

企業の将来業績と株主優待の関係

—株主構成を通じた検証—

橋本英樹（株式会社 QUICK）

要旨

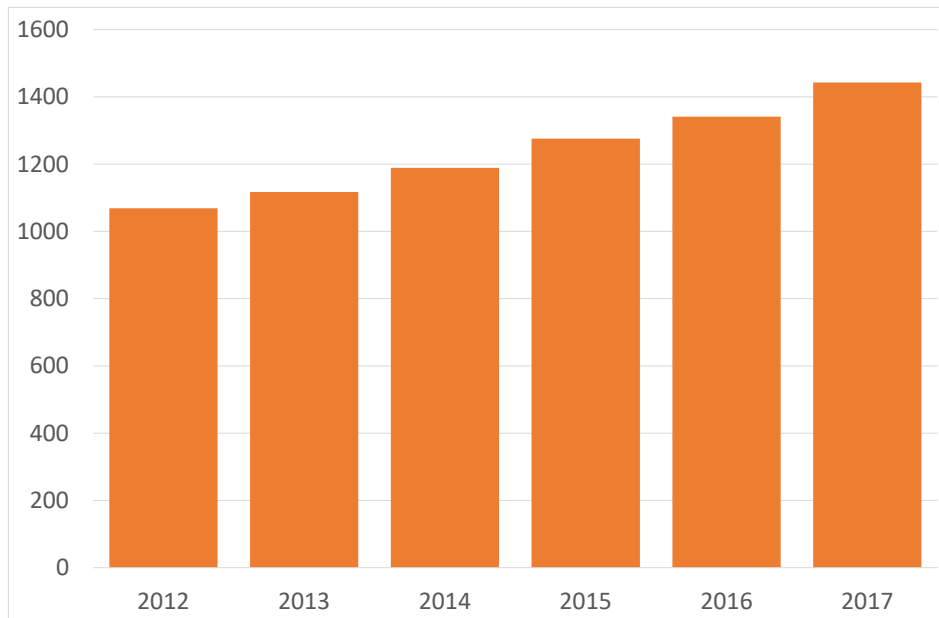
本稿は、石川（2019）の先行研究について、2012～2017 年のデータを使い再検証した。操作変数法において、内生変数を個人株主持株比率の対前年変化、外国人株主持株比率の対前年変化とした分析で、おおむね一致する結果を得た。さらに、追加検証で「持株外国人個人比率」という指標を作成し、それに基づく分析を行ったところ、持株比率で外国人が多い企業は、将来業績が成長しているという結果を得た。

一方で、株主優待制度は企業の将来業績に対して非常に強いマイナスの影響があることが示された。しかし、筆者は株主優待を適正に運用することで企業経営に生かすことができると考える。筆者の行った企業取材で、経営に個人株主の意見を積極的に取り入れている企業、株主優待を導入しつつ高い業績上昇を維持している企業が存在した。企業は個人株主と機関投資家のバランスに配慮することが重要という示唆が得られたと考える。株主優待には、適正な運用が求められる。

1. はじめに

株主優待制度を導入している企業は年々増加しており、直近では 1500 社を超過（2020 年 2 月現在）している。それでは、株主優待はどのような効果があるのだろうか。

図表 1. 株主優待制度の導入企業の推移（2012～2017 年）



（出所）筆者作成。以下同じ。

株主優待の導入が、短期的に株価にプラスの影響があるとする研究は複数発表されている。鈴木・砂川（2008）は、株主優待導入の発表が企業の株価上昇に有意であると報告している。望戸・野瀬（2015）は、株主優待実施企業では権利付き最終日に向けて高い株式パフォーマンスが得られると報告している。安武（2016）は、投資家間でのその価値の認識の差が、株主優待の権利落ち日前後の売買高に影響を与えていると報告している。野瀬・宮川・伊藤（2017）は、株主優待の廃止と増配を同時発表した企業のアナウンス時の累積超過リターン（CAR）を分析し、配当が金銭価値で同額の株主優待の代替手段とはならないことを示唆すると報告している。

一方で株主優待により個人株主を集めることの問題を指摘する論文も多い。月岡（2017）は、株主属性と議決権行使の関係を分析し、投資信託、年金基金および外国人株主が、議決権行使を通してコーポレート・ガバナンスの向上に一定の役割を果たしていることを示唆している。一方で、個人株主および事業法人は「物言わぬ」株主となっている可能性があることを報告している。

また、個人株主の投資パフォーマンスが機関投資家に劣るという論文も発表されている。新谷（2017）は、個人投資家は小型バリュー株を保有し、アンシステマティックリスクに対して選好を持つことが確認され、また個人投資家全体の投資パフォーマンスは機関投資家よりも劣っていることも分かったと報告している。

本稿は、石川（2019）の分析を再検証し、個人株主と株主優待の関係について考察した。本文の構成は、第 2 章が先行研究の検証、第 3 章が追加検証、第 4 章がまとめである。

2. 先行研究の検証

（1）先行研究

石川（2019）は、株主優待制度の導入等によって個人株主が増加するプロセスと、その増加した個人株主が将来業績に与える影響の相互関係を考慮するために操作変数法を用いた分析を行った。その結果、個人株主開拓策（株主優待、株式分割、売買単位引き下げ）は、業績、配当、規模要因等を所与としてもなお、個人の株主数や持ち株比率を上昇させるという証拠を得たとしている。しかし、当期に個人株主が増加した企業は、利益率変化の次期反転、配当変化の収益性シグナリング、投資の効果などを所与としてもなお、次期の収益性、成長性、配当率がいずれも有意に低下しており、外国人株主の結果は正反対であると報告している。

具体的な分析方法としては、個人株主の変化（ Δ 個人株主）は、個人株主持株比率の対前年変化「 Δ 個人持株比率（ t ）」で把握する。外国人株主の変化（ Δ 外国人株主）は、外国人株主持株比率の対前年変化「 Δ 外国人持株比率（ t ）」で把握する。

