

株主優待廃止が株主構成・ 株主数に与える影響

松 浦 義 昭

要 旨

株主優待は、企業が一定数以上の株式を保有している株主に対して、物品あるいはサービスを進呈する制度である。企業が株主優待で提供する内容は、自社製品や自社サービスのほか、地域の特産品やカタログギフト、お米券やクオカード等の金券、社会貢献を用意する企業まで多岐にわたる。個人投資家にとって株主優待は投資の判断材料の一つとなっている。

近年、株主優待を実施する企業数は増加する傾向にあったものの、2020年以降は3年連続減少となるなど、株主優待を見直す企業もでてきている。本研究は、この株主優待の廃止が株主構成・株主数に与える影響について分析を行っている。分析の結果、以下の点が明らかになった。

第1に、株主優待の廃止企業に関して優待廃止の前年から優待廃止の当年にかけて、株主構成、株主数の変化を検証した結果、廃止企業の個人持株比率および個人株主比率については、統計的に有意な低下が確認できた。また、株主優待の廃止による個人株主数の変化についても統計的に有意な減少を示していることが確かめられた。

第2に、株主優待が廃止される以前の優待内容（自社製品または非自社製品）を基準に優待の廃止企業を自社製品群と非自社製品群に分類して、廃止前後の株主構成や株主数の変化を検証した結果、自社製品群の個人株主数の減少と比較すると、非自社製品群の個人株主数の減少規模は大きいことが確かめられた。

キーワード：株主優待 優待廃止 優待内容 所有構造 ガバナンス

*論文の作成に当たり、本誌の匿名レフェリーから数多くの有益なコメントをいただきました。若園智明氏を始めとする日本証券経済研究所の方々にも大変お世話になりました。記して感謝致します。

目次

1. はじめに
2. 先行研究と仮説提示
3. データと分析方法
 - 3.1 データ
 - 3.2 分析方法

4. 分析結果
 - 4.1 基本統計量
 - 4.2 分析結果
5. おわりに

1. はじめに

株主優待とは、企業が一定数以上の株式を保有している株主に対して、物品あるいはサービスを進呈する制度である。

企業が株主優待で提供する内容は、自社製品や自社サービスのほか、地域の特産品やカタログギフト、お米券やクオカード等の金券、社会貢献を用意する企業まで多岐にわたる。

証券会社等では各企業の株主優待内容を紹介するポータルサイトの提供や株主優待のセミナーを定期的実施しており、個人投資家にとって株主優待は投資の判断材料の一つとなっている。

株主優待の多くは、保有株式数に比例して優待内容が厚くなるわけではないため少額で保有する個人投資家の方が優遇されている。優待内容によっては株式を大量に保有する機関投資家や外国人投資家のメリットは大きくないことから個人投資家を意識した株主還元制度といえる。

日本で株主優待を実施する企業数の推移に関する野村インベスター・リレーションズ (IR) の調査によれば、2000年の株主優待実施企業は602社で全上場企業に占める割合は17.3%で

あった。その後、リーマンショックの影響により実施企業数が減少した時期はあるものの、2011年から再び増加に転じており、2019年には過去最高の1532社と全上場企業の37.2%を占めるまでに拡大している¹。

一方で、2020年には株主優待の廃止企業が開始企業を上回り全体として実施企業数は減少となった。同調査によれば2022年9月末には1473社にまで減少している。

長期的には、株主優待を開始する企業は増加傾向にあるものの、株主優待を廃止する企業も毎年一定数存在している。大和インベスター・リレーションズ (IR) の調査によれば、2019年から2022年の期間における株主優待の廃止理由は、「公平な利益還元のため」、「上場廃止」、「経営不振のため」、「その他」の順番となっている。優待廃止の理由全体に占める「公平な利益還元のため」の割合は2019年以降に増加しており、2022年では半数以上を占めている²。

2020年以降は3年連続の減少となるものの、2000年の602社から2019年の1532社まで拡大してきた株主優待の実施企業。これら企業は、どのような目的で株主優待を実施しているのだろうか。安武・永田・松田 (2018) では、株主優待実施企業に対して、その実施目的に関するサーベイ調査を行っている。

1 野村インベスター・リレーションズ株式会社 (2023)

2 瀬戸・森 (2023)

調査の結果によれば、実施目的に「個人投資家の獲得、増加」という選択肢が最も平均スコアが高かったことを報告している。次いで、実施目的に「長期保有株主の増加」とした選択肢の平均スコアも高いことから、株主優待の実施企業では株主構成が意識されていることを明らかにしている。

また、上記の2つの目的の他に、自社製品を優待品として提供する企業では、「自社製品やサービスのPRによる顧客、売上の増加」の平均スコアが高いことから、自社製品を提供する企業では、株主構成とともに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あることも報告されている。

企業は株主優待を通して、個人投資家や長期保有株主の獲得・増加、販売促進等の効果を期待するが、実際に株主優待を導入・実施するとどのような影響があるのだろうか。

これまでも株主優待の導入が株主数や株主構成、株価、業績等に与える影響を検証した先行研究は鈴木・砂川(2008)をはじめとして数多く存在する。一方、株主優待を廃止した企業を対象とした研究は少ないのが現状である。そこで、本研究では、株主優待の廃止が与える影響を明らかにすることを目的とし、具体的には、株主優待の廃止が企業の株主構成に及ぼす影響について焦点を当てて検証することとする。

先行研究と比較した場合、本研究の特徴として以下のような点があげられる。第1の特徴は、株主優待を廃止した企業をサンプルとして、優待廃止企業と廃止前の所属業種、規模、財務属性、株主構成の特徴が近似した株主優待継続企業をマッチング企業に選定して比較検討している点である。さらに、株主優待の廃止が

株主構成に与える影響について個人株主とともに金融機関や外国人株主、上位10大株主などにも着目した検証を行っている。

第2の特徴は、株主優待を廃止した企業について、株主優待の内容(自社製品または非自社製品)に関して、廃止前後の株主数や株主構成にどのような変化がみられるのかを比較検討しているという点である。

株主優待が廃止される以前の優待内容に(自社製品または非自社製品)に着目して廃止前後の株主数や株主構成の変化を検証した点については従来の先行研究で取り上げられてこなかった点であり、意義あるものと考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2節では、先行研究を紹介し、仮説を提示する。第3節では、分析に用いるデータや手法について述べる。続いて第4節では、分析結果が示される。第5節では、結論と今後の課題が示される。

2. 先行研究と仮説提示

株主優待については、これまでに様々な角度から研究が積み重ねられてきた。また、先行研究に基づいて論点を整理した野瀬(2012)、宮川(2013)、田代(2021a)のレビュー論文も存在する。本節では、株主優待の導入・廃止が株主数や株主構成に与える影響を検証した松本(2006)、鈴木・砂川(2008)、Yasutake(2012)、望戸・野瀬(2015)、野瀬・宮川・伊藤(2017)、安武・永田・松田(2018)、楠美・齋藤(2020)、Karpoff et al.(2021)、Huang et al.(2022)の先行研究から本稿に関連する株主数や株主構成に与える影響を念頭に置いて紹介し、仮説を提示する。

株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響

松本（2006）では、2003年から2006年までの期間の東証1部上場企業のデータを用いて、個人投資家を増加させるための対策としての株主優待の有効性を検証している。

具体的には、株主優待を実施した企業の個人投資家は増加しているのか、株主優待を開始した企業では株主数が増加しているのか等について検証を行っている。

分析の結果、株主優待を実施している企業では統計的に有意に株主数が増加していることを確認している。また、新たに株主優待を導入した企業でも株主数が増加する弱い傾向がみられることを報告している。

