

株主優待は企業経営を非効率的にしているのか

田代 一 聡

はじめに

株主優待は市場関係者、特に機関投資家に不評なシステムのようである。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⁽¹⁾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。

株主優待は株式数に比例して増えないため、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ことや、株主優待の処分に余計なコストが生じることが、機関投資家に不評な理由の一部であろう。

ほかの大きな理由として、株主優待を実施することで、企業経営に非効率性をもたらす結果、企業価値に悪影響を及ぼすことを懸念しているように思われる。もし株主優待が企業経営に効率性をもたらしているのならば、株主優待制度の廃止を求める声は小さいものとなるであろう。

この懸念に対して、Karpoff 達 [二〇二〇] は

二〇〇一年から二〇一一年のデータを用いて、株主優待の導入の後三年後まで対照企業と比較して企業価値が上昇することが示されている。⁽⁴⁾ 企業価値で経営の効率性が計測できるとすれば、株主優待の導入により経営が効率化すると考えることができる。また、株主優待導入の前後での売上高の変化も検証しており、株主優待導入三年後までの売上高の上昇が観測されている。

一方で、橋本「二〇一九」は、二〇一三年から二〇一八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、これら両方の期間を含むデータを用いて株主優待導入企業の特徴を検証し、株主優待導入企業の経営状態に関する知見を得て、市場関係者が気にするように、株主優待を実施している企業の経営に非効率

性がみられるのかという疑問に対して答えを出すのが目的である。本論ではできる限り複雑な検証方法を避け、簡素な手法で検証を行う。

一、使用するデータ

株主優待のデータはQUICKから取得し、⁽⁵⁾ 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。

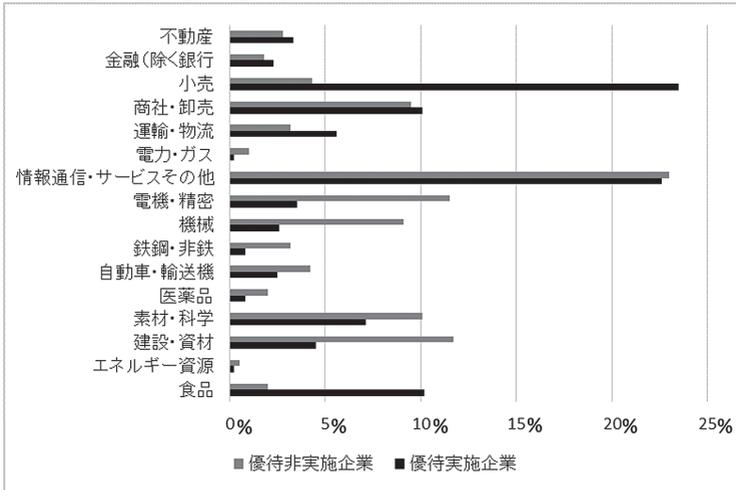
日本国内株式（東証一七業種で銀行業を除く、東京証券取引所一部、二部、マザーズ、JASDAQ、PRO Market）を対象として分析を行う。

データの期間は一九九九年三月から二〇二〇年三月まで、データ数は五八五〇五存在する。⁽⁶⁾

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違いとして、株主優待を

株主優待は企業経営を非効率的にしているのか

図表 1 優待実施企業と非実施企業の業種の割合 (%)



〔出所〕 データより著者作成

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 [二〇一〇] のサンプル (二〇〇一年から二〇一一年) は二五%弱が、橋本 [二〇一九] のサンプル (二〇一三年から二〇一八年) は三〇%強が行っている。両方の期間を含むここで用いるデータは二七%強が株主優待を行っている。

また、優待実施企業と優待非実施企業の産業の差異を見たものが図表1である。

小売と食品の割合が優待実施企業で非常に多く、電気・精密と機械と鉄鋼・非鉄と建設・資材では優待実施企業が非常に少なくなっている。優待実施企業と非実施企業での産業構造の差が存在するためこの点も考慮する必要もあるであろう。

