

株主優待実施企業の株式長期パフォーマンス

経済学部4年 望戸美希

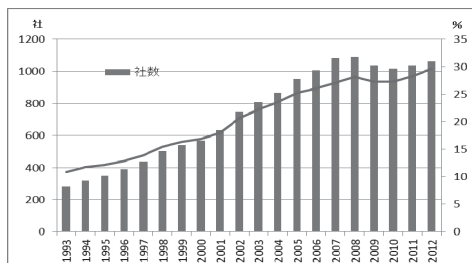
<目次>

- | | |
|-----------------------|--------------------------|
| I. はじめに | (5) 株主優待制度の株式パフォーマンスへの影響 |
| II. 株主優待とは ～株主優待の概要～ | |
| III. 先行研究 | IV. 検証仮説 |
| (1) 企業が株主優待を実施するメリット | V. データ・検証方法 |
| (2) 株主優待に関するマスコミの認識 | VI. 検証結果 |
| (3) 配当または自社株買いの意義 | VII. まとめ・考察 |
| (4) 株主優待制度を導入する経営者の意義 | 参考文献 |

I. はじめに

現在、日本の株式市場において“株主優待”に注目が集まっている。テレビのバラエティ番組でも優待品だけで生活をしている人が紹介されたり、コンビニエンスストアの書棚にも優待品を紹介するガイドブックが並んでいる。このように株主優待という言葉を目にする機会が増えたように感じる。

図1 株主優待制度の実施率の推移



(出所：株主優待ガイド 2013年版)

実際、この優待制度を実施する上場企業が年々右肩上がりになっている(図1)。そして同じく、日本の証券市場で近年注目されているのが“NISA(少額投資非課税制度)”であろう。この制度は2014年1月から開始した制度

で、新たに購入した上場株式や株式投資信託につき、「配当金・分配金・譲渡益」が最長5年間非課税になる。この制度が浸透することで、日本で“株”というものがより身近な存在になってくると期待されているが、投資家をNISAの利用へ導く付加価値的なものとしても株主優待の活用がマスコミによって喧伝されている。

ところで企業は何のために株主優待を導入するのであろうか。具体的な狙いは未だ不明確である。個人株主への利益還元策なら株主優待制度よりも前に、既に株式配当という制度が存在している。ここで企業はなぜ配当金額を増やさずに株主優待制度を導入するのだろうかという疑問が浮かんでくる。より強い根拠のある株主優待制度を導入する動機、またメリット等があるからこそ導入するのではないかと考えた。本研究の目的は、これらの疑問を解決する手始めとして、株主優待制度を導入する企業の株式長期パフォーマンスを明らかにすることである。2011年10月から2013年4月までの過去3年間の株主優待実施企業のデータを使い、最も高い正の超過リターンが得られる投資の期間を明らかにすると同時に、リターンの源泉についても初期的ではあるが検証した。

本稿は、野瀬 [2014] に続くものである。彼は、日本の証券市場では3月と9月に優待を実施する企業が密集しているため、手始めとして直近の2014年3月末が権利確定日の全上場会社624社のデータを使い、過去6ヶ月の株式パフォーマンスを検証している。その結果、以下の2つのことがわかったと言っている。1点目は権利確定日に向けて正の超過リターンが観測されたこと、2点目は超過リターンが最も高くなる期間は、投資開始が権利確定日の約3ヶ月前、投資終了日が権利確定日の前日となる組み合わせであるということである(野瀬 [2014])。しかし、これはあくまで2014年3月末のみの結果である。この結果だけではどの年のどの期間においても高い株式パフォーマンスを得ることができ、どの時期でも約3ヶ月前から優待銘柄を買えば、正の超過リターンが見込めるとは到底言い切れない。よって、本稿では、野瀬 [2014] の分析時点が一時点である問題を補完した。具体的には、

全上場会社の過去3年に遡ったデータを使って検証し、確実性を増した結果を出したいと考えている。

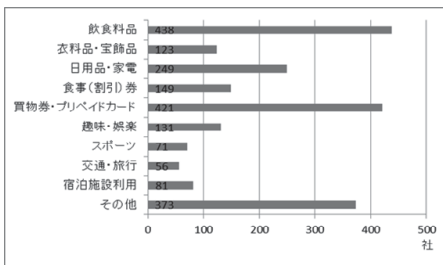
本研究の発見事項は、大きく2点である。1点目は、過去3年間と分析期間を拡大しても、3～4ヶ月前から投資を始め、権利確定日の前日に売却する組み合わせが最も高い正の超過リターンが得られるということである。2点目は、空売りができない銘柄の超過リターンが空売りが可能な銘柄の超過リターンを有意に上回っており、空売りの可否が株主優待銘柄における超過リターンの要因の1つと示された。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では株主優待について詳細に説明し、第3章では先行研究について、第4章では検証仮説について述べる。第5章ではデータの取得また検証方法について、第6章は検証結果を述べ、第7章で本研究をまとめている。

