

| | |
|------------------|--|
| Title | OECD諸国における経営資源の収益率の推計 |
| Sub Title | Rates of return on managerial resources : the case of OECD countries |
| Author | 遠藤, 正寛(Endoh, Masahiro) |
| Publisher | 慶應義塾大学出版会 |
| Publication year | 2007 |
| Jtitle | 三田商学研究 (Mita business review). Vol.50, No.5 (2007. 12) ,p.85- 98 |
| JaLC DOI | |
| Abstract | 本論では、OECD 諸国間の2001年から2003年の直接・間接投資のデータを用いて、直接投資を通じて各国の持つ経営資源が外国に移された場合、どの程度投資国に収益をもたらすかを推計した。直接投資からの収益率を決める要素として、投資情報分析能力、基準利益率、経営資源優位性、そして配当変動率を考え、それぞれが投資収益率に与える効果を計算することで経営資源の収益率を抽出した。その結果、経営資源優位性については各国の値にかなり差があり、日本については2001年と2002年には分析対象国平均に近い値を記録しているが、2003年には急低下していることがわかった。 |
| Notes | 商学部創立50周年記念 = Commemorating the fiftieth anniversary of the faculty 50周年記念論文 |
| Genre | Journal Article |
| URL | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20071200-0085 |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

OECD 諸国における経営資源の収益率の推計*

遠藤 正 寛

<要 約>

本論では、OECD 諸国間の2001年から2003年の直接・間接投資のデータを用いて、直接投資を通じて各国の持つ経営資源が外国に移された場合、どの程度投資国に収益をもたらすかを推計した。直接投資からの収益率を決める要素として、投資情報分析能力、基準利益率、経営資源優位性、そして配当変動率を考え、それぞれが投資収益率に与える効果を計算することで経営資源の収益率を抽出した。その結果、経営資源優位性については各国の値にかなり差があり、日本については2001年と2002年には分析対象国平均に近い値を記録しているが、2003年には急低下していることがわかった。

<キーワード>

経営資源、投資収益率、直接投資、間接投資

1. はじめに

日本政府は、人口の減少、環境・エネルギーの制約、国際競争の激化といった中長期的な課題に対応するために、様々な分野におけるイノベーションを通じて日本経済の生産性を高めてゆくことを目指している。そして、イノベーション活性化の方策の一つとして、海外から様々な優れた資源（人材、資金、技術、経営力等）を積極的に導入・活用すること、そしてその契機となる対日直接投資を拡大させることを政策目標としている（経済産業省（2007）¹⁾）。すなわち、対日直接

* 本研究の遂行にあたり、文部科学省科学研究費補助金（課題番号：19530217）、慶應義塾学事振興資金、財団法人清明会より研究費の補助を得た。ここに記して感謝したい。

1) 2003年1月31日の内閣総理大臣施政方針演説において、小泉純一郎総理大臣（当時）は対日直接投資の意義と目標に以下のように言及した。「海外から日本への直接投資は、新しい技術や革新的な経営をもたらし、雇用機会の増大にもつながります。」「5年後には日本への投資残高の倍増を目指します。」これを受けて、閣僚レベルの会議である対日投資会議では、2003年3月27日に同会議専門部会の報告である「対日投資促進プログラム」の推進を決定した。また、このプログラムで言及された、対日投資に必要な情報をホームページにまとめる取り組みは、「INVEST JAPAN」として公開されている。（<http://www.investment-japan.go.jp/ij/index.htm>）。さらに2006年6月20日の対日投資会議には後続の取組として、専門部会報告の「対日直

投資には、海外の経営資源の導入を通じて日本経済の生産性を上昇させるという役割が期待されているのである。このような直接投資の効果は、当然、日本だけに働くものではない。各国は異なる経営資源を持ち、それが投資先の国々に移され、投資受入国の経済活動に影響を与える²⁾。本論では、このような多国間の直接投資活動を考え、各国の持つ経営資源がどの程度投資受入国の生産性を上昇させるか、言い換えれば、各国の経営資源が外国に移された場合の収益率がどの程度か推計することを目的とする。

ここで言う「経営資源」は、組織の経営に必要な人的資源、物的資源、資金、情報を指し、「生産関数」として表現される生産技術も含まれる。この経営資源は当然企業毎に異なるが、それでも同じ国内にある各企業に共通する特徴もあろう。例えば日本企業には、高い正社員比率、年功型賃金制度、経営目標としての売上高重視、ステークホルダーとしての従業員重視、製造業における高い技術集約度、などの特徴が存在する。そこで本論では、経営資源の特徴を企業別ではなく国別に考える。また、直接投資によって移された各国固有の経営資源が投資受入国の生産性を引き上げる程度は、経営資源が投資国にもたらす利益の程度から類推できる。なぜなら、完全競争的な世界では、投資国の経営資源の収益率は、その経営資源が受取国でどの程度追加的に生産物を増加させたかによって決まるからである。そこで本論では、各国の経営資源の海外での収益率を、その経営資源が外国で導入・活用され、外国の経済活動や生産性に与えた限界的な効果とみなすことにする。

直接投資を通じた外国の経営資源の自国への移転が自国内の企業活動や生産性に与えた影響については、すでに多くの先行研究が存在するが、直接投資の受け入れが国内企業の生産性や企業価値を高めるという結果を導いているものが多い。例えば、Yasar and Paul (2007) では、トルコの繊維、衣料、自動車産業の企業レベルの生産性は、企業の外国人株式保有比率と正の関係があることを示した。また Javorcik (2004) は、リトアニアの企業データを用いて技術の産業間スピルオーバーを分析し、直接投資によって設立された外資系企業からその外資系企業への部品・原材料供給者に生産性向上のスピルオーバーが及ぶことを明らかにした。スペインの製造業を対象として分析した Barrios and Strobl (2002) によれば、外国からの直接投資に伴う技術のスピルオーバーを享受できるのは伝統的産業より近代的産業であった。

日本への対内投資を対象にした近年の分析では、例えば Fukao, Ito, and Kwon (2005) は製造業において外資系企業が日本企業よりも全要素生産性 (Total factor productivity: TFP) が高い理由として、外国企業がもともと TFP の高い日本企業を買収するという選択効果と、買収後に TFP が改善するという技術移転効果が共に働いていることを明らかにした。また、岩壺・外木 (2006) では、外国人による株式保有比率が三分の一以下の日本の製造業企業を対象にした分析において、外国人株主比率と企業価値 (株式価値 + 負債総額) の内生性を考慮しても、外国人株主比率の上昇が企業価値の上昇をもたらすとしている。Kimura and Kiyota (2007) でも、外資系となった国内企業の方が日系企業よりも様々な指標でパフォーマンスを引き上げる力が強いことを示してい

