

Title	投資家の近視眼的行動と高配当利回り銘柄の配当落ちアノマリー
Author	翟, 林瑜 / 土田, 祐介
Citation	経営研究. 67(4); 85-92
Issue Date	2017-02
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

投資家の近視眼的行動と高配当利回り銘柄の 配当落ちアノマリー

翟 林 瑜・土 田 祐 介

目 次

1. はじめに
 2. データと分析方法
 3. 分析結果
 4. おわりに
- 参考文献

1 はじめに

新古典的ファイナンス理論や効率的市場仮説では、株式投資家が完璧な情報分析能力と判断力を持ち、合理的に行動すると仮定されている。しかしながら、現実の株式市場においては、様々なレベルの情報分析能力と判断力を持つ投資家や、長期の投資視野を持つ投資家と目先のことしか考えない投機家などが混在しており、賢明で理性的な投資家による裁定取引に限界がある。小型株効果、バリューストック効果、材料株や仕手株の株価乱高下といったアノマリーの存在は、投資家の限定合理性またはバイアスを物語っている。

近年、アノマリーや投資家の限定合理性を説明する行動ファイナンスは大きな注目を浴びてきた。経済主体の近視眼的行動が自信過剰、群集行動と損失回避などのバイアスとともに行動ファイナンスの主要なテーマである。行動の先送りや目先の効用の追求を意味するこの近視眼的行動は、経済主体の消費行動と投資行動に多く見られる¹⁾。消費行動においては将来の消費よりも今の消費に大きな喜びを感じる過少貯蓄、投資行動においては投資対象の本源的価値よりも短期の値動きを重視する投機がその好例である。

株式投資の世界では、高配当利回り銘柄には、配当権利付き最終日までには配当取りのための売買が活発に行われ、配当落ち後は売買が落ち込み、株価も低迷する現象が見受けられる。効率的市場が成り立つならば配当落ち日にはちょうど配当金額分だけ株価が下がるはずだが、現実においては往々にして配当分以上に株価が下がるのである。配当とキャピタルゲインに対する所得税率がほぼ同じであることを考慮すると、配当分以上の株価の下落は、投資家の近視

眼的行動を意味する。つまり投資家は配当を取るために権利付き最終日まではその株を買い上げるが、配当権利が落ちると、さっさとその御用済みの株を手放そうとするのである。本稿は、この不思議な現象を配当落ちアノマリーとして、近年の日本の株式市場におけるその存在を検証するものである。

多くの国においては企業が配当予想を発表しない関係で、この配当落ちアノマリーに対する研究はあまり多くない。これに対して、日本の上場企業のほとんどは、当期の決算短信を公表する際に、次期の経營業績や配当に関する経営者予想を発表している。その後配当予想の修正はありうるが、実際の配当は経営者の直近の予想通りに行われる。この意味において、日本の株式市場は配当落ちアノマリーを検証する恰好の対象である。

やや古い研究ではあるが、加藤（1995）または Kato and Loewenstein（1995）は、配当落ち日には1%の超過リターンという逆のアノマリーを検出して、このアノマリーを、リターンを目的としない株式の持ち合い維持のための取引に原因があるのではないかと推測した。また、近年株主優待が増えつつあるという日本独特の慣行について株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響を検証する望戸・野瀬（2015）は、優待実施企業にはおよそ60営業日前から優待権利付き最終日までの累積超過リターンが有意に高いと報告している。

本稿の構成は以下の通りである。次節ではデータと分析方法について説明する。第3節では分析結果について述べる。第4節では本研究をまとめる。

2. データと分析方法

本研究で使用される株価と配当などに関するデータは日経FQより取得した。株価は配当調整済み株価を用いる²⁾。したがって、日次リターンは配当込みのリターンとなる。配当利回りは配当権利付き最終日の株価で算出した³⁾。

上場企業のほとんどは3月決算で、第2四半期の9月と期末の3月に配当を行う。このことを鑑み、3月末と9月末の配当落ち日前後の株価の動きを分析する。サンプルは3月末と9月末に配当のある東証1部、2部、マザーズとジャスダック上場の企業であるが、比較のために、3月末と9月末に配当のない企業をも銘柄に加える⁴⁾。イベント日は2006年3月から2016年9月までの11年間における22回の配当落ち日である。株価と売買代金は、権利落ち日前後の16営業日（配当の権利付き最終日までの7日間と権利落ち日からの9日間）のものである。なお、増加する傾向にある株主優待実施企業のほとんどは、優待権利落ち日と配当権利落ち日が重なる。配当落ちの影響に焦点を絞るためには、株主優待の価値を準配当として考慮するか、分析から除外する必要がある。株主優待には現金に近いものもあれば、金額に直しにくい実物もあり、準配当として換算することが困難である。本研究においては株主優待実施企業をサンプルから取り除いた。株主優待実施企業は、現時点（執筆時の2016年11月20日）で862社（野村證券のHPより）あり、その862社はサンプルから除かれた⁵⁾。