Ⅱ. 株主優待とは ～株主優待の概要～

そもそも株主優待とは、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一種の利益還元策である。その優待内容は、自社製品や商品券・割引券・物品・社会貢献・自社サービスの利用・自社施設見学などから金券まで多種多様である(図2)。株主優待を実施する目的としては、自社製品サービスの紹介や業務内容の理解及び知名度の向

図2 株主優待内容の構成



(出所：株主優待ガイド 2013年版)

上、また株式の長期保有の促進などが企業のプレスリリースで書かれている。なお、株主になったからといって、すぐに株主優待をもらえる訳ではない。割引基準日に株主である必要がある。割引基準日に株主になるためにはその3営業日前である

図3 優待のための最終購入日と権利確定日



(出所：株主優待ハンドブック2014-15年版 日本経済新聞社)

権利付き最終日までに株式を購入しておく必要がある(図3)。土日祝日をまたぐ場合や年始年末等は変則となる。

割当基準日とは、会社が配当金や株主優待などの締め日としている日のことを指し、その日の時点で株主として登録されていないと、配当も得られず、株主総会への出席もできない。3営業日を要する理由は、優待など株主の権利を受け取るにあたって、様々な手続きを処理する時間が必要であるためである。

表1は株主優待の具体的な内容である。この表から色々な優待内容が存在していることがわかる。各企業の優待内容を見ると、自社製品や自社サービスの割引など自社関係の商品を優待品とする企業がある一方、QUOカードやお米など、自社製品とは関係ないものを優待する企業もある。

表1からわかるように日本には様々な株主優待が存在する。中には意外と

表1 株主優待内容について

企業名	優待内容
明光ネットワークジャパン	一律QUOカード3,000円分
リゾートトラスト株式会社	株主優待割引券(レストラン割引券)
株式会社もしもしホットライン	新潟魚沼産コシヒカリ
株式会社極洋	5,000円相当の自社製品
東映アニメーション株式会社	株主優待オリジナル「キャラクターQUOカード」
シダックス株式会社	レストランカラオケ優待券
ライオン株式会社	新製品を中心とした自社製品詰め合わせ
ニッタ株式会社	グループ会社製品と北海道の特産品
朝日工業株式会社	お米券の贈呈
ホッカンホールディングス株式会社	缶詰詰め合わせ贈呈
日本ファイルコン株式会社	ノースウエスト・ワインを贈呈
株式会社ウチヤマホールディングス	優待券5,000円分
株式会社テクノメディカ	お米(京都府産こしひかり)2kg
松田産業株式会社	自社オリジナルQUOカード
株式会社鳥羽洋行	オリジナル・クオカード
アズワン株式会社	アズワン グルメセレクション

(出所：株主優待ガイド 2013年版)

思える優待内容もあったが、このように多種多様な優待内容だからこそ、株主も興味を持って株を購入するのだと考えられる。しかし、前述した通り、株主への利益還元策として最も一般的なのは配当である。それなのに、なぜ企業は株主優待制度を導入・実施するのだろうか。次章では、先行研究において指摘されている株主優待制度を実施する意義を整理したい。

Ⅲ. 先行研究

(1) 企業が株主優待を実施するメリット

株式会社フィスコによると、上場企業が株主に対して行う“配当金”とは異なる利益をもたらすものが株主優待制度である。同社では株主優待制度には、企業において幾つかの目的があるとし、主な目的を3つ挙げている。1点目は“株主になる魅力の向上”，2点目は“安定（個人）株主の確保”，3点目は“自社のファンを増やす”である。まず1点目に関してだが、株主優待があることによって株主になることへの魅力アップを促し、企業側はより多くの投資家に自社株を買ってもらいたいという狙いがある。2点目に関しては、株主優待内容を気に入ってくれた投資家は、長期的に安定した株主になってもらえる可能性を示唆している。3点目に関しては、自社企業の商品やサービスなどの良さを理解してもらった上で、ファン増加を期待したいといった狙いもある。例えば、飲食店を運営する企業であれば割引券などを無償で提供し、多くの人に利用してもらい、魅力を伝えることも可能である。また、遊園地等のテーマパークを運営する企業なども招待券を提供することで友人・知人と同行してきてもらえ、再びその良さを顧客に知ってもらえるという効果がある。ただし、自社製品や割引券などのほか、企業の商品やサービスに全く関係がなく、本社の置かれている地域のご当地の名産などをプレゼントすることもある。

