

株主優待が企業価値に 及ぼす影響について

Team : L&M 油野奈菜 久米井静香 曾根勝有紀 濱田倫子

2013年3月5日



大阪市立大学商学部
宮川研究室

ご注意

本資料は大阪市立大学および同大学院における講義に使用するため本学学生向けに作成された教材です。また、担当教員の講義を前提とし、講義や議論を進める上での補足資料として学生の理解を促進する目的で便宜的に構成されています。そのため本資料には講義内容や表題のトピックがすべて網羅されているわけではありません。また、本資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。したがって本資料は上記以外の目的や用途で使用しないよう厳重にご注意ください。

目次

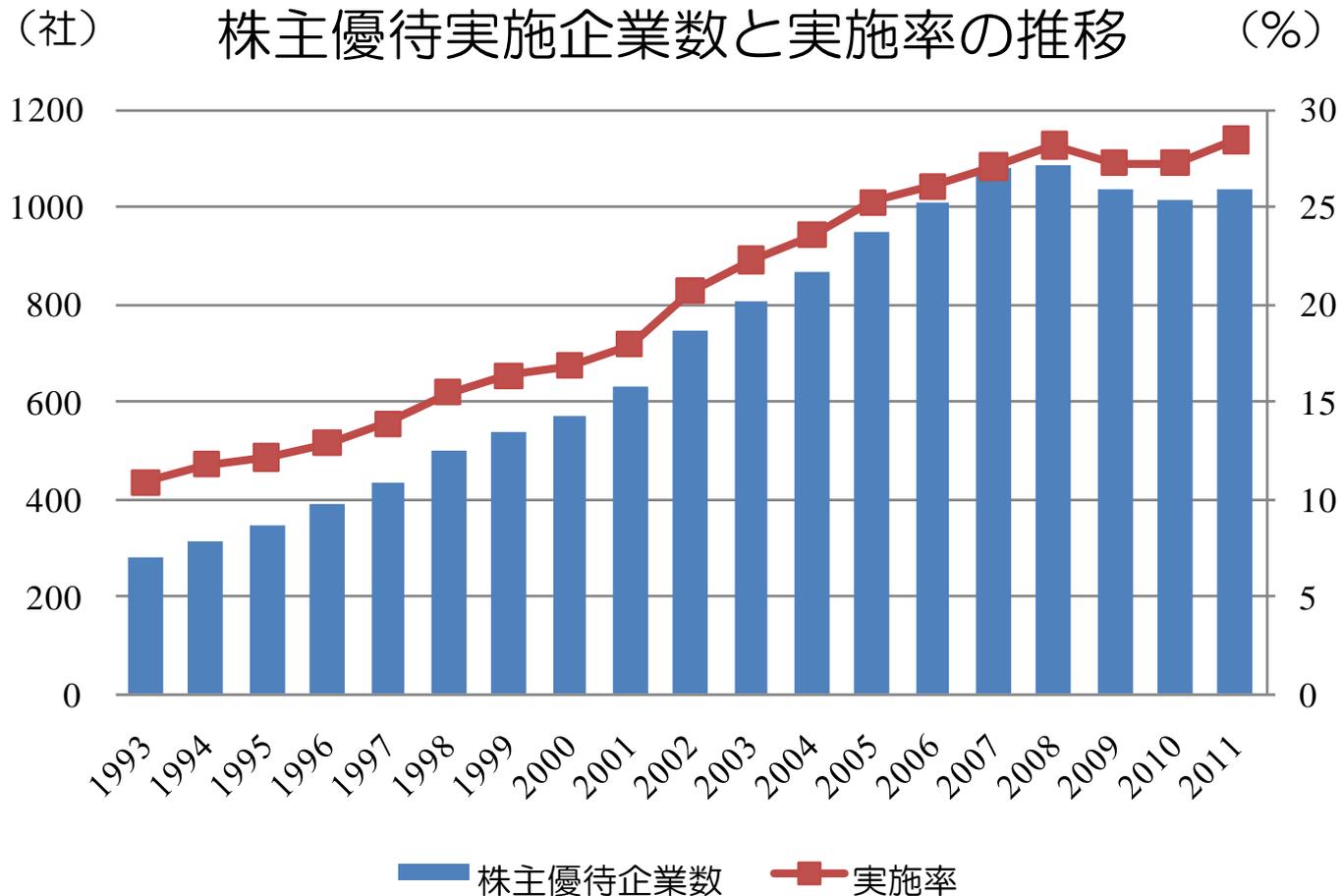
1. 株主優待とは
2. 問題意識
3. 仮説
4. 仮説の検証
5. 今後の展望

