

株主優待が権利付き最終日までの 株価に与える影響

望 戸 美 希
野 瀬 義 明

要 旨

本研究では株主優待を実施する企業を対象に、優待の権利付き最終日までの株式パフォーマンスを分析した。2011年4月から2014年3月末までに株主優待の権利が確定した延べ4,107件について、権利付き最終日まで約100営業日間の株式パフォーマンスを検証したところ、権利付き最終日の約3ヶ月前から正の日次超過リターン（AR）の観測頻度が高まった。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、投資終了日を権利付き最終日の前日とした組み合わせで総じて5%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付き最終日の60営業日前、投資終了が権利付き前日となる組み合わせであった。BHAR（buy and hold 超過リターン）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比較したところ、非貸借銘柄で有意に高い傾向が示された。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 β 値に有意な減少は認められず、株主優待が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。株主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考えられる。

* 本稿の作成にあたり、貴重な指摘や多くの助言をいただきました。特に匿名のレフリー、志馬祥紀先生（帝塚山大学）はじめ第81回証券経済学会全国大会参加者の皆様、岡村秀夫先生（関西学院大学）はじめ第82回証券経済学会全国大会参加者の皆様から数多くの有益なコメントと関連情報を頂きました。こころからお礼申し上げます。本研究は、桃山学院大学特定個人研究費の交付を受けています

目次

I. はじめに	1. データ
II. 先行研究	2. 優待権利付き最終日までの株式長期パフォーマンス
1. 株主優待が株価に与える影響	IV. 検証結果
2. 株価に影響を与える源泉	1. 権利付き最終日までの株式長期パフォーマンス
(1) 空売りの可否	2. CAR, BHAR の源泉
(2) 資本コストの低減	V. まとめ
(3) 優待利回りの多寡	
III. データと検証方法	

I. 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。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、その端緒として株主優待実施企業が権利付き最終日に向けて示す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¹⁾。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ろう。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²⁾。本研究は株主優待実施企業でみられる一見非効率な株価推移を報告した野瀬 [2015] の続報である。

研究目的は2点ある、第一に株主優待の権利確定を巡る株式パフォーマンスの変動をより明確化することである。分析期間を拡大すること

で、野瀬 [2015] の問題点であった時期に関するバイアスを除いた。第二に未着手であった正の株式パフォーマンスを生み出す源泉についても、初期的な分析結果を報告する。

本稿の発見事項は以下の2点である。第一に株主優待実施企業では権利付き最終日に向けて高い株式パフォーマンスが得られると分かった。60営業日前頃から投資し、権利付き最終日の前日に売却する組み合わせが最も高パフォーマンスと判断された。第二に超過リターンの源泉の1つとして空売りの可否が示唆された。一方で、本稿サンプルでは資本コストの低減や優待利回りは、超過リターンと一貫した相関を示さなかった。

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. 株主優待が株価に与える影響

本研究の前篇といえる野瀬 [2015] では、2014年3月末に株主優待の権利が得られる624社を対象として、①権利付き最終日に向けた株式長期パフォーマンス、②権利落ち日の株式短期パフォーマンスが分析されている。発見事項は以下の3点である。第一に株主優待の権利が確定する企業の過去6ヶ月の株式パフォーマンスを検証したところ、権利付き最終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、投資開始が権利付き最終日の約3ヶ月前、投資終了が権利付き最終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付き最終日に向けて高い株式パフォーマンスを得られると示している。

権利落ちを巡る非合理的な株価推移は、Karpoff/Suzuki [2014] でも報告されている。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。一方で、青野ら [2008] は2006年3月末に優待の権利が確定する142社を対象に、権利落ち前後の超過株式収益率を計測している。そして、株主優待実施企業では「権利落ち日以降有意に超過株式収益率がマイナスとなること」「収益率の下落率は、配当額+優待金額の率に概ね相当すること」と示している。権利落ち日の株価を巡る Karpoff/Suzuki [2014] と青野ら [2008] の主張は相反する。

権利落ち日以外では、株主優待制度導入のアンダウンスメントリターンを計測した砂川/鈴木 [2008] がある。彼らによると株主優待の実施は、実施企業に正の株式超過リターンもたらすという。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先行研究も見られる。山本/中路 [2012] は、株主優待制度を「バリューストック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。

実証研究には、株主優待が実施企業の株価に影響を与えるとの報告がある。ただし、報告数は限られており、とりわけ権利付き最終日に向けてのパフォーマンス研究は少ない。野瀬

