

研究指導 大橋 良生 講師

株主優待の廃止による影響 —株主価値と株主構成に焦点を当てて—

鷲山 伶爾

1. 問題の所在

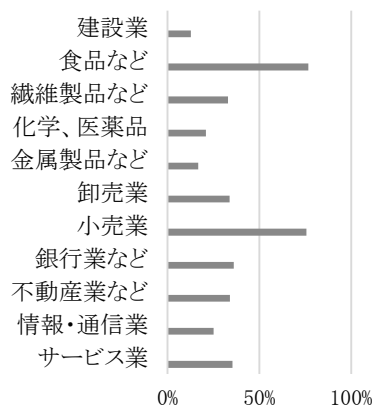
1.1 株主優待制度の概要

株主優待とは、一定の株数以上の株式を持っている株主に対して、企業が物品あるいはサービスを進呈する制度である。株主が受ける優待の権利は、保有株数に比例しないことが多い(砂川・鈴木 2008)。保有株式数を基準に進呈内容が同じ場合と、段階的に変化する場合があるが、進呈内容には上限が設定される。

株主優待制度を導入する企業の業種は多岐にわたり、食品や小売業の実施率が高いことがわかる(図表 1)。進呈内容も多岐にわたり、自社製品を選定する場合や、買い物券やプリペイドカードなどの他社製品を進呈内容に選定する企業も存在する。

株主優待制度は日本企業に限らず、欧米企業でも実施しているが、スターバックスやウォルトディズニーなど少数に限られており、株主優待制度の実施に関しては日本企業がリードしている。

図表 1 株主優待の実施上場企業の割合



(出所)『株主優待ガイド 2015年版』より作成

企業は株主優待制度を実施することにより、
①個人株主の獲得、②企業・製品の知名度向上、
③敵対的買収の防衛策の3つの効果が期待される。

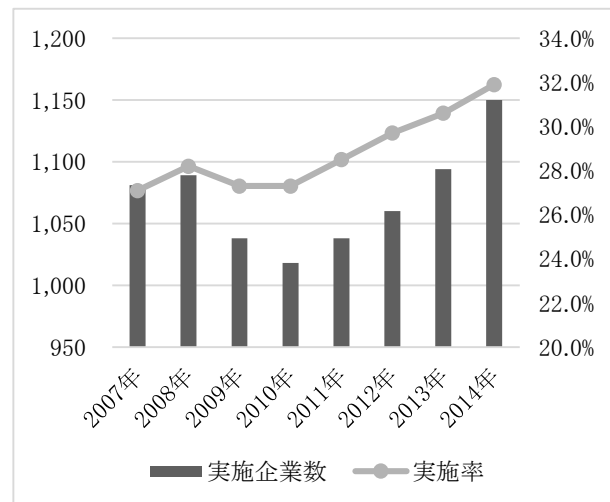
一方で、株主優待制度には物品やサービスなどを

提供する費用負担のデメリットがある。日本トイザらスは株主優待費用が利益を圧迫するとして、優待制度の廃止を決定した(鈴木 2009)。

1.2 株主優待制度の実施状況

現在、株主優待制度を実施する企業数は増加傾向にある。2008年のリーマンショックの影響で2009年、2010年の実施企業数は減少したが、2011年以降は増加傾向で、2014年の株主優待制度実施企業数と実施率は共に過去最高を記録している。図表 2 は上場企業のうち、優待を実施している企業数とその割合を示している(大和 IR, 2014)。

図表 2 株主優待実施企業数と実施率



(出所)『株主優待ガイド 2015年版』より作成

一方で、株主優待制度を廃止する企業は、2007年から2014年9月末時点で370社あった。これは、毎年約46社が廃止していることを示している。すなわち、実施が増加傾向にある株主優待制度であるが、その廃止を決定した企業も一定数確認できる。

