

## 2011年10月 アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：法政大学経済学部 胥鵬教授

演題：“Managerial Attitudes toward to Market Valuations”

日時：10月27日(木) 15:30～17:30

### 要旨

Myers and Majluf (1984)に代表される伝統的な理論では企業と資本市場との間に生じる情報の非対称性について焦点を当てていたが、近年の研究では企業経営者の態度 (managerial attitude) が自信過剰 (overconfidence) か否かということに注目が集まっている。本研究の目的は、我が国の上場企業を対象としたサーベイデータから得られた企業経営者の態度に関する回答を元にして、①企業経営者の態度が自信過剰であるか否か、②企業経営者の態度が将来／過去の株式リターン、将来／過去の (産業平均と比較した) 市場評価とどのように関連しているのか、③企業のペイアウト政策が企業経営者の態度及び企業特性とどのように関連しているのかを実証的に検証することである。その結果、以下の結果が得られた。

第一に、①について、「自社の株式が現在市場でどのように評価されていると考えるか」という問いを質問項目に入れたところ、概ね70%が「過小評価」、20%が「適正評価」、5%が「過大評価」という回答が得られた。企業経営者の態度が「自信過剰」である場合、現在の株価が過小であると考えるので、この結果は我が国の上場企業の企業経営者の態度が「自信過剰」であることを支持するものである。

第二に、②について、ordered probit モデルを用いて将来／過去の株式リターンと (産業平均と比較した) PBR が企業経営者の態度にどのような影響を与えるのかを分析したところ、将来の株式リターン及び PBR は企業経営者の態度に殆ど影響を及ぼさない一方、過去の株式リターン及び PBR が低い場合には企業経営者は市場の評価が過小であると強く判断していることがわかった。このことは、企業経営者にとって望ましくない結果が得られた場合、その原因を市場へ (実態を反映せずに過小評価しているという理由で) 転嫁しようとする傾向があることを示唆しているといえよう。また、経営者の態度は短期間で変動せずに長期間持続する傾向があることも同時に明らかになった。

第三に、③について、株式時価総額で除した配当、株式自己再取得額及びこれらの和をそれぞれ被説明変数、企業経営者の態度及びその他の企業特性 (時価簿価比率やレバレッジ比率、ROEなど) を説明変数としてトービットモデルで推計したところ、過小評価であると回答した企業ほどペイアウトを多く行う一方で時価簿価比率・レバレッジ比率が高いほどペイアウトを少なくする傾向があることが明らかになった。

以上