

研究指導 大橋 良生 准教授

株主還元政策の公表が株式価値に及ぼす影響

—自社株買いと株主優待制度の比較—

杵鞭 真紀

1. 本稿の目的

1.1 株主還元政策の多様化

企業の資金調達には、銀行や債権者からの融資や株主からの投資がある。以前は金融機関からの借入が中心であった。しかし、近年は株主からの資金調達が増え、株主重視の経営が重要になっている。その結果、各企業の株主還元政策が多様化してきている。

株主還元政策とは、企業がその事業活動によって得た利益を株主に還元する政策である。一般的に、株式会社は利益を上げると株主に配当としてそれを分配する。配当のほか、株主還元政策には、近年増加している自社株買いと株主優待制度がある。

自社株買いとは、株式市場から過去に発行した株式を自らの資金を使って直接買い戻すことである。株主にとって配当には税金がかかるが、自社株買いで受け取る代金には税金がかからない違いがある。

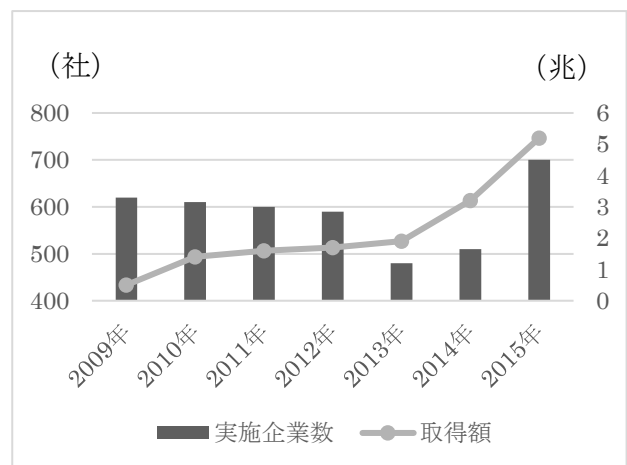
株主優待制度とは、持ち株数に応じて自社製品や優待券、回数券などを割安価格で提供する制度である。株主優待制度を受けるには、「権利確定日」に株主である必要がある。配当は現金で受け取るのに対し、自社製品やサービスで受け取る違いがある。

1.2 自社株買いと株主優待制度の実施・利用状況

自社株買いは 1994 年の商法改正で可能となり、1998 年 3 月以降は資本準備金による消却が、2001 年には「金庫株」制度が解禁になり、今日では価値還元手段として定着している。2000 年以降急速に浸透した株主重視経営の重要な証として、配当と自社株買いを合わせた株主還元額の総額は、2003 年から 2007 年にかけて 4 年間でほぼ 2 倍になっている。自社株買い実施企業数は 2013 年に一時減少したがそれ以降増え続け、2015 年の取得額は過去最高額

に達した(図表1)。また、同じ企業が年に何度も行っている場合もある。

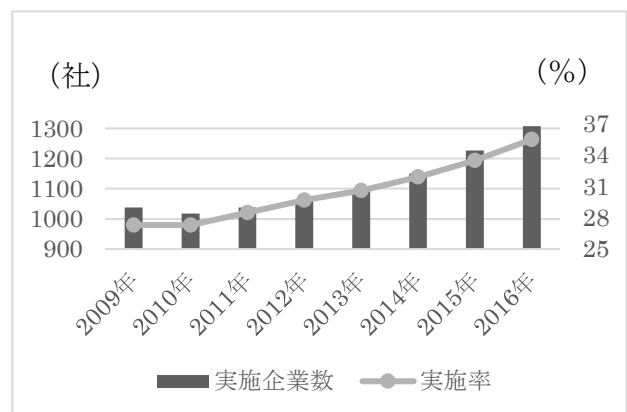
図表 1 自社株買い実施企業数と取得額



(出所) 週刊東洋経済(2016/4/23)より作成

株主優待制度は、株主のニーズの多様化を背景に様々な進化を遂げている。最近では、長期保有優遇型の優待制度を導入する企業が増えている。株主優待制度実施企業数は年々増加し、2015 年度は実施企業数、実施率ともに過去最高に達した(図表2)。

図表 2 株主優待制度実施企業数と実施率



(出所)『株主優待制度ガイド 2017 年版』より作成

以上のように、比較的新しい株主還元制度である自社株買いや株主優待制度を、企業は配当とともに利用している。これらの政策は株主の地位に享受できるものであり、株主価値と関連していると考えられる。株主価値は株式価値と関連するため、企業が株主還元政策を実施することは、株式価値に影響すると予想される。

1.3 本稿の目的

自社株買いを行った場合、敵対的買収の防止やROE(自己資本利益率)の上昇などのプラスの面があるが、現金が減ることにより成長投資に回す資金の減少、負債比率の上昇などのマイナスの面もあげられる。

また、株主優待制度を導入した場合、自社製品やサービスの紹介や株式の長期保有の促進などのプラスの面があるが、製品やサービスなどを提供する費用負担などのマイナスの面もある。

