の減少の度合いは、国によって大きな違いがあることが確認される。韓国、タイやマレーシアにおいては、証券投資や直接投資の占める割合が増加しているのに対し、インドネシアやフィリピンでは依然として借入れ負債比率が高い。

(3) 中国については、その独自の資本取引規制政策によって、資本流入のほとんどが直接投資で占めるなど特異な構造となっている。

以下、国ごとにデータが示す傾向を読み取っていく。

韓国： アジア金融危機以降、対外ポートフォリオポジション(International Portfolio Position、以下 IIP と略す) はマイナス幅が縮小。負債に占める証券投資のシェアが拡大する一方、借入負債は縮小の傾向。

中国： IIP はマイナスからプラスへ。負債のほとんどは直接投資の流入によるもの。証券投資の割合は非常に少ないが、近年わずかながら増加する傾向。1990 年代以降、FDI の流入が進む一方で、IIP は改善へ。これは通貨政策による外貨準備の積み上げが反映されたものと解釈することができる。

タイ： アジア金融危機以降、IIP のマイナス幅が縮小する傾向。負債に占める借入の割合はアジア金融危機前後に大きく膨らんでいたが、それ以降は縮小の傾向。直接投資及び証券投資のシェアが増加している。

マレーシア： タイと同様に、アジア金融危機以降、IIP のマイナス幅が縮小する傾向にある。負債に占める借入の割合も縮小の傾向にあり、代わって直接投資及び証券投資のシェアが増加している。

インドネシア： アジア金融危機以降、IIP のマイナス幅は縮小したものの、依然として負債に占める借入の割合がタイなどに比べると大きい。また直接投資に関しては近年シェアが減少している。

フィリピン： アジア金融危機の IIP に対する影響は少なかった。負債に占める直接投資の割合が 1990 年代以降増加したが、依然、借入の占める割合が大きい。

こうした、国による IIP の変化、特に証券投資のシェアの変化の違いを見ていくときに注意しなければならないのは、それぞれの国の資本取引に関する政策である。(表 1) はアジア諸国の証券市場の外国取引の開始時期をまとめたものである(Heny [2007] の抜粋による)。表には、証券市場の外国取引の開始時期の他に、会社民営化(privatization) の開始時期、貿易自由化の開始時期も併せてまとめられている。この表から見て取れるのは、証券市場の外国取引の認可はいずれの国においても 1980 年代後半に始まっているということである(最も早いフィリピンで 1986 年 5 月、最も遅いインドネシアが 1989 年 9 月)。

実際、すでに見てきた IIP データにおいても、証券投資による負債が表れるのは各国とも 1980 年代後半であり、こうした政策実施の時期と整合的である。しかしながら、その後の負債構成の変化には国によって著しい違いが見られ、特に証券投資や海外直接投資の比率には大きな差が生じている。したがって、こうした違いを生んだ要因について、まずは各国の資本市場の事情を詳細にみていくことが必要と思われる。経済政策決定の内生性の問題と関係するが、その際に留意すべきとして、資本市場に関する政治経済学的アプローチ、すなわち、利害関係をもつ民間セクターの政府の政策決定への働きかけに注視することが重要と思われる。

4. 対外資本取引の構成と直接投資

対外資本取引の自由化を考える際には、そもそも“対外資本取引の自由化(capital account liberalization)”とは何を指すのか明確にしておくことが重要である。対外資本取引の自由化の具体的なイメージは、大まかには、国内企業が外国銀行から借り入れすることを許可すること、自国債券の外国人購入を許可すること、自国証券市場での株式売買を外国人に許可すること、である。対外資本取引の自由化を考える上で、借入れ(debt finance)の自由化と投資 (Equity finance と FDI) 自由化を区別することは重要であるとされている。

実際、対外資本取引の自由化について、借入れ負債 (特に銀行ローン) が非常に大きなリスク要因となることはおおむねコンセンサスとなっている。例えば、仮に国内の銀行の監査体制が不十分であれば、借り入れが過大になり、非効率な貸出しに回る可能性が高く (例えば Mckinnon and Pill [1996])、また、銀行借り入れに暗黙的な政府保証がなされている場合や或いは国際機関による事後的な支援が暗黙的に期待される場合は、やはり国内銀行の貸し出しが非効率になる可能性がある。とりわけ、途上国向けの短期の銀行貸し出しは不安定 (highly volatile) で procyclical であることが知られている。すなわち、景気の上昇局面では短期銀行貸出しは増加する一方、景気後退局面では急速に減少する。したがって、対外資本取引の構成要素のうち借り入れ部分のシェアが高い国は、資本流入の停止及び資本流出 (いわゆる sudden stops) というリスクが高いと言える (例えば Wei [2006])。

しかし、ある国の借り入れ負債の割合が高いことは、むしろ経済活動や政策の結果であって、金融危機を引き起こす直接の因子ではない。より正しくは、もし高い借り入れ負債比率が金融危機の可能性を引き上げるのであれば、なぜ途上国は高い借り入れ負債比率を容認するするのか、その原因を考えることが重要である。あるいは、アジア諸国に引きつけて問い直せば、なぜ、韓国、タイ、マレーシアはアジア金融危機以降、借入れ負債比率を下げる事ができたのに、インドネシアやフィリピンでは同様のことが実現できないのか、ということになる。

4.1 対外資本取引の pecking order

対外資本取引の構成がアジア諸国の中でも大きな違いを見せていることを考える上で、Daude and Fratzscher [2008] の研究は示唆的である。Daude and Fratzscher [2008] は、対外資本取引の各構成要素、証券投資、FDI、債券投資、借り入れ、に pecking order が存在すること、それぞれの構成要素は異なった要因に左右されることを 77 カ国による二国間取引データを用いて実証している。彼らの研究の結果を要約すると、FDI（と銀行ローンはある程度）は、証券投資や債券投資に比べ情報のフリクシオンの多寡に左右されやすいこと、逆に、証券投資は FDI や銀行ローンに比べ、制度面での質（例えば投資家への情報公開の程度や会計基準の質、投資家の保護の度合いなど）に左右されやすい。

このような、実証結果をもとにすると、前節で述べたようなアジア諸国の対外資本取引構成のバリエーションはどのように考えられるだろうか。証券投資の比率の比較的小なかったインドネシアやフィリピンでは他のアジア諸国に比べて、制度面での質が劣ると言えるのだろうか。また、同時にこの 2 カ国は FDI の受け入れという点でも他のアジア諸国に遅れをとっているように見える、情報のフリクシオンの多寡でうまく説明がつくのだろうか。政策的なインプリケーションが伴う論点であるといえよう。

