

令和元年6月14日現在

機関番号：15501

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K03988

研究課題名(和文)株主優待制度がコーポレート・ガバナンスと利益マネジメントに与える影響に関する分析

研究課題名(英文) Analysis of the effect of shareholder perks on corporate governance and earnings management

研究代表者

松浦 良行 (Matsuura, Yoshiyuki)

山口大学・大学院技術経営研究科・教授

研究者番号：70274149

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、以下の三つの点を明らかにした。まず、株主優待の個人投資家にとっての認知はわが国の制度的・文化的環境固有のものに起因するものではなく、同様の効果は様々な証券市場において期待可能であることを確認した。次に、株主優待と利益株価倍率(EPR)の関係を調査し、優待企業のほうがEPR(PER)が低い(高い)が、株主優待の影響は将来の利益成長が期待できるほど小さくなることを明らかにした。最後に、株主優待と利益マネジメントの影響を調べ、株主優待が会計発生高のマネジメントを抑止する傾向があること、その一方で実体的マネジメントを助長する傾向があることを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、株主優待提供の帰結について多面的に調査した。会計・市場データを利用した実証的な株主優待に関する先行研究は、これまで株主制度の導入・撤廃に注目したイベントスタディが支配的であったが、本研究はクロスセクショナルにその影響を調査することで、持続的な影響を明らかにしたという点で大きな貢献がある。より一般的には、株主優待制度は経営者による戦略的な個人株主増加策として、唯一客観的に識別可能な仕組みである。世界的に安定株主としての個人株主に関心が高まる中、本研究の成果はこうした経営者の意図がどういった企業行動とつながるのかについて実証的な証拠を提供したという意味で広く社会的な意義がある。

研究成果の概要(英文)：This research project consists of three topics. First, the study finds perceived utility of shareholder perks(SP) does not show different pattern across countries by conducting experiment conducted in Indonesia. Second, it finds SP offering firms consistently show lower EPR (higher) PER while the effect diminishes as expected earnings growth increases. Third, the test finds SP offering mitigates accrual based earnings management while accentuating real activity management. The findings of this research deliver proprietary evidence as to the effect and consequences of SP offering. Our results contribute to the literature which investigates capital market anomaly and earnings management behavior in Japan. Furthermore, the study offers possible consequence of managerial intention to enhance retail ownership.

研究分野：財務会計

キーワード：株主優待 コーポレートガバナンス 利益マネジメント 投資乗数 所有者構造

1. 研究開始当初の背景

コーポレート・ガバナンスと利益マネジメントの間に一定の関係性が存在していることは多くの先行研究によって明らかにされてきている。ガバナンスシステムは、各国のビジネス環境が色濃く影響し、我が国の特徴を表現するために日本型ガバナンスシステムといった言葉がしばしば使われる。ガバナンスシステムが国ごとに特徴を有するのであれば、その特徴はガバナンスと利益マネジメントの関係にユニークさをもたらす。

我が国では安定株主として個人投資家を取り込むために株主優待制度が普及している。多くの場合、株主優待制度は逆進性を有しているが、大株主に比べて相対的に株主優待のメリットの大きい零細個人投資家にとっても、優待の存在は必ずしも投資判断にプラスの影響を与えないことが明らかになった。この理由として、株主優待は経営者の保身のために提供されるというガバナンス面での悪影響に対する懸念や、優待は利益に対する関心を低下させるために行われているのでは、といった見解が述べられた。したがって、株主優待によってもたらされる金銭的便益は、ガバナンス面で潜在的な問題と利益マネジメントを含めた機会主義的行動可能性増大のシグナリング効果とオフセットされる可能性が示唆された。そこで、これを解明するために株主優待提供企業のガバナンスと利益マネジメント実態を解明する必要があると感じた。

