

株主優待が株価にもたらす独自効果

同志社大学大学院ビジネス研究科
野瀬義明

大阪市立大学大学院経営学研究科
宮川壽夫

一橋大学大学院国際企業戦略研究科
伊藤彰敏

キーワード

株主優待, 配当, ギフト, イベント・スタディ, 株主還元

I. はじめに

本研究の目的は、株主優待の廃止とそれに代わる増配のアナウンスメントが株価に与える効果を、相互にコントロールしながら測定することで、株主優待の株価形成への独自性を明確にすることである。本研究が検証しようとする仮説は（１）株主優待は配当と代替的な関係にあり同等であるとする「優待/配当代替仮説」、（２）優待は現金配当とは違い、ギフトとしての独自の効用を持つとする「ギフト効果仮説」、（３）優待は配当と代替的な関係にあるが、投資家は心理バイアスの影響が大きく、利得よりも損失に強い負の効用を感じるとする「保有効果仮説」である。

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、「企業が、一定数以上の株式を権利確定日に保有している株主に対して、配当以外の何らかの特別なサービスを行う制度をいう。特別なサービスとは、自社製品や自社サービスの利用、物品、割引券、商品券、自社施設見学、社会貢献など種類は多彩であるが、これらが無償で提供することが一般的である」（宮川 2013）。この株主優待を実施する上場企業が増えている。優待内容も多様化しつつある。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の 1 つとして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ようだ。一方で、株主還元の手法として最もポピュラーなものは配当であろう。なぜ、企業は増配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。または、株主優待を行っている企業の株式パフォーマンスに特徴はないのか。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。

本研究では、株主優待を廃止しその代替手段として増配するとアナウンスした企業の株式パフォーマンスについて検証した結果を報告する。後述するが、株主優待は国内個人投資家を意識した施策であり、外国人投資家や機関投資家にとって直接的な魅力は乏しいとされる。このため、一部企業では、株主優待を廃止する一方で同等分を増配し、株主還元の公平化を図る企業がある。この場合、株主還元手法が変わるだけであり、理論上株主価値は変わらないと考えうる。しかし今日の日本では、株主優待を廃止して増配に切り替えるという施策が、ネガティブなニュースとなることが多いと思われる。廃止数年後に優待を復活させる企業も出始めた。株主優待には配当にない独自効果があるのかもしれない。

本稿の発見事項は以下の 3 点である。第一に株主優待の廃止と増配を同時発表した企業では、アナウンス時に負の累積超過リターン（CAR）がみられた。第二に株主優待の廃止によって変動する利回りの量（増配率＋増益率－優待利回り）¹を分析したところ、CAR は株主が皆個人株主であるという前提でのみ有意に説明できた。第三に企業が優待廃止と増配を同時発表した場合、廃止される優待の利回り以上の負のリターンがある一方、増配分の正のリターンはなかった。

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。廃止される優待の利回り以上に株価下落があることは、株主優待の「ギフト効果」を示したと言え

¹ 例えば、増配による配当利回りの増分が 2%、同時公表された益利回りの変動率が 1%、廃止される株主優待の利回りが 4%であった場合、 $2+1-4=-1\%$ と計算

なくもない。ただし、本稿の結果は「保有効果」による可能性も棄却できておらず、両仮説の採否は続報にて報告したい。

本稿の構成は以下のとおりである。第 2 節では先行研究をサーベイする。第 3 節ではデータと検証方法を記す。第 4 節で検証結果を説明し、第 5 節にて本稿をまとめる。

II. 先行研究

1. 配当・自己株取得が株主価値に与える影響

株主優待は株主還元の一手法であると考えられている。株主還元が企業価値・株主価値に与える影響については、これまで配当と自己株取得（自社株買い）という世界的に汎用性のある手段に関して研究が蓄積されている。その出発点は Miller/Modigliani(1961)とされる。彼らによると、完全な資本市場において株主還元の方法は企業価値に影響を与えないという。企業が利益を内部留保しても、配当・自己株取得しても株主のリターンは同じと考えられている。ただし、実際の資本市場では税金や取扱コスト、不確実性がある。このためファイナンスの教科書では、理論上現金配当は税金を支払うこととなり、その分企業価値を損ねると書かれている（例えば Ross/Westerfield/Jaffe 2010）。

一方で、実証研究は異なる結果を示す。例えば、諏訪部(2006)は 1999 年から 2006 年までに増配を発表した企業を分析し、「増配を発表した企業の株価が高いパフォーマンスを示す」という。ただし、諏訪部(2006)のサンプルは増益などファンダメンタル自体が改善した企業を含む。ファンダメンタルが改善すれば株価に水準訂正が起こるのは当然でかもしれない。石川(2010)は 2007 年から 2009 年のデータを用い、企業の配当予想と利益予想の修正を組み合わせた分析を行っている。その結果増配と増益と同時に公表するケースにおいて最も株価反応が大きく、これを利益と配当の「コロボレーション効果」と呼んでいる。一方、石川(2010)で注目されるのは、利益予想は変わらず増配のみを公表するケースにおいても、正の株式異常リターンが観測されている点である。この他、先行研究は総じて増配はそれ自体が正の株価効果をもたらすという。

逆に減配はどうであろうか。Ross/ Westerfield/Jaffe (2010) は「企業の株価は（中略）配当削減の発表があったときに概ね下落する」といい、「無配転落の発表により、株価が 7%下落する」と書かれている。石川(2010)も減配・減益のアナウンスメントが -4.45%程度の大きな負の株式異常リターンをもたらすと示している。これらの結果に驚きはないが、興味深いのは利益予想を変更せず、つまりファンダメンタルに変動がなく減配のみ公表したサンプルにおいても -0.03%と負の超過リターンが報告されている点である。

つまり、MM 理論や MM 理論の不完全性を考慮した議論が、配当の増減と株主価値とに無相関もしくは負の相関を想定するにもかかわらず、実際のところ増配は株主価値の向上に、減配はその株主価値の下落につながると示されている。

