

設備投資の意思決定：理論と実務

中村 純一

設備投資研究所では、アカデミックな研究報告が日常的に行われているが、その特徴は、大学の先生方とともに、当行で金融実務を経験してきた研究員が主体となり、さらに研究所以外の、いま正に投融資の現場に配属されている職員も参加して、自由に議論に加われる点にある。専門的な見地からは想像もつかないコメントが飛び出して、講師の先生が目を丸くされることもしばしばであるが、経済学、とりわけ制度的、実務的要因が重要な金融の分野では、極めて有意義な意見交換の場であると思う。

理論と実務のギャップを実感する一つの例が設備投資の意思決定の問題である。企業レベルの設備投資の決定要因を統計的に分析する際、企業の国籍を問わず常に強い説明力を持つのが、直近のキャッシュフローと前期の設備投資の水準である。この現象は、実証研究者の頭を悩ませ続けてきた。なぜなら、標準的な経済学の枠組みで考えると、将来の投資機会に関する情報が集約された株価から計算される「トービンの q 」の説明力が最も高いはずであり、理想的な条件のもとでは q 以外の変数は説明力を持たないはずだからである。直近のキャッシュフローの説明力が高いことは、かつては企業の資金制約の証拠と解釈されたが、実証分析の蓄積を通じて、むしろ内部資金の潤沢な（資金制約とは縁のなさそうな）企業の方が、よりキャッシュフローに敏感に反応することがわかってきており、結局、真の理由は謎のままである。

しかし、企業で投資予算の策定に関わっておられる方の感覚からすれば、直近のキャッシュフローと前期の投資水準が予算検討の出発点となること、また株価が検討の材料にならないことはあまりにも当然のことであり、逆に専門家がなぜ悩んでいるのか理解しがたいのではないだろうか。われわれ研究員も、かつて投融資に携わった経験から、このような実務感覚があることはよく知っている。とはいえ、もしこのような投資予算の策定方法に全く経済合理性がないのであれば、長きにわたって採用され続けるとは考えにくい。

株価が正しく投資機会を反映しているかどうかは脇においても、投資機会というものは本来、スプレッド・シートにきれいに並ぶ期待キャッシュフロー流列の数字ではなく、ケインズの「アニマル・スピリッツ」に近いものであり、経営陣の間でも大きく見方が異なると考えられる。これに対し、直近のキャッシュフローや前期の投資水準を拠り所にするのは、「アニマル・スピリッツ」に一定の歯止めをかける仕組みと言えるかも知れない。一つの仮説に過ぎないが、社長の属性や役員構成の特徴が、この歯止めの強さを決める重要な要因になりうるのではないだろうか。

2014年8月4日