

Title	高い地価は対日直接投資の阻害要因か？
Sub Title	High land price and Japanese inward foreign direct investment
Author	竹森, 俊平 中野, 英夫
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1997
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.90, No.2 (1997. 7) ,p.257(59)- 281(83)
JaLC DOI	10.14991/001.19970701-0059
Abstract	
Notes	小特集：直接投資の理論研究, 実証研究の新展開：(1)MNEの参入と退出
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19970701-0059

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.

高い地価は対日直接投資の阻害要因か？⁽¹⁾

竹 森 俊 平
中 野 英 夫

1 節 序

わが国と欧米諸国との間の経済摩擦の長い歴史の中で、1980年代の展開は「日本市場の閉鎖性」が焦点となったのが特徴である。欧米諸国は、日本の輸入や対日直接投資の数字を槍玉に挙げては、政府による規制や市場に介在するさまざまな人為的障壁が、これらの低い数字の原因だという主張を行ったが、国民経済の規模（GDP）に対する比として見れば、わが国の輸入の1985年と1995年の数字（7.8%および10.6%）は、アメリカの数字（11.6%および12.3%）と比較して、さほど低いとは言えない。（もっともドイツの数字、26.6%および22.5%と比較すれば低いと言える。）だがその一方で、対日直接投資率（対日直接投資額／GDP）が他の先進国の数字と比べて低いことは間違いなく（第1表）、しかも低いばかりではなく80年以降に増加した傾向が見えないことから、外国の批判の対象となる理由がわかる。

それでも対日直接投資の制度面では、直接投資を原則自由とする1980年の外資法の改正により大幅な改善がなされたのだが、それは対日直接投資率の増加には結びつかなかった。その理由についてはさまざまな議論があつて、とくに Lawrence（1991）の研究は、「系列が対日直接投資の阻害要因である」という Finding により大きな波紋をよんだ。しかしこの Finding はより厳密な実証研究（洞口（1995）、中村、深尾、渋谷（1996））により否定されている。

対日直接投資の低水準という問題を考える上で、「外国企業自身が何を対日直接投資の阻害要因と考えるか」を調査した通産省のアンケートの結果が参考になるだろう。このアンケートの結果、

（1）本研究は、1996年慶應義塾大学経済学部主催コンファレンスで報告されたものである。討論者の大瀧雅之氏をはじめ、参加者の方々のコメントに感謝する。また慶應義塾大学の池尾和人、木村福成、牧厚志、吉野直行、早稲田大学の浦田秀次郎の諸氏からも有益な suggestions をいただいた。この場で感謝の意を表したい。

第1表 海外直接投資の国際比較

	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	日本
80	0.617	1.833	0.526	0.044	0.024
81	0.822	1.203	0.447	0.044	0.016
82	0.392	1.195	0.294	0.112	0.038
83	0.305	1.162	0.361	0.280	0.034
84	0.651	-0.091	0.530	0.095	-0.001
85	0.494	1.055	0.420	0.066	0.040
86	0.833	1.492	0.416	0.102	0.011
87	1.281	1.963	0.516	0.144	0.041
88	1.167	2.486	0.902	0.090	-0.018
89	1.291	3.663	0.974	0.534	-0.038
90	1.867	3.048	1.048	0.152	0.055
91	0.384	1.507	1.165	0.231	0.038
92	0.292	1.644	1.730	0.136	0.073
93	0.648	1.545	1.741	0.017	0.002

*) 対内直接投資／国内総生産 (%)

出所) International Financial Statistics (April 1996)

第2表 外資系企業が抱える事業活動上の問題点

	全産業	製造業	非製造業
(1)地代・家賃等の不動産コストの高さ	47.3	41.5	52.3
(2)高い法人税率	28.4	27.4	29.2
(3)賃金の高さ	27.1	27.9	26.4
(4)為替レートの変動	21.2	20.9	21.4
(5)日本の商慣習への対応	18.2	17.9	18.4

*) 各数字は、企業の回答数を全企業で割ったものである。(%)

*) 対象企業は、「外国為替及び外国管理法」に基づき通商産業省等に直接投資の届出または事後報告のあった外資比率3分の1超の企業であって、外資が経営参加を目的として株式を取得しているものを調査対象とした。

出所) 第28回 外資系企業の動向 通商産業省産業政策局国際企業課編

他を大きく引き離して阻害要因の第1位に挙げられたのは、「土地、家賃価格の高さ」であった。

(第2表)

しかし、「土地の高価格」あるいはより一般に「高コスト」という説明は、対日直接投資の低水準の原因を求めるアカデミックな議論の中では、「系列仮説」に比べて十分な注目がなされたとは言いがたい。Yoshitomi (1996, xvi ページ) はその理由をつぎのように説明している。

For example, foreign firms with absolute advantages in technology or organ-

izational skills should not be dissuaded from investing in Japan by the high costs of doing business there, so long as Japanese rivals suffer from similarly high costs such as wages, rentals and yet such factors are routinely cited obstacles to investment.

そもそもあるモノの価格が「高い」というだけでは経済学的にも何も言えないのであって、そのモノから得られる「利益」と比較してその価格が割に合うかどうかを考えられなければならない。たとえばリングの価格と比べて自動車の価格が高い、という statement が経済学的意味をもたないのと同様に、日本の「土地」の価格が他国に比べて高いことだけで、日本の生産立地条件が他国より不利であると論じるのも意味がないことだろう。なぜなら土地の高価格は、土地という資産から期待される収益の流列の現在価値の大きさを正確に反映しているだけかもしれないからである。もし外国の企業が、日本のかわりに、日本より 1 人あたり GDP がはるかに低い国（たとえばモザンビーク）への投資を選択したとすれば、土地の取得価格ははるかに低いだろうが、期待される収益の流列の現在価値も相応に低いと考えられる。

つまり、対日直接投資の阻害要因として土地の高価格を持ち出すためには、理論的にもう一步踏み込んだ説明が必要であり、実際、そのような理論を考えることは不可能ではないのだが、具体的な例として Froot, Stein (1991) の不完全資本市場を前提とした直接投資理論が挙げられる。Froot, Stein の研究以降、彼らの理論を基にした研究のテーマはいずれも「直接投資と為替レートの関係」であったが、この理論を「土地価格と直接投資の関係」という本論文のテーマに適用すれば、次のような考え方ができる。（少し長くなるが、これが本論文の基本的なアイデアでもあるのではじめに述べさせてもらう。）

外国企業の日本でのビジネスの経験の少なさや、必要とされる額の大きさを考えれば、「対日直接投資」は収益が不確実である「危険」な投資プロジェクトと言えるだろう。ところで、不完全資本市場に関するスタンダードな理論によれば、投資プロジェクトが危険で、しかも投資プロジェクトを実行する企業家（エージェント）と、その投資プロジェクトに資金を提供する資本家（プリンシパル）との間に情報の非対称性が存在する場合には、外部資金の使用にエージェンシー・コストが発生する。つまり、プロジェクトの資金を企業家が自分のポケットから出す場合に比べて、外部資金を利用する場合には資本コストがより高くなるのである。

一つの例を考えてみよう。いま A, B という 2 人の企業家があり、どちらにとっても対日直接投資のプロジェクトのためには 100（億円）が必要であるとしよう。このとき A は、100 を自分のポケットから全額支払えるが、B のポケットには 1 銭もなく、そのためにプロジェクトの資金は外部（たとえば銀行）に依存しなければならないとする。また危険である対日直接投資のプロジェクトの他に安全な投資手段があり、その手段を用いれば 10% の収益が確実に見込めると考えよう。

このとき A は、危険なプロジェクトに 100 を投資するかわりに、安全な投資手段により 110 が確実

に稼げるから、彼が危険中立的であれば、危険なプロジェクトの期待収益が110以上であるときにのみ投資を行うであろう。つまり110がAにとって敷居となる期待収益である。一方、Bはどうであろうか。もしBが10%の利率で外部から資金を借りられるならば、彼が危険なプロジェクトに投資する場合も、期待収益が110以上のときだけである。したがってこのときBとAの敷居となる期待収益は同じで、BはAと比較して何らの起業上のハンディキャップをもたない。しかしながら、Bに10%の利率で資金を貸すかどうかを判断するのは外部の資本家であって、このとき彼は、「一方で10%の稼げる安全な投資手段があるのに、Bの危険なプロジェクトに10%の利率で投資するのは割に合わない」と判断するだろう。

