

## 第 I 部

### テーマ別分析



## 第1章

# 資本自由化のメリットと問題

佐藤 仁志

### はじめに

一般に、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よって、資本蓄積の進んだ先進国から資本を受け入れることになるが、その大部分が借り入れか直接投資の形態を取るといわれる<sup>(1)</sup>。東アジア諸国における資本自由化は、おしなべて1980年代後半から1990年代初頭にかけて始まったが、やはり資本流入の多くは借り入れであった。しかし、1990年代後半のアジア通貨危機を経て、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みせている。たとえば韓国では、アジア通貨危機以降、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、借り入れ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り入れが占め、証券投資や直接投資の割合の伸びは鈍い。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だ。

本稿の目的は、資本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うえで重要と思われる論点を考察することである。第1節では、東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2節は、対外資本取引の自由化の影響を経済成長

とリスク分散に分けて、既存の文献を整理しつつ述べる。第3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とくに重要と思われる直接投資に焦点を当てる。第4節で対外資本取引が経済成長に本当にプラスの影響を及ぼすのか、最近の途上国から先進国への資本流出という動きを踏まえた議論を紹介しつつ、問題提起をする。最後に、全体を総括する。

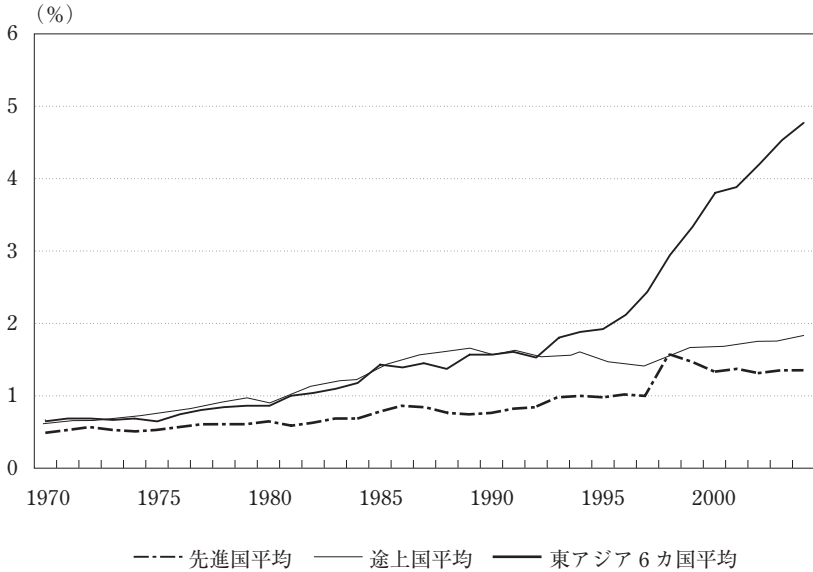
## 第1節 アジア諸国における対外資本取引

本節では、Lane and Milesi-Ferretti [2007] が作成した対外資産負債残高のデータベースを用いて、東アジア諸国（中国、韓国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン）が国際資本市場にどの程度統合されているか（金融のグローバル化）、対外資産負債残高のボリュームと対外純資産の構成項目の推移によって概観する<sup>2)</sup>。

### 1. 対外資産負債残高

一国の経済が国際金融市場にどの程度アクセスしているか（金融のグローバル化）をみるために、対外資産残高と対外負債残高の合計をGDPで除した対外資産負債残高の対GDP比が、しばしば用いられる。図1は、この指標を先進国グループ、途上国グループ、東アジア6カ国（中国、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ）について、それぞれ時系列にプロットしたものである。Obstfeld [2008] や Lane and Milesi-Ferretti [2007] が指摘したように、1990年代初頭までは先進国、途上国ともに国際金融市場へのアクセスの度合いは大差なく、かつ上昇も緩やかであるが、それ以降は先進国が国際金融市場へのアクセスを急速に深化させていくのに対し、途上国の上昇は非常に緩やかなものにとどまっている。

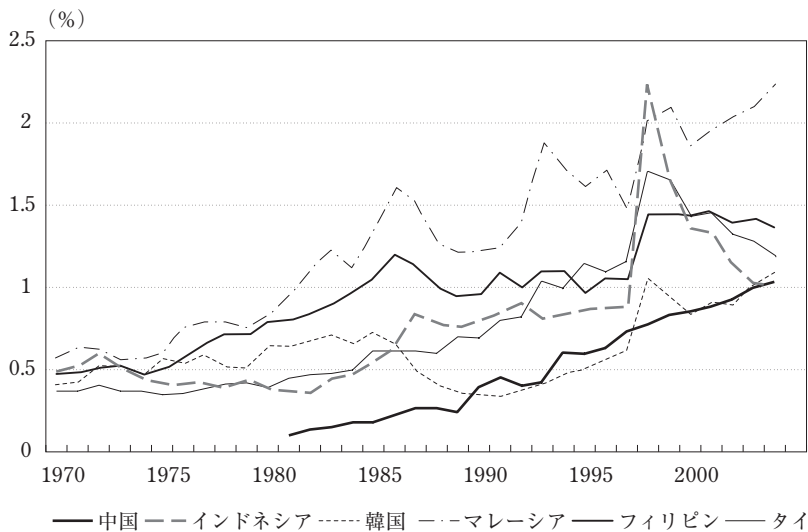
図1 対外資産負債残高（対GDP比）の推移



(出所) Lane and Milesi-Ferretti [2007] から筆者作成

東アジア6カ国の平均についてみると、国際金融市場へのアクセスは、サンプル期間中、一貫して途上国平均を下回っている。また、アジア通貨危機前後を比べるとアクセスの度合いは増しているものの、傾向は停滞気味であることがみてとれる。この東アジア6カ国全体の動向をさらに国別にみたのが図2である。アジア通貨危機以前はレベルの差こそあれ、すべての国において国際金融市場へのアクセスが深化する傾向にあったが、アジア通貨危機以後は、引き続き国際金融市場へのアクセスを深めていくグループ（マレーシア、韓国、中国）と、国際金融市場へのアクセスが停滞気味か逆に国際金融市場へのアクセスを減らすグループ（フィリピン、タイ、インドネシア）にはっきりと分かれている。

図2 東アジアにおける対外資産負債残高（対 GDP 比）の推移



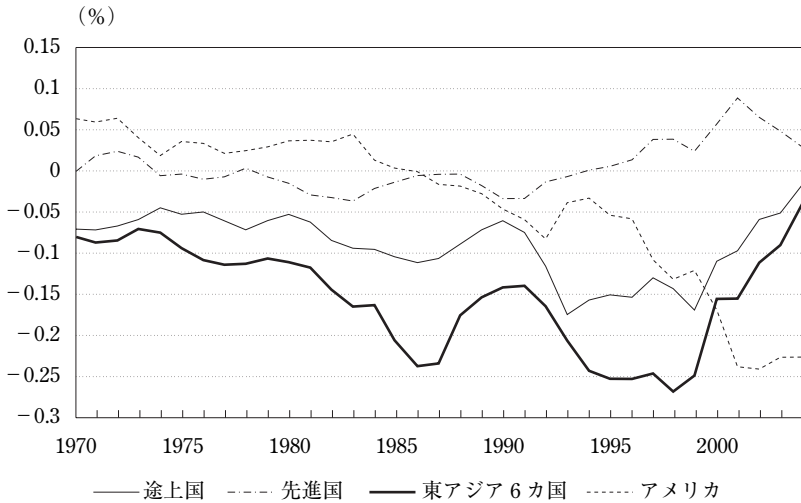
(出所) 図1に同じ。

## 2. 対外資産・負債の構成

東アジア6カ国の対外純資産残高（対GDP比）の推移をみると、アジア通貨危機直後の1998年を底に、以後、急速に改善していく（図3）。この傾向は、途上国全般にみられるもので、その一方で米国の対外純資産残高のポジションは急速に悪化しており、いわゆるグローバル・インバランスの形成がこの時期に進んでいることがみてとれる。

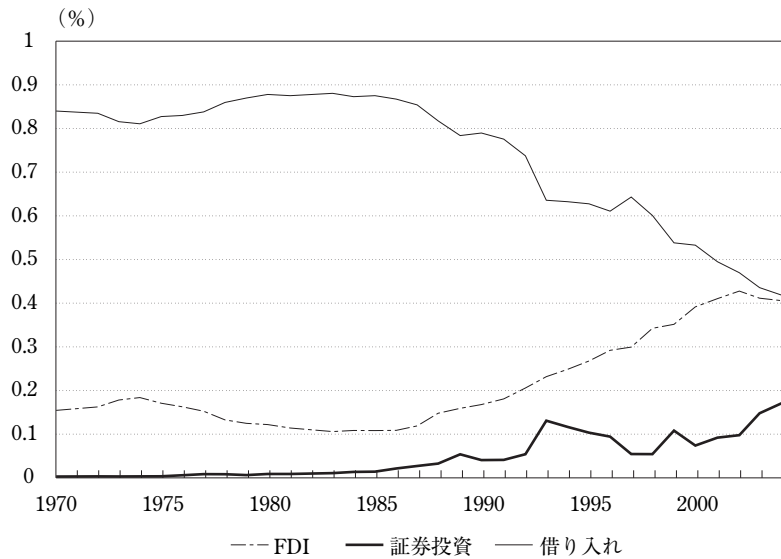
東アジア6カ国の対外純資産残高のポジションの改善の背景には、外貨準備の増加と借り入れによる負債の減少がある。同時に、図4が示すように、対外負債においても、従来大きなシェアを占めていた借り入れに代わって、直接投資や証券投資のシェアが増加している。こうした傾向は、すでに1980年代の半ばから始まっており、対外負債に占める借り入れの割合はアジア通貨危機直前にいったん上昇しているが、より長い期間で見ると下落している。