ㄨ 接投資加速プログラム」の推進を決定した。

2) 直接投資と国際技術移転については、Görg and Greenaway (2004) による詳細なサーベイも参照されたい。

る。

以上のように、これまでの研究では、資本受入国側については産業レベル、あるいは企業レベルにまで細分化されたデータを用いているものが多い反面、分析対象となる受入国を特定の国に絞り、また投資国側については個々の投資国の特色を捨象して「外国」とまとめるのがほとんどであった。そこで本論では、投資国それぞれの経営資源の特色を明示的に考慮するため、多国間の投資マトリックスを用いて、各国の経営資源の収益率の相違を分析することにした。国レベルの分析となるので、受入国側の産業レベル・企業レベルのデータを活用することはできないが、それと引き換えに、これまで「外国」とまとめられていた国々が持つ独自の経営資源の収益率を投資国毎に計算できた。この点が先行研究と異なる本論の特色である。

第2章では、まず直接投資と間接投資の特性を比較することで、それぞれの投資形態に期待される収益率の特徴を検討し、投資収益における経営資源の役割を見る。次に、データを用いて、この検討結果が妥当なものであることを示す。第3章では、直接・間接投資収益率に影響を与える4つの要素、すなわち投資情報分析能力、基準利子率、経営資源優位性、そして配当変動率を用いて対外・対内直接投資収益率を説明するモデルを提示し、OECD 諸国の2001年から2003年のデータを用いて、各要素それぞれの影響の国別推計値を求め、よって経営資源の収益率を抽出する。最後に第4章では、本論のまとめと残された課題を述べる。

2. 直接・間接投資の収益率の特徴

2. 1. 収益率の決定要因

間接投資と直接投資は、それぞれ異なる特徴を持ち、それが異なる収益率をもたらす。まず、間接投資とは、利子や配当金の収入といったインカム・ゲインや債券・株式価格の上昇といったキャピタル・ゲインの取得を目的に、外国の債券や株式を購入することである。投資者が間接投資の意思決定に際して必要とし、かつアクセス可能な情報には、個々の企業やその競合企業の経営・会計情報、産業別の需給動向や技術・製品情報、国別の景気情報や長期の成長見通しなどがあるが、それらの情報の多くは市場で共有・標準化されており、入手は比較的容易である。例えば、企業の経営・会計情報は多くの場合公開されており、かつ公開されている情報をもとに投資者は投資の意思決定を行う。ある産業の今後の見通しやある国の予測成長率についても、分析者が使う情報の多くは政府や業界団体が調査・公開したものである。そのため、他の投資者よりも間接投資で高い運用成果を得るためには、優れた情報分析能力を持つこと、あるいは高い収益率を生む投資先を偶然に見つけ出せる能力（セレンディピティ）を何らかの理由で保有していることが必要である。

間接投資の場合、投資者が収益率を高めるために債券や株式を購入した企業の経営に介入することは通常行われぬ。行ったとしても、経営に影響力を与え得るほどの株式を保有していないので、効果は限定的である。この、投資先企業の経営に深く関わらない、投資先企業の市場価値を能動的に引き上げることはしないという特性から、間接投資では投資者は投資収益を上げるた

めに、配当金、利子、証券価格といった市場で共有・標準化されている情報をもとに売買を速やかに行う。また、投資者の収益率評価の時間的視野も証券の保有期間も比較的短い。

これに対して、直接投資は外国で企業活動を行うことを目的として子会社を設立したり、経営権を得るために外国の会社の株式を買い取ったりすることである。当然、投資先企業の発行済株式の相当の割合を購入することが必要になる。間接投資のように企業価値の市場評価を受動的に捉える必要がなく、投資者（法人株主・個人株主）が持つ経営資源を外国の投資先企業に移転させるために投資先企業の経営に影響力を行使し、企業価値を引き上げ、収益率を高める試みを積極的に行える。そのため、投資収益率を決定する要因としては、間接投資の場合と同じ情報分析能力の高さやセレンディピティの他に、投資者が持つ経営資源の優位性が重要となる。

これに加えて、各国間の収益率の相違に関しては、直接投資は間接投資と比べて3つの意味で各国間の相違が大きいと考えられる。まず、間接投資と比較して直接投資の場合には投資先企業の株式の購入額が多いため、個々の投資先企業の経営リスクに対する投資者の脆弱性は高くなる。また、債券の価格や利子に比べて株式の株価や配当金のボラティリティーは高いので、債券投資も含む間接投資と比べて株式投資が中心の直接投資は収益率のボラティリティーが高くなる。さらに、投資先企業の内部留保や再投資は直接投資からの収益とみなされるが、これらは投資先企業の経営状態によっても大きく変動する。以上の検討より、直接投資の収益率は、投資者が持つ経営資源という特性を反映しているので、間接投資の収益率よりも一般に高く、また受入国の投資先企業の経営状況から大きく影響を受けるので、間接投資の収益率よりも各国間でばらつきがあることが推測できる。

なお、投資者の収益率評価の時間的視野や株式の保有期間は比較的長い。それは、直接投資では本国の投資者の持つ経営資源を現地投資先企業に移転させるが、現地企業の統治体制や生産設備や外部との取引関係を変更し、それによって高い利潤を生み出せるようになるかどうかを判断するには時間を要するからである。

2. 2. IMF データによる確認

間接投資の収益率と比べて直接投資の収益率は平均値もばらつきも高いという前節の予想が正しいかどうか、実際のデータで確かめてみよう。表1は、間接投資と直接投資の、それぞれ対外投資収益率と対内投資収益率を、国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）の提供する *Balance of Payments Statistics Yearbook* (BOPSY) を用いて、2005年について OECD 加盟国のうちの15カ国を例にして計算したものである（これらの国々は、全て第3章の分析対象国に含まれている）。ある国の対外投資収益率とは、自国が対外投資によって外国から得た収益を、国外にある自国からの投資残高で評価したものであり、対内投資収益率とは、自国への対内投資によって外国が得た収益を、国内にある外国からの投資残高で評価したものである。³⁾ BOPSY のデータはアメリカ