外部の資本家がこのように判断するのは、彼の選好が危険回避的であるためとはかぎらない。数多くのプロジェクトに投資を分散できるならば、個々のプロジェクトに対する彼の選好を危険中立的と考えることができる。しかし、たとえ資本家が危険中立的であったとしても避けられない問題は、外部の資本家と企業家Bの間に存在する情報の非対称性である。つまり、Bがプロジェクトについて資本家の知らないプライベートな情報をもつために、特定の状況では、資本家は費用を払ってBをモニタリング（調査）しなくてはならなくなる。このモニタリングの期待費用分だけ、投資家は10%に上乗せした利率をBに要求しなければならないのである。そうだとすれば、Bにとっての敷居となる期待収益も110ではなく、それを上回る値、たとえば120になるだろう。こうして、資産をもつ企業家AともしないBの間の起業上のハンディキャップが生まれる。

これが、企業家が自分の資産から投資をファイナンスするのと比べて、ファイナンスのために外部資金に依存することが不利な理由である。以上の問題の存在を認めたとすると、日本の土地の高価格は、対日直接投資にどのように影響するだろうか。投資額を自分の資産でカバーできるかどうかはいうまでもなく、投資額がいくらであるかに依存する。いま企業家Bはゼロではなく50をもっていたとしよう。そうであれば、Bは投資額が50以内であれば100%自分の資産でファイナンスできるが、50を超えれば外部資金が必要となる。土地の価格が高ければ高いだけ、1件あたり対日直接投資額は大きくなるから、外国企業が外部資金に依存しなければならない可能性は高まるわけである。

しかし日本の土地の高価格が、日本の企業家に与える影響はどのようなだろうか。もしその影響が外国企業に対するものと同じならば、土地の高価格は外国の企業家に対するハンディキャップとは言えないだろう。つまりこのときはYoshitomiのコメントが正しいわけである。しかし日本の企業家と外国の企業家の間には大きな条件の違いがある。つまり、日本におけるビジネスをスタートしようとする外国の企業家が日本の土地をこれから購入しなければならないのに対して、既存の日本企業の多くはすでに土地を所有しているという違いがあるのである。もちろん、土地を所有しているからといって、土地のコストが日本企業にとってゼロというわけではない。日本の企業は土地を使って事業活動をするかわりに、売ったり、貸したりができるから、事業活動にあたっては「土

地の機会費用」を考慮しなければならない。

この点をはっきりさせるために、先程の続きとして100（億円）の価値をもつ土地をすでに所有している企業家Cの選択問題を考えてみよう。Cがその土地を使用して生産活動をするかわりに価格100で売り、その収入を安全な投資手段に運用したとすれば、110の収入が確実に見込まれる。それゆえ、Cが危険中立的だとすれば、危険な投資を行うのはやはり期待収益が110以上の場合である。つまり、土地をすでに所有しているCと、土地購入の資金を自分のポケットから出せるAの両者にとって、数居となる期待収益はともに110であるから、両者の競争条件は等しいと言える。しかし資金を外部から調達しなければならないBにとっては、数居となる期待収益は110よりも大であるから、Bは、AやCに対してハンディキャップをもつ。

これまでの議論から、「高い地価」が対日直接投資を阻害するメカニズムを推測すると次のようになる。「高い地価」は、「高い地価」の下でも投資を内部からファイナンスできるような資産に恵まれた外国企業にとっては阻害要因とはならない。一方で資産の少ない外国企業は、「高い地価」の下で外部資金への依存を高めざるを得ず、それゆえこうした企業の日本市場への参入は困難化することが予想される。

もちろん不完全資本市場を前提とした上の理論だけが、「高い地価」が対日直接投資を阻害するメカニズム」を説明できる唯一の理論というわけではない。この問題に伝統的なOLIフレームワーク、とくに「生産立地条件 (locational advantage)」の概念を適用すれば、「日本における土地の価格の高騰は、日本の生産立地条件の劣位化を生むがゆえに対日直接投資を減少させる」といった主張ができるだろう。しかしこのような単純な主張には、次の2つの理論的な問題がある。

第1は、分析の手法としてのOLIフレームワークが、直接投資と輸出が代替的なときにのみ、つまり、外国企業が、「外国を生産拠点とするか、日本を生産拠点とするか、」の選択肢をもつときにのみ有効だという問題である。直接投資と輸出が補完的であるようなケース、たとえば、外国企業が輸出の足がかりとしての日本での販売網への投資を検討する、といった場合を考えれば、その投資を実行するかどうかの選択は、投資コストと期待収益との大小関係のみに依存する。先程も述べたように、土地の高価格は期待収益の増加を反映しているかもしれないから、土地の高価格が投資を阻害するとは一概に結論できない。

第2は、これは先程も述べた点だが、たとえ直接投資と輸出が代替的であるとしても、土地の高価格が生産立地条件としての不利を意味するとは限らないという問題である。直接投資に関する近年の研究は、「主要な市場への近接」が、直接投資を行う重要な動機の1つであることを明らかにしている。「主要な市場」が好況であるときには、近接した土地の価格も高騰するから、土地の高価格が直接投資を阻害するという議論はここでも単純には成立しない。

一言で言えば、「高い地価は生産立地条件の劣位化を生む」というような単純な主張をする前に、「土地の価格」と「収益流列の期待現在価値」とを同時に増加させるようなマクロ経済的なショッ

クが、対内直接投資を阻害するかどうかを理論的にも実証的にも検討しなければならないというのが、本論文でのわれわれの立場である。「資本市場の不完全性ゆえに、高い地価は、資産に恵まれていない外国企業にとっては対日投資を行う上での阻害要因となる」というのが本論文の中心的仮説であるが、この仮説を実証するために、本論文では、1980年から1994年までの期間について、外国企業の新規対日直接投資の件数と、日本の外国通貨建て土地価格、外国企業の純資産、という変数との間の相関を検証している。この実証分析は Preliminary なものであるが、「土地の価格高騰による参入数へのマイナスの影響を受けたのは、純資産額がより低いカテゴリーの企業である」という、理論的な仮説を裏付ける偏相関係数の分析結果が得られている。

以下の論文の構成は次の通りである。2節では、Froot and Stein のモデルを応用し、日本の土地価格高騰と、期待収益の両方の増加につながるようなマクロ経済ショックが、対日直接投資の阻害要因となり得ることを確認する。3節ではこの理論モデルによって定型化された実証的事実、すなわち「わが国における生産活動で外国企業が得ている平均収益率は、日本企業のそれよりも高い」という事実が説明できることを見る。4節では、外国企業の対日生産活動への参入と、日本の土地価格および純資産の変数の間の相関を、ミクロ的なデータを用いて実証する。

2 節 理論モデル

理論モデルの基本的構造は、Froot and Stein に従っているので、重複している点については説明を簡略化する。また彼らの理論モデルを拡張した点については、「実証可能な仮説」を導出することを第1目的とし、単純化のための仮定を設ける。

いま世界には、日本、外国の2ヶ国が存在し、0, 1の2期間が存在するものとする。直接投資は日本および外国の対外純貯蓄（または対外純投資）の一部であるが、危険な投資である直接投資の他に、安全な資産が存在すると考え、両国のI-Sバランスと直接投資との差はすべて安全な資産への純投資になると仮定する。（I-Sバランス自体は検討しない。）以下では、日本で危険な投資プロジェクトを行うにあたっての両国の企業家の判断に注目する。

日本または外国の企業家は、0期において危険な投資プロジェクトを実行することができるが、事前にはこのプロジェクトの収益は確率的であり、1期においてのみ確定する。この投資プロジェクトを実行するために、企業家は、一定量の非貿易財「土地」を所有しなければならない。単純化のために、必要とされる土地の量はすべての企業家にとって等しいと考える。また以下の議論では、すべての経済主体は危険中立的と仮定される。

次の3点は企業家の性質についての仮定である。

(1) すべての外国の企業家の投資プロジェクトの期待収益は E^* という同一の水準であり、またすべての日本の企業家の期待収益も E という同一の水準である。（ E と E^* は同一でなくてもよい。）

