

『証券経済学会年報』第 49 号別冊  
第 81 回春季全国大会  
学会報告論文

「株主優待実施企業の株式パフォーマンス」

## 「株主優待実施企業の株式パフォーマンス」

野瀬 義明

桃山学院大学 経済学部

### 1. はじめに

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」(大和インベスター・リレーションズ 2013)である。この株主優待を実施する上場企業が増えている(図 1)。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ようだ。一方で、株主還元的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。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、その端緒として株主優待実施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。そもそも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として考える要素は何か検証を試みた。本研究の直接的な発端は、投資家の間で株主優待の権利が発生する直前に株式を売却することで、敢えて株主優待を得ずにキャピタルゲインを得る取引が活発化していることである<sup>1)</sup>。優待・配当は企業が持つ価値の社外流出に過ぎず、市場が効率的であればイベントを前にして株価が変動することはないはずである。権利落ち後には、社外流出分と同等の株価低下がみられるのみである。ただし、

<sup>1)</sup>例えば 2012 年 2 月 24 日付日経新聞では「株主優待が人気の銘柄は、権利確定日が近づくにつれて(中略)投資家の買いで株価が上昇し、権利落ち直後に急落する傾向にある」とし「権利確定日 1~3 カ月、配当取りの買いが入り始める前に買う」ことを推奨している。

株式マーケットではファイナンスの教科書と整合しない事象が起こっている可能性がある。

本研究の目的は、検証の第一弾として株主優待の権利確定をめぐる株式パフォーマンスの変動を明らかにすることである。本稿の発見事項は以下の 3 点である。第一に 2014 年 3 月末に株主優待の権利が確定する企業の過去 6 か月の株式パフォーマンスを検証したところ、権利確定日に向けて正の超過リターンが観測された。第二に超過リターンが最も高くなる投資期間は、投資開始が権利確定日の約 3 か月前、投資終了が権利確定日前日となる組み合わせであった。第三に株主優待実施企業では権利落ち日の株価下落が非合理的であった。以上から、株主優待実施企業は権利確定日に向けて高い株式パフォーマンスを得ることが分かった。

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 節では検証仮説を述べる。第 4 節ではデータと検証方法を記す。第 5 節で検証結果を説明し、第 6 節にて本稿をまとめる。

### 2. 株主優待の動機に関する先行研究

企業経営者がなぜ、株主優待を実施するのか。本節では野瀬〔2014〕で行った先行研究のサーベイ結果を抜粋のうえ紹介する。

#### (1) 株主に関する動機

##### (a) 株主数の増加

株主の拡大に株主優待を活用した事例として有名なのが、カゴメの「ファン株主 10 万名づくり」活動である。2001 年に開始された当活動の主要施策は株主優待であり、年 2 回 100 株以上の株式保有者に 1,000 円相当、1,000 株以上の株式保有者に 3,000 円以上の自社製品を送る制度が新設された。活動の結果、開始前の 2000 年度には 6,549 名であった株主数が、2011 年度には 168,358 人へと約 25 倍に増加している(長井 2002)。同社の成功により、株主数拡大の手段として、株主優待が注目されるようになったといわれる。

## (b) 株式保有期間の長期化

カゴメの「ファン株主」という言葉からも推定されるが、企業は自社のファンとして長期間保有してくれる株主を望み、株主優待はそのための一策であるといわれる。今日、株主優待の導入が増加する一方で、優待条件に変更も相次いでいる。最も目立つのが長期保有株主に対する優遇である。このことから、企業が株主優待を安定株主対策に活用しようとする意図が見える。現状、優待導入企業の 7.5% (79 社) が保有期間によって優待内容に差を設けている (大和インバスター・リレーションズ 2013)。

## (c) 株式持ち合い解消

1990 年代半ば以降、保有株式の評価損が拡大したことや時価会計の影響等を背景に株式持ち合いの解消が進展している。売却される持ち合い株式の受け皿となる新たな株主の確保に迫られた企業が、株主優待を導入して個人投資家の増加を図ったといわれる。野村証券によると、2012 年末の持ち合い比率は過去最低の 10.9% である。持ち合い比率のグラフと株主優待実施率を重ねるとクロスしている状況が見て取れる。カゴメの「ファン株主 10 万名づくり」も、発端は 2001 年 12 月に、富士銀行をはじめとする大株主 11 法人が所有する発行株式の約 10% にあたる 800 万株を売り出したことであった (長井 2002)。

## (d) 敵対的買収の阻止

敵対的買収を阻止するための施策として株主優待が用いられるといわれる。敵対的買収防衛に関する先行研究には胥 [2006] がある。彼は敵対的買収のターゲットとなる企業は、安定株主の持ち株比率が低いことを明らかにしている。一方で、株主優待と敵対的買収防衛との関連を直接検証した先行研究は著者が調べた限り見られない。ただし、書店に並ぶ企業向け「買収防衛マニュアル」書籍では、株主優待の導入が頻繁に勧められている。実務者は経験的に買収防衛と株主優待の関連を認めている可能性がある。

## (e) 配当の代替手段

会社法では、過剰な配当で財務基盤が悪化するのを防ぐために各社の財務状況に応じた配当可能額が定められている。このため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が指摘される。2010 年 3 月 11 日付の日経新聞では、「2010 年 3 月