3) 具体的には、対外直接投資収益率は BOPSY の Table 2: Standard Presentation に記載されている「投資所得: 受取 (Investment Income, Credit)」内の「直接投資所得 (Direct Investment Income)」を、Table 3: International Investment Position (End-period stocks) に記載されている「資産 (Assets)」内の「対外直接

ドル建てである。

BOPSYにおける直接投資 (Direct investment) と間接投資 (Portfolio investment) の定義は、IMF の Balance of Payment Manual, 5th edition (IMF マニュアル) では以下のように説明している。直接投資について、投資者が他国の企業に投資を行うことで、その企業と永続的な関係を持ち、その企業の経営に強い影響を与えることができるようになった場合、その投資は直接投資と判断されるとある⁴⁾。基準としては、投資者が他国の企業の普通株、株主議決権、あるいはそれに相当するものの10%以上を保有した場合に直接投資となる⁵⁾。それ以外の株式や債券の保有は間接投資になる。直接投資や間接投資から得られる配当金や利子は、IMF マニュアルに従った国際収支表では、それぞれ「経常収支 (Current Account)」内の「所得 (Income)」にある「直接投資所得」と「間接投資所得」に記載される。「直接投資所得」には、投資先企業の内部留保や再投資も含まれる。本論では、直接・間接投資収益の数値としてこれらを用いる。そのため、投資者が運用成果を判断する材料として利子・配当収入と同様に、またはそれ以上に重視するキャピタル・ゲ

表1 OECD 諸国における間接・直接投資の対外・対内投資収益率 (2005年)

| | 間接投資 | | 直接投資 | |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| | 対外投資 | 対内投資 | 対外投資 | 対内投資 |
| オーストラリア | 2.44% | 3.35% | 5.76% | 10.53% |
| ベルギー | 4.05% | 5.11% | 4.37% | 4.49% |
| カナダ | 4.46% | 5.02% | 5.47% | 7.48% |
| チェコ | 4.30% | 2.71% | 15.92% | 10.39% |
| フィンランド | 3.05% | 3.31% | 7.57% | 8.86% |
| ドイツ | 3.56% | 3.22% | 5.31% | 5.42% |
| ギリシャ | 2.46% | 3.35% | 4.92% | 5.79% |
| イタリア | 4.25% | 4.68% | 1.69% | 2.65% |
| 日本 | 4.51% | 1.10% | 7.86% | 9.40% |
| ニュージーランド | 2.35% | 4.17% | 1.12% | 9.62% |
| ポルトガル | 2.59% | 2.70% | 3.11% | 3.80% |
| スペイン | 2.51% | 2.97% | 4.11% | 4.35% |
| スイス | 2.92% | 1.85% | 15.17% | 14.95% |
| イギリス | 3.59% | 3.29% | 11.09% | 7.69% |
| アメリカ | 2.65% | 3.21% | 7.13% | 4.18% |
| 平均 | 3.31% | 3.34% | 6.71% | 7.31% |
| (標準偏差) | (0.80) | (1.05) | (4.22) | (3.23) |

データ出所：International Monetary Fund, *Balance of Payments*

Statistics Yearbook 2006 より筆者作成

、投資 (Direct Investment Abroad) で割って求めた。また、対内直接投資収益率は「投資所得：支払 (Investment Income, Debit)」内の「直接投資所得」を、「負債 (Liabilities)」内の「対内直接投資 (Direct Investment in each reporting country)」で割って求めた。間接投資については、対外間接投資収益率は「投資所得：受取」内の「間接投資所得 (Portfolio Investment Income)」を「資産」内の「間接投資 (Portfolio Investment)」で割ることで、対内間接投資収益率は「投資所得：支払」内の「間接投資所得」を、「負債」内の「間接投資」で割ることで、それぞれ求めた。

4) 不動産投資の結果ある国の不動産を非居住者が所有している場合、IMF マニュアルでは、その不動産が存在する国の居住者である経済主体がその土地を所有し、その経済主体が非居住者に所有・支配されていると解釈する。このような工夫で不動産直接投資も扱える。

5) ただし、国によっては異なる定義を用いている。例えば日本では「外国為替及び外国貿易法 (外為法)」の定義に基づいている。ただし、外為法による直接投資の定義はIMF マニュアルとそれほど大きくは変わらない。

インやキャピタル・ロス⁶⁾は、今回の推計では考慮することができなかった。

表1から、顕著な特徴が2点観察できる。まず、各国で間接投資と直接投資の収益率を比較すると、対外投資においても対内投資においても、一般に直接投資の方が収益率が高い。15カ国の単純平均では、間接投資の収益率は対外投資で3.31%、対内投資で3.33%であるのに対し、直接投資の収益率は対外投資で6.71%、対内投資で7.31%である。間接投資よりも直接投資の方が収益率が低い国は、15カ国中、対外投資ではイタリアとニュージーランドの2国、対内投資でもベルギーとイタリアの2国しかない。次に、間接投資と直接投資の収益率をそれぞれ各国間で比較すると、間接投資に比べて直接投資の方が収益率の国によるばらつきが大きいことがわかる。15カ国の収益率の標準偏差は、間接投資は対外投資で0.80、対内投資で1.05であるのに対し、直接投資は対外投資で4.22、対内投資で3.23である。収益率の最大値と最小値の差を見てみると、間接投資では対外投資で2.16%ポイント（最大値は日本の4.51%、最小値はニュージーランドの2.35%）、対内投資で4.01%ポイント（最大値はベルギーの5.11%、最小値は日本の1.10%）であるのに対し、直接投資では対外投資で14.80%ポイント（最大値はチェコの15.92%、最小値はニュージーランドの1.12%）、対内投資で12.30%ポイント（最大値はスイスの14.95%、最小値はイタリアの2.65%）となり、直接投資では各国間の収益率の相違が大きいことがわかる。すなわち、間接投資の収益率と比べて直接投資の収益率は平均値もばらつきも高いという予想はデータによって裏付けられた。

