

企業の投資行動の研究: 財務報告、株式上場、政策の不確実性

Essays on Corporate Investment Behavior:  
Financial Reporting, Stock Listing, and Policy Uncertainty

(要 旨)

大学院 商学 研究科  
博士後期課程 経営・マーケティング 専攻  
氏名: 藤谷 涼佑

## 本研究の目的

本研究の目的は、企業の投資に影響を与える要素とそのメカニズムを明らかにすることである。企業の投資行動を理論化する試みは古くから行われてきた。しかし依然として企業の投資がどのような要因によって決定しているかを検証することが学術的にも大いに関心を集めている。これは、規制主体や実務家による問題提起によって、企業を取り巻く環境が企業の投資行動にどのような影響を与えているのかを検証することの経済的重要性が強調されているからである。

本研究が注目するのは日本企業の投資が低水準であるという議論である。これは、国外における議論に影響を受けていると考えられる。第1章で概観するように諸外国では企業の投資水準が低下していることが明らかにされており、それに伴って規制主体や実務家によってこの投資水準の低下を改善するような提言がなされている。諸外国での議論を踏まえて、実務家や規制主体が日本においても投資が低水準である点を問題として指摘している。その主張にもとづいて様々な政策的な提言が行われており、日本においても諸外国と同様、企業の投資に影響を与えている要素がどのようなメカニズムで関連しあっているかという問題に関心が向けられていると考えられる。しかし、日本における実証的な証拠はあまり蓄積されていない。特に、①不確実性が高まることによって企業の投資行動がどのように変化するのかという問題や、②株式市場からのプレッシャーによって経営者が短期的な利益を追求するようになり長期的な投資を行わなくなるというショートターミズムの問題、について実証的証拠が限られている。そこで、これらの問題を実証的に検証し、政策決定に資するような証拠を蓄積することを本研究の目的とする。

## 第1章 はじめに

第1章では、日本や米国、英国および欧州において規制主体や実務家、研究者によって議論されている企業の投資に関する問題を概観する。米国や英国および欧州では、企業の投資を阻害している要因に関する問題が提起されている。具体的には、①投資の性質の変化、②寡占化と共同保有、③ショートターミズム、④不確実性、が企業の投資を減少させている要因であると議論されている。

これらの諸外国の議論を引き受ける形で、日本においても企業の投資が低水準であることが指摘されている。経済成長が既に鈍化していた1990年代と比較しても2010年代の日本企業の投資水準は低い。これを受けて、規制主体や実務家がショートターミズムによって企業の投資水準が押し下げられているという提言を行っている。しかし、日本企業を対象にショートターミズムが生じていることを検証している研究は限られている。また、不確実性に関しても、従来不確実性を測定する方法が存在しなかったため、不確実性の経済効果を検討する試みもあまり行われてこなかった。

そこで本研究では、不確実性とショートターミズムに注目し、これらの要素が日本企業の投資水準にどのような影響を与えているかを検証する。

## 第2章 本研究の位置づけ：先行研究のレビュー

第2章の目的は、企業の投資行動に関する理論研究とその実証的証拠をレビューすることである。ここで企業の投資行動に関する理論をレビューすることは次の2点から重要である。第1に、第1章で議論したような企業の投資行動に関する実務的な議論の理論的基礎付けを確認するためである。第1章では経験的な証拠や逸話的証拠を中心に、企業の投資行動に関する様々な問題を議論した。これらの問題を検証するための理論的枠組みを検討する必要がある。第2に、先行研究に対する本研究の位置づけを確認することである。企業の投資行動を理論化する試みは古くから行われてきた。その後、これらの理論の仮定を緩めることで、実際の企業の投資行動を説明することが試みられてきた。本研究の位置づけを確認するためには、これらの先行研究を概観する必要がある。これは、本研究の学術的な貢献を確認する上でも有益である。

