

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 19 日現在

機関番号：15501

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530562

研究課題名(和文)株主優待制度の財務情報の株価説明力に与える影響に関する実証的研究

研究課題名(英文)Empirical study on stockholder privilege impact on value relevancy of financial reporting

研究代表者

松浦 良行 (Yoshiyuki, Matsuura)

山口大学・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) 3,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、株主優待制度の株価に対する影響を、個人投資家の認知の問題も視野に入れて多面的に検討することを目指した。まず、株主優待の現行の会計処理を前提とした理論株価モデルは、株主優待提供企業の株価を過小評価する枠組みを示した。次に、個人投資家が株主優待に感じる効用が、配当や利益とは異なることを示し、個人投資家は高すぎる株主優待還元に見出さないことを示した。最後に、株主優待修正の理論株価は小型株においてはより株価を説明することが明らかになった。

研究成果の概要(英文)：This study investigates value relevancy of stockholder privilege (SP) from multi-dimensions including cognition of SP individual investors. It first explains why valuation model providing current accounting practice for stockholder privilege may systematically cause undervaluation of SP offering firms. Then it reports perceived utility of SP among individual investors differs from that of dividend and earnings and suggests excessive SP does not increase utility. Third, it finds SP adjusted valuation model better explains small cap stocks.

研究分野：財務会計

キーワード：株主優待 個人投資家 ファンダメンタル分析 資本市場

1. 研究開始当初の背景

本研究開始当初、我が国株式市場は回復基調に乗りはじめ、また個人投資家向け税制優遇措置の導入の影響もあり、多くの上場企業は個人投資家を新たな安定株主層ととらえ、個人株主数の拡大に向けての施策を展開していた。

株主優待は、我が国において特徴的な IR ツールの一つであると位置付けられ、個人投資家にとっての関心の高さは周知の通りである。従来は BtoC 企業を中心として自社製品の詰め合わせや、商品購入時の株主割引等が主に提供されていたが、近年はお米券や図書券など従来よりもバラエティーが増加すると同時に、BtoB 企業でも普及している。株主平等の原則といった法律的な側面、個人株主獲得に対する費用対効果の側面などから問題点が指摘されているにも関わらず、現在も上場企業の 1/3 弱は制度を維持しており、優待制度の廃止が株価の下落を導いた事例も報告されるなど、その株価に対する影響は十分明らかになっていない。株主優待は法律上利益処分の対象ではなく、営業費用として処理されるので、損益に直接影響を及ぼす。損益数値の株価説明力を所与とすれば、企業は損益額と株主優待にかかるコストを適切にマネジメントしなければならない。

先行研究は、株主優待が個人投資家数の増加に有効であることを明らかにしていた。その一方で、経験的には株主湯隊の導入・撤廃が株価に影響があることは明らかであったが、株主優待の財務数値に対する影響や配当との等価性の問題などをふまえた長期的な株価形成に与える影響については十分検討されてきてはいなかった。

さらに、この前提としての株主優待の個人投資家により認識についても明らかになっていなかった。

2. 研究の目的

こうした背景の下、本研究は以下の点を明らかにすることを目的とした。

(1) 株主優待を疑似配当ととらえるか、あるいは IR 費用ととらえるかによってその価値関連性は大きく異なる。そこで、会計研究において広く利用されている残余利益モデルを前提として、株主優待が株価に影響を与えることを検討するための理論的枠組みを提供する。

(2) 株主優待のコストは営業費用として処理されるため、株主優待という即物的な投資リターンと企業の成長性の尺度である利益数値をバランスさせて評価していることになるが、両者をどのようにバランスさせながら意思決定しているのかは未だ明らかにされていないために、個人投資家の投資意思決定における株主優待と財務数値の役割に関する分析を行う。

(3) 上記を踏まえて株主優待の株価に対す

る影響分析を行う。

3. 研究の方法

上記(1)については、包括的な文献レビューによる(2)については、本研究の主要部分であり、個人投資家に対するインタビューやアンケート調査などによって今後の株主優待研究のための基礎資料を提供することを目指した。(3)については、財務データベースと会社四季報データを活用した。この上で、(2)と(3)については計量的な実証分析を行った。

4. 研究成果

(1) 株主優待の価値に関する理論的検討先にも述べたとおり、株主優待は一定の条件下においては損金算入が認められる。したがって、株主優待商品の二次市場が完備し、株主間の平等性を基礎として株主優待が提供される場合、経済合理性のみを追求するならば、株主は配当よりも優待を選好する。したがって、たとえば配当 100、株主優待 0 よりも、無敗で株主優待 100 のほうが合理的である。しかし、株主優待の提供は同額の利益減少を伴う。この傾向は、株主優待内容がクオカードなど転売可能性が高い商品の場合特に顕著となる。このように、株主優待を IR 費用とみるか、疑似配当とみるかによって理論的な株価は大きく異なる。

