

設備投資の決定におけるキャッシュフローの役割について - 企業調査と財務データに基づく計量分析 -

明治大学商学部 千田亮吉

要旨

本稿の目的は、設備投資関数の推定で限界 q に代表される変数以外にキャッシュフロー変数が有意な結果となるのは、 q の計測に問題があるのか、それとも、流動性制約（資本市場の不完全性）が理由なのかを明らかにすることである。そのために、企業に対するアンケート調査の回答に従ってサンプルを分割し、財務データを用いて設備投資関数の推計を行う。

この問題に関してはこれまで多くの実証分析が行われているが、分析方法は大きく二つに大別できる。第 1 の方法は、投資率（期首の資本ストックに対する設備投資額の比率）を被説明変数とする設備投資関数の推定で説明変数にキャッシュフロー変数を含むタイプの分析である。第 2 の方法は、流動性制約下にある企業の設備投資決定の 1 階の条件を導出し、流動性制約の強さを表すラグランジュ乗数をキャッシュフロー変数等の線形関数として特定化して推定を行うタイプの分析である。本稿で用いるのは第 1 の方法であるが、先行研究とは異なり、サンプル分割に「東証一部上場製造企業の投資決定等に関する実態調査」の回答を使用する。この調査では、企業に対して設備投資のための資金調達方法の重要度を直接質問している。内部資金を重視している企業と重視していない企業でサンプルを分割して設備投資関数の推計を行ったとき、キャッシュフロー変数の有意性に差がなければ、キャッシュフローは流動性制約ではなく将来の投資機会など本来は限界 q で把握されるべき要因の代理変数としての機能を果たしていると判断できる。

回答を寄せた企業は 130 社を対象とした設備投資関数の推計結果から、内部資金を重視していると回答した企業および社債をあまり重視していない企業ではキャッシュフロー変数の有意な影響がある程度確認できた。したがって、キャッシュフロー変数は資金制約を示す役割をある程度は果たしていると考えられる。ただし、今回の対象企業が流動性制約に直面する可能性があまり高いとは思われない東証一部上場企業であることもあって、その影響はそれほど大きなものではない。

また、投資機会や収益性としてどのような変数を用いるのか、キャッシュフローをどのようにとらえるのかによって結果はかなり異なってくる。キャッシュフロー計算書の営業キャッシュフローを用いた場合は、限界 q の役割を代替するという役割は果たしていない。営業キャッシュフローは流動性制約を示す変数として適切であると考えられる。一方、従来から利用されているキャッシュフロー変数（利潤 + 減価償却額 - 配当 - 役員賞与）は限界 q の果たすべき役割をかなり代替している可能性がある。