

# アノマリーを利用した投資戦略(3)

配当と小型効果・バリュー効果

## 目 次

- . はじめに
- . 問題整理：CAPM と小型効果・バリュー効果
- . 問題解決：配当の変化と個人消費の関係からのアプローチ
- . おわりに

南山大学経営学部助教授 徳永 俊史

## . はじめに

6月末の株主総会ラッシュも終わり、最近のニュースや新聞・雑誌記事に目を向けると企業業績の分析、さらにはコーポレート・ガバナンスに関する提言が多くみられる。もちろん、90年以降低迷し続ける日本経済の背景を振り返り、企業経営の今後の在り方について議論するといった話はここ数ヶ月でのことではない。96年11月における「日本版金融ビッグバン」宣言以降、日本の資本市場に対してさまざまな改革が行われてきた。米国の「メーデー」(1975年)や英国の「金融ビッグバン」(1986年)と比べ大きく出遅れてしまったが、

それらの経緯を振り返ることができるという点、日本の資本市場の成立・成長過程が英米と大きく異なる点を考えると、今後の日本の資本市場は大きく変化すると思われる。

少し焦点を絞って話を進めると、今後予想される日本の資本市場の劇的な変化は、資本市場の分析にも大きな影響を与えると考えるのは当然である。しかし、変化はある日突然起きるとは逆に考えられないので、その微妙な変化をいかに早く、そしてどのようにとらえるのかは重要なテーマである。

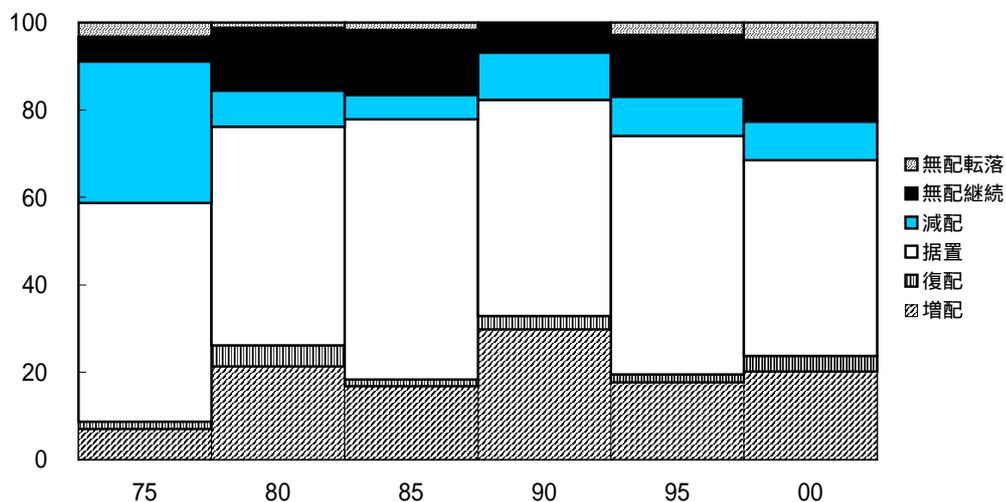
そこで、今回は「配当」に焦点を当てた分析に“挑戦”する。“挑戦”という言葉を使ったのは、多くの読者が「日本における過去の配当の分析から目新しい結果はでないであろう」と考えていると判断して、あえて使ってみた。それだけ退屈な分析かもしれない。確かに、過去の日本企業の配当政策を振り返ると、「日本企業の株主還元は、利益動向を

意識しつつも、1株当たりの配当金額の変動を低く抑える政策が中心」(氏家『日本の資本市場』東洋経済新報社より)という言葉がすべてのようである。この“硬直的な配当政策”からどのような情報が得られるのであろうか。

