

## 海外証券投資と海外直接投資の関連と区別に関する一考察 ダニング・ウィルキンス論争をもとにして

関 下 稔

### はじめに

現代世界における多国籍企業の位置と役割に関する考察は、筆者の当面の研究課題であるが、前稿<sup>1)</sup>においては、海外直接投資に関する基本的な定義づけとその概念規定に関して、OECDベンチマーク定義（第3版）を素材にして、検討を加えた。その結果、多国籍企業の活動は、海外直接投資を通じる資本関係ばかりではなく、合併事業や技術のライセンス契約やOEM契約、また生産の下請取引や経営上の業務提携、さらには流通上のフランチャイズ権の行使など、他企業との多様な結合関係を通じて、広範に展開されていることがわかった。そして海外直接投資（Foreign Direct Investment、以下FDI）と海外証券投資（Foreign Portfolio Investment、同じくFPI） 場合によっては間接投資（Indirect Investment）ということもあるが、この両者は必ずしも同じものを意味することにはならないので、詳細は後に触れる との間の関係に関しても、一面では両者は連続的で相互浸透的な関係、つまりは相互転化の契機を帯びているとともに、他面では明確な性格と役割の違いをもち、概念上は一線を画するという質的差異をもつことも明らかであり、その結果、両者には二面的で重層的な関係が見られることが判明した。というのは、直接投資といえども、株式所有に関しては証券投資の延長であり、違いはとどのつまりは持株比率の差に帰着するからである。その意味では両者は連続的であり、補完的な関係にあるともいえよう。同時に、この比率の違いが会社の支配権を握れるか否かの決定的な差になっていることも事実である。その意味では両者には質的な差異があり、したがって代替的であるともいえよう。そしてこうした、両者の複雑で錯綜した、あるいは複合的で重層的な関係を解明することが、現在の世界経済の構造とその中での多国籍企業の行動と役割を明らかにするためには、是非とも必要な課題になっているように思われる。というのは、ここには、現代のグローバル化した世界経済の中心主体である多国籍企業の行動の基礎を構成している海外直接投資という、いわば長期的、趨勢的、構造的な要因と、その時々々の景気変動に応じてブームや停滞を繰り返す極めて変動的で、短期的で循環的な動向とその基礎をなす膨大な遊休貨幣

資本の存在とその動員 投資資本化 という浮遊的要因、の両要素がクロスされて現れているからである。そしてこのクロスされた様相こそは資本主義の本質に関わるものだと私には思われるからである。そこで今度は証券投資に力点を移し、メダルのもう一つの面をそれ自体として検討したいというのが、ここでの筆者の主要な問題関心である。

ところで、証券投資そのものを検討することが大事になってきた背景には、これが今日では極めて隆盛になってきたという事情がある。株式投資ブームやクロスボーダーM&Aの盛行はセキュライゼーションの流行と一体になって、現代世界の一大潮流になっている。とりわけ世紀末のアメリカにおいては、貿易収支の半ば恒常的な巨額の赤字にもかかわらず、折りからのIT革命の追い風に乗ったニューエコノミーの喧伝とも相まって、意図的なドル高・高金利政策に支えられて、国際通貨ドルの信託を当てにして、短期資本が世界中から流入し、それが金融革新の複雑な術策に操られて投資資金 ヘッジファンド に転態されて、高度に発達した、自由な 規制のない 資本市場の下で稼動しはじめて、空前の株式投資ブームが湧きおこり、好景気に踊った。さらにその熱狂ぶりはアメリカ国内に止まらず、アジアのエマージングマーケットにたちまちのうちに伝染して、タイ、インドネシア、マレーシア、韓国、台湾、香港などにおいても過熱したブームを煽り、熱狂の渦と大混乱の結果、最終的には通貨危機になって終息したことは、周知のところである。こうした株式投資ブームやM&Aの熱狂ぶりは多国籍企業の行動様式にも影響を及ぼし、従来型の直接投資に加えて、証券投資の新たな役割とそれと直接投資との組合せという新しい手法を全面に押し出すような結果になった。

ところが、こうした証券投資の隆盛にもかかわらず、FPI 当然に、それは対外証券投資 (outward or outbound FPI) と対内証券投資 (inward or inbound FPI) の双方からなる に関する一致した定義や概念規定が十分になされているとはいえない状況がある。あるいはこれが言い過ぎなら、FPIの定義に関しては未だ一致を見るには至っていないのではないかと私には思われる。そうすると、意外に思われるかも知れないが、過去数世紀にわたるFDIとFPIの一大奔流の歴史を持ちながら、両者の区別を概念的、範疇的に明確にし、かつ統計的にも比較可能で、説得力あるものとして提示できているかといえ、答えは否である。これらに関しては十分な確証を私自身も、まだ得られない。人々は証券投資という言葉はかなり曖昧に使用しているし、また直接投資にたいする対句として、間接投資という言葉を使ったりしているが、それと証券投資との異同に関しても、十分に認識されているとはいえない状況である。

加えて、それに合わせた、統一され、系統的で包括的なデータの公表と蓄積も、FDIに比べると、FPIに関しては随分と弱い印象は否めない。たとえばアメリカでも、FDIに関しては、周知のとおり、商務省が系統だったデータの公表をSurvey of Current Business誌上で、定期的に行ってきたり、それとは別に、詳細かつ膨大なベンチマークサーベイを系統的におこなって、その結果を公表している。それに比べると、FPIに関しては同様の利便性をわれわれは

持つことができない。一応、「1974年外国投資研究法」(Foreign Investment Study Act of 1974) (PL 93 - 479)に基づいて、対米投資について、FPIに関しては財務省 (Department of Treasury) が、FDIに関しては商務省 (Department of Commerce) がそれぞれ管轄することが決まり、前者に関しては最初の中間報告 (interim report) が1975年の10月に出された<sup>2)</sup>。そして第1回のベンチマークサーベイが1978年に出された後、1984年 (第2回)、1989年 (第3回)、1994年 (第4回)、そして1997年 (第5回)と、基本的には5年ごとに基準点での基本調査 (ベンチマークサーベイ) に基づく報告書が出されてきているという。しかし、そのデータを前記のFDIに関するデータのように、われわれは簡単に入手できるようにはなっていない。しかしこれとて、対米証券投資 (Foreign Portfolio Investment in the United States, 以下FPIUS) に関してだけである。アメリカの対外証券投資 (U.S. Portfolio Investment Abroad, 同じくUSPIA) になると、もっと曖昧で、よくわからないことが多い。同様のベンチマークサーベイが行われているというが、まずは入手できないし、どうアクセスするかもわからない状態である。また国連の『ワールドインベストメントレポート』も、FDIに関しては詳細な分析と資料提示を行っているが、FPIに関しては、UNCTADもまだごく概括的なものの公表に留まっているような状態である。こうした資料的な制約のもとで、この問題にアプローチしなければならないこと、したがって、そこには多くの困難が待ち受けていることを、あらかじめ断っておかなければならない。なお、IMFが毎年の国際収支統計の公表に際して、その中にFPIに関するものを用意していること、また世界銀行が特に途上国への資金移動に関連してFPIに関わる統計を出していることを、注記しておこう。これらは現在のところ、もっとも利用可能なものである。

以上のような問題意識と、資料入手上の困難を含めた現状確認をした上で、本稿では、証券投資を中心にして、その概念規定やそれと直接投資との関係などに関して、概括的に考察してみたいと考えている。その際、この問題をめぐっては、折良く、ジョン・H・ダニング (John H. Dunning) ならびにジョン・R・ディラード (John R. Dilyard) が概括的な共同論文<sup>3)</sup> を書いており、これにたいして、マイラ・ウィルキンス (Mira Wilkins) が詳細なコメントを兼ねて、独自の論文<sup>4)</sup> を作っていて、いわば両者の間にFPIの定義やそれとFDIとの関係などに関して、解釈の違いやそれらをめぐるやり取りが行われている。これは格好の素材になる。言うまでもなく、ダニングは折衷理論 (eclectic theory) としてのOLIモデルの提唱者として、FDIと多国籍企業の研究史上、著名な貢献者の一人であり、一方、ウィルキンスはアメリカのFDIの歴史に関する実証研究において、クレオナ・ルイス (Cleona Lewis)<sup>5)</sup> 以来の貢献を果たした研究者として、夙に声望の高い学者である。こうした多国籍企業とFDIに関する泰斗といわれている両者の論文を素材に据えて、FPIをめぐる主要な問題に焦点をあてて考察してみたい。展開の順序は、まず最初に、FPIの定義に関しては何種類かの解釈があるので、それに関

して考察して、FPIの概念規定とその問題点を明確にし、次いで、ダニング/ディラード説と、それにたいするウィルキンスの批判を兼ねた自説の展開を取り上げ、そのやり取りの詳細を追いながら、FPIとFDIの関連性と独自性に関して詳しく考察してみたい。その後で、FPIに関する実際のデータも見ながら、その特徴を検出してみたい。この中には、データそのものの信憑性に関する考察も入るだろう。最後に、FPIとFDIを包括し、その上に君臨するものとしてのグローバルな資本の運動に考察を進め、その中で両者はどう位置づけられるかを確認し、併せて今後の課題を提示して、締めくくりとしたい。

## 1. 海外証券投資の概念規定

海外直接投資（FDI）と区別される海外証券投資（FPI）の固有の位置づけと独自の定義に関しては、学会でも定説になっているものは未だないのが現状である。前記マイラ・ウィルキンスによれば、FPIには概括して以下の四つの定義の仕方があるという<sup>6)</sup>。そこでその内容だが、そこに入る前に、二点ほどあらかじめ断っておかなければならないことがある。

ひとつは、証券投資（Portfolio Investment）と間接投資（Indirect Investment）との関係である。通常は、直接投資に対して、証券投資といたり、間接投資といたりして、両者を同じもののように扱う風潮があるが、厳密には 語義的には 両者は同じものをさしていない。というのは、間接投資といった場合には、当然に証券以外の形態での投資も含まれることになるからである。したがって、一般的には直接投資に対比されるものとしての間接投資は、証券投資よりも広い範囲を含むことになる<sup>7)</sup>。もっとも、後に詳細に述べることになるが、ポートフォリオ投資の範疇の中にこうした証券以外のものまで含めている論者もいるので、彼らにとっては、証券投資と間接投資は同じものになるのかもしれない。

ところで、何故直接投資というかといえ、それは、資本市場を経由しないで「直接」に企業に投資していることからもともときた言葉で<sup>8)</sup>、その意味内容は、資本によって直接的に企業を支配していることである。それとの対比で、直接的な支配を目指すものではない、資本市場 二次市場（secondary markets）ともいう での投資（取引）を経由するという意味合いで、間接投資と表現したのであろう。そういうことからいえば、「間接投資」は投資の経路（コンジット）に重きを置いている言葉であるのにたいして、「証券投資」は具体的な投資の形態や種類に重点をおいているというように、両者を区別することが可能かも知れない。そしてもともとportfolioという言葉が、各種金融資産の集合を意味するものであって、ここから派生したportfolio investmentが証券投資と総称されようと、間接投資を意味しようと、それは大した問題ではないと考えられていたのであろう。もっとも、こうした言葉の由来は資本市場の発達度合という歴史的条件とも関わっていて、現在にそのまま適用できなくなっていることはいうま

でもない。

もう一つは、FPIとFDIとの連続性に関してだが、たとえば、7%の持株比率を有する個人もしくはグループがさらに持株比率を5%増やして、合計して12%に達したとする。現在の規定によれば、国際的には、10%以上になるとFDIに分類されるので、7%だったときはFPIに入っていたが、12%になればFDIに区分されることになる。この場合、規定によれば、新たに追加された5%だけがFDIに相当するという方法 一種の便法 を使って、統計上は処理している。これは、実際にはFPIとFDIとは緊密に関連している証左であり、両者が不即不離の関係にあることを物語っているが、ただしそれを質的に異なるものとして処理しなければならないため、こうした便法を使っているのである。というのは、追加された5%そのものだけでは、FDIにはならないはずだからである。もっともこうした境界領域に属する問題は他にもいくつかでてくるだろうが、それに関しても同様の処理がなされていると考えられる。

そこで、FPIの定義だが、それをもっとも広くとれば、FDIでないものということになる。そうすると、FPIの定義に先立って、FDIの定義を明確化しておく必要がある。これに関しては、前稿においてすでに検討したので、要約的に再度述べると、FDIとは10%以上の株式所有、もしくはそれと同等の企業の実質的な支配を示すものの存在を意味するが、それに加えて、同一企業群内での融資（intra company loans）と、子会社利益の再投資分（reinvested earnings）を、FDIの中に追加している。そして形態としては、新規に子会社を設立するグリーンフィールド投資か、既存企業を買収（acquisitions）ないしは吸収合併（mergers）するM&Aかの、いずれかの方法がとられる。これがFDIの定義の基本内容であるが、これにたいして、FPIとは何かが、次に問われることになる。そこで、上述のウィルキンスの整理にしたがって、まとめてみよう。

第1はもっとも広い概念規定で、FDIに分類されない、受入国に行った全ての外国からの投資を含むものである。したがって、この中には、長期のものばかりでなく、短期のものも含まれている。つまり、受入国に入った外国からの投資のうち、FDIに該当しないものを全て包括する広い概念である。長期と短期の区別を考えず、また証券とそれ以外との間の差にも考慮を払わないなど、この考えはあまりに広すぎる概念規定をしている印象を受ける。しかし、ルフィン（Ruffin）とラセック（Rassekh）<sup>9)</sup>はこの意味でFPIを使っていて、この定義の採用者も現実には存在する。この定義のメリットは長期と短期の区別の事実上の曖昧さや証券とそれ以外のものとの間の複雑な関係に敢えて介入しないことによって、かえって、すっきりした概念規定 つまり非FDIという を与えていることである。

第2はFDI以外の長期投資だけに限定するものである。これは、第1のものに比べれば狭くはなるが、それでもかなり広い概念規定である。多くの論者はこれを使っていて、スターリングス（Stallings）<sup>10)</sup>などが採用している。またウィルキンス自身もこの規定に賛意を表してい