個人株主づくりに熱心な企業として、多くの注目を集める“カゴメ”は、1998年から企業理念である「開かれた企業づくり」をモットーに、当時

の伊藤正嗣社長の発案から個人株主を増やすことに取り組み始めた。当時、約6,500人にすぎなかった個人株主数を10万人にまで引き上げるという構想を2000年に発表して以降、個人株主との接点づくりに積極的に取り組み、現在2014年の個人株主数は約17万人、総株主のうち、実に99.5%が個人株主という躍進ぶりである。

(2) 株主優待に関するマスコミの認識

(1)で大まかな株主優待の現状などについては説明したが、本節では新聞記事を元に株主優待への認識を整理したい。まず、現在、株主優待制度は約3社に1社の割合で実施されているが、このように1000社以上が株主優待を実施しているのは日本だけである¹⁾。また、鉄鋼や情報システムなどの企業相手の業種に広がっているのが最近の特徴である。安定株主としての側面を持つ個人株主を取り込み、買取りリスクを軽減しようとする狙いもあるとしている²⁾。なお、株主優待は現金配当と合わせて株主に対する企業の利益還元策と位置付けられるが、実施しなければならないという法的な義務は無い任意制度となっているため、すべての企業が実施している訳ではない。

株主構成に関しては、個人の株主増加を狙って、優待を導入する企業が多いようである。株価との関連についても、株主優待を導入して個人株主比率が上昇した銘柄において、株価の上昇が目立つとのことである³⁾。ただし、個人株主の平均保有期間は3年未満が50%強であり、個人株主に長期保有を期待するのは間違いとも指摘されている⁴⁾。加えて、株主への公平性の観点で考えると現金配当で報いるのが一般的であり、株主優待を単なる個人株主への富の移転と批判する記事も見られた⁵⁾。ただし、このような批判があるなかでも知恵を絞り、工夫を凝らして、ユニークな優待を導入する企業が増加している⁶⁾。少なくとも個人投資家に対しては、配当よりも優待制度の方がメジャーなものとなる可能性が感じられた。

(3) 配当または自社株買いの意義

本節では、株主優待制度を導入・実施する意義を考えるにあたって、まず“配当政策”について考えたい。“配当”とは、一般的には現金によって支払われる現金配当のことを指し、株主が利益配当請求権に基づいて受け取ることができる利益の分配制度である。株式会社において、最も一般的で基本的な株主還元の方法である。利益の分配という点で株主優待と配当は類似する点が多い。なぜ企業が配当を行うのかを理解することは、なぜ配当という手段があるにもかかわらず、株主優待という制度を実施、導入するのかを理解することに繋がる。よって本節では、配当に関する先行研究に目を向けたい。

本浪 [2011] は、配当実施企業の権利落ち日前後の株価推移を分析し、そもそも市場は効率的か否かを考察している。彼によると、優待の権利確定を巡って「権利取りのため株価は上がるが、権利落ちなどでしばらく株価が低迷する」という。また「配当利回りが高い企業は、例外はあるものの業績は悪い場合が多い」と指摘している（本浪 [2011] 1頁）。以上から、市場が効率的ならば、株価はその株価本来の価値のみで市場にて取引されることになるはずであるが、実際は市場では株価本来の価値以上の価値が付いている場合もあるという。

砂川・山口 [2007] は、企業の自社株買いがその企業の株価に与える影響を分析している。そして、「会社側から“自社株買い”というアプローチを投げ掛けた結果、株価に影響を与えることができたが、同じように優待へ企業がアプローチをすれば、株価等に影響するかもしれない」と述べている（砂川・山口 [2007] 33頁）。次に、石川 [2013] は企業における利益予想と配当予想の修正がその企業の株価に与える影響を分析している。その企業の①利益予想が修正されたケース、②配当予想が修正されたケース、③利益予想と配当予想が両方修正されたケース、この3つに分けて、修正が株式市場に影響を与えるかどうかを検証した結果、1) 両方の変化のベクトルが異なるアナウンスメントの情報効果は小さいこと、2) 増益公表は株価上昇をもた