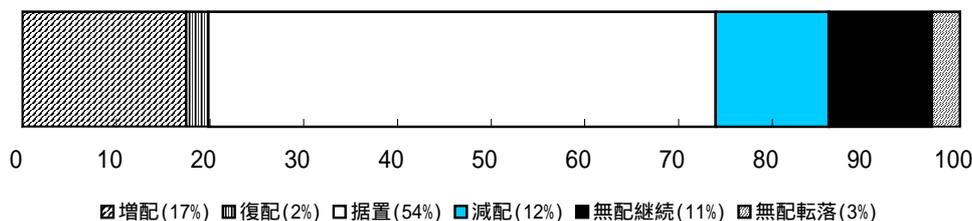
少し前になるが、6月5日付け日本経済新聞に「業績回復成果株主に - 増復配 ほぼ4社に1社」という記事が載っていた。日本企業の行動にも大きな変化の兆しが現れてきたようである。また、7月23日付け日本経済新聞から「新資本政策 - 規律に目覚める」という特集が始まった。その1回目が「横並び配当から脱却」という記事であった。ここ数年の自社株買いの増加が契機の一つとして、各企業は資本の効率的な活用という根本的な問題に取り組みはじめたようである。しかし、これらはあくまでも最近の話である。では、過去どうであったのか。

図表1は、1975年から2000年における企業の配当政策に関する集計結果である。なお、以下の分析では金融業を除く3月決算企業のみを分析対象としている。従って、例えば1990年という表示は1990年3月を意味する。図表1aは、各企業の1株当たり配当額を前年の配当額と比較した結果を1975年から5年おきにプロットしたものである。そして、図表1bは26年間の平均である。氏家氏の言う「配当変動を抑える固定的な配当政策の表れ」は、図中「配当据置」企業の比率から明白である。ある意味では「配当据置」である「無配

図表1a：我が国企業の配当政策



図表1b：75年 - 00年平均



継続」と合わせると、対前年差で配当に変化が無い企業の割合は26年間の平均で65%に達する。

配当に変化の無い企業は確かに多くの部分を占めるが、「増配」と「減配」の割合は平均して30%を占め、「復配」や「無配転落」まで含めると35%に達する。さらに、図表1aから明らかのように、これらの比率は時間と共に変化している。そして、それは景気動向と関係しているようである。例えば、1975年はオイルショックの影響で「減配」が増える一方で「増配」が減り、1990年はバブル最終局面で「増配」が増加し、その後減少している。

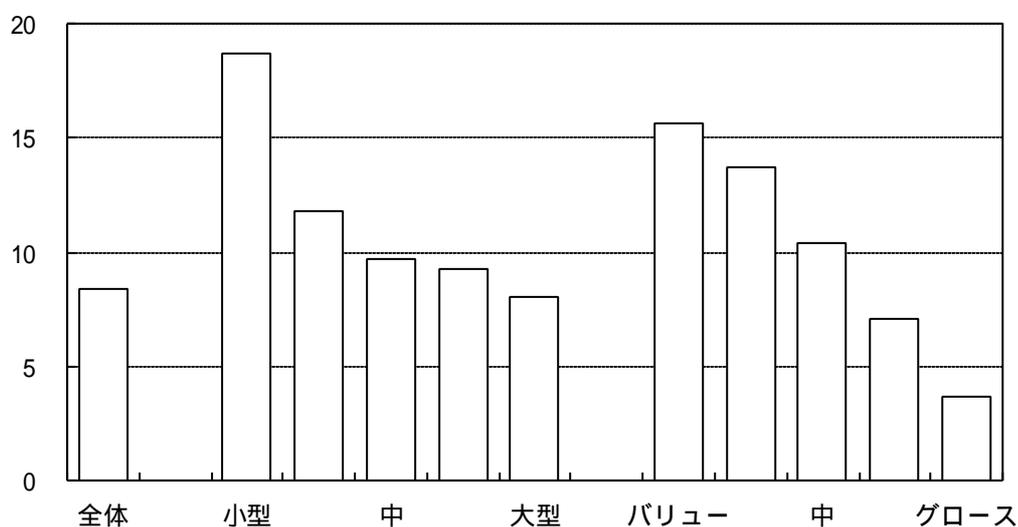
本連載では、割合としては少ないものの、時間と共に配当額を変更する企業の株価と株式市場で観察される「小型効果」や「バリュー効果」のような現象の間に何らかの関係があるのか考察することを目的とする。そして、先ほど考察したように、配当の変更と景気の間に関係があることが予想されるので、今回は家計の消費支出を代理変数とし、配当額との関係について分析する。ただし、分析結果の解釈を容易にする目的で、分析対象企業をさらに絞り込み、「減配」「据置」「復配」の三通りのいずれかに分類される企業を取りあげる。

