

令和 5 年 6 月 13 日現在

機関番号：34310

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01901

研究課題名（和文）株主価値を最大化するペイアウト政策選択モデルの構築

研究課題名（英文）Development of a payout policy selection model that maximizes shareholder value

研究代表者

野瀬 義明（nose, yoshiaki）

同志社大学・ビジネス研究科・教授

研究者番号：80633966

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、配当、自社株買い、株主優待という3つのペイアウトのうち株主優待にフォーカスして、研究を進めてきた。第一の研究では株主優待が個人投資家の認知度を高める効果があるというメカニズムを解明した。第二の研究では、株主優待には危機時に株価の下支え効果があることを実証した。第三の研究では、スタートアップファイナンスである株式型クラウドファンディングでは、株主優待に投資の誘因効果がない事を示した。第四の研究では、長期株主優待制度が株主ベース拡大を通じて株価に正の効果をもたらすことを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

研究成果は、株主優待には配当や自社株買いとは異なる独自効果があることを示唆する。その効果は株式価値に対して正方向のものであり、とりわけ危機時や長期株主優遇制度を導入する際に顕在化することが明らかとなった。MM理論はペイアウト手段と株式価値との間に無相関を想定するが、実際の株式市場は理論と異なる状況であると示した。また、株主優待の効用は概ねポジティブなものであることは、上場企業のペイアウト政策において、株主優待が優先されるべきことも明らかとなった。このようなペイアウト政策の優先度を、節税効果の切り口以外で明らかにしたのは本研究が初めてである。

研究成果の概要（英文）：This study has focused on Shareholder perks, one of the three types of payouts: dividends, share buybacks, and shareholder benefits. The first study revealed the mechanism by which Shareholder perks have the effect of increasing the recognition of individual investors. The second study demonstrated that Shareholder perks have the effect of supporting stock prices during a crisis. The third study showed that Shareholder perks have no inducement effect on investment in equity crowdfunding, which is start-up finance. The fourth study showed that Shareholder perks for long-term shareholders have a positive effect on stock prices through the expansion of the shareholder base.

研究分野：コーポレート・ファイナンス

キーワード：ペイアウト 株主優待 株式型クラウドファンディング

1. 研究開始当初の背景

20世紀の日本においてペイアウト政策というと、配当政策を指した。配当政策に関して、モディリアーニとミラーによって提示された配当無関連命題は「完全資本市場において、配当政策に関する企業の選択は無関連であり、当初の株価に影響を与えない」という。しかし、多くの実証分析において増配が株価の上昇を招き、減配が下落を引き起こすことが明らかとなっており、これは1つのアノマリーである。加えて、2001年の商法改正により自社株買いに関する制約がなくなった。自社株買いもMM配当無関連命題が成立する場合、株価に影響しない。しかし、実証分析の多くが、自社株買いの実施も株価に正の影響を与えるとする。さらに第3のペイアウトともいべき株主優待も株価に影響を与えることが分かってきた。

企業はペイアウトに関して配当・自社株買い・株主優待という3つの選択肢を有しており、その活用が株価を左右している。ここで企業にとって問題なのは、それぞれが必ずしも金額的に同等の効果をもたらさない点である。配当であれ自社株買いであれ1億円の規模で実施すれば同じだけ効果があるのであれば、ペイアウト政策で重要なのは金額規模であり、手段は無関係となる。しかし先行研究はペイアウト手段によって効果が異なることも示している。このことはペイアウト政策の巧拙が株主価値や企業価値に直結することを意味しており、そのメカニズムの解明は学術的のみならず実務的にも急務であった。

2. 研究の目的

本研究の当初の目的は3つあった。第一に企業が取り得るペイアウト政策をすべて網羅した初めての研究となる。これまでのペイアウト政策研究は、専ら配当か自社株買いをそれぞれ独立した対象として分析したものが多かった。配当と自社株買いの両者の組み合わせを分析した先行研究ですら限られ、その少ない研究のほとんども配当・自社株買い2つの政策を検証したものであった。本研究は株主優待も含む3つの手段からの選択について分析する点で企業の実態に即した研究となる。

第二はペイアウト政策から実施企業の株主価値を直接推定する点である。先行研究は各企業の財務変数と配当・自社株買いの実施状況とを比較し、単に「財務的に の特徴を持った企業が配当(もしくは自社株買い)をする傾向にある」ことを報告するのみである。配当・自社株買い政策がその企業の株主価値に与える影響を調べた先行研究が極めて稀なところ、本研究は配当・自社株買い・株主優待の3手段まで拡張したペイアウト政策と実施企業の株主価値との関係を明らかにする。被説明変数を株主価値関連指標と定め「最も株主価値を高めるペイアウト政策」を推定する点で新しい創造的な研究となる。研究代表者が知る限り、上場企業はペイアウト政策で試行錯誤を続けている。構築した計量モデルは実務担当者に有効活用いただき、企業にとっても無駄なペイアウトが減る、という波及効果ももたらしたい。

第三に株主優待は日本以外では限られた企業でしか導入されておらず、同様の研究を海外で行うことは困難である。株主優待を取り扱った国外の先行研究がないため、本研究はコーポレートファイナンス分野ではきわめて希な日本発の独自研究ともなる。