高配当利回り銘柄ほど配当落ち後の株価の下落が顕著であり、その下落は配当分以上であるアノマリーを検出するために、各3月末または9月末の配当権利付き最終日の配当利回りで、配当利回りが高い上位50銘柄、配当のある上位51以下の銘柄と配当なし（無配か、決算日に該当しないかのいずれか）銘柄の3分位に分ける。それぞれの分位について、配当権利付き最終日までの6日間と権利落ち日からの9日間の日次リターンと日次累積リターンを計測する。配当落ち日前後の売買状況を見るために、上記の日次リターンと日次累積リターンと同じ計測方法で売買代金の配当権利付き最終日までの6日間と権利落ち日からの9日間の日次増加率と日次累積増加率も調べる。

3. 分析結果

分析は、まず2006年3月から2016年9月までの計22イベント日の配当落ち前後の日次リターンと累積リターンを、配当利回り上位50銘柄（第1分位）、その以外の配当あり銘柄（第2分位）と配当なし銘柄（第3分位）に分けて算出する。続いて、その22イベント日の日次リターンと日次累積リターンの平均を求めて、上位50銘柄と配当なし銘柄の間にリターンに関する違いがあるかどうかを調べるために、上位50銘柄の累積リターンから配当なし銘柄の累積リターンの差を計算し、その差のt値を求める。紙幅の関係で、22イベント日の平均だけを表1に示した。

表1からは次の5つのことを読み取ることができる。第1に、配当権利付き最終日までの日次累積リターンについては、高配当利回り上位50銘柄とそれ以外の配当あり銘柄は配当なし銘柄より高く、とくに権利付き最終日の累積リターンがそれぞれ0.015（1.5%）と0.021（2.1%）にもなっており、配当なし銘柄の0.006（0.6%）を引き離している。第2に、高配当利回り上位50銘柄については、配当落ち日（t1）に-0.001（0.1%）のリターンで、その下落は配当金額より少し大きい、配当落ち後の9日目の累積リターンは-0.03（-3%）にも達している。上位50銘柄の平均配当利回りが3.2%であることを考えると、下落幅は、配当金額の倍近くにも達している⁶⁾。第3に、上位50銘柄以外の配当あり銘柄（第2分位）も、上位50銘柄と同じく、配当権利付き最終日までは累積リターンが高く、配当落ち後の株価の低迷が見られるものの、9日目の累積リターンは-0.008（-0.8%）にとどまっている。第4に、配当なし銘柄（第3分位）には、配当権利付き最終日までの株価の上昇がほとんどなければ、配当落ち後の株価の下落もほとんどない。第5に、上位50銘柄と配当なし銘柄を比較すると（表1の下から2行目と1行目）、配当権利付き最終日までは高配当利回り銘柄の累積リターンが配当なし銘柄より有意に高く、配当落ち日以後は、配当落ち日からの累積リターンが配当なし銘柄より有意に低く、9日目（t9）にはその差は-3.1%にもなっている。以上をまとめると、配当権利付き最終日までは、配当を取るために高配当利回り銘柄が買い上げられ、配当落ち後は高配当利回り銘柄が大きく売られるという現象が明らかになった。とくに、上位50銘柄の配当権

