

株主優待制度の市場における評価の検証⁽ⁱ⁾

田代 一 聡

はじめに

本稿では株主優待制度が株式市場でどのように評価されているのかを探る。

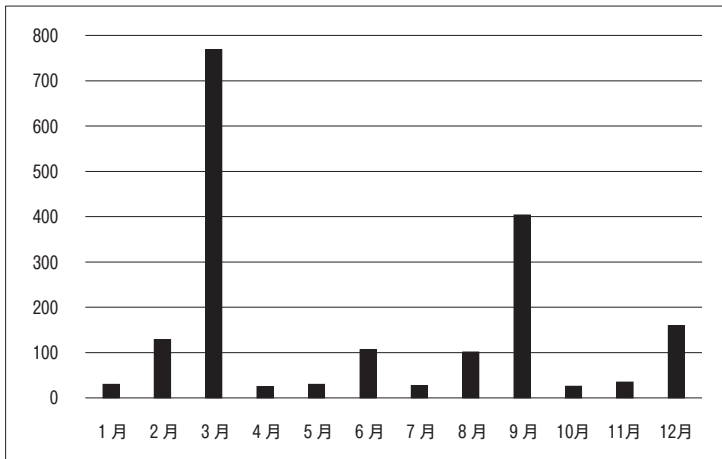
株主優待制度はわが国において広がりを見せており、株主優待実施企業は千四百社弱となり、全上場企業の四割に迫る。わが国での株主優待制度の広がりとは対照的に海外において同様の制度の採用はわずかに見られるだけであり、ほとんど実施されていない。⁽ⁱⁱ⁾

わが国における株主優待制度は、『年一回ないし二回決められた時点（権利確定日）での株主に⁽ⁱⁱⁱ⁾対して、物品やサービスを提供するもの』と表現できるのであろう。

株主優待を受取る権利が確定するのは各月の月末が多いが、特定の日を指定している場合もある。月別に権利確定する企業の数と並べたのが、図表1である。^(iv)

株主優待制度を実施している企業数は千四百社弱であるのに対し、月別の権利確定社数の合計は千八百社を超える。四百五十社程度が年二回程

図表 1 月別の株主優待権利確定社数



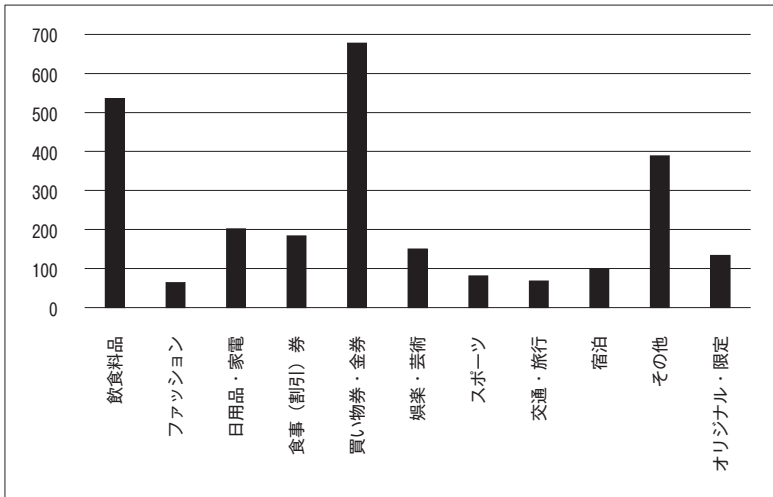
『Yahoo! ファイナンス』より著者作成

度実施していることがわかる。また、月別の権利確定社数は、決算の集中する三月が株主優待実施企業の半数を超える七百五十社超であり、次に多いのは九月であるが三月のおよそ半数の約四百社である。九月が多い理由としては、年二回株主優待実施を実施する企業は、一月と七月、二月と八月、三月と九月というように、権利確定日を半年間隔で設定していることが大きく影響していると考えられる。

