

# 直接投資収益と資金調達

横溝えりか

## A Study of Foreign Direct Investment Profit and Finance

Erika YOKOMIZO

### 1. 理論の土台と基礎的な検証

#### 1. 1 理論の土台

Rajan and Zingales (1998) によれば、金融深化につれて、企業の内部金融コストと外部金融コストに違いがなくなる。そして金融深化によって、外部金融への依存度が相対的に高い企業の成長が高まる。

本稿ではこのRajan and Zingalesによる結論が、直接投資企業の投資先国における金融深化と直接投資収益率との関係についても当てはまるのか、つまり投資先の国の金融深化によって直接投資収益率は高まるのかを検討する。さらにRajan and Zingalesの結論の解釈を拡大して、資金調達の場所（直接投資企業の本国か投資先国か）と調達資金の性質、これらと直接投資収益率との関係も検討していく。ここではこれらの関係を直接投資企業で個別に見るのではなく、直接投資企業本国と投資先国、それぞれ国単位で、マクロ経済統計を利用して見ていく。

さらに直接投資企業本国からの資金調達に関連して、この直接投資企業本国への資金の流れについても言及する。直接投資企業本国が金融収支負債純増国であれば、投資された資金を直接投資企業に供給することができる。また金融収支負債純増国でなくとも、経常収支黒字国であれば、いわば自前で稼いだ資金を直接投資企業に供給することもできる。この本稿での流入資金と直接投資収益との関係についての検討が、グローバル・インバランス問題を考える一助となれば幸いである。

#### 1. 2 基礎的な検証

はじめに、直接投資収益率から見ていく。直接投資収益率は、ある国の直接投資収益額を、同国の直接投資残高で除して求める。直接投資収益には国際収支統計中、第一次所得勘定の投資所得受取内にある直接投資所得受取額を用いる。直接投資残高には、対外資産負債残高統計中、対外資産内にある直接投資額を用いる。

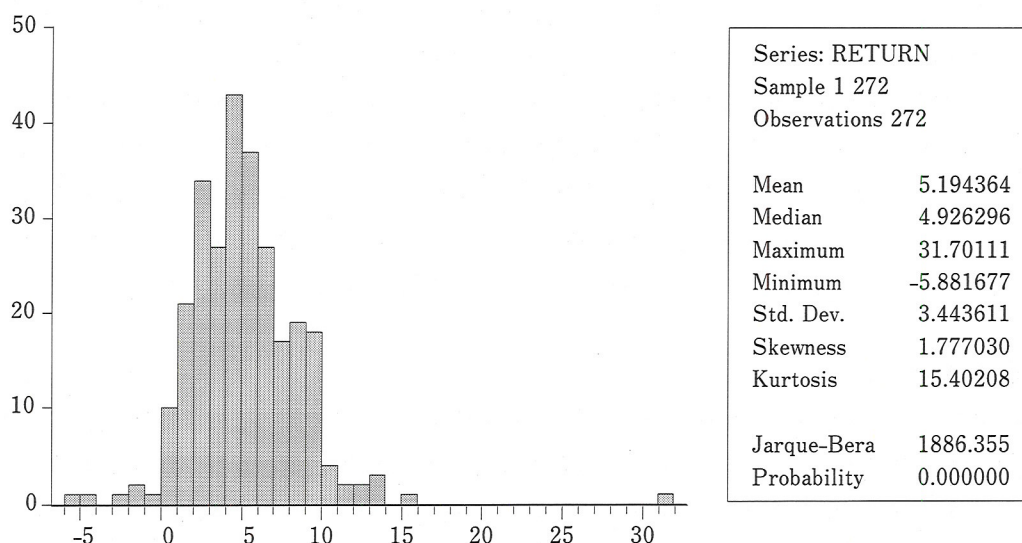
直接投資所得受取は、直接投資家が海外にある企業に直接投資資本を所有することから生じる所

得を指す。直接投資所得受取は、所得の源泉となった直接投資資本の形態により、配当金と利子等に区分される。そして配当金についてはさらに、配当金・配分済支店収益と再投資収益とに区分される。配当金・配分済支店収益には、直接投資家に対する海外子会社・関連企業からの配当金、および海外支店等の収益で本社に送金されたもの、が計上される。再投資収益には、配当金として配分されない海外子会社および関連企業の収益、および直接投資家に送金されない支店およびその他の非法人企業の収益が、直接投資家の持ち分と見なされ、出資の割合にしたがって推計され計上される。利子等には、直接投資家と直接投資先との間の貸付・借入利子や債券利子が計上される。

次の図表1はOECD34カ国の、2005～2012年の直接投資収益率(単位は%)のヒストグラムと記述統計量である。中央値は4.93%、最大値は2008年チェコの31.70%、最小値は同年アイスランドの-5.88%となっている。

2005～2012年という期間には、2008年9月のリーマンブラザーズ破綻に端を発したリーマンショック、そしてその後2009年10月のギリシャにおける政権交代による国家財政粉飾決算の露顕からはじまった欧州危機があった。図2には2005年からはじまる各年の、直接投資収益率の中央値の推移をあらわした。直接投資収益率の中央値は2008年から低下が始まり、2009年が底となっている。さらに各年の直接投資収益率記述統計量一覧が表2となる。分布は、2008年よりも前は右に裾が重く、かつ国々の収益率の分布が比較的広がっていたことから、相対的に高い収益率を挙げる国も少なくなかったことが読み取れる。2008年は特に右に裾が重く、上に突出した分布であることが読み取れる。反対に2008年よりも後は、左の裾が重くなっていることから、収益率が相