株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響

[2015] は2014年3月末という1時点を取り扱ったものである。高い株式パフォーマンスは2014年に限らず普遍的に得られるものか、決算が集中しない3月以外においても同様の傾向がみられるか、といった時期に関する疑問点が残されている。また、仮に高いパフォーマンスがもたらされていたとしても、その要因について具体的な説明はされておらず、単なる事象報告にとどまっている。

2. 株価に影響を与える源泉³⁾

株主優待が実施企業の株価に影響を与える場合、何が源泉となりえるのか。砂川/鈴木 [2008] は「資本市場では、さまざまなフリクションによって効率性や完全競争の仮定が満たされず（中略）株価に影響する可能性がある」という。本稿では株主優待がきっかけでフリクションを起こす要素として、以下の3点を検討する。

(1) 空売りの可否

投資家が株式時価を高いと判断する場合、その株式を空売りすることで収益獲得が可能である。ただし、空売りはすべての上場株式で自在に可能というわけではない。空売りに制約がある銘柄では悲観的な投資家の参加機会が制限され、株価のオーバープライスにつながるとされる (Miller [1977])。Miller の研究は日本企業の IPO 時における株式のオーバープライシングと、その後の長期パフォーマンスの低迷を説明するモデルの1つとして認知されている（例えば岡村 [2014]）。具体的には IPO 時には空売り制約があることで、その銘柄の短期的需給が歪み、楽観的な投資家により価格が上げられるとされる。

ところで、楽観的な投資家とは誰なのであるうか。城下 [2010] は「行動ファイナンスによると、株式市場は合理的投資家と非合理的投資家からなり、一般に個人投資家は非合理的で機関投資家などプロの投資家は合理的と仮定されている」という。また、Karpoff/Suzuki [2014] は心理的バイアスの観点から「個人投資家は楽観的・自信過剰・保守的で、ファンダメンタルに対して過剰もしくは過小に反応する」とする。Nagel [2005] の実証結果はこの考えと整合する。彼は、機関投資家持ち株比率が低く（≒個人投資家持ち株比率が高く）空売り制約のある企業の株価には、①誤った価格形成をする、②良いニュースに過剰反応し悪いニュースに過小反応する、傾向があると示している。先行研究は個人投資家の非合理性・楽観性を指摘している。株主優待は個人投資家を意識した施策である。株主優待実施企業では、個人投資家の楽観性が発揮されやすいと思われる。

株式の需給に関しては、株式信用取引で発生する逆日歩を検証した先行研究もある（関戸/枇々木 [2011]）。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り、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、権利付き最終日に向けて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。彼らは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。リスクを招く需給のアンバランスは、そもそも空売りができない銘柄において最大化されよう。

以上、株主優待銘柄の中でも空売り制約のある銘柄において、個人投資家の楽観性から需給のアンバランスが発生し、これがオーバープライシングを招き株式超過リターンとして表れている可能性がある。すなわち空売りが制限されることで、株主優待が欲しい楽観的な個人投資家と悲観的なその他投資家とのバランスが崩れ、楽観的な個人投資家による価格のつり上げが起こっているというものである。

(2) 資本コストの低減

正の超過リターンは、株主優待を通じ個人株主が増えたことで資本コストが低下し、その分株主価値が高まった表れ、と考えることができる。

Merton [1987]によると、株主層の拡大は資本コストの低下につながり株価にポジティブな影響を与える。Amihud/Mendelson [1986]は株主数の増加などによって株式流動性が上昇すると、取引コストが低下し株式の評価が上昇するという。Merton [1987]のモデルによると、株主の認知度や株主数の増加を目的とした財務戦略はリスクプレミアムの低下→資本コストの低下、を通じて株価の上昇をもたらす。現在の時価が適正（フェアバリュー）であるかどうかに関わらず、株式流動性の向上が株価に正の影響をもたらすという先行研究が多い（例えばHiemstra/Jones [1998]）。

株主優待は専ら個人株主層の拡大を狙った施策である。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。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 [2012]）。カゴメ以外の実施企業で

も、株主数は拡大したようである。砂川／鈴木 [2008]は1998年から2005年の間に株主優待を導入した172社を対象に、優待導入が株主数と株主構成に与える影響を分析している。その結果、株主優待企業では導入前後で総株主数が有意に増加しており、その要因は個人株主数が増加したためとしている。松本 [2006]が2003年から2006年に株主優待を導入した東証1部上場企業63社で行った分析でも、「株主優待制度を導入することにより、株主数が増加するという弱い傾向がみられる」ことを明らかにした⁴⁾。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っているようだ。

砂川／鈴木 [2008]はまた、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。以上から、株主優待は、株主数増加の増加→株式流動性の向上→資本コストの低減、というメカニズムによって、実施企業の株価にポジティブな影響を与えると考えられる。