図3 対外純資産残高（対GDP比）の推移



(出所) 図1に同じ。

図4 東アジア6カ国の対外負債残高内訳の推移（シェア）



(出所) 図1に同じ。

証券投資の占める割合は1990年代初めに上昇して、その後減少と増加を繰り返すが、2000年代に入って再び上昇する傾向にある。直接投資の占める割合は1980年半ば以降ほぼ一貫して上昇しているが、2002年以降はやや減少している。

しかしながら、国別にみていくと、対外純資産残高のポジションの改善のスピード、対外負債に占める借り入れの減少と直接投資や証券投資の増加の程度には、著しい違いがあることがわかる（図5、6）。

たとえば、アジア通貨危機以降、マレーシアの対外純資産残高のポジションがめざましく改善しているのに対し、フィリピンの対外純資産残高ポジションの改善は非常に鈍い。また韓国では、アジア通貨危機以降、対外負債残高に占める借り入れから証券投資への転換が際立っているのに対し、インドネシアやフィリピンではそのような変化はまったくみられず、対外負債残高に占める借り入れの比率が依然として7割を超えている。また中国については、その独自の資本取引規制政策もあって、対外負債残高の6割超が直接投資で占められているなど、特異な構造となっている。

国ごとに傾向をまとめると、次のようになる。

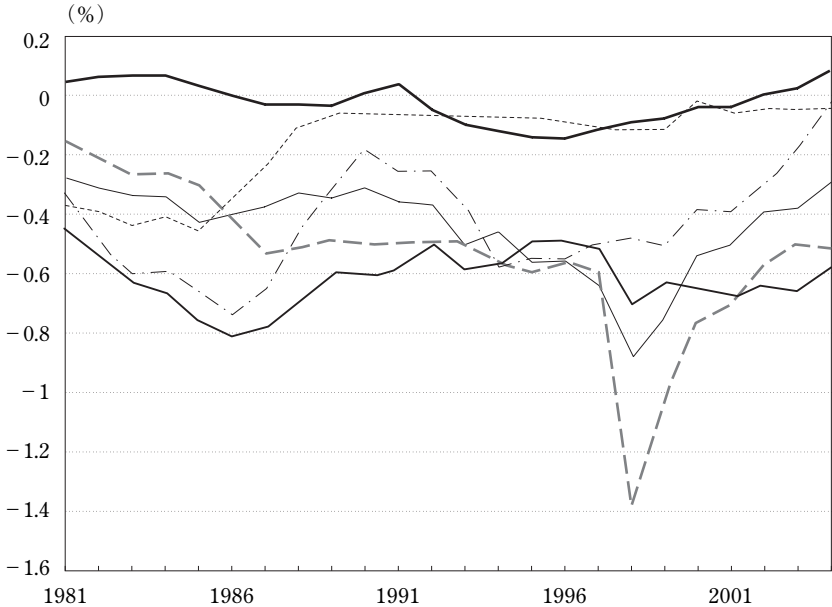
**韓国** アジア通貨危機以降、対外純資産残高のマイナス幅は縮小した。対外負債に占める証券投資の割合が拡大する一方、借り入れは縮小し、対外負債に占める割合は1998年に8割程度あったものが、5割程度にまで低下している。

**中国** 対外純資産残高は2003年にマイナスからプラスへ転じ債権国となっている。その背景にあるのが、通貨政策を反映した外貨準備の急増である。対外負債の過半は直接投資の流入によるものであり、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にある。

**マレーシア** 1990年代に対外純資産残高のポジションは悪化していたが、アジア通貨危機はインドネシア、タイ、フィリピンとは異なり、対外純資産残高のさらなる悪化をもたらさなかった。アジア通貨危機以降は、対外純



図5 東アジア6カ国の対外純資産残高（対GDP比）の推移



— 中国 — インドネシア ..... 韓国 -.- マレーシア — フィリピン — タイ  
 (出所) 図1に同じ。

資産残高のマイナス幅の縮小がめざましい。対外負債に占める借り入れの割合も、アジア通貨危機以前にすでに4割を切るほどに低下しており、アジア通貨危機時にはいくぶん増加したが、それ以降も大きな変化がみられない。

タイ アジア通貨危機以降、対外純資産残高のマイナス幅が縮小する傾向にある。対外負債に占める借り入れの割合はアジア通貨危機前に大きく膨らみ8割程度に達していたが、危機以降は縮小の傾向で、2003年以降5割を切っている。代わって直接投資および証券投資の割合が増加している。

インドネシア アジア通貨危機に際しては対外純資産残高の減少がもっとも著しかったが、アジア通貨危機以降、対外純資産残高のマイナス幅は急速

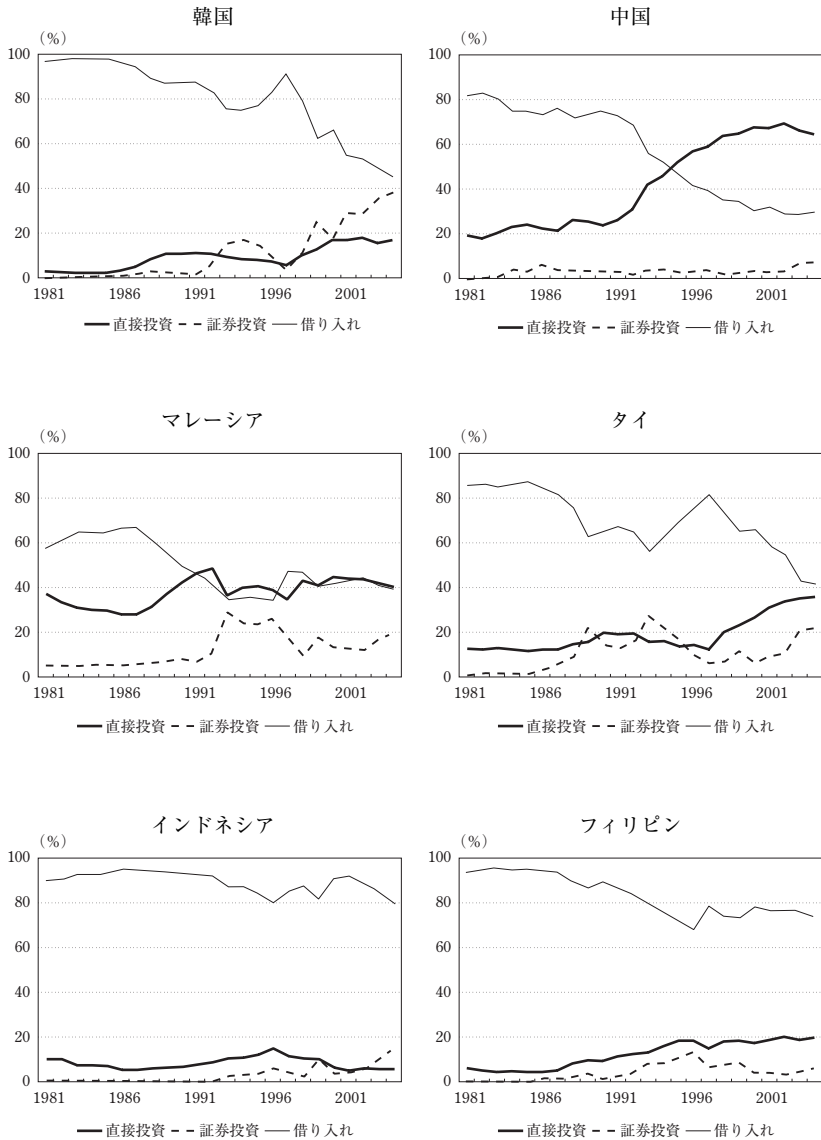
に縮小し、おおむね1990年代初めのころの水準に戻っている。しかしながら、対外負債に占める借り入れの割合がタイなどに比べると依然として大きい。また対外負債に占める直接投資の割合がアジア金融危機以降、減少している。

フィリピン インドネシアやタイに比べて、アジア通貨危機に際しての対外純資産残高の落ち込みは比較的小さかったが、その後の回復は鈍く、2004年時点で対外純資産残高（対GDP比）は東アジア6カ国では最低の水準にあった。対外負債に占める直接投資の割合が1980年代後半以降増加したが、1990年代後半以降その伸びは停滞気味で、依然、借り入れの占める割合が7割を超えており大きい。