自己株取得についても同様の報告が多い。例えば小西/趙(2003)が 1998 年のデータを用いて行った研究では、自己株取得のアナウンスメントが 2.7%の異常リターンをもたらしている。砂川(2002)でも自社株取得のアナウンスメント直後の株価上昇が報告されている。実証分析の結果は、自己株取得も正の株主価値に影響を与えることを示している。

以上のとおり、増減配や自己株取得という株主還元施策は MM 理論に則さず、株主

価値に影響を与えている。これは配当・自己株取得の公表が何らかの付加情報を持つことを示唆する。主要なファイナンスの教科書では付加情報の候補として「シグナリング仮説」「フリーキャッシュフロー仮説」を挙げている。シグナリング仮説は主に増配の影響を説明する仮説である。「増益に対して高い確信がなければ経営者は増配を選択しない。(中略)増配は、経営者が市場コンセンサス以上の業績を上げる自信があることのシグナルとしてとらえる(諏訪部(2006))」と考える。フリーキャッシュフロー仮説では、企業が獲得したキャッシュの有効に再投資できない場合、そのキャッシュを溜め込むことによって経営者と株主との間で発生するエイジェンシーコストを、増配や自己株取得によって解消させるという。いずれも、株式市場に対しポジティブな影響を説明しうる仮説である。多くの実証分析がこれらの仮説を支持する結果を報告している。

2. 株主優待が株価に与える影響

株主優待も株主還元の一手法であると考えれば、完全な市場のもとでは株主価値に影響を与えないと帰結される。しかしながら、実証研究により株主優待制度導入のアナウンスメントも正の超過リターンをもたらすことが分かっている。砂川/鈴木(2008)によると、株主優待の実施を公表した企業で約2%の正の株式超過リターンがあるという。また、株主優待実施銘柄では権利付き最終日に向けて有意に正の超過リターンが観測されている(望戸/野瀬(2015))。また、Karpoff/Suzuki(2014)は株主優待の権利落ちを巡る非合理的な株価推移を報告している。彼らによると、株主優待実施企業では権利落ち日の株価下落率が優待利回り分以上であるという。安武(2016)も「優待有りの株式は権利落ち日に配当による株価下落以上に下落」とし、「下落幅は(中略)企業にとっての平均優待利回りよりは大きい」と言う。

これらの先行研究は、株主優待の実施が何らかの付加情報や付加価値を持つ可能性を示唆する。メッセージは第一に「シグナリング効果」「余剰フリーキャッシュフローの削減」かもしれない。しかし、「株主優待を廃止する一方で同等分を増配し、株主還元の公平化を図る施策」の場合、収益やキャッシュフロー面での修正はないはずである。なぜ株主優待を廃止して増配に切り替えるという施策が、ネガティブなニュースとなりうるのか、従来の仮説で説明することは難しい。

3. 配当/自己株取得と株主優待の違い

(1) 優待/配当代替仮説

優待品の中には、限りなく現金に近い性質を持ったものがある。例えば、優待品として人気があるクオカードや図書カードの場合、株主はその額面分の買い物を高い自由度ですることができる。一方、クオカードや図書カードのような「金券」でなくても、「3000円相当の自社製品詰め合わせ」を受け取る場合、株主はその価値を3000円と見積もるかもしれない。株主にとって、株主優待の効用は同額の配当と同じで両者は代替可能なものと考えることができる。

株主優待は同額の配当に代替可能とする考えを、本稿では「優待/配当代替仮説」と設定する。どちらが選択されるかは企業側の思惑による。自社の事情を反映した「積極的」な判断により、株主還元方法が決まってくる。野瀬(2014)は配当不可能な業績不振企業において、株主優待がその代替手段となっている可能性を指摘した。エステサロンのラ・パルレは「配当ができないので、株主への還元策として実施している」という。優待/配当代替仮説が成立する場合、同社のようないわば「消極的な」選択も取りうる

こととなる。

(2) ギフト効果仮説

次に本研究が着目するのは、宮川(2013)の「株主優待ギフト仮説」である。彼によると株主優待は現金配当と異なりギフト的な効能を持つとされる。このため、投資家は実際に得られる金銭価値以上の価値を株主優待から得たと感じるという。他方、Waldfoegel(1993)は現金の贈答には心理的なマイナス評価があり、相手には金額以下の価値しか与えないという。「株主優待ギフト仮説」では、優待品には同額の配当より株主の満足度を高める「ギフトプレミアム」があると考えられる。このため優待利回りの高い企業の株式に個人投資家の人気が集まり、高い株式パフォーマンスにつながると解釈する。

本仮説に依拠すると、株主優待を廃止して増配するという施策はたとえ両者の金額が同じであったとしても、ギフトプレミアムが失われた分株主に負の影響を与える。もし、同じ効能を維持したいのであればプレミアム分を上積みして増配しなければならないであろう。

(3) 保有効果仮説

Kahneman/Tversky(1979)のプロスペクト理論では、投資家はごくわずかの損失も忌避しその埋め合わせに大きな利益を費やすという。彼らが示した価値関数によると、ある価値のものを新たに得る効用より、今持っている同等の価値のものを失う痛みの方が大きい。このために人は今持っているものに高い価値を感じ、手放したくないとし、これを「保有効果」と読んでいます。

本研究に当てはめると、今持っているものが株主優待で、新たに手に入れるものが配当である。株主優待に保有効果が生じているとすると、仮に投資家が同額の配当を得たとしてもトータルの効用は負となる。これを「保有効果仮説」と呼ぶ。

III. データと仮説の検証方法

1. データ

本稿では、2005年3月から2016年3月末までに株主優待を廃止すると同時に増配をアナウンスした上場企業を分析対象としている。まず野村IRの統計データ等より同期間に株主優待を廃止した企業を抽出したところ、469社認められた。次にそれらの企業のプレスリリースの優待廃止理由を確認した。「業績不振」「上場廃止」等のサンプルは除外し、「公平な利益還元」「現金配当による還元策を充実」など株主還元施策の変更を挙げている企業のみ選んだところ155社が残った。これらから優待廃止と同日に増配をアナウンスしているサンプルのみ選択したところ、36社が該当した。