る。この考えの基礎にあるのは、長期的な投資を短期的な投資から分けて考える志向であり、それは、海外への投資 株式、債券、融資 を長期的で戦略的なものとして見たい、あるいはもっと率直に言えば、投資とはそもそもそういうものだ 逆に言うと、短期は手当であり、一時的な利用であり、リスク回避にすぎない という気持ち強いのだろう。それは最近までの、伝統的な海外への投資家の一般的な性向を表していたともいえよう。と同時に、ウィルキンスがこの規定に賛意を表しているのは、上でも述べたように、FPIの中には雑多なものが混在していて、それをすっきりした形で整理することが困難だという、実際上の問題もあるように思われる。そこで、せめて短期と長期の区別ぐらいはしておこうという、かなり消極的な判断がその背後に、これに賛意を表する論者には漠然とあるように思われる。

第3は証券化された投資のみをさしているとするものである。したがって、株式と債券だけが該当することになり、長期の銀行借入は除かれることになる。IMFはこれを採用していて、国際収支統計を作る際に、long-term portfolio capital flowsという項目を設定して、ここには長期の証券投資に金融デリバティブ（金融派生商品）とマネーマーケットインストルメント（TB、コマーシャルペーパー、CDなどの短期金融市場商品）を加えている。この定義はかなり正確にFPIの内容を限定しようとしたもので、証券形態ならびにそれに直結したものの海外投資だけをそれに当てている。したがって、この定義を採用すると、上でも述べたが、証券投資と間接投資とは一致しないものになる。そしてやっかいなのは、証券投資という項目と間接投資という項目とがそれぞれ独自に設定されるのであれば、概念の明確化が生きてくるが、実際にはどちらかひとつに括られており、内容的には同じものを、言葉の上だけで、証券投資といたり、あるいは間接投資といたり、という違う表現をとっていることである。そうなると、FPIの内容を明確にすることは、間接投資をそれとは別なものとして区別し、かつ実際には使わないで、死語化させることになる。したがって、この定義の賛同者は間接投資という言葉を意識的に使わない傾向がある。それは、FDIとFPIが複雑に交錯し合い、その明確な区別がしにくくなっている 特に直接と間接との語義的な意味合いが 現状では、ある意味では正鵠を射ているともいえる。

第4は株式投資だけに限定するものである。つまり、portfolio equity flowだけを指すことになる。これはもっとも狭い範囲に証券投資を限定するものである。ワシントンの国際金融研究所（Institute of International Finance）は民間資本のフローをdirect equity investment（直接投資）、portfolio equity investment（証券投資）、commercial bank lending（商業銀行貸付）、non-bank private creditors（非銀行債権）の四つに分けていて、この中の二番目が証券投資に当たることになる。こうなると、問題は証券投資ばかりでなく、直接投資の内容にまで波及することになりかねない。もっとも、この研究所の場合は、具体的にはエマージングマーケットへの民間資本の流れを分析する際にこの分類を行ったのであり、かなり限定された意味合いで

使っていると見てよいだろう。なお、クレッセンス（Claessens）たちもこの定義を使って、分析している<sup>11)</sup>。

このように、もっとも広いものから、極めて限定されたものまで、FPIの範囲は幅広い。もう一度、まとめてみると、外国への非FDI投資を全てFPIの中に包括しようとするものから（第1の定義）、長期と短期を区別して、前者だけに限定するもの（第2の定義）、さらにその中の証券（株式と債券）だけに限定するもの（第3の定義）、そして最後にはその中の株式だけに限定するもの（第4の定義）、という四つの概念規定の仕方がある。そして多くの論者や機関は第2の定義か第3の定義を採用しており、面倒なことに立ち入りたくない向きは第1の定義を暗黙のうちに踏襲しているだろう。第4の定義は特殊な目的を持ったところだけが、その目的に沿って使っている、極めて特殊で個別的なケースだと見てよいだろう。

そうすると、次にFPIを行う海外投資家といった場合、どの範囲をさすかということがこれに関連して問題になる。この場合、FPI投資家を、FDI投資家を除く長期投資を行っている人（個人、集団、法人、あるいは政府機関など）と規定しているものが一般的であり、ウィルキンスもこの説に加担している。これは前記の第2の定義と連動している。しかし、一部にはその中から、政府関係の全てまたは一部を除くべきだとする考えのものもある。たとえば対外援助や譲与的条件貸付（concessionary lending）を外国投資から除くべきだとするものなどである。これに関しては、ウィルキンスは対外援助を除外することには賛成している。その理由は、それが利子や配当の義務、つまりは投資に伴う直接の見返りを負わないからだとしている<sup>12)</sup>。なるほど、対外援助は直接の見返りを期待するような、それ自体が金融的なものではないかもしれないし、その一点からFPIに入らないとするのも理解できるが、しかし対外援助には独自の役割がある。非軍事に限定しても、対外援助は市場を開拓し、国内の過剰商品を始末し、インフラ整備に使われ、政治的・外交的・政策的支持を半ば強要され、受入国の門戸開放との取引条件に使われ、さらには見返り資金の積み立てを使って、直接に経済再建の融資として使われるなど、多くの経済的効果と国家の政策的意図を持ったものである。こうした性格はとりわけ二国間援助の際には濃厚であり、そのため、「ひも付き援助」などという有り難くないニックネームを冠されたりした。こうした間接的効果を忘れてはならないだろうし、それが直接の利益と結びついた効果と深い連関のうちにあることにも、十分留意すべきである。つまり民間資本の水先案内的な役割を政府が援助を通じて行っている点である。

ところで、短期と長期を分けることも難儀である。たとえば、R・リップゼイ（Robert Lipsey）は満期3ヶ月以内の短期証券と考えられているものは、むしろ長期証券と扱ったほうがよいとしているという<sup>13)</sup>。その理由は、この期間中、それらは証券投資の格好の代用物として扱われているからであり、加えて、短期のバンクローンは絶えざるロールオーバーによって、事実上、長期投資になりうるからである。したがって、まさに長期投資がなしうることを果たすのにこ

れが大いに役立っていることになる。現在ではこうした性格はますます強まり、これまでの短期 したがって、一時的で便宜的で補完的 という規定はその実態とますます齟齬をきたすようになってきていて、短期という言葉は今や所有者の保有期間や利益回収時期と同義になってきている。しかし、ウィルキンス自身は上で述べたように、この点では伝統的な定義に従うことを明言している。その根拠は、たとえどんなに複雑で多様な投資戦略と金融術策を駆使しようとも、多国籍企業論を論ずるには、その本質をなすベーシックな投資に限定すべきだと考えているからである。これもひとつの筋道である。とはいえ、この問題は確かに悩ましい問題である。実勢に応じたほうがよいか、それとも概念的な一貫性を守るかの判断如何である。これに関しては、次節以下でももう少し詳しく検討することにして、とりあえず、ここではFPIの四つの定義方法を確認しておくことにとどめよう。

## 2. FPIとFDIの関連と区別に関するダニング/ディラード説の主要点

本節以下では、FPIの内容を明らかにし、それとFDIとの関係や区別を明確にしていく際の基本的な論点をとらだし、それらについて、突っ込んだ検討を行ってみたい。上で触れたように、これに関してはダニングとディラードの共同論文とウィルキンスのそれに対する批判を兼ねた論文があり、それが問題を整理する上で有益な素材を提供してくれる。そこで、この両者が共に確認できる共通点を指摘した上で、両者の論争 これを、便宜上、「ダニング・ウィルキンス論争」と呼ぶことにする の主要な論点をいくつか絞って、それらを集中的に検討してみよう。両者のやり取りは、ダニング/ディラードの論文にウィルキンスが一部で賛成しながら、他方で独自の考えを展開するという形をとって展開されているので、最初にダニング/ディラードの論文の主要点を紹介し、それにたいするウィルキンスのコメントを挟むという形で述べていくことにする。

FDIとFPIを比較し、それらを統一的に把握しようとするダニング/ディラードの共同論文の要点は、第1にFDIには金融資産 ( financial assets ) ばかりでなく、非金融資産 ( non - financial assets ) も含まれること、第2にFDIは継続的な支配を意味するが、FPIはそうではないこと、第3にFDIはFPIよりも一塊り ( lumpy ) になっていて、分割不能 ( indivisible ) な性格を有していること、第4にFPIは国内でよりも多くの金融上の見返り、つまりは利益を求めて海外に投資するのにたいして、FDIはもっと広い目的を持っていること、第5にFDIとFPIとでは主体 ( actors ) も動機 ( motives ) も経路 ( conduits ) も違うこと、とはいえ、第6に両者の相互関連性が深まってきていることなど、に要約される。そして、その独自の見解、したがって、ウィルキンスが批判の対象としたのは、第1にFPIとFDIはそれぞれ独立的であり、かつ歴史的には 同時にある程度までは論理的にも 前者が後者に先行してきたこと、第

第1表 海外投資のカテゴリ別相手別構成（受入国サイド）<sup>1)</sup>：1980 - 1995年

（単位：億ドル，％）

年	（ ） FDI			（ ） FPI			（ ） 総計（ + ）	
	先進国 (同比率) %	途上国 (同比率) %	合計 (同比率) %	先進国 (同比率) %	途上国 (同比率) %	合計 (同比率) %	合計	FDI比率 / %
1980 <sup>2)</sup>	238 (81.8)	53 (18.2)	291 (100.0)	286 (95.0)	15 ( 5.0)	301 (100.0)	592	49.1
1981	299 (65.6)	157 (34.4)	456 (100.0)	372 (93.2)	27 ( 6.8)	399 (100.0)	854	53.3
1982	242 (55.1)	197 (44.9)	439 (100.0)	350 (89.5)	41 (10.5)	391 (100.0)	831	52.9
1983	333 (68.1)	156 (31.9)	489 (100.0)	531 (95.3)	26 ( 4.7)	557 (100.0)	1,046	46.8
1984	385 (71.6)	153 (28.4)	538 (100.0)	716 (96.2)	28 ( 3.8)	744 (100.0)	1,281	41.9
1985	385 (75.5)	125 (24.5)	510 (100.0)	1,495 (97.2)	43 ( 2.8)	1,538 (100.0)	2,048	24.9
1986	664 (84.3)	124 (15.7)	788 (100.0)	1,770 (99.4)	10 ( 0.6)	1,780 (100.0)	2,568	30.7
1987	1,132 (89.2)	137 (10.8)	1,269 (100.0)	1,249 (99.6)	5 ( 0.4)	1,254 (100.0)	2,523	50.3
1988	1,321 (84.2)	248 (15.8)	1,569 (100.0)	2,168 (95.8)	94 ( 4.2)	2,262 (100.0)	3,831	40.9
1989	1,665 (85.9)	273 (14.1)	1,938 (100.0)	3,499 (98.1)	68 ( 1.9)	3,567 (100.0)	5,506	35.2
1990	1,696 (84.3)	316 (15.7)	2,012 (100.0)	2,136 (90.5)	225 ( 9.5)	2,361 (100.0)	4,373	46.0
1991	1,129 (73.4)	409 (26.6)	1,538 (100.0)	4,109 (92.9)	313 ( 7.1)	4,422 (100.0)	5,960	25.8
1992	1,177 (70.9)	482 (29.1)	1,659 (100.0)	3,853 (88.8)	488 (11.2)	4,341 (100.0)	5,999	27.6
1993	1,365 (64.9)	738 (35.1)	2,103 (100.0)	6,134 (84.3)	1,141 (15.7)	7,275 (100.0)	9,377	22.4
1994	1,395 (60.4)	914 (39.6)	2,309 (100.0)	3,162 (75.7)	1,013 (24.3)	4,175 (100.0)	6,484	35.6
1995	2,089 (66.0)	1,075 (34.0)	3,164 (100.0)	5,415 (92.8)	422 ( 7.2)	5,837 (100.0)	9,002	35.2

（注）1）海外投資は受入国側からみた方がデータが確実なので、ここでは受入国サイドのものである。

2）IMFは1979年まではFPIをネットで、つまりinbound（対内）とoutbound（対外）の差で記録していた。

（資料）IMF, Balance of Payments Statistical Yearbooks, 1987-1996. ただしDunning, John H. and John R. Dilyard (1999). Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment, *Transnational Corporations*, vol. 8, no. 1. Table1.1および1.2, pp. 49-50より作成。

2に、とはいえ次第に両者は同時並行的に進行しだしてきて、相互補完的になってきており、したがって、FPIからFDIへという一方通行ではなくなってきていること、第3にFPIに関して、FDIと同様に一般的なパラダイムを構築することが可能であり、それは、FDIの際のOLIを基にし、それをさらにOLEモデルで補完することで可能になること、そしてその結果、第4にFDIとFPIを統一的に説明することができること、などにある。

そこで、ダニング/ディラード共同論文の内容をもう少し立ち上げて説明してみよう。

彼らは最初に1980年から1995年までのFDIとFPIの推移を比較して、前者が国際的な民間資本移動の支配的な形態になってきており、かつ全ての投資の中で重要な部分を構成するようになってきているというが<sup>14)</sup>、第1表を見る限りは、逆に後者のほうがほとんどの年で多い。もっとも、ここで依拠したIMF統計には、FPIの中に公的部門の証券が含まれていて、民間のみではないこともある。また国際収支統計では、海外投資は直接投資、証券投資、その他の投資に三分類されているが、彼らは後の二つを一緒にして、証券投資として一括りにしていること

もある。とはいえ、数字的にはFPIの方がFDIよりも多いのは事実なので、支配的形態 (dominant form) とか、重要な構成部分 (significant proportion) という言葉をどう解釈するかだが、実質的にはFDIが主導的な国際投資 民間投資 の手段になってきたことには、誰も異存がないだろう。その意味で理解しておこう。そしてこの国際投資 FDIもFPIも は圧倒的に先進国向けであることを確認しながらも、近年は途上国へのFDIが それに応じてFPIもある程度まで ふえてきていることを指摘している (同じく第1表)。その主な理由は先進国における発達した資本市場の存在と、それをめがけた政府証券の増大、そして途上国の経済発展にあるとしている。