一方、将来業績の変化は、3つのモデルで計測を行う。収益性予測の分析は、次期の ROE（自己資本純利益率）実績値の対前年変化「 Δ ROE（ $t+1$ ）」を被説明変数として計測する。成長性予測の分析は、次期の「売上高変化率（ $t+1$ ）」で計測する。配当予測の分析は、次期の DOE（自己資本配当率）実績値の対前年変化「 Δ DOE（ $t+1$ ）」である。

操作変数法の推定イメージを図表 2 に示した。収益性予測の個人株主の変化分析の場合、 Δ 個人持株比率（ t ）を内生変数と位置づけ、 Δ 個人持株比率（ t ）には影響を与えるが、 Δ ROE（ $t+1$ ）には直接影響を与えないことが想定される操作変数を導入する。なお、成長性予測の分析の場合は被説明変数を「売上高変化率（ $t+1$ ）」、配当予測の分析の場合は被説明変数を「DOE（ $t+1$ ）」に変える。その際、被説明変数に応じて、操作変数と外生変数を入れ替える。被説明変数を「売上高変化率（ $t+1$ ）」としたモデルでは、「売上高変化率（ t ）」を外生変数に移動する。被説明変数を「DOE（ $t+1$ ）」としたモデルでは、「売上高変化率（ t ）」「留保利益比率（ $t-1$ ）」「自己資本比率（ $t-1$ ）」「手元流動性比率（ $t-1$ ）」を外生変数に移動する。石川（2019）はこれら変数の移動により、操作変数法の第一段階の回帰モデルを調整するとしている。

変数の説明を図表 3 にまとめた。株主優待に関する変数として、新規導入「 Δ 優待+（ t ）」、制度廃止「 Δ 優待-（ t ）」、制度維持「優待（ $t-1$ ）」の 3 つがある。株主優待が、将来業績の成長に影響するのであれば、これらの係数が統計的に有意になることが期待される。

図表 2. 操作変数法のイメージ

操作変数法（第2段階）			操作変数法（第1段階）		
被説明変数	ΔROE	$t+1$	被説明変数	Δ 個人持株比率	t
説明変数	Δ 個人持株比率	t	説明変数	ΔROE	t
	ΔROE	t		ΔDOE	t
	ΔDOE	t		Δ 非流動性資産比率	t
	Δ 非流動性資産比率	t		ROE	$t-1$
	ROE	$t-1$		DOE	$t-1$
	DOE	$t-1$		非流動資産比率	$t-1$
	非流動資産比率	$t-1$		Δ 優待+	t
				Δ 優待-	t
				株式分割	t
				売買単位引き下げ	t
				自己株取得	t
				新興市場	t
				売上高変化率	t
				Δ 手元流動性比率	t
				$\Delta \ln(\text{時価総額})$	t
				優待	$t-1$
				留保利益比率	$t-1$
				自己資本比率	$t-1$
				手元流動性比率	$t-1$
				$\ln(\text{時価総額})$	$t-1$

図表 3. 変数の説明

変数	データ 時点	説明
Δ 個人持株比率	t	個人持株比率の対前年変化率
Δ 外国人持株比率	t	外国人持株比率の対前年変化率
持株外国人個人比率	t	持株比率（外国人÷個人）
Δ 株主優待+	t	新たに株主優待制度を導入（ダミー変数）
Δ 株主優待-	t	新たに株主優待制度を廃止（ダミー変数）
株式分割	t	株式分割を実施（ダミー変数）
売買単位引き下げ	t	売買単位引き下げを実施（ダミー変数）
自己株取得	t	自己株取得を実施（ダミー変数）
新興市場	t	新興市場（ダミー変数）
ΔROE	$t+1$	次期のROE実績値の対前年変化率
ΔROE	t	ROEの対前年変化率
売上高変化率	$t+1$	次期の売上高の対前年変化率
売上高変化率	t	売上高の対前年変化率
ΔDOE	$t+1$	次期のDOE実績値の対前年変化率
ΔDOE	t	DOEの対前年変化率
Δ 非流動性資産比率	t	非流動性資産比率の対前年変化率
Δ 手元流動性比率	t	手元流動比率の対前年変化率
$\Delta \ln(\text{時価総額})$	t	時価総額（対数）の対前年変化率
株主優待	$t-1$	前年の株主優待制度導入状況（ダミー変数）
個人持株比率	$t-1$	前年の個人持株比率
外国人持株比率	$t-1$	前年の外国人持株比率
ROE	$t-1$	前年のROE実績値
DOE	$t-1$	前年のDOE実績値
非流動資産比率	$t-1$	非流動資産比率の前年実績値
留保利益比率	$t-1$	前年の留保利益比率
自己資本比率	$t-1$	前年の自己資本比率
手元流動性比率	$t-1$	前年の手元流動性比率
$\ln(\text{時価総額})$	$t-1$	前年の時価総額（対数）

（2）サンプルとデータ

本稿では、2012 年～2017 年のデータ¹を使い、操作変数法による分析の再検証を行った。サンプル数は、延べ 21,673 企業年²である。

決算や資本異動データは、QUICK Workstation（Astra パッケージ）から取得³した。株主優待情報⁴は、QUICK で独自に収集しているデータベースを利用した。

（3）基本統計量と相関係数

図表 4 は、分析に使用した変数の基本統計量である。株主優待制度は、分析対象期間の平均で 32.7% の企業が導入している。また、毎年平均 2.8%（0.4%）の企業が新たに導入（廃止）していることがわかる。持株比率の平均をみると、個人が 45.5%、外国人が 9.8%で個人の比率が高い。資本異動に関連する項目については、自己株取得が 14.2%、株式分割が 5.4%、また売買単位引き下げ⁵が 7.1%であった。

石川（2019）が指摘した△個人持株比率（t）の平均が△外国人持株比率（t）の平均より小さいことは、本稿でも確認された（△個人持株比率（t）-1.4%、△外国人持株比率（t）15.4%）。また、△ROE（t）、売上高変化率（t）、△DOE（t）の平均は全てプラスとなった（8.3%、4.8%、4.9%）。石川（2019）は、△ROE（t）、△DOE（t）は平均がマイナスになったと報告している。これは分析期間の違いによる日本企業の成長率の差によるものである。

