

日本企業における株主優待導入の目的： 上場基準との関係

安武 妙子
(創価大学)

永田 京子
(東京工業大学)

松田 優斗
(東京工業大学)

要 旨

本稿ではサーベイ調査を行い、日本企業の株主優待実施の主な目的は個人株主の増加、長期保有の促進であり、自社製品による株主優待には広告宣伝効果も期待されていることを明らかにした。更に全上場企業を対象とした実証分析では株主数が少なく、特に1部上場基準に近接しているほど非自社製品による優待を導入する傾向がある一方で、株主数が多く個人株主の比率が少ないほど自社製品による優待を導入する傾向があることが判明した。

キーワード：株主優待, サーベイ調査, インベスターリレーションズ

1 序 論

日本における株主優待の歴史は古く、『会社四季報昭和12年(第2輯)』にはすでに「株主特典」として鉄道会社の優先乗車券や日活、松竹キネマなどの劇場招待券、白木屋(デパート)の買物割引券などが紹介されている。海外、たとえばイギリスやオーストラリアなどでも小売店やホテルの割引など日本と同様の株主優待を実施している企業があり、自社製品の割引やサービスの提供といった株主優待は国内外で比較的長い歴史を持つ。一方で、近年の日本ではクオカードやお米券などのいわゆる金券や、選択制のカタログギフトなど直接事業に関係のない非自社製品による株主優待の導入が増加している。表1は業種ごとの株主優待実施率と、実施企業のうち自社製品を優待品としている割合の変化を示している。1996年の上場企業全体での株主優待実施率は13.3%であり、業種ごとの実施率はサービス業44.6%、商業19.9%、運輸・情報通信業17.1%、不動産業15.4%などとなっている。株主優待の内容については8割から9割が自社製品による優待であった。それに対し、2016年には上場企業全体での株主優待実施率は35%を超え、幅広い業種で株主優待が導入されているが、そのうち自社製品による優待は60%にとどまっている。

企業にとって株主優待を実施する目的は何であろうか。古くから行われている自社製品の割引やサービスの提供といった株主優待の場合は、株主に顧客になってもらうことで売上の増加や製品の

表1 業種（東証大分類）ごとの優待実施率・自社優待率の変化

	1996年			2016年		
	上場企業数	実施率	(自社率)	上場企業数	実施率	(自社率)
水産・農林業	9	66.7%	(83.3%)	11	54.5%	(66.7%)
鉱業	8	0.0%	-	7	28.6%	(0.0%)
建設業	227	8.8%	(90.0%)	179	21.8%	(20.5%)
製造業	1,595	10.1%	(94.4%)	1,515	26.5%	(56.5%)
電気・ガス業	20	0.0%	-	23	8.7%	(0.0%)
運輸・情報通信業	217	17.1%	(78.4%)	518	31.7%	(46.3%)
商業	554	19.9%	(87.3%)	687	57.5%	(81.5%)
金融・保険業	235	0.0%	-	183	44.8%	(47.6%)
不動産業	65	15.4%	(90.0%)	121	36.4%	(25.0%)
サービス業	148	44.6%	(83.3%)	402	41.0%	(60.0%)
その他	0	-	-	59	10.2%	(0.0%)
全体	3,078	13.3%	(88.8%)	3,705	35.3%	(60.1%)

(注) 実施率は上場企業に占める株主優待実施企業の割合。株主優待実施の有無と優待内容（自社製品、自社関連製品か否か）は『株主優待ガイド』（大和インベスター・リレーションズ㈱）を元に筆者が分類。

宣伝に繋がるといふ販売促進効果も考えられる。しかしながら、非自社製品による株主優待、例えば500円のクオカードに企業名を印刷し株主に送付する（つまり500円以上のコストをかける）ことは、500円の現金配当を行うのに比べ企業側にどのようなメリットをもたらすのだろうか。我々は日本企業における株主優待実施の目的や効果、その位置付けを明らかにするため、2016年12月に全上場企業に質問表を送付しサーベイ調査を行った。本稿ではこのサーベイ調査のうち、株主優待実施企業からの回答について、株主優待実施の目的や効果に関する項目に注目し、特に近年増加している非自社製品による優待実施企業と自社製品による優待実施企業との差異に焦点を当て分析を行う。

これまでの株主優待に関するファイナンス分野での先行研究では、株主優待の導入が株価にプラスのアナウンス効果を与え、導入の前後で株主数が有意に上昇すること（砂川・鈴木、2008）、さらに株主優待廃止については株価にマイナスのアナウンス効果が現れること（野瀬ほか、2017）が明らかになっている。また、Huang et al. (2016)では株主優待の権利落ち日前後で、配当による変動分を除いてもなお株価が下落することを報告している。こうした結果は、日本市場では株主優待の価値が投資家に認識されており、株価にもその価値が反映されていることを示唆している。その一方で、優待の実施者である企業側においてどのような意図で株主優待を導入、実施しているのかについては解明が進んでいない。そこで、我々は全上場企業へのサーベイという形で日本における株主優待導入の動機、目的と効果について明らかにすることを試みた。

サーベイ調査では上場企業3,702社へ質問表を送付し、444社から回答を得た。そのうち237社が株主優待について現在実施中、導入を検討中、もしくは過去に実施しており、優待内容については自社製品によるものと非自社製品によるものが約半々であった。株主優待実施の目的と効果に関する設問では、自社製品、非自社製品による株主優待実施企業共に個人株主の獲得、増加と長期保有株主の増加についてあてはまると回答した企業の割合が多かった。一方で、広告宣伝効果による企業の認知度向上、自社製品やサービスのPRによる顧客、売上の増加については主に自社製品による優待実施企業においてのみ該当するという結果であった。

更に、サーベイ調査の分析結果に基づき、自社製品もしくは非自社製品による優待の導入と株主数、株主構成の状況等の関連についての仮説を立て、実証分析を行った。分析の結果、株主優待導入前の株主数が少ない場合、特に株主数が東証1部上場基準ぎりぎり2部への降格の危機にある企業の場

合に非自社製品優待導入の確率が高くなることが明らかになった。また、興味深い点として、自社製品優待導入の確率が高いのは、導入前の株主数そのものは多いものの小口株主の割合が少ない企業であることが判明した。自社製品、非自社製品による優待実施企業ともに、サーベイ調査では個人株主の獲得、増加が目的であるとの回答が多かったが、特に個人株主の獲得が大きな課題となっている企業では、高いコストをかけてでも非自社製品による株主優待を導入するメリットが期待されていると考えられる。その一方で、自社製品による優待を導入する企業においては、株主数を増やすというよりは既存の株主に自社の理解を深めてもらう効果、宣伝効果を期待している可能性が明らかになった。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では今回のサーベイ調査の概要と回答企業の基本属性についてユニバースとの比較を行う。第3節では日本企業における株主優待実施の目的と効果についてのサーベイ結果を報告する。第4節では第3節で明らかになった株主優待導入の動機について、特に自社製品による優待を導入する企業と非自社製品による優待を導入する企業における差について、ロジスティック回帰分析、多項ロジスティック回帰分析を行う。第5節では主要な結果をまとめる。

2 サーベイ調査の概要

2.1 目的、調査項目と実施方法

日本企業における株主優待実施の目的とその位置付けを明らかにすることを目的として、筆者のグループは全上場企業に対して質問表を送付する形式にてサーベイ調査を行った。質問表の設問には質問1から質問24まで計24問の大問があり、枝問を入れて全64問から構成されている。質問は第I部(質問1から質問6まで)が回答企業の属性に関する質問で、第II部(質問7から質問24まで)が株主優待に関する質問となっている。第II部は5つのセクションに分かれており、株主優待の実施に関する意思決定について(質問7から質問12まで)と、株主優待に関する株主からの意見について(質問13から質問15まで)は全企業を対象とした。更に、導入、実施の目的と効果について(質問16から質問18まで)、優待品の内容について(質問19から質問22まで)、会計、税務上の処理について(質問23から質問24まで)は、株主優待を実施中、過去に実施、近い将来実施予定、または実施を検討中の企業を対象とした。記述式の2問を除いてすべて多肢選択式を用いているが、一部設問では該当する選択肢が存在しない場合を考慮し、多肢選択式の末尾に「その他」として自由記述の回答欄を設けている。