さてそこで、FDIがFPIと異なるのは、第1にFDIには金融資産ばかりでなく、非金融資産、とりわけ、技術や知的資本の移動が含まれていること、第2にFPIにはFDIと違って、移転された資産の所有権の変更が生じること、第3にFDIは一塊りになっていて、分割不能であり、代替ができず、多くは移転された資産の開発を支配する企業によって引き受けられていて、これらの資産への支配力や影響力のほとんどない個人や非営利機関ではないこと、第4にFPIが利子率の内外格差に敏感に反応するのにたいして、FDIは競争相手が獲得しているよりも大きな経済実績の達成できる機会への期待が動機となっていること、そしてそのためには、直接投資企業は外国のライバル企業が保持しているものよりも何らかの競争上の優位性を持っている必要があり、この優位性が国境を越えて移転可能なものでなければならないこと、に帰着するという。なおこれら四点は、後に見るが、ウィルキンスも同意している。

要するに、彼らによれば、企業内での資本の移動それ自体を説明することではなく、コントロールもしくは影響力を行使するに足る金融的利害関係を有する、外国にある企業での付加価値活動を何故おこうなのかを説明することが、FDIに関しては大事になるということである。つまりFDIは何故企業は海外にでるのか、そして何故企業は輸出や技術のライセンス販売ではなく、海外での付加価値の獲得のために子会社の新設や既存企業の買収を行うのかという点の説明にこの場合の核心がある。そしてこれは企業の経営上の支配権の獲得に帰着するので、持株比率の25%なり、10%なりを目安にして、それを確認することになる。このことを説明するには、企業、貿易、立地、市場構造などの理論を援用して、それらを総合した理論の定立が必要になる。そこから、OLIモデルの説明に入るわけで、これに関しては周知のことなので、省略して、問題を内部化 (I) にのみ絞ってみよう。

企業が国を超えた中間財の市場を内部化したがる理由を経済学者は金融資産ではなしに、実物資産に焦点をあてて論じてきた。だから、パテントの所有権といった特殊な技術の優位性の開拓を行う理由に努力の多くをあてていて、間接投資よりも直接投資が好まれる理由、つまりは国際資本市場の内部化にはまったく関心を示してこなかった。その理由は、これら二つが代替的なもの、あるいはまったく独立的なものだと考えられてきたからではないかと彼らは言う。

しかしこれは間違いであり、今日のグローバル化した経済の下では、両者は民間資本の移動を説明するための共通のパラダイムの中のそれぞれの構成部分だと考えるのが妥当であろうというのが、彼らの考えである。基本的には金融活動だとはいえ、FPIは貿易におけるアームスレングス取引と同じようなもので、企業間の つまりは市場での 交換として説明できるが、FDIは企業内の取引、つまりは内部化の理論を使って説明しなければならないということになる。そして両者はひとつの理論体系の中に総合されるものである。

というのは、もっと大事なこととして、FDIとFPIとの相互関連性（interconnectedness）が近年、急速に強まってきているからである。歴史的にはFPI 民間、公的双方とも はFDIに先行していて、19世紀の初頭、ヨーロッパからの対米投資はローンや少数株所有の形をとった。しかしアメリカ経済が成熟するにつれ、資本市場も整備されて、多くの外国資本を引きつけられるようになっていって、その性格や特徴も次第に変化するようになった。だが、現在のFDIとFPIの相互関連はもっと複雑で、たとえば、中国の多国籍企業がオーストラリアの鉱山事業にFDIする場合、外国の銀行や国際融資機関や外国政府によるローンでそれが賄われたり、アメリカ企業によるフランスの通信会社の買収が成功すると、その被買収企業へのFPIが行われたりする。さらにカナダの企業の加工技術と引き換えに、ブラジルの企業がマーケティングと流通を提供するという戦略提携が行われた場合、それに伴って投資が行われたりすることがよくある。このように、両者が複雑に入り組み、相互に転化し合うような現象が最近では顕著になっている。

さらに以下の三つの事例をあげて、FDIとFPIの複雑に交差している様子を描いている。第1のケースは消費財生産会社（A社）がグローバルに展開しようとして、エマージングマーケットの有力販売会社（B社）に目を付けた場合である。A社は、B社が現地で有力なため、自己の子会社を設立するのは得策ではないと判断し、一方、B社も事業活動を拡大したいが、十分な資金を調達できないでいる。この場合、両者の思惑が一致して、共同事業を起こすことを思いつき、A社はB社の販売組織を使って拡大を図ろうとして、B社に資金提供、つまりは融資を持ちかける。この場合、所有権の移転も起こらなければ、別の会社ができるわけでもない。これは定義上はFDIに分類されるが、内容上はFPIである。第2のケースは技術系の3社からなるコンソーシアム（共同事業体）が次世代チップの開発に取り組み、それを大量生産するのに適した国として、D国に目を付けた場合である。そこには国営のチップ加工工場があり、過剰生産気味であった。そこで両者の思惑が一致して、協定を締結して、国営工場を民営化（プライベートイゼーション）し、コンソーシアム側は各社16%ずつ、合計して48%の株式を保有し、この民営化された企業の経営権を手に入れたとしよう。この場合は明らかにFDIである。第3のケースはグローバルなコングロマリット企業がY国に目を付け、ここでの事業拡大を目指したとしよう。手始めに、その小さな会社の株式を100%所有し、その会社の経営は順調で、

利益も上がったとする。しかし、コングロマリット側がY国での事業を今後拡大しようとするれば、投資を増やすだろうが、拡大が利益につながないと判断すれば、その会社は売却されるだろう。この場合、書類上はFDIだが、しかし経営手法を見る限りはFPIにすぎない。

またFDIがFPI的な性格を持ち出してきていることもある。流動資産が豊かな企業は純粋に金融投資として企業を買収して、所有権を獲得したりしており、この場合に非金融資産の移転はない。それは産油国資本が1970年代に欧米の企業を買収したのが好例である。あるいは1980年代以降、海外での付加価値の向上を通じて競争力をつける目的が希薄な戦略的資産探し (strategic asset - seeking) もあり、これなどを見ると、両者の境目は極めて微妙である。かろうじて、FDIには投資家への所有権の移転があるが、FPIにはそれが無いという違いが残っているだけである。

こうしたことを考えていくと、知識主体のグローバル経済の進行という新たな事態の認識に行き着かざるをえない。この過程が進展するにつれて、事実上、資産創出 (asset creation) と資産利用 (asset usage) にたいするコントロールは金融資本の所有権ではなく、知的資本への所有権に依存するようになってくる<sup>15)</sup>。その結果、クロスボーダーでの非株式所有に基づく提携やネットワーク関係のものすごい勢いで成長をこの15年ほど見てきている。その動機は様々であるが、共通しているのは、参加企業へのFDI抜きでの資産の国際的な移転を含意していることである。場合によっては、提携が競争力の強化を意図していることもあり、しかもそれを文書で明記していることすらある。たとえば、ホテルやファーストフードのチェーン店網、板ガラスでのライセンス協定、石油化学でのターンキー方式、繊維や靴や電子での下請契約などであり、こうしたコラボレーション (協力・協同化) は国籍の異なる複数の企業間の非株式的連合と資産または権利の移転があるところに、特徴がある。

したがって、これらの事例から引き出しうる結論は、第1にFDIとFPIとの相互補完関係 (complementarity) の増大である。それは、時には同時並行的 (simultaneous) に、そして別のケースでは連続的・継起的 (sequential) に行われる。いずれにせよ、それらはばらばらなものではなく、全体的・統一的に決定されているものである。第2は企業特殊資産ないしはその権利が国を越えて頻繁に移動するようになった結果、FDIと、FPIやその他のものとの境界は曖昧になってきた。したがって、国際的な資産移動を説明する統一的な全体理論がますます必要になってきている。

これらがダニング/ディラード説の主要な流れであるが、それをさらに深めるために、いくつかの点を補充しておこう。第1に、FDIをFPIから区別するために使っている資産 (assets) という独特の表現の意味内容である。FDIとは、彼らによれば、「創出資産 (created assets) のパッケージにされたものが、移転企業の管轄内で国境を越えて移転される様式を本質的には表している」<sup>16)</sup>。そして「創出資産」とは、たとえば資本、知識、技術能力、企業家精神をさ

し、これにたいして、伝統的な「自然資産」(natural assets)は、たとえば土地や不熟練労働をさしている。つまり、ここでいう資産は人間の創意と努力によって生み出された、固有の価値を持つ得難いもの、あるいは経済的に価値あるものといった意味合いであって、必ずしも経営学や会計学、あるいはそれを援用した国際収支でいう固有の意味での「資産」に直結するものではない。したがって、人によってはFDIを「経営資源のパッケージ（一塊り）での国を越えた移転」といったりするが、その場合の「資源」と同じ意味合いである。

そして、対外直接投資は国際収支上は被投資企業の支配が可能な持株（equity）と貸付資本（loan capital）に加えて、海外子会社があげた利益の現地再投資分（reinvested profits）と企業内資金移動（intracompany financial transfer）を内容としている。ストックベースで見ると、これはもっと簡単で、（通常は簿価での）外国子会社総資産の中の親会社の持分から、その流動債務を引いたものである。これにたいして、民間のFPIにも、国を跨る個人や機関の間での株式保有と長期債務（ボンドならびにローン）が含まれている。それは資本市場を経由して間接的にか、外国企業へ直接にか、いずれかを通じてなされるが、ただし、その持分比率は当然に直接投資にならないまでの度合である。こうした投資は歴史的には国際資本市場を通じてなされた。またFPIは多くの国、多くの企業に少数株所有の形態やローンの形態で投資するし、さらには民間企業ばかりでなく、公共機関にもそれを行う。そしてFDIとFPIが強く関連し合うようになると、両者の区別は実際は困難になる。大事なことは、両者が競合的だと考えるのではなく、ひとつの共通のパラダイムの中の、時には補完的（complementary）で、そしてもしそういうのが可能なら、オールタナティブ（二者択一的選択肢）なものだともたほうがよいことである。

第2に、FDIとFPIの関連性、連続性、継起性に関してだが、公共投資の場合、FPIは公的機関や国際機関によってファイナンスされたり、あるいは投資保証計画によって保護されている。こうした伝統的な、FDIに先立って行われる（pre-FDI）ものと、最近は途上国の急速な経済成長によって、FDIの後に続く（post-FDI）場合がでてきた。前者が政府や国際機関によって主導されるのにたいして、後者は個人や機関投資家によって企画され、利益をあげることや成長分野で行われる傾向があることに、両者の違いがある。このこともFDIとFPIとの継起性を示している。

またFDIとFPIの関連性を考える素材として、イギリスの対米投資と、最近のエマージングマーケットの例を取り上げて、詳しく論じている。まず前者 その内容はよく知られていることなので、要点のみを記せば では、投資発展の道筋（investment development path）の概念を使ってそれを説明しようとする。つまり、一国はその経済発展につれて、FDIへ つまり outward FDI の性向、もしくは外国企業に投資される 同じく inward FDI 性向が強まるといふもので、初期の発展段階ではFDIのネットの輸入国だが、その国企業の競争的優位が高ま

第2表 イギリスの対米FDIとアメリカのGNPの推移：1972 - 1995年

(単位：10億ドル，%)

年	FDI <sup>2)</sup>	増減率%	GNP	増減率%
1972 - 1974 <sup>1)</sup>	0.36		1,350	
1973 - 1975	0.56	55.9	1,478	9.5
1974 - 1976	0.58	2.4	1,619	9.5
1975 - 1977	0.63	9.9	1,792	10.7
1976 - 1978	0.76	19.8	2,011	12.2
1977 - 1979	1.26	66.7	2,257	12.2
1978 - 1980	2.04	61.9	2,506	11.0
1979 - 1981	3.20	56.6	2,776	10.8
1980 - 1982	4.26	33.1	2,995	7.9
1981 - 1983	4.52	6.2	3,226	7.7
1982 - 1984	5.08	12.4	3,472	7.6
1983 - 1985	4.86	4.3	3,763	8.4
1984 - 1986	6.22	28.0	4,044	7.5
1985 - 1987	10.35	66.2	4,292	6.1
1986 - 1988	15.05	45.5	4,577	6.6
1987 - 1989	19.19	27.5	4,900	7.1
1988 - 1990	14.51	- 24.4	5,227	6.7
1989 - 1991	9.71	- 33.1	5,503	5.3
1990 - 1992	2.10	- 78.4	5,839	6.1
1993	13.23	530.8	6,564	12.4
1994	11.12	- 15.9	6,932	5.6
1995	22.08	98.5	7,247	4.5

(注) 1) 3年間の平均値

2) reinvested profitsを含む

(資料) U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*各号より作成。ただしDunning, John H. and John R.Dilyard. *Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment*, op cit., Table 4. p. 31による。

るにつれて、次第にFDIの輸出国に転換するというものである。したがって、植民地アメリカは当初はヨーロッパ、とりわけイギリスからの、移民、実物資本の輸入、援助、ローン、さらには外国からの直接投資やポートフォリオ投資、創出資産の提供に仰いでいた。19世紀の中葉には、大部分が政府向けの投資で、残りは鉄道、運河、道路などのインフラ部門への債券投資で、製造業への直接投資はほとんどなかった。しかし1870年以降、アメリカ経済の成熟に伴って、次第にこうした性格は変化するようになる。第一次大戦後、依然としてFPI中心ではあるものの、FDIも増大するようになる。前記クレオナ・ルイスは1914年時点でのイギリスの対米投資は86%が米国証券の購入だといっているが、ダニングは外資による対米長期投資の21%、つまりは14億5千万ドルはFDIだったと推計している<sup>17)</sup>。しかし、資本市場の崩壊によって、

第3表 対米FDIとFPIの推移：1972 - 1995年

(単位：10億ドル，%)