4.2 海外直接投資

海外直接投資については、Marksen [1984] や Helpman [1984] を嚆矢に、貿易論の枠組みを中心に多くの研究蓄積がなされてきたところである。FDI は資本移動の一形態であるが、貿易論では生産拠点を海外に移転するという実物的側面に分析の力点が置かれる。直接投資は、おもに次の二つに分類される。

- （１） 海外市場に新たな工場を立ち上げる固定費を負担する代わりに、当該市場への輸出コストを節約することを目的とする、輸出代替的な水平的 FDI
- （２） 投資先国の低廉な生産要素の利用を目的とする垂直的 FDI

「水平的」というのはおもに輸出代替的な FDI が先進国間で行われることを反映し、「垂直的」というのは労働賃金格差の大きい先進国から途上国にむけての FDI を指すことに由来する。すでにアジア諸国での対外資本取引の構成でも見たように、発展途上国の対外資本取引に占める FDI の割合は大きい。特に垂直的な FDI がより重要となると考えられる。

前節で紹介したように、Daude and Fratzscher [2008] は、FDI フローは投資国とホスト国との間の情報の多寡に左右されると主張している。以下においては、Wakasugi et al. [2009] が試みている企業別データに基づいた日本企業の直接投資行動の分析を紹介する。

日本企業の海外直接投資

Wakasugi et al. [2008] は、日本企業の海外直接投資による売上高を、単純な重力モデルを

用いて推計している。したがって、Wakasugi et al. [2008] は、直接投資を資本移動という観点で推計しているわけではないが、直接投資を参入退出を含めた企業レベルの行動として捉えているため、間接的に直接投資を決定する要因を伺い知ることができる。行動様式推計される式は次のとおりである：

$$\ln X_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln GDP_{it} + \beta_2 \ln Dist_i + \mu_{it} \quad (1)$$

ここで i は国、 t は時点を示し、 X_{it} は海外事業所の総売上高、 GDP_{it} は直接投資受入国の実質 GDP、 $Dist_i$ は国 i からの距離、そして μ_{it} は誤差項である。

企業別データを用いる利点として、Wakasugi et al. [2008] は距離や受入国の GDP が、直接投資の intensive margin と extensive margin に与える影響を測定している。ここでいう intensive margin とは 1 企業あたりの平均売上高、extensive margin とは、当該国に進出している親会社の数のことである。

これらの指標に及ぼす GDP や距離の影響を以下の回帰式で分析する。

$$\ln x_{it} = \beta_{x0} + \beta_{x1} \ln GDP_{it} + \beta_{x2} \ln Dist_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\ln n_{it} = \beta_{n0} + \beta_{n1} \ln GDP_{it} + \beta_{n2} \ln Dist_i + \mu_{it} \quad (3)$$

ここで x_{it} は国 i における 1 海外事業所あたりの売上高、 n_{it} は国 i に海外事業所を所有する企業の数である。定義より、 $X_{it} = x_{it} n_{it}$ であり、 $\beta_1 = \beta_{x1} + \beta_{n1}$ および $\beta_2 = \beta_{x2} + \beta_{n2}$ が成立する。

回帰式 (1)、(2)、(3) の推計結果は (表) である。はじめの 3 列 (Model I) は、それぞれ、海外事業所の総売上高、1 企業あたりの平均売上高、親会社レベルの企業数を被説明変数にした場合の回帰分析の結果を示している。次の 3 列は以上の回帰式に WTO 加盟国ダミーを加えた式の推計結果である。

結果には次のような特徴がみられる；(1) GDP の係数はプラス、距離の係数はマイナスであり、(2) 日本から直接投資の相手国までの距離の遠近は、進出企業あたりの売上高を変化させるよりは、むしろ、当該国へ進出する企業数を変化させることによって、総売上高に影響を与えている。特に、後者の特徴は印象的で、距離の親企業の数に対する弾力性は、企業あたりの現地売上高に対する弾力性よりもはるかに大きく、5 倍も大きな負の影響を与えている。したがって、企業の参入・退出は、海外事業所の総売上高に大きな影響を与えていると結論付けることができる。この傾向は WTO 加盟国ダミーを回帰式に追加したケースにおいてもあてはまる⁵。

同様の分析は産業別のデータでも行われている。(表 3) はその分析結果である。電機機械産業における距離の被説明変数に対する弾力性は特に大きく (-2.40)、電機機械産業は非常に距離に敏感な産業であることがわかる。それとは対照的に、輸送用機器産業のその

弾力性は - 0.56 で相対的に小さい。この 2 つの産業は、いずれも企業の海外進出が著しく進んだ産業であるが、直接投資の距離に対する反応がこれほどまでに異なるのは、電機機械産業は輸送用機器産業に比較して東アジアを進出先として選ぶケースが多いということを示唆している。つまり、電機機器産業においては、現地の低賃金労働を活用する垂直的直接投資が輸送用機器産業に比較して重要な役割を果たしているからだと考えられる。

日本からの地理的な距離に表れているものが何かについては、議論のあるところであるが、直接投資の文脈では本社が現地子会社や工場をマネージするのに必要なコスト、具体的には通信や出張の容易さ、あるいは文化的な近似性など、だと考えられることが多い(例えば Head and Ries [2008])。そのような標準的な解釈を受け入れれば、Wakasugi et al [2008] で得られた結果も、直接投資は情報フリクションにセンシティブであるとする Daude and Fratzscher [2008] の結論と整合的と言えるかもしれない。

5. まとめ

本稿の目的は、対外資本取引の自由化に関する既存の研究を簡単にレビューするとともに、アジア諸国内で資本取引の多様性を考える上で重要と思われる論点を考察することである。対外資本取引の自由化が経済成長に正の影響を与えるかについて、これまでの実証研究は明確な答えを得られていない。特に長期的な効果の有無を推定しようとする国横断的な成長回帰分析が曖昧な結果であるのに対し、よりミクロな視点に立った実証分析は正の効果を推定することが多いという傾向がある。対外資本取引の自由化がアジア諸国に与えた影響についても、より企業行動がどのように変化したかに着目するべきと考えられる。

一方で、対外資本取引の自由化は消費の安定化に寄与するとされているが、基本的ロジックが投資リスクの分散にあるとすれば、やはりこれも個々のアジア諸国において対外投資の動向を観察することによって、ある程度推測することが可能ではないかと思われる。

第 3 節でみたように、中国を除くアジア諸国は、対外資本取引の自由化をほぼ同時期に開始している。しかしながら、その後の対外資本取引の構成は国によって大きな違いを見せている。それぞれの国の資本市場政策、直接投資政策などを巡る政府と既存の地場経済勢力(とりわけ地場金融機関)との政治経済学的なアプローチが有効と思われる。

