

資本市場に関する学術研究の一考察 ～ミクロ的視点とマクロ的視点から～

一橋大学大学院経営管理研究科教授
安田 行宏
一橋大学大学院経営管理研究科教授
熊本 方雄

Summary

要約

- 前半では、ミクロ的な観点から、上場していること (Listing status) が企業の財務的な意思決定にどのような影響を与えるのかに関する学術研究を概観する。後半では、マクロ的な観点から、国際資本フローに関する研究について概観する。
- 株式の上場には、資金調達の実現性の拡大、流動性の向上等のメリットがある一方で、投資家のプレッシャーによるショートターミニズム (Short termism) に陥る懸念等のデメリットもある。
- 上場企業と非上場企業を比較すると、M&A を含む広義の投資、現金保有比率、資本構成、ペイアウト等の財務政策、更には利益の質等、様々な側面において違いがある。
- 日本における金融商品取引法に基づく情報開示は、上場と非上場の違いを検証する上で有用である。
- 国際資本フローは、資本提供国、受入国双方に、直接的、間接的に様々な便益をもたらす一方、マクロ経済や金融システムの不安定化をもたらすリスクも内包している。マクロ経済や金融システムの安定性を損なうことなく、国際資本フローの便益を享受するためには、国際資本フローがどのような要因で決定されるかを考察することが重要である。
- 国際資本フローの決定要因の分析には、プッシュ要因/プル要因に基づいた分析が多く行われおり、そこでは、資本の急激な流出入においては、プッシュ要因が重要な役割を果たすが、その程度はプル要因によって異なることが示されている。
- このため、国際資本フローの急激な変動リスクに対しては、適切なマクロ経済政策やマクロ・プルーデンス政策のみならず、必要な場合には、資本フロー管理も有効となる。

上場・非上場に関する研究
と国際資本フローに関する
研究の概観を行う

I. はじめに

本稿では、資本市場と企業や金融システムとの関わりについて、二部構成で以下のことを論じていく。まず前半のIIでは、ミクロ的な観点から、コーポレート・ファイナンスにおける近年の学術的なテーマの一つについて論点整理を行う。具体的には、上場していること（Listing status）が企業の投資等の財務的意思決定にどのような影響を与えるのかに関する学術研究について、上場のメリット・デメリットを踏まえながら概観する。後半のIIIでは、マクロ的な観点から、国際資本フローの決定要因に関する学術研究について概観し、急激な資本移動に対する政策について検討する。

II. 上場・非上場に関する学術研究の潮流

1. 上場することのメリットとデメリット

上場することの経済的な
メリット

株式等の有価証券が取引所に上場する経済的なメリットには、資金調達の実現性の向上、流動性の向上等様々な理由が考えられる。具体的に、企業の株式が上場することで投資家のすそ野が広がり、資金調達コストが減少すること（Welch, 1989, Brav, 2009）や、不特定多数の投資家間で取引されるようになることで流動性が向上すること（Amihud and Mendelson, 1988）が期待される。また、投資家が株式を自由に売買できることで「Exit」の機会を創出することを意味するので、現行の株主にとっての最適な資産選択を容易にする効果がある（Zingales, 1995）。さらに、上場することを通じて創業者は自身が保有する株式を市場で売却することで分散化を図ることができ（Leland and Pyle, 1977）、他方で、企業の経営者に対する株主のモニタリング機能を向上させること（Admati and Pfleiderer, 2009）等が考えられる。このように、上場には様々な観点からメリットが存在することが論じられている。

上場することの経済的な
デメリット

他方で、上場にはデメリットも考えられる。企業は事業内容について適時開示により、一層のディスクロージャー（情報開示）が求められるため、事務負担の増加等の追加的なコストが生じる。株式が上場すれば、株式の少なくとも一部は外部投資家に保有されるため、いわゆるエージェンシー問題が生じ、過大投資の非効率性が生じると懸念される（Jensen and Meckling, 1976）。逆に言えば、Jensen（1986）が論じるように、非上場となることで、所有と経営の分離による非効率性を緩和・解消することで効率化を図ることができるとも言える。企業にとっては、株主構成の変更に伴うことから、株主の経営に対する影響について不確実性を増大させるデメリットが考えられる。さらに、上場しているが故に、投資家からのプレッシャーにより、企業経営の視点が目先の株価の増大等に向かい、視野が短期的になる、いわゆるショートターミニズム（Short termism）に陥る懸念がある。実際、伊藤レポートは日本の持続的成長の阻害要因の一つとしてショートターミニズムを指摘している。

ショートターミニズムと過
小投資問題

ショートターミニズムは具体的にどのような弊害をもたらすのであろうか。この点に関して、Stein（1989）が論じるように、直近の株価を引き上げるインセンティブ（誘因）を経営者に与えるかもしれない。例えば、経営者がストック・オプションを付与されているようなケースであれば、株価を上げることで手にする報酬が高まることが考えられる。あるいは、株価が下がることによって買収のター

ゲットとなるリスクを嫌うかもしれない。株価は理論上、企業が将来にわたって獲得するキャッシュフローの割引現在価値と等しい。経営者は現在のキャッシュフロー（あるいは、直近の利益等の会計情報の数値）を意図的に増大させることで、投資家の将来キャッシュフローに対する期待を増大させることを試みるかもしれない。これにより、長期的な観点から価値の高い設備投資等の案件を見送ることで手元のキャッシュフローを増やすこと（Real Earnings Management という）等が考えられる。この意味において、ショートターミニズムは過小投資による潜在的な企業価値の毀損が生じるという点で問題となる。

以上のことから分かるように、上場することの企業の意思決定に与える影響についての研究は、特にデータの蓄積と開示が進んだことから、近年急速に実証分析が蓄積されている古くて新しいテーマであると言える。

2. 上場と投資行動、M&A、イノベーション

企業の投資に対するショートターミニズムの検証

Asker et al. (2015) は、上場していることは、経営者にショートターミニズムのプレッシャーを与えるため、長期的な視点にたった（実物）投資が阻害される可能性があることを論じている。その上で具体的に、非公開企業（private firms）を公開企業（public firms）に対する仮想現実のベンチマーク（参照点）として用いることでショートターミニズムの有無の検証を試みている。2002 年から 2010 年の期間における米国企業を対象に、非公開企業と公開企業の設備投資の対総資産比率を比較し、前者の方が平均的に高いことを実証的に示している。経済的なインパクトとしては、前者が 7.5% であるのに対して、後者が 4.1% に留まることを示している。企業規模と業種に基づきマッチングしたサンプルのケースにおいても、前者は平均して 6.8% であるのに対して、後者は 3.7% という結果を得ている。

ショートターミニズムによる株価に対する投資の感応度の違い

Stein (1989) では、企業の過小投資の程度は、一株当たり利益に対する株価の感応度に依存することが理論的に示されている。ここでいう株価の感応度とは、投資家による企業の将来利益に対する期待が現在の利益水準の変化に対してどのくらい反応するか程度のことを指す。したがって、この感応度が高いほど、経営者は投資家の期待に影響を与えようとするインセンティブが高いことが示唆される。Asker et al. (2015) は、前述の分析に加えて、これと整合的な実証結果が得られていることも示している。他方で、Gilje and Taillard (2016) は、米国の天然ガス産業における 74670 件のプロジェクトレベルの投資の分析を行い、投資機会に対して非公開企業の方が公開企業よりも感応度が低いことを実証的に確認し、公開企業の方が外部資金に容易にアクセスができることが感応度の違いを説明できると論じている。