図表2 各指標の平均と中央値

	ROA (%)		一株当たり 配当金 (円)		一株当たり 当期利益 (円)		EBIT マージン (%)		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	28.82	15	13.1	47.7	1.57	4.72	58505
優待実施企業	2.83	2.77	26.25	20	72.25	58.39	5.62	4.67	15877
優待非実施企業	2.28	2.54	29.78	13	-8.93	43.8	0.06	4.75	42628
優待実施W	3.32○	2.84	26.8	20	82.1	60.8	5.97	4.73	15145
優待非実施W	3.09	2.64	28.5	15	83.6	47.3	6.07○	4.87	39489

(注) Wは異常値をカットしたことを指している。○は統計的に上回ることを示す。
〔出所〕 各種データより著者作成

二、全期間のデータの分析

まず、全期間を用いて、ROA、一株当たり配当金、一株当たり当期利益、EBITマージン(売上高に占める利払前・税引前利益)の四種類の指標を用いて、株主優待実施企業と非実施企業の差異を見る。図表2は各指標の平均値と中央値を表示したものである。

全企業及び優待非実施企業の一株当たり当期利益とEBITマージンの平均値が異様な数値となっているので、異常値を取り除いて分析を行ったものが優待実施Wと優待非実施Wである。^(v)以後、異常値を取り除いたもので分析を進めていく。

優待実施Wと優待非実施Wの数字を比較すると、ROAは優待実施企業が上回っており、有意

な差である。

残りの三つの指標の内、一株当たり配当金と一株当たり当期利益は有意な差がなく、EBITマージンは優待実施企業が有意に下回っている。

これらの結果は優待導入している企業の経営が非効率であると断じるには不十分であろう。特にROAについては優待実施企業のほうが上回っており、この結果は橋本「二〇一九」と逆の結果となつている。次節では先行研究との比較をするために、期間を合わせて分析を行う。

三、期間を調整した分析

この節では先行研究に期間のサンプルに区分して分析をする。Karpoff 達「二〇二〇」では二〇〇一年から二〇一一年のサンプル（前期間サンプルとここでは呼ぶ）を用いており、橋本「二〇一

九」は二〇一三年から二〇一八年のサンプル（後期間サンプルとここでは呼ぶ）を用いているので、期間を合わせたサンプルで分析する。

図表3がその結果である。まず前期間において四つの指標の内ROA以外の三つが有意に優待実施企業が下回っている。同様に後期間を比較すると、ROAと一株当たり当期利益とEBITマージンの三つで有意に優待実施企業が下回っている。後期間のROAの結果は橋本「二〇一九」と整合的である。^(vi)

前節の結果とあわせて考えると、この結果はいささか驚きがある。図表2で見たように、全期間で比較した時に、優待実施企業のROAが有意に上回るにも関わらず、期間を分けると、前期間で有意差がなくなるばかりでなく、後期間では有意に下回る結果となつているためである。

このようなやや驚く結果は、株主優待実施企業

図表3 期間別での各指標の平均値

	ROA (%)	一株当たり 配当金(円)	一株当たり 当期利益(円)	EBIT マージン(%)	サンプル数
前期間 (2001-2011)	平均	平均	平均	平均	
優待実施	2.69	22.06	56.61	5.56	6368
優待非実施	2.64	23.22○	69.12○	5.69○	20474
後期間 (2013-2018)					
優待実施	3.93	30.15	104.54	6.39	6608
優待非実施	4.21○	30.41	109.48○	6.89○	11503

(注) ○は同期間で比較して、統計的に上回ることを示す。

(出所) 各種データより著者作成

の割合が後期間で増えていることと、後半期間の
ほうが全体にROAの水準が上がっていることの
二つの重なりがもたらした結果と考えられる。
期間を分けた分析で得られた結果は、優待実施
企業の経営効率が良くないことを示唆するものと
なった。