図表 5 は、変数間のピアソン積率相関係数である。多重共線性の懸念はないことを確認した。

¹ 石川（2019）は、分析対象を 3 月期決算の企業に限定しているが、本稿は全ての国内上場企業を対象とした。また、外れ値が生じる変数の上下 1%を外れ値処理している。

² 石川（2019）は、1986 年～2012 年の延べ 34,426 企業年が対象である。

³ 本稿では、石川（2019）の変数に「自己株取得（ダミー）」を加えている。

⁴ 株主優待情報は、配当予想とは異なり、取引所の規則などで上場会社が開示が義務付けられた適時開示情報ではない。よって、データに含まれる誤りは、筆者の責任に帰するものである。

⁵ 2018 年 10 月から普通株式の売買単位は 100 株へ統一された。

図表 4. 基本統計量

変数	データ 時点	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
△個人持株比率	t	-1.471	9.556	-38.266	-5.284	-0.757	1.959	47.777
△外国人持株比率	t	15.431	34.678	-36.720	-4.443	5.315	25.732	150.000
持株外国人個人比率	t	43.062	75.316	0.024	1.938	11.201	48.935	557.769
△株主優待+	t	0.028	0.164	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
△株主優待-	t	0.004	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
株式分割	t	0.054	0.226	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
売買単位引き下げ	t	0.071	0.256	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
自己株取得	t	0.142	0.349	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
新興市場	t	0.294	0.455	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
△ROE	t+1	7.555	43.472	-80.869	-19.084	1.727	27.465	136.924
△ROE	t	8.369	45.043	-80.921	-20.048	2.330	29.620	136.924
売上高変化率	t+1	5.120	12.704	-33.458	-1.547	3.486	9.722	81.065
売上高変化率	t	4.826	13.381	-35.317	-1.998	3.090	9.387	87.961
△DOE	t+1	5.173	24.201	-52.928	-6.253	-0.568	11.374	150.324
△DOE	t	4.993	24.478	-52.928	-6.236	-0.850	10.838	151.063
△非流動資産変化率	t	0.423	15.014	-48.619	-5.725	-0.846	4.142	117.277
△手元流動性比率	t	4.825	22.796	-49.463	-8.637	2.411	14.715	127.263
△ln(時価総額)	t	0.672	1.303	-3.547	-0.106	0.504	1.314	5.505
株主優待	t-1	0.327	0.469	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
個人持株比率	t-1	45.538	22.413	0.010	27.440	43.270	61.850	100.000
外国人持株比率	t-1	9.805	12.335	0.010	0.840	4.600	14.740	100.000
ROE	t-1	7.555	43.472	-80.869	-19.084	1.727	27.465	136.924
DOE	t-1	5.120	12.704	-33.458	-1.547	3.486	9.722	81.065
非流動資産比率	t-1	42.078	19.143	3.452	28.252	41.042	54.298	89.708
留保利益比率	t-1	46.777	57.604	-530.506	35.340	60.057	76.512	108.944
自己資本比率	t-1	49.031	21.317	3.968	32.894	49.334	65.678	91.873
手元流動性比率	t-1	2.946	3.274	0.140	1.040	1.935	3.520	28.277
ln(時価総額)	t-1	23.529	1.720	20.277	22.226	23.286	24.607	28.546

(注) 分析期間は 2012 年～2017 年、サンプル数は、延べ 21,673 企業年 である。

図表 5. 相関係数

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	
(1)	△個人持株比率	t	1.000																									
(2)	△外国人持株比率	t	-0.235	1.000																								
(3)	持株外国人個人比率	t	-0.120	-0.132	1.000																							
(4)	△株主優待+	t	0.002	0.018	-0.009	1.000																						
(5)	△株主優待-	t	-0.012	0.005	-0.009	-0.010	1.000																					
(6)	株式分割	t	-0.043	0.032	-0.031	0.109	-0.004	1.000																				
(7)	売買単位引き下げ	t	-0.030	0.019	-0.019	0.004	-0.001	0.234	1.000																			
(8)	自己株取得	t	0.041	-0.035	0.097	0.006	0.000	-0.010	0.005	1.000																		
(9)	新興市場	t	0.061	0.059	-0.252	0.004	0.006	0.110	0.019	-0.072	1.000																	
(10)	△ROE	t+1	0.033	-0.039	-0.034	-0.036	-0.005	-0.038	-0.011	-0.010	-0.001	1.000																
(11)	△ROE	t	-0.078	0.060	-0.031	-0.003	-0.002	0.002	0.022	-0.019	0.007	-0.062	1.000															
(12)	売上高変化率	t+1	-0.081	0.040	0.018	0.058	0.007	0.138	0.008	-0.027	0.084	0.151	0.007	1.000														
(13)	売上高変化率	t	-0.104	0.076	0.020	0.059	0.005	0.149	-0.031	-0.018	0.081	-0.108	0.160	0.242	1.000													
(14)	△DOE	t+1	-0.041	0.025	0.019	0.019	-0.012	0.031	0.008	-0.005	0.014	0.325	0.057	0.203	0.022	1.000												
(15)	△DOE	t	-0.107	0.043	0.022	0.033	-0.002	0.047	0.027	-0.005	0.006	-0.039	0.330	0.037	0.207	0.028	1.000											
(16)	非流動資産変化率	t	0.059	-0.020	0.005	-0.003	-0.000	0.023	-0.026	0.007	0.018	-0.028	-0.119	0.028	-0.038	-0.034	-0.097	1.000										
(17)	△手元流動性比率	t	-0.020	0.017	0.005	0.002	0.019	0.014	0.011	0.005	0.025	-0.039	-0.085	-0.011	-0.311	-0.025	-0.051	-0.108	1.000									
(18)	△ln(時価総額)	t	-0.126	0.072	-0.015	0.075	-0.006	0.158	0.071	-0.021	0.023	0.134	0.134	0.292	0.090	0.208	0.105	-0.046	-0.008	1.000								
(19)	株主優待	t-1	0.031	-0.014	-0.045	-0.112	0.087	-0.011	-0.037	0.050	-0.085	-0.027	-0.014	-0.037	-0.024	-0.038	-0.030	-0.019	-0.010	-0.015	1.000							
(20)	ROE	t-1	-0.065	0.027	0.102	0.065	-0.007	0.111	-0.010	0.075	-0.076	-0.212	-0.356	0.114	0.123	-0.075	-0.079	0.059	0.071	0.001	0.034	1.000						
(21)	DOE	t-1	-0.030	0.003	0.115	0.039	0.021	0.160	-0.033	0.058	0.021	-0.070	-0.099	0.116	0.128	-0.078	-0.112	0.076	0.029	0.032	0.030	0.476	1.000					
(22)	非流動資産比率	t-1	0.010	-0.040	0.050	-0.032	-0.014	-0.095	0.006	-0.003	-0.156	0.017	0.025	-0.099	-0.095	-0.043	-0.037	-0.133	-0.035	-0.048	0.225	-0.097	-0.152	1.000				
(23)	留保利益比率	t-1	-0.045	-0.032	0.137	0.008	-0.009	-0.009	-0.036	0.101	-0.172	-0.063	-0.103	-0.008	-0.005	-0.043	-0.042	-0.016	-0.006	0.002	0.083	0.364	0.101	0.027	1.000			
(24)	自己資本比率	t-1	-0.006	-0.039	0.005	-0.009	0.008	0.049	-0.031	0.065	0.053	-0.003	-0.046	0.055	0.026	0.016	-0.004	0.039	0.009	0.002	-0.038	0.015	0.056	-0.159	0.198	1.000		
(25)	手元流動性比率	t-1	0.008	-0.024	-0.002	0.003	0.000	0.069	-0.005	0.031	0.149	0.026	0.003	0.083	0.067	0.027	0.007	0.056	-0.053	0.001	-0.123	-0.052	0.083	-0.258	-0.036	0.402	1.000	
(26)	ln(時価総額)	t-1	-0.098	-0.142	0.637	-0.021	-0.013	-0.046	-0.032	0.155	-0.471	-0.067	-0.047	0.007	0.038	-0.011	0.021	0.012	-0.001	-0.097	0.093	0.164	0.139	0.143	0.219	-0.015	-0.032	1.000

