

令和 5 年 6 月 11 日現在

機関番号：32690

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2017～2022

課題番号：17K13796

研究課題名（和文）投資家タイプ別株主数の決定要因とその企業価値への影響

研究課題名（英文）Determinants of the number of shareholders and its impact on firm value

研究代表者

安武 妙子（Yasutake, Taeko）

創価大学・経済学部・准教授

研究者番号：00737314

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究プロジェクトでは株主数の決定要因として株主優待に注目し、その株主優待の価値について投資家がどう評価しているか、権利確定日前後の株価に注目した分析と、企業側が株主優待を実施する目的についてアンケート調査を元に分析を行った。検証の結果、日本の投資家、とくに個人投資家は株主優待の価値を認識し、株主優待が株価や売買動向に影響を与えていること、また、日本企業は株主数の増加を株主優待実施の目的の一つとしていること等が明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の意義は、特に個人株主数の決定要因として、これまで学術的な検証が限られていた株主優待について、投資家はその価値をどれだけ認識しているか、また企業側がどのような動機でそれを実施しているかを検証することで、株主優待の日本の株式市場における役割を明らかにした点にある。日本企業が株主数を増加させる有効な手段の一つとして株主優待を実施していることもアンケートを通して明らかにした。また、株主優待は日本独自の制度ではないものの、日本においてその実施数が増加しており詳細なデータも入手可能である。世界的にもまだ数少ない株主優待の学術的検証を英語論文で発表したことにも本研究成果の学術的意義があると考えられる。

研究成果の概要（英文）：In this project, how investors value shareholder perks is analyzed by looking at the stock price movement around the ex-shareholder perks day. As a results, it is found that Japanese investors, especially individual investors, value shareholder perks, and stock price and volume are also affected by shareholder perks. Motivation for firms to provide shareholder perks is also examined using a survey data. It became clear that Japanese firms provide shareholder perks to increase the number of shareholders.

研究分野：企業財務

キーワード：株主数 個人投資家 株主優待

1. 研究開始当初の背景

企業の認知度が高く株主数の多い企業は資本コストを低く抑えることができるという Merton (1987)の投資家認知度仮説以来、これまで株主数の決定要因や認知度を高める上でのバリアー、また株主数と資本コストの関係等について様々な研究が行われている。しかしながら、様々なタイプの投資家の中で、特に個人投資家の株主数や持ち株比率が株価や企業価値に及ぼす影響の検証は少ない。本研究では、投資家タイプ別の株主数や持ち株数の詳細が公表されている日本の株主データの特性を活用し、投資家タイプごとの認知度、株主数の決定要因やそれぞれが資本コストや企業価値に与える影響についてミクロ(企業)データを用いた実証分析を行う。更に、本研究では株式市場全体やマクロ経済の動向などと言った長期における市場環境の変化と株主数の関係についても検証を行う。なお、研究開始当初、目的の一つとして投資家による企業の認知度と企業価値の関連(認知度仮説)についての実証分析をあげていたが、その後株主数の増加と企業価値について、株主優待に注目した論文が発表されたこともあり、本研究プロジェクトでは株主タイプごとの投資決定要因の一つと考えられる株主優待に注目することとした。

Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.

2. 研究の目的

本研究では、株主数や株主構成のデータを活用し、特に個人株主による株主優待の価値の認識がどのように企業価値(株価)に反映されているかという点に焦点を当て、配当や株主優待の権利落ち日をイベントとした分析(イベントスタディ)を行うことを目的とする。また、長期マクロ状況との関連の検証については、2023年の東京証券取引所の市場区分の再編成に伴う上場基準、特に株主数に関する基準の変更が、日本企業の株主優待の実施動向に与える影響について検証する。

3. 研究の方法

本研究では株主数の決定要因の一つとして株主優待に注目し、日本企業の株主数を含むミクロデータと、株主優待に関する詳細なデータの特性を活かし包括的な実証分析を行う。また、申請者が2016年末から2017年にかけて実施した、全上場企業を対象とした株主優待実施に関するアンケート調査の結果も活用する。

本研究はファイナンス分野における世界的水準の研究成果として発表することを目標としている。そのため国内外の研究協力者と共同で研究を遂行し、進捗状況に応じ適宜学会やワークショップ等で積極的に報告を行っていく。

4. 研究成果

本研究プロジェクトの主な成果として、1本の英文論文掲載(査読付き)、1本の英文論文投稿、改訂(再投稿予定)、1本の日本語論文掲載(査読付き)と、国際学会での発表(2018年、2022年、2023年(予定))、国内での学会発表(2018年及び2022年経営財務学会)が挙げられ

る。また、一橋大学における一橋ファイナンスセミナー（2017年12月）、中央大学における企業研究所公開研究会・日本金融学会関東部会（2018年3月、中央大学）、ハワイ大学（2018年2月、2020年2月（オンライン））、台湾国立中央大学（2021年1月、オンライン）で研究発表する機会も頂き、有益なコメントを頂いたことが研究成果に繋がった。ここでは上記3本の論文について概要を報告する。

（1）Huang, W., Rhee, S. G., Suzuki, K., Yasutake, T, 2022. Do investors value shareholder perks? Evidence from Japan. *Journal of Banking & Finance*, 143, 106575.