質問表は2016年12月20日に日本国内の全上場企業3,702社へ送付した。質問票の回収は一部の企業を除き回答期限の2017年2月上旬までに完了した。回答企業数は444社で、回答率は12.0%であった。この値は、近年における日本のコーポレートファイナンス分野で実施されたサーベイ調査である佐々木ほか(2016)の9.2%等と比較しても遜色のないものと言える。

表2は回答企業444社の株主優待実施状況を示す。回答企業444社のうち株主優待を現在実施しているのは200社(回答企業の45.05%、以下同様)、導入予定または導入を検討中は21社(4.73%)、現在実施中だが廃止を検討中2社(0.45%)、過去に実施していたが廃止は14社(3.15%)、実施しておらず、近い将来での導入予定は無いのは207社(46.62%)であった。このうち、本節と次節では回答企業444社のなかで株主優待を現在実施中、導入予定または導入を検討中、過去に実施していたが廃止、のいずれかに該当する237社に焦点を当て、株主優待実施の目的や効果に関する項目について、特に近年増加している非自社製品による優待実施企業とより伝統的な自社製品による優待実施企業間

表2 回答企業の株主優待実施状況（質問10）

		回答数	割合 (%)
10a.	現在実施している	200	45.05
10b.	導入予定または導入を検討中	21	4.73
10c.	現在実施中だが廃止を検討中	2	0.45
10d.	過去に実施していたが廃止	14	3.15
10e.	実施しておらず、近い将来での導入予定はない	207	46.62
	合計	444	100%

の差異について分析を行う。

2.2 回答企業の基本属性

本節と次節での分析対象は株主優待を現在実施中、導入予定または導入を検討中、過去に実施していたが廃止、のいずれかに該当する 237 社であるが、分析に先立ち回答企業が全上場企業ユニバースからのサンプルとして偏りがなかったかを確認するためユニバース、サンプルの基本特性について比較する。

回答企業 444 社の内 440 社は社名と東証コードを記入しているため、ここではこの 440 社をサンプルとして、ユニバースの 3,702 社の各種データと比較する。まず上場区分についての比較結果が表 3 のパネル A である。サンプル企業はユニバースと比べて、東証 1 部上場企業の割合が高く、ジャスダック上場企業の割合が低くなっている。ただし、ユニバースとサンプル企業の間で上場区分の分布の違いについて適合度の検定を行ったところ、両者に統計的に有意な差は見られなかった。

表 3 のパネル B は業種についての比較結果である。業種の区分には東証大分類を用いている。サンプル企業は水産・農林業や建設業、商業などでユニバースより高い割合を占めており、製造業や不動産業の割合はユニバースより低い。適合度検定の結果を見ると、サンプルとユニバースでは 10% 水準で有意に両者の分布が異なるという結果であった。

表 3 のパネル C は主要な財務指標についての比較である。ユニバースとサンプルの比較には、平均の差の t 検定、さらにマン・ホイットニーの U 検定を行った。時価総額・売上高・当期純利益・個人株主数においては t 検定とマン・ホイットニーの U 検定の両方で有意にサンプル企業の方が大きく、総資産・1 株当たり配当・配当利回りについてはマン・ホイットニーの U 検定のみ有意にサンプル企業の方が大きいという結果となっている。また、トービンの Q と個人株主比率に関しては有意な差は見られなかった。

上記の結果から、回答結果の分析では、業種の偏りや、サンプル企業に比較的大企業が多いことによるバイアスの影響を受けている可能性に注意する必要があると言える。

3 日本企業にとっての株主優待の位置づけと目的、効果

3.1 回答企業の株主優待実施内容

表 1 が示すように、日本企業による株主優待は、サービス業や商業の一部での自社製品や自社取扱商品、割引券などの自社関連品による実施が多数であったものが、近年は幅広い業種の企業により実

表3 ユニバースと回答企業の属性

パネルA. 上場区分			パネルB. 東証業種大分類		
	ユニバース (%)	回答企業 (%)		ユニバース (%)	回答企業 (%)
東証1部	55.2	57.7	水産・農林業	0.3	0.7
東証2部	14.9	14.3	鉱業	0.2	0.2
東証マザーズ	6.1	5.9	建設業	4.8	7.1
ジャスダック	20.4	17.7	製造業	40.7	35.0
名古屋単独	2.1	2.3	電気・ガス業	0.6	0.5
福岡単独	0.8	1.4	運輸・情報通信業	13.6	13.0
札幌単独	0.5	0.7	商業	18.2	21.8
計	100.0	100.0	金融・保険業	4.7	5.7
N	3,702	440	不動産業	3.2	2.3
適合度検定 $\chi^2=3.6005$, p 値=0.731			サービス業	10.3	9.1
			欠損	3.5	4.8
			計	100.0	100.0
			N	3,702	440
			適合度検定 $\chi^2=16.2062$, p 値=0.094		

パネルC. その他企業属性

		ユニバース	回答企業	差の検定		ユニバース	回答企業	差の検定	
時価総額 (百万円)	平均	163,638	276,629	2.98**	資産 (百万円)	平均	736,845	731,953	0.01
	中央値	18,058	21,706	2.35++		中央値	32,145	37,408	2.04++
	N	3,693	440			N	3,695	440	
売上高 (百万円)	平均	177,774	337,897	4.52***	当期純利益 (百万円)	平均	13,197	22,070	2.26*
	中央値	29,338	37,545	2.79+++		中央値	1,518	1,988	2.73++
	N	3,696	440			N	3,691	440	
ROA	平均	5.3%	6.2%	1.88	トービンの Q	平均	1.53	1.45	0.99
	中央値	4.9%	5.2%	1.65+		中央値	1.06	1.05	0.99
	N	3,592	427			N	3,687	440	
1株当たり 配当(累計)	平均	99.6	129.0	0.83	配当利回り (実績)	平均	1.69	1.79	1.75
	中央値	16.0	20.0	2.90+++		中央値	1.65	1.77	2.39++
	N	3,574	425			N	3,683	439	
個人持株比率	平均	44.1%	43.0%	0.90	個人株主数	平均	13,965	24,048	3.89***
	中央値	42.0%	42.0%	-0.01		中央値	4,568	5,524	2.22++
	N	3,665	438			N	3,665	438	

(注) ユニバースは2016年9月時点で日経NEEDS-FinancialQUESTに収録されている国内全上場企業3,702社。回答企業の値は444社のうち会社名が記名されていた440社のもの。データは日経NEEDS-FinancialQUESTより入手した。時価総額は2017年3月31日時点。その他の値は2017年9月時点での直近の決算期。売上高は売上高・営業収益(累計)、ROAは営業利益÷総資産、トービンのQは(負債+時価総額)÷総資産。配当利回りは実績配当利回り。個人株主数は「個人・その他」株主数。個人株主比率は個人・その他所有株式数を所有株式数合計で割ったもの。パネルA, Bの適合度検定ではユニバースの分布とサンプル企業の分布が同じである、という帰無仮説を検定している。パネルCの*, **, *** (+, ++, +++)は帰無仮説を「ユニバースの平均(中央値)とサンプル企業の平均(中央値)が同じである」とした検定がそれぞれ10%, 5%, 1%の有意水準で棄却されることを示す。

