

株主優待と企業の経営指標

田 代 一 聡

要 旨

我が国において、株主優待は非常に馴染み深い制度である。そして、我が国以外で株主優待が一般に浸透している国はおそらくない。そのため、株主優待に関する先行研究も非常に限定されており、株主優待に関わる現実の情報は非常に限定されている。本稿では株主優待と企業の経営指標との関係に関する情報を提供するとともに、優待実施企業の経営効率に関する考察を行う。

優待実施企業は優待非実施企業に対して劣る経営指標が観測された。この結果は、株主優待を行っている企業の経営が非効率的な可能性を示唆しているであろう。しかし、このことを強く主張できる結果でもない。

さらに、優待の種類を分類して分析したところ、金券優待を行っている企業のROA、EBITが相対的に高いことが観察された。金券優待は株主優待のマーケティング効果が低いと考えられる。この考えに反する状況が観察されたことは、株主優待のマーケティング効果に対して疑問を投げかけるであろう。

目 次

- | | |
|---------|--------------|
| I. はじめに | 1. ベースの分析 |
| II. データ | 2. 種類を考慮した分析 |
| III. 分析 | IV. おわりに |

I. はじめに

株主優待制度は日本の株式市場において非常になじみ深い制度である。企業側のデータを見ると、1993年は300社弱で上場企業の10%程度が採用していたが、2019年には1500社を超え、

2020年には新型コロナ禍もあり数を減らしたものの上場企業の4割近くが採用している。また投資家側のデータでは、個人投資家の約34%が投資の目的として株主優待を挙げており、約10%の投資家は株主優待を投資の主たる目的としている¹⁾。この四半世紀で、我が国において株主優待が浸透してきたことが伺える。

しかし、この隆盛とは裏腹に株主優待は市場関係者、特に機関投資家からの批判が多い制度である。例えば東京証券取引所が行った市場関係者からの意見募集²⁾に対して、「優待の廃止を求める」や「現在のように何ら対策なく、株価維持のために金券類を株主優待とすることを放置すべきではない」といった意見が寄せられている。

このような批判が寄せられる背景には、小口株主の優遇や手続きコストの増大や企業価値の毀損といった理由が考えられる。

小口株主の優遇は、株主優待が株式数に比例して配分されないことに起因する。典型的な株主優待の配分方法は、1000株の株主には5000円の価値の株主優待が、5000株の株主には10000円の株主優待が、そして100万株の株主には5000株の株主と同じ10000円の株主優待を配布するというものである。つまり、1000株の株主の5倍の株式を保有していても2倍の、1000倍の株式を保有しても2倍の株主優待しか獲得できない。このように相対的に小口の株主を優遇し大口の株主に不利に働くことが、相対的に大口の株式保有をする機関投資家に不利な構造となっている。

手続きコストは、多種の株式を保有する機関投資家に送付されてくる株主優待の処置に関わるコストである。近年では換金可能な優待は換金して運用収益とし、換金の難しい食品・家庭用品は寄付されているようである³⁾。このような処分のために割かれる人手や労力は機関投資家に余計なコストが生じるため、機関投資家は個人投資家と比較して相対的に株主優待に低い価値しか見出さないであろう。

最後に企業価値の毀損である。小口の個人投資家に有利な株主優待は持ち株比率に影響し、

機関投資家の持ち分を減らすであろう。その結果、相対的に機関投資家の発言力が相対的に落ちることで企業経営者への経営へのプレッシャーを緩和されてしまい、企業価値が毀損されるというロジックである。企業が株主優待を実施する動機として個人投資家の獲得や増加が大きな要因となっている状況は⁴⁾、このような懸念に拍車をかけてしまうであろう。

この論文は、株主優待の実施企業と非実施企業の経営指標がどのような状態となっているのかについての知見を深めるのを主たる目的としている。そこから、株主優待導入後に実際に株主優待導入企業では企業価値の毀損が懸念されるような状況が観測されるかという疑問に答えを出すことも目的である。

