

企業の利益還元政策 – 市場の反応と情報の伝播 –

Corporate payout policy: Market reaction and information propagation

内山 朋規^{*1} 高橋 大志^{*2}
Tomonori Uchiyama Hiroshi Takahashi

^{*1}野村証券金融工学研究センター
Quantitative Research Dept., Nomura Securities Co., Ltd.

^{*2}慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Graduate School of Business Administration, Keio University

This study investigates the effect of changes in corporate payout policy on stock prices to explore their information content. We find that positive abnormal returns after dividend increase announcements are consistent with the market timing hypothesis and ones after share buyback announcements are consistent with both the signaling hypothesis and the free cash flow hypothesis. Furthermore, both analyst recommendations and the tone of news articles on announcing firms are also consistent with these hypotheses. Our results suggest that post-announcement abnormal returns are attributable to market frictions, namely information asymmetry and agency problems between managers and investors.

1. はじめに

摩擦のない市場では、自社株買いや配当といった利益還元政策は株価に影響を与えない (Modigliani-Miller の定理)。しかし、実際には株価に影響を与えることはよく知られ、自社株買いや増配のアナウンスは株価の上昇をもたらす。株価への影響はアナウンス時のみならず、その後も継続する傾向がある。

市場参加者は企業が公表する利益還元政策の情報をどのように解釈するのであろうか。また、自社株買いと配当変更の間にはどのような違いがあるのだろうか。本稿の目的は、アナウンス後の株価の超過リターンの分析に加えて、アナリストの推奨レーティングやニュース記事のトーンも分析し、株価上昇のメカニズムを探求することである。

2. 使用データ

まず、自社株買いについて、わが国では自社株の取得は原則禁止であったが、1994 年以降徐々に要件が緩和されてきた。2003 年には株主総会での承認が不要となり、取締役会による決議のみで取得できるようになった。この結果、現在では機動的な自社株買いが可能になっている。

本稿では、東証一部上場企業を対象に、2005 年 1 月から 2012 年 9 月までの取締役会決議に基づく自社株買いのデータを扱う。自社株買いでは、まず取得枠の設定がアナウンスされ、その後実際の買い付けが行われる。本稿では、実際の取得ではなく、取得枠設定のアナウンスに着目する。対象となるサンプル数は 3,687 件である。

次に、配当についても、東証一部上場企業を対象にして、2004 年 1 月から 2012 年 9 月までの配当の変更に関するアナウンスを扱う。わが国では多くの企業が予想配当を公表していることから、次の 3 通りの 1 株あたり年間配当の変更を対象にする。(1) 今期本決算の予想配当の変更、(2) 前期実績配当に対する今期予想配当の変更、(3) 決算公表前の予想配当に対する決算公表配当の変更である。増配アナウンスのサンプル数は 6,444 件であるが、減配アナウンスのサンプル数は 2,677 件と少ない。そこで、本稿では増配のみを扱い、自社株買いと比較する。

自社株買いと増配では、アナウンス前の株価の推移が大きく異なる。自社株買いのアナウンス前の平均超過リターンは負である。このことは、株価が下落したタイミングで企業は自社株買いを決定する傾向があることを表しており、[花枝 08] による企業へのサーベイ調査と整合的である。

一方、増配アナウンス前の平均超過リターンは正である。配当の変更は自社株買いのように機動的ではなく、タイミングを計っているとは考えにくい。前述のサーベイ調査によれば企業は配当の変更は保守的なため、増配が業績向上の見通しを伴うのであれば、その見通しは増配以外の情報を通じて、ある程度はすでに市場に伝播していると考えられる。増配のアナウンス前の超過リターンが正であることは、この見方と一致する。

3. 自社株買いと配当変更のアナウンス効果

本分析では、自社株買いおよび配当変更のアナウンスの効果測定のため、イベント企業に投資して構築したポートフォリオのリターンを測定するポートフォリオ法を採用した。さらに企業特性がリターンの違いに与える影響を考慮するため、アナウンス前営業日時点で東証 1 部上場全企業をサイズ (時価総額) と B/P (自己資本株価倍率^{*1}) と過去 60 営業日リターンの従属ソートにより構築したポートフォリオのリターンをベンチマークにして、超過リターンを算出する^{*2}。