株主優待とは

株主優待とは、
一定の株数以上の株式を持っている株主に対して、
企業が物品あるいはサービスを進呈する制度である。

(砂川・鈴木[2008])

株主優待実施企業比率は上昇



対象：全上場企業

出所：大和IR調べ

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

株主優待の特徴

➤ 株主優待の対象

各社の株主優待制度の規定で決められた期末時点において最低購入株式数以上を保有している全ての株主。

➤ 法的制度の裏付けがない

会社法等による株主優待制度に関する規定は無いため、企業の判断に委ねられている。

➤ 株主優待の還元度

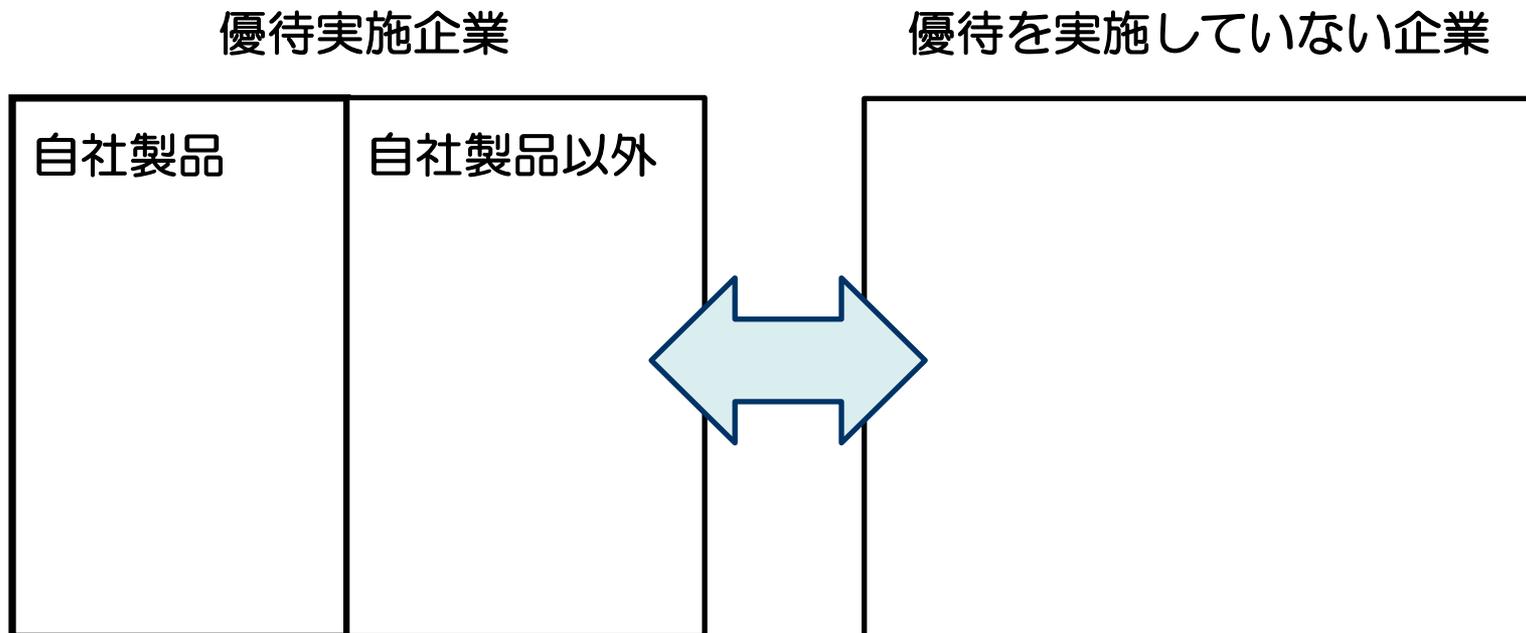
配当とは異なり、持株数に比例しないため、最低購入株式数を保有した株主に対しての還元度が最も高い。

