

株主優待の長期保有施策の効果

株式会社 QUICK

橋本英樹

要旨

本稿は、株主優待の長期保有施策の効果について分析を行った。

まず、被説明変数を「長期保有優遇ダミー」と「保有期間条件ダミー」の 2 種類の優待ダミーとしたロジスティック回帰分析を行ったところ、長期保有施策を導入している企業は、株式の市場流動性が高いという結果を得た。

次に株主優待の長期保有施策が、将来の株式の市場流動性に与える影響を実証分析した。株主優待の長期保有施策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の株式の市場流動性に与える影響の相互関係を考慮するため、操作変数法を用いた分析を行った。その結果、株主優待で保有期間条件がある場合や、長期保有優遇の新設において、個人株主は有意に増加し、それが次期の株式の市場流動性の上昇につながっていることが分かった。また、個人株主は、企業業績より株主優待の長期保有優遇の魅力を優先していると考えられる。

個人株主は株式投資に際し、株主優待とあわせて、投資の基本である業績の注視も必要であろう。

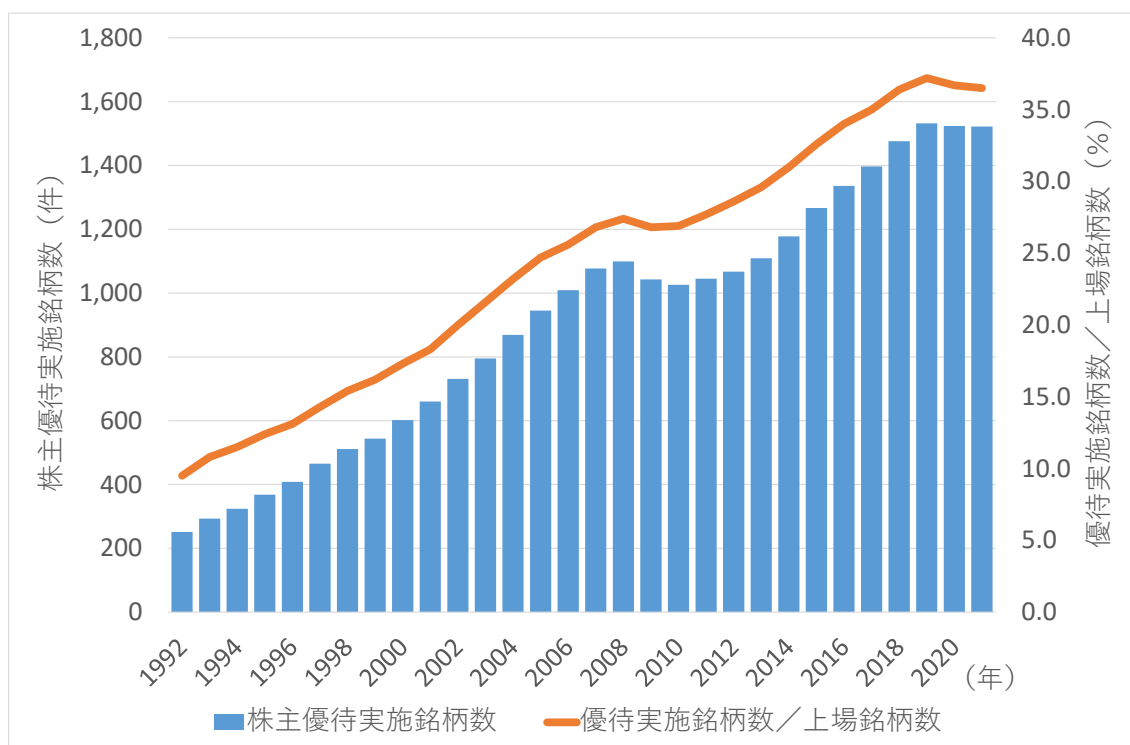
謝辞：本稿の作成に当たっては、(株) QUICK リサーチ本部 大野三郎氏に多大なる協力を得た。ここに深く感謝したい。

また、本稿で示した見解はすべて筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織としての見解を示すものではない。また、言うまでもなく本文中に残された誤りは、筆者の責任に帰するものである。

1. はじめに

株主優待は、企業が一定の条件を満たす株主に対して、優待として物品もしくはサービスを提供する制度である。株主優待を実施する企業は、2020年10月末現在で、1,522件、株主優待実施率（＝優待実施銘柄数／上場銘柄数）は、36.5%となっている。

図表1. 株主優待実施銘柄の推移



（出所）『アイアール magazine』 vol.116 p.106 より。

各年9月末現在の数値、2021年は2020年10月末日の数値。

また、株主優待の長期保有優遇制度を導入する企業も増加している。長期保有優遇制度とは、株主のなかで一定期間を超えて継続保有するものに対して、優待を通常から割り増しで提供する制度である。企業の制度導入目的は、長期で安定的な株主を増やすためである。