期まで 3 期連続で連結最終赤字が見込まれ、2009 年 3 月期末で配当可能額がマイナスにもかかわらず株主優待を行う企業が 10 社以上あること」を紹介している。その 1 社である、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」と明かしている。

## (2) 株式パフォーマンスに関する動機

## (a) 株式流動性の向上

市場で流動性が乏しい株式は、売りに制約がある(売りたいときに売れない、買いたいときに変えない)ためディスカウント状態にあるとされる (野瀬/伊藤 2009)。株主優待は株主数増加を通じて株式流動性を高める施策となりうる。よって、株主優待が (流動性の向上を通じて) 株式パフォーマンスを高める手段、と考える研究者もいる。

鈴木/砂川 [2008] は、この論理を「流動性向上仮説」として実証的に分析している。イベントスタディを行い、株主優待導入がアナウンスされた際、有意な正の株式超過リターンがあると報告している。また、株主優待導入の前後で株式の流動性が有意に高まっていること、株式流動性の向上が正の株式超過リターンの源泉と認めうることを明らかにしている。そして、「株主優待の導入が、流動性の向上を通じて株価にポジティブな影響を与える」と結論付けている。

## (b) 株価の不安定化・安定化

株主優待を導入することで株価が不安定になるとの指摘がある Ohlson/Penman [1985] は個人投資家の株式市場参入は株価変動を増幅させる、と指摘する。彼らに従えば、株主優待は個人投資家の増加をもたらすイベントであり、株価が変動する要因といえる。関戸/枇々木 [2011] は株式信用取引で発生する逆日歩について検証している。個人投資家の間では、ある企業の株主優待の権利発生日に、現物株式を買う一方、同株数を信用取引で売るというクロス取引が人気である。これにより株価の変動は受けずに株主優待のみを得ることができるという。しかし、株主優待の実施が予想されている銘柄では、権利付最終日に貸し株需要がひっ迫し高い逆日歩が付くというリスクがある。この逆日歩に起因する「優待アービトラージ (裁定取引の機会)」が存在するという。

一方、株主優待は株価を安定化させるという先行研究もある。柏田 [2012] は、個人株主が多い株主優待を導入している企業で、翌期の株式ボラティリティが低下す

ることを示している。株主優待により「ファン株主」が増加すれば、多少の業績変動でも株式が売買されにくくなり、その結果株価のボラティリティが低下すると解釈される。

### (c) 株式指標との直接的相関

先行研究には株主優待と株価(株式指標)との関連について直接的に言及したものも見られる。山本/中路〔2012〕は、株主優待制度を「バリュー株投資を行う際の留意点」として取り上げ、優待利回りがPER、PBRに対してどのような影響を与えるか分析している。その結果、①優待利回りを高めてもPERは上がらない、②優待利回りを高くしてもPBRは上がらない。したがって、「株主優待制度の導入は銘柄の割安度に影響しない」と述べている。株主優待が株価に与える影響ではなく、逆の因果関係を指摘する先行研究もある。つまり、企業が高い株価リターンを目指して株主優待を導入するのではなく、高い株価リターンを上げることのできない企業が株主優待を実施しているという。柏田〔2012〕は2007~2011年の株価リターンを業種別に調べ、優待なし企業の方が優待あり企業より総じて高い株価リターンを得ていることを示している。

### (3) その他動機

#### (a) 自社製品のアピール

鈴木/砂川〔2008〕は、株主優待が「自社製品やサービスの優秀さをアピールする機会」であり、株主からの口コミが「自社製品やサービスの宣伝広告」となるという。株主優待は株主へ自社製品をアピールするために行われるとの仮説で、自社製品アピール仮説と名付けられている。なお、彼らの実証では自社製品アピール仮説を支持する結果は得られていない。

#### (b) 節税効果

企業が株主優待で投資家に提供する財・サービスは、会計上、「売上の控除、交際費、広告宣伝費、その他販管費」等で処理されることが多いとのことである。一方で、配当金は税引き後の利益処分の内容である。株主優待にかかる費用が税務上損金算入される場合、配当と異なり節税効果(タックスシールド)が得られることとなる。非常に粗い計算となるが法人税等の実効税率を40%とすると、1000円分の配当金(=当期利益)を優待に用いれば、1666円分の株主優待が可能となる。企業にとっては同じ負担でも、受益者である株主はより多くの価値を株

主優待で得られることとなろう。この節税効果による上積み(積み)が株主優待導入の動機といわれる。

### (c) 優待に係るコストの削減(費用対効果の向上)

節税効果と類似の考え方となるが、自社製品・サービスを株主優待品とする場合、多くの場合、優待額以下のコストでそれを株主に提供できる。例えば、化粧品メーカーが市場価格で1万円の製品を株主に贈るとする。株主が受ける価値は1万円相当であろうが、メーカーの負担額はずっと少ない額で済む<sup>2)</sup>。

鉄道会社や遊園地のような装置産業の企業で自社サービス利用券が優待内容である場合、より株主が得る価値と企業にかかるコスト差は極端となろう。これら企業でのコストの多くは固定費であり、株主が優待券を利用しようがしまいが損益に与える影響は軽微といえる(売上減少という影響は受ける)。つまり、株主優待は自社経営資源の有効活用を通じて、企業がかかるコスト以上の効用(金銭的満足度)を株主に与えられる施策といえる。この費用対効果の良さが株主優待導入の動機となっている可能性がある。