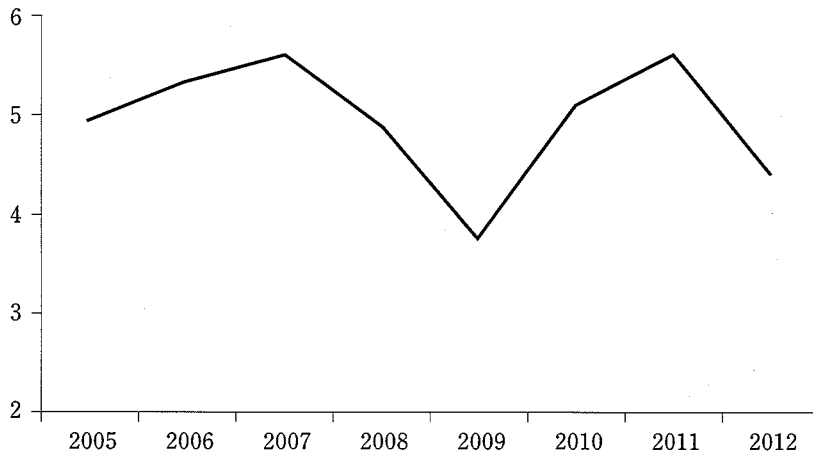
図表1 直接投資収益率の分布



データ出所 IMF Balance of Payment Statistics

図2 直接投資収益率

(単位：パーセント)



データ出所 IMF Balance of Payment Statistics

表2 各年の直接投資収益率 記述統計量

年	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
平均値	6.19	5.89	5.78	5.54	3.62	4.80	5.13	4.60
中央値	4.93	5.34	5.60	4.89	3.74	5.10	5.63	4.42
最大値	13.55	13.64	15.88	31.70	7.98	9.05	9.54	12.92
最小値	0.92	0.24	0.43	-5.88	-1.98	-2.94	-0.30	-4.19
標準偏差	3.73	3.12	3.31	5.61	2.26	2.45	2.64	2.86
歪度	0.49	0.36	0.62	2.84	-0.33	-0.79	-0.30	-0.03
尖度	2.10	2.42	3.75	15.39	3.01	4.24	2.18	5.77

データ出所 図表1と同じ

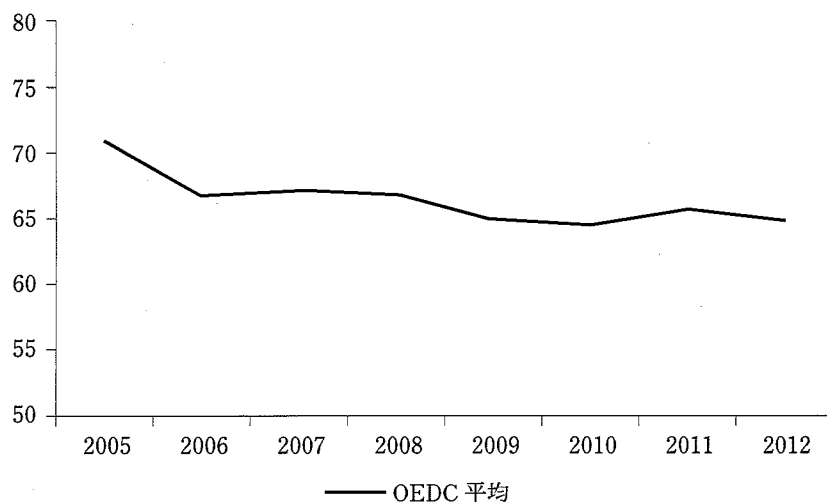
対的に低い国々も相当数存在していたことが読み取れる。

「直接投資収益率は、調達資金の影響を受ける」というのが、本稿で検証したい仮説である。金融深化が進んでいない直接投資先に、つまり現地での資金調達が困難な国に直接投資をする企業にとって、本国で資金調達ができるということは、本国での資金調達が困難な企業と比べて資金調達コストが相対的に低くなる。結果、本国で資金調達ができる企業は、その直接投資収益率が高くなると考えられる。

ここでは直接投資先の金融深化の代理変数として、直接投資先に OECD 諸国が占める割合 (OECD 率) を用いる。国ごとの直接投資先とその直接投資残高とがわかる統計として、OECD の

図 3 OECD 率（直接投資先に OECD 諸国が占める割合）

（単位：パーセント）



データ出所 OECD Stat Extracts

統計、*OECD Stat Extracts, FDI positions by partner country* を使う。この統計から OECD 加盟 34 カ国各国の直接投資先と残高とを調べることができる。図 3 は各加盟国の OECD 率の平均値をグラフにしたもの（単位は%）である。OECD 率は 70% 前後となっており、近年では低下傾向にあることが図から読み取れる。

次の図は直接投資収益率と OECD 率との相関を、期間を図 4-1 は 2005～12 年として、図 4-2 は 2010～12 年だけを抜き出して、散布図にしたものである。相関係数は前者が 0.097 であるのに対して、後者で 0.247 である。相関は後者で若干見られるものの、直接投資収益率を OECD 率のみで説明するには弱い。直接投資収益率の高さを説明するには、直接投資企業が現地で調達する以外の資金の存在も考慮する必要がある。そこで次節では、直接投資企業の資金調達を、調達資金の性質別に見ていくことにする。