その他の月では二月・八月、六月・一二月では百社を超えているが、一月・七月、四月・十月、五月・十一月では五十社に満たない。

提供される物品やサービスも、図表2のとおり多様である。提供される物品・サービスが多様なため、種類を分類するのはかなり困難であるが、このデータでは合計すると二千五百社を超えている。平均すると株主優待実施企業が二種類に近い

図表2 株主優待種類別の社数



『Yahoo! ファイナンス』より著者作成

属性の株主優待を提示していることになる。これは大半の企業が選択肢を提示していることを意味しておらず、多くの企業では複数の属性を持つが選択肢がない株主優待制度が採用されている。多くの選択肢が提示されているのは少数の企業にとどまるように思われる。^(v)

本稿では、種類も様々な株主優待が株式市場でどのように評価されているのかを探ることになる。

一、分析の手法と限界

非常に単純な方法として、株主優待の権利が喪失する前後の株価の差額から、株主優待の価値の計測を行う。データの取り扱い易さから、金額が明示されている株主優待制度に限定して行う。そのため、取り扱う株主優待については、クオカー

ドや図書カードなどの『プリペイド・カード』や、該当企業だけで用いることが出来る『買い物券』^(vi)の二種を分析の対象とする。『Yahoo! ファイナンス』における株主優待アクセス順位で、これらの条件を満たす上から百社をサンプルとして分析を行う。

市場の影響を排除するための様々な方法が考えられるが、ここでは同じタイミングでの比較を行い、株主優待の価格付けの検証を行う。

そこで、株主優待の実施の多い三月末に注目する。権利確定日は三月末日であるが、この権利確定日に株主として登録されるためには、確定日の三営業日前までに株式を購入しておかなければならない、二〇一七年三月の場合は、三十一日が末日であり、その三営業日前は二十八日であり、この日が株主優待の権利付きで取引ができる最終日となる。翌営業日の二十九日は株主優待の権利が

落ちた状態での取引となり、権利落ち日となる。^(vii)

この権利付き最終日の終値と権利落ち日の始値の価格変動から、株主優待の価値を推測しようというのがこの論文で採用した手法である。

この価格変動は、株主に付与される株主優待権利の消失の他にも、同時に権利が確定されることの多い配当の権利や、株式市場がクローズしている間に生じた情報などで生じることとなる。

そのため、これらの要素を考慮しなければならないが、それらに限界があるのは自明であるため、株主優待の価値の推測にも限界が生じることとなる。

二、先行研究

株主優待の権利落ち日の周囲で株価について、どのような現象が起きているかを検証した論文と

図表3 株主優待種類別の社数

		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

望戸・野瀬 [2015] 図表3より

投資開始日・終了日は権利付き最終日からの営業日数

表中の数字はCARを表す。

して、望戸・野瀬「二〇一五」が存在する。これらの発見で特筆すべきは、株主優待制度をもつ企業の株に対して、優待権利付き最終日の六十営業日前に購入し、前日に売却することで、約5%のTOPIXに対する累積超過収益率(CAR, cumulative abnormal return)が生じていることを示している。

これは、株主優待制度を有する企業の株価形成について、超過収益を得られるという意味での歪みが生じていることを示唆しており、図表3はこの現象が株式の購入時期の変化に対して頑健に生じていることが示されている。

また、配当がどのように評価されているのかということについて、特に日本の株式市場において予想配当額が発表されることを利用して、Hayashi and Jagannathan [1990] が一九八三年から一九八七年までの配当権利落ち後の株価の変

化を分析し、配当額とほぼ同じ額の株価の下落を観測していることを報告している。

また、配当落ち日の前後における株価の動きを分析したものととして、Kato and Loewenstein [1988] やテキ・土田 [二〇一七] があり、特に後者は株主優待の影響について注意を払っており、影響を取り除くために、株主優待制度を持つ企業をサンプルから外して分析を行っている。

三、結果の概要

まず、分析対象となる二〇一七年三月末の市場の状態を概観する。権利付き最終日の終値から権利落ち日の始値のTOPIXの変化率はマイナス〇・〇四％強であった。この変化率は過去三十営業日でのTOPIXの終値から始値の変化率の平均マイナス〇・〇六％強とそれほど大きな差はな