施され、その内容も自社製品にとどまらず金券やカタログギフトなど非自社関連品による優待も増加している。そこで本節では、近年における日本企業での株主優待の目的、位置付けについて、株主優待実施企業237社についてサーベイ結果を分析し、自社製品による優待実施サンプルと非自社製品による優待実施サンプル間での違いについても分析を行う。

表4は株主優待実施企業237社の株主優待内容に関する質問(質問19)への回答の全体と業種ごとの分布を示す。複数の株主優待タイプを選択している場合(237社中63社)については「最も多いもの」で選択された優待タイプに基づく。

全体で最も多いのは自社製品、サービスや関連施設等の無償提供(製品や無料利用券の送付)で

表4 株主優待実施企業の業種別優待内容（質問19）

	全体	商業	製造業	運輸・情報通信業	サービス業	水産・農林業	その他
19a. 自社製品、サービスや関連施設等の無償提供（製品や無料利用券の送付）	23.6	23.4	18.2	16.7	20.7	89.5	3.6
19b. 自社製品、サービスや関連施設等の割引券（500円券など一定の金額）	11.8	26.6	7.3	4.8	13.8	0.0	3.6
19c. 自社製品、サービスや関連施設等の割引券（10%割引など一定の割合）	11.0	17.2	7.3	14.3	6.9	0.0	10.7
19d. 社名入りノベルティグッズなどの無償提供	1.7	0.0	5.5	0.0	3.5	0.0	0.0
19e. 社名入り金券（クオカード、図書カードなど）	19.0	14.1	23.6	16.7	27.6	5.3	25.0
19f. 社名の入らない金券（お米券、全国共通商品券など）	6.3	7.8	5.5	7.1	3.5	0.0	10.7
19g. 他社製品の無償提供（地域特産品やカタログギフトなど）	12.2	3.1	20.0	16.7	13.8	0.0	17.9
19i. その他	3.8	1.6	3.6	2.4	0.0	0.0	17.9
タイプの選択なし	6.3	3.1	9.1	14.3	6.9	0.0	0.0
複数選択で「最も多いもの」未選択	4.2	3.1	0.0	7.1	3.5	5.3	10.7
自社製品（上記 a,b,c）計（N=110）	46.4	67.2	32.7	35.7	41.4	89.5	17.9
非自社製品（上記 d,e,f,g と複数選択で「最も多いもの」未選択のものの一部）計（N=102）	43.0	28.1	54.6	47.6	48.3	10.5	64.3
サンプル数	237	64	55	42	29	19	28

（注）「質問19. 貴社で実施されている株主優待の内容について、あてはまるものを選んで下さい（複数にあてはまる場合は全てを選び、その中で最も多いものを右欄に一つお選び下さい）」への回答のうち、単一回答のものと複数選択の場合の最もあてはまるものの集計と、質問4の業種別のクロス集計。業種「その他」は鉱業（2社）、建設業（10社）、金融・保険業保険（13社）、業種未選択（3社）の28社。

23.6%である。その次に多いのはクオカードなど社名入りの金券で19%となっている。19a. 自社製品、サービスや関連施設等の無償提供、19b. 自社製品、サービスや関連施設等の割引券、19c. 自社製品、サービスや関連施設等の割引券を「自社製品」とした場合の合計は46.4%である。本サーベイの回答企業については自社製品による株主優待は半数以下であり、金券などの非自社製品による株主優待の割合も高いことがわかる¹⁾。業種別に見ると、商業では自社製品の無償提供、500円など金額ベースの割引券、10%など割引率ベースの割引券が67.2%を占める。一方で製造業ではクオカードなどの金券（23.6%）やカタログギフト（20%）など、非自社製品による優待が半数近くを占める。運輸・情報通信業では割引券など自社製品は35.7%、金券（社名入り16.7%、社名なし7.1%）、カタログギフト等（16.7%）の合計は40.5%となっており、サービス業でも自社製品は半数以下である。これに対し、水産・農林業では89.5%が自社製品となっている。全体として、業種ごとの最も多い株主優待のタイプの詳細にはバラつきがあるものの、商業、水産・農林業以外では金券や他社製品など、非自社製品による優待のほうが自社製品による優待よりも多く実施されている。非自社製品による優待実施企業が多いことは近年の株主優待の特徴と言える。

次項からの分析では表4の株主優待内容のうち19a. 自社製品、サービスや関連施設等の無償提供（製品や無料利用券の送付）、19b. 自社製品、サービスや関連施設等の割引券（500円券など一定の金額）、19c. 自社製品、サービスや関連施設等の割引券（10%割引など一定の割合）、の3タイプの株主優待実施企業を「自社製品サンプル」、19d. 社名入りノベルティグッズなどの無償提供、19e. 社名入り金券、19f. 社名の入らない金券、19g. 他社製品の無償提供及び、複数選択で「最も多いもの」が未選択だったものの内容が確認できたもの（10社中9社）を「非自社製品サンプル」として扱い、これらのサンプル間の差異について分析を行う。

3.2 株主優待実施の目的

まず、株主優待実施の目的について尋ねた設問（質問 16）を取り上げる。本設問は、9つの項目（16a～16i）について「株主優待の導入、実施の目的について各項目はどの程度あてはまるか」を5段階（1.全く当てはまらない、2.あまり当てはまらない、3.どちらともいえない、4.やや当てはまる、5.当てはまる）で回答する形式となっている。

表5は本設問への回答をサンプル全体の平均スコアの高い項目順に並べたものである。「個人投資家の獲得、増加」と「長期保有株主の増加」という株主構成に関わる2つの項目が上位となっており、平均スコアはそれぞれ4.5、4.4となっている。この2つの項目が上位となるのは、株主優待は一般に小口株主の方が有利であること、砂川・鈴木（2008）やKarpoff et al.（2018）においても株主優待導入による個人株主数の増加が既に報告されていることと整合的である。一方、これら2つの先行研究では、株主優待の導入アナウンス前後での株価の上昇が報告されていたのに対して、本質問調査への回答では「株価の上昇、安定」は目的の上位には挙げられていない点は興味深い。「株主への利益還元の一環」という項目も平均スコアは3.9であり、やや当てはまる又は当てはまる（以後「あてはまる」）と回答した企業が多い（71.3%）が、一方で「現金配当の補完または代替」の平均スコアは2.8で、全く当てはまらない、又はあまり当てはまらない（以後「あてはまらない」）と回答した企業（42.6%）の方があてはまると回答した企業（30.8%）よりも多くなっている。弥永（2006）をはじめとした株主優待に関する法的論点の議論では株主優待の現物配当への該当性が指摘されることがあるが、少なくとも企業側にとっては株主への還元の一つではあるものの、（現物）配当とは位置付けられていないようである²⁾。

自社製品と非自社製品サンプルの比較では、5つの項目において2群の間に有意な差が生じている。最も平均スコアに差がある「自社製品やサービスのPRによる顧客、売上の増加」は、自社製品サンプルの中では平均スコアが4.2と3番目に高くなっている一方で、非自社製品サンプルでの平均スコアは2.4であり「あてはまらない」と回答した企業のほうが多い。自社関連品を優待品とする企業は、販売促進効果も期待して株主優待を実施している傾向が読み取れる。「広告宣伝効果による企業の認知度向上」の項目でも同様の傾向が見られるが、実は本設問は質問票の設計の時点では、優待実施企