(注) 分析期間は 2012 年～2017 年、サンプル数は、延べ 21,673 企業年 である。

(4) 分析結果

図表 6 は「△個人持株比率」、図表 7 は「△外国人持株比率」の推定結果である。それぞれ「1st stage

reg.」は、操作変数法の第 1 段階の推定結果である。石川（2019）の方法に従い、頑健性確保のため、Petersen（2009）の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いた場合の結果（two way cluster）と、固定効果モデルでロバスト推定した場合の結果（fixed effect model）を併記した。

図表 6 から、株主優待制度については、新規導入（「 Δ 株主優待+ (t)」の係数プラス）、継続実施（「株主優待 (t-1)」の係数プラス）が個人持株比率を有意に上昇させているという結果になった。制度廃止（「 Δ 株主優待- (t)」の係数マイナス）は、個人持株比率を有意に下落させるという結果（1st stage reg.、two way cluster）と、有意に下落させていないという結果（fixed effect model）が混在している。なお、石川（2019）は、新規導入（「 Δ 株主優待+ (t)」の係数プラス）、継続実施（「株主優待 (t-1)」の係数プラス）が、個人持株比率を有意に上昇させていないという結果（1st stage reg.、two way cluster）と、有意に上昇させているという結果（fixed effect model）が混在する結果になったと報告している。また、制度廃止（「 Δ 株主優待- (t)」の係数マイナス）は、個人株主の離散を引き起こすと報告している。

個人株主の動向は分析期間により変化しており、2012 年～2017 年の期間において、株主優待に引き寄せられる傾向が強まっていたという状況を示唆している。一方、株主優待制度の廃止により、個人株主が減る傾向は弱まっている。

一方、「売買単位引き下げ」は、係数マイナスとなり個人持株比率を有意に下落させているという結果になったが、石川（2019）は、有意に上昇させているという結果を報告している。本稿で新たに追加した変数「自己株取得」は係数プラスとなり、個人持株比率を有意に上昇させているという結果になった。

また、直接的な個人株主開拓策以外の要因として、成長低下（「売上高変化率 (t)」の係数マイナス）、余剰資金の減少（「 Δ 手元流動性比率 (t)」の係数マイナス）、規模縮小企業（「 $\Delta \ln$ （時価総額）(t)」の係数マイナス）が個人持株比率を有意に上昇させているという結果は、石川（2019）と一致した。また、本稿の分析では、利益率低下（「 Δ ROE (t)」の係数マイナス）が統計的に有意な項目となった。一方で、低い利益率（「ROE (t-1)」の係数マイナス）、乏しい余剰資金（「手元流動性比率 (t-1)」の係数マイナス）、高い配当率（「DOE (t-1)」の係数プラス）は、有意なモデルとそうでないモデルが混在する結果となった。投資増加（「 Δ 非流動資産比率 (t)」の係数プラス）は、有意なモデルとそうでないモデルが混在しているが、石川（2019）は係数マイナスで有意になったと報告している。全体としては、個人株主は業績が相対的に悪い企業に集まっているという石川（2019）の指摘があてはまることを確認した。

これに対して、外国人持株比率の決定要因をみると、規模拡大企業（「 $\Delta \ln$ （時価総額）(t)」の係数プラス）、利益率向上（「 Δ ROE (t)」の係数プラス）、低い配当率（「DOE (t-1)」の係数マイナス）、余剰資金の増加（「 Δ 手元流動性比率 (t)」の係数プラス）が有意となっており、好業績、高成長企業を選好している結果となった。この結果は石川（2019）の報告と整合的である。

