

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 4 年 6 月 8 日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2018～2021

課題番号：18K01697

研究課題名(和文) 外部環境変化と日本企業のペイアウト政策、株主優待政策の実証分析

研究課題名(英文) Empirical analysis of payout policy and shareholder perks in Japanese firms

研究代表者

芹田 敏夫 (Serita, Toshio)

青山学院大学・経済学部・教授

研究者番号：80226688

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,300,000円

研究成果の概要(和文)：株主優待制度が個別株式リターンに与える影響の研究では、2020年の新型コロナショックにおける株価急落期において、優待有り無し企業の間で株式リターンに差は見られなかった。一方、株主優待有り企業は株価急落期の銘柄固有ボラティリティがより小さいことが示された。株主優待制度を実施している理由とペイアウトとの代替性の研究では、2時点のサーベイ調査結果の比較を行うことにより、配当を重視する認識の違いは見られなかったが、自社株買いに対する意識に大きな変化が見られた。株主優待と自社株買い、株主優待と配当のいずれにおいても代替的な関係にはないという、株主優待に対する企業の独特な認識が明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

新型コロナショックという大規模な外生的ショックが生じたことにより、内生性の問題を回避して株価急落の影響を分析することが可能となった。主な結果は、株主優待制度を持っているか否かにより、株価急落が緩和されることがない一方で、銘柄固有ボラティリティに違いが生じたという新しく発見が得られた。また、日本企業に対するペイアウト政策に関する2時点間のサーベイ調査の比較という新しい試みにより、日本企業の自社株買いに対する認識の変化、株主優待がペイアウトを代替するものではないことが明らかになった。これらの発見は日本企業にユニークな株主優待制度が果たす役割と存在理由について新たな有益な知見といえる。

研究成果の概要(英文)：1) Empirical analysis of the effects of shareholder perks on stock returns: We find no difference between stocks returns with and without shareholder perks degree of stock market crash in the COVID-19 crisis. On the other hand, stocks with shareholder perks have less idiosyncratic volatility than stocks without them. These facts have implications on the role of shareholder perks.

2) Empirical study of reasons of shareholder perks and substitutability of them with payouts: We find some changes of perception on share repurchases and shareholder perks are not a substitute of payouts (cash dividend and share repurchase) by comparing two similar surveys in different time periods on payout policy of Japanese firms.

研究分野：企業財務

キーワード：ペイアウト政策 株主優待 株価急落 新型コロナショック サーベイ調査

1. 研究開始当初の背景

日本企業は、近年の外的環境の大きな変化に直面している。伊藤レポートで示された ROE8%のような資本効率改善圧力、資本効率の高い企業を選んで投資する JPX 日経インデックス 400 の導入、日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの導入、社外取締役の増員、ETF などの機関投資家の保有箇口の増加などがある。以上に述べた外的環境の変化は、日本企業のペイアウト行動にも大きな影響を与えている。

日本企業には、近年現金保有比率の上昇、有配企業比率上昇がある。また、配当・自社株買いととも増加傾向にあり、総還元率が毎年増加を続けている。日本企業には、近年現金保有比率の上昇、有配企業比率上昇がある。このような近年の外的環境の変化が生じる中で、それらに対応したペイアウト政策について、なぜ日本企業は配当を重視するのか、配当と自社株買いとのかの代替性はどうか、増え続ける株主優待の理由とその効果は何か、ペイアウト政策どのような関係を持つのか、という学術的問いを持っている。

2. 研究の目的

1) 株主優待制度が個別株式リターンに与える影響の研究

この研究テーマでは、2020年春の新型コロナショックによる日本の株価急落とその後の株価回復の期間について、個別株式の急落の違いに着目し、どんな要因が株価急落の緩和やボラティリティの低下をもたらしたのかを実証分析する。その際に、投資家の行動に大きな影響を与える日本に特有の2つの要因に注目する。2つの要因とは、株主優待制度と日銀によるETF買入れである。新型コロナショックが株価に影響を与える他の要因をコントロールした上で、この2つの要因の影響を実証的に明らかにする。

2) 日本の上場企業の約4割が株主優待制度を実施している理由とペイアウト(配当および自社株買い)との代替性についての研究

この研究テーマでは、日本企業の配当政策と自社株買いに対する意識、考え方が経済的な環境の変化などに応じて変化するのか、また、最近注目を集めているROEの水準や機関投資家・外国人投資家との関係でペイアウトをどのように認識しているのか等を調べるために、2017年と2006年のアンケート調査をもとに分析を行う。