アジアにおいては、直接投資は経済成長に大きな影響を与えていると考えられる。従来は、製造業雇用の創出、技術移転などの観点から語られることが多かったが、直接投資はマクロ経済の stabilizer として働く可能性があるだけでなく、Antras et.al. [2007] が指摘したような直接投資と地場資本の投資の補完性も受入れ国における資本市場の発達を考える上で大事な論点と考えられる⁶。アジア諸国における直接投資の受入れも国によって顕著な違いがみられる。したがって、直接投資の受入れがそれぞれの資本市場の発達とどのように関係しているかそのバリエーションの違いを考察することも有用と考えられる。

【参考文献】

- Alfaro, Kalemli-Ozcan, and Volosovych [2008], "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation," *Review of Economics and Statistics*, 90, 347-368.
- Antras, Desai, and Foley [2007], "Multinational Firms, FDI Flows and Imperfect Capital Markets," mimeo.
- Arellano and Mendoza [2002], "Credit Frictions and 'Sudden Stops' in Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Market Crises," *NBER Working Paper*, 8880.
- Bekaert, Harvey, and Lundblad [2005], "Does Financial Globalization Spur Growth?," *Journal of Financial Economics*, 77, 3-55.
- Calvo [1998], "Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, 1, 35-54.
- Caselli and Feyrer [2007], "The Marginal Product of Capital," *Quarterly Journal of Economics*, 122, 535-568.
- Chari and Henry [2008], "Firm-specific Information and the Efficiency of Investment," *Journal of Financial Economics*, 87, 636-655.
- Daude and Fratzscher [2008], "The Pecking Order of Cross-border Investment," *Journal of International Economics*, 74, 94-119.
- Head and Ries [2008], "FDI as an Outcome of the Market for Corporate Control," *Journal of International Economics*, 74, 2-20.
- Henry [2000], "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices," *Journal of Finance*, 55, 529-564.
- Henry [2007], "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation" *Journal of Economic Literature*, 45, 887-935.
- Kose, Prasad, Rogoff, and Wei [2006], "Financial Globalization: A Reappraisal," NBER Working Paper, 12484.
- Lane and Milesi-Ferretti [2006], "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004," IMF Working Paper, WP/06/69.
- Martin and Rey [2006], "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?," *American Economic Review*, 96, 1631-1651.
- Mendoza and Smith [2006], "Quantitative Implications of a Debt-deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices," *Journal of International Economics*, 70, 82-114.
- Mitton [2006], "Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level," *Journal of Financial Economics*, 81, 625-647.
- Obstfeld [1994], "Risk-taking, Global Diversification, and Growth," *American Economic Review*, 84,

1310-1329.

Wakasugi, Todo, Sato, Nishioka, Matsuura, Ito, and Tanaka [2008],” The Internationalization of Japanese Firms: New Findings Based on Firm-level Data,” *RIETI Discussion Paper* 08-E-036.