ちなみに、長期保有優遇制度の適用対象は、「株主優待の権利確定日時点における株主名簿で、株主優待の対象株数以上の保有記録が、同一株主番号で連続して一定回数以上記載されていること」としている企業が多い。では、確認時点を「株主優待の権利確定日時点における株主名簿」と限定しているのはなぜか。

会社法は、企業に株主名簿の作成を義務づけている（会社法第121条）。企業は、その業務を株主名簿管理人に委託している（証券代行）。株主名簿管理人は、証券保管振替機構¹の情報を元

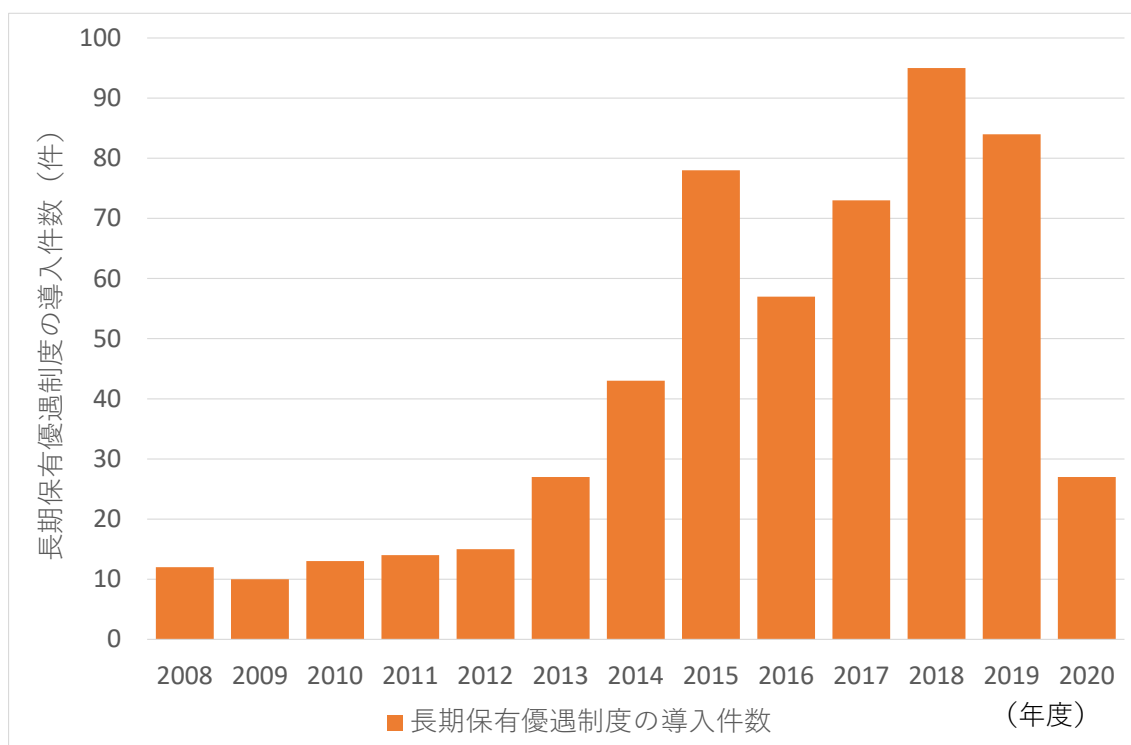
¹ 証券保管振替機構は、株主等の権利の管理（発生、移転及び消滅）を電子的に集中管理している

に株主名簿を作成し、株主番号を管理している。

なお、大堀〔2020〕は、「1株でも保有していれば株主番号が変わらないため、長期優遇特典のある株式を売却する場合は一部株式を残して、後で買い戻せば長期優遇特典を継続できます。」と指摘している。これは、企業が株主名簿を保有株式数とあわせてタイムリーに更新することが難しいためである。企業は、株主名簿管理人にコストを支払うことで株主名簿を更新している。更新頻度をあげれば、企業が株主名簿管理人に支払うコスト負担は、増加することになる。また、長期保有優遇制度の判定をおこなうのは企業であることが多く、その事務負担は小さくない。そのため、現実的な運用として、長期保有優遇制度の適用条件を「株主優待の権利確定日時点における株主名簿で、同一株主番号で連続して一定回数以上記載されていること」とすることが多い。

長期保有優遇制度の判定をめぐる株主番号の件は、個人ブロガーなど複数サイトで同様の指摘がなされており、課題²がないわけではない。ただ、図表2が示す通り、長期保有優遇制度を導入する企業は増えている。