経営者はいずれの還元政策を採用すべきかを考察すると、自社株買いのアナウンスは、株主に「将来の業績への自信の表れ」を伝える。加えて、株式数の減少によるEPS(一株当たり利益)を上昇させる効果がある。一方、株主優待制度は直接株式数には関わらない。そのため、この2つの政策を比較した場合、投資機会の減少が指摘されている今日では、自社株買いのアナウンスの方が株主にもたらす影響が大きく、株価の上昇も大きいと予想される。そこで、本研究では、この予想が適切か否かを明らかにすることを目的とする。

2. 先行研究

2.1 自社株買い公表に対する株価反応

小西・趙(2003)では、自社株買いのシグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説の妥当性を検証している。検証の結果、自社株買いの公表に対して株価が上昇することを主張するシグナリング仮説およびフリーキャッシュフロー仮説と一貫していた。さらに、シグナリング仮説の検証では、投資家との情報格差が深刻な小さい企業の方が、自社株買いによる情報伝達効果が強いことを示唆した。また、フリーキャッ

シユフロー仮説の検証では、収益性の高い投資機会を持たない企業の方が、自社株買いを通じたエージェンシー・コスト削減効果が大きいことを示唆している。

2.2 株主優待制度導入公表に対する株価反応

砂川・鈴木(2008)では、株主優待制度の導入が株式の流動性や株価に与える影響を検証した。検証結果は、株主優待制度の導入が、株式数の増加や株式流動性の向上を通じて、株価の上昇をもたらす流動性仮説を支持している。

以上の先行研究では、自社株買いと株主優待制度の導入をアナウンスすることによって、株価が上昇することを明らかにしている。自社株買いと株主優待制度の導入のアナウンスによって株価に与える影響を改めて確認した上で、この2つの政策が株価に与える影響を比較することが本研究の新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

本稿の目的は、比較的新しい株主還元政策である自社株買いと株主優待制度の株価への影響を検証することである。そこで、東京証券取引所一部上場企業を対象とし、2015年12月から2016年11月までの1年間に自社株買いの実施をアナウンスした企業と、『株主優待制度ガイド2017年版』(大和IR)に掲載されている企業の中から、2015年9月から2016年8月の1年間に株主優待制度導入をアナウンスした企業を分析対象とした。

また、サンプル抽出対象期間中に自社株買いを複数回行っている企業に関しては、別個のサンプルとして含め、他方、株価が収集できなかった企業は除外した。最終的なサンプル数は自社株買いが563社、株主優待制度は46社となった。

実証分析で用いるデータは以下の通りである。まず、自社株買いおよび株主優待制度導入の発表日は、各企業のホームページから入手した。株価データの収集には『ヤフー・ファイナンス』を用いた。

3.2 分析方法

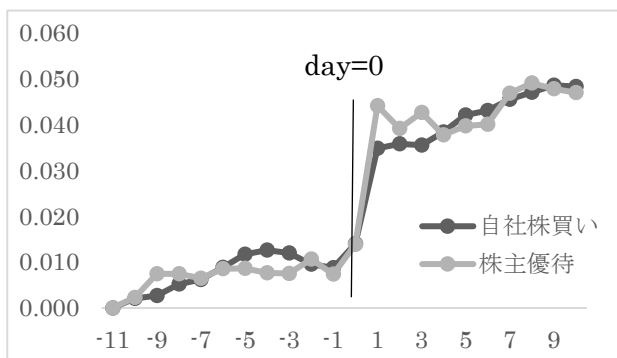
株価分析の手順は以下の通りである。2つの株主還元政策をアナウンスした日を day=0 として、10日前 (day=-10) から 10日後 (day=+10) の株主価値と TOPIX の終値を用いて個別リターンと市場リターンを算出する。次に、個別リターンと市場リターンの差である異常リターン (Abnormal Return: AR) を算出する。ここでは、市場リターン (TOPIX 変化率) を期待リターンとする、市場リターン控除法を用いる。調査対象期間 (-10 ≤ day ≤ +10) における各企業の AR を各日累積し、累積異常リターン (Cumulative Abnormal Return: CAR) を算出する。

これにより、2つの株主還元政策実施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、または下回る 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。

3.3 分析結果

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。自社株買い・株主優待制度ともに公表日の day=0 を境目に上昇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、自社株買いをアナウンスした翌日 (day=+1)、4 日後 (day=+4)、5 日後 (day=+5)、7 日後 (day=+7)、9 日後 (day=+9) において、統計的にプラスに有意な差が確認された。株主優待制度導入をアナウンスした翌日 (day=+1) においては、統計的に 1%水準でプラスに有意な差が確認された。

