

< 修士論文 >

量的・質的金融緩和政策期における、
上場企業の有形および無形資産投資に関する
パネルデータ分析
(要旨)

滋賀大学大学院
データサイエンス研究科
データサイエンス専攻

修了年度 ： 2020年度
学籍番号 ： 6019117
氏 名 ： 百瀬 耕平
指導教員 ： 笛田 薫
提出年月日 ： 2021年1月20日

本研究では次の3つに取り組んだ。1つ目は、量的・質的金融緩和政策期における、有形資産投資の分析である。非伝統的金融政策の効果の有無、およびどの効果波及経路を通じてどの程度効果を持つのかに関しては、経済学において重要な論点となっている。しかし、量的・質的金融緩和政策の実体経済への効果を実証分析したものでは、マクロ的な効果を検証したものや、金融機関の財務データを使った貸出・投資効果を検証したものに偏っていた。そこで、どのような企業が何を資金源に有形資産投資を行ったのかマイクロ分析したことで、量的・質的金融緩和政策がどの効果波及経路を通じてどの程度効果を持ったかを多角的に検証することに貢献した。2つ目は、無形資産投資の分析である。本研究で扱う無形資産とは、研究開発・人材の質向上・ブランドの構築・経営組織の改善への投資を含むより包括的な概念である。無形資産は、国や企業の生産性上昇に重要な要素であることが実証分析により報告されている。しかし、日本はいまだ有形資産投資優位で、無形資産投資の蓄積が少ないと推計されている。無形資産投資は一般に負債による資金調達が難しいと指摘されており、加えて日本は株式発行による資金調達が活発でないことが、蓄積が相対的に少ない要因ではないかとする指摘がある。先行研究では日本企業の無形資産投資が内部資金に制約されている可能性が報告されているが、日本企業が何を資金源として無形資産投資を行っているのかを直接的に分析した先行研究は、筆者の知る限り存在しない。また、量的・質的金融緩和政策が無形資産投資に効果を持ったかどうかを検証した先行研究も、筆者の知る限り存在しない。そこで、どのような企業が何を資金源に無形資産投資を行ったのかマイクロ分析したことで、日本企業の無形資産投資の実態を明らかにし、日本の無形資産投資を活発化させる政策運営を考える知見を与えることに貢献した。3つ目は、両投資の比較である。筆者の知る限り、日本企業の有形資産投資と無形資産投資を比較した先行研究はほとんど存在しない。どのような企業が、有形資産と無形資産のどちらを重視して投資を行っているのだろうか。また、有形資産と無形資産で投資の資金源に違いはあるのだろうか。このような比較分析をしたことで、伝統的に研究が行われてきた有形資産投資と、まだ緒に就いたばかりの無形資産投資の差異を明らかにし、企業投資の研究に知見を与えることに貢献した。

以上の3つに取り組むため、量的・質的金融緩和政策期にあたる2013年3月期決算から2019年12月決算までの東証一部・二部上場企業595社の四半期財務データを使って固定効果推定を行い、企業が売上高・キャッシュフロー・負債・株主資本のどの資金源を基に有形および無形資産投資を行っているか分析した。

主な結果は次の5つである。1つ目は、有形資産投資には売上高・キャッシュフロー・増資が有意に正の影響を持っていることが確認された。負債を通じた有形資産投資は確認されず、量的・質的金融緩和政策の負債を通じた効果波及経路は機能していなかったことを示唆する。一方で、低金利や株高が、キャッシュフローの増加や増資を通じて有形

資産投資を促した可能性が示唆される。2つ目は、無形資産投資には売上高が有意に正の影響を持っていることが確認された。さらに、有形資産は一定の期間における売上高やキャッシュフローの蓄積を基に投資しているのに対し、無形資産は売上高に合わせ毎期で調整して投資していることが示唆される結果を得た。これは、無形資産の算出に使う研究開発費と販売費及び一般管理費は会計上費用として計上されることが原因であると推察される。無形資産は多くの企業において投資対象とはみなされておらず、あくまでも費用としてみなされていることを示唆する。3つ目は、製造業の企業は非製造業の企業よりも投資の資金源が多様であるうえ、有形資産投資と無形資産投資の両方において積極的であることが確認された。円安により相対的に海外売上比率が高い企業が多い製造業の方が活発な投資を行った可能性が考えられるが、今後より一層の分析が求められる。4つ目は、無形資産優位な企業は経営規模が小さく企業年齢が若い企業が多い傾向にあり、投資に積極的であるが、無形資産投資において資金制約に直面している可能性が確認された。無形資産優位な企業は、有形資産投資に対しては売上高・キャッシュフロー・増資が有意に正であるのに対し、無形資産投資に対しては売上高以外で有意になっていなかった。東証一部・二部上場企業においても、先行研究の結果と同様に無形資産投資において資金制約に直面している可能性を示している。この結果は、金融政策が無形資産投資に効果を持ちにくい可能性と、今後日本経済が無形資産優位になると、金融政策の経済刺激効果が弱まる可能性を示唆している。5つ目は、2007年から2009年の世界金融危機で損害が小さかった企業は、無形資産投資に積極的であることが確認できた。世界金融危機で損害が小さかった企業は、売上高の増加に対して無形資産投資と有形資産投資の両方で感応的であったが、特に無形資産投資では顕著であった。さらに、世界金融危機で損害が小さかった企業と大きかった企業で経営規模や企業属性に大きな差はなかったが、損害が小さかった企業の無形資産投資の売上高に対する感応度は、損害が大きかった企業を大きく上回っていた。このことは、経済危機で大きな損害を被った企業は無形資産投資に慎重になる可能性が示されており、経済危機の際は企業財務への大きな打撃を避ける速やかな経済政策の必要性が示唆される。