(2)いかなる外国の企業家も0期には土地を所有しておらず、投資プロジェクトの実行のためには土地を購入する必要がある。一方すべての日本の企業家は0期において土地を所有しており、投資プロジェクトのために土地を新たに購入する必要はない。しかし彼らは0期に土地を売るという選択ができる。

(3)外国の企業家は、「所有する資産の額」というただ1点のみにおいて異なる。

つぎに資本市場の性格について述べよう。0期に土地を購入する外国の資本家にとっては、2通りのファイナンスの方法がある。すなわち自分の資産によりファイナンスするか、または「貸し手」から資金を借りるかである。しかし「貸し手」と企業家の間には情報の非対称性が存在する結果、両者の契約にはモニタリングの問題が発生する。(この問題の定式化は、Froot and Steinと同様に、Townsend (1979) のモデルを用いる。)つまり、1期において実現された収益を、企業家は費用なしで正確に知ることができるが、「貸し手」は、一定のモニタリング費用を払ってのみ正確に知ることができるのである。

このような状況で両者が「株式契約」を結べば、「貸し手」には企業家から適正な配当を受け取るためにつねに企業家をモニターする必要が生まれる。したがって、両者にとっては株式契約よりは、債務不履行の際にだけ企業家をモニターすればよい債務契約を結んだ方が有利であるが、しかし債務不履行の危険が現実存在するために、債務契約を結んだところでモニター費用の期待値はゼロとはならない。

この点を数学的に表現すると次のようになる。いま企業家が貸し手に対して負う債務額を D とする。もし1期における企業家の収益が D を越えるならば、企業家は D だけ返済して、残余を自分のものにすることができる。しかし1期において実現された収益が D を下回った場合は、貸し手はモニタリング費用 C を支払って、実現された収益を正確に観察し、全額を企業家から押収する。

ここで、日本と外国の企業家の実現する収益を

(日本の企業家) x

(外国の企業家) x^*

と表記する。

x と x^* は1期において確定する確率的な変数であるが、 x の下限値は0、上限値は $X + \theta$ 、 x^* の下限値は0、上限値は $X^* + \theta$ で、両者とも上限値と下限値の間を一樣分布すると仮定する。上限値に含まれる日本と外国の企業家にとって共通の変数 θ は、日本国内のマクロ経済の動向を表すパラメーターであると考ええる。すなわち、 θ が大きい値をとれば好況、小さい値をとれば不況である。一樣分布の仮定により、日本の企業家にとっての期待収益 E は $\frac{X + \theta}{2}$ 、外国の企業家にとっての期待収益 E^* は $\frac{X^* + \theta}{2}$ に等しい。

さて0期において外国の企業家が投資プロジェクトのために資金を L だけ借りたとしよう。先程も述べたように、彼の1期における債務額は D であるが、1期において $x^* > D$ であるならば、

彼は D を貸し手に返済して残余を受け取り、 $x^* < D$ であるならば、貸し手は C を支払って収益を確かめ全額を押収する。(したがって貸し手のネットの取り分は、 $x^* - C$ である。)

貸し手の期待収益を計算すると、

$$(1) \quad R_b^L = D - \frac{D^2}{2(X^* + \theta)} - \frac{cD}{(X^* + \theta)}$$

貸し手が安全な資産に投資した場合の確実な収益率を r とすれば、危険中立的な貸し手が貸し出しを行う条件は $R_b^L = (1+r)L$ である。

(1) から、最大貸出額、 $L \max = \frac{(X^* + \theta - c)^2}{2(X^* + \theta)(1+r)}$ が計算できる。

モニタリング費用 C がゼロのときには、 $L \max$ は期待収益の現在価値 $\left(\frac{X^* + \theta}{2(1+r)}\right)$ と一致する。(危険中立的な貸し手が、期待収益の現在価値以上の額を貸し出さないのは明らかであろう。)

つぎに、 w^* の資産をもつ外国の企業家が支払いうる土地の上限価格を導出する。一様分布の仮定の下で、債務契約を結んだ企業家の期待収益は

$$(2) \quad R_b^E = \frac{D^2}{2(X^* + \theta)} - D + \frac{X^* + \theta}{2}$$

もし、外国の企業家の借入れ額が $L \max$ を超えないならば、彼は超過利潤ゼロの条件 $R_b^E = (1+r)w^*$ が成立するまで、土地の購入に資金を投入できる。これを考慮して (1) と (2) を足しあわせると次式が得られる。

$$(3) \quad \frac{X^* + \theta}{2} - \frac{cD}{X^* + \theta} = (1+r)(L^* + w^*)$$

外国の企業家にとっての土地の上限価格 P^* は、 $(L^* + w^*)$ に等しいから、(3) は次のように書き直せる。

$$(4) \quad P^* = (1+r)^{-1} \left(\frac{X^* + \theta}{2} - \frac{cD}{X^* + \theta} \right)$$

土地の上限価格にあたる P^* は、金融理論における「企業の価値」の概念とも一致するが、(4) によればこれは企業の期待収益を期待モニタリング費用分 $\left(\frac{cD}{X^* + \theta}\right)$ だけ下回るという、反モジリアニ・ミラー一定理的な結果が生まれている。

(3) を用いて上式から D を消去すると

$$(5) \quad P^* = (1+r)^{-1} \left[\frac{X^* + \theta}{2} - cf(w^*, X^* + \theta) \right]$$

ただしここで、

$$(6) \quad f(w^*, X^* + \theta) = 1 - \left[\frac{2(1+r)w^*}{X^* + \theta} \right]^{\frac{1}{2}}$$

は、モニタリングの確率を示す。

以上の結果をもとに、外国の企業家にとっての土地の上限価格 P^* と彼の所有する資産 w^* の関係を考えると、それが3つの領域に分かれることが判明する。まず資産 w^* が十分なため、土地の購入が100パーセント自己の資産によってできるのが第1の領域である。いま w^* がこの領域内の水準から次第に減少したとしよう。もちろん、 w^* が期待収益の現在価値を下回る水準まで減少すれば、外国企業家は債務に依存しなければならなくなるが、これ以降、 w^* がさらに減少するにつれて、 w^* の減少分は債務で代替されていく。だがこのとき、期待モニタリング費用が債務額の増加に相応して増加するために、上限価格は減少せざるを得ない。これが第2の領域である。さらに w^* が減少すると、期待収益の現在価値と債務額が一致する前に、債務額は上限値 $L_{\max}$ に到達する。(先に見たように、これはモニタリング費用が存在するためである。) それ以降、もはや w^* を債務で代替することが不可能なために、上限価格は w^* の減少に歩調を合わせて減少する。これが第3の領域である。

したがって、 P^* と w^* の関係は次式のように表される。

$$\begin{aligned}
 (7) \quad P^*(X^*, w^*, c) &= \frac{X^* + \theta}{2(1+r)}, \\
 &\quad \text{if } w^* \geq \frac{X^* + \theta}{2(1+r)} \quad (\text{第1の領域}) \\
 &= (1+r)^{-1} \left[\frac{X^* + \theta}{2} - \text{cf}(w^*, X^* + \theta) \right] \\
 &\quad \text{if } \frac{X^* + \theta}{2(1+r)} > w^* \geq \frac{c^2}{2(X^* + \theta)(1+r)} \quad (\text{第2の領域}) \\
 &= \frac{(X^* + \theta - c)^2}{2(X^* + \theta)(1+r)} + w^* \\
 &\quad \text{if } \frac{c^2}{2(X^* + \theta)(1+r)} > w^* \geq 0 \quad (\text{第3の領域})
 \end{aligned}$$

後の比較静学分析のために、モニタリングの確率関数 $f(\quad)$ の偏微分を計算すると次のようになる。

$$\begin{aligned}
 (8) \quad \frac{\partial f(w^*, X^* + \theta)}{\partial w^*} &= - \left[\frac{2w^*(X^* + \theta)}{1+r} \right]^{-\frac{1}{2}} < 0 \\
 (9) \quad \frac{\partial f(w^*, X^* + \theta)}{\partial X^*} &= [2w^*(X^* + \theta)(1+r)]^{\frac{1}{2}} > 0 \\
 (10) \quad \frac{\partial^2 f(w^*, X^* + \theta)}{\partial w^* \partial X^*} &= [2w^*(X^* + \theta)(1+r)^{-\frac{1}{3}}]^{-\frac{3}{2}} > 0.
 \end{aligned}$$