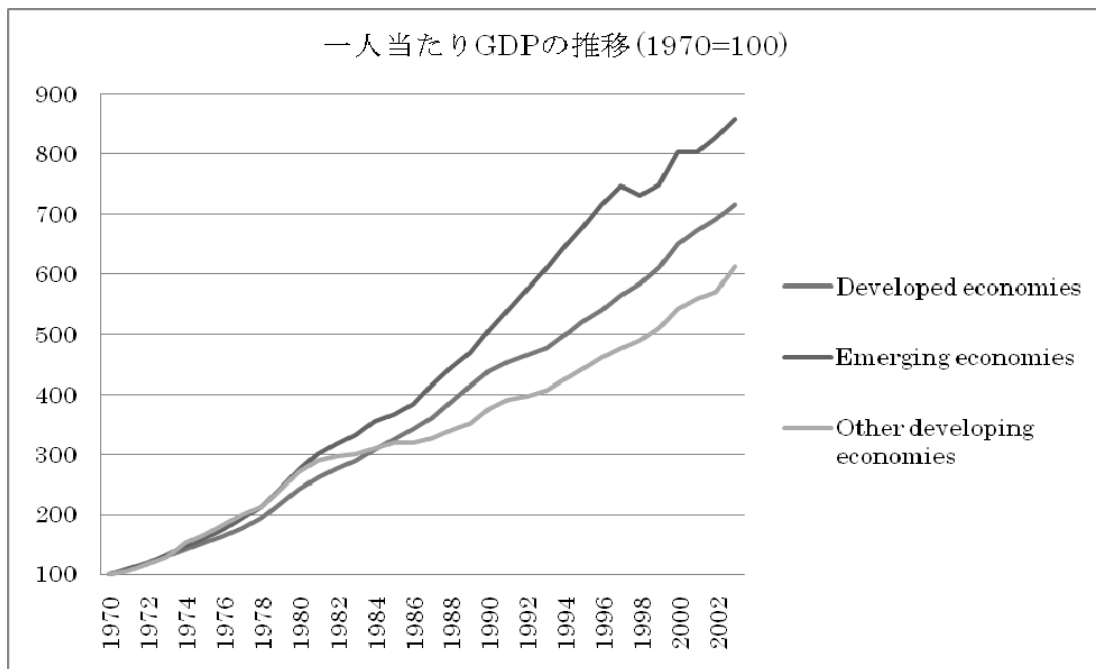


図 1 : 1 人あたり GDP データは Penn World Table 6.2 に基づく。

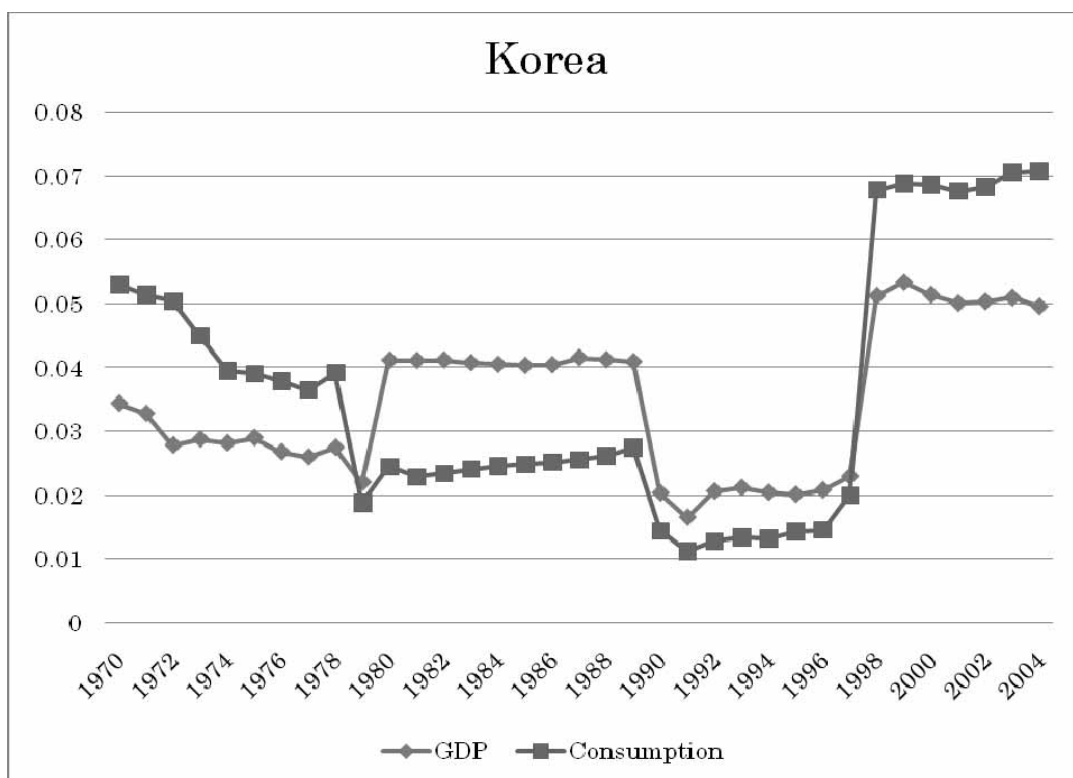


図 2-1 : 1 人あたり GDP 及び消費のデータは Penn World Table 6.2 に基づく (以下の図 2 において同じ)。

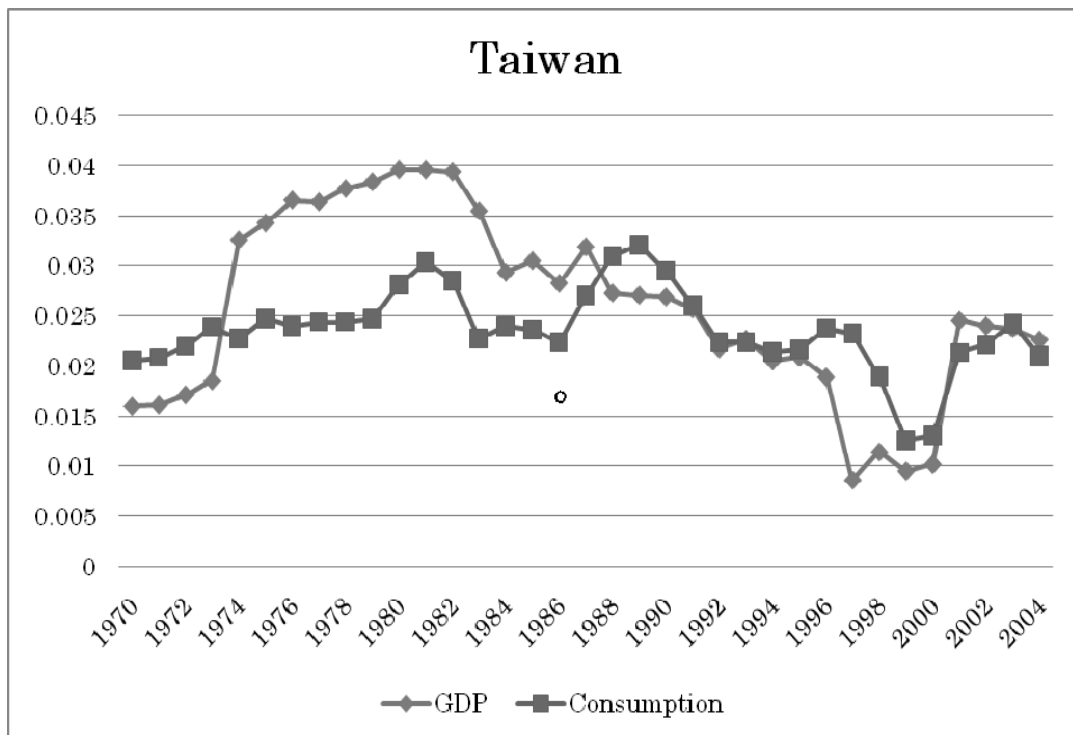


图 2-2

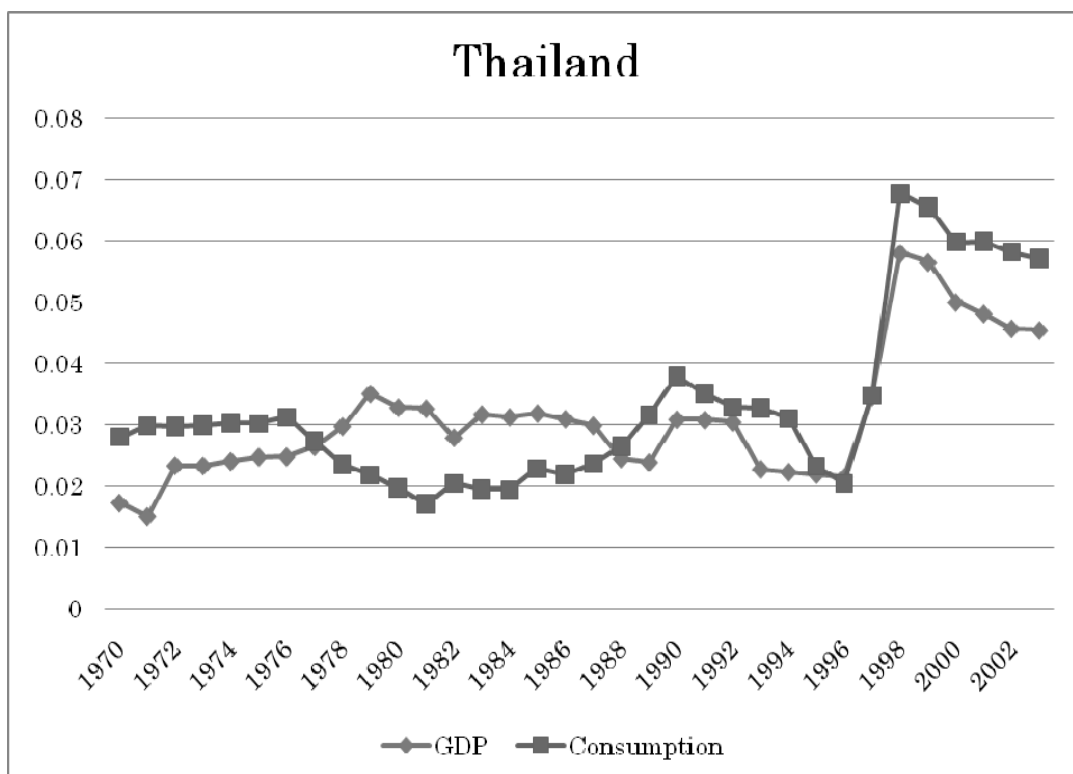


图 2-3

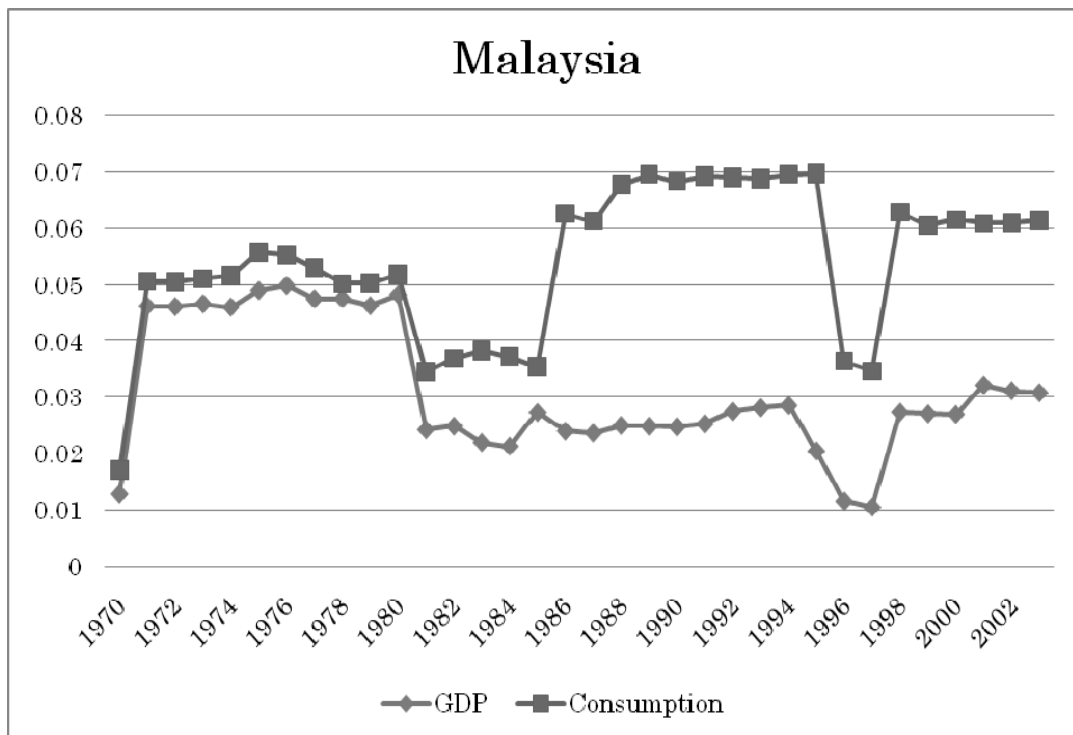


