

第41回パーソナルファイナンス研究会

配当・自社株買い・株主優待のパズル
(株主優待を中心に)

2017年10月20日

同志社大学 野瀬義明

株主還元とは

- 株式会社が事業活動などで獲得した利益を、株主に還元すること。ペイアウト（payout）ともいう
- 「配当」「自社株買い」「株主優待」がある
- 株主還元は、理論的には企業価値や株主価値に対して中立

→ 皆さんが経営者や財務担当者になった際、『企業価値向上のために「配当を増やした」「自社株買いを行った」』とってはいけない！！

株主還元に関する思い込み

- 配当&自社株買いは、理論上は企業価値や株主価値に影響を与えない
- モジリア二とミラーの理論⇒MM理論（配当無関連命題）

よくある思い込み

理論上の答え

配当を増やすと企業価値が上がる

理論的には中立

この会社は増配したので株価が上がる

配当支払い後に株価は増配分**下がる**

自社株買いを行うと株価が上がる

理論的には株価は**変わらない**

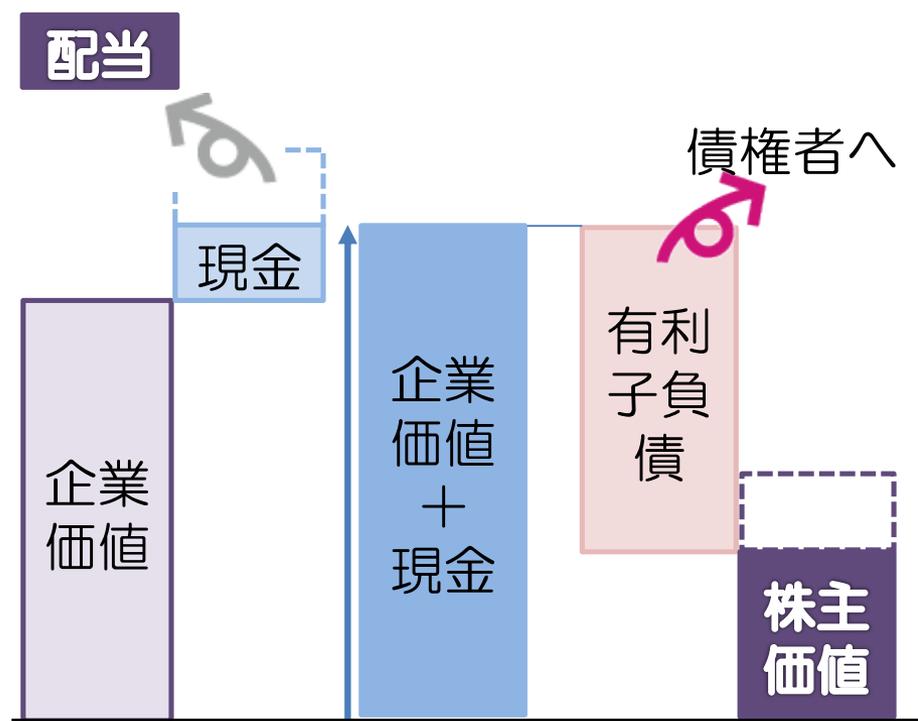
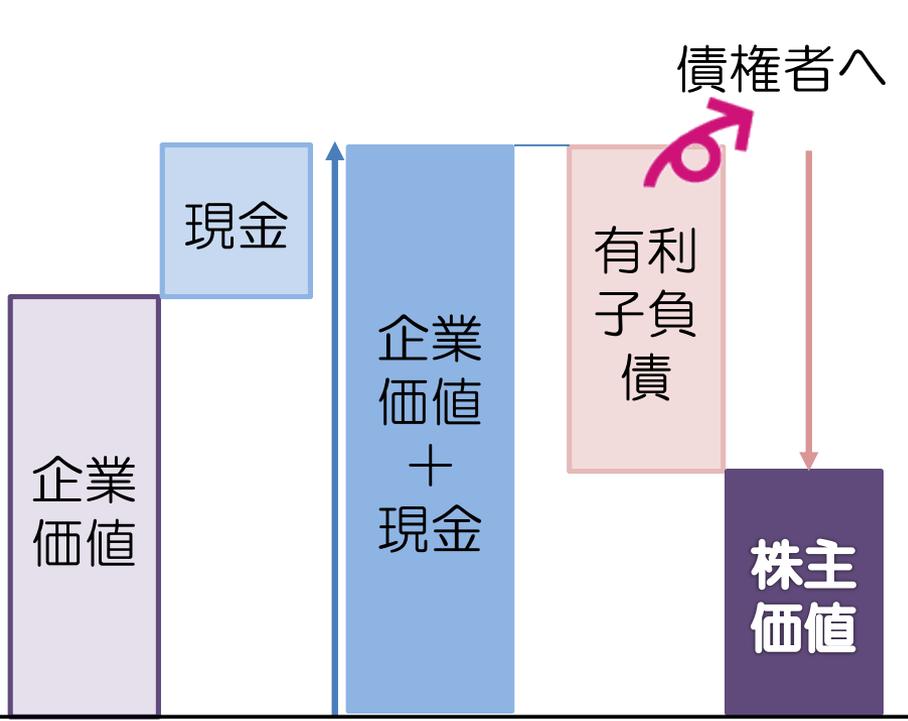
配当の影響