図表2. 長期保有優遇制度の導入件数



(出所) 『アイアール magazine』 vol.116 p.107 より。

年度は4月～翌年3月。2020年度は2020年10月末日現在の数値。

² 企業によっては、長期保有優遇の適用判定時期を明示しないことで、抜け道を防ぐ工夫をしているようである。ただ、本稿で詳細な議論はしない。

2. 仮説

株主優待の長期保有優遇制度は、一定期間を超えて株式を継続保有した株主に、優待を割り増しして提供するものである。本稿では、それに加えて、株主優待の保有期間条件ありの企業について分析を行う。保有期間条件ありとは、株主を一定期間継続しなければ、優待の提供が受けられないというものである。この制度の導入目的は、長期保有優遇制度と同様、長期で安定的な株主を増やすためであると考えられる。

それでは、株主優待の長期保有施策（長期保有優遇制度と保有期間条件ありの 2 つ）は、実際にどのような影響を与えているのだろうか。それについて検証した論文は、まだ存在しないと思われる。

本稿は、株主優待の長期保有施策について以下の仮説を設定し、それを検証する。

仮説 1-1：株主優待の長期保有施策は、個人株主を増加させる

制度は、株主が長期保有で追加の優遇を受けられるように設計されている。個人株主はそれに魅力を感じ、増加すると考えられる。

仮説 1-2：株主優待の長期保有施策は、株式の市場流動性の高い企業が導入している

制度を導入する企業は、長期保有施策で安定的な個人株主層を形成したいと考えている。ただ、株式の市場流動性が低い企業は、個人株主層を固定化してしまうと、株式の市場流動性がさらに低下してしまう。これは、企業にとって好ましいことではない。よって、株主優待の長期保有施策を導入する企業は、前提として株式の市場流動性が高いという要件があると考えられる。

仮説 1-3：株主優待の長期保有施策は、配当に積極的な企業が導入している

制度を導入する企業は、長期保有の個人株主を集めるために、積極的な株主還元策をとっている。ただし個人株主を手厚くするだけでは、機関投資家などに対し不公平になってしまう。よって、すべての株主が対象となる方法、配当による株主還元にも積極的であると考えられる。

仮説 1-4：株主優待の長期保有施策は、成長性・収益性が低い企業が導入している

企業の成長性・収益性が高ければ、株主はキャピタルゲインを期待して集まる。逆に、企業の成長性・収益性が低ければ、株主はキャピタルゲインが期待できないことから流出してしまう。株主優待の長期保有制度は、個人株主に長期保有することで、インカムゲインの魅力がさらに追加されるよう設計されている。つまり、制度を導入するのは、成長性・収益性が低い企業が、個人株主にインカムゲインの魅力に目を向けさせるために導入している可能性があると考えられる。

3. 株主優待の長期保有施策と企業の関係

3. 1. サンプルの選択

本稿は、2017 年から 2019 年までの 3 年間を分析期間としている。分析対象は、国内上場銘柄の年次データ、総サンプル数は 11,284 サンプル（外れ値処理前³）である。

本稿で使用するデータは、QUICK Workstation（Astra パッケージ）から入手している。ま

³ サンプルについて、上下 1% のデータは外れ値として分析対象から除外している。

た、株主優待については、QUICK 企業価値研究所より必要なデータを取得し、筆者が加工している。

その結果、株主優待制度・長期保有優遇制度・保有期間条件ありの導入企業件数は、図表 3 の通りであった。

図表 3. 長期保有優遇制度・保有期間条件ありの導入件数

	株主優待制度 (件)	長期保有優遇制度 (件)	保有期間条件あり (件)
2017年	1,437	265	67
2018年	1,504	323	85
2019年	1,550	377	109
総計	4,491	965	261

(出所) QUICK 企業価値研究所のデータから筆者作成。

各年 12 月末現在の数値。

3. 2. 株主優待の長期保有施策と企業の影響

株主優待の長期保有施策（長期保有優遇制度・保有期間条件あり）によって、企業にどのような影響があるかを検証した。

$$\text{優待ダミー} = \frac{1}{1 + \exp\{-(a_1 \Delta \text{個人その他}_t + a_2 \text{売上高変化率}_t + \dots + b)\}} \quad \text{式 1}$$

被説明変数は、「長期保有優遇ダミー」と「保有期間条件ダミー」の 2 種類の優待ダミーとした。制度ありの場合は 1、制度なしの場合は 0 をセットしている。

説明変数は、図表 4 に説明をまとめた。株主の変化を見る変数は、「 Δ 個人その他 (t 期)」「 Δ 外国法人等 (t 期)」である。企業の成長性を見る変数は、「売上高変化率 (t 期)」である。企業の収益性を見る変数は、「 Δ ROE (t 期)」「ROE (t-1 期)」である。企業の株主還元を見る変数は、「 Δ DOE (t 期)」「DOE (t-1 期)」である。そして、株式の市場流動性を見る変数は、「 Δ ILLIQ (t 期)」「ILLIQ (t-1 期)」である。

