

ニュースと株価変動

目 次

- ・はじめに
- ・最近の事例：フジテレビジョン関連ニュースとその他民放テレビ局の株価
- ・景気動向指数の公表に株価は反応するのか？
- ・株価が大きく変動した日に何が起きたのか？
- ・おわりに

南山大学経営学部助教授 徳永 俊史

・はじめに

今回は、最近の日本経済新聞の記事「フジの株価急騰」(2005年3月17日朝刊 11 ページ)を題材として話を展開する。ここ数ヵ月の株式市場は、フジテレビジョンによるニッポン放送株の株式公開買付け(TOB)に始まり、ライブドアによるニッポン放送株の時間外大量購入がきっかけとなり、TOB の条件変更、フジテレビを引受先とする新株予約券の発行計画と裁判所による差し止め、ニッポン放送保有のフジテレビジョン株式を議決権付きでソフトバンクインベストメントが借り受け等々、日本の資本市場の歴史からみて今後大きな転機となるような出来事が連続して起きている。さらに、テレビとラジオを巻き込んだことによって、個人株主の比率が少ない日本でも、連日この話題がマスコミで取りあげられている。

今回の分析は、もちろんマスコミの公共性に関する話ではなく、さらに資金調達や企業買収といった資本市場における企業活動の話でもなく、冒頭取りあげた新聞記事の中にあった「この日はテレビ朝日、日本テレビ放送網、TBS、テレビ東京など他の民放各社も株価が軒並み三 - 五%上昇した」という部分に注目する。さらに、同記事は、国内証券の意見として、「配当政策などでフジと同様に株主重視の姿勢が強まるのでは、との連想買いが広がった」と結んでいる。そこで、ある会社の株価が、その企業特有の情報を織り込み

ながら変化する中で、その企業と同じグループ(業種やスタイル)に属する他の企業の株価がその情報からの連想で変動するという状況を最近の株価から明らかにしていく。言い換えると、情報の連想といった投資家心理が急速に支配的になる時期とそうでない時期の違いを明らかにする。

そこで、まず 節において、今回のフジテレビジョンによる TOB からはじまった一連の出来事の前後で主要民放 5 社(フジテレビジョン、テレビ朝日、日本テレビ放送網、TBS、テレビ東京)の株価がどのように変動したのか考察する。続いて、 節では、市場全体に影響を与えるニュースの公表が株価にどのような影響を与えるのかを考察する。 節では、逆に、2000 年以降株価が大きく変化した日にどのようなニュースがあったのかを振り返る(同様の分析は、「株式市場のアノマリー(10)」『調査情報』2001 年 4 月号の中でもおこなっているのであわせて参照のこと)。

なお、以下の分析で使用するニュースは、日本経済新聞朝刊・夕刊に掲載された記事で代用する。これら記事は、筆者が所属する南山大学において日経テレコン 21 の端末から記事検索システムを使って入手した。

