

株主優待の価値に関する考察

Valuation of the Shareholder Perks

安武 妙子

Taeko YASUTAKE

概要

株主優待とは企業が株主に対して提供する現金以外の物やサービス、割引の総称である。日本では株主優待を実施する企業は全上場企業の30%を超える（株主優待ガイド2016年版、大和インベスターリレーションズ）。しかしながらアメリカはじめ海外では同様の株主優待を行う企業は限られており、学術的考察も少ない。筆者はハワイ大学での博士論文でこの株主優待に関する実証研究を行った（Yasutake (2012)）。本稿ではその一部を発展させる形で取り組んでいる現在の研究（Huang, Rhee, Suzuki and Yasutake (2016)）について概要とこれまでのところの結果を紹介する。

1. はじめに

株主優待とは企業が株主に提供する現金以外の物やサービス、割引の総称である。株主優待は配当と同じく毎年期末（あるいは半期ごと）の権利確定日に株式を保有している株主に贈呈されるため、株式投資におけるリターンの一部とみなす投資家も多いと考えられる。しかしながら現金配当と非現金の株主優待とではその価値においては必ずしも同一とは考えられず、また一株当りの株主優待が株式保有数や保有年度によって一定ではないことが多いという特徴から投資家間でその価値の認識に大きな差があることが考えられる。

本研究では株主優待を非現金配当とみなし、その非現金配当の価値が株式市場で少なくとも一部の投資家には認識され、それが株価に反映されている、また投資家間の株主優待の価値の認識の差が株主優待の権利確定日前後における売買行動に影響を与えているという仮説を立て、株主優待の権利確定日（株式を購入することで権利確定日に名簿に記載される最終日）の翌日である権利落ち日前後の株価、売買高を分析することにより検証した。主な結果は次の通りである。

株主優待を実施する企業の株式は、配当、株主優待の権利落ち日に配当による株価下落分を考慮しても更に株価が下落する。このことは、非現金である株主優待も現金配当と同様にその価値が株式市場で認識されていることを示唆する。但し現金配当と違い物やサービスと言った非現金である株主優待は投資家によってその価値には大きな差がある。権利落ち日の株価下落は投資家

全体にとっての平均的な株主優待の価値を反映していると考えられるため、株主優待に高い価値を認める投資家と低い価値しか認めない投資家の間で権利落ち日前後に活発に売買が行われていることが分かった。株主優待は日本市場において権利確定日前後における売買のモチベーションの一つになっていると言える。

2. 非現金配当としての株主優待の価値に関する仮説

日本企業における株主優待の導入が株価に与える短期的な影響と導入後の株主構成の変化を検証した鈴木・砂川（2008）によると、株主優待導入のアナウンスによって株価は有意に上昇し、総株主数、特に個人株主数は増加する。これは日本市場において株主優待が投資家に好意的に受け止められており、株主優待が株式投資におけるリターンの一部として投資家に認識されていることを示唆する。

しかしながら、株式投資における配当益（インカムゲイン）と株式譲渡益（キャピタルゲイン）という現金でのリターンと、物やサービスと言った非現金である株主優待は全ての投資家にとって同様に認識されているのであろうか。一部の、特に個人投資家にとっては現金配当で得た利益を使って消費財を購入、消費することと、はじめから消費財を受け取って消費することで得られる効用は同一であり、その意味で現金配当と株主優待はどちらも株式投資のリターンとして認識されると考えられるかも知れない。しかし企業や投資信託等の機関投資家にとっては物やサービスと言った株主優待には現金配当と同様の価値があるとは言えず、株式投資のリターンの一部とは見なされていないと考えられる。

また、株主優待が配当と対照的であるのは優待が非現金であることに加え、配当は1株当たりの額が保有株式数に応じて支払われるのに対し、株主優待は100株で1000円相当の商品券、200株で2000円相当、300株以上は一律3000円相当、など多くの場合保有株式数に比例しない点である。このため小口の投資家にとっての一株当りの株主優待は大口の投資家のそれに比べて大きくなり、小口投資家を優遇する形になっている。これは企業の株主優待導入の目的の一つが小口の個人投資家を増やすということにあると考えられる。このように非現金でありその分配も全投資家の間で公平とは言えない株主優待は、現金配当と違いその価値評価において投資家間で大きな違いがあると考えられる。

