

資産評価益がトービンの q に与える影響

玉山 和夫（札幌学院大学）

不動産・株式の含み益及び償却資産の再取得価格と簿価の差の推計から、非金融法人の平均 Tobin の q を日米両国において算出する。日本とアメリカのマクロデータを用いて非金融法人全産業全規模で設備投資の決定要因を探った結果、トービンの q は日米ともにむしろ設備投資と逆相関または無相関である。一方、不動産の評価益は日米ともに設備投資に極めて有意に働いている。この事実は q 自体、株価よりも不動産価格により大きな影響を受けている結果と言える。本稿の第一段階は以下のように展開する。

- a. q 以前にその構成要素である資産価格に注目した。特に不動産の含み益と設備投資の関係を明らかにした。小川・得津 2002 や小谷 2004 も時価土地資産そのものを説明変数としているが、単純に土地資産額を持ってきた場合、その増減が土地購入の多寡によるものなのか、地価変化によるものかが本当は判然としないはずである。本稿では含み益込の純資産対簿価純資産比を説明変数としている。
- b. 上記 a の考えをアメリカにも適用し、アメリカの設備投資においても不動産の含み益が有意に説明力をもつことを示した。
- c. こうした不動産の含み益から設備投資を回帰する方法を Tobin q の考え方の枠組みからも検証するために、改めて q を算出し、設備投資との関係を示した。

q は以下のような標準的な計算によった。

$$q = \frac{\text{企業の(株式時価総額+負債の時価総額)}}{\text{再取得価格での企業の総資産}}$$

を採用。結果、q は日本においてもアメリカにおいても設備投資と逆相関または無相関の関係にある。

第二段階として、資産価格が設備投資に影響する金融のプロセスにつき検証する。

不動産評価益または純資産が設備投資を含む経済活動に影響を与えることはファイナンシャル・アクセラレーター理論として知られる。これについて既存の実証検証では、純資産もしくは資産価格の変化が貸出残高に影響を与えそれに伴い設備投資・経済活動の変動を増幅したとしている。広義には資産価格の上昇が所謂エージェンシー・コストを低下させるというのが標準的な考えである。実際理論モデルの多くは資産または純資産を投資関数に含むものである。本稿では資産価格の変化が貸出残高にどのようなプロセスで変化をもたらすかを検証する。少なくとも日本においては地価の上昇に伴って貸出金利のプレミアムが低下する傾向が見られた。また企業の資金繰り判断も地価の上昇によって好転している。ただし、銀行の貸出態度が地価に先行するとの検証結果があり、因果関係が整合的ではない部分もある。また、これらの関係はアメリカにおいてはそれほど明瞭ではない。