次に日本の企業家の行動を考えることにしよう。先に仮定したように、日本の企業家は0期に土地を所有しているが、プロジェクトを実行するかわりにその期に土地を売るという選択ができる。いま彼らが0期に土地を価格 P で売り、安全な資産に投資したとすると、1期には $(1+r)P$ の収

益が確実に見込める。一方、1期に得られる投資プロジェクトの期待収益は、 $\frac{X+\theta}{2}$ である。したがって、日本の企業家が土地を売るという選択をするための下限価格は次式で与えられる。

$$(11) \quad P = \frac{X+\theta}{2(1+r)}$$

以上の主体的均衡の分析結果をもとに、日本の土地の市場の均衡を考えることにしよう。分析を容易にするために日本の土地の量、日本および外国の企業家数、はすべて連続な数値で表せるものとする。また0期において、すべての日本の土地は日本の企業家によって所有されていると仮定する。これらの仮定の下で単位を調整して、日本の土地の量、および日本の企業家の数、をともに1で表す。

一方、外国の企業家には番号をつけ、 $[0, N]$ の区間で表すことにする。ただしここで外国の企業家の数（測度）を表す N は、1よりも厳密に小さな数字と仮定する。現実には存在する外国企業数の数が日本の企業数の数よりも大なのは間違いないものの、日本に直接投資ができるような「経営資源上の優位」をもつ外国企業数は限定されているというのが、ここで N を1よりも小と仮定する根拠である。

すべての外国の企業家の期待収益の現在価値は同一 $\left(= \frac{X^*+\theta}{2(1+r)}\right)$ であるが、所有する資産 w^* は異なる。外国の企業家の番号 i と所有する資産 w^* の関係は連続微分可能な関数 $w^*(i)$ によって表せ、またこの関数の微分は負であると仮定する。

$$(12) \quad w^*(i) < 0$$

つまり、高い番号の外国の企業家は少ない資産を所有する。

まずはじめに、すべての外国の企業家が土地を購入するのに十分な資産を所有している場合の均衡を考えよう。このとき対日直接投資がおこる必要十分条件、すなわち外国の企業家が日本の企業家から土地を購入するための必要十分条件は、 $p^* \geq p$ であるが、それはこれまでの仮定より次式のように表せる。

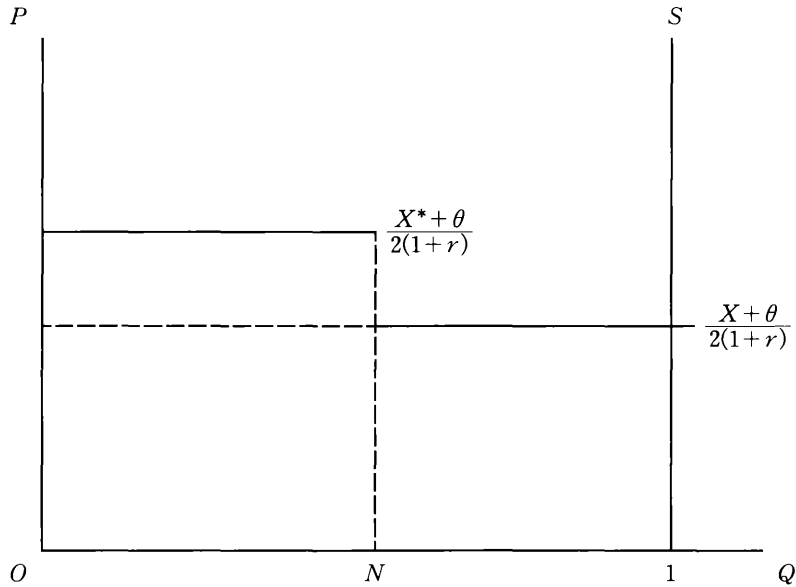
$$(13) \quad X^* \geq X$$

第1図は、(13)が厳密な不等号で成立するという仮定の下での均衡を表している。この図が示すように、均衡の土地の価格は、日本の企業家にとっての期待収益の現在価値 $\frac{X+\theta}{2(1+r)}$ と一致し、土地の全体量1のうち N を外国の企業家が、 $(1-N)$ を日本の企業家が所有することになる。(13)の条件にマクロ経済の状況を示すパラメーター θ は含まれないから、外国の企業家が十分な資産を所有しているときには、対日直接投資の水準とマクロ経済状況の間には相関がない、という予想ができる。

つぎに、外国の企業家の一部が第2の領域にいる場合、すなわち投資資金の一部を借入れなければならないが、借入れ額が $L_{\max}$ を下回る場合を考えよう。

外部資金に依存する外国の企業家にとっての土地の上限価格は、

第1図



$$P^* = (1+r)^{-1} \left[\frac{X^* + \theta}{2} - \text{cf}(w^*, X^* + \theta) \right]$$

であるから、この企業家が対日直接投資を行うためには、 $X^* > X$ が必要条件である。

いま i を、上限価格が土地の市場価格に一致するような限界的な外国企業家と定義する。言い換えると、 i は限界的な参入者ということになる。これを式で表すと

$$(14) \quad \frac{X^* + \theta}{2} - \text{cf}(w^*(i), X^* + \theta) = \frac{X + \theta}{2}$$

(14)を全微分すると、次式が得られる。

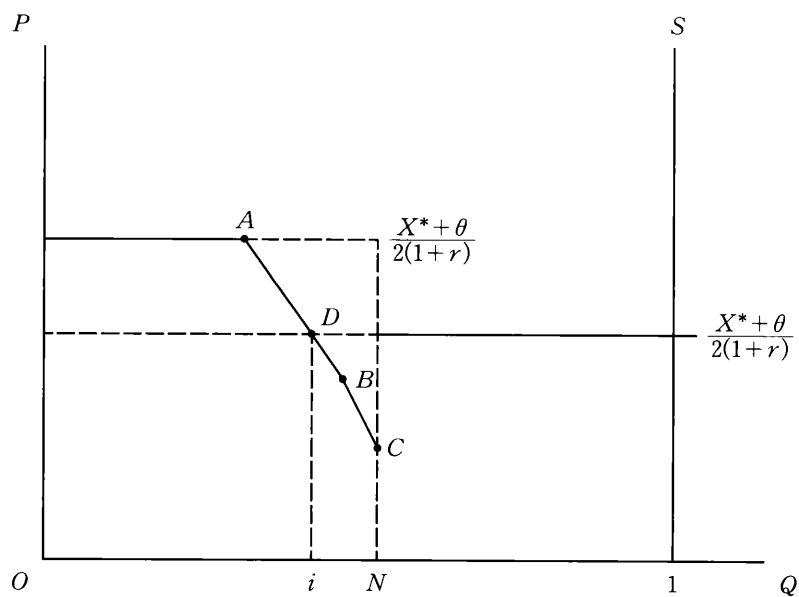
$$(15) \quad \frac{dw^*(i)}{d\theta} = - \frac{\frac{\partial f}{\partial X^*}}{\frac{\partial f}{\partial w^*}} > 0$$

(15)からわかるように、日本の景気が限界的に改善すれば ($d\theta > 0$)、対日直接投資を行うために必要とされる外国の企業家の資産額は増加する ($dw^*(i) > 0$)。

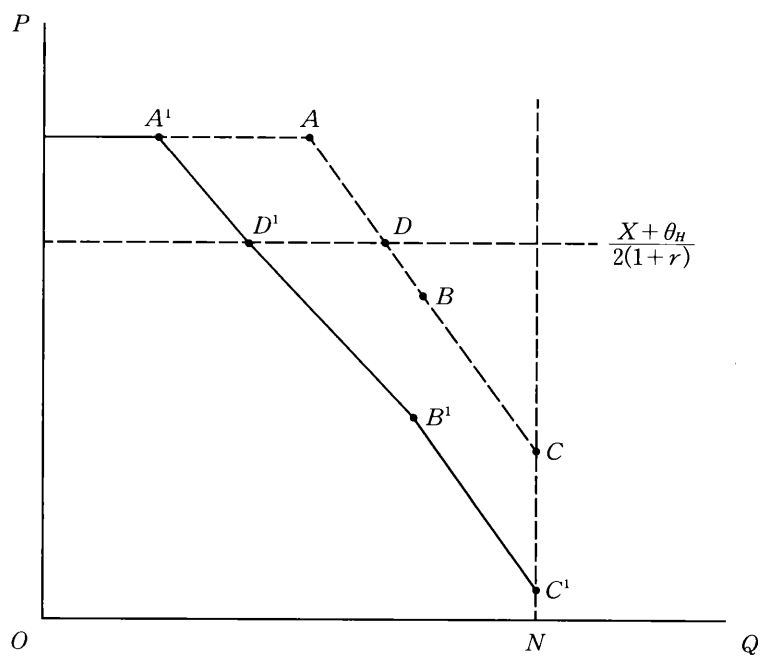
またこのときの対日直接投資の変化は(12)により、 $\frac{1}{w^*(i)} \frac{dw^*(i)}{d\theta} < 0$ と求めることができる。つまり θ の限界的な増加（景気の改善）は、対日直接投資の減少を生む。