表1 配当落ち日前後のリターン

分位と分位ごと配当利回り			t_5	t_4	t_3	t_2	t_1	t_0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	
1	平均値	0.032	リターン	0.003	0.004	0.003	0.003	0.001	0.001	-0.001	-0.006	-0.002	-0.006	-0.004	-0.003	-0.003	-0.004	-0.003
			累積リターン	0.003	0.007	0.010	0.013	0.015	0.015	-0.001	-0.007	-0.008	-0.014	-0.018	-0.021	-0.023	-0.027	-0.030
	サンプル数	1097	サンプル数	1096	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097	1097
	標準偏差	0.012	標準偏差	0.029	0.025	0.025	0.025	0.023	0.024	0.028	0.026	0.024	0.025	0.022	0.025	0.023	0.028	0.028
2	平均値	0.013	リターン	0.001	0.007	0.003	0.005	0.000	0.006	0.006	0.001	-0.001	-0.007	-0.003	-0.002	0.000	-0.002	0.000
			累積リターン	0.001	0.008	0.010	0.015	0.015	0.021	0.006	0.006	0.006	-0.001	-0.004	-0.006	-0.006	-0.008	-0.008
	サンプル数	22314	サンプル数	22313	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314	22314
	標準偏差	0.007	標準偏差	0.029	0.027	0.025	0.026	0.024	0.023	0.023	0.024	0.024	0.026	0.047	0.026	0.022	0.025	0.025
3	平均値	0.000	リターン	0.001	0.004	0.001	0.002	-0.003	0.001	0.005	0.004	0.002	-0.004	-0.001	-0.001	0.000	-0.002	0.000
			累積リターン	0.001	0.004	0.005	0.007	0.004	0.006	0.005	0.008	0.011	0.007	0.005	0.004	0.004	0.001	0.002
	サンプル数	32234	サンプル数	32223	32227	32227	32228	32231	32232	32232	32234	32234	32234	32234	32234	32234	32234	32234
	標準偏差	0.000	標準偏差	0.037	0.050	0.032	0.032	0.033	0.033	0.031	0.032	0.031	0.032	0.056	0.033	0.032	0.036	0.036
全体	平均値	0.006	リターン	0.001	0.005	0.002	0.003	-0.002	0.003	0.005	0.002	0.001	-0.005	-0.002	-0.001	0.000	-0.002	0.000
			累積リターン	0.001	0.006	0.007	0.010	0.009	0.012	0.005	0.007	0.008	0.003	0.001	0.000	-0.001	-0.003	-0.003
	サンプル数	55645	サンプル数	55632	55638	55638	55639	55642	55643	55643	55645	55645	55645	55645	55645	55645	55645	55645
	標準偏差	0.009	標準偏差	0.034	0.042	0.030	0.030	0.030	0.029	0.028	0.029	0.028	0.030	0.052	0.030	0.028	0.032	0.032
累積リターンの差(第1分位-第3分位)			0.002	0.003	0.005	0.006	0.010	0.010	-0.005	-0.015	-0.019	-0.020	-0.023	-0.025	-0.027	-0.028	-0.031	
上記の差のt値			2.75	4.00	6.78	7.84	14.25	13.30	-5.83	-18.65	-25.56	-26.73	-31.27	-32.26	-38.14	-32.15	-36.53	

注：分位1、2と3は、それぞれ配当利回りの高い上位50銘柄、上位50銘柄以外の配当あり銘柄と配当なし銘柄である。t₅～t₁は配当権利付き最終日の5日前～1日前、t₀は配当権利付き最終日である。t₁は配当落ち日、t₂～t₉は配当落ち日の1日後～8日後である。リターンは日次リターンである。累積リターンは、その日次リターンの合計で求まる日次累積リターンである。標準偏差は、日次リターンの標準偏差である。累積リターンは、2種類があり、それぞれ、権利付き最終日(t₀)までの累積リターンと配当落ち日(t₁)からの累積リターンである。累積リターンの差は、第1分位の累積リターンと第3分位の累積リターンの差である。この差のt値は、日次リターンの標準偏差で求められたものである。累積リターンの標準偏差が日次リターンの偏差より小さいので、t値による検定は保守的である。