年	FDI	増減率%	FPI	増減率%	合計( + )	増減率%
1972 - 1974 <sup>1)</sup>	2.8		5.9		8.7	
1973 - 1975	3.4	19.8	3.0	- 48.6	6.4	- 26.4
1974 - 1976	3.9	15.0	2.9	- 3.8	6.8	6.3
1975 - 1977	3.6	- 8.9	11.0	278.3	14.6	114.7
1976 - 1978	5.3	49.3	12.0	8.6	17.3	18.5
1977 - 1979	7.1	33.8	11.4	- 4.8	18.5	6.9
1978 - 1980	11.5	61.8	6.8	- 40.1	18.3	- 1.1
1979 - 1981	17.3	50.7	9.3	37.1	26.6	45.4
1980 - 1982	18.7	8.0	11.7	25.2	30.4	14.3
1981 - 1983	17.1	- 8.8	8.7	- 25.3	25.8	- 15.1
1982 - 1984	17.1	- 0.1	12.2	38.9	29.3	13.5
1983 - 1985	18.8	10.3	31.5	159.3	50.3	71.7
1984 - 1986	26.1	38.4	58.2	84.7	84.3	67.6
1985 - 1987	31.6	21.2	70.8	21.7	102.4	21.5
1986 - 1988	44.3	40.2	73.0	3.0	117.3	14.6
1987 - 1989	55.7	25.6	77.6	6.4	132.3	12.8
1988 - 1990	57.6	3.6	63.9	- 17.8	121.5	- 8.2
1989 - 1991	45.9	- 20.4	58.4	- 8.5	104.3	- 14.2
1990 - 1992	29.2	- 36.4	50.5	- 13.5	79.7	- 23.7
1993	43.0	47.4	111.0	119.7	154.0	93.2
1994	49.8	15.7	139.5	25.7	189.3	22.9
1995	60.2	21.0	236.2	69.4	296.4	56.6

(注) 1) 3年間の平均値

(資料) IMF, Balance of Payments Statistical Yearbook, 1996. ただしibid., Table 5. p. 32による。

それ以上の発展はのぞめず、本格的なFDI時代は第二次大戦後を待たなければならなかった。しかしそれもアメリカの対外直接投資が活発なため、対米投資は最初の20年間は低かった。それが増加し始めたのは、1980年代に入ってからであり、1982年には、イギリスからの対米FDIがアメリカからの対英FDIを上まわるようになった。これは主にM&Aによるもので、その結果、FDIとFPIが並行的に進行するようになった。イギリスの対米FDIの推移をみた第2表と、アメリカへの外国からの投資全体を見た第3表からは、なお3年間の平均値をとったのは、彼らによると、M&Aや短期の投機といったものの影響をできるだけ緩和させて、趨勢として理解しようという意味だという。第1にGNPの成長率よりも外国からの投資 FDIとFPI のそのほうが高いこと、とりわけ、固定資本形成の中に占めるFDI流入額の割合は、1990年代に大いに増加したこと（1976 - 80年は2.0%、1981 - 85年は2.9%、1984 - 89年は5.8%にたいして、1990 - 94年は41（4.1?引用者）%にも達している）<sup>8)</sup>、第2にFDIとFPIは並行的に進行してお

り、とりわけ、1980年以降はその傾向が顕著であること、第3にFPIの割合が相対的には増加しているが、それはまた大幅な増減を繰り返す変動的な性格を帯びていること、などが特徴として見て取れる。

後者のエマージングマーケットに関しては、この20年間、民間の外国資本の流入が急速に増大し、とりわけFPIの増加が大きいことが特徴である。それを示すものは第4表から第7表までで、ここでは三つの時期、つまり、1975 - 1981 (デットクライシス (債務危機) 以前)、1982 - 1988 (デットクライシスとその直後)、1989 - 1995 (回復過程からブームへ) に分けてみると、民間の債務は再建されるか公的債務に転換され、そしてこの公的債務は第三者機関、たとえば、アメリカ財務省やIMFによって保証されていること、また新しい民間債務は途上国全体への波及によって、緩やかになったことがわかる。他方、FDIのネットフローはこのデットクライシスの間に167%も増加した。これらのことを含めて、全体的には以下のように、その特徴を要約することができる。第1に1975年の段階ではFPIがFDIを上まわっていたこと、第2にそのFPIのほとんどは証券ではなく、商業銀行貸付であったこと、第3に民間の外資に占めるFDIの割合は各段階ごとに増大してきていること、第4にとりわけそれは東アジアの方がLAよりも高いこと、第5にデットクライシス以後はFDIがFPIを上まわっていること、第6にFDIは第1期から第2期にかけてよりも、第2期から第3期にかけてのほうが高いこと、第7にFPIはその逆の傾向が見えること、第8に東アジアが最大の成長率を示していること、第9にLAは途上国全体よりも低い増加率だが、それは1975年段階ですでに他よりも高い水準にあったことからきていること、などである。このように、途上国が外資を引きつけたのは、先進国の利子率の低下と途上国の期待利子率が高いことが根拠にあった。そしてFPIは外部化利益を追っている点で、FDIの内部化利益を追っているものとは異なるが、両者は統一的なものの各構成部分をなしている。

第3に、FPIとFDIは共に共通の大きな枠の中でのそれぞれの構成部分だと考えると、FPIにたいしても折衷理論が適用可能であり、それを適用させると、長期のFPIのレベルとパターンは、とりわけ企業、機関、個人投資家によって商業機関においておこなわれていること、またFPIとFDIの選択は特にFDIが競争力を増大させている場合に、FPIがその他の実物資源の移転の一部を担っている場合に生じること、がわかる。なお、FPIのアクターとその目的は第8表のように示されるが、それぞれではその目的も、その優先順位も異なっている。またOLEのそれぞれの優位性的内容・根拠とそれらの関連性は第9表にあるとおりである。これらのそれぞれの特性に応じて、FPIにあたってはOLEのいずれかが、あるいはそれらの組合せが、選択されることになる。そして実際にそれがどう実行されるかは、第10表に示されるとおりである。これら三つの表に示されたものが基準になっていることで、FPIへのOLEモデルの適用が可能だとしている。

海外証券投資と海外直接投資の関連と区別に関する一考察（関下）

第4表 途上国への民間外国投資のネットフロー：1975 - 1995年

（単位：10億ドル，％）

	FDI	I=100とした INDEX	FPI	I=100とした INDEX	合計 ( + )	FDI比率 ( / ) %
: 1975 - 1981	7,035	100.0	7,866	100.0	14,901	47.2
: 1982 - 1988	11,764	167.2	- 169	- 2.1	11,595	101.5
: 1989 - 1995	53,037	753.9	35,671	453.5	88,707	59.8

（資料）World Bank, Global Development Finance, 1997より作成。ただしibid., Table 6. p. 35による。

第5表 東アジアとLAへの民間外国投資のネットフロー：1975 - 1995年

（単位：10億ドル，％）

	FDI	途上国全体に占める FDIの比率%	FPI	途上国全体に占める FPIの比率%	合計 ( + )	途上国全体に占める 合計の比率%
: 1975 - 1981	5,679	80.7	6,242	79.0	11,891	80.0
: 1982 - 1988	8,519	72.4	- 475	281.4	8,044	69.4
: 1989 - 1995	41,264	77.8	29,439	82.5	70,704	79.7

（資料）World Bank, Global Development Finance, 1997より作成。ただしibid., Table 7. p. 37による。

第6表 各時期別の変動

（単位：10億ドル，％）

( 1 ) 東アジア・LA						
	FDIの変化	途上国全体に占める FDI変化の比率%	FPIの変化	途上国全体に占める FPI変化の比率%	合計の変化	途上国全体に占める 合計の変化の比率%
から へ	2,840	60.1	- 6,687	83.2	- 3,847	116.3
から へ	32,746	79.3	29,914	83.5	62,660	81.3
( 2 ) 途上国全体						
	FDIの変化	FPIの変化	合計の変化			
から へ	4,728	- 8,035	- 3,307			
から へ	41,273	35,839	77,112			

（資料）World Bank, Global Development Finance, 1997より作成。ただしibid., Table 8. p. 37による。

第7表 東アジアとLAへの民間外国投資ネットフローの内訳：1975 - 1995年

（単位：10億ドル，％）

( 1 ) 東アジア						
	FDI	I=100とした INDEX	FPI	I=100とした INDEX	合計 ( + )	FDI比率 ( / ) %
: 1975 - 1981	1,174	100.0	843	100.0	2,017	58.2
: 1982 - 1988	3,539	301.4	938	111.3	4,477	79.0
: 1989 - 1995	26,592	2,264.5	13,011	1,544.3	39,603	67.1
( 2 ) LA						
	FDI	I=100とした INDEX	FPI	I=100とした INDEX	合計 ( + )	FDI比率 ( / ) %
: 1975 - 1981	4,518	100.0	5,370	100.0	9,887	45.7
: 1982 - 1988	4,980	110.2	- 1,413	- 26.3	3,567	139.6
: 1989 - 1995	14,672	324.8	16,429	306.0	31,101	47.2

（資料）World Bank, Global Development Finance, 1997より作成。ただしibid., Table 9. p. 38による。

第8表 FPIの主要アクターとその目的

投資家	目的
1. 機関投資家 (ミューチュアルファンド)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利回り</li> <li>・キャピタルゲイン</li> <li>・多様化</li> <li>・投機</li> <li>・市場知識 / アクセス</li> </ul>
2. 銀行持株会社 (銀行)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利回り</li> <li>・キャピタルゲイン</li> <li>・市場知識 / アクセス</li> <li>・多様化</li> </ul>
3. 非金融会社 (その他: 企業, 投資銀行, 保険会社, ペンションファンド, 個人)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利回り</li> <li>・キャピタルゲイン</li> <li>・投機</li> <li>・市場知識 / アクセス</li> <li>・多様化</li> </ul>

(資料) ibid., Table 1. p. 19より作成。

第9表 FPIのためのOLE変数の内容

所有(O)	立地(L)	外部化(E)
投資ファンドの規模	政治的安定性	他の市場, 特に本国市場との収益の相互関連
地域, 部門に基づくファンドの数 <sup>1)</sup>	市場経済へのコミットメント	低取引コスト
新規 / 追加ファンドへのアクセス	市場開放度・グローバル市場への統合度 <sup>2)</sup>	可分性, 透明性, 代替可能性
投資資金の譲渡性	市場の洗練度または成熟度	専有情報の所有
研究能力と情報アクセス	証券投資への政府支援度	
ファンドマネージャーの経験・能力	利益の本国送金の容易さ	
リスクへの顧客の選好	資本の本国送金の容易さ	
リスク管理能力	金融市場インフラの条件	
電子ファンド移転・通信能力	経済成長の歴史と展望	

(注) 1) 貯蓄の制度化と呼ばれるものがこれに該当する

2) 金融市場の自由化がFPIを拡大した。

(資料) ibid., Table 2. p. 20より作成。

第10表 OLE優位性のFPIへの実行方法

優位性	実行方法
所有（O）	投資（債務，株式等）の選択（額，期間，利回り，立地，分散性を含む）
立地（L）	企業や顧客の多様化要求や国・部門への選好度に応じた投資 知識採集投資，有利な税政策や配当の本国送金政策
外部化（E）	国，地域，部門への選択的参加と移動の追求

（資料）ibid., Table 3. p. 20より作成。

第4に，FDIの増大と途上国でのエマージングマーケットの出現は両者の連関をますます強めてきているが，その際，受入国政府の役割はグローバルな知識主体の経済において，市場の条件を整え，制度的，法制的，道義的なインフラ整備の上で重要になっている。

したがって，国の持つ，FDIとFPI促進の上での役割の変化に十分に注意を払わなければならないというのが彼らの考えであるが，これは多くの人々が感じていることでもあり，国の競争的地位といった指摘<sup>9)</sup>もあるほどである。

### 3. ウィルキンスの批判と自らの見解の要点

前節で詳細に紹介したダニング/ディラードの所説を受けて，ウィルキンスはそれにコメントを加えるような形で，FDIとFPIに関する自説を展開している。彼女の中心的な問題意識は，第1にFDIとFPIとは代替的か，補完的か，あるいはまったく無関係かということを検証すること，第2に投資家（個人，集団，法人，公的機関等）がFDIを選ぶかFPIを選ぶかにあたって，一般的なパターンを検出することができるかどうかを判断すること，にある。これを歴史的な展開経過を詳細に検討することからえようとしている。その理由は，歴史こそは理論を証明できる主要な根拠を与えてくれると，彼女が確信しているからである。そしてそこから得られた結論は，両者は長い間共存し，かつ複雑に絡み合ったクロス投資が行われ，共通の特徴を持ちながらも，そこから両者の関連についての一般的なパターンを検出することはできない。つまり，二つのものはその動機（motives）も，経路（conduits）も，そして主体（actors）も異なっていて，相互作用も，受入国に与える影響も異なる。したがって，現在までのところ，両者を結合させる一般的なパラダイムは見つからないというものである。政府の政策もこのことをよくわきまえて，適切な政策を打たねばならないと，彼女は述べている。

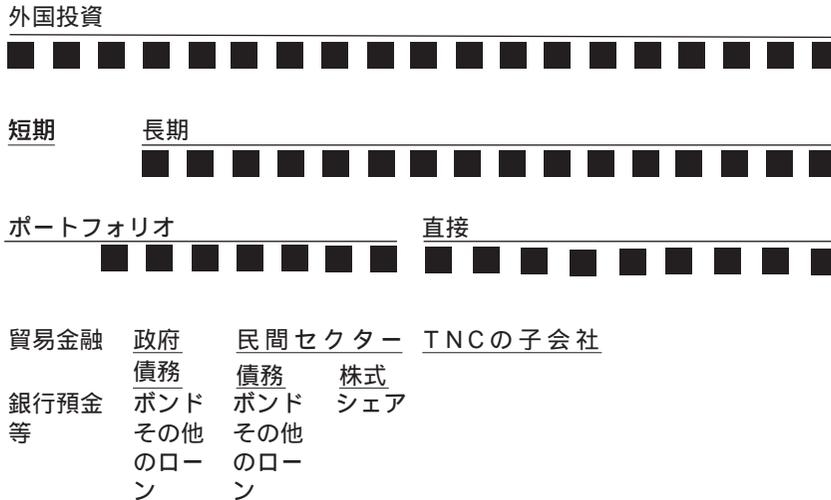
そこで，これらをもう少し，詳しく展開してみよう。まず第1の論点の，FDIとFPIは相互に補完的なものか，それとも代替的か，あるいはまったく独立的なものかという点に関してであるが，これに関しては，彼女の理解しているFDIとFPIのそれぞれの概念規定から始めてみ

