HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	わが国企業の海外直接投資における投資受入国の規程要因:カントリーリスクを中心として
Author(s)	井上, 久志
Citation	經濟學研究, 52(3), 41-68
Issue Date	2002-12
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/32264
Type	departmental bulletin paper
File Information	52(3)_P41-68.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 52−3
北海道大学 2002. 12

わが国企業の海外直接投資における投資受入国の規程要因

——カントリーリスクを中心として——

井 上 久 志

1. 序

世界の海外直接投資額は1970年代年平均282億ドルであったが，80年代には同938億ドル，90年代には同3,833億ドルへと急増した［10］。世界貿易（輸出）に対する海外直接投資の比率を見ると，70年代には僅か2.86%であったが，同比率は，80年代には4.08%，90年代にはさらに7.86%に上昇した[1]。このように，経済のグローバリゼーションが進展するなかで，とりわけ海外直接投資のウエイトが急速に高まってきている。

海外直接投資の規定要因については主に，投資国（home country）を対象とした経済的，投資企業を対象とした経営的，また投資受入国（host country）を対象とした経済的・政治的・社会的なそれぞれの観点から研究が行われてきた[2]。上述したように長期趨勢的に海外直接投資が増大しているが，他方で諸々の要因から海外進出企業の撤退（divestment）という事例も増加している［9］。その背景の一つが投資受入国における政治的・経済的不安定，すなわちカントリーリスクの存在にあると推測される。本稿の目的は，とりわけ日本企業が海外直接投資を実行するに際して，投資相手国の如何なる変数を，意識的・無意識的かを問わず，配慮しているか，とりわけカントリーリスク要因に配慮しているかを吟味することである[3]。

2. 分析のフレームワーク

（1）分析対象期間：次章（3.）の分析では1989年から2000年の期間を分析対象としている。それ以降の章における分析では，特に断らない限り，分析の期間は1989-1992年の4年間である。主な理由は，本稿を，これまでの拙稿（eg.,「Political Risk Indexの構築」（［3］～［7］））との関連において，分析フレームワークの整合性を保つためである。

（2）分析対象国：対象としたのは以下の34カ国である[4]。サンプル国の選択においても基本

1）他方で，世界全体の総生産に占める比率は，1970年の4.5%から1995年には7～8%となっている［65］．また，全世界貿易の1/5が多国籍企業（MNEs）によって担われている［83］。

2）DunningのO（Ownership specific advantage)-L（Location specific advantage)-I（Internalization advantage）を柱とするeclectic theoryに従えば，本稿の扱うgeographical distributionはLocation specific advantageの一部分に関するものである。例えば［42］参照。

3）国際取引に関連して言及されるリスクとして，しばしばeconomic risk, transfer risk, exchange risk, location risk or neighboring risk, sovereign risk, political riskなどがある［68］．本稿では，それら全体を総括したものとして，カントリーリスクと呼ぶ．

4）地域分類については，基本的には，世界銀行の区分による（IBRD, World Development Report 1995, pp.248-249）．
【アジア】Bangladesh, China, Hong Kong, India, Indonesia, Korea Rep., Malaysia, Myanmar, Pakistan, Philippines, Singapore, Sri Lanka, Thailand;【中近東】Iran Islamic Rep., Israel, Jordan, Oman, Saudi Arabia, United Arab

的には，これまでの拙稿における分析フレームワークとの整合性を図ることに重点を置いた。ゆえに先進国は分析対象から除いた。従って地域的にはアジア，中南米，中近東の地域から構成される。アフリカ諸国は投資額が小さいこと，また規定要因となるデータの制約性などの種々の理由から，最終的には本稿における分析対象からは除外した[5]。

（3）本邦からの海外直接投資総額の内訳を地域別に見ると（1989−1992年），アジアのシェアは先進国を含む世界全体の12.8%，中南米は4.4%，また中近東は0.3%を占めている[6][7]。本稿の分析におけるサンプルは，それぞれの地域における本邦からの海外直接投資額の93.7%，59.0%，66.4%を代表している。あるいは開発途上国全体に向けられた本邦からの海外直接投資額の77.4%を代表することになる。

（4）分析対象産業：わが国からの海外直接投資・総額というだけではなく，産業部門毎の分析が可能なところでは，必ずそのように試みている。これは，産業毎に投資規定要因は異なると前提されることによる。より厳密に言えば企業毎に，案件毎に投資規定要因は異なるということになるであろうが[8]，データの制約から産業細目毎の分析を実行することとした[9]。本稿における分析結果の説明に際しては，そのうち繊維産業，化学産業，電気機械産業，輸送用機械産業を中心とした。その基準は，そうした産業においては労働集約型産業，重化学産業＝装置産業，加工産業型といったように産業形態の違いが特徴的であるという点がある。また，わが国の貿易取引，資本取引の中で歴史的にも主要な役割を果たしたとか，量的にもそのシェアが大きい等々といった理由による。

なお，投資金額と投資の件数を多くの章において，それぞれ個別に独立して扱った。これは産業毎に，一案件の必要あるいは適正な投資額が異なるだろうことを配慮したものである。これは殆どの既存研究のように金額だけに注目して分析を実行しても，わが国企業による海外直接投資の特徴を正確に認識し得ないのではないかという疑念を基礎としている。

（5）各章での分析に際して利用される統計データは，国連（UN；Statistical Yearbook），世界銀行（IBRD；World Development Indicators, World Development Finance），国際通貨基金（IMF；International Financial Statistics, Balance of Payment Statistics），国連貿易開発会議（UNCTAD；Human Development Report）などのデータベースに拠った。その他各章の分析に特異なデータについては，それぞれの章において言及することとする。また，それぞれの分析において援用した統計的手法についても，それぞれの章で記述する。

3. 海外直接投資とマクロ経済要因

先ず投資国のマクロ経済要因から海外直接投資の規定要因を素描する。本稿ではわが国からの海外直接投資を対象とする[10]。旧通産省や旧経済企画庁，日銀によるものをはじめ，そうし

Emirates;【中南米】Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Jamaica, Mexico, Panama, Paraguay, Peru, Trinidad and Tobago, Uruguay, Venezuela.

5）片方でのcapital flightなどの問題も含め［35］，資本取引，殊に海外直接投資に関する統計は極めて不整合，不十分であることが指摘されている［11］。

6）件数ベースでは（対全世界：1989-92年），アジア25.6%，中南米5.2%，中近東0.1%である。またそれぞれの地域の92.4%，79.6%，81.3%をカバーする。

7）本稿が対象とする時期前後（1992-1994）において，世界全体のFDIのうち，32%がLDCsに向けられたといわれる［21］。

8）より細かく言えばproject毎に，あるいは目的（eg., 生産か，R&Dか）によっても相違する［39］［60］。

9）CEECsにおけるFDIの決定要因分析において，sectoral levelでのheterogeneityが確認されている［75］。

10）Home countryのeconomic & political condition（risk）によってFDI outflowが誘発されるという研究の他国のケースについては，例えばUSのcaseについて［82］参照。

た研究論文は少なからず存在する。分析期間，分析対象の投資受入先国，説明変数，被説明変数などに違いがあるとはいえ，それぞれの研究が敢えて言えばそれぞれに異なった推計結果を導出しているといえる[11]。ここでの分析は本稿の主目的ではないが，簡単に推計結果を以下で記述する［第１表］。

（１）1989～2000年までのそれぞれの年における，全世界に対するわが国の製造業部門からの投資総額を被説明変数とし[12]，下記の変数を説明変数とした：日本のGDP成長率，世界GDP成長率，日本と世界のGDP成長率格差，国内の設備稼働率，失業率，賃金上昇率，為替相場変動率などである。統計的手法としては重回帰分析(Multiple Regression Analysis; Forward Stepwise Method）によった。得られたモデルは①のようであった。説明変数としてモデルに取り込まれたものは，大企業製造業[13]の設備投資額，製造業設備稼働率（対前年比変化率），円・ドル（実質・実効）為替相場（対前年比変化率）であった。モデルにおいて，GDPベースの国内設備投資額と海外直接投資額とは逆相関関係の存在が示唆された。稼働率の上昇および実質・実効為替相場で示される円高傾向は，海外直接投資を促すことになるということをモデルは示唆している。

（２）同様な分析フレームで，被説明変数を海外直接投資（製造業）の件数としたモデル②では，次のようなことが知られた。説明変数として世界のGDP成長率，および国内の失業率がそれぞれ５％の統計的有意水準を満たした。世界の経済成長率が高く，また国内における失業率の低下が，海外直接投資の件数の増加を説明している。なお，失業率に関連して言及すれば，説明のオーソドックスな経路は，労働需給のタイト化，賃金コストの上昇，国際競争力の低下，生産の海外シフト加速，ということであろう。ちなみに，実質賃金の上昇は，ここでの被説明変数との相関係数が0.469であった。自由度修正済み決定係数はモデル①のそれが0.5563であったのに対し，モデル②では0.8645であった。D.W. 比も，モデル①の2.573に対し，モデル②は2.098であった。

（３）モデル①，モデル②では，説明変数と被説明変数に何らのタイム・ラグを置かなかったが，モデル③，モデル④では説明変数に（t-1）年のラグを置いて試算した。しかしながら，被説明変数を海外直接投資（製造業）・金額ベースとした場合（＝モデル③）においては，モデル①，モデル②の分析と同様の説明変数群の中から，モデルを構築するのに統計的有意な変数は一つとして存在しなかった。

（４）同様に，海外直接投資（製造業）・件数ベースを被説明変数とし，説明変数に（t-1）年のタイム・ラグを置いて構築したモデル④は以下のようであった。取り込んだ説明変数は世界と日本との（世界－日本）成長率格差，製造業（中小企業）の設備投資（対前年比），完全失業率，円・ドル直物相場となった。ただし，例えば，円・ドル直物相場については，符号条件が（マイナス）であると期待されたが分析結果では（プラス）となった。

（５）本分析での説明変数は，例えば為替相場や賃金水準などにおいて投資相手国毎の事情を反映していないので，その解釈は制約的であるが，簡単に上述した全製造業の全世界向け海外直接投資との関連において説明しておく。海外直接投資（金額）・全製造業・全世界向けのモデルで選択された説明変数群については先の（１）で説明したように三つの変数である。その細目としての各地域向け海外直接投資に関する分析では，中南米向けのそれが，全く同じ変数群を選択する結果となった。アジア向けの同

11) これらを含み既存研究を概観（summarized）したものとして，例えば［１］を参照。

12) FDI flowのデータではなくstockのデータを使うという考えもありうるが，その問題点については［30］参照。

13) Large firmsとsmall firmsのFDI行動は相違する。例えばTaiwanのケース［33］。

[第1表] 本邦海外直接投資（製造業）にみる地理的分布の規定要因

	MODEL① No time lag (FDI:amount)				MODEL② No time lag (FDI:case)			
Region	総合計	アジア	中南米	北米	総合計	アジア	中南米	北米
F Value	5.60	3.38	15.33	3.92	36.10	28.54	.	42.58
Pr > F	0.0230	0.0802	0.0011	0.0759	<.0001	0.0001	.	<.0001
R-Square	0.6773	0.4292	0.8518	0.2816	0.8892	0.9146	0.0000	0.9044
Adj-RSq	0.5563	0.3024	0.7962	0.2097	0.8645	0.8825	0.0000	0.8832
Intercept	5.82562	3.32688	5.13683	4.30807	3.49483	3.45604	1.45072	2.97248
t-value	12.36	21.75	8.41	19.92	47.04	10.24	54.19	14.33
Pr > |t|	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
Independent_1	invmfgla	wldgdp	invmfgla	currac21	wldgdp	unempl		gdpgap
parameter	-0.00605	0.12343	-0.01785	0.00000	0.06034	-0.41095		-0.04930
t-value	-2.35	2.55	-5.34	-1.98	2.38	-6.90		-2.98
Pr > |t|	0.0468	0.0311	0.0007	0.0759	0.0410	0.0001		0.0154
Independent_2	operar2	promfgsm	operar2		unempl	nomiex03		nomiex03
parameter	0.03963	-0.00254	0.09275		-0.20447	0.00726		-0.00194
t-value	3.67	-1.62	6.63		-7.91	4.43		-2.39
Pr > |t|	0.0063	0.1405	0.0002		<.0001	0.0022		0.0403
Independent_3	realex03		realex03			realex03		
parameter	-0.01213		-0.01771			-0.01071		
t-value	-3.25		-3.66			-2.44		
Pr > |t|	0.0118		0.0064			0.0406		
Independent_4								
parameter								
t-value								
Pr > |t|								
D.W.	2.573	1.604	2.343	2.221	2.098	1.465	2.111	1.872
Auto_Corr	-0.444	0.047	0.268	-0.192	-0.176	0.028	-0.213	-0.185

	MODEL③ One year time lag (FDI:amount)				MODEL④ One year time lag (FDI:case)			
Region	総合計	アジア	中南米	北米	総合計	アジア	中南米	北米
F Value	.	.	12.04	.	37.08	7.69	.	11.35
Pr > F	.	.	0.0025	.	0.0002	0.0197	.	0.0035
R-Square	0.0000	0.0000	0.8187	0.0000	0.9611	0.4347	0.0000	0.7160
Adj-RSq	0.0000	0.0000	0.7507	0.0000	0.9352	0.3782	0.0000	0.6529
Intercept	4.26728	3.71160	2.90207	3.89297	3.51339	2.77230	1.45072	2.36253
t-value	83.81	102.99	59.38	65.14	48.77	54.70	54.19	72.15
Pr > |t|	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001
Independent_1			lprmfgto		lgdpgapw	lfxrate2		linmfgla
parameter			0.02102		0.03708	0.11681		0.01177
t-value			4.32		2.99	2.77		4.49
Pr > |t|			0.0026		0.0243	0.0197		0.0015
Independent_2			lprmfgsm		linmfgsa			lcurrac1
parameter			-0.01991		-0.00162			0.00974
t-value			-5.31		-1.67			1.75
Pr > |t|			0.0007		0.1463			0.1148
Independent_3			lfxrate2		lunemply			
parameter			-0.13402		-0.18596			
t-value			-2.75		-7.31			
Pr > |t|			0.0250		0.0003			
Independent_4					lfxrate2			
parameter					0.07747			
t-value					4.93			
Pr > |t|					0.0026			
D.W.	2.210	0.772	2.404	2.111	1.718	0.732	2.111	2.094
Auto_Corr	-0.162	0.566	-0.231	-0.170	-0.059	0.494	-0.213	-0.204