時価総額の構造

$$\text{株主価値 (時価総額)} = \text{企業価値} + \text{現金} - \text{有利子負債}$$

配当なし

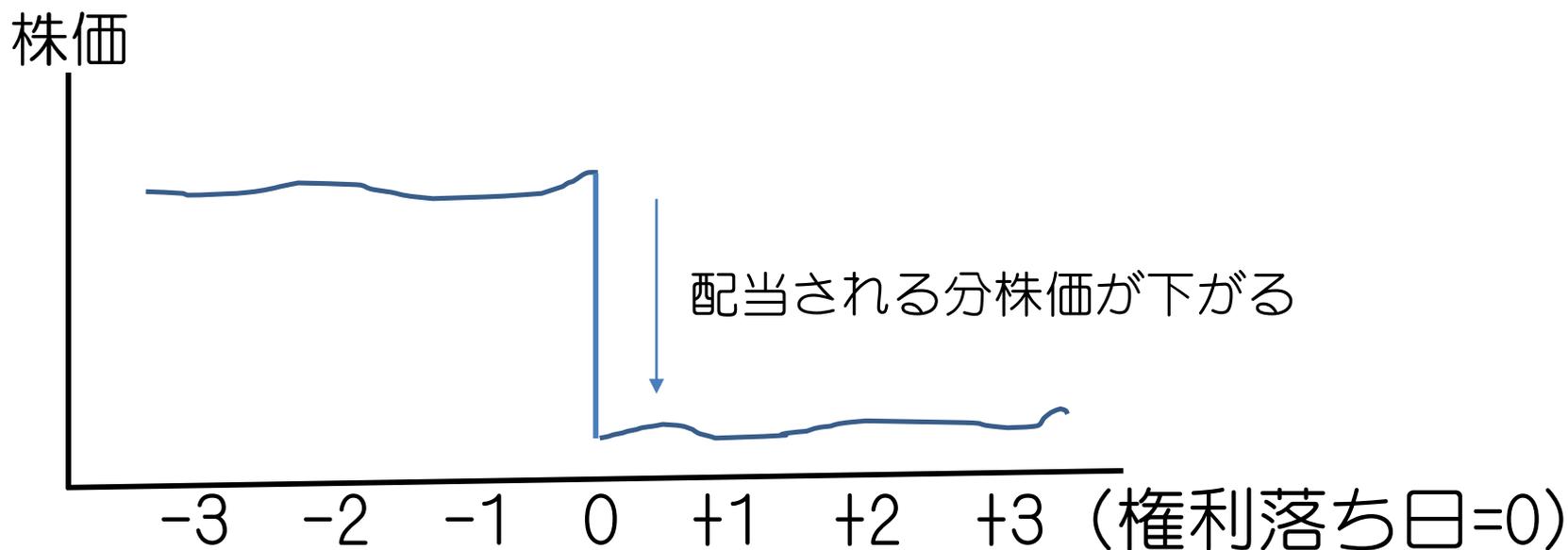
配当あり



出所:保田(2008)を参考に筆者作成

権利落ち

- 配当の権利が確定した翌日、株価が下落する。これを権利落ち（配当落ち）という。MM理論に基づくと権利落ち日に配当した分だけ株価は下落する。



クエスチョン

Q1：理論通り「配当落ち」するのか？

Q2：日経新聞を見ると増配はGood
ニュース、減配・無配はBadニュースのよ
うに書いているけど記者は素人なのか？

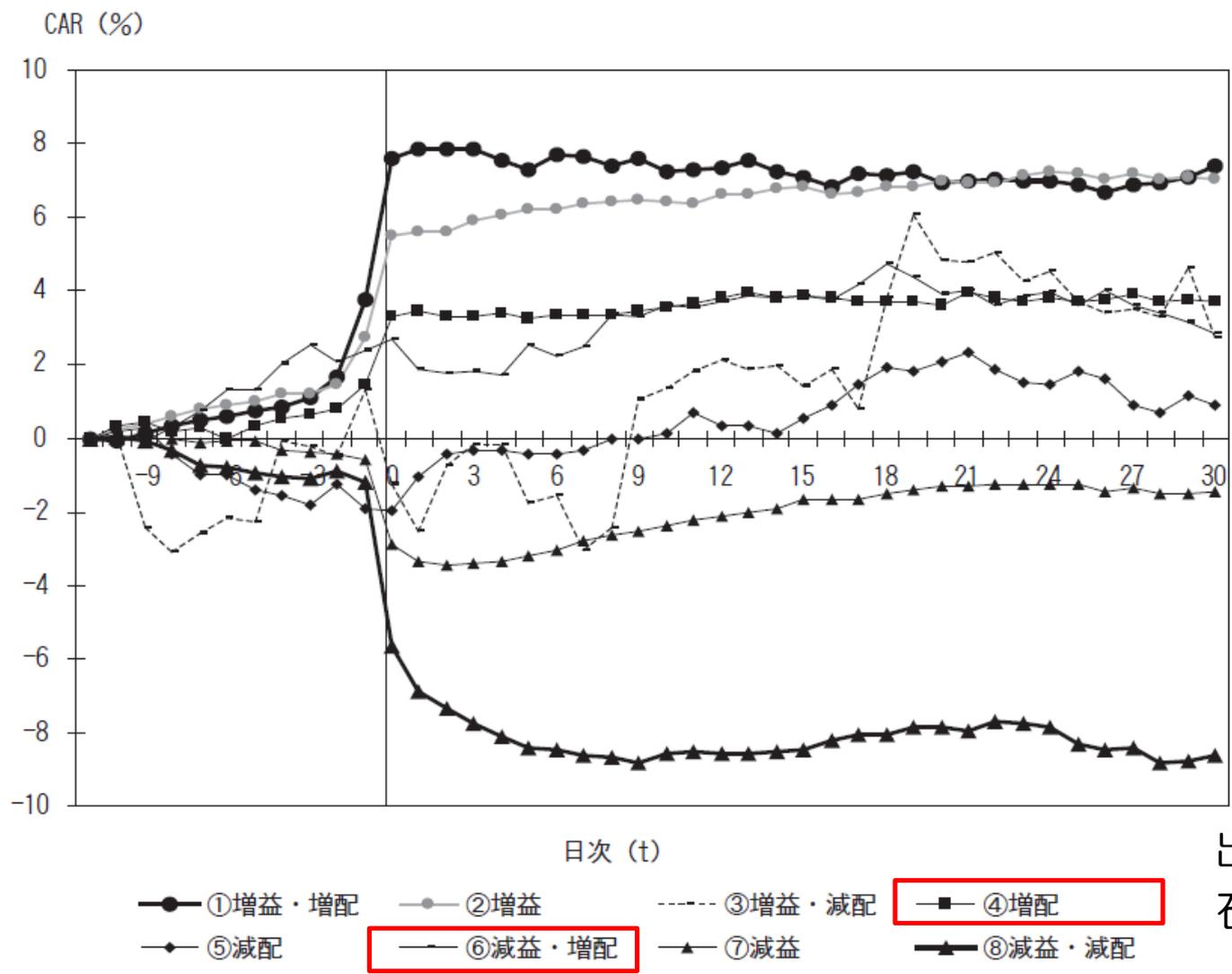
A1 : 8割程度しか配当落ちしない

PDR : 配当を1とした場合の配当落ち幅

期間	変数名	標本数	平均	中央値	標準偏差
全期間	PDR		0.645	0.824	3.338
	D/P	8705	0.012	0.010	0.008
	Rate of Return		-0.010	-0.009	0.026
2001	PDR		0.533	0.704	4.211
	D/P	1242	0.013	0.011	0.009
	Rate of Return		-0.008	-0.008	0.032
2002	PDR		0.631	0.756	3.503