図表4. 説明変数の説明

項目名	期	内容
Δ個人その他	t	単元株主の保有する単元株式数合計のうち、個人その他の所有割合の対前年変化幅
Δ外国法人等	t	単元株主の保有する単元株式数合計のうち、その他の法人の所有割合の対前年変化幅
売上高変化率	t	売上高の対前年変化率
ΔROE	t	自己資本利益率(=当期利益/自己資本)の対前年変化幅
ΔDOE	t	株主資本配当率(=年間配当総額/株主資本)の対前年変化幅
ΔILLIQ	t	ILLIQ {= (1/T) Σ (日次株価リターン / 日次売買代金)} の対前年変化幅
ROE	t-1	自己資本利益率(=当期利益/自己資本)
DOE	t-1	株主資本配当率(=年間配当総額/株主資本)
ILLIQ	t-1	ILLIQ {= (1/T) Σ (日次株価リターン / 日次売買代金)}

(出所) 筆者作成。

3. 3. 基本統計量と相関係数

図表5は、分析に使用した変数の基本統計量である。

図表5. 基本統計量

項目名	期	平均	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
Δ個人その他	t	-0.52	3.87	-17.77	-1.94	-0.17	1.08	13.87
Δ外国法人等	t	0.22	2.53	-9.97	-0.81	0.06	1.21	10.27
売上高変化率	t	5.38	13.02	-32.02	-1.43	3.44	9.68	84.31
ΔROE	t	-1.39	10.14	-69.79	-3.01	-0.45	1.41	55.92
ΔDOE	t	2.48	1.72	0.41	1.36	2.00	3.05	12.03
ΔILLIQ	t	-0.04	0.42	-3.45	-0.02	0.00	0.02	2.00
ROE	t-1	2.41	1.67	0.42	1.34	1.93	2.92	11.85
DOE	t-1	7.26	11.39	-71.79	3.72	7.44	11.97	41.90
ILLIQ	t-1	0.30	0.70	0.00	0.01	0.04	0.20	6.25

(出所) 筆者作成。

図表6は、ピアソンの積率相関である。大きな相関があると考えられる変数は、「 Δ 個人その他(t期)」と「 Δ 外国法人等(t期)」、「ROE(t-1期)」と「DOE(t-1期)」である。よって、この2組の変数は、同時に説明変数として組入れないこととする。

図表6. 相関係数

		Δ 個人その他	Δ 外国法人等	売上高変化率	Δ ROE	Δ DOE	Δ ILLIQ	ROE	DOE	ILLIQ
		t期	t期	t期	t期	t期	t期	t-1期	t-1期	t-1期
Δ 個人その他	t期	1.000								
Δ 外国法人等	t期	-0.486	1.000							
売上高変化率	t期	-0.135	0.090	1.000						
Δ ROE	t期	-0.083	0.062	0.135	1.000					
Δ DOE	t期	0.023	-0.017	0.008	-0.118	1.000				
Δ ILLIQ	t期	0.033	-0.037	-0.047	-0.045	-0.023	1.000			
ROE	t-1期	-0.038	0.026	0.100	-0.092	0.073	0.043	1.000		
DOE	t-1期	-0.010	-0.003	0.096	-0.023	-0.032	0.059	0.337	1.000	
ILLIQ	t-1期	-0.002	0.003	-0.044	0.011	-0.014	-0.401	-0.105	-0.191	1.000

(出所) 筆者作成。

ピアソンの積率相関を示している。

3. 3. 分析結果

図表7は、株主優待の長期保有施策(長期保有優遇制度・保有期間条件あり)について、ロジスティック回帰分析を行った結果である。

株主の変化を見る変数「 Δ 個人その他(t期)」は、被説明変数「保有期間条件ダミー」のモデル2-2で有意となったが、それ以外は有意な結果ではなかった。また、「 Δ 外国法人等(t期)」は、いずれのモデルも有意な結果ではなかった。

企業の成長性を見る変数「売上高変化率(t期)」、企業の収益性を見る変数「 Δ ROE(t期)」「ROE(t-1期)」は、いずれのモデルも有意な結果ではなかった。

企業の株主還元を見る変数「DOE(t-1期)」は、被説明変数「保有期間条件ダミー」のモデル1-2、モデル1-4が有意な結果となった。「 Δ DOE(t期)」は、モデル2-4が有意な結果となったが、その他のモデルは有意な結果ではなかった。

そして、株式の市場流動性を見る変数「ILLIQ(t-1期)」は、すべてのモデルで有意な結果となった。「 Δ ILLIQ(t期)」は、被説明変数「長期保有優遇ダミー」のモデル1-1~1-4は有意な結果となったが、被説明変数「保有期間条件ダミー」のモデル2-1~2-4は有意な結果ではなかった。

これらのことから、仮説に対する検証結果は以下の通りである。

仮説1-1: 株主優待の長期保有施策は、個人株主を増加させる

長期保有優遇制度は、変数「 Δ 個人その他(t期)」がモデル1-1・モデル1-2で有意な結果ではなかったことから仮説は棄却された。保有期間条件ありは、変数「 Δ 個人その他(t期)」がモデル2-1で有意ではないが、モデル2-2で有意という結果になった。