OBS	CODE	VARNAME	SOURCE
1	fdiamt	直接投資金額	財務省
2	fdicas	直接投資件数	財務省
3	wldgdp	世界経済成長率（実質）	日本銀行
4	jpngdp	日本経済成長率（実質）	内閣府
5	promfgto	経常利益：（対前年比）	財務省　法人企業統計調査
6	promfgla	経常利益：大企業・製造業（対前年比）	財務省　法人企業統計調査
7	promfgsm	経常利益：中小企業・製造業（対前年比）	財務省　法人企業統計調査
8	invmfgla	設備投資：大企業・製造業（対前年比）	財務省　法人企業統計調査
9	invmfgsa	設備投資・中小企業・製造業	財務省　法人企業統計調査
10	operar1	設備稼働率・製造業　1995＝100	経済産業省
11	operar2	設備稼働率・製造業　（対前年比）	経済産業省
12	unempl	完全失業率	総務省
13	wagereal	現金給与総額（実質）	厚生労働省
14	fxrate2	円・ドル 直物相場	日本銀行　統計年報
15	fxrate3	円・ドル 直物相場（対前年変化率）	日本銀行　統計年報
16	nomiex02	円・ドル 名目・実効為替相場(1973.3＝100)	日本銀行　統計年報
17	nomiex03	円・ドル 名目・実効為替相場(対前年変化率)	日本銀行　統計年報
18	realex02	円・ドル 実質・実効相場（1973.3＝100）	日本銀行　統計年報
19	realex03	円・ドル 実質・実効相場（対前年変化率）	日本銀行　統計年報
20	currac1	経常収支	日本銀行　統計年報
21	currac2	経常収支（対前年比変化率）	日本銀行　統計年報から計算

様なモデルでは，世界と日本との経済成長率格差や中堅・中小企業の経常利益という変数であった。最大の投資地域である北米向けのモデルの説明変数は，経常収支の対前年比変化率であった。製造業・海外直接投資（金額）・全世界向けのモデルに対して，同じく非製造業も含む全産業向けモデルは，日本の経済成長率，失業率，円・ドル（名目・実効）為替相場の対前年比変化率を説明変数として取り込んだものであった。このように海外直接投資の実証分析といっても，その対象とする地域，産業，また被説明変数を金額とするか，件数とするかにおいて，大きく異なる推計結果が導出される可能性が示唆されている。

（6）わが国のマクロ経済状況と海外直接投資の業種毎の特徴は以上見たところである。海外経済動向，国内設備投資，雇用情勢，為替相場変動など一般に指摘される要因が，ここでの実証分析で一応確認されたことになる。さらに詳細な研究フレームワークを構築するには，例えば，ローカル・コンテント法の施行や反ダンピング訴訟に代表される保護貿易主義の台頭，あるいは欧州市場統合などの経済ブロック化なども考慮する必要があるだろう（[61] [46]）。これらは基本的には投資先国の誘因であるが，だとすればその影響の大きさを鑑みれば，逆に被説明変数としての総投資額からその影響分は除去されなければならないことになる。

4. 海外直接投資と財貿易

（1）企業は先ず輸出によって市場を開拓し，その後輸出の拡大に伴って，輸送コスト削減，貿易摩擦回避，また規模の経済獲得を目指して海外生産に移行する。また，従来輸入に依存していたものが，国内市場の拡大などによって，自ら海外に資本進出する。あるいは自国通貨の為替相場高騰などに起因する自社製品の国際市場における価格競争力の低下，また国内市場における競争激化に由来する諸コスト引き下げ圧力などを背景にして，開発途上国向け海外直接投資が促される[14) 15)]。こうした観点から，輸出・輸入といった貿易取引を通じての経済取引と海外直接投資との関係について，本稿における分析の主目的とは若干乖離するが，以下でその分析結果を素描しておく［第2表］[16) 17)]。

（2）繊維産業，化学産業，電気機械産業，輸送用機械産業を分析の対象とする。データは，1989～1992年までの4年間であり，わが国から本稿での分析対象となっている34カ国各国に対する産業毎の輸出・輸入および輸出入合計を，それぞれの国に対する産業分野毎の海外直接投資件数および同金額との相関係数を見ることによった[18)]。統計的解析手法としてはPearson Correlation Analysisに拠った。

①繊維産業。海外直接投資の金額と同件数の相関は0.810であった。繊維産業における海外直接投資の件数と同分野の輸出の相関係数は0.484，同輸入のそれは0.771であった。繊維産

14) 為替相場の変動に対する，輸出か海外直接投資かの企業の選択行動については，例えば［14］参照。［49］は輸出と海外生産・売り上げは small substitutionであるとしている。

15) 企業ベースから見れば，①企業のownership specific advantageや②外国市場についてのfamiliarityなどのinternalization advantageが，exportよりFDIを選択する際の重要な要素となる。それらの点を解明しようとすれば企業のdecision-making processに焦点を定め分析する必要がある。例えば，Japanについて［8］。

16) FDIは，一般的に輸出・輸入それぞれに増加効果・減少効果を併せ持つ．日本のFDIが貿易収支の黒字を減少させないとする研究報告もある［71］。また，FDI outflowは，短期的には輸出に影響を及ぼし，長期・恒久的にはhome countryの輸入に影響するとする報告もある［17］。

17) ブーメラン効果を前提にすれば，FDIはhost countryの輸出を増加させ，home countryの輸入を増加させる。例えば，US inward FDIの輸出増加効果［64］，しかしFDIのtrade accountsに及ぼす効果は先進国と途上国で一様ではないとの指摘もある［26］，また戦略的輸出促進政策とFDI inflowの関係は［53］を参照。

18) 財務省貿易統計掲載の各国毎の輸出入統計を，商品コードを基に産業業種毎に再分類したうえで計算。

[第2表] わが国の海外直接投資と財貿易

Pearson Correlation Coefficients/Prob>|R|underHo:Rho=0/N=34

Correlation Analysis for Textile Industry

	TEXK	TEXY	TEXEXIM	TEXEX	TEXIM
TEXK	1.00000	0.81005	0.75514	0.48411	0.77061
	0.0	0.0001	0.0001	0.0037	0.0001
TEXY	0.81005	1.00000	0.51250	0.36489	0.51121
	0.0001	0.0	0.0019	0.0339	0.0020

Correlation Analysis for Electronics Machinery

	ELCK	ELCY	ELEEXIM	ELEEX	ELEIM
ELCK	1.00000	0.97351	0.48332	0.46457	0.46070
	0.0	0.0001	0.0038	0.0056	0.0061
ELCY	0.97351	1.00000	0.46811	0.44846	0.45263
	0.0001	0.0	0.0052	0.0078	0.0072

Correlation Analysis for Chemical Industry

	CHEK	CHEY	CHEEXIM	CHEEX	CHEIM
CHEK	1.00000	0.57672	0.54560	0.49285	0.57016
	0.0	0.0004	0.0008	0.0031	0.0004
CHEY	0.57672	1.00000	0.21206	0.22025	0.12725
	0.0004	0.0	0.2286	0.2107	0.4733

Correlation Analysis for Transportation Machinery

	TRSK	TRSY	TRAEXIM	TRAEX	TRAIM
TRSK	1.00000	0.65957	0.57380	0.56823	0.37174
	0.0	0.0001	0.0004	0.0005	0.0304
TRSY	0.65957	1.00000	0.38564	0.37633	0.45156
	0.0001	0.0	0.0243	0.0283	0.0073

(Note) TEX:Textile; CHE: Chemical; ELC: Electronics Machinery; TRS: Transportation Machinery.
Suffix-K denotes 'case'; -Y='value'; -EXIM='export+import'; -EX='export'; -IM='import'.

業における海外直接投資は，日本との関連で言えば，主に逆輸入目的で実行されることが多いことが確認される。また，海外直接投資の金額ベースでは，相関係数の値は小さくなったが，同様な傾向が知られた。

地域毎に見ると，アジアでは海外直接投資の件数と輸入の相関係数が0.730と高く，中南米では海外直接投資の金額と輸入の相関係数が0.809と高かった。また，同地域においては日本からの海外直接投資の件数と繊維品の輸出との間でも相関係数が0.790と高い値を示した。

②化学産業。化学産業においては，投資仕向け国別の海外直接投資件数および金額との間は0.577の相関係数であった。同産業分野においては海外直接投資の件数と輸入が0.570の相関係数を示したものの，投資金額と輸出および輸入の間の相関係数は低かった。

地域毎にみると，アジアについては，海外直接投資の件数および金額とも，化学品の輸入との相関係数を除けば，殆ど相関はみられないといえる（＝無相関)。これに対し，中南米は海外直接投資の件数および金額ともそれぞれ輸出・輸入との間で，0.710-0.940の範囲で，高い相関を示した。とりわけ海外直接投資の件数と輸出・輸入はともに0.900以上で高い相関係数を示した。石油輸出国を中心とする中近東においては，それぞれに高い相関が期待されたが，ここでの分析では殆ど相関関係は存在しないことを示す結果となった。

③電気機械産業。電気機械についてみると，海外直接投資の件数と海外直接投資の金額は0.974の高い相関を示した。ただし，海外直接投資の件数および海外直接投資の金額はともに同産業製品の輸出・輸入といった貿易取引とは，全て0.500以下の相関係数を持つに過ぎなかった。第三国経由の輸出や諸国間の水平分業の進展などが背景にあると見られる。

そうした傾向はアジア地域における動向にも窺い知れる。中南米では，日本からの海外直接投資の件数と同産業部門の輸出とが0.705と高い相関を示した。また中近東地域においては海外直接投資の件数および金額とも同部門の輸入との間に高い相関を示した。ただし，同地域からのわが国の当該製品輸入は，同地域への同製品の輸出に比べて百分の一以下であり，極めて小額なものに過ぎない。

④輸送用機械産業。輸送用機械産業における海外直接投資の件数および金額との間の相関係数は0.660であった。すなわち前述の化学産業に次いで比較的低い相関係数となっている。貿

易取引との関連で見れば，海外直接投資の件数と輸出の相関係数が0.568である以外，例えば海外直接投資の件数と輸入，また海外直接投資の金額と輸出・輸入はそれぞれ相関係数0.500以下である。

輸送用機械は圧倒的にわが国が出超を記録している産業部門であるが，その輸出とアジア向け海外直接投資の件数，中南米向け海外直接投資の件数および金額との相関係数が高かった。なお，中近東向け海外直接投資は，同産業においては分析対象期間において記録されていない。

（3）以上見たように，産業毎にまた地域毎に，海外直接投資に関して，それぞれ異なった企業のbehaviorや特性が存在することが確認された。例えば，海外直接投資金額と件数との間の大きな乖離は水平分業の進展など生産ラインの構成の相違だけでなく，市場参入の方法などの相違（特にアジア）を反映している面も強くある。海外直接投資と輸入との関連の深い繊維や，逆に輸出との関連の深い電気機械や輸送用機械といった対照的な面もここで確認された。示唆されることは，繰り返しになるが，産業や相手国という異なった特性を持つサンプルを単純にaggregate（集約化）して分析する研究方法論には，その有用性について疑念が残るということである。

5. 海外直接投資と企業経営パフォーマンス

（I）分析フレームワーク

（1）海外直接投資と企業の経営パフォーマンスとの関連について，先述の分析と同様に産業別に分析を行った。先に述べたように，各産業部門において，海外直接投資のbehaviorがそれぞれ異なるという仮定があるからである。

（2）海外直接投資の件数と海外直接投資の金額とをそれぞれ独立して扱い，それぞれを各モデルでの被説明変数とした。

（3）企業のパフォーマンスを測る指標として，ここでの分析では企業の売上高，また経常利益を取り上げた。具体的には財務省の法人企業統計を基礎データとした。より厳密な分析においては国内外における市場シェアなどを加えて分析するべきであろうが，そうした変数については分析に耐ええるだけのデータを得ることが困難であった。

（4）それぞれの説明変数（売上高と経常利益）については，海外直接投資が実行された時期を(t) とした場合，①当該年度 (t)，②対前年度変化率 (t/(t-1))，③対前年度比増減額 (t-(t-1))，④前年度 (t-1)，⑤前年度とさらにその前年度との増減額 ((t-1) - (t-2)) といったように，タイム・ラグ等を考慮した。

（5）産業別では，前掲のように財務省の海外直接投資統計によった。それによれば，総合計，製造業計，非製造業計などのaggregateされたものを含め，23分類である。前出（4）のようにタイム・ラグ等を考慮したモデルが，5種類あるので，モデルの数は合計115本となる。これに各々海外直接投資にかかわる被説明変数が件数ベースと金額ベースとに分けて2種類あるので，総計230本の重回帰モデルが得られることとなる。それぞれのモデルのサンプル期間は1989-2000年である。したがって，各々のobservation（観察）数は12，タイム・ラグ等をとった場合には11ということになる。

（6）上述のフレームワークの中で分析を実行することになるが，農業など第一次産業関連分野で売上高・経常利益など説明変数についてmissing value（欠損値）があるので，最終的に得られたモデルは150本となった。以下の記述ではそれらのうちモデルの自由度修正済み決定係数が，Adj.R^2 ≧0.4000であるものを中心に見ていく。

（II）分析結果

（1）前出（6）の条件を満たしたモデルは，計45本であった [第3表]。そのうち被説明変数を基準とした内訳は，海外直接投資の件数で29本，海外直接投資の金額で16本であった。