图 2-4



图 2-5

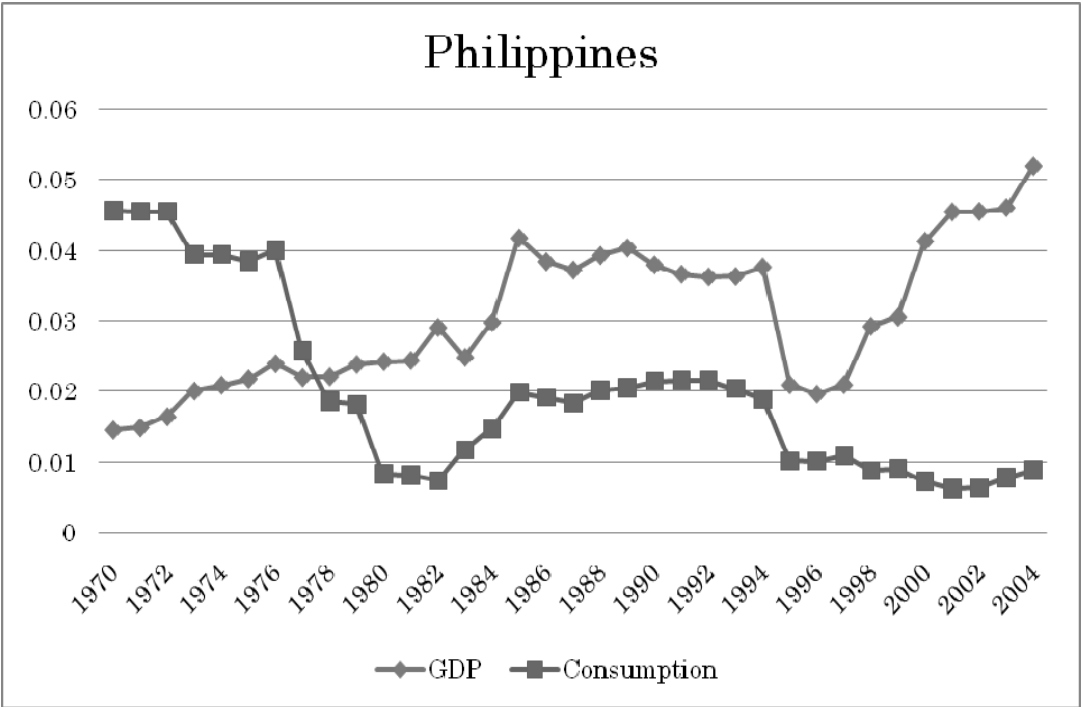


图 2-6

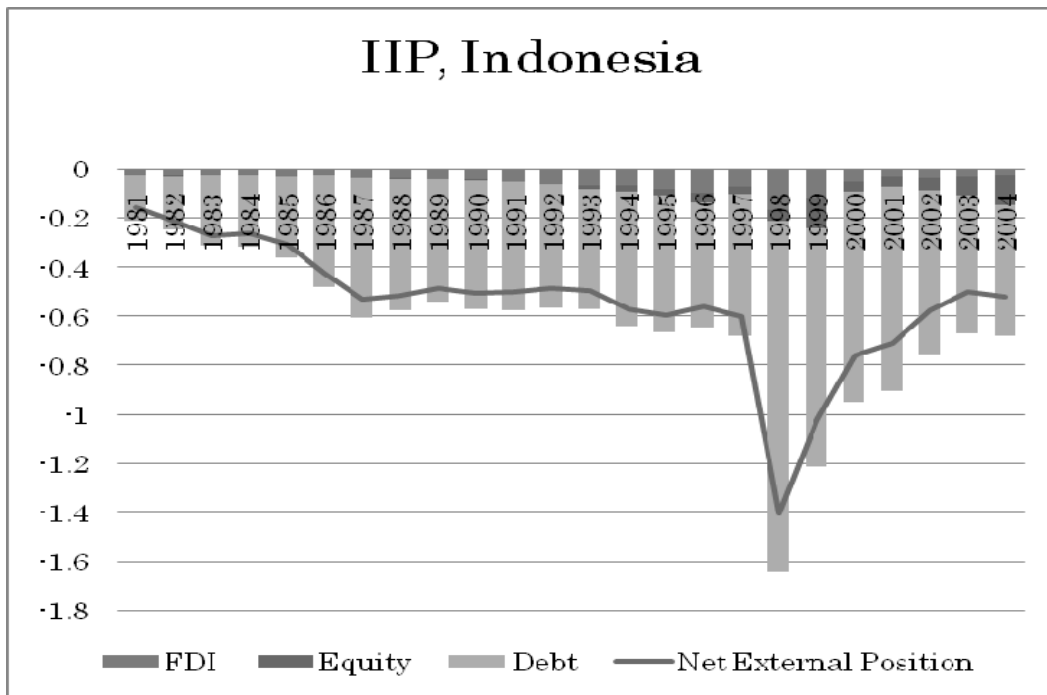


図 3-1：データは Lane and Milesi-Ferretti [2006] による。以下図 3 において同様。

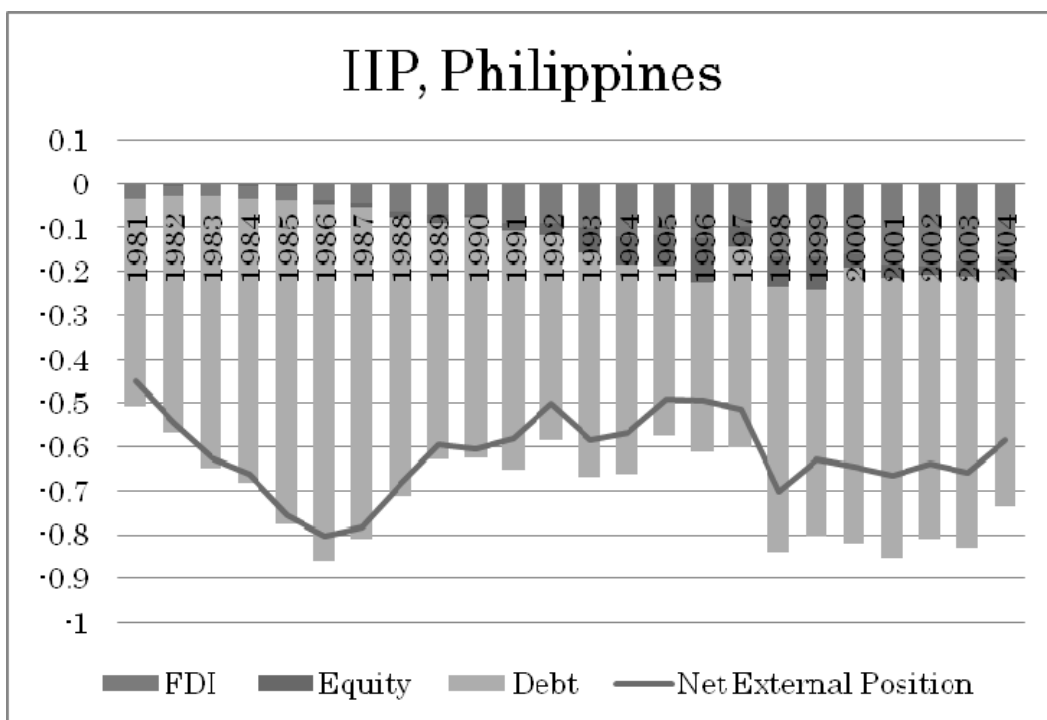


図 3-2

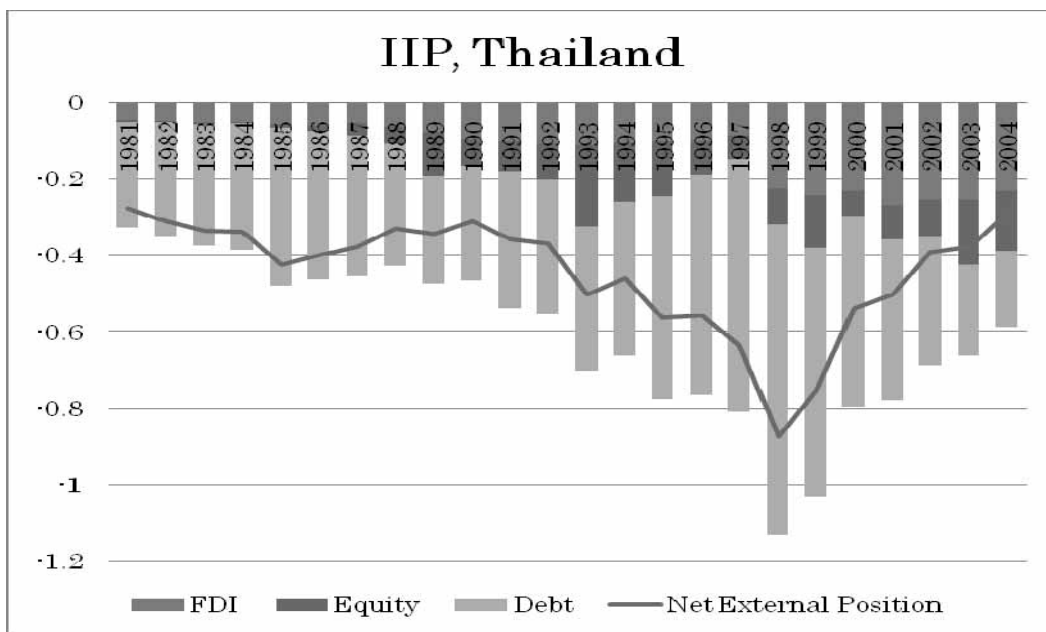


图 3-3

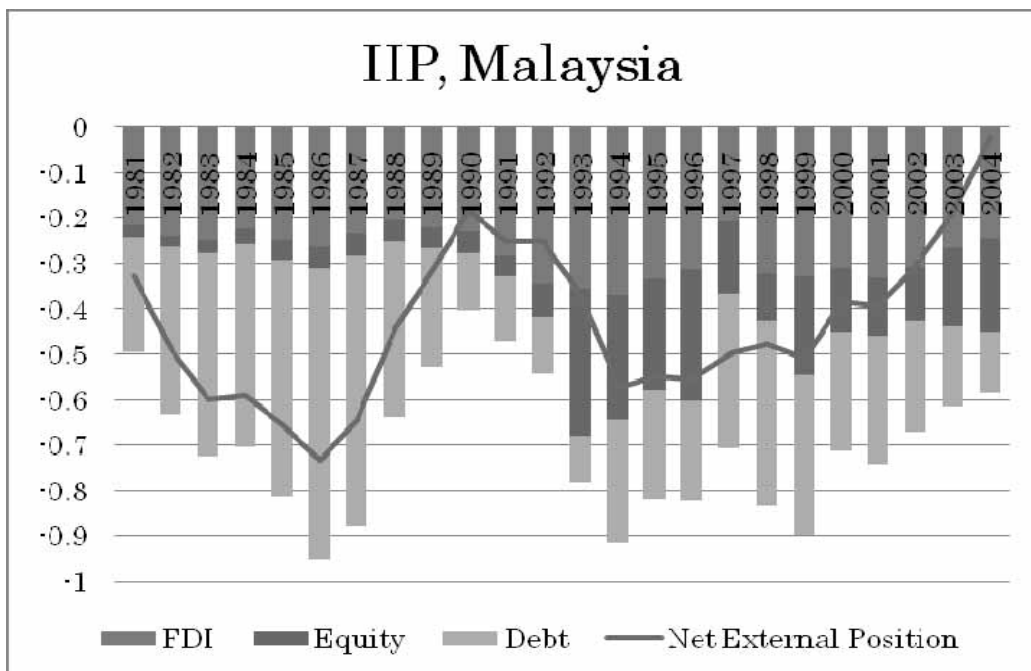


图 3-4

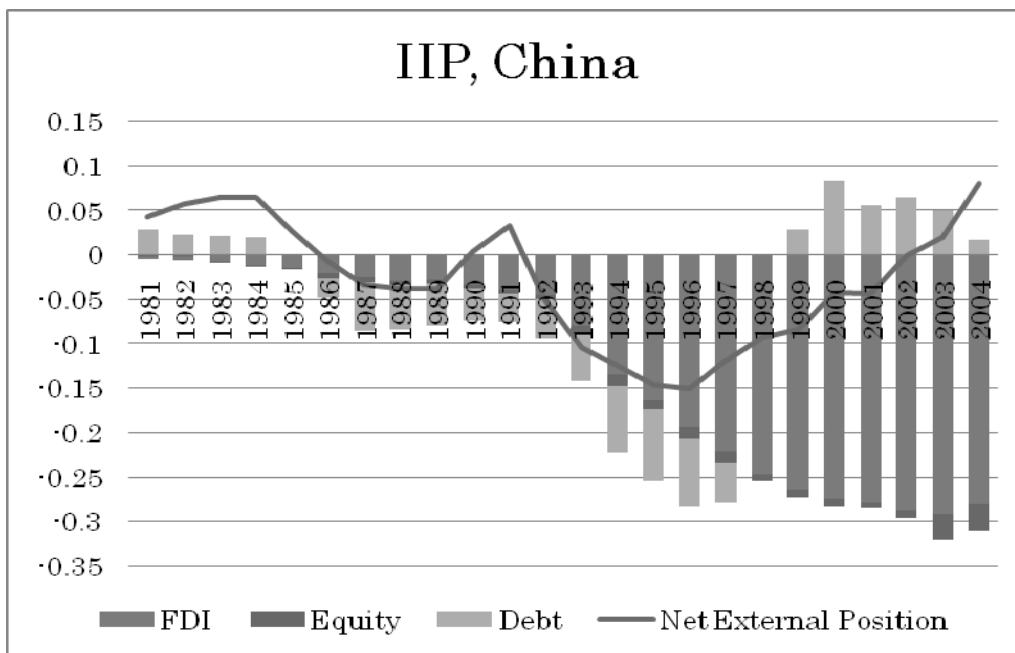