一番重要な株主優待導入後の企業価値がどのように変化するかという点に対して先行研究である、鈴木／砂川 [2008] や Karpoff et al. [2020] は、株主優待導入前後で企業価値が上昇すること示している。これが導入後の企業経営者の行動によって経営が上手くいく見込みを示しているのかという点と必ずしもそうではない。何故なら企業価値上昇の要因について、鈴木／砂川 [2008] では流動性が改善されていることが示されており、Karpoff et al. [2020] ではさらに資本コストが低減されることが示されているが、これらは将来の企業経営とあまり関係のないように思われる。なぜなら流動性の改善や資本コストの低減は株式市場の参加者の行動によってもたらされる側面が大きいと考えられるためである。

株主優待導入後の経営状態について検討した先行研究として、Karpoff et al. [2020] は導入から3年後までの売上高の上昇が観測されているものの、優待導入によって売上高が伸びた

図表1 各指標の平均と中央値

| A. 全サンプル | | | | | | | | | |
|----------|--------|------|---------|------|--------|-------|--------|-----|-------|
| | ROA(%) | | EBIT(%) | | EPS(円) | | DPS(円) | | サンプル数 |
| | 平均 | 中央値 | 平均 | 中央値 | 平均 | 中央値 | 平均 | 中央値 | |
| 全企業 | 2.43 | 2.61 | 1.57 | 4.72 | 13.1 | 47.7 | 28.82 | 15 | 58505 |
| 優待実施企業 | 2.83 | 2.77 | 5.62 | 4.67 | 72.25 | 58.39 | 26.25 | 20 | 15877 |
| 優待非実施企業 | 2.28 | 2.54 | 0.06 | 4.75 | -8.93 | 43.8 | 29.78 | 13 | 42628 |

| B. 異常値除去後 | | | | | | | | | |
|-----------|--------|------|---------|------|--------|-------|--------|-----|-------|
| | ROA(%) | | EBIT(%) | | EPS(円) | | DPS(円) | | サンプル数 |
| | 平均 | 中央値 | 平均 | 中央値 | 平均 | 中央値 | 平均 | 中央値 | |
| 優待実施企業 | 3.32 | 2.84 | 5.97 | 4.73 | 82.13 | 60.75 | 26.8 | 20 | 15145 |
| 優待非実施企業 | 3.09 | 2.64 | 6.07 | 4.87 | 83.62 | 47.28 | 28.5 | 15 | 39489 |

〔出所〕 著者作成

とは主張できないと述べている。一方で、橋本 [2019] は、2013年から2018年までのデータを用いて、株主優待導入企業は売上高伸び率が劣る他に ROA 等の投資指標等でも劣ることを示している。

本論ではこれらの先行研究を踏まえて、株主優待導入企業の経営指標に着目し、株主優待導入が企業経営の指標とどのような関係にあるのかを見ていく。

II. データ

経営の指標として ROA, EBIT マージン (以後 EBIT)⁵⁾, EPS (一株当たり当期利益), DPS (一株当たり配当金), の4種類の指標を用いる。株主優待のデータは QUICK から取得し⁶⁾, 市場区分・業種のデータを東京証券取引所より取得し、それ以外のデータは FACTSET より取得した。

日本国内株式 (東証33業種で銀行業を除く, 東京証券取引所一部, 二部, マザーズ, JASDAQ, PRO Market) を対象として分析を行う。データの期間は1999年3月から2020年3月までである。抜けのあるデータを取り除いた総サンプル数は58505となった。

分析に入る前に、これらのデータと先行研究で用いられているデータの特性を把握するために、まず、株主優待を実施している企業の割合を見る。株主優待実施企業は年々ふえており、Karpoff 達 [2020] のサンプル (2001年から2011年) は25%強が優待を実施しているのに対して、橋本 [2019] のサンプル (2013年から2018年) は30%強が優待を実施している。両方の期間を含むここで用いるデータは27%強が株主優待を行っている。

次に、ROA, EBIT, EPS, DPS, の4種類の指標について、平均値と中央値を見る。図表1は全企業, 優待実施企業, 優待非実施企業に分けて表示している。