## ．CAPM と小型効果・バリュー効果

タイトルにもある「アノマリー」の代表は、「小型効果」と「バリュー効果」であることはこれまでの連載でも何度か言及してきた。今回の分析でもこれらアノマリーが基本であるので、図表2の結果を見ながら再度整理する。

図表2は、分析対象銘柄全体のリターンと最終的な分析対象である10個のポートフォリオリターンの平均値を表している。ポートフォリオの作成手順は以下のとおりである。まず、毎年3月末に分析対象企業を「企業規模」もしくは「時価/簿価比率」で五つのグルー

図表2：ポートフォリオリターンの平均値(年率%)

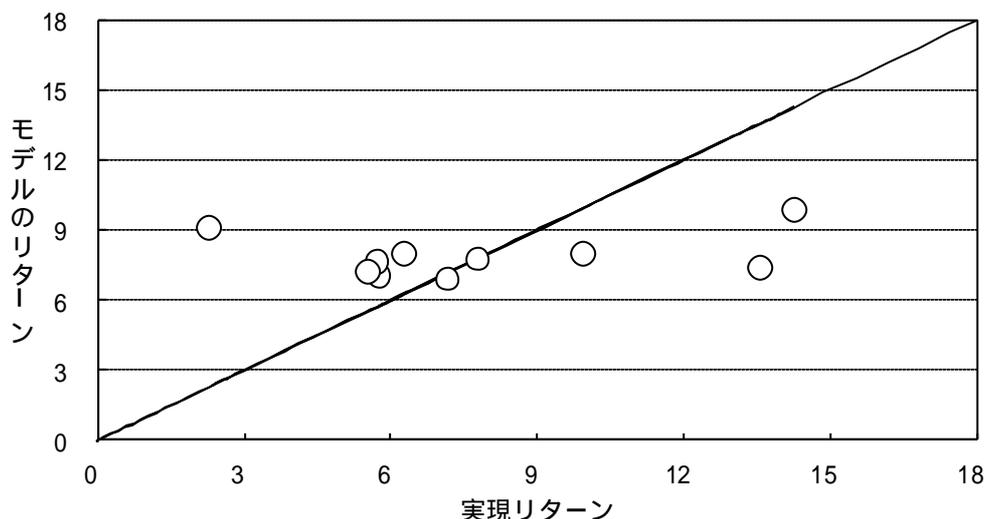


ブに分類する。最も小さいグループは「小型」もしくは「バリュー」銘柄群であり、最も大きいグループは「大型」もしくは「グロース」銘柄群である。次に、それぞれのグループの翌1年間のポートフォリオリターンを時価ウエイトで計算する。最後に、この計算を1975年から2000年まで26回繰り返す。従って、図表2の数値は、各ポートフォリオの26個の平均値である。

図表2の結果は、26年間を平均してみると、「小型株」(「小型」リターン>「大型」リターン)と「バリュー株」(「バリュー」リターン>「グロース」リターン)が優位であったことを明確に示している。分析対象銘柄との関係でみると、これら「小型効果」や「バリュー効果」は分析対象から除いた「無配転落」「無配継続」「復配」企業とは関係ないことを意味する。

メインの分析に入る前に、もう一つ確認しなければならないことがある。これもこれまでの連載の再確認であるが、これら「小型効果」や「バリュー効果」がCAPM(Capital Asset Pricing Model; 資本資産評価モデル)でどの程度説明できるのか確認する。結果は図表3に示されている。図表3は分析対象である10ポートフォリオのクロスセクションリターン格差(図表2)を市場ベータだけでどの程度説明できるのかを計算した結果である。横軸に実現リターン(実質値)、縦軸にCAPMから計算されたリターン(実質値)をとり、各ポートフォリオのリターンを印でプロットしたものである。もしモデルが100%実現リターンを説明したなら、印は45度線上に位置する。

