

研究論文

経営分析研究
第38巻第1号（通巻38号）
202X年X月
pp. X-XX

日本経営分析学会
日本経済会計学会

経営者の自信と自己株式の取得

寺嶋 康 二(千葉商科大学)
塚原 慎(駒澤大学)
積 惟 美(亜細亜大学)

2024年1月26日受付；2024年6月30日改訂稿受付；2024年9月20日論文受理；
2024年X月X日オンライン利用可能

Abstract

本稿の目的は、経営者が有する自己または自社の将来業績に対する「自信過剰」が、自己株式取得の意思決定に及ぼす影響について、日本における実証的証拠を提供することにある。検証の結果、第1に、全体として、自信過剰な経営者によって経営される企業ほど、自己株式の取得は実施されない傾向にあること、第2に、配当と自己株式取得の代替性が弱い企業の場合のみ、上記の傾向が観察されることが示された。本稿では、日本と米国の間で見られる配当・自己株式取得の代替性の相違に着目することで、日米で経営者の自信と自己株式取得の間に見られる関係が相違する可能性があることを発見している。以上の結果から、経営者の心理的特性(自信過剰)が特定の資本政策に及ぼす影響は、国・制度的環境の相違に応じて必ずしも同一にならないことが指摘でき、国際的な証拠の蓄積に本稿は貢献しているといえる。

Keywords : 経営者の自信、自信過剰、自己株式取得、配当政策、配当代替

【謝辞】現代資本会計研究会の野口晃弘先生（南山大学）をはじめ、本稿の構想段階から研究会等を通じて多くの先生方から貴重なご助言を賜ることができたことに、この場を借りて感謝申し上げます。本研究は、日本経済会計学会2019年度特別プロジェクト研究助成金に基づく研究に端を発するものであり、日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究(C) および若手研究、課題番号22K01814、20K13649、20K13646）における研究成果の一部である。

Corresponding Author: Kouji Terashima, Graduate School of Accounting and Finance, Chiba University of Commerce, 1-3-1 Konodai, Ichikawa-shi, Chiba 272-8512, Japan.

寺嶋康二 千葉商科大学 会計ファイナンス研究科 〒272-8512 千葉県市川市国府台1-3-1

E-mail : k_tera@cuc.ac.jp

©2020 The Japanese Society for Business Analysis and The Japanese Association for Research in Disclosure
All rights reserved.

The Journal of Business Analysis
Vol. 38, Issue. 1 (No. 38)
XXXX 202X
pp. X-XX

The Japanese Society for Business Analysis
The Accounting and Economic Association of Japan

Managerial confidence and share repurchase

Kouji Terashima, Chiba University of Commerce
Makoto Tsukahara, Komazawa University
Koreyoshi Seki, Asia University

Submitted January 26, 2024; Revised June 30, 2024;
Accepted September 20, 2024; Available online XXX, X, 202X

Abstract

The purpose of this study is to provide empirical evidence on the influence of managers' Overconfidence in themselves or their firm's future performance on the decision-making process for share repurchase. The findings show that, first, firms managed by highly confident managers tend to not engage in share repurchase. Second, this tendency is observed only in firms where there is a low substitutability between dividends and share repurchases. This study highlights the differences in the substitutability of dividends and share repurchases between Japan and the United States, discovering that the relationship between managerial confidence and share repurchases varies between these countries. The results suggest that the impact of a manager's psychological trait (confidence) on certain capital policies is not universally consistent, varying according to national and institutional differences. This study contributes to the accumulation of literature in this field.

Keywords: Managerial confidence, Overconfidence, Share repurchase, Dividend policy, Dividend-repurchase substitution

I. はじめに

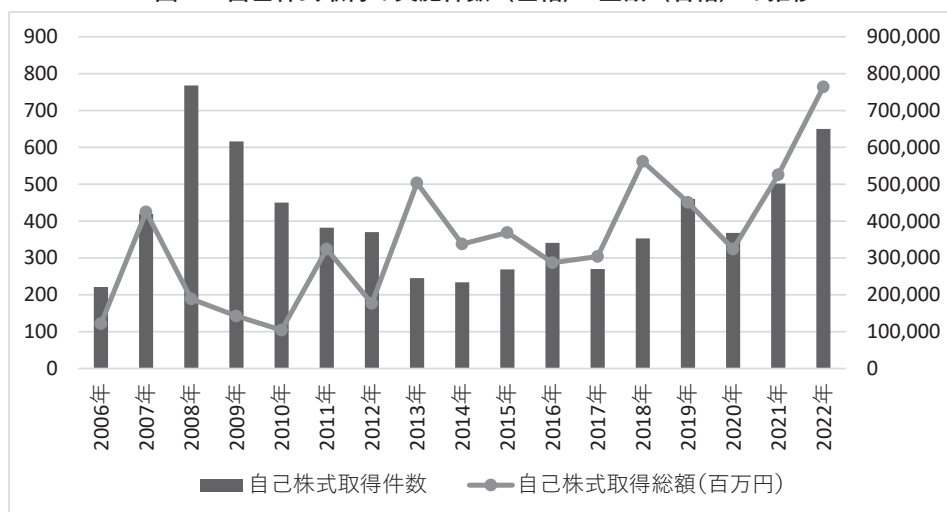
本稿の目的は、経営者が有する自己または自社の将来業績に対する「自信過剰」の程度が、自己株式取得の意思決定に及ぼす影響について、実証的証拠を提供することにある。

本稿で主たる関心を向ける「(経営者の) 自信過剰 (Overconfidence)」とは、近年欧米を中心に研究上の関心が向けられている心理的特性の1つであり、「経営者が自らの能力や自身に生じる事象の結果を過大評価する傾向 (Camerer and Malmendier, 2007)」のことを指す¹⁾。先行研究によれば、自信

過剰の状態にある経営者は、自らが創出する将来キャッシュ・フローの現在価値を過大に評価することや、自己の選択・意思決定を過度に重視し、自身に対する負のフィードバックを適切に処理しなくなるとされる（Kim *et al.*, 2016等を参照）²⁾。結果として、当該心理的特性の発現は、投資・財務・会計行動といった種々の意思決定に影響を及ぼすことが先行研究において報告されている³⁾。こうした状況において、本稿では、経営者の自信過剰が自己株式取得に及ぼす影響に焦点を当てた検証を行うが、その背景には、次の2つの論点が存在する。

第1に、日本の経済的環境を前提として、経営者の自信過剰と自己株式取得の関係性を検証することの重要性が挙げられる。まず、次の図1は、日本における自己株式取得の実施状況（自己株式取得の実施件数の年次推移）を示している。自己株式の取得は、集計対象期間を通じ一定の規模を有しており、かつ、近年（2018年以降）においてはその実施額も増加傾向にあることがわかる。

図1 自己株式取得の実施件数（左軸）・金額（右軸）の推移



出所：株式会社アイ・エヌ情報センター「INDB Funding Eye」収録データより筆者作成

このように日本においても一定の規模の実施が観察される資本政策として、自己株式取得については、その実施要因、および実施効果に関して、国内外を問わず膨大な量の研究蓄積が存在している（後述）。その中でも、海外においては、たとえば、Banerjee *et al.* (2018) によって自信過剰と自己株式取得との関連性も検証されている。ただし、日本においては筆者らの調査の及ぶ範囲において、当該関係性に関する十分な量の研究蓄積がなされておらず、また、Banerjee *et al.* (2018) の発見事項が国・制度的環境の異なる日本においてもそのまま成り立つのか否かについて、議論の余地がある。

