

# アノマリーと投資家行動（４）

アナウンスメント効果（最近の新聞より）

## 目 次

- ．はじめに
- ．アナウンスメント効果の具体例
  - １．IR（インベスター・リレーションズ）
  - ２．自社株買い
  - ３．株式売買単位変更
- ．M & A（合併・買収）
- ．おわりに

## ．はじめに

バブルがはじけて 10 年以上になるが、株価の推移だけみていると上がりかけては落ちるの繰り返しであり、出口の見えない迷路をさまよっているかのようである。しかし、株式市場を取り巻く環境は大きく変化している。世界的に見れば、グローバル化により世界の金融市場の連動性が高まってきた。また、1990 年代好調であった米国株式市場もこのところ雲行きが怪しくなってきた。

ちなみに、株価変化率の連動性(相関)が高まることと株価が同じ方向に動くことは別である。極端な例を挙げれば、株価が右上がりの株式と右下がりの株式でも相関 1 となることもある。理由は、上がった・下がったの議論はトレンドに関する議論のことであり、連動性が強まった・弱まったの議論はトレンド除去後の変動に関する議論のことだからである(ただし、より複雑な計量モデルを考えれば別の見方もできる)。

話を元に戻すと、学術的にみれば、CAPM をベースとしたリスクの議論を中心にアノマリーの発見・解明が議論のひとつとなった。その中で、「規模効果」や「簿価/時価効果」の重要性が認知され、「ポートフォリオ構築」や「パフォーマンス評価」の面で実務的にも浸透した。また、より精度の高いモデルでも説明できない現象の解明に対して、投資家の心理バイアスにも目が向けられるようになった。

最後に、国内の株式市場に目を向けると、投資家は低迷する株式市場から少しでもパフォーマンスの良い銘柄選択を目指し、企業は停滞する景気の中で少しでも企業価値を高める経営を目指している。今回は、これらに関する新聞記事からいくつかとりあげ議論したい。具体的には、ここ数年で注目が高まった「IR」「自社株買い」「単位株数変更」をとりあげる。もうひとつの議論は、これも企業価値創造の代表的な手法でもある M&A に注目する。M&A も日本ではここ数年増加し続けている。今回は、合併企業の株価変動に注目した分析を行う。

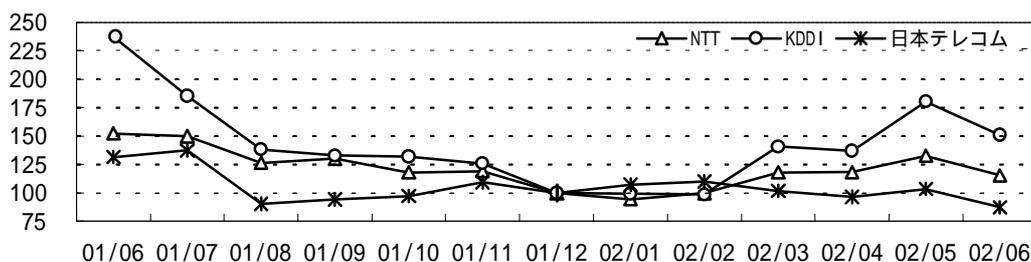
## ．アナウンスメント効果の具体例

### 1．IR（インベスター・リレーションズ）

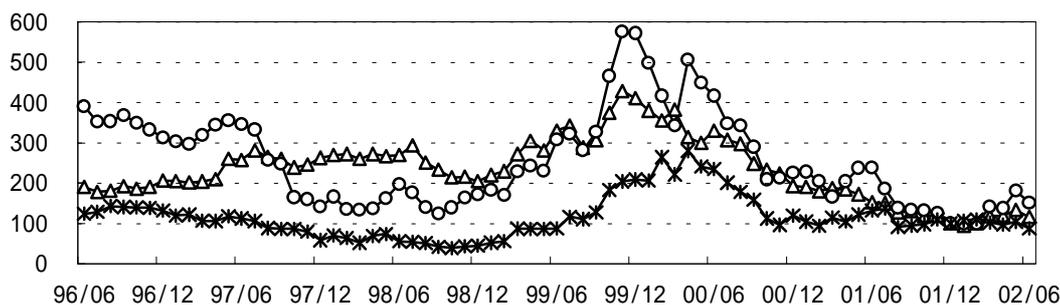
7月の日本経済新聞の「マネーレッスン」のコーナーでIRが採りあげられていた（「IRの知識、同、同、同」）。結論は単純明快である。「IR 優良企業賞(日本インベスター・リレーション協議会選定)を受賞した企業の株価を平均すると、日経平均株価を大幅に上回るパフォーマンスを示す」というものである。具体的な数値をみると、1996年以降の6年間に対して、市場平均が約5割減少している一方でIR 優良企業は平均で約2割以上上昇しているという驚くべき結果が示されている。新聞では、「IRの優れた銘柄は課題や経営者の資質まで把握でき、投資の際に安心感がある」という説明を紹介している。