図表3：CAPM(市場モデル)の説明力



しかし、分析結果は、CAPMが「小型効果」や「バリュー効果」をほとんど説明していないことを表している。これは、実現値の広がりに対してモデルの予測値に広がり無く、ほぼ水平線上に印が位置していることから明らかである。CAPMによる10ポートフォリオのリターン格差に対する説明力は、高々6%にすぎない。これは、これまでの結果を

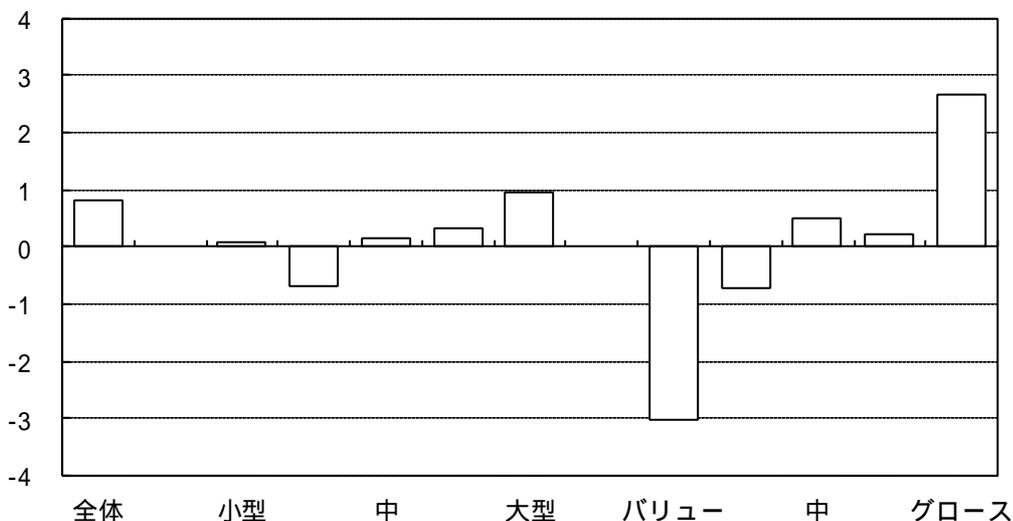
支持するものである。

このように、分析対象銘柄がこれまでの連載と比べてやや限定的であるものの、上記の結果はこれまで明らかにしてきた「小型効果」や「バリュー効果」の特性に大きな影響を与えていない。そこで、次の章では、これらアノマリーと配当政策の関係を家計の消費支出との結びつきから考察する。

