

報告タイトル

株主優待と株価急落リスク

野瀬義明(同志社大学大学院ビジネス研究科)

宮川壽夫(大阪市立大学大学院経営学研究科)

伊藤彰敏(一橋大学大学院国際企業戦略研究科)

本報告では、株主優待と株価急落リスクとの関係を検証する。株主優待という日本独自の株主還元施策が、株主や実施企業にとってどのような機能を果たすかについて、学術的な検証は進みつつあるが、今回我々は危機時の株価変動にフォーカスした分析結果を報告する。

株式市場は、過去に危機・暴落といえる状況を何度も経験している。この際、売りが売りを呼ぶ、投げ売りの展開となることがある。株式市場では冷静な判断が失われたとも思われ、各企業のファンダメンタルズに基づく理性的・合理的な株価形成とは思えない株価下落が、多くで観測される。

しかし一方で、危機に強い銘柄があることが経験的に知られている。例外的に、市場全体が危機に見舞われても他社ほどは株価が下がらない銘柄があるのである。市場全体を危機が襲う場合、危機の影響は各企業のファンダメンタルズに概ね等しく及ぶであろう。企業Aが壊滅的な影響を受ける一方、企業Bは正の恩恵を受けるとしたら、それは市場全体の危機とは言わない。ただし、総じて悪影響が及ぶなか、ファンダメンタルズに大きな違いがないにも関わらず、負の影響を大きく受ける企業と、影響がより小さい企業が存在する場合、その要因は何なのであろうか。

本研究が目じたのが株主優待である。MM理論では株主還元の有無や方法は株価に影響を与えない。しかし近年の先行研究から、株主優待には他の株主還元策にない独自効果があると示唆されている。株主優待は市場全体が株価急落に見舞われる危機時においても、何らかの効果を発揮するかもしれない。危機によって株式市場の本性がむき出しになった状況で分析すれば、株主優待がもつ真の効果をより浮き出せるかもしれない。

本研究では、株主優待が有する機能の一端を危機時のデータを使って明らかにする。具体的には、第一にそれぞれの危機時における株価下落(BHRR: Buy and Hold Return)を集計した。第二に株価下落の程度と、株主優待の有無及びその内容との関連を調べた。危機は世界金融危機(リーマンショック)、東日本大震災、コロナウイルス危機の3つを取り上げることで、時期を超えて普遍的な株主優待の機能解明を試みる。最後に、検証結果を説明する理論的枠組みについて初期的に検討した結果を報告する。