いと思われる。また、変動率（変化率の絶対値）の平均は〇・四五％強であり、これと比較すると十分の一以下であるため、この間のTOPIXの変動が比較的穏やかであったことが伺える。

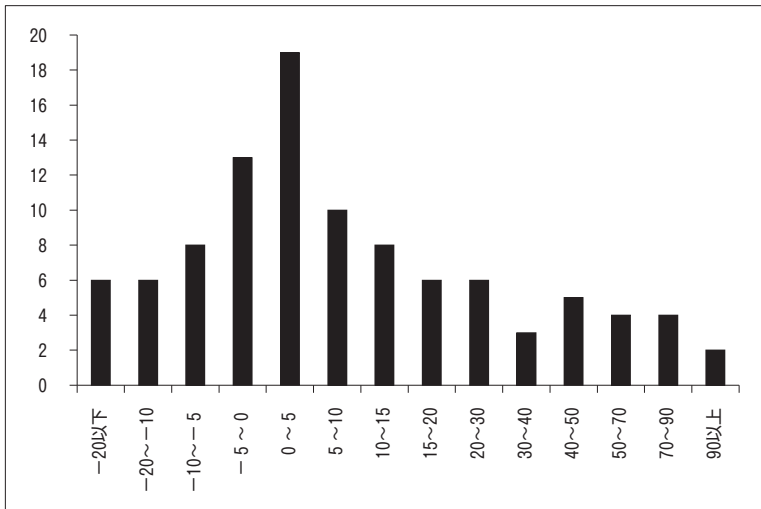
また、市場のトレンドについても見ると、過去三十営業日の終値の日次変化率は〇・〇一五％強であり年率四％弱の上昇トレンドにある。これは株価の急上昇・急下降のトレンドにないと考えられるであろう。

比較的市场の環境が穏やかであり、市場環境の影響が少ないと考えられる。その為、以降の分析では市場環境の影響は無視する。

まずは二十八日の終値から二十九日の始値を引いた変動額を出し、その金額から配当予想額をさらに引いた金額の分布を描いたのが次の図表4である。

予想配当額が正しく評価されていると仮定する

図表4 変動額の分布（予想配当を除いたもの）



各種データより著者作成

と、この金額が正であれば、株主優待制度が正の評価を得ていると考えられる。このサンプルでは三十三社が株主優待に対して負の評価が与えられており、残りの六十七社は正の評価があることが示されている。サンプルの約三分の一の株主優待制度が負の評価を得ているという状態は非常に解積が難しい。何故なら配当と株主優待という、企業から株主への価値の移転が起きているにも関わらず、企業の価値が上昇している為である。これらの企業が少数であるなら偶然で片付けることも可能であろうが、サンプルの三分の一は無視できない大きさである。

次に変動額の基本統計量を示したのが図表5である。平均が十三円であり、平均的に正の評価を得ていることがわかる。また、その中央値は五円である。すなわち、非常に大きな値に平均値が影響されていることが推察される。

図表 5 変動額の基本統計量

変動額の基本統計量	
平均	13
中央値	5
標準偏差	30
範囲	205
最小	-65
最大	140

各種データより著者作成

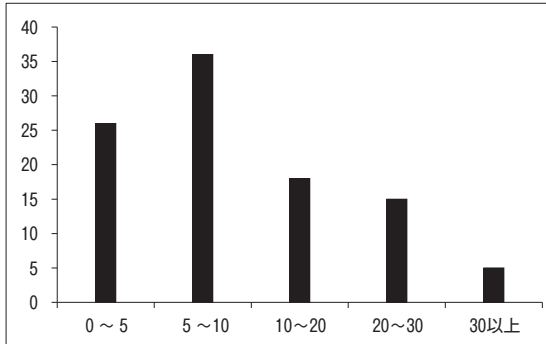
また、サンプルの散らばり具合を示す標準偏差が三十円と平均値などと比較して大きな値を示している。