表 2 配当落ち日前後の売買代金

分位と分位ごと配当利回り			t_5	t_4	t_3	t_2	t_1	t_0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	
1	平均値	0.032	増加率	0.034	0.023	0.091	0.084	0.167	0.178	-0.410	-0.294	-0.115	0.009	-0.043	0.009	-0.065	0.013	-0.010
			累積増加率	0.034	0.058	0.149	0.233	0.400	0.578	-0.410	-0.704	-0.820	-0.810	-0.853	-0.844	-0.909	-0.896	-0.906
	サンプル数	1097	サンプル数	945	960	976	995	1008	1027	985	933	930	933	916	913	921	904	891
	標準偏差	0.012	標準偏差	0.945	0.941	0.909	0.849	0.862	0.808	0.868	0.959	0.941	0.956	0.913	0.937	0.911	0.999	0.944
2	平均値	0.013	増加率	-0.084	0.030	0.022	0.028	0.011	0.050	-0.240	0.048	0.004	0.017	-0.009	-0.003	-0.044	-0.016	0.037
			累積増加率	-0.084	-0.055	-0.033	-0.005	0.006	0.056	-0.240	-0.192	-0.188	-0.171	-0.181	-0.183	-0.227	-0.243	-0.206
	サンプル数	22314	サンプル数	20666	20707	20721	20815	20923	21030	20661	20274	20206	20313	20332	20410	20394	20285	20265
	標準偏差	0.007	標準偏差	0.782	0.753	0.755	0.742	0.738	0.731	0.752	0.742	0.735	0.741	0.737	0.736	0.727	0.764	0.740
3	平均値	0.000	増加率	-0.035	0.004	0.014	-0.007	0.040	-0.009	-0.138	0.113	-0.013	0.031	-0.025	0.009	-0.023	-0.024	0.061
			累積増加率	-0.035	-0.031	-0.017	-0.024	0.016	0.007	-0.138	-0.025	-0.037	-0.006	-0.032	-0.023	-0.047	-0.071	-0.010
	サンプル数	32234	サンプル数	28801	28852	28874	29009	29234	29273	28872	28581	28534	28544	28535	28569	28482	28351	28428
	標準偏差	0.000	標準偏差	0.934	0.901	0.903	0.897	0.900	0.895	0.918	0.914	0.906	0.916	0.907	0.918	0.878	0.902	0.903
全体	平均値	0.006	増加率	-0.054	0.015	0.019	0.009	0.031	0.019	-0.185	0.079	-0.008	0.025	-0.019	0.004	-0.033	-0.020	0.050
			累積増加率	-0.054	-0.039	-0.020	-0.011	0.019	0.038	-0.185	-0.106	-0.114	-0.089	-0.108	-0.104	-0.137	-0.157	-0.107
	サンプル数	55645	サンプル数	50412	50519	50571	50819	51165	51330	50518	49788	49670	49790	49783	49892	49797	49540	49584
	標準偏差	0.009	標準偏差	0.876	0.844	0.845	0.836	0.837	0.831	0.855	0.851	0.842	0.850	0.842	0.849	0.820	0.850	0.841
累積増加率の差(第1分位-第3分位)			0.069	0.089	0.166	0.257	0.384	0.571	-0.273	-0.680	-0.782	-0.804	-0.821	-0.821	-0.862	-0.825	-0.897	
上記の差のt値			2.21	2.87	5.61	9.37	13.88	22.16	-9.68	-21.33	-24.96	-25.30	-26.79	-26.06	-28.27	-24.50	-27.95	

注：分位1、2と3は、それぞれ配当利回りの高い上位50銘柄、上位50銘柄以外の配当あり銘柄と配当なし銘柄である。t₅～t₁は配当権利付き最終日の5日前～1日前、t₀は配当権利付き最終日である。t1は配当落ち日、t2～t9は配当落ち日の1日後～8日後である。増加率は売買代金の対前日増加率である。累積増加率は、その対前日増加率の合計で求まる累積増加率である。標準偏差は、対前日増加率の標準偏差である。累積増加率は、2種類があり、それぞれ、権利付き最終日(t₀)までの累積増加率と配当落ち日(t1)からの累積増加率である。累積増加率の差は、第1分位の累積増加率と第3分位の累積増加率の差である。この差のt値は、増加率の標準偏差で求められたものである。累積増加率の標準偏差が増加率の偏差より小さいので、t値による検定は保守的である。

利付き最終日の配当利回りが3.2%であるが、配当落ち後の9日目では、配当込みの累積リターンが-3%にも達しており、9日間では配当利回りの倍近くも株価が下落している。これは、合理的に説明することのできないアノマリーであり、投資家の近視眼的売買行動によるものであろう。

次は、日次累積リターンと同じ計測方法で売買代金の配当権利付き最終日までの6日間と配当落ち日からの9日間の日次増加率と日次累積増加率を表2に示す。表2より、配当権利付き最終日までの6日間の売買代金の累積増加率については、上位50銘柄が上位50銘柄以外の配当あり銘柄や配当なし銘柄より高い。とくに、上位50銘柄の権利付き最終日の累積増加率が0.578(57.8%)であり、配当なし銘柄の0.007(0.7%)を0.571(57.1%)も有意に上回っている。他方、配当落ち後の9日間の累積増加率については、上位50銘柄は有意に低い。とくに、上位50銘柄の9日目の累積増加率が-0.906(-90.6%)であり、配当なし銘柄の-0.01(-1.0%)を0.897(89.7%)も有意に下回っている⁷⁾。これは、配当権利付き最終日までは売買が活発で、配当落ち後は売買が低調となるという現象を裏付けているといえる。

4. おわりに

本稿は、企業があらかじめ配当予想を発表しておいて、配当予想通りに配当を行うという日本独特の慣行に着目して、配当利回りの高い銘柄ほど配当落ち後株価が配当分以上に大きく下落するという配当落ちアノマリーを最近11年間のデータで検証した。その結果、高配当利回り銘柄は、配当権利付き最終日までは株価が堅調で、配当取りの売買も活発だが、配当落ち日からは、株価は配当金額以上に大きく下落し、売買もほかの銘柄よりかなり低調となることがわかった。