图 3-5

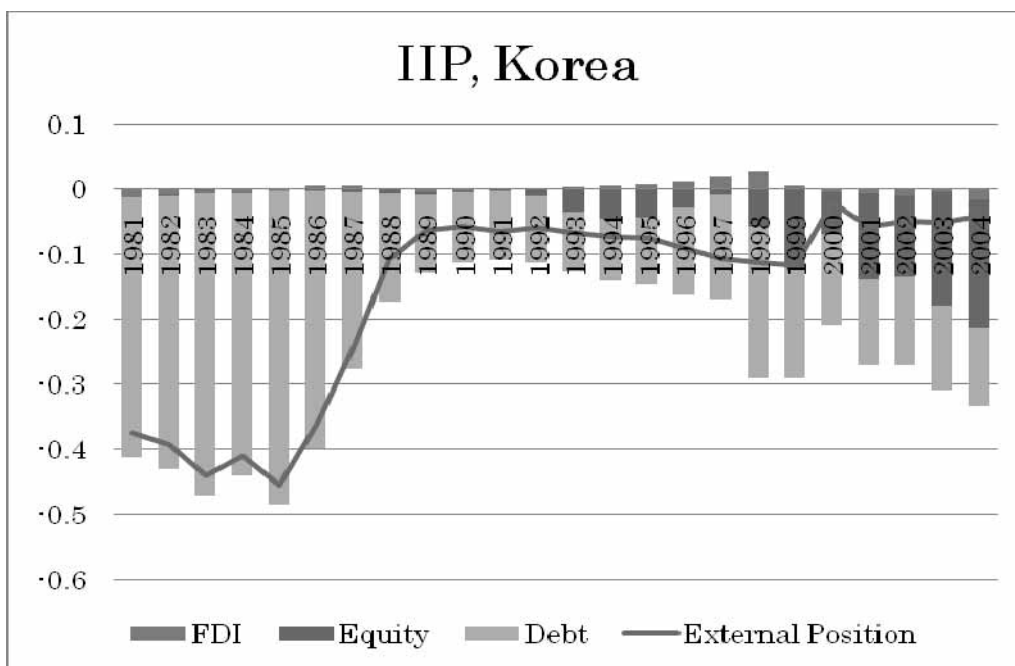


图 3-6

(表1) 株式市場の対外自由化のタイミング

国	自由化の時期	自由化の手段	民営化	貿易自由化の時期
インドネシア	1989年9月	Policy decree	1991	1970年
マレーシア	1987年5月	Country fund	1988	1963年
フィリピン	1986年5月	Country fund	1988	1988年
韓国	1987年6月	Country fund	NA	1968年
タイ	1987年9月	Country fund	1988	Always

Heny [2007]より抜粋。

(表2) 重力モデルの推計

	モデル I			モデル II		
	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数
GDP	1.11 [0.06]***	0.51 [0.03]***	0.6 [0.04]***	1.12 [0.06]***	0.51 [0.03]***	0.6 [0.04]***
距離	-1.5 [0.17]***	-0.24 [0.09]**	-1.26 [0.11]***	-1.6 [0.17]***	-0.27 [0.10]***	-1.33 [0.11]***
WTO				0.71 [0.30]**	0.21 [0.17]	0.5 [0.20]**
N	619	619	619	619	619	619
R ²	0.49	0.31	0.48	0.5	0.32	0.49