四、産業構造を調整した分析

図表1で見たように、優待実施企業と優待非実
施企業の産業構造の差異を考慮する必要があるだ
ろう。その最も簡単な方法として、同じような割
合の産業に限定して分析を行う。そこで、「商
社・卸売」と「情報通信・サービスその他」の二
業種を選択した。この二業種に限定した理由は、
二業種が同じような割合であることに加えて、全
体のサンプルの比較的大きな部分を占めているた

株主優待は企業経営を非効率的にしているのか

図表 4 産業を限定した各指標の平均値

	ROA (%)	一株当たり 配当金(円)	一株当たり 当期利益(円)	EBIT マージン(%)	サンプル数
	平均	平均	平均	平均	
産業実施 (全期間)	3.72	24.68○	71.3○	6.12	4921
産業非実施 (全期間)	3.88○	20.8	56.8	6.06	12451
産業実施 (前期間)	2.81	21.11○	48.71	5.61	1882
産業非実施 (前期間)	3.31○	18.89	44.27	5.55	6272
産業実施 (後期間)	4.4	26.58○	88.27○	6.53	2299
産業非実施 (後期間)	5.01○	23.38	76.69	6.87○	3938

(注) ○は同期間で比較して、統計的に上回ることを示す。

[出所] 各種データより著者作成

めである。

分析の結果が図表4である。全期間の結果を見ると、ROAだけが有意に優待実施企業が下回っており、配当金と当期利益は優待実施企業が有意に上回っている。そして、EBITマージンには有意な差はない。

この結果と図表2の結果と比較すると、産業構造を調整することで、ROAは優待実施企業が有意に下回る結果に逆転し、配当金と当期利益は有意差がなかったものが有意な結果となり、EBITマージンは有意に下回っていた状態から有意差がない状態へと変化したことが読み取れる。

産業構造の調整の効果をさらに見るために、期間別に分けて分析した結果を概観する。まず、前期間と後期間ともに優待実施企業のROAが有意に劣るという結果は図表3よりはっきりとみられる。また後期間のEBITマージンも有意に劣る

一方で、前期間と後期間の配当金と後期間の当期利益は有意に優待実施企業のほうが優れており、前期間の当期利益と前期間のEBITマージンは有意差がないという結果である。

この結果から、優待実施企業の経営効率が良くないことを主張はできないであろう。産業を調整したことで、前節で得られた優待実施企業の経営効率が良くないという結果から修正されたと考えることができる。

五、優待の種類による分析

「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」といった意見から、金券の優待は特に経営の効率性に悪影響を与えるものとして問題視されているようである。そこで、この節では優待の種類による差異、特に金券で株

主優待を行っている企業の経営指標がどのようになっているのかに特に関心をもって分析を行う。

使用しているデータセットでは、優待の種類としてギフト券、食品等の区分が与えられている。

しかし、ギフト券の区分は、自社製品のクーポン券等が含まれているため、ここで問題にしたいいわゆる金券よりも広い範囲の優待が含まれている。そこで、金券としてクオカード、図書カード、お米券、ジェフグルメカードが含まれるサンプルを選び出している。金券優待のサンプルの三分の二をクオカードが占めている。

優待種別ごとの結果をまとめたものが図表5であり、この結果は驚きをもたらしてくれる。

まず主たる関心のある金券についてみると、金券（全期間）において配当金は有意な差がなく、それ以外の三つの指標は、有意に優待非実施企業を上回っている。

株主優待は企業経営を非効率的にしているのか

図表5 優待種別ごとの各指標の平均値

	ROA (%)	一株当たり 配当金(円)	一株当たり 当期利益(円)	EBIT マージン(%)	サンプル数
優待種別	平均	平均	平均	平均	
ギフト券	3.78○	25.7	85.94	6.31○	5442
非金券ギフト券	3.19	24.81	78.58	5.69×	2970
食品	3.28○	27.54	86.25	5.33×	5552
非ギフト券非食品	3.08	27.92	77.82	6.34○	5654
金券(全期間)	4.42○	26.04	92.32	6.96○	2628
金券(前期間)	3.66○	19.25×	63.3	6.3○	766
金券(後期間)	4.87○	28.45×	106.23	7.27○	1380