表5 株主優待の導入目的（質問16）

	あてはまらない	あてはまる	全体平均 N=237	自社製品 平均 N=110	非自社製品 平均 N=102	自社製品 vs 非自社製品
16d. 個人投資家の獲得、増加	3.0%	91.1%	4.5***	4.4	4.7	+++
16e. 長期保有株主の増加	4.2%	87.3%	4.4***	4.4	4.4	
16a. 株主への利益還元の一環	13.5%	71.3%	3.9***	3.8	4.1	++
16c. インベスターリレーション活動の一環	11.0%	70.0%	3.9***	3.9	3.9	
16g. 広告宣伝効果による企業の認知度向上	13.1%	65.8%	3.7***	4.0	3.5	+++
16f. 株価の上昇、安定	12.7%	56.5%	3.6***	3.5	3.7	+
16h. 自社製品やサービスのPRによる顧客、売上の増加	31.2%	51.5%	3.3***	4.2	2.4	+++
16b. 現金配当の代替または補完	42.6%	30.8%	2.8***	2.7	3.0	
16i. CSR、社会貢献活動の一環	46.0%	23.2%	2.6***	2.5	2.7	

（注）各項目について、1 全く当てはまらない、2 あまり当てはまらない、3 どちらともいえない、4 やや当てはまる、5 当てはまる、のうち1と2の合計を「あてはまらない」、4と5の合計を「あてはまる」とした回答率の合計と、1から5の平均。*、**、***は平均=3を帰無仮説とした平均値の検定がそれぞれ10%、5%、1%の有意水準で棄却されることを示す。自社製品平均、非自社製品平均は表3（質問19）で示す優待内容のうち19a、19b、19cを自社製品、19d、19e、19f、19gと複数選択で「最も多いもの」未選択のものの一部を非自社製品とした場合の回答平均。+、++、+++は自社製品平均=非自社製品平均を帰無仮説とした検定がそれぞれ10%、5%、1%の有意水準で棄却されることを示す。

業という枠組みで各種メディアに取り上げられることによる、投資対象としての企業の認知度に関する設問であった。このため、自社製品と非自社製品サンプルの間で平均スコアに有意差が生じたことは予想外であったが、このことは当該設問での「広告宣伝効果」が「製品の認知度の拡大」という意味で捉えられ、そもそもの設問の意図が伝わっていなかった可能性も考えられる。

上記の2項目とは逆に、非自社製品のほうが自社製品より1%水準で有意に高い平均スコアとなっているのは「個人投資家の獲得・増加」である。両サンプルとも平均スコアはそれぞれ4.4、4.7と高いが、非自社製品サンプルではより高くなっており、非自社製品による優待を実施する企業にとっては個人株主の獲得が特に重要であると考えられる。この点に関して、次節では同様の傾向がサーベイ回答企業以外にもあてはまるかどうかを検証するため、全上場企業を対象とした実証分析を行う。

「株主への利益還元の一環」という項目についても非自社製品による優待実施企業で4.1、自社製品による優待実施企業で3.8でありその差も5%水準で有意となっている。自社製品、非自社製品による優待共に「現金配当の代替または補充」についてはあてはまらないものの、クオカード等非自社製品による優待では総合的な株主還元の一環といった意味合いが自社製品による優待より強いことが伺える。

以上、株主優待実施の目的に対する回答は以下の3点にまとめることができる。第1に、優待品の内容に関わらず、個人株主の獲得、増加といった株主構成の変化が株主優待を実施するうえで最も重要視されている。第2に自社製品サンプルでは株主の獲得、長期保有に加え広告宣伝効果や販売促進効果も目的とされている。そして第3に、非自社製品サンプルでは広告宣伝効果など、株主構成、株主への利益還元以外の点で株主優待特有の目的を持っている企業は多くはない。これらの結果に基づき、第4節では自社製品及び非自社製品による株主優待を導入する企業の、導入前の株主数、財務状況等の特徴について仮説を立て、全上場企業のデータを用いて検証する。

3.3 株主優待実施の効果

次に株主優待実施の効果について尋ねた設問を取り上げる。効果に関する設問（質問17）は「株主優待の導入、実施の効果について下記の項目はどの程度あてはまるか」といった内容で、7つの項目について目的に関する質問と同様に5段階で答える形式となっている。

表6は、株主優待実施の効果に関する設問への回答をサンプル全体の平均スコアの高い項目順に並べたものである。株主優待実施の目的と同様に、効果についても「個人投資家の獲得、増加」と「長期保有株主の増加」が上位となっており、平均スコアはどちらも4を上回っている。株主構成に関する目的は、概ね株主優待の実施により達成されていると企業が実感していることが伺われる。全体としては「株主との関係構築、関係の強化」「株主による会社、製品への理解」「広告宣伝効果による企業の認知度向上」「株価の上昇、安定」の平均スコアは3.4~3.9で全て3.0（どちらとも言えない）とは有意に異なり、あてはまると回答した企業のほうが多い。しかし、自社製品、非自社製品サンプルの比較では優待実施の目的と同様に、効果においても有意な差が見られる。自社製品サンプルでは広告宣伝効果、会社、製品への理解、顧客、売上げの増加が実感されているのに対し、非自社製品サンプルではそういった効果を実感している企業は少ない。一方で、「個人投資家の獲得、増加」は両サンプルとも平均スコアは4を超えているが、非自社製品サンプルのほうが有意に高いスコアとなっており、個人投資家の獲得、増加という目的に対して、非自社製品による優待を実施している企業はより大きな効果を実感していることがわかる。

表6 株主優待の効果（質問17）

	あてはまらない	あてはまる	全体平均 N=237	自社製品 平均 N=110	非自社製品 平均 N=102	自社製品 vs 非自社製品
17c. 個人投資家の獲得, 増加	1.3%	50.2%	4.3***	4.2	4.4	+
17d. 長期保有株主の増加	3.8%	77.2%	4.0***	4.0	4.0	
17a. 株主との関係構築, 関係の強化	7.6%	68.4%	3.8***	3.9	3.7	
17b. 株主による会社, 製品への理解	21.9%	57.0%	3.5***	4.2	2.8	+++
17f. 広告宣伝効果による企業の認知度向上	16.0%	46.0%	3.4***	3.7	3.1	+++
17e. 株価の上昇, 安定	13.5%	39.7%	3.3***	3.3	3.4	
17g. 自社製品やサービスの PR による顧客, 売上の増加	33.3%	36.3%	3.0	3.8	2.3	+++

(注) 各項目について、1 全く当てはまらない、2 あまり当てはまらない、3 どちらともいえない、4 やや当てはまる、5 当てはまる、のうち1と2の合計を「あてはまらない」、4と5の合計を「あてはまる」とした回答率の合計と、1から5の平均。*, **, ***は平均=3を帰無仮説とした平均値の検定がそれぞれ10%, 5%, 1%の有意水準で棄却されることを示す。自社製品平均、非自社製品平均は表3（質問19）で示す優待内容のうち19a, 19b, 19cを自社製品、19d, 19e, 19f, 19gと複数選択で「最も多いもの」未選択のものの一部を非自社製品とした場合の回答平均。+, ++, +++は自社製品平均=非自社製品平均を帰無仮説とした検定がそれぞれ10%, 5%, 1%の有意水準で棄却されることを示す。

さらに、サーベイでは「当初の目的とは別（予想外、想定外）の株主優待導入、継続の効果があれば記述して下さい」という自由記述の設問（質問18）を設けた。主な回答としては、「小口株主の増加」「株主の増加と株主数の安定化による上場基準のクリア」があげられる。株主優待の導入と、株主数に関する上場基準との関係については、次節で全上場企業を対象とした実証分析を行う。他方、「想定以上の株主数の増加によるコスト増」も挙げられていた。サーベイでは株主優待にかかる費用及びその処理についても設問を設けており、別稿（安武・永田、2018）にて詳細を報告し、法的論点との関連も考察している。その他、「市場ニーズや株主の性別、年齢などが判明」など、株主情報、株主の声の収集も挙げられている。株主優待の送付に株主アンケートを添付する企業も多く、株主優待が単に株主数を増加させるのみならず、企業と株主の対話、より良いインベスターリレーション構築への役割も果たしていることが伺える。