図表1のAを見ると、全企業及び優待非実施企業の一株当たり当期利益の平均値が負であり、EBITの平均値がほぼ0という数値を示しており、中央値や優待実施企業の平均値と比較して異常な数値を示しているように思われる。そこで異常値を取り除いて示した数値が図表1のBである⁷⁾。異常値を取り除いたことで、優待実施企業と優待非実施企業でほとんど差がない状態となっている。以後、異常値を取り除いたデータで分析を進めていく。

Ⅲ. 分析

1. ベースの分析

各経営指標を被説明変数に、株主優待の実施のダミーで回帰したものが図表2の(1)である。ROAはプラスでEBIT、EPS、DPSはマイナスであるものの、どの変数も有意ではない。

それに対して(2)は年次の固定効果を考慮したモデルであり、(3)は産業の固定効果を考慮したモデルである。そして、(4)は年次と産業の両方を考慮したモデルである。これらの3つのモデルの株主優待実施はすべて有意ではない。しかし、いくつか見るべきポイントがあるように思われる。

一つはROAの(1)のモデルと(2)・(4)のモデルの符号の逆転である。

ROAの係数が逆転した理由は時間の経過と

図表2 株主優待と経済指標

| モデル: | 株主優待の効果 | | | | |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 被説明変数 | | | | | |
| ROA | 0.238 (0.252) | -0.141 (0.205) | 0.250 (0.242) | -0.136 (0.209) | -0.609*** (0.153) |
| R ² | 0.00073 | 0.05812 | 0.06014 | 0.10981 | 0.46830 |
| Within R ² | | 0.00026 | 0.00071 | 0.00021 | 0.00233 |
| 被説明変数 | | | | | |
| EBIT | -0.092 (0.448) | -0.293 (0.429) | 0.396 (0.247) | 0.278 (0.228) | -0.423*** (0.118) |
| R ² | 5.24 × 10 ⁻⁵ | 0.01803 | 0.12584 | 0.13994 | 0.61711 |
| Within R ² | | 0.00051 | 0.00092 | 0.00043 | 0.00075 |
| 被説明変数 | | | | | |
| EPS | -1.49 (12.71) | -9.56 (11.04) | -6.73 (23.12) | -17.32 (21.85) | -30.90** (12.76) |
| R ² | 2.43 × 10 ⁻⁷ | 0.00080 | 0.00036 | 0.00118 | 0.25919 |
| Within R ² | | 9.46 × 10 ⁻⁶ | 4.13 × 10 ⁻⁶ | 2.56 × 10 ⁻⁵ | 3.66 × 10 ⁻⁵ |
| 被説明変数 | | | | | |
| DPS | -1.670 (3.080) | -1.243 (2.119) | 0.469 (2.842) | 0.758 (3.576) | -0.665 (1.210) |
| R ² | 4.25 × 10 ⁻⁶ | 0.00049 | 0.00088 | 0.00137 | 0.98399 |
| Within R ² | | 2.15 × 10 ⁻⁶ | 2.7 × 10 ⁻⁷ | 6.59 × 10 ⁻⁷ | 1.06 × 10 ⁻⁵ |
| 固定効果 | | | | | |
| 年次 | | Yes | | Yes | Yes |
| 産業 | | | Yes | Yes | Yes |
| 個別企業 | | | | | Yes |
| 観測数 | 54,634 | 54,634 | 54,634 | 54,634 | 54,634 |

(注) ***は1%, **5%, *は10%で有意を表す。

ともに株主優待実施企業が増えていることに加えて、ROAが近年高くなっていることが重なったためであろう⁸⁾。この重なりによって相対的に高いROAを持つ近年のサンプルが全体の平均を押し上げてしまい、結果として年次効果を考慮してない場合には株主優待実施企業のROAが高く見えてしまったのである。

もう一つはEBITとDPSの(1)のモデルと(3)・(4)のモデルでの符号の逆転である。(1)と(2)のモデルでは同じ符号であることから、ROAとは異なる要因で逆転が起きているであろう。その要因は株主優待実施企業と非実施企業の産業構造の違いにあるように思われる。株主優待実施企業は小売や食料品といった産業が比較的多く、電気機器、精密機器、機械、建築、資材といった産業は少ない。株主優待実施企業の多い産業のEBITは比較的小さく、少ない産業のEBITが大きい。これによって産業の調整をする前の優待実施企業のEBITは小さく見え、調整後は大きくなるという逆転を生み出したのである。