(3) 優待利回りの多寡

インカムゲインの多寡は、投資判断に際し重要な意味を持つようである。実証研究でも配当と株価との強い正相関を示唆する報告がある。例えば、石川 [2010]は増（減）配のアナウンスメントがもたらす株式超過リターンと増（減）配率に有意な正の相関があるとしている。増・減配は既存情報の修正シグナルであり、バリュエーションに修正が及ぶことは当然といえよう。一方で、配当利回りの水準自体も株価に影響を及ぼすとされる。これは一見不可解であ

株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響

る。いくら高配当を得ても同額が「配当落ち」しトータルの株主価値は理論上変わらないはずだからである⁵⁾。ところが個人投資家は高い配当利回りを好むという（森 [2012]）。会社四季報や日経会社情報では基本情報として配当利回りが載っている。投資関係の雑誌に限らず一般雑誌でも頻繁に配当利回りランキングが紹介される。これら紙面では、高い配当利回りの企業ほど「良い会社」として投資が推奨されている。

同様のメカニズムが株主優待にも働いている可能性がある。つまり、優待額が多いほど魅力ある会社として認知されているのである。近年、一株優待額を株価で除した「優待利回り」を配当利回りと同様にランキングする事例が増えている。会社四季報においても定期的に掲載され始めた。理論上は、優待によるキャッシュアウトでもそれ相当分の株価下落があり、株主が得る合計の価値は変わらない。しかし、個人投資家においては高優待利回り企業ほど「魅力的な会社」と認識されることで、権利付き最終日に向けてその株式に対する需要が高まり、高い株式リターンにつながっている可能性がある。

加えて、宮川 [2013] によると、株主優待は現金配当と異なりギフト的な効果を持つとされる。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。また宮川／野瀬／伊藤 [2014] において、優待品を受け取る側の株主は何らかの付加価値を感じており、それが株価に反映されている可能性を示唆する結果を報告している。他方、Waldfogel [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。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」があると考えうる。ギフトプレミアムは優待品の価値が高いほど高まろう。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、正の超過リターンにつながると考えられる。

Ⅲ. データと検証方法

1. データ

本稿では、2011年4月から2014年3月末に株主優待の権利が得られた全上場企業を分析対象としている。SBI証券のHP等から該当する企業を抽出したところ、2011年度（2011年4月から2012年3月）で971社、2012年度（2012年4月から2013年3月）では1,023社、2013年度（2013年4月から2014年3月）では1,103社認められた。

サンプルの業種構成を見たところ、最も多いのはサービスで270社である。次が小売業で189社、商社122社と続く。同じ業種の全上場企業数で除した実施率を見ると、鉄道・バスは100%である。次いで小売業（75.9%）、食品（75.6%）となっている。逆に実施率が低いのは機械（6.6%）、電気機器（10.3%）である。最終ユーザーが個人の業種（B2C）での実施率が高く、個人向けでない業種（B2B）は低い傾向が窺える。

2. 権利付き最終日までの株式長期パフォーマンス

それぞれのサンプル企業について、優待権利付き最終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2011年11月初めから2014年3月末までのおよそ3年間であ

る。2012年4月期から2014年3月期まで、各企業の3会計期の分析が可能となる。多くの企業は年に1度本決算期に株主優待を行うため、同一企業で3件のサンプルが得られる。一方で株主優待を年に2回行う企業もみられ、この場合延べ6件のサンプルが得られる。それぞれの権利付き最終日に対して100営業日前からの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] 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るべき」と述べている。

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10,000通り (100日×100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 も日次データから始点日と終点日を組み合わせる。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。