[第3表] 業種別海外直接投資と売上高・経常利益の関係

No.	Case/Value	Time	Industrial Sector	Sales related parameter	Sales related t-value	Sales related Prob.|T|	Profit related parameter	Profit related t-value	Profit related Prob.|T|	MODEL Adj R-sq.	MODEL D.W.
1	case	the_year	Real_Estate	0.017	9.817	0.000	0.019	3.800	0.004	0.913	2.222
2	case	(t-1)	Services	-0.001	-9.258	0.000	0.016	2.836	0.022	0.901	2.135
3	case	the_year	Services	-0.001	-9.014	0.000	0.014	2.986	0.015	0.879	1.953
4	value	the_year	Real_Estate	0.157	8.513	0.000	0.098	1.790	0.107	0.875	2.455
5	case	t-(t-1)	Grand_Total	0.002	7.366	0.000	-0.019	-6.172	0.000	0.867	2.287
6	case	(t-1)	Non_Manufacturing_Total	-0.001	-1.674	0.133	0.027	5.542	0.001	0.832	1.263
7	case	t-(t-1)	Non_Manufacturing_Total	0.002	5.908	0.000	-0.026	-3.913	0.005	0.798	2.044
8	case	the_year	Delivery	-0.001	-6.307	0.000	-0.001	-0.204	0.843	0.775	2.018
9	case	(t-1)-(t-2)	Chenicals	4.988	5.973	0.000	-0.756	-2.255	0.054	0.771	1.807
10	case	the_year	Electric_Machinery	-0.001	-4.942	0.001	0.004	4.558	0.001	0.757	1.250
11	case	(t-1)	Commerce	0.000	-0.220	0.831	0.015	4.571	0.002	0.731	2.223
12	case	(t-1)	Textile	0.006	5.119	0.001	-0.082	-3.266	0.011	0.708	1.710
13	case	(t-1)	Real_Estate	0.011	3.653	0.007	0.017	1.913	0.092	0.704	2.134
14	value	t-(t-1)	Food	0.051	2.111	0.068	1.678	4.499	0.002	0.689	2.291
15	value	the_year	Grand_Total	-0.015	-2.565	0.031	0.153	3.432	0.008	0.677	2.363
16	value	the_year	Non_Manufacturing_Total	-0.011	-1.769	0.111	0.251	3.086	0.013	0.638	1.452
17	value	(t-1)	Real_Estate	0.119	3.773	0.005	0.065	0.748	0.476	0.637	1.377
18	value	y-to-y %	Food	248.674	2.155	0.060	187.502	4.061	0.003	0.623	2.544
19	value	(t-1)	Non_Manufacturing_Total	-0.013	-2.839	0.022	0.110	1.675	0.133	0.623	1.517
20	value	t-(t-1)	Real_Estate	0.081	1.845	0.102	-0.423	-3.863	0.005	0.602	2.088
21	case	the_year	Textile	0.005	4.259	0.002	-0.081	-2.923	0.017	0.596	1.268
22	case	(t-1)	Delivery	-0.001	-3.869	0.005	-0.002	-0.428	0.680	0.572	1.703
23	case	(t-1)	Grand_Total	0.000	-0.766	0.466	0.015	3.381	0.010	0.565	0.706
24	value	(t-1)	Services	-0.014	-3.738	0.006	-0.068	-0.392	0.705	0.549	2.079
25	case	the_year	Commerce	0.000	1.215	0.255	0.012	2.658	0.026	0.544	1.264
26	case	the_year	Construction	0.000	-2.670	0.026	0.001	3.279	0.010	0.542	0.897
27	value	(t-1)-(t-2)	Construction	24.237	2.539	0.035	-2.597	-0.559	0.591	0.515	1.517
28	case	(t-1)	Construction	0.000	-1.547	0.161	0.001	3.345	0.010	0.514	0.917
29	value	the_year	Services	-0.015	-3.631	0.006	0.124	0.904	0.389	0.510	2.518
30	value	(t-1)	Grand_Total	-0.019	-3.171	0.013	0.024	0.497	0.632	0.510	1.266
31	case	(t-1)-(t-2)	Transportation_Machinery	-2.700	-2.573	0.033	0.719	3.212	0.012	0.508	1.218
32	case	t-(t-1)	Real_Estate	0.008	1.564	0.156	-0.044	-3.264	0.012	0.506	1.884
33	case	t-(t-1)	Transportation_Machinery	0.000	-1.227	0.255	0.006	3.482	0.008	0.504	1.148
34	case	y-to-y %	Grand_Total	342.744	3.440	0.007	-47.306	-2.387	0.041	0.502	1.357
35	case	(t-1)	Food	-0.001	-3.462	0.009	0.003	0.904	0.392	0.500	1.670
36	case	the_year	Non_Manufacturing_Total	0.000	-0.485	0.639	0.029	2.956	0.016	0.490	0.374
37	case	(t-1)-(t-2)	Construction	0.943	1.079	0.312	0.414	0.973	0.359	0.465	0.951
38	case	the_year	Food	-0.001	-3.311	0.009	0.004	0.951	0.366	0.455	1.969
39	value	the_year	Commerce	0.001	1.369	0.204	0.053	1.917	0.087	0.436	1.806
40	case	(t-1)	Electric_Machinery	-0.001	-2.996	0.017	0.001	0.392	0.705	0.422	1.489
41	value	t-(t-1)	Non_Manufacturing_Total	0.017	3.012	0.017	-0.052	-0.519	0.618	0.416	1.343
42	value	y-to-y %	Services	492.070	3.133	0.012	-36.855	-0.691	0.507	0.415	2.090
43	case	t-(t-1)	Commerce	0.001	2.724	0.026	-0.013	-2.400	0.043	0.411	1.827
44	value	y-to-y %	Gen.Machinery	30.986	2.676	0.025	-0.089	-0.055	0.957	0.409	1.196
45	case	y-to-y %	Transportation_Machinery	0.613	0.468	0.651	0.690	2.582	0.030	0.400	1.257

（2）タイム・ラグ等の観点から見れば，45本のモデルのうち，①当該年度＝タイム・ラグなし（t）が14本，②対前年度変化率（t/(t-1)）が5本，③対前年度比増減額（t-(t-1)）が8本，④前年度（t-1）が14本，⑤前年度とさらにその前年度との増減額（(t-1) - (t-2)）が4本であった。これらの点からすると，当該年度（モデル①）あるいは前年度（モデル④）の売上高や経常利益などの水準で計測された企業パフォーマンスが，対前年度変化率（モデル②），対前年度比増減額（モデル③），前年度とさらにその前年度との増減額（モデル⑤）といったそれらに比べると，より海外直接投資の規定要因になるように判断される。なお，これら45本のモデルのうち，個別製造業分野のものは13本であり，うち4本は食品加工業であった。残りはaggregateされたものと非製造業分野のものであった。

（3）製造業部門における特徴は以下の通り。輸送用機械においては，前述のように推計結果を鳥瞰図的に見た場合とは違い，②対前年度変化率（t/(t-1)），③前年度比増減額（t-(t-1)），⑤前年度とさらにその前の年度との増減額（(t-1) - (t-2)）によって構築されたモデルが前掲の基準を満たした。他方，電気機械の場合は，①当該年度＝ラグなし（t），および④前年度（t-1）の売上高などの水準がより重要であった。後述の分析との関連で言及しておくと，繊維産業においても，電気機械と同様に①当該年度＝ラグなし（t），および④前年度（t-1）が，また化学産業においては，⑤前年度とさらにその前年度との増減額（(t-1) - (t-2)）のモデルが唯一ここでの基準を満足した。

なお，以上言及したモデルはすべて海外直接投資の件数を被説明変数とするものであった。これら産業の全てにおいて海外直接投資の金額ベースにはここでの基準を満たしたものはなかった。後者の投資の金額を被説明変数とするモデルのうち，ここでの分析のリストに上げられたものは，海外直接投資総合計などのaggregateされたケース，個別産業分野では建設業，不動産業，サービス産業などが専らであった。

（4）売上高や経常利益については，とりわけ国内市場の景気循環面からの売上不振，市場飽和などの需要面からの売上不振，競争激化に伴う供給面からの売上不振などを打破するために海外直接投資が増加するのか，あるいは中長期的な経営戦略に立脚して投資原資となる売上げあるいは利益が拡大している局面において，豊富なキャッシュフローを梃子に海外進出が図られるのかなどと，それぞれに異なった規定要因が考えられる[19]。

（5）ここでの分析では，売上高の符号については以下のようであった。①当該年度＝タイム・ラグなし（t）については，14本のモデルのうち，7本のモデルにおいて符号はマイナス，また④前年度（t-1）においても14本のモデルのうち，8本のモデルにおいて符号はマイナスであった。逆に②対前年度変化率（t/(t-1)），③対前年度比増減額（t-(t-1)），⑤前年度とさらにその前年度との増減額（(t-1)-(t-2)）をベースにしたモデルにおいては，全て，あるいは殆ど全てがプラスであった。以上のような相違が生じる主因は，ある面で業種毎の海外直接投資に対するbehaviorの相違にあると推測される。

本論において分析の中心となる製造業を主要産業についてみると以下のように要約できる。電気機械産業においては，売上高の符号はマイナスであり，①当該年度＝ラグなし（t）についても，④前年度（t-1）のモデルについても，それぞれの変数についてのt-値は5%水準で統計的に有意である。繊維産業は①当該年度＝ラグなし（t），および④前年度（t-1）のモデルにおいて符号はプラスであった。これらは1%水準で統計的有意である。輸送用機械は②対前年度変化率（t/(t-1)）でプラス，③対前年度

19) Product Cycle Theory あるいは "Flying Geese" TheoryのAsia向けFDIへの適用・検証については，[41]。

比増減額（t-(t-1)）でマイナスであり，また⑤前年度とさらにその前の年度との増減額（(t-1)-(t-2)）でもマイナスとなっている。t-値はいずれにおいても統計的有意水準を満たさず，同産業の海外直接投資の売上高との関連は，ここでは明確に読み取ることが困難である。化学産業は，⑤前年度とさらにその前年度との増減額（(t-1)-(t-2)）においてプラス符号であり，t-値は1％で統計的有意水準となっている。

（6）経常利益と海外直接投資との関係では，輸送用機械が②対前年度変化率（t/(t-1)），③対前年度比増減額（t-(t-1)），⑤前年度とさらにその前年度との増減額（(t-1)-(t-2)）のいづれでもプラス，t-値も5％水準で統計的有意となっている。電気機械においても①当該年度＝ラグなし（t），④前年度（t-1）のモデルについても，ともにプラスとなっている。ただしt-値をみると，④前年度（t-1）のモデルでは統計的有意とはいえない。他方で，化学産業は⑤前年度とさらにその前年度との増減額（(t-1)-(t-2)）において，また繊維産業が①当該年度＝ラグなし（t），および④前年度（t-1）のモデルにおいて，何れもマイナスとなっている。それぞれに統計的有意である。

（7）本分析の結果をパターン化して総括すれば，電気機械業界は売上が不振（符号：マイナス）で，経常利益が伸びている（符号：プラス）時期（t），(t+1）に海外直接投資を実行している傾向が窺われる。その背景には市場の飽和以外に，厳しい経営環境の下でリストラにより損益分岐点を下げる努力をしても，それ以上の競争力強化は海外シフトによらざるを得ないということなどがあろう。繊維産業は，売上高が伸び（符号：プラス），経常利益が悪化している時期（tおよびt-1）に海外へ生産シフトしている構図が見られる。化学産業についても，繊維産業と同様の傾向が看取される。他方，輸送用機械産業は，典型的には，売上げとの関係は比較的弱いものの，敢えて言えば経常利益が拡大している時期に海外直接投資を推進している傾向が見取られる[20]。なお非製造業では大まかに言えば，サービス産業では海外直接投資に対して売上高がマイナスの相関関係にあり，他方不動産業は売上高に対しプラスの相関関係にあるなどの点が窺い知れる。

（8）ここでは海外直接投資を産業毎の二種類の主要な経営指標との関連で見ただけである。敢えて言えば，わが国海外直接投資について，総合計や，製造業計，非製造業計という，いわばaggregateされた分類を分析対象にする多くの研究，またその方法論に対しては，ここでの分析結果から判断すれば，あらためて疑念を呈さざるを得ないことになる。

また，海外直接投資の金額だけで，すなわち件数を無視して論じる方法論に対しても，同様に疑問が残ることになる。一因として産業分野，個別生産ライン毎に必要とされる最小投資金額，最適投資金額は異なるからである[21) 22)]。とりわけ後者について言及すれば，件数だけのモデルが統計的に有意であったのは，産業別に見ると，化学，輸送，電気機械，鉄鋼，繊維，輸送用機械であり，逆に金額ベースのモデルだけが統計

20) FDIについての企業のbehaviorは当然一様ではない。日韓のFDIに関する行動の違いについては[56]，[62]。そこでは日本：market oriented，韓国：cost orientedと結論。日米のAsiaにおけるFDIについての同様な研究では，日本：trade関連，米国：domestic market conditionが規定と結論［70］。

21) 一件当たりの投資金額は被投資国の全般的物価水準などの経済状況を反映したり，また単独か，合弁による出資かといった点なども影響する。ちなみにここで用いたデータをもとに計算すれば，繊維産業の平均投資額に対し同じ製造業の輸送用機械のそれは，前者の7.7倍であり，また平均投資額が最大である金融業のそれは12.3倍となっている。

22) 投資金額は各々の産業の特殊性だけに由来するわけではない。Local specific factorsがgreenfield entryかjoint ventureによるentryかを左右［13］，そのうち特にpolitical riskとの関連［54］，technologyとM&Aなど参入方式との関連［50］，social knowledgeとcontrol systemとの関連［81］。こうした参入方式の違いは当然投資金額と関連する。日本の投資は米国・欧州向けには単独進出が，アジア向けには合弁が多い［9］。

[第4表] タイプ別国際資本移動とCountry Risk Ratings
Pearson Correlation Coefficients/Prob>|R|underHo:Rho=0/Number of Observations