(4)のモデルに加えて個別企業の固定効果を加えたものが(5)のモデルである。この結果はROA、EBIT、EPSでマイナスの有意な結果となっており、有意ではないがDPSの符合もマイナスとなっている。

この結果は株主優待実施が、経営状態に良くない影響を与えている可能性を示唆する結果であろう。しかし、それ以外にも解釈の余地はあるように思われる。

何故なら(1)から(4)のモデルまでの結果は優待実施企業と優待非実施企業において有意な差は見られなかったためである。ここに個別企業の固有効果を考慮することで有意な差がみられた。これは、優待実施企業の固有の特性と

して優待非実施企業よりもROA、EBIT、EPSが高い傾向がみられことを意味するであろう。優待の実施によって、企業固有の特性で高い経営指標が打ち消されるということの意味するであろう。この高い企業固有の特性と優待実施の有無に関係があるとすれば、必ずしも優待の実施が経営状態を悪化させるとはいえないであろう。

当然、良い経営指標の企業が株主優待を実施することで経営によくない影響が生じている可能性もある。ここでは株主優待制度が企業経営に悪い影響を及ぼす可能性があるとし、さらなる解明は今後の課題としたい。

2. 種類を考慮した分析

株主優待が経営指標に与える影響は、その種別によって効果が異なってくると予想される。その一つの要素として株主優待の持つマーケティング効果が挙げられる。株主優待を通じて企業の認知度の向上や、自社製品やサービスのPRによって顧客や売上の増加を狙う企業はかなりの割合で存在する⁹⁾。このようなマーケティング効果は、企業が生産している商品や提供しているサービスの割引販売等といった株主優待は、クオカード等の金券という企業の業務と無関係な株主優待と比較して相対的にマーケティング効果の相対的に高いと考えることができるであろう。

このマーケティング効果を見るために、株主優待をいくつかの種類に区分する。金券優待、金券以外のギフト券(非金券ギフト券優待)、割引券優待、食事券優待、食品優待、日用品優待、そしてそれ以外の優待に分類する。

金券優待の典型的な例はクオカードである。それ以外にも図書カードやお米券がある。金券

株主優待と企業の経営指標

を取り上げる理由は、金券が本業と関係している可能性が低いためである。そのため金券優待はマーケティング効果の最も低い株主優待であると考えられる。

非金券ギフト券優待、割引券優待、食事券優待は企業の商品やサービスに対して使用できるものなどが典型的に考えられる。自社製品の提供は金券よりも高いマーケティング効果を持つ

