

## 第 57 回 ESRI 経済政策フォーラム 企業が直面する不確実性と設備投資・企業行動

### 1. 開催概要

- (1) 日時：平成 31 年 2 月 26 日 14:00～16:30
- (2) 場所：イイノカンファレンスセンター Room A  
(千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビルディング 4 階)

(3) 一般参加者数：60 名程度

(4) プログラム：

#### ○基調講演

塩路 悅朗 一橋大学大学院経済学研究科教授

#### ○パネルディスカッション

コーディネーター 細野 薫 学習院大学経済学部経済学科教授

パネリスト (50 音順)

鯉渕 賢 中央大学商学部教授

田中 賢治 日本政策投資銀行設備投資研究所副所長

宮川 大介 一橋大学大学院経営管理研究科准教授

渡部 和孝 経済社会総合研究所主任研究官

### 2. 議事概要

- (1) 塩路教授からは、「失われた 20 年で日本企業は変わってしまったのかーなぜキャッシュをため込むのか、設備投資はどこに向かうのかー」と題した基調講演がなされた。我が国の投資環境は改善し、企業収益は伸びているにも関わらず、民間企業設備投資が、なぜそれほど増加しないのかという問題意識に基づいて、国際共同研究に参加しそれぞれの視点から解明に取り組んだ田中、細野・宮川・滝澤、鯉渕・後藤、Khan・千賀の各論文が紹介された。企業行動が積極化しないのは、①不確実性を感じているからと言われるが本当か、②企業統治に問題があるからなのか、③世界金融危機後の現象なのか、失われた 20 年を通じての課題だったのか、④企業が投資に対して消極化しているが、それは本当に悪いことなのか、との問い合わせがなされ、国際共同研究を通じて得られた成果・含意が報告された。



## 塩路 一橋大学大学院経済学研究科教授

(2) 基調講演を受け、細野教授のコーディネートのもと実施されたパネルディスカッションの概要は以下のとおり。



細野 学習院大学経済学部経済学科教授

鯉渕教授からは、「なぜ海外企業を買収するのか？大型買収事例から見る日本企業の課題と可能性」と題したプレゼンテーションがあった。まず、日本企業による大型海外企業買収の結果について、買収のアナウンスが初めて報道された日近辺において、取得企業の顕著な株価低下は観察されないことが報告された。次に、大型海外企業買収に際しての被取得企業ののれん減損損失も限定的であることが報告された。さらに、大型海外企業買収の結果、被取得事業を含む事業セグメントの売上高成長率が既存事業セグメントを上回る傾向が顕著であること、被取得企業の所在地域セグメントの売上高成長率が日本地域を大きく上回る傾向が顕著であることが報告された。加えて、大型海外企業買収後の被取得事業を含む事業セグメントの利益率は正であり、主要既存事業セグメントとほぼ同程度あることが報告された。

含意として、事業戦略面からは、日本の主要企業の既存事業及び日本地域事業は成長率が低く、新たな投資機会に乏しいが、安定的なキャッシュフローを生み出しており、このキャッシュの有効な投資先として海外企業買収は有効な選択肢であることなどが示された。



鯉渕 中央大学商学部教授

田中副所長からは、「設備投資が力強さを欠く背景」について、プレゼンテーションがあった。まず、堅調な企業収益に比べ将来の成長期待が弱いこと、リーマン・ショック後に不確実性は和らぐが、その影響は長く残ったことが報告された。次に、大型投資の意思決定に株主構成が影響すること、例えば海外持ち株比率が高い企業では大型投資を促進する傾向がみられるが、少数株主に保有が集中している企業ではリスク回避的な方向へ作用する傾向がみられ、結果として大型投資が抑制されるなど、コーポレート・ガバナンスが影響した可能性があることが報告された。続いて、財務健全性の向上により、財務面の制約の影響は軽微であることも報告された。最後に、リーマン・ショック後には、それ以前に実施した設備投資が期待した収益を生まず、こうした過去の投資の失敗経験がその後の設備投資に負の影響を与えたことなどが報告された。

設備投資の復活に向けた政策的含意としては、成長期待を高めるための後押しや、可能な限り不確実性の緩和を図ることが必要であると指摘された。また、統合報告書でリスクと機会を踏まえた中長期の価値創造についての開示の流れを促進することやステークホルダーとの対話のための環境を整備することなど、コーポレート・ガバナンス改革が必要であることが示された。



田中 日本政策投資銀行設備投資研究所副所長

宮川准教授からは、「企業の現金保有動向について：企業レベルビッグデータに基づくファクトファインディング」とのプレゼンテーションがあった。まず、現預金比率は、大企業についても、中小企業についても近年上昇傾向にあることが報告された。その要因として、良い企業が現預金を蓄積していること、良好な借り入れ環境も貢献していることが示された。次に、良好な企業間信用のポジションがある場合や、取引相手のクオリティが高い場合、キャッシュフローが現預金比率を上昇させるなど、多岐に亘る要因が現預金比率上昇の背後に存在することが報告された。

その上で、複数のメカニズムを想定した政策デザインの必要性、現預金比率を増加させている個々のメカニズムをピンポイントで検証する試みの必要性が指摘された。



宮川 一橋大学大学院経営管理研究科准教授

渡部主任研究官からは、「ベンチャーキャピタルの所有形態と事後的パフォーマンス」について報告があった。まず、日本のVC市場は欧米に比較して件数でも金額でも規模が小さく、対照的に中国のVC市場は急拡大し、件数・金額で日本をはるかに超えていることが報告された。次に、日本のVCは金融系が多いが、金融系は当初、大規模な企業（総資産、雇用）に投資するものの、成長が遅く、中長期的には非金融系に追い抜かれることが報告された。

続いて、日本の銀行の子会社のVCは保守的であることから、リスクの小さい企業に対する選好性が高いことが参考文献から紹介された。また、日本の銀行系VCの市場支配によって独立系VCが競争上、不利になっていることなどが参考文献から紹介され、事業会社系VCへの期待が示された。



渡部 経済社会総合研究所主任研究官

パネリスト間の意見交換においては、コーディネーターの細野教授から、①なぜ企業はキャッシュをためるのか、日本固有の傾向か世界的傾向か、②民間企業設備投資が伸びない理由は何か、③現預金の増加と設備投資の弱さは関連付けるべきか、との問題提起が行われ、これを受け議論が行われた。また、参加者からは、設備投資を誘発し日本の成長を高める

ための示唆は何かとの質問などがあった。

まとめとして、細野教授から、国内の投資機会の増加のための政策対応が必要であることが指摘された。また、有形固定資産だけではなく、無形固定資産への投資の重要性が増していることも指摘された。加えて、企業間の信用が投資に影響を与えることからミクロのサプライチェーンへの政策対応が必要であることが指摘された。最後に、ガバナンスについては日本企業だけの問題ではないことなどが明らかになったとの発言があり、これをもってパネルディスカッションが終了した。

以上