	D/P	1278	0.014	0.011	0.009
	Rate of Return		-0.011	-0.009	0.028
2003	PDR		0.743	0.870	2.858
	D/P	1393	0.015	0.013	0.010
	Rate of Return		-0.013	-0.012	0.027
2004	PDR		0.737	1.025	3.657
	D/P	1561	0.013	0.011	0.009
	Rate of Return		-0.011	-0.011	0.027
2005	PDR		1.005	1.010	2.618
	D/P	1520	0.011	0.009	0.006
	Rate of Return		-0.011	-0.010	0.018
2006	PDR		0.255	0.570	3.076
	D/P	1711	0.009	0.008	0.005
	Rate of Return		-0.005	-0.005	0.020

A2：増配発表は、減益でも株価にプラス

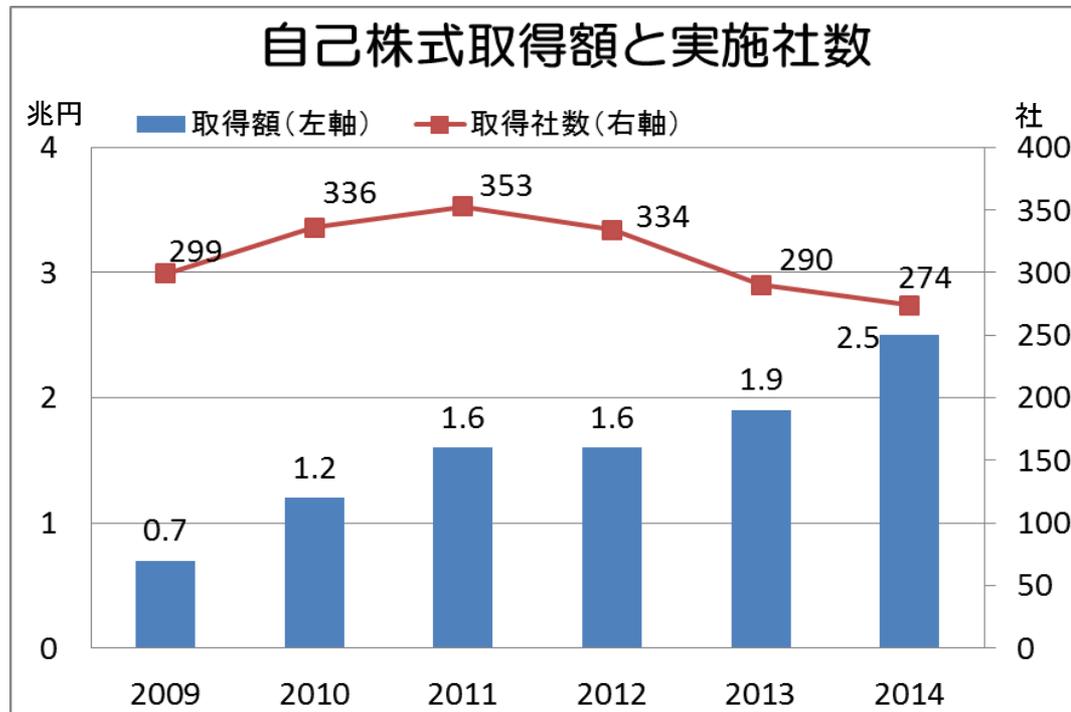
図表2 業績予想修正・配当異動公表日前後の株価動向



出所：
石川(2009)

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**ことを指す。株式会社が、株主への利益還元や**ストックオプション**等に利用するために行う。