図表3 種類別の株主優待と経済指標

| A. ROA: | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| 優待実施 | 0.1021 (0.2121) | -0.3190* (0.1659) | 0.0184 (0.2082) | -0.3746** (0.1688) | -0.5247*** (0.1831) |
| 金券優待 | 1.285*** (0.2088) | 1.117*** (0.1854) | 1.222*** (0.1983) | 1.110*** (0.1731) | 0.5262** (0.2002) |
| 非金券ギフト券優待 | 0.1199 (0.2464) | 0.0985 (0.2362) | -0.0822 (0.2210) | -0.0916 (0.2254) | -0.2982 (0.2043) |
| 割引券優待 | -0.3008 (0.2551) | -0.1760 (0.2397) | -0.3721 (0.2398) | -0.2850 (0.2405) | -0.0044 (0.3285) |
| 食事券優待 | -0.6688*** (0.1938) | -0.5772*** (0.1883) | -0.7717*** (0.1382) | -0.7558*** (0.1498) | -1.875*** (0.4016) |
| 食品優待 | -0.0009 (0.1528) | 0.0941 (0.1390) | 0.2392 (0.1695) | 0.2655 (0.1589) | -0.2950** (0.1377) |
| 日用品優待 | 0.1259 (0.3355) | 0.2301 (0.3308) | 0.3558 (0.2586) | 0.4377 (0.2634) | -0.1194 (0.3622) |
| R ² | 0.00600 | 0.06183 | 0.06546 | 0.11424 | 0.46942 |
| Within R ² | | 0.00419 | 0.00636 | 0.00518 | 0.00444 |
| B. EBIT マージン: | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 優待実施 | 0.3132 (0.2710) | 0.0874 (0.2571) | 0.3542* (0.2033) | 0.2241 (0.2012) | -0.4637 (0.2811) |
| 金券優待 | 0.9411*** (0.3270) | 0.8308** (0.3262) | 0.7037** (0.2824) | 0.6411** (0.2733) | 0.6602** (0.3056) |
| 非金券ギフト券優待 | -0.2068 (0.4962) | -0.2149 (0.4882) | -0.4180 (0.3212) | -0.4157 (0.3206) | -0.1303 (0.2629) |
| 割引券優待 | -0.2321 (0.6158) | -0.1572 (0.6167) | 0.0911 (0.3700) | 0.1301 (0.3787) | 0.2721 (0.3885) |
| 食事券優待 | -1.277** (0.5284) | -1.222** (0.4987) | -0.1641 (0.2951) | -0.1523 (0.2871) | -1.576*** (0.2100) |
| 食品優待 | -0.9769*** (0.2759) | -0.9082*** (0.2689) | -0.2435 (0.2461) | -0.2093 (0.2474) | -0.3683 (0.2734) |
| 日用品優待 | -0.3275 (0.5934) | -0.2516 (0.5987) | 0.3553 (0.3740) | 0.4067 (0.3827) | 0.1035 (0.3246) |
| 固定効果 | | | | | |
| 年次 | | Yes | | Yes | Yes |
| 産業 | | | Yes | Yes | Yes |
| 個別企業 | | | | | Yes |
| 観測数 | 54,634 | 54,634 | 54,634 | 54,634 | 54,634 |
| R ² | 0.00438 | 0.02169 | 0.12700 | 0.14099 | 0.61764 |
| Within R ² | | 0.00423 | 0.00225 | 0.00165 | 0.00215 |

(注) ***は1%, **5%, *は10%で有意を表す。

| C. EPS: | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|
| 優待実施 | -5.805 (11.97) | -15.61 (10.22) | 0.0564 (16.19) | -11.23 (15.04) | -25.56*** (9.593) |
| 金券優待 | 14.37*** (4.018) | 7.663 (4.578) | 11.33** (5.350) | 5.156 (6.434) | 30.58 (19.12) |
| 非金券ギフト券優待 | 0.2838 (5.618) | -0.5058 (6.585) | -11.34* (5.539) | -11.95** (5.264) | -29.79* (17.20) |
| 割引券優待 | 4.808 (7.955) | 9.229 (9.315) | -16.88 (17.35) | -12.79 (18.83) | 10.48** (4.406) |
| 食事券優待 | -46.06*** (5.622) | -42.59*** (5.338) | -91.42*** (13.44) | -89.47*** (13.62) | -268.8*** (58.47) |
| 食品優待 | 10.37** (4.757) | 13.92** (4.965) | 5.948 (5.024) | 8.184 (5.419) | -1.422 (13.81) |
| 日用品優待 | -6.256 (7.081) | -2.593 (6.662) | -14.11** (5.736) | -10.71* (5.551) | 9.821 (15.92) |
| R ² | 2.54 × 10 ⁻⁵ | 0.00082 | 0.00043 | 0.00125 | 0.25931 |
| Within R ² | | 3.26 × 10 ⁻⁵ | 7.7 × 10 ⁻⁵ | 9.15 × 10 ⁻⁵ | 0.00020 |
| D. DPS: | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| 優待実施 | -0.8023 (3.164) | -0.7961 (1.834) | 2.070 (2.604) | 1.982 (3.057) | -1.017 (0.8488) |
| 金券優待 | -1.418 (0.9537) | -3.280** (1.246) | -1.523 (1.251) | -3.591** (1.699) | 3.526** (1.672) |
| 非金券ギフト券優待 | -2.525 (1.995) | -2.770 (2.160) | -2.301 (1.765) | -2.508 (1.823) | -1.576 (2.117) |
| 割引券優待 | -0.0140 (2.441) | 1.164 (2.642) | -1.365 (2.529) | -0.0053 (2.710) | 1.473 (2.025) |
| 食事券優待 | -9.935*** (1.299) | -8.918*** (1.150) | -11.76*** (1.849) | -10.47*** (1.904) | -18.44*** (3.507) |
| 食品優待 | 1.329 (1.230) | 2.252 (1.344) | 0.2699 (1.344) | 1.374 (1.627) | -0.0693 (1.005) |
| 日用品優待 | -0.4133 (1.575) | 0.3624 (1.614) | -1.761 (1.628) | -1.019 (1.656) | 1.772 (1.940) |
| 固定効果 | | | | | |
| 年次 | | Yes | | Yes | Yes |
| 産業 | | | Yes | Yes | Yes |
| 個別企業 | | | | | Yes |
| 観測数 | 54,634 | 54,634 | 54,634 | 54,634 | 54,634 |
| R ² | 1.86 × 10 ⁻⁵ | 0.00051 | 0.00089 | 0.00138 | 0.98400 |
| Within R ² | | 1.97 × 10 ⁻⁵ | 1.56 × 10 ⁻⁵ | 1.72 × 10 ⁻⁵ | 0.00054 |