	FDIWLD	MFGFDIC	GRDTTLC	MFGFDIV	GRDTTLV	ODAWLD	ODAJPN	PORTEQ	DISBOND	DISLOAN
NEUR	0.54631	0.51852	0.54242	0.60994	0.52609	0.09555	0.02558	0.40366	0.41502	0.49913
Euromoney	0.0022	0.0017	0.0009	0.0001	0.0014	0.6091	0.8913	0.0299	0.0252	0.0058
	29	34	34	34	34	31	31	29	29	29
NIIR	0.54039	0.53090	0.53124	0.59250	0.49220	0.08832	-0.02743	0.34486	0.47603	0.54418
Inst.	0.0025	0.0012	0.0012	0.0002	0.0031	0.6366	0.8835	0.0669	0.0090	0.0023
Investors	29	34	34	34	34	31	31	29	29	29
NJBR	0.53274	0.52488	0.56102	0.64303	0.56196	0.08954	-0.00183	0.38582	0.38027	0.45122
JPN Bond	0.0029	0.0014	0.0006	0.0001	0.0005	0.6319	0.9922	0.0387	0.0419	0.0140
Res. Inst.	29	34	34	34	34	31	31	29	29	29

(footnotes)
FDIWLD：Foreign Direct Investment (global), net US$；MFGFDIC：Japanese manufacturing FDI, total cases；GRDTTLC：Japanese FDI total, total cases；MFGFDIV：Japanese manufacturing FDI, total value；GRDTTLV：Japanese FDI total, total value；ODAWLD：Distribution of net aid by DAC countries total；ODAJPN：Distribution of net aid by Japan；PORTEQ：Portfolio equity flows, US$；DISBOND：Bonds, disbursed；DISLOAN：Commercial banks, Disbursed

的に有意であったのは，一般機械のみであった。

6. 国際資本移動とカントリーリスク

（1）本稿の分析対象は開発途上国であるが，これら諸国の観点に立てば開発に必要な資金の流入には海外直接投資の受入以外に証券投資（株式および債券発行）や銀行借入，また政府開発援助（ODA）の受入などがある。これら資金の出し手は政府開発援助を除けば，専ら先進工業国の民間部門であり，タイム・ホライズンを別とすれば，主にリスクとリターンを基軸に，投資判断が行われることになる。リスクのうち，さらに投資に伴うリスクのひとつが本稿で論じるカントリーリスクである[23]。

以下ではこれら諸々の資金の国際間移動と受入国のカントリーリスクの関係についての分析結果を要約する。なお，ここで用いるリスクの尺度は，Euromoney誌，Institutional Investor誌，および日本公社債研究所（現，日本格付投資情報センター）((注)：スコアーはその「総合評点」を使用）によるものである。それぞれ1989-92年の計4年間の平均値を用いている[第4表]。

（2）世界の海外直接投資（ネット・ベース）とカントリーリスクの関係は，Euromoney誌，Institutional Investor誌，および日本公社債研究所のリスク評価に対して，それぞれの相関係数は0.530以上である。本邦製造業による海外直接投資（件数および金額）の各国別分布状況，また全産業部門の海外直接投資（件数および金額）のそれらも同様に，仕向け先国のカントリーリスクを反映したものとなっているといえよう。とりわけ我が国の製造業部門による海外直接投資（金額）はほぼ相関係数が0.600かそれを上回っている。Euromoney誌，Institutional Investor誌，および日本公社債研究所の中でも，特に日本公社債研究所のカントリーリスク評価とは0.643の相関係数と相対的に高くなっている点が興味深い。

（3）株式投資では，それぞれのカントリーリスク評価との相関係数が0.345-0.404の間となっ

23) 最近のカントリーリスクについての研究概略については，例えば [12]。Sovereign risk評価を評価したものに [52]。カントリーリスク評価のpredictive powerについて [20]。代表的な格付け機関の格付け（評価）の規定要因分析については，例えばMoody's やS&Pのそれについて [29]。

ており，相対的に低い数値を示している[24]。株式投資は専らこれら諸国の国営企業の民営化に伴うものであるにせよ，基本的に投資判断に際しては企業毎のパフォーマンスがより重要視されることからこのような結果になるものと推測される[25]。債券への投資では，それぞれのカントリーリスク評価との相関係数が0.380-0.476となっている。Institutional Investor誌の評価との相関係数がこの中では最も高くなっている。これはEuromoney誌の評価が国際的商業銀行による評価を取り纏めたものであり，また日本公社債研究所による評価が日本のメディアや商社による評価を集計しているという点を考慮すれば，ある意味では納得できるものであるかもしれない。銀行融資についてもその三者の評価の中ではEuromoney誌に比較して，Institutional Investor誌のカントリーリスク評価との相関係数が高い。その各国別融資金額とそれら対象となる国々に対するリスク評価との相関係数は0.451-0.544となっている。

株式や債券といった証券投資に比較すると，カントリーリスクの海外直接投資にかかわる投資判断プロセスにおける配慮度合いは，結果的に高くなっている。換言すれば，国際間の資金移動の多様な形態のうち，海外直接投資がその他の形態に比較して最もカントリーリスクを反映したもの（sensitive）となっているということである。政府開発援助額とカントリーリスクの評価の関連をみると，世界全体の政府開発援助額，また日本の政府開発援助額とも相関係数は0.088-0.095と（-）0.027-0.026であり，全く相関関係が存在しない。もともと経済的あるいは政治的不安定性＝リスクを低減することが，いわば政府開発援助の目的の一つである点を念頭に置けば，この点は予想通りのものである。

（4）地域について，その特徴を見ると以下の通り。アジア向けについては金額ベースでの製造業部門の海外直接投資，同じく全産業部門による海外直接投資とそれぞれのカントリーリスク評価との相関係数が高い。とりわけ全産業の海外直接投資との相関係数は0.779-0.808となっており，1%の有意水準を満たしている。わが国企業は海外直接投資に際して，仕向け先国のカントリーリスクをこの点では十分に配慮しているように看取される。また株式投資に際しても，相関係数は0.753-0.804と1%で有意である。逆に政府開発援助については，カントリーリスク回避という点は配慮されていないことをここでの分析結果は示唆している。中南米向けでは，わが国からの海外直接投資については，カントリーリスクが配慮されているとは言い難い。銀行融資については，カントリーリスク評価との相関係数は0.528-0.630となっており，5%水準で統計的有意が確認される。中近東向け資金フローでは何れの形態においても，カントリーリスクが配慮されているようには判断されない。

7. わが国企業の貿易および海外直接投資とカントリーリスク

（1）上述のフレームワークと基本的には同じであるが，以下ではわが国の海外直接投資の，トータルではなく，業種別内訳により視点をおいて分析した結果を概略する［第5表］[26]。

（2）輸出・輸入などの貿易取引に比べ，投資の金額の大きさやまた資金回収期間の長さなどの観点から，海外直接投資のほうがカントリーリスクに対する配慮が格段に重要視されると一般に考えられている。

24) International portfolio diversificationの観点からすれば，個別のsovereign riskではなく全体としてのportfolio riskの低下が問題となる［37］。

25) Privatization, political risk, stock market developmentのそれぞれの関連については［73］。

26) 本来riskはreturnとの関連で捉えられるべきである［28］。また，FDIを本稿のようにリスクという観点からではなく，投資受入国のmarket sizeやlabor costなど，さまざまな要因を統計的に検証する研究は限りなく存在する．しかしそれぞれの変数について，それぞれ異なった実証結果となっている［31］。

[第5表] カントリーリスク評価と業種別FDI及び貿易

Pearson Correlation Coefficients/Prob> IRI underHo : Rho=0/N=34

Country risk evaluation by JBRI（日本公社債研究所）with :

TRAEXIM	ELEEX	TRAEX	ELEEXIM	CSTY	MCHK	CHEK	MFTY	ESTY	CMCK	IROK	FODY	MCHY	MOTY
0.78383	0.78030	0.77804	0.77132	0.70932	0.65768	0.64905	0.64303	0.61091	0.60262	0.58774	0.58749	0.58553	0.58406
0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0002	0.0003	0.0003	0.0003	0.0003

SERK	PAPK	TEXEX	CHEEXIM	CSTK	ELEIM	SERY	GRTY	GRTK	ELCK	ELCY	CHEEX	BRCY	MOTK
0.57732	0.57649	0.57571	0.57541	0.57377	0.56843	0.56385	0.56196	0.56102	0.55514	0.55359	0.54992	0.54751	0.54091
0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0005	0.0005	0.0005	0.0006	0.0007	0.0007	0.0008	0.0008	0.0010

ESTK	IROY	MFTK	FINK	CHEIM	PAPY	TEXY	BRCK	CMCY	FINY	FODK	TRAIM	NMTK	TRSK
0.53340	0.52826	0.52488	0.50380	0.50224	0.50176	0.48452	0.46952	0.46700	0.46532	0.44378	0.44202	0.42412	0.40500
0.0012	0.0013	0.0014	0.0024	0.0025	0.0025	0.0037	0.0051	0.0054	0.0056	0.0086	0.0089	0.0124	0.0175

FISY	NMTY	TEXEXIM	OT2Y	TRSY	AGRK	CHEY	TEXK	TEXIM	OT2K	MIGK	FISK	AGRY	MIGY
0.38501	0.37807	0.37576	0.36203	0.35689	0.33179	0.32946	0.28646	0.27477	0.23336	0.22894	0.22662	0.21999	0.15010
0.0245	0.0275	0.0285	0.0354	0.0383	0.0552	0.0571	0.1005	0.1158	0.1841	0.1928	0.1975	0.2112	0.3968

DELY	DELK
-0.06795	-0.05686
0.7026	0.7494

(footnote)　SuffixK denotes 'case'; suffixY = 'value'; suffixEXIM='export+import'; suffixEX='export'; saffixIM='import'.

1	FOD	foodstuff	7	ELC	electric machinery	13	MIG	mining	19	EST	real estate
2	TEX	textile	8	TRS	vehicles	14	CST	construction	20	OT2	OtherNon-manufacturing
3	PAP	paper&pulp	9	MOT	other manufacturing	15	CMC	commerce	21	MNT	Non-ManufacturingTotal
4	CHE	chemical	10	MFT	ManufacturingTotal	16	FIN	finance&insurance	22	BRC	branches
5	IRO	iron&nonferrous metal	11	AGR	agriculture&forestry	17	SER	services	23	GRT	GrandTotal
6	MCH	machinery	12	FIS	fishery	18	DEL	transportation			

しかしながらここでの分析結果は，ここで主に分析の対象としている繊維産業，化学産業，電気機械産業，輸送用機械産業の四つの業種ともにおいて，海外直接投資の前掲三機関によるカントリーリスク評価に対する相関係数はそれぞれ，貿易取引のそれらに比して相対的に低水準であった。輸出と輸入については，それぞれの業種とも，輸出のほうが輸入に比して，カントリーリスク評価との相関係数は高かった。この点は輸出は代金受取り（＝回収），輸入は代金の支払いという金融面での本質的な差異を考えると理解できないわけではない。また，電気機械産業や輸送用機械産業の輸出は，その相関係数が0.750前後かその水準以上と極めて高かった。

（3）海外直接投資関連では，化学産業のうち，海外直接投資について件数をベースにしたものとカントリーリスク評価結果との関連が高かった（相関係数：概ね0.600程度）。しかし，同産業にあっても，金額ベースの海外直接投資とカントリーリスク評価との間の関係は，相関係数で見て0.300程度に過ぎなかった。電気機械産業については，海外直接投資の件数および金額とも，おおよそ0.500前後の相関係数であり，カントリーリスクがある程度配慮されているのではないかと示唆された。輸送用機械産業については，件数および金額ベースともにおよそ相関係数0.350程度を中心にしていた。また繊維産業については件数ベースで0.300程度，金額ベースで0.480程度と開きがあり，共に比較的低い相関係数であった。

（4）地域毎に見てみる。アジアにおいては上述の世界全体としてみた評価とほぼ同じであった。全体のサンプルの約半分をアジアが占める

ことから，この点は概ね了解できることである。敢えて言えば輸送用機械産業の海外直接投資とカントリーリスクとの関連が希薄であるという点であろう。Euromoney誌やInstitutional Investor誌のリスク評価との関連にあっては件数および金額とも0.240-0.280の相関係数であった。日本公社債研究所のそれでは，件数および金額とも0.300程度であった。

中南米向け海外直接投資とその地域におけるカントリーリスク評価との関連は，アジア地域のそれらとは大きく異なったものとなった。この地域では，輸送用機械産業の件数および金額が，Euromoney誌やInstitutional Investor誌のリスク評価との関連において，他の産業の海外直接投資より高い相関係数を示した。件数ベースでは0.500-0.550，金額ベースでは，0.430-0.460といった具合であった。日本公社債研究所のリスク評価との関連では件数および金額ベースで，0.510-0.560程度であった。それに対し，電気機械産業はEuromoney誌やInstitutional Investor誌のリスク評価との相関係数が，0.010-0.260に過ぎなかった。

中近東については，化学産業の海外直接投資（金額）の相関係数がInstitutional Investor誌および日本公社債研究所の評価結果とおよそ0.8000程度であった。それらの点を除けば，国のサンプル，産業のサンプルも少なく明瞭な相関関係の存在を確認するには至らなかった。

8. わが国企業の海外直接投資の規定要因（1）

（1）わが国企業が海外直接投資を実行するに際して，投資仕向け先国のカントリーリスクをどの程度考慮し，またいかなるリスク要因に配慮しているかについて分析を試みた結果を以下で概説する［第6表］。リスク要因については，これまでの拙稿における分析と同様に，日本公社債研究所のリスク項目を用い，分析に当たってはそれぞれの国に付与されたそれぞれの項目毎の評点を用いた。それら要因とは，①総合評点，②社会安定度，③政治安定度，④政策の継続性，⑤産業化進展度，⑥経済問題，⑦財政政策，⑧金融政策，⑨成長可能性，⑩戦争可能性，⑪国際的立場，⑫国際収支，⑬対外債務支払能力，⑭投資政策，⑮為替政策のうち，①総合評点を除いた個別評価項目である。これら評価項目のうち，⑩戦争可能性を除いた多くの項目において，相互に高い相関関係があることが確認されている。