上場と M&A

株式の上場と M&A 活動との関係を検証したものとして Maksimovic et al. (2013) がある。Maksimovic et al. (2013) は、1972 年から 2004 年の期間における工場レベルのデータを用いて、工場の売却・購入に関する企業の意思決定が公開企業と非公開企業の二つのタイプの違いによって影響を受けるか否かを検証している。彼らは、買収の売り手のなるケース、買い手となるケースのいずれにおいても、公開企業の方が非公開企業よりも M&A のブームの波に乗って積極的に M&A 活動に参画することを実証的に示している。

上場とイノベーション

上場とイノベーションとの関係においては、イノベーションの機会を持つ企業は往々にして資金制約に直面していると考えられるが、株式市場は外部資金の供給

元として様々な便益をもたらすと期待されるため上場の意味は大きいと考えられる。例えば、株式が上場することで企業と投資家の間の情報の非対称性の問題が軽減したり、これにより資本コストが低下したりすることを通じて、イノベーションを興す可能性が高まることが期待される。逆に、上場することで低い資本コストを実現したとしても、投資家が短期的な利益獲得のプレッシャーを企業に与えれば、前述したようにショートターミニズムの弊害が生じることで、結果的にイノベーションが阻害されることも考えられる。

Acharya and Xu (2017) は、上場していることが、企業の外部資金依存とイノベーションの関係にどのような影響をもたらすのかという観点から、上場自体が企業の内生的な選択の結果であることを踏まえた上で厳密な検証を行っている。Acharya and Xu (2017) は、株式市場に上場していることで、外部資金に依存している業種にいる企業ほど、非上場企業のケースと比較して、R&D 投資が積極的に行われ、イノベーションの創出が行われやすいことを実証的に示している。

3. 上場と財務政策

上場と現金保有政策

Gao et al. (2013) は、上場企業の現金保有政策について、公開企業と非公開企業の違いがあるか否かの検証を通じて分析を行なっている。企業の現金保有は、Keynes (1936) が論じているように、予備的動機に基づく、金融に関する摩擦的要因が大きいほど、予備的動機により現金保有比率が高くなると予想される。例えば、情報の非対称性の問題によって生じる内部資金と外部資金のコスト差を踏まえると、当該問題が深刻な企業ほど、現金保有を高めることが予想される。上場することの一つのメリットとして、外部資金へのアクセスが容易になることを踏まえると、公開企業の方が資本コストが低いと考えられるため、非公開企業の方が現金保有のニーズが高く、予備的動機の観点からは現金保有比率が高い(つまり、公開企業の方が現金保有比率が低い)ことが示唆される。

エージェンシーコストと現金保有政策

経営者は、外部からのモニタリングから解放された自由を望むため、より内部資金を選好するというエージェンシーコストに基づくものがある。逆に言えば、非公開企業の方が所有と経営の分離が相対的に生じにくいと考えられるため、エージェンシー問題が発生する可能性が低いと考えられる。この場合においては、非公開企業の方が現金保有は少ないことが予想される。

Gao et al. (2013) は、1995 年から 2011 年における米国の公開企業と非公開企業を対象に検証し、非公開企業の現金保有を公開企業のそれと比較すると 50%ほどしか現金を保有していない(つまり、公開企業の方が現金保有利率が高い)ことを実証的に確認している。このことから、所有と経営の分離による公開企業のエージェンシーコストの方が金融の摩擦的要因よりも企業間の現金保有の違いを説明できると論じている。

上場と企業間信用

Abdulla et al. (2017) は、上場企業と非上場企業における企業間信用の違いについて検証し、上場企業の方が非上場企業よりも企業間信用の利用が少ないことを実証的に確認している。この結果は、上場企業は外部資金へのアクセスが容易で安価なため、サプライヤーに企業間信用を通じた資金提供に頼る必要が相対的に少ないという議論と整合的であると論じている。さらに、Abdulla et al. (2017) は、上場・非上場の企業のいずれも、それぞれの最適な企業間信用の水準に向けて調整しており、上場企業の方が調整スピードが速いことも実証的に確認している。

上場と資本構成

資本構成に関連して Brav (2009) は、非公開企業は大半を負債に依存しており、負債比率が高いことを示している。また、株式が上場することで株式での資金調達コストが安くなり、負債の利用が減少するという実証結果を得ている。

上場とペイアウト政策

ペイアウト政策との関連では、Michaely and Roberts (2012) が、配当のスムージング仮説について公開企業と非公開企業の比較を通じて検証し、公開企業の方が非上場企業よりも配当が多いことを実証的に示している。

4. 上場とディスクロージャー

上場と会計情報の質

企業が上場しているか否かによって、いわゆる会計情報の質に対してどのような影響を与えるのか否かは、ファイナンス分野のみならず、会計分野における学術的な課題の一つである。会計情報の質の測り方はいろいろと考えられる。例えば、キャッシュフローと利益の差として定義される会計発生高 (accruals) が小さいほど質が高いと評価される (Dechow et al., 2010)。

上場と会計情報の質に関する仮説：需要仮説

上場していることが、会計情報の質に与える影響については、二つの仮説が知られている。一つ目は需要 (demand) 仮説である。この仮説によれば、公開企業の方がディスクロージャーに対して積極的であり、訴訟リスクを回避するためにも、また、資本コストを低下させるためにも、会計情報の質を改善するインセンティブが高いと考える。こうした仮説を支持する実証結果を得ているのが、Hope et al. (2013) 等である。Hope et al. (2013) は、米国企業の大規模サンプルを分析対象とし、公開企業の方が、非公開企業よりも利益の質が高いことを実証的に確認している。

上場と会計情報の質に関する仮説：機会主義的行動仮説

もう一つの仮説が機会主義的行動 (opportunistic behavior) 仮説である。上場企業の方が投資家から一定水準以上の業績をあげることに對してのプレッシャーが強いため、会計発生高を高めに評価するインセンティブは、非上場企業よりも高いと考える仮説である。この仮説を支持する実証結果を得ているのが、Givoly et al. (2010) である。Givoly et al. (2010) は、社債の公募発行を行っているが株式は非上場企業と上場企業とを比較することで、上記のいずれの仮説が成立するかを検証している。ここでの注意点として、いずれの場合も公募社債の発行を伴うため「公開」企業であるが、株式上場の有無によってグループ分けをして分析している点である。つまり、純粋な株式の上場の有無だけの違いの比較を試みている。Givoly et al. (2010) の実証結果によると、社債発行をしているものの株式は非上場の企業の方が、株式が上場している企業よりも、会計発生高等で測った会計情報の質が高いことから、機会主義的行動が支持されると論じている。

5. 日本企業における上場と非上場の比較

日本企業における上場・非上場の比較分析

日本企業における上場と非上場の二つの企業のタイプの比較を念頭に置いた分析には、折原 (2014)、Orihara (2017)、Ueda et al. (2017)、French et al. (2018)、金・安田 (2018)、Kim and Yasuda (2019) 等がある。

日本においても、非上場企業の方が上場企業よりも積極的に投資を行っている

折原 (2014) は、法人企業統計に基づき、1983 年度から 2012 年度を分析対象期間として、資本金が 6 億円以上の比較的規模の大きい企業について上場企業と非上場企業に分類したうえで、設備投資比率の水準を比較し、上場企業よりも非上場企業の方が高いことから、非上場企業の方が投資を積極的に行っていることを論じている。Orihara (2017) は、上場による株式の流動性の向上と、株式市場の (株

の売却を通じた) 規律付の効果の観点から、上場企業と非公開企業を対象に、(R&D 投資を含む) 投資、(長短の) 負債比率、配当政策等に対して、上場していることがどのような影響を与えるかを多角的に検証している。