らすことを明らかにした（石川 [2013] 397頁）。

以上のことから、2点のことが考えられる。1点目は、配当を巡っては権利確定日前後に一時的に株価が変動するというものである。本浪 [2011] では、株価は権利確定日前に上がり、権利確定後は下がるが、ある程度日が経つと元に戻る。このサイクルが続いているとみられる。2点目は、企業側からの何かしらのアプローチを投げかけることで株価に影響を与えることができる。次節では、株主優待制度を導入することで企業の意図、また利点などに関する先行研究を見ていく。

(4) 株主優待制度を導入する経営者の意義

これまでは、本稿の目的である株主優待制度ではなく、その他の配当政策や自社株買い、市場の効率性など違った観点から株価への影響を見た。この結果を踏まえて、本節では、本来の目的である株主優待制度の面から株価への影響を先行研究から読み解きたい。まず、武蔵大学安達ゼミ [2011] では、「優待目当ての投資家が多数なら、権利確定日に向け株価は上昇し、また金融危機の際に株価下落が緩和される」と仮定して分析をしている。その結果として、「個人投資家は優待目当てに株を購入し、権利確定日以降も株価は上昇するので長期保有を促される」という結果を示している（武蔵大学安達ゼミ [2011]）。松本 [2006] では、株主増加対策として株主優待制度が株主増加に繋がるのかを分析している。その結果として、「株主優待を実施している企業は実施していない企業に比べて株主数増加率が高く、よって株主優待制度は株主数を増加させる為の有効な手段である」と示している。一方で、「優待利回りと株主数の増加に有意な結果が得られなかった」と述べている（松本 [2006] 189頁）。青野ほか [2007] では、配当と株主優待の権利落ち日の株価の動きを見て、現在の株式市場が効率的であるかを分析している。その結果として配当、優待の権利落ち日には、配当利回り・優待利回り相当の株価下落があり、株主優待は配当と同程度の影響を与えていると示した。また、個人投資家が株式市場に大きな影響を与えているという結果を報

告している（青野ほか [2007] 69頁）。

以上の先行研究が共通して示唆する内容は、①株主優待制度を導入・実施すると株主数が増える、②株主優待は株価に何らかの影響を与える、③株主優待を導入・実施すると株式の売買が増えるという3点である。なお、個人株主の増加要因についてであるが、日本経済新聞では持ち合い株式解消の受け皿として企業が安定株主を求めて、個人に長期保有を促す目的があると書かれている。この他、宮川 [2013] では、一見合理的とは思えない株主優待制度をなぜ企業が行うかについて、様々な観点から考察している。この結果「効用の観点から日本人の個人株主は、現金よりも商品の方が効用が高い」と述べている（宮川 [2013] 69頁）。企業経営者は効用が高いという点で、“商品”を贈る優待制度に注目している可能性がある。

(5) 株主優待制度の株式パフォーマンスへの影響

前述のとおり、野瀬 [2014] 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権利確定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3点あり、1点目に「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、権利確定日に向けて正の超過リターンが観測された」、2点目に「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ヶ月前、投資終了が権利確定日前日となる組み合わせ」、3点目に「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」である。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られる」と示している。日本経済新聞の記事でも統計的に最も有利な買い方は、権利確定日の約1～3ヶ月前、配当取りの買い始め前に買うことと示されていた⁷⁾。

以上は、企業が株式パフォーマンスを高めるための経営上の手段の一つとして株主優待が有効である可能性を示唆する。この裏付けとして、2011年8月22日にドラッグストア“ケンキー”が株主優待制度の廃止を発表したとこ

ろ、株価が12%下落したという。同じく、小松ウォールも15%下落している。株主優待制度を廃止すると、株式パフォーマンスが下がるという結果が報告されている。いずれにしても株主優待は企業の株式パフォーマンスに大きな影響を与えている可能性がみられた。

ところで、個人株主から見た株主優待の選択の方法、見極め方はどのようなものなのか。ポイントは「利回り」「分散」「趣味に合う」、この3つを基準に選択する⁸⁾と言っている文献もあれば、個人投資家の支持を集めたのは“外食”であり、理由としてファストフードや居酒屋、ファミリーレストランなど日頃利用する機会が多く、幅広い地域で利用することができることを評価している文献もある⁹⁾。また配当がなかったり、減配しそうな銘柄は選ばないと示している文献もあり¹⁰⁾、見解は様々である。

IV. 検証仮説

野瀬 [2014] では、2014年3月末に優待の権利が生じる企業を対象に分析し、権利確定日の約3ヶ月前に株を買い、確定日前日 (day-1) に売却すれば、最も高く統計的にも有意な正の超過リターンが得られるという結果が出ている。一方で、この結果は一時点を調べたに過ぎず、株主優待実施企業で時期に拘わらず見られる傾向かどうかは定かでない。2013年3月末に起こった株主優待ではない別の要因の影響かもしれない。そこでこの結果が株主優待実施企業で普遍的に見られるものか否かを確認するため、またリターンの源泉について手掛かりを得るため、本研究では以下のような仮説をたてた。