（2）ここでは重回帰分析（Multivariate Regression Analysis: Stepwise Method）による分析を試みた。わが国の海外直接投資総計（件数）を被説明変数として，モデルを構築すると，説明変数として⑮為替政策[27]を取り込んだモデルが採択された。そのモデルの自由度修正済み決定係数は0.270であった。また，海外直接投資総計（金額）を被説明変数としたモデルでは，④政策の継続性[28]，⑩戦争可能性，⑮為替政策が説明変数となっている。同モデルの自由度修正済み決定係数は0.391であった。

（3）わが国の海外直接投資のうち，製造業部門における海外直接投資にだけ限定してみると，その件数を被説明変数とするモデルでは，⑤産業化進展度[29]，⑨成長可能性[30]，⑮為替政策が説明変数として取り込まれ，そのモデルの自由度修正済み決定係数は0.431であった。先と同

27) 関連する研究として，例えば［14］。Political risk eventと foreign exchange reactionとの関係［36］。Foreign exchange rateのappreciation/depreciationより，そのvolatilityのほうが，FDI inflowにとって重要［48］。Military expenditureとpolitical riskと foreign exchange rateの関係［15］。Pacific Asia諸国とその他地域におけるFDIの国際収支に及ぼす影響の差異を比較し，foreign exchange distortionが背景にあるとするもの［45］。

28) FDI distributionにとって，bureaucratic delayやcorruptionが規定要因となることが確認されている［85］。なお，bureaucratic structure/performanceとcountry risk ratingの関係に関する研究では，meritocratic recruitmentが統計的有意であり，competitive salaries, internal promotion, carrier stabilityは有意ではなかった［74］。

[第6表] JBRIのカントリーリスク要因でみた我が国の海外直接投資規定要因

Dependent	TEXK	CHEK	ELCK	TRSK	MFTK	GRTK	TEXY	CHEY	ELCY	TRSY	MFTY	GRTY
F Value	7.349	9.784	6.858	10.194	9.346	13.174	6.338	5.165	9.019	10.571	11.991	8.056
Prob>F	0.0024	0.0001	0.0003	0.0001	0.0002	0.0010	0.0019	0.0116	0.0001	0.0001	0.0001	0.0004
R-square	0.3216	0.4945	0.5505	0.6454	0.4831	0.2916	0.3879	0.2499	0.5544	0.5932	0.6232	0.4462
Adj_R-Sq	0.2779	0.4440	0.4702	0.5821	0.4314	0.2695	0.3267	0.2015	0.4929	0.5371	0.5712	0.3908
Intercept	-48.033	-16.657	-83.556	-17.896	-316.882	-406.920	-153.378	-295.286	-997.910	-404.099	-2896.330	-4682.221
t-value	-1.365	-2.247	-3.830	-3.992	-3.119	-2.375	-2.600	-1.667	-4.206	-4.894	-4.886	-2.299
Prob>|T|	0.1822	0.0322	0.0007	0.0004	0.0040	0.0237	0.0143	0.1056	0.0002	0.0001	0.0001	0.0286
Independent_1	VARJB05	VARJB05	VARJB05	VARJB03	VARJB05	VARJB15	VARJB05	VARJB05	VARJB06	VARJB05	VARJB05	VARJB04
Parameter_1	-31.483	-5.274	-10.168	-2.498	-99.237	143.147	-40.511	-97.409	-248.517	-26.101	-342.083	-1125.216
t-value_1	-2.984	-2.384	-1.992	-2.183	-3.294	3.630	-2.674	-1.834	-3.775	-1.807	-2.496	-2.150
prob>|T|_1	0.0055	0.0237	0.0562	0.0376	0.0025	0.0010	0.0120	0.0762	0.0007	0.0811	0.0185	0.0398
Independent_2	VARJB09	VARJB09	VARJB06	VARJB05	VARJB09		VARJB09	VARJB09	VARJB09	VARJB09	VARJB06	VARJB10
Parameter_2	41.089	6.538	-20.427	-3.487	123.718		46.899	161.640	112.814	80.558	-403.569	771.968
t-value_2	3.816	2.746	-2.324	-3.353	4.229		3.287	2.982	3.456	5.274	-1.828	2.526
prob>|T|_2	0.0006	0.0101	0.0276	0.0023	0.0002		0.0026	0.0055	0.0017	0.0001	0.0778	0.0170
Independent_3		VARJB13	VARJB09	VARJB06	VARJB15		VARJB14		VARJB10	VARJB12	VARJB09	VARJB15
Parameter_3		3.298	15.815	-3.537	54.061		23.288		87.924	-84.060	516.781	1764.027
t-value_3		2.263	3.486	-1.915	2.021		1.487		2.522	-4.180	4.193	3.742
prob>|T|_3		0.0310	0.0016	0.0657	0.0523		0.1474		0.0174	0.0002	0.0002	0.0008
Independent_4			VARJB14	VARJB09					VARJB15	VARJB14	VARJB14	
Parameter_4			17.632	4.461					250.308	88.175	714.298	
t-value_4			1.849	4.782					4.002	3.710	2.952	
prob>|T|_4			0.0751	0.0001					0.0004	0.0009	0.0062	
Independent_5			VARJB15	VARJB14								
Parameter_5			13.282	7.757								
t-value_5			1.914	4.252								
prob>|T|_5			0.0659	0.0002								

LABEL	NAME
TEX	textile
CHE	chemical
ELC	electric machinery
TRS	vehicles
MFT	manufacturing
GRT	grand total

	LABEL	NAME
1	VARJB01	General Rating Index
2	VARJB02	Social Stability
3	VARJB03	Political Stability
4	VARJB04	Consistency of Policies
5	VARJB05	Industrialization
6	VARJB06	Economic Problems
7	VARJB07	Fiscal Policy
8	VARJB08	Monetary Policy
9	VARJB09	Growth Potential
10	VARJB10	Susceptibility to War
11	VARJB11	International Standing
12	VARJB12	Balance of Payments
13	VARJB13	Debt Servicing Capacity
14	VARJB14	Investment Policy
15	VARJB15	Foreign Exchange Policy

様に金額ベースでの海外直接投資（製造業）のモデルでは⑤産業化進展度，⑥経済問題，⑨成長可能性[31]，⑭投資政策が説明変数として採択された。同モデルの自由度修正済み決定係数は0.571であった。このように，製造業における海外直接投資の金額ベースではカントリーリスクがある程度考慮されている様子が看取された。

（4）繊維産業。件数ベースのモデルを説明する変数は，⑤産業化進展度および⑨成長可能性で，モデルの自由度修正済み決定係数は0.278であった。また，金額ベースのそれでは，⑤産業化進展度，⑨成長可能性に加え，⑭投資政策といった変数であった。ただし，⑭投資政策のt-値をみると，統計的有意性があるとは言い難い。同モデルの自由度修正済み決定係数は0.327であった。繊維産業についてのこのモデルは，製造業全体の中では自由度修正済み決定係数が最も低い点が特徴的である。すなわち，ここでのカントリーリスク要因では説明力が希薄であるということになる。一方で他産業同様の投資インセンティブを持ちながら，他方では，労働集約産業であるという特質，そこで低賃金の労働力の豊富な国へ進出誘因をもつこと，さらにそうした国においては経済的脆弱性，社会的不安定性が高い傾向にあるということなどが，その背景の一つとしてあるものと推測される[32]。

（5）化学産業。同産業の海外直接投資（件数）にかかわるモデルでは，説明変数として⑤産業化進展度，および⑨成長可能性があげられた。モデルの自由度修正済み決定係数は0.444である。同様に同産業の海外直接投資（金額）にかかわるモデルでは，件数を被説明変数としたモデルと同様な二つの変数が採用された。このモデルの自由度修正済み決定係数は0.201であった。繊維産業の場合と同様に，⑤産業化進展度および⑨成長可能性が，日本の化学産業が海外に進出する際に重要視している要因となっている。先進工業国で産業が成熟し，国際的な競争が激化し，かつ環境規制などが厳しくなる中で，生産拠点を海外にシフトさせざるを得ない背景もある。このように立地条件が厳しくなる中で，その進出先として近年開発途上国が選定されることも増えてきた。

（6）電気機械産業。電気機械産業の海外直接投資（件数）のモデルでは，以下のような説明変数の組み合わせとなった：⑤産業化進展度，⑥経済問題，⑨成長可能性，⑭投資政策，⑮為替政策。また件数ではなく，金額をベースとしたモデルでは，⑥経済問題，⑨成長可能性，⑩戦争可能性，そして⑮為替政策の四つの説明変数によって構成されることとなった。海外直接投資の件数および金額それぞれのモデルに共通して取り込まれた変数は⑥経済問題，⑨成長可能性，⑮為替政策であった。自由度修正済み決定係数は共に相対的に高く，件数のモデルでは0.470，金額のモデルでは0.493であった。

（7）輸送用機械産業。輸送用機械産業の海外直接投資の規定要因を見ると，モデルにおける説明変数の組み合わせは，件数モデルでは，③政治安定度，⑤産業化進展度，⑥経済問題，⑨

29) FDI, technological spillover effect, economic growthとの関連は [40]。ここではFDIの規定要因としてhost countryの技術水準などが問題であるが，逆にFDIのhost countryの技術水準への影響もある。FDIはhost countryの technological innovationを促す[47]，逆にlocal R&D (in Mexico) は逆相関[66]，また productivity spillover effect (in Uruguay) は限定的 [58] と，評価は分かれる。

30) FDIと人的資源の賦与状況に関連して [72]，[51]。また，FDIとインフラに関連して [18]。

31) FDIがeconomic growthあるいはwelfareに及ぼす影響はinteractiveなものであり，これに関連する研究は極めて多い。例えば [22]，[24]。また，FDIは経済成長を促進するが，他方で所得分配の不平等を高める [78]。

32) 労働コストはFDIの地域選定にとって重要ではない [59]。FDIとAsiaにおける労働市場の状況とは統計的にinsignificantであるとの研究報告もある[55]。実質・名目の相対賃金水準だけではなく，本来は生産性との比較が考慮される必要がある [38]。関連して，開発途上国では労働コストの安さは一様であるので，むしろbusiness cultureなどtransaction costがより重要 [79]。

成長可能性，⑭投資政策であった。また金額モデルでは，⑤産業化進展度，⑨成長可能性，⑫国際収支，そして⑭投資政策であった。二つのモデルに共通する変数は，⑤産業化進展度，⑨成長可能性と⑭投資政策であった。モデルの自由度修正済み決定係数は，個別産業別の中では，件数ベースのモデルにおいて最も高い数値（0.582）であった。また金額ベースのモデルでも自由度修正済み決定係数は0.537であり，鉄鋼業に次いで高いものとなっている。なお，輸送用機械産業の件数モデルでは，③政治安定度が規定要因として考慮されていることが確認された。

（8）非製造業。非製造業（total）は農業などの第一次産業，建設，さらに商業，金融業，サービス業などを広範囲にカバーするものである。これらを一括して語ることには問題があろうが，敢えて付言しておくと以下の通り。非製造業部門の海外直接投資（件数ベース）の投資仕向け先決定要因は，仕向け先国における，④政策の継続性，⑩戦争可能性，⑮為替政策である。非製造業の海外直接投資（金額ベース）を被説明変数としたモデルでも，同様な三つの要因が説明変数として取り込まれた。自由度修正済み決定係数はそれぞれ，0.371と0.286であった。低い自由度修正済み決定係数は上述のようにそれぞれ異なった産業特性や進出動機を持つ産業の混成状況を考えると止むを得ない。

（9）以上を概観するとカントリーリスクをどの程度考慮するかという点に関しては必ずしも明確ではない。実際の海外直接投資は当然のこととして，ここで分析の対象とするリスク要因以外の多くの要因に支配されているからである。先述のeclectic theoryを基にすればここではownership advantagesやinternalization advantagesなどは分析の範囲には含まれていない。また，どの要因に配慮するかについては，⑤産業化進展度，⑨成長可能性などのように，工業発展の段階や潜在的な成長のポテンシャリティといった項目は各産業に等しく重要な決定要因とされているものの，⑥経済問題，⑭投資政策，⑮為替政策それぞれに重きを置く産業部門もある。これらの差異は，投資国の企業誘致スタンス，進出の形態，ローカルコンテンツ規制，税制，利益送金規制などにかかわる産業・企業の特性に関連していると思われる[33]。ただし全体としてみると，ここでの分析結果では，②社会安定度や③政治安定度[34]などのリスクは，少なくとも直裁的には殆ど配慮されているようには認識されないと判断される。

ただし，上述の四つの製造業部門について地域毎に見ると，アジアにおける輸送用機械産業（件数），中南米における電気機械産業（件数および金額），また中近東における電気機械産業（件数）においては，それぞれのモデルのなかで，②社会安定度が考慮されていることが確認された。また，アジア向けの電気機械産業（金額）による海外直接投資では，③政治安定度がその投資先国の選択においてある程度考慮されていることが窺い知れた。その背景には，情報の多寡・精確さ，経済取引の量・実績，さらに地理的・文化的・政治的緊密さ [19] などが投影されたものだと推測される。

（10）本章ではわが国の産業分野毎の海外直接投資をカントリーリスクの観点から分析したものであった。したがって投資仕向け先の選択に当たって重要であるが，直接的にはここで配慮されなかった幾つかの点は以下のようである。

実務的には海外直接投資の担い手にとって最終的な投資判断は投資相手国それ自体というのではなく，特定国内の特定地点（local）の選択により関わるものである。その際国レベルでの選択基準と地点・地域レベルでの選択基準は