図表1：通信大手3社の株価推移

パネルA．最近1年間の推移(昨年末 = 100)



パネルB．最近5年間の推移(昨年末 = 100)



一方で、通信大手の3社(NTT、KDDI、日本テレコム)が明暗を分けていることを紹介している。NTTとKDDIはIRに積極的であり、日本テレコムは情報開示の後退がみられ、結果として、昨年末から今年6月末にかけての株価は、NTTが+15%、KDDIが+51%それぞれ上昇し、日本テレコムが-13%下落したことを指摘している。

図表1は、3社の株価推移を表している。パネルAは、新聞記事を図にしたものである。昨年末の株価を100とし、前後6ヵ月の株価変動が描かれている。日本テレコムの株価が下落しているというよりは、NTTとKDDIの上昇に追いついていない。しかし、パネルBを見ると、長期的には決して日本テレコムの株価だけが低迷しているわけではない。特に、1999年末からみれば、NTTとKDDIの株価は大幅に下落しており、直近6ヵ月の上昇はわずかな回復に過ぎない。この結果がこれまで下がりすぎたことに対する反動なのか、一方、日本テレコムの直近の低迷が情報開示の後退以外の要因なのか。これらを分析することは、IRのより詳細な評価にもつながるであろうし、さらには、どのような情報開示が投資家を納得させるのかを明らかにするであろう。

## 2. 自社株買い

『日経会社情報 2001 秋号』の巻末特集のひとつに「自社株買い入れ償却企業一覧」が掲載されている。掲載理由は、「余剰資金を活用して自社株を買い入れ消却する企業が注目されています。消却によって発行済株式数が減ると、1株当たりの価値が上昇するほか、株主資本利益率(ROE)の向上にもつながります」と書かれている。

自社株買いについて、7月の日本経済新聞が特集している(「自社株買いを追う(上)、同(中)、同(下)」)。興味深いのは、「自社株買い 株価上昇」という単純な構造ではなくなってきたと書かれている。先ほどの『日経会社情報 2001 秋号』の説明によれば、経営者が買い入れを発表することで株価を上昇させることができる。確かに、1997年と1998年のデータで計算すると、自社株買いを発表した後の株価は発表日から上昇している。しかし、2001年度下期のデータで計算すると、その効果は半減している。

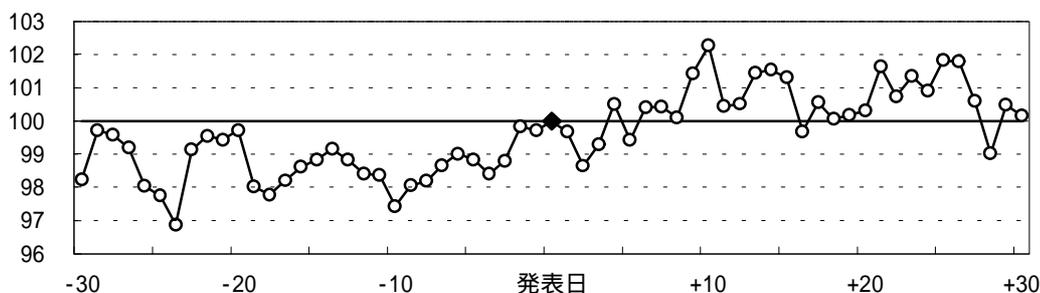
日本経済新聞の記事では、「単なる需給対策であり、企業価値を高めるものではない」という見解を紹介している。いずれにせよ、自社株買いはその企業が置かれた状況によって異なるということを忘れてはならない。そういう意味では、最近、自社株買いを発表した企業の株価を単純に平均してもその効果ははっきりと見えなくなったことは市場(参加者)が進歩したことを意味する。