よう。FDI投資家は所有（ownership）や支配（control）またはその可能性（potential for control）や、少なくとも影響力（influence）の行使の観点から、企業戦略の一部として海外への投資を行っている。つまりは彼らは能動的・積極的（active）な存在である<sup>20</sup>。したがって、企業は金融上の出資のみならず、無形資産やビジネスのやり方や技術の移転に見合った、応分の見返りを求めて投資する。ここで大事なことは、ウィルキンスによれば、「能動的」とは資産の海外での使用によって発生するものへの継続的な参加（あるいはその可能性）をFDI投資家が意図していることであるという。なおアメリカの場合、特に「支配」という言葉に重きを置いており、この言葉をFDIの中に採用した最初の国でもある。つまり、「FDIの概念は海外での活動を支配する企業の能力と同義と見なされた」<sup>21</sup>）のである。なおこの間の事情に関しては、後に詳しく説明する。

これにたいして、FPIは金融的なものであり、形態としては債務（その内容は証券化されたものか、それ以外の非証券化のままのもの、またその対象は国家向けないしは民間向け）もしくは株式の形をとる。そして、その際に長期だけとするか、短期も含むかという問題が起こるが、彼女は、第1節でも述べたように、長期だけに限定している。その理由は、問題の性格は投資家の保有期間にあるのではなく、対象そのものからきており、伝統的に株式は長期的なものであり、一年以上の債務は長期的であるとみなされてきたからである。そしてここでもっとも大事なことは、FPI投資家の意図（intention）が受動的（passive）なことである<sup>22</sup>。すなわち、彼らは投資によって作られる活動をマネージ（経営管理）する意図は持ち合わせていない。なおここで意図を強調したが、それは実現するか否かによって判断されるものではなく、時によっては、実現されない能動的な意図もありうることを理解しておかなければならないという。

したがって、以上のことは第1図のように整理され、太字で示したところが、ウィルキンスのFDIに当たる箇所である。この定義からもわかるように、これは明快（clear cut）なものではなく、どちらかといえば、捕らえ所のないものである。むしろ定義づけは論争の素材提供でもあるというのが、彼女の立脚点である。もちろん、こう定義したからといって、独自性が強調されているわけではなく、共通基盤は多くあり、ダニング/ディラードの前述の4つの定義（3頁）にたいしては、細部ではいくらかの違いがあることを留保しつつも、彼女はこれを承認している。しかし、FDIとFPIとでは、主体も動機も経路も異なる。このところはダニング/ディラードも同じだが、そこから、前節で述べたように、彼らが両者の関連性に言及していったのにたいして、ウィルキンスはその反対にその差異性を強調している。というのが、その主張点である。なお、FDIの主体としては企業と富裕な個人に大別されるが、後者の行う不動産投資などは、多国籍企業の子会社という、FDIの範疇にはすっきりとは収まらない感じもするし、また政府の中には自治体などのサブナショナルなものも一括されてしまってい

第1図 海外資本



（資料）Wilkins, Mira (1999). Two literatures, two stories: is a general paradigm of foreign portfolio and foreign direct investment feasible? *Transnational corporations*, vol. 8, no1 (April 1999). Figure1. p. 59より作成。

るなどの、単純化されすぎている印象は否めないと断っている。

ところで、これまでの研究史を紐解くと、当初、FDIとFPIは共に国際的な資本移動の中で統一的に研究されていたが、多国籍企業（Transnational Corporations, TNC）が隆盛になりだすと、FDIはTNCの研究と結びつけられて、その一部と見なされるようになり、FPIはそこから分離されるようになって、軽視されていった。しかし、近年、金融市場の自由化が進み、マクロ開放経済的な視点での研究者がふえてくると、今度は資本 マネー の移動や金融市場の動きを追うことから、FPIが重点になり、逆にTNCやFDIに関する関心を示さなくなってきた。こうした現状を見ると、歴史的な経過の中でのそれらの扱われかたとその変遷を辿ることが、問題を原点に戻して考え、それを深めるためには是非とも大切になると、彼女は考える。そして、ウィルキンスの結論は、歴史的には両者は共存してきた（co-exist）ことはいえども、それは両者の連合（associations）を意味することにはならないというものである。その意味では、FDIをFPIから峻別する その際のキーワードは支配の有無にあり、それは投資家の能動性に帰着する ことがウィルキンスの一貫した立場である。

そこで、次に、歴史的な推移とその変化を概観することになる。FPIとFDIの歴史的な変遷過程に関しては彼女の得意分野であり、広範かつ細部にわたる詳細な指摘がなされているが、広範な内容やその細部の微細な叙述に関して個人的にどんなに興味はあっても、本稿の本筋と直接に関係ないところや、一般的によく知られているところは省略することにする。古代、それもアッシリアやフェニキアに多国籍企業が存在したといった、途方もない話は別として、中

世後のヨーロッパ世界を考えると、当時はFPI、それも政府債がほとんどであった。この性格は重商主義時代の冒険商人の海外雄飛とも結びついて、マーチャントバンカーが海外支店つまりはFDIを拠点にした活動と共に、外債の引き受け業務 FPI を盛んに行った。また東インド会社などの、植民地を中心にした海外活動 FDI や証券の取引 FPI などもお馴染みのものである。そしてここからFDIとFPIの共存関係を確認できるが、概して、19世紀後半から20世紀初頭にかけて、イギリスを主要な資本輸出国とする世界的な貿易、投資、決済網が形成され、公債や社債が盛んに取引されたことは、改めて繰り返すまでもない、よく知られたことである。

その結果、国際収支の考えが次第に台頭するようになる。貿易取引の結果としての資本の移動という考えが登場し、後者は財の移動の資本的つまりは金融的な決済を行うバランス項目と考えられた。そこから、第一次大戦後、有名なトランスファー問題が浮上するようになる。そうすると、こうした金融的決済項目としての資本移動と、上で見たようなFDIやFPIとを、どう区別するかが問題になってくる。そこで、後者の長期資本の移動を「自律的」(autonomous)なものとして、バランス項目とは区別する考えが、1950年代にミードなどによって確立されるようになる<sup>23)</sup>。しかし今日では、貿易も投資も同一現象と考えられがちで、なおかつ世界的な貿易、決済、資本の自由化の動きが一体になって進行している。とりわけ、アメリカの大幅貿易赤字と大量の資本流入とが同時進行し、経常収支の赤字が常態化している現状では、両者を区別することがますます困難になっている。その結果、FDIとFPIを区別することも難しくなっている。

ところで、第一次大戦までの、国際金本位制下での最大の資本輸出国イギリスの資本移動エーデルスタインは1914年のイギリスの海外資産を国富の30%と見積もっている<sup>24)</sup> の特徴に関しては、それこそ貴重で有力な研究成果が多数あり、それぞれの細部にわたっては異なる評価を下すことが可能であり、論争的でもあるが、彼女はその特徴を以下のように要約している。まず、その前提として、1880 - 1914年までの時期の外国投資の主体と形態を要約すると、ソヴリン(国家向け)ローン、巨大な外国企業(利子・配当を簡単に収集できる)、受入国に設立された小規模な外国企業、海外で活動する、母国で登録された会社、主要な活動は本国にあるが、海外での活動を拡大している企業、によって、主に担われてきた。これらをどう分類するかは時代により、人により、かなりの広がりや違いがある。たとえばフェイスはを直接投資と考えたし<sup>25)</sup>、サイモンはそれとは区別して、をポートフォリオ投資と考えた<sup>26)</sup>。もっとも、1913年以前には、FDIとFPIという言葉は使われていなく、イギリスの対外投資の統計の推計で有名なジョージ・ペイッシュはをバンキングハウス(金融会社)による「海外で使われた民間資本」などと表現している<sup>27)</sup>。そして多くの研究者はこれら全てをポートフォリオ的なものだと考え、この時代の外国投資はほとんどがFPIだと誤って解釈していた。しか

し最近は見直しが進み、たとえばジョーンズなどは と はなるほどFPIだが、 はFDIかFPIかのいずれか、そして と は逆にFDIだと考えている<sup>28)</sup>。

そこで、これらから、全体の特徴を検出すると、以下ようになる。第1に のソヴリンローンはあまり重要ではなくなってきたこと、第2にFPIは主にボンドの形であること( と )、第3に では、資本集約的な鉄道が突出していたこと、第4に非鉄道会社がアメリカでFPI( )を、そして時には のタイプを直接投資していたこと、第5にイギリス政府は对外投资の主体としては重要でないこと、第6にFDIは と で非常に重要だったこと、第7に外国投資には多くの異なる種類のリスクが伴うこと、第8にロンドンストックマーケットの発達は国際投資に決定的な役割をはたしたこと、第9にイギリスやヨーロッパの国々などの、ネットでの資本輸出国は同時にFDIとFPIの受入国でもあったこと、つまりは双方向での資本の移動国であったこと、などである。そして、マーチャントバンカーがinward FPIにおいて、仲介業者として極めて重要な役割を果たした。つまり外資がロンドンストックマーケットを経由してヨーロッパ大陸にイギリスのFPIとしてでていく際に、決定的に重要な役割をはたしたからである。これらが、第一次大戦までの古典的な国際的金本位制下での、イギリスを中心とする外国投資の概観、つまりはパクス・ブリタニカの世界である。ただし、こうしたパクス・ブリタニカを支えたのは、インドを中心とする膨大な植民地の存在であったことに関して、ウィルキンズが十分な考察をしていないのは、残念なことである。

これにたいして、アメリカは第一次大戦後、債権国になり、その後、第二次大戦後は最大のFDI国に成長していったことは、改めて強調するまでもない、周知のところである。結論だけを述べれば、1914年以前には、アメリカのoutward FDIはoutward FPIを上まわっていたこと、それが1920年代には民間のoutward FPIがoutward FDIに追いついた形となった。それは、アメリカの対外貸付が主に証券(政府債と社債)からなっていたからである。そして1930年代には、世界的な不況と戦争への準備の中で、全般的な不安定性が強まったため、海外投資に関しては変動が激しくなった。その結果、外資がアメリカから逃避して行って、国内経済に支障がくるのを避けるため、政府は監視を強め、介入を図った。また、30年代は外国投資それ自体よりも、カルテルやトラストなどの寡占企業やその結合体に関する観察が盛んになった。したがって、この時代のアメリカの海外投資のパターンを、上で見た、それ以前のイギリスの海外投資のパターンと対比させて、一般化することはできない。

ところで、債権国になったアメリカが特に気を付けたことは、当時の不安定な国際情勢への気配りとも結びついて、統計をしっかりと整理し、監視を強め、有効な管理を行うためであった。1922年から商務省は毎年、国際収支統計を公表するようになり、証券と、それ以外の企業によるもの そこではコントロール(支配)を目的とした投資が行われる とを区別するようになった。つまり後者の、投資企業によって支配された活動としてのFDIと、前者の、伝統的

な証券によるFPIとを区別するようになったのである。財務省は連邦準備制度理事会と一緒にあって、1935年1月から外国人によるアメリカの証券の購入を週ごとに掌握しはじめ、1941年には在米外国所有資産に関する最初のセンサスを実施し、1945年にその成果を公表した<sup>29</sup>。ここでは、外国資産をいくつかに分けたが、その中に、「外国人支配のアメリカ企業」(foreign controlled United States enterprise)という項目があり、統計上は議決権付き株式の25%以上に基づいて支配の有無を決めた。商務省によってもこの基準が採用されたばかりでなく、さらに、1960年代にはアメリカ企業の海外活動に関して10%以上に基準が下げられ、そして1970年代には外国企業のアメリカでの活動に関してそれが適用されるようになった<sup>30</sup>。さらにいえば、アメリカ企業の海外進出が盛んになるにしたがって、進出先でこの基準で統計を取るの、次第に現地でもこの基準が支配的になっていき、ついには、国際的にもOECDやIMFがこれを採用したことによって、国際的基準になって、今日に至っている。その意味では、これはアメリカンスタンダードが世界的に波及していった好例だが、まさにアメリカに似せて世界を作るというパクス・アメリカーナの姿そのものでもある。なお、先にも述べたが、FDIと「支配」とを結びつけたのはアメリカが最初だが、この考えは実はクレオナ・ルイスの先駆的な著書(先述)に嚆矢を持つものである。彼女はポートフォリオとそれを分けて記載している。後にこれはブルームフィールド<sup>31</sup>)も採用するところとなった。もう一つ補足すると、この基準が国際的なスタンダードになるにしたがって、過去のデータに関して、この観点から見直そうとする試みが行われているが、その結果、大幅なFDIの増額が第一次大戦前に関して生じるという論者もいるようだ<sup>32</sup>。