具体的に、詳細は後述するが、Banerjee *et al.* (2018) では、経営者が自信過剰であるとき、株価が割安であることをシグナルしようとするインセンティブが強くなることから、自己株式の取得を積極的に行うということが示されている。しかしながら、その他の先行研究によれば、経営者の自信過剰バイアスは、外部資金による資金調達コストを割高に感じさせる効果もまた有するとされ、一定の条件下に

において、自信過剰な経営者はペイアウトや投資による現金流出を避ける傾向 (Malmendier and Tate, 2005; Deshmukh *et al.*, 2013; Aktas *et al.*, 2019など)にあることもまた指摘されている。この場合には、将来の資金調達需要に備え、資金流出が伴う自己株式の取得に躊躇することもまた想定できるだろう。

さらに、Banerjee *et al.* (2018) においては、ペイアウト手段として配当・自己株式の取得の代替関係が成り立っている米国の経済的環境を前提としている。この場合、自己株式の取得に伴い減配することが可能であるために、自己株式の取得が直ちに総還元性向の増加 (ペイアウトの増加) につながるわけではない。他方、日本においては、配当・自己株式取得の間の代替関係は必ずしも成り立っているとはいえないと指摘され (山口, 2007; 石川, 2007; 島田, 2013)、筆者らの集計による表1からもこの傾向を確認することができる。表1では日本企業の配当政策と自己株式取得の関係性に関する予備的検証として、本稿のサンプルに関して自己株式取得の有無によってグループ分けを行い、それぞれ減配ダミーおよび配当性向の平均値の差の検定をしている (サンプル抽出方法については3節を参照されたい)。減配ダミーについては自己株式取得を実施している企業の方が減配を有意に行わない傾向にあること、配当性向については自己株式取得を実施している企業の配当性向が有意に高いことをそれぞれ示している。すなわち、単変量による予備的な分析であるものの、日本企業においては先行研究の発見事項と同様に、自己株式取得と配当政策との間に代替的な関係性は見られないことが示唆されているといえる。

表1 日本企業における自己株式取得と配当の関係性

自己株式取得	減配ダミー	配当性向	N
無し	0.139	0.379	18,358
有り	0.125	0.408	10,871
差	0.015*** [3.62]	-0.029*** [-4.91]	

[] 内はt値を、***は1%水準で統計的に有意であることを示している。

すなわち、先行研究で議論された、配当を自己株式の取得に置き換える (総還元額を一定にする) という前提が日本において必ずしも成り立たないため、自己株式の取得は、企業にとっての追加的な資金流出を伴わせるものと整理できる。したがって、先行研究とは前提を必ずしも共有しない日本において、経営者の自信過剰が自己株式の取得とどのような関係性を有するのかを検証することは、実証的な検証課題であるといえる。

第2に、経営者の自信過剰の測定指標の進展に伴い、一定の限界はあるものの、業績予想の楽観性を用いることで、日本においても経営者の「自信過剰」の発現に関わる一側面を捕捉することが可能となっている点が挙げられる。自信過剰は経営者の個人的な特性に由来する概念であることから、直接観察することは困難であり、それ故に、様々な代理変数が開発されてきた⁴⁾ (塚原他, 2021)。なかでも、Malmendier and Tate (2005) が提唱した株式報酬ないしストック・オプションベースの指標に関しては、欧米における先行研究において数多く用いられている経営者の自信過剰を捉える主要な代理変数の1つであるが、報酬として受け取る株式やオプションの割合が欧米に比して小さい日本の経済的環境においては、経営者の自信過剰を捕捉するのに十分な経済的影響度のある観測値を確保しにくいという問題点が存在する (塚原他, 2021)。

これに対し、経営者業績予想値は日本において広く入手することができ、当該問題を克服することができる。楽観主義（業績予想の楽観性）と自信過剰を概念的に完全に同一視できるものとするコンセンサスが得られているわけでは必ずしもないが、自信過剰が発現した結果、経営者が過度な楽観主義に陥ることを指摘する研究はいくつか存在しており（Skara, 2008; Otto, 2014; Hriber and Yang, 2016; Kaplan *et al.*, 2022）、自信過剰の代理変数として楽観性を用いる研究は国内外でもいくつか存在する（Otto, 2014; 太田, 2019; 石黒, 2021; Kaplan *et al.*, 2022）。また、Kaplan *et al.* (2022) は Otto (2014) が測定した業績予想の楽観性に基づく測定指標と Malmendier and Tate (2005) が測定したストック・オプションベースの測定指標がいずれも経営者の自信過剰を示す詳細な個人的特性のファクター（ghSMART社による個々の経営者に対する評価のデータセット）との間に統計的に有意な正の関係性を持つことを発見しており、業績予想ベースの指標がストック・オプションベースの指標と同様に自信過剰を捉えていることを示唆する結果となっている。そこで本稿では、日本において先行研究との比較可能性を持った分析を行うため、自信過剰の代理変数として Otto (2014) が提唱した業績予想の楽観性に着目する測定指標を用いる。これにより、日本の経済的環境を所与とした上での自信過剰の研究蓄積に貢献することを試みる。

検証の結果、本稿では次の結果を入手した。第1に、全体として、自信過剰な経営者によって経営される企業ほど、自己株式の取得は実施されない傾向にあること、第2に、配当と自己株式取得の代替性が弱い企業の場合のみ、上記の傾向が観察されることが示された。以上の結果から、経営者の心理的特性（自信）が特定の資本政策に及ぼす影響は、国・制度的環境の相違に応じて必ずしも同一にならないことが指摘でき、国際的な証拠の蓄積に本稿は貢献しているといえる。

続く第2節では、本稿の検証に関わる先行研究のレビューを行い、当該研究流列における成果と未解決の課題を明らかにすると共に仮説構築を行う。第3節ではリサーチ・デザインについて述べ、第4節では検証結果を示す。第5節では頑健性分析を行い、第6節では本稿の結論を述べる。

II. 先行研究の整理と仮説構築

自己株式取得の経済的動機に関する研究蓄積は、国内外を問わず、豊富に存在している。これらを大別すると、①企業に財務的な余力が存在する状況を前提にした仮説（フリー・キャッシュ・フロー仮説：Jensen, 1986; Easterbrook, 1984、ライフサイクル仮説：Julio and Ikenberry, 2004、ペッキング・オーダー仮説：Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984、シグナリング仮説：Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985）、②自己株式取得による株主構成の変化に着目した仮説（買収防衛仮説：Bagwell, 1991）、③最適資本構成を実現し、加重平均資本コストの最小化を図るとする仮説（最適資本構成仮説：Dittmar, 2000; Brealey *et al.*, 2012）、④外生的ベンチマークとして設定されている収益性指標（たとえば、ROEなど）の改善を目的とする仮説（収益性指標改善仮説：Bartov, 1991）などを挙げることができる。

一方で、自信過剰と自己株式取得に関する先行研究の発見事項としては、自信過剰な経営者が自己株式取得を行う可能性が高いことが指摘されている（Banerjee *et al.*, 2018）。その論拠は次の通りである。

すなわち、自信過剰な経営者は、自らの経営能力と投資の収益性を過大評価することから(Malmendier and Tate, 2005)、自社の価値を過大評価する傾向にある。このとき、自社が株式市場において客観的には適切に評価されている場合であっても、自信過剰な経営者は、主観的には自社が「過小評価されている」と考えることとなる。したがって、自信過剰な経営者は、自らの感じる「過小評価」を是正するために、自己株式取得を通じて現在の株価が過小評価されていることをシグナルしようとするのが考えられる(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985)。この点を上述した自己株式取得の経済的動機に関する文脈に照らして考えると、経営者の自信過剰という要素は、経営者が「自社は過小評価されている」と感じやすくなるという意味で、「資本市場における過小評価のシグナリング」という自己株式取得の動機を促進する効果を有する可能性があることを意味する。Banerjee *et al.* (2018)の結果は、こうした見解と整合的な証拠を発見していると位置付けることができる。