鈴木・砂川（2008）では、1998年から2005年までの期間に株主優待を導入した172社を対象に、株主優待の導入が株主数や株主構成、株式の流動性、株価に与える影響を検証している。

分析の結果、株主優待を導入した企業では個人株主数は増加し、株式の流動性指標は改善したことを確認している。また、株主優待の導入を発表した企業の株価は有意に上昇しており、株主数の増加や流動性の向上が株価に好影響を与えた可能性があるとしている。

さらに、株主優待は、株主に対して自社製品やサービスを供与することで、その優秀さをアピールする機会となるとして株主優待の内容に着目して自社製品が否かによって株主優待の導入を発表した際の株価反応が異なるかを検証している。

分析の結果、統計的に有意な結果は得られなかったものの自社製品ダミー変数が正であることから、自社製品に関する株主優待の導入は、そうでない優待よりも好意的に評価される可能性があることを報告している。

Yasutake（2012）では、1996年から2008年

までの期間に株主優待を導入した166社を対象に、株主優待の導入が株主数や株主構成に与える影響を検証している。

分析の結果、株主優待を導入した企業では、株主優待制度を導入した年のみならず導入後の数年間においても個人投資家数の増加および個人投資家全体の保有株式数を個人投資家数で除した平均保有株式数の減少が持続することを確認している。さらに、新規上場企業を対象に、株主優待制度がある銘柄とない銘柄の個人投資家数の増加率を比較した結果、上場後数年間は優待制度がある銘柄の方が個人投資家数の増加率が高いことを報告している。

望戸・野瀬（2015）では、2011年から2014年までの期間に株主優待の権利が確定した延べ4,107件を対象に、権利付き最終日前後の決算で個人株主数がどのように変化したかについて検証を行っている。

分析の結果、株主優待実施の前後で個人株主数は統計的に有意に増加しており、株主優待が個人株主数増加に寄与することを報告している。

野瀬・宮川・伊藤（2017）では、2005年から2016年までの期間に、株主優待の廃止と同時にその代替手段として増配をアナウンスした36件のデータを用いて、株主優待の廃止が株価や株主数、株主構成に与える影響を検証している。

分析の結果、株主優待を廃止すると同時にその代替手段として増配するとアナウンスした前後の決算期で、個人株主比率と個人持ち株比率がどのように変化したかについても検証したところ、株主優待廃止+増配の施策は個人株主の減少につながったことを報告している。

安武・永田・松田（2018）では、日本における株主優待導入の動機、目的や効果を明らかに

するために、2016年12月に全上場企業に質問票を送付してサーベイ調査を行っている。

調査では、全上場企業3,702社中の444社から回答を得ており、この中から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社を分析対象としている。

調査の結果、株主優待実施の目的は、個人投資家の獲得、増加や長期保有株主の増加であると回答した企業の割合が多いことを報告している。また、優待内容として自社製品を用いている場合には、株主の増加に加えて、広告宣伝効果による認知度向上や自社製品、自社サービスのPRによる顧客、売上増加も期待されていることを明らかにしている。

さらに、優待内容として非自社製品を用いている場合には、株主優待の導入目的は個人投資家の獲得、増加であるとした回答が最も多く、非自社製品を優待で提供する企業が個人株主の獲得を重要していることを明らかにしている。

次に、優待内容（自社製品または非自社製品）と株主数、株主構成の関連性について実証分析を行っている。分析の結果、株主優待導入前の株主数が少ない場合には、非自社製品が株主優待に用いられる確率が高くなることを確認している。さらに、自社製品が株主優待導入の際に用いられる確率が高くなるのは、導入前の株主数は多いものの小口株主の割合が少ない企業であることを確認している。

サーベイ調査と実証分析の結果から、(1)優待内容が自社製品、非自社製品のいずれの実施企業でも個人株主の獲得、増加を株主優待の主な目的としていること、(2)個人株主の獲得が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を用いた株主優待のメリットが期待

されていること、(3)自社製品を株主優待に用いる企業では、株主数の増加が目的というよりは既存株主に対して自社への理解を深めてもらう効果や宣伝効果を期待して株主優待を実施する可能性があることを報告している。

楠美・齋藤(2020)では、2018年度の東証上場企業を対象に、株主優待が株主構成に与える影響について、業種とその優待内容に着目した分析を行っている。

具体的には、個人の株式保有比率を直接分析せずに、浮動株比率と特定株式比率を対象とした大別すると2つの分析を行っている。

まず、浮動株比率については、株主優待が個人投資家を増やす目的ならば、導入企業の浮動株比率は高くなるはずであるという仮説を設定して分析した結果、株主優待企業の浮動株比率は非優待企業の浮動株比率よりも統計的に有意に高いことを確認している。また、優待内容については、食料品業の食事券や小売業などのように企業の取扱商品との繋がりがあがる場合、浮動株比率が高くなることを報告している。

特定株式比率については、株主優待が個人投資家を増やす目的ならば、導入企業の特定株式比率は低くなるはずであるという仮説を設定して分析した結果、株主優待企業と非優待企業の特定株式比率は、統計的な有意な差がないことを確認している。また、優待内容については、陸運や空運など交通サービスを提供している企業の特定期株比率は低い傾向があるなど、個人株主にとって企業との繋がりが強い優待内容の場合に特定株比率が低くなる業種はあるが、浮動株比率と比べると明確な傾向はみられないことを報告している。

以上の分析を通じて、優待企業と非優待企業を比較すると、浮動株比率では有意差が見られ

株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響

るが、特定株式比率では有意な差は見られないことを確認している。また、業種別では、小売業や陸運業、海運業といった株主優待実施率が高い業種では、優待実施企業と非優待実施企業を比較すると浮動株比率について統計的に有意な差があり、これらの業種では仮説どおりに個人株主促進という目的に合致した効果が表れていることを報告している。

さらに、優待内容については、食料品業の食事券や小売業などのように企業の取扱商品との繋がりがある場合に個人株主保有の増加がみられることを報告している。

楠美・大島（2021）では、2012年から2018年における株主優待が外国人株主比率に与える影響について、株主優待制度の実施率が高く、制度が十分に浸透している小売業と食料品業を対象に分析を行っている。

分析の結果、株主優待を実施している企業ほど、外国人株主比率が高くなっていることを明らかにしている。株主優待の実施企業は、非実施企業に比べて外国人株主比率が高くなるという結果について彼らは以下のように解釈している。株主優待制度は主に個人投資家を重視した施策ではあるものの、その実施は企業が株主を重視した利益還元意識が高いことの一環と見られることもできる。外国人投資家には、一定の条件の下で、株主優待を実施する企業は、株主を重視した利益還元意識が高い企業という認識をもたらすとして、株主優待の実施が株主重視を示す必要条件となっている可能性を指摘している。

Karpoff et al.（2021）では、2001年から2011年の期間に株主優待を導入した企業を対象に、優待導入の影響について分析を行っている。

分析の結果、株主優待を導入した企業では、

株価の上昇とともに、個人株式保有比率や個人株主数の増加、株式の流動性の向上、資本コストの低減が見られたことを報告している。

また、2001年から2011年の期間に株主優待制度を廃止した企業を対象に、優待廃止の影響についても分析を行っている。

分析の結果、株主優待を廃止した企業では、株価の下落とともに、個人の株式保有比率の減少、株式の流動性の低下、資本コストの上昇、および売上高の減少が見られており、優待廃止による影響は、優待導入のそれとは正反対の結果となっており、株主利益仮説と整合的な結果が得られたことを報告している。