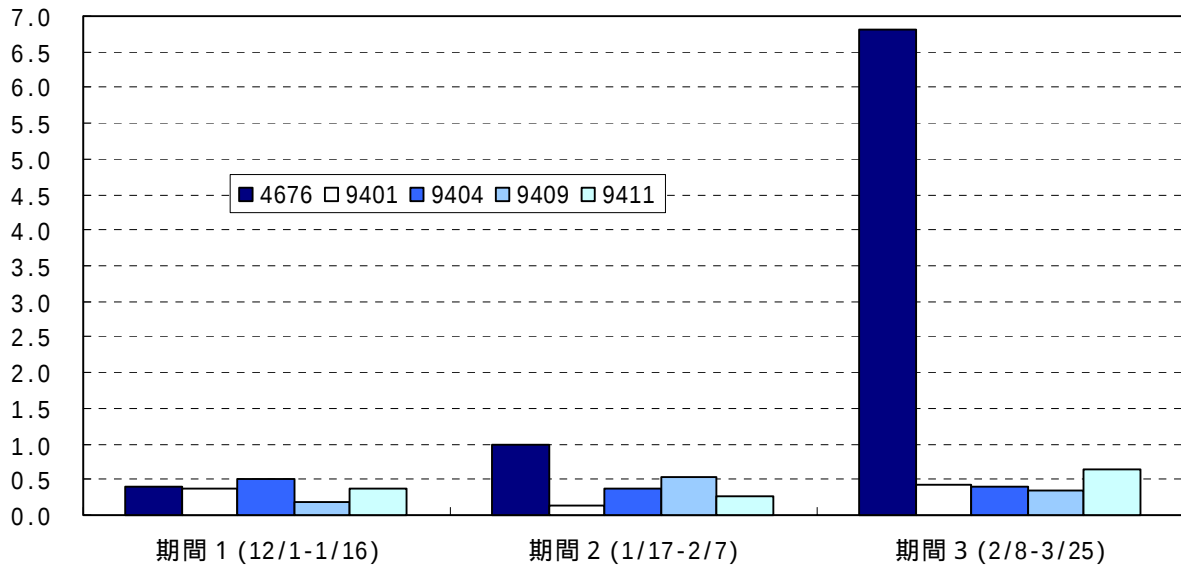
・最近の事例：フジテレビジョン関連ニュースとその他民放テレビ局の株価

1 月 17 日、フジテレビジョンは、ニッポン放送の経営権取得を目的とした株式公開買い付け(TOB)を発表した(フジテレビジョン発表「公開買付けの開始に関するお知らせ」(1 月 17 日)より)。結局、「買い付け価格が過去 3 ヶ月の平均株価に 21%のプレミアムを加算していること」「ニッポン放送の取締役会の賛同を得ていること」「買い付けが成功した後にニッポン放送はフジテレビジョンの連結子会社となること」(同お知らせより)などから、買い付け終了日である 2 月 21 日にこの TOB が成功すれば、日本における友好的 TOB の 1 例として記録され、少なくとも多くのマスコミを巻き込むような大きな話題にはならなかったであろう。

その後の経過についてここで振り返ることはしないが、2 月 8 日というある 1 時点だけに注目する。この日、ライブドアはニッポン放送の累計保有株式数が発行済み株式数の 35%になったことを公表した(ライブドア発表「株式買付けに関するお知らせ」(2 月 8 日)より)。これにより、フジテレビジョンは、上記に掲げた計画の変更を余儀なくされたのである。

図表 1 は、主要民放 5 局(フジテレビジョン(株式コード 4676)、TBS(9401)、日本テレビ放送網(9404)、テレビ朝日(9409)、テレビ東京(9411))に関するニュースの量を表している。計算手順は以下の通りである。まず、日経テレコン 21 の記事検索で日本経済新聞

図表 1 : 1 日当たりのニュース量(日本経済新聞朝刊・夕刊)



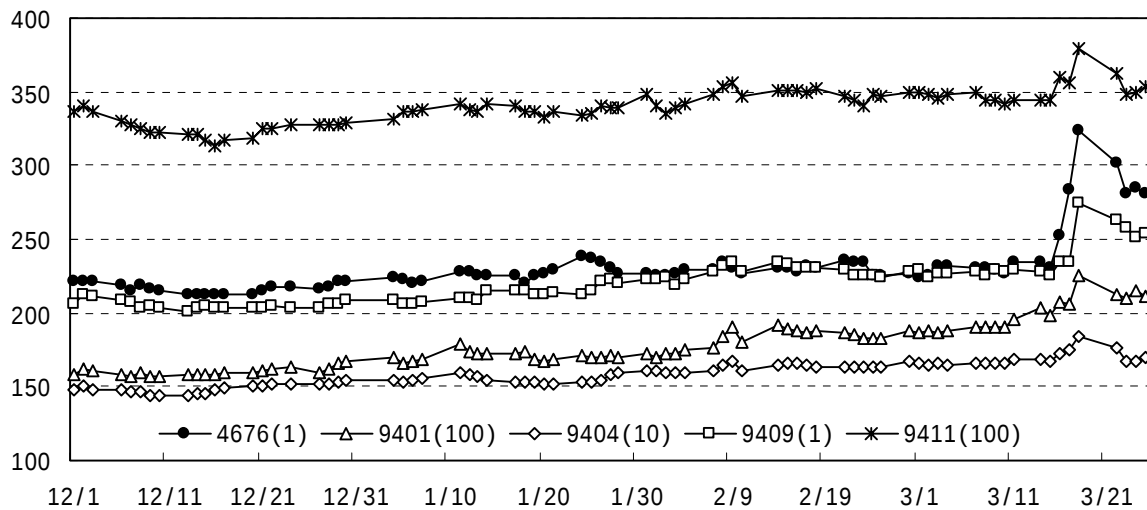
の朝刊と夕刊の見出しから本文に各社の名前(略称含む)が入っている記事を検索する。期間は、2004 年 12 月 1 日から 2005 年 3 月 25 日である。次に、この期間を 2 つのイベント日(1 月 17 日と 2 月 8 日)で 3 つ(期間 1 : 12 月 1 日から 1 月 16 日の 47 日間(ただし、営業日は 1 月 14 日まで)、期間 2 : 1 月 17 日から 2 月 7 日の 22 日間、期間 3 : 2 月 8 日から 3 月 25 日の 46 日間)に分割する。2004 年 12 月 1 日から検索した理由は、2 つのイベント前後の日数をほぼ同じにするためである。図中の数値は、記事の数を日数で割ったものである。また、記事の内容や量で区別はせず、1 つの記事はすべて同じウエイトで計算した。