これらの数値は一株あたりの価格から株主優待の価値を示すものであるので、同様に、一株あたりの株主優待の額面額がどのようになっているか示したのが図表6である。

株主優待制度の一株あたりの額面は当然〇以上の値を取っている。平均値は十五円超であり、中央値は十円となっている。これは変動額で計測した株主優待の価値の平均が十三円であるので、平均で考えると額面の八割強が価値として評価されていることになる。すなわち、優待額面一円あたり、〇・八円強として評価されていることとなる。

また、中央値で考えたとしても、額面十円に対して、五円として評価されていることとなる。

図表6 一株あたりの優待額面額の分布と基本統計量



一株辺り優待額面額	
平均	15.5
中央値	10
標準偏差	16
最小	1
最大	130

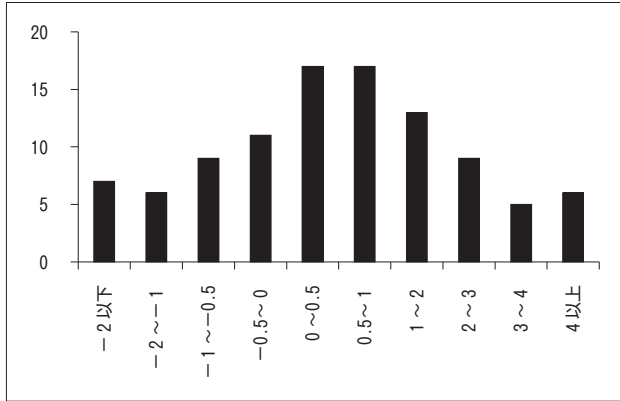
各種データより著者作成

さらに、一般に、保有株式数が増えるとも一株当たりの株主優待制度の利得は減少する^(x)。そのため、ここで考慮している株主優待の額面は最大になっている。その結果、株主優待制度の評価割合は保守的な値となっている点に注意を払う必要があるであろう。

この節最後に、株主優待制度の評価についても一歩深くみるために、優待額面一円当たりの分布がどのようになっているのかを示したのが図表7である。

三十三社が負の価値を持っていることは図表4から既にわかっていたが、他の三十三社が一円を超える評価を受けていることが、この図表から新たにわかる。これは、株主優待の額面以上に株価が下落していることを意味する。一株当たりの額面を過大に見積もっているため、一円を超える評価を受ける企業は過少に見積もられている。

図表 7 優待額面一円の評価額の分布



各種データより著者作成

株主優待の額面一円当たりの価値が一円を超えるという状況は、負の価値を持つのと同様に解釈が難しい。また額面一円当たり三円を超える評価がされている状態の企業が十社を超えて存在しており、単なる偶然とは考えにくい状態である。

四、『プリペイド・カード』と『買い物券』

プリペイド・カードは現金と類似した存在であり、買い物券と比較してより高く評価されるのではないかと考えられる。この点を確認するのが、この節の目的である。

二つの種類に分けて、額面一円当たりの評価額の基本統計量を示したのが図表8である。この図表は、プリペイド・カードのほうが現金に近いため、高く評価されるのではないかという直観に反

図表8 二種の優待での額面一円の評価額の特徴

買い物券 1円当たりの評価		プリペイド・カード 1円当たりの評価	
平均	1.46	平均	0.28
中央値	0.73	中央値	0.2
標準偏差	2.92	標準偏差	1.6
最小	-3.25	最小	-3
最大	16	最大	4.7
データ数	54	データ数	46