図表 6. Δ 個人持株比率の決定要因

説明変数	時点	1st stage reg.		Two way cluster		Fixed effect model	
		coef.	t	coef.	t	coef.	t
Δ ROE	t	-0.0187	-6.91	-0.0156	-6.58	-0.0119	-4.32
Δ DOE	t	-0.0148	-3.01	-0.0171	-4.66	-0.0035	-0.69
Δ 非流動資産比率	t	0.0215	2.35	0.0199	3.96	0.0155	1.60
ROE	t-1	-0.1226	-5.28	-0.1072	-2.93	0.0015	0.05
DOE	t-1	0.1709	2.04	0.1599	1.53	1.1685	5.24
非流動資産比率	t-1	0.0041	0.60	0.0009	0.17	0.0041	0.14
Δ 株主優待+	t	1.0898	1.93	1.3044	1.92	1.7352	2.54
Δ 株主優待-	t	-2.8152	-2.12	-2.7585	-4.39	-1.3891	-0.85
株式分割	t	-0.5880	-1.19	-0.5676	-1.75	-0.0795	-0.16
売買単位引き下げ	t	-1.2570	-4.01	-1.3282	-2.62	-1.8748	-5.18
自己株取得	t	1.5793	6.77	1.5391	10.34	1.1377	4.06
新興市場	t	0.6202	2.86	0.3741	1.14	-0.0097	-0.01
売上高変化率	t	-0.0732	-5.53	-0.0686	-4.22	-0.0618	-5.04
Δ 手元流動性比率	t	-0.0294	-5.26	-0.0290	-11.29	-0.0258	-4.44
$\Delta \ln(\text{時価総額})$	t	-0.7862	-8.14	-0.8939	-7.97	-1.0204	-9.73
株主優待	t-1	1.0436	5.12	0.9588	5.62	1.9294	2.92
留保利益比率	t-1	0.0044	0.94	0.0006	0.08	-0.0153	-0.88
自己資本比率	t-1	-0.0026	-0.43	-0.0035	-1.26	0.0405	1.65
手元流動性比率	t-1	-0.0628	-1.37	-0.0564	-5.24	0.1125	0.75
$\ln(\text{時価総額})$	t-1	-0.6329	-9.71	-0.6395	-3.18	-4.8917	-10.13
切片		14.0302	8.94	14.5896	2.90	112.4142	9.37

（注）被説明変数は、 Δ 個人持株比率（t）である。1st stage reg.は、操作変数法を用いた第1段階の推定結果、Two way clusterは、Petersen（2009）の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いた場合、Fixed effect model⁶は、固定効果モデルでロバスト推定した場合の結果である。

⁶ F 検定（F=18.0、P=0.00）により、「固定効果モデルよりもプーリング回帰モデルが正しい」という仮説は棄却された。また、Hausman 検定（ $\chi^2=142.61$ 、P=0.00）により、「固定効果モデルよりも変量効果モデルが正しい」という仮説は棄却され、固定効果モデルが選択された。

図表 7. Δ 外国人持株比率の決定要因

説明変数	時点	1st stage reg.		Two way cluster		Fixed effect model	
		coef.	t	coef.	t	coef.	t
Δ ROE	t	0.0656	5.59	0.0622	9.96	0.0455	4.09
Δ DOE	t	-0.0049	-0.25	0.0022	0.11	-0.0193	-0.93
Δ 非流動資産比率	t	-0.0585	-1.67	-0.0593	-2.87	-0.0667	-1.70
ROE	t-1	0.5781	5.59	0.5201	4.43	0.3059	2.59
DOE	t-1	-0.7297	-2.22	-0.6222	-2.37	-3.3380	-3.71
非流動資産比率	t-1	-0.0380	-1.39	-0.0331	-2.19	-0.1305	-1.09
Δ 株主優待+	t	2.3042	0.82	2.2972	1.10	-0.0749	-0.03
Δ 株主優待-	t	-2.8352	-0.39	-5.0047	-2.76	-3.2980	-0.49
株式分割	t	2.4900	1.18	1.5171	0.73	-0.7694	-0.38
売買単位引き下げ	t	1.2821	0.86	1.0505	0.80	3.2881	2.32
自己株取得	t	-0.8248	-0.99	-0.4396	-0.61	0.0668	0.06
新興市場	t	-1.6633	-1.26	-1.1132	-0.67	-5.2760	-1.52
売上高変化率	t	0.1275	2.63	0.1358	3.30	0.0761	1.56
Δ 手元流動性比率	t	0.0808	3.65	0.0864	4.92	0.0578	2.53
$\Delta \ln(\text{時価総額})$	t	1.1462	2.78	1.1568	3.10	2.2318	5.22
株主優待	t-1	-0.2468	-0.30	-0.0939	-0.12	-0.7958	-0.30
留保利益比率	t-1	-0.0839	-4.14	-0.0677	-2.41	-0.0194	-0.27
自己資本比率	t-1	-0.0660	-2.35	-0.0826	-3.04	-0.2302	-2.39
手元流動性比率	t-1	-0.0760	-0.46	0.0464	0.24	-1.3856	-2.34
$\ln(\text{時価総額})$	t-1	-4.0248	-15.70	-3.7787	-9.49	8.8353	4.54
切片		117.2230	17.61	110.7469	10.79	-172.8442	-3.52

（注）被説明変数は、 Δ 外国人持株比率（t）である。1st stage reg.は、操作変数法を用いた第1段階の推定結果、Two way clusterは、Petersen（2009）の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いた場合、Fixed effect model⁷は、固定効果モデルでロバスト推定した場合の結果である。

図表 8 と図表 9 は、操作変数法による第2段階の推定結果（2SLS）である。① Δ ROE（t+1）、②売上高変化率（t+1）および③ Δ DOE（t+1）に与える影響を、 Δ 個人持株比率と Δ 外国人持株比率別に分析したものである。

①～③のすべてにおいて、「 Δ 個人持株比率」の係数が強力なマイナスに推定されている。また、「 Δ 外国人持株比率」の係数は、①と②がプラスで有意となった。これらは石川（2019）の報告と一致する。しかし、「 Δ 外国人持株比率」の③は、係数が有意とはならなかった。また、「 Δ 外国人持株比率」①と②のZ値について本稿の値は、石川（2019）の報告より小さくなっている。

石川（2019）が指摘する「個人株主開拓策等により個人株主比率が上昇した企業は、将来業績が追加的に悪化する」ことが確認された。逆に外国人持株比率が上昇した企業は、次期の将来業績が追加的に向上している。外国人は、将来業績について高い分析を持っていることが示唆されるが、その傾向は石川（2019）の分析結果より弱くなっている。