この点を、簡単な設例で示す。新設企業が 5 年間で営業を終了すると考える。この事業のため、新株発行により株主資本を 3,000 調達する。さらに、利益、配当および株主優待支出は 300 と仮定し、株主優待前利益は毎年 1,100、配当と株主優待支出はともに 300 で一定とする。また、株主優待支出は他の財務数値(売上の増加など)に影響を与えることはないとする。さらに会計発生項目は存在しないとする。税率は 25%とする。投資家は完全予見であるとする。

表 1 に示すシナリオは、投資家が株主優待を IR 費用と考え価値評価をするケースである。資本コストを 10%とすると、この場合、残余利益モデルでは企業価値は 3931 となり、我々が一般的に残余利益モデルを用いた株価評価を行う場合、このプロセスに従っている。

シナリオ1;株主優待を費用と認識する場合

	0	1	2	3	4	5
営業利益		1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
株主優待費用		(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
税引前利益		800	800	800	800	800
税額		(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
税引後純利益		600	600	600	600	600
配当		300	300	300	300	300
株主優待		-	-	-	-	-
留保利益		300	300	300	300	300
期首簿価	3,000	3,000	3,300	3,600	3,900	4,200
期末簿価		3,300	3,600	3,900	4,200	4,500
残余利益		300	270	240	210	180

表 1 現行会計処理に基づく価値計算

一方、株主優待を税制優遇された疑似配当ととらえて価値計算を行うケースが表 2 の場合

である。このケースでは、実質的に配当が倍になるが、投資家は利益は固定的にとらえるために、企業価値は5069となる。

シナリオ2;株主優待を税務メリットのある配当とみなす場合

	1	2	3	4	5
営業利益	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
株主優待費用	-	-	-	-	-
税引前利益	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
税額	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
税引後純利益	900	900	900	900	900
配当	300	300	300	300	300
株主優待	300	300	300	300	300
留保利益	300	300	300	300	300
期首簿価	3,000	3,000	3,600	3,900	4,200
期末簿価	3,300	3,600	3,900	4,200	4,500
残余利益	600	570	540	510	480

表2 優待を分配とみなした価値計算

この二つのシナリオは、現行の理論モデルと、株主優待の分配側面にのみ注目した場合の、価値増分の最大値のケースを比較するものであるが、もしすべての投資家が株主優待を分配とみなしているのであれば、観測される株価はシナリオ2のケースに近くなるはずであり、理論株価はシステマテックに過小評価になっている可能性を明らかにした。

ただし、株主優待の意義を検討する際に重要なのは、実質的に経済的価値を有するものを受領しているにも関わらず、その経済的価値に効用を見出さない投資家セグメントが存在していることである。したがって、個人投資家の中でもシナリオ1のような評価をしてそれに基づいて株式を保有している株主層が相当程度存在している可能性があることを指摘した。

(2) 個人投資家の株主優待に対する意識

この研究においては、個人投資家の株主優待に対する複雑な意識構造をインタビューとアンケート調査によって明らかにすることを目指した。

株主優待を重視する投資家としない投資家にはどのような投資意思決定プロセスの違いがあるのかについてさらに検討するために、グループインタビューを実施した。インタビュー参加者のリクルートはテストアンケート回答者のうちで東京在住の25歳から60歳までの社会人男性に対して実施し、優待を重視するとした回答者と重視しないとした回答者をバランスさせた。グループインタビューは2012年12月8日に実施し、20~30代のセッションと、40~50代のセッションを各一回開催した。一般的な投資行動についての質問の後、優待に関する意識を多面的に議論することを求めた。インタビューフローとしては、当初個人の投資経験・方針などについて聞いた後、優待を含む様々な投資判断要因の中での株主優待の相対的な重要性、同業種(小売業)で株主優待を提供している企業(イオン)としていない企業(セブン&アイ)に関する投資魅力度、株主優待創設による株価大幅上昇のニュース(ビレッジV)に対する反応について訊ねた。

年齢別のグループで特別な違いは観測できず、長期保有銘柄に関しては配当および企業の経営ビジョンや戦略など定性的な側面を重視するという回答が支配的であり、株主優待を中心な判断材料として明確に述べたのは一名だけであった。先行研究では、財務活動や財務数値に直接関連するもののうちで高い効用を有するものは、配当支払いと配当性向の高さであり、PERはそれらの限定的な効用をもたらすのみである。その他配当関連指標に匹敵する効用を有するものは、経営陣の質の高さや、成長株であること、営業拠点(自国を影響の拠点とする)や証券会社からの推薦などがあげられている。そうした意味で、本グループインタビューは彼らのファインディングを部分的にサポートしている。