図 4-1 直接投資収益率と OECD 率との相関 (2005 ~ 2012 年)

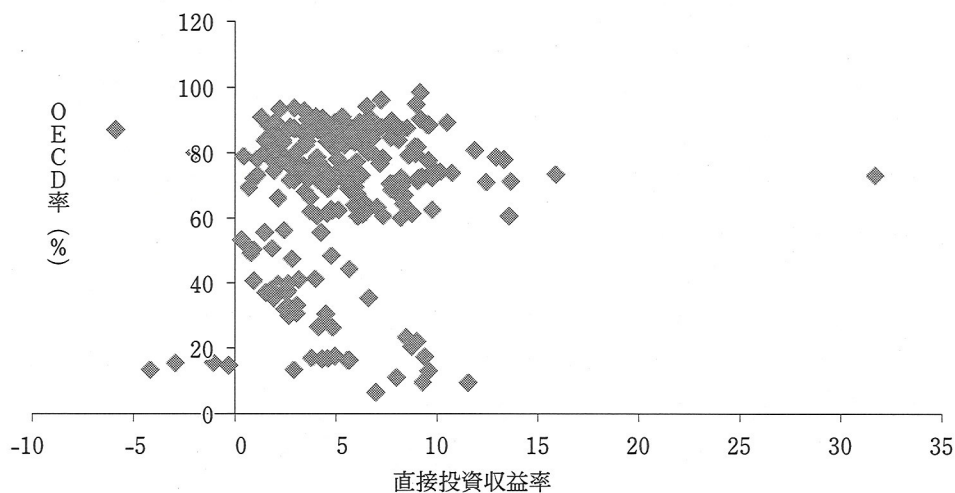
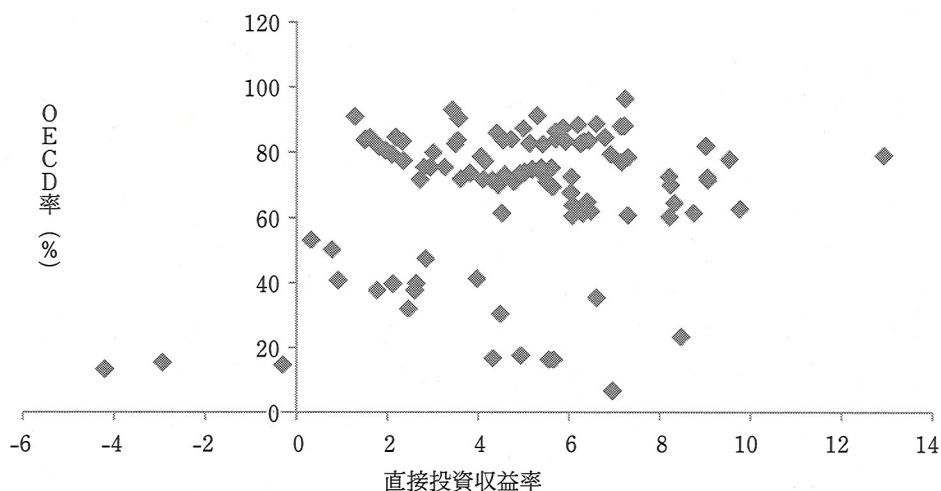


図 4-2 直接投資収益率と OECD 率との相関 (2010 ~ 2012 年)



## 2. 直接投資企業の資金調達

直接投資企業の資金調達状況を追うことができるマクロデータは、調べた限りでは存在していない。そこでここではマクロ経済統計、なかでも国際収支統計と BIS 統計の *Quarterly Review*, *Statistical Annex* とを用いて、直接投資企業の資金調達状況を調達資金の性質別に追う方法を探ることにする。

## 2. 1 現地での資金調達

直接投資企業が現地で資金調達する方法には、主に次の3つが考えられる。第一に本国にある銀行から同じ銀行の現地支店へ国境を越えて送金された資金を現地で調達するという方法、第二に直接投資企業本国の銀行が現地の銀行に貸付を行い、その現地銀行が直接投資先現地企業に貸付を行うという方法である。第二の方法は言い換えれば、現地銀行を経由して、本国の銀行が現地企業に貸付を行うという方法となる。第三に現地企業が現地銀行から地場企業と同様の借入を行う、あるいは現地で債券等を発行して資金を調達するという方法である。

国際収支統計でこれら3つの方法での資金調達は、それぞれどのように記録されるのであろうか。第一と第二の方法はともに、国際収支統計では金融勘定中にある「その他投資」、その内訳項目である「貸付」のところに計上され、それぞれ区別をつけることができない。第一の方法である銀行の本支店勘定を通じた現地支店への送金も、「その他投資」の内訳項目である「貸付」に計上されるからである。第三の方法は内-内取引であるため、国際収支統計には計上されない。

他方、BIS統計では、第一の方法である銀行の本支店勘定を通じた現地支店への送金は、BIS報告銀行の国際ポジションについての統計表の中で、BIS報告銀行の「海外支店でのポジション」の数字から読み取ることができる。第二の方法である現地銀行への貸付も、同じ統計表の中にある、BIS報告銀行の「他の銀行に対する国際ポジション」の数字から読み取ることができる。

