

資金調達・所有構造が R&D 投資に与える影響

壺内慎二（金沢星稜大学）
三和裕美子（明治大学）

本報告は研究開発投資（以下 R&D 投資）が資金調達や、所有構造の変化、そしてそれらに伴うガバナンスに影響されることを日本の企業データを用いて検証した結果の報告である。R&D 投資は企業の将来の競争力を大きく左右するが、投資の業績見込み、投資のリスク、投資価値など不確実性が大きい投資である。また、R&D 投資では人件費割合が大きく、利益の変動に合わせた調整が難しい。このため経営者は R&D 投資の資金調達に自らの裁量の大きい内部資金を用いる。外部資金を利用すれば、投資家や債権者から明確な目標設定とその達成を迫られ、利益の変動に合わせた調整が難しくなるからである。一方、負債などの外部資金の利用は内部資金では賄えない不足分について利用される。このような R&D 投資の資金調達は 2 つの問題を発生させる。フリー・キャッシュフロー問題と資金制約である。企業内に多額のフリー・キャッシュがあれば、資本コストを下回るような低い収益しか生み出さない投資プロジェクトに資金が回ったり、経営者の自己満足を高める支出に使われたりする非効率性が生じる。Jensen(1986)によれば、フリー・キャッシュフロー問題を緩和するには負債を高めることが有効とされる。しかし、負債などの外部資金を利用すると、投資の調達コストが高まるだけでなく経営者の裁量が狭まり、不確実性や人件費の平準化が難しくなる。その結果、追加的な R&D 投資だけでなく、R&D 投資そのものが実行されなくなる可能性が高まる。このように、R&D 投資は資金調達に大きく影響される投資であると言える。

日本の R&D 投資の大半は高度成長期以降日本経済を引っ張ってきた企業によって占められている。これら企業は潤沢なフリー・キャッシュを持っており、1990 年代以降にはこのフリー・キャッシュで負債を返却し、負債の規律を低下させることとなった。潤沢なフリー・キャッシュは R&D 投資の資金制約を小さくしたが、フリー・キャッシュフロー問題も発生させた。また、1990 年代半ば以降には外国人投資家による日本企業への投資も増加した。これら外国人投資家は株式持ち合い時代のサイレント・パートナーとは異なり、企業の収益が下がれば「物言う株主」に変わる。1990 年以降低下した負債の規律の代わりに経営者を規律づける存在にもなり得るし、企業の潤沢なフリー・キャッシュの獲得を目的とした短期志向の投資家にもなり得る。このような資金調達の変化とそれに伴う所有者の変化は R&D 投資にどのような影響を与えたのであろうか。外国人投資家はフリー・キャッシュフロー問題を緩和する存在として機能したのだろうか、それとも、単なる短期志向の利益を追求するだけだったのだろうか。

このような問題意識の下、資金調達や所有構造の変化が R&D 投資に及ぼす影響を 2013 年から 2018 年の日本企業の財務データを使って実証した結果、日本企業の R&D 投資では負債や増資といった資金調達の制約は受けず、主に前期の R&D 投資水準に影響されること、ただし、フリー・キャッシュが多い企業では、外国人投資家が R&D 投資の制約になっていることが示唆された。