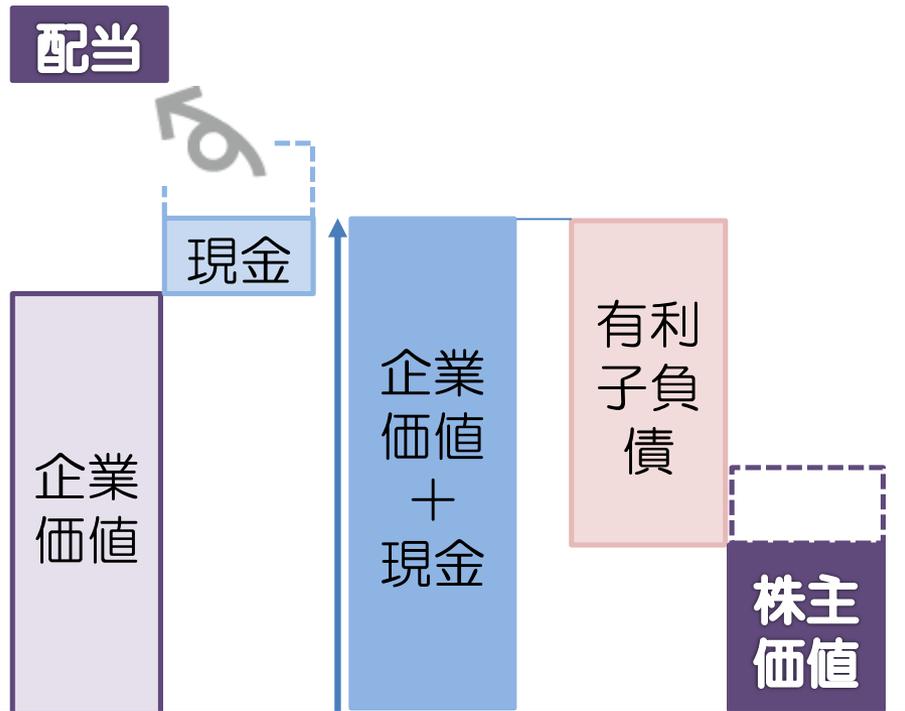


(出所) 生命保険協会

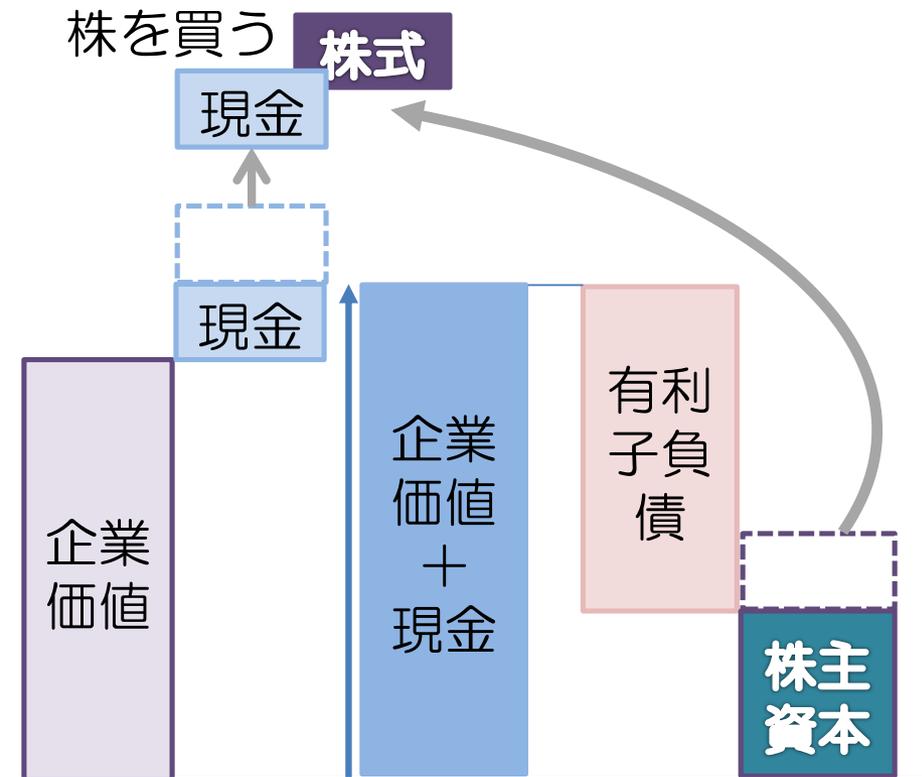
自社株買いの影響

自社株買いも株主価値に対して**中立**

配当



自社株買い



自社株買いの影響 2

発行済株式数：100株

株価（前）：100円

時価B/S（前）

現金	1,000	借入	0
その他資産	9,000	純資産	10,000
総資産	10,000	負債＋純資産	10,000

現金1000で自社株買い
 $1000 \div 100\text{円} = 10\text{株}$ を取得

自社株買い1000

時価B/S（後）

現金	0	借入	0
その他資産	9,000	純資産	9,000 (90株)
総資産	9,000	負債＋純資産	9,000

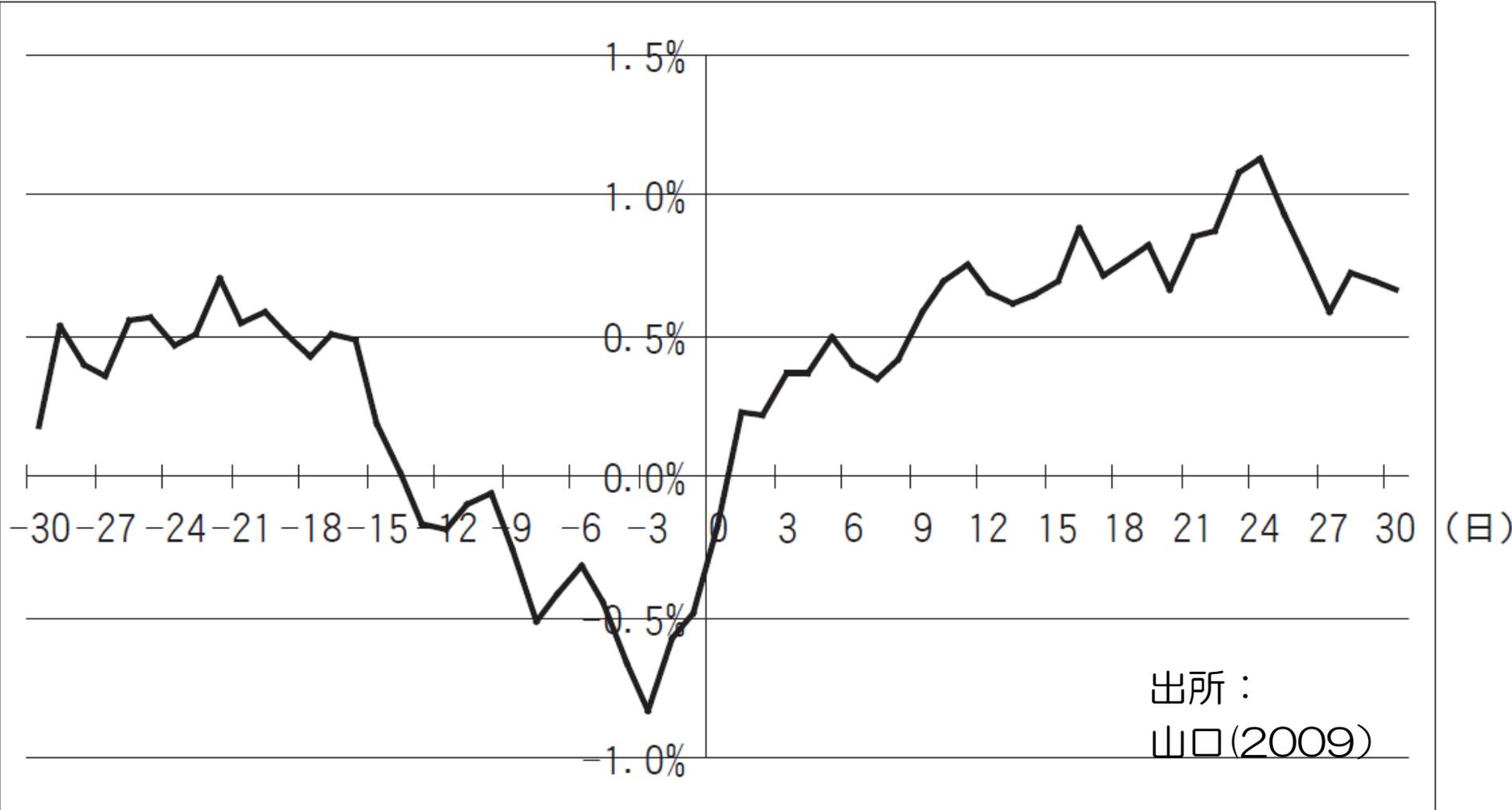
株価： $9,000 \div 90\text{株} = 100\text{円}$

クエスチョン

Q3：ノーベル賞を取った、ミラーとモジリアーニが言うのだから、自社株買いも株価に影響しない？

A3：自社株買い発表は、株価にプラス

図表2 アナウンス前後のCARの動向



株価が上がる理由①

シグナリング理論

- 増配を意思決定することは、これからも長期間にわたって配当金を支払えるという**自信**の表れ
- 自社株買いは、会社が**自社の株価が安い**、お買い得というシグナル



投資家は、正のシグナルを増配・自社株買いの意思決定に読み取る



「買い」の判断をする

株価が上がる理由②