33) 投資促進政策は，投資のタイプ，市場志向性，投資金額，地理的拠点，投資年限，製品種類によって異なる [76]。

34) Political instabilityとeconomic vulnerabilityに関する研究 [27]。political instabilityとpolicy instabilityに関する研究 [25]。FDIとterrorismの関連は [43]。

当然に異なるであろう（UK [23], Italy [67], China [32]）。例えば投資を誘引しようとする国における投資受入促進策も同一国内でも地域毎にそれぞれである [57]。

投資に係るカントリーリスクあるいは location related riskとして留意すべき点は，複数の国家に跨るリスクの存在である。FDIはNAFTAなどの地域経済統合によって促進されるし [80]，また逆に地域統合を促進するという双方向性を持つ [84]。Domino Effectとか Regional Contagionと呼ばれるものである [44], [16]。さらに外資系企業の高い浸透度に伴うスケープゴート化のリスクという点も無視できないカントリーリスクの一種である。これは他方では，agglomeration effectと表裏一体をなすものである。海外直接投資とagglomeration effectが確認されたもの ([63], [86])，industrial concentrationを変数にしてそれが確認できなかったとするもの [69] など研究成果は様々である。履歴効果あるいはbandwagon effectという点も，殊に本邦海外直接投資においては見られるところである。こうした問題を，カントリーリスクという観点から如何に扱うかの課題は残されている。

9. わが国企業の海外直接投資の規定要因（2）

前章での分析に対し，ここの章では，より直接的に，投資受入国のカントリーリスク要因と海外直接投資の金額および件数との相関関係を中心に吟味する [第7表][35]。産業毎・地域毎の特徴は以下のようである。なお，前掲の範疇化された日本公社債研究所のリスク要因とここでの個別変数との関係については，章を改めて後述する。

（1）投資件数ベース

①繊維（件数）：パージとの相関係数（0.8698）が最も高い。その他特徴的なのは，人口との相関係数が高い（0.6961）。また，GDPとの相関係数も相対的に高い（0.5611）。経済発展の初期の段階で，政治的にも比較的不安定な状況から脱却できていない国々への投資件数が多いことが窺い知れる。経済の規模は比較的大きいが，それは一人当り所得水準が高いというよりは，むしろ人口の大きさに起因するところが大きい。

②化学（件数）。総固定資本形成の対GDP比率との相関係数が最も高かった（0.7625）。続いて一人当りGDP（1985-95年），またGDPの成長率（1985-95年）との相関係数が高かった（0.7529，および，0.7457）。経済発展が軌道に乗り始め，産業構造が次第に重化学工業化へ向けて加速している投資受入国の状況が想定される。

③電気機械（件数）。最も相関係数が高かったのは，輸出（1985-95年）の伸び率との間である（0.6826）が，相関係数の大きさは繊維や化学に比較すると相対的にはやや低い。続いて，GDP（1985-95年），また一人当りGDP（1985-95年）の成長率との間の相関係数が高かった（0.6685，および，0.6665）。総じていえば，工業化の進展と共に，次第に国際的な競争力を持ち始めた段階にある国へ，日本からの投資が向かっているということであろう。製造業製品の中に占めるハイテク関連製品の輸出比率の高さとも相関が見られた（0.6094）。

④輸送用機械（件数）。この業界における相関係数をみると，高い順にデット・サービス・レシォ（0.6275），株式市場における売買回転率（0.5931），一人当りGDP（1985-95年）の成長率（0.5786），輸出（1985-95年）の伸び率（0.5734），総固定資本形成の対GDP比率（0.5631），第一次産品輸出額（0.5517）などであった。全般的に前述の三つの産業部門に比較

35) 研究目的に関連して既に言及しているように，市場規模，熟練労働者数などはFDIという観点からは重要なdeterminantであるものの，本稿の分析では明示的に扱ってはいない。また，先述したriskとreturnの関係以外に，ここで取り上げた産業分野の中では化学産業がその例であろうが，相手国の天然資源賦与状況なども本分析では考慮していない [34]。

[第7表]　業種別海外直接投資と規定要因

（注：相関係数上位7番まで掲載）

（1）件数ベース

繊維							
	パージ	株式回転率	D.S.R.	人口	VA 製造業	GDPpc_85	国土面積
	0.86983	0.77683	0.77499	0.6961	0.59447	0.58478	0.58394
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0003	0.0003	0.0003
化学							
	T.C.F./GDP	GDPpc_85	GDP_85	外貨準備高	D.S.R.	株式回転率	輸出増加率
	0.76252	0.75295	0.74577	0.74475	0.70769	0.6764	0.64996
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
電気機械							
	輸出増加率	GDP_85	GDPpc_85	T.C.F./GDP	D.S.R.	ハイテク輸出	FDI(net)
	0.68265	0.66856	0.66654	0.66233	0.64443	0.60946	0.60481
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0002	0.0004	0.0002
輸送機械							
	D.S.R.	株式回転率	GDPpc_85	輸出増加率	T.C.F./GDP	一次産品輸出	短期対外債務
	0.62752	0.59318	0.57861	0.57343	0.56312	0.55179	0.54106
	0.0004	0.0011	0.0003	0.0004	0.0005	0.0007	0.0024
製造業計							
	D.S.R.	株式回転率	GDPpc_85	GDP_85	T.C.F./GDP	輸出増加率	外貨準備高
	0.76581	0.73527	0.73258	0.70549	0.6962	0.6799	0.6443
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
総合計							
	民間信用/GDP	GDPpc_85	輸出増加率	D.S.R.	GDP_85	外貨準備高	T.C.F./GDP
	0.72038	0.6692	0.65697	0.63275	0.62614	0.60866	0.60497
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0003	0.0001	0.0002	0.0002

（2）金額ベース

繊維							
	技術援助	GDPpc_85	株式回転率	外貨準備高	D.S.R.	GDP_85	T.C.F./GDP
	0.68174	0.66471	0.6569	0.65273	0.65024	0.64658	0.61832
	0.0001	0.0001	0.0002	0.0001	0.0002	0.0001	0.0001
化学							
	GDP現地名目	短期対外債務	VA サービス	PftremFDI$	対外利払/輸出	民間対外債務	歳出/対外債務
	0.71998	0.71928	0.66441	0.61487	0.55626	0.55404	0.55037
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0004	0.0017	0.005	0.002
電気機械							
	ハイテク輸出	輸出増加率	T.C.F./GDP	一次産品輸出	GDP_85	GDPpc_85	FDI(net)
	0.70975	0.64167	0.62988	0.60982	0.60876	0.59904	0.59343
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0002	0.0003
輸送機械							
	短期対外債務	Debt/GNP	民間対外債務	長期資本流入	対外利払/輸出	証券投資流入	対外債務残高
	0.83325	0.78251	0.77937	0.75712	0.74614	0.73828	0.70602
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
製造業計							
	T.C.F./GDP	短期対外債務	GDPpc_85	GDP_85	一次産品輸出	外貨準備高	D.S.R.
	0.71039	0.67629	0.67263	0.66341	0.6546	0.63372	0.63097
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0003
総合計							
	民間信用/GDP	ハイテク輸出	FDI 流出額	輸出	民間資本形成	輸入	株式時価総額
	0.69703	0.60001	0.58882	0.58802	0.58585	0.56727	0.55681
	0.0001	0.0006	0.001	0.0003	0.0007	0.0006	0.0026

[第8表] JBRI リスク項目と規定要因

（注：相関係数上位7番まで掲載）

VARJB01							
	貯蓄/GDP	輸出	輸入	外貨準備高	民間消費/GDP	株式時価総額	民間信用/GDP
	0.84986	0.8298	0.8265	0.77723	-0.7441	0.73829	0.72461
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB02							
	貯蓄/GDP	民間消費/GDP	革命	VA 機械	研究者数	VA 農業	輸入関税
	0.76377	-0.7476	-0.61942	0.59399	0.5887	-0.58721	-0.58017
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0028	0.044	0.0003	0.0015
VARJB03							
	貯蓄/GDP	民間消費/GDP	輸出/GDP	FDI流入/GDP	貿易収支/GDP	PC 利用率	株式市場/GDP
	0.77165	-0.73042	0.66401	0.65639	0.6287	0.6257	0.61477
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0004	0.0005
VARJB04							
	民間消費/GDP	貯蓄/GDP	研究者数	輸出/GDP	雇用者所得pc	株式時価総額	FDI流入/GDP
	-0.74833	0.7239	0.63544	0.6256	0.6248	0.61979	0.61392
	0.0001	0.0001	0.0264	0.0001	0.0014	0.0006	0.0003
VARJB05							
	民間対外債務	研究者数	輸入	PC 利用率	輸出	輸出商品分散度	VA 機械
	0.82275	0.80929	0.8046	0.7994	0.78776	0.75377	0.75237
	0.0001	0.0014	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB06							
	株式時価総額	貯蓄/GDP	PC 利用率	民間消費/GDP	輸出	研究者数	輸入
	0.78594	0.77825	0.76958	-0.76548	0.75019	0.74794	0.74379
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0052	0.0001
VARJB07							
	貯蓄/GDP	株式時価総額	輸入	輸出	民間消費/GDP	民間対外債務	研究者数
	0.81956	0.75409	0.75008	0.74821	-0.73145	0.70309	0.70126
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.011
VARJB08							
	貯蓄/GDP	株式時価総額	輸入	輸出	PC 利用率	研究者数	民間対外債務
	0.7915	0.77957	0.77496	0.76953	0.74291	0.72431	0.71944
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0077	0.0001

VARJB09							
	民間対外債務	D.S.R.	輸入	輸出商品分散度	輸出	外貨準備高	貯蓄/GDP
	0.79952	0.7864	0.78565	0.78144	0.76113	0.75854	0.75213
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB10							
	貯蓄/GDP	FDI利益送金	製造業/GDP	FDI流入/GDP	輸入関税	FDI 流入額	短期対外債務
	0.6071	0.56639	0.52711	0.5214	-0.52045	0.5171	0.5022
	0.0001	0.0014	0.0028	0.0031	0.0054	0.0017	0.0055
VARJB11							
	貯蓄/GDP	株式時価総額	輸入	輸出	民間消費/GDP	民間対外債務	民間信用/GDP
	0.7939	0.76303	0.76267	0.75837	-0.73623	0.70862	0.69981
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB12							
	貯蓄/GDP	輸出	輸入	外貨準備高	株式時価総額	民間消費/GDP	民間信用/GDP
	0.84783	0.81418	0.80291	0.76054	0.75645	-0.74632	0.72473
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB13							
	貯蓄/GDP	輸出	輸入	株式時価総額	民間信用/GDP	外貨準備高	Food%Mfg
	0.81931	0.80349	0.7948	0.77584	0.72894	0.72878	-0.72676
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB14							
	貯蓄/GDP	株式時価総額	輸入	株式市場/GDP	輸出	民間信用/GDP	FDI流入/GDP
	0.76434	0.75467	0.71442	0.71268	0.71144	0.697	0.68886
	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
VARJB15							
	株式時価総額	雇用者所得pc	研究者数	FDI(net)	貯蓄/GDP	PC 利用率	民間信用/GDP
	0.79802	0.73662	0.71728	0.71404	0.70574	0.70294	0.69457
	0.0001	0.0001	0.0086	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001

すると，ここで吟味された変数との相関係数は低い。これらから統一的な結論を引き出すことは困難であるが，敢えて言えば国際シンジケートローンに依存しながら，金融資本市場を整備して，積極的にモノカルチァ経済からの脱却を企てる国の意欲が感じられる。

⑤製造業（件数）。上記産業部門も加えた全製造業で見ると，相関係数が最も高いのは，デット・サービス・レシォ（0.7658）であり，これに株式市場における売買回転率（0.7352）が続く。さらに一人当りGDP（1985-95年），GDP（1985-95年）の成長率が続く（0.7325，および，0.7054）。経済発展が離陸段階に入り，経済規模の拡大テンポや生活水準の上昇が顕著になり，国際シンジケートローン（＝債務）に依存してきた開発戦略，工業化戦略から，海外直接投資の導入を梃子にした工業化推進に向けての国家戦略のシフトが見られる国々との正の相関関係が成立している。

⑥総投資（件数）。非製造業も加えた総投資額（件数）を被説明変数とするモデルにおいて，最も相関係数が高かったのは，GDPに占める対民間向け貸出比率であった（0.7203）。製造業（件数）だけのモデルに比べて特徴的なのは，輸出および輸入それぞれに相関係数が高い（0.5900，0.5654）ということであり，また外国からの対内投資（0.5469）だけではなく，自国から外国への対外投資（0.5847）との相関係数が高いということである。ここでは，製造業に加え，金融など非製造業・サービス業も含まれているが，分析結果を考慮すれば経済の国際化，あるいは国際的開放度が進展している国に，日本からの投資が流れている傾向が看取される。

（2）投資金額ベース

①繊維（金額）：相関係数が高かったのは，技術援助（0.6817），1985-95年の間の一人当りGDP伸び率（0.6647）であった。

②化学（金額）：相関係数が高かったのは，短期対外債務の全対外債務（短期＋長期）に対する比率（0.7192），および海外直接投資にかかわる利益送金額（0.6148）であった。

③電気機械（金額）：相関関係が高かったのは，全輸出に占めるハイテク製品の輸出比率であった（0.7097）。

④輸送用機械（金額）：基本的に，対外債務関連の指標との間に相関係数が高い。短期対外債務の対全対外債務（短期＋長期）の比率（0.8332），対外債務残高の対GDP比率(0.78251)，民間部門の対外債務残高（0.7793）等である。

⑤全製造業（金額）：総固定資本形成の対GDP比率（0.7103）が最も相関係数が高かった。続いて，短期対外債務の全対外債務（短期＋長期）に対する比率（0.6762）であった。後者が上位にランクされたことが，その件数を基準とした分析結果との比較では，目立った。

⑥全産業（金額）：件数についての分析結果と同様に最も相関係数が高かったのは，民間部門貸出の対GDP比率であった（0.6970）。全輸出に占めるハイテク製品の輸出比率がそれに続く（0.6000）。輸出および輸入を別とすれば，食品加工，繊維，機械，化学等を除いたその他製造業の対全製造業に対する比率（0.5477），サービス部門の付加価値額伸び率（0.5197），またGDPに対する総貯蓄比率等がそれらに続いた（0.5191）。