さらに、世界的に見て個人株主数増加の方策に対して一定の関心が寄せられており、法的問題を考慮しなければ、株主優待制度はこの目的に資するイノベーティブな方法であると位置づけることができる。そこで、本研究の成果をグローバルに発信することによって、わが国の株式市場のユニークさを伝達するだけでなく、個人株主優遇策に伴う潜在的な帰結を提示することができると考えた。

2. 研究の目的

本研究では、我が国に特徴的な株主優待という制度に着目し、日本におけるコーポレート・ガバナンスと利益マネジメントの関係について新たな知見を提供することを目指した。このため、株主優待制度とガバナンス構造の関係、利益マネジメントポートフォリオの選択と株主優待制度の関係、そしてガバナンス構造と利益マネジメントの関係に対する株主優待制度の関係を調査することを目指した。この分析を通じて、株主優待制度が企業の機会主義的行動を増幅させるか否かについて検討し、もって株主優待規制の必要性についての経験的証拠を提供する。

3. 研究の方法

4に示すとおり、研究期間中の成果は大きく三つに分類され、研究方法は大きく二つに分けられる。一番目の個人投資家にかかる研究においては、実験的方法を用いて被験者の特性と株主優待の評価の関係を調査した。二番目のファンダメンタルと株主優待の関係に関する研究と、三番目の利益マネジメント・ガバナンス構造と株主優待の関係制度に関する研究については、わが国の上場企業をサンプルとしたアーカイバルな研究であり、様々なタイプの回帰分析手法を活用した。

4. 研究成果

(1) わが国個人投資家の特徴に関する研究

株主優待自体はわが国固有のプログラムではないが、普及度合いは他国を凌駕している。こうした差異は、個別企業の行動ではなく、マクロ的な制度・文化要因が大きく影響していると考えるのが自然である。なかでも、株主優待の影響やそれと関連する様々な事項を検討する際に、株主優待のターゲットである平均的個人投資家の特徴が他国と同質的であるかどうかを理解することが、株主優待研究成果の一般化にあたって極めて重要となってくる。こうした問題意識から、安武他は日米の投資家を対象として株主優待の認識に関して実験を行い、投資判断における株主優待の潜在的価値を検証している(安武妙子, 渡部幹, 樽井礼, 「株主優待と投資判断: 日米比較実験」『創価経済論集』 46.1-4 (2017): 79-87.)。

筆者は過去の科研費基盤研究(C)で、わが国個人投資家を対象とし、株主優待に加えて配当性向やファンダメンタル指標を盛り込んだコンジョイント分析を実施して、日本の個人投資家にとっては投資判断において、株主優待が配当と同程度の重要性を有しており、かつ株主優待のもたらす限界効用は配当と比較した場合、より非線形になっており、限界効用の逓減程度が低いことを明らかにした。本研究では、インドネシアにおいて当該分析枠組みをそのまま援用し、株主優待の相対的重要性と限界効用について検討した。インドネシアをサンプルとした理由は、株主優待が全く導入されていないことはもちろんだが、それ以外にも当該国は新興国であり資本市場整備も発展途上でありわが国と資本市場の制度的な相違が大変大きいことに加え、個人投資家のリスク資本投資における支配的な選択肢は個別銘柄よりもファンド投資であることから、わが国の個人投資家の置かれている環境や投資行動と対称性が高いためである。

被験者は、インドネシアの有力校であるバンドン工科大学ビジネススクールに在籍し、同校のファイナンス科目を履修している学生90名である。実験は、株主優待利回り、配当利回り、PERの三つの属性について、それぞれ三つの水準を設定し、それらの組み合わせによって計12個のプロフィールを作成した。選択型コンジョイント分析を採用し、被験者に対して一回のセッションで3つのプロフィールの中から一つのプロフィールを選択させた。表1はメインテストの条件付ロジット回帰の結果を要約したものである。なお、統計解析にあたって、株主優待

| 属性と水準 | 限界効用 | z 値 |
|-----------|-----------|------|
| 配当利回 4% | 0.9791*** | 9 |
| 配当利回 2% | 0.5981*** | 4.46 |
| 株主優待利回 4% | 1.0791*** | 8.43 |
| 株主優待利回 2% | 0.8152*** | 7.48 |
| PER30 | 0.2670*** | 2.61 |
| PER10 | 0.5512*** | 4.56 |

| 属性 | 相対的重要度 |
|--------|--------|
| 配当利回 | 41.01% |
| 株主優待利回 | 28.40% |
| PER | 30.59% |

