

## (証券市場)：配当の変化と株式リターンの関係について

増配が株式リターンにポジティブな影響を及ぼすことはよく知られているが、08年度については、正反対の傾向が見られた。その原因は急激な経済環境の悪化という一時的な事象であり、今後、経済環境の回復とともに、従来の傾向を取り戻すものと考えられる。

配当増額の発表に対して株式市場がポジティブな反応を、減配に対してネガティブな反応を示すことについては、以前から何度となく指摘されてきている。そして、こうした関係についての経済的動機を検証した研究も盛んに行われ、数々の仮説が提唱されている。その代表的なものとして、シグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説がある。

シグナリング仮説は、経営者により発信される増配のアナウンスには、予想される企業収益の達成や将来の企業収益の増益基調に対する確信といった情報（シグナル）が含まれており、投資家は単に増配という情報に止まらず、短中期的な企業収益の増益期待という新たなシグナルにも着目し、増配企業の株式を選好する結果、増配が株価の上昇に繋がるという仮説である。

一方、フリーキャッシュフロー仮説は、株主の代理人（エージェント）として、企業価値（株主価値）の最大化を目標とする経営を求められる経営者が、必ずしも、その目標に沿った行動をとるとは限らないため、使途を経営者の裁量で決定できる余剰資金を減らす配当（増配）が、経営者の無駄な投資に伴う企業価値の毀損（エージェンシーコスト）を抑制し、企業価値の増大、ひいては、株価の上昇をもたらすとする仮説である。

この2つの仮説、なかでもシグナリング仮説は、配当の変更が中期的な株価形成に影響を及ぼしうると解釈することもできるが、実際にはどうであろうか。図表1は、「配当の変化」が「その後の株式リターン」に及ぼす影響について、「配当の変化」を「（1株当たり年間実績配当の対前年変化幅）／年度末株価」と定義し、これに「翌年度の年度リターン」を対応させて、回帰分析した結果である。例えば、図表中の2001年度は、2000年度の年間実績配当の1999年度に対する変化幅を2001/3末の株価で割った「配当の変化」と、2001年度の「株式リターン」の関係を見たものである。プラスに大きな値をとるほど、増配企業の翌年度の株式リターンが高いことを示す。

これによると、01年から07年までの係数は概ねプラスに推移しており、増配企業の翌年度の株式リターンが相対的に高いことが窺える。01年度と03年度は、ほぼ0近辺と明確な傾向は見られないが、極端なマイナスとはなっていないことから、増配企業は少なくとも平均以上の株式リターンを獲得してきたと判断できる。そしてこれらは、先に示した2つの仮説を概ね支持し、配当の変化が単に数週間、数ヶ月という短期的な株価動向に止まらず、年間単位の株式リターンに対しても影響を及ぼしている可能性を示唆するものと言える。

しかしながら08年度は、07年度までとは一転して大幅なマイナスとなり、07年度の増配企業の株価が、08年度に平均以上に下落したことがわかる。また、08年度の状況に比較的近く、

世界的な景気後退や米国で勃発した同時多発テロ、国内の金融システム不安を背景に、業績の悪化と2年連続での株式市場の大幅な下落に見舞われた01年度でも、増配企業が市場平均を少し上回る株式リターンを確保したのと比較しても、その異常さが際立っている。では、なぜこうした結果を招いたのだろうか。この原因を2つの仮説から推測すると、次のようになる。

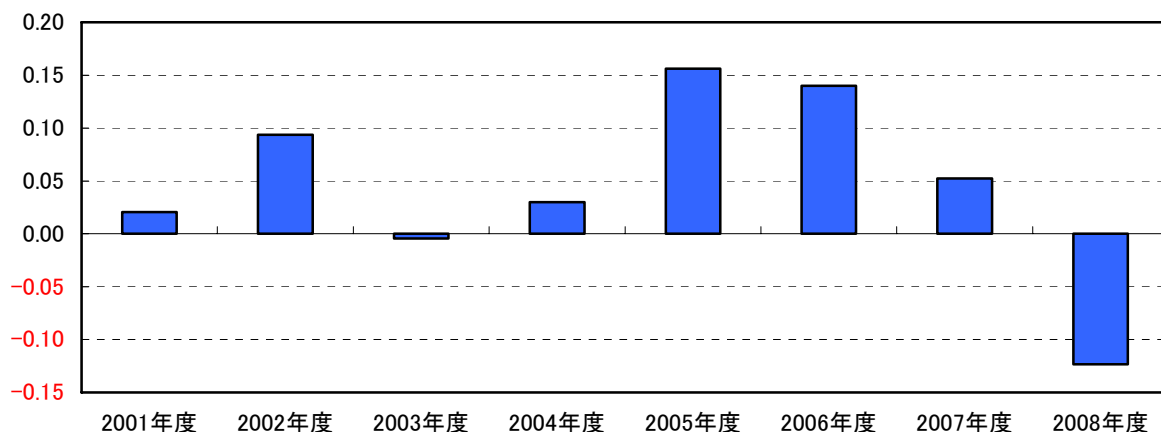
まず、シグナリング仮説によれば、増配は企業収益の増大に対する経営者の自信の表れと解釈されるが、経営者が企業収益見通しを大きく見誤り、07年度増配企業の08年度業績が、当初の見通しに反して悪化した結果、増配企業の株価が平均以上に下落した。

次に、フリーキャッシュフロー仮説のもとでは、増配によって余剰資金を減らすことが株価にポジティブな影響を及ぼすとされるが、08年度においては、むしろ余剰資金の減少が財務体質の悪化や信用リスクの増大に繋がるものとしてネガティブに捉えられた結果、07年度増配企業の株価が平均以上に下落した。

要するに、100年に1度と形容されるほどの経済危機に直面し、想定を超える業績の大幅悪化に見舞われ、それに伴って市場センチメントが悪化し、信用リスクに対する過度な警戒感が強まったことが、08年度の株価がそれ以前と正反対の動きとなった原因であると推測される。そしてこれは、経済危機が極めて稀な事象であることを考えると、経済危機を克服することで、従来の関係がまた成り立つ可能性があることを示すものとも言える。

足元09年4-6月期の四半期業績は、09年1-3月期の赤字から一転して黒字が確保された模様である。株式市場もこうした業績の底入れの兆しを受け、大型増資を着実に消化しつつ、上昇基調を辿っている。経済環境が最悪期を脱し、市場センチメントが改善しつつあるなか、本稿の分析で示した実績配当はともかく、予想配当の変化がその後の株価の動向に対して中期的にポジティブなシグナルとして機能する可能性は確実に高まっていると判断される。

図表1: 「配当の変化」と「翌年度の株式リターン」の関係



注) 「株式リターン」を被説明変数、「配当の変化」を説明変数とした回帰分析の、「配当の変化」に対する係数をグラフ化。分析対象は、99年度から08年度まで東証1部に上場する3月決算企業(金融除き)で、回帰分析に際して、年度毎にデータを基準化。

(梅内 俊樹)