

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 光 定 洋 介 CMA

企業にとって将来の成長を確保するために、設備投資は欠かせないものである。キャッシュフローを設備投資や研究開発に回すのか、株主還元(配当+自社株買い)に回すのか、内部留保に回すのか、といった経営判断は将来の企業像を大きく左右することは言うまでもない。近年の先進国の企業部門では貯蓄率が上昇し、設備投資が抑制気味であることが指摘されている。また、入手可能なデータからは、近年の世界の民間設備投資はピークから減少しているが、研究開発費が増加していることが分かる。一方で株主還元は増加傾向にあることが確認できる。具体的には、世界の2017年度の設備投資は約2.26兆ドルであるといわれている。この設備投資の水準は14年度比(直近ピーク比)、約6%減少した水準だという。一方で世界全体の研究開発費合計は17年度に過去最高の0.67兆ドルを記録したという。これらの投資に対して、18年度に世界企業が株主還元に戻したお金は、約2.38兆ドルと言われており、設備投資とほぼ同水準であり、増加傾向にある。

こうした高水準の株主還元を見ていると、各企業に成長余地のある投資領域がないのだろうか、といった疑問も生じてくる。消極的に考えると、設備投資を抑制しては将来の成長が大丈夫なのか不安になってくる。一方で、これを積極的に

解釈すると、産業の構造変化が起こっているので資金の再配分(成長領域を持たない企業は市場を通じて資金を還元し、成長領域を持つ企業に資金を再配分)が必要であり、今はその過程にある、また、IT産業の拡大によって従来の大工場のような設備投資ではなく、知識集約型の研究開発や人件費に計上されるような投資が増えているため、GDPベースでみた設備投資額は減少しているという解釈も成り立つ。

わが国に目を転じると、18年度の民間設備投資は約90兆円であり、同年度の株主還元約15兆円といわれている水準と比較すると、一定の設備投資を行っているともみえる。しかし、企業収益の拡大ペースと設備投資の拡大ペースを比較すると、設備投資の拡大ペースは緩慢であることが、**福田論文「平成時代の日本の設備投資動向と第4次産業革命の到来」**で指摘されている。そこで、本特集では、設備投資と株式市場と題して、まず、マクロ的な観点からわが国企業の民間設備投資動向を整理する。その上で、ミクロ面からの分析を行い、設備投資動向は企業属性によって異なるのかといった点や、税制が研究開発投資といった企業行動に影響を与えているのかといった点を実証的に分析する。そして、最後に、設備投資が株式

市場に与える影響についてこれまでの先行研究をまとめる形で議論していくこととしたい。

まず、マクロ面からの整理として、福田論文では、平成時代の民間設備投資動向を概観し、91年をピークとして設備投資は低下し、平成時代はおおむね60～80兆円で推移し、ここ数年間は増加基調にあり17年度には86兆円を記録していることを確認している。この背景として、設備の更新需要、半導体需要の拡大、人手不足対応の省人化投資、2020オリンピック向け投資などが挙げられている。しかし、設備投資は一見伸びているように見えるものの、この伸び率を企業収益の改善ペースと比較すると決して設備投資は伸びていないという事実が浮かび上がってくる。収益の伸びに対して緩慢な設備投資の伸びしか見られないのはなぜか？ この要因として、世界的に共通なものとして、経営環境の不確実性、投資機会の減少、設備投資にカウントされない無形資産投資の増加の3点の可能性を指摘している。更に、日本、米国、ドイツとの国際的な比較を行ってみると、10年代、日本はキャッシュフローに占める設備投資の比率が57%であるのに対して、米国では77%、ドイツでは85%と大きく劣後しており、特に非製造業での設備投資が少ないことが検証されている。筆者は、日本独自の劣後要因を推定し、第4次産業革命に関するサービス化の遅れをその要因の一つとして指摘している。その上で、今後、日本企業が、米国やドイツ並みに設備投資を拡大するために、超スマート社会構築に向けて、サービス産業など非製造業分野での設備投資や、製造業のサービス化に事業機会を見いだした設備投資の必要性を述べている。そして、①「製造業はものづくり」、②「設備投資＝有形固定資産」、③「設備投資は日本企業がするもの」という三つの思い

込みからの脱却を提言している。①は製造業のソリューションサービス化への対応、②はソフトウェアや研究開発、デザインなど無形の知識資産への投資の必要性、③は特定の分野ではその分野に強い外国企業と連携して設備投資を行う必要性を示唆している。