(仮説1) 株主優待実施企業では、優待の権利確定日に向けて正の株式長期リターン (パフォーマンス) が得られる。

(仮説2) 正の株式長期リターンは、空売りが難しい企業において有意に高い。

野瀬 [2014] では、権利確定日の3ヶ月前に購入し、権利確定日前日に売却する組み合わせが最も高い正の超過リターンが得られると示されている。この傾向が2014年3月末以外の権利確定日においても一貫して見られるか否

かを確認することを目的に（仮説1）を設定した。次に、正の株式長期リターンが得られる場合、何がそのリターンをもたらすのか、その“源泉”を明らかにする必要がある。本研究では先行研究が指摘する内容から「空売りの可否」に着目して検証する。“空売り”とは、信用取引の1つで、これからもっと株価が下がると思った時の投資方法である。この取引を行うと、株価がわずれ値下がりすると判断する投資家は、先にその株式を空売りし、実際に値下がりした後に買い戻すことでキャピタルゲインが得られる。ところで、日本の上場企業には、空売りができる銘柄とできない銘柄が併存する。具体的には、制度信用取引の貸借銘柄は空売りが可能だが、信用銘柄は信用の買いのみ可能で空売りはできない。制度信用取引の対象外の銘柄も数多くある。

Miller [1997] によると、空売りできない銘柄では、売りと買いの関係が調整できないため、株価は上振れる傾向にあるとされる。よって、本研究のサンプルで正の超過リターンが見られる場合、空売りの有無がその源泉である可能性がある。そこで（仮説2）を設定した。

V. データ・検証方法

本研究では、全上場企業の株式優待イベントを分析対象とする。分析期間は2011年10月から2014年4月までの3年間である。各企業の権利付最終日に至るまでの株式パフォーマンスを調べ、そのデータを基準とし、検証した。詳しい手順は下記の通りである。

- ① サンプル企業は（野瀬 [2014]）を参考に、SBI証券のHP¹¹⁾から株主優待検索機能を活用して取得した。株主優待実施企業の優待内容、権利確定日の情報が得られた。サンプルについては、優待利回りを計算した。四季報もしくは株主優待ガイドの一覧から各会社の優待品の金額を調べ、一株あたりの優待額を株価で除して優待利回りとした。なお、株主優待は年2回行う企業も多いことからサンプルは1社につき最大6回（年2回×3年分）得られる。

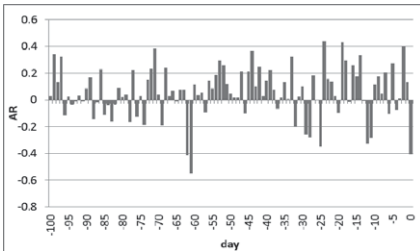
- ② Quick社のAstra Managerを使って、優待実施企業の過去3年間の株価データを収集した。次に、その株価データから株式長期パフォーマンスを集計する。具体的には、山崎 [2005] を参考にした。まず、各サンプルについて日次のRR (row return: 生リターン) を計算した。次にRRから同日の配当調整済みTOPIXの日次リターンを引いて、AR (abnormal return: 超過リターン) を計算した。具体的な計算式は(1)(2)に示す通りである。
- (1) $RR = (\text{当日の株価} \div \text{前日の株価} - 1) \times 100$
- (2) $AR = RR - \text{同日の配当調整済みTOPIX日次リターン}$
- ③ 権利付き最終日を基準日 (day 0) として、その100営業日前 (day-100) から10営業日後 (day+10) まで各企業のRRとARを並べ替えた。
- ④ 日次のARを累積してCAR (cumulative abnormal return: 累積超過リターン) を計算した。具体的な計算式は(3)に示す通りである。CARは、投資開始日と投資終了日で10000通り (100営業日×100営業日) の組み合わせが考えられるが、最もCARの高くなる組み合わせを見つけた。
- (3) $CAR = \text{開始日のAR} + \text{翌日のAR} + \dots + \text{投資終了日のAR}$
- ⑤ CARと同様にBHAR (buy and hold abnormal return) を計算した。BHARの計算式は、BHRR - 同期間の配当調整済みTOPIXのリターンである。なお、BHRR (buy and hold row return) は、終了日の株価÷投資開始日の株価で計算する。
- ⑥ CARとBHARとBHRRそれぞれの平均値について帰無仮説0とするt検定を行った。
- ⑦ 仮説で、空売りができない企業の方が株価が上がり続けると定義した。空売りの有無で株価がどうなるかを検証するために、サンプルを空売り可能な銘柄と空売り不可能な銘柄に二分化してBHARとCARのt検定を行った。なお、空売り可否の区分であるが、制度信用における貸借銘柄を空売り可能銘柄とした。

