

平成 30 年 6 月 18 日現在

機関番号：34310

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03636

研究課題名(和文)株主優待がもたらす影響に関する実証分析

研究課題名(英文)Empirical analysis on the impact of shareholder perks

研究代表者

野瀬 義明(nose, yoshiaki)

同志社大学・ビジネス研究科・准教授

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)：研究計画に挙げた「株主優待が実施企業の株式長期パフォーマンスに与える影響とその要因の解明」に関して、株主優待が売買の制約を一因として株価を(上方に)歪める効果を持つと明らかにした。「株主優待と他の株主還元策との違い」については、株主優待が配当の代替手段とはならないことを明らかにした。

研究期間を通じて3編の論文、3件の学会発表を行い、当初の目的であった「企業がなぜ数ある株主還元の中から株主優待を選択するのか？」という命題に対し一歩近づけた。また、まだまだ未解明な点が多い株主優待研究の蓄積にも貢献した。

研究成果の概要(英文)：In the research plan, "The impact of shareholder perks on the long-term performance of the company", I revealed that shareholder perks have the effect of distorting stock prices upward due to trading constraints. Regarding "the difference between shareholder perks and other shareholder return means", I made it clear that shareholder perks are not an alternative to dividends. I published three papers and three conference presentations during the research period. Throughout these, I got a little closer to the proposition, "Why does a company choose perks benefits from among a number of shareholder return means?"

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：株主優待 株主還元 配当 自社株買い

1. 研究開始当初の背景

日本の株式市場において、株主優待制度が注目を集めている。株主優待制度とは「一定数以上の株式を保有している株主に対して、企業が商品やサービスなどを進呈する制度」であるが、実施する上場企業が増えている。優待内容も自社商品・サービスからプリペイドカードのような汎用的な金券まで、多種多様にわたる。書店には、各企業の優待内容を比較紹介する雑誌が数多く並び、投資関係の雑誌では投資判断の主材料として取り上げられている。日本の上場企業では、株主優待を実施することが一種のトレンドとなっている。一方で、株主還元的手法として最もポピュラーなものは現金配当であろう。自社株買いという手段もある。なぜ、企業は増配や自社株買いをせず株主優待制度を新設・拡充するのか。

株主優待がどのような動機で行われ、投資家や実施企業に対してどのようなメリットをもたらすのか。留意点はないのか。こうしたことを正しく理解しておくことは、株式投資の主体である投資家にとって極めて重要である。株主優待の実施・非実施や、優待の内容を決める上場企業の経営者にとっても不可欠な知見であろう。しかしながら、株主優待に学術的視点から取り組んだ実証研究は乏しい。特に米国では、そもそも株主優待に限られた企業のみで実施されていることもあり、先行研究は皆無といえる。

株主優待の効用ならびに効用を生むメカニズムには不明点があまりに多い。例えば、株主優待が短期・長期の株価へ正の影響を与えている可能性が強まったが、第一にその要因が明確でない。宮川/野瀬/伊藤(2014)は株主優待の効用として financial visibility 仮説、breadth of ownership 仮説、ギフトの経済学仮説の3仮説を提示するもの具体的な実証結果は示していない。野瀬(2014)も先行研究のサーベイから有力仮説を抽出しただけである。第二に、株主優待は他の株主還元策(配当、自社株買い)と比べ、何が同じで何が異なるのか分かっていない。砂川/鈴木(2008)が株主優待を「疑似的配当」と考え、配当シグナル仮説の適用等を試みる一方で、宮川(2013)は「株主優待は利益配分を目的とした疑似的配当ではない」という。株主還元策を網羅的に比較検討した研究は見当たらない。

2. 研究の目的

本研究の目的は、株主優待が実施企業やその株主にもたらす影響と、影響をもたらす要因について明らかにすること、他の株主還元策(配当、自社株買い)と比べた株主優待の特徴を明らかにすることである。網羅的なサンプルによる本格的な検証としたい。本研究の示唆は、各企業が株主還元策を選択する際の有力な指針になると期待される。