次に、ミクロ面からの分析として、小川論文「設備投資の収益性への反応はなぜ低下したのか—長期パネルデータによる分析—」では、わが国の製造業において、高い収益性（限界q）があるにもかかわらず、設備投資が低迷してきた原因を実証的に明らかにしている。実証分析には、70年度から14年度までの長期のパネルデータを用いて、収益性（限界q）が設備投資比率に与える影響について、時期を分けた分析、ならびに企業属性別に分析している。まず、時期を分けた分析においては、設備投資比率の収益性（限界q）に対する低下反応は、70年代中頃から始まっており、この低下傾向は14年度まで続いている。次に企業属性別の分析として、分析対象企業を「成長企業群」、「優良企業群」、「リストラ企業群」、「衰退企業群」の4分類に分け、それぞれの企業群での設備投資比率と収益性（限界q）の関係を分析している。その結果、成長企業群では高い収益性（限界q）が高い設備投資比率につながっている一方で、リストラ企業群では収益性（限界q）が高くても相対的に低い設備投資比率しか行われていないことが確認されている。一方で、それぞれの企業群における企業の数を見ても、90年代以降、成長企業群の企業数が減少し、リストラ企業群の企業数が増加している。筆者は、日本全体の企業属性の構成比率の変化を、収益性（限界q）が設備投資比率に与える影響の低下の一因として示している。その上で、リストラ企業群を成長企

業群に変え、収益性（限界 q ）の高い企業の設備投資比率をより拡大するための提言も行っている。

続く川口論文「研究開発投資に関する実証分析—研究開発税制が企業行動に与える影響—」は、どのようにしたら研究開発投資を増加させることができるかという政策的な含意も持ったものである。研究開発投資に対して減税政策を講じることは、負債による節税効果が資本コストの低下をもたらす理論と同じ考えで、黒字企業であるなど一定の条件下で資本コストの低下をもたらすはずである。川口論文では、わが国における研究開発投資ならびに研究開発投資に対する減税政策の流れを概観した上で、当期の内部留保率と研究開発投資率の関係を実証分析している。企業は、期中において当期の減価償却額や利益額の見込みがある程度は推定できる。黒字企業であれば、研究開発投資減税政策がある状況下では資本コストが低下することから、売上高に占める内部留保の比率を下げ、売上高研究開発比率を高める努力をする可能性が高い。そこで、当期のフローの内部留保率が低い企業は、期中に売上高研究開発投資比率を高めた結果、内部留保率が下がっている、という仮説を立て、その実証分析を行っている。具体的には、10年度から17年度の株式公開企業を対象に、売上高研究開発比率を被説明変数として、売上高に占める当期の内部留保比率、法人税等負担率、有利子負債比率などを説明変数とするパネルデータ分析を行っている。分析の結果、内部留保比率が下がるほど研究開発投資比率は増加しており、筆者の仮説を支持する結果となっている。また、法人税等負担率の低下している企業ほど研究開発投資比率が上昇している、有利子負債が低く財務安定性の高い企業ほど積極的に研究開発投資を行

っている、という結果も示唆されている。これらの結果の政策的インプリケーションは、研究開発投資減税政策は内部留保の高い企業や財務基盤の安定している企業に対しては有効な施策である、ということである。一方で、当期に内部留保が発生しにくい企業や資金制約に直面している企業にとっては、減税政策の有効性は乏しく、これらの企業の研究開発投資を促進させるには、補助金や金融支援などの措置を講じる必要があるかもしれない、ということである。

では、設備投資の実行は株価の上昇につながっているのだろうか？ この点の解明に挑んでいるのが太田論文「設備投資の情報開示に対する株式市場の評価—メタ・アナリシスの手法による先行研究の証拠の統合的解釈—」である。太田論文では、設備投資の情報開示が株式市場に与える影響に関して行われた過去の国内外の複数の研究結果を統計的な手法を用いて結合している（メタ・アナリシス）。設備投資と株式価値の関係を理論的に考えると、企業経営者は企業価値がプラスとなる投資しか行わないので設備投資の実行は株式価値の増加につながるとする企業価値最大化仮説が考えられる。その反対に、フリーキャッシュフロー仮説から手元に余裕資金があるような場合には、たとえ純現在価値（NPV）が負の投資であっても、自己の利潤を最大化（私的便益の追求）するために設備投資を実行して株式価値を損なうという仮説も考えられる。過去の一つ一つの実証研究では、いずれの結果も示唆されている。筆者は国内外の同分野の研究の中から、幾つかの検証仮説に合致するものを抽出して、最大11論文のメタ・アナリシスを行っている。メタ・アナリシス分析の結果、①設備投資の増額（減額）を株式市場はポジティブ（ネガティブ）に評価する、②

新たな設備投資の実施を株式市場はポジティブに評価する、③設備投資額の大きさと公表日前後の株式超過リターンの間には正の関連性が存在する、ことが示唆されている。ただし、いずれの分析も短期の株式評価である点には注意が必要である。

以上、本特集においては、設備投資に焦点を当てて、わが国の設備投資の現状を概観し、これらを増加させるために、何が必要なのかについて幾つかの視座を提供した。また太田論文が示唆する

通り、設備投資の増加は少なくとも短期的な株式価値の上昇につながる可能性がある。本特集が、企業がより効率的な設備投資を実行することや、結果として中長期的な企業価値の向上につながることの一助となることを期待したい。

(参考資料)

日本経済新聞「株主還元5年で2倍 18年度15兆円」
2019年1月17日付。

—— 「世界の株主還元、10年で倍増 18年度、最高の265兆円」2019年3月20日付。