➤ ターゲット

主に個人株主を対象としていると思われる。

先行研究

砂川・鈴木（2008a,b）では、株主優待の導入を発表した企業の株価は有意に上昇すると証明している。



（ご注意）本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

1. 株主優待とは
2. 問題意識
3. 仮説
4. 仮説の検証
5. 今後の展望

問題意識

株主優待の内容は企業により様々だが、どの製品が企業価値を高めるかについては証明されていない。



株主優待を設けるのであれば、自社の特性が株主に伝わる製品の方が企業価値を高めるのではないか。

自社製品の分類

自社製品

株主優待の商品やサービスにより自社の活動内容を投資家が知ることができるもの。

例)

- ・ 自社オリジナルの商品
- ・ 自社で利用できる商品券、
割引券、優待券
- ・ 自社の工場見学
など

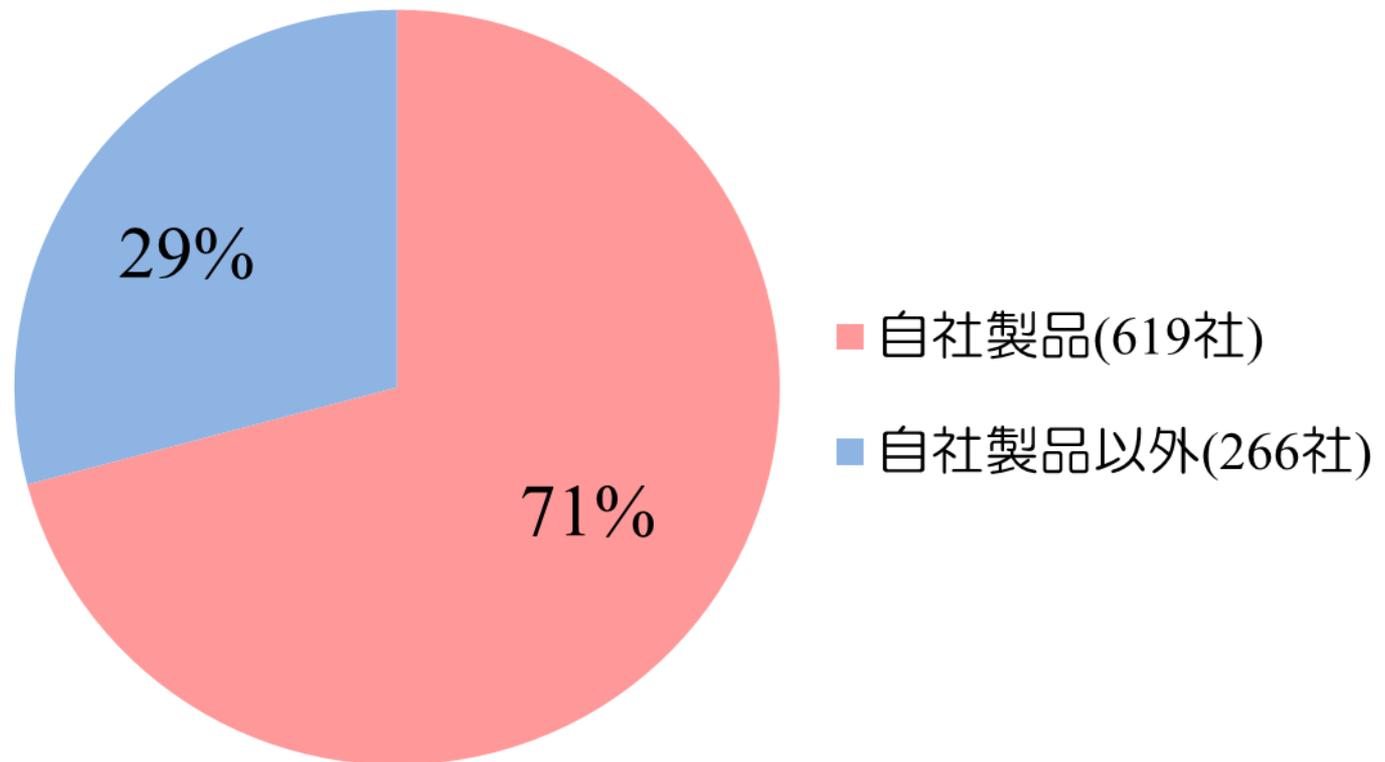
自社製品以外

株主優待の商品やサービスが直接自社の活動内容に関連のないもの。

例)

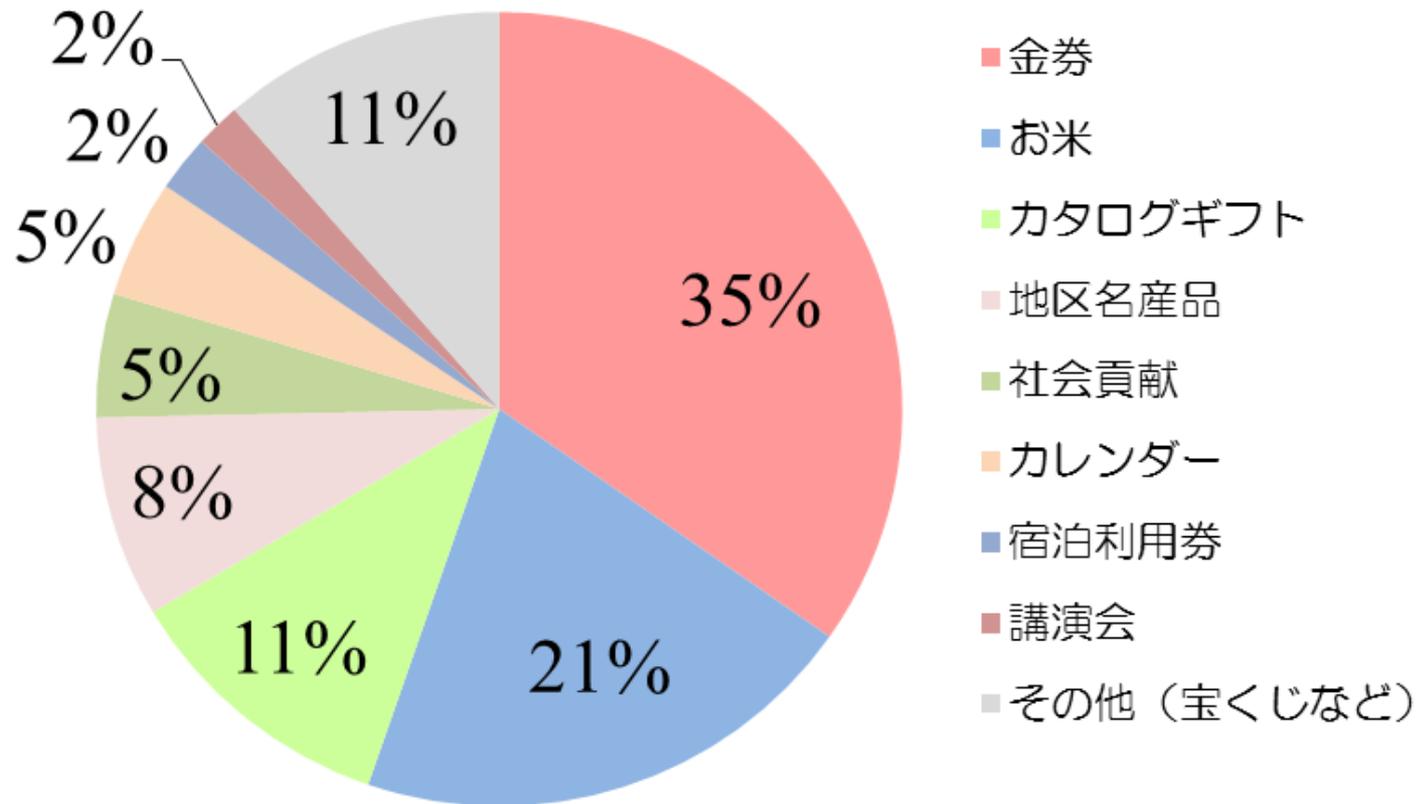
- ・ お米券
- ・ QUOカード
- ・ 宝くじ
- ・ カレンダー
- ・ 社会貢献
など