図表2は、「自社株買い入れ償却企業一覧」(『日経会社情報 2001 秋号』の巻末特集より)から東証一部上場企業8社を取りあげ、発表前後の株価動向を計算した結果である。具体的な企業(カッコ内は公表日(2001年))は、東鉄工業(8/10)、ニチメンインフィニティ

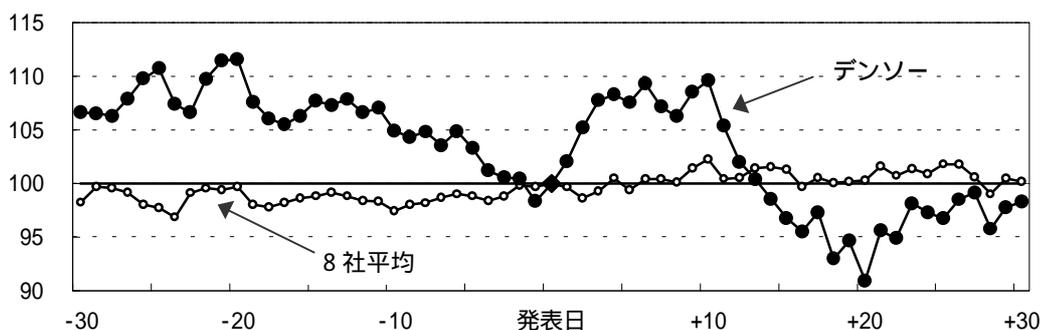
(7/30)、四国化成工業(7/27)、筒中プラスチック工業(8/28)、デンソー(8/28)、トピー工業(6/28)、長瀬産業(8/20)、ユニ・チャーム(5/14)である。特に、デンソーは買い入れ株式数 4,800 万株・金額 1,000 億円とかなり大規模な買い入れを予定している。

図表 2 : 自社株買い入れ発表前後の株価

パネルA . 8社平均



パネルB . デンソー (6902)



パネルAは、発表日を 100 とした対 TOPIX 相対株価の 8 社単純平均を表している。全体的には、発表日前に比べて発表日以降の株価が市場相対で見るとわずかながら高い。非常に特徴的なのは、パネルBのデンソーの株価動向である。自社株買いの発表前は、対 TOPIX で大きく株価が下落していたが、発表日以降大きく反転している。これだけ急激に上昇しているということは、自社株買いの発表が少なからずプラスに影響しているはずである。しかし、その効果は 10 日で消え、その後は発表前と同様に下落し続けている。デンソーの自社株買いが、経営戦略上の失敗であるのかに関する議論は慎重に行わなければならない。しかし、図表を見る限りにおいて、自社株買いに投資家が過剰に反応していると考えerことは容易である。

### 3 . 株式売買単位変更

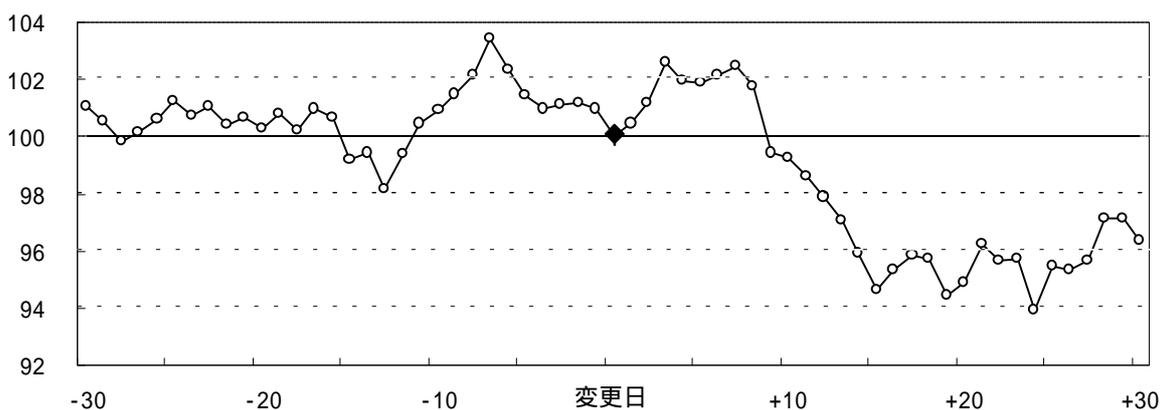
7月21日付日本経済新聞において、株式売買単位引き下げの効果に関する特集記事が掲載された(「値がさ株も買いやすく・売買単位下げの効用」)。目的として、「個人投資家にとって資金面で手を出しにくかった値がさ株へも投資しやすくなるほか、複数の銘柄を