今回のインタビュー対象者が現役の企業人であり、また比較的長期におよぶ銘柄保有を前提とした投資行動をとっていることにも関係するが、事業投資による価値増加可能性を基本的な指針においている。インタビューの題材であるセブンアンドアイとイオンの比較、およびビレッジVの優待新設に関する発言から類推できるのは、インタビュー参加者の多くは、株主優待の価値は配当に対する+として捉えている。したがって、配当と株主優待が金額換算では同じ利回りを提供する場合でも、個人投資家は配当に高い効用を感じる可能性が高いと思われる。一方、株主優待の会計処理について言及した参加者は一名のみであり、全般的な知識の欠如のために利益と優待の相対的な効用に言及する発言は得られなかった。

このインタビュー結果でえられた各種ファンダメンタルの投資意思決定における重要性を前提として、次に株主優待の相対的な効用をコンジョイント分析によって検討した。コンジョイント分析とは、既存のデータから選好を推定する顕示選好型分析に対して、複数の属性から構成されるプロファイルと呼ばれる評価対象を被験者に回答させることによって得られる表明選好型分析するアプローチである。

今回の研究における主要な関心は、株主優待、配当、利益の個人投資家に与える効用を相対的に比較することである。コンジョイント分析にあたって選択した属性は、これに関連して、株主優待還元率、配当性向、PERと、インタビューで重視されていることが確認された時価総額と利益トレンドである。また、それぞれの属性について3つの水準を設定して、段階的な効用の変化を推測する。

ウェブアンケートは2014年3月初旬に実施した。調査タイトルは「金融商品に関するアンケート」とし、リクルート対象は、20歳以上の日本国内株式を保有している者に限定した。さらに、デイトレーダーを排除するために、アンケート当初に株式平均保有期間を訊ね、一日以内の場合はその後の質問に進

めないように設計した。被験者は一回のタスクでこのなかからあらかじめ設定した3つのプロファイルと「どれも同じ」の計4つの選択肢の中から一つを必ず選択することが求められる。被験者には12回の同様のタスクをもとめるが、そのうち最初の2回は上記18個のプロファイルから抽出されたものではなく、本稿のスコープ外である株式時価総額と税引後利益について固定し、PER、配当、優待還元率×優待内容について異なる3つのプロファイルおよび「どれも同じ」の4つから選択することになる（これら最初の2つのタスクは本稿の目的外であり、効用値計算には含めない）。異なる12個のタスク集合を3セット作成し、これら3つのセットの受験者数の均衡がとれるように、アンケートにあたっていずれかのセットが振り当てられた。

アンケートにおいて特筆すべき点は、本稿の関心の対象である株主優待の会計処理に関する知識について、「処理法を知っている」と答えたのは272人(23.7%)にとどまった。したがって、大多数の回答者は利益数値と株主優待のトレードオフ関係について認知していないと推測される。また、配当と株主優待の認識については、「配当と株主優待は株主に対する分配だから同じもの」と回答したのは118人(10.3%)、「両者は同じ配当だが税務上の取り扱いが違うので別の分配方法」は155名(13.5%)、「配当は利益処分、株主優待はインベスターリレーションのツールであり全く別物」は341人(29.7%)、「考えたことがない」が最も多く526人(45.7%)となり、「その他」は10人(0.87%)であった。このことから、半数程度の回答者は配当と株主優待の関係について、明確な見解を有していないことが明らかになった。

次に、コンジョイント分析で利用する各属性について、5段階で投資意思決定での重要性を確認した結果が表3である。

	PER	配当利回り	時価総額	利益トレンド	優待還元率	優待内容
1	85	35	73	58	106	95
2	136	70	167	110	182	143
3	549	321	501	517	420	367
4	319	500	322	361	342	368
5	61	224	87	104	100	177
平均	3.12	3.70	3.16	3.30	3.13	3.34

*5ポイントリカースケール(1:全く重視しない⇨5:大いに重視する)

表3 各属性の重要性に対する認識

配当を除けばすべての属性の最頻値は3であり、すべての属性が投資判断においてある程度は意識されると考えられるが、配当だけは最頻値が4であり、これらの中でも重視される傾向が強いと推測される。配当の相対的重要性は、グループインタビューの発言とも整合する。

次に、コンジョイント分析を実施し、まず株主優待還元率(内容)、配当性向、PER、時価総額、利益トレンドの相対的重要性を検討した。表4はこの結果を示している。本稿の主たる関心の対象であるPER、配当利回り、

株主優待(還元率×内容)(SP)の関係については、配当利回り(DivYield)の重要性が最も高く、PERは限定的な重要度にとどまっている。配当利回りと株主優待の比較で言えば、配当利回りの方が株主優待よりも重要度は高いが、株主優待も相当程度の重要性を有していると言えよう。