⁷ F 検定（F=15.6、P=0.00）により、「固定効果モデルよりもプーリング回帰モデルが正しい」という仮説は棄却された。また、Hausman 検定（ $\chi^2=114.07$ 、P=0.00）により、「固定効果モデルよりも変量効果モデルが正しい」という仮説は棄却され、固定効果モデルが選択された。

図表 8. Δ 個人持株比率が将来業績に与える影響 (2SLS)

説明変数	時点	①収益性予測		②成長性予測		③配当予測	
		$\Delta ROE(t+1)$		売上高変化率(t+1)		$\Delta DOE(t+1)$	
		coef.	z	coef.	z	coef.	z
Δ 個人持株比率	t	-2.9069	-10.75	-1.2499	-13.84	-2.6748	-12.62
ΔROE	t	-0.2896	-17.27	-0.0201	-4.67	-0.0323	-3.30
ΔDOE	t	-0.0333	-1.33	-0.0318	-4.14	-0.1047	-5.74
Δ 非流動資産比率	t	0.0245	0.58	0.0496	3.16	0.0065	0.19
売上高変化率	t			0.0765	3.42	-0.1731	-3.49
ROE	t-1	-2.5419	-20.16	-0.0732	-2.09	-0.4469	-5.74
DOE	t-1	2.1572	5.70	0.3422	2.70	-1.3498	-4.81
非流動資産比率	t-1	-0.0829	-2.70	-0.0271	-2.81	-0.1046	-4.81
留保利益比率	t-1					-0.0395	-2.59
自己資本比率	t-1					-0.0019	-0.10
手元流動性比率	t-1					-0.0998	-5.20
切片		20.1501	7.69	5.7300	7.04	16.4515	7.15

(注) 被説明変数は、① $\Delta ROE(t+1)$ 、②売上高変化率(t+1)、③ $\Delta DOE(t+1)$ である。①は、操作変数法を用いた第 2 段階の推定結果 (2SLS) である。②、③で一部の外生変数 (説明変数) を移動している。詳細は、本文「第 2 章 (1)」に記載した。

図表 9. Δ 外国人持株比率が将来業績に与える影響 (2SLS)

説明変数	時点	①収益性予測		②成長性予測		③配当予測	
		$\Delta ROE(t+1)$		売上高変化率(t+1)		$\Delta DOE(t+1)$	
		coef.	z	coef.	z	coef.	z
Δ 外国人持株比率	t	0.3367	5.71	0.0529	3.36	0.0297	0.75
ΔROE	t	-0.2375	-15.02	-0.0017	-0.54	0.0177	2.42
ΔDOE	t	0.0285	1.35	-0.0014	-0.25	-0.0306	-2.06
Δ 非流動資産比率	t	-0.1017	-2.79	0.0036	0.29	-0.0691	-3.14
売上高変化率	t			0.1587	9.13	0.0447	1.44
ROE	t-1	-2.2875	-19.26	0.0656	2.38	-0.0929	-1.57
DOE	t-1	2.6437	7.42	0.3753	3.56	-1.5785	-7.27
非流動資産比率	t-1	-0.0569	-2.01	-0.0235	-3.26	-0.0954	-5.77
留保利益比率	t-1					-0.0335	-2.65
自己資本比率	t-1					0.0146	1.02
手元流動性比率	t-1					-0.0232	-1.66
切片		15.7290	5.99	5.8654	8.46	16.0683	7.40

(注) 被説明変数は、① $\Delta ROE(t+1)$ 、②売上高変化率(t+1)、③ $\Delta DOE(t+1)$ である。①は、操作変数法を用いた第 2 段階の推定結果 (2SLS) である。②、③で一部の外生変数 (説明変数) を移動している。詳細は、本文「第 2 章 (1)」に記載した。

3. 追加検証

(1) 企業の株主優待に対する取り組み

石川 (2019) は、「高収益・高成長企業に必然的に集まる外国人投資家を真正面から受け止め、あるいは外国人株主開拓に向けて積極的に取り組むことこそが、株主価値最大化への王道である」としている。この点について本稿でも同様の分析結果が得られた。一方で「個人株主開拓といえば聞こえはよいが、外国人投資家等のモノ言う株主からのプレッシャーから逃れたい、あるいはモノ言わぬ個人株主に守られた

い、経営者の自己保身の本音が見え隠れする」という指摘に対しては違和感を覚えた。

筆者は、株主優待について複数の企業担当者にヒアリングを行った。そのなかで、いくつかの企業からは、機関投資家との関係に配慮しながら株主優待制度を実施しているという声が聞かれた。

「当社は、株主の皆様への長期的利益還元を重要な課題のひとつと考えております。配当性向の目標は 50%で、比較的高いものと自負しております。配当と株主優待のバランスに配慮しながら、検討をしております」（王将フードサービス 木曾常務取締役）。

「個人投資家向けの IR は 3 年ほど前から増やしてきている。年 5 回程度、説明会を実施している。個人投資家からは配当性向、競合との関係等、活発な質問がでる。また、機関投資家、海外投資家も増えてきている。海外投資家は、直近で 10%を超えてきた。海外投資家や機関投資家からのミーティング要望があれば、可能な限り対応するようにしている」（神戸物産 経営企画部 花房篤史課長）。

「株主からは、株主通信につけたハガキでいろいろな意見が寄せられる。経営の基本方針である『すべてのステークホルダーからの信頼を得て、ブランド力を向上させること』に基づき、優待制度の変更なども含めて、株主の声を経営に取り入れる努力を続けている」（仙波糖化 経営企画部 大江祥雄部長）。

「株主還元の方法について、配当・株主優待を全く別のものととらえている。配当は、株主に安定的に利益を還元するもの、株主優待は、株主に自社の事業を知ってもらうためのものと位置付けている。株主お買い物優待券は、個人株主が店舗に足を運び事業内容を知ってもらい、商品を買ってもらうことで、お客さんになってもらうためのツールだ。」（ビックカメラ 広報・IR 部 山崎哲哉次長）。

これらの企業は、株主還元について、機関投資家に配慮しつつ、株主優待を通じて個人株主を増やそうという意図が感じられる。個人株主開拓をネガティブにとらえることは正しいだろうか。