上記の背景およびこれまでの研究成果をもとに、本研究は株主優待の導入が実施企業やステークホルダーに与える影響と、株主還元策における株主優待の特徴について分析する。研究期間内には以下のことを明らかにする。

(1)株主優待が実施企業の株式長期パフォーマンスに与える影響と、その要因を明らかにする

野瀬(2015)で株主優待実施企業では権利落ち日に向けて有意に正に株式パフォーマンスが見られると示した。しかし分析は初期的であり、かつその要因も不明確である。そこで宮川/野瀬/伊藤(2014)が示す検証仮説を中心に分析し、明確化を行う。

(2)株主優待に対する投資家の評価を、権利落ち日の株価を基に明らかにする

宮川/野瀬/伊藤(2014)で、株主優待実施企業では権利落ち日に合理的な株価形成がされないことを示した。しかし先行研究は事象報告のみで、その要因は今後の課題としていた。本研究で、権利落ち日における投資家の不合理な評価の要因を明らかにしたい。

(3)株主優待と他の株主還元策との違いを明らかにする

(2)で示す不合理は「配当」では観測されない。これは投資家の株主優待への評価と配当への評価が異なることを示唆するが、何が異なるのか分かっていない。また株主優待と自社株買いに関しては、比較すら行われていないといえる。本研究でそれぞれの差異の明確化を試みる。

研究により、株主優待がもたらす影響とそのメカニズムについて実証結果が明示されるが、これは日本発のファイナンス実証分析と成りえる。

3. 研究の方法

(1)株主優待が実施企業の株式長期パフォーマンスに与える影響とその要因の解明
株主優待実施企業が権利確定日に向けて示す株式長期パフォーマンスについて検証する。株主優待を行う企業の株式パフォーマンスが非実施企業と異なるのか否か、もし異なるのであればその差異の源泉は何か明らかにする。

(2)権利落ち日を基準とした、株主優待に対する投資家の評価の解明

株主優待制度を実施している企業とそうでない企業の権利落ち日前後の株価動向から、株主優待制度に対する投資家の評価を検討する。株主優待にしても現金配当にしても、理論的には権利付き最終日から権利落ち日にかけては、社外流出相当分の株価下落が想

定される。一方で、「市場が株主優待に現金以上の価値があると解釈している(宮川/野瀬/伊藤 2014c)」とすると、配当の権利落ちの影響に比べて、株主優待の権利落ちの影響の方が小さいと考えられる。そこで、配当利回りと優待利回りを算出し、それぞれが権利落ち日の株価リターンに与える影響を観測する。

(3) 株主優待と他の株主還元策との違いの解明

株主優待の他の株主還元策(配当/自社株買い)との違いをより直接的に検証する。第一に株主優待と現金配当との違いを取り扱う。株主優待実施企業が増加していることは既に述べたが、一方で株主間公平の観点から株主優待を取りやめる企業も増えている。その多くは優待金額相当分を増配するという変更である。この場合、企業からのキャッシュアウト(価値流出)の仕方が変わっただけで、ファイナンスの理論上株主価値への影響はないはずである。ところが研究代表者らの予備分析では、株主優待から配当への政策転換のアナウンスがたとえ等価であっても株価に負の影響を与えると示唆された。これは株主優待と配当に対する投資家の評価が異なることを示す。

そこで株主優待から配当への政策転換がもたらす影響について十分なサンプルを得たうえで本格的に検証することとする。

(関係文献)

砂川伸行/鈴木健嗣(2008)「株主優待導入の短期的影響」証券アナリストジャーナル vol.46 no.7 107-121

宮川壽夫(2013)「株主優待制度のパズルに関する考察」証券アナリストジャーナル vol.51 no.10 96-106

野瀬義明(2014)「株主優待制度の実施動機」桃山学院大学経済経営論集 第55巻3号 2014 pp153-168

宮川壽夫/野瀬義明/伊藤彰敏(2014)「株主優待制度がもたらす financial visibility と Breadth of ownership の影響」working paper