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

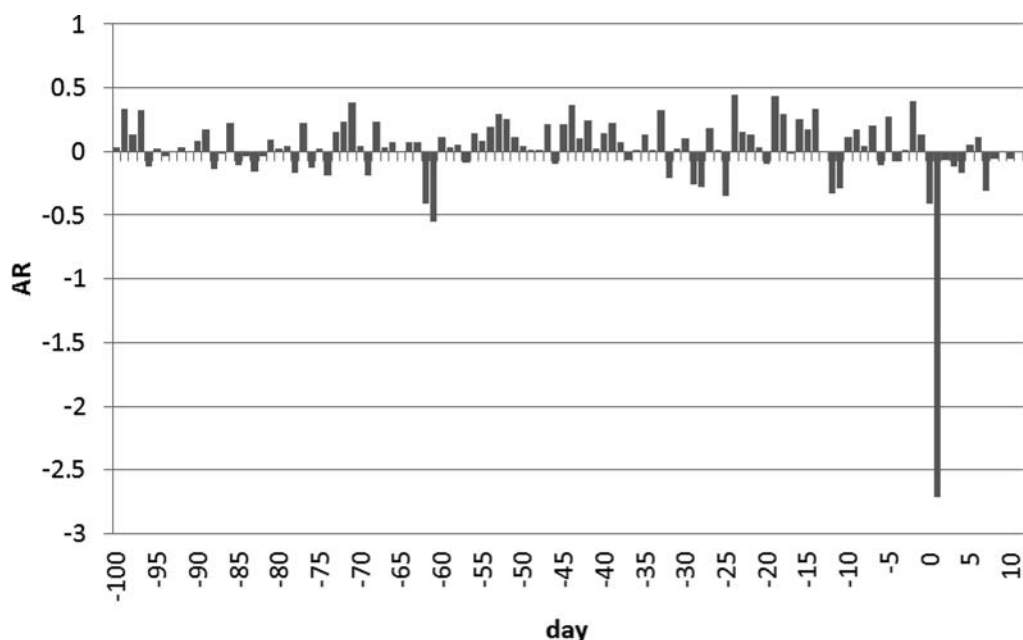
ただし、 R_{it} はサンプル企業 i の株式へ任意の x から T 日まで投資したときに得られるリターン (BHRR)、 R_{mt} は配当調整済 TOPIX へ同期間投資したときに得られるリターンを示す。

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。なお、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。データはそれぞれ優待権利が確定した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株主が得られる価値を金額換算し、権利付き最終日の終値で除して算出する。具体的な算出式は以下のとおりである。

$$\text{優待利回り} = 1 \text{株優待額} \div \text{株価} \times 100 \quad (3)$$

ただし、1株優待額は最少単位 (例えば1,000株以上で優待がもらえる場合は1,000株) の投資で得られる優待金額を必要な株数で割ることで求めた。優待金額が示されている優待品 (例: 3,000円相当の自社製品、1,000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、映画入場券、ホテル

図表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) 横軸は権利付き最終日を day0とした相対日。縦軸は日次 AR(%)。

宿泊券等)についてはそれぞれの金額価値を調査し、必要株数で割ることで1株優待額とした⁶⁾。

IV. 検証結果

1. 権利付き最終日までの株式長期パフォーマンス

図表1は、株主優待実施企業のうち十分なデータが得られた述べ4,107件の対配当調整済み TOPIX 超過リターン (AR) 平均値の推移を示す。横軸は優待の権利付き最終日を Day0とした相対日数で表記している。図表1を見ると、権利付き最終日の100営業日前～61営業日前では正負が概ね均衡していたところ、60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(day1)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と考えられる。