これらの結果から、株主優待を導入する可能性が高いのは、総株主数に占める個人株主数が比較的少ない企業、あるいは個人株式保有率が低い企業、株式に流動性が低い企業であるとしている。また、株主優待度は、個人株主数や個人株式保有比率を増やし、株式の流動性を向上させ、資本コストの低減をもたらす等の複合的な効果により企業価値を高めることを報告している。

Huang et al.（2022）では、2011年から2014年の期間を対象に、株主優待の導入前と導入後の株主数、株主構成の変化について分析を行っている。

分析の結果、株主優待導入後に個人株主の増加により総株主数は増加していることを確認している。また、株主数に占める個人株主の比率は増加するものの、個人株主の平均保有比率には大きな変化は見られないことを明らかにしている。この理由について、株主優待が1株ごとではなく、株主ごとに分配されるため、少数の株式を保有する個人株主が増えるほど、所有構造が拡散していくことを意味していると述べて

いる。また、機関投資家の株式保有比率については、株主優待導入後に減少していることも明らかにしている。

また、優待内容に着目した分析も行っており、具体的には、金券などのギフトカードを用いた優待と製品・サービスを用いた優待とに分けて、権利落ち日前後の株価に与える影響を比較している。

分析の結果、製品・サービスを用いた優待の方がギフトカードによる優待よりも株価の下落が大きいという結果を確認している。このことから、株主はギフトカードよりも製品・サービスを用いた株主優待に高い価値を認めており、メンタルアカウンティングの理論モデルと整合的な結果が得られたことを報告している。また、既存の顧客が価値を感じるような内容の優待を提供することで、株主を自社の商品・サービスに愛着心を抱くロイヤルカスタマーに、顧客をロイヤル株主に変えることができる可能性を指摘している。

以上のように、株主優待が株主数や株主構成、株価に与える影響を検証した松本 (2006)、鈴木・砂川 (2008)、Yasutake (2012)、望戸・野瀬 (2015)、野瀬・宮川・伊藤 (2017)、安武・永田・松田 (2018)、楠美・齋藤 (2020)、Karpoff et al. (2021)、Huang et al. (2022) らの先行研究では、株主優待が株主数や株主構成、特に個人株主数や個人持株比率に影響を及ぼしていることを明らかにしている。本稿ではこうした議論に倣い、仮説1として株主優待が廃止となった場合についても個人株主及び個人株主以外の株主構成、株主数に影響を与えると予想する。具体的には、分析1として、株主優待廃止企業について優待廃止前後における株主構成・株主数の変化を検証する。

また、株主優待の内容に着目した鈴木・砂川 (2008)、安武・永田・松田 (2018)、楠美・齋藤 (2020)、Huang et al. (2022) の先行研究では、優待内容が株主構成に影響を及ぼしていることを明らかにしている。これらの議論から、本稿では仮説2として株主優待が廃止される以前に企業から提供されていた株主優待の内容（自社製品または非自社製品）は、優待廃止後の企業の株主構成、株主数に異なる影響を与えると予想する。

具体的には、分析2として、株主優待廃止企業について株主優待の内容に（自社製品または非自社製品）に分類して、廃止前後の株主構成、株主数の違いを検証する。

先行研究と比較した場合、本研究の特徴として以下のような点があげられる。第1の特徴は、株主優待を廃止した企業をサンプルとして、優待廃止企業と廃止前のパフォーマンス、所属業種、規模、株主構成の特徴が近似した株主優待継続企業をマッチング企業に選定して比較検証をしている点である。また、株主優待の廃止が株主構成に与える影響については、個人株主とともに金融機関や外国人株主などにも着目した検証を行っている。

第2の特徴は、株主優待を廃止した企業について、株主優待の内容に（自社製品または非自社製品）に関して、廃止前後の株主構成、株主数にどのような影響がみられるのかを比較検証しているという点である。

株主優待が廃止される以前の優待内容に（自社製品または非自社製品）に着目して廃止前後の株主数や株主構成にどのような影響がみられるのかを検証した点については従来の先行研究で取り上げられてこなかった点であり、意義あるものだと考えられる。

3. データと分析方法

3.1 データ

本研究では、株主優待の廃止に関するサンプルを下記の基準で選択している。株主優待内容および優待の廃止に関するデータは、日本取引所グループの『TDnet：適時開示情報閲覧サービス』、大和インベスター・リレーションズの『株主優待ガイド』各号、東洋経済新報社の『会社四季報』より収集している。

また、企業属性や財務・株価関連データについては、アイ・エヌ情報センターが提供する「INDB Relations」及び「Funding View」データベースから取得している。

本研究では、以下の5つの選択手順でサンプルを選出した。

- (1) 2010年4月1日から2021年3月31日の期間に株主優待の廃止を行っている上場企業（保険・金融業を除く）をサンプルとした。なお、上記期間中に株主優待を廃止した年度前後の合計3年間（廃止前年・廃止当年・廃止翌年）を分析期間としている。
- (2) 株主優待を廃止した理由が、上場廃止であればサンプルから除外する。
- (3) 株主優待を廃止した企業が、廃止前後の合計3年間の期間で増減資を行っていればサンプルから除外する。
- (4) 株主優待を廃止した企業が、廃止前後の合計3年間の期間で株式併合を行っていればサンプルから除外する。
- (5) 株主優待を廃止した企業が、廃止前後の合

計3年間の期間で株式分割を行っていればサンプルから除外する。

最終的に上記の5つの手順から、株主優待廃止企業（株主優待の廃止を行った企業）である77サンプルを選出した。

本研究では、株主優待の廃止に関する影響を調査するために、鈴木・砂川（2008）を参考にマッチング企業によるアプローチを採用する。具体的には、株主優待を継続して実施している企業をマッチング企業として、株主優待の廃止企業と継続企業の両者を比較する。マッチング企業である株主優待の継続企業を以下の手順により選出した。

- (1) 株主優待の廃止を行ったサンプル企業と同じ業種³に所属し、廃止前の規模、財務属性、株主構成の特徴が近似している上場企業（保険・金融業を除く）である。
- (2) 株主優待を分析期間を通して継続して実施している。
- (3) 分析期間で増減資を行っていればサンプルから除外する。
- (4) 分析期間で株式併合を行っていればサンプルから除外する。
- (5) 分析期間で株式分割を行っていればサンプルから除外する。

上記の手順から最終的に、株主優待廃止企業（株主優待の廃止を行った企業）である77サンプル、マッチング企業として比較する株主優待継続企業（株主優待を継続して行っている企業）である77サンプルを選出した。

3.2 分析方法

株主優待廃止による株主構成・株主数への影

3 業種分類は、東京証券取引所が定める業種分類（33業種）を基準にしている。

響を分析するために、優待の継続企業と廃止企業をマッチングして比較する方法を採用している。

株主優待を廃止した企業が、廃止を発表した直前の決算期を優待廃止の前年 ($t=-1$) とする。分析対象期間は、優待廃止の前年 ($t=-1$)、優待廃止の当年 ($t=0$)、優待廃止の翌年 ($t=+1$) の3年間である。

まず、同じ業種に属する優待の継続企業と廃止企業について、優待廃止前年における規模、財務属性、株主構成、株主数に関して統計的に有意な差があるかを(対応のない t 検定)を用いて平均値の差を検証する。

次に、第1の分析として、株主優待の廃止は企業の株主数や株主構成にどのような影響を与えるのか、継続企業と廃止企業でどのような影響がみられるのかを検証する。

まず、継続企業と廃止企業について、優待廃止前年から優待廃止当年、優待廃止当年から優待廃止翌年の2期間における株主構成・株主数の変化に関して(対応のある t 検定)を用いて平均値の差を検証する。

次に、優待廃止前年、優待廃止当年、優待廃止翌年の3年間について、株主構成・株主数に関して、継続企業と廃止企業の平均値に統計的に有意な差があるかを(対応のない t 検定)で検証する。