第二次大戦後、ブレトンウッズ協定に基づいてIMFを創設し、固定相場制を採用したが、その主目的は經常勘定の規制の撤廃にあって、資本勘定の自由化に関しては明確に規定されたものはなかった。その立て役者の一人、ケインズは經常勘定の自由化は主張したが、資本移動は規制すべきだと考えていた。しかし実際には、一度、經常勘定の自由化が始まると、貿易金融が資本移動の通路になることはこれまでの経験が示すところである。したがって、經常勘定の自由化は資本勘定の自由化を意味することになる。しかし、その為替相場の安定も1971年のニクソン声明で終焉し、73年からは変動相場制に移行することになった。そして1980年代にはいると、主要国は資本規制を取り除こうとし、1997年9月にはIMFの当該条項の修正を考え出すに至ったが、まだ決定されないでいる。というのは加盟国内には資本移動の完全自由化には抵抗があるからである。バグワッティは、資本の移動はそれによってとてつもない利益を得られる人々によって主張されているが、これが危機への転落を評価し損なうことになったと述べている。そしてさらに、こうも付け加えている。「たとえ資本移動が大いに生産的であるとしても、自由なポートフォリオ移動を享受することと、直接的な株式投資を引きつける政策との間には重大な違いがある。一国が引きつける外国直接投資の額はポートフォリオ資本の移動の自

由がない場合には、多分、幾分下がるだろうが、確かなその証拠はない<sup>33)</sup>。ここでバグワッティが想定しているのは、ひとつは資本移動の自由化とFDIへの門戸開放との間の相補性（complementarity）であり、もうひとつはFDIとFPIとの間の関連性を証拠立てるものがないことである。

ブレトンウッズは同時に、ヨーロッパの回復と途上国の開発のための長期資金を用意する世界銀行を生み出した。また政府による援助や資金供与が民間資金の補完的な役割を果たしたり、あるいは規制、監視、課税などの政策が積極的な役割を果たしたりして、第二次大戦後はそれ以前とは比較にならないほど、国際的な資本移動に貢献するようになった。開発に関していえば、民間資本の移動が大きな役割を果たすということが教科書風に書かれてあるが、実際は、資源分野でのFDIが経済的従属を生み出したり、外資が受入国でエンクレイブ（経済的飛び地）を作って排他的になったりといった、否定的な現象も無視できない。また一次産品の交易条件が低下するので、工業化を図る必要があり、それには外資が必要だという論調もあるが、TNCがそれに役立つかどうかは疑わしい面もある。さらにオイルマネーのリサイクルが民間多国籍銀行を経由して途上国に廻ったが、それが累積債務危機を生み出したこともよく知られている。1990年代には成長のエンジンとしてのFDIということがいわれ、それを積極的に受け入れる外資導入策を受入国側が展開したが、実際には資本逃避（flight capital）が行われることも多い。つまり、流動性とポートフォリオ投資とが同義的な意味合いになってしまっている。そのため、途上国はinwardFDIとFPIのクロス投資を様々な割合で行うようになり、その結果、outward FPI / FDI比率がきわめて高くなっている。リップサービスでいわれることはあっても、様々な資本の型の間の相違点をしっかり見つめた考察は少ない。これらのことから、FDIに関して、過度の幻想を持つことは危険だと警告している。このように、ウィルキンスのこの面を見つめる姿勢はかなり否定的で、辛口である。

こうした歴史的な経緯の中での国際的な資本移動の役割とその特徴を概観して、ウィルキンスはそれをまとめて、次に理論的な集約化を図ることになる。そうすると、最初に掲げた彼女の第2の課題、つまりはFDIとFPIを貫通する一般的な法則性やパターンを検出することができるかどうかという疑問への解答を用意することにもなる。まず最初は、理論史の整理である。もっとも基本的な資本移動の理論は、周知のとおり、本国よりも外国でのほうが利子率 あるいはもっと広げて収益率 が高いことによって生じるというもので、資本の自由な移動を阻害する要因がなければ、資本は最高の収益が得られるところに投資されることになり、グローバルな資源の最適配分が実現されるというものである。そしてその基礎にあるものは、国による資本の豊富（過剰）と稀少（不足）の違いであり、一般的に先進国では資本が豊富であり、したがって、利子率が低く、途上国では資本が不足しているため、利子率が高くなる。そこで前者から後者へと資本の移動が生じるというものである。しかし実際には、様々な要因によって

そうはならない。たとえば、金融環境が不安定な国からは資本が逃避するし、貸付と株式の間の収益（率）の差を考慮して選択が起こり、両者の間での国内的ならびに国際的な移動が生じたり（その結果、両者が均等化するまで移動が続く）、あるいは政府の金融、課税、投資優遇（あるいは規制）措置などの政策の違いによっても移動に変化が生じる。さらに第二次大戦後はこれをさらに不完全資本市場の想定という形で明確にして、実質利子率が国際的に一致しないし、資本の完全移動という事態も生じないということが主張された。あるいは投資における本国へのバイアス（比重）の高さという前提をおくものもいたり、その逆に国際的な多様化を説くものもいたりといった、様々な考えやそのバリエーションがあって、この資本移動論は細部にわたる進化を遂げていった。

しかしこれらは本質的には資本移動論という同一の枠組みの中で論じられていたものである。こうした考えに質的な変化がもたらされたのは、多国籍企業の台頭という事態である。アメリカ企業の海外進出が盛んになるにしたがって、従来のように、資本を無人称的で、一律なものと考えないようになった。ハイマーは、企業は利子率が最高のところに常に行くわけではなく、クロス投資があり、また産業が異なれば、企業の投資行動も異なることになることと指摘した。つまり、従来のような、グローバルな資源の最適配分ではなく、有効市場という枠組みで考えようとしたのである。ハイマー、ダニング、パーノンに代表され、その後、ウエルズ、ストッポ・ド、キャッソン、バックレー、ヘナート、ラグマン、ストボー、ティース、グラハムなどの若い世代に受け継がれたのは、伝統的な国際経済学や国際貿易論よりは、むしろ一般的には産業組織論（キンドルバーガーやケイブスを経由して）と呼ばれているものに結びつこうとしたことである。これは資本移動論の延長としてのFDI論ではなく、企業論や産業組織論の延長としてのTNC論であり、FDIはその一部として、その中に包摂されるものだと考えたのである。つまり、「TNCは企業の内部でマネージされる資産（経験、生産工程、製品等）の複合物からの見返りに注目している」<sup>34)</sup>というのがその中核である。そして1990年代になると、国際貿易の理論がTNCの理論に組み込まれるようになった。つまり、FDIは貿易障壁の存在によって促進されるというもので、輸出に代わって、FDIを行うことになる。つまりはFDIの輸出代替効果である。これはさらに戦略的貿易理論や防衛的投資論に発展していく。こうなると、それは到底FPIの動機に適用することはできない。特殊な組織上のコンピタンス（中核的優位）を持ったエンティティ、つまりは知識の宝庫としてのTNCという前提で問題を考えると、企業活動は一方でFDIを含み、他方でTNCのビジネスとしての側面を含むことになる。そしてTNCの機能もしくは活動としてのFDIという理解にともなって、FDIとFPIの分離が全面にでてくる。

しかし他方では、FDIとFPIとは資本移動としては同じであるという、やっかいな共通性を依然としてもっている。そこから両者の関連性への回帰がおこる。その際、こうした表面的な

現象に止まらずに、主体、動機、経路、投資家の選択を比較して観察すると、有意義な結論が引き出されてくる、と彼女はいう。確かに資本は国境を越えて移動するのだが、FDIの論者はまず企業の国境を越えた活動を考え、次に資本がどう国境を越えて移動するか、そして国民経済の成長過程の中でどう蓄積されるかを考える。つまり、TNCは国境を越えたビジネス活動であり、資本の移動はその一部だと考えると、企業としての継続性が大事になる。そのためには、イノベーションの達成が鍵になり、それは技術的優位性に依拠することになる。これにたいし、FPIの場合は、投資家は個人、金融仲介業者、金融機関、非金融会社であり、企業活動戦略の一部ではない、受動的投資を行う。その動機は国内証券投資を上回る利益の獲得であり、その際、不確実性や各種のリスクを勘案しても有利だと判断されることが大事であり、つまりは金融的な関心事が中心にある。もっとも、FPIを行うのは、民間以外に政府もあり、彼らの場合は、通貨の安定を図るために投資することもあるし、譲与的条件貸付は政治的目的を持っている。しかし、最近政府の年金基金（pension funds）が次第に大きくなったが、その管理者が民間の年金基金と似たような投資行動をとっている。以上から、金融的投資家はその資源を収益性（profitability）に応じて配置するが、ポイントはTNCの場合の資源のパッケージされたものよりは、むしろ個々の投資への収益性にある。もっとも、ミューチュアルファンド（投資信託）や年金基金の場合には、投資の多様化や分散化つまりは安全性動機があるので、FPIの全てがそうだということにはならない。またその経路には当初公開公募（IPO）、株式市場取引、直接取引がある。またFPI投資家は不完全市場で活動しており、情報が限定されている。そのため、予想できない為替相場や利子率の変動などの不確実性に絶えず見舞われるため、国内志向的になったり、FDIと同様にクロス投資をしたり、これもまたFDI同様に部門間で相違があったりしても、なんら不思議ではない。

ところで、FDIとFPIを区別する際にもっとも大事なものは、何度も繰り返すが、「支配」の概念である。彼女は、FDI投資家を外国資産を支配し、かつ経営する可能性を有するものとし、FPI投資家を獲得した外国資産にたいする支配を行使する意図のないものとした<sup>35</sup>。これに関連して、「支配の性格」づけについて、ダニング/ディラード説が取り上げた三つのケースは、企業戦略に結びついた支配概念に曖昧さを持っているという。あの場合の第三のケース100%所有を有しながら、経営を実行しないでも、経営上の管理権限（managerial authority）を行使しうるのである。ここのところが実は肝要なのだ、彼女はダニング達を批判する<sup>36</sup>。親会社の支配はFDIによって常に和らげられるものである。たとえ100%所有でも、現地の経営陣が子会社を有効に支配するかも知れないが、この場合、親会社は、必要ならトップマネジメントを入れ替え、新チームを送り込むことができるのである。したがって、「支配」という言葉よりも、「支配の可能性」という言葉をむしろ使いたいというのが彼女の主張であることは、上でも述べた。というのは、TNCの支配は分権化や代理人派遣の度合によって異なって

くるし、また有効にそれが行使されないかもしれないからである。たとえばカナダのシーグラム社がデュボンの株式を10%以上所有したケースでは、商務省の定義によればFDIになるにもかかわらず、それをFPIだと見た経済学者も多くいた。何故なら、それがシーグラムのビジネスと結びつかないからだという。しかしウィルキンスはこれを規定どおりFDIにすべきだと考える。その理由は、これがシーグラムの活動の一部だからであり、デュボンの取締役会にシーグラムの代表が入っていて、確かに影響力をもっているからである。時にはTNCは情報獲得を目的にして少数株所有に止まるが、この場合には、ビジネスを行ったり、営業したり、新しい経営を扶植したりする意志をもっていない。その中の提携の場合には、影響力を持つことを希求するかもしれない。また別の場合には、これが10%を越えることも、それ以下の場合もあるし、取締役会への参加も、実質的な場合もあれば、名目的な場合もありうる。これらは全て企業のビジネス戦略の一部なので、FDIと呼ぶべきというのが、ウィルキンスの結論である。

つまり、FDIはビジネス戦略が中心なら、FPIは投資戦略が中心になる。前者は全体的な戦略計画を持っていて、投資は一緒になっている。したがって、期待収益は金融、技術、経営がパッケージになったものを基にして計算される。経営を変えたり、適切な情報を入手したりする際の介入は、ビジネスがするものである。反対に、後者は、政府による場合のいくつかの例外を除いては、概して金融的である。情報は最善の選択をするために求められる。彼らは介入を欲せず、そう計画することもしない。このように、主体とその動機は明確に違っている。もっとも、上でみたペンションファンド、ミューチュアルファンド、保険会社の場合に加えて、プライベート化やデフォルトや持株会社、さらには企業内の金融マネージャーの存在など、FDIとFPIにそれぞれ固有なものとした特徴とは異なる動きをするものが多々あり、したがって、両者のクロスされたような特徴が現れることもあるが、それらは基本的なものではない。またM&Aは株式市場での取引を通じる資源の再配置であるが、この場合、FDIがFPIと違うのは、一塊りになっていること (lumpiness) と分割不能性 (indisibility) にあり、これにたいして、二次市場で取引される証券のFPIは浮遊的 (volatile) であることである。したがって、証券の取引としては同一に見えるが、その目的は異なっており、FPIにとっては、証券市場は主要な経路だが、FDIにとっては、それは補助的にすぎない。とはいえ、両者は二次市場で連合しており、実際にその区別を見つけるのが極めて難しいのは、事実である。

最近の変動相場制の下で、不完全性と不安定性を強めているが、ここでは情報の非対称性が重要になる。TNCは為替変動に応じたヘッジができるように、別の選択肢を用意するようになった。FPIはFDI以上に劇的に変化してきている。特にIT革命の進行にともなって、予想できないような急速な変化にたいして、瞬時に意思決定をしなければならなくなり、新しい金融商品が開発され、エマージングマーケットが出現し、利益獲得機会やその額の増大とともに、リスクも増大している。ヘッジ操作が奨励され、デリバティブやその他の金融商品が開発された。

その結果、ヘッジファンドと呼ばれる新規の投資企業を生み出したが、彼らはボンドのサヤ取り、つまりは各種証券間の価格差を利用した利益獲得を狙っている。その投資家は国内ならびに外国（inward FPI）であり、その投資はグローバル（outward FPI）である。つまり、inward FPIとoutward FPIが結合されたものである。だが、ロングタームキャピタルマネジメントファンドが破産に瀕したとき、ニューヨーク連銀は14銀行のコンソーシアムに肩入れして、同ファンドのコントロールを行った。そのため、外国銀行のFPIはFDIに変わった。