こうした各国の対外負債残高の構成の違いに、国の資本取引の対外自由化に関する政策はどのようにかかわっていたのだろうか。表1は東アジア諸国の証券市場の対外開放の開始時期を複数のソースからまとめたものである。ひと口に証券市場の対外開放といっても、部分的かつ段階的に実施されるのが普通であり、あるひとつの指標で表すには困難が伴う。そこで、表には複数のイベントを掲げた。カントリーファンドの導入やアメリカ預託証券（American Depositary Receipts：ADR）の導入開始は、間接的なかたちでの証券市場の対外開放とみなされる。また、これらのイベントや政府の政策発表や国際金融公社（IFC）による Investable index の変化などから、複数の研究者が証券市場の対外開放時期を特定しようとしている（代表的なものとして Bekaert and Harvey [2002] や Kim and Singal [2000]）。

なお、表には参考として、証券市場の対外開放の開始時期のほかに、公営企業の民営化の開始時期、貿易自由化の開始時期も併せてまとめている。この表にみられるように、証券市場の対外開放は、中国を除く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。また、公営企業の民営化の開始時期も1980年代終わりから1990年代初頭にかけてであり、証券市場の対外開放と公営企業民営化のような経済改革はおおむね同時期にパッケ

図6 対外負債残高の内訳の推移



(出所) 図1に同じ。

表1 株式市場の対外自由化のタイミング

国	株式市場対外開放	貿易自由化	公営企業民営化
韓国	1984 country fund の導入 1990 ADR の導入 1992 Bekaert and Haervy [2002]と Kim and Singal [2000] による	1968	n.a.
マレーシア	1987 country fund の導入 1988 Bekaert and Haervy [2002]による 1992 ADR の導入	1963 (独立以来)	1990
タイ	1985 country fund の導入 1988 Bekaert and Haervy [2002]と Kim and Singal [2000] による 1991 ADR の導入	常に	1988
インドネシア	1989 country fund の導入 1989 Bekaert and Haervy [2002]と Kim and Singal [2000] による 1991 ADR の導入	1970	1991
フィリピン	1986 Kim and Singal [2000] による 1987 country fund の導入 1989 Bekaert and Haervy [2002]による 1991 ADR の導入	1988	1993
中国	1993 ADR の導入	2001	2000

(出所) 株式市場の対外開放については Bekaert and Haervy [2002] と Kim and Singal [2000]。貿易自由化については, Sachs and Warner [1995]。ただし中国については WTO 加盟年である。公営企業の民営化については世界銀行の Privatization Database に基づく。

ージとして進められていると考えてよい。

すでにみたように、対外負債残高に占める証券投資の割合が増えはじめるのは各国とも1980年代後半以降であり、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みられ、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、各国の資本市場の事情を詳細にみていくことが必要である。

## 第2節 金融グローバル化の影響

国際的な資本取引の自由化は、直感的には、国境を越えた効率的な資源配分を達成することによって、経済厚生を改善すると考えられる。資本取引の自由化が経済に与える影響について、すでにこれまで多くの実証研究が蓄積されているが、ここではまず資本取引の自由化のメリットを、①経済成長を加速する効果、②リスク分散の機会拡大を通じて消費を安定化する効果、に分けて既存の研究の流れをできるだけ簡潔に整理する。

一方で、国際的な資本取引の自由化は、通貨危機や経済危機の発生とその国際的な伝播を招き、かえって経済を不安定にするという負の側面もしばしば強調される。こうした資本取引の自由化のデメリットがメリットを上回る可能性があるという議論すら珍しくない<sup>(3)</sup>。そこで、ここでは、対外的な資本取引の自由化と経済の脆弱性に関する研究も簡単に整理している。

東アジア諸国は、まさに1980年代半ば以降の高い経済成長、1997年の通貨危機とそこから回復、そして今般の世界経済危機という経過をたどっている。国際的な資本取引の自由化のインパクトに関する研究を整理しておくことは、国際的な資本取引の自由化が東アジア諸国にどのような影響を及ぼしているのか検討するための論点整理として有益である。

### 1. 対外資本取引の自由化と経済成長

#### (1) 成長回帰分析

「対外資本取引の自由化が経済成長に正の影響を与える」という命題自体は古くからあるが、1980年代半ば以降、対外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から、対外資本取引の自由化が経済成長の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<sup>(4)</sup>。

こうした実証研究は基本的に、GDP 成長率を対外資本取引の自由化の度合いを指標化した変数で回帰分析することによって、対外資本取引の自由化が経済成長に与えた影響を評価する。対外資本取引の自由化の度合いを示す指標としては、資本勘定における取引規制などの制度的な情報を指標化したもの (de jure measures) や、前節で示した対外資産負債残高の対 GDP 比 (de facto measures) などが用いられることが一般的である。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。

これらの研究蓄積をひと言で要約すれば、これまでのところ、対外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。たとえば、25の実証研究をサーベイした Kose et al. [2006] によると、このうち対外資本取引の自由化が経済成長に正の効果を与えたと結論づけた研究はわずかに2例にとどまり、18例の研究がさまざまな条件によって結果が左右されるなど頑健性のある結果に至らず、5例の研究は対外資本取引の自由化の経済成長への効果を否定している。

このような成長回帰分析の問題点のひとつとして常に指摘されるのが、対外資本取引の自由化の度合いを示す指標の信頼性である。たとえば de jure の指標については、IMF の Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) が各国の資本勘定取引に関する制限の有無を報告しており、この情報をそのままダミー変数として用いる、あるいはサンプル期間中に占める「制限あり」の年数の割合を指標として用いることが多い。しかし、とくに途上国における対外資本取引の自由化は段階的、部分的に進められることが多いという実態にかんがみれば、こうした指標が対外資本取引の自由化の度合いを示すものとして不正確かつ不十分なものであることはおのずと明らかであろう<sup>(5)</sup>。AREAER は各国の資本勘定に対する政策について、より詳細な情報も提供している。そのような詳細情報も取り込んで指標化する試みもなされている。やや古いのが、その代表的なものが Quinn [1997] であり、最近では、Chinn and Ito [2008] が広範囲な国と期

間をカバーする指標の整備を試みている<sup>(6)</sup>。しかしながら、Quinn [1997]では資本取引の自由化が経済成長に正の影響を与えたという結果が報告されているが、用いられている指標も途上国に限って言えば、必ずしも十分な範囲の国をカバーしているとはいえない。一方、Chinn and Ito [2008]は1970年から2005年まで181カ国をカバーしているが、データの提供が始まって間もないためか、このデータセットを用いた成長回帰分析の例はまだないように思われる。今のところ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コンセンサスとなっていると考えてよい。

## (2) より構造的な分析

対外資本取引の自由化が途上国の経済成長を押し上げる理論的根拠のひとつは、資本蓄積の遅れている途上国は対外資本取引を自由化することによって、先進国からの資本を呼び込み、資本蓄積を加速することができ、経済成長も加速されるというものである。しかしHenry [2007]が指摘するように、このメカニズムによる高い経済成長は経済が新たな定常状態に達するまでの一時的なものに終わる可能性も高く、長期的な経済成長の押し上げ効果を計測しようとする成長回帰分析は、最初からありもしないものを見つけようとする焦点のずれた分析ということになってしまう。

このHenry [2007]の批判は、成長回帰分析は、対外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理論的、構造的な側面を欠いているという根源的な問題を浮き彫りにするものである。加えて、対外資本取引の自由化の度合いを示す指標の信頼性の問題、サンプル期間の取り方など、ほかにも分析結果を左右しかねない難点が指摘されている。そこで、こうした問題を回避するために、資本取引のなかでも証券市場の対外開放という、より具体的な政策変更に着目する実証研究がある。

証券市場の対外開放に着目する実証研究は、①証券市場の対外開放に焦点を当てることで政策実施の時期が特定しやすくなり、たとえば政策実施後5年間の変化など、同一国での経年変化が追いやすい、②マクロ経済成長だけ

ではなく、資本調達コストの低下や上場企業の投資比率の上昇など、観察可能な実証予測がより豊かになる、などの利点を挙げている。これらの実証研究の多くが、証券市場の対外開放は資本調達コストを引き下げ、上場企業の投資やマクロ経済成長に正の影響を与えているとしている。たとえば Henry [2000a] は、東アジア4カ国を含む11の途上国のデータを用いて、証券市場の対外開放後に投資ブームが発生しているという結果を、Henry [2000b] は東アジア5カ国を含む12の途上国のデータを用いて、証券市場の対外開放が資本調達コストを引き下げたという結果を得ている。また Bekaert et al. [2005] は、1980年から1997年にかけての95カ国のデータを用いて、証券市場の対外開放がGDP成長率を平均して約1%押し上げたとしている<sup>(7)</sup>。また Alfaro and Hammel [2007] は、1980年から1997年にかけて79カ国のデータを用いて、証券市場の対外開放が、機械や装置といった資本財の輸入比率の増加に結びついていることをみだしている。この研究は、証券市場の対外開放が輸入資本財の増加という実物面の変化に結びついている可能性を示唆するものとして興味深い。