(注) 同期間の優待非実施企業と比較して○は有意に上回ることを、×は有意に下回ることを示す。
〔出所〕 各種データより著者作成

この結果は、懸念されているような金券優待が経営の非効率性をもたらす可能性を低くする傍証であろう。

この結果の頑健性を高めるために、期間を区切り分析した結果を見ても、ROAとEBITマージンについては金券(前期間)と金券(後期間)ともに、同じ期間の優待非実施企業の値を有意に上回っており、金券優待実施企業の経営指標が良いという結果に頑健性を与えている。

また、金券優待企業の経営指標は他の種類の優待実施企業と比較しても優勢に見える。この結果は、株主優待のマーケティング効果についても含意が存在するように思われる。マーケティング効果を目的とした株主優待の代表例としてカゴメがよく挙げられる⁴⁶⁾。カゴメでは、商品を株主に知ってもらおう場として株主優待を利用している。一方で、金券は企業の事業と関連が薄い優待であるよ

うに思われる。そのため金券による優待はそれ以外の優待と比較してマーケティング効果は相対的に弱いと考えられる。

金券優待企業と比較して、金券以外（非金券ギフト券・食品・非ギフト券非食品）を優待する企業は、ROA、当期利益、EBITマージンの三つの指標で有意に劣っており、この結果は株主優待の持つマーケティング効果に対して疑義を呈するものとなっている。

おわりに

本論文の主たる疑問は「市場関係者が気にするよう、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」というものであり、ここでの答えは弱くではあるが「いいえ」となる。ある指標では株主優待実施企業の経営に非効率性がみ

られる一方で、他の指標では、株主優待実施企業のほうが効率的と言えるためである。

株主優待に関する研究自体があまり多くない中で、その大半は株価に重点を置いた分析であり、株主優待実施企業の経営の効率性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はあるが提供できれば幸いである。しかし、本論で得られた結果は複雑さを避け、簡素な分析手法に終始したため、強い結果でないことに注意が必要である。

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、懸念をぬぐい取るような結果が得られている。しかし、ここで得られた結果を説明しうる仮説は不明である。この結果を説明しうる仮説の構築、またこの結果が簡素な分析ゆえの見せかけなのか等も含めて今後の課題としたい。

株主優待は企業経営を非効率的にしているのか

(注)

- (i) 東京証券取引所『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』二〇一九年
- (ii) 株価上昇の経路として、前後で株式の流動性の改善、資本コストの低減、投資家へのシグナリング効果が存在することも示している。
- (iii) 株主優待は発表ベースでの日付のため、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。
- (iv) 各年の各企業を一つのサンプルと数え、使用データに抜けがあるものは除外した。
- (v) 異常値を取り除くために、ROAの二〇%以上及びマイナス一〇%以下とEBITマージンが三〇%以上及びマイナス一〇%以下を異常値として除外した。
- (vi) 橋本「二〇一九」は、本論で行っているような優待実施と優待非実施での単純な比較ではなく、傾向スコアでマッチングを行い、優待実施企業と似た特徴をもつ優待非実施企業を選択して得られた結果であるため、本論よりも頑健な結果であると考えられる。
- (vii) QUICK Money World「カゴメ(二八一)」「開かれた企業」を実践 対話路線で個人株主が長期保有！【株主優待戦略を聞く】[2018.8.3 https://moneyworld.jp/news/02_00001125_news]

引用文献

- Karpof, Jonathan M., Robert Schonlau, and Katsushi Suzuki [2020]
“Shareholder Perks and Firm Value”, *Review of Financial Studies*, <https://doi.org/10.1093/rfs/haaa41>
橋本英樹「二〇一九」『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_nfa.pdf

(たしろ かずとし・当研究所研究員)