3. 経営資源の収益率の推計

3.1. 推計の枠組

前章での検討から、間接投資と直接投資の収益率は次のように定式化できると仮定する。まず、国*i*が国*j*への間接投資から得られる収益の対投資残高比、すなわち国*i*の国*j*への対外間接投資収益率、あるいは国*j*の国*i*からの対内間接投資収益率 P_j^i は、投資国*i*の投資情報分析能力（投資国*i*のセレンディピティも含む） o^i と受入国*j*の基準利益率 p_j の和、すなわち $P_j^i = o^i + p_j$ と表現できるとする。これに対し、国*i*の国*j*への対外直接投資収益率、あるいは国*j*の国*i*からの対内直接投資収益率 D_j^i は、投資国*i*の投資情報分析能力 o^i と受入国*j*の基準利益率 p_j に加えて、投資国*i*の経営資源の優位性 q^i と受入国*j*で発生した配当変動率（内部留保や再投資の変動も含む） r_j も考慮に入れて、 $D_j^i = o^i + q^i + p_j + r_j$ と表現できるとする。ただし、BOPSYデータからは、

- 6) 15カ国の平均では、間接投資でも直接投資でも、対外投資の収益率よりも対内投資の収益率の方が高い。もちろん、このことは15カ国以外の対外・対内投資収益率の値によって説明できるが、受取額を過少に、支払額を過大に申告するという経済主体のバイアスも反映しているかもしれない。
- 7) 直接投資の収益率が間接投資よりも各国間でばらつきがあることの原因として、債券の価格や利子よりも株式の株価や配当金のボラティリティーが高いことを第2章で述べた。しかし、収益率の計算のために本論で使用するBOPSYの「直接投資所得」と「間接投資所得」には、配当金や利子しか含まれず、株価の変動に伴うキャピタル・ゲインやキャピタル・ロス⁸⁾は把握できない。そこで、直接投資は株式を対象としていることを踏まえ、以下では r_j を「配当変動率」と表現する。
- 8) もちろん、このような直接・間接投資収益率の定式化は簡略に過ぎることは言うまでもない。収益率に影響を与える要因を、投資国固有の要因（投資情報分析能力と経営資源優位性）と受入国固有の要因（受入国

各国が外国から受け取った、あるいは外国に支払った投資収益の総額は得られるが、相手国別の金額は不明であるので、 P_j^i や D_j^i を直接求めることはできない。⁹⁾そこで、以下のような枠組を使って o^i , q^i , p_j , そして r_j を求める。

まず、間接投資については、国 i の対外間接投資収益率 P^i や対内間接投資収益率 P_j と P_j^i には以下のような関係がある。

$$P^i = \sum_j P_j^i s_j^i = o^i + \sum_j p_j s_j^i \quad (1)$$

$$P_j = \sum_i P_j^i t_j^i = p_j + \sum_i o^i t_j^i \quad (2)$$

ここで、 s_j^i は国 i の外国への間接投資の資産残高のうち国 j に存在する資産が占める割合であり、国 i の国 j への間接投資残高を S_j^i とすると $s_j^i = S_j^i / \sum_k S_k^i$ である（定義により、 $s_i^i = 0$ ）。また、 $t_j^i = S_j^i / \sum_k S_k^i$ は国 j の国内に存在する外国からの間接投資資産残高のうち国 i が保有する資産が占める割合である（定義により、 $t_j^j = 0$ ）。

間接投資の国別残高は、IMF の提供するデータである *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS) を用いた。CPIS では、1997年については29カ国・地域、2001年から2005年については73カ国・地域について、対外間接投資のアメリカドル建ての国別残高が報告されている。IMF のデータであり、間接投資の定義は IMF マニュアルと同一である。このデータを用いると、(1)式中の s_j^i や(2)式中の t_j^i を求めることができる。

なお、為替レートの変化の影響であるが、為替レートが変化すると s_j^i と t_j^i も変化する。すなわち、CPIS から得られる毎年の s_j^i と t_j^i の値は、投資残高の変化と為替レートの変化が共に反映されている。また、国 j にあるアメリカドル建て直接投資残高と国 j から国 i に支払われたアメリカドル建て投資収益は同じ程度為替レート変化の影響を受けると仮定すれば、 o^i と p_j の値は変化しない。ここではそれが成り立つとする。¹⁰⁾従って、(1)式や(2)式の表現に為替レートの変化を加える必要はない。このことは以下の式でも同様である。

世界が n カ国で構成されているとすると、(1)式と(2)式で表わされる方程式は $2n$ 本、未知の変数の数は n 個の o^i と n 個の p_j で合計 $2n$ 個であり、独立の方程式の数と変数の数が一致するので解くことができるように見える。しかし、 s_j^i と t_j^i にはそれぞれ定義から $\sum_{j=1}^n s_j^i = 1$ と $\sum_{i=1}^n t_j^i = 1$ が成り立つので、制約が過剰になり、解は存在しない。また、IMF のデータからは、

ㄨの基準利益率と配当変動率) とに分け、かつそれぞれが受入国あるいは投資国に一樣の影響を与え、収益率を線形の関係で表現できるというのは、単純化を推し進め過ぎていることは認めざるを得ない。しかし、これは第一次的接近であり、それぞれの要因を計測するに限定されたデータしか使用できないという制約を受けてのものであることを理解されたい。

9) 日本、アメリカ、ユーロエリアなどでは、相手国別の国際収支表を作成しているので、後述の国別間接・直接投資残高マトリックスを用いれば、相手国によっては P_j^i や D_j^i を求めることができる。その活用は今後の研究課題とする。

10) もちろんこのような仮定は、ある国が外国通貨建ての債券を発行し、外国通貨建てで利子を支払っている場合には成り立たない。本論では、分析対象国ではこのような状況は無視できる、すなわち、分析対象国には「原罪（自国通貨建てで借入れを行うことができない）」がないとする。

全ての国で P^i や P_j , そして s_j^i や t_j^i が得られるわけではない。そこで、必要なデータが入手でき、考察対象となり得る n カ国に、それ以外の国々をまとめた域外国をあわせた $n+1$ カ国から世界は構成されると考え、域外国の投資情報分析能力 o^{ROW} と基準利益率 p_{ROW} の値はすでにわかっているものとする。すると、(1)式と(2)式は次のように書きなおせる。

$$P^i - p_{ROW} s_{ROW}^i = o^i + \sum_{j=1}^n p_j s_j^i \quad i = 1, \dots, n \quad (3)$$

$$P_j - o^{ROW} t_j^{ROW} = p_j + \sum_{i=1}^n o^i t_j^i \quad j = 1, \dots, n \quad (4)$$

このようにすることで、考察対象の n カ国について、 $2n$ 本の方程式である(3)式と(4)式から $2n$ 個の変数である o^i と P_j を求めることができる。