図 1 は、アナウンスの 2 営業日後の引け値から 30 営業日間 (約 1.5ヶ月間)、アナウンスをした企業の株式を等ウェイトで保有するポートフォリオの日次超過リターンの累計を表す。超過リターンの平均は、自社株買いで年率 12.64%、増配で年率 11.44%と高く、経済的にも統計的にも有意である。したがって、自社株買いや増配がもたらす超過リターンはアナウンス時のみならず、その後も継続する傾向がある^{*3}。すなわち、

^{*1} アナウンス前営業日において公表されている直近決算の自己資本を株式時価総額で除したものである。

^{*2} イベントスタディ手法を用い、自社株買いおよび配当変更のアナウンスの効果分析した分析においても、本分析と同様の結論を見出している。詳細については、[内山 13] 参照のこと。

^{*3} 自社株買いや配当変更は、決算発表など他の情報とともにアナウンスされることがある。しかし、同日に予想利益の変更をアナウンスをするサンプルを除外して、自社株買いと増配のアナウンス後の超過リターンを計測しても、平均超過リターンの大きさはほとんど変わらない。したがって、自社株買いと増配のアナウンス後の超過

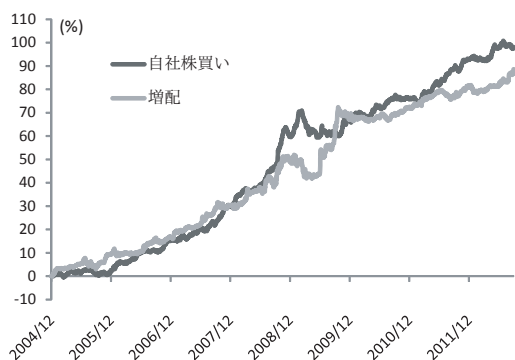


図 1: アナウンスの 2 営業日後の引け値から 30 営業日間保有するポートフォリオの超過リターン^{*}の累計^{*4}

アナウンス時の株価の反応は過少で、その後も価格に徐々に織り込まれていく。

4. 企業特性とアナウンス後の超過リターン

前節で、自社株買いや増配は株価の上昇をもたらすことを述べた。この背景にはどのようなメカニズムがあるのであろうか。次に 3 つの理論仮説を検証することで、アナウンス後の株価の上昇要因を探求する。これらの理論仮説は情報の非対称性やエージェンシー問題に基づくもので、互いに排他的ではない。そこで、理論仮説が示唆する企業特性を統合した合成スコアを用いて、超過リターンを分析する。

4.1 自社株買いに関する理論仮説

マーケットタイミング仮説（ミスプライシング仮説）によれば、市場で自社の株価が過小評価されていると考える経営者は、自社株買いを実施する動機を持つ。投資家と経営者の間の情報の非対称性により、情報優位な経営者が行う自社株買いは、株価が割安であるという市場へのシグナルとなる。したがって、この仮説から、割安に評価されている企業で自社株買いによる株価の上昇は大きいことが示唆される。

北米市場を対象に、[Chan 04] は割安性の代理指標に B/P（高い銘柄ほど割安）や過去リターン（低い銘柄ほど割安）を用いて、B/P が高い企業や過去リターンが低い企業では、自社株買いアナウンス後の平均超過リターンが高い傾向がみられるというマーケットタイミング仮説と整合的な結果を報告している。本稿でも割安性の指標に B/P と過去リターンを用いる。

また、マーケットタイミング仮説に基づけば、より大きな規模の自社株買いほど、経営者が自社の株価を割安と考えているとみなせるであろう。そこで 3 番目の指標として、自社株買い比率も用いる。