4 株主優待導入企業の特徴についての実証分析

4.1 株主優待の導入と上場基準としての株主数に関する仮説

これまでの分析から、本サーベイ調査により、株主優待実施の目的としてもっとも重視され、その効果も企業に実感されているのは株主数の増加であることが確認された。また、自社製品サンプルにおいては、株主数の増加に加え、株主優待による広告宣伝効果や販売促進効果も期待されている。対して、非自社製品サンプルにおいては、個人株主の増加が最も重要な目的であり、株主構成以外の点で株主優待特有の目的を持っている企業は多くはないことが判明した。そこで、本節では株主数と株主優待の導入との関連について仮説を立て、わが国の上場企業全体を対象として実証分析を行う。

株主数の増加は株式の流動性を高めるため、上場企業にとって重要な意味をもつ。さらにわが国では上場審査基準、上場廃止基準の要件の一つとして株主数の確保が要求されている。例えば、東京証券取引所市場第1部と第2部への上場にはそれぞれ2,200名以上、800名以上の株主数が、また上場廃止基準として400名の株主が必要とされる。第1部から第2部へ降格することは、東証株価指数や日経平均株価などの代表的なインデックスの構成銘柄から外れることを意味する。その結果、インデックス連動型のファンドを運用する国内機関投資家や、インデックス構成銘柄であることをファンド組入れのスクリーニングに用いる外国人投資家の投資対象から外れるといった影響が生じることに

なる。このため、株主数をめぐる上場基準の存在は、株主優待を導入する動機となっていると予想される。そこでまず以下の仮説 1a を立てる。

仮説 1a. 株主数が少なく、上場基準に近接している企業ほど、株主優待を導入する確率が高い。

序論でも述べたとおり、近年の株主優待の特徴として非自社製品による優待の増加があげられる。自社製品と非自社製品による優待の違いの一つにその費用の差が考えられる。本サーベイ調査では株主優待にかかる費用について、優待の現金相当額 (3,000 円相当、など) に対するコストの比率を問う設問も設けた (質問 24)。124 社による回答全体では株主優待にかかるコストは現金相当額との比率で平均 85%、中央値 100%、自社製品の場合は平均 65%、中央値 60% (49 社)、非自社製品では平均 98%、中央値 110% (75 社) であった。更に株主優待にかかる費用の会計処理についての設問 (質問 23) からは、自社製品による優待では 28.2%、非自社製品による優待では 37% が交際費として計上されており、その他交際費を含む複数の会計科目で処理されるなど多くのケースで損金不算入とされていることも判明した (詳細は、安武・永田 (2018) を参照)。このように、非自社製品による株主優待は、自社製品による優待より大きなコストがかかる上、販売促進など事業に貢献するような効果は期待できない。それにもかかわらず株主優待を導入する企業は、株主数の増加がより切実な動機となって株主優待の導入に踏み切っている可能性がある。そこで以下の仮説 1b を検証する。

仮説 1b. 株主数が少なく、上場基準に近接している企業ほど、非自社製品による株主優待を導入する確率が高い。

株主数が東証 1 部上場基準に近接している企業の中には、現在は 1 部上場中である企業、つまり 2 部への降格の危機にある企業と、現在は 2 部上場企業で東証 1 部への昇格の可能性のある企業がある。仮説 1a, 1b で検証する上場基準株主数への近接と、株主優待導入の関係について、より具体的には 1 部上場企業が 2 部以下への格下げを回避するために優待を導入するのか、2 部以下の上場企業が 1 部への昇格を狙って株主優待を導入するのであろうか。この点について、まず以下の仮説 2a を検証する。

仮説 2a. 東証 1 部上場企業のうち株主数が上場基準に近接しており、2 部への降格の危機にある企業ほど、株主優待を導入する確率が高い。

先述の通り、非自社製品による株主優待導入は自社製品と比較して費用もかかり、損金不算入となることも多い。それでも非自社製品による株主優待を導入する企業は、株主数が 1 部上場基準の下限に近接しており、2 部降格の危機にあるなど、株主優待による株主数増加と 2 部降格の回避というメリットが優待のコストを上回っている可能性がある。そこで以下の仮説 2b を検証する。

仮説 2b. 東証 1 部上場企業のうち株主数が上場基準に近接しており、2 部への降格の危機にある企業ほど、非自社製品による株主優待を導入する確率が高い。

4.2 検証方法、データ

上記の仮説を検証するため、本節では株主優待導入直前期の決算における株主・財務状況に注目した回帰分析を行う。分析対象サンプルは、2009 年 10 月から 2016 年 9 月の各年において株主優待を実施していない上場企業 (TOKYO PRO Market を除く) のうち、日経 NEEDS-FinancialQuest から本決

算時の株主構成、財務データが取得可能である 17,250 (社・年) とする。優待導入企業の特定は『株主優待ガイド』を用い、各企業の優待品に関する情報は『株主優待ガイド』と東洋経済新報社発行の『会社四季報』より入手した。

分析方法としては、まず各年度において翌年 (year=t) に株主優待を導入した企業について 1、それ以外は 0 の値をとる株主優待導入ダミーを被説明変数としたロジスティック回帰分析、さらに自社製品による優待導入企業について 1、非自社製品での株主優待導入企業について 2、いずれの株主優待も導入しない企業は 0 の値をとるカテゴリー変数を被説明変数とした多項ロジスティック回帰分析を行う。

株主優待の導入と株主数、株主構成などの因果関係を見るために、説明変数には導入前年 (year=t-1) の個人株主数、1 部上場基準近接を表すダミー変数、または 2 部降格危機および 1 部昇格可能性を表すダミー変数と小口の個人投資家の持株比率を用いる。サーベイ調査から、個人株主の獲得が株主優待の重要な目的であり、多くの企業でその効果が実感されていることがわかった。そのため、導入前の株主数が少ないほど株主優待導入の動機が強いことが予測される。特に、株主数が上場基準に近接している企業は、株主数を増加させることに大きなメリットがあると推測できる。そこで、東証 1 部から 2 部へ指定替えされてしまう基準である株主数「2,000 人未満」と、東証 1 部に上場するために必要な基準である「2,200 人以上」に基づき、それぞれの基準に 100 人の幅を加えた、1,900 人から 2,300 人の間に総株主数が入る場合は 1、それ以外には 0 の値をとる 1 部上場基準近接ダミーを説明変数として用いる。更に、1 部上場企業が 2 部以下への格下げを回避するために優待を導入するのか、2 部以下の上場企業が 1 部への昇格を狙って株主優待を導入するのか、について検証するため、株主数が 1 部上場基準に近接しており、現在は 1 部上場中である、つまり 2 部への降格の危機にある企業について 1 を、それ以外は 0 の値をとる 2 部降格ダミーと、株主数が 1 部上場基準に近接しており、現在は 2 部上場中で東証 1 部への昇格可能性のある企業について 1、それ以外は 0 の値をとる 1 部昇格ダミーを用いる。

また、個人株主数に加え、導入前の小口の個人投資家による株式保有の割合 (小口株主比率) が小さいほど、株主優待導入の動機が強いと考えられる。そこで小口株主比率も説明変数に加える。小口株主の定義は、決算時の「個人・その他」の持株比率から、上位 30 位までの大株主に含まれている個人株主の持株比率を引いたものである。更に、機関投資家やその他事業会社にとって、株主優待、特に処分困る自社製品などのモノによる優待はメリットが少ない。また、その他事業会社との間で株式持合い関係にある場合には個人投資家を増やすインセンティブが低いことも考えられる。そこで、それぞれの持株比率も説明変数に加える。