直接投資についても間接投資と同様に考えると、国 i の対外直接投資収益率 D^i や対内直接投資収益率 D_j と D_j^i に関する以下の(5)式と(6)式が得られる。これらは、間接投資の場合の(3)式と(4)式に対応する。

$$D^i - (p_{ROW} + r_{ROW}) u_{ROW}^i = (o^i + q^i) + \sum_{j=1}^n (p_j + r_j) u_j^i \quad i = 1, \dots, n \quad (5)$$

$$D_j - (o^{ROW} + q^{ROW}) v_j^{ROW} = (p_j + r_j) + \sum_{i=1}^n (o^i + q^i) v_j^i \quad j = 1, \dots, n \quad (6)$$

ここで、 u_j^i は国 i の外国への直接投資の資産残高のうち国 j に存在する資産が占める割合であり、国 i の国 j への直接投資残高を U_j^i とすると $u_j^i = U_j^i / \sum_k U_k^i$ である (定義により、 $u_i^i = 0$)。また、 $v_j^i = U_j^i / \sum_k U_k^i$ は国 j の国内に存在する外国からの直接投資資産残高のうち国 i が保有する資産が占める割合である (定義により、 $v_j^j = 0$)。域外国の経営資源の優位性 q^{ROW} と域外国内で発生した配当変動率 r_{ROW} の値はすでにわかっているものとする。考察対象の国の数が n カ国であるので、(5)式と(6)式で表わされる方程式は $2n$ 本、変数の数は o^i , q^i , p_j , r_j がそれぞれ n 個の合計 $4n$ 個である。しかし、間接投資での推計から o^i と p_j の値は求められているので、不明の変数は q^i と r_j の計 $2n$ 個となり、解くことができる。

直接投資の国別残高は、経済協力開発機構 (Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD) が発行する資料・統計のデータベースである SourceOECD から得た。SourceOECD の提供する SourceOECD International Direct Investment Statistics (IDIS) には、OECD 加盟30カ国が他の加盟国国内に持つ直接投資のアメリカドル建て・報告国通貨建て残高に関するデータが、国によっては1980年から含まれているので、これを用いれば u_j^i や v_j^i の数値が得られる。しかし、IDISには報告されていない国 i の国 j への投資残高 U_j^i も多く、各国間の直接投資残高行列を作成した際にデータを得ることができない成分も多く存在する。これは分析結果の信頼性を低める可能性がある。また、IDISに記載されている U_j^i は、報告した国が投資国か受入国かによって時に大きく異なっているので、次節では u_j^i と v_j^i を計算する際に、受入国が報告したデータ使用したものと投資国が報告したデータの両方を考えた。

3. 2. 推計結果とその検討

本論では、2001年、2002年、2003年について、前節の枠組を用いて各国の経営資源の優位性を求めることにする。分析対象となる国は、分析の精度を高めるために、以下の基準を全て満たす国とした。

1. CPIS より、間接投資の国別対外残高および国別対内残高を得ることができる。
2. IDIS より、直接投資の国別対外残高および国別対内残高を得ることができる。
3. BOPSY より、間接投資と直接投資それぞれについて、対外投資収益率と対内投資収益率¹¹⁾が計算できる。
4. 3で計算した4種類の収益率（直接・間接、対外・対内）の3年間の平均が、全て1%以上25%未満である。

なお、4の基準については、国によってはBOPSYに記載されている投資収入や投資残高が実態から大きく離れていると考えられるので、そのような不正確なデータによって分析結果が乱されるのを避けるために、妥当と思われる基準を導入した¹²⁾。この結果、分析対象となった国は、2001年については19カ国（ $n = 19$ ）、2002年については20カ国（ $n = 20$ ）、2003年については18カ国（ $n = 18$ ）となった。IDISはOECD加盟国についてのデータなので、分析対象となった国々も当然全てOECD加盟国である。

これら分析対象国について、以下のようにして収益率を決める4つの要素、すなわち投資情報分析能力 o^i 、基準利益率 p_j 、経営資源優位性 q^i 、そして配当変動率 r_j を求めた。まず、(3)式と(4)式から o^i と p_j を求める。 P^i 、 P_j 、 s_j^i 、 t_j^i 、 s_{ROW}^i 、そして t_j^{ROW} のデータはあるので、これに o^{ROW} と p_{ROW} の値があれば、 o^i と p_j が計算できる。そこで o^{ROW} については、域外国には特別の投資情報分析能力はないとして、全ての年で0%とした。また p_{ROW} については、各年の域外国への間接投資から得られる基準利益率は、期間1年のアメリカドル預金に提示されたロンドン銀行間貸出金利（London Inter-Bank Offered Rate: LIBOR）の年平均と同じであるとして、2001年については3.86%、2002年では2.19%、2003年では1.36%とした。その結果、 o^i と p_j は表2のように計算された。

次に、(5)式と(6)式から q^i と r_j を求める。 D^i 、 D_j 、 u_j^i 、 v_j^i 、 u_{ROW}^i 、そして v_j^{ROW} のデータ

11) 一般に、BOPSYに記載されている対外間接・直接投資残高の総額は、CPISやIDISに記載されている総額と異なっている。しかし、多くの国ではその相違は10%以内であるので、ここではBOPSYとCPISやIDISの間で総額の相違を調整することはしなかった。

12) 例えば、2001年から2003年の収益率の平均値は、ポーランドの対外直接投資で-0.24%、フランスの対内直接投資で0.01%、韓国の対外間接投資で43.84%、トルコの対外間接投資で157.92%であった。これらの結果が実態を反映したものであることも否定できないが、IMFマニュアルに基づく分類と報告が行われていない可能性が非常に高いと筆者は考える。

13) CPISにおいては、いくつかの S_j^i について、それが50万アメリカドル以下である、または不明である、あるいはデータが秘匿されているということで記載されていない。そこで、それらは0として s_j^i 、 t_j^i 、 s_{ROW}^i 、そして t_j^{ROW} を計算した。

14) LIBORは国際的な金融取引の際に金利の基準値として利用されている。そこで、このLIBORは海外への間接投資から期待できる収益率と密接な関連があると考えた。