エージェンシー理論 (FCF仮説)

- エージェンシーコスト＝会社を取りまく関係者の利害関係者の対立から発生するコスト
- 特に企業が余剰な現金を持った際、不要な投資（例：自社ジェット機等）をして株主価値を損ねるとされる



配当・自社株買いは会社の現金を減らす行為



エージェンシーコストが低下



「買い」の判断をする

配当落ちが完全でない理由

- 税金の存在：投資家は原則、配当を満額もらえない
- 取引コストの存在：証券会社に払う手数料が高い

ただし、シグナリング理論、エージェント理論、上記の理由も、仮説にすぎず、多くの学者が今まさに証明に取り組んでいるところ。

なぜ株主は増配要求するのか？

- 「**配当**」も「**内部留保**」も株主のもの
- 先に現金を受け取るか、会社に預けておくかの違い
→利益処分方法の違いで株主に損得は発生しない

• ではなぜ村上ファンドは増配を要求したのか？



村上世彰氏本人と投資3社の主な投資先

投資先企業	保有目的や主な要求	保有比率
アコーディア	株主還元の強化	19%
黒田電気	株主還元の強化、同業のM&A推進	14
ヨロズ	株主還元の強化、買収防衛策の廃止	12
三信電	経営陣への助言、重要提案	6
エクセル	経営陣への助言、重要提案	5
日証金	純投資	4

(注) 3社はレノ、C&Iホールディングズ、南青山不動産の3社。直近の大

だ。半導体商社の黒田電気だ。10日に大幅増配を発表した。13日は中国株上昇を好感して日経平均が午後一段高になったが、市場には警戒ムードも色濃く残る。不透明な海外マクロ情勢に支配される日本株市場だが、水面下ではある企業の「非常事態」が起きていた。