本論文では日本の株主優待について、投資家はその価値をどのように認識しているかについて、権利落ち日前後の株価の動きと売買高に注目し、分析を行った。分析の結果、株主優待は投資家にとってその価値が認識されており、株価や売買高にも影響を与えていること、また金券よりも物やサービスの方がその価値が高く認識されている可能性も示唆された。これらの結果は個人株主比率が高いほど顕著となっており、日本の個人投資家にとって株主優待が投資判断の材料の一つとなっていることが考えられる。

（2）Taeko Yasutake and Kyoko Nagata. A good way to attract individual retail investors?: Field evidence on shareholder perks program in Japan (Working paper)

本論文では2016年末から2017年にかけて実施した、全上場企業を対象としたアンケート調査と、企業財務などマイクロ情報に基づき、日本企業における株主優待実施の動機を検証した。また、近年発表された株主優待に関連する文献のレビューと、東京証券取引所（東証）の市場再編成、特に株主数に関する基準変更の影響についての分析も行った。アンケートでは、株主優待の実施動機の主なものとして個人株主数の増加と長期保有の推進の2点が明らかになった。その一方で、株主数に関する上場基準変更により、今後の株主優待の実施が長期保有やIRの一環など、株主数の確保以外を目的とするものになっていく可能性も示唆された。

（3）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*, 38巻1・2, 75-91.

本論文では2016年末から2017年にかけて実施した、全上場企業を対象としたアンケート調査と、企業財務などマイクロ情報に基づき、日本企業における株主優待実施の動機を検証した。分析では株主優待の導入企業、特に非自社製品による優待導入企業は導入前の株主数が東証の上場基準に近接しており、東証における株主数に関する基準が日本企業の株主優待実施の重要な動機の一つとなっていることが示唆された。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 1件 / うちオープンアクセス 0件）

| | |
|--|-------------------------------|
| 1. 著者名 Huang Wei, Rhee S. Ghon, Suzuki Katsushi, Yasutake Taeko | 4. 巻 143 |
| 2. 論文標題 Do investors value shareholder perks? Evidence from Japan | 5. 発行年 2022年 |
| 3. 雑誌名 Journal of Banking & Finance | 6. 最初と最後の頁 106575 ~ 106575 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jbankfin.2022.106575 | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 該当する |

| | |
|---|---------------------|
| 1. 著者名 安武妙子、永田京子、松田優斗 | 4. 巻 38 |
| 2. 論文標題 「日本企業における株主優待の実施目的：サーベイ調査から」 | 5. 発行年 2018年 |
| 3. 雑誌名 経営財務研究 | 6. 最初と最後の頁 75-91 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

〔学会発表〕 計5件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 4件）

| |
|--|
| 1. 発表者名 Taeko Yasutake |
| 2. 発表標題 Motivation to initiate, continue, and suspend shareholder perks: Field evidence and empirical analyses from Japan |
| 3. 学会等名 2023 International Conference in Finance, Banking and Accounting (国際学会) |
| 4. 発表年 2023年 |

| |
|--|
| 1. 発表者名 Taeko Yasutake |
| 2. 発表標題 Do investors value shareholder perks? Evidence from Japan |
| 3. 学会等名 2022 FMA Asia/Pacific Conference (国際学会) |
| 4. 発表年 2022年 |

| |
|--|
| 1. 発表者名 安武妙子 |
| 2. 発表標題 A GOOD WAY TO ATTRACT INDIVIDUAL RETAIL INVESTORS? : FIELD EVIDENCE ON SHAREHOLDER PERKS PROGRAM IN JAPAN |
| 3. 学会等名 JFA-PBFJ Special Issue Conference (国際学会) |
| 4. 発表年 2022年 |

| |
|--|
| 1. 発表者名 Taeko Yasutake |
| 2. 発表標題 A GOOD WAY TO ATTRACT INDIVIDUAL RETAIL INVESTORS? : FIELD EVIDENCE ON SHAREHOLDER PERKS PROGRAM IN JAPAN |
| 3. 学会等名 The 30th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues (国際学会) |
| 4. 発表年 2018年 |

| |
|-------------------------------------|
| 1. 発表者名 安武妙子 |
| 2. 発表標題 日本企業における株主優待の実施目的：サーベイ調査 |
| 3. 学会等名 日本経営財務研究学会第42回全国大会 |
| 4. 発表年 2018年 |

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

| 氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号) | 所属研究機関・部局・職 (機関番号) | 備考 |
|---------------------------|-----------------------|----|
|---------------------------|-----------------------|----|

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

| 共同研究相手国 | 相手方研究機関 | | | |
|---------|-------------------------------|--|--|--|
| 米国 | University of Hawaii at Manoa | | | |
| 米国 | University of Hawaii | | | |
| 米国 | University of Hawaii at Manoa | | | |
| 米国 | University of Hawaii at Manoa | | | |
| 米国 | University of Hawaii at Manoa | | | |