もし配当に対する所得税率がキャピタルゲインに対する所得税率より低いならば、上述の現象を節税の視点からある程度正当化できるが、二つの所得に対する税率が同じの日本においては、この現象は税金の面から合理的に説明できない。もう一つ正当化可能な理由は、配当とキャピタルゲインの不確実性の程度に差があることである。配当は投資家の口座に振り込まれる現金の形で確定するが、未実現のキャピタルゲインは株価の変動に晒される。こういう意味で、配当のリスクが小さくて、未実現キャピタルゲインのリスクが大きい。リスク回避的な投資家は、リスクの小さい配当を选好し、リスクの高いキャピタルゲインを避ける形で、上述の現象が起こったかもしれない。しかしながら、これをもって高配当利回り銘柄の配当落ち後の大きな株価下落をすべて説明することはできず、投資家の近視眼的な行動に群集行動が加わった結果、このアノマリーが発生したと考えられる。

投資家の近視眼的行動は、材料株の人気化や一時的外的ショックによる株価の乱高下などのときにも見られるが、配当落ち日というイベント日と配当の価値がともにはっきりしているという意味において、高配当利回り銘柄における投資家の近視眼的投資行動が明確に特定できた

ところに本研究の特徴がある。今後、材料株の人気化や一時的外的ショックによる株価の乱高下の際の投資家の近視眼的行動に関する分析を今後の課題としたい。

注

- 1) 多田（2003）は経済主体の近視眼的行動を行動経済学的視点から取り上げている。
- 2) 具体的には、FQの最終約定値 B に累積調整係数 B を乗じたものを用いる。最終約定値 B は、取引がない日の株価を直近の約定値で代替するものである。
- 3) 株式の分割や併合がない場合、配当額を D 、配当付き最終取引日の約定値と累積調整係数をそれぞれ P_0 と x_0 、配当落ち日の累積調整係数を x_1 とすると、 $x_0 P_0 = x_1 (P_0 - D)$ が成り立ち、この式から配当利回り (D/P_0) が求まる。
- 4) 配当落ち日に株式の分割や併合を行う企業は、その分割や併合自体が株価に影響を与える可能性があるため、分析から除かれた。
- 5) 株主優待実施企業の実施開始の時期の特定が困難なために、その除外を全サンプル期間にわたって行った。この過多に行われた除外は分析の結果には中立的であると考えられる。
- 6) 例えば、ある銘柄の配当権利付き最終日 (t_0) の株価は 100 円、配当は 3 円（配当利回り 3%）であるとすると。配当落ち日 (t_1) に株価がちょうど 3 円下落して 97 円となるならば、配当落ち日のリターン（配当込み）は、 $(97+3-100)/100$ で求められ、0%となる。したがって、配当落ち日後の累積リターンがマイナスとなることは、配当金額分以上に株価が下落していることを意味する。配当落ち後の 9 日目に累積リターンが-3%であることは、株価が配当権利付き最終日の株価 100 円より 6 円安い 94 円となったことを意味する。
- 7) 高配当利回り銘柄は、配当権利付き最終日に同じ株数と同じ株価水準でのクロス取引が多く見られる。このクロス取引は権利付き最終日の売買代金を大きく押し上げていると考えられる。この権利付き最終日の売買代金をベースに算出される配当落ち日以後の累積増加率の激減のかなりの部分は配当権利付き最終日のクロス取引による売買代金の激増による可能性が高い。

参考文献

- Kato, K and U. Loewenstein, 1995, The ex-dividend-day behavior of stock prices: the case of Japan, *Review of Financial Studies* 8, 817-847.
- 加藤清, 1995, 「配当落ち日のパズル」, 『証券アナリストジャーナル』平成 7 年 10 月号, 79-97。
- 多田洋介, 2003, 『行動経済学入門』日本経済新聞社。
- 望戸美希・野瀬義明, 2015, 「株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響」『証券経済研究』91 号, 87-102。

Investor Myopic Behavior and Stock Price around Ex-dividend in Japan

Linyu Zhai and Yusuke Tutida

Summary

In Japanese stock market, most of the listed firms announce a dividend amount in advance several months before and then pay it to stock holders. There is an anomaly that stock price of high-dividend-yield-firms drops more than the amount of dividend after ex-dividend date. We attribute this anomaly to investor's myopic behavior and examined this anomaly empirically.