上場と非上場の不況期における影響の違い

Ueda et al. (2017) は、東京商工リサーチ (TSR) のデータを用いて、上場企業とそれと類似の非公開企業を比較することで、上場の経済的な影響について実証的に分析している。分析結果としては、不況期において、上場企業の方が資本の限界的な生産性が低い一方で、新規の借入をしていることを実証的に示している。

上場・非上場と単体・連結での投資比率の違い

French et al. (2018) は、金融商品取引法 (以下、金商法) 開示の非上場の公開企業と上場企業を分析対象とし、両者の投資比率に違いがあるのか否かを実証的に分析している。分析結果として、単独決算企業においては上場企業の方が投資比率が高く、資金制約の緩和の効果が大きいため、連結決算企業に限定した比較においては、上場と非上場の間に違いは見受けられないという実証結果を得ている。

日本における中小企業の利益の質は大企業よりも低い

金・安田 (2018) では、2006 年度から 2013 年度における TSR の中小企業データを用いて、会計発生高 (accruals) 等で測った利益の質を上場企業のそれとの比較しながら実証分析を行っている。前述の通り、会計発生高とは、利益とキャッシュフローの差のことである。発生主義会計において、収益費用認識とキャッシュの流出入のタイミングにずれが生じる。そこで、この発生主義の下で計算される利益とキャッシュフローの差を調整するのが会計発生高である。例えば、今期の売掛金が来期に回収される場合等、収益とキャッシュフローの差が生じることになる。このため、会計発生高の質が低いほど、またその構成要素である裁量的会計発生高が高いほど、利益の質が低いと解釈される (Dechow, et al, 2010)。金・安田 (2018) は、中小企業の方が上場企業に比べて会計発生高の質が低いことから、中小企業の利益の質が上場企業のそれより相対的に低いと論じている。

日本における上場企業の利益の質は、非上場の公開企業よりも低い

Kim and Yasuda (2019) は、1985 年度から 2015 年度の期間について、金商法開示データに基づき、会計情報の質について、会計発生高の質が上場企業と非上場の公開企業の間で異なるのか否かを実証的に分析している。分析結果によると、上場企業の方が非上場企業よりも会計発生高の質が低いということを実証的に確認しており、いわゆる需要仮説が成立すると論じている。つまり、上場企業はショートターミニズムに陥っており、利益調整によって報告利益をかき上げしているという結果である。但し、社債の発行をしている上場企業においてはその限りではないという結果も得ている。また、経営者や安定株主の株式保有比率が高い企業ほど、前述の意味での機械主義的な利益調整は抑制されることも実証的に示している。

6. 金融商品取引法に基づくディスクロージャー

金商法に基づく開示規制

日本においても株式が証券取引所に上場していれば、決算短信や有価証券報告書等の提出義務が課されているが、一般の投資家保護の観点から、株式市場の機能の健全化を図る法的根拠として、金商法に基づく開示規制の在り方は、会社法と並んでガバナンスの観点からも非常に重要となっている。

金商法に基づく非上場企業のディスクロージャー

この金商法に基づくディスクロージャーは、上場企業のみならず、非公開企業であっても有価証券報告書等の提出を求めているケースが存在する。具体的に言えば、過去に募集・売出しを行った有価証券の発行企業の場合、あるいは、1000 名

以上の株券等の保有者が過去 5 年間で存在する株式会社等の場合である。これらのケースは、非上場企業であっても情報開示の観点からは、上場企業のそれと比較して遜色のないディスクロージャーがなされていると言える。このため、非上場企業ではあるが公開企業と呼ぶ方が妥当な企業がそれなりに存在することを意味している。この考え方に沿ったものとして Minnis and Shroff (2017) に従うと、上場企業と上記の意味での非上場企業（有価証券報告書の開示義務がある非上場企業）を併せて公開企業とし、それ以外の企業を非公開企業と呼ぶことが望ましいことになる。

上場・非上場と公開・非公開の言葉の取り扱いに注意が必要である

この区分を踏まえると、前述の先行研究においては、公開企業と上場企業が同じ意味で使用されている場合とそうでない場合があったり、裏返して言えば、非公開企業と非上場企業が同じ意味で使用されている場合とそうでない場合があったりする点には注意が必要となる。この意味で、上場（Listing status）の経済効果の検証は、株式の流動性が担保されているのか否かの観点と、所有と経営の分離が大きいのか否かの二つの経済効果が潜在的に混在している場合も少なくない。

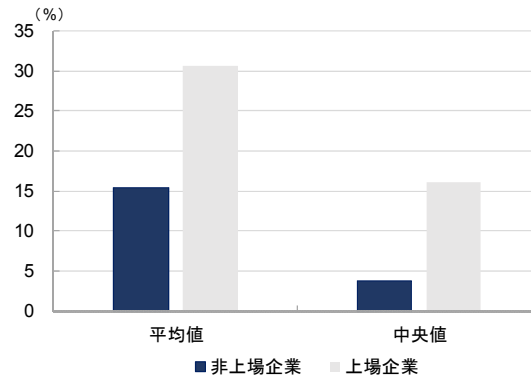
しかし、非公開企業全般を非上場企業として分析対象とする場合、例えば、外部監査の必要性の有無に違いがあったり、連結財務諸表の開示の必要性の有無に違いがあったり、あるいは企業の規模等によって適用される会計基準が異なる違いが生じたりすることとなる。無論、実証分析においては、マッチングをするなどして、企業属性を合わせるなどの精緻化をするので、代替的な仮説との識別（identification）において必ずしも上記の違いが問題とはならないかもしれないが注意は必要となる。

したがって、日本の例でいえば、金商法開示の非上場企業と上場企業の二つのタイプの公開企業の比較は、上場による株式の流動性が高いことが企業行動にどのような影響をあたえるかの検証を行う上では優れたサンプルになり得ることを示唆している。こうした観点からの分析の意義は大きく、また、その分析の余地は今なお大きいと思われる。

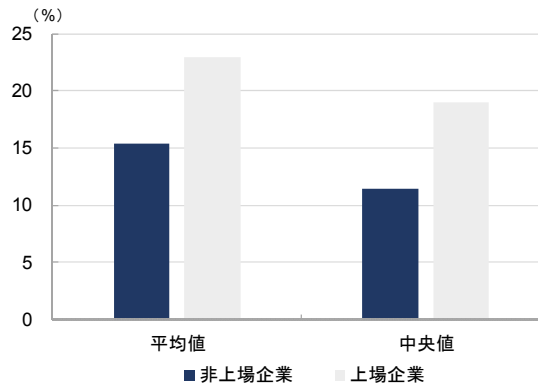
図表 1-1 は、金商法の開示に基づいた 2017 年度の非上場（の公開）企業と上場企業の投資比率の平均値を示している。これを見ると、投資比率（有形・無形資産に対する支出を期首の有形・無形資産の合計で除した比率）は上場企業の方が非上場企業よりも大きいことが分かる。興味深いことに、法人企業統計の基づく折原（2014）とは逆の結果となっており、前述の公開・非公開と上場・非上場を区分して分析する視点の重要性を示唆しているかもしれない。図表 1-2 は現金保有比率（現金と短期有価証券の合計額の対総資産比率）を表しており、現金保有比率も上場企業の方が非上場企業よりも高いことが分かる。図表 1-3 はレバレッジ比率（短期負債と長期負債の合計額の対総資産比率）を表しており、レバレッジ比率については、非上場企業の方が上場企業の方が平均値で見ると高い一方で、中央値では逆になっていることが分かる。