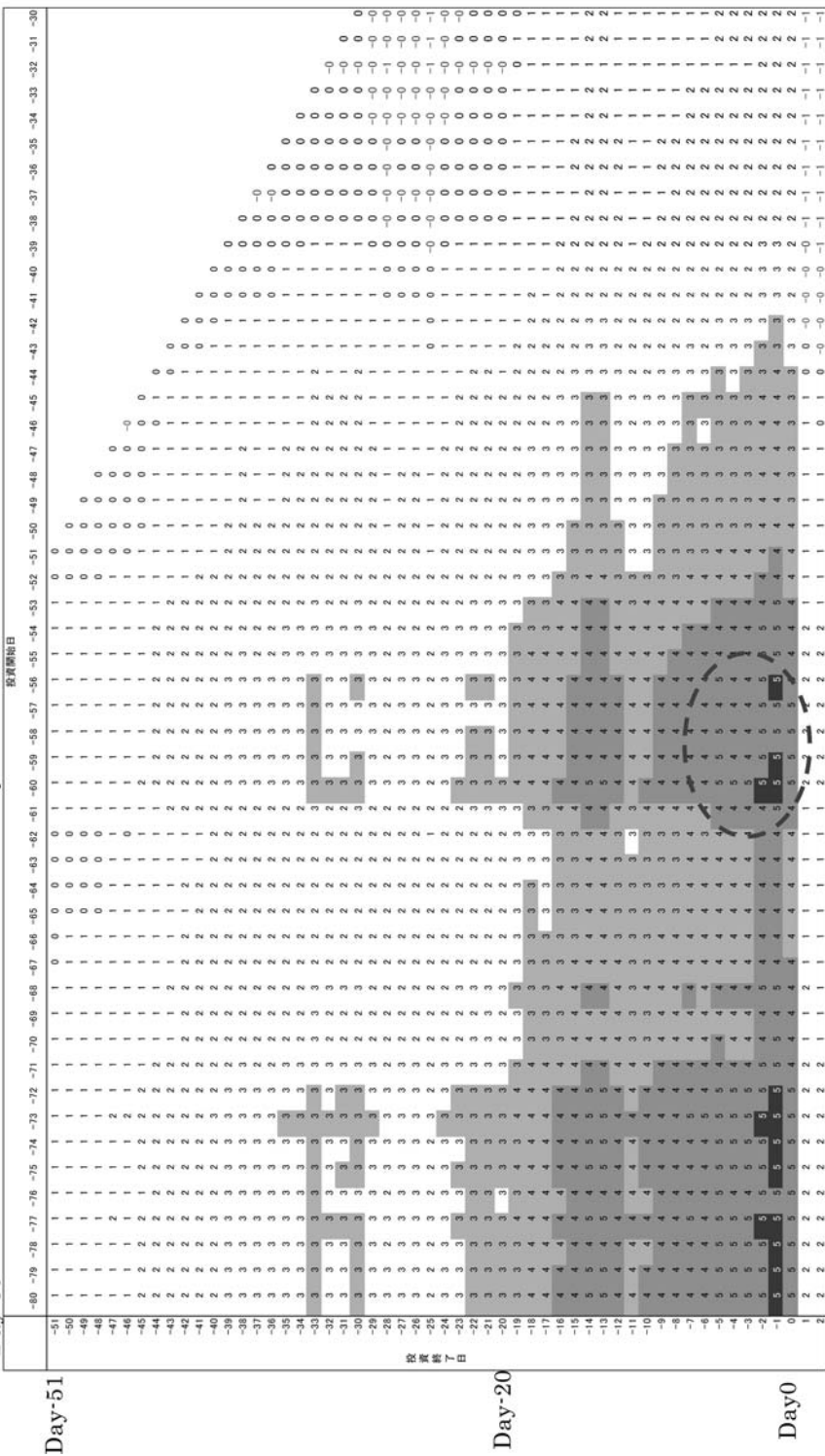
図表2は、権利付き最終日の100営業日前(day-100)から10日後(day10)までの期間をとり、投資開始日と投資終了日を組み合わせたすべてのCARを総当たり式で算出した結果である。ただし、紙面の関係から重要性が低い組み合わせは除き、投資開始日はday-80からday-30まで、投資終了日はday-51からday2までの結果を示した。表の縦軸が投資開始日、横軸が投資終了日を示す。表を見ると投資終了日をday-8～day0とした組み合わせで総じて4%を超えるCARが得られている。これは、株主優待企業に投資する場合、権利付き最終日の8営業日前～当日に株式を売却することで高い投資収益が得られることを示唆する。図表3は図表2で最も高いCARを示す領域を拡大した

図表2 投資開始日と投資終了日別 CAR

Day-30

Day-60

Day-80



(注) 縦軸が投資終了日、横軸が投資開始日。3段階で塗りつぶさされた領域が CAR の相対的に高い組み合わせである。最も濃い塗りつぶし : CAR = 3%超、次に濃い部分 : 4%超、最も濃く数字が白抜きの部分 : 5%超である。実際の分析は100営業日前から10営業日後までおこなったが紙面の都合より一部を省略している。

図表3 図表2の丸部分を拡大したもの

		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

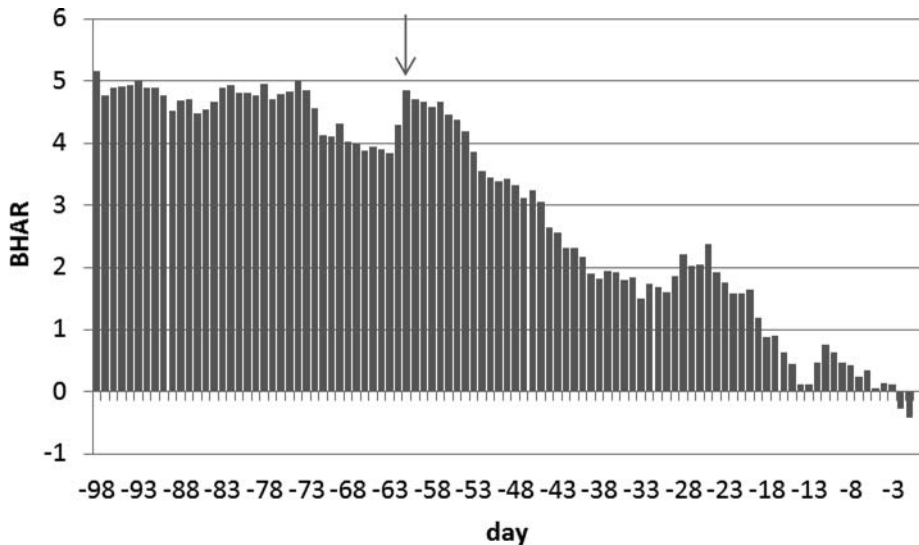
ものである。投資開始日を day-60から day-55とし、day-5～ day0を投資終了日とする組み合わせで4%を超えるCARが得られている。これは60営業日前から55営業日前、つまり優待の権利が確定する3ヶ月程度前に投資を開始し、権利付き最終日の5営業日前～当日に株式を売却することで最も高い投資収益が得られたことを示唆する。最もCARが高いのは投資開始日が day-60、投資終了日が day-1の組み合わせで、CARは5.1%であった。