## 2. 2 本国からの資金調達

直接投資企業が本国から資金調達する方法は、次の2つが考えられる。第一に、直接投資企業の親会社が本国で資金調達をして、その調達資金を親会社から現地会社へ送金する方法、そして第二に、直接投資企業本国の銀行が直接投資先現地会社へ直接、融資するという方法である。

国際収支統計では、この第一の方法で親会社から現地会社へ株式資本として資金を提供すると「直接投資」の内訳項目である「株式資本」に、同様に親会社・現地会社間の資金貸借や株式以外の証券の売買等によって資金を提供すると「直接投資」の内訳項目である「その他資本」に計上される。第二の方法である本国の銀行から現地会社への融資は、「その他投資」の内訳項目である「貸付」に計上される。

他方、BIS統計では、第二の方法である、本国の銀行から現地会社への融資は、BIS報告銀行の国際資産ポジションについての統計表の中で、BIS報告銀行の「非銀行部門に対するポジション」の数字から読み取ることができる。

## 2. 3 直接投資企業による再投資

国際収支統計において、直接投資先現地会社による再投資は、「直接投資」の内訳項目である「再投資収益」に計上されると同時に、「直接投資収益」の内訳項目である「再投資収益・未配分支店収益」に計上される。

以上では直接投資企業の調達資金が、資金の性質別に、国際収支統計や BIS 統計のどこに計上されることになるのかを確認した。国際収支統計の「その他投資・貸付」には様々な性質の資金が含まれていることがわかる。そして資金の性質ごとに、「その他投資・貸付」の内容を細分化できるのが BIS 統計ということになる。そこで本稿での分析に用いるデータは国際収支統計を基本とし、国際収支統計に BIS 統計を併用したデータも用いるという方法を取ることにする。なお、注意しておかなくてはならないのは、本節で述べた国際収支統計の「その他投資・貸付」、そして BIS 統計の当該項目に挙げられる残高や取引額は、直接投資企業の資金調達に関連したもの以外も含まれている可能性があるという点である。

### 3. 推計

#### 3. 1 推計に用いるデータ

分析対象期間は、IMF の国際収支統計作成マニュアルが第 6 版となった 2005 年から、2012 年までとする。分析対象国は、用いる統計によってカバーしている国が異なることから制約を受ける。各国の直接投資先について情報が得られるのは、OECD 加盟 34 カ国である。各国の直接投資先についての情報は、各国直接投資先の金融深化の指標には不可欠である。そこで直接投資先についてのデータが得られる OECD 加盟 34 カ国を、分析対象の基本としていく。直接投資先の金融深化の代理変数として、1.2 基礎的な検証のところで述べたとおり、ここでは直接投資先に OECD 諸国が占める割合（OECD 率）を用いる。直接投資先を見る統計には、OECD *Stat Extracts*, *FDI positions by partner country* を使う。なお、付表 1 の OECD *Stat Extracts* と書かれた列に、この OECD *Stat Extracts* で OECD 諸国への直接投資額データがない年を国ごとに示してある。

被説明変数である直接投資収益率は、国際収支統計である IMF の *Balance of Payment Statistics* (BOP) を用いて、先の 1.2 基礎的な検証で述べたとおり直接投資収益額と直接投資残高から計算する。また、直接投資企業による本国からの資金調達を説明する変数には、BOP あるいは *BIS Quarterly Review* にあるデータを、直接投資残高で除した数字を用いる。BOP からは「その他投資」の内訳項目である「貸付」の数字、そして「直接投資」の数字を用いる。「直接投資」については、ストックの場合はさらに「株式資本（再投資収益を含む）」・「その他資本」、フローの場合は「株式資本」・「再投資収益」・「その他資本」に分けた数字も用いる。付表 1 の BOP と書かれた列に、OECD34 カ国をベースとして BOP にデータのない項目を国別に、データのない年と合わせて示してある。この BOP は、本稿の推計で使用する 3 つの統計、OECD *Stat Extracts*, BOP, *BIS Quarterly Review*、の中でカバーしている国の数が最も多い。*BIS Quarterly Review* に挙げられている、BIS 報告銀行が銀行部門・非銀行民間部門に対して保有する対外債権額（国際資産ポジション）を、BOP にある「その他投資」の内訳項目「貸付」の代わりに用いての推計も行う。そして推計には、銀行部門に対する対外債権額についてさらに、対海外支店と対他銀行とに分けた数字も用いる。

推計に *BIS Quarterly Review* のデータを用いる場合、分析対象国が減ることになる。なぜなら付表2に示すとおり、BIS統計作成のベースとなるBIS報告国・地域は、先に挙げたOECD34カ国とは一部が異なるからである。OECD34カ国をベースにBIS報告銀行の国際資産ポジションについての統計を用いる場合、対象国は最大でも25カ国となる。

次の表3には、推計に用いる説明変数をOECD率を除いて示した。推計式Stock1～3が説明変数にストック変数を用いるもので、推計式Flow1～3が説明変数にフロー変数を用いるものとなる。推計にはこれら対外債権額や直接投資額を、いずれも直接投資残高で除したものをを用いる。推計式Stock1とFlow1では、説明変数にBOPのデータを用いるのに対して、推計式Stock2,3とFlow2,3では、説明変数にBIS統計のデータを用いる。

### 3.2 推計結果

各国固有の観測不可能な固有の要素が、観測可能な説明変数である各国の「その他投資・貸付」や「直接投資」と相関すると考えられる。そこで、説明変数にストック変数を用いたもの、フロー変数を用いたもの、いずれも一般化最小二乗法 (GLS) を用いて、いずれも固定効果モデルで推計した。