3) パッシブ運用が株式市場に与える影響、株価指数をめぐる諸問題についての研究(2020年度より追加)

この研究テーマの目的は、パッシブ運用が日本企業のガバナンスとパフォーマンスにどのような影響を与えているかを実証的に明らかにすることにある。ガバナンスの指標として社外取締役比率とCEO交代の可能性ならびに議決権行使行動を用いている。本研究の特徴としては以下の点が挙げられる。第1に、東証1部上場企業の発行済株式数に占めるETFを含む公募投資信託が保有する当該企業の株式保有比率を用いてパッシブ型ファンドの持ち株比率を計測している。従来の実証分析では、アクティブ運用とパッシブ運用の2つのタイプの機関投資家や運用方法があるにも関わらず、一絡げに機関投資家持ち株比率が企業行動やガバナンスに及ぼす影響といったように、両タイプを峻別しないで分析が行われることが多かった。第2に、日経平均採用企業であるかどうかを操作変数とした操作変数法を用いることでパッシブ型ファンドの持ち株比率が抱える内生性の問題を緩和し、さらに傾向スコア・マッチングを用いることで日経平均採用企業の企業属性に起因する内生性の問題にも対処している。第3に、パッシブ運用による株式保有割合の多寡が、社外取締役比率および経営者交代といった取締役会関連のカバナンスだけではなく、株主総会での議決権行使行動によるガバナンスに与える影響を分析し、加えて企業パフォーマンスに及ぼす影響をも総合的に分析している。

4) 新型コロナショックに関連する新しい研究として、株価急落期の投信のパフォーマンスについての研究(2020年度より追加)

2020年1月より、新型コロナ感染が、世界的に急拡大した。その結果、世界の株式市場では株価の大きな変動を経験した。特に、2020年2月下旬から3月下旬にかけて株価は大幅に急落した。その後、各国の積極的な救済の財政・金融政策の発動がアナウンスされて後、株価は急回復し、株価は変動しつつも上昇し、2020年末には、コロナ禍前の水準を大きく上回るほどに回復している。この間で、アクティブ投資信託のパフォーマンスおよび資金の流出入はどうであったであろうか。本研究テーマでは、2007年からのリーマンショックと2020年の新型コロナショックという2つの株価急落期について、日本株アクティブ投信のパフォーマンスとファンドフローに注目し、アクティブ投信のパフォーマンスおよび資金の流出入について、いくつかの仮説を検証する。その検証すべき仮説とは、株式アクティブ投信は、株価急落局面では、高パフォーマンス(正のアルファ)を示す(仮説1-1)、アクティブ投信は、急落時に投げ売りで資金流出が大きくなる(仮説2-1)などである。

3. 研究の方法

1) 株主優待制度が個別株式リターンに与える影響の研究: 2020年春の新型コロナショックによる日本の株価急落とその後の株価回復の期間について、個別株式の急落の違いに着目し、どんな要因が株価急落の緩和やボラティリティの低下をもたらしたのかを実証分析する。その際に、投資家の行動に大きな影響を与える日本に特有の2つの要因に注目する。2つの要因とは、株主優待制度と日銀によるETF買入れである。新型コロナショックが株価に影響を与える他の要因をコントロールした上で、この2つの要因の影響を実証的に明らかにする。

2) 日本の上場企業の約4割が株主優待制度を実施している理由とペイアウト(配当および自社株買い)との代替性についての研究: 近年特に注目を集めているROEの水準や機関投資家・外国人投資家との関係を考える上で、日本企業はペイアウトをどのように認識しているのだろうか。これらの点を明らかにするために、われわれは2017年1月に全上場企業を対象に再度、サーベイ調査を実施した。この研究の目的は、2006年と2017年に行ったペイアウトに関するサーベイ調査をもとに、日本企業のペイアウト政策に対する認識は変化したのか否かを明らかにすることである。また、2017年のサーベイ調査では、株主優待に対する認識についての質問を新たに加えている。

