

経営者自信過剰、企業の配当と投資との関係についての実証研究

寧東来¹

要約

MMの配当無関連命題では、完全資本市場において企業の配当政策と投資政策は独立することが示唆されているが、エージェンシーコストなどといった市場の摩擦が存在すると、配当と投資が独立でないことが指摘されている。本稿では、経営者自信過剰という経営者の認知バイアスも一種の市場の摩擦だと考慮される場合、配当政策と投資政策と関連しているのか、どのように関連しているのかを検証した。分析結果では、自信過剰な経営者は合理的な経営者に比べ、投資と配当との関係が負で顕著であることが確認できた。その中、特に投資機会の大きく資金制約の多い成長企業において、経営者自信過剰による配当と投資との負の関係はより著しいことがわかった。

JEL 分類番号：G350, G310, G410

キーワード：配当政策、投資政策、MMの配当無関連命題、経営者自信過剰、認知バイアス

1. 初めに

Miller and Modigliani (1961)では、完全資本市場において、企業の配当の意思決定は投資の意思決定と完全に独立し、配当政策は企業価値に影響がないことが証明された。ところが、先行研究が提示しているように、エージェンシーコストなどといった市場の摩擦がある場合、企業の配当政策は投資政策と独立ではなく、緊密な関係を有すると考えられる(e.g. Jensen, 1986)。

先行研究では、自信過剰な経営者は自分の収益を生み出す能力を過大評価する結果、価値破壊的な過大投資を行うことが示されている(Malmendier and Tate, 2005; Malmendier and Tate, 2008)。また、Deshmukh et al. (2013)は、自信過剰な経営者は外部による資金調達の手段はコストが高いと考えているため、低い配当水準で節約された資金を投資の原資に充てる傾向がある、と主張している。

エージェンシーコストの場合と違い、自信過剰な経営者による過大投資は意図的なものではない。自信過剰な経営者は忠実に株主価値を最大化するように行動しているが、認知バイアスにより、合理的な経営者に比べてより多く投資する傾向があり、外部による資金調達のコストをより高く認識しているため、効率よく投資するために配当を低くするモチ

¹ 一橋大学大学院 経営管理研究科 博士後期課程 bd211007@g.hit-u.ac.jp

バージョンがより高いと考えられる。ところが、前述の先行研究では、経営者自信過剰は企業の投資と配当それぞれ単独に対する影響が明らかにされているが、配当と投資との関係にも影響を与えているのか、どのように与えているのかはまだ明らかではない。

したがって、本研究では、経営者自信過剰という摩擦がある場合、MMの配当無関連命題が成り立つかどうかを検証する。まず、日本において、経営者自信過剰が配当水準を低めるかどうかを確認する。次に、メインの分析として、経営者自信過剰が配当と投資との関係に与える影響を考察する。最後に、経営者自信過剰の企業は配当と投資との関係に影響する経路が成り立てば、投資機会が高いが資金制約もある成長企業においては、その影響がさらに大きいと推定し、それを検証する。

2. 先行研究と仮説

2.1. 配当政策と投資政策

Miller and Modigliani (1961)では、完全資本市場において、企業の投資政策を固定すると、配当政策に関する企業の意思決定は無関連であり、企業価値に影響がないというMMの配当無関連命題が立てられる。ところが、市場の摩擦的要因の存在により、企業の配当政策と投資政策は無関係ではなくなる。例えば、経営者と株主との間のエージェンシーコストを導入すると、配当政策と投資政策とは関連している。具体的に、経営者は私的便益を追求するために、株主価値を損なう過大投資を行う可能性がある。そこで、配当は直接にフリーキャッシュフローを減少するため、過大投資を制限する(Jensen, 1986)。

直接に配当と投資の関係を測る研究では、Dhrymes and Kurz (1967)やHarakeh (2020)などがあげられ、市場の摩擦によって配当と投資が関連していることが示されている。

2.2. 経営者自信過剰

本研究では、先行研究に従い、自信過剰を平均値に対する過大評価として定義する。具体的に、投資から生み出す利益を過大評価することである。このような自信過剰は、経営者の認知バイアスを起こし、企業の様々な意思決定を歪めることが示唆されている。投資の意思決定に関し、Malmendier and Tate (2005)は自信過剰な経営者は投資プロジェクトから生み出す利益を過大評価し、外部による資金調達のコストが高いと考えているため、内部資金が多く利用可能であれば過大投資する傾向があることを示している。同様に、自信過剰な経営者は企業価値損害的な買収を行う可能性が高いことが示されている(e.g. Malmendier and Tate, 2008)。自信過剰な経営者はイノベーションへの投資にも積極的に参加しており、より多くのR&D投資を行うことがわかる(e.g. Hirshleifer et al., 2012)。日本においても、自信過剰な経営者の過大投資する傾向が確認される(e.g. Ikeda et al., 2021)。