属性	重要性
PER	2.7%
DivYield	32.2%
MktCap	5.9%
ET	33.3%
SP	25.9%

表4 属性の相対的重要性

利益に関してさらに検討してみると、PERと純利益のトレンドでは対照的な結果となった。過去の利益のトレンドは高い重要性を有しているのに対して、当期の利益額を基礎とするが将来利益の成長を示唆すると認識されているPERの重要性は低い。したがって、個人投資家も利益に対して一定の効用を有しているが、それはある特定期間における利益と言うよりも利益成長であるといえよう。この観点でトレンドで評価したときの純利益と株主優待の相対的重要性を比較すれば、純利益の方が高いとの結果が得られた。これは、個人投資家が長期保有を念頭におくと、長期的な業績トレンドと配当や株主優待といった短期的な分配をバランスさせて意思決定をしていることを示唆している。

各属性の部分効用について検討するための条件付きロジット分析の結果を表5に示している。

選好	係数	Z値
PER25	-0.0419	-1.19
PER5	0.0463	1.35
DivYield4	1.0347	28.32
DivYield2	0.3448	8.87
MktCapL	0.1547	4.3
MktCapM	0.1914	5.79
ET Increase	1.0711	38.02
ET Flat	0.4462	12.52
SPY4 CV	0.8196	17.09
SPY4 CP	0.7463	15.04
SPY2 CV	0.8327	16.96
SPY2 CP	0.8117	16.43
SPY2 LS	0.5755	12.65
No choice	-2.145	-16.25

表5 属性の部分効用の検証結果

配当と株主優待は分配手段としてともに重視されているが、部分効用については違いがある。配当利回りについては、ベース水準である 0% から、2% (DivYield2)、4% (DivYield4) と上昇するにつれて、部分効用値が増加しているが、株主優待についてはベースである 0 から 2% (SPY2) になると大きく増加しているが、2% から 4% (SPY4) への増加は追加的な効用を提供するものではない。したがって、株主優待還元率の増加はある閾値を超えると限界効用はゼロに近づいていく可能性を本分析は示唆している。また、優待内容については代表的なクオカード (SPYCV) と自社商品 (優待券) (SPYCP) の間では顕著な差は観測されていないが、地域特産品 (SPYLS) は若干低めの効用しかもたらさないという結果が得られている。

たとえば現在配当利回り、優待還元率ともに 2% の企業が、株主優待制度を撤廃しすべてを配当として分配するようなポリシー変更をするならば、効用面で見た影響はオフセットされるが、無配で株主優待還元率 4% の企業が制度を撤廃して配当利回りを 4% に設定する方が個人投資家の効用を高めることになる。さらに、他の条件が一定とするならば、たとえば利益増加傾向 (ET Increase) を維持するために株主優待還元率を 4% から 2% に低下させたとしても効用においてはほとんど影響がなく、利益増加トレンドの維持によって高い効用を提供し続けることができると推測される。本稿では効用に注目しており、そのそれが直接的に株価変動を説明するわけではないが、企業は各要因間の部分効用の違いに配慮しながら株主優待を活用することが求められることが明らかになった。

(3) 株主優待の株価影響分析

本研究では、上記(1)に示した株主優待を分配ではなく IR 手段として処理して推定した理論株価と、株主優待を分配として処理して計算した理論株価のいずれが株価説明力が高いかを検討した。この検討によって、株価は株主優待を分配とみなしているのかを検討した。データは 2006 年から 2015 年までの上場企業とし、利益予想値は最も妥当性が高いとされる東洋経済予想を利用した。

これを、株主優待提供企業とそうでない企業とで一般的な方法で導出した理論株価が異なるかを比較する方法、優待提供企業の株価に対して二つの理論株価モデルで検討する方法を用いた。これによって、優待導入・撤廃時に散見される株価変動が株主優待の取り扱いを変更した理論式によって説明できることを明らかにすることを試みたが、現時点においては小型株セグメント以外では有意な結果は得られていない。

この理由としては、株主優待提供プログラムのバラエティーを無視していることなどが考えられる。これらの点を今後改良する

ことで、株主優待の株価関連性について説得力のあるモデルを提供することを目指す。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 0 件)

〔学会発表〕(計 2 件)

Yoshiyuki Matsuura, Mohammed Ali Tareq, Does stockholder privilege really matter to individual stockholders?, International Conference on Innovation and Management 2015 (University of Vaasa, Vaasa, Finland) 2014 年 11 月 19 日

松浦良行、Mohammed Ali Tareq、個人投資家の株主優待に対する意識とそのインプリケーション、日本会計学会第 75 回大会(横浜国立大学、横浜市、神奈川県)2014 年 9 月 6 日

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

出願年月日:

国内外の別:

取得状況(計 0 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

出願年月日:

取得年月日:

国内外の別:

〔その他〕

ホームページ等

なし

6. 研究組織

(1) 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