（2）追加検証

石川（2019）は、操作変数法の内生変数に「△個人持株比率」「△外国人持株比率」を採用している。本稿では、内生変数として「持株外国人個人比率」を使った分析を行う。「持株外国人個人比率」の計算式は以下の通りである。

$$\text{持株外国人個人比率} = \frac{\text{外国人持株比率}}{\text{個人持株比率}} \times 100$$

この変数を内生変数として用いることで、持株比率における個人と外国人の適正な関係を推計する。

（3）追加分析結果

図表 10 は「持株外国人個人比率」の推定結果である。それぞれ「1st stage reg.」は、操作変数法の第 1 段階の推定結果である。石川（2019）の方法に従い、頑健性確保のため、Petersen（2009）の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いた場合の結果（two way cluster）と、固定効果モデルでロバスト推定した場合の結果（fixed effect model）を併記した。

まず、株主優待制度に関連する変数に注目する。継続実施「株主優待（t-1）」が「持株外国人個人比率」を有意に下落させているという結果になった。新規導入「△株主優待+（t）」、制度廃止「△株主優待-（t）」は統計的に有意ではない。

それ以外の変数を見ていくと、規模拡大企業（「△ln（時価総額）（t）」の係数プラス）、大企業（「ln（時価総額）（t-1）」の係数プラス）、新興市場（「新興市場」の係数プラス）、高い自己資本（「自己資本比率（t-1）」の係数プラス）が「持株外国人個人比率」の有意な上昇をもたらしている。また、「自己資本比率（t-1）」について、図表 7「△外国人持株比率」では係数マイナスだったが、図表 10「持株外国人個人比率」ではプラスで有意となった点異なる。

図表 10. 持株外国人個人比率の決定要因

説明変数	時点	1st stage reg.		Two way cluster		Fixed effect model	
		coef.	t	coef.	t	coef.	t
△ROE	t	-0.0390	-2.55	-0.0318	-2.35	0.0061	0.87
△DOE	t	0.0238	0.91	0.0159	1.29	0.0103	0.79
△非流動資産比率	t	0.0373	0.75	0.0453	0.76	0.0052	0.22
ROE	t-1	-0.1738	-1.43	-0.1880	-1.43	0.1758	2.46
DOE	t-1	1.1596	2.00	1.0998	1.22	-0.1409	-0.25
非流動資産比率	t-1	-0.1673	-4.30	-0.1647	-2.94	0.3411	4.49
△株主優待+	t	-2.2816	-0.73	-3.0642	-1.76	-2.2927	-1.34
△株主優待-	t	8.8249	1.56	8.6029	1.52	-4.2345	-1.04
株式分割	t	-3.3454	-1.39	-2.8560	-0.95	0.6139	0.50
売買単位引き下げ	t	0.7021	0.39	0.9155	0.38	1.4554	1.59
自己株取得	t	-2.4793	-1.62	-2.7328	-1.70	2.2307	3.17
新興市場	t	14.6411	10.96	15.3195	7.02	9.4208	4.80
売上高変化率	t	0.0809	1.19	0.0520	0.80	0.0395	1.29
△手元流動性比率	t	0.0462	1.47	0.0373	1.08	0.0919	6.29
△ln(時価総額)	t	3.3181	6.85	3.3842	24.38	1.7884	6.78
株主優待	t-1	-18.7467	-13.55	-18.1883	-8.42	-6.9702	-4.19
留保利益比率	t-1	0.0977	3.92	0.0763	1.65	-0.2173	-4.98
自己資本比率	t-1	0.1251	3.44	0.1310	2.01	0.3871	6.31
手元流動性比率	t-1	-0.8568	-2.98	-0.6884	-1.63	2.2220	5.82
ln(時価総額)	t-1	34.5465	60.24	34.0028	34.19	24.4756	19.99
切片		-780.5958	-56.58	-766.5374	-33.83	-565.8568	-18.58

（注）被説明変数は、△外国人持株比率（t）である。1st stage reg.は、操作変数法を用いた第1段階の推定結果、Two way cluster は、Petersen（2009）の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差を用いた場合、Fixed effect model⁸は、固定効果モデルでロバスト推定した場合の結果である。

図表 11 は、操作変数法による第2段階の推定結果（2SLS）である。①△ROE（t+1）、②売上高変化率（t+1）および③△DOE（t+1）に与える影響を、「持株外国人個人比率」を内生変数として分析したものである。

①～③のすべてにおいて、「持株外国人個人比率」の係数がプラスに推定されている。つまり、「持株外国人個人比率」の高い企業は、企業業績の成長が期待されるという結果となった。

⁸ F 検定（F=73.78、P=0.00）により、「固定効果モデルよりもプーリング回帰モデルが正しい」という仮説は棄却された。また、Hausman 検定（ $\chi^2=219.34$ 、P=0.00）により、「固定効果モデルよりも変量効果モデルが正しい」という仮説は棄却され、固定効果モデルが選択された。

図表 11. 持株外国人個人比率が将来業績に与える影響（2SLS）

説明変数	時点	①収益性予測		②成長性予測		③配当予測	
		$\Delta ROE(t+1)$		売上高変化率(t+1)		$\Delta DOE(t+1)$	
		coef.	z	coef.	z	coef.	z
持株外国人個人比率	t	0.0133	1.84	0.0114	6.44	0.0313	7.35
ΔROE	t	-0.2101	-16.09	0.0052	1.94	0.0222	3.55
ΔDOE	t	0.0301	1.57	-0.0075	-1.53	-0.0503	-3.78
Δ 非流動資産比率	t	-0.0825	-2.58	0.0047	0.42	-0.0590	-2.70
売上高変化率	t			0.1533	9.48	0.0422	1.40
ROE	t-1	-1.9694	-21.42	0.1050	4.59	-0.0835	-1.66
DOE	t-1	1.7588	5.66	0.1670	1.80	-1.8652	-9.45
非流動資産比率	t-1	-0.0893	-3.59	-0.0312	-4.83	-0.1012	-6.79
留保利益比率	t-1					-0.0466	-4.40
自己資本比率	t-1					0.0117	0.90
手元流動性比率	t-1					-0.0179	-1.39
切片		22.4177	10.34	6.8827	12.27	17.8660	10.52