株主優待における自社製品の割合



出所：会社四季報2012夏版より筆者作成

自社製品以外の優待内訳



出所：会社四季報2012夏版より筆者作成

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

1. 株主優待とは
2. 問題意識
3. 仮説
4. 仮説の検証
5. 今後の展望

仮説

株主優待で自社関連製品を提供している企業には、株主優待におけるボンディング効果、モニタリング効果、マーケティング効果が働く結果、そうでない企業に比べて、相対的に企業価値が高い

自社製品の提供による貢献

➤ 株主優待によるボンディング効果・モニタリング効果

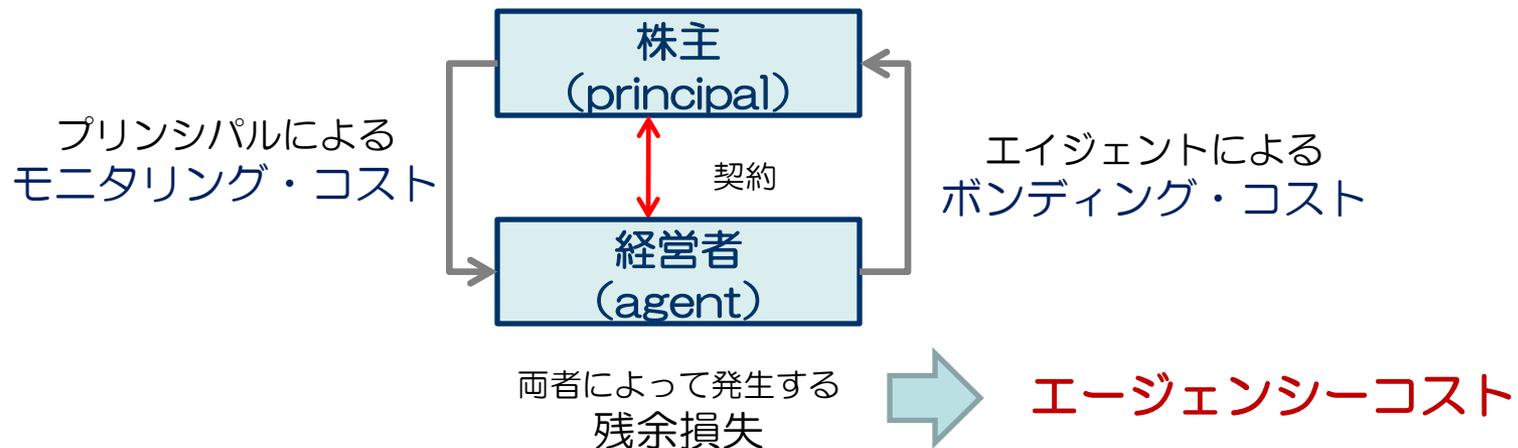
自社製品を優待することで、株主に製品やサービスまたは事業内容を改めて知らせることができる。それと同時に、株主は企業の製品やサービスを実体験することができ、その結果、株主と経営者の間の情報の非対称性が緩和され、企業価値が向上すると考えられる。