さらに、優待廃止前年、優待廃止当年、優待廃止翌年の3年間について、廃止企業の株主構成・株主数の変化の差を求め、それを同様の手続きで求めた継続企業の差を引く。この廃止企業の株主構成・株主数の変化の差から、継続企業の株主構成・株主数の変化の差をとった差分の差についても統計的に有意な差があるかを検証する。

第2の分析は、株主優待を廃止した企業について、株主優待の内容(自社製品または非自社製品)に着目して、廃止前後の株主構成・株主数にどのような影響があるかを検証する。

まず、株主優待が廃止される以前の優待内容(自社製品または非自社製品)を基準に優待の廃止企業(全77サンプル)を自社製品群(28サンプル)、非自社製品群(49サンプル)に分類して、優待廃止前年から優待廃止当年、優待廃止当年から優待廃止翌年の2期間における株主構成・株主数の変化を(対応のある t 検定)を用いて平均値の差を検証する。

さらに、優待廃止前年、優待廃止当年、優待廃止翌年の3年間について、株主構成・株主数に関して、継続企業と廃止企業の平均値に統計的に有意な差があるかを(対応のない t 検定)で検証する。

4. 分析結果

4.1 基本統計量

図表1は、株主優待の廃止企業(サンプル企業)と継続企業(マッチング企業)について、その廃止前年の特徴を比較したものである。

はじめに、同じ業種に属する株主優待の廃止企業と継続企業について、規模(総資産)、安全性や収益性の指標(自己資本比率、ROA)、株主構成、株主数、配当利回りに関して統計的に有意な差があるかを検証した結果、有意な差は見られなかった。このことから、株主優待の廃止企業と特徴が近似した継続企業を選定していることが確認できる。

また、有配企業数については、株主優待の廃止企業が69社(89.61%)、継続企業が73社(94.81%)

図表1 優待継続企業と優待廃止企業の基本統計量

	優待継続企業 (N=77)		優待廃止企業 (N=77)		差	t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差		
総資産 (百万円)	106554.17	240421.16	94127.91	269232.97	12426.26	0.30
自己資本比率 (%)	54.25	20.13	52.84	24.27	1.41	0.39
ROA (%)	6.00	4.08	5.66	5.99	0.33	0.40
金融機関持株比率 (%)	15.87	11.20	13.54	9.62	2.33	1.38
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.18	1.45	1.32	1.78	-0.14	0.55
その他の法人持株比率 (%)	30.12	15.48	27.09	17.62	3.03	1.13
外国人持株比率 (%)	9.08	10.83	9.90	12.51	-0.83	0.44
個人持株比率 (%)	43.75	16.91	48.15	21.43	-4.40	1.41
上位10大株主持株比率 (%)	52.08	14.05	54.08	14.66	-2.00	0.87
個人株主数 (人)	10992.06	13366.86	12387.45	11494.10	-1395.39	0.69
配当利回り (%)	2.83	5.82	2.44	2.57	0.39	0.52
有配企業数	73		69		-	-
有配企業比率 (%)	94.81		89.61		-	-
サンプル数	77		77		-	-

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社及びそのマッチング企業である優待継続企業77件の財務属性を示している。優待継続企業の選出手順については本文を参照。図表1の数値は、廃止を発表した直前の決算期の数値である。総資産は、総資産簿である。自己資本比率は、自己資本を資産で除したものである。ROAは、(営業利益+受取利息・配当金+持分法による投資利益-持分法による投資損失)を(当年の資産+前年の資産)÷2で除したものである。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主人数である。配当利回りは、1株当たり配当額を決算日株価で除したものである。有配企業数は、優待廃止企業と優待継続企業の中で、直前期に配当を実施している企業である。有配企業比率は、有配企業数を77で除したものである。t値はサンプル企業とマッチング企業の平均の差の検定統計量である。

(出所) 筆者作成

と9割近い企業が株主優待の廃止前年に配当を実施していることがわかる。

4.2 分析結果

図表2は、株主優待の廃止前後における、優待の廃止企業と継続企業の株主構成、株主数を示している。

まず、優待の廃止企業に関して優待廃止の前年(-1期)から優待廃止の当年(0期)にかけて(対応のあるt検定)で株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、廃止企業の金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率については、それぞ

れ1%水準、5%水準で統計的に有意な上昇が確認できる。

また、廃止企業の個人持株比率については、1%水準で統計的に有意な低下が確認できる。

株主優待の廃止による個人株主数の変化についても1%水準で統計的に有意な減少を示している。鈴木・砂川(2008)の研究では、株主優待の導入後に個人株主数は統計的に有意に増加することが報告されている。本研究は先行研究である鈴木・砂川(2008)の株主優待の導入とは裏表の関係である株主優待の廃止を対象としたものである。分析の結果から株主優待の廃止後に個人株主数は統計的に有意に減少すること

図表2 株主優待制度の廃止が株主構成と株主数に与える影響

	廃止前年：(-1期)		廃止当年：(0期)		t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
廃止企業 (N=77)					
金融機関持株比率 (%)	13.54	9.62	14.23	9.73	2.81***
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.32	1.78	1.79	1.96	2.41**
その他の法人持株比率 (%)	27.09	17.62	26.88	17.78	1.03
外国人持株比率 (%)	9.90	12.51	10.33	12.79	1.47
個人持株比率 (%)	48.15	21.43	46.77	22.01	3.61***
上位10大株主持株比率 (%)	54.08	14.66	54.68	14.74	1.39
個人株主数 (人)	12387.45	11494.10	9678.57	9662.80	5.16***
継続企業 (N=77)					
金融機関持株比率 (%)	15.87	11.20	15.97	11.21	0.57
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.18	1.45	1.40	1.56	2.35**
その他の法人持株比率 (%)	30.12	15.48	29.45	16.21	1.24
外国人持株比率 (%)	9.08	10.83	9.18	11.43	0.26
個人持株比率 (%)	43.75	16.91	43.99	16.92	0.48
上位10大株主持株比率 (%)	52.08	14.05	52.37	14.34	0.81
個人株主数 (人)	10992.06	13366.86	11914.04	15708.44	1.44

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社及びそのマッチング企業である優待継続企業77件の財務属性を示している。廃止前年(-1期)は、サンプル企業が株主優待廃止を発表した直前の決算期の数値、廃止当年(0期)は株主優待廃止発表直後の決算期の数値である。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主人数である。t値は対応のある測定値の平均の差の検定の統計量である。*、**、***は有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

が確かめられた。

具体的には、優待廃止の前年には平均12,387人だった個人株主数が、優待廃止の当年には平均9,678人と約2,700人(対前年比21.87%)が減少している。

次に、図表2の下段に示されている株主優待の継続企業に関して、前年(-1期)から当年(0期)にかけての株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、継続企業の金融商品取引業者持株比率については、5%水準で統計的に有意な上昇が確認できる。一方、金融機関持株比率、その他の法人持株比率、外国人持株比率、個人

持株比率、上位10大持株比率、個人株主比率、個人株主数、総株主数の変化は、統計的に有意ではない。

次に、図表3に示されている優待廃止の当年(0期)から優待廃止の翌年(+1期)にかけて、(対応のあるt検定)で株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、廃止企業の金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率の変化については、統計的に有意ではない。一方、外国人持株比率については10%水準で、統計的に有意な上昇が確認できる。