以上の様に株主優待は現金配当と同様各期末（または半期末）に株式を保有する株主に分配され、少なくとも一部の投資家にとっては株式投資へのリターンと見なされていると考えられるものの、非現金であること、配当の様に保有株式数に比例して提供されず小口投資家投資家にとって有利であること、また配当の様に株主総会での決議を必要としないことなどから厳密には現金配当とは別の株主還元である。このような形態の株主還元に関して投資家はその価値をどう認識し、株式市場でその価値がどう株価に反映されているのか、またその投資家間の価値の認識の差が売買行動にどう影響を与えているのか、を検証するのが本研究の目的である。

ここでまず現金配当の価値が株価に反映されしくみについて、おおまかな理論を説明する。

Miller and Modigliani (1961) の配当無関連命題によると、無課税の状況下では配当の権利落ち日前後において投資家が手にする配当所得と譲渡益所得の合計は常に一定である様に株価が調整されるため、権利落ち日の株価は前日の株価に比べ配当の額だけ低下する（従って配当がいくらであろうと株主価値に影響を及ぼさない）。Elton and Gruber (1970) は権利落ち日の株価下落が実際には配当と同額ではないことについて限界的な投資家の配当所得と譲渡益所得に対する課税税率の差による配当への（譲渡益と比較した）選好度を用いて説明している。Michaely and Vila (1995, 1996) は Elton and Gruber (1970) のモデルを一般均衡モデルに拡張し、配当の権利落ち日における株価の下落は売買を行う投資家全体のこの選好度の平均によって説明されるとしている。また、権利落ち日の株価の下落が全投資家の配当に対する選好度の平均であるため、この平均の選好度より高い選好度を持ち、そのため権利落ち日より前に株式を購入し、配当を受け取った後に（受け取った税引き後配当ほどは下落していない価格で）売却したいと考える投資家と、平均より低い選好度を持ち、そのため権利確定日より前の高い価格で株式を売却し、権利落ち日以降の株価が下落した時点で購入したい投資家との間で取引が活発になるとしている。また、投資家間で配当への選好度の差（heterogeneity）が大きければ大きい程売買は活発になるとしている。

株主優待は非現金の物やサービスであるため、全ての投資家が現金配当と同様に価値を認識しているとは言えないであろう。しかし少なくとも一部の（特に小口の個人）投資家にとっては現金配当と同様に株式投資のリターンとして認識されていると考えられる。また、株主優待への課税税率はゼロとして¹も、非現金であること、また小口投資家にとってより有利な条件であることから、投資家間の株主優待への選好度の違いは配当への選好度の違いに比べてより大きいと考えられる。Michaely and Vila (1995, 1996) のモデルは株主優待の権利落ち日前後の株価の変動と売買高を説明する上で適切な枠組みであろう。従って、本研究では Michaely and Vila (1995, 1996) のモデルを応用し、権利落ち日前後における株価の変動と売買高それぞれに関して以下の2つの仮説を立て検証する。

株価変動に関する仮説：株主優待は投資家にその価値が認識されるため、権利落ち日の株価は株主優待を行っていない企業の株式に比べ下落の幅が大きい。また、株主優待を実施する企業の株式に関して、権利落ち日の株価の下落は現金配当同様に株主優待の額によって説明される。ここで株主優待の現金相当額に対する株価下落の度合いは全投資家の株主優待に対する選好度の平均である。

売買高に関する仮説：投資家間での株主優待の価値に対する認識の差は権利確定日前後の売買を活発にする。また株主優待を実施する企業の株式に関して、権利落ち日前後の売買高は株主優待の現金相当額が多い程高くなり、その度合いは全投資家の株主優待への選好度の差（heterogeneity）を反映する。

¹ 厳密には投資家は株主優待を雑所得として申告し所得税を納税する義務があるが、物によってはその現金価値を特定することが難しいことなどから積極的に申告、納税している投資家は少ないと考えられる。

3. 権利落ち日前後の株式売買に関する分析

前説で述べた株主優待の権利落ち日前後の株価と売買高に関する仮説を検証するため、ここでは東京証券取引所全上場株式（銀行、証券、保険会社を除く）のデータを用い実証分析を行う。株価、配当と財務データは Pacific-Basin Capital Markets Research Center の PACAP データベースを、株主優待情報に関しては大和インバスターリレーションズ発行の株主優待ガイド（1996年版 - 2008年版）を用いる。株主数データは日経メディアメディアマーケティング社の NEEDS データベースを用いる。具体的には株価、売買高それぞれの仮説の検証のためにまずイベントスタディーを行い株主優待を実施する企業と実施しない企業の株式の配当、株主優待の権利落ち日前後の株価の変動と売買高を比較する。更に権利落ち日の株価変動、権利落ち日前後 10 日間の平均売買高を被説明変数、株主優待の有無ダミーを説明変数とした回帰分析を行う。また、株主優待を実施する企業の株式に関して、株価変動、売買高を被説明変数、株主優待の現金相当額を権利落ち日前日終値で除した優待利回りを説明変数とした回帰分析を行う。