スクランブル

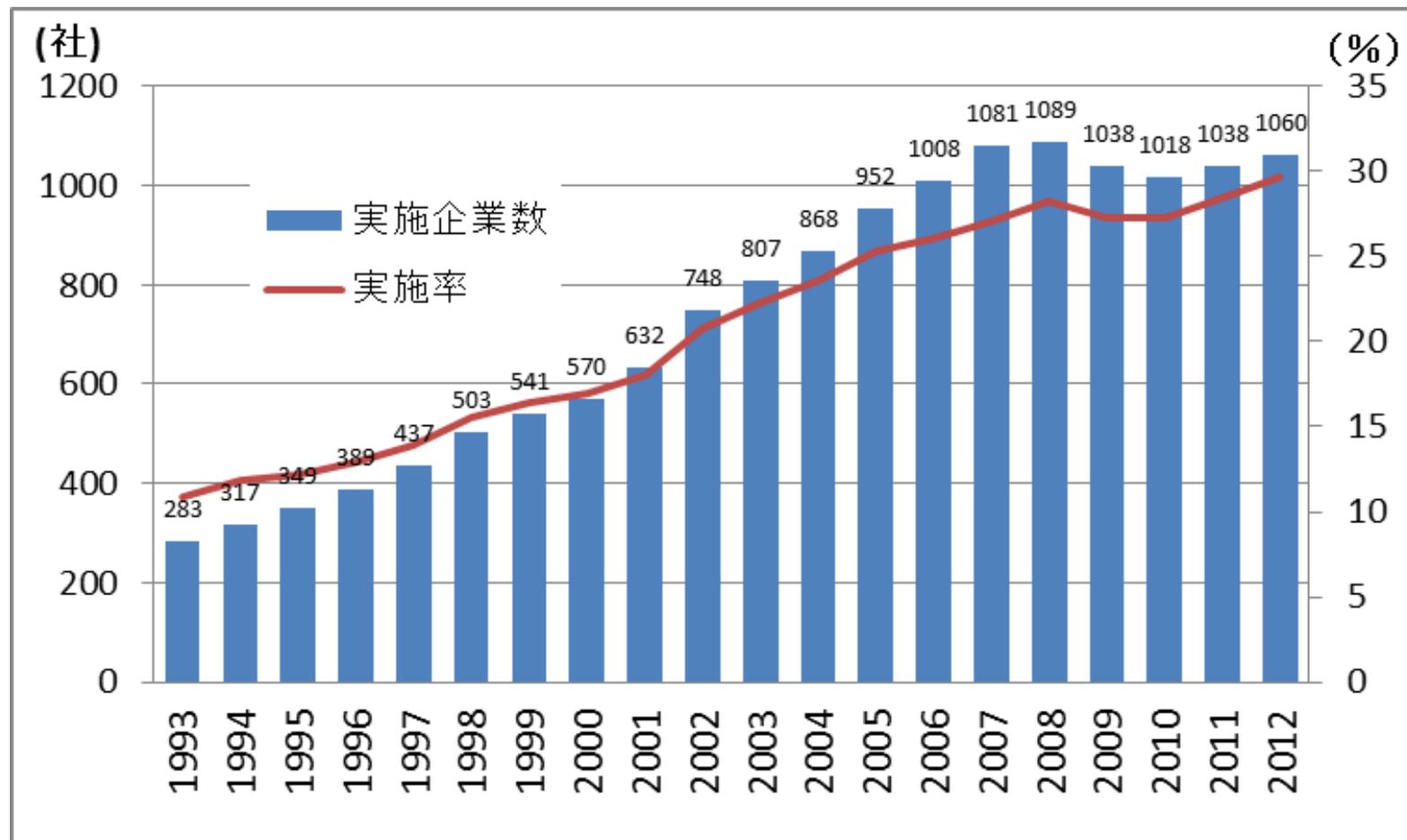
取締役の選任を要する。氏本人を含む4人からだ。C&Iは14%超持ち、60%の株主。100%の株主。村上氏が実質支配会社C&Iホールディングスに揺さぶりをかけた。C&Iは14%超持ち、60%の株主。100%の株主。村上氏が実質支配会社C&Iホールディングスに揺さぶりをかけた。C&Iは14%超持ち、60%の株主。100%の株主。村上氏が実質支配会社C&Iホールディングスに揺さぶりをかけた。

2015/7/14日経

村上ファンド再来

第3の株主還元：株主優待

- 実施社数は1000社以上、実施率は3割を超える



昭和12年時点の株主優待

- B2C企業の自社サービスからはじまる

会社名	摘要
東京乗合自動車	三〇〇株以上の株主にして六ヶ月を経過したるものに記名本人のパスを発行す
小田原急行電鉄	三〇〇株以上パス（記名本人） 二〇〇株―三〇〇株 半期三枚 一〇〇株―二〇〇株 半期二枚 一〇〇株迄 半期一枚
東武鉄道	二〇〇〇株以上パス（記名本人）
京成電気軌道	五〇〇株以上パス（記名本人）
白木屋	一月、四月、七月、十月末現在の株主に 対し、株数に応じ商品五分割引券を交付す
松竹キネマ	二〇株以上月四回パス（記名本人） 六〇株以上パス（一名同伴） 一五〇株以上パス（二名同伴）