ここで、Banerjee *et al.* (2018)は、Grullon and Michaely (2002)の配当代替モデルを拡張することで、自信過剰な経営者が自己株式取得を行う代わりに「裁量的な」配当⁵⁾を減らすという証拠を発見している点に注意する必要がある。すなわち、Banerjee *et al.* (2018)が分析した米国のデータにおいては、自信過剰な経営者による自己株式取得は裁量的な配当と代替的に行われており、正味のペイアウトを伴わないものとなっている可能性がある。この点に関連する先行研究の発見事項として、自信過剰な経営者は配当を減らすことによって将来の投資のために現金を確保しようとする(Deshmukh *et al.*, 2013)という傾向がある。これは、自己株式取得を広く手許資金の減少を伴うペイアウトと捉えた場合、追加的なペイアウトを伴う自己株式取得それ自体は、自信過剰な経営者から控えられる可能性があることを示唆する。Banerjee *et al.* (2018)の分析においては、この点が裁量的な配当との代替という前提によって回避されていると考えられる。

確かに裁量的な配当が自己株式取得に必要な金額だけ減額された場合、自己株式取得に伴う追加的なペイアウトは発生しないため、ペイアウトに付随する手許資金の減少などを気にすることなく、シグナリング目的での自己株式取得を達成することができる。この点に関して、Banerjee *et al.* (2018)が分析対象とする米国では自己株式取得が配当と代替的に用いられていることを示唆する証拠が存在する(Fama and French, 2001; Grullon and Michaely, 2002; Skinner, 2008など)。対照的に、日本では配当と自己株式取得の間の代替性が弱いことが指摘されている(山口, 2007; 石川, 2007; 島田, 2013および本稿表1)ことから、日本のサンプルではBanerjee *et al.* (2018)とは前提となる経済環境が異なるため、同一の結果が観察されるとは限らない。すなわち、日本においては自己株式取得の「代わりに」配当を減らすということが一般的には期待できないため、自己株式取得を行う場合には追加的なペイアウトが発生する可能性が高く、手許資金の減少を伴うことが不可避的に生じることから、場合によっては、代替的な資金調達が必要となる。

自己株式取得に伴って手許資金が減少し代替的な資金調達が必要となると仮定した場合、経営者の自信過剰は自己株式取得の意思決定に対してBanerjee *et al.* (2018)の想定とは異なる影響を与える可能性がある。例えば、自信過剰な経営者は、自社の収益性と安全性を過大評価しているため、外部からの資金調達のコストを過大であると認識する傾向があり、したがって自社が債券市場や株式市場で過小評価されていると感じる可能性がある(Heaton, 2005; Ishikawa and Takahashi, 2010)。また、その結果

として投資に対するキャッシュ・フロー感応度が高く、現金保有の価値を高く見積もることが指摘されている（Malmendier and Tate, 2005; Aktas *et al.*, 2019）。こうした見解と整合的に、Deshmukh *et al.* (2013) は、自信過剰な経営者が配当を減らすことによって将来の投資のために現金を確保しようとするという証拠を発見している。上記の証拠から示唆されるのは、外部資金調達コストを過大に見積もり現金保有の価値が高い自信過剰な経営者は、手許資金を減らし将来の資金調達の可能性を高める行動であるペイアウトを避ける傾向にあるということである。

以上を踏まえると、経営者の自信過剰は、日本において自己株式取得を促進する（経営者にとって株式市場からの過小評価が大きく感じられる）効果と、抑制する（追加的なペイアウト増加に伴う手許資金の減少と将来の外部資金調達の可能性が高まることを忌避する）効果の双方を併せ持っている可能性がある。このとき、前者の促進効果は特にシグナリング目的での自己株式取得に対してだけ影響すると考えられる一方で、後者の抑制効果はペイアウトを伴うならばいかなる動機に基づく自己株式取得に対しても発揮されることが予測されるという点に注意が必要である。さらに、自己株式取得に対する抑制効果には現金保有の価値の高さに起因する手許資金の減少忌避という側面と、外部資金調達コストを過大に感じることに起因する将来の外部資金調達可能性上昇忌避という側面が共に影響することも踏まえると、日本において経営者の自信過剰が自己株式取得に対して平均的に与える影響は、抑制効果の方が強いことが予測される。このことから本稿では次の仮説を設定する。

仮説 1：自信過剰な経営者ほど自己株式取得を行わない傾向にある。

上記の想定の下で Banerjee *et al.* (2018) とは異なる結果が日本のデータにおいて観察された場合、そうした結果を説明する最も重要な前提の相違は、「日本においては一般的に自己株式取得と配当の間の代替性が弱い」という点であると本稿は想定している。もし自己株式取得と配当の間の代替性の相違が日米で観察される結果の相違を生んでいるとするならば、米国と同じように代替性の強いサンプルに限定すれば日本においても Banerjee *et al.* (2018) と同様に自信過剰な経営者は自己株式取得を行うという結果が観察され、代替性の弱いサンプルに限定すれば仮説 1 と同様の結果が観察されるはずである。これは、仮説 1 の結果と Banerjee *et al.* (2018) の結果の位置付けを明らかにするために必要な議論であり、Banerjee *et al.* (2018) の結果を自己株式取得と配当の間の代替性という観点から精緻化するための検証となる。上記の点を確かめるため、日本においても自己株式取得と配当の間の代替性が強いサンプルと弱いサンプルを識別した上で同様の検証を行う。以上から、次の仮説を設定する。

仮説 2 a：配当代替性が強い企業では、自信過剰な経営者ほど自己株式取得を行う傾向にある。

仮説 2 b：配当代替性が弱い企業では、自信過剰な経営者ほど自己株式取得を行わない傾向にある。

Ⅲ. リサーチ・デザイン

1. 経営者の自信過剰の測定方法

本稿では、経営者の自信過剰の代理変数として、Otto (2014) および Kaplan *et al.* (2022) を参考に、経営者業績予想をもとにした変数 ($Confidence_{i,m,t}$) を作成する。この点に関して Banerjee *et al.* (2018) では、ストック・オプションをもとにした経営者の自信過剰の代理変数を用いている。これはイン・ザ・マネー状態にあるストック・オプションを、将来のさらなる値上がりには自信のある経営者ほど保有し続けることをもとに、自信過剰と分類する変数である。日本においては、この変数を作成するのに十分なストック・オプションに関するデータベースが確認できなかったため、より広く利用可能で、かつ経営者の自信過剰との関連が確認されている (Kaplan *et al.*, 2022) 経営者業績予想をもとにした自信過剰の変数を本稿では利用する。