権利落ち日の株価の変動は権利落ち日前日の終値と権利落ち日の終値の変化率をマーケットモデルで予想される期待リターンで調整した超過リターン (*Excess Return, or ER*) を用いる。売買高はまず権利落ち日前後 10 日間を除く 80 日間（権利落ち 46 日前から 6 日前と 6 日後から 46 日後）の平均売買高を計算し、それを超過する売買高 (*Abnormal Volume, or AV*) を用いる。株主優待の有無ダミーは株主優待を実施している企業は 1、実施していない企業は 0 を取る (*SHP_dummy*)。株主優待利回りは 2 通りの方法で計算する。1 つ目は株主優待を受け取るための最低株式数を保有する場合の 1 株当り株主優待の現金相当額を権利落ち日前日の終値で除したもの (*SHP_Yield1*) である。2 つ目は企業にとっての一株当りの平均優待利回り (*SHP_Yield2*) であり、以下の方法で計算する。まず全株主が株主優待を受け取るための最低株式数を保有すると仮定し、株主 1 人当りの優待の現金相当額を全株主数² で掛けたものを企業の株主優待の総額とする。これを発行済み株式数で除したものを企業の一株当り平均株主優待現金相当額とし、更に権利落ち日前日の終値で除して優待利回りとする。

回帰分析ではコントロール変数として Michaely and Vila (1995, 1996)、Michaely et al. (1996) に従いマーケットリスクの代理変数としてのマーケットベータ (β)、固有リスクの変数としてマーケットモデルの残差の標準偏差をマーケットリターンの標準偏差で除したもの ($\frac{\sigma_e}{\sigma_m}$)、更に Naranjo, Nimalendran, and Ryngaert (2000)、Dhaliwal and Li (2006) に従い取引コストの代理変数として権利落ち日前日終値の逆数 ($1/Price$)、権利落ち日前後 10 日を除く 80 日間の平均時価総額 (*Size*) を用いる。更に年ダミーで時間固定効果をコントロールしているが、ここではメインとなる株主優待ダミーと 2 通りの優待利回り変数の係数のみを報告する。

2 ほとんどの企業が株主優待を海外在住の投資家には送付しないため外国人を除く。

表1 権利落ち日前後の超過リターン (ER)
 (以下の表はそれぞれ Huang et al. (2016) より一部抜粋)

Day	優待有り		優待無し		優待有無 の差
	ER (%)	t-値	ER (%)	t-値	
-5	0.041	(1.21)	0.017	(1.07)	
-4	0.214***	(6.27)	0.168***	(9.84)	
-3	-0.024	(-0.70)	-0.077***	(-4.48)	
-2	0.153***	(4.77)	0.094***	(5.86)	
-1	0.244***	(7.39)	0.284***	(17.00)	+++
0	-1.354***	(-36.74)	-0.557***	(-34.25)	+++
1	-0.264***	(-8.26)	-0.123***	(-7.55)	
2	-0.269***	(-8.12)	-0.224***	(-14)	+++
3	-0.058	(-1.64)	0.085***	(5.01)	
4	-0.262***	(-7.32)	-0.323***	(-18.50)	++
5	-0.249***	(-7.39)	-0.172***	(-10.20)	

*, **, *** 及び +, ++, +++ はそれぞれ 10%, 5%, 1% 水準での有意を示す。

3-1 株価の変動

表1は東証全サンプルのうち配当を行った企業の株式を優待の有無で2つのグループに分け、それぞれの配当及び(又は)優待の権利落ち日(ex-day)と前後5日間の超過リターンを表す。観測数は優待有りグループが3,704 firm-exday、優待無しグループが20,667 firm-exdayである。権利落ち日(day 0)の超過リターンは優待有りのグループは-1.354%であり、配当のみのグループの平均-0.557%より有意に低い。配当を行った企業の配当利回りの平均が優待の有無に関わらず約0.9%、優待を行った企業の優待利回りの平均がSHP_Yield1(小口投資家への最大リターン)で1.7%、SHP_Yield2(企業にとっての一株当たり平均リターン)で0.1%(以上Huang et al