古くは、どのように資本蓄積が行われるかという視点から企業の投資行動が理論化されてきた。これらの研究は新古典派理論やq理論と呼ばれる研究の流れである。しかし、これらの理論はいくつかの仮定を置いているために、第1章で概観したような問題を議論することが困難である。実際の企業行動を説明できるようにするために、新古典派理論やq理論の仮定を緩めた議論がいくつか展開されている。第1に、不確実性に関連する理論である。企業の事業環境の不確実性と企業の投資行動との関係を分析しているのが、リアルオプション理論である。リアルオプション理論では、不確実性が変化することによって経営者が有しているオプションの価値が変化することを通じて、投資水準が変化すると議論されている。これにくわえて、事業環境の不確実性が資金提供者の意思決定に与える影響について議論する。第2に、情報の非対称性やエージェンシー問題をもとに企業の投資行動を議論する研究群がある。これには、資金制約やフリーキャッシュ・フロー仮説、quiet life 仮説、ショートターミズムといった議論が含まれる。これらの企業の投資の決定要因に関する議論が、第1章で概観したような企業の投資行動を取り巻く問題の概念的な枠組みを提供してくれる。第1章の問題と本章でレビューする議論を踏まえて、本研究が取り組むべき具体的な研究課題を明示する。

## 第3章 政策の不確実性と企業の投資行動

第3章の目的は、企業を取り巻く事業環境の不確実性が投資行動に与える影響を検証することである。不確実性と企業の投資行動との関係について、2つの対立する仮説が議論されてきた。一方が、不確実性によって企業の投資水準が抑制されるという議論である。これは、事業環境が不確実になると、投資プロジェクトを延期して新しい情報を獲得するまで待機することの価値が大きくなるという延期オプションの議論がもとになっている。もう一方が、不確実性によって企業の投資水準が増加するという議論である。これは、プロジェクトのペイオフが不確実である場合、投資プロジェクトを実行して事業を進める中で情報を

獲得することの価値が高くなるという成長オプションの議論がもとになっている。このように、不確実性が企業の投資水準に与える影響については相反する 2 つの仮説が議論されてきた。しかし、不確実性を測定する決定的な指標が存在しなかったため、不確実性と企業の投資行動との関係を検証することが難しかった。

本章では Baker, Bloom, and Davis (BBD, 2016) の政策の不確実性指数 (Economic Policy Uncertainty Index) を用いて、不確実性が企業の投資水準にどのような影響を与えているのかを検証する。検証の結果、不確実性が高い時期に企業が投資を抑制させていることが明らかになった。また、政策の不確実性の中でも財政政策の不確実性の効果が最も大きいことも発見した。この結果は、全体の EPU 指数が投資を引き下げる効果が、財政政策の不確実性の効果によるものであることを示唆している。サーベイ調査によって明らかになったように、政策決定の中でも財政政策の不確実性は経営者が認識している不確実性のひとつである。本章の結果は、経営者が強く認識している財政政策の不確実性が、企業の投資水準の意思決定に影響を与えるという考えと整合する証拠である。

不確実性が企業の投資行動に影響を与えるメカニズムのひとつとして、企業の予備的動機に関する追加検証を行った。分析の結果から、不確実性の上昇に伴って企業が現金保有を増加させていることが明らかになった。これらの結果は、成長オプションではなく延期オプションをもとにした仮説と整合する証拠である。

#### 第 4 章 株式上場と企業の投資行動

第 4 章の目的は、上場企業と非上場企業の投資行動を比較することで、株式上場が企業の投資水準に与える影響を検証することである。ショートターミズムでは、株式市場のプレッシャーによって経営者が長期的な投資に資金を配分することが困難になることが議論されている。他方で、株式上場は企業の投資水準を増加させると議論する研究も存在する。株式が取引所に上場されていると、企業の株式による資金調達が可能になる。また、株式価格や株式市場が企業のモニタリング機構として機能し、経営者の意思決定が変化すると考えられる。このように、資金調達へのアクセスや株式市場によるモニタリングによって、企業の資金制約や quiet life の問題が軽減されると考えられる。すると、上場企業は非上場企業と比較してより大きな投資を行うことができると予想される。このように、株式上場が企業の投資水準に与える影響については対立する 2 つの仮説が議論されてきた。

これらの仮説を検証するためには、株式市場に晒されている企業 (上場企業) とそうでない企業 (非上場企業) を比較すればよい。そこで本章では、日本の金融商品取引法の特徴を利用して、株式上場の効果を情報開示規制の効果から識別するよう試みる。日本の金融商品取引法は、上場企業に加えて一定の条件を満たす非上場企業 (公開非上場企業: quasi-private firm) に対して上場企業と同じ水準の情報開示を要請している。この非上場企業を上場企業の比較対象とすることによって、株式上場の効果を情報開示の効果から分離するよう試みる。