***は1パーセント水準で有意であることを表す

表1 インドネシアにおける株主優待にかかるコンジョイント分析結果

利回 0%、配当利回 0%、PER50 倍を基準値としている。表から明らかなように、インドネシアの被験者にとっても株主優待は潜在的に投資判断に影響を及ぼす要因たりえることが分かった。さらに、限界効用のパターンも日本における実験とほぼ同じ傾向を示している。その一方で、株主優待の意思決定における相対的重要性は、日本における調査と比較してかなり低くなっている。これは、株主優待制度自体が被験者にとって全く新しいものであって、それに対する心理的抵抗によるディスカウントである可能性が高いことを明らかにした。

結論として、一定の留保条件付きではあるが、本調査の結果から、株主優待の個人投資家としての認知はわが国の制度的・文化的環境固有のものに起因するものではなく、同様の効果は様々な証券市場において期待可能であることを確認できた。この点は、1 において述べた株主優待の分析結果を広くグローバルに発信することの意義をサポートするものである。

(2) 投資乗数 (EPR) と株主優待の関係に関する研究

1 において述べた通り、本研究の問題意識は、株主優待が財務数値にシステムティックに影響を及ぼし、それをもって株価形成において無視できないのであれば、株主優待の会計処理に関する現行のルールを改善する必要があるということである。したがって、株主優待が会計数値を利用した投資乗数に有意な影響を与えるならば、この問題意識の重要性は補強されることとなる。そこで、投資乗数の中でも最も広く活用されている PER (株価利益倍率) と株主優待の関係を調査した。ただし、PER は利益が負の場合には計算できないため、分析にあたってはその逆数である利益株価倍率 (EPR) を利用した。なお、サンプルは 2005 年から 2015 年までの全上場企業であり、データは株主優待実施の有無を除き、日経ファイナンスルクエストから入手した。株主優待実施状況はサンプル期間毎年度の会社四季報秋号から入手した。

株主優待導入の意思決定の内生性を考慮すれば、優待提供企業とそうでない企業に分割して差異を検討することは不適切である。先行研究は EPR に影響を与えるのは将来利益成長率とリスクであると明らかにしている。この研究では、株主優待提供意思決定が毎年行われるものと仮定し、karhoff et al., (2018)らのこれらの変数についてサンプル企業を年度ごとに傾向スコアマッチングを実施しサンプルのセレクションバイアスの問題に対処した (Karpoff, J.M., Schonlau, R., & Suzuki, K. (2018). Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value. Working paper)

表 2 は、このために実施した株主優待提供の有無に関するステップワイズ (逐次選択) ロジステック回帰の結果を示している。なお、FAA は固定資産比率、ibD_A は有利子負債比率、logS は売上高の対数、Orgrowth は前年度営業利益成長率の 5 分位でのランク、ROA は総資産営業利益率、DVD は配当実施有無のダミー変数である。表から明らかなように、株主優待実施企業は、平均的に固定資産比率が高く、有利子負債が少なく、利益ベースで見ると成熟期ないしはそれに近い状態にあるが、売上規模は大きく事業収益も高く、配当を実施している傾向がある。傾向スコアマッチングにより、これらすべての有意な変数について t 値を基準とする有意差をコントロールした。表 3 は、マッチングしたサンプルについて、ERP および補足的に PER について実績利益と経営者予想利益を用いて計算した差を示している。なお、est は経営者予想利益

| 変数 | FAA | ibD_A | logS | Orgrowth | ROA | DVD | Industry | Year |
|-----|---------|----------|---------|----------|---------|---------|----------|------|
| 係数 | 3.07*** | -0.58*** | 0.10*** | -0.04*** | 1.69*** | 0.42*** | Yes | Yes |
| Z 値 | 38.83 | -6.46 | 10.9 | -3.87 | 5.91 | 7.74 | - | - |