配当の意思決定に関し、Deshmukh et al. (2013)では、過大投資する傾向のある自信過剰な経営者は、資本市場による資金調達のコストが高いと認識し、コストの低い資金で投資するために配当を低める傾向があるとされている。

2.3. 経営者自信過剰、配当と投資との関係

先行研究では、経営者自信過剰は投資と正の関係を有し、配当と負の関係を有することが明らかにされているが、投資と配当との関係にも影響を与えることは必ずしも自明なものではない。

前述のように、市場の摩擦的要因の存在により、配当と投資は独立ではないことが示唆されている。自信過剰による認知バイアスも市場の摩擦的要因の一種で、配当と投資との関係を歪める可能性が高い。自信過剰の文献により、自信過剰な経営者は投資の収益を過大評価することが過大投資の原動力となる。また、投資の収益を過大評価することで、自社の企業価値も過大評価するため、資本市場にいる資金提供者が合理的であれば、彼らに提供される融資条件には自信過剰な経営者はコストが高く思っている(Malmendier et al., 2011)。配当の資金源はコストの低い内部資金のため、自信過剰な経営者は過大な投資を満たすために、優先的に配当を節約する可能性が高い。したがって、合理的な経営者に比べ、自信過剰な経営者の場合、投資と配当の間の代替関係がより顕著であることが推測される。

このように、メカニズムが成り立つ要因は二つあげられる。一つ目は資金制約である。多くの先行研究は資金制約が自信過剰な経営者の投資行動に大きく左右することを報告している。配当と投資との関係の場合も同じ、もし資金制約がなく、自信過剰な経営者の投資に満たす十分な内部資金が確保できれば、配当を低める必要がなくなると考えられる。二つ目は投資機会で、もし投資機会が十分小さければ、自信過剰な経営者だとしても、過大に投資できるプロジェクトが限られているため、配当を低める動機が低くなると考えられる。企業のライフサイクル理論により、成長企業は投資機会が多いが、資金制約がある一方、成熟企業は資金制約がなくなるが、投資機会が少ない、ということが特徴づけられている。したがって、自信過剰な経営者を有する成長企業は、投資と配当との負の相関関係が最も著しいことが推測される。

以上のことから、本研究の仮説は以下のように構築する。

仮説 1 (予備的検証): 合理的な経営者に比べ、自信過剰な経営者は低い配当水準を有する。

仮説 2 : 合理的な経営者に比べ、自信過剰な経営者の場合、投資と配当との負の関係がより顕著である。

仮説 3 : 自信過剰な経営者を有する成長企業は、投資と配当との負の関係が最も顕著であ

る。

3. リサーチデザイン

3.1. データ

本研究で用いる財務データは Quick 社の Astra Manager、M&A に関するデータは Recof データベース、経営者に関するデータは役員四季報から取得している。分析期間は 2001 年から 2019 年までの 19 年間とする。サンプルとなる企業は東証全上場企業から金融業、保険業と公益事業を除いたものである。分析に使われているのは 45580 の企業年である。

3.2. 自信過剰の尺度と変数

人の性格としての自信過剰を直接に測るには難しいため、先行研究では観測できる経営者の行動を通じて間接的に自信過剰を推測している。その中、オプションベースの尺度、メディアベースの尺度と経営者予想ベースの尺度が多く使われている。この二つの尺度を利用しがたい場合に、経営者予想ベースの尺度が多用されている。この尺度は統一的なフォーマットがないが、基本的に経営者予測と実現値との比較を通じ、自信過剰の特徴を捉えるのである(e.g. Lin et al., 2005; Ishikawa and Takahashi, 2010)。日本においてはこの尺度を使うのは特に理想的だと考えられる。それは日本では、経営者予想の開示は実質に義務化され、開示のフォーマットも均一化されているからである。したがって、本研究では、経営者予想ベースの尺度で自信過剰を推計する。

本研究では、経営者自信過剰は以下のように求める。まず毎年売上高に対する経営者予想と実現値との差を取り、個人の毎年の予測誤差を求める。次に、この予測誤差の産業平均を取り、個人の毎年の予測誤差と産業平均の予測誤差との差を取ることで、産業調整後の予測誤差が得られる。産業調整後の予測誤差が 0 より大きければ、産業において比較的自信過剰であることがわかる。最後に、経営者の在任期間において、産業調整後の予測誤差が 0 より大きい回数が半分以上占めれば、この経営者はよく過大予想を行い、自信過剰な経営者 (OC) であることを意味している。