分析の結果、上場企業が非上場企業よりも投資水準が大きいことが明らかになった。さらに、上場企業の投資水準の投資機会に対する感応度が、非上場企業と比較して大きいことを発見した。これらの結果は、株式上場はショートターミズムによる過小投資を引き起こすというよりも、資金制約を緩和する役割があるという考えと整合する証拠である。これにくわえて、株式上場と投資水準との正の関係は、企業グループに属していない企業でのみ観察されることがわかった。また、企業グループの規模が大きくなるほど株式上場の投資水準への正の効果が小さくなることを発見した。これらの証拠は、企業がグループを形成し内部資本市場にアクセス可能であると、株式上場の効果が弱くなることを示唆している。さらに、資金制約に直面している企業において、株式上場の投資水準への正の効果がより大きくなることを発見した。さらに、上場企業の中では、株式の流動性が高い企業ほど投資水準が大きいことが明らかになった。これ以外にもいくつかの追加検証を行い、代替的説明の可能性を検討した。本章の結果は、日本における株式上場には、ショートターミズムによる過小投資を生じさせるのではなく、資金制約やエージェンシー問題から生じる過小投資を軽減する効果があることを示唆していると考えられる。

## 第5章 財務報告頻度と企業の投資行動

第5章の目的は、四半期報告制度の導入が日本企業の投資行動に与える影響を検証することである。ショートターミズムをベースとしたいくつかの政策的提言において、四半期報告によって経営者に対して株式市場からのプレッシャーが強くなっていることが議論されている。これが諸外国における議論を引き受けたものであることを第1章で確認した。では、日本においても同じような現象が生じているのだろうか。

理論的な議論に立ち戻ると、高頻度の財務報告が企業の投資行動に与える影響には2つの対立する仮説が存在する。第1に、高頻度の財務報告が企業の投資行動を阻害するという仮説である。先行研究の多くは、報告頻度の増加によって企業の投資行動が抑制されることを明らかにしてきた。これは、報告頻度が増加すると経営者が目先の株価を過度に重視して投資を抑制するというショートターミズムの議論と整合する証拠である。この議論は各国の規制主体によっても強調されている問題であり、EUでは既に四半期報告の強制開示を取りやめている。第2に、高頻度の財務報告が企業の投資行動を促進すると予想することもできる。AICPA (1994) で提言されているように、高頻度の財務報告は、適時的な情報や異なる情報源の情報内容を確認する機会を投資家に提供することを通じて、企業に関する情報の非対称性やエージェンシー問題を軽減させる。情報の非対称性やエージェンシー問題によって企業の投資行動が非効率になることが知られている。これらの議論を拡張すると、報告頻度の増加が情報の非対称性やエージェンシー問題の緩和を通じて企業の過小投資の問題を抑制することで、企業の投資が増加すると予想される。

本章では、日本の制度的特徴を利用して、報告頻度の増加が企業の投資行動に与える影響の識別を試みている。日本では四半期報告は上場企業にのみ強制された。他方で、非上場

の公開企業では四半期報告の強制化以前から要請されている財務報告の頻度は上場企業と同様であったものの、四半期報告が強制されていない。これらの企業を「上場企業に四半期報告が強制されなかった」という反事実として利用し、報告頻度の増加が企業の投資行動に与える影響を識別している。

Difference-in-Difference (以下、DiD) 分析により、日本では四半期報告の導入によって投資が増加することを明らかにした。また、この結果は様々な設定においても頑健であることが確認された。さらに、情報の非対称性やエージェンシー問題を軽減することを通じて投資が増加しているかを検証するために、いくつかの追加検証を行った。分析の結果、四半期報告の導入によって①過小投資傾向にあった企業や quiet life のインセンティブが大きい企業で投資が増加する効果が強く、②事後的なパフォーマンスが改善していることを発見した。これらの結果は、報告頻度の増加によって情報の問題やエージェンシー問題が緩和されることを通じて投資が促進されるという予想と整合する。

本章には次の3つの貢献がある。第1に、日本の制度的特徴を利用して、報告頻度の増加に関するコントロール・グループを設定している点である。第2に、先行研究の含意を拡張するかたちで報告頻度の増加が企業行動に与える影響の経路を明らかにした点である。本章は、日本における四半期報告の導入が企業の資金制約や quiet life の問題を抑制することを通じて投資を増加させていることを示唆する証拠を示した。これは先行研究が明らかにしてこなかった高頻度の財務報告の効果である。第3に、実務に対するインプリケーションである。本章の発見は、日本における四半期報告の導入を支持する証拠である。