図表 1：非上場企業と上場企業の比較

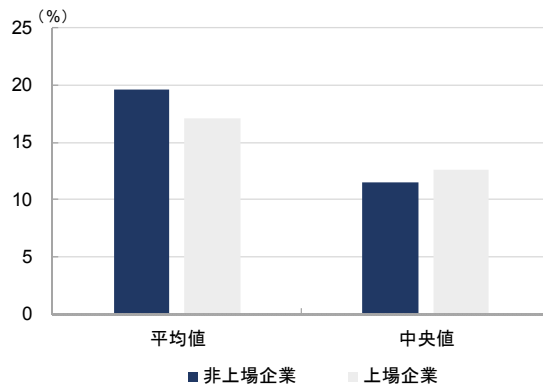
1-1 投資比率



1-2 現金保有比率



1-3 レバレッジ比率



出所：French et al. (2018) に基づき筆者作成

以上、株式が上場することの経済的な影響に関する近年の学術研究の概観しながら、日本企業を分析対象とする研究についても考察を行った。米国の研究によれば、上場企業数の減少である「Listing Gap」が注目を浴びている (Doidge, et al., 2017)。その現象の説明要因として、M&A による上場廃止の影響が大きいことが実証的に示されている。こうした経済現象からも想像されるように、そもそも企業にとって株式が上場することの経済的な影響に対して、どのような点に留意する必要があるのかについて、個票データに基づく検証の蓄積が重要であると考えられる。

Ⅲ. 国際資本フローの決定要因に関する学術研究の潮流

1. はじめに

国際資本フローは多くの便益をもたらす一方、マクロ経済や金融システムに不安定性をもたらすリスクを内包している

国際資本フローは、世界経済のグローバル化が進展した 1990 年代以降、急速に拡大し、今日のグローバル経済において重要な役割を果たしている。国際資本フローは、資本提供国、受入国双方に、直接的、間接的に様々な便益をもたらす一方、マクロ経済や金融システムの不安定化をもたらすリスクも内包している。

国際資本フローには、グロスの資本流入が急増する「surge」、グロスの資本流入が急減する「stop」、資本流入が反転し、グロスの資本流出が急増する「flight」、及び、グロスの資本流出が減少する「retrenchment」の局面がある。2008 年の世界金融危機では、「surge」局面における急激な資本流入の増大が、受入国の金融機関のリスク・テイキングを助長し、これが過度な信用拡大や資産価格の上昇をもたらした一方、「stop」や「flight」局面における急激な資本流入の減少や資本流出の増大が、資産価格の低下、信用収縮を増幅した結果、マクロ経済や金融システムの安定性が大きく損なわれた。また、近年では、2013 年 5 月のいわゆる「テーパー・タントラム (taper tantrum)」で問題となったように、先進国で採用されている金融緩和政策による過剰流動性や、金融緩和政策からの脱却が国際資本フローにどのような影響を与えるかを注視することが重要な課題となっている。

マクロ経済や金融システムの安定性を損なうことなく、国際資本フローの便益を享受するためには、国際資本フローがどのような要因で決定されるかを考察することが重要である。なぜならば、国際資本フローの決定要因が、国内要因であるか対外要因であるか、または、循環的要因であるか構造的要因であるかによって、国際資本フローが国内経済に与える影響や国際資本フローに対する政策も異なってくるからである。

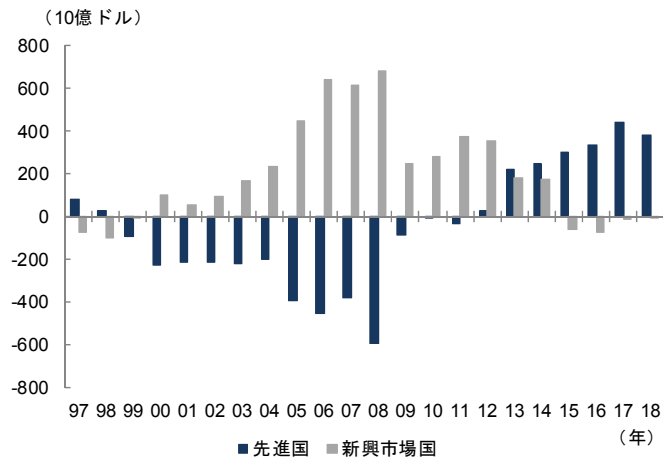
本節では、国際資本フローの決定要因に関する研究の潮流を紹介し、その後、国際資本フローの急激な変化に対する政策対応として、マクロ・プルーデンス政策と IMF の「組織的見解 (Institutional View)」について概観する。

2. 国際資本フローの現状

1990 年以降、先進国では経常収支黒字、新興市場国では経常収支赤字であったが、1998 年以降、この関係が逆転し、2008 年までその不均衡は拡大した

まず、1990 年代以降、国際資本フローがどのように変化してきているかを概観する。図表 2 は、1990 年代以降の先進国と新興市場国の経常収支の推移を表したものである。ネットの資本フローは、国際収支統計上、一定期間内における対外債権の変化分と対外債務の変化分の差である金融収支として測られ、これは、資本移転等収支や誤差・脱漏を調整後の経常収支と表裏の関係にある。図より、アジア通貨危機以前は、先進国で経常収支黒字、新興市場国で経常収支赤字であったが、1998 年以降、この関係が逆転し、その後、2008 年までこの不均衡が拡大し、これが、世界的な経常収支不均衡である「グローバル・インバランス」を生じさせたことがわかる。なお、この時期の主な経常収支黒字国は中国を含むアジア新興市場国、産油国、日本、ドイツ等であり、一方、主な経常収支赤字国は米国であった。また、世界金融危機後は、先進国では経常収支黒字基調、新興市場国では経常収支赤字基調となっている。

図表 2：先進国、新興市場国の経常収支の推移

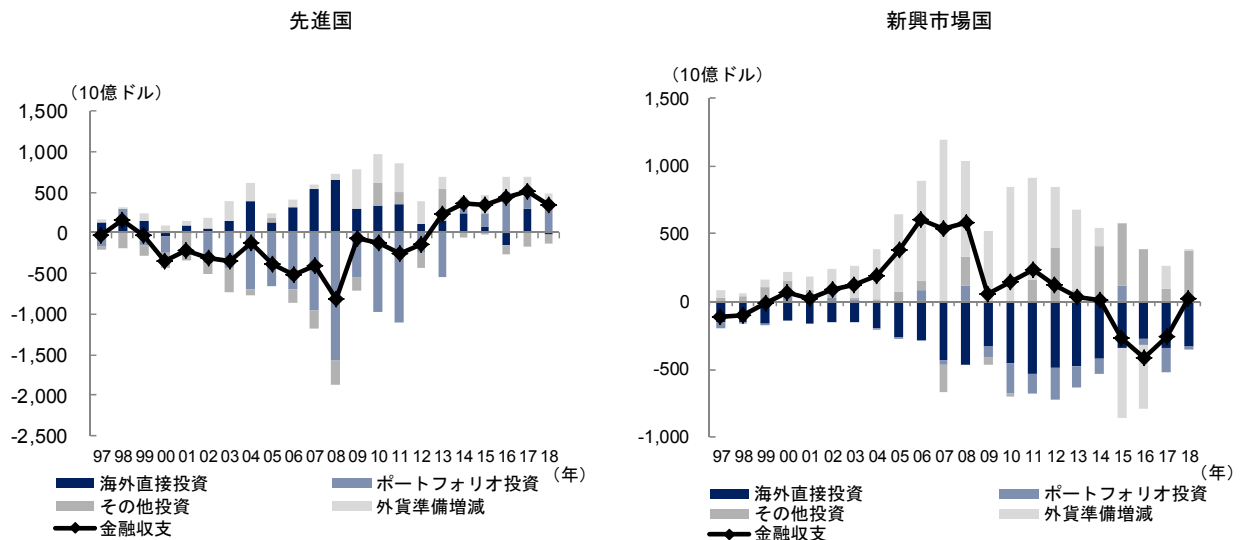


出所：IMF、World Economic Outlook より筆者作成

先進国では世界金融危機以前、ポートフォリオ収支での資本流入超が、危機後には、資本流出超へ、新興市場国では、危機後、ポートフォリオ収支で資本流入超となっているが、その他投資収支で資本流出超となっている