4.2 配当変更に関する理論仮説

まず、シグナリング仮説によれば、増配のアナウンスは投資家と経営者の間の情報の非対称性により、将来の業績向上に関する経営者の自信を伝えるシグナルとなる。

[La Porta 97] は、決算時の利益発表に対する株価の正の反応はバリュー株の方が大きく、負の反応はグロース株の方が大

リターンは、予想利益の変更によるものとはいえない。

*4 自社株買い取得枠設定もしくは増配のアナウンスの 2 営業日後の引け値から 30 営業日間保有した等ウェイトポートフォリオの日次超過リターンの累計を表す。対象は東証 1 部上場企業。2005 年 1 月から 2012 年 9 月まで。超過リターンは、企業特性（時価総額、B/P、過去 60 営業日リターン）が一致するポートフォリオのリターンを控除したもの。

きいことを示している。結果の記載を省略するが、こうした特徴はわが国市場でもみられ、予想利益の上方修正に対する株価の上昇は、グロース株（低 B/P）よりもバリュー株（高 B/P）の方が大きい。このことから、増配についても高 B/P 銘柄の方が株価の上昇は大きいことが示唆される。

また、前述の通り、増配アナウンスの前後のリターンの間に正の関係がみられる。シグナリング仮説によれば、増配は将来収益に関する経営者の見通しが良好なことを示唆する良いニュースであるが、企業は配当の変更に保守的なため、増配アナウンスの前にも良いニュースはある程度はすでに市場に伝播しているはずであろう。増配アナウンスはさらに経営者の確信を伝えるため、過去リターンが高い企業で増配アナウンス後の株価の上昇は大きいことが示唆される。

次に、フリーキャッシュフロー仮説は、投資家と経営者の間のエージェンシー問題に着目する。有望な投資機会が乏しいにもかかわらず、フリーキャッシュフローを多く持つ企業では、潤沢なフリーキャッシュフローを経営者の裁量に委ねておくと、企業価値を高めない案件に過剰投資しかねないため、市場の評価が低いとされる。この仮説のもとでは、フリーキャッシュフローが多い企業が利益還元をアナウンスすると、エージェンシーコストが低下する分、株価が上昇することが示唆される。

4.3 合成スコアによる分析

4.1 節と 4.2 節で述べた理論仮説に基づく企業特性を用いて、その合成スコアを作成する。自社株買いの合成スコアはマーケットタイミング仮説に基づき、3 つの企業特性からなる。過去リターンにはアナウンス前営業日までの過去 60 営業日リターン、自社株買い比率には取得枠の上限株数をアナウンス前営業日における発行済み株式数で除したものをを用いる。

	B/P	過去 リターン	フリー キャッシュフロー	自社株買い 比率
自社株買い	+	-		+
増配	+	+	+	

増配の合成スコアも 3 つの企業特性からなり、シグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説に基づく。フリーキャッシュフローには、アナウンス前営業日において公表されている直近決算の営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの和を株式時価総額で除したものをを用いる。

アナウンスの前営業日の値を用いて、東証 1 部上場企業を対象に、それぞれの企業特性の値をクロスセクションで正規化し、符号を考慮したうえで合算して、合成スコアを作成する。この合成スコアの値の大きさで、図 1 のポートフォリオを 3 つに分割する。具体的には、自社株買いや増配のアナウンスの都度、東証一部上場全企業を対象にして、その前営業日時点の合成スコアの値により三分位にソートする。そして分位番号に応じて、アナウンスの 2 営業日後の終値から 30 営業日間、等ウェイトで保有するポートフォリオを構築する。

この結果を表したのが図 2 で、合成スコアの高い企業の超過リターンは明確に異なることが確認できる。高スコアの企業からなる自社株買いポートフォリオの日次平均超過リターンは年率 22.19% と高い一方、低スコアでは年率 9.34% に過ぎない。同様に、高スコアの企業からなる増配ポートフォリオの日次平均超過リターンは年率 22.66% と高いが、低スコアでは年率 5.75% に過ぎない。

したがって、アナウンス後に生じる超過リターンは、自社株買いではマーケットタイミング仮説と整合的で、増配ではシグナリング仮説とキャッシュフロー仮説に整合的である。この結果は、情報の非対称性やエージェンシー問題といった市場の摩

