

要 旨

1990年代の上場企業の金融行動には、(1)1990年代後半から貯蓄超過主体に転じた、(2)キャッシュフローの用途が設備投資、有利子負債返済、流動性資産保有と多様化した、(3)銀行と企業の関係が弱まった、という特徴がある。本稿は、こうした企業の金融行動の特徴ないし、金融環境の変化を考慮しながら、次の3つの観点から1990年代に上場企業の設備投資が低迷した背景を分析している。

第1に、設備投資が手許流動性であるキャッシュフローに左右されるという意味で、企業が流動性制約に直面していたのかを検証している。実証結果によると、1990年代前半は標準的な流動性制約仮説と整合的であった。しかし、1990年代後半には、設備投資とキャッシュフローの関係が全般的に弱まるとともに、流動性制約仮説から制約が相対的に弱いと予測される企業グループ(低トービンの q 、低負債比率、高メインバンク依存度)の方で設備投資比率とキャッシュフロー比率の関係がむしろ強まるという否定的な結果が得られた。これらの実証結果は、1990年代後半になると、設備投資関数のキャッシュフロー感応度を流動性制約の証左として解釈することが困難であり、キャッシュフロー不足が設備投資低迷の直接的な契機でなかったことを示している。

第2に、設備投資とトービンの q の関係を再考している。実証結果によると、1990年代を通じて設備投資とトービンの q の間に統計的に有意な関係が認められ、設備投資低迷の基本的な背景にはトービンの q の低下に反映されている投資機会自体の枯渇があった。ただし、1990年代後半になると、設備投資とトービンの q の関係が弱まり、設備投資は1990年代末のトービンの q の急速な回復を反映しなかった。後者については、不確実性の全般的な高まりが非可逆的な設備投資に抑制的に働いた可能性がある。

第3に、流動性資産保有の役割を明らかにしている。実証結果によると、流動性資産保有は必ずしも機会コストでなく、1990年代後半には流動性資産比率が相対的に高い企業グループにおいて設備投資がキャッシュフローに左右される度合いが低下した。これらの実証結果は、事前に保有された流動性資産が流動性ショックに対して緩衝機能を担ったことを示唆している。

キーワード：設備投資、パネルデータ、流動性資産、資本市場の不完全性、不確実性

JEL classification: E22