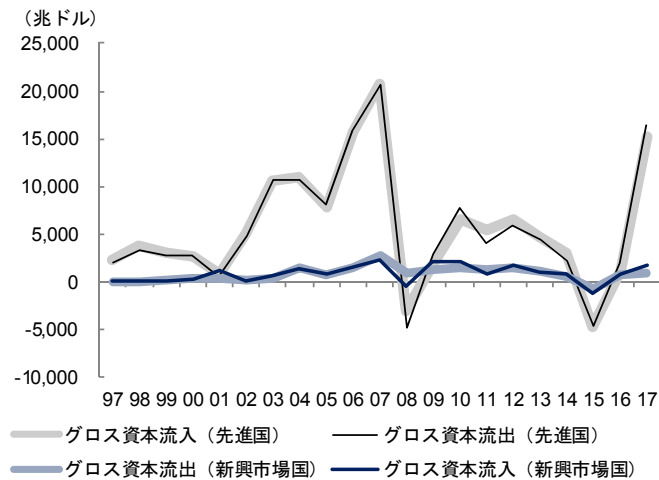
次に、図表 3 は、先進国と新興市場国の金融収支とその内訳の推移を示したものである。金融収支の黒字は、対外債権の増加分が対外債務の増加分を上回ることを意味するため、資本流出超を意味する。図より、先進国では、世界金融危機前、資本流入超であったポートフォリオ収支が、危機後、資本流出超へと転換したこと、新興市場国では、外貨準備の蓄積による資本流出が大きな割合を占めていること、危機後、ポートフォリオ収支で資本流入超、銀行貸出を含むその他投資収支で資本流出超となっていることがわかる。

図表 3：先進国、新興市場国の金融収支とその内訳の推移



出所：IMF、World Economic Outlook より筆者作成

図表 4：先進国、新興市場国のグロスの資本フローの推移



注：IMFの定義に基づき、先進国は38か国の合計（プエルトリコを除く）、新興市場国は155か国のデータの合計（但し、欠損値あり）である。

出所：IMF、International Investment Position より筆者作成。

グロスの資本フロー大部分は先進国間の「双方向的」取引によるものであり、世界金融危機後、ボラタイルとなっている

一方、グロスの資本流入は非居住者による自国資産買いから自国資産売りを差し引いた対外資産の増加分、グロスの資本流出は居住者による外国資産買いから外国資産売りを差し引いた対外負債の増加分である。図表 4 は、先進国と新興市場国のグロスの資本フローの推移を示したものである。図より、グロスの資本フローはネットの資本フローよりもはるかに大きいこと、国際資本フローの大部分は先進国間における「双方向的」取引によるものであること、2001年のドット・コム・バブル、2008年の世界金融危機の際に急減していること、また、危機後において、国際資本フローがボラタイルとなっていることがわかる。

3. 国際資本フローの便益

ネットの資本フローの便益は異時点間の消費の平準化、一方、グロスの資本フローの便益は同時点内で発生しうる状態間の消費の平準化である

国際資本フローの便益は、ネットとグロスの資本フローとで異なる。

先述の通り、ネットの資本フローは経常収支と表裏の関係にあるため、その便益は「経常収支の異時点間アプローチ」の文脈で捉えられる。すなわち、消費サイドからみれば、経常収支黒字は、現在の所得を消費せずに対外資産として保有し、これを将来の消費に充てることで、現在の消費を将来の消費に交換したことを意味する。このことから、ネットの資本フローは、所得の時間的パターンを所与とした下で、最適な消費の時間的パターンを選択することを可能とし、異時点間（intertemporal）の消費を平準化する効果を持つ。これに対し、グロスの資本フローは、資産間の交換である。したがって、国際分散投資により、状態に依存する（state-dependent）各国固有の所得変動リスクを国際的にシェアリングし、同時点内（intratemporal）で発生しうる状態間の消費を平準化する効果を持つ。

また、生産サイドからみれば、国際的な資本貸借が自由であれば、国内の消費や貯蓄を投資から独立して決定できるため、貯蓄過剰国にとっては、収益率が高い海外の投資プロジェクトに投資でき、貯蓄不足国にとっては、より低い費用で国内の投資プロジェクトを賄うことができ、この結果、資本の最適配分を促す。

この他にも資本流入に付帯する間接的便益として、ポートフォリオ投資や銀行貸

出であれば、資本市場の深化や流動性増大による金融部門の発展、海外直接投資（FDI）であれば、新技術や経営管理手法の導入等が挙げられ、更に、資本流入を維持するため、受入国政府に健全なマクロ経済政策の運営や頑健な法的・制度的枠組の構築のインセンティブを与えることも挙げられる。

資本フローの自由化と経済発展の関係を分析した研究では、時間的なラグの定式化や健全なマクロ政策運営や頑健な法的・制度的枠組の構築といった間接的便益の定式化によって、その結果も異なっている。但し、Edwards (2001)、Prasad et al. (2003) は、資本フローの自由化は、受入国の金融部門や組織の発展が「閾値」に到達していれば、経済発展に帰することを示している。

4. 国際資本フローの決定要因

国際資本フローにおけるパズル

先述の通り、国際資本フローの大部分は、先進国間における「双方向的」取引によるものである。また、アジア通貨危機以降、新興市場国は経常収支黒字により外貨準備を蓄積することで、新興市場国から先進国へ資本が流出した。以上の現象は、従来の経済理論で説明することは難しい。なぜならば、国際資本フローが内外金利差で決定されるならば、先進国間のグロスの資本フローは「一方向的」となるはずである。また、資本の限界生産性が低い先進国から、それが高い新興市場国への資本フローが生じるはずである。後者のパズルは、「ルーカスの逆説 (Lucas paradox)」と呼ばれる。

プッシュ要因とプル要因による分析とその意義

以上の背景もあり、これまで国際資本フローの決定要因について数多くの研究がなされてきた。国際資本フローの決定要因の分析では、Calvo et al. (1993)、Fernandez-Arias (1996) によって定式化されたプッシュ要因 (push factor) とプル要因 (pull factor) による分析が多く行われている。プッシュ要因は、資本供給サイドの対外的な要因を意味し、世界的なリスク回避度、先進国の経済成長率、金利、過剰流動性等が含まれる。一方、プル要因は、資本需要サイドの国内的要因を意味し、受入国の経済成長率、金利、財政収支、経常収支、対外債務、外貨準備等の循環的な要因に加え、貿易開放度、資本開放度、為替相場制度、金融発展の程度、政治的・制度的な質等の構造的な要因が含まれる。

プッシュ要因/プル要因による分析は、国際資本フローの決定要因について直観的な理解を与えるのみならず、政策決定に重要な示唆を与える。プル要因が資本流入の主要因であれば、適切なマクロ経済政策やマクロ・プルーデンス政策により、資本流入を維持できる一方、プッシュ要因が主要因である場合、資本流入は、受入国にとってはコントロールできない対外的要因で決定されるため、資本フロー管理政策 (capital flow management measures, CFMs) も考慮する必要が生じる。