これらのことから、株主優待に保有期間条件のある企業は、個人株主を増加させる傾向があるといえる。

仮説1-2: 株主優待の長期保有施策は、株式の市場流動性の高い企業が導入している

長期保有優遇制度は、変数「ILLIQ (t-1期)」がモデル1-1~モデル1-4で全て有意となり、オッズ比が1未満であることから、制度を導入している企業は株式の市場流動性が高いという状況を示唆している。また、変数「 Δ ILLIQ (t期)」がモデル1-1~モデル1-4で全て有意となり、オッズ比が1未満であることから、制度を導入しているという企業は株式の市場流動性が上昇するという結果になった。

保有期間条件ありは、変数「ILLIQ (t-1期)」がモデル2-1~モデル2-4で全て有意となり、オッズ比が1未満であることから、制度を導入しているという企業は株式の市場流動性が高いという結果になった。一方、変数「 Δ ILLIQ (t期)」はモデル2-1~モデル2-4で全て有意ではないことから仮説は棄却された。

これらのことから、株主優待の長期保有施策は、株式市場流動性の高い企業が導入する傾向がある。また、長期保有優遇制度は、株式市場流動性の上昇傾向企業が導入する傾向があるといえる。

仮説1-3: 株主優待の長期保有施策は、配当に積極的な企業が導入している

長期保有優遇制度は、変数「DOE (t-1期)」がモデル1-2・モデル1-4で有意となり、オッズ比が1超であることから、株主還元を積極的な企業が制度を導入しているという状況を示唆している。また、変数「 Δ DOE (t期)」はモデル1-2・モデル1-4で有意ではない。

保有期間条件ありは、変数「 Δ DOE (t期)」が、モデル2-2が有意でないが、モデル2-4で有意となった。変数「DOE (t-1期)」はモデル2-2・モデル2-4で有意ではないことから仮説は棄却された。

これらのことから、株主優待の長期保有優遇制度は、株主還元を積極的な企業が導入する傾向がある。また、保有期間条件がある企業は、株主還元を増加させる傾向があるといえる。

仮説1-4: 株主優待の長期保有施策は、成長性・収益性が低い企業が導入している

変数「売上高変化率 (t期)」 Δ ROE (t期)」ROE (t-1期)」は、すべてのモデルで有意ではないことから仮説は棄却された。

図表7. 株主優待の長期保有施策（長期保有優遇制度・保有期間条件あり）と企業の関係

(1) 被説明変数：長期保有優遇ダミー

説明変数	期	被説明変数：長期保有優遇ダミー												
		モデル1-1			モデル1-2			モデル1-3			モデル1-4			
		オッズ比	Z値	95%信頼区間	オッズ比	Z値	95%信頼区間	オッズ比	Z値	95%信頼区間	オッズ比	Z値	95%信頼区間	
Δ個人その他	t	1.01	0.86	0.99 - 1.03	1.02	1.53	0.99 - 1.04							
Δ外国法人等	t							0.99	-0.83	0.96 - 1.02	0.99	-0.33	0.96 - 1.03	
売上高変化率	t	1.00	-1.34	0.99 - 1.00	1.00	0.23	0.99 - 1.01	1.00	-1.03	0.99 - 1.00	1.00	0.16	0.99 - 1.01	
ΔROE	t	1.00	-0.82	0.99 - 1.00				1.00	-0.52	0.99 - 1.01				
ΔDOE	t				0.92	-1.03	0.79 - 1.07				0.94	-0.82	0.80 - 1.09	
ΔILLIQ	t	0.80	-1.95 *	0.64 - 1.00	0.77	-2.07 **	0.60 - 0.99	0.81	-1.69 *	0.64 - 1.03	0.77	-1.95 *	0.59 - 1.00	
ROE	t-1	1.00	1.23	1.00 - 1.01				1.01	1.35	1.00 - 1.01				
DOE	t-1				1.06	2.35 **	1.01 - 1.11				1.06	2.35 **	1.01 - 1.11	
ILLIQ	t-1	0.36	-7.43 ***	0.28 - 0.47	0.34	-7.02 ***	0.25 - 0.46	0.33	-7.53 ***	0.25 - 0.44	0.31	-7.10 ***	0.23 - 0.43	
保有期間条件ダミー	t	3.27	7.25 ***	2.37 - 4.51	2.92	5.90 ***	2.05 - 4.17	3.23	7.18 ***	2.35 - 4.45	2.86	5.80 ***	2.00 - 4.08	
東証業種ダミー	t		Yes			Yes			Yes			Yes		
年ダミー	t		Yes			Yes			Yes			Yes		
Log likelihood			-2,588.40			-2,185.55			-2,564.44			-2,170.81		
Pseudo R2			0.065			0.073			0.067			0.074		