## 本研究の結論と含意

本研究の結論は以下のようにまとめられる。ただしここでは、分析の中で生じうる限界をやや横に置いて発見の含意を強調する形で議論している点には注意が必要である。第1に、日本では諸外国で観察されているようなショートターミズムが観察されにくいことを明らかにした。ショートターミズムは近年の日本における規制主体の提言における鍵概念であった。たとえば、株式上場や四半期報告によって経営者にプレッシャーがかかっていると議論されている。しかし、それらの提言では日本においてショートターミズムが生じているという決定的な証拠が提示されているわけではない。そこで本研究はこれらの要素が企業の投資行動を低下させるような影響を与えているかを検証した。本研究の発見は日本においてはショートターミズムが平均的には生じていないという考えと整合している。具体的には、株式上場や四半期報告によって企業の投資が増加していた。また、第4章の追加検証で検討したように、株式市場からのプレッシャーが強いと考えられている企業では、株式上場が投資水準を減少させる効果が観察されることも発見した。しかし、その影響を考慮したとしても、株式上場は企業の投資水準を増加させていることがわかった。これは、日本においてもショートターミズムと整合するような投資の押し下げ効果が観察されるものの、全体としては投資を増加させる効果が大きいことを示唆している。

第2に、株式市場と四半期報告の制度設計において意図されたような効果が観察されることを明らかにした。これらの制度は、元来、企業の資金調達を容易にしたり投資家に情報を適時的に伝達したりすることを目的に設計されてきた。しかし、第1章および第2章でレビューしたように、これらの制度の負の側面が諸外国において顕在化しているという提言や証拠が蓄積されている。それを受けて日本でも規制主体や実務家がこれらの制度に対して疑問を投げかけるような提言を行ってきた。そのため、これらの制度が日本において経済的に望ましい役割を果たしているかを再度検討する必要があるがあった。分析の結果は、株式市場や四半期報告は日本において経済的に望ましい役割を果たしている可能性を示唆していた。具体的には、資金制約の問題やエージェンシー問題の軽減を通じて、企業の投資水準を増加させる効果があることがわかった。これは諸外国における実証的証拠とは異なる発見である。本研究の発見には、これらの制度を改善する際に諸外国における議論をそのまま踏襲することには十分に慎重になるべきであるという含意がある。

第3に、不確実性が企業の投資水準を押し下げる要因であることを明らかにした。不確実性と企業の投資行動との関係について、2つの対立する仮説が議論されてきた。しかし、不確実性を測定する決定的な方法が存在しなかったため、実証的証拠があまり蓄積されていない。近年になって、新聞記事を用いて政策の不確実性指標が開発され、日本においても分析が可能になった。分析の結果、不確実性に反応して、企業が投資を減少させていることが明らかになった。

以上の議論を合わせると、2010年代の日本企業の投資水準の低下について次のような含意があると考えられる。第1に、ショートターミズムは日本企業の投資の低迷を説明していないと推測される。2000年代以降、株式市場からのプレッシャーによって企業の投資水準が抑制されていると議論されていることがある。しかし、本研究の検証からは、株式市場や四半期報告といった制度が日本企業の投資水準を低下させているという証拠は得られなかった。これは、ショートターミズムによって日本企業の投資水準の低下を説明することが難しい可能性を示唆している。第2に、不確実性が日本企業の投資水準を減少させているという可能性が示唆されている。政策の不確実性が企業の投資水準を押し下げることを明らかにした。伊藤(2017)で議論されているように、日本の政策の不確実性は1980年代をベンチマークとすると、2000年代後半以降にかけて上昇していることが明らかになっている。もし不確実性が企業の投資水準を決定する主たる要素であるのであれば、不確実性が高まったことによって日本企業の投資水準が低下していると考えられることもできる。ただし、この本研究の含意は本研究が直接検証した結果を踏まえたわけではなく、検証結果を踏まえた推測の域を出ない議論であることには注意が必要である。そのため、これらの含意が実際に日本企業の投資の低迷を説明できているかは今後の研究課題としたい。