

## 長期資金と設備投資：日本の企業別データを用いた実証分析

東京大学 福田慎一

敬愛大学 計 聡

郵政研究所 奥井めぐみ

郵政研究所 奥田健一

これまでの研究では、戦後日本の金融市場の特徴の 1 つとして、「長期資金」の果たした役割がしばしば強調されてきた。特に、政策金融、社債、および長期信用銀行といった長期資金の供給が政策的に配分され、戦後日本の高度成長を促進する上で大きな役割を果たしてきたことが指摘されている。しかしながら、近年では金融自由化が進展し、少なくとも民間金融機関を通じた長期資金の流れは、以前のように政策的に決定される側面は小さくなってきている。このため、近年の日本経済では長期資金の配分が企業の意思決定に及ぼす効果は、以前とはかなり異なったものとなりつつある。

本稿の目的は、日本企業の設備投資を推計することによって、これらの考え方がどの程度妥当性をもつのかを検討することにある。具体的には、企業のパネルデータを利用して、投資関数  $I_t / K_t = \text{CONST} + \beta_1 I_{t-1} + \beta_2 \text{LONG}_{t-1} + \beta_3 \pi_t$  (ただし、 $I_t$  = 投資額、 $K_t$  = 時価の資本ストック、 $\text{LONG}$  = 長期借入金比率、 $\pi_t$  = 利潤、トービンの  $Q$ 、キャッシュフローといったファンダメンタルな変数) を推計することによって、長期資金の借入比率が設備投資にどのように影響を与えてきたのかを分析した。仮に上述の考え方が正しいとすると、高度成長期にはファンダメンタルな変数に加えて、長期借入金が投資に有意な影響を与えていたと予想される。一方、近年は長期借入金の役割は低下し、ファンダメンタルな変数のみが投資に重要な影響を及ぼしていると考えられる。

分析では、日経 NEEDS の企業財務データを利用し、鉄鋼 (50 社)、非鉄 (76 社)、化学 (125 社)、機械 (186 社)、輸送機器 (79 社) の 5 つの産業について、各産業のサンプルを、1971 - 1984 年、1985 - 1996 年の 2 つの期間に分けて計測した。推計の結果、予想通り、1971 - 1984 年では、ファンダメンタルな変数に加えて長期借入金比率の係数が有意にプラスであることが観察され、金融自由化以前は長期借入金の大小が設備投資に大きな影響を及ぼすことが確認された。一方、1985 - 1996 年の推計では、長期借入金比率の係数は多くの場合、有意でないか、有意であってもマイナスの値をとり、近年では長期借入金の大小が設備投資に追加的な影響を及ぼさなくなったことが明らかにされた。