(2) 被説明変数：保有期間条件ダミー

説明変数	期	被説明変数：保有期間条件ダミー												
		モデル2-1			モデル2-2			モデル2-3			モデル2-4			
		オッズ比	Z値	95%信頼区間	オッズ比	Z値	95%信頼区間	オッズ比	Z値	95%信頼区間	オッズ比	Z値	95%信頼区間	
Δ個人その他	t	1.03	1.61	0.99 - 1.07	1.05	2.10 **	1.00 - 1.10							
Δ外国法人等	t							1.02	0.80	0.97 - 1.08	1.00	-0.10	0.94 - 1.06	
売上高変化率	t	1.01	1.02	0.99 - 1.02	1.00	0.68	0.99 - 1.02	1.00	0.80	0.99 - 1.02	1.00	0.61	0.99 - 1.02	
ΔROE	t	1.00	0.46	0.99 - 1.02				1.00	0.29	0.99 - 1.02				
ΔDOE	t				1.22	1.46	0.94 - 1.58				1.29	1.93 *	1.00 - 1.68	
ΔILLIQ	t	0.90	-0.47	0.58 - 1.40	0.95	-0.18	0.57 - 1.59	0.95	-0.22	0.59 - 1.53	1.03	0.11	0.60 - 1.77	
ROE	t-1	1.00	0.32	0.99 - 1.02				1.00	0.18	0.99 - 1.01				
DOE	t-1				1.07	1.54	0.98 - 1.17				1.07	1.54	0.98 - 1.17	
ILLIQ	t-1	0.38	-3.29 ***	0.21 - 0.68	0.38	-2.94 ***	0.20 - 0.72	0.40	-3.18 ***	0.23 - 0.70	0.40	-2.84 ***	0.22 - 0.76	
長期保有優遇ダミー	t	3.27	7.24 ***	2.38 - 4.51	2.95	5.95 ***	2.06 - 4.21	3.22	7.14 ***	2.34 - 4.44	2.86	5.80 ***	2.01 - 4.08	
東証業種ダミー	t		Yes			Yes			Yes			Yes		
年ダミー	t		Yes			Yes			Yes			Yes		
Log likelihood			-974.91			-817.81			-975.12			-827.06		
Pseudo R2			0.074			0.077			0.071			0.071		

(出所) 筆者作成。

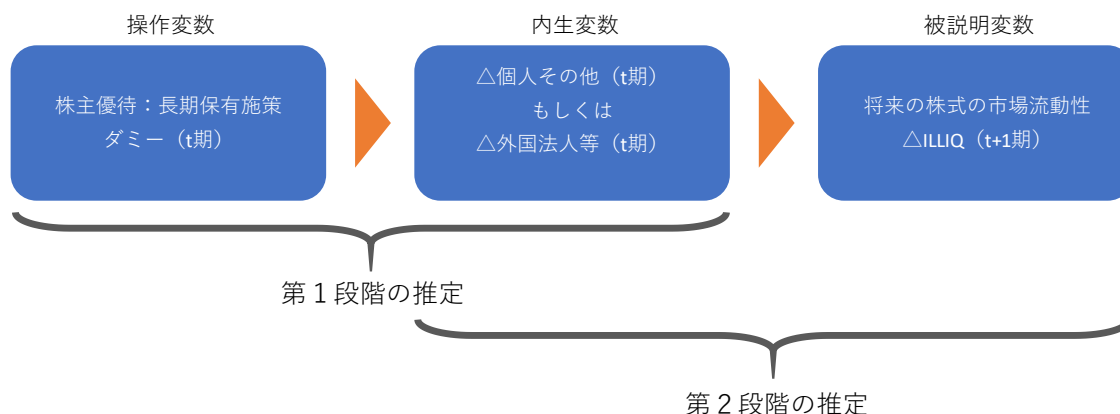
「***」1%水準で統計的に有意、「**」5%水準で統計的に有意、「*」10%水準で統計的に有意。

4. 株主優待の長期保有施策と将来業績の関係

4. 1. 操作変数法

前章の分析から、株主優待の長期保有施策と株式の市場流動性には強い関係があることが分かった。本章では、株主優待の長期保有施策と個人株主（もしくは外国法人株主）の動向が、将来の株式の市場流動性に与える影響を、操作変数法で分析を行う。操作変数法のイメージは、図表8のとおりである。

図表 8. 操作変数法のイメージ



(出所) 筆者作成。

操作変数法に使用した変数は、図表 9 の通りである。被説明変数は、将来の株式の市場流動性を示す指標「 Δ ILLIQ (t+1) 期」である。内生変数は、株主の変化を見る変数「 Δ 個人その他 (t 期)」「 Δ 外国法人等 (t 期)」の 2 つのモデルを作成した。また、操作変数として株主優待に関連した 6 つの変数（「長期保有優遇ダミー (t 期)」「保有期間条件ダミー (t 期)」「長期保有優遇・新規導入ダミー (t 期)」「保有期間条件・新規導入ダミー (t 期)」「長期保有優遇・廃止ダミー (t 期)」「保有期間条件・廃止ダミー (t 期)」）を使用した。