ここで、Banerjee *et al.* (2018) などで用いられているストック・オプションベースの指標と、本稿で用いる経営者業績予想ベースの指標とでは、同じ経営者の自信過剰を測定する目的でも異なる配慮を要する点に注意が必要である。Malmendier and Tate (2005) で議論されているように、客観的な将来予測を行う経済合理的な経営者であれば、自身のリスク分散の観点からイン・ザ・マネー状態でのストック・オプションの過度な保有を行うことは少ないと考えられるため、一度でも上記の状態となった経営者は自信過剰である可能性が高いと判断することができる。一方で経営者業績予想の楽観性から経営者の自信過剰を識別する指標においては、客観的な将来予測を行う経営者であっても一定の割合で事後的には楽観的であったと判断される業績予想を行うことはあり得るため、一度楽観的な予想を出しただけで自信過剰であると判断できるものではない。したがって、一般的なストック・オプションベースの指標が特定の条件を満たす経営者を自信過剰と判定するバイナリの指標となっていることと対照的に、本稿で用いる指標は一回一回の業績予想が楽観的かそうでないかではなくそれらを企業・経営者単位で平均化した楽観的予想を出す割合として連続の値をとり、1に近いほど経営者が自信過剰である可能性が高いことを意味する指標となっている。Otto (2014) でも採られているこうした対応を行うことにより、Banerjee *et al.* (2018) の検証結果との直接的な比較は困難になるものの、日本でのストック・オプションをもとにした変数作成時の欠点であるサンプルの制限およびバイアスを克服することができるというメリットを享受できる。

具体的な変数の作成方法は次の通りである。まず、企業 (i)、年 (t) の観測値ごとに、期初における当期純利益の経営者予想値 $E_{i,t}$ と実績値 $A_{i,t}$ を比較し、経営者予想値が実績値を上回るならば1を、そうでないならば0をとるダミー変数 ($D_{i,t}$) を作成する。

$$D_{i,t} = \begin{cases} 1 & \text{if } E_{i,t} > A_{i,t} \\ 0 & \text{if } E_{i,t} \leq A_{i,t} \end{cases}$$

次に、企業 i と経営者 m のグループごとに、経営者の在任期間における $D_{i,t}$ の平均値 ($Confidence_{i,m,t}$) を算出し、経営者が楽観的な予想を行う割合を計算する。すなわち、経営者 m の企業 i 着任初年度を $F_{i,m}$ 、経営者 m の企業 i 在任期間を $T_{i,m}$ とすると、 $Confidence_{i,m,t}$ は以下のように算出される。

$$Confidence_{i,m,t} = \frac{1}{T_{i,m}} \sum_{t=F_{i,m}}^{F_{i,m}+T_{i,m}} D_{i,t}$$

この値が大きいほど、経営者の自信過剰と相関する楽観的な業績予想が、経営者 m によってなされる傾向にあることが示される。 $Confidence_{i,m,t}$ は、企業・経営者単位で同一値が割り当てられるため、同じ企業・経営者であれば年ごとに値が異なる訳ではないものの、以降の分析において期の指定が必要となる関係上、期間 t も添えた表記としている。

2. 検証モデル

経営者の自信過剰と自己株式取得の関係性を検証するモデルとして、本稿は Banerjee *et al.* (2018) および日本企業の自己株式取得について分析している島田(2013)を参考に、下記の logit モデルを用いる。

$$\begin{aligned} \Pr(\text{Repurchase}_{i,t} = 1) \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{Confidence}_{i,m,t-1} + \sum \beta \text{Controls}_{i,t-1} + \sum \beta \text{Year} + \sum \beta \text{Industry} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1) \text{ 式}$$

ここで、従属変数 ($\text{Repurchase}_{i,t}$) は企業 i が t 期において自己株式取得を実際に行っているならば 1 をとり、そうでないならば 0 をとるダミー変数である。なお、日本企業による自己株式取得の決定要因としての過小評価仮説は、公開市場を通じた自己株式取得に限って支持されている（太田・河瀬, 2016）。そこで、自己株式の取得方法を特定し、公開買付のみに限定した場合でも検証結果は大きく変わらないことを本稿では確認している。

関心のある説明変数は、 $Confidence_{i,m,t-1}$ である。 $Confidence_{i,m,t-1}$ は、 t 期首 ($t-1$ 期末) 時点における III.1 節で算出した経営者の自信過剰の代理変数であり、値が大きいほど経営者が自信過剰である蓋然性が高いことを示す。そのため、 β_1 が正であれば「自信過剰な経営者ほど自己株式の取得を行う傾向があること」を意味し、負であればその逆の関係性を示唆することとなる。

コントロール変数については、経営者の自信過剰と自己株式取得との関係性を分析した Banerjee *et al.* (2018) のほか、日本企業の自己株式取得の決定要因を検証している島田 (2013) にならって変数をモデルに組み込んでいる。これらの先行研究では、配当代替仮説 (配当性向: $DivYield_{i,t-1}$)、シグナリング仮説 (時価簿価比率: $BKMKT_{i,t-1}$ 、および $t-2$ 期末から $t-1$ 期末までの年次株価収益率: $Return_{i,t-1}$)、ライフサイクル仮説 (企業規模: $LnASSETS_{i,t-1}$ 、売上高成長率: $GROWTH_{i,t-1}$ 、売上高研究開発費率: $RD_{i,t-1}$ 、総資産に対する利益剰余金の比率: $RETAIN_{i,t-1}$)、フリー・キャッシュ・フロー仮説 (総資産現預金比率: $CASH_{i,t-1}$ 、総資産営業キャッシュ・フロー比率: $CFO_{i,t-1}$)、最適資本構成・倒産可能性仮説 (総資産現預金比率: $CASH_{i,t-1}$ 、総資産有利子負債比率: $LEV_{i,t-1}$)、ガバナンス特性 (経営者持株比率: $MO_{i,t-1}$ 、機関投資家持株比率: $INST_{i,t-1}$) が自己株式取得と関係していることが示されており、本稿のモデルにもコントロール変数として組み込んでいる。また、本稿では、産業固定効果および年固定効果をコントロールするために、産業ダミーおよび年度ダミーを含めている。使用した変数の詳細な定義は、表 2 に示す通りである。

表2 変数の定義

Variables	Definition
$Repurchase_{i,t}$	企業 <i>i</i> が <i>t</i> 期において公開市場を通じて自己株式取得を実際に行っているならば1をとり、そうでないならば0をとるダミー変数
$Confidence_{i,m,t-1}$	Otto (2014) および Kaplan <i>et al.</i> (2022) に基づく経営者の自信過剰の代理変数 (Ⅲ.1節)
$DivYield_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期配当性向
$BKMKT_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期末時価簿価比率
$Return_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-2</i> 期末から <i>t-1</i> 期末までの年次株価収益率
$LnASSETS_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期末総資産の自然対数
$GROWTH_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の (<i>t-1</i> 期売上高 - <i>t-2</i> 期売上高) / <i>t-2</i> 期売上高
$RD_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期研究開発費 / <i>t-1</i> 期末総資産
$RETAIN_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期末利益剰余金 / <i>t-1</i> 期末総資産
$CASH_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の (<i>t-1</i> 期末現金および現金同等物 + 売却可能な有価証券) / <i>t-1</i> 期末総資産
$CFO_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期営業活動からのキャッシュ・フロー / <i>t-1</i> 期末総資産
$LEV_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期末総負債 / <i>t-1</i> 期末総資産
$MO_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期末経営者持株比率
$INST_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> の <i>t-1</i> 期末機関投資家持株比率

仮説2 aおよび2 bの検証を行う上では、配当と自己株式の取得の代替性の有無に焦点を当てる。具体的には、配当に対して経営者が実質的にどの程度裁量行使する余地があるかについて、次に示す2つの方法により、サンプルを分割する。第1に、*t-1*期における特別配当および記念配当の有無に着目する。これらの配当は、普通配当に比して分配時期および金額を柔軟に調整できるものであると指摘されている(石川, 2007, 2019)。すなわち、特別配当および記念配当は、普通配当とは異なり柔軟性を持つことから自己株式取得と代替的に用いることができると考えられる。そのため、これらの配当を行っている企業では、日本においても Banerjee *et al.* (2018) と同様に、自信過剰な経営者ほどシグナリング目的で自己株式取得を行う傾向にあると推測される。この論理が当てはまるならば、特別・記念配当有りサンプルでは $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は正、それ以外のサンプルでは係数は負になることが予想される。