Henry [2007] は、途上国における証券市場の対外開放の影響は理論的に考えられるより小さなものにとどまっているとし、その要因として、①成長回帰分析同様に証券市場の自由化の指標の正確さにも問題がありうる、②途上国の制度（投資家保護に関する法制度など）ならびにその実施体制が必ずしも完全ではない、などを指摘している。

近年では、より正確な政策評価をするために、証券市場の対外開放がどのような企業にもっとも影響を与えているのか、集計されたマクロデータではなく、企業レベルのデータを用いて分析しようとする試みもなされている。たとえば Chari and Henry [2004] は、新興市場諸国11カ国約250企業のサンプルで、証券市場の対外開放が新興市場諸国で株式を保有するリスクを低下させ、株価を平均して約15%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、証券市場の対外開放以降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、証券市場を対外的に開放することで、新興市場諸国の企業にとって新しい資金調達ソースを得、資本調達コストが値下がりする、外国人投資家による監視効果により企業がバナンスが向上する、といったことが期待されるとして、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は、高い水準の成長、投資、利益率などを示していることを明らかにしている。

### (3) 資本蓄積ではなく全要素生産性

金融のグローバル化により、途上国は先進国からの資本を呼び込んで資本蓄積を加速し、高い経済成長を（一時的にせよ）遂げる、という対外資本取引の自由化のメリットそのものについて、いくつかの疑念が提示されている。たとえば Gourinchas and Jeanne (2006) は、新古典派の経済成長モデルのカリブレーションによって、金融グローバル化に伴って資本蓄積が加速されたとしても、それが経済に与える影響はきわめて小さい（恒常消費で評価して約1%の上昇）ことを示している。この研究結果は、元来、対外資本取引の自由化が経済成長に与える影響は新たな定常状態に移行するまでの経過的なもので、成長回帰分析が長期的な経済成長へのインパクトの検出に失敗しているのはむしろ当然であるという Henry [2007] の指摘の妥当性を支持するものと解釈することができる。

このような研究成果もあって、かりに対外資本取引の自由化が経済成長を促すとすれば、それは資本蓄積の促進ではなく、全要素生産性を改善するという経路によるものであるとする見方が支配的になっている。しかし、対外資本取引の自由化は具体的にどのようなメカニズムで全要素生産性を上昇させようであろうか。有力な可能性のひとつとして指摘されるのが直接投資である。たとえば、海外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り、このことが全要素生産性の上昇につながり、結果として経済成長への正の影響が観測されることが期待される。

しかし、直接投資と経済成長にかかわるこれまでの実証研究では、証券市場の対外開放と経済成長にかかる研究ほどはっきりした結論は得られていない。Kose et. al. [2006] がサーベイした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ものはただひとつであり (Haveman, Lei, and Nets [2001]), 残りの研究は正の影響があるとしても、資本市場が発達している (Hermes and Lensink [2003]), あるいは人的資本の蓄積が進んでいる (Blonigen and Wang [2005]) などの条件が伴う場合に直接投資が経済成長を促進するというものである。より重要だと思われるのは、こうした研究も成長回帰分析の説明変数である対外資本取引の自由化の度合いを示す指標を直接投資の対 GDP 比に置き換えた誘導型の推定であり、直接投資がどのような経路をたどって経済成長を押し上げているのかは定かではない。また、高い成長率が見込める国に多くの直接投資がなされることも十分に考えられることであり、因果関係の方向がはっきりしないという問題も多くの成長回帰分析と共通する。

一方、直接投資からの技術移転に関して、たとえば 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。このような企業レベルのデータを用いた分析は、マクロレベルのデータによる分析の限界を補う意味でたいへん重要であるが、データ利用の制約上、比較的少数の分析にとどまる傾向があり、結果の一般性を得るためにも今後の研究の広がりが期待される。

すでに述べたように、対外資本取引の自由化と経済成長の間や直接投資と経済成長の間に、正の相関が観察されるのは、資本市場の発達、人的資本の蓄積などでみて、経済が一定程度発達している場合であるとしばしば報告されている。このことから Kose et al. [2006] は、対外資本取引の自由化が国内金融部門の発達、企業統治の改善、適切なマクロ経済政策 (金融、財政政策) 運営を促し、それらを通じて全要素生産性が向上するのではないかと主張し、こうした対外資本取引の自由化、すなわち金融グローバル化の利益を

“collateral benefits”と呼んでいる。

このような Kose et al. [2006] の主張はまだ実証的な裏づけが十分積み重ねられておらず、仮説にとどまっているが、いくつか興味深い論点を含んでいる。簡単に順を追ってみていくと、金融のグローバル化が促す国内金融部門の発達とは、端的には外国金融機関が国内金融サービスに参入することのメリットであり、国際金融市場へのアクセスが容易になる、国内金融機関に比べ政府の恣意的な意向の影響を受けにくくなる、より先進的な金融サービスや低廉な金融サービスが利用可能になるなどの点が挙げられている。企業統治の改善の源については、経営に対する外国人投資家からの監視が経営効率を上げるとしている。マクロ経済政策の質の向上については、金融グローバル化は海外への資本逃避というかたちでマクロ経済政策の失敗のコストを上昇させるため、政府がより健全なマクロ経済政策運営に意を用いるようになる、というものである。

これらの説明については、当然反対の説明もあるわけで、たとえば、金融グローバル化は国際資本市場からの資金調達を容易にすることで、いわゆる soft-budget 問題をかえって深刻なものにしてしまうかもしれない<sup>(8)</sup>。よって、Kose らの議論がどの程度実際に当てはまるかについては、実証研究の積み重ねが欠かせないが、問題意識の出発点として有益である。

#### (4) 産業レベル、企業レベルデータの分析と因果関係

ここまで、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、資本蓄積から全要素生産性へという流れで簡単に整理してみた。多少の正確さは犠牲にして大括りにいうと、3つの特徴が挙げられる。第1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みいだすことは困難であるが、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。第2に、しかしながら、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）の影響をどのように分離して、対外資本取引の自由化の影響だけを評価するの

かという問題が残る。そして第3に、政策決定の内生性の問題も未解決のまま残されている。

これらのうち最初の2つ、すなわちマクロデータの観察結果とマイクロデータの観察結果のギャップと、対外資本取引の自由化それ単体の影響の評価については、対外資本取引の自由化が経済成長を押し上げる経路を明らかにすることが重要である。対外資本取引の自由化が経済成長に影響を及ぼす経路として、資本蓄積の加速のほかに、全要素生産性の上昇が指摘された。全要素生産性の上昇については、直接投資受け入れに伴う技術移転や、国内金融部門の競争、企業統治の改善、健全なマクロ政策の運営といった要因がこれまでの研究で指摘されているのは、これまでみてきたとおりである。しかし、それら以上に直接的で（おそらく）重要と思われるのが、企業の参入退出である。これまで資本取引の自由化と経済成長の研究では、企業の参入退出という視点が見すごされているように思われる。

企業の参入退出が全要素生産性に影響を与えることは、国際貿易の文脈で Melitz [2003] が強調した点である。Melitz [2003] では、同一産業内に生産性の異なるさまざまな企業が存在している。このうち、生産性の高い企業が直接投資や輸出を通じて国際市場にアクセスしており、生産性のもっとも低い企業は国内市場すらからも退出する。貿易や直接投資の拡大は企業の参入退出を通じて生産性の低い企業から生産性の高い企業へと生産要素の転換を生み、より多くの生産要素が生産性の高い企業に使われることによって産業全体として生産性が向上する。生産性の高い企業しか海外市場に参入できないのは、海外市場への参入には参入コストとしての初期投資が必要であるからである。したがって、もし企業金融に何らかのフリクションがあれば、この海外市場参入のための初期投資も制約を受けることが十分に考えられ、その場合、生産要素の生産性の高い企業への集中も不十分なレベルにとどまっている。対外資本取引の自由化がこの制約を緩めるものだとすれば、対外資本取引の自由化は具体的に企業の参入退出を通じて生産性向上につながることになる。異質な企業モデルに金融市場の不完全性を取り込む研究はまだ

緒についたばかりで、実証的な蓄積は十分ではない。今後の有望な研究課題のひとつと考えられる。

対外資本取引の自由化のなかでも、より具体的に証券市場の対外開放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いえることは、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。他の経済政策との関係では、たとえば、証券市場の対外開放という政府の政策決定も他の制度改革と同時にパッケージで行われることもあり、その場合、観測される経済パフォーマンスの改善が純粋にどこまで証券市場の対外開放によるものなのか、識別は容易ではない。加えて、そもそも政策自体も内生的に決まるものであり、たとえば政府は、良好な経済パフォーマンスが見込まれるときに、証券市場の対外開放政策を実施したという可能性も十分にある。証券市場の対外開放に関する実証研究の結果をみていく際に注意する必要がある<sup>(9)</sup>。かりに企業レベルのミクロデータを用いたとしても、このような問題のすべてを回避することは難しいであろう。しかし、実証予測を豊かにすることは間違いなく、また、出来事やサンプルの選び方に注意を払うことによって、実験に準ずるようなサンプルのランダム性を確保することが可能な場合もあるかもしれない。したがって、因果関係の方向性を明らかにできる可能性を秘めたアプローチとはいえるだろう。