プッシュ要因/プル要因による分析の問題点

但し、プッシュ要因/プル要因による分析には問題点も指摘されている。例えば、Fernandez-Arias (1996) は、米国の金利低下はプッシュ要因に分類されるが、これは受入国の対外債務のソルベンシーを上昇させるため、プル要因でもあると指摘している。同様に、受入国の金融システムの改革に伴う海外投資家の行動の変化や伝染効果も両方の要因を含んでいる。また、先進国と新興市場国の経済成長率や金利の影響を個別に分析するのではなく、その差 (経済成長率格差、金利差) を分析すべきとの批判もある。但し、これに関しては、先進国と新興市場国と経済成長率や金利が国際資本フローに与える影響は程度、統計的有意性が異なり、また、先進国と新興市場国の経済成長率の上昇が同方向に影響を与え、新興市場国への資本流入を増大させることもあるため、個別に分析すべきとの反論もある。

1990年代におけるプッシュ要因/プル要因による分析の潮流

以下では、国際資本フローの決定要因に関する研究を時系列に沿って概観する。

1990年代においては、1980年代の累積債務問題やハイパーインフレーションによって「失われた10年」を経験したラテンアメリカ諸国が、1990年代の新自由主義的経済開発戦略によって回復する過程で、再び資本流入を享受し始めたことに関心が持たれた。Calvo et al. (1993) は、1988年12月～1991年12月のラテンアメリカ10か国のデータを用い、米国の短期金利の低下による対外債務のソルベンシーの改善、米国と先進国の経済停滞によるラテンアメリカ諸国の経常収支赤字拡大による対外ファイナンスの必要性の増大、及び、国際資本市場における規制緩和による取引費用の低下といったプッシュ要因が影響していることを示した。同様に、Fernandez-Arias (1996) は、1989年～1993年の中所得国13か国のデータを用い、対外債務のソルベンシーの改善が資本流入の主要因であるが、これは世界金利の低下というプッシュ要因によるものであるとしている。これに対し、Chuhan et al. (1998) は、1988年～1992年のアメリカからラテンアメリカ9か国、アジア9か国への株式投資及び債券投資のデータを用い、アメリカの金利低下や鉱工業生産指数の低下は重要な影響を与えるが、とりわけアジア諸国においては国内要因も重要であることを示している。この結果の相違の要因として、Calvo et al. (1993) では月次データの入手可能性から、資本流入の代理変数として外貨準備の増減を用いていることが挙げられる。但し、概ね、ラテンアメリカ諸国への資本流入は、米国の金利低下というプッシュ要因が影響しており、一方、アジア諸国への資本流入においてはプル要因も重要な影響を与えるとの結果が得られている。

2000年代初頭から世界金融危機までにおけるプッシュ要因/プル要因による分析の潮流

2000年代から世界金融危機までの期間においては、データベースの充実もあり、資本フローの各構成要素（株式投資、債券投資、銀行貸出、FDI）の決定要因に関する分析が行われるようになった。例えば、Jeanneau and Micu (2002) は、先進国からラテンアメリカ5か国、アジア5か国への銀行貸出のデータを用い、プッシュ要因では世界的な危険回避度、プル要因では受入国の実質GDP、対外債務比率、受け入れ国と先進国の二国間貿易、為替相場のボラティリティが影響を与えていることを示した。また、Albuquerque et al. (2005) は、1970年～1999年の94か国（先進国20か国、発展途上国74か国）のデータを用い、FDIフローの決定要因として、1980年代以降の世界的な資本市場の統合というプッシュ要因が影響していること、一方、生産性の上昇率、貿易開放度、金融深化、政府債務の程度、マクロ経済の安定性といった国内要因の重要性は通時的に低下していることを示した。また、Brana and Lahet (2010) は、1990年～2007年のアジア4か国へのポートフォリオ投資のデータを用い、資本フローの決定要因は、1997年のアジア通貨危機以降大きく変化し、日本との金利差（キャリー・トレード）、先進国の経済成長率、世界的流動性、世界的な危険回避度というプッシュ要因が影響を与えるようになったことを指摘している。これらの結果は、資本フローの各構成要素により決定要因が異なること、また、アジアにおいても世界的なリスク回避度といったプッシュ要因が影響を与えるようになったことを意味する。

世界金融危機後のプッシュ要因/プル要因による分析の潮流

世界金融危機以降は、世界金融危機における国際資本フローの「stop」やその後の「retrenchment」の決定要因に関する分析が行われるようになってきている。また、グロスの資本フローが分析されるようになったことや、先進国の金融緩和と政策による過剰流動性や金融緩和と政策からの脱却が国際資本フローに与える影響が分析されていることが特徴的である。例えば、Forbes and Warnock (2012) は、「stop」や「retrenchment」の局面では、プッシュ要因である世界的なリスク回避度が有意となる一方、国内要因は有意ではないことを示した。同様に、Ghosh et al. (2014)

は、1980年から2011年の新興市場国56か国のデータを用い、アメリカの金利や世界的なリスク回避度が「surge」のタイミングを決定すること、但し、ある国が「surge」に直面するかどうか、また、直面する場合でも、その程度は、経常収支赤字による対外ファイナンスの必要性、資本開放度、為替相場制度等の国内要因に依存することを示した。また、Ahmed and Zlate (2014) は、世界金融危機以降のアメリカの非伝統的金融政策が、国際資本フローに与えた影響を分析し、先進国と新興市場国間の経済成長率格差、金利差、及び、世界的なリスク回避度が、新興市場国への資本流入の決定要因であること、また、アメリカの非伝統的金融政策がポートフォリオ投資に正の影響を与えていることを示した。更に、近年では、Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) が提供する16,000以上の株式ファンド、8000以上の債券ファンドの日次や週次のデータが利用可能となったこともあり、より高頻度のデータを用いた分析が行われるようになった。例えば、Fratzscher (2012) は、EPFRによる2005年10月～2010年11月までの50か国の週次データに基づき、世界金融危機とその後の「retrenchment」において、リーマン・ブラザーズの破綻等のイベント、世界的な流動性やリスク回避度といったプッシュ要因が主要因であるが、その程度は、国内機関の質、カントリー・リスク、国内マクロ経済の状況に依存し、国家間で効果が異なることを示した。これらの結果は、危機の際にはプッシュ要因が重要となるが、危機の程度やその他の時期にはプル要因が重要であるというように、プッシュ要因とプル要因の相対的重要性が通時的に変化することを意味する。

資本の急激な流出入においては、プッシュ要因が重要な役割を果たすが、その程度やその他の時期には、プル要因が重要となることは、国際資本フローの急激な変動リスクに対しては、適切なマクロ経済政策やマクロ・プルーデンス政策のみならず、必要な場合には、資本フロー管理も有効となることを意味する。

なお、国際資本フローの各構成要素の決定要因について、Koepe (2015) は、図表5で示されたように40の先行研究をまとめ、プッシュ要因では、世界的な危険回避度や先進国の金利がポートフォリオ投資と銀行貸出に負の影響を与えること、プル要因では、受入国の経済成長率、資産リターン指標、カントリー・リスク指標が各構成要素に影響を与えるが、銀行貸出において顕著であることを示した。