図表 1 は、我々の日常感覚が数字となって現れている。通常期(期間 1)では、平均しておよそ 2 日から 5 日に 1 回程度の関連ニュースがでてくることを意味する。TOB が発表された後(期間 2)、フジテレビジョンに関するニュースがほぼ 1 日 1 回みられるが、他の民放 4 社には大きな変化がみられない。そして、ライブドアによる大量購入の後(期間 3)、フジテレビジョンに関するニュースは 1 日 7 回程度まで増加する。その他民放 4 社については若干増加している。

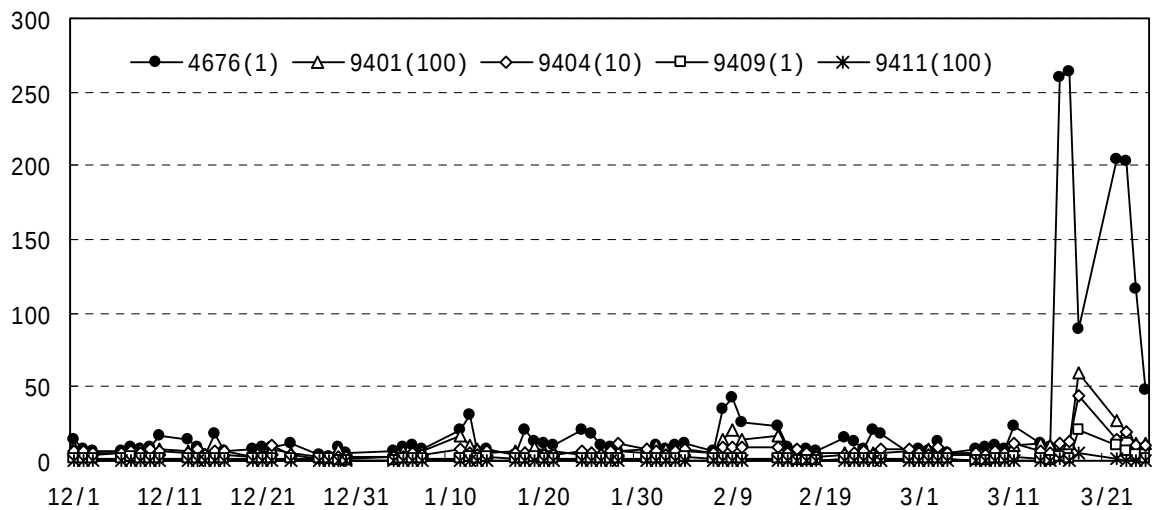
図表 2 は、民放 5 社の株価と出来高の推移をプロットしたものである。すべて売買単位(株式コードの後ろのカッコ内の数値)で修正している。株価は最後の 2 週間で大きく変化している以外は穏やかに推移している。一方、出来高も最後の 2 週間で大きく変化している。フジテレビジョンに関しては、TOB 発表日(1 月 17 日)とライブドアによる大量購入日(2 月 8 日)にやや出来高が増加している。

