

## 株主優待は企業からのギフトか？

野瀬義明（桃山学院大学）

宮川壽夫（大阪市立大学）

伊藤彰敏（一橋大学）

日本の株式市場において、株主優待制度が注目を集めている。株主優待制度とは「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制度」（大和インベスター・リレーションズ [2013]）である。この株主優待を実施する上場企業が増えている。優待内容も自社商品・サービスからプリペイドカードのような汎用的な金券まで、多種多様にわたる。書店には、各企業の優待内容を比較紹介する雑誌が数多く並び、投資関係の雑誌では投資判断の主材料として取り上げられている。日本の上場企業では、株主優待を実施することが一種のトレンドとなっているようだ。一方で、株主還元の手法として最もポピュラーなものは配当であろう。なぜ、企業は増配をせず株主優待制度を新設・拡充するのか。

株主優待がどのような動機で行われ、投資家や実施企業に対してどのようなメリットをもたらすのか。留意点はないのか。または、株主優待を行っている企業の株式パフォーマンスに特徴はないのか。こうしたことを正しく理解しておくことは、株式投資の主体である投資家にとって極めて重要である。株主優待の実施・非実施や、優待の内容を決める上場企業の経営者にとっても不可欠な知見であろう。

本研究では、株主優待を廃止しその代替手段として増配するとアナウンスした企業の株式パフォーマンスについて検証した結果を報告する。株主優待は国内個人投資家を意識した施策であり、外国人投資家や機関投資家にとって直接的な魅力は乏しいとされる。このため、一部企業では、株主優待を廃止する一方で同当分を増配し、株主還元の公平化を図る企業がある。この場合、株主還元手法が変わるだけであり、理論上株主価値は変わらないであろう。しかし今日の日本では、株主優待を廃止して増配に切り替えるという施策が、ネガティブなニュースとなることが多いと思われる。廃止数年後に優待を復活させる企業も出始めた。株主優待と配当は似て非なるものなのかもしれない。株主優待の効用については諸説あるが、本研究では宮川[2013]のいう「株主優待ギフト仮説」に着目し、実証データを用いた結果を報告する。

本稿の発見事項は以下の3点である。第一に株主優待の廃止と増配を同時発表した企業では、負のアナウンスメントリターン（CAR）がみられた。第二にCARと投資家が得るトータルの利得（増配率 - 優待利回り）を分析したところ、利得の増加分は十分株価に反映されず、かつ株主が皆個人株主であるという前提で株価形成されると分かった。第三にCARの源泉として個人株主の優待利回りが認めうる一方で、増配率とCARに有意な相関はみられなかった。この傾向は、優待の品目別で行った分析でも、利益予想の修正を伴わないサンプルに絞った分析でも同様であった。以上の結果は、株主優待が配当と比べてギフト的な要素を有し、投資家からプラス $\alpha$ の評価を得ているという「株主優待ギフト仮説」を支持するものである。