その他のコントロール変数として、本サーベイ調査の結果及び、先行研究等から株主優待の導入に影響を与えると考えられる変数を選択した。本稿では詳述していないが、株主優待の導入、内容の見直しや変更や廃止を検討する際の重要事項に関する設問 (質問 9、各項目の重要性について 5 段階で回答) では、優待に係るコスト、配当政策、業績、余剰資金の平均スコアがそれぞれ有意に 3 (どちらとも言えない) を上回っている。そこで、業績、余剰資金の代理変数としてそれぞれ ROA と現金比率、配当政策の代理変数として配当利回りを用いる。加えて、企業規模の代理変数として売上高、財務状況の代理変数として負債比率、成長性の代理変数にトービンの Q を用いる。更に各年ごとの傾向や業種による影響をコントロールするため、年ダミーと東証大分類に基づく業種ダミーも加える。なお回帰分析の際には個人株主数と売上高は自然対数をとったものを用いる。

以上の変数を用いて、仮説 1a、1b の検証のために下記の回帰式を推定する。また、仮説 2a、2b の

検証には、この式の1部上場基準近接ダミーを2部降格ダミー及び1部昇格ダミーと入れ替える形で回帰式を推定する。

$$\begin{aligned} \text{優待導入ダミー}_{i,t} \text{ 又は 優待導入カテゴリ}_{i,t} = & \alpha + \beta_1 \text{ 個人株主数}_{i,t-1} + \beta_2 \text{ 小口株主比率}_{i,t-1} \\ & + \beta_3 \text{ 1部上場基準近接ダミー}_{i,t-1} \\ & + \sum_k \beta_{k+3} \text{ その他の変数}_{i,t-1}^k + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

表7は回帰分析に用いる変数の記述統計について、全サンプルである各年における株主優待未実施企業(17,250社)、その内翌年にも導入しない企業(16,869社)、翌年に株主優待を導入した企業(381社)、更に自社製品による優待導入企業(122社)、非自社製品による優待導入(259社)ごとにまとめたものである。株主優待を導入する企業は翌年も引き続き株主優待を導入しない企業と比較して全株主数、個人株主数共に有意かつ大幅に少なく、小口株主比率も低い。特に全株主数が1部上場基準付近である割合は翌年も未実施の企業が4.4%であるのに対し、翌年導入の企業は9.2%と有意に高い。このうち現在東証1部上場企業で、株主数が上場基準に近接している、つまり2部降格への危機にある企業は5.2%で翌年も導入しない企業の0.6%と比較して有意に高い。一方、現在2部で1部への昇格の可能性のある企業は全体、導入、非導入サンプル共に3.9%となっている。その他、優待

表7 株主優待導入ロジスティック分析 記述統計量

	優待未実施平均	非導入平均	導入平均	非導入 vs 導入 t-test	自社製品導入平均	非自社品導入平均	自社製品 vs 非自社製品 t-test
全株主数	12,191	12,310	6,909	-2.2*	11,660	4,671	-2.9**
個人株主数	11,822	11,939	6,631	-2.2*	11,250	4,456	-2.9**
小口株主比率	30.9%	31.0%	28.7%	-3.1**	27.5%	29.3%	1.2
機関投資家比率	18.2%	18.2%	16.1%	-3.0**	15.7%	16.3%	0.5
その他事業会社比率	27.2%	27.3%	25.9%	-1.3	25.6%	26.1%	0.3
1部上場基準近接ダミー	4.6%	4.4%	9.2%	4.3***	2.5%	12.4%	3.2**
2部降格ダミー	0.7%	0.6%	5.2%	10.4***	1.6%	6.9%	2.2*
1部昇格ダミー	3.9%	3.9%	3.9%	0.1	0.8%	5.4%	2.2*
配当利回り	1.9%	1.9%	1.7%	-2.2*	1.6%	1.8%	1.5
ROA	4.1%	4.0%	7.3%	7.1***	7.1%	7.4%	0.3
現金比率	20.1%	20.1%	22.8%	3.3**	21.2%	23.6%	1.2
負債比率	2.2	2.2	2.5	0.7	2.9	2.3	-1.3
売上高	170,917	172,804	87,370	-2.6**	130,959	66,838	-2.2*
トービンのQ	1.2	1.2	1.4	2.5*	1.4	1.4	-0.5
N	17,250	16,869	381	-	122	259	

(注) 2009年10月から2016年9月における上場企業のうち日経 NEEDS-FinancialQuestより本決算時のデータが取得可能で、決算年度時点で株主優待を実施していない企業(TOKYO PRO Market上場を除く)優待未実施サンプル17,250社・年、うち翌年度にも優待を実施していない非導入サンプル16,869社・年、翌年度に優待を実施している導入サンプル381社、更に導入サンプルのうち自社製品優待導入122社と非自社製品導入259社それぞれの基本統計量。株主優待実施の有無と優待内容(自社製品、非自社製品)は『株主優待ガイド』(2009年度版・2016年度版)に基づく筆者による分類。非導入vs導入 t-test(自社vs非自社t-test)は非導入サンプルの平均=導入サンプルの平均(自社製品優待導入サンプルの平均=非自社製品優待導入サンプルの平均)を帰無仮説とする検定のt値であり*、**、***はそれぞれ有意水準10%、5%、1%の有意水準で帰無仮説が棄却されることを示す。全株主数は所有株式数合計の株主数、個人株主数は「個人・その他」株主数。小口株主比率は個人・その他所有株式数を所有株式数合計で割ったものから大株主top30データ内の個人持株比率を引いたもの。機関投資家比率は金融機関、金融商品取引業者所有株式数を、その他事業会社比率はその他法人所有株式数を、それぞれ所有株式数合計で割ったもの。1部上場基準近接ダミーは総株主数が1,900人以上2,300人以下ならば1、それ以外で0をとるダミー変数。2部降格(1部昇格)ダミーは1部上場基準近接ダミーが1で1部上場企業(1部上場企業以外)の場合は1、それ以外で0をとるダミー変数。配当利回りは実績配当利回り。ROAは営業利益÷総資産、現金比率は現金・預金/現金及び現金同等物÷資産合計、負債比率は負債÷純資産、売上高は売上高・営業収益(累計)。トービンのQは(負債+時価総額)÷総資産。株主、財務データは日経NEEDS-Financial-Questより入手。

を導入する企業はROA、現金比率、トービンのQは有意に高いが、配当利回りと売上高は有意に低くなっている。自社製品導入企業と非自社製品導入企業との比較では、非自社製品導入企業の方が全株主数、個人株主数が有意かつ大幅に低い。株主数が一部上場基準に近接している割合については、自社製品導入企業で2.5%、非自社製品導入企業では12.4%と大きな差が見られる。中でも、非自社製品導入企業で2部降格の危機に直面しているのは6.9%と、自社製品導入企業の1.6%と比較し有意に高く、1部昇格の可能性のある企業も前者は5.4%、後者は0.8%と有意に高い。これら株主数、上場基準近接の割合の差が様々な変数をコントロールした上でも優待導入、また自社製品、非自社製品による導入に影響を与えているか、ロジスティック回帰分析、多項ロジスティック回帰分析で検証する。

4.3 結果と考察

表8(次頁)が回帰分析の結果である。Model 1と3は優待導入ダミーを被説明変数としたロジスティック回帰分析を使用している。Model 2と4は自社製品での優待を導入する企業は1、非自社製品による優待を導入する企業は2、翌年度も引き続き優待未実施の企業は0の値をとるカテゴリー変数を被説明変数とした多項ロジスティック回帰分析の結果である。