クエスチョン

Q4：理論通り「優待落ち」するのか？

Q5：ネットニュースを見ると優待開始はGoodニュース、優待廃止はBadニュースのように書いているけどフェイクニュースなのか？

Q6：株主優待株は、権利確定日に向けて規則的な周期で株価が上昇する？

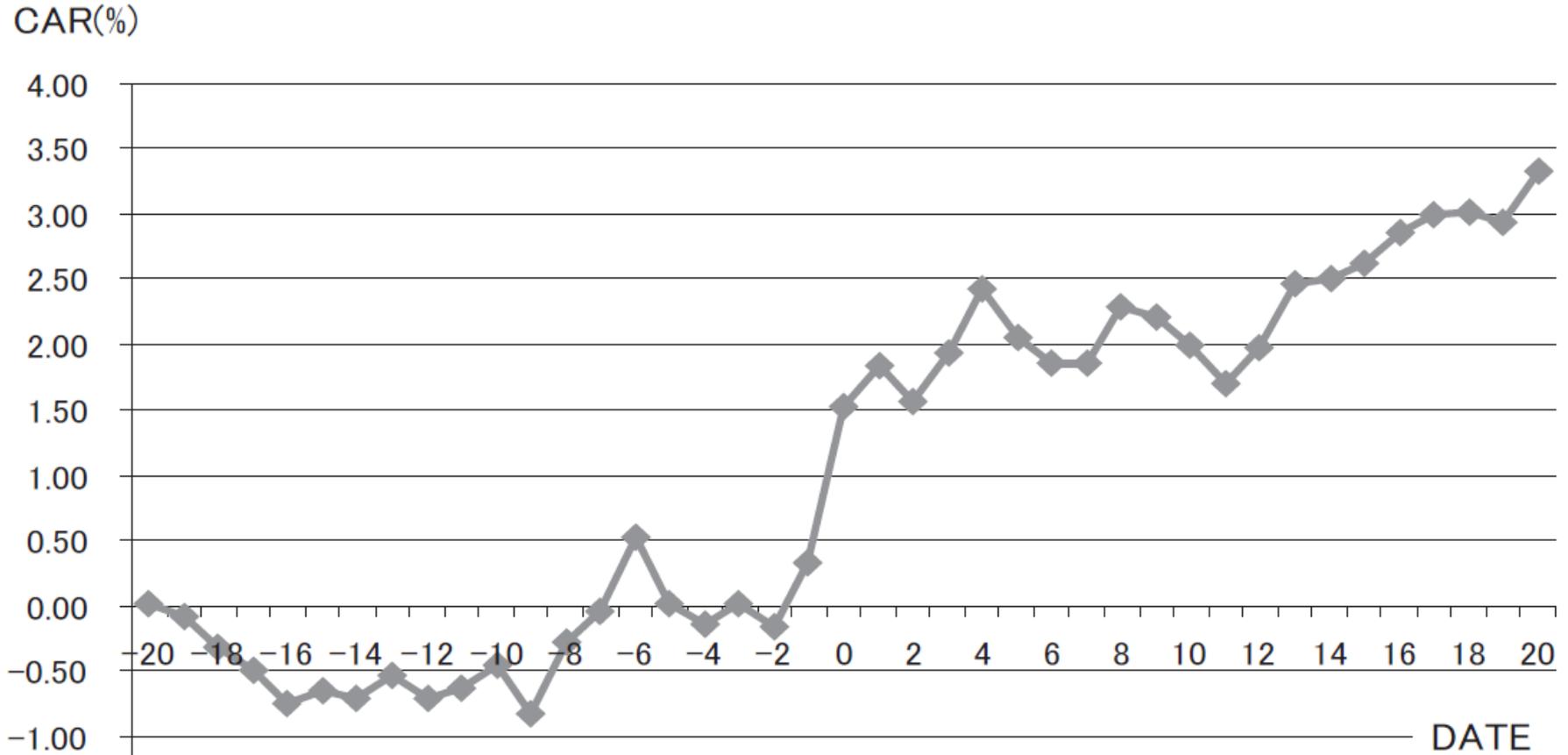
優待銘柄は配当銘柄以上に権利落ちしない

- 優待実施企業は理論上3.17%の権利落ちが想定されるが、実際は2.09%にとどまる

	優待実施企業					優待非実施企業				
	n	最小値	平均値	中央値	最大値	n	最小値	平均値	中央値	最大値
権利落ち日AR	6,068	-20.92	-2.09	-1.81	38.81	13,990	-27.14	-0.96	-1.12	110.05
配当利回り a	6,063	0.00	1.02	0.97	7.41	13,447	0.00	1.05	0.97	14.21
優待利回り b	2,663	0.00	2.15	1.12	100.00	-	-	-	-	-
a + b	-	-	3.17	2.09	-	-	-	-	-	-

