

## セッション名：消費・投資

### 投資決定要因の効果の有無と効果の対称性 —東証一部上場製造企業の個票データを用いた実証分析—

明治大学商学部

千田亮吉

明治大学情報コミュニケーション学部

塚原康博

本研究では、「東証一部上場製造企業の投資決定等に関する実態調査」から得られたデータを使用して、企業の投資行動に影響を与えるとみなされている要因が実際の企業の投資行動に影響を与えているのかを検証した。取り上げた要因は、キャッシュフロー、減価償却費、内部留保、流動資産残高、投資計画の収益率、負債コストの上昇、法人税率、自社の株価、日本の経済成長率、為替レートの10つであり、それぞれが正に変化した場合の投資に与える影響とそれぞれが負に変化した場合の投資に与える影響を検証した。

統計学的な検証によると、t検定とMann-Whitney検定のいずれにおいても、要因が正に変化した場合については、減価償却費の増加、流動資産残高の増加、為替レートの減価(円安)が投資に影響しなかった。投資に対して有意に影響する要因を有意性の高い順に示すと、キャッシュフローの増加、投資計画の収益率の上昇、内部留保の増加、負債コストの上昇、日本の経済成長率の上昇、法人税率の上昇、自社の株価の上昇の順であった。要因が負に変化した場合については、t検定では減価償却費の減少と為替レートの増価(円高)が投資に影響せず、Mann-Whitney検定では減価償却費の減少が投資に影響しなかった。投資に対して有意に影響する要因を有意性の高い順に示すと、キャッシュフローの減少、内部留保の減少、投資計画の収益率の減少、日本の経済成長率の低下、負債コストの低下、流動資産残高の減少、法人税率の低下、自社の株価の低下、為替レートの増価(円高)の順である。

企業独自の収益に関わる要因は、正に変化するにせよ負に変化するにせよ、順位が高いため、投資に与える効果は大きいと考えられる。他方で、法人税率と自社の株価は、正に変化するにせよ負に変化するにせよ、順位は低い。政府の政策変数である法人税率は投資に与える効果は大きくない可能性がある。ただし、統計学的には投資に有意な影響を与えるとみなされる要因においても無視できない比率の企業が投資に影響なしと回答している点に留意する必要がある。

要因の変化方向が正と負の場合で、企業の投資行動の対称性がみられるかについては、統計学的な検証によれば、10個の要因のうち日本の経済成長率のみに非対称性がみられた。相対比較において、企業は日本の経済成長が正に変化してもさほど投資を増やさないが、日本の経済成長が負に変化すると投資を抑制する傾向がある。これは、利得の獲得よりも損失の回避を重視する行動経済学の理論と整合的である。

要因間の関連性については、統計学的な検証によれば、解釈可能なグループ分けにおいて、10個の要因は企業のコストに関わる要因のグループ、企業独自の収益に関わる要因のグループ、企業を取り巻く経済環境に関わる要因に分けることができる。これらのグループはさらに結合し、2つのグループに分けられる段階では、企業独自の収益に関わるグループとそれ以外の要因からなるグループに分けられる。それゆえ、投資行動に影響を与えるとみなされている要因が負に変化するにせよ正に変化するにせよ、投資決定において、企業独自の収益に関わる要因は、他の要因と区別されて認識されていると考えられる。

われわれの研究が示すように、企業の投資行動にはさまざまな要因が影響しており、単純な理論では説明できない可能性がある。調査に基づく地道な研究の蓄積が求められるであろう。

\*本研究は、明治大学社会科学研究所の総合研究「行動経済学の理論と実証」の一部を構成するものである。