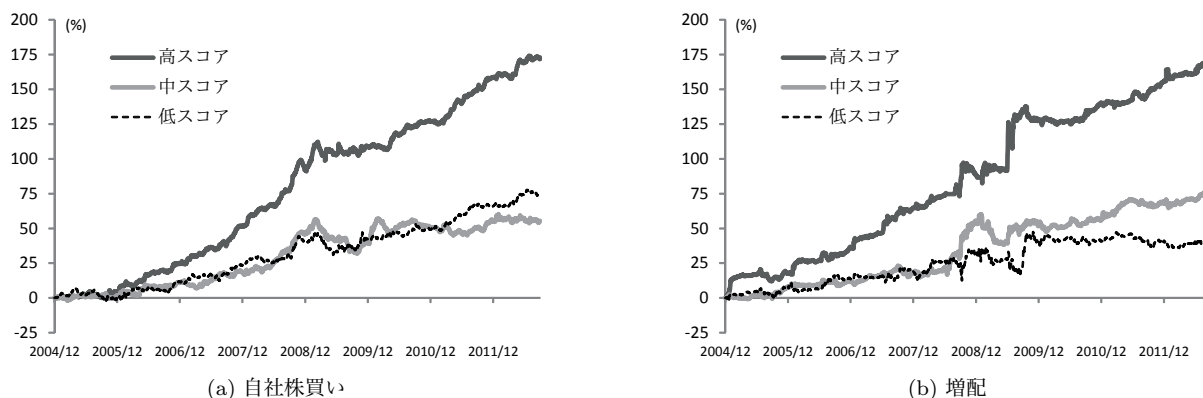


図 2: アナウンスの 2 営業日後の引け値から 30 営業日間保有するポートフォリオの超過リターンの累計 (合成スコア別) *5

擦が自社株買いや増配のアナウンス効果を生み出す要因であることを示している。

5. 市場の情報

ここまでは株価リターンを対象に、アナウンス後の株価の上昇要因を探求してきた。最後にアナリストの推奨レーティングとロイターのニュースを対象に、市場に伝播する情報がこれまでの議論と整合的であることを確認しよう。

5.1 アナリストの推奨

アナリストのレーティングを広く収集している IBES のデータを用いる。レーティングは 5 段階で推奨の度合いを表すもので、1 (strong buy) が最も強い買い推奨、5 (strong sell) が最も強い売り推奨である。そこで、以下ではレーティングの値が減少 (増加) することをレーティングの上昇 (低下) と表現する。それぞれのアナリストのレーティングを各時点で各企業ごとに平均したものを使用する。アナリストのレーティングの多くが 2 (buy) か 3 (hold) であるため、平均値はさほど大きく動かないが、アナリストの推奨の傾向を掴むことができる。アナリストによるレーティングの変更は即座に株価に織り込まれることが知られている。

自社株買いと増配をアナウンスした企業のうち、アナウンス後の株価の上昇が大きい合成スコアの高い企業 (図 2 の高スコア企業) を対象に、アナウンス前営業日の前後 60 営業日間 (約 3 か月間) の平均レーティングの推移を図 3 に表示した。縦軸は反転表示されている。

まず自社株買いについて、マーケットタイミング仮説に基づけば、公的情報に対する市場の過剰反応によって株価が割安に評価されている企業で自社株買いによる株価の上昇が大きいことが示唆され、実証データもこれと整合的なことを述べた。図 3 から、自社株買いのアナウンス前に平均レーティングは低下している。これは実際に、アナウンス前に悪いニュースが市場に伝達されることを示している。

そして、自社株買いのアナウンス後には株価は上昇するが、アナウンス時にすべて織り込まれず、その後にも持続することを述べた。しかし、平均レーティングは反転せずに横ばいになることが分かる。すなわち平均的にみて、アナリストは自社株買いのアナウンスを受けても、レーティングを元の水準まで

戻さず、せいぜい維持する程度であり、事前に引き下げたレーティングを再度戻すことには躊躇するように見える。

こうした特徴は、[Peyer 09] の米国市場を対象にした分析でも同様である。彼らは、自社株買いのアナウンスを受けても、平均的なアナリストのように過去に判断した見通しを即座には変えようとしないう市場参加者がいるため、即座には価格には織り込まれず、アナウンス後も株価上昇が継続することを論じている。本節の結果は、この説明がわが国市場にも当てはまることを示している。