表3 OECD率 (oecd) 以外の説明変数の組み合わせ

<p><b>推計式 Stock1</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ その他投資の貸付残高 (otstk)</li> <li>・ 株式資本(含、再投資収益)残高 (secstk)</li> <li>・ その他資本残高 (capstk)</li> </ul>	<p><b>推計式 Stock2</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 銀行に対する対外債権残高 (bkstk)</li> <li>・ 銀行以外に対する対外債権残高 (nobkstk)</li> <li>・ 株式資本(含、再投資収益)残高 (secstk)</li> <li>・ その他資本残高 (capstk)</li> </ul>	<p><b>推計式 Stock3</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外支店に対する対外債権残高 (abchstk)</li> <li>・ 他銀行に対する対外債権残高 (otbkstk)</li> <li>・ 銀行以外に対する対外債権残高 (nobkstk)</li> <li>・ 株式資本(含、再投資収益)残高 (secstk)</li> <li>・ その他資本残高 (capstk)</li> </ul>
<p><b>推計式 Flow1</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ その他投資の貸付フロー (otflw)</li> <li>・ 直接投資フロー (diflw)</li> </ul>	<p><b>推計式 Flow2</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 銀行に対する対外債権フロー (bkflw)</li> <li>・ 銀行以外に対する対外債権フロー (nobkflw)</li> <li>・ 直接投資フロー (diflw)</li> </ul>	<p><b>推計式 Flow3</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外支店に対する対外債権フロー (abchflw)</li> <li>・ 他銀行に対する対外債権フロー (otbkflw)</li> <li>・ 銀行以外に対する対外債権フロー (nobkflw)</li> <li>・ 直接投資の株式資本フロー (secflw)</li> <li>・ 直接投資の再投資収益フロー (riflw)</li> <li>・ 直接投資のその他資本フロー (capflw)</li> </ul>

注 推計にはこれらの変数を直接投資残高で除した値を用いる。



まずはストック変数を用いた推計結果から見ていく。3つの推計式の説明変数に用いられる直接投資残高はいずれも、直接投資残高を2つに分けた「株式資本」残高と「その他資本」残高とで共通している。銀行の貸付残高としては、BOPの「その他投資・貸付」残高を用いたのが推計式 Stock1 であるのに対して、BIS 統計にある BIS 報告銀行「対外債権」残高を用いたのが推計式 Stock2 と Stock3 である。

説明変数に BOP の「その他投資・貸付」残高 (otstk) を用いた推計式 Stock1 で、OECD 率の係数は統計的に有意ではない。しかし「その他投資・貸付」残高 (otstk) と「直接投資・株式資本」残高 (secstk) の係数の符号は正で理論条件を満たしており、1%水準で有意となっている (表 4-1)。

説明変数に BIS 統計にある、BIS 報告銀行の対外債権残高を「銀行に対する対外債権」残高 (bkstk) と「銀行以外に対する対外債権」残高 (nobkstk) とに分けて用いた推計式 Stock2 では、これら2つの対外債権残高のうち、「銀行に対する対外債権」残高の係数のみが10%水準で有意となっている。符号は正である。OECD 率の係数は統計的に有意でない。また推計式 Stock1 同様、「直接投資・株式資本」残高 (secstk) に加えて、「直接投資・その他資本」残高 (capstk) の係数の符号も正で5%水準で有意となっている (表 4-2)。

BIS 報告銀行の「銀行に対する対外債権」残高をさらに、「海外支店に対する対外債権」残高 (abchstk) と「他銀行に対する対外債権」残高 (otbkstk) とに分けて説明変数として用いた推計式が Stock3 となる。推計結果は、「海外支店に対する対外債権」残高、「他銀行に対する対外債権」残高、「銀行以外に対する対外債権」残高、いずれも1%水準で有意となった。ただし係数の符号については、「海外支店に対する対外債権」残高と「銀行以外に対する対外債権」残高とが正になったが、

表 4-1 推計式 Stock1 結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OECD	0.006301	0.015720	0.400820	0.6890
OTSTK	1.474903	0.349536	4.219606	0.0000
SECSTK	4.056968	1.648057	2.461668	0.0147
CAPSTK	2.079253	2.337375	0.889567	0.3748

Weighted Statistics			
R-squared	0.893142	Mean dependent var	9.594023
Adjusted R-squared	0.874776	S.D. dependent var	6.527404
S.E. of regression	2.309852	Sum squared resid	1024.400
F-statistic	48.62972	Durbin-Watson stat	1.679188
Prob(F-statistic)	0.000000		

表 4-2 推計式 Stock2 結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OECD	0.007243	0.019335	0.374623	0.7085
BKSTK	0.684564	0.369140	1.854483	0.0657
NOBKSTK	0.180286	0.375162	0.480555	0.6316
SECSTK	4.177101	1.658988	2.517860	0.0129
CAPSTK	5.197806	2.568337	2.023803	0.0448

Weighted Statistics			
R-squared	0.865603	Mean dependent var	7.098413
Adjusted R-squared	0.840577	S.D. dependent var	3.791010
S.E. of regression	1.513668	Sum squared resid	332.2225
F-statistic	34.58851	Durbin-Watson stat	1.548903
Prob(F-statistic)	0.000000		