次に、同時イベントの有無を確認した。同日に別のプレスリリースがないか確認したところ、15社で同日に決算発表（と業績予想の修正）が行われ純利益の予想値が軽微ながら更新されていた。よって純粋に同時イベントがないサンプルは21社である。ただし、純利益の変動はコントロール可能であると考え、分析は36社で行う。

最後に各社の優待内容を確認した。優待内容は「金券」「商品」「割引券」に大別された。金券とはクオカードや図書カードなど現金と同等物を配るケースであり、15社みられる。商品とは、自社製品や地域の特産品などを配るケースで、14社あった。割引

券とは対象企業の製品やサービスが $x\%$ 引となるケースで、7社である。このうち割引券の優待は、株主が商品を買わない限り利得が発生しない。また購入額に応じて利得額が変動するため、優待利回りが個人により異なり確定できない。このためリターンの源泉に関する分析は「金券」「商品」のサンプルに限られる。

表1はサンプルの一覧である。業種構成を見たところ、サービス業が最も多く10社である。次が小売業で6社である。最少投資金額での優待額は500円～11,657円で、平均値は約2500円であった。最少投資金額で算出した優待利回りのレンジは0.03%～9.76%で平均1.87%である。優待廃止に代わる増配の幅は0.08～3.36%ポイントで平均0.63%ポイントであった。

2. 優待廃止＋増配アナウンス時の株式パフォーマンス

企業が株主優待の廃止とそれに代わる増配をアナウンスした時の株価効果はCampbell/MacKinlay(1997)を参考にイベントスタディによって分析する。まず、以下のマーケットモデルを構築し、発表日の150営業日前～30営業日前を推定ウインドウとして α_i 、 β_i を推定する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ただし、 R_{it} はサンプル企業*i*の*t*日における日次株式リターン、 R_{mt} は*t*日における配当調整済TOPIXの日次リターン、 ε_{it} は誤差項を示す。続いて、上記マーケットモデル式から、アナウンスメント日前後の正常リターン(イベントがなかった場合の期待リターン)を推定し、実際のリターンとの差を求めることでイベントによって生じた超過リターン(Abnormal Return: AR)を推計する。この超過リターンを合計し、累積超過リターン(Cumulative Abnormal Return: CAR)を算出する。

株主優待の廃止と増配の同時アナウンスメントが有意な株価効果をもたらす場合、優待廃止の影響と増配の影響がそれぞれどのように反映されているか検証する。具体的には、サンプル企業別累積超過リターンを被説明変数、廃止される優待利回り、増やされる配当利回りの各変数を説明変数とする重回帰分析を行なう。優待廃止のアナウンスは決算発表と同時にされる場合がある。期中の決算発表では通期の一株純利益の見込値が更新され、期末の決算発表では来期の一株純利益の予想値が発表される。多くは予想の精度が高まったことによる更新で、目立たない形で書き換えられている。ただし、EPSの変更は微修正であっても株価に影響を与えるものであるため(Conroy/Eades/Harris(2000))、回帰式にはEPSの変更に伴う益利回り(PERの逆数)の変化量をコントロール変数として加えている。

$$CAR_i = c_0 + c_p p_i + c_d d_i + c_e e_i + \tilde{u}_i \quad (2)$$

ただし p_i はサンプル i の優待利回り、 d_i はサンプル i の配当利回りの増分、 e_i はサンプル i の益利回りの増分、 u_i は誤差項を示す。

優待利回りに厳密な定義はなく、本稿では2通りを計算のうえ検証に用いた。1つは配当利回りと同様の手法である。もらえる優待額を株数で除して一株年間優待額を

求め、これを株価で除して優待利回りとするものである。企業によっては持株数に応じて優待内容を変えているが、最小株数で得られる優待を対象に計算をした。この指標は会社四季報や各種投資雑誌にて頻繁に紹介されるもので、最小株数で優待を狙う個人投資家が重視する指標である。ただ、この指標ではすべての株主が優待をもらえる最小株数だけ保有する前提で利回りが計算されることとなる。実際には、企業オーナーや機関投資家など大株主がいるわけであるが、すべてが小口株主と想定することにより配られる優待の数が過大となり、企業全体でみると利回りも過大に算出される欠点がある。これを「個人株主優待利回り」と呼ぶ。

第2の指標として、株主一人当たりの優待金額に全株主数をかけ合わせ、企業が優待として提供する総額を推定し、これを株式時価総額で除した率を用いる。この指標は企業側のキャッシュアウト額により即したもので、機関投資家など大口株主の優待利回りに近似するが、一方で個人株主の利得からは乖離した指標となる。後者を「実質株主優待利回り」と呼ぶ。

$$\text{個人株主優待利回り} = \text{一株優待額} \div \text{株価} \times 100 \quad (3)$$

$$\text{実質株主優待利回り} = \text{優待額} \times \text{全株主数} \div \text{株式時価総額} \times 100 \quad (4)$$

ただし、優待額は最少単位（例えば1000株以上で優待がもらえる場合は1000株）の投資で得られる優待金額とした。優待金額が示されている優待品（例：3000円相当の自社製品、1000円のクオカード）はその金額を優待額とし、時価が示されていない品（例：お米、お酒等）についてはそれぞれの金額価値を調査して優待額とした。

3. 変数と仮説との関連

優待/配当代替仮説が支持される場合、CARは優待利回り分低下する一方で配当利回りの増加分上昇すると考える。もし、優待利回り=配当利回りの増分であればCARは相殺されてゼロとなる。優待利回りと配当利回りが異なる場合も、CARに与える感応度は同じであるため、回帰式の係数は、 $-C_p = C_d$ になると予想する。