外国人投資家にとって、株主優待で提供され

図表3 株主優待制度の廃止が株主構成と株主数に与える影響

	廃止当年：(0期)		廃止翌年：(+1期)		t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
廃止企業 (N=77)					
金融機関持株比率 (%)	14.23	9.73	14.30	9.87	0.37
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.79	1.96	1.99	2.00	1.44
その他の法人持株比率 (%)	26.88	17.78	26.80	17.91	0.42
外国人持株比率 (%)	10.33	12.79	10.74	12.92	1.85*
個人持株比率 (%)	46.77	22.01	46.14	21.81	1.67*
上位10大株主持株比率 (%)	54.68	14.74	55.88	13.90	2.82***
個人株主数 (人)	9678.57	9662.80	8752.29	8685.58	1.53
継続企業 (N=77)					
金融機関持株比率 (%)	15.97	11.21	15.58	11.34	2.21**
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.40	1.56	1.47	1.82	0.54
その他の法人持株比率 (%)	29.45	16.21	30.28	15.71	1.09
外国人持株比率 (%)	9.18	11.43	9.01	11.13	0.85
個人持株比率 (%)	43.99	16.92	43.66	15.59	0.45
上位10大株主持株比率 (%)	52.37	14.34	52.87	14.06	2.39**
個人株主数 (人)	11914.04	15708.44	13256.65	19027.28	2.92***

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社及びそのマッチング企業である優待継続企業77件の財務属性を示している。廃止当年(0期)は、サンプル企業が株主優待廃止を発表した決算期の数値、廃止翌年(+1期)は株主優待廃止発表翌年の決算期の数値である。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他株主人数である。t値は対応のある測定値の平均の差の検定の統計量である。*、**、***は有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

る自社製品や自社サービスの利用券、割引券、施設見学など、その利益を享受しにくい内容のものも多い。これを考慮して、公平な利益還元を理由に株主優待を廃止する企業もある。ここでの分析結果は、外国人投資家にとってはメリットが少ない株主優待の廃止が持株比率の上昇につながったと解釈できる。

また、廃止企業の個人持株比率については、10%水準で統計的に有意な低下が確認できる。これについては、優待廃止の前年(-1期)から優待廃止の当年(0期)の結果と連続した傾向である。

廃止企業の個人株主数の変化については、約

930人の減少と前述の優待廃止の前年(-1期)から優待廃止の当年(0期)にかけての減少数である約2,700人から約1/3の減少数に留まっており、その変化は統計的に有意ではない。

次に、図表3の下段に示されている株主優待の継続企業の当年(0期)から翌年(+1期)にかけての株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、継続企業の金融機関持株比率については、5%水準で統計的に有意な上昇が確認できる。一方、金融商品取引業者持株比率、その他の法人持株比率、外国人持株比率、個人持株比率の変化は、統計的に有意ではない。

株主優待の継続企業における個人株主数の変化については、1%水準で統計的に有意な増加を示しており、当年(0期)には平均11,914人だった同株主数が、翌年(+1期)には平均13,257人と約1,343人(対前年比11.27%)の増加である。同業の廃止企業の個人株主数の減少に比べて、優待継続企業では個人株主数が1%

水準で統計的に有意な増加を示しており対照的であることが確認できる。

図表4は、株主優待の廃止企業と株主優待の継続企業について、分析対象期間で株主数や株主構成にどのような差異がみられるのかを(対応のないt検定)を用いて比較した結果を示している。

図表4 株主優待制度の廃止が株主構成と株主数に与える影響

	優待継続企業 (N=77)		優待廃止企業 (N=77)		t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
廃止前年 (-1)					
金融機関持株比率 (%)	15.87	11.20	13.54	9.62	1.38
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.18	1.45	1.32	1.78	0.55
その他の法人持株比率 (%)	30.12	15.48	27.09	17.62	1.13
外国人持株比率 (%)	9.08	10.83	9.90	12.51	0.44
個人持株比率 (%)	43.75	16.91	48.15	21.43	1.41
上位10大株主持株比率 (%)	52.08	14.05	54.08	14.66	0.87
個人株主数 (人)	10992.06	13366.86	12387.45	11494.10	0.69
廃止当年 (0)					
金融機関持株比率 (%)	15.97	11.21	14.23	9.73	1.03
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.40	1.56	1.79	1.96	1.33
その他の法人持株比率 (%)	29.45	16.21	26.88	17.78	0.94
外国人持株比率 (%)	9.18	11.43	10.33	12.79	0.59
個人持株比率 (%)	43.99	16.92	46.77	22.01	0.88
上位10大株主持株比率 (%)	52.37	14.34	54.68	14.74	0.98
個人株主数 (人)	11914.04	15708.44	9678.57	9662.80	1.06
廃止翌年 (+1)					
金融機関持株比率 (%)	15.58	11.34	14.30	9.87	0.75
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.47	1.82	1.99	2.00	1.71*
その他の法人持株比率 (%)	30.28	15.71	26.80	17.91	1.28
外国人持株比率 (%)	9.01	11.13	10.74	12.92	0.89
個人持株比率 (%)	43.66	15.59	46.14	21.81	0.81
上位10大株主持株比率 (%)	52.87	14.06	55.88	13.90	1.34
個人株主数 (人)	13256.65	19027.28	8752.29	8685.58	1.89*

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社及びそのマッチング企業である優待継続企業77件の財務属性を示している。廃止前年(-1期)は、サンプル企業が株主優待廃止を発表した直前の決算期の数値、廃止当年(0期)は株主優待廃止発表直後の決算期の数値、廃止翌年(+1期)は株主優待廃止発表翌年の決算期の数値である。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主人数である。t値は対応のない測定値の平均の差の検定の統計量である。*、**、***は有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響

廃止前年（-1期）については、株主優待の廃止企業と株主優待の継続企業の株主構成や株主数を比較した結果、統計的に有意な差は見られなかった。

廃止当年（0期）についても、株主優待の廃止企業と株主優待の継続企業の株主構成や株主数を比較した結果、統計的に有意な差は見られなかった。

廃止の翌年（+1期）については、株主優待の廃止企業と株主優待の継続企業の株主構成や株主数を比較した結果、金融商品取引業者持株比率について10%水準で統計的に有意な差があることが確かめられた。具体的には、株主優待の廃止企業の金融商品取引業者持株比率の方が、株主優待の継続企業の金融商品取引業者持株比率よりも高いことが確認できる。

さらに、個人株主数について、株主優待の継続企業の方が株主優待の廃止企業を上回っており、10%水準で統計的に有意な差があることが確かめられた。

図表5では、優待廃止前年、優待廃止当年、優待廃止翌年の3年間について、廃止企業の株主構成・株主数の変化の差から、継続企業の株主構成・株主数の変化の差をとった差分の差について統計的に有意な差があるか検証した結果を示している。

優待廃止の前年（-1期）から優待廃止の翌年（+1期）にかけて株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、金融機関持株比率については、5%水準で統計的に有意な上昇が確認できる。他方、個人持株比率については、5%水準で統

図表5 株主優待制度の廃止が株主構成と株主数に与える影響

	廃止前年：(-1期) から 廃止翌年：(+1期) まで (N=77)		廃止前年：(-1期) から 廃止当年：(0期) まで (N=77)		廃止当年：(0期) から 廃止翌年：(+1期) まで (N=77)	
	平均値の差	中央値の差	平均値の差	中央値の差	平均値の差	中央値の差
金融機関持株比率 (%)	1.05**	0.54***	0.58*	0.05	0.46*	0.18**
金融商品取引業者持株比率 (%)	0.38	0.41***	0.24	0.17	0.15	0.19
その他の法人持株比率 (%)	-0.44	-0.06	0.47	-0.03	-0.91	-0.03
外国人持株比率 (%)	0.90	0.26*	0.33	0.06	0.57*	0.23**
個人持株比率 (%)	-1.92**	-1.45***	-1.62**	-0.60**	-0.30	-0.76**
上位10大株主持株比率 (%)	1.01	0.45	0.30	0.08	0.71	0.37
個人株主数 (人)	-5899.75***	-2633.00***	-3630.86***	-1434.00***	-2268.90***	-845.00***