1.3 本稿の目的

先に述べたように株主優待を新たに実施する企業

は増加傾向にある。実施により個人株主の獲得や、企業・製品の知名度向上、敵対的買収の防衛策としての機能などが期待されるが、株主に対する不公平な利益還元や株主優待費用などといった問題も十分に考慮しなければならない。

一方で、株主優待を廃止することで実施によるデメリットを解消できるが、同時にメリットも失うこととなる。株主優待は企業が意図せず、経済・財務情勢などの外的要因によって廃止に至ることもある。

そこで、本研究では株主優待の廃止が企業に与える影響を明らかにすることを目的とする。

2. 先行研究

株主優待に関する先行研究をみていくこととする。

砂川・鈴木(2008)は、株主優待の導入が、株式の流動性や株主価値に与える影響を検証している。検証の結果、株主優待の導入を発表した企業の個人株主数は増加し、株主価値を上昇させることが明らかになった。

鈴木(2009)は、株主優待が株主価値に及ぼす影響を検証している。検証の結果、株主優待には株主価値を高める機能があることが明らかにされた。ただし、優待内容によっては株主価値を低下させることが示されている。さらに、優待内容は株主数増加率に影響していることが明らかにされた。一方、株主優待費用が増加することで利益水準に影響を及ぼし、株主価値を低下させる可能性が示された。

石川・久多里(2014)では、個人株主の開拓が将来業績に与える影響を実証的に明らかにすることを目的に、株主優待制度にも着目して分析を行った。検証の結果、株主優待などの個人株主開拓策は、個人株主数や持株比率を上昇させていることが明らかにされた。また、株主優待制度の廃止は個人株主の離散を引き起こし、個人株主数に対し、負の影響を与えていることが示されている。

以上の先行研究は、株主優待の導入は株主価値と利益水準に影響を及ぼすことが示されている。個人株主に及ぼす影響は、株主優待の導入と廃止の両面から明らかにされている。

以上のように、先行研究では株主優待の導入が与える影響を検証しているのに対し、本研究では株主

優待の廃止が与える影響を直接的に検証する。株主優待の廃止を分析対象とし、効果として株主価値に加えて株主構成を取り上げ、特に個人株主だけではなく、法人株主や外国株主も検証することが本研究の新規性である。

3. 分析の枠組み

3.1 サンプル

『株主優待ガイド』(大和 IR)に掲載されている企業の中から、2008年版から2015年版の8年間で株主優待の廃止をアナウンスした企業を抽出した。具体的な手続きとして、株主優待を継続実施、又は新規導入した企業が掲載されているため、対象年($t=0$)と対象翌年($t=+1$)の株主優待実施企業を比較し、翌年($t=+1$)に掲載が削除された企業を株主優待廃止企業として7年分の廃止企業データを抽出した。

株価データの収集には『YAHOO ファイナンス』を用い、株主構成データの収集には『株主プロ』を用いた。最終的に抽出したサンプル数は株主価値分析で97社、株主構成分析では76社である。なお、本研究では財務諸表を用いた検証を行わないため、金融業もサンプル数に含めている。

3.2 分析方法

第一に、株主価値分析の手順は以下のとおりである。株主優待の廃止をアナウンスした日を $day=0$ として、10日前($day=-10$)から10日後($day=+10$)の株主価値とTOPIXの終値を用いて個別リターンと市場リターンを算出する。次に、個別リターンと市場リターンの差である異常リターン(Abnormal Return:AR)を算出する。ここでは、市場リターン(TOPIX 変化率)を期待リターンとする、市場リターン控除法を用いる。調査対象期間($-10 \leq day \leq +10$)における各企業のARを各日累積し、累積異常リターン(Cumulative Abnormal Return:CAR)を算出する。これにより、優待廃止をアナウンスした場合に、調査対象期間に市場平均を上回る、又は下回るARを累積的に獲得することになったのかを表すことができる。