一般に、情報量が増えると、取引が活発になる。すなわち、図表 1 でみたニュースの量が増えると図表 2 でみた出来高が増加する。しかし、投資家心理が支配的となり、連想買いや連想売りが増えると、ニュースの量が増えなくても出来高だけが増加することになる。

図表 2 a : 民放 5 社の株価(04/12/1 - 05/3/25)



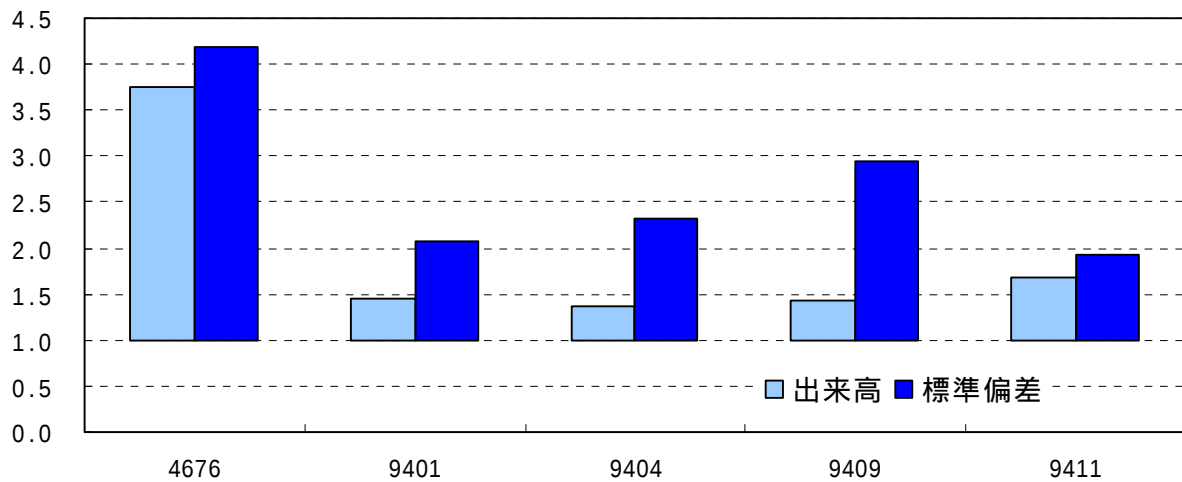
図表 2 b : 民放 5 社の出来高(千株) (04/12/1 - 05/3/25)



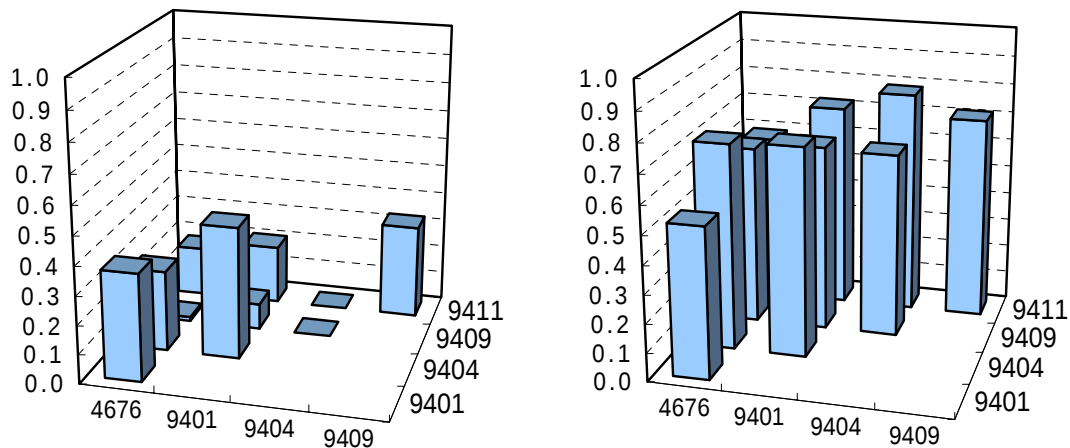
また、取引が活発になると、株価変動が激しくなるので、株価騰落率の標準偏差(分散)は大きくなる。図表 3 a は、出来高や標準偏差が期間 1 から期間 3 にかけてどのくらい変化したのかを表している。出来高は東京証券取引所 1 部出来高の変化を控除している。株価騰落率の標準偏差は、市場モデルを使って市場要因を除去した後の個別要因の標準偏差で評価している。