株主優待実施企業において権利が確定する直前までに高いCARが得られると判明した。一方で、実際の投資はbuy-and-holdが基本である。そこでBHARに違いがないか確認した。図表4は投資終了日を day-1に固定した、投資開始日別のBHARの推移を示す。day-61から day-1の投資で4.8%のBHARが得られると示している。概ね day-61から day-57の期間に開始するケースで5%近いBHARが得られており、傾向はCARと同様であった。同等のBHARは day-70～ day-100でも見られるが年率換算すると、day-61から day-57がより高パ

フォーマンスとなる。つまり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。具体的には day-60から day-1まで投資した場合のBHRR (buy and hold raw return) を集計したところ4,107件中3,192件(77.7%)で株価上昇が観測された。図表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は11.48%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であった。

本項の分析結果をまとめると以下の通りとなる。第一に株主優待の権利が確定する企業では権利付き最終日が近づくにつれ、有意な正の超過リターンを得る傾向が示された。第二に超過リターンは権利確定前の60営業日前(3ヶ月前)ごろ投資し、権利付き最終日の前日に売却

図表4 投資終了日を day-1とした場合の投資開始日別 BHAR



(注) 縦軸はBHAR(%), 横軸は権利付き最終日を day0とした相対日。矢印は day-61でのデータを示す。

図表5 各リターンの検定結果

	n	平均値	t 値
CAR (-60→-1)	4,107	5.141	19.330 ***
BHAR (-60→-1)	4,107	4.704	14.786 ***
BHRR (-60→-1)	4,107	11.480	33.307 ***

(注) リターン = 0 を帰無仮説とした t 検定の結果を示す。(-60→-1) は優待権利日の60営業日前から1営業日前までという意。***: 1%水準で有意。

する組み合わせで最も高くなると計算された。

2. CAR, BHAR の源泉

前節までで、株主優待実施企業では優待権利付き最終日に向け有意な超過リターンが得られると明らかになった。ではこのリターンは何によってもたらされるのか。本稿では2節で挙げた3項目について検証を試みる。

(1) 空売りの可否

空売りに制約がある銘柄では悲観的な投資家の参加機会が制限され、株価のオーバープライスにつながるとされる。株主優待銘柄での超過

リターンは優待目当ての投資家が買いを入れる一方、空売りに制約があるため、生じているかもしれない。そこでサンプルを空売りの可否で二分し、両者の CAR, BHAR を比較した。なお、日本の株式市場では空売りは制度信用の貸借銘柄及び一般信用で証券会社が認める銘柄で可能である。ただし、一般信用で取り扱われる銘柄は証券会社によって大きく異なること、各社の貸し出せる株数が極めて限定されていることから、本稿では制度信用の貸借銘柄を空売り可能な銘柄、それ以外を非貸借銘柄（空売りできない銘柄）としている⁷⁾。

図表6 パネル A は全サンプルを非貸借銘柄、

図表6 非貸借銘柄, 貸借銘柄区分で区分した CAR, BHAR の差の検定結果

	n		平均値			中央値		
	非貸借 銘柄	貸借 銘柄	非貸借 銘柄	貸借 銘柄	t 値	非貸借 銘柄	貸借 銘柄	z 値
CAR(-60→-1)	2,058	2,049	6.65	3.63	5.69 ***	4.97	2.54	-5.45 ***
BHAR(-60→-1)	2,058	2,049	6.16	3.24	4.61 ***	4.47	1.66	-4.92 ***

パネル B 貸借銘柄の CAR, BHAR, 0%を帰無仮説とした検定の結果

	n	平均値	t 値	中央値	検定値
CAR(-60→-1)	2,049	3.63	11.17 ***	2.54	277,086 ***
BHAR(-60→-1)	2,049	3.24	8.37 ***	1.66	190,605 ***