➤ 株主優待によるマーケティング効果

自社製品を優待することにより、企業の製品やサービスを宣伝する機会になると考えられる。その結果、企業の売上高向上に貢献する。

エージェント問題

株式会社では、株主（principal）と経営者（agent）の間に契約関係がある。株主は経営者に経営を委託するが、株主と経営者の利害は必ずしも一致せず、また両者の情報は非対称となる。このような状況下では、経営者が株主の意図どおりに行動するとは限らない。そのため株主も経営者も情報の非対称性を緩和するような行動を取ろうとする。その結果として生じる機会費用をエージェント・コストと呼ぶ。



1. 株主優待とは
2. 問題意識
3. 仮説
4. 仮説の検証
5. 今後の展望

分析対象

- 期間：2010年4月～2012年3月
- 時点：決算期データ
- 対象：会社四季報2012年夏版による優待実施企業(1009社)のうち日経NEEDs-FQより財務データが取得可能な企業(885社)但し、金融は除く。

分析指標

➤ 株主優待によるボンディング効果・モニタリング効果

PBR（株価純資産倍率）：自社製品優待企業の方が高い

現金保有比率：自社製品優待企業の方が高い

➤ 株主優待によるマーケティング効果

売上高：自社製品優待企業の方が高い

モデル式

$$\begin{aligned} Dmy = & \alpha + \beta_1 \cdot PBR_i + \beta_2 \cdot CASH_i + \beta_3 \cdot SALE_i + \beta_4 \cdot IND_i + \beta_5 \cdot DOE_i + \beta_6 \cdot BANK_i \\ & + \beta_7 \cdot FORE_i + \beta_7 \cdot Dmarket_i + \beta_7 \cdot FORE_i + \varepsilon \end{aligned}$$

- ・ 非説明変数：自社製品優待企業を1、自社製品以外優待企業を0とする
ダミー変数
- ・ 説明変数：PBR(PBR)、現金保有比率(CASH)、売上高(SALE)
- ・ コントロール変数：自己資本配当率(DOE)、個人株主比率(IND)、
金融機関保有比率(BANK)、外国人保有比率(FORE)、
新興市場ダミー(Dmarket)、年度ダミー(Dyear)、
業種ダミー(Dindustry)

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

基本統計量

自社製品を優待した企業

	株価純資産倍率 【PBR】	現金預金 【CASH】	売上高 【SALE】	自己資本配当比率 【DOE】	個人株主保有比率 【IND】	金融機関保有比率 【BANK】	外国人保有比率 【FORE】	新興市場ダミー 【Dmarket】
平均値	1.272	0.153	1.394	0.018	0.471	0.154	0.072	0.457
中央値	0.918	0.118	1.260	0.016	0.449	0.127	0.021	0.000
標準偏差	1.417	0.126	0.846	0.021	0.219	0.120	0.107	0.498
最小値	0.128	0.003	0.044	0.000	0.031	0.000	0.000	0.000
最大値	20.483	1.386	10.079	0.402	0.993	0.571	0.740	1.000
標本数	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055	2,055

自社製品以外を優待した企業

	株価純資産倍率 【PBR】	現金預金 【CASH】	売上高 【SALE】	自己資本配当比率 【DOE】	個人株主保有比率 【IND】	金融機関保有比率 【BANK】	外国人保有比率 【FORE】	新興市場ダミー 【Dmarket】
平均値	0.913	0.185	1.269	0.018	0.475	0.154	0.067	0.443
中央値	0.730	0.160	1.127	0.015	0.464	0.137	0.029	0.000
標準偏差	0.716	0.131	0.671	0.016	0.202	0.105	0.090	0.497
最小値	0.163	0.010	0.049	0.000	0.054	0.000	0.000	0.000
最大値	8.378	0.941	4.517	0.267	0.991	0.488	0.545	1.000
標本数	750	750	750	750	750	750	750	750