VI. 検証結果

表 2 全サンプルの業種構成

日経業種名	社数	構成比(%)	業種内実施率(%)
サービス	253	22.41	33.8
小売業	180	15.94	69.77
商社	121	10.72	33.89
食品	94	8.33	72.87
化学	46	4.07	22.66
その他製造	41	3.63	35.65
銀行	34	3.01	37.78
不動産	31	2.75	29.52
電気機器	27	2.39	9.85
鉄道・バス	26	2.30	92.86
建設	23	2.04	13.14
非鉄金属製品	20	1.77	15.75
その他金融	19	1.68	35.2
自動車	19	1.68	24.36
通信	16	1.42	48.48
機械	15	1.33	6.49
陸運	11	0.97	31.43
医薬品	10	0.89	16.67
職雑	10	0.89	20.41
鉄鋼	9	0.80	18.37
倉庫	8	0.71	18.60
窯業	7	0.62	11.48
証券	6	0.53	30.00
精密機器	6	0.53	11.54
ゴム	5	0.44	23.8
水産	5	0.44	50.00
ハルブ・紙	4	0.35	16.7
海運	4	0.35	26.67
輸送用機器	3	0.27	25.00
ガス	2	0.18	20.0
鉱業	1	0.09	14.29
総計	1,129	100.00	31.71

図 4 株主優待実施企業の対 TOPIX 超過リターン



見る限り、権利付き最終日 (day 0) が近づくに従ってプラスの AR が増えていることがわかる。図 5 は過去 3 年間の株主優待イベントについて投資開始日と投資終了日を組み合わせた全ての CAR を総当たり式で計算したものである。表の縦軸が投資開始日、横軸が投資終了日を表している。そして、3 種類の色分けをしているが、薄く塗りつぶされている箇所が 4.0~5.0% を示

表 2 は、全サンプルの業種構成を示す。最も多い業種は“サービス業”で 253 社、2 番目に多いのは“小売業”で 180 社、3 番目に多いのは“商社”で 121 社、4 番目に多いのは“食品”で 94 社であった。この 4 業種で合計 57.4% とかなりの社数を占めていることが分かる。一方で、最も実施率が高い業種は“鉄道・バス”で 92.86%、2 番目に多いのは“食品”で 72.87%、3 番目に多いのは“小売業”で 69.77%、4 番目に多いのは“ゴム”で 50.00% であり、それ以外の業種は 50% に達していなかった。以上のことから“食品”と“小売業”は社数も多く、実施率も高いことがわかった。

図 4 は、株主優待実施企業の対 TOPIX 超過リターン (AR) の推移を示したものである。この図を

図5 過去3年間の株主優待イベントについて

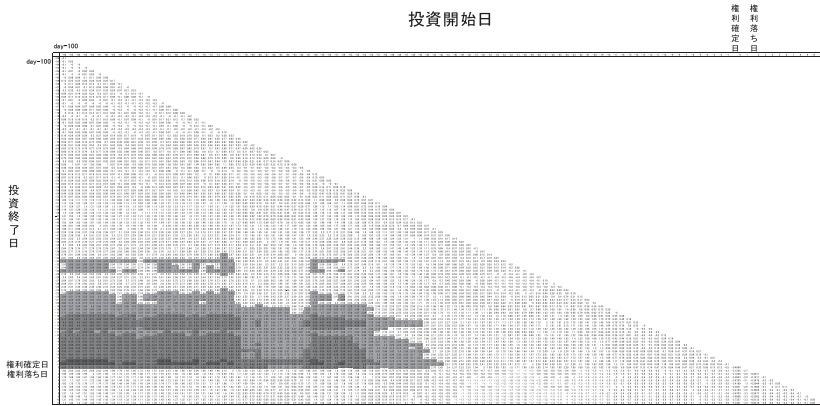
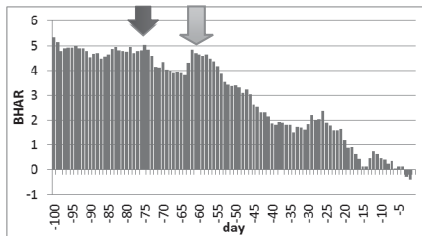