優待廃止による負の影響が増配による正の影響よりも大きい場合、ギフト効果仮説が支持される。例えば $|C_p| > |C_d|$ で、 $C_p < 0, C_d > 0$ となる場合である。ただ、同時に保有効果仮説も支持される。正の影響を上回る負の影響が「今手にしている」株主優待を手放したくないためかもしれないからである。両者を識別するためには、別の検証が必要である。具体的には、本稿サンプルとは逆の「配当を減らして株主優待を導入した企業」を分析すると良い。この分析で負のCARが観測された場合、株主優待であっても配当であっても今持っている権益を失うことによる保有効果と判定できるだろう。逆に正のCARが観測された場合、リターンは株主優待に起因するものと実証される。

IV. 検証結果

1. アナウンスメントがもたらす株価効果

表2は、株主優待廃止と増配を同日にアナウンスした企業のアナウンス10営業日前(day-10)からアナウンス後10営業日後(day+10)までの各日の超過リターン(AR)を示す。1営業日後のARの平均値が-1.45%、中央値が-1.12%であり、3営業日後のARの平均

値が-0.61%，中央値が-0.44%で，それぞれ統計上有意に負と示された。

0日は有意なリターンを示していないが，これは企業のプレスリリースが株式市場終了後の15時以降であるためであろう。情報は翌営業日の株価に反映されることとなる。day+1のARが有意にマイナスである点は，アナウンスメントの影響を受けたものと考えられる。図1は株主優待廃止と増配を同日にアナウンスした企業のアナウンス前10営業日を始点として10営業日までの各日の超過リターン(AR)を累積した累積超過リターン(CAR)を示す。サンプル数が少ないためかグラフにブレが目立つが，アナウンス前のCARは0.4~0.8%のレンジで推移している。しかしday+1, day+3のマイナスでCARは大きく下振れしたことが分かる。

表3はアナウンス日近辺に絞って集計したCARの検定結果を示す。全サンプルで検証したところ，いずれの組み合わせでも平均値，中央値ともにマイナスであった。レンジは-0.53%~-2.16%である。公表1営業日後より3営業日(day+1→+3)の組み合わせはマイナス幅が最も大きく，統計上の有意性を示した。ところで本研究の36サンプルのうち15サンプルでは，一株純利益の予想が更新されている。変動は益利回りベースで平均-0.08%であり，予想利益の変動がCARに影響を与えているかもしれない。そこで同日に業績予想の修正がなかった，21社に絞って同様の検定を行った。結果，CARはどの組み合わせでもマイナスとなり，中央値はday0→1の組み合わせを除き統計上有意であった。

本研究サンプルの個人優待利回りは平均1.87%，増配幅は平均0.63%ポイントである。個人株主は，優待廃止によって1.87%分の利回りを失う一方，増配により0.63%分利回りが増す。 $-1.87+0.63=-1.24\%$ 分利得が減ると計算できる。一方で，機関投資家など大口株主は持ち株数が多いため優待利回りは極端に下がる。例えば100万株保有していても500円のクオカード1枚というケースもあろう。

全投資家ベースで試算した実質優待利回りは，機関投資家など大口株主の利得の代理変数といえるが，平均は0.17%である。一方，増配額の平均は0.63%で，差し引きは+0.46%である(表1)。企業のプレスリリースを見ると株主優待を廃止する理由の多くは「公正な株主還元」である。数値を見る限り，株主優待では冷遇された機関投資家等の利得は総じて増している。しかし皮肉にも肝心の株価が下がる(負の超過リターン)という結果になっている。

2. 超過リターンの源泉

(1) 株主還元の増分と超過リターン

前節までで，株主優待廃止と増配を同日に公表した企業では，有意な負のアナウンスメントリターンが得られることを明らかにした。本節ではリターンが生じる要因について分析を行う。図2は縦軸にCAR(1→3)を，横軸に増配率+益利回りの増分(=イベントによる利得)から個人優待利回り(=イベントによる損失)を引いた利回りの変化量を示す。個人優待利回りは株主が最少単元を持つ個人株主が得る利回りである。換言すると，図2の横軸は「優待廃止→増配」のイベントによって個人株主の投資利回りがどの程度変化したか(利益調整後で)を示す。図をみると両者には正の相関がみられる。つまり差し引きで利回りが増えていればCARにも正の影響があるといえる。回帰式を描くと以下のとおりとなり，利回りの係数は1%水準で有意であった。

$$\text{CAR}(\%) = 1.02 * (\text{増配率} + \text{益利回り増分} - \text{個人優待利回り}) - 0.09 \quad (5)$$

(5)式は切片がほぼ0%である。つまりCARは概ね個人株主の投資利回りの変動で説明できると解釈できる。また利回りの係数は1.02である。例えば配当還元法を想定すると係数1が理論値である。1.02という係数は個人株主の利得で株価が形成されることを意味する。

ところで、個人優待利回りは個人投資家に当てはまる率であり、機関投資家など大口の株主の優待利回りははるかに小さくなる。また個人優待利回りは株主がすべて単元株主であるとして優待品を配る前提となっており、企業自身のキャッシュアウトの実態を反映していない。本来であれば株主数以上の優待品は配られるはずがないのである。そこで実際の株主数と優待品額の積を実質の優待に使われた金額とし、「優待廃止→増配」イベントが、株主全体に与える影響の視点から再計算を行った。図3は縦軸にCAR(1→3)を、横軸に増配率から実質優待利回りを引いた利回りの変化量を示す。回帰式は以下のとおりである。

$$\text{CAR}(\%) = 0.35 * (\text{増配率} + \text{益利回り増分} - \text{実質優待利回り}) - 1.59 \quad (6)$$

式(5)とは異なり係数や切片は有意性を示さなかった。しかし単純に解釈すれば、実施自体が1.59%の負のCARをもたらす。一方で利得の増分はCARに0.35(35%)しか正の影響を与えていないこととなる。会社が見込んだであろう正のリターンは発現していない印象を受ける。公平な株主分配を通じて株主価値向上を図った企業にとって皮肉な結果である。以上から、株主優待の廃止時には、株主が皆個人株主であるという、ありえない前提に近い形で株価形成されることが示された。