## 3. 検証仮説

本研究では、前節の仮説のうち株主優待が株価を動かす要因となる、つまり株主優待が「株価の不安定化・安定化材料」となるという点にフォーカスして検証を行うこととしたい。1節で述べたとおり、投資家の間では株主優待銘柄の権利確定直前の値上がりを狙った取引が活発であるという。この投資家自身は優待や配当の権利を得ない。権利確定前の株価上昇によるキャピタルゲインを狙っている。このような投資戦略が有効なのか、直近データを用いて明らかにしてみたい。よって検証仮説は以下のとおりである

H : 株主優待実施企業では、権利確定日に向けて株式パフォーマンスが向上する

## 4. データと検証方法

### (1) データ

本稿では、2014年3月末に株主優待の権利が得られた企業を分析対象としている。SBI証券のHPから該当す

<sup>2)</sup> 例えば、資生堂の連結ベースの売上高売上原価率は24%であり、優待品の輸送費を含めてもコストは数千円で済む計算となる。

る企業を抽出すると 624 社であった。2012 年時点の優待実施企業数が 1060 社であることから 6 割程度をカバーするサンプル数である。

表 1 はサンプルの業種構成を示す。サンプル中最も多いのはサービスで 2 割を占める。次が商社で 11% である。これら構成比は全上場企業のもの大きく異なる。サンプルでの構成比が全上場企業の構成比を大きく上回るのは食品（サンプル：全上場，10.1%：3.7%），鉄道・バス（同，4.3%：0.8%）などである。逆にサンプルでの構成比が全上場企業の構成比を大きく下回るのは，電気機器（同，3.0%：7.7%），機械（同，1.9%：6.5%）である。B2C 銘柄が多く，B2B 銘柄は少ない傾向が窺える。

## (2) 優待権利確定日前後までの株式長期パフォーマンス

それぞれのサンプルについて，優待権利確定日前後までの株式長期パフォーマンスを計測する。データの収集期間は多くの企業で前回の配当・優待権利落ちがあった 2013 年 10 月 1 日から 2014 年 4 月 15 日までのおよそ半年とし，日次データを収集した。

株式長期パフォーマンスは，Barber/Lyon [1997]，山崎 [2005] を参考に CAR (cumulative abnormal return) と BHAR (buy-and-hold abnormal return) を集計することで分析する。CAR は一定期間の超過リターンを積み上げたもの，BHAR は始点と終点 2 時点間の超過リターンを集計したものであり，それぞれ利点と欠点があるとされる。そのため山崎 [2008] では「実際のところ，株価の長期パフォーマンスに関する多くの実証研究では，CAR と BHAR の双方で異常リターンを測定しており，今後の長期のイベント・スタディを行う上でも両者を併用すべき」と述べられている。）

本稿では，サンプル企業の日次リターン (RR: raw return) から同日の配当調整済 TOPIX の日次リターンを引いた差を AR (abnormal return) と定義し，その累計を CAR とする。CAR は始点日と終点日の組みあわせで約 17000 通り（約 130 日×約 130 日）作りうるが，これらを総当たり式で比較し「最も CAR が高い始点日と終点日の組み合わせ」を検出する。換言すると「株主優待企業への投資ではこの期間投資すると最も高い収益率を期待できる」という期日を探し出す。

$$CAR_{iT} = \sum_{t=x}^T (R_{it} - R_{mt}) \quad (1)$$

ただし， $R_{it}$  はサンプル企業  $i$  の任意の  $x$  から  $T$  日まで日

次リターン (=RR)。  $R_{mt}$  は配当調整済 TOPIX:  $m$  の  $t$  日の日次リターンを示す。

BHAR も 2013 年 10 月 1 日から 2014 年 4 月 15 日までの日次データから始点日と終点日の組み合わせる。終点日の株価を始点日の株価で除したリターン (BHRR: buy-and-hold raw return) を算出し，そのリターンと同時期の配当調整済 TOPIX のリターンとの差を算出することで求める。

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=x}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{mt}) \quad (2)$$

ただし， $R_{it}$  はサンプル企業  $i$  の株式へ任意の  $x$  から  $T$  日まで投資したときに得られるリターン (BHRR)， $R_{mt}$  は配当調整済 TOPIX へ同期間投資したときに得られるリターンを示す。

集計されたリターンはその有意性を検証する。具体的には，帰無仮説を 0 とした平均値に対する  $t$  検定を行う。

## (3) CAR, BHAR の要因に関するクロスセクション分析

集計されたリターンについて，その要因に関するクロスセクション分析を行う。クロスセクション分析では，CAR および BHAR を被説明変数，関連が想定される財務・株式指標を説明変数として回帰分析を行う。説明変数とする各種財務・株式指標は Quick 社のデータベース「アストラマネージャー」から収集する。データは 2014 年 3 月期末のものを用いる。ただし，株主優待利回りは公表指標ではないため独自で推定した。会社四季報等を参考に 2014 年 3 月末株主が得られる価値を金額換算し，権利確定日 (2014 年 3 月 26 日) の終値で除して算出する<sup>3)</sup>。表 2 は収集したサンプルの基本統計量を示す。