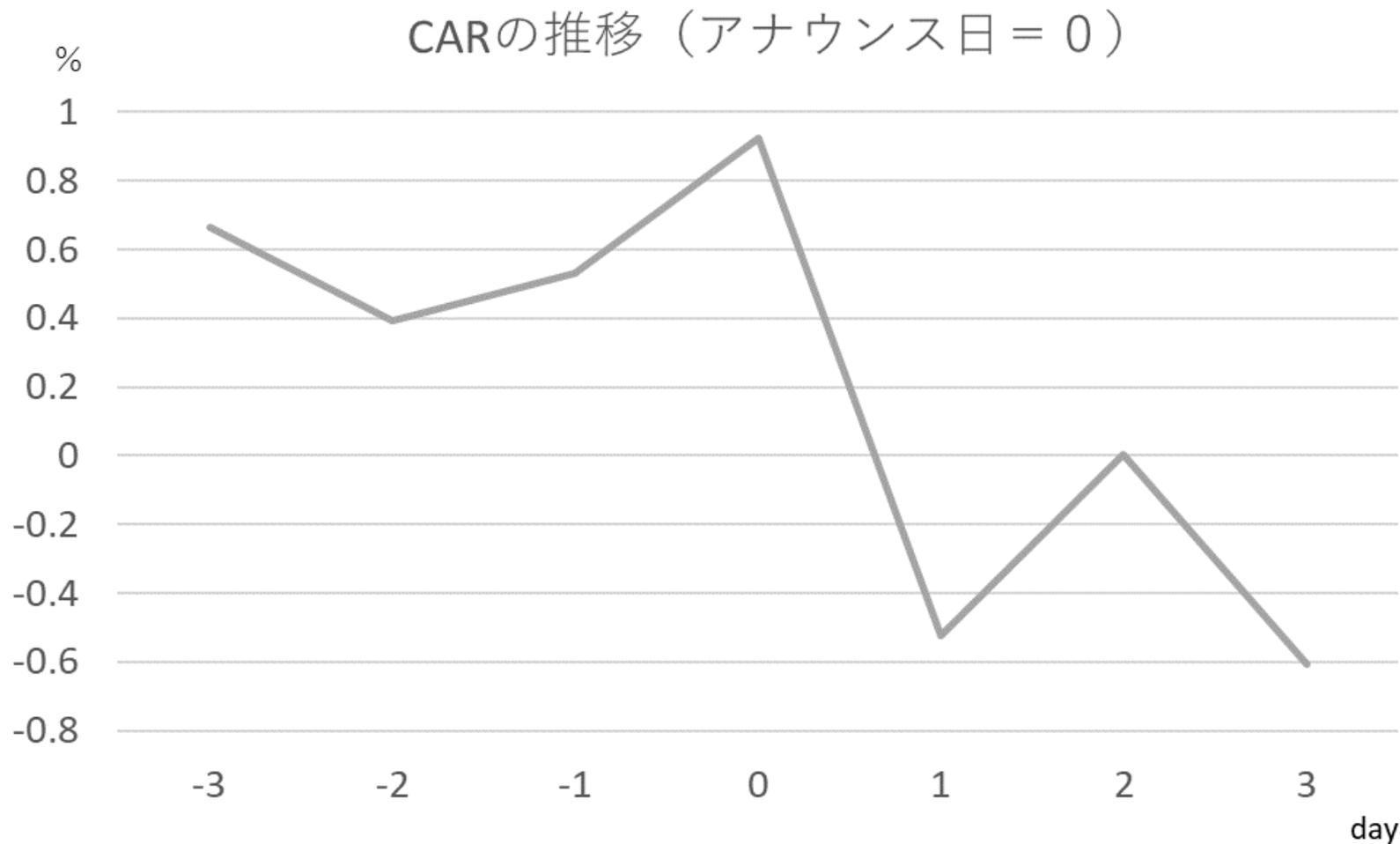
優待導入は株価にプラス

図表 5 株主優待導入企業のCAR



出所：鈴木・砂川 (2009)

優待廃止し代わりに増配は株価にマイナス



記事は本当か？

株で儲けようと思った時、ある時点から株価が上昇し、決まったタイミングで売却すれば確実に儲けられる銘柄があるなら、誰もその株を買いたいと思うだろう。「そんな株、あるわけないよ！」と言うなかれ。実は、誰もがよく知っている株主優待株こそが、権利確定日に向けて規則的な周期で株価が上昇することが多いのだ。この値動きのクセを逆手に取って、株を安く買って高く売ることによって確実に儲けよう。

（中略）権利確定日に向けて株価が上昇し始める直前の1～3カ月前あたりが目安になる。

60営業日前に買い、前日に売ると最大リターン

図表3 図表2の丸部分を拡大したもの

		投資開始日									
		-62	-61	-60	-59	-58	-57	-56	-55	-54	-53
投資終了日	-8	3.3	3.8	4.3	4.2	4.2	4.1	4.2	4.0	4.0	3.8
	-7	3.5	4.0	4.5	4.4	4.4	4.3	4.4	4.2	4.2	4.0
	-6	3.4	3.8	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	4.1	3.9
	-5	3.7	4.1	4.7	4.6	4.5	4.5	4.6	4.4	4.3	4.1
	-4	3.6	4.0	4.6	4.5	4.5	4.4	4.5	4.3	4.3	4.1
	-3	3.6	4.1	4.6	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	4.3	4.1
	-2	4.0	4.5	5.0	4.9	4.9	4.8	4.9	4.7	4.7	4.5
	-1	4.2	4.6	5.1	5.0	5.0	4.9	5.0	4.9	4.8	4.6
	0	3.8	4.2	4.7	4.6	4.6	4.5	4.6	4.5	4.4	4.2
	1	1.1	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5

まとめ

- 配当・自社株買いは理論上、株価に影響を与えないが、実際は大いに影響を与えている（＝アノマリー）。
- 株主優待も株価に影響を与えており、その強さは配当より大きい。
- ただし理論と実際が異なる要因は、有力な仮説があるものの特定されていない。

優待株投資の実践（何を買えば良いのか）

- （当日資料をお配りします）

参考資料

- 石川博行（2009）、配当政策と株式市場—コロボレーション効果の実証分析—、証券アナリストジャーナル2009年8月号
- 鈴木健嗣，砂川伸幸（2008）、株主優待導入の短期的影響—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2008年7月号
- 畠田敬（2008）、税と配当落ち日の前後における株価および売買高の関係について—日本のデータによる検証、神戸大学ワーキングペーパー
- 保田隆明（2008）、企業ファイナンス入門講座、ダイヤモンド社
- 山口聖（2009）、自社株買いと資本市場—株価反応に基づくシグナル仮説の検証—、証券アナリストジャーナル2009年8月号