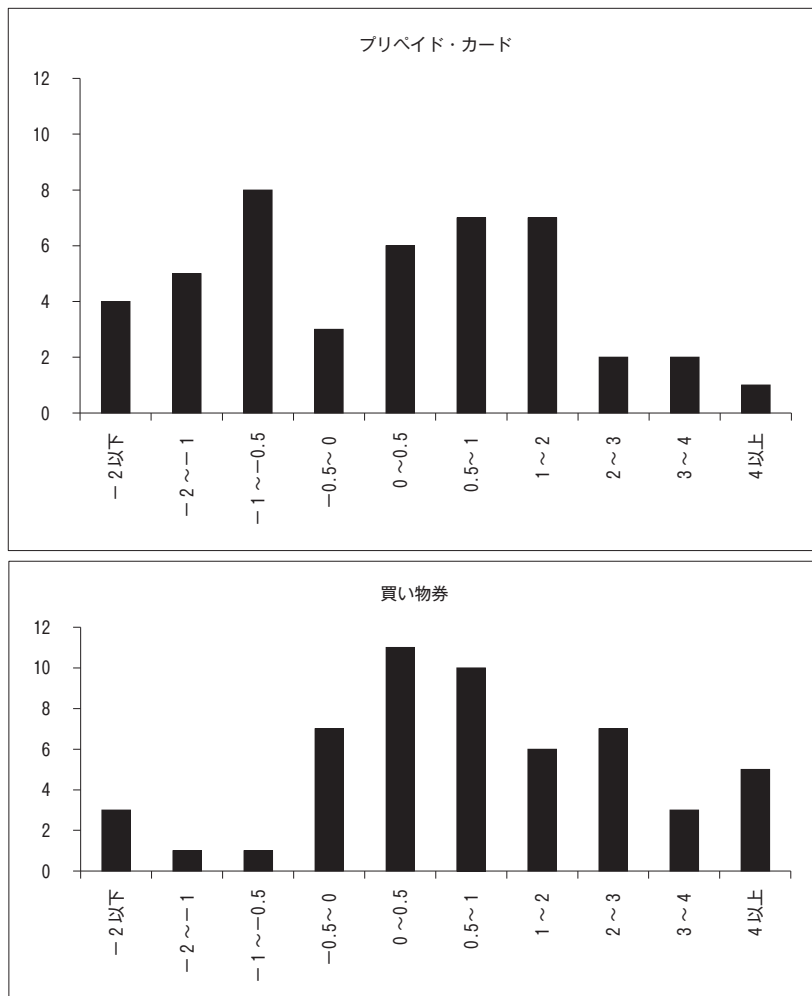
各種データより著者作成

する結果を提示している。プリペイド・カードは
一円あたり〇・三円弱であるのに対して、買い物
券は額面一円あたり一・五円弱となっており、非
常に大きな差を示しているだけでなく、買い物券
は平均して一円を超える額となっている。

買い物券が大きくなっている要因がどういう点
にあるのかを評価するために、次の図表9で二つ
の特性を比較する。

二つの図表を比較すると、額面一円あたりの評
価がマイナス〇・五以下の評価がプリペイド・
カードでは十七社あるのに対して、買い物券では
五社しかないことがわかる。また、評価が二円を
超える評価がプリペイド・カードで五社に対し
て、買い物券では十五社あり、非常に大きな差を
生む要因となっている。

図表9 二種の優待での額面一円の評価額の分布



各種データより著者作成

五、配当に関する仮定を緩めた分析

ここまでの分析は、すべて『予想配当額一円は一円として評価される』ことを前提としてみてきた。この節では、この仮定を緩めて、現金配当と株主優待がどのように評価されるかを分析する。

そこで次の回帰式を考える。

$$Y = \alpha + \beta_1 D + \beta_2 S + \beta_3 S * d$$

Y：権利落ち前後の変動額

D：予想配当額

S：一株あたりの株主優待額面

d：プリペイド・カードのダミー

『予想配当額』の係数 (β_1) は、予想配当一円

あたりの評価を表す。『株主優待額面』の係数 (β_2) は買い物券の額面一円あたりの評価を表す。プリペイド・カードの額面一円あたりの評価はややわかりづらく、 $\beta_1 + \beta_3$ で表される。この分析結果を示したのが図表10である。

全ての係数が有意な結果を得られた。この分析の結果は、いくつかの非常に興味深い点を含んでいる。まず、買い物券の評価が正 (〇・七二) である一方で、プリペイド・カードの評価は負 (マイナス〇・二六) であるという点である。この結果は図表8の結果と異なっているが、両者の差が一円程度あるという点は、この分析結果と図表8の結果は類似している。

