

## 投資に優先順位はあるのか

中村 純一

のっけから企業関係者の方には愚問を投げかけるような題名をつけてしまったが、設備投資の実証研究の中であまり考慮されていないけれども、重要な問題であると思う。教科書的に言えば、資本市場に摩擦のない世界では、資本コストを考慮してポジティブな価値をもたらす投資はすべて実行される。もし資金制約があれば、投資量はその範囲に制限されるが、その場合は収益率の高いプロジェクトから順番に可能な限り実行される。しかしこれだけでは、多額の現預金を保有しながら景気が上向いても投資に積極的にならない最近の企業行動に関するパズル（これは少なくとも世界金融危機以降、日本だけでなく先進国共通の現象となっている）を十分に説明することは難しい。

このような問題に取り組む上で有力な方向性の1つは、企業は将来の資金制約の可能性をも織り込んで現在の投資・財務行動を決めているというアイデアで、これについては以前の本コラムでも紹介したニューヨーク大学スターン経営大学院の Acharya 教授らによる研究 “Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies” をはじめ、様々な研究成果が報告されている。

一方で、比較的珍しいが、もう1つの有力な方向性であると思われるのが、投資内容によって企業にとっての優先度が異なるのではないかというアイデアである。アイオワ州立大学の Brown 准教授らによる研究 “Which investments do firms protect? Liquidity management and real adjustments when access to finance fall sharply” は、世界金融危機による流動性逼迫時にアメリカ企業が通常の設定投資と R&D 投資のどちらを優先したかを分析している。その結果によると、R&D 投資に比べて通常の設定投資の方が大幅に削減され、保有していた現預金は R&D 投資を安定化させるためには利用されたが、設備投資水準を維持するためには利用されなかった（ただし R&D 投資を行っていない企業では保有現預金を設備投資資金のバッファとして使う動きがみられた）。この論文では流動性逼迫が解消した後の状況は分析していないが、このように投資と保有現預金の関係が投資内容によって大きく異なるという性質は変わらないのではないだろうか。

同じ設備投資の中にも、リスクの高い投資と低い投資、大規模な投資と小規模な投資、増産投資と更新投資など、様々な形の異質性（投資行動の違い）が潜んでいる可能性は高いと思われる。また、投資に影響を与える流動性も、Brown 准教授らはもっぱら現預金保有を念頭においているが、銀行との関係性なども含めて考える必要があるかも知れない。今後の研究の進展が期待されるところである。

2016年3月7日