Pseudo R2 0.1054

***は1%水準で有意を示す

表2 傾向スコアマッチングのためのステップワイズロジステック分析の結果

| | all | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| EP | -0.009*** | -0.006** | -0.002 | -0.005* | -0.01*** | -0.007 |
| PER | 3.062*** | 4.953 | 2.248 | 4.728 | 3.616 | 5.484 |
| Epest | -0.008*** | -0.004 | -0.005** | -0.004* | -0.006* | -0.016*** |
| PERest | 3.669*** | 1.247 | 6.798** | 4.432** | 4.72*** | 5.312 |
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| EP | -0.01** | -0.005 | -0.009** | -0.012*** | -0.012*** | -0.015*** |
| PER | 2.099 | 2.336 | 0.923 | 6.564*** | 3.692* | 5.72*** |
| Epest | -0.013*** | -0.008** | -0.007** | -0.01*** | -0.011*** | -0.013*** |
| PERest | 4.809 | 1.535 | 1.682 | 3.388* | 3.537** | 6.2*** |

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意を示す

表3 株主優待の利益と株価の関係に与える影響

を用いた尺度を示している。観測期間前期においては不安定であるが、総じて結果は予測通り株主優待企業のほうがEPRは低く、PERは高いことが明らかになった。このことより、利益と株価の関係性にSPは一定の影響を与えていると結論付けることができる。また、実績利益よりも経営者予想利益を用いて計算した結果のほうが、より安定的な結果を示している。よって、株主優待は将来利益ないしはリスクに対してより関連性が高いと推察される。このことは、株主優待が流動性リスクを下げることを示した先行研究や、資本コストを下げることを示した先行研究と符合するものである。なお、EPRのほうがPERよりも結果が安定的なのは、PERゼロ以下の企業をサンプルから除外したことに起因すると考えられる。この結果は、追加的に実施したロバスト回帰においても確認された。以上のことから、株主優待に関する知識を有しない投資家や、その価値を感じない投資家にとって株主優待提供銘柄は総じて割高に映るといえる。

さらに、株主優待のEPRに与える関係が安定的かどうかを明らかにするために、経営者予想を利用したEPRについて分位点回帰を行った。この検証は、もし投資家が高い将来成長を期待していれば(すなわちERPが低い)将来期待キャッシュフローに占める株主優待にかかるキャッシュフロー部分は小さくなるために、株主優待のERPに対する影響は小さくなるとの仮説を検証するために実施した。回帰分析には、表2に示したすべての変数に加え、株主優待実施の有無に関するダミーを加えた。分位点としてEPRランクの10、25、50、75、90%を採用した。一般的に言って、分位点が小さいほど成長株として分類され、低いほどバリュー株として分類される。結果として、すべての分位点において株主優待は負に有意に有意であり、さらに分位点が高くなるほど負の値が大きくなる。この係数の違いについてワルド検定を行ったところ(10%と25%、25%と50%、50%と75%、75%と90%)すべての組み合わせについて有意な差があることが確認できた。したがって、高い将来成長が期待できるほど、株主優待の影響は小さくなることが明らかになった。逆に言えば、バリュー株となっている企業が株主優待を実施した場合、そのEPRに対する影響は高いことから、より個人投資家を引き付ける可能性が高い。

(3) ガバナンス、利益マネジメントと株主優待に関する研究

上記2つの研究は、本研究の中心的テーマである株主優待、コーポレート・ガバナンスおよび利益マネジメントの関係性分析の国際的な意義をサポートするために実施した。これらが必要な理由は、ガバナンス構造と利益マネジメントの関係性を分析した研究は数多く存在するが、ほとんどの研究は機関投資家やインサイダーなどに焦点をあてたものであり、本研究のように個人投資家の影響にフォーカスしたものはない。したがって、その必要性をサポートすることが必要であった。