(注) ***は1%, **5%, *は10%で有意を表す。

と考えられる。

最後に、食品優待と日用品優待は自社の製品を送る場合が目立つ。食品優待は自社で取り扱っている米を株主優待としている企業も見られる¹⁰⁾。食品優待や日用品優待も金券よりは高いマーケティング効果を持つと考えられるが、

非金券ギフト券等と比較してどちらがより高い効果を持つのかは判然としない。

それ以外にも多様な種類の株主優待が存在する。これらをベースラインとして、上に挙げた種別の優待の効果を検証する。

各種別の優待のサンプル数は金券優待が

2628, 非金券ギフト券優待が2970, 割引券優待が4128, 食事券優待が912, 食品優待が5552, 日用品優待が1373となっている。優待実施の全サンプルが15000程度なので, これらの優待のサンプル数は優待実施の全サンプル数を超えてしまっている。これは一社の優待が複数の属性を持つことが多いためである。当然のことであるが, 金券優待と非金券ギフト券優待の両方の属性を持っているサンプルは存在しない。

図表3はAがROAを被説明変数に, BがEBITを被説明変数に, CがEPSを被説明変数に, DがDPSを被説明変数にし, (1)から(5)は図表2と同様に(1)は固定効果がないモデルの推計であり, (2)は年次を, (3)は産業を, (4)は年次と産業を(5)は(4)に加えて個別企業の固定効果を考慮した推計である。

図表3の優待実施の係数を図表2の係数と比較してみると傾向としては大きな変化は見られないもののROAの(2)と(4)で有意になっている点や, EBITは係数の大きさには変化がみられないものの有意ではなくなるという変化などがみられる。

金券優待の結果はROA, EBITで安定してプラスに有意であり, DPSは(2), (4), (5)で有意となっているものの, (2)と(4)ではマイナスの値で(5)ではプラスの値となっておりモデルによって符号が安定していない。EPSは(5)のみ有意であるが, 有意でないモデルでもおおむね値はマイナスである。

また金券優待実施企業は優待実施と金券優待の両方のダミーが1となるため, (5)の係数から優待実施で低下するROAが金券優待のプラスで相殺され, 企業固有の特性を調整した非実施企業と同程度のROAの水準となり, 他の優待実施企業を上回ることを示している。一方で

金券優待実施企業のEBITは優待非実施企業を上回りっていることが示唆される。

金券優待のROAとEBITが高いという結果はやはり驚きである。何故なら, この結果は, 予想されていた株主優待のマーケティング効果に反する結果となっているためである。株主優待のマーケティング効果は金券優待において最も低いと考えられるが, 金券優待を行っている企業のROAが相対的に高いという観測がされたのである。これは株主優待のマーケティング効果に対して疑問を投げかけていると考えられる。