最後に、データ処理と収集に関してだが、これまで何度か述べたように、FDIとFPIに関する統一されたデータソースはまだない。そのため、しばしば混乱が起きてきた。またデータが利用可能でも、その解釈が不明確である。その中では、ダニング/ディラードが1980 - 1995年の間のFDIとFPIのデータをIMFの定義と国際収支統計に基づいて表示したのは、大変な成果だと、彼女は高く評価している。しかし残念ながら、これ以外の年に関して、同様のものを作ることができないのが難点である。ここではグローバルなFPIのインフロー（流入額）がFDIのインフローを1981、82、87年を除いては上回っている。しかし、これは途上国に関しては逆の傾向が現れていて、FPIよりも多くのFDIを受け取っている（ただし1992 - 94年は除く）。しかし世界銀行のデータを使うと、別の結果がでてきて、途上国は1980 - 81年にはinward FPIはFDIのフローを上回っていることになる。とはいえ、全体としてみると、途上国は1980 - 1995年の間、inward FDIがinward FPIを上回っていたということがいえる。しかし、こうした理解を皆がしているわけではなく、反対の結果を主張しているものもあり、われわれは統計数字に関して、批判的な目で接しなければならないと、彼女は注意を促している。

#### 4. 問題の整理と評価 両者の比較を基にして

以上のダニング/ディラード説ならびにウィルキンスの主張を基に、いくつかの論点を整理してみよう。両者の主張の食い違いは、ダニングとディラードがFDIとFPIを総合する一般理論の定立が可能だと考え、そのためにFPIに関してはOLEモデルでの説明が必要だとするのにたいして、ウィルキンスは一般理論の定立は現状では無理だとするところにある。その根拠をウィルキンスはFDIとFPIはその主体も動機も経路も異なるからだと考えるのにたいして、ダニングとディラードはそれらの違いを認めつつも、FDIとFPIの関連性が強まってきて、分かち難くなっている最近の事情を重視しているからである。とすると、問題の核心はFDIとFPIの区別を、絶対的だとはいわないまでも、厳然として一線を画せる確かなものだと見るウィルキンスの考えとその根拠にある。

それは、とどのつまりはFDIとFPIの区別の根拠としての、前者における「支配」の確立とその理解に帰着する。ここでのウィルキンスの論理は、TNCの一部としてFDIを考え、FDIの

主体としてのTNCは能動的な存在であり、そして彼らのビジネス戦略としてこれを考えた場合には、FDIの目的は支配 それも継続的な観点からの にあるということになる。しかし支配とは何かを問われると、それは支配の可能性であり、さらには影響力の行使だという風に段々とトーンダウンし、曖昧になっていく。FDIが親会社と海外子会社とを結ぶ太い絆 いわば命綱 だとすると、FDIを通じて結ばれたのは、親会社による海外子会社の所有であり、そしてそれを根拠にした支配の確立と、その次に、その行使、つまりは経営の実施である。すなわち、ここでは少なくとも、所有 (ownership)、支配 (control)、経営 (management)、の三つの概念とその機能についての関連と区別が語らなければならないはずである。しかし、彼女は支配だけを持ち出して、それで全てを代位させようとしたため、混乱が生じ、その結果、絶え間ない概念の拡張解釈を行うことになってしまっている。まず所有ということになれば、FDI投資家が議決権付株式の過半数を確保することが形式要件としては大事になる。これを「形式的企業支配ライン」と前稿において名付けた。しかし実際には、株式会社制度の発達 総株式額の巨額化と株主総数の多数化 によって、現実の企業支配に必要な株式の自己資本比率は減少し、必要資本量の節約が可能となる。この第二線的ラインを同じく前稿で「有効企業支配ライン」と名付けた<sup>37)</sup>。この両者の差は株式会社制度の発達度が高まれば高まるほど、大きくなる。したがって、最初は25%であったものが10%に下がったのは、資本の分散と大衆化に示される社会全体の発展を反映していて、資本の側から見れば、効率的支配が可能になることでもある。

ところで、株式会社制度の発達は所有と経営の分離を促してきた。所有者が経営の第一線から退き、専門の経営者集団に実際上の運営を委ねるようになると、所有と経営の役割分担ばかりでなく、両者の緊張関係が生まれ、その結果、それまでは所有と一体になっていた支配を自立化させるようになる。企業は誰が支配しているのか、所有者か、経営者か、それとも一般株主か、といったことであり、よく知られた議論である。そしてこれは、結局は企業の最高意思決定がなされる場と人とその方法の問題に帰着するので、取締役会の構成と最高経営責任者 CEO が誰かが焦点になるし、そこでどういう意思決定がどのようにしてなされるかが問題になる。しかしながら、それは日常的な経営執行の責任に関わることからでているものに限定されていて、企業の所有からでてくる 多分に形式的になってしまっている面もあるが のは、株主総会での意思決定である。したがって、CEOは株主総会に営業報告を行い、活動計画を提案して、そこで決定された範囲内で自らの執行責任を果たすという形をとることになる。したがって、株主総会が戦略的・長期的意思決定を下す場所であるとすれば、取締役会は戦術的・日常的意思決定を下す場所だと両者を細分することもできよう。そしてこの戦術的・日常的意思決定は、さらに、多分に経営的で、総括的なもの CEOの権限下にある 以外に、その周辺にある、日常業務的なもの その中心はCOO (Chief Operating Officer) に や、金融財務的

なもの。その中心はCFO（Chief Financial Officer）にといった形で権限の委譲が行われることもある。そしてそれらの総体は取締役会に集約されてくる。したがって、実際の支配は取締役会の中でのヘゲモニーの発揮と多数派形成にあり、そしてそうした経営の結果に関しては、執行責任者とは相対的に距離をおく監査陣によって、最終的には株主総会においてチェックされ、承認されることになる。こうした多元的意思決定機構を持つ企業の代表権を誰が代表するかは、これらの総体としてでてくるものであり、外部者を含めた株主総会の議長（chairman）か、それとも内部組織の長としてのCEOが兼ねるか、あるいは別の第三者が当たるかが問われるが、多くは内部組織の長が企業を代表し、プレジデント（社長）となる。

これらを海外子会社に適用すれば、親会社の所有は確かか、次に子会社の実際の経営（執行責任）は誰が行っているか、そしてそれらを観察して、総合的には親会社が子会社を支配しているのかどうかを判断することになる。そこでは、研究開発（製品、デザイン、ブランド、生産工程などの）、人事、投資と資本蓄積（金融）、子会社配置、販売と物流（ロジスティクス）、広告・宣伝などの個別部門の管理がどのようにして、誰によって決定され、執行されているかがポイントになる。もちろん、これらから総合判定される支配の程度は各会社ごと、各発展段階ごとに異なるであろう。そこには、もっとも強固な子会社支配から、相対的に安定的な支配、そして最後にはかなり弱いものまで様々であろう。それらを現実的な支配、支配の可能性、影響力の行使、などの言葉で表現しても構わないが、もっと正確な表現が必要になるだろうし、それを証拠立てるものが必要となろう。

こう考えてくると、ウィルキンスのいう、FDIを子会社支配と関連づけて論じなければならぬという主張は間違っていないが、その内容や用語、そして論理展開に関しては、もっと整理され、緻密になされねばならないだろう。そしてダニング達もFDIと支配との結合に反対しているわけではない。ただし彼らはそれが唯一ではないと考えていて、創出資産のパッケージされたものの移転とその管理が親会社に委ねられることだと表している。そして具体的にはOLIの間の選択理論として展開している。したがって、これは理論としては確かに幅がでてくるが、支配という最大の特徴を首尾一貫して保持し続けるには、曖昧で不十分さを残すというのが、ウィルキンスのダニング達への批判のポイントである。だが、これまで見てきたように、ウィルキンスもダニング達も、FDIの規定にあたっては混乱と曖昧さと不十分さを依然として残している。それらに関しては以下でさらに詳しく論じるが、とりあえず、ここではFDIの定義との対比で考えられているFPIの取り扱いだけを指摘しておこう。ウィルキンスはそれを受動的で、金融的で、一時的で、経営の意図をもたないものといっている。そしてダニング達も概ねそうした趣旨のことをいい、特に市場化、外部化を強調している。が、実際上はFDIとFPIとが相互に交錯し合うことに関しては否定できない。すなわち、FDIにもFPIと思われる特徴が現れ、反対にFPIにもFDIのそれが現れるようになっている。つまり両者には相互転化の

契機が潜んでいることになる。しかも実際にも両者は相互に転化し合っている。そうすると、いつまでも両者の区別に止まるのではなく、両者を総合する理論やその範疇的規定が求められることになる。それが何かを探さねばならない。

これに関連して、もうひとつの問題は、TNC（ミクロ）とFDI（マクロ）との関係である。通常なら、後者の一般的論理「運動法則」が説明された後に、その条件の下での前者の行動が語られるのが普通である。それを彼女は逆転させている。世界的巨大企業としてのTNCの戦略があって、その一部としてFDIが行われるというのは、実際の過程を確かに説明はしている。しかしこの扱いはFDIとFPIを分離させることになった。したがって、もう一度、両者の結合と連関に立ち戻る枠組みが必要になる。そのためには、TNCの本質に着目することである。この場合のTNCの規定は単なる巨大企業では済まされないはずである。製造業多国籍企業を筆者は「世界的集積体」と位置づけ、その特徴を、企業内国際分業に基づく世界大での子会社配置と、親会社・子会社間での企業内貿易（物流）、企業内資金移動（資本）、そして企業内技術移転（技術・ノウハウ）を通じる垂直統合的な単一の国際企業組織と要約した。これがTNCの基本形態であり、そこから派生させて、資源抽出TNC、多国籍アグリビジネス、商業・流通TNC（総合商社も含めて）、世界的軍産複合体、多国籍エンジニアングカンパニー、情報・通信TNC（メガメディアカンパニーを含む）、多国籍銀行、多国籍投資会社、多国籍金融コングロマリットなどを考えてきた。しかし、それらの間での融合集散、合従連衡の複雑な運動は、さらにそれらの結合された世界的企業連合、つまりは世界的超巨大独占体（ニューモノポリー）コンバイン、コンソシアム、コンプレックス、コンドミニウムなどの名称で呼ばれるもの形成と出現を促しており、M&Aの隆盛はそのことを雄弁に物語っている。そうすると、個別産業を越えたこうした連合や結合を推進するものとしてのグローバルな資本の運動とそこから形成されるものをその上位概念として、範疇的に措定し、今度はそこから現実の運動を見ていかないと、その実態も運動法則も捉えられないことになる。しかも、それは、こうした単一の巨大資本内への包摂の過程とともに、それら資本間の提携と連合の過程が同時に進行することになるので、前者の、企業内への統合（インテグレーション）ばかりでなく、後者の、企業間の様々な提携や協同をも説明することが必要になり、それはコラボレーションとか、アライアンスとか、リンケージとか、コーディネーションとかいう名前で呼ばれている<sup>38)</sup>。そしてこれを推進しているのは、資本としての運動であり、企業としてのTNCの運動ではない。そう見ないと、FPIとFDIの両面でのそれらの展開は理解できない。

そしてグローバルに活動する資本としての規定を与えられると、FDIもFPIも、その中のそれぞれの構成部分として、連関性と独自性がそれぞれに与えられ、生き生きとした表象をわれわれは思い浮かべることができるようになる。FDIを行うのは企業で、FPIのそれは個人だという規定は、いかにも無理があるし、またFPIは金融的・受動的なもので、FDIは能動的で企

業経営だという規定にのみ止まることも、これまた不自然である。両者は共に、個人であっても、企業であっても、あるいは集団であっても構わない。またそれらはいずれも攻勢的であり、また防衛的でもある。さらには、実際の生産活動や流通活動のみならず、純粋に金融面や、M&Aを使つての企業の売買に狂奔していても<sup>39)</sup>、資本としては何ら説明に困ることはない。それらは全て資本の具現化されたものであり、実際には様々な姿を取りうる。したがって、資本範疇に昇華させなければならないというのが、ここでの結論である。そうすれば、利子目当てだろうと、利潤 企業収益 動機だろうと、あるいは企業売買だろうとも、それらは資本の機能に応じた目的の違いであり、またリスクヘッジや安全性や短期利益や長期利益や、その他諸々の推進動機を説明することもできる。さらにこれをわざわざ能動的（FDI）と受動的（FPI）に分けて見なければならぬ理由も見つからない。資本の目的は致富にあり、それはあらゆる機会、あらゆる場所、あらゆる形態において展開される不断の過程であり、その推進的動機は投資されたものよりも大きな見返り、つまりは増殖された剰余価値、すなわち利益の獲得にある。そしてこの資本の本姓が具体的には様々な顔をもつのであって、あたかもそれは「モロク神」のごとく捕らえ所のないもの、あるいは「ヤヌス」のような表裏二面を持ったものである。こうした捕らえ所のなさや変幻自在さに、ウィルキンスは困惑し、ダニング達は多義的選択肢を用意しなければならなかったのである。さらにいえば、資本は過去の労働 ここには単に肉体労働ばかりでなく、研究開発や知的創造、文化的活動などのあらゆる種類の労働が含まれるが の蓄積されたものであり、それが現在の労働を支配するところに特徴がある。マルクス流に言えば、死んだ労働が生きた労働を支配する、いわば「死者、生者を捉える」世界である。FDIもFPIも過去の労働の蓄積が現実の投資先企業を支配し、経営を動かし、そこから利益を吸い上げている。しかもそれは私的財産権擁護と営業の秘密に守られて、その内実を全て明らさないで済む。

さて、そうすると、最初の問いに戻って、FDIとFPIを総合する一般的な理論の前提として、OLEモデルは妥当か否かの検討にはいらねばならない。OLIモデルの基本はTNCが直接投資する理由は多義的、多面的、多角的であって、一律ではないというところにある。そのこのところを生かして、FPIにあたって同様の枠組みを適用し、かつ前者の固有性をI（内部化）に、それにたいする後者の固有性をE（外部化）に求めてその区別を行い、同時に共通性、関連性も忘れてはいないという構図になっている。これはいかにも総合的であるように見える。しかし、所有（O）とEとの関係はどうであろうか。Iを考える際には、Oが前提になっていた。所有の優位性があるから、企業内の取引を優先させたのである。逆に言えば、所有のないところで、内部化することはできないはずだ。そうすると、形としては所有と内部化はそれぞれ別のもののように見えるが、実際にはIはOの機能のひとつ、あるいはそれに付随するものであって、その逆ではないし、それぞれが自律もしていない。この関係をそのままにして、IをEに代えること