一方、図表 3 b は、個別要因間の相関を表している。市場モデルを前提とするなら、残された個別要因は、その企業特有の情報を反映しているので、相関はゼロに近い値を示すはずである。もちろん、同一業種に属し、業務内容も近いので、市場要因以外にも共通する要因があると考えすることは自然である。したがって、図表 3 b で注目すべきは、どれだけ相関構造が変化しているのかという点である。

図表 3 a : 市場要因除去後の出来高と標準偏差の変化
(期間 3 / 期間 1)



図表 3 b: 個別要因の相関 (左:12/1 - 1/16; 右:2/8 - 3/25)



図表 1 とあわせてみると図表 3 の結果は、冒頭述べた「配当政策などでフジと同様に株主重視の姿勢が強まるのでは、との連想買いが広がった」という新聞記事を裏付けるものである。フジテレビジョンについては、情報量の急増が市場要因除去後の出来高や個別要因の急増と連動している。しかし、その他民放 4 社については、情報量の増加以上に出来高や個別要因が増加している。そして、この市場要因のみ除去された個別要因は、民放 5 社間でみると共通した要因によってもたらされているようである。もちろん、非常に短期間での分析のため、結果の安定性については注意する必要がある。

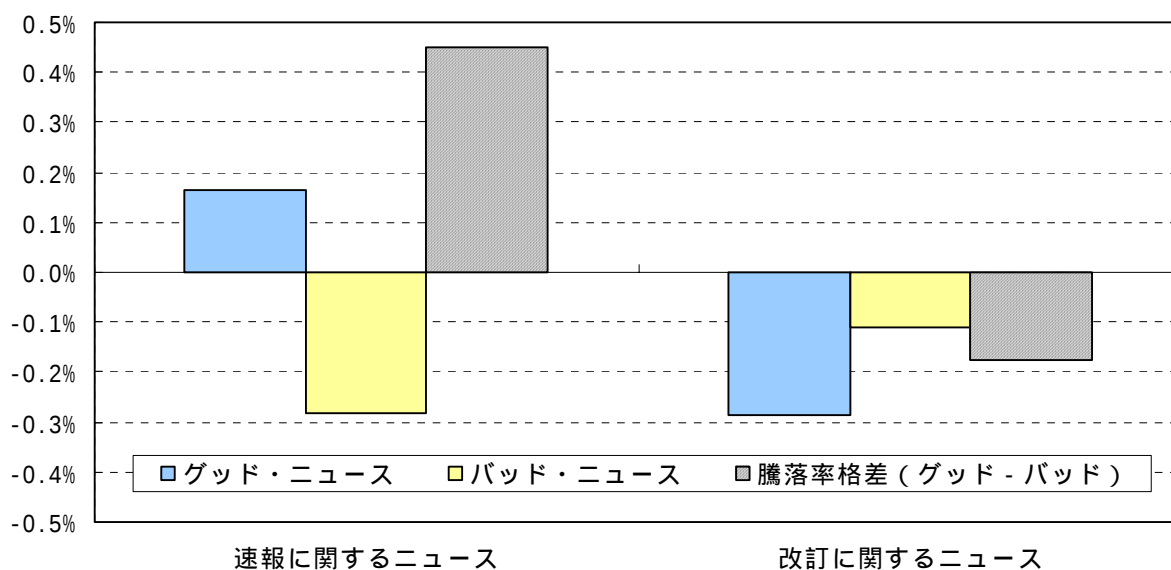
・ 景気動向指数の公表に株価は反応するのか？

ここでは、景気動向指数の発表というニュースに対して株式市場がどのように反応する

のか考察する。現在、景気動向指数は内閣府より発表されており、毎月の数値は、翌々月の上旬に速報、中旬に改訂状況が発表される。たとえば、2005 年 1 月の景気動向指数は、3 月 9 日 14 時に速報、3 月 16 日の 14 時に改定状況が発表された。通常、一致指数が 3 ヶ月連続で 50%を超えたとき、景気は拡大局面であるとする。