表2 権利落ち日の超過リターンを被説明変数とする回帰分析

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
SHP dummy	-0.829*** (-0.1)			
SHP yield1		-0.019 (-0.03)		
SHP yield2			-1.602** (-0.56)	-1.344* (-0.56)
liquid				0.442** (-0.16)
SHP yield2*liquid				-5.894* (-2.55)
Dividend Yield	-0.775*** (-0.04)	-0.666*** (-0.14)	-0.653*** (-0.13)	-0.641*** (-0.13)
No. of obs.	24,371	2,266	2,230	2,213
R-squared	0.113	0.173	0.183	0.189

カッコ内は標準誤差。***, ***, * はそれぞれ 10%, 5%, and 1% 水準での有意を示す。コントロール変数の係数は省略。

(2016)より)であることから、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しており、その下落幅は小口投資家が受け取る最大優待利回りほどではないものの、企業にとっての平均優待利回りよりは大きいと言える。

表2は超過リターンを被説明変数、優待有無ダミー、2通りの優待利回りを説明変数、配当利回り及びその他変数をコントロール変数とする回帰分析の結果である。コントロール変数に関する係数は省略した。モデル1では配当を行った全企業の株式を、モデル2、3では優待を行った企業の株式のうち優待利回りを計算できる株式のみをサンプルとして使用している。モデル1の優待ダミーの係数は有意であり、配当利回り、その他の株価変動に関係する変数の影響をコントロールしても優待有り企業の株価が優待無し企業よりも大きく下落していると言える。モデル2では *SHP_Yield1* で計られる優待利回りの係数は負であるものの有意ではない。これは、この最大優待利回りを受け取るのが一部の小口投資家に限られているためであると考えられる。一方で *SHP_Yield2* で計られる優待利回りの係数は有意に負であり、かつ1を超えている。*SHP_Yield2* は全株主が株主優待を受け取るための最低数の株式を保有していると仮定して計算した企業にとっての総株主優待額を全発行済株式数で割った1株当たり平均であるため、平均値より高い優待利回りを得ている投資家も存在することによると考えられる。正確な1株当たりの優待の現金相当額と優待利回りが投資家間で一定でないことがこの分析における弱点ではあるが、モデル1の優待ダミーへの有意な負の係数と、二通りの優待利回りの係数から、少なくとも一部の投資家にとってその価値が認識され株価に反映していると言えるだろう。

株主優待には様々な形態があり、割引券と言った、実際に当該の物やサービスを購入する株主のみにとって価値のあるものと、クオカードの様に換金性が高くその価値が現金とほぼ等しい様なものとは株主によるその価値の認識には大きな差がある。そこでクオカード、お米券等換金性(流動性)の高い株主優待には1、それ以外には0の値を取る *liquid* というダミー変数と、優待利回り *SHP_Yield2* との交差項を加えた回帰分析を行いモデル4とした。想定される通り、*SHP_Yield2* との交差項の係数は有意に負であり、現金に近い、流動性の高い株主優待ほどその価値は高く認識されている様である。

3-2 売買高

表3は配当を行った企業を株主優待の有無で分けた二つのグループそれぞれの権利落ち日前後の超過売買高を表す。権利落ち日5日前から権利落ち日にかけてどちらのグループも平時(権利落ち日前後10日を除く80日間)より売買高は有意に高くなるが、優待を実施する企業の株式売買高は実施しない企業のそれに比べ更に高い。また優待を実施しない企業の超過売買高は権利落ち日にはマイナスに転じるものの、優待実施企業はプラスである。このことは優待を受け取ることには価値を見いださず、優待の権利落ち日に価格が下落した株式を購入したいという投資家と、優待の権利確定後は株式を売却したいという投資家が存在することを示す。株主優待が売買のモチベーションになっていることの一つの証左と言えよう。

表3 権利落ち日前後の超過売買高 (AV)

Day	優待有り		優待無し		優待有無 の差
	AV (%)	t - 値	AV (%)	t - 値	
-5	12.359***	(7.96)	8.257***	(9.63)	++
-4	14.788***	(7.74)	9.713***	(10.54)	++
-3	22.459***	(8.70)	11.364***	(13.13)	+++
-2	30.007***	(12.07)	8.301***	(10.31)	+++
-1	100.582***	(26.59)	13.417***	(16.12)	+++
0	29.744***	(13.63)	-14.357***	(-27.46)	+++
1	-1.179***	(-0.98)	-10.081***	(-20)	+++
2	-4.969***	(-4.31)	-8.722***	(-13.98)	+++
3	-3.558***	(-2.69)	-5.757***	(-8.71)	
4	-4.212***	(-3.41)	-3.583***	(-4.74)	
5	-3.813***	(-2.74)	-0.911***	(-1.28)	+