(注) それぞれの平均値に対して t 検定, パネル A の中央値に対して Wilcoxon/Kruskal-Wallis の検定, パネル B の中央値に対して Wilcoxon の符号付順位検定を行った。***: 1%水準で有意。

貸借銘柄に二分し day-60→day-1の CAR, BHAR を比較した結果を示す。非貸借銘柄の CAR(-60→-1) の平均値は6.65%であり貸借銘柄の3.63%より高い。両者の差は1%水準で有意である。BHAR (-60→-1) についても非貸借6.16%, 貸借3.24%とほぼ同様の結果となっている。中央値を用いた分析でも類似の結果が示された。空売りできない非貸借銘柄の超過リターンが空売り可能な貸借銘柄の超過リターンを上回る。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。ただし, 図表6 パネル B に示すとおり貸借銘柄の CAR, BHAR も1%水準で有意に正であることから, その他の要因もあるとみられる。

(2) 資本コストの低下

株主層の拡大は資本コストの低下につながり株価にポジティブな影響を与えるとされる。一方, 株主優待は専ら個人株主層の拡大を狙った施策である。正の超過リターンは, 個人株主数の増加が株式リスクプレミアムの低下をもたら

し, 資本コストの低下がその企業の株主価値を高めた表れかもしれない。そこで, 各サンプルの超過リターンと個人株主数, ならびに資本コストの代理変数として各サンプルの対 TOPIX β 値との関係を調べた。

図表7 パネル A は, 権利付き最終日前後の本決算期で比較した個人株主数増加率の検定結果である。各期のデータを平均すると権利日の前後で個人株主数は21.13%増加していた。t 検定を行ったところ増加率は1%水準で有意に正である。増加率の中央値は2.5%であったが1%水準で有意に正である。つまり, 株主優待実施企業は概ね個人株主を増やしたことが分かる。一方で, 資本コストの代理変数である60日間対 TOPIX β 値の変化量は, 平均値が-0.01, 中央値が-0.001である(図表7 パネル B)。値こそマイナスであるものの統計上の有意性は見られなかった。以上より, 本稿のサンプルでは, 株主優待は個人株主数増加に寄与するものの, 資本コストの低減には至っていないと判断する。

図表7 株主優待権利確定前後での個人株主数の変化率、60日 β の変化量

パネル A					
	n	平均	t 値	中央値	検定値
個人株主数変化率	2,815	21.13	5.213 ***	2.50	161,081 ***

パネル B					
	n	平均	t 値	中央値	検定値
60日 β の変化量	4,097	-0.010	-1.543	-0.001	-112,991

(注) 権利確定直前と直後の本決算における両指標の変化率・量と比較。それぞれの平均値に対してt検定、中央値に対してWilcoxonの符号付順位検定を行った。***: 1%水準で有意。

図表8 優待利回りで二分したサンプル群のCAR, BHARの差の検定結果

	n		平均値			中央値		
	高優待利回り	低優待利回り	高優待利回り	低優待利回り	t 値	高優待利回り	低優待利回り	z 値
CAR(-60→-1)	1,469	1,470	5.82	4.36	-2.44 **	4.56	3.36	2.20 **
BHAR(-60→-1)	1,469	1,470	5.15	4.09	-1.52	3.79	2.97	1.52

(注) それぞれの平均値に対してt検定、中央値に対してWilcoxon/Kruskal-Wallisの検定を行った。**: 5%水準で有意。優待利回りが1.115%以上のサンプルが高優待利回り、1.115%未満のサンプルが低優待利回り。

(3) 優待内容の魅力

個人投資家は高いインカムゲインを好むといわれる。また、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、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。この考えを発展させると、優待利回りが高い銘柄ほどギフトとしてもらうてうれしい、株主の満足度が高い「価値ある」株式となっている可能性がある。これが超過リターンの源泉と考える。この仮説を検証するため、優待利回りと超過リターンの関連を検証した。図表8は各サンプルの優待利回りを基準として相対的に高い群(高優待利回り)、低い群(低優待利回り)に二分してCARとBHARを比較したものである。分類の結果、優待利回りが1.115%以上のサンプルは高優待利回り、それ未満のサンプルは低優待利回りとなってい

る。図表8をみるとCAR(-60→-1)の平均値は高優待利回りで5.82%、低優待利回りで4.36%となり5%水準で有意差を示した。中央値も同様に5%水準で有意に高優待利回り群が高いと示された。一方、BHAR(-60→-1)に関しては、高優待利回り>低優待利回りという傾向は一貫するものの統計上の有意差は認められなかった。

