

増配と自社株買いの情報効果

Information content of dividend increase and share buyback

内山 朋規^{1*} 高橋 大志²

Tomonori Uchiyama¹ Hiroshi Takahashi²

¹ 首都大学東京大学院社会科学部研究科

¹ Graduate School of Social Sciences, Tokyo Metropolitan University

² 慶應義塾大学大学院経営管理研究科

² Graduate School of Business Administration, Keio University

Abstract: 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 背景

近年、情報通信技術の進展や利用可能なデータの飛躍的な増大などを背景とし、企業活動において情報の果たす役割は重要性は高まっている。証券市場においても、情報は重要な役割を果たしており、企業のアナウンスに対する市場の反応は、ファイナンス分野における主要な関心事の一つである。本稿では、証券市場における情報伝播に焦点を当てた分析を行う。

自社株買いや配当政策などの利益還元政策は、株主価値および企業価値に強い影響力を有することから投資家はそれらのアナウンスに対し強い関心を寄せている。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であろうか。本稿では、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索する。

はじめに、本分析に用いるデータについて説明を行った後、3.において理論仮説と株価の超過リターンについて説明する。4.において、市場に伝播する情報に焦点を当てた分析結果を示す。5.はまとめおよび今後の課題である。

2 データ

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。

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。

*連絡先：首都大学東京大学院社会科学部研究科経営学専攻
〒192-0397 東京都八王子市南大沢 1-1
E-mail: tomonori-uchiyoama@tmu.ac.jp

表 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（合成スコア別）¹

	自社株買い				増配			
	1(低)	2	3(高)	3-1	1(低)	2	3(高)	3-1
超過リターン								
平均(年率%)	9.34	7.15	22.19	12.85	5.75	10.06	22.66	16.90
	(3.22)	(2.26)	(6.47)	(3.38)	(1.31)	(2.68)	(3.95)	(2.31)

3 理論仮説と株価の超過リターン

まず、自社株買いや増配のアナウンスが株価の上昇をもたらす要因を探るため、理論仮説が示唆する企業特性と株価リターンの関係を分析する。

3.1 自社株買いの理論仮説

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。そこで、割安性の指標に B/P（自己資本株価倍率）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。そこで自社株買い比率も用いる。

3.2 配当変更に関する理論仮説

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。内山・高橋（2013）で示した通り、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、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は保守的なため、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。

3.3 合成スコアによる分析

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。また、個々の企業特性は仮説における代理変数なので、当然に誤差が含まれているであろう。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。B/P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自己資本を株式時価総額で除したものの、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。

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。

	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	+	+	+	

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

¹アナウンス前営業日の合成スコアの値でポートフォリオを3つに分割した。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。

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をポートフォリオを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。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と過去60営業日リターンの従属3分位ソートにより27個(3×3×3)のポートフォリオに分割し、アナウンスを行った企業と特性が一致するポートフォリオの時価ウェイト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。

この結果を表したのが表1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。²

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。

4 市場に伝播する情報

次に、アナリストの推奨レーティングとニュースのトーンを対象に市場に伝播する情報を調べ、前節の議論と整合的であることを確認する。

4.1 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

²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リターンは、予想利益の変更によるものとはいえない。

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(表1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ヵ月間)の平均レーティングの推移を図1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1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見える。こうした特徴は、Peyer and Vermaelen (2009) 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1の平均レーティングの推移はこの見方と整合的である。

³2005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。

⁴2005年1月から2012年7月までに、自社株買いの取得枠設

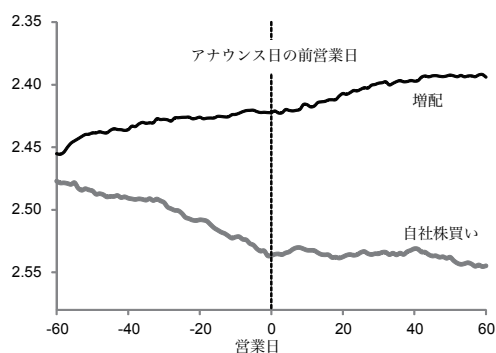


図 1: アナリストの平均レーティングの推移³

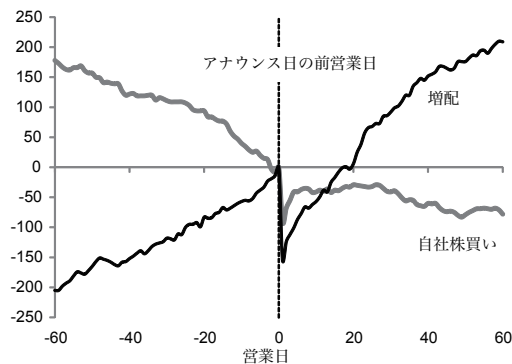


図 2: ニュースの件数の累計 (ポジティブならば 1, ネガティブならば -1)⁴

4.2 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⁵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 and McDonald (2011) 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 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 (表 1 の高スコア企業) を対象にニュー

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。

⁵Reuters 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。

スのトーンを集計する。図 2 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 2 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 2 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⁶。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 2 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、以下のようなになる。

まず自社株買いについて、図 1 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。

次に増配についても、図 1 と類似している。アナウンスの前すでに良い情報が伝達されており、アナウ

⁶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 and McDonald (2011) 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。

ンス後に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。

5 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。この結果、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得た。これらは企業と投資家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。また、本分析より得られた結果は、テキスト分析により得られた結果の頑健性を支持するものである。本稿にて採用した分析手法を改善することで、精度の高い情報を獲得できる可能性がある。より詳細な分析は、今後の課題である。

参考文献

- [1] Loughran, T. and McDonald, B. (2011) “When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks,” *Journal of Finance*, 66(1), 35–65.
- [2] Peyer, U. and Vermaelen, T. (2009) “The nature and persistence of buyback anomalies,” *Review of Financial Studies*, 22(4), 1693–1745.
- [3] 内山朋規・高橋大志 (2013) 「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.
- [4] 花枝英樹・芹田敏夫 (2008) 「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』, 24, 129–160.