## 2. リスク分散の機会の増加

資本自由化で指摘されるもうひとつのメリットは、国際金融市場を通じたリスク分散機会の増加である。たとえば、国際的な証券投資を行うことによって、国固有の生産ショックに由来する所得変動を平準化することが可能となる。所得変動のリスク分散が進めば、消費の変動も平準化される<sup>(10)</sup>。また、国際金融市場における貸し借りを通じて消費の変動の平準化が可能になる

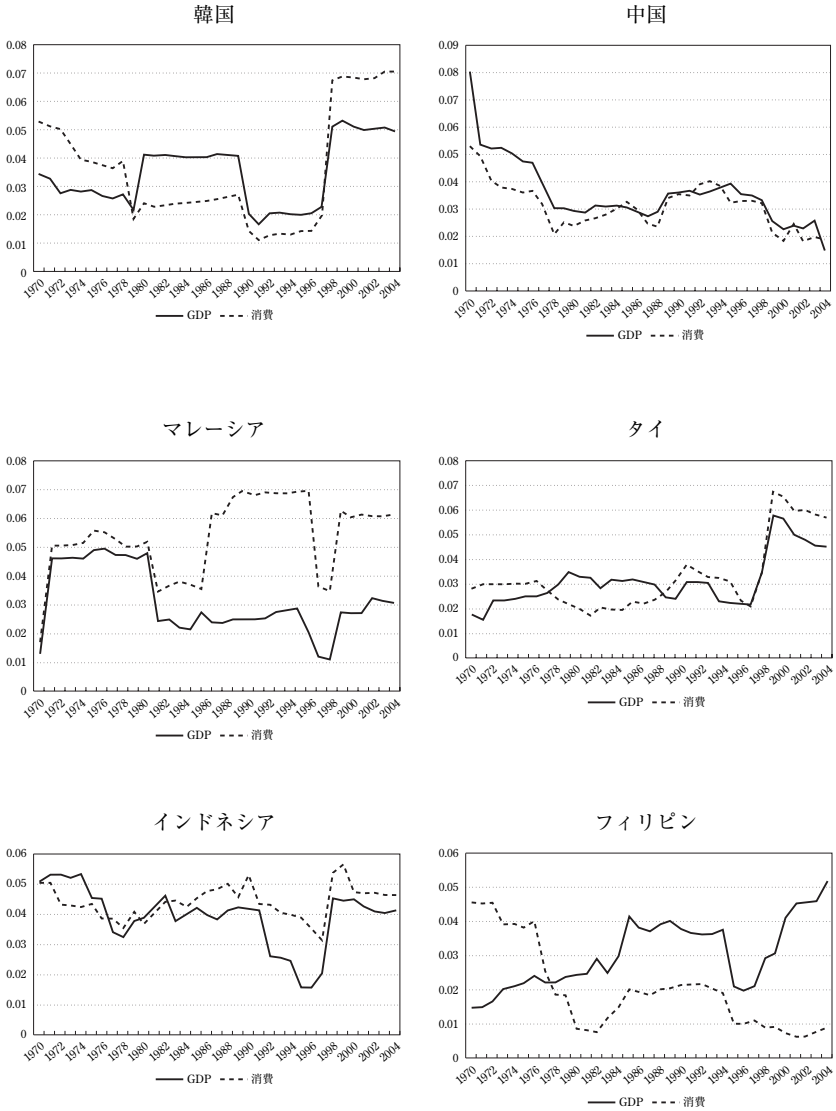
と考えられる。

しかしながら、資本自由化が消費の変動リスクの分散に貢献しているという結果を得ている実証研究はきわめて少ない。たとえば Bekaert et al. [2006] は、90カ国のサンプルを用いて、証券市場を対外的に開放した後に、消費の変動が減少する傾向がみられるとしている。しかし同時に、同じ推定を途上国40カ国にサンプルを限定すると、消費の変動が減少する傾向は弱くなり、かつ統計的に有意でなくなってしまうことも示している。このことから、Bekaert et al. [2006] において、消費の変動が減少する傾向にあるのは、先進国の影響によるところが大きいと考えられる。しかし先進国については、推定期間中、証券市場の対外取引は常に自由化されており、証券市場の対外開放が消費の変動の減少に結びつくかどうかははっきりしない。また、Kose et al. [2003] のように、新興市場諸国ではむしろ1990年代に消費の変動の上昇傾向がみられ、その上昇は生産の変動の上昇以上であることをみいだしている研究もあり、対外資本取引の自由化が消費の安定化に寄与しているという明確な証拠は得られていない。

東アジア諸国に限定してこの問題を論じることは、アジア通貨危機のためさらに評価が難しくなる。試みに、図7は東アジア諸国のGDP成長率と消費成長率の標準偏差をプロットしたものである。中国を除いて、いずれの国もアジア通貨危機を契機に標準偏差が大きく上昇していることがみてとれる。また、消費の成長率の標準偏差がGDP成長率の標準偏差を上回る国、時期もみられ、Kose et al. [2003] が指摘するような、消費の成長率の標準偏差の上昇が生産の成長率の標準偏差の上昇を上回る時期があることも観察される。しかしながら、韓国やインドネシアなど、なかにはアジア通貨危機以前の1980年代後半から1990年代前半にかけてGDP、消費ともに成長率の標準偏差が下落している国もみられる。厳密な分析ではないものの、このようにデータの傾向を眺めると、対外資本取引の自由化が消費の変動を減少させることを実証するのがいかに困難か、容易に想像される。

国際金融市場を通じたりスク分散は、実際にどの程度行われているのだら

図7 GDP成長率と消費成長率の標準偏差の推移



(出所) 1人当たりGDPおよび消費のデータはPenn World Table 6.2による。

(注) 各年の標準偏差はその年を含む過去10年間で計算した。

うか。国際金融市場を通じたポートフォリオ投資や貸し借りについて、ホームバイアスが働いていることはかねてからよく知られている。Sorensen and et al. [2007] は1993年から2003年にかけて OECD 加盟国のホームバイアスは低下し、国際的なリスク分散が進んでいることを示している。他方、Kim et al. [2006] は東アジア10カ国について、GDPの変動を純要素所得の変動、貯蓄の変動、消費の変動に分けて、消費の変動部分が約80%を占めることをみいだしており、同割合が約60~70%のEUやOECD加盟国に比べて、リスク分散は進んでいないとしている。

### 3. 対外資本取引の自由化と経済の不安定化

対外資本取引を自由化することで、途上国は海外からの資本流入を期待できるが、同時に、ときとして海外へ急速に資本が流出する可能性もある。このことが、「途上国の対外資本取引の自由化は通貨危機や金融危機を引き起こす原因になる」としばしば指摘される。金融危機は、信用機能の低下や資産価値の下落により、経済の実物サイドに悪影響を及ぼす。対外資本取引の自由化の成長回帰分析から期待されるような結果が観察されない理由のひとつに、この対外資本取引の自由化の負の側面が指摘される。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 stops と呼ばれる現象、すなわち、①海外の資本市場へのアクセスの突然の喪失、②経常収支バランスの逆転（赤字から黒字）、③国内生産および需要の低迷、④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。アジア通貨危機もこの sudden stops の一例である。

Mendoza and Smith [2006] は、小国の開放経済のリアル・ビジネスサイクル・モデル（Real Business Cycle model [RBC-model]）に資本市場の制約を導入することによって、一般均衡モデルで上記の sudden stops にみられる現象をうまく説明できるとしている<sup>11)</sup>。資本市場の制約とは資本取引に関



係するさまざまな摩擦を指すが、たとえば Mendoza and Smith [2006] では、途上国による海外からの借り入れには、途上国が保有する実物資産価値（証券）の一定割合の上限がある、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 stops のメカニズムを大胆に要約すれば、次のとおりである。生産活動への（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）家計の借り入れを増加させる。しかし、借り入れには保有する実物資産価値の一定割合までという制約があるため、この制約を超える分については、家計は保有する実物資産（証券）を売却せざるをえない（いわゆる“fire sales”）。このことがさらに実物資産価格の下落を招き、実物資産価値と連動する借り入れ制約をより厳しいものにして、海外からの借り入れ（経常収支赤字）が縮小してしまうという debt-deflation メカニズムを引き起こす。

しかし、Mendoza and Smith [2006] の最大の主張は、レバレッジの高い経済では sudden stops が発生する可能性も高いが、同時に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 stops は発生しにくくなるであろうという点である。