V. まとめ

本稿では、株主優待の権利確定を巡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。

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

株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響

パフォーマンスを検証したところ、権利付き最終日の3ヶ月前頃（60営業日）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-1 とした組み合わせで総じて5%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付き最終日の約3ヶ月前、投資終了が権利付き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。

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。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 β 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考えられる。

本稿の課題は、株主優待が株式パフォーマンスを向上させるメカニズム全般については明らかとしていない点である。一例を挙げると超過リターンは非貸借銘柄で高いものの、貸借銘柄でも有意に正である。つまり空売り要因以外の作用も働いていると推察されるが、詳細は未検

証である。空売り以外でパフォーマンスに影響を与えている要素として第一に考えられるものに、配当がある。株主優待の権利付き最終日は配当の権利付き最終日でもある。個人投資家は高優待利回りだけでなく高配当利回り企業にも着目するであろう。本研究では株主優待にのみフォーカスしたが、多くの企業では優待政策と配当政策はセットで考えられているはずである。よって、配当を加味した追加分析は必須である。この他、実施企業の属性（例えば個人向け業種なのか、法人向け業種なのか）、優待品の内容（例えば自社製品なのか否か）などがある。また株主優待が個人株主を意識した施策である以上、実施企業の株主構成も重要であろう。空売りの制約を論じる前に、そもそもの株式流動性の多寡も検証すべきである。これらの意味で、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。

注

- 1) 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ヶ月、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。
- 2) ただし配当落ちを取り扱った実証分析では社外流出分と同等の株価下落が見られないとする報告が多い。
- 3) 本稿で挙げた事項以外の株主優待の実施動機に関しては、野瀬 [2014] を参照いただきたい。
- 4) ただし松本 [2006] は、既に株主優待を導入済みの企業では株主数の有意な増加は見られない、とも言っている。
- 5) 税に対する議論はここでは割愛する
- 6) 例えば A 社の権利付き最終日の終値が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1,900円）、 $1,900円 \div (500円 \times 100株) \times 100$ と計算する。
- 7) Karpoff/Suzuki [2014] も貸借銘柄を空売りできる銘柄として取り扱っている。

参 考 文 献

- 青野瑠理子, 鹿志村翔, 寺迫南央, 増田正志, 村山麻衣 [2008] 「個人投資家と株式市場の効率性-配当と株主優待の権利落ちに関する考察」『産業経営』42, 69-83頁
- 砂川伸幸, 鈴木健嗣 [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
- 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
- 岡村秀夫 [2013] 『日本の新規公開市場』東洋経済新報社
- 城下賢吾 [1996] 「株式市場の過剰反応に関する考察」『山口経済学雑誌』44, 619-642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 [2012] 「“お客様ファン株主”と企業価値：株主との「対話と交流」によって得られたもの」『IR-COM』2012年5月号, 4-7頁
- 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 [2015] 「株主優待実施企業の株式パフォーマンス」『証券経済学会年報別冊』49, 1.8.1-1.8.13頁
- 松本勇樹 [2006] 「株主優待制度は個人株主増加対策として有効か?」『武蔵大学総合研究所紀要』16, 189-206頁
- 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」『日本経営財務研究学会第38回全国大会予稿集』
- 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, 96-106頁
- 森直哉 [2012] 「配当政策と自社株買戻：中位投票者モデル」『商学集志』82, 25-44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』
- 山崎尚志 [2008] 「わが国株式市場における長期異常リターンの測定上の問題点」『国民経済雑誌』198, 53-65頁
- 山本信一, 中路翔 [2012] 日本におけるバリュウ株投資の可能性『立命館経済学』61(1), 94-107頁
- Amihud, Y and H. Mendelson [1986] “Asset Pricing and The Bid-Ask Spread,” *Journal of Financial Economics*, 17, pp.223-219.
- 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.
- Hiemstra, C and J. D. Jones [1997] “Another look at long memory in common stock returns,” *Journal of Empirical Finance*, 4, pp.373-401.
- Karpoff, J and K. Susuki [2014] “Unique Dividends for Retail Investors: Evidence from Shareholder Perks,” working paper.
- Merton, C. [1987] “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information,” *The Journal of Finance*, 42(3), pp.483-510.
- Miller, E. M. [1977] “Risk, Uncertainty, and Divergence of Option,” *The Journal of Finance*, 32(4), pp.1151-1168.
- Nagel, S. [2005] “Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns,” *Journal of Financial Economics*, 78, pp.277-309.
- Waldfoegel, J. [1993] “The deadweight loss of

株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響

Christmas," *The American Economic Review*,
pp.1328-1336.

望戸美希 (広島信用金庫)
野瀬義明 (桃山学院大学経済学部准教授)