次に増配については、アナウンス前に平均レーティングはすでに上昇し、アナウンス後もしばらくの間その上昇が継続している。前述の通り、将来の増益見通しを伴う増配は、そのアナウンス前に株価の上昇をもたらす情報がすでにある程度は市場に伝播していると考えられる。そして、増配アナウンスが見通しの確信をさらに高めさせる追加的なシグナルになるために、アナウンス前のリターンが高いほど、アナウンス後のリターンも高いであろうことを論じた。図 3 の平均レーティングの推移はこの見方と整合的である。

5.2 ニュースのトーン

市場に伝達される情報を分析するうえで、配信されるニュースの内容も参考になるはずである。そこで、ロイターの配信するニュース *6 を対象にテキスト分析を行い、自社株買いや増配のアナウンス前後のトーンを調べる。

[Loughran 11] が作成したポジティブとネガティブの単語リストを用いて、ニュースのトーンを定めることにする。ある時点のある企業に関するニュース記事がポジティブかネガティブかを以下の方法で判別する。まず、時点 t における銘柄 i に関するニュース記事のポジティブ性 $P(t, i)$ を以下の通り定める。

$$P(t, i) = \frac{\text{ポジティブの単語数}(t, i) - \text{ネガティブの単語数}(t, i)}{\text{ポジティブの単語数}(t, i) + \text{ネガティブの単語数}(t, i)}$$

ポジティブの単語数 (t, i) とネガティブの単語数 (t, i) は、この記事の本文に含まれるポジティブとネガティブの単語数を表す。当然のことながら、ポジティブとネガティブの単語が同じ頻度では出現しない。加えて、日によって相対的な出現頻度は異なる可能性がある。これらを考慮するために、同じ日における全てのニュース記事のポジティブ性 $\bar{P}(t)$ も同様に算出する。これを $P(t, i)$ から控除することで、時点 t における銘柄

*5 アナウンス前営業日の合成スコアの値で、図 1 のポートフォリオを 3 つに分割したもの。2005 年 1 月から 2012 年 9 月まで、超過リターンは、企業特性 (時価総額, B/P, 過去 60 営業日リターン) が一致するポートフォリオのリターンを控除したもの。

*6 Reuters NewsScope Archive において提供されている Reuters News の英文記事が対象。データの入手上、分析期間は 2012 年 7 月までで、検索対象の記事は約 70 万本である。

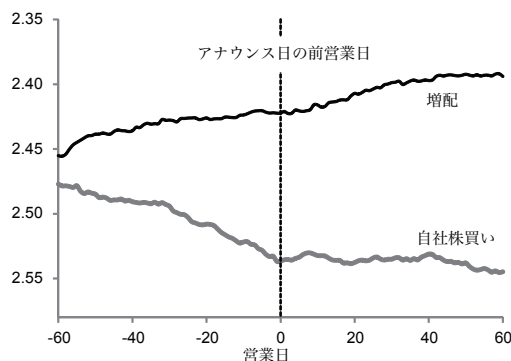


図 3: アナリストの平均レーティングの推移 *7

i に関するニュースの相対的なポジティブ性 $\tilde{P}(t, i)$ を評価する。 $\tilde{P}(t, i)$ が正ならばポジティブ、負ならばネガティブなトーンのニュース記事として扱う。

自社株買いと増配をアナウンスした企業のうち合成スコアの高い企業 (図 2 の高スコア企業) を対象にニュースのトーンを集計する。図 4 は、 $\tilde{P}(t, i)$ が正ならば 1、負ならば -1 として、これをクロスセクションで合計し、その後、アナウンス日の前営業日をゼロにして、イベント時刻で時系列に累計したものを表す。この累計値は、自社株買いや増配をアナウンスした企業に関するニュースがポジティブならば増加し、ネガティブならば減少する。