## ．配当の変化と個人消費の関係からのアプローチ

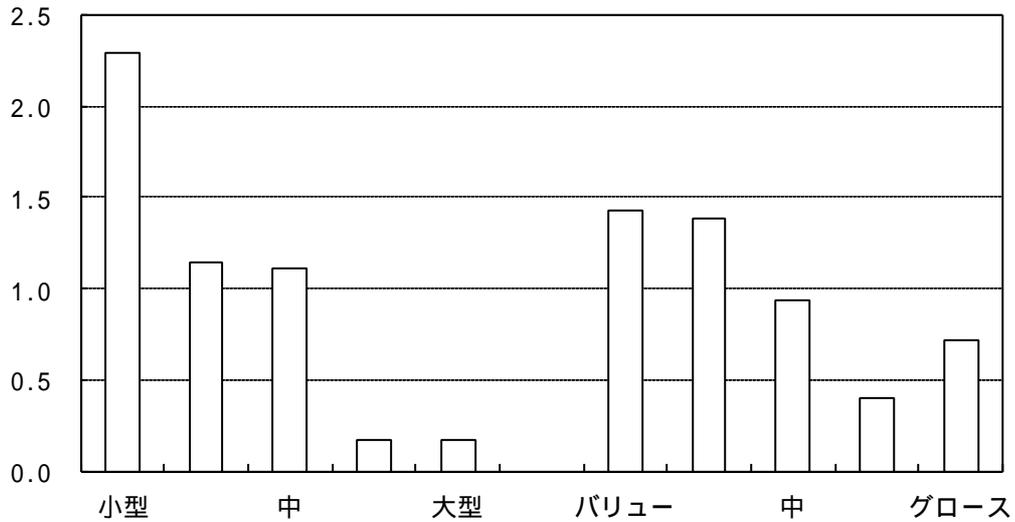
図表4は、ポートフォリオ毎に見た配当の変化の平均値を表している。明確とはいえな  
いまでも、かなりはっきりとした傾向がみられる。「規模」に関してみると、規模が大きい  
ポートフォリオほど配当額が上昇している。これは、「時価/簿価」に関してみるとさらに  
強い関係がある。特に、「バリュー」ポートフォリオの配当額は平均してマイナスであり、  
「グロース」ポートフォリオの配当額は平均してプラスである。これから予想できることは  
各ポートフォリオの配当の変化の平均的な格差を説明できれば、「小型効果」や「バリュー  
効果」が説明できるということである。

図表4：対数配当の前年差の平均値(年率%)



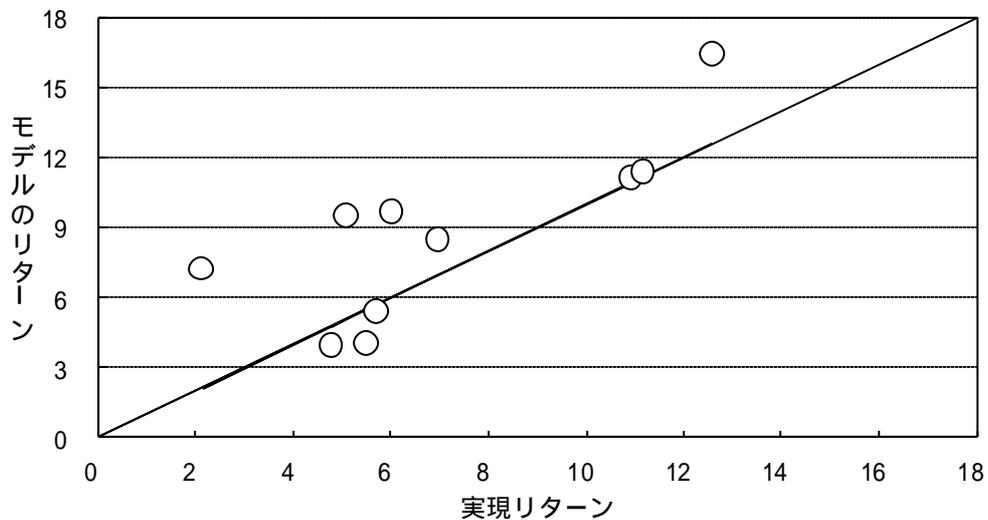
1章で考察したように、配当額の変更はその時の景気と何らかの関係がみられる。そこ  
で、各ポートフォリオの対前年配当変化と家計の消費支出の関係を考察する。図表5は、  
配当変化の消費支出変化に対する感応度(配当変化を消費支出変化に回帰したときの切  
片)を表す。図から小型やバリューポートフォリオほど、消費支出に対する感応度が高い  
ことを表している。これから予想できることは、「小型効果」や「バリュー効果」のようなり  
ターン格差は、配当変化の消費支出変化に対するエクスポージャーの大きさを説明できる  
ということである。

図表 5 : 配当変化の消費伸び率に対する感応度



ここまで、予想どおりに話は進んでいるが、この分析は、バンサル・ディトマー・ランドブラッドによって米国で検証され支持を得ている。彼らは、一般均衡モデルを構築しながら、実証的にも有効であることを主張しているという点で大変興味深い。ここでは彼らの理論構築の詳細を省略するが、各資産リターンの市場リターンに対するエクスポージャー(市場ベータ)でリスク・リターンのトレードオフを説明する CAPM と同様な発想で、彼らのモデルは、各資産配当変化の消費支出変化に対するエクスポージャー(キャッシュフローベータ)で資産のリスクとリターンのトレードオフを説明する。