図表5：資本フローの構成要素別決定要因

	要因	株式投資	債券投資	銀行貸出	FDI
プッシュ要因	リスク回避度	strong negative	strong negative	strong negative	strong negative
	先進国金利	strong negative	strong negative	strong negative	strong negative
	先進国経済成長率	some positive	some positive	some positive	some positive
プル要因	国内経済成長率	strong positive	strong positive	strong positive	strong positive
	資産リターン指標	strong positive	strong positive	strong positive	strong positive
	カントリー・リスク指標	strong positive	strong positive	strong positive	strong positive

strong positive
 some positive
 mixed
 some negative
 strong negative

出所：Koepe (2015) より筆者作成

5. マクロ・プルーデンス政策の考え方

先述の通り、国際資本フローの急激な変動は、マクロ経済や金融システムに不安定性をもたらすリスクを持つ。このようなリスクに対しては、まず、適切なマクロ経済政策に加え、マイクロ・プルーデンスとマクロ・プルーデンス両面からの金融監督が重要となる。

個別の金融機関の破綻を予防することを目的としたマイクロ・プルーデンス政策とは異なり、マクロ・プルーデンス政策は、金融システムを構成する金融機関や金融市場とそれらの相互連関、実体経済と金融システムの相互連関に着目し、システムミック・リスクを軽減することで、金融システム全体を安定化させることを目的とした政策である。Borio (2003) が指摘する通り、金融機関のリスク・テイキングと資産価格の変動には、時系列面と業態横断面の双方において正のフィードバックが存在するため、マクロ・プルーデンス政策は、時系列的な軸と業態横断的な軸の双方から設計する必要がある。

マクロ・プルーデンス政策における時系列的な視点
金融機関によるリスク・テイキングとマクロ景気動向のプロシクリカリティ

まず、時系列的にみれば、景気上昇局面における資産価格の上昇により担保価値が上昇すると、ファイナンシャル・アクセルレーター・メカニズムを通じ、金融機関の信用拡大を助長し、景気拡大を増幅する一方、景気下降局面における資産価格の低下は、信用収縮を助長し、景気悪化を増幅させる。このように金融機関によるリスク・テイキングとマクロ経済の景気動向にはプロシクリカル (pro-cyclical、順循環的) な関係が存在する。このメカニズムは、国際資本フローが存在しない閉鎖経済においても発生しうるが、Kaminsky et al. (2004) が指摘した通り、国際資本フローには、好況時に資本が流入し、不況時には資本が流出するというプロシクリカリティが存在する。このため、その論文のタイトル通り、「When it rains, it pour (雨が降れば土砂降り)」となり、国際資本フローが国内景気変動を更に増幅させることになる。

マクロ・プルーデンス政策における業態横断的な視点
相互連関性と共通のエクスポージャー

一方、業態横断的にみれば、業態内における相互連関性 (interconnectedness) と共通のエクスポージャーが存在する下で、共通のエクスポージャーにショックが発生すると、これに対し脆弱な金融機関が破綻危機に陥ると同時に、その影響が業態横断的に広がっていく。例えば、サブプライム・ローン危機の際には、住宅やこれを原資産とした証券化商品に対する与信という共通のエクスポージャーに対し、住宅価格低下というショックが発生した結果、破綻危機に陥った金融機関が、MBS 等をファイア・セールした結果、業態横断的に、当該資産や関連する資産を保有する他の金融機関のバランス・シートが毀損し、資産価格のさらなる低下、信用収縮、流動性の枯渇という市場型システムミック・リスクが増幅された。このメカニズムは、個別の金融機関にとってリスク管理上合理的な行動が、金融システム全体に大きな外部不経済をもたらすことを意味する。

具体的なマクロ・プルーデンス政策の例示

したがって、マクロ・プルーデンス政策として、第一に、時系列的な軸に基づき、金融システム全体のプロシクリカルなリスク・テイキングを抑制することが必要となる。具体的には、好況期に追加的な自己資本蓄積を義務付け、不況期にこれをバッファーとして用いるカウンターシクリカル (反循環的) な資本バッファー (counter-cyclical capital buffer)、好況期の貸出増加に対し追加的な引当金繰り入れを求める動的引当金 (dynamic loan loss provisioning)、及び、貸出額の担保価値に対する比率 (loan to value ratio) に対する上限規制等が挙げられる。これらは、いずれも、好況期における貸出増加に対し、自己資本、引当金、追加の担保とい

った一定の費用を課すことで、プロシクリカルなリスク・テイキングを抑制し、不況期におけるバッファーを蓄積することを目的としている。

第二に、業態横断的な軸に基づき、金融システム全体として受容可能なリスク水準を定めた後、それぞれのリスクに対するエクスポージャーを制限することが必要となる。具体的には、長期運用を短期調達で行う場合、期間のミスマッチに対する追加的な自己資本蓄積を求める流動性調整後自己資本比率の導入、システム上重要な金融機関（systemically important financial institution, SIFI）に対し追加的な自己資本や流動性の蓄積を求めること等が挙げられる。

6. IMF の組織的見解

国際資本フローがもたらすリスクに対しては、プルーデンス政策に加え、必要な場合には、資本フロー管理政策（CFMs）にも有用性が認められるべきである。

資本フロー管理政策に関する従来の IMF の見解

これに関し、IMF は自由な国際貿易、国際資本移動が効率的な資源配分に不可欠であるという認識のもと、1980 年代以降、資本移動の自由化を推進し、加盟国には不公正な利益を得るための為替操作を行ってはならないという義務を課した。

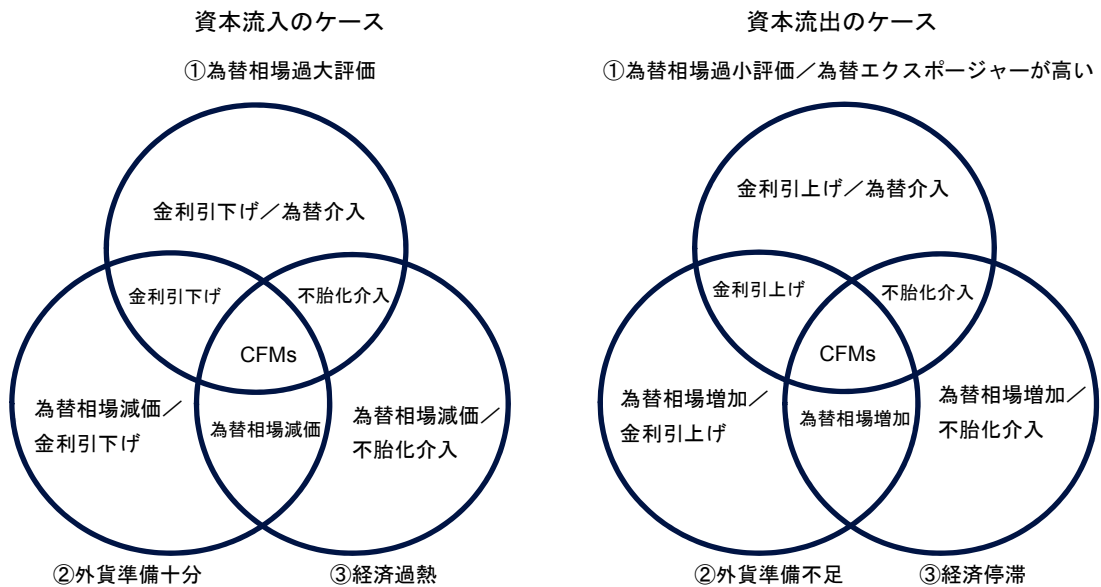
資本フロー管理政策に関し、IMF の見解が大きく転換した

しかしながら、1997 年のアジア通貨危機や 2008 年の世界金融危機の経験を経て、IMF は資本フロー管理政策に関する見解を大きく転換し、2012 年に資本フローに関する「組織的見解（Institutional View）」を発表した。これによれば、急激な資本流入や資本流出への対応は、まず、金融政策、財政政策、外国為替政策を含むマクロ経済政策や健全な金融監督及び規制によって担われる必要があるが、一定の環境下では、資本フロー管理は有効となり得る。但し、資本フロー管理は、マクロ経済調整の代替とはなり得ず、また、時限的な措置に過ぎないとされている。