小口で購入できるなど、投資の幅が広がる」という説明がなされている。確かに、株式価値や配当額は変わらないという点では理論的に無視しうるイベントではあるが、短期的な効果としては単純明快な理由であると考えられる。逆にいえば、このアナウンス効果を過大評価すべきではないということになる。

ただし、それを裏付ける興味深い結果は、1985年以降に売買単位を引き下げた銘柄の変更日前後の株価推移を見ると、引き下げ実施日前にかけて株価が上昇しているという点である。

図表3は、「株式売買単位変更銘柄」(『日経会社情報 2001 秋号』の巻末特集より)から東証一部上場企業15社を取りあげ、2001年8月1日の変更日前後の株価動向を計算した結果である。図中の数値は、変更日を100とした対TOPIX相対株価の15社単純平均を表している。残念ながら結果は逆になった。変更日以前はほとんど市場並の動きであり、変更日以降10日過ぎからは市場を下回っている。

図表3：株式売買単位変更日前後の株価(15社平均)



これまでとりあげた3つのアナウンス効果に関する分析について若干補足すると、サンプル数が限定的であり、市場以外のリスクを考慮していないことに注意すべきである。特に、については、これまでの連載で何度も主張している「規模効果」「簿価/時価効果」の影響や「業種効果」をさらに注意深く考察する必要がある。ただし、規模効果・簿価/時価効果については、今回の分析のように短期的な効果を測定するときには、あまり影響ないと指摘する分析結果もある。

## ・ M&A (合併・買収)

7月10日付日本経済新聞によると、日本企業が関わったM&Aの件数が増えていると伝えている。今年上半期をみても同年同期比で38%の伸びである。件数にすると1,165件になる。アメリカの景気が不安定になったこともあり、世界全体でのM&Aは大幅に減

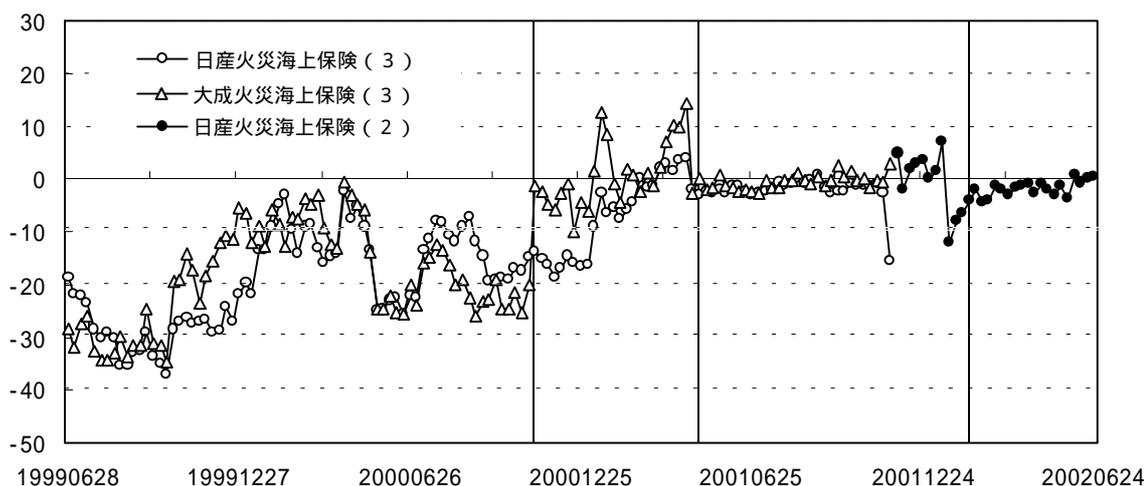
少しているにもかかわらず、日本企業は生き残りを懸け経営の効率化を目指しているようである。