Martin and Rey [2006] は、どのような状況で sudden stops 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の生産が収益に不確定性が伴う個々の投資プロジェクトとされ、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収益のリスクを分散することである。したがって、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ち、資本市場が対外的に自由化されることは、途上国にとっては、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（先進国にとっても同

様である。やはり途上国における投資・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)。ここでの大きな特徴は、投資のプロジェクトによって生産された財は世界に供給されるが、その際に貿易コストが発生すること、同時に海外のプロジェクトの持ち分の購入にも取引費用（資本取引コスト）がかかるとしていることである。

どのようなときに sudden stops, つまり途上国の投資プロジェクトが行われず（すなわち [国内生産の落ち込み]）、途上国の経済主体が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）ような状況が発生するだろうか。Martin and Rey [2006] の結論は、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 stops の可能性も高いというものである。いかに貿易コストが高くとも、資本取引コストがゼロであれば、市場裁定により、途上国の投資プロジェクトの持ち分に対する需要は必ず生まれる。したがって、途上国で投資プロジェクトが行わ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、途上国の経済主体は、自国の投資プロジェクトの持ち分を購入する以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 stops の可能性はない。しかし、これらの中間の場合は、sudden stops が発生する可能性が高い。

以上から得られる重要なメッセージは、sudden stops あるいはより広い意味で対外資本取引の自由化と経済の不安定化の問題は、単に途上国の対外資本取引が自由化されているかどうかには焦点を当てたり、資本取引の安定性に影響を与えそうな政治的リスクや制度的な要因の有無を考えるだけで、理解できるほど単純なものではない、ということである。それらが経済活動全体にどのような意味を持つか、統合的な枠組みで考える必要がある。

### 第3節 対外資本取引の構成と直接投資

対外資本取引の自由化は、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。とりわけ、対外資本取引の自由化を考えるうえで、借り入れ (debt finance) の自由化と投資 (Equity finance と FDI) の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、借り入れ負債（とくに銀行ローン）が大きなりスク要因となることはおおむねコンセンサスとされている。たとえば、銀行借り入れに暗黙的な政府保証がなされている場合、あるいは国際機関による事後的な支援が暗黙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し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、資本流入の停止および資本流出（いわゆる sudden stops）というリスクが高いともいえる。

しかし、ある国の借入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、もし高い借入負債比率が金融危機の可能性を引き上げるとすれば、なぜ途上国は高い借入負債比率を容認するのか、その原因を考えることが重要である。東アジア諸国に引きつけて問えば、なぜ韓国、タイ、マレーシアはアジア通貨危機以降、借入負債比率を下げたのに、インドネシアやフィリピンでは同様のことが実現できていないのかということになる。

## 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なかでも大きな違いをみせていることを考えるうえで、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、直接投資、債券投資、借りに 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2国間取引データを用いて検証している。彼らの研究結果を要約すると、① FDI は証券投資や債券投資に比べ、相手国の情報の多寡に左右されやすいこと、同じことが銀行ローンにもある程度当てはまること、逆に、②証券投資はFDIや銀行ローンに比べ、投資家への情報公開の程度や会計基準のレベル、投資家の保護の度合いなどの制度面での質に左右されやすい。

このような実証結果を基にすると、第1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少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、制度面において劣るといえるのだろうか。また、同時にこの2カ国は直接投資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みえるが、それは投資国からみた情報の多寡でうまく説明がつくのだろうか。いずれも政策的なインプリケーションを伴う論点である。

他方で、異なる種類の対外資本取引が異なるパフォーマンスを実際に示しているのだろうか。Levchneko and Mauro [2006] は、1970年から2003年の途上国のデータを用いて、直接投資、証券投資、債券投資、その他の資本取引の区分で取引フローの安定性などについて検証を行っている。その結果、とりわけ直接投資フローについては sudden stops の状態のなかでも際立って安定的であり、以下、証券投資、債券投資、その他の借りに順に安定性は低下していく。また、債券投資については、流出もするがその回復も早い一方、借りに関しては、流出後の回復が遅いという違いもみだして

いる。したがって、おおむね期待されるような結果を得ており、対外資本取引の構成の違いは資本フローの安定性に大きくかかわっており、ひいては長期的な経済成長などの実態面でのパフォーマンスにも異なる影響を与える可能性が高い。より最近の研究では、Tong and Wei [2009] は、2007年から2009年の世界金融危機のさなかに、資本取引の種類の違いが企業がクレジットクランチに直面する可能性にどの程度影響していたか、44カ国1万4000社以上の企業レベルのデータを用いて分析している。それによると、クレジットクランチの可能性は、企業の対外資金依存の多寡ではなく、直接投資ではないタイプの対外資本取引に依拠する程度によることをみいだしている。

## 2. 海外直接投資

海外直接投資については、Markusen [1984] や Helpman [1984] を嚆矢に、貿易論の枠組みを中心に多くの研究が蓄積されている。海外直接投資は資本移動の一形態であるが、貿易論では生産拠点の海外移転という実物的側面に分析の力点が置かれる。伝統的には、直接投資は、①海外市場に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直接投資と、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 direct 投資の、大きく2つに分類されてきたが、どちらも国際的に最適な生産拠点の配置の結果であり、現地における生産費用と周辺国も含めた市場規模が決定に大きな役割を果たす。すでに東アジア諸国での対外資本取引の構成でもみたように、対外資本取引に占める直接投資の割合は少なくない。

前節で紹介したように、Daude and Fratzscher [2008] は、2国間の直接投資フローに着目して、直接投資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. [2008] 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。

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。直接投資を資本の移動という観点で捉えて推計しているわけではない。しかし、直接投資を参入退出を含んだ企業レベルの行動として捉えているため、やはり直接投資の決定要因をうかがい知ることができる<sup>12)</sup>。用いる推計式は次のとおりである。

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

ここで  $i$  は国、 $t$  は時点を示し、 $X_{it}$  は  $i$  国に事業所を有する全企業の総売上高、 $GDP_{it}$  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  $\mu_{it}$  は誤差項である。

企業別データを用いる利点は、ホスト国からの距離やホスト国の GDP が、直接投資の intensive margin と extensive margin に与える影響を直接観察できることである。ここでいう intensive margin とは 1 企業当たりの平均売上高、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。

これらの変数に及ぼす GDP や距離の影響が次の(1)と同様な回帰式で分析されている。

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

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

ここで  $x_{it}$  は国  $i$  における 1 企業当たりの平均売上高、 $n_{it}$  は国  $i$  に海外事業所を所有する企業の数である<sup>13)</sup>。

回帰式(1)、(2)、(3)の推計結果は表 2 のとおりである。はじめの 3 列はそれぞれ、海外事業所の総売上高、1 企業当たりの平均売上高、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。

表2 重力モデルの推計

	総売上高	1社当たり 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社当たり 平均売上高	進出 企業数
GDP	1.11 [0.06]***	0.51 [0.03]***	0.60 [0.04]***	1.12 [0.06]***	0.51 [0.03]***	0.60 [0.04]***
距離	-1.50 [0.17]***	-0.24 [0.09]**	-1.26 [0.11]***	-1.60 [0.17]***	-0.27 [0.10]***	-1.33 [0.11]***
WTO				0.71 [0.30]**	0.21 [0.17]	0.50 [0.20]**
N	619	619	619	619	619	619
R <sup>2</sup>	0.49	0.31	0.48	0.50	0.32	0.49

(出所) Wakasugi et al. [2008] より抜粋。

(注) (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。

推計の結果、GDPの係数はプラス、距離の係数はマイナスを得ているが、より興味深いのは、日本から直接投資の相手国までの距離の遠近は、進出企業当たりの売上高よりは、むしろ、当該国へ進出する企業数を増減させることで売上高に影響を与えているという点である。とくに、距離の親企業の数に対する弾力性は、1企業当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おり、企業の参入退出は、海外事業所の売上高に大きな影響を与えていると結論づけることができる。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当てはまる<sup>14)</sup>。

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。電気機器産業における距離の販売額に対する弾力性はとくに大きく(-2.36)、電気機器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、電気機器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、電気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