## (4) 権利落ち直後の株式短期パフォーマンス

それぞれのサンプルについて，優待権利確定日 (2014 年 3 月 26 日) から権利落ち日 (3 月 27 日) にかけての株式短期パフォーマンス (AR) を計測する。ファイナンスの理論では社外流出相当分の株価下落が想定されるが，実際のデータについて確認を行った。具体的には，権利落ち日の AR を被説明変数，社外流出関連指標である配当利回り・優待利回りを説明変数とした回帰分析を行っ

<sup>3)</sup>例えば A 社の権利落ち日の終値が 500 円で 100 株保有株主にお米 5kg が優待される場合，お米 5kg の時価を店頭で調べたうえ（この場合 1900 円）、 $1900 \text{ 円} \div (500 \text{ 円} \times 100 \text{ 株}) \times 100$  と計算

た。

## 5. 検証結果

### (1) 優待権利落ち日までの株式長期パフォーマンス

図1は、株主優待実施企業624社の対配当調整済みTOPIX超過リターン(AR)平均値の推移を示す。表示期間は2013年10月1日から2014年4月16日までである。横軸は優待の権利確定日(2014年3月26日)をDay0とした相対日数で表記している。図2を見ると、権利確定日の130営業日前～59営業日前では正負が概ね均衡していたところ、58営業日(約3ヶ月)より正のARを示す頻度が高まっているように見える。なお、権利が確定した翌日に大幅な負のARを示しているが、これは権利落ちの影響を示すものと考えられる。

表3は、2013年10月1日(day-116)から2014年4月16日(day15)までの期間をとり、投資開始日と投資終了日を組み合わせたすべてのCARを総当たり式で算出したものである。表の縦軸が投資開始日、横軸が投資終了日を示す。表からまず投資終了日をday-7～day0とした組み合わせで総じて6%を超えるCARが得られている。これは、株主優待企業に投資する場合、権利確定日の7営業日前～当日に株式を売却することで高い投資収益が得られることを示唆する。表4は表3で最も高いCARを示す領域を拡大したものである。投資開始日をday-60からday-55とし、day-7～day0を投資終了日とする組み合わせで10%を超えるCARが得られている。これは60営業日前から55営業日前、つまり優待の権利が確定する3ヶ月程度前に投資を開始し、権利確定日の7営業日前～当日に株式を売却することで最も高い投資収益が得られたことを示唆する。最もCARが高いのは投資開始日がday-58、投資終了日がday-1の組み合わせで、CARは11.5%であった。

株主優待実施企業において優待権利が確定する前に高いCARが得られると判明した。一方で、実際の投資はbuy-holdが基本である。そこでBHARに違いがないか確認した。図2は投資終了日をday-1(2014年3月25日)に固定した、投資開始日別のBHARの推移を示す。グラフはday-59からday-1の投資で最も高いBHARが得られると示している。数値は11.2%である。Day-61からday-56の期間に開始するケースで10%超のBHARが得られており、傾向はCARと同様であった。株主優待で高い投資収益を得たい場合、約3ヶ月前の投資実行が有効と考えられる。ただし留意すべきは、以上が配当調

整済みTOPIXに対する超過リターンである点である。投資家としては株価自体が上がっていなければその投資に満足できないであろう。そこで投資がもたらした絶対リターンについても確認することとした。図4はday-58からday-1まで投資した場合のBHRR(buy and hold raw return)のヒストグラムを示す。集計したところ623社中413社(66.3%)で株価上昇が観測された。表5はCAR, BHAR, BHRRの平均値に対して帰無仮説を0としてt検定を行った結果である。BHRRの3.8%であり1%水準で有意の正と示された。CAR, BHARも同様に1%有意水準で有意に正と示された。

本項の分析結果をまとめると以下の通りとなる。第一に2014年3月末に株主優待の権利が確定する企業では権利確定日が近づくにつれ、有意な正の超過リターンを得る傾向が示された。株主優待実施企業の株式パフォーマンスが高いとする本研究の仮説を支持する結果である。

### (2) CAR, BHARの源泉

前項で、株主優待実施企業は権利確定日が近づくにつれ、有意な正の超過リターンを得る傾向が示された。では、リターンは何によってもたらされているのかも、CAR, BHARの高い銘柄には、株式時価総額・総資産額ともに数百億円以下の中堅・小型株が多い印象を持ったが、定量的に傾向を説明できないか検証を試みた。まず、day-58からday-1までのCAR, BHARと先行研究で株価との関連が指摘される各指標との相関係数を確認したところ、リターンは「PBR」「個人その他持ち株比率」と弱い正の相関を示す一方、「資産」「売上」という規模の指標と弱い負の相関を示した。配当利回り、優待利回りの両株主還元に関係する指標は相関を示さなかった(詳細なデータは紙面の関係上省略)。表6はCAR(-58→-1)を被説明変数に、関連が指摘される3指標を説明変数として行ったクロスセクション回帰分析の結果を示す。3指標の係数はいずれも1%水準で有意となり、何らかの関係が示唆される。ただし本稿ではその事象のみ報告することとどめ、具体的な解釈は今後の課題とする。