次に θ がより大きく変化した場合の効果を、第2図および第3図を用いて分析する。第2図には、日本の土地に対する外国の企業家の需要曲線が描かれているが、ここでは企業家の中には領域、1, 2, 3のいずれに属するものもいると仮定されている。需要曲線の AB の区間は第2の領域

第 2 図



第 3 図



に対応するが、この区間における曲線の傾きは

$$\frac{\delta P^*}{\delta i} = -(1+r)^{-1} c \frac{\delta f}{\delta w^*} w^{*'}(i) < 0$$

である。

一方、第3の領域に対応する BC の区間では、曲線の傾きは

$$\frac{\delta P^*}{\delta i} = w^{*'}(i) < 0$$

である。

さて、いまはじめに θ が θ_L という低い水準の値（不況）で、そこから $\Delta\theta$ だけ上昇して、 θ_H という高い水準の値（好況）になったとしよう。 θ_L に対応する需要曲線はこのときどのように変化するだろうか。第3図の破線で描かれている ABC は、 θ_L に対応する需要曲線（これは図を簡単にするため描かれていない）を $\Delta\theta$ だけ垂直にシフトさせたものである。またこの図における日本の企業家による土地の需要曲線 $\frac{X+\theta_H}{2(1+r)}$ も、 θ_L に対応する需要曲線（描かれていない）を $\Delta\theta$ だけ垂直に上方シフトさせたものである。もし新しい均衡が、この2つの需要曲線の交点、すなわち D 点、であるならば、対日直接投資は θ の変化による影響を受けないことになる。

しかし実際には、外国の企業家による土地の需要曲線は次のように変化する。

第1に、水平の部分は、 A か A' までへと短くなる。これは、100パーセント自己資産で土地を購入できる外国投資家の数が減少するためである。

第2に、第2の領域に対応する部分は拡大し、内側にシフトし、傾きが緩やかになる。この部分が拡大するのは、100パーセント自己資産で土地を購入できる企業家が減少する一方で、最大限まで借り入れる必要のある企業家の数も減少するからである。またこの部分が内側にシフトするのは、この領域の任意の企業家 i について上限価格が $-(1+r)^{-1} c \frac{\delta f}{\delta X^*} \Delta\theta$ だけ（つまり期待モニタリング費用の上昇分だけ）減少するからである。最後に傾きがより緩やかになるのは、次式が成立するからである。

$$\frac{\delta^2 P^*}{\delta i \delta X^*} = -(1+r)^{-1} c \frac{\delta^2 f}{\delta w^* \delta X^*} w^{*'}(i) > 0$$

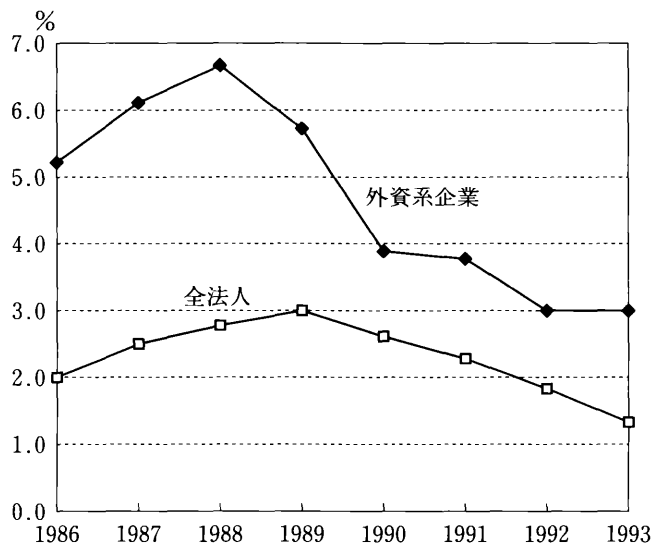
次に、第3の領域に対応する部分の需要曲線は縮小し、内側にシフトする。この部分が縮小するのは、上限まで借り入れる企業家の数が減少するからであり、またこの部分が内側にシフトするのは、期待モニタリング費用の分だけ借り入れ額の上限が減少するからである。

以上の比較静学分析により次の結論が下せる。「日本の土地価格の高騰を生むようなマクロ経済的ショックは、資産に恵まれない外国の企業家の参入の阻止することを通じて、対日直接投資の減少につながる。」

3節 「定型化された事実」の説明

2節で提示された理論モデルは、過去の対日直接投資に関する実証研究で注目された1つの「定型化された事実」を説明することができる。それは「日本で活動する外国企業の平均収益率は、日本企業の平均収益率よりも高い」という事実である。(第4図)

第4図 外資系・全産業の売上高経常利益率



出所) 第28回 外資系企業の動向 通商産業省産業政策局企業課編 1995年

産業組織的な立場から行われたこれまでの研究では、この「定型化された事実」は「生産物市場の不完全性や新古典派的なパラダイムとの乗離」によって説明された。たとえば Wakasugi (1996) は、外国企業が活動する市場における参入障壁や、外国企業が日本企業と比べてより短期的な収益を重視する傾向をもつこと、などを「収益率格差」の要因として挙げている。もちろん生産物市場の不完全性が定型化された事実の説明となり得ることは否めないが、しかし2節で紹介した理論モデルからは、この問題に関して新しい視点が生まれる。つまり、貸し手（プリンシパル）と企業家（エージェント）の情報の非対称性が原因で、借入れにエージェンシー（モニタリング）コストが上乘せられる場合、たとえ外国企業が活動する市場への参入、退出がまったく自由だとしても、借入れによって土地を購入する外国企業は、土地をすでに所有している日本企業に比べてより高い平均（期待）収益率を実現しなければならないのである。

実際、われわれが2節で明らかにしたように、外国企業の少なくとも一部が対日直接投資のために外部資金に依存する必要があるならば、外国企業の平均収益（率）は日本企業のそれよりも高く

なければいけないが、それは自由な参入が阻害された不完全な市場での生産活動ができるという特権を外国企業がもつためではなく、外部資金にファイナンスのより多くの部分を依存する外国企業にとっては、参入の敷居となる期待収益率がより高くなるためである。つまり、外国企業の収益率がより高いという定型化された事実は、外国企業の生産活動上の特権ではなく、参入に対するハードルの高さというハンディキャップを反映している可能性がある。またもちろんこの定型化された事実を説明するのに、短期的な利潤を重要視するかどうかについての日本企業と外国企業の間の行動原理の違いを前提とする必要はない。

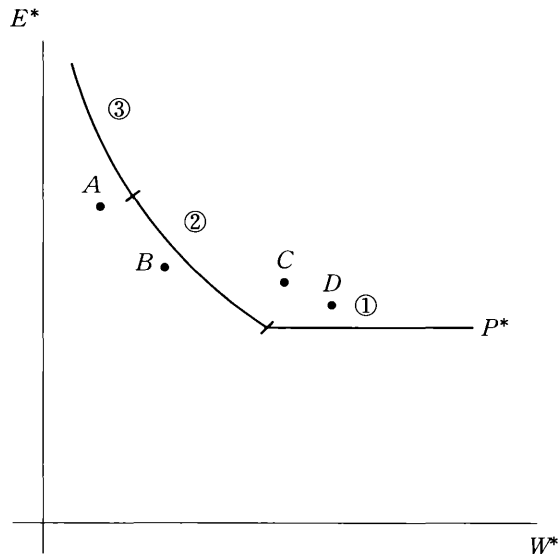
日本と外国企業の平均収益率を比較した第4図をさらに検討すると、もう1つの興味深い事実が見つかる。それは日本の土地価格がピークに達した1990年あたりを境にして、「収益率格差」が縮小の方向に向かっているという点である。一見すると、これはわれわれの理論的な仮説、「土地の高価格が収益率格差の原因である」と矛盾するようだが、かならずしもそうではない。なぜならば、土地の高価格化が資産に乏しい外国企業の参入を阻止する結果、参入することができた資産に恵まれた外国企業にとっては、敷居となる期待収益率がかえって低下することが考えられるからである。