第2に、安定配当企業であるか否かである。具体的に、本稿では*t-1*期一株当たり配当金と*t*期一株当たり配当金と同じ金額であれば安定配当企業として分類する(Takasu and Nakano, 2012)。安定配当企業は配当金額を増減させたくないというインセンティブがあると想定されるため、自己株式取得と配当との代替性は弱くなる。逆に言えば、非安定配当企業においては、そうした配当の硬直性が弱い可能性があり、したがって自己株式取得と配当との代替性が相対的に強くなると考えられる⁶⁾。以上から、非安定配当企業サンプルでは $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は正(仮説2 a)、それ以外の企業サンプルでは係数は負になる(仮説2 b)と予想する。

3. サンプル選択

本稿では、企業の自己株式取得に大きく影響したと考えられる金融危機の影響を避けるために2011年3月期決算から2021年3月期決算までを分析対象期間とし、以下の条件を満たすものを使用する。

- (1) 日本の証券取引所に上場している。
- (2) 決算月数が12ヶ月である。
- (3) 非金融業(銀行、証券、保険以外)である。

（４）分析に必要なデータが、使用するデータベースから全て入手可能である。

自己株式取得に関するデータは株式会社アイ・エヌ情報センターの提供する『INDB Funding Eye』より、ガバナンスに関するデータは株式会社日経メディアマーケティングの『Cges』より入手している。また、財務データは株式会社日経メディアマーケティングの『NEEDS-Financial QUEST』および株式会社QUICKの『Astra Manager』より入手しており、連結財務諸表の値を優先的に使用している。産業分類は日経業種中分類を利用している。結果として、27,254企業・年の観測値を得ている。また、異常値の影響を排除すべく、ダミー変数を除く各変数については、上下1%の値をウィンソライズしている。

表3は記述統計量であり、表4は相関係数表である。記述統計量について、 $Repurchase_{i,t}$ の平均値は0.376となっており、サンプルの37.6%が自己株式を取得していることを示している。相関係数表からは、 $Repurchase_{i,t}$ と $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は-0.032となっており、自信過剰な経営者ほど自己株式の取得を行わない傾向を示している。ただし、係数の値の絶対値は小さく、自己株式取得にはさまざまな要因が影響を与えていると考えられるため、重回帰分析で検証を行う必要がある。

表3 記述統計量

	Mean	Sd.	Min	Q2	Median	Q3	Max
$Repurchase_{i,t}$	0.376	0.484	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$Confidence_{i,m,t-1}$	0.402	0.251	0.000	0.200	0.389	0.674	1.000
$DivYield_{i,t-1}$	0.382	0.510	0.000	0.167	0.270	0.407	3.848
$BKMKT_{i,t-1}$	1.654	2.072	0.238	0.630	0.993	1.746	13.876
$Return_{i,t-1}$	0.013	0.152	-0.425	-0.069	0.014	0.097	0.454
$LnASSETS_{i,t-1}$	10.298	1.858	6.098	9.056	10.180	11.413	15.324
$GROWTH_{i,t-1}$	1.060	0.206	0.590	0.968	1.031	1.109	2.141
$RD_{i,t-1}$	0.012	0.022	0.000	0.000	0.002	0.015	0.126
$RETAIN_{i,t-1}$	0.246	0.298	-1.299	0.110	0.254	0.424	0.800
$CASH_{i,t-1}$	0.207	0.166	0.013	0.087	0.158	0.276	0.781
$CFO_{i,t-1}$	0.055	0.098	-2.351	0.025	0.058	0.094	2.311
$LEV_{i,t-1}$	0.500	0.213	0.079	0.333	0.502	0.662	0.951
$MO_{i,t-1}$	0.072	0.124	0.000	0.001	0.010	0.084	0.584
$INST_{i,t-1}$	0.106	0.121	0.000	0.010	0.067	0.154	0.542

表4 相関計数表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
$Repurchase_{i,t}$	(1)	-0.031	0.109	0.064	0.015	0.370	-0.033	0.118	0.066	-0.107	0.034	-0.047	-0.208	0.295
$Confidence_{i,m,t-1}$	(2)	-0.032		0.042	0.065	-0.037	-0.057	0.001	-0.033	-0.031	0.017	0.030	-0.005	0.082
$DivYield_{i,t-1}$	(3)	0.036	0.039		-0.088	-0.145	0.114	-0.217	0.091	0.218	-0.025	-0.063	-0.187	-0.080
$BKMKT_{i,t-1}$	(4)	-0.011	0.069	-0.084		0.193	-0.018	0.271	0.007	-0.025	0.237	0.332	0.006	0.072
$Return_{i,t-1}$	(5)	0.001	-0.034	-0.123	0.165		-0.020	0.185	-0.015	-0.011	0.065	0.133	0.009	0.036
$LnASSETS_{i,t-1}$	(6)	0.365	-0.053	0.027	-0.133	-0.036		-0.076	0.215	0.035	-0.417	-0.024	0.157	-0.515
$GROWTH_{i,t-1}$	(7)	-0.036	0.019	-0.161	0.271	0.175	-0.093		-0.053	-0.031	0.103	0.123	0.018	0.131
$RD_{i,t-1}$	(8)	0.076	-0.011	0.038	0.027	-0.010	0.130	-0.013		0.163	-0.021	0.064	-0.211	-0.211
$RETAIN_{i,t-1}$	(9)	0.087	-0.047	0.081	-0.069	-0.027	0.063	-0.082	0.096		0.303	0.228	-0.746	0.049
$CASH_{i,t-1}$	(10)	-0.104	0.026	-0.035	0.344	0.063	-0.430	0.130	0.040	0.224		0.234	-0.445	0.352
$CFO_{i,t-1}$	(11)	0.024	0.021	-0.073	0.285	0.132	-0.051	0.107	0.048	0.172	0.251		-0.202	0.056
$LEV_{i,t-1}$	(12)	-0.048	0.000	-0.070	-0.014	0.015	0.189	0.022	-0.191	-0.666	-0.434	-0.172		-0.065
$MO_{i,t-1}$	(13)	-0.158	0.090	-0.048	0.238	0.031	-0.390	0.146	-0.099	-0.017	0.334	0.091	-0.016	
$INST_{i,t-1}$	(14)	0.277	-0.004	0.003	0.067	0.032	0.574	0.022	0.198	0.113	-0.128	0.087	-0.037	-0.179

左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数を示している。

IV. 検証結果

表5は(1)式による仮説検証の結果を示している。表5の(1)列は仮説1の検証結果である。 $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は5%水準で負に統計的に有意な値をとっており、自信過剰な経営者ほど、自己株式取得に消極的になることを示している。このことは、自信過剰な経営者は、将来の投資機会に対する資金確保のために自己株式の取得を行わない傾向があることを示唆している。これはBanerjee *et al.* (2018)とは逆の結果となっているが、日本企業の配当と自己株式取得の代替性の弱さに起因したものである可能性があり、仮説1が支持されたと解釈できる。