第二に、株主構成分析の手順は以下のとおりである。株主構成は個人株主、法人株主、外国株主の3つに分類した。また、法人株主は事業株主、金融機

関、証券会社とこれらを合わせた法人株主全体の4つに分類した。調査対象期間は、優待を廃止した会計期間を $t=0$ として、優待廃止の前年 ($t=-1$) から、優待廃止の翌年 ($t=+1$) の3年間である。各株主比率について、 $t=-1$ と $t=0$ の差を廃止年変化率、 $t=-1$ と $t=+1$ の差を廃止翌年変化率として、比較値 1 と有意に差があるか t 検定を用いて分析した。

3.3 仮説

株主価値分析では先行研究の分析結果に基づき、「株主優待の廃止をアナウンスした企業の株主価値はマイナスの影響を受ける」との仮説を立てた。

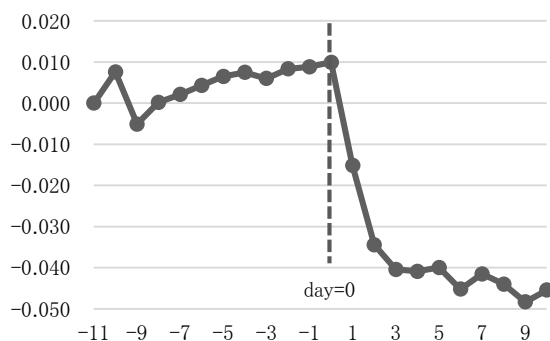
一方、株主構成分析では先行研究の分析結果に基づき、「株主優待を廃止することで株主構成は影響を受け、個人株主の持株比率は減少し、外国株主の持株比率と法人株主全体の持株比率は上昇するが、事業株主と金融機関、証券会社で特性が異なるため、株主の行動にも差が生じる可能性がある」との仮説を立てた。

4. 分析結果と含意

4.1 株主価値の分析

図表 3 は調査対象期間における CAR の推移を表したものである。株主優待の廃止をアナウンスした $day=0$ を境目に急落していることがわかる。

図表 3 CAR の推移



図表 3 で示された株価変動が統計的有意性を有しているかを検証するために、AR の t 検定を行ったところ、アナウンスした翌日 ($day=+1$) と翌々日 ($day=+2$) において、統計的に 1%水準でマイナスに

有意な差が確認された。分析結果から、株主優待の廃止は株主価値に対してマイナスの影響を与え、アナウンスメント効果がマイナスに働いていることが明らかにされた。

次に株主優待制度の廃止情報が株価におり込まれる期間を考慮して CAR(-10,+10)、CAR(-7,+7)、CAR(-5,+5)、CAR(-2,+2)、CAR(-1,+1)の5つに t 検定を行った。分析の結果、CAR(-10,+10)とCAR(-7,+7)では 5%水準でマイナスに有意、CAR(-5,+5)、CAR(-2,+2)、CAR(-1,+1)では 1%水準でマイナスに有意な差が確認された(図表 5)。

以上のことから、株主優待の廃止は株主価値にマイナスに有意な影響を与えることが示された。したがって、分析の結果は株主価値仮説を支持する証拠が得られた。

図表 5 CAR の期間分析

部分期間	CAR	t 値	有意水準
-10:10	-0.045	2.144	*
-7:7	-0.042	2.217	*
-5:5	-0.044	2.910	**
-2:2	-0.040	3.855	**
-1:1	-0.024	3.211	**

**, *はそれぞれ 1%水準, 5%水準で有意であることを示している。

4.2 株主構成の分析

調査対象期間における、個人株主、法人株主全体、事業株主、金融機関、証券会社、外国株主の変化率を分析した。分析の結果、個人株主は廃止年変化率において 5%水準でマイナスに有意、廃止翌年変化率において 1%水準でマイナスに有意な差が確認されたが、外国株主ではどちらからも有意な差は確認されなかった。また、法人株主全体では廃止年変化率において 5%水準でプラスに有意な差が確認されたが、内訳である事業株主と金融機関のどちらからも有意な差は確認されなかったが、証券会社では廃止年変化率と廃止翌年変化率において 1%水準でプラスに有意な差が確認された(図表 6)。