Note: 1. 括弧内は Standard Errors

2. ***, **, *, はそれぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。

Wakasugi et al. [2008] より抜粋。

表 3 産業別の推計結果 (Wakasugi et al. [2008]より抜粋)

	食品製造業			繊維製品			パルプ・紙・紙加工品			化学製品			石油・石炭製品		
	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数
GDP	0.69	0.17	0.52	0.73	0.39	0.35	0.71	0.42	0.28	0.97	0.32	0.65	0.27	0.06	0.21
距離	[0.09]***	[0.07]***	[0.05]***	[0.06]***	[0.04]***	[0.03]***	[0.12]***	[0.11]***	[0.03]***	[0.08]***	[0.06]***	[0.04]***	[0.15]*	[0.14]	[0.04]***
WTO	[0.16]***	[0.12]***	[0.09]***	[0.14]***	[0.09]***	[0.08]***	[0.33]*	[0.31]*	[0.10]	[0.17]***	[0.13]	[0.09]***	[0.27]	[0.25]	[0.08]*
	0.54	0.57	-0.03	0.13	0.79	-0.66	0.71	0.78	-0.07	-0.07	-0.45	0.38	1.41	1.68	-0.27
	[0.40]	[0.29]*	[0.22]	[0.36]	[0.23]***	[0.19]***	[0.59]	[0.55]	[0.17]	[0.36]	[0.26]*	[0.19]**	[0.61]**	[0.58]***	[0.18]
N	250	250	250	348	348	348	133	133	133	358	358	358	107	107	107
R ²	0.35	0.15	0.45	0.54	0.39	0.56	0.29	0.19	0.41	0.41	0.11	0.57	0.09	0.1	0.29

	窯業・土石			一次金属			金属製品			一般機械			電気機械		
	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数
GDP	0.48	0.21	0.28	0.63	0.23	0.4	0.43	0.09	0.35	1.36	0.58	0.78	0.98	0.43	0.55
距離	[0.13]***	[0.10]**	[0.05]***	[0.09]***	[0.06]***	[0.05]***	[0.08]***	[0.05]*	[0.05]***	[0.08]***	[0.05]***	[0.05]***	[0.08]***	[0.06]***	[0.04]***
WTO	[0.26]***	[0.20]	[0.10]***	[0.17]***	[0.12]	[0.09]***	[0.15]***	[0.09]***	[0.09]***	[0.16]***	[0.10]***	[0.09]***	[0.19]***	[0.12]***	[0.09]***
	-0.89	-0.17	-0.71	-1.11	-0.06	-1.05	-1.48	-0.39	-1.09	-1.85	-0.64	-1.21	-2.36	-0.8	-1.57
	[0.26]***	[0.20]	[0.10]***	[0.17]***	[0.12]	[0.09]***	[0.15]***	[0.09]***	[0.09]***	[0.16]***	[0.10]***	[0.09]***	[0.19]***	[0.12]***	[0.09]***
	-0.21	0.08	-0.28	0.31	-0.35	0.66	0.6	0.48	0.12	1.94	1.12	0.82	1.83	0.74	1.09
	[0.57]	[0.44]	[0.22]	[0.32]	[0.22]	[0.17]***	[0.35]*	[0.22]**	[0.22]	[0.37]***	[0.23]***	[0.20]***	[0.36]***	[0.24]***	[0.18]***
N	194	194	194	256	256	256	202	202	202	320	320	320	415	415	415
R ²	0.15	0.07	0.34	0.29	0.08	0.47	0.41	0.12	0.53	0.57	0.36	0.62	0.49	0.27	0.59

	輸送機械			精密機械			その他製造業		
	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数	販売額	1社あたり 販売額	進出 企業数
GDP	1.33	0.61	0.72	1.05	0.51	0.55	0.68	0.42	0.26
距離	[0.08]***	[0.06]***	[0.03]***	[0.10]***	[0.07]***	[0.04]***	[0.06]***	[0.05]***	[0.05]***
WTO	[0.16]***	[0.13]**	[0.07]***	[0.18]***	[0.14]***	[0.08]***	[0.16]***	[0.12]	[0.12]***
	0.81	0.54	0.27	0.99	0.85	0.14	0.25	0.24	0.01
	[0.35]**	[0.28]**	[0.15]*	[0.42]**	[0.31]***	[0.18]	[0.33]	[0.25]	[0.26]
N	426	426	426	256	256	256	339	339	339
R ²	0.46	0.23	0.63	0.46	0.27	0.56	0.35	0.26	0.24

Note

1.カッコ内はStandard Error

2. ***, **, *は、それぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。

¹ 先進国から途上国への資本の流れが新古典派成長モデルの示唆するところよりはるかに少ないことは、いわゆる“Lucas Paradox”としてよく知られている。これについては、生産技術較差や労働と資本以外の生産要素の違い（人的資本、土地や天然資源など）、政府の政策や制度システムの質の違いなど先進国と途上国間のさまざまな格差を指摘する研究と、国際資本市場の不完全（カントリーリスクや情報の非対称性）を指摘する研究が存在する。最近の例では、Alfaro et.al. (2008)や Caselli and Feyrer (2007)など。

² 例えば、政府は経済が好調の時期を見計らって、証券取引の対外自由化を決定する可能性がある。このような内生性の問題を解決するために、適切な Instrument 変数を探し出す必要があるが、政策決定と関連しているが、成長などのマクロ経済変数とは無相関な変数を探し出すのは一般に困難と見られている。また、しばしば証券市場の対外取引の自由化は、他の経済改革とパッケージで実施されることもあり、経済の良好なパフォーマンスが政策の結果であるとしても、どこまでが証券取引市場の対外取引の自由化のためといえるか効果を分解することも容易ではない。

³ Sudden stop という用語を用い始めたのは Calvo (1998) である。

⁴ ただし、彼らの結果もサンプル期間に証券市場自由化を行った 40 カ国に限定すると弱くなる。

⁵ 得られた結果は、Mayer and Ottaviano (2007) がヨーロッパのデータを用いて推計報告しているものと質的に似通っている。しかしながら、GDP の係数と距離の係数の絶対値は Mayer and Ottaviano (2007) で報告されたものより大きく、特に距離の係数の場合に顕著という特徴がある。

⁶ Antras et.al. [2007] は、投資受入国の資本市場が不完全である場合、外国企業は子会社を設立して直接生産を選択し、また地場資本も外国企業子会社の経営管理に期待して投資を行うという直接投資と地場資本による投資の補完性を指摘している。