（注）被説明変数は、① $\Delta ROE(t+1)$ 、②売上高変化率(t+1)、③ $\Delta DOE(t+1)$ である。①は、操作変数法を用いた第 2 段階の推定結果（2SLS）である。②、③で一部の外生変数（説明変数）を移動している。詳細は、本文「第 2 章（1）」に記載した。

4. まとめ

これまでの分析結果から、個人株主と外国人株主の特徴を図表 12 にまとめた。

個人株主は株主還元注目して敏感に反応している。図表 6 で継続実施（「株主優待 (t-1)」の係数プラス）、自己株取得（「自己株取得 (t)」の係数プラス）がそれを示している。高い配当率（「DOE (t-1)」の係数プラス）は、有意なモデルとそうでないモデルが混在する。また、業績が相対的に悪い企業（「 $\Delta ROE(t)$ 」の係数マイナス）に集まっていることから、成長企業よりは株主還元を優先する安定志向がうかがえる。図表 8 の結果、すべてのモデルの内生変数がマイナスとなったことから、企業業績の分析能力が低いといえよう。

外国人株主は、図表 7 から高い利益率（「ROE (t-1)」の係数プラス）を持つ企業に投資しているといえよう。図表 9 の結果から、企業業績の分析能力は高い（「内生変数 $\Delta ROE(t+1)$ 」「売上高変化率(t+1)」の係数プラス）。一方で次期の DOE（自己資本配当率）実績値の対前年変化「 $\Delta DOE(t+1)$ 」の係数が有意とならなかったことから、配当より業績の成長を重視していることが示唆される。

図表 12. 個人と外国人で株式投資に対するスタンスの違い

	個人	外国人 (機関投資家)
重視する株主還元	株主優待	配当より業績
企業業績の分析能力	低い	高い
株式投資で重視すること	企業の安定性	株価の上昇
企業選択で重視すること	株主還元の高さ	成長力の高さ

さらに、「持株外国人個人比率」を内生変数とした操作変数法による分析において、「持株外国人個人比率」は企業の業績成長との関係があることが分かった。図表 10 において大企業（「 $\ln$ （時価総額）(t-1)」

の係数プラス)、新興市場(「新興市場」の係数プラス)が有意となった。また、株主優待については、「株主優待 (t-1)」の係数がマイナスで有意となったことで、将来業績の変化において「株主優待」が非常に強いマイナスの影響があるということが示された。外国人株主は「株主優待」に関心がないが、個人株主を集める施策としての効果が非常に高い。では、企業が個人株主を集めることは良くないことなのだろうか。

企業が個人株主を集める目的として、安定株主層を形成したいということがあるだろう。また、企業の事業が個人向けビジネス中心で、個人＝消費者という関係の場合は、広くサービスを周知したい、ファン層を獲得したいということもあるだろう⁹。個人株主はモノ言わぬ株主だろうか。株主優待に取り組んでいる企業のなかには、株主総会で個人株主の議決権行使率が高い例¹⁰や、株主の発言が非常に活発だという声が聞かれた¹¹。株主対応専門窓口を設けている企業¹²もある。優待品発送の際にアンケートを同封し、個人株主の意見を積極的に収集している企業¹³もある。IR 活動を積極的に行っている企業¹⁴も多い。

筆者が取材した企業のなかには、「株主優待」制度の魅力に加え、業績がしっかり伸びていることをアピールしている企業が複数存在した¹⁵。外国人株主は株価上昇の期待できる企業に集中投資する。外国人株主が投資先として魅力を感じる企業のなかには、「株主優待」制度をうまく活用して、個人株主を取り込んでいる事例があるということだ。

個人株主の存在をネガティブにとらえるのではなく、企業の利害関係者の一員として適正な規模で取り込んでいくことが、近江商人の『売り手によし、買い手によし、世間によし¹⁶』を示す「三方よし」の精神につながる考え方ではないだろうか。企業は個人株主と機関投資家のバランスに配慮することが重要であり、適正な運用が求められると考える。

9 ロート製薬 経営企画部 阪本麻友氏への取材より。

10 コメダホールディングス 管理本部 IR 室 野瀬和宏 IR 担当次長への取材より。

11 王将フードサービス 木曾裕常務取締役への取材より。

12 神戸物産 経営企画部花房篤史課長への取材より。

13 カゴメ 経営企画本部 仲村亮主任、味の素 法務部 田代孝弘シニアマネージャーへの取材より。

14 富士フイルムホールディングス 経営企画部 野垣内真紀氏への取材より。

15 取材時点で、王将フードサービス、神戸物産など。

16 売り手＝企業、買い手＝消費者、世間＝株主と置き換えている。

参考文献

- 石川博行 [2019]『会社を伸ばす株主還元』、中央経済社。
- 久多里桐子 [2016]「株式株主の増加と株式リターンの関係に関する実証実験」『経営研究』第 66 巻 第 4 号。
- 新谷理 [2017]「個人と機関投資家の株式銘柄選択の違い」『証券アナリストジャーナル』2017.6、pp.6-15。
- 鈴木健嗣・砂川信幸 [2008]「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』2008.7、pp.107-121。
- 月岡靖智 [2017]「日本における株主属性別持ち株比率と議決権行使」『商学論究』第 64 巻 2 号 pp.393-410。
- 野瀬義明・宮川壽夫・伊藤彰敏 [2017]「株主優待が株価にもたらす独自効果」『証券アナリストジャーナル』2017.10、pp.82-93。
- 望戸美希・野瀬義明 [2015]「株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響」『証券経済研究』第 91 号 pp.87-102。
- 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』Vol.38 No.1・2 pp.75-91。
- 安武妙子・永田京子 [2018]「日本企業における株主優待実務の実態：サーベイ調査から」『証券経済研究』第 104 号 pp.61-78。
- 安武妙子 [2016]「株主優待の価値に関する考察」『季刊 創価経済論集』Vol.XLV No.1・2・3・4 pp. 129-136。
- 日本証券業協会 [2019]『個人投資家の証券投資に関する意識調査 報告書』。
<http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/20191226ishikishousa.pdf>
- QUICK「株主優待戦略を聞く」『QUICK Money World』。
<https://moneyworld.jp/news/list?category=210208>