まず株主優待導入の有無を被説明変数としたロジスティック分析(Model 1)では、導入前年度の個人株主数の係数が有意に負、1部上場基準近接ダミーは係数が有意に正という結果であった。よって、回帰式に加えた他の変数による影響を考慮しても、個人株主数が少ないほど、また全株主数が1部上場基準に近接しているほど、翌年の株主優待導入の可能性が高いことが示唆され、仮説1aを支持する結果となった。なお個人株主数が少ないほど株主優待導入の確率が高いという結果は、Karpoff et.al. (2018)で検証された同様の株主優待導入企業の特徴と整合的である。

自社製品と非自社製品による優待導入を区別した多項ロジスティック回帰分析(Model 2)では、非自社製品による優待導入の可能性は個人株主数が少ないほど、また1部上場基準に近接しているほど高いという、ロジスティック回帰と同様の結果になった。非自社製品による株主優待の実施は自社製品に比べコストも高く、販売促進効果なども期待できないが、それでも導入に踏み切る企業は、株主数が1部上場基準ぎりぎりであり、株主数の増加が必要であることが一つの動機となっていると考えられる。その一方で、自社製品による優待導入の可能性は個人株主数が多いほど高くなり、一部上場基準近接ダミーの係数は負で、有意ではないという結果になった。このことは、優待によって個人株主を増加させるというよりも、むしろ自社関連製品の提供を通じて、既存の個人株主に対して働きかけ、自社に対する理解を深めてもらうという意図が強いことを示唆している。また、小口株主比率の係数は統計的に有意に負である。個人株主数自体は少なくないものの、全体の小口株主の持株比率が少ない企業でさらに個人投資家を増やすことを目的として株主優待が導入されている可能性がある。これは、サーベイ調査結果にもある、個人株主を顧客とし、株主優待による広告宣伝、販売促進効果を狙うという株主優待の目的と整合的であると考えられる。

1部上場基準近接ダミーを2部降格ダミー及び1部昇格ダミーと入れ替えた分析では、株主優待導入の有無を被説明変数としたロジスティック分析(Model 3)については2部降格ダミーの係数は有意に正であり、1部昇格ダミーの係数は負であるが有意ではない。株主数が上場基準に近接している企業の中でも、特に1部から2部の降格の危機にある企業が株主優待を導入している可能性がある。更に自社製品と非自社製品による優待導入を区別した多項ロジスティック回帰分析(Model 4)では、非

表8 ロジスティック回帰分析結果

被説明変数	Model 1	Model 2		Model 3	Model 4	
	優待導入	自社製品 優待導入	非自社製品 優待導入	優待導入	自社製品 優待導入	非自社製品 優待導入
ln (個人株主数)	-0.25*** (-3.97)	0.19* (1.83)	-0.48*** (-6.37)	-0.23*** (-3.57)	0.20* (1.9)	-0.46*** (-6.03)
1部上場基準近接ダミー	0.68*** (3.65)	-0.65 (-1.11)	1.00*** (5.05)			
2部降格ダミー				2.07*** (8.35)	1.03 (1.40)	2.32*** (8.29)
1部昇格ダミー				-0.03 (-0.12)	-1.63 (-1.62)	0.31 (1.11)
小口株主比率	-0.69 (-1.49)	-2.07** (-2.52)	0.00 (0.00)	-0.61 (-1.29)	-2.05** (-2.49)	0.12 (0.21)
機関投資家比率	-0.66 (-1.13)	-1.77* (-1.72)	-0.03 (-0.04)	-1.01* (-1.66)	-1.88* (-1.82)	-0.48 (-0.66)
その他事業会社比率	-1.02*** (-3.22)	-1.07** (-2.01)	-0.98** (-2.49)	-1.07*** (-3.35)	-1.07** (-2.02)	-1.05*** (-2.65)
配当利回り	-0.07 (-1.57)	-0.17** (-2.23)	-0.02 (-0.48)	-0.06 (-1.56)	-0.17** (-2.21)	-0.02 (-0.42)
ROA	5.18*** (6.04)	5.42*** (3.99)	5.22*** (4.8)	5.11*** (5.35)	5.41*** (3.98)	5.10*** (4.68)
現金比率	-0.44 (-1.07)	-1.14 (-1.55)	-0.14 (-0.29)	-0.47 (-1.12)	-1.14 (-1.55)	-0.18 (-0.36)
負債比率	0.00 (0.19)	0.00 (0.47)	-0.00 (-0.05)	0.00 (0.48)	0.00 (0.48)	-0.00 (-0.00)
ln (売上高)	0.04 (0.75)	-0.12 (-1.31)	0.13** (1.96)	0.03 (0.61)	-0.13 (-1.35)	0.12* (1.81)
トーピンのQ	-0.08 (-1.51)	-0.11 (-1.22)	-0.06 (-1.00)	-0.08 (-1.63)	-0.11 (-1.23)	-0.07 (-1.15)
切片	-4.30*** (-2.87)	-19.73 (-0.01)	-16.55 (-0.02)	-4.26*** (-2.88)	-18.66 (-0.02)	-15.75 (-0.02)
年ダミー	Yes	Yes		Yes	Yes	
産業ダミー	Yes	Yes		Yes	Yes	
No. of obs.	17,250	17,250		17,250	17,250	
Pseudo R-squared	0.076	0.095		0.084	0.102	

(注) Model 1, 3は被説明変数を翌年度の優待導入を1、それ以外を0とするロジットモデルの分析結果。Model 2, 4は被説明変数を1=自社製品優待導入、2=非自社製品優待導入、3=非導入(ベースモデル)とする多項ロジットモデルの分析結果。説明変数は表7のうち全株主数を除き、個人株主数と売上高はそれぞれ対数をとったもの。カッコ内の数値はz値。*, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示す。

自社製品による株主優待導入のみ2部降格ダミーの係数が有意に正である。これらの結果から、1部上場企業で株主数が上場基準に近接しており、2部降格の危機にある企業では、非自社製品による株主優待導入の可能性が高く、自社製品による株主優待導入には2部降格、1部昇格などの上場基準近接は影響を及ぼしていないことが明らかになった。非自社製品による株主優待は、自社製品と比較して費用がかかる上に、その費用が損金に算入されないことも多い。それにもかかわらず非自社製品による優待を導入する企業では、そのコストより株主数の基準において2部への降格の危機を避けることができるというメリットの方が上回ると期待されていると考えられる。また現在2部に上場中であり、株主数が1部昇格への水準に近接していたとしても、それだけでは自社製品、非自社製品共に株主優待を導入する動機とはなっていないようである。

興味深い結果として、その他事業会社比率は全てのケースにおいて統計的に有意に負である点があげられる。その他事業会社比率は、株式持ち合いの代理変数であり、この結果は、株式持ち合いによ

る長期保有株主の存在により相対的に株式の流動性が低い状況にある企業は、株主優待を導入しない傾向があることを示唆している³⁾。また、機関投資家比率は自社製品導入カテゴリーでのみ有意に負である。一般に機関投資家はモノやサービスといった非現金による株主優待について、その性質上導入に否定的であると考えられる。しかし、サーベイ調査での個人投資家、機関投資家からの株主優待に関する声についての設問（質問 13, 14）では、機関投資家からは株主優待の廃止を求める声や（個人の優遇は）不平等という声はほとんど聞かれていないことが示された。ここでの回帰分析の結果もサーベイ調査の結果と整合的であると言える。機関投資家の存在はもっとも扱いが面倒な自社製品などによる優待のみを抑制する傾向があることを示しており、全てに強く反対しているわけではなさそうである。