これを前提として、本研究ではまず様々なガバナンス関連指標と株主優待実施の関係性について分析し、機関投資家と個人投資家保有割合に特に焦点を当てることとした。これは、株主優待の積極的な導入が株式持合いや銀行の株式保有解消の受け皿として利用されているという観測を反映している。先行研究は、株主持合いが会計発生高で見た会計情報の質に凸型の影響を与えることを実証的に示しており、この理由を、持ち合い比率が低いときにはアラインメント効果が強く働くが、比率が高まるにつれてエンブレチメント効果が強まってくるとの解釈をしている(音川和久・北川教央、「株式持合と利益の質に関する実証研究」『会計』172.6(2007):780-792.)。それ以外にも、長期保有の機関投資家はアグレッシブな会計操作を抑制する効果があると指摘する先行研究もある(Koh, P.S. (2007) "Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters." Journal of Accounting and Public Policy 26.3: 267-299.)

これらを前提として、一般的に財務数値に関する解釈能力を有しない個人投資家が機関投資

家や銀行にとって代わって安定株主となる場合、彼らが提供するような規律効果はなくなり、経営者はより自らの利害にそった経営を行うためによりアグレッシブな利益マネジメント行動をとる、という見方ができ、株主優待の費用は、それを実現するためのコストであると考えることができる。一方で、財務数値の解釈力が低い個人投資家が安定株主となるのであれば、経営者はあえて利益マネジメントを実施して自社の状態を望ましく見せる必要がないため、積極的な会計マネジメントを行わないという見方もできる。

これを検証するために、利益マネジメントのモチベーションが高い状況として経営者予想と実績利益との乖離を想定し、株主優待が利益マネジメントの程度（絶対値の大きさ）にどの程度影響があるかを分析した。この際、先行研究に従い、利益マネジメントを発生高マネジメント高と実体的マネジメントに区分して検証した。なお、発生高マネジメントの推定にあたっては、分析結果のロバストさを担保する意味で、先行研究で利用されている3つの代表的方法を用いて推定した値すべてを目的関数として回帰分析を行った。分析にあたっては、株主優待に関する内生性の問題に対処するため、2段階最小二乗法を用いた回帰分析を実施した。

この目的のため、まずは先行研究においてクロスセクショナルに調査されていなかった本研究の前提として、株主優待が所有者構造、特に個人株主保有比率と機関投資家保有比率に対する影響を調べた。その結果、株主優待の有無は個人株主保有比率に正の相関を有し、機関投資家保有比率に負の相関を有していることが明らかになった。これは、株主優待が個人株主を増加させるという先行研究に整合すると同時に、機関投資家保有割合を減少させる、ないしは機関投資家保有割合が低い企業が株主優待を提供すると解釈することができる。

これを前提として、株主優待と利益マネジメントの関係を分析した結果は表4に示すとおりである（結果はメインテストに用いた2段階回帰分析の二段階目を一部抜粋したものである）。ここで、会計発生高マネジメントのAEM1はJonesモデル、AEM2はDechowモデル、AEM3はKasznikモデルによる会計発生高推定値を表している。実体的マネジメントについては、Roychowdhuryの方法に従い、営業キャッシュフロー（ACFO）、裁量的費用（ADISEXP）、製造コスト（APROD）の三つの要素について推定のうえ、それを合算して実体的マネジメント総額（REM）とした（Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. Journal of Accounting and Economics, 42(3), 335-370）。SP_hatは、一段階目のプロビット回帰による推定値を意味する操作変数、DIRは経営者持株比率、TOPは大株主比率、SUSPECTは利益がゼロを若干上回る状態を示すダミー変数、DOWNは前年度から利益が減少している状態を示すダミー変数、LOSSは損失計上起業を示すダミー変数、SUSPECT_FEは報告利益が経営者予想を若干上回っている状態を表すダミー変数である。