指数の公表は翌々月の上旬であることから、指数を構成する系列(一致指数なら鉱工業生産指数、大口電力使用量など 11 系列)の動きから事前にある程度予想することができる。たとえば、先ほどの 2005 年 1 月の景気動向指数について、3 月 1 日の日本経済新聞は「1 月景気一致指数 2 ヶ月ぶり 50%超確実」(朝刊 5 ページ)などと報じている。したがって、数値が公表されるときには情報が織り込み済みであると考えすることは自然である。少なくとも、2000 年以降日本経済新聞に公表された指数の見通しに関する記事はすべて実際の公表値と矛盾していなかった。ここでは、景気動向指数が 50%を上回ったのか下回ったのかについての新聞を通した“公の”情報は、株式市場に影響を与えるのかどうかについてのみ検証する。

図表 4：景気動向指数に関するニュースがあった日の株価騰落率



図表 4 は、2000 年 1 月以降、日本経済新聞朝刊・夕刊の見出しから本文に景気動向指数に関する予想もしくは指数公表を取り扱った記事を検索し、そのインパクトを計測した結果である。結果は、速報値に関するニュースに対しては正に反応している。すなわち、グッド・ニュースのときは株価が上昇し、バッド・ニュースのときは株価が下落している。その格差は正に有意な数値である。一方、数値改訂に関するグッド・ニュースに対しては、逆に反応している。ただし、格差は統計的に有意ではない。これは、速報から改訂へ 50%を超えて変化するケースは希である(例えば、2004 年 11 月の一致指数は、2005 年 1 月 11 日の速報が 44.4%であり、1 月 18 日に 60%に改訂された)ことから、速報が出た後は翌月の速報に興味が移ると考えることもできる。ただし、景気動向に関するニュースは、通

常、日本経済新聞の3面や5面に掲載されるので、掲載日より大きなインパクトのあるニュースが流れた可能性もある。

・ 株価が大きく変動した日に何が起きたのか？

1989年、ハーバード大学のカトラー氏、MITのポターバ氏、財務省のサマーズ氏の行った分析は、その後、行動ファイナンスの代表的論文として何度も引用されている(Cutler, Poterba, and Summers (1989) “What Moves Stock Prices,” Journal of Portfolio Management, Spring, 4–12. 最近では、イェール大学のシラー教授の著書『根拠なき熱狂』(植草一秀訳、原題 “Irrational Exuberance”)の中で取り上げられている)。彼らの結果の中で、1941年から1987年の間、最も大きくS&P指数が変動した50日を拾い、それに対するニューヨークタイムズの説明記事との関係を調べている。そして、それほど大きく株価を動かす程のニュースはないと述べている。シラー氏は、株式市場に与えるニュース・メディアの影響について議論している。

図表5は、2000年1月1日から2005年3月25日までに東証株価指数(TOPIX)が大きく変動した上位5日(下落・上昇)の日付とその日の朝刊・夕刊の記事、さらには、その株価変動の理由を表している。これら全10日は、すべてその日の夕刊の1面で、株価が大きく変動したことを理由付きで伝えている。朝刊のニュースがそのまま株式市場に影響を与えているのは、下落ランク1位の同時多発テロの影響である。その他、下落2位、3位、4位と上昇2位から5位までは米国株式相場の影響を強く受けている。

その他、図表6より、興味深いのは、上昇5日のうち3日(ランク2位、3位、5位)と下落5日のうち3日(ランク2位、3位、4位)は休日空けである。節で述べたように、情報量が多いと株価変動も大きくなる。したがって、休日中に蓄積した情報を反映する休日空けの株価が大きく変動するという可能性は高まる。ただし、一方方向に大きく動くことを説明するには、たとえば、先ほどのシラー氏による「関心のカスケード(連鎖反応)」を引用する必要がある。また、大きく下落する日は始値が高値のケースが多く、大きく上昇する日は終値が高値のケースが多い。すなわち、下落するときは、前場の開始とともに急落トレンドが始まり、上昇するときは、後場の終了に向かって上昇トレンドが続く傾向にある。これは、米国要因が強い下落相場では高値から急落し、国内要因も含まれる上昇相場では高値で終わることを意味する。

このように、新聞記事にあるように、下落・上昇上位5日にはそれなりの説明がある。しかし、その理由が株価変動をすべて説明しているかは分らない。情報以上に反応している可能性も考えられるし、情報をすべて織り込んでいない可能性も考えられる。単純に下落・上昇上位5位までの翌営業日の株価をみると、下落した1位から5位まですべて翌