は有効であろうか。所有があるにもかかわらず、内部化を選ばずに外部化つまり市場での取引を選ぶことは、企業戦略としてはあるだろう。したがって、この場合はどちらを選ぶかの戦略的・戦術的な決定課題が起こることは理解できる。つまり、IとEとはFDIの形をとるにせよ、FPIの形をとるにせよ、資本が海外進出を行う際の選択的課題のひとつであり、常に存在していたことである。したがって、FDIを中心にするTNCが海外子会社を使わずに、地場企業とのリンケージを選択する場合もある。前者が統合型なら、後者は提携型であり、別様に表現すれば、(コア = 中核的業務への)集中と選択(周辺部分の切り捨てと他企業との提携)ということになる。それはTNCの企業戦略であり、いずれが固有かはいえない。またFDIとFPIはその上に君臨する資本の戦略であって、これもいずれを選択するかを一義的に決定することはできないだろう。したがって、もし総合理論というのであれば、ここまで範疇を引き上げなければならぬだろう。そうしないと、いたずらな混乱が生じるだけである。

次に、何故FPIはEなのかということの説明である。たとえばTNCが海外で企業をM&Aしたい場合、市場を通じて必要株式を購入する場合もあれば、直接に相手企業との話し合いで、市場を使わずに取得に成功する場合もある。前者はEで後者がIということになろう。しかしこれはFDIの話である。ダニング達の想定にしたがって、投資家(TNCや個人)が多数の企業に少数株取得の形でFPIを行う場合を考えた場合、通常は市場での購入の方法を取るだろう。しかし、FDIの前提としてのFPIをTNCが戦略として考えた場合には、必ずしも、市場で株式を購入するとは限らない。直接の融資の形や、それを表す少数株の取得を相手企業から持ちかけられ、そうした形で提携が開始されることを彼らも認めている。それがいずれ将来的に多数株取得に発展した場合には、当然にFDIに発展する。こうした連続性は頻繁に起こることである。こうした、FDIに接続するFPIではなしに、純粋なFPIを考えても、現在のように、情報の非対称性と呼ばれるものが著しく、海外投資には多くのリスクを伴う時代においては、できるだけ確実な情報を入手しようと努力するのが普通である。その場合、分散投資と安全性重視ばかりでなく、ハイリスク・ハイリターンを求めるには、不確実性をできるだけ確実なものにするための方策が発達してくる。それは純粋に市場だけで得られるわけではない。内部情報との組合せが追求されるだろう。こうしたことを考えると、FPIとOLEモデルの結合は少なくとも、その一つの可能性を表現しているにすぎないだろう。

最後に、FDIを表現するのに、創出資産のパッケージされたものの移転(ダニング/ディラード)とか、金融上の出資に加えて無形資産、ビジネスのノウハウ、技術移転を含む複合物への経営・管理権の確保(ウィルキンス)といった面倒な表現をしていることに関してである。資本を資本財などの具体的なものか、あるいは貨幣資本といった金融面だと考える向きそれは彼らだけに固有の特徴ではなく、多くの研究者が共有しているものだがからは、FDIを通じる企業支配や経営管理機能の実施を、単なる利子ないしは配当目当てのFPIから区別するた

めには、投資企業が保持している優位なものを一括して海外子会社に扶植させることを表現することが必要になるのだろう。しかしこうしたものがFDIに固有なものということはできない。ライセンス契約、業務提携、技術協力、下請契約、そして場合によってはOEMやODMによっても、上記のものが移転する。そうすると、その一部ないしは個々バラバラなものが移転されるか、あるいはそれがパッケージになって、一括して移転されるかで両者を区別するとして、一塊りとか分離不能を強調している。しかし技術やノウハウ（生産・工程・経営などの）や一手販売権や商標権などが商品化される以上は、それらがFDIの中に具現化するか、独立企業間での売買を選ぶか、あるいは将来のFDIのための準備段階として使われるか、継続的な提携関係の維持を探るかは、それこそ企業戦略の選択肢の中にあることであって、一義的にどれかに決定されるものではない。問題はFDIを通じて海外子会社を支配し、その経営を行うにあたっては、それらを最大の武器として活用したいから、それ以外の形態での企業間関係の際には切り売りするのである。またこうしたことは、企業間の緊密な関係を維持していくためには、独立企業だろうと系列企業内だろうと、完全な子会社だろうと、極めて重要な要素である。こうしたことを説明するためにも、資本概念で括ることが大事になる。いずれも資本の本性の現れとして説明できるからである。

## おわりに

以上、FDIとFPIの関連性と独自性に関する基本的な検討を行ってきた。なるほど、ここには一筋縄ではいかない、複雑で錯綜した難問がいくつもある。またこれをめぐっては、これまで多くの論者がこれにはまり込み、多くの貴重な成果とともに、多大のエネルギーを燃焼し尽くしてきた記録もある。したがって、簡単に結論が得られないことは承知しているが、いたずらに逡巡していても駄目で、たとえ一歩でも先に進まねば、解決の糸口もその見通しもえられない。その思いが、この難問を敢えて取り上げて考察した基本的な動機である。一歩の前進になったかどうかは自信がないが、ここでの到達点を土台にして、これに続いては、セキュリタイゼーション ヘッジファンドも含めて の問題に分け入りたいというのが、ここでの感想である。それをIT化・情報化・サービス化と結合させて研究すること、それが次の課題である。

（2002年1月30日脱稿）

## 注

- 1) 拙稿「海外直接投資の概念と規定に関する一考察 OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third Editionを中心にして」『立命館国際研究』第14巻第4号, 2002, 3.
- 2) *Interim Report to the Congress on Foreign Portfolio Investment in the United States: Foreign*

*Investment Study Act of 1974, Public Law 93 - 479, United States Treasury Department, Office of the Secretary, October 1975.*

- 3) Dunning, John H. and John Dilyard (1999). "Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment", *Transnational Corporations*, 8 (April).
- 4) Wilkins, Mira (1999). "Two literature, two storylines : is a general paradigm of foreign portfolio and foreign direct investment feasible?", *Transnational Corporations*, 8 (April).
- 5) Lewis, Cleona (1938). *America's Stake in International Investments* (Washington, D. C. : Brookings Institution).
- 6) Wilkins, Mira (1999). *op. cit.*, p. 57.
- 7) たとえば、桜井雅夫氏は証券投資と貸付を合わせたものを間接投資として、証券投資よりも広い概念にしている。桜井雅夫『新国際投資法 投資と貿易の相互作用』有信堂、2000年、21頁。
- 8) ジェフリー・ジョーンズ『国際ビジネスの進化』桑原、安室、川辺、榎本、海野訳、有斐閣、1998年、39頁。
- 9) Ruffin, Roy and Farhad Rassekh (1986). "The role of foreign direct investment in US capital outflows", *American Economic Review*, 76 (December).
- 10) Stallings, Barbara (1989). *Banker to the Third World : US Portfolio Investment in Latin America 1900 - 1986* (Cambridge : Cambridge University Press).
- 11) Claessens, Stijin, Michael P. Dooley and Andrew Warner (1995). "Portfolio capital flows : hot or cold?", *World Bank Economic Review*, 9.
- 12) Wilkins, Mira (1999). *op. cit.*, p. 57.
- 13) これはリップゼイが1993年10月1日づけのウィルキンスに宛てた通信の中で述べているということなので、確認はできない。 *ibid.*, p. 58. ただし、リップゼイが国際資本移動の中に占めるFDIの役割を論じた下記の論文の中で、FPIに関しても関説しているので、参考になる。Lipsey, Robert E. (1999). "The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows", *National Bureau of Economic Research Working Paper 7094*, April.
- 14) なおその際に依拠した第1図 (p. 2) は明らかにFDIとFPIを取り違えているように思われる。第1表 (p. 49) を見る限り、FPIがFDIをほとんどの年で上まわっているからである。もっとも、第1図の方はWorld Bankの資料で、他方、第1表の方はIMFの資料で、両者は時期の遡及の点したがって、正確さを期するためのその後の調整と、民間投資に加えて、公的部門の証券とその他の投資を含んでいる点で同じものにならないことは指摘されているが、第1図のFDIとFPIの表示を入れ替えれば、第1表にほぼ相当することになるので、やはり著者たちのミスと考えたほうがよいだろう。Dunning, John H. and John R. Dilyard (1999). *op. cit.*, p. 2. ならびにp. 49.
- 15) *ibid.*, p. 8.
- 16) *ibid.*, p. 10.
- 17) *ibid.*, p. 28.
- 18) *ibid.*, p. 30. なお1990 - 94年に関しては著者たちは明らかに4.1%を41%と読み違いをしている。常識的に考えても、いきなり一桁も増大するようなことは考えられないはずだし、41%もが、外資によって作られるなら、アメリカ経済はまさに外資の専有物になってしまう。詳細は彼らが依拠したUNCTAD (1996). *World Investment Report 1996*, New York and Geneva, の原資料である Annex table5. p. 250をみれば、その間違いがわかる。オリジナルな資料を見る限り、アメリカの

国内固定資本形成に果たす外資の割合は、時系列に沿って次第に増大してきていると理解するのが、正確であろう。

- 19) たとえば、Porter, Michael E. (1990). *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York (M. E. ポーター『国の競争優位』土岐, 中辻, 小野寺, 戸成訳, ダイヤモンド社, 1992年), あるいはヨアヒム・ヒルシュ『国民的競争国家 グローバル時代の国家とオルタナティブ』木原, 中村訳, ミネルヴァ書房, 1998年など。またこうした現象を、スーザン・ストレンジのように国家の「退陣」(あるいは「後退」)(retreat)と説くのか、それとも国家の変容(transformation)と考えるのかという議論もある。スーザン・ストレンジ『国家の退陣』桜井公人訳, 岩波書店, 1998年。
- 20) Wilkins, Mira (1999). *op. cit.*, p. 56.
- 21) *ibid.*, p. 72.
- 22) *ibid.*, p. 56.
- 23) Meade, J. E. (1952). *The Balance of Payments* (London: Oxford University Press).
- 24) Edelstein, Michael (1982). *Overseas Investment in the Age of High Imperialism: The United Kingdom 1850 - 1914* (New York: Columbia University Press), p. 25.
- 25) Feis, Herbert (1930). *Europe the World Banker, 1870 - 1914* (New Haven: Yale University Press), p. 15.
- 26) Simon, Mathew (1967). "The enterprise and industrial composition of new British portfolio foreign investment, 1865 - 1914", *Journal of Development Studies*, 3.
- 27) Paish, George (1911). "Great Britain's capital investments in indivisual colonial and foreign countries", *Journal of the Royal Statistical Society*, 74, pt2, p. 187.
- 28) Jones, Jeffrey (1996). *The Evolution of International Business* (London: Routledge). ジェフリー・ジョーンズ『国際ビジネスの進化』前掲, 34 - 35頁。
- 29) United States Treasury Department (1945). *Census of Foreign - Owned Assets in the United States* (Washington, D. C.)
- 30) Wilkins, Mira (1999). *op. cit.*, pp. 71 - 72.
- 31) Bloomfield, Arthur (1968). *Patterns of Fluctuation in International Finance before 1914* (Princeton, N. J. Princeton Studies in Intenational Finance, No. 21). なおこれは、A・I・ブルームフィールド『金本位制と国際金融』小野, 小林訳, 日本評論社, 1975年, と題して、他の二つの論文とともに、訳者達によって独自に選択, 編集されて、その第三部に収められている。
- 32) たとえば、Twomey (1998) という論者が1914年における全FDIの、なんと63%が途上国向けだったという主張をしていることを、ウィルキンスは紹介し、それがあまりに驚天動地的な結論なので、にわかには信じがたいと断じている。この論文は未公表論文なので、ここではその真偽を確認できない。Wilkins, Mira (1999). *op. cit.*, p. 73.
- 33) Bhagwati, Jagdish N. (1998). "The capital myth", *Foreign Affairs* (May / June), p. 10.
- 34) Wilkins, Mira (1999). *op. cit.*, p. 86.
- 35), 36) *ibid.*, p. 87.
- 37) 拙稿「海外直接投資の概念と規定に関する一考察」前掲, 280頁。
- 38) これに関しては、拙稿「多国籍企業の海外子会社と地場企業のバックワードリンクエージの概念と展開 国連『ワールドインベストメントレポート』の研究(3)」『立命館国際研究』第14巻

第3号, 2001年12月, ならびに「アライアンスキャピタリズムの実相 多国籍企業のアジアへの進出と多様な結合関係の形成」『立命館国際地域研究』第19号, 2002年2月, において, 基本的なことに触れた。

- 39) M&Aの最近の動向に関しては, 拙稿「クロスボーダーM&A旋風と国際直接投資の変調 国連『ワールドインベストメントレポート』の研究(2)」『立命館国際研究』第14巻第2号, 2001年10月, 参照。

## Two Story Lines about the Relationships between Foreign Portfolio and Foreign Direct Investments

This article attempts to examine in detail two story lines about the relationships between foreign portfolio and foreign direct investments ( FPI and FDI ). Dunning and Dilyard attempt to integrate explanations of foreign direct investment and foreign portfolio investment into a single paradigm. It shows that the determinants of each possess both common and distinctive characters, but that historical data on inbound investment into the United States, and contemporary data on foreign direct investment and foreign portfolio investment flows into East Asia and Latin America show they complement, rather than substitute for, each other.

Mira Wilkins explores the relationships between foreign portfolio investments and foreign direct investments, using an historical perspective. It concludes that while foreign portfolio investment and foreign direct investment have long coexisted, while both have involved cross-investments, and while they have other common features, foreign portfolio investment and foreign direct investment ratios —outward and inward— have shown no consistency across countries, through time. The actors are different as are the motives and conduits. In our present state of knowledge no general paradigm to unite the two types of investment is possible.

Although both are better contributions to the literature on FPI and FDI, It is lacking in a deep consideration of the common character between FPI and FDI as capital.

( SEKISHITA, Minoru 本学部教授 )