10. わが国企業の海外直接投資の規定要因（3）

上述した8および9での分析について，その相互関連性を補完するために，日本公社債研究所のレーティング項目と国別の経済関連など諸指標との間の関連性を検証した［第8表］。なお，Euromoney誌，Institutional Investor誌，および日本公社債研究所の何れのカントリーリスクレーティングの結果とも，総貯蓄の対GDP比率，総（財＋サービス）輸出額，総（財＋サービス）輸入額，外貨準備高（除く，金）の4変数が，単独の変数としては相関係数が高かった。

①総合格付指数（General Rating Index）

(VAR01)：総貯蓄の対GDP比率，総（財＋サービス）輸出額，総（財＋サービス）輸入額，外貨準備高（除く，金）の4変数が高い相関係数を示した。

②社会安定度（Social Stability）(VAR02)：総貯蓄の対GDP比率に続いて，民間消費支出の対GDP比率の相関係数が，また革命との相関係数が高かった。ただ，前者（消費）はある意味で，先に述べた総貯蓄の対GDP比率の裏返しででもある（貯蓄：順相関，消費：逆相関)。それらに続くのが，一般機械および輸送用機械部門が製造業の総付加価値額に占める比率，また100万人当りの研究開発（R&D）に関わる科学者・エンジニア数が続いた。

③政治的安定性（Political Stability）(VAR03)：総貯蓄の対GDP比率に続いて，民間消費支出の対GDP比率の相関係数が高かった。基本的に②社会安定度と極めて類似している。続いてGDPに占める総輸出，また海外直接投資流入額の対GDP比率が高かった。人口1000人当りのパソコン普及率，株式時価総額の対GDP比がそれらに続く。これらの変数と③政治的安定性との関連についての論理的，理論的解釈は極めて困難である。

④政策の一貫性（Consistency of Policies）(VAR04)：上位に出てくる変数は前述の③政治的安定度のそれらと殆ど変わらない。民間消費支出の対GDP比率，総貯蓄の対GDP比率，科学者数の対人口比率，総輸出の対GDP比率などである。株式取引総額の対GDP比率がそれらに続く。敢えて言えば，本来的には相違するべきだと思われる③政治的不安定性と，④政策の一貫性とが，リスク評価の際には同一視されている。

⑤産業化（Industrialization）(VAR05)：民間対外債務残高との相関係数が最も高い。それに科学者数の対人口比率，輸入額，パソコンの普及率，輸出額，輸出品目数が続く。

⑥経済問題（Economic Problems）(VAR06)：株式取引総額の対GDP比率，総貯蓄額の対GDP比率，パソコン普及率，民間消費の対GDP比率，輸出総額，科学者の対人口比率，輸入総額などが，高い相関係数を示した。

⑦財政政策（Fiscal Policy）(VAR07)：⑥の経済問題と同じ変数が，若干の相関係数の大きさについての順序に違いはあるものの，高い相関係数を示した。

⑧金融政策（Monetary Policy）(VAR08)：⑥の経済問題，⑦の財政政策と同様の変数が高い相関を示した。敢えて言えば，先の⑥経済問題と⑦財政政策およびここでの⑧金融政策は，殆ど同一視して評価されているということになる。

⑨成長可能性（Growth Potential）(VAR09)：高い相関係数であったのは，民間対外債務残高，デット・サービス・レシォ，輸入総額，輸出品目数，輸出総額，外貨準備高などであり，輸出・輸入とも国際市場に深く関わっており，また対外債務関連指標の示す様に国際資本市場資金に経済成長が依存している国となっている。先の⑤産業化と，その評価の際に支える基本要因においては大差がない。

⑩戦争（Susceptibility to War）(VAR10)：他の変数（①から⑮）に比べて，ここでは相対的に相関係数の高い変数は少ない。貯蓄率との相関が最も高いがその係数は（0.6071）であった。それに続くのは，海外直接投資に関わる利益送金額，GDPに占める製造業の比率，海外直接投資流入額の対GDP比率，また税収に占める輸入税の比率（逆相関）などであった。これら統計的に高い相関係数を示した変数と⑩戦争との間の関連性を論理的に整理することは困難である。

⑪国際的地位（International Standing）(VAR11)：総貯蓄額の対GDP比率，株式取引総額の対GDP比率，輸入総額，輸出総額，民間消費の対GDP比率，民間部門対外債務残高，対民間部門貸出の対GDP比率などが，高い相関を示した。

⑫国際収支（Balance of Payments）(VAR

12)：高い相関を示したのは，総貯蓄額の対GDP比率，輸出総額，輸入総額，外貨準備高，株式取引総額の対GDP比率，民間消費の対GDP比率，などなど，⑪の国際的地位と順序はともかく同じ変数群であった。ここでの変数は投資貯蓄バランスを念頭に置けば，その変数の多くが，論理的には納得のいくものとなっている。

⑬債務支払能力（Debt Servicing Capacity）（VAR13）：基本的に，⑪あるいは⑫の規定要因でもあった同じ変数群が高い相関係数を示した。ただし債務の支払能力を測る際に対外債務関連の，例えば民間対外債務残高，デット・サービス・レシォ，等々の変数が，相関係数の高さにおいて相対的に上位に上がらなかったことは興味深い。

⑭投資政策（Investment Policy）（VAR14）：総貯蓄額の対GDP比率，輸出総額，輸入総額が高い相関係数を示すのは他の項目変数と同様であるが，ここでは株式取引総額の対GDP比率，また株式時価総額の対GDP比率などが高い相関係数を示した。

⑮外国為替政策（Foreign Exchange Policy）（VAR15）：高い相関係数を示したのは，株式取引総額の対GDP比率，製造業における一人当り実質収益率，科学者・エンジニアの対人口比率，GDP成長率などであった。

11. 結語

海外直接投資の規定要因についての解明は経済学分野，また経営学の分野でも比較的ポピュラーな研究テーマである。周知のようにそうした既存研究においては，海外直接投資実績をグロスとしての投資金額，例えば全産業部門における本邦からの海外直接投資総額を，分析上の基軸としているものが圧倒的である。本稿の中でも再三指摘したように，あるいは証明したように，産業毎に海外直接投資に対するbehaviorは大きく相違する。敢えて言えばさまざまな異質の部分から構成される集合を，一つの分析対象として詳細に吟味しても，殆どそれは真実を語ることにはならない。そうした意味では，企業レベルで，あるいは生産ラインレベルに基点を置いた海外直接投資規定要因についての分析が併せて重要であろう。

また，同様に本稿で指摘したように，産業毎の最適・必要投資金額が異なるにもかかわらず，既存研究はそれらの点において，なんらの配慮が見られないものが殆どである。全額出資が認められている国，合弁しか認められない国への海外直接投資を一様に扱い，金額の多寡だけに基ずいてhost countriesのlocational advantagesを吟味することにいかなる研究上の意義を見出せるのかは，慎重に検討されなければならない[36]。

広く知られるDunningのEclectic Theoryもそうであるが（eg. [42]），海外直接投資を分析対象にする実証的研究にあっては，複眼的な視座からの分析が不可欠である。マクロ経済学に基礎を置く実証分析の有用性を否定するものではないが，それらの分析結果から一般的・普遍的な海外直接投資の規定要因を見出そうとしても困難であろう [11]。さまざまな外国為替の決定理論が，さまざまに異なった短期的局面の為替相場変動を説明することが可能であっても，それら何れの理論も現実の相場変動の解釈ツールとして普遍的な有用性を持つかどうかが疑問視されるのと同様な理由からである。それのアナロジーで捉えれば，各国の景気変動局面のズレ，国際経済の枠組みの変容，政治・外交上の摩擦などの存在を受けて，海外直接投資の規定要因に大きな構造変化が生じている世界のなかで，特殊な時間・空間における断片的な実証分析（empirical analyses）の結果を一般化

36) 本邦企業の海外進出に関して言及すれば，現地1社当たり資本金額の平均は（98年），北米で33億ドル，欧州で17億，アジアで8億ドルであった。また，進出形態を見れば，100%全額出資は，北米で65%，欧州で62%，アジアで34%であった[9]。

することは不可能である。

海外直接投資を担う経済主体が，海外直接投資を実行するに至るまでには，その背景としてマクロ経済的要因，企業内部のパフォーマンス状況，その他の輸出やOEMといった代替的国際経済取引に比較した上での相対的優位性が検討される。どこの国に，またもっと狭い範囲でのどの地域に投資をするのかということも，企業内部の意思決定プロセスで検討されるであろう。本稿における分析は，海外直接投資の実績をベースにしているだけであるから，企業の意思決定プロセスはブラックボックスに閉じ込められたままである[37]。上述したように，この種の分析は，フィールド・サーベィを伴ったブラックボックスの中の解明との組み合わせでなければならないことは自明であろう。

以上の諸点は，次のような点からも重要である。海外直接投資の仕向国を選択する際に，その他の条件を一定にするなら(ceteris paribus)，リスクの高い案件を推進したり，リスクの高い国に向かうことはない。しかし海外直接投資の担い手が極端なリスク回避（risk avert）型でなければ，将来のリスクは将来のリターンとの相対的関係で認識されるのが一般的である。しかし本稿での分析では海外直接投資の流れをカントリーリスクの面からのみ一元的に捉えようとしているという点で，つまりリターンを明示的に取り上げていないという意味で，実証分析の上での限界性を持つ。

リスク指標については，本稿では旧日本公社債研究所のカントリーリスク評価を利用した。本稿における分析では，この格付け機関による評価が海外直接投資の担い手の評価と同一であると暗黙裡に前提としている。しかしその仮定が妥当であるかは必ずしも明確ではない。前掲のリスク評価にあっては，先述したように評価主体の業種別偏り（金融・商社・マスコミが主），評価主体の評価能力，評価の方法・基準の不明確さ，などなどが問題点として挙げられる。本稿の分析においては，一面ではそれらの点についての疑念を再認識する結果となった。

その他，政治・経済・社会などの諸変数と業種別海外直接投資の関連性を吟味した分析では，単純にそれら関連性を線型的な関係としているが，拙稿で以前に分析したように非線型の関係が存在するかどうかという観点からの分析をおこなえば，異なった解釈が可能となったかもしれないと思われる点もある［6］。この点は今後の研究課題であろう。

本稿での問題提起の主たる論点は，わが国企業は海外直接投資に際してカントリーリスクに配慮しているかどうかを確認することであった。この点について言及しておけば，銀行融資や株式投資など他の国際資本移動の形態に比較すれば，海外直接投資に際してカントリーリスクを配慮している様子が窺い知れる。ただしカントリーリスクの中でも最も重要だが，その評価が困難だとされる政治リスクに関しては，その評価にあたって経済リスクなどの評価とは区別して実行されているように察せられるものの，本分析においてはその評価方法・論理的正当性に疑問を残す結果となった。

本稿では解明できたこと以上に，新たな未解決の問題を提起することになった。それら新たな研究上の問題点を解決し，また限界を超越していくことが，更なる研究上の発展に寄与することになると思われる。

（本稿は，平成13年度・平成14年度科学研究費補助金，基盤研究（C）にもとづく研究成果の一部である）

37) 企業の海外直接投資に関わるリスク判断の先駆的な論文として，例えば[77]

参考文献

1. 稲葉和夫『海外直接投資の経済学』，創文社，1999.
2. 井上久志『カントリーリスクの研究：理論と実証と評価モデル』，東洋経済新報社，1984.
3. 井上久志「カントリーリスク評価に関する研究方法論・序説」，『経済学研究』（北海道大学），第47巻第1号，(1997年)，pp. 81-95.

4. 井上久志「『カントリーリスク評価』評価論」,『経済学研究』(北海道大学), 第47巻第2号, (1997年), pp. 140-154.
5. 井上久志「カントリーリスク評価のためのPolitical Risk Indexの構築 (1)」,『経済学研究』(北海道大学), 第48巻第2号, (1998年), pp. 1-15.
6. 井上久志「カントリーリスク評価のためのPolitical Risk Indexの構築 (2)」,『経済学研究』(北海道大学), 第49巻第2号, (1999年), pp. 41-63.
7. 井上久志「カントリーリスク評価のためのPolitical Risk Indexの構築 (3)」,『経済学研究』(北海道大学), 第50巻第2号, (2000年), pp. 41-66.
8. 洞口治夫『日本企業の海外直接投資：アジアへの進出と撤退』, 東京大学出版会, 1992.
9. 通商産業省,『わが国企業の海外事業活動』, 大蔵省印刷局.
10. 日本貿易振興会,『ジェトロ投資白書2001年版』, 日本貿易振興会, 2001年.
11. Agarwal, Jamuna P., "Determinants of Foreign Direct Investment : A Survey," *Weltwirtschaftliches Archiv. Literatur,* Vol. 116, pp. 739-773.
12. Alon, Ilan, "A Normative Model of Macro Political Risk Assessment," *Multinational Business Review,* Vol.6, Issue 2, 1998, pp. 10-21.
13. Anand, Jaideep, "Location Specificity and the Transferability of Downstream Assets to Foreign Subsidiaries," *Journal of International Business Studies,* Vol.28, Issue 3, 1997, pp.579-606.
14. Axarloglou, Kostas, "Multinational Corporations and the Hysteresis in Foreign Direct Investment Flows," *International Advances in Economic Research,* Vol.5, Issue 2, 1999, p. 271.
15. Ayanlan, Robert, "Political Risk, National Defense and the Dollar," *Economic Inquiry,* Vol.26, Issue 2, 1988, pp. 345-351.
16. Baig, Taimur ; Goldfajn, Ilan, "Financial Market Contagion in the Asian Crisis," *IMF Staff Papers,* Vol.46, Issue 2, 1999, pp. 167-195.
17. Bayoumi, Tamim ; Lipworth, Gabrielle, "Japanese Foreign Direct Investment and Regional Trade," *Journal of Asian Economics,* Vol.9, Issue 4, 1998, pp. 581-607.
18. Bende-Nabende A., "FDI Policy Adjustment and Endogenous Growth: Multiplier Effects from a Small Dynamic Model for Taiwan, 1959-1995," *World Development,* Vol.26, Issue 7, 1998, pp. 1315-1330.
19. Benito, Gabriel R.G., "The Expansion of Foreign Direct Investments: Discrete Rational Location Choices or A Cultural Learning Process?," *Journal of International Business Studies,* Vol.23, Issue 3, 1992, pp. 461-476.
20. Berg, Andrew ; Pattillo, Catherine, "Are Currency Crises Predictable? : A Test," *IMF Staff Papers,* Vol.46, Issue 2, 1999, pp. 107-138.
21. Bergsman, Joel; Shen, Xiaofang, "Foreign Direct Investment in Developing Countries," *The Journal of Social, Political and Economic Studies,* Vol.21, Issue 3, 1996, pp. 343-348.
22. Berthelemy, Jean-Claude, "Foreign Direct Investment and Economic Growth : Theory and Application to China," *Review of Development Economics,* Vol.4, Issue 2, 2000, pp. 140-156.
23. Billington, Nicholas, "The Location of Foreign Direct Investment: An Empirical Analysis," *Applied Economics,* Vol.31, Issue 1, 1999, pp. 65-76.
24. Borensztein, E.; De Gregorio, J.; Lee, J.W., "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?," *Journal of International Economics,* Vol.45, Issue 1, 1998, pp. 115-135.
25. Brewer, ThomasL., "The Instability of Governments and the Instability of Controls on Funds Transfers by Multinational Enterprises : Implications for Political Risk Analysis," *Journal of International Business Studies,* Vol.14, Winter, 1983, pp. 147-157.
26. Brouthers, Lance Eliot; Werner Steve; Wilkinson Timothy J., "The Aggregate Impact of Firms' FDI Strategies on The Trade Balances of Host Countries," *Journal of International Business*