### (3) 権利落ち直後の株価

前項まで株主優待の権利確定日までの株式長期パフォーマンスについて報告した。本項では、権利落ち直後の株価推移を検証する。本稿のサンプルは2014年3月26日に3月末の株主権が確定する。よって理論的には翌3月27日以降に社外流出分の権利落ちが発生する。本稿のサンプルでは1株配当額に加え1株優待額に相当する金

額分の株価が下落すると想定される。

表 5 の下表は、2014 年 3 月 27 日つまり権利落ち日の対配当調整済み TOPIX 超過収益率 (AR) と TOPIX で調整を行わない単純な株価の変化率 (RR) の平均値を示す。AR は-2.7%、RR は-1.4%である。t 検定の結果、ともに 1%水準で有意に負であると認められた。一方表 2 より、サンプル企業の 2014 年 3 月期配当利回りは平均 1.2%、株主優待額から算定した優待利回りは平均 2.1%と分かる。両者を合計すると-3.3%の権利落ちが想定されたが、実際の下落幅はより小幅にとどまった。

各サンプルの AR と配当利回り・優待利回りとの相関係数は、AR と配当利回りで 0.10 と弱く、AR と優待利回りでは 0.12 と想定に反して正となった。表 7 は権利落ち日の AR を被説明変数、配当利回りならびに優待利回りを説明変数とした回帰分析の結果である。モデル 1-1 から 1-3 は 3 月末に株主優待を行うサンプルを対象としたものである。配当利回りの係数を見るとマイナスではあるものの 0.4 程度にとどまっている。これは株主優待実施企業では、配当落ちの影響が株価に十分反映されていない可能性を示唆する。モデル 2 は株主優待を行わない企業で同様の分析を行った結果であるが、配当利回りの係数は 0.83 と理論値である -1 に近づく。優待利回りに関しては、係数が 0.1 程度で有意に正となった。この結果の解釈は今後の課題であるが、少なくとも「優待落ち」は本稿のサンプルでは観測されなかった。

本項の分析結果をまとめると以下の通りとなる。第一に本稿のサンプルでも権利落ちの影響とみられる負の AR が観測された。第二にただし AR には配当落ちの影響が十分に反映されていない。第三に優待落ちは AR に負の影響を及ぼさない。これらは、株主優待が株価を(上方に)歪める作用の表れと考える。株主優待が株価の不安定化に寄与するとする本研究の仮説を支持する結果である。

## 6. まとめ

本稿では、株主優待の権利確定をめぐる株式パフォーマンスの変動を分析した。本稿の発見事項は以下のとおりである。

2014 年 3 月末に株主優待の権利が確定する企業 624 社を対象に権利確定日前の 6 か月の株式パフォーマンスを検証したところ、権利確定日の 3 ヶ月前頃から正の日次超過リターン (AR) 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-7~day0 とした組み合わせで総じて 6%を超える CAR が得られた。最も高い CAR が得られたのは投資開始が権利確定日の約 3 か月前、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) とともに、リターンは有意に正であった。なお、CAR と先行研究で株価との関連が指摘される各指標との相関を調べた結果、CAR は「PBR」「個人その他持ち株比率」と有意な正の相関を示す一方、「資産」「売上」という規模の指標と有意な負の相関を示した。

権利落ち日の株価の変化率は AR が-2.7%、RR は-1.4%であり、有意に負であった。ただし、配当利回りと優待利回りから想定される想定下落率と比べ、下落幅は小幅にとどまった。権利落ち日の AR を被説明変数、配当利回りならびに優待利回りを説明変数とした回帰分析でも、株主優待実施企業では配当落ちの影響が株価に十分は反映されていないと示唆された。また、少なくとも「優待落ち」は本稿のサンプルでは観測されなかった。

以上の結果は、本稿の仮説「株主優待実施企業では、権利確定日に向けて株式パフォーマンスが向上する」を支持する。株主優待には権利確定日に向けて株価を高める作用があるとみられる。本稿のサンプルで配当落ちと優待落ちの率が不十分であったことは、株主優待が株価を(上方に)歪める作用の表れと考える。

本稿の最大の課題は、株式パフォーマンス向上のメカニズムが明らかとなっていない点である。その意味で本稿は株主優待の効用について手がかりをつかんだだけに過ぎない。著者は分析を継続しており、その後の成果については続報にて記したい。

## <参考文献>

- 柏田顕吾 [2012], 「個人株主向け施策の意義」, 慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士学位論文。  
 胥鵬 [2006], 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」, PRIETI Discussion Paper Series 06-J-008, <http://www.rieti.go.jp/publications/dp/06j008.pdf>  
 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 頁。  
 関戸秀樹, 枇々木 規雄 [2011], 「株式制度信用取引における逆日歩予測に関する研究」, 『証券アナリストジ

- ジャーナル』, 49(7), 71-83 頁.
- 大和インベスター・リレーションズ [2013], 『株主優待ガイド (2013年版)』.
- 長井進 [2002], 「ケーススタディー・わが社のIR “カゴメファン株主”創出作戦」, 『IR-COM』, 2002年3月号.
- 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 頁.
- 野瀬義明, 伊藤彰敏 [2009], 「バイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」『現代ファイナンス』26(4), 39-49 頁.
- 山崎尚志 [2005], 「我が国株式市場における長期の異常収益率の分析」, 『神戸大学経営学部ワーキングペーパー』.
- 山本信一, 中路翔 [2012], 日本におけるバリュー株投資の可能性, 『立命館経済学』, 61(1), 94-107 頁.
- Barber, B. M and J. D. Lyon [1997], “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, 43, pp.341-372.
- Ohlson, J and S. Penman [1985], “Volatility Increases Subsequent to Stock Splits: An Empirical Aberration,” *Journal of Financial Economics*, 14(2), pp.251-267.