表 3 産業別の推計結果

	食料品製造業			繊維製品			パルプ・紙・紙加工品			化学製品			石油・石炭製品				
	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数		
GDP	0.69 [0.00]***	0.17 [0.07]***	0.52 [0.05]***	0.73 [0.06]***	0.39 [0.04]***	0.35 [0.03]***	0.71 [0.12]***	0.42 [0.11]***	0.28 [0.03]***	0.97 [0.08]***	0.32 [0.06]***	0.65 [0.04]***	0.27 [0.15]*	0.06 [0.14]	0.21 [0.04]***		
距離	-1.20 [0.16]***	-0.49 [0.12]***	-0.71 [0.09]***	-1.58 [0.14]***	-0.69 [0.09]***	-0.90 [0.08]***	0.63 [0.33]*	0.59 [0.31]*	0.04 [0.10]	-1.34 [0.17]***	-0.15 [0.13]	-1.19 [0.09]***	-0.09 [0.27]	-0.23 [0.25]	0.14 [0.08]*		
WTO	0.54 [0.40]	0.57 [0.29]*	-0.03 [0.22]	0.13 [0.36]	0.79 [0.23]***	-0.66 [0.19]***	0.71 [0.59]	0.78 [0.55]	-0.07 [0.17]	-0.07 [0.36]	-0.45 [0.26]*	0.38 [0.19]**	1.41 [0.61]**	1.68 [0.58]***	-0.27 [0.18]		
N	250	250	250	348	348	348	133	133	133	358	358	358	107	107	107		
R <sup>2</sup>	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																	
窯業・土石																	
総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数
GDP	0.48 [0.13]***	0.21 [0.10]**	0.28 [0.05]***	0.63 [0.09]***	0.23 [0.06]***	0.40 [0.05]***	0.43 [0.08]***	0.09 [0.05]*	0.35 [0.05]***	1.36 [0.08]***	0.58 [0.05]***	0.78 [0.05]***	0.98 [0.08]***	0.43 [0.06]***	0.55 [0.04]***		
距離	-0.89 [0.26]***	-0.17 [0.20]	-0.71 [0.10]***	-1.11 [0.17]***	-0.06 [0.12]	-1.05 [0.09]***	-1.48 [0.15]***	-0.39 [0.09]***	-1.089 [0.09]***	-1.85 [0.16]***	-0.64 [0.10]***	-1.21 [0.09]***	-2.36 [0.19]***	-0.80 [0.12]***	-1.57 [0.09]***		
WTO	-0.21 [0.57]	0.08 [0.44]	-0.28 [0.22]	0.31 [0.32]	-0.35 [0.22]	0.66 [0.17]***	0.60 [0.35]*	0.48 [0.22]**	0.12 [0.22]	1.94 [0.37]***	1.21 [0.23]***	0.82 [0.20]***	1.83 [0.36]***	0.74 [0.21]***	1.09 [0.18]***		
N	194	194	194	256	256	256	202	202	202	320	320	320	415	415	415		
R <sup>2</sup>	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		
電気機器																	
電気機器																	
総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数	総売上高	1社対り 平均売上高	進出 企業数
GDP	1.33 [0.08]***	0.61 [0.06]**	0.72 [0.03]***	1.05 [0.10]***	0.51 [0.07]***	0.55 [0.04]***	0.68 [0.06]***	0.42 [0.05]***	0.26 [0.05]***	0.42 [0.06]***	0.42 [0.05]***	0.26 [0.05]***	0.26 [0.05]***	0.26 [0.05]***	0.26 [0.05]***	0.26 [0.05]***	
距離	-0.56 [0.16]***	0.27 [0.13]**	-0.83 [0.07]***	-1.71 [0.18]***	-0.84 [0.14]***	-0.87 [0.08]***	-0.81 [0.16]***	-0.05 [0.12]	-0.77 [0.12]***	-0.81 [0.16]***	-0.05 [0.12]	-0.77 [0.12]***	-0.81 [0.16]***	-0.05 [0.12]	-0.77 [0.12]***		
WTO	0.81 [0.35]**	0.54 [0.28]**	0.27 [0.15]*	0.99 [0.42]**	0.85 [0.31]**	0.14 [0.18]	0.25 [0.33]	0.24 [0.25]	0.01 [0.26]	0.25 [0.33]	0.24 [0.25]	0.01 [0.26]	0.25 [0.33]	0.24 [0.25]	0.01 [0.26]		
N	426	426	426	256	256	256	339	339	339	339	339	339	415	415	415		
R <sup>2</sup>	0.46	0.23	0.63	0.46	0.27	0.56	0.35	0.26	0.24	0.35	0.26	0.24	0.35	0.26	0.24		

(出所) Wakasugi et al. [2008] より抜粋。

(注) (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。



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、議論のあるところだが、直接投資の文脈では、本社が現地子会社や工場をマネジメント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と考えられることが多い（たとえば 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] の結論と整合的といえるだろう。

#### 第4節 そもそも対外資本取引は十分に行われているのか

先進国と途上国の間では資本装備率に大きな違いがみられる。それを前提とする資本の限界生産性の差も非常に大きなものとなるため、国際的な資本取引は何らかの理由によって大きく阻害されているという帰結が得られる。このことは、Lucas Paradox として知られているが、Lucas [1990] によって指摘され、Casselli and Feyrer [2007] によって計算されたように、途上国は資本と補完的に用いられる人的資本の不足や制度面での不備、資本財の価格に比べて生産財の価格が低いといった理由により、資本装備率が低いにもかかわらず、資本の限界生産性（価値）は世界的に均一化している。このような見方に立てば、国際的な資本取引に関する障壁は十分取り除かれているということになる。

また近年、Gourinchas and Jeanne [2007] は、資本は全要素生産性が急速に成長していて投資が活発な国に流入すると考えられるが、実際に途上国のネット資本フローのデータを観察すると、その逆、つまり投資も成長も活発でない国に流れていると指摘している。また、Prasad et al. [2007] も1990年代半ば以降、資本は途上国から先進国へいわば「逆流」していることを指摘し、経常収支黒字と経済成長率の間に正の相関があること、すなわち

外国資本に依存しない国ほど高い経済成長を示していることを指摘している。

こうした議論は、海外からの資本流入がいろいろな経路を取りうるが、(sudden stops のような資本流入の突然の逆転がなければ) 経済成長に正の影響をもたらすであろうという考え方を根底から揺さぶるものである。第1節でみたように、東アジア諸国は1980年代半ば以降(雁行的であるが)高い経済成長を遂げてきたにもかかわらず、対外資本への依存は途上国全体と比較してもけっして高いわけではない(典型的には韓国や中国)。一見、これらの観察事実は、Gourichas and Jeanne [2007] や Prasad et al. [2007] の議論に符合するように見える。対外資本取引の自由化が東アジア諸国の経済成長に果たした役割は、今後さらに根本的な問いに立ち返って分析を進めていくことが求められている。

## まとめ

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、東アジア諸国の対外資本取引の自由化と対外資本取引の態様の多様性を考えるうえで重要と思われる論点を考察した。

まず第1に、マクロデータから得られる結果とミクロ的なデータから得られる多くの結果が整合しない。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からは必ずしも明らかではない。とくに、長期的な効果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を残しているのに対し、よりミクロなデータを用いた実証分析では正の効果が検出され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、企業行動がどのように変化したかに、より着目すべきと考えられる。

次に、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、その基本的なメカニズム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、ある程度結果を得ることが可能であるように思われる。

また、第2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みせている。それぞれの国の資本市場政策、直接投資政策などをめぐ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も有効と思われる。

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一般に考えられている。このことは従来は、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、Antras et al. [2007] が指摘したように、直接投資と地場資本の投資の補完性も受入国における資本市場の発達を考えるうえで大事な論点と考えられる<sup>15)</sup>。アジア諸国における直接投資の受け入れも国によって顕著な違いがみられる。したがって、直接投資の受け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。

最後に、最近指摘されるようになった、途上国から先進国への資本の逆流の議論は、図1で示したような東アジア諸国の海外資本市場への低い依存度とも相まって、東アジア諸国の経済成長がはたしてどこまで対外資本流入に依拠していたのかを考えるうえで、重要な示唆を与えるものであるといえる。

[注] \_\_\_\_\_

- (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(Lucas [1990])。この原因については、生産技術や労働と資本以外の生産要素(人的資本、土地や天然資源など)、政府の政策や社会制度の質などの、さまざまな面における先進国と途上国間の格差を指摘する研究と、カントリーリスクや情報の非対称性などに由来する国際資本市場の不完全性を指摘する研究が存在する(Lucas [1990] は人的資本の蓄積の差を指摘している)。最近の研究では、前者の優勢を指摘するものが多く、たとえば、Alfaro et al. (2008) が国際資本市場の不完全性ではなく、社会制度の質の違いの影

響のほうが大きいという実証結果を得ている。また Caselli and Feyrer (2007) は、マクロデータから資本の限界生産性を推計し、先進国と途上国に大きな差がないことをみいだしており、過少な資本流入は国際資本市場の不完全性によるものではないと主張している。