図表 6 : キャッシュフローベータモデルの説明力



図表6はキャッシュフローベータが10個のポートフォリオのリターン格差をどれだけ説明できるのかを表している。図表3のCAPMと比べて、明らかな改善がみられる。具体的には、説明力が約70%まで大きく上昇している。サンプル数が限定されているとはいえず驚くべき数値である。この結果は先ほどの米国の結果と一致している。

このモデルは見方を変えると消費支出の変化のみでポートフォリオのリターン格差を説明するシングルファクターモデルである。もしシングルファクターで「小型効果」や「バリュー効果」を説明できるのであれば、これまで何度も利用してきたファマ・フレンチの3ファクターモデルはもはや不要なのか。確かに、3ファクターモデルについては様々な議論が未だ展開されている。このことを除いたとしても、ファクターモデルによるポートフォリオ構築の点から、少ないファクターで、しかもそれが扱いやすく、理解しやすい経済指標であることを考えると、今回の結果は決して無視することはできない。

しかしながら、図表7でも示しているように、キャッシュフローベータで説明できなかった残りの部分には、ファマ・フレンチのバリュー/グロース・スプレッド(簿価/時価)の説明力が依然として残されており、今回の結果から

図表7：残差と3ファクターの関係

	市場	サイズ	簿価/時価
切片	-11.07 (-0.93)	0.16 (0.15)	-1.25 (-1.54)
傾き	11.12 (0.93)	-0.46 (-0.26)	4.14 (2.53)
説明力	0.10	0.01	0.45

すぐファマ・フレンチの3ファクターに取って代わる新しいモデルを提案するとはいえない。そして、今回の結果については、少なくとも以下の点について考慮しなければならない。

- (1)分析対象銘柄が限定的である。
- (2)リバランスが年一回である。
- (3)ポートフォリオ基準での結果である。

この中で、(1)や(2)については分析手法の変更で対応できるので大きな問題ではない。しかし、(3)については少々注意すべき点がある。具体的には、図表1で考察したように、「配当据置」企業が多くを占めているため、当然ランキングポートフォリオの上位・下位に含まれる企業はさらに限定的である。すなわち、配当がある程度変化する状況でない、ある特定の銘柄のみの特徴を考察しているにすぎないのである。もちろん、モデルや分析結果を否定することにはならないが、実際の取引における参考情報として考えるとやや扱いにくいのである。

今後、各企業の配当政策が大きく変化することで今回の結果がどのように変化するのかは興味深い点である。例えば、長期投資の意思決定に直面している投資家にとっては、経

済状況と結び付いて構築されている今回のようなモデルの利用範囲は広いものと思われる。また、このモデルはシングルベータモデルであることを考えても、その扱いやすさから利用範囲は広い。

## . おわりに

「はじめに」で引用した7月23日付け日本経済新聞「新資本政策 - 規律に目覚める 横並び配当から脱却」の記事では、それでもなお横並びの意識は見え隠れすると述べている。しかし、これまでのように、たとえ赤字決算でも内部留保の取り崩しで配当するといった行動が今後も日本企業の配当政策の主流を占めるとは考えにくい。このような政策が完全に消滅するかは別として、少なくとも「安定配当」から脱却する企業が増えれば増えるほどこれまで株式市場で解明できなかった奇妙な現象のうちいくつかは消えるのかもしれない。

なお、補足すると、今回の内容は、6月8日(日)に武蔵大学で開催された「日本ファイナンス学会」で報告した「消費と配当の関係からみたわが国株式市場のクロスセクション分析」(飯原慶雄教授・加藤英明教授との共著)に基づいています。詳細について興味のある方は、ワーキングペーパーをご参照ください。

(南山大学経営学部助教授 徳永 俊史 7/26 記)