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

相関係数

株主優待実施企業の相関係数

	自社製品ダミー 【Dmy】	株価純資産倍率 【PBR】	現金預金 【CASH】	売上高 【SALE】	自己資本配当比率 【DOE】	個人株主保有比率 【IND】	金融機関保有比率 【BANK】	外国人保有比率 【FORE】	新興市場ダミー 【Dmarket】
自社製品ダミー【Dmy】	1.000								
株価純資産倍率【PBR】	0.124	1.000							
現金預金【CASH】	-0.112	0.151	1.000						
売上高【SALE】	0.068	0.102	0.041	1.000					
自己資本配当比率【DOE】	-0.003	0.293	0.184	0.011	1.000				
個人株主保有比率【IND】	-0.007	0.030	0.267	0.073	0.002	1.000			
金融機関保有比率【BANK】	0.000	-0.063	-0.272	-0.148	0.016	-0.492	1.000		
外国人保有比率【FORE】	0.021	0.089	0.045	-0.105	0.167	-0.401	0.324	1.000	
新興市場ダミー【Dmarket】	0.013	-0.005	0.113	0.093	-0.118	0.379	-0.561	-0.378	1.000

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

回帰分析結果

ロジット回帰分析の結果

	係数	標準偏差	Z値	P値	
定数項	0.512	0.236	2.171	0.030	**
株価純資産倍率【PBR】	0.639	0.120	5.317	0.000	***
現金預金【CASH】	-2.764	0.393	-7.040	0.000	***
売上高【SALE】	0.164	0.060	2.749	0.006	***
自己資本配当比率【DOE】	-9.289	3.155	-2.944	0.003	***
個人株主保有比率【IND】	0.359	0.249	1.443	0.149	
金融機関保有比率【BANK】	-0.395	0.506	-0.781	0.435	
外国人保有比率【FORE】	1.070	0.519	2.063	0.039	**
新興市場ダミー【Dmar】	0.123	0.113	1.091	0.275	
			McF R ²	0.0481	

***(**)は、片側検定1%(5%)で有意であることを示す。

(ご注意) 本資料は、大阪府立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

まとめ

PBR：1%水準でプラス有意

- ・ 自社製品優待企業の方が企業価値が相対的に高い

現金保有比率：1%水準でマイナス有意

- ・ 自社製品優待企業の方が現金保有比率が低い

→ 自社製品優待企業にはボンディング効果とモニタリング効果があるといえる

売上高：1%水準でプラス有意

- ・ 自社製品優待企業の方が売上高が高い

→ 自社製品優待企業にはマーケティング効果があるといえる。

1. 株主優待とは
2. 問題意識
3. 仮説
4. 仮説の検証
5. 今後の展望

今後の展望

- 今回出た分析結果をさらに信憑性の高いものにするために統計分析などを行う。
- 検証期間を拡大し、データ数を増やし、イベントスタディ、時系列による分析を行う。
- 今回用いた以外の指標による検証も行う。

参考文献

- Richard A. Brealey Stewart C. Myers [2002] 「コーポレートファイナンス第6版 上」 日経BP社
- 古川浩一 蜂谷豊彦 中里宗敬 今井潤一 [1999] 「基礎からのコーポレート・ファイナンス」 中央経済社
- 砂川伸幸・鈴木健嗣（2008a）『株主優待の導入が株価に与える影響』神戸大学経営学研究科 Discussion paper 2008・03 c
- 砂川伸幸・鈴木健嗣（2008b）『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46（7）
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling. (1976), 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.

ご清聴ありがとうございました。