(2) 個人優待利回りと増配率がCARに与える効果

前節までで、優待廃止のイベントでは個人株主に対する優待利回りと増配率を前提としてリターンが形成される可能性を示した。本節では増配率と優待利回りとを細分化し、それぞれの影響を分析した。

表4パネルAは、アナウンス翌日と翌々日の2日間累積超過リターン(CAR(1→2))を被説明変数とし、個人優待利回りと増配率の差を説明変数とした重回帰分析の結果を示す。なお、Conroy/Eades/Harris(2000)は利益予想の修正が株価へ影響を与えると示しており、益利回りの変化量を利益変動調整のコントロール変数として加えている。個人優待利回りが5%水準で有意な負の相関を示した。係数は-1.175であり、廃止される優待の利回り1%ごとに約-1.2%の負のリターンが生じるとの結果である。配当利回りの変化量は有意な相関を示さず、係数自体も0.251と正ではあるものの優待利回りと比べ小さなものであった。

パネルBはアナウンス翌日から3日後までの3日間累積超過リターン(CAR(1→3))を被説明変数とした、同様の分析結果を示す。個人優待利回りが1%水準で有意な負の相関を示し、係数は-1.141である。一方、配当利回りは有意な相関を示さなかった。係数も-0.921となり、仮に有意であれば増配が株価に負の影響をもたらすと解釈されかねない結果となった。図2においてCARと利得に正の相関が示された、相関の主要因は個人優待利回りであったと判明した。

以上から、企業が株主優待の廃止を発表すると、個人優待利回りを超える株価下落が起こると考えられる。一方、増配率は有意な相関を示さない。実証結果から「優待/配

当代替仮説」は棄却された。多くの企業は、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が、実際には皮肉にも株価を下げる結果となっている。株主優待利回りの係数が-1を下回ることは、実際の利回りプラス α の価値毀損があると考えられる。このプラス α が優待品のもつプレミアムと考えられ、これら結果は株主優待「ギフト効果仮説」と整合するものと言えなくもない。

表 5 は株主公平の観点から一旦は株主優待を廃止したものの、後日再開した企業例を示す。記載した 4 社すべてが、再開の理由として「投資魅力を高める」ためと述べている。これは言外に、増配では投資魅力が高められなかった（低めてしまった）ことを認めているように思われる。表 5 の事例はギフト効果仮説をサポートする材料となる。

一方で、これらの結果が保有効果による可能性は棄却できない。負の CAR はギフト効果を持つ株主優待を失ったために生じたものか、既得権益を失ったために生じたものか、これまで行ってきた分析では完全に峻別しきれないためである。両仮説の検証には、本稿のサンプルとは逆の「配当を減らして株主優待を導入した企業」を分析すると良いだろう。この分析で負の CAR が観測された場合、株主優待であっても配当であっても今持っている権益を失うことによる保有効果と判定できる。正の CAR が観測された場合、ギフト効果を持つ株主優待のプレミアムが観測されたといえる。砂川/鈴木(2008)によると、株主優待の実施を公表した企業で約 2%の正の株式超過リターンがあるという。彼らの分析では、配当の増減でサンプルは絞り込まれていない。しかし「減配+優待開始」サンプルもあったであろう。この「配当を減らして株主優待を導入した企業」の分析は改めて報告したい。

V. まとめ

本稿では、株主優待を廃止しその代替手段として増配するとアナウンスした企業の株式パフォーマンスについて検証した。本稿の発見事項は以下のとおりである。

2005 年 3 月から 2016 年 3 月までに株主優待の廃止と増配を同時発表した企業について調べたところ、アナウンスによって-1~-2%程度の負の累積超過リターン (CAR) がみられた。アナウンス日に業績予想の修正がなかったサンプルに絞って同様の検定を行っても、CAR はどの組み合わせでもマイナスとなった。

CAR と「増配率+益利回りの増分-個人優待利回り」、つまり優待廃止による個人株主の投資利回りの変化には正の相関がみられる。一方で、機関投資家など大口の株主の優待利回りを想定した投資利回りの変化と CAR には有意性がみられなかった。CAR を被説明変数とし、個人優待利回りと増配率の差を説明変数とした重回帰分析を行ったところ、個人優待利回りが有意な負の相関を示し、係数は-1を下回った。一方で配当利回りとは有意な相関を示さなかった。

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。多くの企業は、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が、実際には皮肉にも株価を下げる結果となっていた。株主優待利回りの係数が-1を下回ることは、実際の利回りプラス α の価値毀損があり、これは株主優待「ギフト効果仮説」と整合するものと言えなくもない。ただし、これらの結果が保有効果による可能性も棄却できない。著者は両仮説の採否は、本稿のサンプルとは