M&A の情報は株価に大きな影響を与えるのはもちろんのことであり、これまでの分析を見ても、「M&A 正式公表前の数日に株価の異常な動きが観察される」という報告が数多く行われている(「株式市場のアノマリー(7) - その他の情報を利用する -」『調査情報』2000年12月号参照)。

今回は M&A の情報を別の視点で評価する。具体的には、合併比率と株価の動きの關係に注目する。そもそもの発想は、この連載の基礎文献のひとつであるシュレイファー教授による『金融バブルの経済学』(兼広崇明訳、東洋経済新報社、2001年)でとりあげられた「ロイヤルダッチとシェルは、合併比率6：4で合意されたにもかかわらず、実際の株価が合併比率から導かれる株価から大きくかい離し、さらにその大きなかい離が長い間続いた」という現象に注目した(元はフルート氏とダボラ氏がファイナンスの専門紙に投稿した論文である)。

この現象は、単純に考えると、これまで連載で議論してきた「アノマリー」以前の問題である。なぜなら、2つの株価が合併比率によって結びつけられた時点で株価はひとつに収斂するはずである。1つの商品に2つの価格がついていれば「裁定」が働くことは誰もが想像できる。しかし、シュレイファー教授は、投資家が持つ情報の質の違いを使って一見不可解な株価変動を説明できることを主張している。

図表4：損害保険ジャパン (対安田火災海上保険)



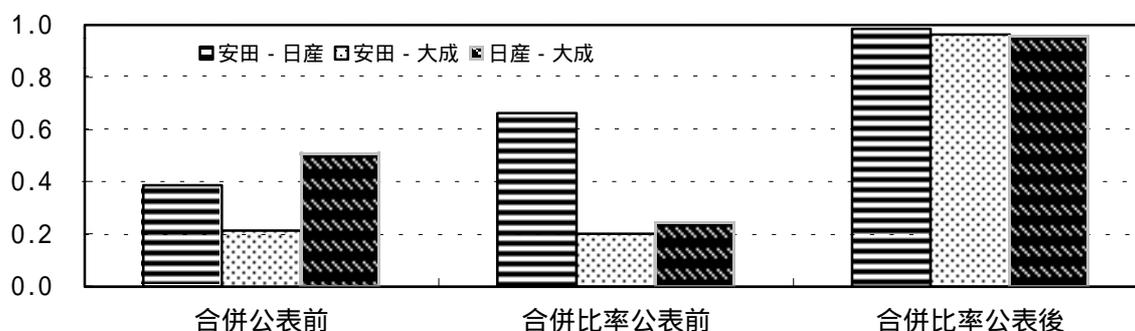
ここでは、その議論を紹介するのではなく、日本における M&A からどのような結果が得られるか分析する。最近、金融業界の再編は活発である。その中でも特に注目されたのは、安田火災海上保険と日産海上火災保険と大成火災海上保険の合併である。ここでは、その是非を議論することとは一切切り離して、合併比率との關係だけに注目する。

図表4は、発表された合併比率から安田火災海上保険に対する日産海上火災保険と大成火災海上保険の計算上の株価を求め、実際の株価からどれだけかい離しているかを計算した結果である。過去のプレス・リリースを見ると、合併の話が正式になったのは2000年である。図中にある縦線3本のうち一番左の棒(イベント1)は、2000年11月2日を指している。損害保険ジャパンのHPに掲載されている合併の公式表明の日付である。真ん中の縦棒(イベント2)は、2001年4月25日であり、合併比率を1:0.7:0.5(安田:日産:大成)にする旨の公表がなされた日である。一番右の棒(イベント3)は、安田火災海上保険と日産海上火災保険の2社で再度見直された合併比率(1:0.36)の公表日(2002年2月8日)である。