また食事券優待はEBITを除いて非常に安定してマイナスであり, EBITでもおおむねマイナスで安定している。他の種別については, 有意な結果が得られているところもあるものの安定した結果とは言い難い。

食事券優待について特に面白いのはやはりEBITであろう。図表2で見たように株主優待全体で見たときにはEBITにマイナスの影響を与えていたが, 種別を分解したところ, 食事券優待以外にマイナスで有意なものもなくなってしまったのである。図表2で見られた株主優待のEBITへのマイナスの影響は食事券優待のせいで他の優待は悪影響を与えていない可能性が示唆されるのは驚きである。

なぜ食事券優待を発行する企業のEBITが低いのかというのは疑問である。まず思いつくのは飲食店を営む企業である傾向がありこのような企業のEBITが低いという可能性であるが, 産業の調整がされているので, この影響も考慮されているであろう。また, 食事券優待は利益をあまり変化させず売上高だけを膨らませる効果があると考えられることもできるであろう。そのように考えればEBITマージンへ負の影響があるのは当然と理解できるが, これだけで正当化

できるだけ EBIT マージンへ与える影響が小さくはないように思われる。

IV. おわりに

本論文における疑問は、株主優待を実施している企業に経営に非効率性がみられるのかというものである。株主優待実施企業はおおむね劣った経営指標が観測されたものの、優待実施企業の経営指標が劣っていると強く主張できるような結果でもない。また、優待の種別を分類して分析したところ、食事券優待以外の優待実施企業において EBIT マージンが優待非実施企業と有意な差がみられなく金券優待実施企業ではむしろ上回っているという点も、優待実施企業の経営指標が劣っているという主張に歯止めをかける結果であろう。

株主優待に関する研究自体があまり多くない中で、多くは株価を中心に置いて分析を行っている。株主優待実施企業の経営指標に焦点を当てた分析はほとんどない。本論文はこの部分に対する知見をわずかでも提供できれば幸いである。

最後に、金券を優待する企業は特に経営が非効率になるのではという懸念に対してはむしろ、金券優待をおこなっている企業のほうが効率的な経営が行われているような観察が得られた。金券優待を行っている企業の経営が効率的なのではなく、非常に効率的な経営を行っている企業が、シグナリングを動機として金券配当を行っているという仮説は考えられるものの、このような仮説は空論に感じられる。そして現状ではこれ以外の仮説は思い当たらない。この結果を説明しうる仮説の構築、ここで得られた結果のさらなる頑健性の確認等も含めて今後の課題としたい。

注

- 1) 日本証券業協会 [2020]
- 2) 東京証券取引所 [2019]
- 3) GPIF 公式ツイッター-2016年3月4日 <https://twitter.com/gpiftweets/status/705608252642295808>
- 4) 安武/永田/松田 [2018]
- 5) EBIT を売上高で割った割合 (%) を意味している。売上高に占める利益の割合
- 6) 持っているデータで株主優待の開始の日時が発表日の日付のため、最初の発表年は株主優待が行われていないとして処理している。
- 7) やや恣意的ではあるが、ROA の20%以上及びマイナス10%以下と EBIT マージンが30%以上及びマイナス10%以下を異常値として除外した。
- 8) 2000年代の年ダミーの係数の平均が1程度であるのに対して、2019年代の年ダミーの係数の平均は2に近い。なお、2000年を除くすべての係数が有意水準1%で有意である。
- 9) 安武/永田/松田 [2018]
- 10) 企業の業務との関連が感じられないが米を優待としている企業もある。

引用文献

- 東京証券取引所 [2019] 『市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要』 <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/index.html>
- 日本証券業協会 [2020] 『個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書』 https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kojin_isiki.html
- 橋本英樹 [2019] 『株主優待制度の導入目的とその効果について』 未刊行 https://corporate.quick.co.jp/wp-content/uploads/info_nfapdf
- 安武妙子, 永田京子, 松田優斗 [2018] 『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』 経営財務研究 Vol.38, No.1・2, pp.75-91
- Karpoff, Jonathan M., Robert Schonlau, and Katsushi Suzuki [2020] “Shareholder Perks and Firm Value”, *Review of Financial Studies*, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa141>

(当研究所研究員)