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社及びそのマッチング企業である優待継続企業77件の財務属性を表している。廃止前年（-1期）は、サンプル企業が株主優待廃止を発表した直前の決算期の数値、廃止当年（0期）は株主優待廃止発表直後の決算期、廃止翌年（+1期）は株主優待廃止発表翌年の決算期の数値である。各指標は、株主優待廃止企業と株主優待継続企業の変化率（あるいは変化の差分）の差の平均値および中央値を表している。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主人数である。*（アスタリスク）は、株主優待廃止企業と株主優待継続企業の変化率（あるいは変化の差分）の平均値を0とするt検定の検定結果を表している。同様に、株主優待廃止企業と株主優待継続企業の変化率（あるいは変化の差分）の中央値を0とするウィルコクソンの順位和検定の検定結果を表している。*、**、***は有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

計的に有意な低下が確認できる。個人株主数の変化については、1%水準で統計的に有意な減少を示している。

外国人持株比率については、優待廃止の当年(0期)から優待廃止の翌年(+1期)にかけて10%水準で統計的に有意な上昇を示している。

以上から、株主優待の廃止が株主構成・株主数に影響を与えるとする仮説1は部分的に支持されたといえる。

図表6は、株主優待を廃止した企業について、株主優待の内容(自社製品または非自社製品)に着目して、廃止前後の株主数や株主構成

にどのような変化がみられるのかを検証した結果を示している。

具体的には、株主優待が廃止される以前の優待内容(自社製品または非自社製品)を基準に優待の廃止企業(全77サンプル)を自社製品群(28サンプル)、非自社製品群(49サンプル)に分類して、廃止前後の株主構成や株主数の変化を検証した結果である。

まず、優待廃止の前年(-1期)から優待廃止の当年(0期)にかけて、(対応のあるt検定)で株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、優待を廃止した内容が自社製品

図表6 株主優待制度の廃止内容が株主構成と株主数に与える影響

	廃止前年：(-1期)		廃止当年：(0期)		t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
優待廃止が自社製品 (N=28)					
金融機関持株比率 (%)	12.74	10.63	12.53	10.17	0.54
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.74	2.06	2.12	2.51	1.61
その他の法人持株比率 (%)	28.02	17.89	27.74	18.32	0.58
外国人持株比率 (%)	9.36	12.21	10.03	13.39	1.32
個人持株比率 (%)	48.17	22.58	47.56	23.28	0.99
上位10大株主持株比率 (%)	56.16	14.64	55.39	14.696	1.16
個人株主数 (人)	13673.11	15147.72	12327.79	14278.96	2.37**
優待廃止が自社製品以外 (N=49)					
金融機関持株比率 (%)	14.00	9.07	15.20	9.44	4.02***
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.08	1.58	1.59	1.56	1.88*
その他の法人持株比率 (%)	26.56	17.63	26.39	17.63	0.97
外国人持株比率 (%)	10.22	12.79	10.51	12.57	0.81
個人持株比率 (%)	48.13	20.98	46.32	21.48	3.79***
上位10大株主持株比率 (%)	52.89	14.69	54.27	14.91	2.58**
個人株主数 (人)	11652.80	8865.57	8164.73	5168.60	4.71***

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社及びそのマッチング企業である優待継続企業77件の財務属性を示している。廃止前年(-1期)は、サンプル企業が株主優待廃止を発表した直前の決算期の数値、廃止当年(0期)は株主優待廃止発表直後の決算期の数値である。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主人数である。t値は対応のある測定値の平均の差の検定の統計量である。*、**、***は有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響

群における個人株主数の変化については、5%水準で統計的に有意な低下を示しており、前年（-1期）には平均13,673人だった同株主数が、当年（0期）には平均12,327人と約1,345人（対前年比9.83%）の減少である。

一方、金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、その他の法人持株比率、外国人持株比率、上位10大持株比率の変化は、統計的に有意ではない。

優待を廃止した内容が非自社製品群の分析結果は、優待を廃止した内容が自社製品群の分析結果と異なる特徴が見られる。

優待を廃止した内容が非自社製品群では、金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率および上位10大持株比率について、それぞれ1%水準、10%水準、5%水準で統計的に有意な上昇が確認できる。

優待を廃止した内容が非自社製品群の個人株主数の変化については、1%水準で統計的に有意な低下を示しており、前年（-1期）には平均11,652人だった同株主数が、当年（0期）には平均8,164人と約3,488人（対前年比29.93%）の減少である。

これは前述の同じ時期に優待を廃止した自社製品群の個人株主数の約1,345人（対前年比9.83%）の減少と比較すると、この非自社製品群の個人株主数は約3,488人（対前年比29.93%）の減少規模は大きく、その差は2,000人以上となる。優待を廃止した内容が自社製品の個人株主の減少よりも、非自社製品の場合の個人株主の減少の方が約3倍の大きさであることが確かめられた点は興味深い結果である。

Huang et al. (2022) では、既存の顧客が価値を感じるような内容の株主優待を提供することで、株主を自社製品やサービスに愛着心を抱

くロイヤルカスタマーに、顧客を忠誠度の高い株主に変えることができる可能性を指摘している。

ここでの結果については、廃止した優待の内容が自社製品の場合には、それ以前から株主優待を通して自社製品やサービスに愛着を抱く忠誠度の高い個人株主が、優待廃止後も売却せず一定数株主として留まるものと推察される。

次に、図表7の優待廃止の当年（0期）から優待廃止の翌年（+1期）にかけて、（対応のあるt検定）で株主構成、株主数の変化を検証した結果についてみてみよう。

分析の結果、優待を廃止した内容が自社製品群における個人株主数の変化については、1%水準で統計的に有意な低下を示している。当年（0期）には平均12,327人だった同株主数が、優待廃止の翌年（+1期）には平均11,151人と約1,176人（対前年比9.54%）の減少である。

一方、金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、その他の法人持株比率、外国人持株比率、個人持株比率、上位10大持株比率、個人株主比率の変化については、統計的に有意ではない。

優待を廃止した内容が非自社製品群では、優待廃止の当年（0期）から優待廃止の翌年（+1期）にかけて、個人持株比率で、10%水準の統計的に有意な低下が確認できる。また、上位10大持株比率は5%水準の統計的に有意な上昇が確認できる。

宮川（2013）は、株主優待がコーポレートガバナンスの機能にもたらす影響は小さくないことを指摘している。株主優待の導入による個人株主の増加、これにともなう大株主の保有割合の低下や分散化が生じれば、大株主が経営者をモニタリングする機能は低下し、コーポレート

図表7 株主優待制度の廃止内容が株主構成と株主数に与える影響

	廃止当年：(0期)		廃止翌年：(+1期)		t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
優待廃止が自社製品 (N=28)					
金融機関持株比率 (%)	12.53	10.17	12.40	10.31	0.43
金融商品取引業者持株比率 (%)	2.12	2.51	2.61	2.79	1.48
その他の法人持株比率 (%)	27.74	18.32	27.47	18.05	0.84
外国人持株比率 (%)	10.03	13.39	10.53	13.41	1.52
個人持株比率 (%)	47.56	23.28	46.97	22.85	0.71
上位10大株主持株比率 (%)	55.39	14.70	56.66	13.43	1.42
個人株主数 (人)	12327.79	14278.96	11151.75	12759.54	2.87***
優待廃止が自社製品以外 (N=49)					
金融機関持株比率 (%)	15.20	9.44	15.39	9.55	0.75
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.59	1.56	1.64	1.27	0.38
その他の法人持株比率 (%)	26.39	17.63	26.42	18.00	0.15
外国人持株比率 (%)	10.51	12.57	10.85	12.77	1.21
個人持株比率 (%)	46.32	21.48	45.67	21.42	1.76*
上位10大株主持株比率 (%)	54.27	13.44	55.44	14.28	2.62**
個人株主数 (人)	8164.73	5168.60	7381.16	4752.86	3.93***