はあり¹⁵⁾、 o^{ROW} と p_{ROW} は上述の値を使い、その結果 o^i と p_j はすでに計算されているので、あとは q^{ROW} と r_{ROW} の値があれば、 p^i と r_j が計算できる。そこで q^{ROW} については、域外国には経営資源の優位性がないとして、全ての年で0%とした。また r_{ROW} についても、域外国に投資をすることで全ての投資国が期待できる、投資を受け入れた域外国固有の要因から説明できる利益率は、直接投資であっても間接投資と同様に基準利益率で説明できるとして、やはり全ての年で0%とした。その結果、 q^i と r_j は表2のように計算された。なお、 u_j^i 、 v_j^i 、 u_{ROW}^i 、そして v_j^{ROW} は、使用するデータが投資国が報告したものか受入国が報告したものかによって異なるので、表2では両方のデータを使った結果が別々に記載されている。

収益率を説明する4つの要素をそれぞれ見ていこう。まず、投資情報分析能力は、分析対象国を平均するとほぼ0%であり、また各国にそれほど相違はないことがわかる。ちなみに、日本は2001年から2003年まで毎年1%以上の値を記録しており、また毎年上位3カ国の中に入っている。他国と比較して日本は投資情報分析能力が高いと言えそうである。次に、基準利益率については、平均ではLIBORを毎年上回っており、かつLIBORと同様に2001年から2003年にかけて低下している。国によるばらつきはそれほど大きくない。日本の値は国内経済情勢を反映して毎年平均を下回っており、2003年では18カ国中最低の数字(0.91%)となっている。他方、カナダ、チェコ、イタリアでは毎年4%以上を記録している。

経営資源の優位性については、直接投資残高について受入国が報告したデータを使用した場合と投資国が報告したデータを使用した場合で、結果はそれほど変わらなかった。いずれも、毎年、平均は3%から5%の間、標準偏差は2%から4%の間にある。各国間の相違が大きくなり、10%を超える数字を記録する国もあれば、マイナスの値を持つ国もある。日本は、2001年と2002年には平均に近い値を記録しているが、2003年には急低下している(受入国報告データの場合で1.07%、投資国報告のデータの場合で0.75%)。フィンランド、アイスランド、アイルランド、イギリスは、受入国報告・投資国報告どちらのデータでも、毎年平均を上回っているが、他方ドイツはどちらのデータでも毎年マイナスを記録している。ただし、この値には各国の外国投資残高の大きさは考慮されていない。残高が多いほどこの値は低下するかもしれないが、残高が多いほど経営資源の移転が投資受入国国内の経済に与える影響は大きいだろう。この点の検討は今後の課題である。日本は対外投資残高が多いので、3年間を通して考えれば、日本の経営資源が投資受入国の生産性を高める程度は、他国と比べても高いと言えよう。

最後に、配当変動率については、こちらも受入国が報告したデータを使用した場合と投資国が報告したデータを使用した場合で、結果はそれほど変わらなかった。平均は-0.95%から1.41%の間、標準偏差は3.73から4.61の間にあり、平均が0%に近く、標準偏差は4つの要素のうち最も大きい。国別のデータを見ると、アイルランドが全て10%を超えているのが目を引く。ただ、これがアイルランドの高成長を反映したものなのか、または直接投資データの質の悪さや欠損値

15) IDISにおいても、いくつかの U_j^i についてデータが不明であり、しかもその数はCPISの場合と比べて多い。本論では欠損値は全て0として u_j^i 、 v_j^i 、 u_{ROW}^i 、そして v_j^{ROW} を計算したが、このような単純な扱いによって分析の質が悪化した可能性はある。