逆の「配当を減らして株主優待を導入した企業」を分析すると明らかになると考えており、結果は続報にて報告させていただきたい。

<参考文献>

- Campbell, J. A., and A. C. MacKinlay (1997). "Chapter 4 Event-Study Analysis," *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Conroy, R. M., Eades, K. M., and R. S. Harris (2000). "A test of the relative pricing effects of dividends and earnings: Evidence from simultaneous announcements in Japan." *The Journal of Finance*, 55(3): 1199-1227.
- Kahneman, D., and A. Tversky (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*." *Journal of the econometric society*: 263-291.
- Karpoff, J and K. Susuki (2014). "Unique Dividends for Retail Investors: Evidence from Shareholder Perks", working paper.
- Miller, M. H. and F. Modigliani (1961). "Dividend policy, growth, and the valuation of shares." *the Journal of Business* 34(4): 411-433.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., and J. Jaffe (2002). *Corporate Finance*, 10th, McGraw-Hill, New York.
- Waldfogel, J. (1993). "The deadweight loss of Christmas." *The American Economic Review*: 1328-1336.
- 砂川伸幸 (2002). "自社株買入れ消却と株式動向の理論." *証券アナリストジャーナル* 40(3): 110-125.
- 石川博行 (2010). *株価を動かす配当政策: コロボレーション効果の実証分析*, 中央経済社.
- 小西大, 趙ファンソク (2003). "自己株式取得に対する株価の反応." *一橋論叢* 130(5): 452-469.
- 鈴木健嗣, 砂川伸幸 (2008). "株主優待導入の短期的影響--株式流動性とアナウンスメント効果の検証." *証券アナリストジャーナル* 46(7): 107-121.
- 諏訪部貴 (2006). "株主価値を向上させる配当政策 (特集 企業財務と株式市場)." *証券アナリストジャーナル* 44(7): 34-47.
- 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* 55(3): 153-168.
- 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* 51(10): 96-106.

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): 87-102.

安武妙子(2016). "株主優待の価値に関する考察." 創価経済論集 45(1,2,3,4): 129-136.

表1 サンプル一覧と基本統計量

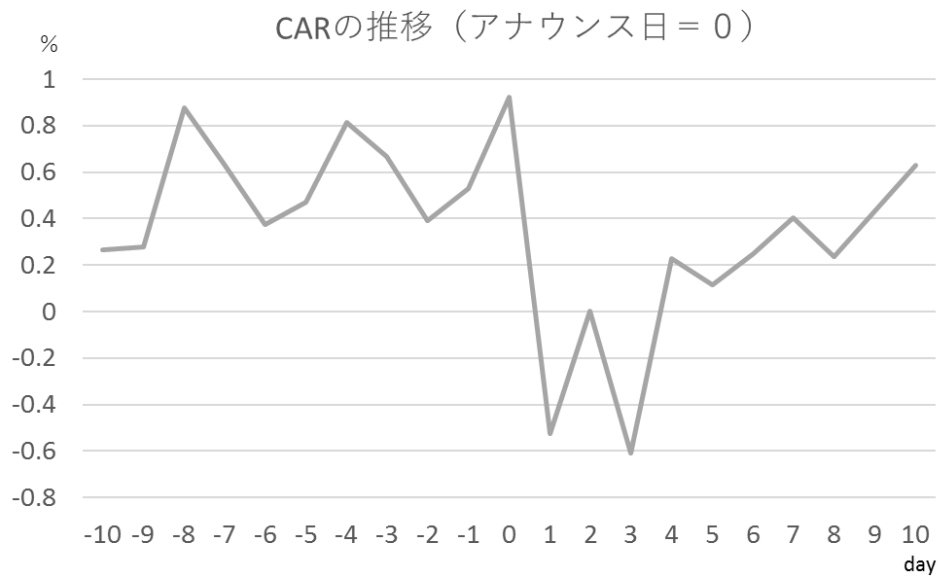
証券コード	社名	東証業種目	優待廃止公表日	廃止した優待の内容	優待ジャンル	一株優待額(最少株数)	個人優待利回り%	実質優待利回り%	一株増配額	増配率%ポイント	益利回り変動%ポイント	個人持ち株比率%	個人株主数率%
4689 ヤフー		情報・通信業	2005/3/3	総額で6億円の自社関連商品	商品	11,657	2.20	0.01	476	0.09	0.00	4.9	98.1
8113 ユニ・チャーム		化学	2006/10/27	100株以上保有の株主に対し、3000円相当の自社製品または四国の名産品	商品	10	0.15	0.00	12	0.18	0.05	15.7	96.2
2059 ユニ・チャーム ペットケア		食料品	2007/4/26	100~999株の株主に1,000円相当の自社製品他	商品	10	0.25	0.01	10	0.25	0.30	22.8	96.3
7566 ジャパンケアサービス		サービス	2007/5/18	1000株で介護電話サービス	商品	na	na	na	5	2.12	2	56.0	94.8
5001 新日本石油		石油・石炭製品	2008/4/28	1000~1999株の株主に3000円ENEOSプリカ	金券	3	0.43	0.02	8	1.15	-8.98	14.1	96.9
9474 ゼンリン		サービス	2008/5/8	3年以上継続保有 200株以上「zenrin store」お買い物クーポン 2,000円分まで割引券	金券	10	0.45	0.04	10	0.45	0	37.8	97.5
4299 ハイマックス		情報・通信業	2008/5/15	100株以上の株主にJCBギフトカード2000円	金券	20	2.60	0.43	5	0.65	0.64	70.0	99.3
3711 創通		情報・通信業	2008/8/11	1~9株の株主にオリジナルクオカード500円	金券	500	0.20	0.01	1,000	0.39	0.00	61.8	98.8
3319 ゴルフダイジェスト・オンライン小売業		小売業	2009/2/9	株主優待割引券1枚あたり、2,000円の割引金額にてご利用いただけます。1割引券	割引券	2,000	9.76	0.42	350	1.71	2.07	68.5	99.0
