

ライフサイクル仮説と経営者行動が株式リターンに与える影響

山田 隆（昭和女子大学）

関 憲治（札幌国際大学）

本研究では、2000年代の我が国の上場企業（金融業を除く）を対象に、株式リターンがどのような経営者行動の影響を受けているかをライフサイクル仮説の視点を交えて検証している。ライフサイクル初期のステージである成長段階にある企業は豊富な投資機会を有しているものの、資金的な制約を抱えている。そのため、この段階にある企業は事業活動により獲得したキャッシュを優良な投資機会に活用し、投資家に対してのペイアウトは基本的に行わない。一方で、成熟段階にある企業は、事業活動により創出されるキャッシュを回すような豊富な投資機会を有していないことが多いため、投資家へのペイアウトを積極的に行うことが多い。このようなライフサイクルとペイアウト政策に関する研究は、Jensen(1984)、Fama and French(2001)、Grullon, Michaely, and Swaminathan(2002)、DeAngelo, DeAngelo, and Stulz(2006)、Bulan and Subramanian(2008)などにみられる。

しかし、昨年度の全国大会にて発表した研究においては、成長企業においては余剰資金を投資に回すよりも借入金の返済に充当する方が有意に株式リターンに正の効果を与えていた。一方、成熟企業においては、ライフサイクル仮説が示すように、余剰資金をペイアウトに回しても株式リターンには有意に効かなかった。2000年以降はリーマンショックや東日本大震災等に代表されるように、株価が外部の経済環境の影響を受けることが多く、不確実性の高い環境下においてはキャッシュリッチな企業が選好されるといった検証結果が出た。

今回の研究においては、前回の結果を踏まえたうえで、成長企業から成長鈍化企業に移行したものを抽出し、検証を行った。分析結果によると、成長企業から成長鈍化に移行した企業は、投資かペイアウトのいずれかを行うとプラスの市場評価が得られることが検証された。統計的に有意となったのは1ヶ月リターンのみである。3ヶ月および6ヶ月リターンにおいては、成長企業といえども、有意に効いているのは、キャッシュであり、キャッシュリッチ企業を市場は評価している。なお、投資とペイアウトの選択はビジネスモデルによると考えられるが、この点については、これから検証を行う。

ちなみに、「固定資産/総資産」を変数として入れてみたが有意とはならなかった。成長が鈍化した企業群は資産規模が小さいことから、株主構成からみるとオーナー比率が相対的に高い可能性も考えられ、そのことが経営者行動にバイアスを掛けていることも考えられる。