表 4-3 推計式 Stock3 結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OECD	0.005210	0.007596	0.685861	0.4940
ABCHSTK	2.739427	0.330557	8.287298	0.0000
OTBKSTK	-2.397113	0.102036	-23.49287	0.0000
NOBKSTK	0.410775	0.143765	2.857278	0.0050
SECSTK	1.659075	1.478650	1.122020	0.2639
CAPSTK	-2.818471	1.541939	-1.827875	0.0698

Weighted Statistics			
R-squared	0.984978	Mean dependent var	8.778209
Adjusted R-squared	0.980505	S.D. dependent var	14.28558
S.E. of regression	1.994596	Sum squared resid	521.1722
F-statistic	220.2401	Durbin-Watson stat	2.141389
Prob(F-statistic)	0.000000		

「他銀行に対する対外債権」残高は負となった。そして直接投資残高に関しては、「直接投資・その他資本」残高の係数のみが負で10%水準で有意となった(表4-3)。

これら残高を用いた推計結果から、直接投資収益率に正の影響を与えるのは、直接投資先の国で

の金融深化ではなく、直接投資企業本国からの資金調達残高、なかでも銀行の海外支店に対する対外債権残高と言える。

次にフロー変数を用いた推計結果を見る。銀行の期間中の貸付額にBOPの数字を用いた推計式がFlow1で、BIS統計の数字を用いた推計式がFlow2とFlow3となっている。

説明変数にBOPの「その他投資・貸付」額 (otflw) を用いた推計式Flow1では、OECD率、「その他投資・貸付」額、「直接投資」純増額 (diflw) の係数の符号はいずれも正で理論条件を満たしており、「その他投資・貸付」額と「直接投資」純増額は1%水準で、OECD率は5%水準で有意となっている (表5-1)。

次の、説明変数にBIS統計の「銀行に対する対外債権」純増額 (bkflw) と「銀行以外に対する対外債権」純増額 (nobkflw) とを用いた推計式Flow2では、OECD率を除き、いずれの変数の係数も統計的に有意ではなかった (表5-2)。

しかしながら「銀行に対する対外債権」純増額を「海外支店に対する対外債権」純増額 (abchflw) と「他銀行に対する対外債権」純増額 (otbkflw) とに分けて説明変数に、「直接投資」純増額を、「株式資本」純増額 (secflw)、「再投資収益」純増額 (riflw)、「その他資本」純増額 (capflw) に分けて説明変数として行った推計式Flow3では、OECD率、「海外支店に対する対外債権」純増額、「他銀行に対する対外債権」純増額、「再投資収益」純増額、「その他資本」純増額、いずれも1%水準で有意であった。係数の符号は「その他資本」純増額のみ、負であった (表5-3)。

表5-1 推計式Flow1結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OECD	0.017817	0.007300	2.440554	0.0155
OTFLW	2.202037	0.816789	2.695968	0.0076
DIFLW	5.243303	1.740596	3.012360	0.0029

Weighted Statistics			
R-squared	0.408764	Mean dependent var	6.347885
Adjusted R-squared	0.312017	S.D. dependent var	3.869311
S.E. of regression	3.209390	Sum squared resid	2266.041
F-statistic	4.225059	Durbin-Watson stat	2.302749
Prob(F-statistic)	0.000000		

表 5-2 推計式 Flow2 結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OECD	0.028104	0.009680	2.903232	0.0042
BKFLW	-0.250652	0.864138	-0.290060	0.7722
NOBKFLW	0.140561	1.126250	0.124804	0.9008
DIFLW	2.122580	3.101798	0.684306	0.4948

Weighted Statistics			
R-squared	0.421440	Mean dependent var	6.036701
Adjusted R-squared	0.279674	S.D. dependent var	2.941212
S.E. of regression	2.496266	Sum squared resid	940.9330
F-statistic	2.972780	Durbin-Watson stat	2.216677
Prob(F-statistic)	0.000002		

表 5-3 推計式 Flow3 結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OECD	0.036129	0.006559	5.508062	0.0000
ABCHFLW	4.046136	0.899681	4.497299	0.0000
OTBKFLW	2.174601	0.480731	4.523527	0.0000
NOBKFLW	-0.696924	0.573384	-1.215458	0.2265
SECFLW	-1.436562	2.210495	-0.649883	0.5170
RIFLW	78.13741	5.694576	13.72138	0.0000
CAPFLW	-9.295153	2.912647	-3.191307	0.0018

Weighted Statistics			
R-squared	0.977404	Mean dependent var	8.762035
Adjusted R-squared	0.970230	S.D. dependent var	10.57545
S.E. of regression	1.824684	Sum squared resid	419.5132
F-statistic	136.2525	Durbin-Watson stat	1.926513
Prob(F-statistic)	0.000000		

#### 4. 国単位での資金調達

直接投資収益率に影響を与えるであろう直接投資企業の調達資金を、直接投資企業の本国一国単位ではどのように調達しているのだろうか。一つの国が外から調達した資金は、国際収支統計で、金融収支負債の増加あるいは経常収支黒字に対応している。