*, **, *** 及び +, ++, +++ はそれぞれ 10%, 5%, 1% 水準での有意を示す。

表4 権利落ち日前後の平均超過売買高を被説明変数とする回帰分析

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>SHP dummy</i>	8.910** (-2.86)			
<i>SHP yield1</i>		1.526 (-0.93)		
<i>SHP yield2</i>			112.986*** (-30.02)	109.191*** (-31.34)
<i>liquid</i>				-7.098 (-4.93)
<i>SHP yield2*liquid</i>				90.359 (-88.69)
<i>Dividend Yield</i>	0.532 (-0.92)	-1.562 (-3.83)	-0.1 (-3.85)	-0.324 (-3.87)
<i>No. of obs.</i>	24,371	2,266	2,230	2,213
<i>R-squared</i>	0.072	0.205	0.24	0.242

カッコ内は標準誤差。*, **, *** はそれぞれ 10%, 5%, and 1% 水準での有意を示す。コントロール変数の係数は省略。

表4は回帰分析の結果である。モデル1では表2で示された優待実施企業の株式の高い売買高は配当やその他の変数をコントロールしても有意であることを示す。株主優待実施企業にサンプルを絞ったモデル2では超過リターンと同様 *SHP_Yield1* で計った優待利回りの係数は正ではあるものの有意ではない。一方でモデル3での *SHP_Yield2* で計った優待利回りは有意に正である。優待利回りが高い程売買は活発になり、それは投資家間の株主優待への価値の認識の差 (heterogeneity) を反映していると考えられる。モデル4では超過リターンの回帰分析と同様流動性ダミーと優待利回りとの交差項を加えた。こちらの係数は統計的に有意ではないものの符号は正であった。

4. まとめ

日本で多くの企業が実施している株主優待は物やサービスと言った現金ではない形の株主還元であるものの、日本市場では少なくともその価値が投資家に認識されており権利落ち日の株価に反映されていること、また投資家間でのその価値の認識の差 (heterogeneity) が権利落ち日前後の売買高に影響を与えている。株主優待の様な非現金配当は海外では一般的ではなくその実態や株価、売買高への影響に関する学術的検証は少ないため、日本市場での株主優待に関する考察は海外での株主還元のあり方や企業と投資家との関係に対して貴重な示唆を与える。筆者は最近北米の IR (Investor Relations) Magazine 社の podcast 音声放送用にインタビューを受けたが、その中で北米の企業のインベスターリレーション担当者にとっても日本の株主優待は興味深いものであり、今後株主優待制度の導入を検討する企業も出て来るかも知れないとのことであった。現在取り組んでいる研究 (Huang et al. (2016)) で株主優待の市場での価値認識についてより深く検証を重ねて行きたい。

参考文献

- Karpoff, Jonathan M. and Katsushi Suzuki, 2015, Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value, *Social Science Research Network*.
- Dhaliwal, Dan, and Oliver Zhen Li., 2006, Investor tax heterogeneity and Ex-dividend day trading volume, *Journal of Finance* 61, 463–90.
- Huang, Victor Wei, Ghon Rhee, Katsutoshi Suzuki, and Taeko Yasutake, 2016, Valuation of Shareholder Perks in Japan. Working Paper
- Michaely, Roni, and Jean-Luc Vila, 1995, Investors' heterogeneity, prices, and volume around the ex-dividend day, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, 171–198.
- Michaely, Roni, and Jean-Luc Vila, 1996, Trading volume with private valuation: Evidence from the ex-dividend day, *Review of Financial Studies* 9, 471–509.
- Michaely, Roni, Jean-Luc Vila, and Jiang Wang, 1996, A model of trading volume with tax-induced heterogeneous valuation and transaction costs, *Journal of Financial Intermediation* 5, 340–371.
- Naranjo, Andy, M Nimalendran, Mike Ryngaert, 2000, Time variation of ex-dividend day stock returns and corporate dividend capture: A reexamination, *Journal of Finance* 55, 2357-2372.
- Yasutake, Taeko, 2012, Analyses of the shareholder benefit program in Japan, *ProQuest Dissertations Publishing*.
- 砂川伸幸・鈴木健嗣 (2008) 「株主優待制度の短期的影響 — 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), pp.107-121.
- 『株主優待ガイド 2016年版』及び他年度版 (2015他) 大和インベスターリレーションズ
- 『日経会社情報』(1996年他) 日本経済新聞出版社