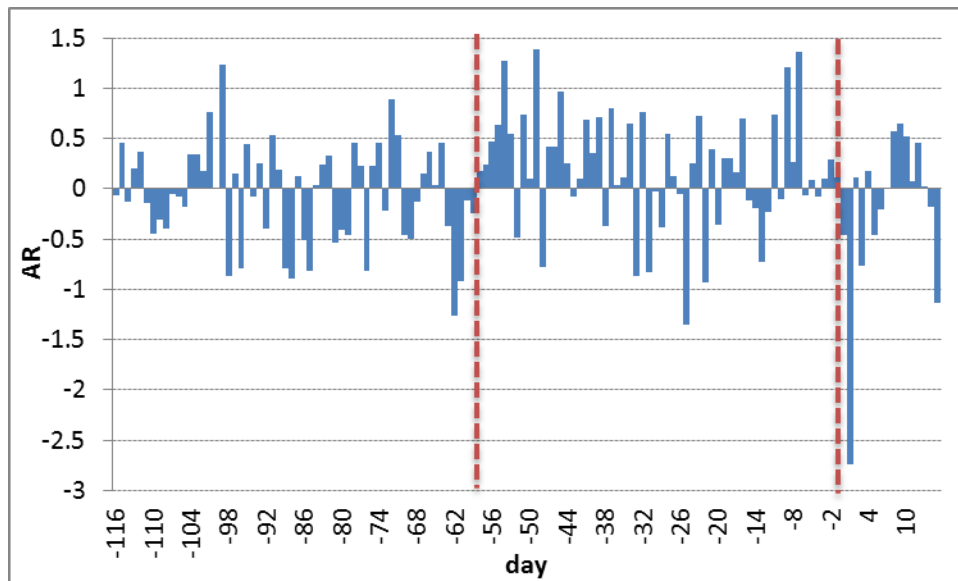
表1 サンプルの業種構成

日経業種名(中分類)	N	構成比 %	全上場企業 %	全上場企 業との差
サービス	127	20.4	20.9	-0.6
商社	69	11.1	10.0	1.0
食品	63	10.1	3.7	6.4
小売業	61	9.8	7.2	2.5
化学	32	5.1	5.7	-0.6
銀行	30	4.8	2.6	2.2
鉄道・バス	27	4.3	0.8	3.5
その他製造	24	3.8	3.3	0.6
電気機器	19	3.0	7.7	-4.7
建設	17	2.7	4.9	-2.2
自動車	16	2.6	2.2	0.4
その他金融	15	2.4	2.7	-0.3
非鉄金属製品	14	2.2	3.6	-1.3
不動産	13	2.1	2.9	-0.8
機械	12	1.9	6.5	-4.6
医薬品	10	1.6	1.7	-0.1
繊維	9	1.4	1.4	0.1
通信	8	1.3	0.9	0.4
鉄鋼	8	1.3	1.4	-0.1
陸運	8	1.3	1.0	0.3
窯業	6	1.0	1.7	-0.7
精密機器	5	0.8	1.5	-0.7
倉庫	5	0.8	1.2	-0.4
ゴム	4	0.6	0.6	0.1
証券	4	0.6	0.6	0.1
水産	4	0.6	0.3	0.4
パルプ・紙	3	0.5	0.7	-0.2
海運	3	0.5	0.4	0.0
空運	3	0.5	0.2	0.3
ガス	2	0.3	0.3	0.0
輸送用機器	2	0.3	0.3	-0.0
鉱業	1	0.2	0.2	-0.0
合計	624	100.0	100.0	0.0