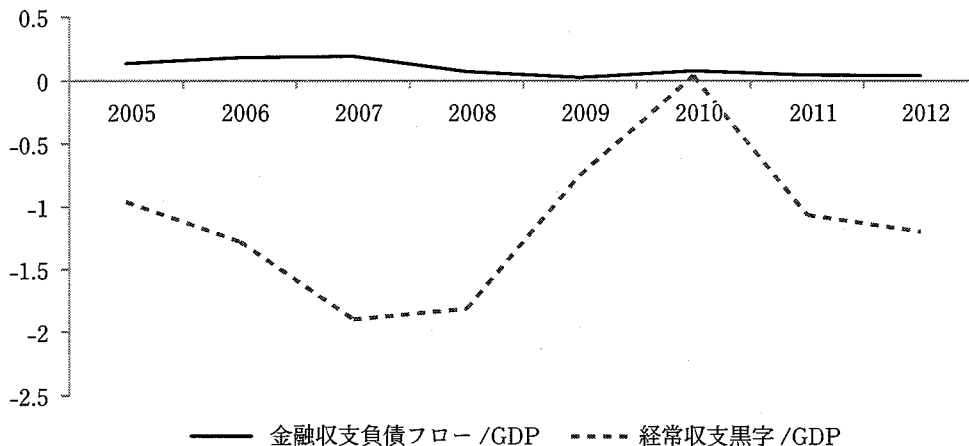
図5は、OECD34カ国の金融収支負債増加額と経常収支黒字額、それぞれのGDPに対する比率を、中央値の推移であらわしたものである。

図5の金融収支負債増加額から、OECD諸国への資本流入は2008年で急激に減少し、2010年には幾分持ち直したものの、翌年には再度減少していたことが見て取れる。2008年9月15日のリーマン＝ブラザーズ破綻に端を発するリーマンショックと、2009年10月にギリシャでの政権交代による国家財政粉飾決算の露頭から始まる欧州危機とが、この金融収支負債増加に影響を与えているであろうことが推察できる。金融収支負債増加の動きとは反対に、経常収支額は2008年から10年にかけて改善したものの、その後悪化していることが見て取れる。このことから最近では流入資本や、経常収支黒字という形により自前で調達した資金を、直接投資企業に資金として供給しているわけではないかもしれないという図式が浮かび上がる。

次に金融収支負債増加額と経常収支黒字額のGDPに対する比率を、OECD34カ国それぞれについて見てみることにする。IMFの国際収支統計が第6版となった2005年以降、2005～2012年の金融収支負債増加額の平均値では、日本、オランダ、スウェーデンの3カ国で資本が流入していなかった。また2005年以降一貫して資本が流入していなかったのは日本だけであった。

期間を区切って、2008～09年だけを取り出して見ると、資本が流入していなかった国は日本、

図5 OECD各国金融収支負債フローおよび経常収支黒字 中央値の推移



データ出所 BOP, World Bank World Development Indicators

オランダ、スウェーデンの3カ国に加えて、ドイツ、韓国、ノルウェー、スイス、イギリスの8カ国となった。2011～12年では日本など3カ国に加えて、ハンガリー、アイスランド、韓国、ポルトガルの7カ国で資本が流入していなかった。

次に、金融収支負債増加額の平均値で見た資本流入の有無により2つにグループ分けをして、互いの直接投資収益率の平均等を比較してみる。2008～09年、2011～12年ともに、資本が流入していなかった国の直接投資収益率のほうが、平均値・中央値ともに高くなっている(表6)。だが経常収支状況と組み合わせるとこの状況は変わってくる。

2008～09年において、経常収支黒字国では、資本流入があった国のほうが収益率は高くなっている。反対に経常収支赤字国では、資本流入がなかった国のほうが収益率は高くなっている(表7-1)。しかしながら2011～12年において、経常収支黒字国では、資本流入がない国のほうが収

表6 直接投資収益率の比較

(単位:パーセント)

	2008～09年 資本流入あり	2008～09年 資本流入なし	2011～12年 資本流入あり	2011～12年 資本流入なし
平均値	4.5	5.1	4.9	5.4
中央値	4.3	5.1	5.0	5.8
最大値	31.7	9.6	12.9	7.2
最小値	-5.9	0.7	-4.2	3.2

表7-1 直接投資収益率の比較(2008～09年)

(単位:パーセント)

	資本流入あり + 経常収支黒字	資本流入あり + 経常収支赤字	資本流入なし + 経常収支黒字	資本流入なし + 経常収支赤字
平均値	5.5	4.2	4.7	7.6
中央値	4.9	3.2	4.9	7.6
最大値	9.0	31.7	9.6	7.6
最小値	2.1	-5.9	0.7	7.6

注 資本流入なし+経常収支赤字の組み合わせは、イギリス1国だけである。

表7-2 直接投資収益率の比較(2011～12年)

(単位:パーセント)

	資本流入あり + 経常収支黒字	資本流入あり + 経常収支赤字	資本流入なし + 経常収支黒字	資本流入なし + 経常収支赤字
平均値	4.6	5.2	5.2	4.9
中央値	5.0	5.1	6.0	4.5
最大値	9.8	12.9	7.2	7.2
最小値	-4.2	0.3	2.1	3.2

益率は高くなっている。反対に経常収支赤字国では、資本流入がある国のほうが収益率は高くなっている（表7-2）。

再度、期間を2005～12年に戻して、経常収支を平均値で見ると、OECD34カ国中、日本、オランダ、スウェーデンをはじめとする14カ国で黒字となっている。金融収支負債増加と経常収支とでグループ分けをすると、次の3グループになる。

