

不確実性の時代における企業投資 ～研究の現在地と展望～

小澤 彩子

地政学リスクや政策環境の不確実性が高まる中、日本経済の先行きは一段と読みづらくなっている。いわゆる「VUCA (Volatility, Uncertainty, Complexity and Ambiguity) の時代」と言われるように、企業経営を取り巻く環境の複雑さと予測困難性が強く意識されるようになった。不確実性の高まりが企業の投資意欲を冷やしているとの指摘は根強く、昨年公表された経済産業政策新機軸部会の中間整理でも、日本人は不確実性を忌避する傾向が強いとしたうえで、国内投資の拡大と賃上げを定着させるには、明るい将来像を共有し政策の予見可能性を高めることが重要だと強調している¹。

では、なぜ不確実性の高まりが企業の投資行動を抑制しうるのであるのか。経済学では、将来を見通しづらいつつ局面ほど企業が投資判断を先送りしやすくなるメカニズムとして、リアル・オプション理論が議論されてきた。投資は一度着手すると撤回が難しいため、将来の状況が明らかになるまで待つことの価値（待機オプション価値 / option value of waiting）が高まる、という考え方である²。こうした不確実性を踏まえた様子見行動（wait-and-see）の結果、資本や労働への投資活動が抑制されやすくなるとされる。状況によっては不確実性が限界収益率の期待値を押し上げ、結果として投資を促す可能性（Oi-Hartman-Abel 効果）が指摘されることもあるが、現実には、多くの企業投資は撤回・回収が困難な不可逆投資であるため、不確実性による抑制効果のほうが優勢だと考えられる³。

実際に実証研究でも、不確実性が企業の設備投資行動とネガティブな関係を持つことが比較的明確に裏付けられている⁴。たとえば、政策の不透明感が高まる局面では、企業が設備投資や雇用を一時的に削減する傾向が観察されている。また、国政選挙の実施年に企業が資本支出を控える現象も、各国のデータを用いた研究で示されている。

不確実性が企業の将来計画に対する判断を揺るがし、その結果として具体的な企業行動に影響が及ぶという構図は、国際的に共通して観察される現象である。日本を対象とした研究も同様で、財政政策などへの不透明感が高まると企業の投資が抑制されることや、企業の業況見通しにばらつきが大きいほど設備投資が控えられる傾向が示されている。また、不確実性が高

い時期には、企業が投資を減らす一方で、予備的動機から現預金の保有を増加させ、手元資金を積み増すことなども指摘されている⁵。

これらの研究で扱われる不確実性の定義はそれぞれ異なり、「不確実性」自体の客観的かつ精緻な測定は容易ではない。しかし足元では、指標化の試みが進展している。代表的な方法として、株価のボラティリティなど市場データを用いるもの、企業アンケートなどサーベイ調査によるもの、選挙や戦争といった外生的なイベントを用いるもの、経済政策の不確実性に言及した新聞記事数で測定するものなどが挙げられる。近年は、決算説明会の発言録や年次報告書のテキストマイニングにより、企業固有の不確実性の程度を抽出・測定する研究も広がりつつある。大規模言語モデル（LLM）などのAI 技術を活用したテキスト分析の高度化により、IR 資料やアナリストレポート、ソーシャルメディアなどの膨大な情報群から、企業固有の不確実性を迅速かつ容易に抽出できるようになってきている。こうした技術進歩を背景に、今後の研究のさらなる深化も期待される。

経営環境の不確実性を完全に取り除くことはできない。しかし、情報開示の改善や政策運営の工夫によって情報の非対称性を緩和し、経営者や投資家の先行き不透明感を和らげることは可能である。これまでの研究結果が示唆するように、不確実性の抑制は企業の投資行動を促すうえで重要なカギとなる可能性がある。その意味で、政策当局が一貫したメッセージを発信し、予見可能な制度設計を行うことは、企業の投資意欲を高めるうえで大きな意味を持つと考えられる。

堅調な企業収益を背景に、大企業を中心として足もとの設備投資は増加している。一方で、企業の現預金保有も過去最高水準で推移しており、慎重姿勢は依然として根強い。投資活動の停滞は短期的な景気後退にとどまらず、資源再配分の停滞をもたらすことで、経済に長期的な悪影響を与えかねない。地政学リスクや技術革新等による不確実性の存在は今後も避けられないが、そのなかでも持続的成長を実現するには、経営環境の変化と向き合い、不確実性と共存しつつ、適切にリスクを引き受けていく力が求められる。「稼ぐ力の向上」に向けて、不確実性に負けない企業行動を、政策・研究の両面から支えていくことが重要だ。

¹ 経済産業省（2025）「経済産業政策新機軸部会第4次中間整理 ～成長投資が導く2040年の産業構造～」(産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会)

² Bernanke (1983)およびDixit & Pindyck (1994)など。

³ 抑滞効果をめぐっては、このほか不確実性が投資家の要求利回りを引き上げることを通じて企業の資金調達コストを高め、投資やイノベーションを抑制する経路も指摘されている (Xu, 2020)。

⁴ 代表的な研究として、Bloom (2009)、Julio & Yook (2012)、Baker, Bloom & Davis (2016)、Gulen & Ion (2016)、Hassan, Hollander, van Lent & Tahoun (2019)などがある。また、包括的なサーベイとして、Campello & Kankanhalli (2022)が詳しい。

⁵ 日本を対象とした関連研究として、Morikawa (2016)、Honda & Uesugi (2022)、Fujitani, Hattori & Yasuda (2023)などがある。

<参考文献>

- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016) "Measuring economic policy uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593–1636.
- Bernanke, B. S. (1983) "Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment," *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), pp. 85–106.
- Bloom, N. (2009) "The impact of uncertainty shocks," *Econometrica*, 77(3), pp. 623–685.
- Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994) *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press.
- Campello, M., Kankanhalli, G. (2022) "Corporate Decision-Making under Uncertainty: Review and Future Research Directions," *NBER Working Paper*, 30733.
- Fujitani, R., Hattori, M., & Yasuda, Y. (2023) "Domestic and international effects of economic policy uncertainty on corporate investment and strategic cash holdings: Evidence from Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, 69, 101272.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016) "Policy uncertainty and corporate investment," *The Review of Financial Studies*, 29(3), pp. 523–564.
- Hassan, T. A., Hollander, S., van Lent, L., & Tahoun, A. (2019) "Firm-level political risk: Measurement and effects," *The Quarterly Journal of Economics*, 134(4), pp. 2135–2202.
- Honda, J., & Uesugi, I. (2022) "COVID-19 and precautionary corporate cash holdings: Evidence from Japan," *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*, 10, pp. 19–43.
- Julio, B., & Yook, Y. (2012) "Political uncertainty and corporate investment cycles," *The Journal of Finance*, 67(1), pp. 45–84.
- Morikawa, M. (2016) "Business uncertainty and investment: Evidence from Japanese companies," *Journal of Macroeconomics*, 49, pp. 224–236.
- Xu, Z. (2020) "Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation," *Journal of Banking & Finance*, 111, 105698.

本資料の内容や見解はすべて執筆者個人に属するものであり、株式会社日本政策投資銀行の見解を反映するものではありません。また当行は、掲載されている情報の正確性・確実性を保証するものではなく、本資料の利用に関して生じたいかなる損害について責任を負うものではありません。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

<お問い合わせ先>

株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所

TEL:03-3244-1890 E-mail: sesomu@dbj.jp