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社の中で廃止した優待の内容が自社製品 (N=28) 及び廃止した優待の内容が非自社製品 (N=49) の株主構成・株主数を示している。廃止当年 (0期) は株主優待廃止発表直後の決算期の数値、廃止翌年 (+1期) は株主優待廃止発表翌年の決算期の数値である。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主数である。t 値は対応のない測定値の平均の差の検定の統計量である。*、**、***は有意水準であり、それぞれ10%、5%、1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

ガバナンスの問題が生じる可能性があることが指摘されてきた。

ここでの優待を廃止した内容が非自社製品群を対象とした分析結果は、株主優待の廃止の前後において、個人持株比率は低下、上位10大株主持株比率は上昇がみられており、株主優待の廃止が個人株主の減少と株式集中化を通じた大株主のモニタリング機能やコーポレートガバナンス機能の強化につながる可能性が示唆される。

個人株主数の変化については、1%水準で統計的に有意な低下を示しており、当年 (0期) には平均8,164人だった同株主数が、優待廃止

の翌年 (+1期) には平均7,381人と約783人 (対前年比9.59%) の減少である。株主優待の廃止による個人株主数の変化は、前年 (-1期) から当年 (0期) にかけて特に非自社製品群で減少が顕著である。一方、優待廃止の当年 (0期) からだった翌年 (+1期) にかけての個人株主の減少については、自社製品群と非自社製品群の双方で約9.5%と大きな差はみられない。優待内容の違い (自社製品と非自社製品) による個人株主数の減少は、前年 (-1期) から当年 (0期) にかけて現れることが確かめられた。以上から、仮説2は部分的に支持されたといえる。

株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響

図表8は、株主優待を廃止した企業について、株主優待の内容（自社製品または非自社製品）に分類して、廃止前後の株主数や株主構成にどのような差異がみられるのかを、（対応のないt検定）を用いて比較した結果を示している。

廃止前年（-1期）における廃止となった株主優待の内容が自社製品群と非自社製品群の株主構成や株主数を比較した結果、統計的に有意な差は見られなかった。

廃止当年（0期）における廃止となった株主優待の内容が自社製品群と非自社製品群の株主

図表8 株主優待制度の廃止内容が株主構成と株主数に与える影響

	優待廃止が自社製品 (N=28)		優待廃止が自社製品以外 (N=49)		t 値
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
廃止前年：(-1期)					
金融機関持株比率 (%)	12.74	10.63	14.00	9.07	0.55
金融商品取引業者持株比率 (%)	1.74	2.06	1.08	1.58	1.57
その他の法人持株比率 (%)	28.02	17.89	26.56	17.63	0.35
外国人持株比率 (%)	9.36	12.21	10.22	12.79	0.29
個人持株比率 (%)	48.17	22.58	48.13	20.98	0.01
上位10大株主持株比率 (%)	56.16	14.64	52.89	14.69	0.94
個人株主数 (人)	13673.11	15147.72	11652.80	8865.57	0.74
廃止当年：(0期)					
金融機関持株比率 (%)	12.53	10.17	15.20	9.44	1.16
金融商品取引業者持株比率 (%)	2.12	2.51	1.59	1.56	1.13
その他の法人持株比率 (%)	27.74	18.32	26.39	17.63	0.32
外国人持株比率 (%)	10.03	13.39	10.51	12.57	0.16
個人持株比率 (%)	47.56	23.28	46.32	21.48	0.24
上位10大株主持株比率 (%)	55.39	14.696	54.27	14.91	0.32
個人株主数 (人)	12327.79	14278.96	8164.73	5168.60	1.85*
廃止翌年：(+1期)					
金融機関持株比率 (%)	12.40	10.31	15.39	9.55	1.29
金融商品取引業者持株比率 (%)	2.61	2.79	1.64	1.27	2.10**
その他の法人持株比率 (%)	27.47	18.05	26.42	18.00	0.24
外国人持株比率 (%)	10.53	13.41	10.85	12.77	0.11
個人持株比率 (%)	46.97	22.85	45.67	21.42	0.25
上位10大株主持株比率 (%)	56.66	13.43	55.44	14.28	0.37
個人株主数 (人)	11151.75	12759.54	7381.16	4752.86	1.86*

(注) 2011年から2020年までの期間にサンプル企業である株主優待を廃止した77社の中で廃止した優待の内容が自社製品 (N=28) 及び廃止した優待の内容が非自社製品 (N=49) の株主構成・株主数を示している。廃止前年 (-1期) は、サンプル企業が株主優待廃止を発表した直前の決算期の数値、廃止当年 (0期) は株主優待廃止発表直後の決算期の数値、廃止翌年 (+1期) は株主優待廃止発表翌年の決算期の数値である。金融機関持株比率は、金融機関の所有株式数を発行済株式数で除したものである。金融商品取引業者持株比率は、金融商品取引業者の所有株式数を発行済株式数で除したものである。その他の法人持株比率は、その他の法人の所有株式数を発行済株式数で除したものである。外国人持株比率は、外国法人の所有株式数と外国個人の所有株式数の合計を発行済株式数で除したものである。個人持株比率は、個人その他の所有株式数を発行済株式数で除したものである。上位10大株主持株比率は、上位10大株主持株数を発行済株式数で除したものである。個人株主数は、個人その他の株主人数である。t 値は対応のない測定値の平均の差の検定の統計量である。*, **, ***は有意水準であり、それぞれ10%, 5%, 1%の水準を示す。

(出所) 筆者作成

構成や株主数を比較した結果、個人株主数について10%水準で統計的に有意な差があることが確かめられた。これは前述の通り、優待廃止に伴う非自社製品群の個人株主の離脱が多いことに起因するものである。

廃止の翌年（+1期）における廃止となった株主優待の内容が自社製品群と非自社製品群の株主構成や株主数を比較した結果、廃止当年（0期）と同様に個人株主数について10%水準で統計的に有意な差があることが確かめられた。非自社製品を株主優待として提供されていた場合よりも自社製品を株主優待として提供されていた場合の方が優待廃止以降の個人株主の減少が少ないことが確かめられた。

株主優待が廃止となる場合において、廃止以前に優待に自社製品を提供していた場合は、非自社製品を提供していた場合よりも、優待廃止後の個人株主数の減少が少ないことを確認できたのは興味深い発見である。

5. おわりに

本研究は、株主優待の廃止が株主構成・株主数に与える影響について検証をしている。

これまでも株主優待の導入が株主数や株主構成、株価、業績等に与える影響を検証した先行研究は、松本（2006）、鈴木・砂川（2008）、Yasutake（2012）、望戸・野瀬（2015）、野瀬・宮川・伊藤（2017）、安武・永田・松田（2018）、楠美・齋藤（2020）、Karpoff et al.（2021）、Huang et al.（2022）など数多く存在する。一方、株主優待を廃止した企業を対象とした学術的検証は少ないのが現状である。そこで、本研究では、株主優待の廃止が与える影響を明らかにすることを目的として、具体的には、株主優待の