なお、操作変数法で検証する仮説は、以下の通りである。

仮説 2：個人株主は株主優待の長期保有施策で増加する。それによって、将来の株式の市場流動性は低下する。

長期保有施策により、企業の目的通り長期保有目的の個人株主が増加する。しかし、そのことが株主の固定化を招き、株式の流動性の低下につながるという仮説である。

なお、本章の分析データは、第 3 章と同じサンプルを使用した。

図表 9. 操作変数法に使用した変数

分類	変数名	期		
被説明変数	Δ ILLIQ	t + 1		
説明変数	外生変数	売上高変化率	t	
		Δ ROE (もしくは、 Δ DOE)	t	
	内生変数	Δ ILLIQ	t	
		ROE (もしくは、DOE)	t-1	
		ILLIQ	t-1	
		東証業種ダミー	t	
		年ダミー	t	
		Δ 個人その他 (もしくは、 Δ 外国法人等)	t	
		操作変数	長期保有優遇ダミー	t
			保有期間条件ダミー	t
長期保有優遇・新規導入ダミー	t			
保有期間条件・新規導入ダミー	t			
長期保有優遇・廃止ダミー	t			
	保有期間条件・廃止ダミー	t		

(出所) 筆者作成。

4. 2. 分析結果

図表 10 は、操作変数法の第 1 段階、第 2 段階の推定結果である。第 1 段階の推定で、操作変数が有意であり、第 2 段階の推定で、内生変数が有意となったのは、モデル 3-2 のみとなった。

モデル 3-2 は、株主優待の長期保有施策について、個人株主の変化を推定したものである。第 1 段階の推定結果から、保有期間条件がある(「保有期間条件ダミー (t 期)」) 場合や、長期保有優遇の新設(「長期保有優遇・新設ダミー (t 期)」) において、個人株主が有意に増加しているという結果になった。売上高変化率が拡大している企業は個人株主の減少(「売上高変化率 (t 期)」の係数マイナス)につながっている。次に第 2 段階の推定結果から、個人株主の増加した企業は、次期の ILLIQ が有意に低下する(「 Δ 個人その他 (t 期)」の係数マイナス)ということが明らかになった。また、売上高変化率の拡大も、次期の ILLIQ 低下(「売上高変化率 (t 期)」の係数マイナス)につながる。なお、DOE の拡大は、次期の ILLIQ 上昇(「 Δ DOE (t 期)」の係数プラス)につながるという結果になった。

これらのことから、仮説に対する検証結果は以下の通りである。

仮説2：個人株主は株主優待の長期保有施策で増加する。それによって、将来の株式の市場流動性は低下する。

操作変数法の第1段階の分析で、株主優待の長期保有施策について、保有期間条件ありと長期保有優遇の新設は、個人株主の増加につながる傾向がある。同時に、売上高変化率の拡大している企業は、個人株主が減少する傾向があるという結果になった。個人株主は、株主優待に引き寄せられると同時に、企業業績には注意を払っていない可能性が示唆される。

また、操作変数法の第2段階の分析で、個人株主の増加は、将来の株式の市場流動性の上昇につながる傾向がある。同時に、売上高変化率が拡大している企業が、将来の株式の市場流動性を上昇させる傾向があるという結果になった。ただし、株主資本配当率が増加すると、将来の株式の市場流動性が下落する傾向がある。

株主優待の長期保有施策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の株式の市場流動性に与える影響の相互関係を考慮しても、個人株主の増加は将来の株式の市場流動性の上昇につながる。ただし、個人株主は、業績変化率が拡大している企業に対して減少の傾向がみられることから、業績に対する関心が低いと考えられる。

図表10. 操作変数の推定結果

(1) 第1段階の推定結果

説明変数	期	被説明変数：Δ個人その他(t期)				被説明変数：Δ外国法人等(t期)				
		モデル3-1		モデル3-2		モデル3-3		モデル3-4		
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	
操作変数	長期保有優遇ダミー	t	0.106	0.84	0.184	1.40	-0.087	-0.98	-0.030	-0.31
	保有期間条件ダミー	t	0.332	1.51	0.513	2.51 **	0.174	0.96	0.019	0.10
	長期保有優遇・新規導入ダミー	t	0.660	0.96	1.182	1.74 *	0.008	0.02	-0.453	-1.07
	保有期間条件・新規導入ダミー	t	0.796	0.45	-0.866	-0.51	-0.981	-2.18 **	-0.751	-1.52
	長期保有優遇・廃止ダミー	t	0.876	1.03	0.581	0.57	0.325	0.49	0.399	0.55
	保有期間条件・廃止ダミー	t	-1.397	-1.49	-0.338	-0.72	0.344	0.79	0.316	0.49
外生変数	売上高変化率	t	-0.029	-6.56 ***	-0.036	-7.67 ***	0.015	5.31	0.013	4.24 ***
	ΔROE	t	-0.034	-6.04 ***			0.015	4.57		
	ΔDOE	t			0.189	1.88 *			-0.034	-0.52
	ΔILLIQ	t	-0.117	-1.24	-0.195	-2.09 **	0.060	1.20	0.046	0.89
	ROE	t-1	-0.008	-1.97 **			0.005	1.85		
	DOE	t-1			0.057	1.84 *			-0.036	-1.73 *
	ILLIQ	t-1	0.037	0.64	0.075	1.28	-0.025	-0.71	-0.053	-1.45
	切片		-0.222	-1.5	-0.438	-2.40 **	0.165	1.69	0.232	1.78 *
	東証業種ダミー	t	Yes		Yes		Yes		Yes	
	年ダミー	t	Yes		Yes		Yes		Yes	
	調整済み決定係数		0.056		0.069		0.043		0.048	

