

## 投資の調整費用

弘前大学 嶋 恵一

本稿の目的は、資本市場の不完全性、生産効率、エージェンシー問題に焦点を当て、企業属性の差異による調整費用の違いを構造的に明らかにすることである。資本市場の不完全性などに起因する投資を歪める要因と投資関数の  $q$  (トービンの  $q$ ) に対する非線形性との関連について若干の実証分析を行った。製造業種に属する上場企業 623 社をサンプルに用い、スイッチング回帰モデルを応用し、資本調整レジームの変化を許容して非線形投資関数を推定した。

推定からは、企業属性の差異により投資の  $q$  に対する反応が大きく変わることが確認された。投資関数のレジームによって調整費用は変化し、資本市場の不完全性や生産性などの格差により最適な投資に顕著な違いが見出された。以上に加え、推計される調整費用関数の次数は 2 を大きく上回ることが確認された。本稿では調整費用の二次関数による特定を支持する結果は得られず、したがってより高次の特定が望ましいことが示唆される。

推定結果の要約は次の通りである。第一に、流動性制約と投資のレジーム変化との関係では、キャッシュフローが少なく、正味流動資産に乏しい企業は投資の  $q$  に対する反応の低いレジームに帰属する傾向にある。負債比率の増加には流動性制約を強める効果があり、反対に、配当を抑え内部留保を積み増すことにより流動性制約が緩和する効果が見られる。第二に、資本ストックの技術効率の優位性により投資の  $q$  に対する反応は変化する。資本ストックの高齢化により投資の反応は低くなる。TFP (全要素生産性) が高い企業では投資の反応は高く、また規模の大きさは投資の反応と正の関係にある。第三に、個人株主の比重が高いほど、企業は投資の低いレジームに帰属する傾向を示す。一方、売上成長率と投資のレジーム選択との間には正の関係が見られる。