3) パッシブ運用が株式市場に与える影響、株価指数をめぐる諸問題についての研究: 近年、株価指数連動型のパ

ッシブ運用の運用規模が増加しているが、パッシブ運用が投資先企業をモニタリングし経営者を規律付けることでコーポレート・ガバナンスを高めているかどうかは明らかではない。いくつかの先行研究は米国におけるパッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに与える影響を検証しているが、結果はまちまちである。加えて、日本においてパッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに与える影響を検証した論文は我々の知る限りない。本研究ではパッシブ運用が日本企業のガバナンスにどのような影響を与えているかを明らかにする。

4) 株価急落期の投信のパフォーマンスについての研究：新型コロナショックに関連する新しい研究として、2つの株価急落期について、日本株アクティブ投信のパフォーマンスとファンドフローに注目し、いくつかの仮説を検証する。具体的には、急落期のパフォーマンス評価、急落期パフォーマンスの要因分析、急落期のファンドフローについて、その特徴と投信間の違いの要因分析することである。はじめに新型コロナショック期について分析した後、リーマンショック期の分析を行い、結果を示し比較する。また、SRI 投信のパフォーマンスとファンドフローにも着目し、非 SRI と比較する。2つの株価急落期において、SRI 投信が株価急落の影響を緩和して市場をアウトパフォームするのか(正のアルファ)を検証する。本研究での分析対象は、投資信託のうち、日本株アクティブ投信である。

4. 研究成果

研究目的のうち、第1については、学術論文1編(学会報告1件)、第2については、学術論文1編、著書(共著)1件、第3については学術論文4編(学会報告3件)、第4については、学会報告1件にまとめることができた。その結果、以下の通りの主な結果が得られた。

1) 株主優待制度が個別株式リターンに与える影響の研究では、株価急落期において、先行研究で示された他の要因(規模、レバレッジ、現金保有、業種など)をコントロール後、株主優待有りとし無しの企業で、株価急落に違いは見られなかった。一方、日銀によるETF保有比率が高いほど、株価急落が緩和されることがわかった。また、ボラティリティについては、株主優待有り、ETF買入れを通じた日銀の株式保有比率が大きいほど、株価急落期の銘柄固有ボラティリティが小さいことが示された。この結果は、先行研究(Albuquerque et al.[2020], Takahashi-Yamada[2021]など)同様の結果、また株主優待については本研究に独自の結果である。

2) 日本の上場企業の約4割が株主優待制度を実施している理由とペイアウトとの代替性の研究で得られた主な結果は以下の通りである。配当に関しては、2006年と2017年の両サーベイ調査において大きな違いはみられなかった。唯一違う点は、配当の将来利益や投資機会の情報効果に対する認識は、肯定的であるが前回と比べ弱まっている点である。それに対して、自社株買いについては、自社株買いに対する意識や考え方に大きな変化が見られた。特に、(1)余剰資金の株主還元としての役割、(2)時期や金額の面で柔軟性、(3)自社の現在の株価が割安であるとの情報を伝える効果等、前回に比べて全体的に自社株買いの教科書的な役割の理解が進んでいる印象がある。一方、敵対的買収防止策としての役割については、配当、自社株買い共に重視する割合が低下している。持ち合い解消の受け皿としての自社株買いの役割は、まだ持ち合いを行っている企業でその役割を認識している結果が得られた。2006年のサーベイ調査では行わなかった株主優待についての新たな質問については、配当と自社株買い、配当と株主優待のいずれにおいても代替的な関係にはないという意見が大半を占めた。これは、先行研究(Brav et al.[2005]、花枝・芹田[2008])とは異なる新たな発見といえる。

3) パッシブ運用が株式市場に与える影響、株価指数をめぐる諸問題については、主な結果は以下の通りである。(1)パッシブ型ファンドの持ち株比率が高い企業ほど、社外取締役比率の改善が促されている。(2)パッシブ型ファンドは業績の好調な企業の経営トップ選任議案に反対票を投じない傾向にあり、一方で業績が不調な企業の経営トップ選任議案には反対票を投じる傾向にある。また、パッシブ型ファンドは買収防衛策導入関連議案に反対票を投じる傾向にある。(3)パッシブ型ファンドの持ち株比率が高い企業ほど、株式投資収益率が高い。以上の結果は、日本でもパッシブ型ファンドが企業のガバナンスとパフォーマンスの改善に一定の役割を果たしていることを示している。これは、米国での先行研究(Appel/Gormley/Keim [2016])と同様な結果と日本企業に固有の新しい事実を示している。