野瀬義明(2015)「株主優待実施企業の株式パフォーマンス」証券経済学会年報 第50巻

4. 研究成果

研究計画に挙げた「株主優待が実施企業の株式長期パフォーマンスに与える影響とその要因の解明」に関して、2011年4月から2014年3月末までに株主優待の権利が確定するイベント延べ4,107件を対象に、権利付き最終日前の約100営業日の株式パフォーマンスを検証した。その結果、権利付き最終日の3ヵ月前頃(60営業日)から正の日次超過リターン(CAR)が観測される頻度が高まった。計測期間内の投資開始日と投資終了日をす

べて組み合わせて累積超過リターン(CAR)を算出したところ、投資終了日をday-1とした組み合わせで総じて5%を超えるCARが得られた(図1)。最も高いCARが得られたのは投資開始が権利付き最終日の約3ヵ月前、投資終了が権利確定前日となる組み合わせであった。BHARも同期間が最も高い水準となった。CAR、BHAR、TOPIXで調整しない単純な株価変動率(BHRR)ともに、リターンは有意に正であった。

CAR、BHARを貸借銘柄と非貸借銘柄で区分し分析したところ、非貸借銘柄で有意に高い傾向を示した(表1)。これは空売り制約によるオーバープライシングが超過リターンの源泉である可能性を示唆する。一方、株主優待実施の前後で個人株主数は有意に増加するものの株主資本コストの代理変数である値に有意な減少は認められず、株主優待が直接資本コストの低減に寄与するという仮説は支持されなかった。優待利回りと超過リターンにも有意な相関は見られなかった。以上の結果は、空売り制約によるオーバープライシングが超過リターンの源泉である可能性を示唆する。株主優待は売買の制約を一因として株価を(上方に)歪める効果を持つと解釈している。研究成果は「証券経済研究第91号(査読付)」で共著論文として公表した。

図1 投資期間別のCAR(%)

		投資開始日									
		-62	-61	-60	-59	-58	-57	-56	-55	-54	-53
投資終了日	-8	3.3	3.8	4.3	4.2	4.2	4.1	4.2	4.0	4.0	3.8
	-7	3.5	4.0	4.5	4.4	4.4	4.3	4.4	4.2	4.2	4.0
	-6	3.4	3.8	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	4.1	3.9
	-5	3.7	4.1	4.7	4.6	4.5	4.5	4.6	4.4	4.3	4.1
	-4	3.6	4.0	4.6	4.5	4.5	4.4	4.5	4.3	4.3	4.1
	-3	3.6	4.1	4.6	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	4.3	4.1
	-2	4.0	4.5	5.0	4.9	4.9	4.8	4.9	4.7	4.7	4.5
	-1	4.2	4.6	5.1	5.0	5.0	4.9	5.0	4.9	4.8	4.6
	0	3.8	4.2	4.7	4.6	4.6	4.5	4.6	4.5	4.4	4.2
	1	1.1	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5

表1 非貸借銘柄,貸借銘柄区分で区分したCARの差の検定結果

	n	平均値				t値
		非貸借銘柄	貸借銘柄	非貸借銘柄	貸借銘柄	
CAR(-60 -1)	2,058	2,049	6.65	3.63	5.69 ***	
BHAR(-60 -1)	2,058	2,049	6.16	3.24	4.61 ***	

株主優待と他の株主還元策との違いの解明を試みる研究については、具体的には、株主優待と類似の株主還元策である配当との違いをより直接的に検証した。

株主優待実施企業が増加している一方、株主間公平の観点から株主優待を取りやめる企業も増えている。その多くは優待金額相当分を増配するという変更である。この場合、企業からのキャッシュアウト(価値流出)の