- (2) Lane and Milesi-Ferretti [2007] は、1970年から2004年まで145カ国の対外資産負債残高をデータベース化している。IMFによるIFSにも同様のデータはあるが、データの欠落が著しい。
- (3) 最近の例では、Rodrik and Subramanian [2009] はさらに資本取引の自由化のメリットは証拠に乏しいとし、金融のグローバル化を進めることに否定的な立場を取っている
- (4) 比較的最近のサーベイとしては Henry [2007], Kose et al. [2006], Edison et al. [2002] を挙げておく。
- (5) Henry [2007] が非常にわかりやすい例で欠陥を説明している。
- (6) Quinn [1997] は、先進国21カ国について1950年から1997年まで、途上国43カ国については1958, 1973, 1982, 1988年のデータを整備している。
- (7) Henry [2007] は、このBekaert et al. [2005] の結果を過大として批判している。
- (8) soft-budget 問題とは、time inconsistency 問題の一種である。資金の貸し手が借り手に対して事業失敗時に救済しないとコミットして借り手から信頼されず、そのために収益性の低い質の悪い投資事業が生き残ってしまうという状況を考える。このようなときに、資金の貸し手は、救済資金がどこにもない状況を作り出すことによって、救済しないとというコミットメントの信頼性を得、借り手に質の悪い投資事業をやめさせることができる。国際資本市場へのアクセスは救済資金のソースとみなされれば、これに逆行する。
- (9) この点については、Gupta and Yuan [2009] が産業レベルのパネルデータを用いて、政策の内生性の問題にアプローチしている。証券市場の対外開放の後に、より対外資金に依存する産業と高い成長が見込まれる産業の成長の上昇が観測されるが、証券市場の対外開放政策を内生化すると、産業成長への影響力をなくすことをみいだしており、むしろ政府は産業が成長する機会をうかがって、証券市場の対外開放を進めることを示唆するとしている。
- (10) さらに 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することで、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ことができれば、対外資本取引の自由化が経済成長を押し上げることにもつながる。
- (11) Sudden stops という用語を用い始めたのは Calvo (1998) である。
- (12) ここでの Wakasugi et al. [2008] の分析では、経済産業省による「海外事業

活動基本調査」と「企業活動基本調査」の個票データを用いている。また、その他のデータについては、距離は Jon Haveman の「International trade data」から各国首都間の距離を、WTO 加盟時期については WTO の資料を用いている。

- (13) 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。
- (14) 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かよっている。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、とくに距離の係数の場合に顕著という特徴がある。
- (15) 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することを選択し、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。

#### [参考文献]

- Alfaro, Laura, and Eliza Hammel [2007] “Capital Flows and Capital Goods,” *Journal of International Economics*, 72, pp.128-150.
- Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozccan, and Vadym Volosovych [2008] “Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation,” *Review of Economics and Statistics*, 90, pp.347-368.
- Antras, Pol, Mihir A. Desai, and C. Fritz Foley [2007] “Multinational Firms, FDI Flows and Imperfect Capital Markets,” NBER Working Paper No.12855.
- Arellano, Cristina, and Enrique G. Mendoza [2002] “Credit Frictions and ‘Sudden Stops’ in Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework for Emerging Market Crises,” NBER Working Paper No.8880.
- Bekaert, Geert, and Campbell R. Harvey [2002] “Chronology of Important Financial, Economic and Political Events in Emerging Markets” ([http://www.duke.edu/~charvey/Country\\_risk/chronology/chronology\\_index.htm](http://www.duke.edu/~charvey/Country_risk/chronology/chronology_index.htm)).
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad [2005] “Does Financial Globalization Spur Growth?” *Journal of Financial Economics*, 77(1), pp.3-55.
- [2006] “Growth Volatility and Financial Liberalization,” *Journal of Interna-*

- tional Money and Finance*, 25, pp.370–403.
- Blalock, Garrick, and Paul J. Gertler [2008] “Welfare Gains from Foreign Direct Investment through Technology Transfer to Local Suppliers,” *Journal of International Economics*, 74(2), pp.402–421.
- Blonigen, Bruce A., and Miao Wang [2005] “Inappropriate Pooling of Wealthy and Poor Countries in Empirical FDI Studies,” in Theodore H. Moran, Edward M. Graham and Magnus Blomstrom eds., *Does Foreign Direct Investment Promote Development?* Washington, D.C.: Institute of International Economics.
- Calvo, Guillermo A. [1998] “Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,” *Journal of Applied Economics*, 1, pp.35–54.
- Caselli, Francesco, and James Feyrer [2007] “The Marginal Product of Capital,” *Quarterly Journal of Economics*, 122, pp.535–568.
- Chari, Anusha, and Peter Blair Henry [2004] “Risk Sharing and Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment,” *Journal of Finance*, 59(3), pp.1295–1324.
- [2008] “Firm-specific Information and the Efficiency of Investment,” *Journal of Financial Economics*, 87, pp.636–655.
- Chinn, Menzie D. and Hiro Ito [2008] “A New Measure of Financial Openness,” *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), pp.309–322.
- Daude, Christian, and Marcel Fratzscher [2008] “The Pecking Order of Cross-border Investment,” *Journal of International Economics*, 74, pp.94–119.
- Edison, Hali J., Michael Klein, Luca Ricci, and Torsten Slok [2002] “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis,” *IMF Staff Papers*, 51(2), pp.220–256.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne [2006] “The Elusive Gains from International Financial Integration,” *Review of Economic Studies*, 73, pp.715–741.
- [2007] “Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle,” NBER Working Paper No.13602.
- Gupta, Nandini, and Kathy Yuan [2009] “On the Growth Effect of Stock Market Liberalizations,” *Review of Financial Studies*, 22(11), pp.4715–4752.
- Haveman, Jon D., Vivian Lei, and Janet S. Netz [2001] “International Integration and Growth: A Survey and Empirical Investigation,” *Review of Development Economics*, 5(2), pp.289–311.
- Head, Keith, and John Ries [2008] “FDI as an Outcome of the Market for

- Corporate Control,” *Journal of International Economics*, 74, pp.2-20.
- Helpman, E. [1984] “A Simple Theory of Trade with Multinational Corporations,” *Journal of Political Economy*, 92, pp.451-471.
- Henry, Peter Blair [2000a] “Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?” *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp.301-334.
- [2000b] “Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices,” *Journal of Finance*, 55, pp.529-564.
- [2007] “Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation,” *Journal of Economic Literature*, 45, pp.887-935.
- Hermes, Niels, and Robert Lensink [2003] “Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth,” *Journal of Development Economics*, 40(1), pp.142-163.
- Kim, E. Han, and Vijay Singal [2000] “Stock Market Openings: Experience of Emerging Economies,” *Journal of Business*, 73(1), pp.25-66.
- Kim, Soyoung, Sunghyun H. Kim, and Yunjong Wang [2006] “Financial Integration and Consumption Risk Sharing in East Asia,” *Japan and the World Economy*, 18, pp.143-157.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, and Marco E. Terrones [2003] “Financial Integration and Macroeconomic Volatility,” *IMF Staff Papers*, 50, pp.119-142.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei [2006] “Financial Globalization: A Reappraisal,” NBER Working Paper No.12484.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti [2007] “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004,” *Journal of International Economics*, 73, pp.223-250.
- Levchenko, Andrei, and Paolo Mauro [2006] “Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?” IMF Working Paper No.06/202.
- Lucas, Robert E. Jr. [1990] “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor?” *American Economic Review*, 80(2), pp.92-96.
- Markusen, J. R. [1984] “Multinationals, Multi-plant Economies, and the Gains from Trade,” *Journal of International Economics*, 16, pp.205-226.
- Martin, Philippe, and Helene Rey [2006] “Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?” *American Economic Review*, 96, pp.1631-1651.
- Mayer, Thierry, and Gianmarco Ottaviano [2007] “The Happy Few: The Internationalisation of European Firms,” Bruegel Blueprint Series, 3, Brussels: Bruegel.
- Melitz, Marc J. [2003] “The Impact of Trade on Intra-industry Reallocation and Aggregate Industry Productivity,” *Econometrica*, 71, pp.1695-1725.

- Mendoza, Enrique G., and Katherine A. Smith [2006] "Quantitative Implications of a Debt-deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices," *Journal of International Economics*, 70, pp.82-114.
- Mitton, Todd [2006] "Stock Market Liberalization and Operating Performance at the Firm Level," *Journal of Financial Economics*, 81, pp.625-647.
- Obstfeld, Maurice [1994] "Risk-taking, Global Diversification, and Growth," *American Economic Review*, 84, pp.1310-1329.
- [2008] "International Finance and Growth in Developing Countries : What Have We Learned?" The Commission on Growth and Development, Working Paper, 34.
- Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan, and Arvind Subramanian [2007] "Foreign Capital and Economic Growth," NBER Working Paper No.13619.
- Quinn, Dennis [1997] "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, 91(3), pp.531-551.
- Rodrik, Dani, and Arvind Subramanian [2009] "Why Did Financial Globalization Disappoint?" *IMF Staff Papers*, 56, pp.112-138.
- Sachs, Jeffrey D., and Andrew M. Warner [1995] "Economic Reform and the Process of Global Integration," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.1-118.
- Sorensen, Bent E., Yi-Tsung Wu, Oved Yosha, and Yu Zhu [2007] "Home Bias and International Risk Sharing: Twin Puzzles Separated at Birth," *Journal of International Money and Finance*, 26, pp.587-605.
- Tong, Hui, and Shang-Jin Wei [2009] "The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch during a Global Economic Crisis," NBER Working Paper No.15207.
- Wakasugi, Ryuhei, Yasuyuki Todo, Hitoshi Sato, Shuichiro Nishioka, Toshiyuki Matsuura, Banri Ito, and Ayumu Tanaka [2008] "The Internationalization of Japanese Firms: New Findings Based on Firm-level Data," RIETI Discussion Paper Series 08-E-036.