4) 新型コロナショックに関連する新しい研究の主な結果は以下の通りである。株価急落期の投信のパフォーマンスについては、新型コロナショックとリーマンショックの2つの株価急落期間において、仮説とは異なり、統計的に有意に、アクティブ投信が低パフォーマンスとなった。特にバリュート投信の低パフォーマンスという結果が得られた。また、SRI投信については、非SRI投信に比べてパフォーマンスに違いは見られなかったが、ファンドフローについて、非SRI投信に比べて、新型コロナショック期のみ株価急落時の資金流出が小さいことが明らかになった。この結果は米国での先行研究(Pastor-Vorsatz[2020]など)と同様な結果と、リーマンショックとを比較した新たな事実を見出している。

参考文献

花枝英樹・芹田敏夫, 2008, 「日本企業の配当政策・自社株買い - サーベイ・データによる検証 - 」, 『現代ファイナンス』24, 129-160頁。

Albuquerque et al.[2020] "Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash." *Review of Corporate Finance Studies*, 9, 593-621.

Appel, I. R., T. A. Gormley, and D. B. Keim [2016], "Passive Investors, Not Passive Owners,"

Journal of Financial Economics 121(1), 111–141.

Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R., 2005. Payout policy in the 21st century.

Journal of Financial Economics 77, 483-527.

Pastor, L. and M.B. Vortals [2020] "Mutual Fund Performance and Flows during the COVID-19 Crisis."
Review of Asset Pricing Studies, vol.10, n4

Takahashi, H. and K. Yamada [2021] "When the Japanese Stock Market Meets COVID-19:
Impact of Ownership, China and US Exposure, and ESG Channels."

International Review of Financial Analysis, 74, 101670

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 3件）

1. 著者名 鈴木健嗣、芹田敏夫、花枝英樹	4. 巻 38
2. 論文標題 企業のペイアウト政策：再サーベイ調査による分析	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 経営財務研究	6. 最初と最後の頁 49-74
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫、花枝英樹	4. 巻 58
2. 論文標題 日本のETFの流動性の実証分析 - マーケットメイク制度導入の影響 -	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 80-90
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫、花枝英樹	4. 巻 59
2. 論文標題 株価指数とそれをめぐる諸問題	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 24-33
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫、花枝英樹	4. 巻 436
2. 論文標題 2021年10月の日経平均株価算出要領の変更をめぐる諸問題	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 月刊資本市場	6. 最初と最後の頁 30-37
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫	4. 巻 73
2. 論文標題 株主優待と日銀によるETF買入れは新型コロナショックによる株価急落を和らげたか？	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 青山経済論集	6. 最初と最後の頁 43-74
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.34321/22058	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫、月岡靖智、花枝英樹	4. 巻 44
2. 論文標題 パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 現代ファイナンス	6. 最初と最後の頁 57-93
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.24487/gendai finance.440003	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

〔学会発表〕 計5件(うち招待講演 0件/うち国際学会 1件)

1. 発表者名 芹田 敏夫
2. 発表標題 株主優待と日銀買入れは新型コロナショックによる株価急落を和らげたか？
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第29回大会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 芹田敏夫
2. 発表標題 日本のETF市場の流動性：マーケット・メイカー制度導入の影響
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第43回全国大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 芹田敏夫
2. 発表標題 パッシブ運用がコーポレート・ガバナンスに及ぼす影響
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第28回大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 芹田敏夫
2. 発表標題 Effects of ETFs on Underlying Stock Prices: Evidence from Japan
3. 学会等名 World Finance Conference(Malta, Online) (国際学会)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 株価急落期の投資信託のパフォーマンス：新型コロナショックとリーマンショックの比較
2. 発表標題 芹田敏夫
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第30回大会
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 公益財団法人日本証券経済研究所、花枝 英樹、芹田 敏夫、胥 鵬、佐々木 隆文、鈴木 健嗣、佐々木 寿紀	4. 発行年 2020年
2. 出版社 白桃書房	5. 総ページ数 356
3. 書名 日本のコーポレートファイナンス：サーベイデータによる分析	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究協力者	花枝 英樹 (Hanaeda Hideki) (50103693)		

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関