結果から明らかとなっており、AEM3では若干有意性は低いですが、SPは会計発生高マネジメントすべてについて有意に抑制する傾向がある。その一方、実体的マネジメントについては促進させる効果があることが明らかになった。一般的に個人投資家が増加し、機関投資家が減少すれば、相対的にプレッシャーが低下すると同時に、会計数値の解釈力が劣る株主が増加することになると考えられる。一方で、株主優待の提供が安定株主の増加によって短期的な利益数値に過度に注意を払う必要をなくすることにあるとすれば、経営者が認識タイミングの調整によって短期的な変動をする動機を持たなくなるという推論が可能である。本検証結果は後者のロジックをサポートするものである。

それに対して、株主優待提供は実体的マネジメント、すなわち長期的なキャッシュフローの修正を助長する傾向があることが明らかになった。株主優待の逆進的な性質を考慮すれば、長期的なキャッシュフローの悪化は個人株主にとっては優待による便益によって相殺されるかもしれない。しかし、機関投資家等にとっては株主優待の便益は無視できる程度のものであるので、自らの投資価値が棄損されている可能性がある。したがって、こうした投資家が株主優待提供企業への投資を検討する際には、株主優待提供の帰結について十分注意を払う必要があることが示唆される。

| | 会計発生高マネジメント | | | 実体的マネジメント | | | |
|------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | AEM1 | AEM2 | AEM3 | ACFO | ADISEXP | APROD | REM |
| SP_hat | -0.020*** | -0.020*** | -0.007* | -0.019*** | 0.501*** | 0.291*** | 0.775*** |
| DIR | 0.006** | 0.006** | 0.002 | 0.004* | 0.051*** | 0.055*** | 0.109*** |
| TOP | 0.009*** | 0.009*** | 0.008*** | 0.008*** | 0.056*** | 0.050*** | 0.102*** |
| SIZE | -0.003*** | -0.003*** | -0.002*** | -0.002*** | -0.015*** | -0.010*** | -0.024*** |
| SUSPECT | -0.003*** | -0.003*** | -0.002*** | 0.001 | 0 | 0.001 | 0.006 |
| DOWN | -0.004*** | -0.004*** | -0.004*** | -0.003*** | -0.011*** | -0.009*** | -0.020*** |
| LOSS | 0.004*** | 0.005*** | 0.006*** | 0.018*** | 0.030*** | 0.024*** | 0.063*** |
| SUSPECT_FE | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.005 | 0.005* | 0.012* |

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意を示す

表4 株主優待の利益マネジメントに与える影響

また、ADISEXP が最も大きな係数を有している、すなわち販管費項目についてマネジメントを行う傾向が強いことも興味深い。株主優待提供企業は B2C 産業に属する可能性が高いため、広告宣伝費やマーケティング費用は競争上きわめて重要であり、相対的な金額も大きくなる傾向がある。そして、それらの支出の変更は競争力の低下につながる可能性が高いため、経営者は変更を躊躇する可能性が高い。そこで、株主優待が販管費項目で処理されるケースが多いことを加味すれば、株主優待プログラムの変更によって販管費を調整するケースも一定程度存在する可能性が示唆される。

5 . 主な発表論文等

〔学会発表〕(計 3 件)

Liqian Chen, Yoshiyuki Matsuura and Mohammad Ali Tareq, On the interaction between shareholder perks, ownership structure and earnings management, The 21st Malaysian Finance Association Conference, Sunway Bandar, Malaysia, 2019

Yoshiyuki Matsuura, Liqian Chen and Mohammad Ali Tareq, Shareholder perks and earnings to price ratio, International Conference on Innovation and Technology Management 2018, Shimonoseki, Japan, 2018

Yoshiyuki Matsuura, Does stockholder privilege really matter to individual investors? International Conference on Management in Emerging Market 2016, Bali, Indonesia, 2016

6 . 研究組織

該当なし

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。