図表4は明らかに、合併比率公表と同時にかい離率がほぼゼロに収斂していることを示している。もう一つ興味深いのは、合併比率公表日前にかい離率がプラスに向かって動いているということである。これは、合併の正式発表を聞いた投資家が、ある程度対等の合併比率を望んだ、もしくは予想した結果であると解釈できる。その後、大成火災海上保険のトラブルで合併も宙に浮き、かい離率も大きく動くが、合併比率の再計算により、再びかい離率はゼロ付近に落ち着いている。この例では、合併比率により別々の株価が一気にひとつに収斂している(最終ページに同じ業界で最近合併した別の2ケースについても同様の計算を行ったので併せて参照していただきたい)。

図表5は、最初の2つのイベントに対して3社の株価がどれだけひとつに収斂しているのかを株価変化率の相関で測定した結果である。3社は同一業界であるので合併公表前(イベント1以前)でも高い相関を示しているが、合併比率公表日以降(イベント2以降)の相関は1に大きく近づいている。やや解釈しにくいのは、合併公表日から合併比率公表日までの間の期間である。図表4で確認したように、合併比率に対する投資家の考えが交錯する時期であることから、はっきりとした傾向は読み取れない。

図表5：3社の株価の関係



## ．おわりに

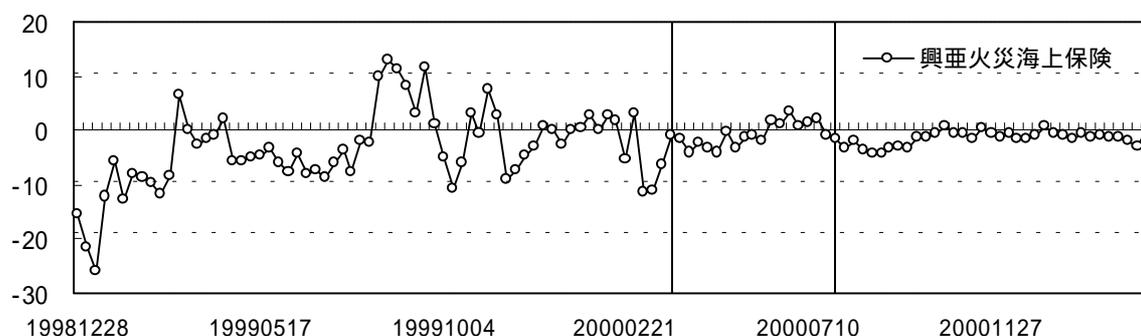
章で引用した「IRの知識」の記事には、「市場に流れる情報には事実に基づかないものもあるので注意が必要」と書かれている。ある特殊な情報が持つ「アナウンスメント効果」を上手く利用して超過リターンを獲得しようという方法は投資家にとって非常に魅力的である。経営者から見れば、自分の下した判断を直接評価されることになる。もし市場で過小評価されているようなら、積極的にIR活動を行う必要がある。逆に、市場で過大評価されていたらどうであろうか。「きちんとした情報開示を行うシステムが整っていないことを理由に、経営者は‘悪い材料’を出し渋り、どうにもならない状況まで陥ったときに初めて株主がその重要性に気が付く」という事にならないためにも、株主・経営者・政府がそれぞれの立場で日本企業を支えなければならない。新聞記事の続きであるが、企業の約8割はネット上での「風説の流布」に懸念を持っているとのことである。

(南山大学経営学部助教授 徳永 俊史 7/20記)

### 付録： その他のM & A

付表1は、2001年4月1日に誕生した日本興亜損害保険(合併比率は1:1)の計算結果である。付表2は、2001年10月1日に誕生した三井住友海上火災保険(合併比率は三井海上火災保険:住友海上火災保険=1:1.09)の計算結果である。縦棒は、左が「合併公表日」、右が「合併比率公表日」を表す。

付表1：日本興亜損害保険 (対日本火災海上保険)



付表2：三井住友海上火災保険 (対三井海上火災保険)