**グループ1：金融収支負債増加（資本流入あり）＋経常収支黒字**

オーストリア、ベルギー、チリ、デンマーク、フィンランド、ドイツ、イスラエル、韓国、ルクセンブルク、ノルウェー、スイス

**グループ2：金融収支負債減少（資本流入なし）＋経常収支黒字**

日本、オランダ、スウェーデン

**グループ3：金融収支負債増加（資本流入あり）＋経常収支赤字**

オーストラリア、カナダ、チェコ、エストニア、フランス、ギリシャ、ハンガリー、アイスランド、アイルランド、イタリア、メキシコ、ニュージーランド、ポーランド、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペイン、トルコ、イギリス、アメリカ

グループごとに、直接投資収益率の中央値等を見てみる。資金供給源が、流入資本と経常収支黒字の両方にあるグループ1の中央値よりも、流入資本のみにあるグループ3の中央値の方が低いという状況は、何らかの理由でグループ3の国々への資本流入がなくなった場合、これらの国々の国際収支の持続可能性を脅かすことになるのではないだろうか。

表8 グループごとの直接投資収益率

(単位：パーセント)

	グループ1	グループ2	グループ3
平均値	5.6	7.0	4.7
中央値	5.5	7.1	4.2
最大値	13.3 (ノルウェー2005年)	9.6 (スウェーデン2008年)	31.7 (チェコ2008年)
最小値	0.7 (スイス2008年)	3.7 (オランダ2009年)	-5.9 (アイスランド2008年)

## 5. むすび

本稿で、直接投資収益率は、直接投資企業が調達する資金の影響を受けるという仮説の検証を試みた。その結果、直接投資収益率に影響を与えるのは直接投資先の金融深化の程度ではなく、直接投資企業本国から調達した資金、なかでも銀行の海外支店が本国の銀行から調達した資金が直接投資収益率に正の影響を持つであろうことが明らかになった。

さらに直接投資企業本国全体としての資金調達、つまり金融収支負債増加あるいは経常収支黒字と、直接投資収益率との関係では、資金供給源が流入資本のみにあるグループの収益率の方が、資金供給源が流入資本と経常収支黒字の両方にあるグループの収益率よりも、低いという状況にあることがわかった。何らかの理由で前者のグループへの資本流入がなくなった場合、これらの国々の国際収支の持続可能性が脅かされるのではないだろうか。

### 参考文献

- Gourinchas, Pierre-Olivier and Rey, H el ene (2005) "From World Banker to World Venture Capitalist : US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", *NBER Working Paper* 11563.
- Ogawa, Kazuo (2013) "Firm Investment, Liquidity, and Bank Health: A Panel Study of Asian Firms in the 2000s", *ADB Economics Working Paper Series* No.338.
- Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi (1998) "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, vol.88, No.3, p.559-586.

### 付表

付表1 データがない国と期間

国	OECD Stat Extracts	BOP
ベルギー	2005～07年	—
カナダ	—	株式資本+再投資収益残高 2005～12年 その他資本残高 2005～12年 その他資本フロー 2005～12年
チリ	2005年	—
アイルランド	—	株式資本フロー 2007, 08, 11, 12年 再投資収益フロー 2007, 08, 11, 12年 その他資本フロー 2011, 12年
イスラエル	2005, 06年	—
韓国	2005年	再投資収益フロー 2005～07年
メキシコ	2005～08年	その他資本残高 2005～12年 再投資収益フロー 2006年



直接投資収益と資金調達

ニュージーランド	2005年	その他投資貸付残高 2005～12年 その他投資貸付フロー 2005～12年
ノルウェー	—	その他投資貸付残高 2005～12年
ポルトガル	2006年	—
スロベニア	2005年	—
トルコ	—	その他資本フロー 2005～12年

付表2 統計でカバーしている国・地域

OECD <i>OECD Stats</i>	BIS <i>Quarterly Review</i>
オーストリア、オーストラリア、ベルギー、 カナダ、チリ、 <u>チェコ</u> 、デンマーク、 <u>エストニア</u> 、フィンランド、フランス、 ドイツ、ギリシャ、 <u>ハンガリー</u> 、 <u>アイスランド</u> 、 <u>アイルランド</u> 、 <u>イスラエル</u> 、 イタリア、日本、韓国、ルクセンブルク、 メキシコ、オランダ、 <u>ニュージーランド</u> 、 ノルウェー、 <u>ポーランド</u> 、ポルトガル、 <u>スロバキア</u> 、 <u>スロベニア</u> 、スペイン、 スウェーデン、スイス、トルコ、アメリカ、 イギリス	オーストリア、オーストラリア、ベルギー、 <u>バーレーン</u> 、 <u>ベルムーダ</u> 、 <u>ブラジル</u> 、 <u>バハマ</u> 、 カナダ、 <u>ケイマン諸島</u> 、チリ、 <u>キプロス</u> 、 デンマーク、フィンランド、フランス、 ドイツ、ギリシャ、 <u>グエルナセイ</u> 、 <u>香港</u> 、 <u>インド</u> 、 <u>インドネシア</u> 、アイルランド、 イタリア、日本、 <u>ジャージー</u> 、韓国、 ルクセンブルク、 <u>マカオ</u> 、 <u>マレーシア</u> 、 <u>マン島</u> 、メキシコ、オランダ、ノルウェー、 <u>パナマ</u> 、ポルトガル、 <u>シンガポール</u> 、 <u>南アフリカ</u> 、スペイン、スウェーデン、 スイス、トルコ、 <u>台湾</u> 、アメリカ、イギリス、

注 下線を付してある国は、他方の統計でカバーされていないものである。

(2014年9月26日受理)