表3 図5の最もCARが高かった部分を拡大したもの

		投資開始日							
		-77	-76	-75	-74	-73	-72	-71	-70
投資終了日	-7	4.59	4.36	4.49	4.47	4.65	4.50	4.27	3.88
	-6	4.48	4.26	4.39	4.36	4.55	4.39	4.16	3.77
	-5	4.75	4.53	4.66	4.63	4.82	4.66	4.43	4.05
	-4	4.68	4.45	4.58	4.55	4.74	4.59	4.35	3.97
	-3	4.68	4.46	4.59	4.56	4.75	4.59	4.36	3.98
	-2	5.08	4.85	4.98	4.96	5.14	4.99	4.76	4.37
	-1	5.21	4.98	5.11	5.09	5.27	5.12	4.89	4.50
	0	4.80	4.58	4.71	4.68	4.87	4.71	4.48	4.10
	1	2.09	1.86	1.99	1.96	2.15	2.00	1.76	1.38
2	2.02	1.80	1.93	1.90	2.09	1.94	1.70	1.32	

図6 投資終了日を day-1 とした場合の BHAR



付き最終日の73営業日前 (day-73) に投資し、権利付き最終日の前日 (day-1) に売却する組み合わせが5.27%と最もリターンが高かった。この結果は day-60 に投資し、day-1 に投資終了とする組み合わせで最も高いCARが得られるとした野瀬 [2014] と概ね整合する結果である。以上から day-73→-1 で

しており、淡く塗りつぶされている部分が5.1~5.2%を示しており、濃く塗りつぶされている部分が5.2%以上を示しており、権利確定日が近づくにつれてCARが高くなっている。この図から73営業日 (day-73) に購入し、権利付き最終日前日 (day-1) に売却する組み合わせ、つまり約3~4ヶ月前に投資を開始し、権利確定直前に売却すれば最も高いリターンが得られることを示している。表3は、図5のCARが高かった部分を拡大したものである。権利

高いリターンが得られることが判明した。一方で、実際の投資はbuy-holdが基準である。そこでBHARに違いがないか確認した。図6は、全サンプル企業の投資終了日をday-1とした場合のBHARを示したものである。この図からday-60を境にday-100までの間day-63から-72までを除き、大きく変動し

表4 図6の赤い矢印の山に注目し、数値化したもの

投資開始日	BHAR
-77	4.70
-76	4.78
-75	4.82
-74	5.02
-73	4.85
-72	4.56
-71	4.13
-70	4.11

図7 day-73のリターン別企業数のヒストグラム (CAR)

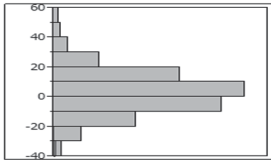


図8 day-73のリターン別企業数のヒストグラム (BHAR)

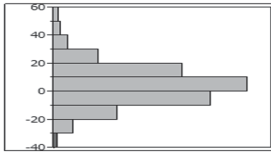


表5 day-73の各リターンの検定結果

リターン	N	平均値	t値
CAR(-73)	4107	5.276287432	18.531 ***
BHAR(-73)	4107	4.847420416	13.7329 ***
BHRR(-73)	4107	13.24899547	34.7606 ***

とともに差は少ないものの、プラスの企業数の方が多いと示された。表5はday-73のCAR, BHRR, BHAR, の平均値に対して帰無仮説を0としてサンプル企業4107社を対象に、t検定を行なった結果である。N(企業数)4107社を元にCARの平均は5.28%, BHARが4.85%, BHRRが13.24%, CARのt

ておらず、得られるリターンは変わらないことがわかる。表4は図6の濃い矢印の部分の盛り上がった箇所注目し、拡大したものである。濃い矢印の部分に注目しなかった理由は、赤い矢印の部分が安定的に同じような数値を保っていると判断したからである。この表から投開始日day-74は5.02%, day-73は4.85%という結果が示され、CARと同じような見解が得られた。この結果からCARとBHARに大きな差が見られなかったため、以後の検証ではCARを基準としてday-73に焦点を置いて、検証していく。図7はday-73→-1のCARのヒストグラム、図8はday-73→-1のBHARのヒストグラムを示したものである。ともに企業数のプラスマイナス

表6 空売りの可否別のBHARとCAR

	サンプル数	CAR			BHAR		
		平均	p値	t値	平均	p値	t値
空売りできる	1471	2.94524	-6.1431	<.0001	2.86071	-4.21311	<.0001
空売りできない	2636	6.57711			5.95609		