具体的には、資本流入が急増したケースとの資本流出が急増したケースとに分けた上で、①為替相場の水準、②外貨準備の水準、及び、③実体経済の状況という三つの条件の状況に応じた政策オプションが示されている。

図表 6 の資本流入急増のケースでは、①為替相場が過大評価されているか、②外貨準備が十分に蓄積されているか、③実体経済が過熱しているかという三つの条件において、①のみが満たされる場合「金利引き上げ」と「為替介入（自国通貨売り・外貨買い）」、②のみが満たされる場合「為替相場増価」と「金利引き下げ」、③のみが満たされる場合「為替相場増価」と「不胎化介入（自国通貨売り・外貨買いと同時に、経済がこれ以上過熱しないようにマネタリー・ベースを維持する買いオペレーション）」が選択肢となる。また、①、②のみが満たされる場合「金利引き下げ」、①、③のみが満たされる場合「不胎化介入」、②、③のみが満たされる場合「為替相場増価」が選択肢となる。その上で、①～③の三つの条件全てが満たされる場合「資本フロー管理策の導入（CFMs）」が選択肢となる。なお、資本流出のケースも同様に考えればよい。

図表 6 : IMF の組織的見解



出所 : IMF (2016) より筆者作成

以上、国際資本フローの決定要因に関するプッシュ要因/プル要因に基づいた分析では、資本の急激な流出入においては、プッシュ要因が重要な役割を果たすが、その程度はプル要因によって異なることが示されている。このため、国際資本フローの急激な変動リスクに対しては、適切なマクロ経済政策やマクロ・プルーデンス政策のみならず、必要な場合には、資本フロー管理も有効となるといえよう。

以上

【参考資料・文献】

1. 折原正訓 (2014) 「上場企業と非上場企業の設備投資」財務総合政策研究所『ファイナンス』 (2014年9月)
2. 金鉉玉・安田行宏 (2017) 「日本の中小企業における利益の質に関する実証分析」RIETI Discussion Paper Series 17-J-031 (2017年4月)
3. Acharya, V., and Z. Xu (2017). Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms. *Journal of Financial Economics*, 124, 223-243.
4. Abdulla, Y., V. A. Dang, and A. Khurshed (2017). Stock Market Listing and the Use of Trade Credit: Evidence from Public and Private Firms. *Journal of Corporate Finance*, 46, 391-410.
5. Admati, A. R., and P. Pfleiderer (2009). The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice. *Review of Financial Studies*, 22, 2645-2685.
6. Amihud, Y and H. Mendelson (1988). Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications. *Financial Management*, 17, 5-15.
7. Asker, J., J. Farre-Mensa, and A. Ljungqvist (2015). Corporate Investment and Stock Market Listing: A puzzle? *Review of Financial Studies*, 28(2), 342-390.

8. Brav, O. (2009). Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. *Journal of Finance*, 64, 263-308.
9. Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand (2010). Understanding earnings quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their Consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-301.
10. Doidge, C., G. A. Karolyi, and R. M. Stulz (2017). The U.S. Listing Gap. *Journal of Financial Economics*, 123, 464-487.
11. French, J., R. Fujitani, and Y. Yasuda (2018). Stock Market Listing, Investment, and Business Groups: How Firm Structure Impacts Investment? *Working paper* presented at Multinational Finance Society at Budapest, Hungary.
12. Gao, H., J. Harford, and K. Li (2013). Determinants of Corporate Cash Policy: Insights from Private Firms. *Journal of Financial Economics*, 109, 623-639.
13. Gilje, P. G., and J. Taillard (2016). Do Public Firms Invest Differently than Private Firms? Taking Cues from the Natural Gas Industry. *Journal of Finance*, 71(4), 1733-1778.
14. Givoly, D., C. K. Hayn., and S. P. Katz (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *Accounting Review*, 85, 195-225.
15. Hope, O.-K., W. B. Thomas, and D. Vyas (2013). Financial Reporting Quality of U.S. Private and Public Firms. *Accounting Review*, 88, 1715-1542.
16. Jensen, M. C (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
17. Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
18. Keynes, J.M. (1936). *General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan, London.
19. Kim, H. and Y. Yasuda (2019). Earnings Quality, Public Debt, and Ownership Structure: Listed versus Unlisted Public Companies. *Working paper* presented at Multinational Finance Society at San Juan, Puerto Rico.
20. Leland, H., and D. Pyle (1977). Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32, 71-87.
21. Maksimovic, V., G. Phillips, and L. Yang (2013). Private and Public Merger Waves. *Journal of Finance*, 68, 2177-2217.
22. Michaely, R., and M., Roberts (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *Review of Financial Studies*, 25, 711-746.
23. Orihara M. (2017). Stock market Listing and Corporate Policy: Evidence from Reforms to Japanese Corporate Law. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 15-36.
24. Stein, J., C (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104, 655-669.
25. Ueda, K., A. Ishide, and Y. Goto (2017). Listing and Financial Constraints. *RIETI Discussion Paper Series* 17-E-090.
26. Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 44, 421-449.
27. Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, 62, 425-448.

28. Ahmed, S., and A. Zlate (2014). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? *Journal of International Money and Finance* 48, 221–248.
29. Albuquerque, R., N. Loayza, and L. Servén (2005) World Market Integration through the Lens of Foreign Direct Investors, *Journal of International Economics* 66(2), 267-295.
30. Borio, C. (2003) Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? *BIS Working Papers* 128.
31. Brana, S. and D. Lahet (2010) Determinants of Capital Inflows into Asia: The Relevance of Contagion Effects as Push Factors, *Emerging Markets Reviews* 11, 273-284.
32. Calvo, G. A., L. Leiderman, and C. M. Reinhart (1993) Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the Role of External Factors, *IMF Staff Papers* 40(1), 108-151.
33. Chuhan, P., S. Claessens, and N. Mamingi (1998) Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors, *Journal of Development Economics* 55, 439-463.
34. Edwards, S. (2001) Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?, *NBER Working Paper* No.8076.
35. Fernandez-Arias, E. (1996) The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?, *Journal of Development Economics*, 48(2), 389–418.
36. Forbes, K. J., and F. E. Warnock (2012) Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment, *Journal of International Economics* 88(2), 235-251.
37. Fratzscher, M. (2012) Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis. *Journal of International Economics* 88(2), 341-356.
38. IMF (2016) Capital Flows: Review of Experience with the Institutional View, *IMF Policy Papers*.
39. Jeanneau, S., and M. Micu (2002) International Bank Lending to Emerging Market Countries: Explaining the 1990s Roller Coaster, *BIS Quarterly Review*, 52–64.
40. Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart, and C. A. Végh (2004) When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policy, *NBER Working Paper* No. 10780.
41. Koepe, R. (2015) What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature, *MPRA(Munich Personal RePEc Archive) Paper* No. 62770
42. Prasad, E., K. Rogoff, S.-J. Wei, and M. A. Kose (2003) The Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, *IMF Occasional Paper* No. 220.

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。

MIZUHO みずほ証券

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目17番10号 新光ビルディング日本橋1号館

URL: <http://www.j-iris.com>