本研究で用いる被説明変数は株主資本配当率 (div_equity) と配当性向 (div_netin) である。株主資本配当率は普通株配当総額が自己資本に占める割合で、配当性向は普通株配当総額が当期純利益に占める割合で計算する。投資の変数について、資本的支出 (capex)、研究開発費 (rd) と M&A における買い手側企業の取引価格が経営者任期における平均 (ma) という三つに着目する。コントロール変数では、トービンの Q、キャッシュフローと総資産の比、総資産の自然対数、負債合計が総資産に占める割合、売上高の成長率、外国人持株比率、機関投資家持株比率、経営者の任期、女性経営者ダミー変数、経営者の年齢、経

営者の勤続年数を用いている。

4. 分析結果と結論

表 1 は仮説 1（予備的検証）に関する分析結果を表示している。自信過剰のダミー変数の係数は負で有意であり、Deshmukh et al. (2013)の結果と整合的である。日本においても経営者自信過剰が配当水準に与える影響が確認される。

<表 1 自信過剰が配当水準に与える影響 省略>

表 2 は仮説 2 に関する分析結果を表示している。列 3～列 8 においての投資と自信過剰の交差項はすべて 5%あるいは 1%の水準で有意に負の係数が観測される。研究開発投資と M&A 投資の結果は仮説 2 と整合的である。

<表 2 自信過剰が配当-投資間関係に与える影響>

	(1) div_equity	(2) div_netin	(3) div_equity	(4) div_netin	(5) div_equity	(6) div_netin	(7) div_equity	(8) div_netin
OC	-0.065*	-2.208*	-0.074**	-2.115*	-0.075**	-2.190*	-0.070**	-1.848
OC * capex	(-1.92)	(-1.85)	(-2.17)	(-1.77)	(-2.18)	(-1.83)	(-2.06)	(-1.54)
OC * rd	0.021	-0.910					0.032	-0.589
	(0.62)	(-0.72)					(0.92)	(-0.46)
OC * ma			-0.084**	-3.051**			-0.087***	-2.996**
			(-2.52)	(-2.53)			(-2.61)	(-2.42)
capex	0.152***	2.383***			-0.129***	-4.365***	-0.127***	-4.378***
	(5.33)	(3.07)			(-2.96)	(-3.68)	(-2.93)	(-3.70)
rd			0.051*	-1.330			0.148***	2.593***
			(1.84)	(-1.53)			(5.18)	(3.32)
ma					0.076***	0.209	0.075***	0.196
					(2.75)	(0.30)	(2.76)	(0.29)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	45564	41665	45564	41665	45564	41665	45564	41665
Log likelihood	-72882	-203577	-73018	-203562	-72989	-203557	-72817	-203519

Tobitモデルによる分析結果。カッコ内はt値。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%の有意水準を表す。標準誤差の計算にあたっては、企業毎にクラスターリングしている。

表 3 は仮説 3 に関する分析結果を表示している。自信過剰な経営者を有する成長企業は、R&D 投資あるいは M&A と配当との交差項は最も著しく負の値が得られ、仮説 3 と整合的である。

<表 3 成長企業と成熟企業における自信過剰が配当-投資間関係に与える影響 省略>

最後に、配当水準の測り方、自信過剰の尺度などをめぐり、追加分析と頑健性分析を行った結果、メインの分析と整合的である。

結論として、本研究では、経営者自信過剰は企業の意思決定を歪み、合理的な経営者に

比べ、投資の増加（減少）は著しく配当の減少（増加）をもたらすことを明らかにした。ところが、このようなことは必ずしも企業価値を損害するとは言い切れない。近年日本企業はイノベーションが生まれないといった問題に直面し、自信過剰な経営者の行動は現在の日本にとってむしろ有益である可能性も否定できない。それを判別することは今後の課題となる。

参考文献

- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440–463.
- Dhrymes, P. J., & Kurz, M. (1967). Investment, Dividend, and External Finance Behavior of Firms. In Ferber, R (Ed.), *Determinants of Investment Behavior* (pp.427-485). NBER.
- Harakeh, M. (2020). Dividend policy and corporate investment under information shocks. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 65, 101184.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *Journal of Finance*, 67(4), 1457–1498.
- Ikeda, N., Inoue, K., & Sugitani, S. (2021). Managerial optimism and corporate investment behavior. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 30, 100492.
- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of Behavioral Finance*, 2(1), 37–58.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Lin, Y. H., Hu, S. Y., & Chen, M. S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific Basin Finance Journal*, 13(5), 523–546.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43.
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J., Faulkender, M., Frank, M., Hackbarth, D., Jenter, D., Stein, J., Strebua-Laev, I., Subrahmanyam, A., & Wurgler, J. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411.