仕方が変わっただけで、ファイナンスの理論上株主価値への影響はないはずである。ところが検証の結果、株主優待から配当への政策転換のアナウンスは、たとえ等価であっても株主に負の影響を与えると示唆された(図2)。これは株主優待と配当に対する投資家の評価が異なることを示す。また、優待利回りは個人投資家と機関投資家で大きく異なるが、政策転換のアナウンスが株主に与える影響は、個人投資家が得ている優待利回りで有意に説明できた(表2)。加えて優待廃止企業では、個人株主が離反していることも明らかとなった。

図2 アナウンス日を day0 とした CAR

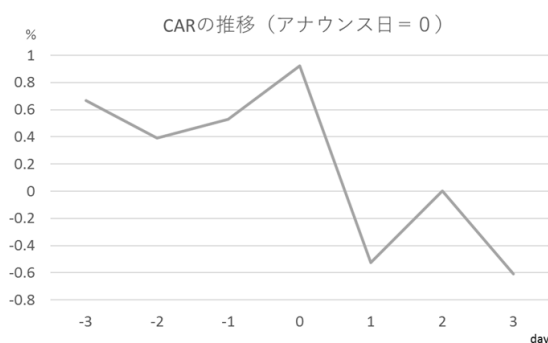


表2 CARを被説明変数 増配率と優待利回りの差を説明変数とした重回帰分析

パネルA			
CAR(1→3)	係数	標準誤差	t値
切片	1.275	1.199	1.060
益利回りの変化量	0.760	0.471	1.610
配当利回りの変化量	-0.921	1.294	-0.710
個人優待利回り	-1.141	0.405	-2.820 ***
n	33		
自由度調整R2乗	0.228		

パネルB			
CAR(1→3)	係数	標準誤差	t値
切片	48.083	35.521	1.350
益利回りの変化量	0.730	0.466	1.570
配当利回りの変化量	-0.931	1.278	-0.730
個人優待利回り	-1.014	0.412	-2.460 **
個人株主数比率	-0.484	0.367	-1.320
n	33		
自由度調整R2乗	0.158		

以上の結果は、配当が株主優待の代替手段とはならないことを示唆する。企業は、株主間の不公平を解消し株式市場からより高い評価を得るために、株主優待を増配に切り替えるとされるものの、実証分析の結果、その施策が株主に負の影響を与えると判明した。研究成果は、論文「株主優待が株主にもたら

す独自効果」として「証券アナリストジャーナル 2017年10月号(第55巻第10号)」で発表した。

研究期間を通じては上記を含む3編の論文、3件の学会発表を行い、当初の目的であった「企業がなぜ数ある株主還元の中から株主優待を選択するのか?」という命題に対し一歩近づけた。また、まだまだ未解明な点が多い株主優待研究の蓄積にも貢献した。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計3件)

野瀬義明・宮川壽夫・伊藤彰敏、株主優待が株主にもたらす独自効果、証券アナリストジャーナル 55(10) pp.82-93、査読あり、2017年

野瀬義明、株主優待実施企業の株式パフォーマンス、証券経済学会年報 第49号別冊 pp.18.1-18.13、査読なし、2015年

望戸美希・野瀬義明、株主優待が権利付き最終日までの株主に与える影響、証券経済研究 91 pp.87-102、査読あり、2015年

[学会発表](計3件)

野瀬義明、「配当・自社株買い・株主優待のパズル」、2017年、日本ファイナンシャル・プランニング学会、パーソナル・ファイナンス研究会(同志社大学)

野瀬義明・宮川壽夫・伊藤彰敏、「株主優待が株主にもたらす独自効果」、2016年、日本経営財務研究学会、第40回全国大会(武蔵大学)

野瀬義明・宮川壽夫・伊藤彰敏、「株主優待は企業からのギフトか?」、2015年、証券経済学会、第84回秋季大会(山口大学)

[図書](計0件)

[産業財産権]

出願状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6．研究組織

(1)研究代表者

野瀬 義明 (NOSE Yoshiaki)
同志社大学・ビジネス研究科・准教授
研究者番号：80633966

(2)研究分担者

()

研究者番号：

(3)連携研究者

()

研究者番号：

(4)研究協力者

()