表2 サンプルの基本統計量

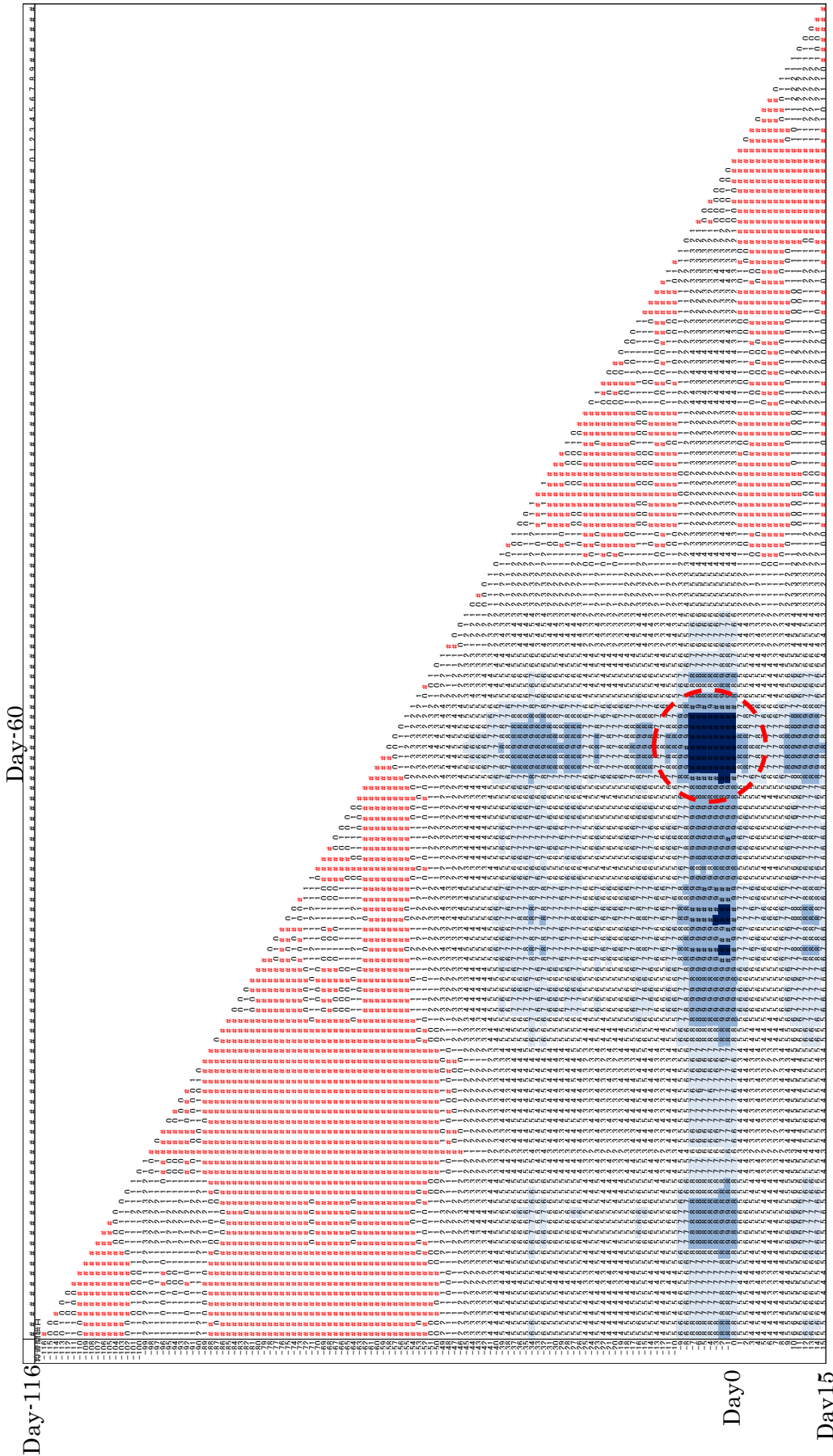
指標		N	最小値	平均	中央値	最大値
売上高・営業収益	百万円	624	601	238,788	47,646	11,842,451
資産合計	百万円	624	405	552,441	49,037	19,480,863
自己資本利益率(ROE)	%	619	-102.5	7.5	6.5	207.2
総資産事業利益率(ROA)	%	586	-19.2	6.0	5.0	44.5
売上高伸び率(直近)	%	615	-85.5	7.9	5.8	170.9
浮動株比率	%	616	0.7	20.0	17.4	76.7
個人その他持ち株比率	%	620	2.8	43.0	40.9	99.1
PER	倍	575	1.6	28.8	18.0	470.5
PBR	倍	621	0.2	1.6	1.1	46.2
出来高回転率(直近1年)	回	623	0.4	89.8	64.0	918.2
期末時価総額	百万円	624	409	161,486	23,157	9,365,151
配当性向	%	624	0.0	36.5	25.0	2,573.5
期末配当利回り	%	624	0.0	1.2	1.1	4.0
優待利回り	%	434	0.0	2.1	1.1	50.0

図1 株主優待実施企業の対配当調整済み TOPIX 超過リターン (AR) の推移



(注)横軸は株主権利が確定する2014/3/26をday0とした相対日。縦軸は日次AR(%)。  
赤点線は本文中に傾向の節目として著者が注目する時点に記している。

表3 投資開始日と投資終了日別 CAR



(注) 縦軸が投資終了日、横軸が投資開始日。赤字は CAR が負の組み合わせを示す。青で塗りつぶした領域は CAR が相対的に高い組み合わせである。薄い青：CAR=6%超、青=8%超、濃い青=10%超である

表 4 表 3 の赤丸部分を拡大したもの

		投資開始日							
		-61	-60	-59	-58	-57	-56	-55	-54
投資 終了 日	-9	8.1	9.0	9.2	9.4	9.2	9.0	8.5	7.9
	-8	8.4	9.3	9.4	9.7	9.5	9.2	8.8	8.1
	-7	9.7	10.7	10.8	11.0	10.9	10.6	10.1	9.5
	-6	9.7	10.6	10.7	11.0	10.8	10.5	10.1	9.4
	-5	9.8	10.7	10.8	11.1	10.9	10.6	10.2	9.5
	-4	9.7	10.6	10.7	11.0	10.8	10.6	10.1	9.4
	-3	9.8	10.7	10.8	11.1	10.9	10.7	10.2	9.6
	-2	10.1	11.0	11.1	11.4	11.2	11.0	10.5	9.8
	-1	10.2	11.1	11.2	11.5	11.3	11.1	10.6	10.0
	0	9.7	10.7	10.8	11.0	10.9	10.6	10.1	9.5
	1	7.0	7.9	8.1	8.3	8.1	7.9	7.4	6.8