図 4 の自社株買いと増配の双方でアナウンス日に大きな低下がみられるが、アナウンス日のニュースがネガティブな傾向を持つわけではないことに注意が必要である。脚注 3 で述べた通り、自社株買いや増配は、決算発表などの業績アナウンスと同日に公表されることがある (特に増配)。業績の情報はロイターのニュースでも配信される。この際の記事には、営業利益、経常利益といった財務項目を表す単語と財務数値が羅列されている。単語リストに loss がネガティブな単語として登録されているため、財務項目で損失を表す loss という単語が記事に含まれると、ネガティブな単語としてカウントされてしまう *9。このため、アナウンス日に大きく低下している。したがって、この図 4 の結果を考察するうえで、アナウンス当日のニュースのトーンは除外して考えるべきである。結果をまとめると、以下のようになる。

まず自社株買いについて、図 3 のアナリストレーティングの結果と類似している。すなわち、アナウンス前には悪い情報が市場に伝達されており、マーケットタイミング仮説に整合的である。そしてアナウンス後に株価が大きく上昇するにもかかわらず、トーンは概ね横ばいであり、ポジティブなニュースはさほど伝わっていない。

*7 2005 年 1 月から 2012 年 9 月までに、自社株買いの取得枠設定、増配がアナウンスされた東証 1 部上場企業のうち、合成スコアが高い企業を対象。アナウンス日前後の IBES のアナリスト・レーティングの平均を表す。

*8 2005 年 1 月から 2012 年 7 月までに、自社株買いの取得枠設定、増配がアナウンスされた東証 1 部上場企業のうち、合成スコアが高い企業を対象。ロイターの配信ニュースを対象に、アナウンス前営業日をゼロにして、ポジティブならば 1、ネガティブならば -1 としてニュースの件数を累計したもの。

*9 ニュース記事で利益を表す profit (多くの場合これを短縮した prft) は、[Loughran 11] の単語リストには含まれていない。また、ニュース記事で営業利益は operating、経常利益は recurring のみ表記されるなど、profit という単語が省略されることがある。

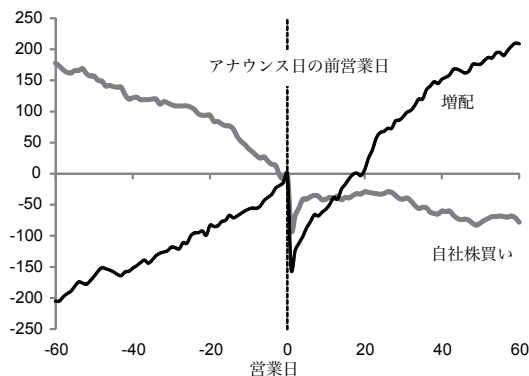


図 4: ニュースの件数の累計 (ポジティブならば 1, ネガティブならば -1) *8

次に増配についても、図 3 と類似している。アナウンスの前にすでに良い情報が伝達されており、アナウンス後もこれが継続している。すなわちシグナリング仮説と整合的である。

6. 結論

本稿では、数値情報およびテキスト情報を用い、利益還元政策の影響について分析を行った。分析の結果、自社株買いアナウンス後の正の超過リターンは、マーケットタイミング仮説と整合的であること、増配アナウンス後の正の超過リターンは、シグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説に整合的であることを見出した。さらに、アナリストの推奨レーティングや市場に流れるニュースの内容もこれらの仮説に整合的であることを見出した。これらは企業と投資家の間の情報の非対称性やエージェンシー問題といった市場の摩擦がアナウンス後の株価の上昇要因であるという見方に一致する。より詳細な分析は今後の課題である。

参考文献

- [Chan 04] Chan, K., Ikenberry, D., and Lee, I.: Economic sources of gain in stock repurchases, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, pp. 461–479 (2004)
- [La Porta 97] La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W.: Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency, *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 859–874 (1997)
- [Loughran 11] Loughran, T. and McDonald, B.: When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks, *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 1, pp. 35–65 (2011)
- [Peyer 09] Peyer, U. and Vermaelen, T.: The nature and persistence of buyback anomalies, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 4, pp. 1693–1745 (2009)
- [内山 13] 内山 朋規, 高橋 大志: ペイアウト政策が株価に与える影響—自社株買いと配当変更—, 日本ファイナンス学会第 21 回大会予稿集, (2013)
- [花枝 08] 花枝 英樹, 芹田 敏夫: 日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—, 現代ファイナンス, Vol. 24, pp. 129–160 (2008)