Studies, Vol.27, Issue 2, 1996, pp. 359-373.

27. Bussiere, Matthieu ; Mulder, Christian, "Political Instability and Economic Vulnerability," *IMF Working Paper,* WP/99/46, 1999.
28. Butler, Kirt C., "A Note on Political Risk and the Required Return on Foreign Direct Investment.," *Journal of International Business Studies,* Vol.29, Issue 3, 1998, pp. 599-608.
29. Cantor, Richrd; Packer, Frank, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings," *FRBNY Economic Policy Review,* Issue October, 1996, pp. 37-54.
30. Cantwell, John; Bellak, Christian, "How Important Is Foreign Direct Investment?," *Oxford Bulletin of Economics & Statistics,* Vol.60, Issue 1, 1998, pp. 99-106.
31. Chakrabarti, Avik," The Determinants of Foreign Direct Investments : Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions," *Kyklos,* Vol.54, Issue 1, 2001, pp. 89-114.
32. Chein-Hsun, Chen, "Regional Determinants of Foreign Direct Investment in Mainland China," *Journal of Economic Studies,* Vol.23, Issue 2, 1996, pp. 18-30.
33. Chen, Homin; Chen, Tain-Jy, "Network Linkages and Location Choice in Foreign Direct Investment," *Journal of International Business Studies,* Vol.29, Issue 3, 1998, pp. 445-468.
34. Chia, Siow Yue, "ASEAN Strategies on Foreign Direct Investment and Prospects for ASEAN-INDIA Investments," *Journal of Asian Economics,* Vol.7, Issue 4 , 1996, pp. 701-724.
35. Clark, Ephraim, Risk Aversion, "Wealth and International Capital Flows," *Review of International Economics,* Vol.6, Issue 3, 1998, pp. 507-517.
36. Cosset, Jean-Calude; de la Rianderie, Bruno Doutriaus, "Political Risk and Foreign Exchange Rates: An Efficient-Markets Approach," *Journal of International Business Studies,* Vol.16, Fall, 1985, pp. 21-55.
37. Cosset, Jean-Claude, "Political Risk and The Benefits of International Portfolio Diversification," *Journal of International Business Studies,* Vol.26, Issue, 1995, pp. 301-321.
38. Cushman, David O., "The Effects of Real Wages and Labor Productivity on Foreign Direct Investment," *Southern Economic Journal,* 1980, pp. 174-185.
39. Dailami, M.; Leipziger, Danny, "Infrastructure Project Finance and Capital Flows: A New Perspective," *World Development,* Vol.26, Issue 7, 1998, pp. 1283- 1298.
40. De Mello, Luiz R., "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth : A Selective Survey," *Journal of Development Studies,* Vol.34, Issue 1,1997, pp. 1-34.
41. Dowling, Malcolm ; Cheang, Chia Tien, "Shifting Comparative Advantage in Asia: New Test of The 'Flying Geese' Model," *Journal of Asian Economics,* Vol.11, Issue 4, 2000, pp. 443-463.
42. Dunning, John H., "Globalization and the New Geography of Foreign Direct Investment," *Oxford Development Studies,* Vol.26, Issue 1, 1998, pp. 47-65.
43. Enders, Walter, "Terrorism and Foreign Direct Investment in Spain and Greece," *Kyklos,* Vol.49, Issue 3, 1996, pp. 331-346.
44. Esquivel, Gerardo ; Larrain, Felipe B.,"Explaining Currency Crises, Harvard Institute for International Development," *Harvard University, Development Discussion Paper* No. 666, 1998.
45. Fry, Maxwell J., "How Foreign Direct Investment in Pacific Asia Improves the Current Account," *Journal of Asian Economics,* Vol.7, Issue 3, 1996, pp. 459-480.
46. Gastanaga, Victor M. ; Nugent, Jeffrey B. ; Pashamova, Bistra, "Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference Do They Make?," *World Development,* Vol.26, Issue

7, 1998, pp. 1299-1314.

47. Glass, Amy Jocelyn; Saggi, Kamal, "International Technology Transfer and the Technology Gap," *Journal of Development Economics*, Vol.55, Issue 2, 1998, pp. 369-398.
48. Gopinath, Munisamy ; Pick, Daniel ; Vasavada, Utpal, "Exchange Rate Effects on the Relationship Between FDI and Trade in the U.S. Food Processing Industry," *American Journal of Agricultural Economics*, Vol.80, Issue 5, 1998, pp. 1073-1079.
49. Gopinath, Munisamy; Pick, Danie; Vasavada, Utpal, "The Economics of Foreign Direct Investment and Trade with an Application to the U.S. Food Processing Industry," *American Journal of Agricultural Economics*, Vol.81, Issue 2, 1999, pp. 442-452.
50. Gorg, Holger, "Analysing Foreign Market Entry : The Choice between Greenfield Investment and Acuisitions," *Journal of Economic Studies*, Vol.27, Issue 3, 2000, pp. 165-181.
51. Hanson II, John R., "Human Capital and Direct Investment in Poor Countries," *Explorations in Economic History*, Vol.33, Issue 1, 1996, pp. 85-106.
52. Haque, Nadeem Ul; Mathieson, Donald ; Mark, Nelson, "Rating the Raters of Country Creditworthiness," *Finance & Development*, 1997, pp. 10-13.
53. Harris, Richard G.; Schmitt, Nicolas, "Strategic Export policy with Foreign Direct Investment and Import Substitution," *Journal of Development Economics*, Vol.64, Issue 1, 2001, pp. 293-312.
54. Henisz, W.J., "The Institutional Environment for Multinational Investment," Journal of Law *Economics & Organization*, Vol.16, Issue. 2, 2000, pp. 334-364.
55. Jackson, Sharon ; Markowski, Stefan, "The Attractiveness of Countries to Foreign Direct Investment," *Journal of World Trade*, Vol.29, Issue 5, 1995, pp. 159-179.
56. Kim, June-Dong ; Kang, In-Soo, "Outward FDI and Exports : The Case of South Korea and Japan," *Journal of Asian Economics*, Vol.8, Issue 1, 1997, pp. 39-54.
57. Kim, Pan Suk, "Foreign Direct Investment and the Role of Local Government," *Urban Affairs Review*, Vol.30, Issue 4, 1995, pp. 592-603.
58. Kokko, Ari ; Tansini, Ruben ; Zejan, Mario C., "Local Technological Capability and Productivity Spillovers from FDI in the Uruguayan Manufacturing Sector," *Journal of Development Studies*, Vol.32, Issue 4, 1996, pp. 602-611.
59. Kravis, Irving B.; Lipsey, Robert E., "The Location of Overseas Production and Production for Export by U.S. Multinational Firms," *Journal of International Economics*, Vol.12, 1982, pp. 201-223.
60. Kuemmerle, Walter, "The Drivers of Foreign Direct Investment into Research and Development: An Empirical Investigation," *Journal of International Business Studies*, Vol.30, Issue 1, 1999, pp. 1-24.
61. Lahiri, Sajal ; Ono, Yoshiyasu, "Foreign Direct Investment Local Content Requirement and Profit Taxation," *Economic Journal*, Vol.108, Issue 447, 1998, pp. 444-457.
62. Lee, You-Il, "Political Economy of Korean and Japanese Foreign Direct Investment," *Journal of Contemporary Asia*, Vol.29, Issue 4, 1999, pp. 462-472.
63. Lehmann, Alexander, "Country Risk and the Investment Activity of U.S. Multinationals in Developing Countries," IMF, *IMF Working Paper* WP/99/133, 1999.
64. Leichenko, Robin M.; Erickson Rodney A., "Foreign Direct Investment and State Export Performance," *Journal of Regional Science*, Vol.37, Issue 2, 1997, pp. 307-329.
65. Lipsey, Robert E., "Foreign Direct Investment and the Operations of Multinational Firms,"

NBER Reporter, winter, 2000, pp. 16-19.

66. Love, James H.; Lage-Hidalgo, Francisco, "The Ownership Advantage in Latin American FDI: A Sectoral Study of US Direct Investment in Mexico," *Journal of Development Studies,* Vol.35, Issue 5, 1999, pp. 76-95.
67. Mariotti, Sergio ; Piscitello, Lucia, "Information Costs and Location of FDIs within the Host Country ; Empirical Evidence from Italy," *Journal of International Business Studies,* Vol.26, Issue 4 1995, pp. 815-841.
68. Meldrum, Duncan H.," Country Risk and Foreign Direct Investment," *Business Economics,* Vol.35, Issue 1, 2000, pp. 33-44.
69. Milner, Chris, "Locational Advantage and US Foreign Direct Investment in UK Manufacturing," Applied Economics, Vol.28, Issue 5, 1996, pp. 605-615.
70. Mody, A.; Srinivasan, Krishna, "Japanese and US Firms as Foreign Investors : Do They March to the Same Tune?," *Canadian Journal of Economics,* Vol.31, Issue 4, 1998, pp. 778-799.
71. Morikawa, Koichiro," Impact of Japanese Foreign Direct Investment on the Japanese Trade Surplus," *Journal of Policy Modeling,* Vol.20, Issue 4, 1998, pp. 427-460.
72. Noorbakhsh, Farhad : Paloni, Alberto ; Youssef, Ali, "Human Capital and FDI Inflows to Developing Countries: New Empirical Evidence," *World Development,* Vol.29, Issue 9, 2001, pp. 1593-1610.
73. Perotti, Enrico C.;van Oijen, Pieter,"Privatization Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies," *Journal of International Money & Finance,* Vol.20, Issue 1, 2001, pp. 43-69.
74. Rauch, James E.; Evans Peter B.,"Bureaucratic Structure and Bureaucratic Performance in Less Developed Countries," *Journal of Public Economics,* Vol.75, 2000, pp. 49-71.
75. Resmini, Laura, "The Determinants of Foreign Direct Investment in the CEECs: New Evidence from Sectoral Patterns", *Economics of Transition,* Vol.8, Issue 3, 2000, pp. 665-689.
76. Rolfe, Robert J.; Ricks, David A.; Pointer, Martha M.; McCarthy, Mark, "Determinants of FDI Incentive Preferences of MNEs," *Journal of International Business Studies,* Vol.24, Issue 2, 1993, pp. 335-355.
77. Rummel, R. J.; Heenan, David A., "How Multinationals Analyze Political Risk," *Harvard Business Review,*Vol.56, Issue 1, 1978, pp. 67-76.
78. Saltz, Ira S., "Foreign Direct Investment and the Distribution of Income," *Atlantic Economic Journal,* Vol.20, Issue 1, 1992, pp. 106-107.
79. Sara, Tejinder; Newhouse, Benjamin,"Transaction Costs and Foreign Direct Investment in Developing Countries," *International Advances in Economic Research,* Vol.1, Issue 4, 1995, p. 317.
80. Schuler, Douglas A.; Brown, David S.,"Democracy, Regional Market Integration and Foreign Direct Investment," *Business & Society,* Vol.38, Issue 4, 1999, pp. 450-473.
81. Sohn, Jung Hoon Derick, "Social Knowledge As a Control System: a Proposition and Evidence From the Japanese FDI Behavior," *Journal of International Business Studies,* Vol.25, Issue 2, 1994, pp. 295-344.
82. Tallman, Stephen B., "Home Country Political Risk and Foreign Direct Investment in the United States," *Journal of International Business Studies,* Vol.19, Issue 2, 1988, pp. 219-234.
83. Taylor, Christopher T., "The Impact of Host Country Government Policy on US Multinational Investment Decisions," *World Economy,* Vol.23, Issue 5, 2000, pp. 635-647.
84. UNCTAD, *World Investment Report 1998: Trends and Determinants,* New York: United Nation, 1998.
85. Wei, Shang-Jin, "Local Corruption and Global

Capital Flows," *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 2, 2000, pp. 303-354.

86. Wheeler, David; Mody, Ashoka, "International Investment Location Decisions: The Case of U.S. Firms," *Journal of International Economics*, Vol.33, 1992, pp. 57-76.