表 2 OECD 諸国における投資情報分析能力、基準利益率、経営資源優位性、配当変動率の推計値

| | 投資情報分析能力 (o^i) | | | 基準利益率 (p^i) | | | 経営資源優位性 (q^i) | | | 配当変動率 (r^j) | | | | | | | | |
|--------------|--------------------|--------|--------|-----------------|--------|--------|-------------------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------------|--------|--------|
| | 投資情報分析能力 (o^i) | | | 基準利益率 (p^i) | | | 経営資源優位性 (q^i) | | | 受入国報告のデータを使用 | | | 受入国報告のデータを使用 | | | 投資国報告のデータを使用 | | |
| | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 | 2001 | 2002 | 2003 |
| オーストラリア | -1.08% | -0.53% | -0.11% | 3.76% | 3.15% | 2.31% | 4.87% | 4.27% | 2.87% | 5.29% | 4.21% | 2.50% | -1.35% | -1.09% | -0.07% | 0.26% | 0.85% | 1.55% |
| オーストリア | -0.13% | 0.44% | 0.75% | 4.46% | 3.49% | 2.99% | 4.09% | 5.10% | 4.13% | 3.95% | 4.59% | 3.74% | 1.53% | 1.97% | 0.91% | 1.77% | 3.33% | 1.91% |
| カナダ | -0.04% | -0.04% | 0.53% | 6.55% | 5.17% | 4.97% | 1.56% | 2.68% | 1.62% | 1.61% | 2.07% | -0.18% | -4.03% | -4.28% | -3.82% | -2.80% | -3.88% | -3.52% |
| チェコ | 0.26% | -0.14% | 1.21% | 9.10% | 5.62% | 4.49% | 6.24% | -4.55% | 4.27% | 5.59% | -5.17% | 3.05% | -3.62% | 2.15% | 2.64% | -2.19% | 1.45% | 2.77% |
| デンマーク | -1.10% | 0.19% | 0.23% | 3.78% | 2.82% | 2.45% | 5.74% | 2.35% | 3.61% | 5.44% | 1.59% | 2.63% | -1.33% | -1.55% | -0.23% | -0.01% | 0.38% | -0.12% |
| フィンランド | -0.83% | -0.03% | 0.49% | 2.69% | 2.36% | 2.56% | 8.99% | 6.25% | 4.74% | 8.77% | 5.79% | 3.60% | 2.90% | 0.40% | 4.17% | 6.27% | 2.91% | 3.17% |
| ドイツ | 0.45% | 1.40% | 1.58% | 4.81% | 3.75% | 3.28% | -0.118% | -0.58% | -0.30% | -0.93% | -0.95% | -0.55% | -6.77% | -2.54% | -2.18% | -6.91% | -2.72% | -1.85% |
| ギリシャ | -2.06% | -1.64% | 1.38% | 0.47% | 0.09% | 2.40% | 2.66% | 2.40% | 2.83% | 2.19% | 1.75% | 1.75% | 0.14% | 1.30% | 1.49% | -1.40% | 0.72% | 0.95% |
| アイスランド | -2.14% | -1.20% | -0.96% | 4.60% | 2.52% | 1.69% | 8.08% | 14.45% | 11.56% | 7.42% | 13.19% | 10.53% | -8.11% | -7.81% | 9.30% | -6.08% | -5.74% | 9.79% |
| アイルランド | -0.98% | -0.64% | -0.27% | 2.92% | 1.98% | 1.69% | 10.22% | 6.59% | 5.99% | 9.42% | 5.88% | 5.46% | 11.72% | 11.17% | 11.56% | 13.72% | 12.45% | 12.65% |
| イタリア | -0.06% | 1.51% | 1.84% | 4.81% | 4.65% | 4.34% | 1.17% | 0.67% | -0.14% | 1.02% | 0.33% | -0.93% | -4.35% | -3.54% | -4.34% | -3.87% | -3.35% | -3.62% |
| 日本 | 1.01% | 1.35% | 1.76% | 2.12% | 1.36% | 0.91% | 4.95% | 3.76% | 1.07% | 4.37% | 3.24% | 0.75% | 3.24% | 1.84% | 1.44% | 3.66% | 2.28% | 1.86% |
| オランダ | -1.83% | -0.67% | 0.25% | 3.20% | 2.58% | 2.32% | 4.04% | 0.97% | 0.95% | 6.57% | 3.10% | 2.96% | -3.37% | -4.56% | -1.77% | -3.04% | -4.39% | -1.98% |
| ニュージーランド | 0.09% | -0.01% | 0.04% | 3.39% | 3.07% | 2.75% | -3.55% | 2.28% | 3.17% | -3.48% | 1.72% | 2.40% | -0.30% | 1.86% | 2.32% | 0.39% | 2.93% | 2.13% |
| ポルトガル | 0.02% | 0.43% | | 3.69% | 2.59% | | 2.88% | 0.68% | | 2.40% | -0.21% | | -0.58% | -2.44% | | -0.42% | -2.21% | |
| スペイン | | 0.00% | -0.07% | | 2.85% | 2.47% | | 2.51% | 3.33% | | 1.93% | 2.32% | | -2.22% | -2.87% | | -1.50% | -1.57% |
| スウェーデン | -0.90% | -0.32% | | 4.21% | 3.51% | | 8.77% | 7.89% | | 8.54% | 7.45% | | -0.34% | -1.74% | | 0.40% | -0.68% | |
| スイス | -0.90% | 0.06% | 0.43% | 2.58% | 1.83% | 1.50% | 8.82% | 3.87% | 8.12% | 8.05% | 3.65% | 8.04% | 2.54% | -0.43% | 1.10% | 3.10% | -0.14% | 1.83% |
| イギリス | -0.07% | 0.73% | 1.07% | 3.95% | 3.09% | 2.52% | 7.28% | 6.16% | 5.38% | 6.95% | 5.80% | 4.71% | -1.13% | -1.92% | -0.17% | -0.65% | -1.93% | 0.24% |
| アメリカ | -0.89% | 0.41% | 0.09% | 3.65% | 3.34% | 2.40% | 5.74% | 6.20% | 6.10% | 3.97% | 5.46% | 5.01% | -4.87% | -2.99% | -0.95% | -5.15% | -2.89% | -0.80% |
| 平均 (標準偏差) | -0.59% | 0.06% | 0.57% | 3.93% | 2.99% | 2.67% | 4.86% | 3.70% | 3.85% | 4.59% | 3.27% | 3.21% | -0.95% | -0.82% | 1.03% | -0.16% | -0.11% | 1.41% |
| | (0.84) | (0.79) | (0.75) | (1.73) | (1.23) | (1.02) | (3.46) | (3.76) | (2.87) | (3.38) | (3.63) | (2.80) | (4.28) | (3.73) | (4.00) | (4.61) | (3.85) | (4.03) |

の多さによるものかは、さらなる検討が必要である。

表2の結果を計算するにあたり、域外国の基準利益率にはLIBORを用い、域外国の投資情報分析能力、経営資源優位性、配当変動率はいずれも0%とした。これらが現実的な値かどうか、他の値を用いた場合に表2の結果が大きく変わるのか、検討の余地がある。そこで最後に、域外国の4要素の値を変化させた場合に表2の結果がどれだけ変化するか確認しておこう。表3には、2001年の、直接投資残高として受入国が報告したデータを用いたケースについて、域外国の基準利益率、経営資源優位性、そして配当変動率に別の値を用いた結果がまとめられている。域外国の基準利益率 p_{ROW} としてはLIBORとLIBORの半分、域外国の経営資源優位性 q^{ROW} については0%と3%、域外国の配当変動率 r_{ROW} については0%と1%の、合計8パターンについて、2001年の分析対象国19カ国の4要素の平均と標準偏差を計算した。

表3 域外国の基準利益率、経営資源優位性、配当変動率と、分析対象国の各要素の平均、標準偏差 (2001年)

| | | ケース1 | ケース2 | ケース3 | ケース4 | ケース5 | ケース6 | ケース7 | ケース8 |
|------------------------|--------------|--------------------------|------------------|------------------|------------------|----------------------------|-----------------|------------------|------------------|
| | | $p_{ROW} = \text{LIBOR}$ | | | | $p_{ROW} = \text{LIBOR}/2$ | | | |
| | | $q_{ROW} = 0\%$ | | $q_{ROW} = 3\%$ | | $q_{ROW} = 0\%$ | | $q_{ROW} = 3\%$ | |
| | | $r_{ROW}=0\%$ | $r_{ROW}=1\%$ | $r_{ROW}=0\%$ | $r_{ROW}=1\%$ | $r_{ROW}=0\%$ | $r_{ROW}=1\%$ | $r_{ROW}=0\%$ | $r_{ROW}=1\%$ |
| 投資情報 分析能力 (o^i) | 平均 (標準偏差) | -0.59% (0.84) | | | | 0.36% (0.91) | | | |
| 基準利益率 (p_j) | 平均 (標準偏差) | 3.93% (1.73) | | | | 3.34% (1.78) | | | |
| 経営資源 優位性 (q^i) | 平均 (標準偏差) | 4.86% (3.46) | 4.19% (3.52) | 5.83% (3.70) | 5.16% (3.80) | 3.91% (3.44) | 3.24% (3.51) | 4.88% (3.69) | 4.21% (3.80) |
| 配当変動率 (r_j) | 平均 (標準偏差) | -0.95% (4.28) | -0.55% (4.29) | -2.73% (4.31) | -2.33% (4.32) | -0.36% (4.24) | 0.05% (4.25) | -2.14% (4.27) | -1.73% (4.29) |