廃止が企業の株主構成・株主数に与える影響について焦点を当てて検証を試みた。分析の結果は以下の通りである。

第1に、株主優待の廃止企業に関して優待廃止の前年から優待廃止の当年にかけて、株主構成、株主数の変化を検証した結果、廃止企業の個人持株比率および個人株主比率については、統計的に有意な低下が確認できた。また、株主優待の廃止による個人株主数の変化についても統計的に有意な減少を示していることが確かめられた。

先行研究では、株主優待の導入後に個人株主数は統計的に有意に増加することが報告されている。本研究は先株主優待の導入とは裏表の関係である株主優待の廃止を対象としたものである。ここでの分析の結果から、株主優待の廃止による企業の株主数や株主構成への影響が確かめられた。

第2に、株主優待が廃止される以前の優待内容（自社製品または非自社製品）を基準に優待の廃止企業を自社製品群と非自社製品群に分類して、廃止前後の株主構成や株主数の変化を検証した結果についてである。

優待を廃止した内容が非自社製品群の個人株主数の変化については、1%水準で統計的に有意な低下を示しており、前年（-1期）には平均11,652人だった同株主数が、当年（0期）には平均8,164人と約3,488人（対前年比29.93%）の減少が確かめられた。

これは同じ時期に優待を廃止した自社製品群の個人株主数の約1,345人（対前年比9.83%）の減少と比較すると、この非自社製品群の個人株主数は約3,488人（対前年比29.93%）と減少規模は大きく、その差は2,000人以上となる。優待を廃止した内容が自社製品の個人株主の減

株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響

少よりも、非自社製品の場合の個人株主の減少の方が約3倍の大きさであることが確かめられた点は興味深い結果である。

ここでの結果については、廃止した優待の内容が自社製品の場合には、それ以前から株主優待を通して自社製品やサービスに愛着を抱く忠誠度の高い個人株主が、優待廃止後も売却せず一定数株主として留まるものと推察される。

また、優待を廃止した内容が非自社製品群では、優待廃止の当年（0期）から優待廃止の翌年（+1期）にかけて、個人持株比率は低下、上位10大株主持株比率は上昇がみられており、株主優待の廃止が個人株主の減少と株式集中化を通じた大株主のモニタリング機能やコーポレートガバナンス機能の強化につながる可能性が示唆された。

安武・永田・松田（2018）では、東証1部上場の株主数基準に近接し、東証2部に降格の危機にある等、切実に株主数の増加を必要とする企業ほど高いコストをかけてでも非自社関連製品による優待を導入する傾向があることを報告している⁴。

他方、2022年4月の東京証券取引所の再編により上場維持のために必要な株主数基準は緩和されている。具体的には、旧東証1部では2,200人以上であった上場維持のために必要な株主数の基準が東証プライム市場においては800人以上へと見直しが行われている。

また、株主優待は株主平等の原則に反するのではないかという機関投資家や外国人株主からの批判的な意見もある⁵。

株主優待に自社製品を提供してきた企業にとっては、既存の株主への自社製品の広告宣伝

という意味合いは今後も存続すると思われるが、株主優待に非自社製品を提供してきた企業にとっては、東証再編による株主数の規制緩和や株主平等の原則といった風潮の高まりは、費用をかけた個人株主の獲得を再考するきっかけとなると推察される。

株主優待の廃止は、個人株主にとってネガティブな内容ではあるが、廃止後の個人株主数や個人持株比率の減少、大株主の集中化といった状況が非自社製品を提供してきた企業群で観察されており、優待廃止後においてモニタリングやガバナンス機能の強化、株主間の平等性の確保というポジティブな面も期待される。

いずれにしろ株主優待の廃止は、廃止後の株主構成・株主数に影響を与えていることから、それを考慮した株主優待の継続・廃止の意思決定が必要となる。

最後に、残された課題について述べておきたい。本稿では、株主優待の廃止が株主構成・株主数に与える影響に焦点を当てて検証を進めてきたが、その継続・廃止の選択に影響を及ぼす要因については分析されていない。

株主優待の廃止に関するサーベイ調査により、企業がどのような意図で株主優待を廃止しているのか、廃止の動機や目的・効果について明らかにする点があげられよう。

また、株主優待の廃止企業と継続企業との間にはどのような企業特性の差異があるのか、株主優待の継続・廃止の選択に影響を及ぼす要因、さらには株価や業績への影響についても分析することで新たな知見を得ることが期待できよう。

4 株主優待に関する会計処理・税務上の取り扱いについては、安武・永田（2018）を参照されたい。

5 株主優待に関する個人株主・機関投資家・企業経営者の意見については田代（2021b）を参照されたい。

参 考 文 献

- 楠美将彦・大島久幸 (2021) 「パネルデータを用いた株主優待制度の外国人株式所有構造へ与える影響—小売業と食料品業について—」『高千穂論叢』, 第55号, 19-32頁。
- 楠美将彦・齋藤直 (2020) 「業種と優待内容から見た株主優待制度の株主構成への影響」『高千穂論叢』, 第54号, 273-300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』, 第54号, 71-82頁。
- 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』, 第46号, 107-121頁。
- 瀬戸佑基・森 駿介 (2023) 「近年の株主優待の実施動向と、廃止による株価下押し圧力の推計」『大和総研』, (https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20230118_023554.html) (最終アクセス日: 2023年4月13日確認)。
- 大和インベスター・リレーションズ株式会社 (2018) 『株主優待ガイド2019年版』, 各年度版, ソシム。
- 田代一聡 (2021a) 「株主優待に関わる経済学研究の現状と展望」『証券レビュー』, 第61号, 32-54頁。
- 田代一聡 (2021b) 「株主優待と企業の経営指標」『証券経済研究』, 第114号, 35-43頁。
- 田代一聡 (2016) 「株主優待は投資の成果物なのか」『証券レビュー』, 第56号, 131-147頁。
- 東洋経済新報社 (2010-2022) 『会社四季報』 東洋経済新報社。
- 野瀬義明 (2014) 「株主優待制度の実施動機」『桃山学院大学 経済経営論集』, 第55号, 153-168頁。
- 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』, 第55号, 82-93頁。
- 野村インベスター・リレーションズ株式会社 (2023) 「知って得する株主優待」『Net-ir: 投資家のため
の企業情報サイト』, (<https://www.net-ir.ne.jp/>)
(最終アクセス日: 2023年4月13日確認)。
- 望戸美希・野瀬義明 (2015) 「株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響」『証券経済研究』, 第91号, 87-102頁。
- 松本勇樹 (2006) 「株主優待制度は個人株主増加対策として有効か?」『武蔵大学総合研究所紀要』, 第16号, 189-206頁。
- 宮川壽夫 (2013) 「株主優待制度のパズルに関する考察」『証券アナリストジャーナル』, 第51号, 96-106頁。
- 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』, 第38号, 75-91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』, 第104号, 61-78頁。
- Huang, W., Rhee, G., Suzuki, K. and Yasutake, T. (2022) "Do investors value shareholder perks? Evidence from Japan," *Journal of Banking and Finance*, Vol.143, (<https://doi.org/10.1016/j.jban.2022.106575>).
- Karpoff, J., Schonlau, R., Suzuki, K. (2021) "Shareholder Perks and Firm Value," *The Review of Financial Studies*, Vol.34, pp.5676-5722, (<https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa141>).
- Nose, Y., Miyagawa, H. and Ito, A. (2021) "How do firms attract the attention of individual investors? Shareholder perks and financial visibility," *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Vol.31, (<https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100520>).
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986) "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy*, Vol.94, No.3, Part 1, pp.461-488.
- Yasutake, T. (2012) "Analyses of the shareholder benefit program in Japan," *ProQuest Dissertations Publishing*.

(金沢大学国際基幹教育院講師)