コントロール変数については、ROA の係数は優待導入ダミー、自社製品導入カテゴリー、非自社製品導入カテゴリー全てで有意に正という結果であった。十分な業績があることが株主優待の実施には重要であるという点はサーベイ調査の結果と整合的である。配当利回りについては自社製品導入カテゴリーにおいてのみ、有意に負という結果になった。また売上高は自社製品導入企業では有意ではないものの負、非自社製品導入では有意に正となっており、自社製品導入企業では売上の増加という販売促進効果を期待しての株主優待導入の可能性がある。なお、その他のコントロール変数である現金比率、負債比率、トービンの Q は全てのケースで有意ではないという結果になった。

以上の結果より、全体としては株主数が少なく、株主数が一部上場基準ぎりぎりであり、特に東証 1 部から 2 部に降格する危機に面している企業で株主優待が導入される可能性が高いが、優待内容別に見ると、この傾向は非自社製品による優待導入企業によるものであることが確認された。また、自社製品による優待導入企業では個人株主数は少なくないものの、全株主に占める小口株主の割合が低く、売上も低い場合に販売促進や広告宣伝を目的として優待が導入されている可能性があることが示唆された。これらの結果はサーベイ調査での結果とも整合的であり、近年の多様な株主優待実施企業の増加の背景には、それぞれ異なる動機や効果があることが考えられる。

5 結 論

これまでの株主優待に関連するファイナンス分野での研究は、主に株価や株主数への影響など、株式市場における投資家側の反応に注目して行われてきた（砂川・鈴木、2008；野瀬ほか、2017 等）。これに対して、本稿では、株主優待を実施する企業側の意思決定を明らかにすることを目的として、上場企業へのサーベイ調査を行うとともに、企業がどのような状況において株主優待を導入するのか仮説を立て、実証的に検証した。

サーベイ調査の結果、株主優待の目的は、主に個人株主、なかでも長期保有株主の増加であり、その目的は概ね達成されていると企業側で認識されていることが明らかになった。さらに、自社関連製品による優待実施企業では、株主数の増加に加えて広告宣伝効果も株主優待の目的や効果として存在することが確認された。また本サーベイで明らかになった優待実施の目的を元に全上場企業のデータを用いて行った実証分析では、株主数が東証 1 部上場のための基準に近接し、特に 1 部から 2 部へ降格の危機にあり、より切実に株主数の増加を必要とする企業ほど非自社関連製品による優待を導入する傾向があることが明らかとなった。この結果は、いわゆる金券や選択制のカタログギフトなど直接事業に関係のない株主優待の導入が近年増加している背景に、株主数という上場基準を意識した動機があることを示唆している。株主数の不足のため東証 2 部への降格の恐れのある企業が、非自社製品

での株主優待導入に活路を求めている可能性は、今回のサーベイにおける新たな発見である。

他方、株主優待の実施前の個人株主数が多いほど自社製品による株主優待を実施する傾向があることも判明した。このことは、自社製品による株主優待を導入する企業は、株主数そのものを増やすというよりは、むしろ既存株主に優待を通じて働きかけ、ロイヤルティの高い顧客となってもらうことを目的としていることを示唆している。Keloharju et al. (2012) は企業と顧客の良い関係が顧客の投資判断にも影響を与える、つまり顧客が株主となる可能性を明らかにしているが、日本企業による株主優待は、逆に株主を顧客化する取り組みの一つと位置付けられるだろう。

また Bushee and Miller (2012) は、個人投資家に対するインベスターリレーションズ (IR) 活動はターゲットにアプローチするのが困難であるという課題とともに、メディアに取り上げられることが小口個人投資家との相互理解のための効果的な手段になり得るという実務家の意見を紹介している。最近では、定期的に個人投資家向けに優待ガイドブックが発行されるだけでなく、雑誌やテレビ番組で特集が組まれる等、株主優待はメディアで取り上げられることも多い。株主優待の有効性について、こうしたマーケティングや IR の観点から検証することも今後の研究課題としたい。

【付記】

本稿の作成にあたり、本誌の匿名レフェリーならびに編集委員長の手嶋宣之先生（専修大学）から数多くの貴重なアドバイスを頂いた。また、日本経営財務研究学会第42回全国大会では、討論者の松浦良行先生（山口大学）および参加者の皆様から、一橋大学金融研究会、中央大学及び日本金融学会関東部会共催の企業研究所公開研究会では参加者の皆様から有益なコメントを頂いた。また、多くの企業の皆様にもサーベイ調査に多大なご協力を頂いた。ここに記して感謝申し上げたい。なお、本研究は平成27年度創価大学次世代共同研究プロジェクトおよびJSPS科研費JP17K13796の助成を受けた。

【注】

- 1) 「複数選択で『最も多いもの』未選択」の10社（4.2%）について、1社ずつホームページや『株主優待ガイド』などで内容を確認したところ、質問10で株主優待を「10b. 導入予定または導入を検討中」を選択した1社を除き全ての企業でクオカードなどの非自社製品を含んでいる。19 i. 「その他」を選択し、内容を記述していた9社（3.8%）については、銀行による金利の上乗せや株主総会後の株主との懇談会などを含み、自社製品、非自社製品の分類は難しい。また、「タイプの選択なし」の15社（6.3%）中12社は質問10で株主優待を「10b. 導入予定または導入を検討中」、2社は「10d. 過去に実施していたが廃止」のため優待内容なしとなっている。よって、表4、5、6の分析では「複数選択で『最も多いもの』未選択」の10社中優待内容を確認できた9社は「非自社製品」として扱い、19 i. 「その他」の9社と「タイプの選択なし」の15社は自社製品、非自社製品に二分した分析からは除外する。
- 2) 株主優待の法的論点に関しては本サーベイ調査での株主優待の会計処理に関する項目を元に別稿（安武・永田、2018）で考察している。
- 3) 逆に、その他事業会社による持株比率が少ない企業ほど、長期安定的に株式を保有する株主を増加させることを目的として優待を行っている可能性がある。

【引用文献】

- Bushee, B., Miller, G., 2012. Investor relations, firm visibility, and investor following. *Accounting Review* 87, 867-897.
- Huang, W., Rhee, G., Suzuki, K., Yasutake, T., 2016. Shareholder perks in Japan: price movement and trading volume around ex-benefit days. Working paper, Social Science Research Network.
- Karpoff, J., Schonlau, M., Suzuki, K., 2018. Shareholder perks, ownership structure, and firm value. SSRN working paper, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2615777.

- Keloharju, M., Knüpfer, S., Linnainmaa, J., 2012. Do investors buy what they know? product market choices and investment decisions. *Review of Financial Studies* 25, 2921–2958.
- Wang, Q., Zhang, J., 2015. Does individual investor trading impact firm valuation? *Journal of Corporate Finance* 35, 120-135.
- 砂川伸幸・鈴木健嗣, 2008, 「株主優待導入の短期的影響」, 『証券アナリストジャーナル』46 (7), 107-121頁。
- 佐々木隆文・佐々木寿記・胥鵬・花枝英樹, 2016, 「企業の資金制約—アンケート調査による分析—」, 『証券アナリストジャーナル』54 (11), 71-82頁。
- 大和インベスター・リレーションズ株式会社, 2017, 『株主優待ガイド2018年版』ほか各年度版。
- 東洋経済新報社, 1937, 『会社四季報 昭和12年(第2輯)』。
- 東洋経済新報社, 『会社四季報』各年度版。
- 野瀬義明・宮川壽夫・伊藤彰敏, 2017, 「株主優待が株価にもたらす独自効果」, 『証券アナリストジャーナル』55 (10), 82-93頁。
- 安武妙子・永田京子, 2018, 「日本企業における株主優待実務の実態：サーベイ調査から」, 『証券経済研究』104, (近刊)。
- 弥永真生, 2006, 「会社法下における『株主優待』の法的論点」, 『ビジネス法務』2006.10, 56-61頁。