以上のことから、統計的に分析して株主優待の廃止は個人株主にマイナス有意の影響を与え、法人株

主全体と証券会社にプラス有意の影響を与えることが明らかになった。しかし、事業株主と金融機関、外国株主には影響を与えないことが明らかになった。したがって、株主構成仮説の個人株主と法人株主全体のみ支持すると言える。

図表 6 株主構成の分析 (N=76)

		廃止年変化率	廃止翌年変化率	
個人株主	平均値	0.963	0.910	
	t 値	(2.4701)*	(3.6673)**	
法人株主	法人株主 全体	平均値	1.061	1.293
		t 値	(2.4740)*	(1.8541)
	事業株主	平均値	1.130	1.863
		t 値	(1.6392)	(1.6564)
	金融機関	平均値	1.008	0.973
		t 値	(0.9243)	(0.7219)
	証券会社	平均値	1.982	2.514
		t 値	(3.7231)**	(3.3004)**
外国株主	平均値	1.493	3.528	
	t 値	(1.1346)	(1.9024)	

**、*はそれぞれ 1%水準, 5%水準で有意であることを示している。

5. まとめと今後の課題

5.1 まとめ

本研究では、株主優待の廃止が与える影響を明らかにすることを目的として、株主価値と株主構成に焦点を当てて検証を行った。その結果、株主優待の廃止をアナウンスした企業の株主価値は有意に下落し、株主優待の廃止は株主価値にマイナス有意の影響を与え、株主価値仮説を支持することが明らかになった。株主構成の分析では、個人株主にマイナス有意の影響を与え、法人株主全体と証券会社にはプラス有意の影響を与えることが統計的に明らかになった。一方で、事業株主と金融機関、外国株主には有意な影響はみられなかった。したがって、株主構成仮説では一部支持することが明らかとなった。

以上のことから、株主優待を廃止する企業の株価が下落し、株主構成が変化することを考慮して意思決定をしなければならないことが示唆された。このこと

から、株主優待を廃止した企業は、廃止後の事後的な対応策を考える必要があると言える。

5.2 今後の課題

第一に、買収防衛策としての機能の分析である。株主優待は買収防衛策としての効果を期待されているが検証されていない。そのため、株主優待と買収防衛策の関連性を分析する必要がある。

第二に、企業業績に焦点を当てた分析である。本研究で明らかになった結果が優待の廃止ではなく、業績悪化に反応した可能性がある。そのため、企業業績に焦点を当て、本研究の結果が優待廃止の影響か業績悪化の影響か分析する必要がある。

第三に、優待内容による分析である。鈴木 (2009) では優待内容によって株主に与える影響が異なることが示された。そのため、優待内容で分類して優待廃止による影響を分析する必要がある。

主要参考文献等

- [1] 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, 2008-07
- [2] 石川博行・久多里桐子「個人株主開拓が将来業績に与える影響」『會計』186(1), pp. 56-70, 2014-07
- [3] 鈴木健嗣(2009)「株主優待が企業価値に及ぼす影響について」『アイアール・コム 2009年(7・8月)』, pp.10-13, 2009
- [4] 野瀬義明「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), pp.153-168, 2014-02
- [5] 森伸介・金崎芳輔(2006)「企業資産の部分売却の公表が株式価値におよぼす影響について」『東北大学『研究年報経済学』』, pp.69-82
- [6] 榎本正博・石川博行(2007)「会計操作に対する株価反応」須田一幸・山本達司・乙政正太編『会計操作—その実態と識別法, 株価への影響』ダイヤモンド
- [7] 大和インベスター・リレーションズ株式会社『株主優待ガイド』2008～2015年版