図表 5 : 大きな株価変動とニュース(2000/1/1 - 2005/3/25)

ランク	日付	騰落率(%)	1面記事(ニュース記事で最も文字数の多いもの) [朝刊/夕刊/理由(夕刊1面より)]
パネルA : 下落率上位5日			
1位	2001/9/12	-6.36%	米で同時大規模テロ、乗っ取り旅客機一斉突入 米同時テロ、最悪の被害、大統領「数千人が死亡」 テロ響き急落
2位	2000/4/17	-6.12%	G7 共同声明、主要通貨安定へ強調 株急落一時1800円超す下げ、日経平均、米国株下落が普及 同上
3位	2004/5/10	-5.68%	住友電工、超電導の電線量産 企業買収ファンド拡大 米国株式相場先行き警戒感
4位	2003/10/23	-5.28%	ソニーが金融持ち株会社、来春、事業会社で初 横浜市隠れ借金、市税で1兆8000億円処理 米国株式相場下落、円相場上昇に嫌気
5位	2000/3/13	-4.60%	(休刊) 三和・東海・あさひ銀統合、来春にも共同持ち株会社 先週末のハイテク・情報通信株の急落から
パネルB : 上昇率上位5日			
1位	2001/3/21	6.32%	日米首脳会談、米、不良債権早期処理促す 日米で同時金融緩和、短期金利、ほぼゼロに低下 日銀の量的緩和実施
2位	2000/1/11	4.99%	Mマートなど5社、電子商取引、コンビニ連合 国民銀、八千代銀に譲渡、公的資金注入へ 米株高好感
3位	2002/3/4	4.74%	東ガスが固定料金制、大口顧客向け3 - 5年契約 外務省報告書、「鈴木氏と異常な関係」 米国相場上昇、佐藤工業問題で構造改革が前進と評価
4位	2001/3/26	4.37%	千葉知事に無党派・堂本氏 新卒者派遣を急拡大、企業の採用負担を軽減 米国株式持ち直し、金融経済対策への期待感広がる
5位	2002/2/21	3.34%	患者が病院選びやすく、厚生省規制緩和案 高島屋、オンワードと提携、婦人ブランド開発 米国株式相場が大幅反発した流れを受ける

図表 6 : 大きな株価変動のあった日

ランク	日付	曜日	始値 = 高値	終値 = 安値	終値(-1) ~ 終値	始値 ~ 終値	終値(-1) ~ 始値
下落1位	2001/9/12	水	○	○	-6.36%	-4.94%	-1.50%
下落2位	2000/4/17	月	○		-6.12%	-5.93%	-0.20%
下落3位	2004/5/10	月			-5.68%	-5.08%	-0.63%
下落4位	2003/10/23	金	○	○	-5.28%	-4.22%	-1.11%
下落5位	2000/3/13	月	○		-4.60%	-4.40%	-0.21%
	日付	曜日	始値 = 安値	終値 = 高値	終値(-1) ~ 終値	始値 ~ 終値	終値(-1) ~ 始値
上昇1位	2001/3/21	水		○	6.32%	5.99%	0.31%
上昇2位	2000/1/11	火	○		4.99%	4.46%	0.51%
上昇3位	2002/3/4	月	○	○	4.74%	3.61%	1.09%
上昇4位	2001/3/26	月		○	4.37%	3.58%	0.77%
上昇5位	2002/2/21	金		○	3.34%	2.63%	0.69%

日の株価は上昇している。一方、上昇した1位から4位までが翌日の株価の下落を経験している。これだけで判断すると、情報に過剰反応していると考えられる。これらについては、より多くのケースを分析することで、株価がニュースを適正に織り込んでいるのか詳しく分析する必要がある。

． おわりに

今回は、ニュースと株価の関係を分析した。しかし、株価は数値であるのに対して、ニュースは言葉である。したがって、より確かな結果を得るには、ニュースをいかに数値化し、計量的な分析をするのか考える必要がある。また、最近では、インターネットを通じてさまざまな情報を入手することができる。情報が正しく株価に織り込まれるのか分析することは非常に重要であると考えられる。

(3/28 記)