3322 アルファグループ		卸売業	2009/3/10	株数に関わらずクオカード1000円	金券	1,000	3.36	0.15	1,000	3.36	0.00	92.4	97.1
4540 ツムラ		医薬品	2009/5/14	100株以上の株主に1500円相当のグループ会社製品	商品	15	0.57	0.01	6	0.23	0.48	14.4	93.2
7509 アイエーグループ		小売業	2009/8/7	1000株「優待券(300円×50枚)」が年2回株主優待としてもらえる	割引券	30	7.50	1.14	2	0.50	0	69.9	96.5
2399 総合臨床ホールディングス		サービス	2009/12/3	1株で自社食品70%引き1枚×2回	割引券	na	na	na	200	0.58	0	91.2	98.7
2393 日本ケアサプライ		サービス業	2010/5/21	1~4株の株主に1000円クオカード	金券	1,000	1.75	0.04	500	0.87	0.00	16.7	98.7
8628 松井証券		証券・商品先物	2010/5/26	1,000株以上の株主に「会社四季報誌面データ」「同最新銘柄レポート」	商品	6	0.92	0.15	5	0.77	0.00	62.3	98.9
3943 大石産業		パル・紙	2010/11/12	1000株以上の株主に3000円の「クオカード」	金券	3	0.52	0.05	3	0.52	0.00	56.6	94.7
7508 G-7ホールディングス		小売業	2011/2/22	100株で1500円優待券×2回	割引券	30	5.66	0.40	1	0.19	0	78.4	96.6
8904 サンヨーハウジング名古屋		不動産業	2011/10/14	100株以上の株主に「QUOカード(1,000円相当)」が年2回	金券	20	0.03	0.35	200	0.27	0.87	73.3	98.5
9963 江守商事		卸売業	2012/7/31	100株の株主に、日本酒「黒龍 大吟醸」720ml(2900円相当)	商品	29	3.31	0.39	2	0.23	0.00	79.2	98.8
2815 アリアケジャパン		食料品	2012/10/5	100株以上を1年以上保有の株主に、当社関連製品(年間6,000円相当)	商品	30	1.76	0.26	5	0.29	0.00	26.2	98.9
6287 サトーホールディングス		機械	2012/10/26	100株の株主に、図書カード1,000円相当(年2回)	金券	20	1.72	0.09	1	0.09	-1.71	50.0	98.0
9058 トランコム		倉庫・運輸関連業	2012/12/25	100~999株保有の株主に、3,000円相当の品物	商品	30	1.98	0.13	10	0.66	0.00	35.9	97.6
7847 グラファイトデザイン		その他製品	2013/2/4	100~4900株の株主に特製クオカード1枚(500円相当)	金券	5	1.26	0.06	3	0.76	0.00	79.9	98.8
8291 日産東京販売ホールディングス		小売業	2013/3/8	優待商品カタログの中から1点(2000円相当)	商品	2	0.70	0.03	4	1.41	0.00	16.0	92.5
9994 やまや		小売業	2013/5/7	100株以上の株主に、山田錦の酒 純米吟醸 雪の松島1本。3100円相当	商品	31	2.01	0.05	5	0.32	0.42	48.3	94.3
3034 クオール		小売業	2013/5/14	100株以上の株主に、3,000~4,000円相当の当社グッズ	商品	30	3.30	0.07	2	0.22	-1.01	31.5	97.5
6915 千代田インテグレ		電気機器	2013/5/14	100~999株の株主に、図書カード1000円	金券	10	0.70	0.05	3	0.21	0.00	33.8	97.7
4548 生化学工業		医薬品	2013/7/30	100株以上の株主に1,000円相当のクオカード	金券	10	0.77	0.02	1	0.08	0.00	24.1	98.0
3817 S R Aホールディングス		情報・通信業	2014/5/8	100株以上の株主に、お米券3kg分(1500円相当)	商品	15	1.01	0.06	5	0.34	2.71	53.0	97.6
2440 ぐるなび		サービス	2014/5/12	100株で20%割引券	割引券	na	na	na	5	0.34	-2	27.6	96.7
6383 ダイアク		機械	2014/5/14	ボウリング割引券500株以上2,000株未満 割引金券1,000円分2,000株以上5,000株未満 割引金券2,000円分	割引券	2	0.17	0.01	5	0.41	2	20.8	93.9
6328 荏原実業		機械	2014/7/31	100~999株の株主に全国共通おこめ券(2kg)、年2回(2000円相当)	金券	20	1.37	0.25	5	0.34	0.00	73.3	98.7
3353 メディカルー光		小売業	2014/8/27	200~399株の株主にハウス食品ギフト詰合せ(1,000円相当)	商品	5	0.15	0.01	10	0.23	0.00	37.0	89.5
2484 夢の街創造委員会		サービス	2015/7/14	500株で1000円分ポイント	金券	2	0.21	0.04	2	0.21	0.00	67.7	98.2
3271 THEグローバル社		不動産	2016/2/5	100株で1000円クオカード	金券	10	2.28	0.52	2	0.46	0.00	68.96	99.22
3294 イーランド		不動産	2016/3/10	3月6日にクオカード計2000円⇒10円配を15+5円に	金券	20	2.61	0.34	10	1.96	0.00	83.97	99.10
					最小値	2	0.03	0.00	1	0.08	-8.98	4.9	89.5
					平均値	503	1.87	0.17	108	0.63	-0.08	49.0	97.1
					中央値	20	1.26	0.06	5	0.37	0	51.5	97.7
					最大値	11,657	9.76	1.14	1,000	3.36	3	92.4	99.3