図 2 投資終了日を day-1 とした場合の投資開始日別 BHAR

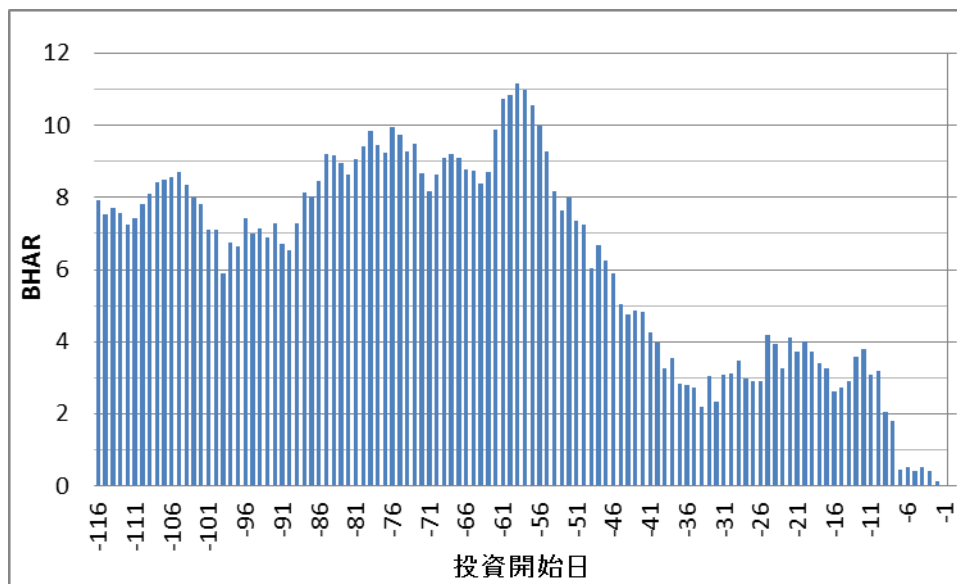
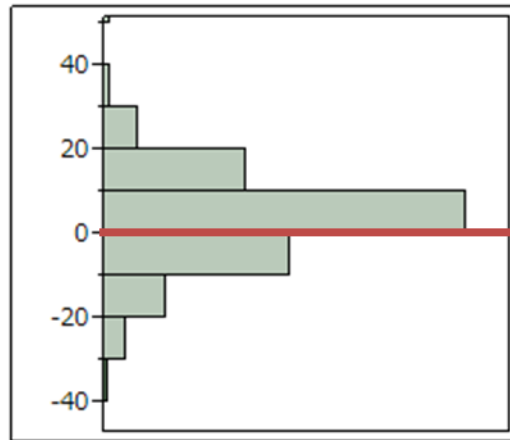


図 3 day-58 から day-1 まで投資した場合の BHRR のヒストグラム



(注) 横軸が社数。縦軸が BHRR を示す

表 5 各リターンの検定結果

リターン	n	平均値	t値
CAR(-59→-1)	623	11.470	21.319 ***
BHAR(-59→-1)	623	10.971	20.089 ***
BHRR(-59→-1)	623	3.801	6.843 ***

リターン	n	平均値	t値
AR(0→+1)	623	-2.736	-20.607 ***
RR(0→+1)	623	-1.394	-10.502 ***

(注) リターン=0 を帰無仮説とした t 検定の結果を示す。(-59→-1) は優待権利日の 59 営業日前から 1 営業日前までという意

\*\*\*:1%水準で有意

表 6 CAR の源泉

被説明変数: CAR(day-58→day-1)			
説明変数	推定値	標準誤差	t値
切片	5.929	1.295	4.58 ***
PBR	1.483	0.216	6.87 ***
資産合計	0.000	0.000	-4.19 ***
個人その他持ち株比率	0.090	0.026	3.42 ***
n	619		
自由度調整R2乗	0.130		

(注) \*\*\*:1%水準で有意

表7 権利落ち日の株式リターンと配当・優待利回りの関係

被説明変数: 3月末に株主優待をする企業のAR			モデル1-1			モデル1-2			モデル1-3			
説明変数	推定値	標準誤差	t値	推定値	標準誤差	t値	推定値	標準誤差	t値	推定値	標準誤差	t値
切片	-2.832	0.359	-7.9 ***	-2.202	0.248	-8.88 ***	-3.349	0.192	-17.42 ***			
配当利回り	-0.400	0.234	-1.71 *	-0.443	0.174	-2.54 **						
優待利回り	0.099	0.044	2.25 **				0.114	0.043	2.62 ***			
n	434			623			434					
自由度調整R2乗	0.018			0.009			0.013					

被説明変数: 3月末決算で株主優待をしない企業のAR			モデル2			
説明変数	推定値	標準誤差	t値	推定値	標準誤差	t値
切片	-0.474	0.091	-5.19 ***			
配当利回り	-0.837	0.053	-15.69 ***			
優待利回り	-	-	-			
n	1,859					
自由度調整R2乗	0.117					

(注) \*\*\*:1%水準で有意、 \*\*:5%水準で有意、 \*:10%水準で有意