表5 主検証の結果

Dependent Variable : <i>Repurchase_{i,t}</i>	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	全サンプル	特別・記念配当 無し	有り	配当政策 安定配当 非安定配当	
<i>Confidence_{i,m,t-1}</i>	-0.226** (-2.05)	-0.240** (-2.10)	-0.127 (-0.54)	-0.284** (-1.97)	-0.158 (-1.18)
<i>DivYield_{i,t-1}</i>	0.063* (1.87)	0.058* (1.69)	0.135 (1.19)	0.092** (2.29)	0.013 (0.25)
<i>BKMKT_{i,t-1}</i>	0.032** (2.01)	0.030* (1.83)	0.062 (1.41)	0.030 (1.52)	0.042** (2.03)
<i>Return_{i,t-1}</i>	0.209* (1.73)	0.204 (1.56)	0.110 (0.31)	0.199 (0.94)	0.133 (0.87)
<i>LnASSETS_{i,t-1}</i>	0.535*** (21.32)	0.516*** (20.26)	0.722*** (13.05)	0.557*** (16.76)	0.515*** (17.80)
<i>GROWTH_{i,t-1}</i>	-0.052 (-0.47)	0.018 (0.15)	-0.823** (-2.28)	0.117 (0.68)	-0.189 (-1.31)
<i>RD_{i,t-1}</i>	-3.218* (-1.81)	-2.687 (-1.45)	-6.889* (-1.74)	-5.432** (-2.13)	-1.787 (-0.94)
<i>RETAIN_{i,t-1}</i>	-0.273* (-1.93)	-0.219 (-1.55)	-1.217*** (-2.76)	-0.003 (-0.02)	-0.917*** (-3.71)
<i>CASH_{i,t-1}</i>	0.206 (0.94)	0.151 (0.66)	0.491 (1.09)	0.242 (0.82)	0.229 (0.91)
<i>CFO_{i,t-1}</i>	0.829*** (2.80)	0.844*** (2.69)	0.969 (1.26)	0.963*** (2.17)	0.674* (1.73)
<i>LEV_{i,t-1}</i>	-1.478*** (-7.39)	-1.369*** (-6.72)	-2.627*** (-5.40)	-1.317*** (-5.44)	-1.918*** (-6.76)
<i>MO_{i,t-1}</i>	-0.670** (-2.57)	-0.681** (-2.56)	-0.414 (-0.70)	-0.124 (-0.37)	-1.090*** (-3.37)
<i>INST_{i,t-1}</i>	0.869*** (3.35)	0.980*** (3.66)	-0.209 (-0.38)	0.906** (2.52)	0.827*** (2.77)
Constant	-5.541*** (-17.39)	-5.559*** (-16.82)	-5.411*** (-7.15)	-6.025*** (-14.16)	-4.828*** (-12.03)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Log Likelihood	-15533.2	-13709.8	-1738.41	-6101.46	-9351.74
Pseudo R2	0.1351	0.1367	0.1482	0.1387	0.1304
Observations	27,212	24,156	3,044	11,266	15,946

() 内はz値を示し、***、**、*はそれぞれp値が<0.01, p<0.05, p<0.1であることを示している。

仮説2の検証では、配当と自己株式取得の代替性に着目した検証を行っており、その結果は(2)～(5)列で示される。(2)(3)列では、特別・記念配当の有無によって配当・自己株式取得の代替性を捉えようとしている。つまり、(2)列では特別・記念配当を行っていないサンプル、(3)列ではこれらを行っているサンプルに分けて(1)式を回帰した結果である。特別・記念配当を行っていないサンプルは、配当金額を調整する余地がそうでないサンプルと比べて小さく、配当と自己株式取得の代替性が弱いと想定している。仮説1の結果と合わせて考えると、特別・記念配当を行っていないサンプルでは、自己株式取得が追加的なキャッシュの外部流出となる可能性が高く、自信過剰な経営者は自己株式取得を避ける傾向があると想定される。表5(2)(3)列をみると、特別・記念配当無しのサンプルでは、 $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は5%水準で統計的に有意な負の値をとっており、有りのサンプルでは有意な値となっていない。このことは上記の予測と概ね整合的であるといえる。

つづいて、配当政策に着目したものが表5(4)(5)列である。安定配当を行っている企業は年度によって配当金額を調整する余地が小さいと考えられ、その場合、自己株式の取得が追加的な資金流出となる可能性がある。 $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は安定配当サンプルである(4)列では5%水準で統計的に負の値をとっており、(5)列の非安定配当サンプルでは有意な値となっていない。

まとめると、仮説2aについては支持する証拠は得られなかったものの、仮説2bは支持されたといえるだろう。これらの証拠は、日本企業サンプルにおいて平均的には経営者の自信過剰と自己株式取得との間にBanerjee *et al.* (2018)と異なる負の関係性があり(仮説1)、その原因の一端が配当と自己株式取得の間の代替性の弱さにある(仮説2b)ということを示唆している。

V. 頑健性分析

仮説2の検証においては、 $t-1$ 期のみに着目し、特別・記念配当を行っているか否か、もしくは一株当たり配当金額が同じであったか否かでサンプルを分割している。この場合、 $t-1$ 期においてのみ、そうした株主還元政策が取られているだけで、配当の裁量性が低い企業と分類されてしまう可能性がある。したがって、本稿では、分類対象期間を過去3期間($t-3$ 期から $t-1$ 期)に拡張することでこの問題に対処する。すなわち過去3期間において、いずれかの期間で特別・記念配当を実施しているか否か、および3期連続で安定配当であったか否かでサンプルを分割する。

表6はその検証結果である。(6)(7)列は、特別・記念配当の有無に着目した頑健性分析であり、過去3期間のうちいずれの期間でも特別・記念配当を行っていないサンプルでは、 $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は10%水準で統計的に有意な負の値を取っている。一方で、特別・記念配当有りサンプルでは有意な係数をとっていない。(8)(9)列は配当政策に関する頑健性分析であり、過去3期間安定配当であったサンプルでは、 $Confidence_{i,m,t-1}$ の係数は5%水準で統計的に有意な負の値を取っている一方で、非安定配当サンプルでは非有意な係数となっている。これらの結果は、主検証の検証結果と整合的である。

続いて、企業・経営者ごとに測定している経営者の自信過剰の代理変数に関する二つの頑健性分析を行う。一つは、少ない企業・経営者のグループにおけるサンプルサイズの問題である。 $Confidence_{i,m,t}$ は企業・経営者グループごとに集計された代理変数であるため、例えば測定値が1しか存在しない

表6 頑健性分析の結果

Dependent Variable : <i>Repurchase</i> _{i,t}	(6)	(7)	(8)	(9)
	特別・記念配当		配当政策	
	無し	有り	安定配当	非安定配当
<i>Confidence</i> _{i,m,t-1}	-0.233* (-1.89)	-0.197 (-1.10)	-0.530** (-2.25)	-0.139 (-1.19)
<i>DivYield</i> _{i,t-1}	0.078** (2.13)	-0.042 (-0.59)	0.083 (1.45)	0.041 (1.06)
<i>BKMKT</i> _{i,t-1}	0.028 (1.56)	0.063** (2.09)	0.028 (0.96)	0.039** (2.12)
<i>Return</i> _{i,t-1}	0.290** (2.01)	-0.018 (-0.08)	-0.148 (-0.46)	0.245* (1.86)
<i>LnASSETS</i> _{i,t-1}	0.506*** (18.71)	0.644*** (15.12)	0.533*** (10.03)	0.531*** (19.84)
<i>GROWTH</i> _{i,t-1}	0.057 (0.46)	-0.506** (-2.12)	0.157 (0.64)	-0.095 (-0.76)
<i>RD</i> _{i,t-1}	-2.816 (-1.42)	-4.186 (-1.49)	-2.711 (-0.75)	-3.133* (-1.77)
<i>RETAIN</i> _{i,t-1}	-0.085 (-0.57)	-1.560*** (-4.40)	0.336 (1.61)	-0.853*** (-4.14)
<i>CASH</i> _{i,t-1}	0.162 (0.66)	0.411 (1.16)	-0.046 (-0.10)	0.312 (1.34)
<i>CFO</i> _{i,t-1}	0.910*** (2.69)	0.636 (1.14)	1.341** (2.06)	0.653* (1.95)
<i>LEV</i> _{i,t-1}	-1.250*** (-5.82)	-2.697*** (-6.91)	-1.156*** (-3.35)	-1.893*** (-7.80)
<i>MO</i> _{i,t-1}	-0.715** (-2.49)	-0.531 (-1.18)	0.011 (0.02)	-0.870*** (-3.04)
<i>INST</i> _{i,t-1}	1.074*** (3.73)	0.083 (0.20)	1.633*** (2.74)	0.751*** (2.75)
Constant	-5.615*** (-15.84)	-4.987*** (-8.49)	-5.993*** (-8.92)	-5.101*** (-14.47)
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Log Likelihood	-11355.6	-4080.9	-2546.99	-12888.24
Pseudo R2	0.1439	0.1228	0.1603	0.1302
Observations	20,182	7,003	4,991	22,205