注：直接投資残高のデータは、受入国が報告したものを使用している。

p_{ROW} については、値が半分になると投資情報分析能力の平均は-0.59%から0.36%に増加し、基準利益率の平均は3.93%から3.34%に減少する。両者の標準偏差には大きな変化は見られない。また、経営資源優位性の平均については、ケース1からケース5、ケース2からケース6、ケース3からケース7、そしてケース5からケース8と、全ての場合でおよそ1%低下し、配当変動率の平均は逆に全ての場合でおよそ0.6%上昇する。こちらも、両者の標準偏差には大きな変化は見られない。ここでは示さなかったが、分析対象国19カ国個々の4要素の値についても、このような変化がほぼ全ての国で観察できる。つまり、域外国の投資情報分析能力の値が減少すると、分析対象国の4要素の値はほぼ平均と同じ程度変化し、その値に関する各国の大小関係はあまり変化しなかった。

q^{ROW} については、値が0%から3%に上昇すると、経営資源優位性の平均については、ケース1からケース3、ケース2からケース4、ケース5からケース7、そしてケース6からケース

8と、全ての場合でちょうど0.97%上昇し、配当変動率の平均についてはちょうど1.78%低下する。また、 r_{ROW} については、値が0%から1%に上昇すると、経営資源優位性の平均については、ケース1からケース2、ケース3からケース4、ケース5からケース6、そしてケース7からケース8と、全ての場合でちょうど0.67%低下し、配当変動率の平均についてはほぼ0.4%上昇する。確かに、このような一様な変化は平均値だけを見た場合であり、分析対象国19カ国の経営資源優位性や配当変動率の変化幅は国によって異なる。しかしそれでも、各国の変化幅の相違はそれほど大きくなく、経営資源優位性や配当変動率に関する各国の大小関係はあまり変化しない。

以上の検討から、4要素に関する域外国の情報が変化すると、各国の値は変化するが、それは全ての国でほぼ同じ方向・同じ程度になり、各国の値の大小関係はあまり変化しないと言えよう。表2の値を解釈するに際しては、その値そのものの大小を見るよりも、他国と比較した相対的な位置を見ることが望ましい。

4. おわりに

本論では、OECD 諸国間の2001年から2003年の直接・間接投資のデータを用いて、直接投資を通じて各国の持つ経営資源が外国に移された場合、どの程度受入国の生産性を上昇させ、どの程度投資国に収益をもたらすかを推計した。そして、直接投資からの収益率を決める要素として、投資情報分析能力、基準利益率、経営資源優位性、そして配当変動率を考え、それぞれが投資収益率に与える効果を計算することで経営資源の収益率を抽出した。その結果、経営資源優位性については各国の値にかなり差があり、日本については2001年と2002年には分析対象国平均に近い値を記録しているが、2003年には急低下していることがわかった。ただし、3年間を通して考えれば、日本の直接投資残高の多さも考慮して、日本の経営資源が投資受入国の生産性を高める程度は、他国と比べて遜色ないものであると言えよう。

今回の試みには改善されるべき点が多く含まれるが、その中で特に重要と思われるもの4点に言及して本論を終わりにしたい。まず第1に、直接投資の一般均衡モデルの構築である。投資国の経営資源移転と受取国の生産物価値増加の関係が明示されていないので、経営資源の収益率の決定要因について理論的な分析ができなかった。また、そのため、投資国の経営資源の収益率を用いて直接投資が受取国の経済成長をどの程度促進させたか推計することもできなかった。第2に、投資収益率決定のモデルで用いた、収益率と4つの要素の線形関係を緩めることである。4つの要素が、それぞれ直接投資収益率と間接投資収益率、対内投資収益率と対外投資収益率に、それぞれ一様な影響を与えるというのは単純化しすぎかもしれない。この設定が妥当かどうか、日本やアメリカが作成している国別の国際収支表のデータから確認し、それが妥当でないとしたらどのようにモデル化が望ましいか検討しなければならない。

第3に、直接投資のデータの質の改善である。使用した国別直接投資残高マトリックスには、データのない成分が多く含まれており、それが分析結果への信頼性を損ねていると筆者は考える。表2の結果の、各国の経営資源優位性や配当変動率の値が、投資情報分析能力や基準利益率の値

と比較して標準偏差が大きく、年ごとの変動も大きいのは、もしかしたら欠損値の多さが原因かもしれない。他のデータを補助的に用いて、より詳細な国別直接投資マトリックスを構築する必要がある。最後に、為替レートの影響のさらなる検討である。本論では、設定を単純化することで多国間の為替レートの変動を明示的に考えずに済むようにした。今後は、各国がどの通貨建てで債券を発行したかなどの要素を分析に加える必要があるだろう。

参 考 文 献

- 岩壺健太郎・外木好美 (2006), 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係 —分散不均一性による同時方程式の識別—」, Center for Economic Institutions Working Paper Series No. 2006-13, 一橋大学経済研究所。
- 経済産業省 (2007), 『通商白書2007』, 社団法人時事画報社。
- S. Barrios and E. Strobl (2002), Foreign direct investment and productivity spillovers: Evidence from the Spanish experience, *Weltwirtschaftliches Archiv - Review of World Economics* 138, pp. 459-481.
- K. Fukao, K. Ito, and H.-U. Kwon (2005), Do out-in M&As bring higher TFP to Japan? An empirical analysis based on micro-data on Japanese manufacturing firms, *Journal of the Japanese and International Economies* 19, pp. 272-301.
- H. Görg and D. Greenaway (2004), Much ado about nothing? Do domestic firms really benefit from foreign direct investment?, *World Bank Research Observer* 19, pp. 171-197.
- B. S. Javorcik (2004), Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages, *American Economic Review* 94, pp. 605-627.
- F. Kimura and K. Kiyota (2007), Foreign-owned versus domestically-owned firms: Economic performance in Japan, *Review of Development Economics* 11, pp. 31-48.
- M. Yasar and C. J. M. Paul (2007), International linkages and productivity at the plant level: Foreign direct investment, exports, imports and licensing, *Journal of International Economics* 71, pp. 373-388.