値が18.5%, BHARが13.7%, BHRRが34.8%と1%水準で有意に正であった。表6は、空売りの可否別のBHARとCARを示したものである。空売りできる企業1471社、空売りできない企業2636社で平均値の差をt検定した結果、空売りできない企業の方がBHAR, CAR共に空売りできる企業より高く、差は1%水準で有意であった。

以上のことから空売りできない企業の方がリターンが高いという仮説の裏付けができた。

Ⅶ. まとめ・考察

本研究の発見は、株主優待制度を実施すると、株価に影響があり、権利確定日が近づくにつれてリターンが高まるという点である。今回2011年10月から2013年4月の3年間でのCARを検証すると、権利確定日の約3～4ヶ月前に株を購入し、権利付き最終日前日に売却すると、正の超過リターンが得られるという結果が得られた。この結果は、若干の差はあるものの、野瀬 [2014] の結果と整合する。株主優待は、株式市場に正の影響を与えている可能性が示された。しかし、本研究には大きく4点の課題が残った。1点目は、過去3年間だけでは検証するデータが不十分だった点である。ここ最近、アベノミクスで景気が上がりつつある。要は、好景気のみ結果となっていると考えられ、不景気の場合のデータを追加した検証が必要である。2点目は、リターンの源泉が不十分な点である。3点目は、株主優待のデメリットへの着目である。株主優待が増加することで企業の成長投資を阻害し、結果的に株主利益を毀損するという批判がある。また、株主優待によって個人投資家が安定株主となることによって、無能な企業経営者が延命するというマイナスな面も存在する。これらは未検証である。本稿では、株価の

上昇は空売りの可否が要因となっていると考え、検証を行った。しかし、このことはほんの一要因にしか過ぎず、実際には空売りの可否だけが原因で株価が上昇している訳ではなかろう。以上のことから、時期を遡って2008年から2010年のデータを使うなどして不景気時の場合を検証することと相関があると考えられる別の仮説をたてて検証すること、この2点が追加検証として必要であると考えられる。

注

- 1) 2011年03月08日 日本経済新聞夕刊 007頁
- 2) 2007年06月14日 日本経済新聞朝刊第2部 001頁
- 3) 2014年3月21日 日本経済新聞
- 4) 2007年06月26日 日本経済金融新聞 001頁
- 5) 2003年09月21日 日本経済新聞朝刊 007頁
- 6) 2011年01月22日 日本経済新聞夕刊 001頁
- 7) 2012年02月24日 日本経済新聞夕刊 005頁
- 8) 2013年08月13日 日本経済新聞朝刊 018頁
- 9) 2013年01月26日 日経プラスワン 009頁
- 10) 2012年08月25日 日経プラスワン 009頁
- 11) SBI証券<https://www.sbisec.co.jp/ETGate> (2014年11月28日確認)

参考文献

- ・石川博行「配当政策の実証分析—コロボレーション効果の実証分析」中央経済社 2007年 397頁
- ・木村充宏「株主配当と株主優待」『現代企業と配当政策（日本証券経済研究所）』1997年 245-257頁
- ・砂川伸幸・山口聖「企業のペイアウトと長期パフォーマンス」『国民経済雑誌』196(2)号 2007年8月 33-46頁
- ・長井進「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
- ・日本経済新聞社「株主優待ハンドブック」2014-15年

- ・野瀬義明「株主優待実施企業の長期パフォーマンス」working paper 2014年
- ・本浪清孝「効率性市場仮説に対する私的考察」『近畿大学短大論集』44(1)号 2011年12月 1-9頁
- ・松本勇樹「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号 2006年 189-206頁
- ・宮川壽夫「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(日本証券アナリスト協会)』第51巻10号 2013年10月 96頁
- ・武蔵大学安達ゼミ「株主優待に注目した投資戦略設計」2011年
- ・早稲田大学 青野瑠理子・鹿志村翔・寺迫南央・増田正志・村山麻衣「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(産業経営研究所)』第42号 2007年2月 69-83頁
- ・山崎尚志「我が国株式市場における長期の異常収益率の分析」『証券アナリストジャーナル』第51巻第12号 2005年 96-105頁
- ・藤井辰朗「日本企業のパイアウト政策に関する一考察」『大学院紀要』43号 2007年3月
- ・「株主優待ガイド2013年版」大和インベスター・リレーションズ(株) 2013年 392頁
- ・Edward M. Miller, "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", The Journal of Finance, Vol.32(4), (1977), pp. 1151-1168