次に、予想配当一円あたりの評価が〇・六七である点である。これは正の評価がなされていることを意味する一方で、一円より有意に小さい (十%水準) 値となっている。これは、現金配当

図表10 回帰分析の結果

	係数	標準誤差	t	P-値
α	11.8	4.59	2.57	0.012
β_1	0.67	0.17	3.95	0.000
β_2	0.72	0.17	4.33	0.000
β_3	-0.98	0.39	-2.5	0.014

著者作成

といえども十分に株価に反映されていない可能性を示唆している。

最後に、予想配当と買い物券の評価に有意な差が見られない点である。現金に近いプリペイド・カードと配当との差が無いならば、理解はそれほど難しくない。しかし、買い物券が配当と差がなく、プリペイド・カードの評価が低いという点は、どのような要因が影響しているのか、まったく想像もつかない現象である。

六、結び

この論文では、市場の株価を用いて株主優待の評価を計測するということを試みた。株主優待は株価の形成に歪みを生じさせることは知られているが、株主優待がどのように評価されているのかに関する議論は確認できなかった。

この論文では、株主優待制度の金額が明らかになっていないサンプルのみを用い、それらがどのように評価されているかを探った。

その結果は非常に驚きに満ちており、株主優待の謎は深まるばかりである。今後はサンプル期間の増加や株主構成を考慮する等で、これらの結果の頑健性を確認するとともに、どのようにすればこれらの現象を理解することができるのかについて理論的な説明を目指していく。

参考文献

- テキ林瑜・土田祐介「二〇一七」『投資家の近視眼的行動と高配当利回り銘柄の配当落ちアノマリー』『経営研究』第六七巻四号
- 日経会社情報編『株主優待ハンドブック二〇一六―二〇一七年版』日本経済新聞出版社
- 宮川壽夫「二〇一三」『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』五一巻一〇号
- 望戸美希・野瀬義明「二〇一五」『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』九一号

Fumio Hayashi and Ravi Jagannathan [1990]

Ex-day behavior of Japanese stock prices: New insights from new methodology. *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 4, No. 4.

Kiyoshi Kato and Uri Loewenstein [1998]

The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan. *Review of Financial Studies*, Vol. 8 No. 3.

(注)

(i) いつも議論に付き合っていた多くの方へお礼を申し上げる。特に福田徹氏には生前大変お世話になり心から感謝いたします。また、トラスト未来フォーラムより研究助成を受けた成果の一部である。

(ii) アメリカにおける株主優待実施企業に関するデータ等は見つからず、メディアの記事等で紹介されているものが十数社見つかる程度である。また、イギリスにおいては四十社弱が確認できる。株主優待制度の英語表記についてもあまり定まっていない様であり、「shareholder [benefit, perks, rewards] (program)」とった表現が確認される。

(iii) 例外として、権利確定日が年四回存在する、東洋ビネスエンジニアリング（銘柄コード 928）がある。また、福

株主優待制度の市場における評価の検証

- (v) 京王電鉄 (3008)、オリックス (8591)、楽天 (4755) では六種類の属性を持つ株主優待が提供されており、大和証券グループ本社 (8601) では、株主優待品カタログから商品を選択するという優待 (カタログ優待) を実施しているため四種類の属性が付与されている。
- (vi) 自社のサービスの優待券やカタログ優待などで、千円分等の記載があるものをサンプルとして採用する。10%割引優待等の額面額が不明なものはサンプルから除外している。株主優待が得られる最小の株式数を想定し、長期保有に対して増額があっても考慮しない。
- (vii) 権利確定日及び権利付き最終日については、日経会社情報編『株主優待ハンドブック二〇一六―二〇一七年版』より
- (viii) 予想配当額と実際の配当額はこのサンプルにおいて九割は同じである。
- (ix) 大きさと順に並べ、真中の順位の数値を表している。この場合は全サンプルが百なので五十番目と五十一番目の数値の平均である。
- (x) 例外が存在するが、千株程度まで一株当たりの優待額が増加する程度である。

(たしろ かずとし・当研究所研究員)