3. 研究の方法

(1) 本研究では、上記第三の目的である株主優待に集中してその効用を明らかにすることを目指し、四つの研究を行った。第一は株主優待を実施する企業の権利付き最終日までの株価の変動から、株主優待が個人投資家の認知度(financial visibility)を高める効果があるというメカニズムを解明する試みである。企業の権利付き最終日までの累積超過リターンを解析し、その源泉を明らかにすることを目指した。

(2) 第二の研究は、株主優待実施企業の危機時の株価変動から、株主優待の独自効果を明らかにするものである。具体的には、バブル崩壊、世界金融危機(リーマンショック)、東日本大震災時における株主優待実施企業の株価を、非実施企業と比較した。

(3) 第三の研究は、株式型クラウドファンディングにおいて、株主優待という施策が資金調達結果に影響を与えるか否かを検証するものである。株式型クラウドファンディングはスタートアップファイナンスながら個人投資家を資金源とする調達方法であり、出資者に株主優待を提供する企業が多い。個人投資家はそのペイアウトを評価しているか否かを検証した。

(4) 第四の研究は、長期株主優待の効用についてである。株主優待の近年のトレンドが長期優遇制度の追加導入である。株主優待の新規導入が株価に正の影響をもたらすとする研究は蓄積されてきたが長期株主優待の効用は不明で、導入のアナウンスメントの影響を分析するイベントスタディを行った。

4. 研究成果

(1) 第一の研究の結果、株主優待実施企業では権利付き最終日までに有意に正の株式リターンが観測され、株主優待には個人投資家の認知度 (financial visibility) を高める効果があり、短期的な株価上昇を繰り返すことで、長期リターンをも高めるというメカニズムを解明した。

(2) 第二の研究の結果、株主優待実施企業には危機時に株価を下支えする効果があると判明した。その効果はバブル崩壊時よりも世界金融危機 (リーマンショック) 時が高く、世界金融危機時より東日本大震災時の方が高い。すなわち年々効果が高まっている可能性が示された。

(3) 第三の研究の結果、株主優待は、株式型クラウドファンディングの成否や資金調達額には影響を与えないと判明した。株式型クラウドファンディングは個人投資家向けであるが、スタートアップファイナンスであり、個人投資家はこのステージでのペイアウトは評価しないことが明らかとなった。

(4) 第四の研究の結果、長期株主優待導入のアナウンスメントには、正の株価効果があると判明した。株価効果は、個人投資家 (株主ベース) の更なる増加を通じて、資本コストが低下すると投資家達が見込むことによるものと示された。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 2件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 5件）

1. 著者名 Nose Yoshiaki, Miyagawa Hisao, Ito Akitoshi	4. 巻 31
2. 論文標題 How do firms attract the attention of individual investors? Shareholder perks and financial visibility	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Journal of Behavioral and Experimental Finance	6. 最初と最後の頁 100520 ~ 100520
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jbef.2021.100520	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 Fujii Masatoshi, Hosomi Chie, Nose Yoshiaki	4. 巻 5
2. 論文標題 Equity crowdfunding and financial literacy of individual investors in Japan	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Journal of Capital Markets Studies	6. 最初と最後の頁 5 ~ 27
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1108/jcms-03-2021-0007	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 -

1. 著者名 野瀬義明, 宮川壽夫, 伊藤彰敏	4. 巻 第55号別冊
2. 論文標題 株主優待と株価急落リスク	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券経済学会年報	6. 最初と最後の頁 1-14
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 藤井正敏, 細見智恵, 野瀬義明	4. 巻 20-1
2. 論文標題 株式投資型クラウドファンディングと個人投資家の金融リテラシー	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 DBS Discussion Paper Series	6. 最初と最後の頁 1-31
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 yoshiaki nose	4. 巻 19-15
2. 論文標題 Shareholder Perks and Stock Performance in Financial Crises	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 DBS Discussion Paper Series	6. 最初と最後の頁 -
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 yoshiaki nose	4. 巻 22-1
2. 論文標題 The success factors of equity crowdfunding and financial literacy of individual investors in Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 DBS Discussion Paper Series	6. 最初と最後の頁 -
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 -

[学会発表] 計5件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 野瀬義明, 伊藤彰敏
2. 発表標題 アナリストカバレッジと日本企業の株式非上場化 -financial visibility hypothesisの検証-
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第45回全国大会 (オンライン)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 野瀬義明, 宮川壽夫, 伊藤彰敏
2. 発表標題 株主優待と株価急落リスク
3. 学会等名 第92回証券経済学会全国大会 (オンライン)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 野瀬 義明
2. 発表標題 How do corporations attract the attention of individual investors?: Shareholder perks and financial visibility
3. 学会等名 大阪大学 数理・データ科学セミナー
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 野瀬義明
2. 発表標題 日本における株式型クラウドファンディングの成功要因
3. 学会等名 日本証券経済研究所 資本市場・企業統治研究会（関西学院大学）
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 野瀬義明, 細見智恵
2. 発表標題 株式型クラウドファンディングの成功要因と個人投資家の金融リテラシー
3. 学会等名 日本FP学会 第23回大会（オンライン）
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 野瀬 義明	4. 発行年 2022年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 172
3. 書名 日本のバイアウト・ファンド	

〔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
--	---------------------------	-----------------------	----

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
---------	---------