この点を少し詳しく検討しよう。2節の理論モデルでは、すべての外国企業家にとっての期待収益は同じと仮定したが、ここでは議論を拡張して、外国企業家は期待収益 E^* と資産 w^* の2点において異なるものと考えよう。この仮定の下で、第5図は、「等上限価格線」、すなわち、外国企業家にとっての土地の上限価格を一定にするような E^* と w^* の組み合わせ、を表している。図からわかるように、外国企業家の資産がどの領域にあるかに応じて等上限価格線も3つの領域に分かれる。ある上限価格水準 P^* に対応する1本の等上限価格線の上方に位置する外国企業家は、 P^* 以上に土地のために支出できるし、一方、その等上限価格線の下方に位置する外国企業家は、 P^* 以下しか土地のために支出できない。

この図上の A 、 B 、 C 、 D の4点は、外国企業家の異なった4つのタイプを表すものとしよう。図が示すとおり、 A 、 B が P^* 以下しか支出できない一方で、 C 、 D は P^* 以上の支出ができるが、期待収益については A 、 B が C 、 D を上回っている。いま、はじめに日本の土地価格は、 A 、 B 、 C 、 D の4タイプがいずれも参入できるような P^* 以下の水準であったとしよう。（このときの等上限価格線は図に描かれていない。）その後、土地の価格が P^* の水準に上昇したとすれば、 A 、 B の企業家は脱落し、 C 、 D の企業家だけが残ることになる。 A 、 B 、 C 、 D 4タイプの企業家が数多く存在する結果、外国企業の平均収益は期待収益と一致すると仮定すれば、土地価格の上昇によって平均収益がかえって減少する可能性が存在することがこの図から明らかになる。

つまり、「土地の高価格が収益率格差の原因」であることと、「土地価格がさらに上昇したときに、収益率格差が減少すること」とは理論的には矛盾しないのである。しかしわれわれは、所有する資産の大きさに応じて土地の価格が外国企業の参入行動に影響を与えるという基本的な仮説自体については、まだ実証的な確認を行っていない。次にいよいよその実証を行うことにしよう。

第5図



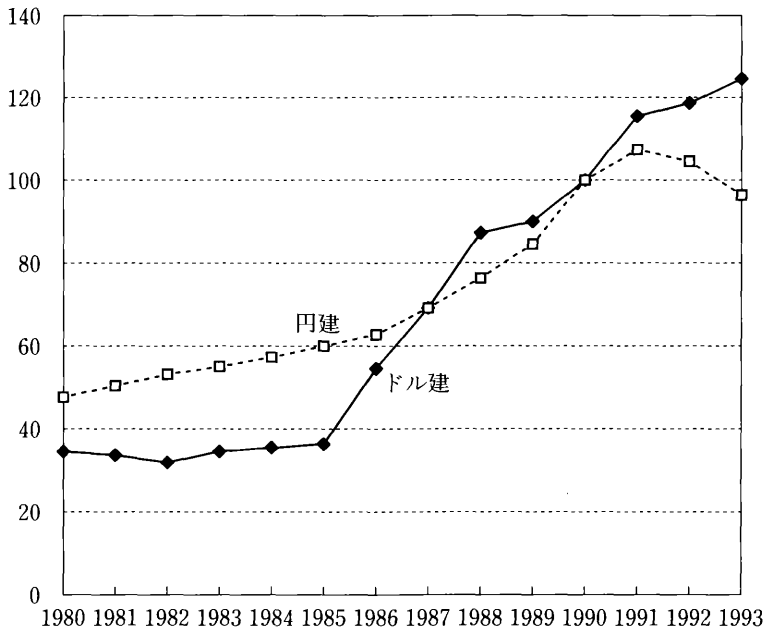
4 節 実証研究

本節では、土地価格の高騰が、比較的資産に恵まれない外国企業の対日直接投資を阻害するという理論的な仮説を検証する。この目的のために、われわれは外資法の改正が行われた1980年から、土地価格のデータが入手可能な1994年まで、外国企業の対日参入件数の時系列に注目し、この変数と(1)土地価格、および(2)外国企業親会社の純資産、との関連を探っていく。われわれの仮説が正しいければ、日本の土地価格の高騰によって参入件数が減少するのは、親会社の純資産が比較的少ない外国企業であるはずである。

まずわれわれは、「全国市街地価格指数」（日本不動産研究所）と International Financial Statistics (IMF) の年平均円・ドル・レートのデータをもとに、対象期間におけるドル建ての土地価格指数を作成した。第6図は、円建ておよびドル建ての土地の価格指数を示している。いずれも1990年の価格を100に基準化した指数であり、またドル建ての価格指数は、円建ての価格指数を各年の平均為替レートで割って作成されている。

2つの価格指数は日本の土地価格の変動についてやや異なったメッセージを伝えている。つまり円建ての価格指数が、1985年からの地価高騰と、1990年以降の減少傾向を伝えているのに対して、ドル建ての価格指数は、趨勢的な増加傾向が1990年以降も変わっていないことを伝えているからである。もちろんこの背後には、円建ての土地価格が減少に転じた1990年以降、「円高」が進行したことがある。

第6図 土地価格の推移
1990年=100



本分析では、対象とする外資系企業を、親会社の純資産が(1)ドル、(2)ポンド、(3)フラン、(4)マルク、(5)スイス・フラン、(6)カナダ・ドル、のいずれかの通貨で統計に表記されている企業に特定化した。対象期間に対日直接投資を行った、統計に純資産が表記されている全外資系企業中、この6つの通貨建てで純資産が表記されている外資系企業が占める割合は83.7%である。

われわれの理論的立場からは、外国に本拠地をもつる企業が、資産の大部分を、例えばマルク建てで所有していれば、その対日直接投資行動に影響するのはマルク建ての日本の土地の価格である。したがって本来は、親会社の純資産が表記されている通貨ごとに、6通りの土地価格指数を作成し、参入件数との相関をみるのが望ましいのだが、ドル建て表記以外のケースの参入件数が少ないためにこの方法はとらず、土地価格指数はドル建てに一本化して、全外資系の参入件数との相関を見ることにした。⁽²⁾

- (2) この方法を選択したのはサンプル数を多くするのが目的であるが、この選択自体は次の3つの理由で正当化されよう。第1は、直接投資を行うような外国企業は、国際的な決済のために機軸通貨であるドルで資産の少なくとも一部を所有している可能性が高いことである。第2は、外国通貨であっても、通貨価値をドルにリンクしているものが多いことである。第3は、われわれの実証研究の方法によれば、ドル建てに一本化してもさほど大きな問題はない可能性があることである。なぜなら、1994年の平均為替レートを用いてドル建てに直した1994年の純資産額により、全外資系企業をカテゴリーに分け、そのカテゴリー別に偏相関関係を測定するというわれわれの実証分析ノ

第3表 外資系企業の設立件数

設立年	(1)製造業	(2)非製造業	(3)全産業	(1)/(3)*100
80	6	11	17	35
81	7	19	26	27
82	12	11	23	52
83	11	20	31	35
84	10	27	37	27
85	14	40	54	26
86	17	40	57	30
87	15	30	45	33
88	4	15	19	21
89	6	25	31	19
90	7	16	23	30
91	9	8	17	53
92	13	19	32	41
93	10	7	17	59
94	3	11	14	21
合計	144	299	443	33

*) 件数

出所) 96年度外資系企業総覧(東洋経済新報社)

外国企業の参入件数(新規設立件数)と、親会社の純資産のデータは、「外資系企業総覧 96年版」(東洋経済新報社)からとられた。「総覧」には、原則として資本金5000万円以上、かつ外資の比率が49%以上の企業のデータが掲載されているが、株式公開企業や主要企業については、外資比率20%以上のものも掲載されている。

第3表は、1980年以降の外資系企業の新規設立件数と、製造業、非製造業別の内訳を示している全産業の設立件数が85年、86年にピークに達し、その後減少したことがこの表からうかがえ、また90年代に入ってから、製造業の設立件数のシェアが高まっていることもわかる。