表 2 アナウンス日前後の超過リターン (AR) (単位 : %)

day	平均	中央値
-10	0.27	-0.07
-9	0.01	-0.10
-8	0.60 **	0.51 **
-7	-0.24	-0.21
-6	-0.26	-0.31
-5	0.10	0.04
-4	0.34	0.26
-3	-0.15	-0.27
-2	-0.27	-0.26
-1	0.14	0.01
0	0.39	0.31
1	-1.45 *	-1.12 **
2	0.53	-0.04
3	-0.61 *	-0.44 *
4	0.84 *	0.17
5	-0.11	-0.10
6	0.13	-0.06
7	0.16	-0.05
8	-0.17	0.12
9	0.20	-0.07
10	0.20	-0.37

注) day はアナウンス日を 0 とする相対日. **:5%水準で有意, *:10%水準で有意

図1 CARの推移



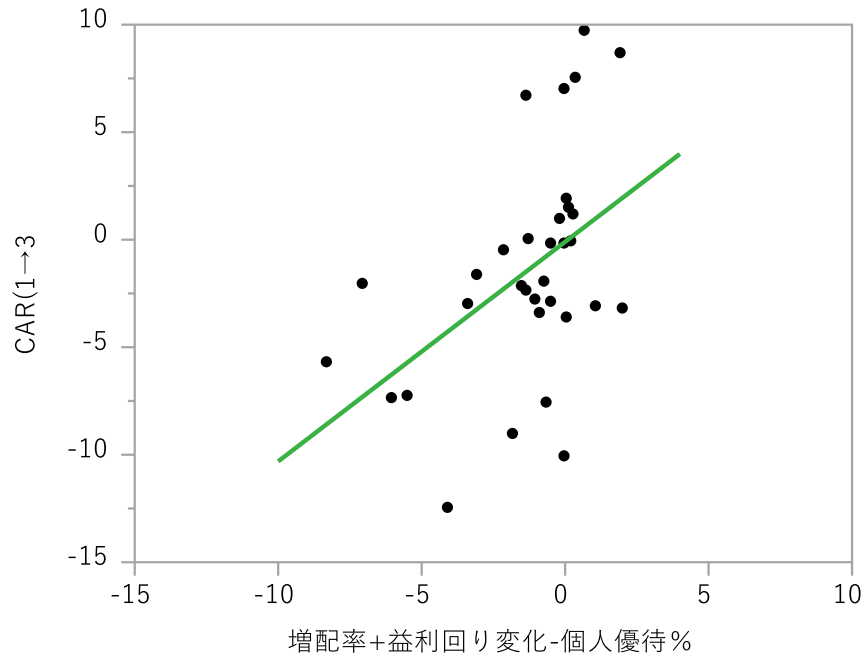
(注) 横軸は優待廃止+増配アナウンス日を day0 とした相対日. 縦軸は day-10 を始点とした CAR(%).

表3 CARの統計値と検定結果

	n	平均	t値	中央値	検定統計量	
全サンプル	CAR(0→1)	36	-1.05	-1.35	-1.11	-93.00
	CAR(0→2)	36	-0.53	-0.51	-1.74	-72.00
	CAR(0→3)	36	-1.14	-1.22	-1.64	-89.00
	CAR(1→2)	36	-0.92	-0.98	-1.53	-95.00
	CAR(1→3)	36	-1.53	-1.76 *	-2.16	-133.00 **
業績予想の修正なし	CAR(0→1)	21	-1.12	-1.30	-0.37	-39.50
	CAR(0→2)	21	-1.38	-1.26	-2.06	-49.50 *
	CAR(0→3)	21	-2.01	-1.72	-2.15	-53.50 *
	CAR(1→2)	21	-1.02	-1.06	-1.46	-50.50 *
	CAR(1→3)	21	-1.65	-1.52	-2.10	-59.50 **

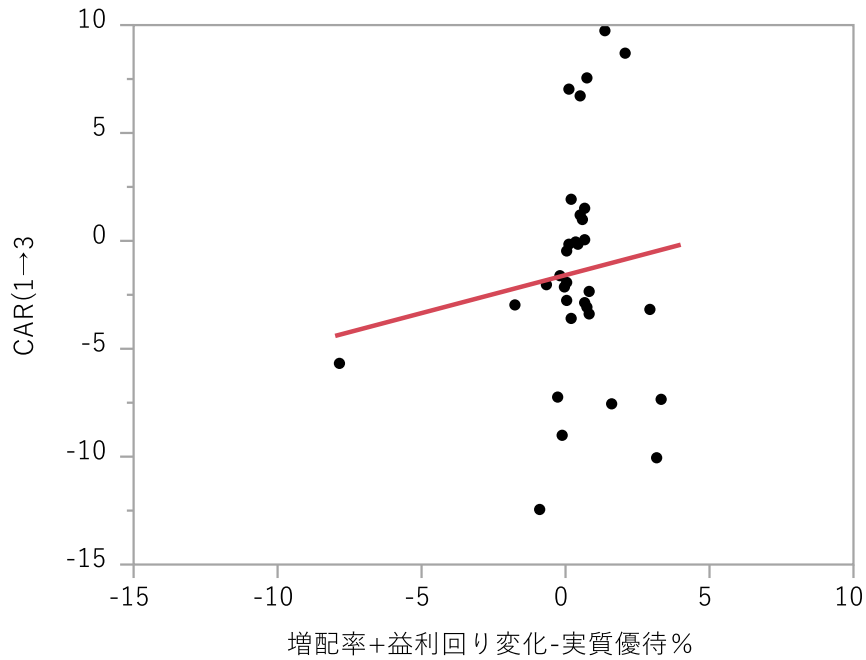
(注) 始点と終点を組み合わせた CAR (%) の平均値と中央値を示す. 平均値の*印は帰無仮説を 0%とした t 検定の結果, 中央値の*印は Wilcoxon の符号付順位検定の結果を示す. **:5%水準で有意, *:10%水準で有意

図2 個人株主の利回り変化と CAR



(注) 縦軸横軸ともに単位は%

図3 実質ベースの利回り変化と CAR



(注) 縦軸横軸ともに単位は%

表 4 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→2)	係数	標準誤差	t値
切片	1.320	1.285	1.030
益利回りの変化量	0.761	0.505	1.510
配当利回りの変化量	0.251	1.387	0.180
個人優待利回り	-1.175	0.434	-2.710 **
n	33		
自由度調整R2乗	0.158		

パネルB			
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		

(注) ***:1%水準, **:5%水準で有意

表 5 株主優待を再開した企業

証券コード	銘柄	優待廃止公表日	優待内容	優待再開公表日	優待内容
9837	モリト	2009/1/23	3000円相当の自社製品	2014/8/22	1単元以上株主に2000円クオカード
3319	ゴルフダイジェスト・オンライン	2009/2/9	1単元以上株主に自社製品割引券	2014/3/27	例)500株株主にアマゾンギフト券5千円
6784	ブラネックスホールディング	2011/10/28	1単元以上株主に自社サービス割引	2013/7/31	1単元以上株主に自社サービス割引券
8291	日産東京販売ホールディングス	2013/3/8	1単元以上株主に優待商品カタログギフト	2015/2/6	例)100株株主に500円クオカード