() 内はz値を示し、***、**、*はそれぞれp値が<0.01, p<0.05, p<0.1であることを示している。

*Confidence*_{i,m,t}では、その値の信頼性に疑義が生じる。そこで、在任期間が3年以下のサンプルを除外して仮説1・2に関する(1)式の再検証を行った。その結果、係数及びその有意水準について、主検証と大きく変わらない証拠が得られている。

いま一つは、企業固定効果である。本研究においては、先行研究との比較可能性の観点から、経営者業績予想誤差に影響を与える企業固有の特徴などを事前にコントロールした上で*Confidence*_{i,m,t}を作成していない。したがって、*Confidence*_{i,m,t}の算定にあたって自信過剰という経営者に起因する個人的要素だけを抽出できておらず、企業固有の特性の影響が反映されている可能性がある。そこで、(1)式について企業固定効果モデルで頑健性分析を行う。その結果、*Confidence*_{i,m,t-1}の係数は全サンプルでは非有意、特別・記念配当なしのサンプルでは5%水準で有意、安定配当サンプルで非有意(それぞれ係

数の正負は主検証と同じ）であった。これは主検証と整合的な証拠とは言い難いものの、石黒（2021）にあるように、日本企業においては、複数企業に対する経営者の兼任や移籍が少ないため、 $Confidence_{i,m,t-1}$ の影響がほぼ企業固定効果に吸収されてしまうことが要因であることが想定される。また経営者の自信過剰の測定において参考にしたKaplan *et al.*（2022）や検証モデルを参考にしたBanerjee *et al.*（2018）においても固定効果は採用されていない。以上のことから、自信過剰の測定における企業固有の特徴のコントロールについては、今後の課題としたい。

VI. おわりに

本稿では、経営者が陥りやすいとされる心理的特性の一つである「自信過剰（Overconfidence）」に関する研究蓄積から得られた知見に基づき、当該要素が企業の自己株式取得という財務的意思決定に何らかの影響を及ぼすか否かについて、実証的な検証を行った。

検証の結果、本稿では次の結果を入手した。第1に、全体として、自信過剰な経営者によって経営される企業ほど、自己株式の取得は実施されない傾向にあること、第2に、配当と自己株式取得の代替性が弱い企業の場合のみ、上記の傾向が観察されることが示された。ここから、先行研究で指摘されるように、日本においては配当と自己株式の取得の代替関係が弱い傾向にあるということを前提とすると、自己株式の取得は企業資金の追加的流出を伴うものであり、たとえシグナルの目的が増幅されていたとしても、これに優先して（主観的な将来キャッシュ・インフローが正に歪んだ）投資に振り向けようとしてこれを回避する傾向が平均的には見られるといえる。

以上の結果から、経営者の心理的特性（自信過剰）が特定の資本政策に及ぼす影響は、国・制度的環境の相違に応じて必ずしも同一にならないことが指摘でき、国際的な証拠を蓄積したという貢献が本稿にはあるだろう。

一方で、本稿には下記のような限界もある。本稿ではBanerjee *et al.*（2018）と完全に整合的とは言えない検証結果が得られているが、特にデータの入手可能性に関する制約から経営者の自信過剰の測定指標が異なる点には注意しなければならない。日本企業の配当代替性に着目することでBanerjee *et al.*（2018）と異なる結果の要因を追加分析しているものの、この点については日本におけるストック・オプションに関するデータベースの拡張を待ちたい。また、本稿では上記の測定指標の違いに配慮するため、Kaplan *et al.*（2022）によってストック・オプションベースの測定指標と同様に自信過剰を捉えていることが示唆されている業績予想ベースの測定指標を用いているが、外部メディア等における言及からテキストマイニングによって経営者の自信過剰を捉える指標のような他の測定指標に基づく検証の余地も残されている。加えて、本稿では経営者の自信過剰が自己株式の取得に与える影響を検討した結果、日本の環境下でのみ予測される影響として、いかなる動機による自己株式取得に対しても抑制的な効果があると想定されたために、自己株式取得の動機を特定せずに分析を行ったが、シグナリング目的に限定した場合の促進効果との大小関係等、追加的な分析の余地が残されている。上記の限界の克服に取り組みつつ、配当代替性に関する更なる代理変数の精緻化を行うことや、近年における自己株式取得の増加が配当代替性に与える影響を考慮した研究の蓄積を進めることを今後の課題としたい。

注

- 1) 当該概念のルーツは、心理学の研究領域における Miscalibration（一般常識についての質問実験において、被験者が自ら予想する正解率が実際の正解率よりも高くなる傾向）にあるとされ、より普遍的に人間が陥りがちな傾向 (Positive Illusion) として、整理・抽象化がなされてきた (Skala, 2008)。とくに、経営者は Positive Illusion による認知の歪みに陥りやすいとされ (Blavatsky, 2009; Puri and Robinson, 2007)、自らを平均的な他者より優れていると考える傾向 (better-than-average-effect: Svenson, 1981)、自らの成功は自身の能力の高さに起因し、失敗は自己の能力とは別にある外的要因によるものとする傾向 (self-serving bias: Miller and Ross, 1975 など)、自らの信念や仮説に沿った証拠を偏重する傾向 (Confirmation bias)、将来の出来事に対して過度に楽観的に評価してしまう傾向などの存在が指摘されている。なお、将来に対する自信過剰に陥る主体としては経営者以外に、市場参加者なども想定される (たとえば Kinari, 2016 など)。
- 2) 自信過剰と類似する概念として、「(経営者の) 楽観主義 (Optimism)」が挙げられる。抽象的概念である自信過剰の測定方法 (変数化) は発展・拡張し続けており、自信過剰を広義に捉えるものとして、業績予想の楽観性を自信過剰の代理変数として用いる研究も存在する (Otto, 2014 など)。他方、Capps *et al.* (2016) によれば、両者は類似するものの、次の点で異なると指摘される。すなわち、自信過剰は楽観・悲観を問わず自身の信念 (予想・判断等) を過度に重視する姿勢であり、また、過去と未来のいずれの事象にも想定されるものの、楽観主義は将来の事象に対する上方への歪みに限定されるというものである。また、Hilary *et al.* (2016) では、経営者による将来業績の見積りが楽観的である状態を “Over Optimism”、自らの過去の成功体験に基づき自身の信念 (意思決定や予想) をより重視するようになった状態を “Overconfidence” として両者を区別している。本稿においては、関連する文献との関連性から、経営者の自信を広義に捉える立場をとり、経営者自身が有する能力に対する自信の大きさが、業績予想についての楽観性を惹起すると考え、「経営者の自信」および「自信過剰」という用語を用いることとする。
- 3) 詳細については、例えば、塚原他 (2021) のレビューを参照されたい。
- 4) 具体的には、株式及び株式オプションベースの測定指標、投資と財務活動ベースの測定指標、業績予測ベースの測定指標、外部メディアにおける言及ベースでの測定指標、景況感指標を用いた測定指標などである。紙幅の都合上、本稿で言及した以外の指標に関する詳細については、塚原他 (2021) を参照されたい。
- 5) ここでいう「裁量的 (discretionary)」とは、経営者が特定の目的を達成するために自己裁量のもと配当額を調整可能という意味で用いられており、直近の利益水準や過年度の配当水準から予想される「期待 (expected)」配当額を超える分として定義されている。詳細は Lintner (1956) 及び Grullon and Michaely (2002) を参照されたい。
- 6) 特別・記念配当企業および安定配当企業の配当代替性の程度に関して $Repurchase_{it}$ の値を確認すると、配当代替性が弱いと考えられる t-1 期特別・記念配当有り企業の 35.5% が自己株式取得を行っており、無し企業の 37.8% との平均値の差は統計的に有意であった (t 値 = 3.49)。同様に、配当代替性が弱いと考えられる安定配当企業の 32.9% が自己株式取得を行っており、非安定配当企業の 40.3% との平均値の差も統計的に有意であった (t 値 = 13.07)。これらは、本稿のサンプル分割によって配当代替性が一定程度捉えられていることを示唆している。