また第4表は、外資系企業の外資出資分の資本金額の平均を示している。(外資比率が100%以下の場合、各外資系企業の外資出資分の資本金額は、その企業の資本金額に外資比率を掛けて算出されている。)全産業の平均資本金額は、いうまでもなく、製造業の値と非製造業の値の加重平均であるから、両者の中間の値をとっているが、表からわかるように、81年と86年を除いて製造業の値は非製造業を上回っている。

さらに第5表は、外国系企業の設立件数を、カテゴリー別の件数がさほど異ならないように、親会社の純資産、(1)10億ドル未満、(2)10億以上、50億ドル未満、(3)50億ドル以上、の3つのカテゴリー

- ゝの方法によれば、土地の価格指数をドル建てに一本化することによる問題は、為替レートの変動によりドル以外の通貨建てで資産をもつ外資系企業の属するカテゴリーが、参入時点より変化する可能性があるという点に限られるからである。

第4表 外資系企業の平均資本金額（外国企業出資分）

設立年	(1)製造業	(2)非製造業	(3)全産業	(1)/(2)*100
80	337	149	215	227
81	359	1,329	1,068	27
82	1,272	945	1,116	135
83	2,111	1,626	1,798	130
84	1,487	852	1,024	175
85	906	397	529	229
86	371	1,320	1,037	28
87	1,575	595	921	265
88	1,625	333	605	488
89	7,444	315	1,695	2,362
90	567	552	557	103
91	776	136	475	569
92	570	169	332	338
93	3,132	332	1,979	945
94	500	437	451	114

*) 件数

出所) 第3表を参照

第5表 親会社純資産別の外資系企業設立件数

設立年	—1000	1000—5000	5000—	合計
80	3	9	5	17
81	9	7	10	26
82	11	6	6	23
83	16	8	7	31
84	17	13	7	37
85	18	20	16	54
86	20	15	22	57
87	16	12	17	45
88	8	4	7	19
89	16	8	7	31
90	9	8	6	23
91	6	6	5	17
92	9	8	15	32
93	3	3	11	17
94	6	4	4	14
合計	167	131	145	443

*) 件数

出所) 第3表を参照

リーに分類して表示してある。

この表からも、純資産の少ない(1)(2)のカテゴリーでは、地価の高騰が始まった1987年以降に新規設立件数が低下したのに対して、純資産の大きいカテゴリー(3)では、それ以降でも高い件数の年があることがわかるが、この点を次に、土地価格と新規設立件数との偏相関係数を求めることによって確認する。

具体的には、次の分析手法を用いる。いま z を基準値となる外資系企業親会社の純資産とし、全外資系企業を、親会社の純資産が z 以上の企業が属するカテゴリー（これを upper のカテゴリーと呼ぶ）と、 z 以下の企業が属するカテゴリー（これを lower のカテゴリーと呼ぶ）、とに2分する。たとえば z を10億ドルとすれば、upper のカテゴリーには親会社の純資産10億ドル以上の企業、lower のカテゴリーには10億ドル以下の企業、が含まれることになる。 z の値自体は、5億ドルから50億ドルまで、5億ドルずつ10段階で順次高くしていく。

理論的仮説の検証にあたって重要となるのは、さまざまな z の値に対応する upper と lower のカテゴリーの偏相関係数の有意水準の格差である。つまりもし理論的仮説が正しければ、 z の値を増加させていくと、ある水準以上では、lower のカテゴリーの相関は upper のカテゴリーのそれよりもより有意となるはずである。

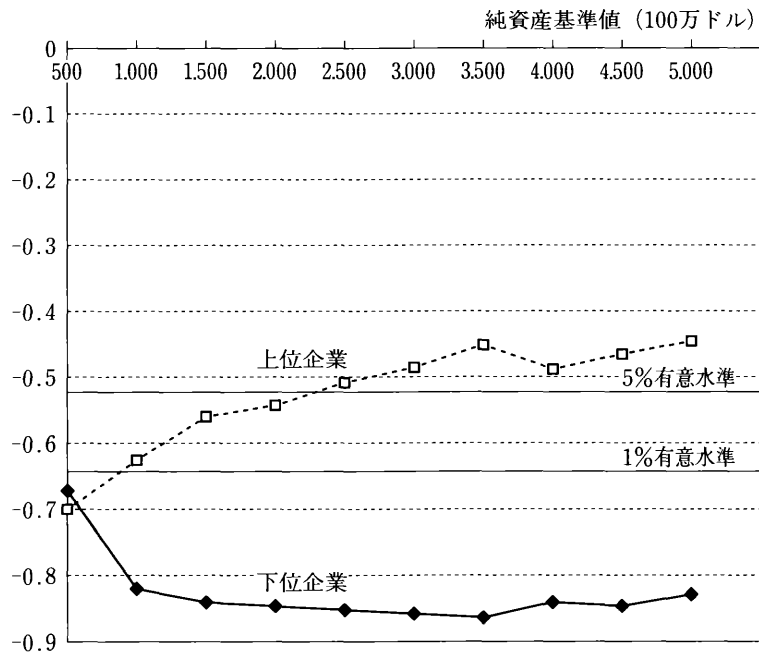
この分析では、対日直接投資件数を説明する「土地の価格」以外の要因として「時系列」を考え、この要因の効果を除去するために、「土地の価格」（ドル建ての土地価格指数）と対日直接投資件数との偏相関係数を求めた。まず全産業について、その偏相関係数を測定した結果をまとめたものが第7図および第6表である。

z のすべての値に対応して、upper, lower のカテゴリーとも偏相関係数はマイナスの値を示しているから、一般的には地価が上昇すれば、参入件数が減少することがわかる。しかしカテゴリーごとの偏相関係数には違いがある。すなわち $z=5$ 億ドルの水準で、lower のカテゴリーの偏相関係数の絶対値が upper のカテゴリーのそれを上回っている以外は、すべての z の値に対応して upper のカテゴリーの偏相関係数の絶対値が lower のカテゴリーのそれを上回っている。また z の値が大きくなるにつれて、両者の格差は拡大し、 z が30億ドル以上の値をとる場合、upper のカテゴリーの偏相関係数は有意ではなく、lower のカテゴリーだけが有意となっている。

われわれはさらに、全産業を製造業と非製造業に分けて、同様な分析を行った。製造業に関する偏相関係数（第8図および第7表）と、非製造業に関する偏相関係数（第9図および第8表）を対比するのと、興味深い観察が得られる。それは z の値が増加すると、どちらのケースでも upper のカテゴリーの偏相関係数が有意ではなくなるが、しかし製造業では非製造業に比べて遙かに低い z の水準、すなわち非製造業における $z=25$ 億\$に対して製造業においては $z=5$ 億\$の水準で、土地の価格との偏相関係数が有意でなくなっている点である。

この結果については、次のような説明が考えられる。製造業における平均的な自己資本金額が、

第7図 外資系企業設立件数と地価との偏相関係数



第6表 地価と外資系企業設立件数との相関係数

純資産基準値 (100万ドル)	LOWER (下位企業)		UPPER (上位企業)	
	偏相関係数	企業数	偏相関係数	企業数
500	-0.668**	129	-0.669**	314
1,000	-0.822**	167	-0.624*	276
1,500	-0.844**	205	-0.556*	239
2,000	-0.854**	214	-0.541*	229
2,500	-0.861**	229	-0.506	214
3,000	-0.866**	243	-0.487	200
3,500	-0.870**	248	-0.454	195
4,000	-0.848**	273	-0.490	170
4,500	-0.853**	283	-0.470	160
5,000	-0.837**	298	-0.451	145

*は5%, **は1%で有意であることを示す。

非製造業に比べて高いという第4表の数字を考えると、製造業で必要とされる平均的な投資額は非製造業と比べてむしろ大きいと考えられる。しかし、大都市圏に近接した location が必要とされる非製造業に比べると、製造業における土地の購入費は少ない一方、工場建設費や機械購入費などの支出は大きいので、土地の購入費が費用全体に占める比率が製造業ではより低くなる。したがって、製造業における参入の選択が土地の価格の変化により影響を受ける可能性も低くなるのである。