次に 2つの株主還元政策導入情報が株価におり込まれる期間を考慮して 21 日間の AR を累積した CAR (-10:+10) (-5:+5) (-2:+2) (-1:+1) の 4 つに t 検定を行った。分析の結果、自社株買いは CAR (-10:+10) において統計的に 5%水準でプラスに有意な差が確認された。株主優待制度については有意な差は確認されなかった (図表 4)。

先行研究と同様に、株価は上昇する傾向にあったものの、統計的には有意ではなく、検証期間により株価効果が異なることが示唆された。

以上のことから、自社株買いの公表は株式価値にプラスに有意な影響を与えることが示された。株主優待制度導入の公表は株式価値にプラスの影響を与える傾向であったが、統計的に有意な差を確認することはできなかった。

図表 4 CAR の期間分析

自社株買い (N=563)			
累積期間	CAR	t 値	有意水準
-10:10	0.048	2.312	*
-5:5	0.033	1.589	
-2:2	0.024	1.134	
-1:1	0.025	1.310	
株主優待制度 (N=46)			
累積期間	CAR	t 値	有意水準
-10:10	0.047	1.434	
-5:5	0.031	0.960	
-2:2	0.032	0.995	
-1:1	0.033	1.118	

*は、5%水準で有意であることを示している。

続いて、2つの株主還元政策の AR の統計的な比較を行った。はじめに分散が等しいか等しくないかを判断するために F 検定を行い、その後、等分散を仮定した 2 標本による検定と分散が等しくないと仮定した 2 標本による検定に分けて t 検定を行った。分析の結果、2つの還元政策の公表に対する株価変動に

統計的に有意な差を確認することができなかった(図表 5)。したがって、自社株買いの方が株主優待制度よりも株主に与える影響は大きく、株価の上昇も大きくなるとの予想は支持されない結果となった。

図表 5 2つの期間分析の比較

累積期間	自社株買い	株主優待	差	t 値	有意水準
-10:10	0.048	0.047	+0.001	0.035	
-5:5	0.033	0.031	+0.002	-0.018	
-2:2	0.024	0.032	-0.008	-0.059	
-1:1	0.025	0.033	-0.008	-0.380	

4. 結論と課題

4.1 結論

本稿の目的は、株主還元政策の公表が株式価値に及ぼす影響を、自社株買いと株主優待制度の2つについて比較することであった。まず、自社株買いの公表が株式価値に及ぼす影響に関し、プラスに有意な影響を与えることが明らかにされた。株主優待制度導入の公表が株式価値に及ぼす影響に関しては、株価の上昇傾向を確認できたが、統計的に有意な差を確認することはできなかった。そして、2つの株主還元政策を比較したとき、統計的に有意な差を確認することができなかった。

以上のことから、自社株買いと株主優待制度の2つの株主還元政策を比較したとき、自社株買いの方が株主優待制度よりも株主に与える影響が大きく、株価の上昇も大きくなるとは言えないと結論づけられる。

このことから、株主還元政策を実施する企業において、配当を含めてどの政策を実施すべきか検討する際には、それぞれの企業の株主が求める政策の内容や頻度、限度額などを見極めていく必要があると言える。

4.2 課題

最後に、本稿における今後の課題について提示する。第一に、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自社株買いや株主優待制度導入の公表の影響ではなく、業績向上などに反応した可能性もある。そのため、企業業績に焦点を当て、本研究の結果が株主還元政策公表の影響が業績向上の影響かを分析する必要がある。

第二に、自社株買いや株主優待制度の内容について細かく分類した上で分析することである。自社株買いの購入額や買い付け方法、全体に占める取得額の割合などの違いによって株式価値に及ぼす影響が異なる可能性がある。株主優待制度については各企業によって内容や還元率が異なる。また、年に数回行う企業もある。そのため、これらの状況をコントロールした分析を行う必要がある。

第三に、株主構成に焦点を当てた分析である。例えばアメリカでは日本よりも自社株買いが盛んである。そのため、アメリカ人の株主が多い企業が自社株買いを公表した場合、株価は上昇しやすいかもしれない。また、株主優待制度は主に個人株主の獲得を目的としている。そのため、個人株主が多い企業が株主優待制度の実施を公表した場合、株価が上昇しやすいかもしれない。以上が本稿の課題である。

引用文献

- [1] 砂川伸幸・鈴木健嗣(2008)「株主優待制度の導入が株価に与える影響」『神戸大学経営学研究科 Discussion paper』
- [2] 井手正介・高橋文郎(2009)『経営財務入門』日本経済新聞社
- [3] 小西大・趙ファンソク(2003)「自己株式取得に対する株価の反応」『一橋論叢』130(5), pp.452-469.
- [4] 大和インベスターリレーションズ(2016)『株主優待ガイド 2017年版』ソシム株式会社
- [5] 野村証券「証券用語解説集」
<https://www.nomura.co.jp/terms/>
- [6] 鷲山怜爾(2014)「株主優待制度の廃止による影響－株主価値と株主構成に焦点を当てて－」『卒業研究論文要旨集』(会津大学短期大学部), pp. 13-16.