参考文献

- Aktas, N., C. Louca, and D. Petmezas (2019) “CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.54, pp.85-106.
- Bagwell, L. S. (1991) “Share Repurchase and Takeover Deterrence,” *The Rand Journal of Economics*, Vol.22, No.1, pp.72-88.
- Banerjee, S., M. Humphery-Jenner, and V. Nanda (2018) “Does CEO Bias Escalate Repurchase Activity?” *Journal of Banking & Finance*, Vol.93, pp.105-126.
- Bartov, E. (1991) “Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14, No.3, pp.275-294.
- Bhattacharya, S. (1979) “Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy,” *The Bell Journal of Economics*, Vol.10, No.1, pp.259-270.
- Blavatsky, P. R. (2009) “Betting on Own Knowledge: Experimental Test of Overconfidence,” *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol.38, No.1, pp.39-49.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, F. Allen, and P. Mohanty (2012) *Principles of Corporate Finance*, Tata McGraw-Hill Education.
- Camerer, C. F., and U. Malmendier (2007) “Behavioral Economics of Organizations,” In Diamond, P., and H. Vartiainen (Eds.), *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton University Press, Princeton, NJ, pp.235-281.
- Capps, G., L. Koonce, and K. R. Petroni (2016) “Natural Optimism in Financial Reporting: A State of Mind,” *Accounting Horizons*, Vol.30, No.1, pp.79-91.
- Deshmukh, S., A. M. Goel, and K. M. Howe (2013) “CEO Overconfidence and Dividend Policy,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol.22, No.3, pp.440-463.

- Dittmar, A. K. (2000) "Why Do Firms Repurchase Stock?" *The Journal of Business*, Vol.73, No.3, pp.331-355.
- Easterbrook, F. H. (1984) "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *The American Economic Review*, Vol.74, No.4, pp.650-659.
- Fama, E. F., and K. R. French (2001) "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No.1, pp.3-43.
- Grullon, G., and R. Michaely (2002) "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.4, pp.1649-1684.
- Heaton, J. B. (2005) "Managerial Optimism and Corporate Finance," *Advances in Behavioral Finance*, Vol.2, No.2, pp.667-684.
- Hilary, G., C. Hsu, B. Segal, and R. Wang (2016) "The Bright Side of Managerial Over-Optimism," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.62, No.1, pp.46-64.
- Hribar, P., H. Yang (2016) "CEO overconfidence and management forecasting," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33, No. 1, pp.204-227.
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』中央経済社
- 石川博行 (2019) 『会社を伸ばす株主還元』中央経済社
- Ishikawa, M., and H. Takahashi (2010) "Overconfident Managers and External Financing Choice," *Review of Behavioral Finance*, Vol.2, No.1, pp.37-58.
- 石黒武秀 (2021). 「会社発表業績予想に基づく経営者の自信過剰性の測定とその妥当性」『産業経理』第80巻第4号, pp.184-195
- Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- Julio, B., and D. L. Ikenberry (2004) "Reappearing Dividends," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.16, No.4, pp.89-100.
- Kaplan, S. N., M. Sørensen, and A. A. Zakolyukina (2022) "What is CEO Overconfidence? Evidence from Executive Assessments," *Journal of Financial Economics*, Vol.145, No.2, pp.409-425.
- Kim, J. B., Z. Wang, and L. Zhang (2016) "CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk," *Contemporary Accounting Research*, Vol.33, No.4, pp.1720-1749.
- Kinari, Y. (2016) "Properties of expectation biases: Optimism and overconfidence," *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol.10, pp.32-49.
- Lintner, J. (1956) "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *The American Economic Review*, Vol.46, No.2, pp.97-113.
- Malmendier, U., and G. Tate (2005) "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *The Journal of Finance*, Vol.60, No.6, pp.2661-2700.
- Miller, M. H., and K. Rock (1985) "Dividend Policy Under Asymmetric Information," *The Journal of Finance*, Vol.40, No.4, pp.1031-1051.
- Miller, D. T., and M. Ross (1975) "Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction?" *Psychological Bulletin*, Vol.82, No.2, pp.213-225.
- Myers, S. C. (1984) "The Capital Structure Puzzle," *The Journal of Finance*, Vol.39, No.3, pp.575-592.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, No.2, pp.187-221.
- 太田浩司・河瀬宏則 (2016) 「自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応— Auction 買付と ToSTNeT 買付の比較—」『現代ファイナンス』第38巻, pp.61-93
- 太田裕貴 (2019) 「経営者の自信過剰が企業投資に与える影響—経営者利益予想に注目して—」静岡産業大学情報学部研究紀要, 第21巻, pp.77-97
- Otto, C. A. (2014) "CEO Optimism and Incentive Compensation," *Journal of Financial Economics*, Vol.114, No.2, pp.366-404.
- Puri, M., and D. T. Robinson (2007) "Optimism and Economic Choice," *Journal of Financial Economics*, Vol.86, No.1, pp.71-99.
- 島田佳憲 (2013) 『自社株買いと会計情報』中央経済社
- Skala, D. (2008) "Overconfidence in Psychology and Finance: An Interdisciplinary Literature Review," *Bank i Kredyt*, No.4, pp.33-50.
- Skinner, D. J. (2008) "The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol.87, No.3, pp.582-609.
- Svenson, O. (1981) "Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?" *Acta Psychologica*, Vol.47, No.2, pp.143-148.
- Takasu, Y., and M. Nakano (2012) "What Do Smoothed Earnings Tell Us about the Future?" *The Japanese Accounting Review*,

Vol.2, No.2012, pp.1-32.

塚原慎・寺嶋康二・積惟美 (2021) 「経営者の自信過剰 (Overconfidence) と財務報告に関する論点整理」『千葉商大論叢』第59巻第2号, pp.189-211

山口聖 (2007) 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」『証券アナリストジャーナル』第45巻第12号, pp.104-113