第 8 図 外資系企業設立件数と地価との偏相関係数（製造業）

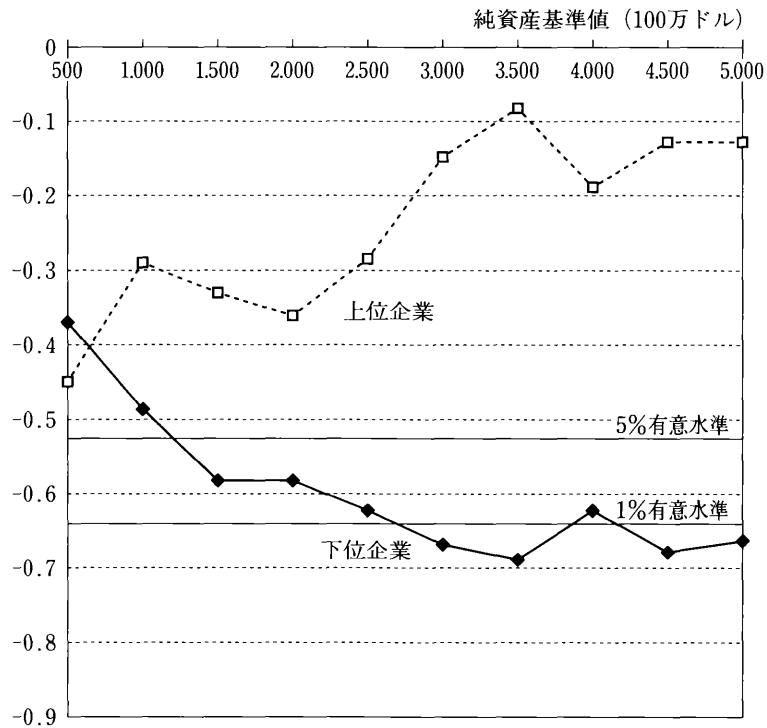


表 7 表 地価と外資系企業設立件数との相関係数（製造業）

基準値	LOWER (下位企業)		UPPER (上位企業)	
	偏相関係数	企業数	偏相関係数	企業数
500	-0.370	33	-0.447	111
1,000	-0.486	50	-0.293	94
1,500	-0.579*	64	-0.329	81
2,000	-0.579*	67	-0.358	77
2,500	-0.618*	69	-0.283	75
3,000	-0.661**	74	-0.147	70
3,500	-0.689**	75	-0.079	69
4,000	-0.626**	82	-0.183	62
4,500	-0.672**	89	-0.119	55
5,000	-0.661**	92	-0.120	52

しかしこの説明については今後さらにより厳密な検証が必要とされる。

いずれにしても偏相関係数を用いた分析の結果は、土地価格の高騰による参入件数への影響は、純資産が比較的乏しい外資系企業に対してより大きい、という理論的仮説を裏付けている。

第9図 外資系企業設立件数と地価との偏相関係数（非製造業）

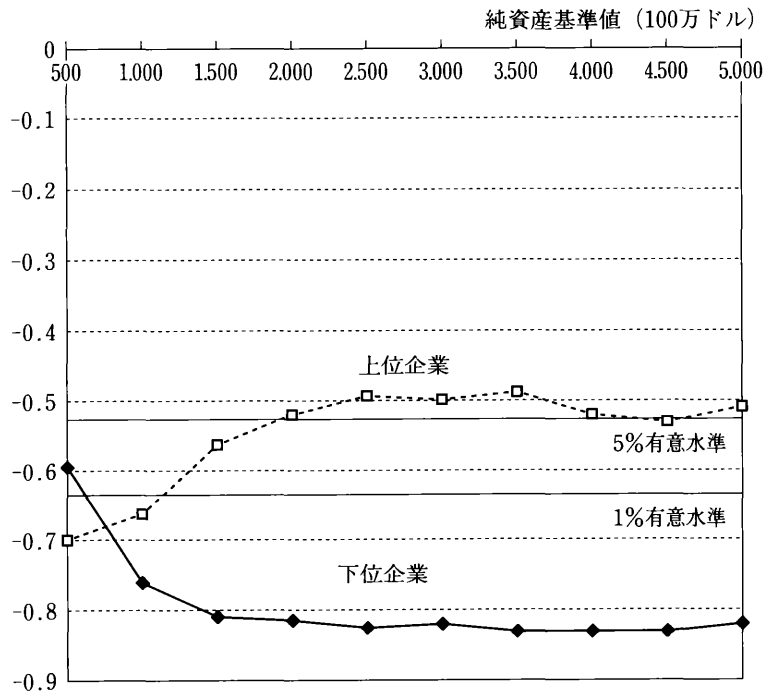


表8表 地価と外資系企業設立件数との相関係数（非製造業）

基準値	LOWER（下位企業）		UPPER（上位企業）	
	偏相関係数	企業数	偏相関係数	企業数
500	-0.596*	96	-0.699**	203
1,000	-0.764**	117	-0.661**	182
1,500	-0.812**	141	-0.561*	158
2,000	-0.818**	147	-0.519*	152
2,500	-0.829**	160	-0.493	139
3,000	-0.824**	169	-0.502	130
3,500	-0.835**	173	-0.488	126
4,000	-0.834**	191	-0.519	108
4,500	-0.835**	194	-0.532	105
5,000	-0.824**	206	-0.513	93

*は5%、**は1%で有意であることを示す。

5 節 結 語

対日直接投資の低水準の理由を、「土地の高価格」という、日本の経済環境が生んだ自然 (natural) な要因にもとめる本論文の見解は、「規制」や「系列」という、日本市場に特有の作為的 (artificial) な要因にもとめる Lawrence 等の見解とは対立するものである。また本論文は、外資系企業の平均収益率が日系企業のそれよりも高い理由についても、「参入障壁」という作為的な要因を想定するこれまでの見解とは異なるものを呈示した。

もちろん、われわれの見解自体、「不完全性」の仮定、すなわち、企業家と投資家の間に情報の非対称性から生まれるエージェンシーの問題が存在するという仮定、に依拠している。しかしこうした「不完全性」は、日本経済に特有の問題ではなく、いたるところで存在して、あらゆる国の資本市場や企業組織のあり方を規定している。また理論モデルのなかでも、外資系の企業はもっとも効率的な借り入れの方法、すなわち国際的にもっとも低コストの資本を求めると仮定されており、日本の土地の高価格が外資系企業の参入を阻害するプロセスで、「日本に特有の不完全性」が介入する余地はない。対日直接投資の低水準という問題に、「日本的要因」が絡むとすれば、それは日本の狭さと経済力とを反映して土地の価格が高い結果、情報の非対称性から生まれるエージェンシーの問題が拡大されるという点に関してだけである。

しかしこれらの見解を裏付ける検証の面で、本研究の結果は preliminary なものであり、今後の研究では他の経済要因を導入した直接投資関数を推計することによって、土地の価格の影響をより正確に測定することが必要である。その際、産業別の参入件数によるパネルデータ、あるいは各企業の個票データの使用が、サンプル数を確保する点で最も適当であろう。

(経済学部教授)

(高崎経済大学講師)

Reference

- Froot, Kenneth A., and Stein, Jeremy C., "Exchange Rates and Foreign Direct Investment : An Imperfect Capital Markets Approach," *The Quarterly Journal of Economics*, (November 1991), 1191-1217.
- 洞口治夫, 「対日直接投資——「系列」は阻害要因か」植草益編『日本の産業組織』有斐閣 (1995).
- Lawrence, Robert, "Japan's Low Levels of Inward Investment : The Roles of Inhibitions on Acquisitions," in K. A. Froot (eds.) *Foreign Direct Investment*, University of Chicago Press (1993).
- 中村吉明・深尾京司・渋谷稔, 「対日直接投資」, 通商産業研究所 Discussion Paper # 95-DOJ-63 (1995).
- Townsend, Robert M., "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification,"

Journal of Economic Theory, XXI (October 1979), 265-93.

Wakasugi, Ryuhei, "Why Foreign Firms' Entry has been Low in Japan : an Empirical Examination,"

In Yoshitomi, M. and Graham, E. M. (eds.), *Foreign Direct Investment in Japan*, New Horizons in International Business (1996).

Yoshitomi, Masaru, "Introduction," In Yoshitomi, M. and Graham, E. M. (eds.), *Foreign Direct Investment in Japan*, New Horizons in International Business (1996).