(2) 第2段階の推定結果

		被説明変数: Δ ILLIQ (t+1期)								
説明変数	期	モデル3-1		モデル3-2		モデル3-3		モデル3-4		
		係数	z値	係数	z値	係数	z値	係数	z値	
内生変数	Δ 個人その他	t	-0.046	-2.09 **	-0.032	-2.22 **				
	Δ 外国法人等	t					0.046	1.23	0.078	1.56
外生変数	売上高変化率	t	-0.002	-2.68 ***	-0.002	-3.29 ***	-0.001	-1.91 *	-0.002	-2.43 **
	Δ ROE	t	-0.002	-2.51 **			-0.001	-1.86 *		
	Δ DOE	t			0.013	1.85 *			0.010	1.26
	Δ ILLIQ	t	-0.019	-1.11	-0.025	-1.24	-0.016	-0.87	-0.020	-0.97
	ROE	t-1	-0.001	-1.55			-0.000	-1.28		
	DOE	t-1			-0.003	-1.39			-0.002	-0.76
	ILLIQ	t-1	0.071	4.53 ***	0.072	4.29 ***	0.067	4.21 ***	0.070	4.05 ***
	切片		0.019	1.42	0.029	1.77 *	0.023	1.80 *	0.026	1.27
	東証業種ダミー	t	Yes		Yes		Yes		Yes	
	年ダミー	t	Yes		Yes		Yes		Yes	
Durbin-Wu-Hausman Test			11.177		7.392		2.489		9.855	
P-value			0.001		0.007		0.115		0.002	

(出所) 筆者作成。

5. まとめ

本稿は、株主優待の長期保有施策の効果について分析を行った。

まず、被説明変数を「長期保有優遇ダミー」と「保有期間条件ダミー」の2種類の優待ダミーとしたロジスティック回帰分析を行ったところ、長期保有施策を導入している企業は、株式の市場流動性が高いことを示唆する結果を得た。

株主優待の長期保有施策と株式の市場流動性には強い関係があることから、次に株主優待の長期保有施策が、将来の株式の市場流動性に与える影響を実証分析した。株主優待の長期保有施策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の株式の市場流動性に与える影響の相互関係を考慮するため、操作変数法を用いた分析を行った。その結果、保有期間条件がある場合や、長期保有優遇の新設において、個人株主が有意に増加している。また、個人株主が増加した企業は、次期の株式の市場流動性が有意に上昇するということが明らかになった。個人株主の増加と売上高変化率の縮小企業との関連が確認されたことから、個人株主は、企業業績より株主優待の長期保有優遇の魅力を優先していると考えられる。

株主優待の長期保有施策は、企業が個人株主との関係強化を目的に導入するものだ。これが個人株主の増加につながっているということは、企業にとって歓迎すべき点だろう。一方で、売上高変化率に縮小傾向の企業に個人株主が増加の傾向が見られた。それは注意が必要だろう。

個人株主は株式投資に際し、株主優待とあわせて、投資の基本である業績の注視も必要であろう。

以上

参考文献

石川博行 [2019] 『会社を伸ばす株主還元』、中央経済社。

大堀貴子 [2020] 「株主になると割り振られる「株主番号」にはどんな意味がある?」、『@DIME』、小学館。

<https://dime.jp/genre/1029549/#:~:text=%E3%81%A9%E3%82%93%E3%81%AA%E3%81%A8%E3%81%8D%E3%81%AB%E6%A0%AA%E4%B8%BB%E7%95%AA%E5%8F%B7,%E3%82%92%E7%AE%A1%E7%90%86%E3%81%97%E3%81%A6%E3%81%84%E3%81%BE%E3%81%99%E3%80%82>

信託協会 「証券代行業務」。

https://www.shintaku-kyokai.or.jp/products/corporation/securities_agency.html

野村インベスター・リレーションズ [2021] 『アイアール magazine』 vol.116。

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。