

株主優待は投資の成果物なのか⁽ⁱ⁾

田代 一 聡

はじめに

少なくない個人投資家にとって、株主優待は投資を行う上で、重要な要素となっているように思われる。日本証券業協会が行っている『平成二十七年証券投資に関する全国調査』においても、三十%超の人が「株主優待が受けられること」を株式購入の理由として挙げており、これは「長期にわたったの資産運用として」や「短期の値上がり益を期待して」といった理由とほぼ同じ割合で

ある。また、巷には、何種類もの株主優待に関する本が出版されており、出版物やインターネット上においても株主優待を取り扱った記事はかなり多い。

これは、個人投資家にとって、株主優待を投資の成果物の一部と認識しているためと思われる。

一方で、個人投資家以外の投資家にとって、株主優待の成果物はほとんど無視されているように思われる。また、株主優待に関する経済学分野の研究は少ない状況にある。⁽ⁱⁱ⁾ これらの研究では、株主優待制度が株主構成や株価にどのように影響を

与えるか着目し、その価値の大きさ自体がどの程度であるのかという点については触れられていない。

この論文では、株主優待の価値の大きさそのものに着目し、以下の二点を主張する。

ひとつは、理論的な観点から、株主優待で投資家にもたらされる財・サービスは、投資の成果物の一部として考えるべきという点。もう一つは、株主優待の価値の大きさ自体にかなりの規模があり、投資の収益率を算出する際に、株主優待について、何らかの方法で考慮が必要なのではないかという点である。

このような主張をするために、次節以降では、まず株主優待制度の現状を概観する。その次に資産価格理論の基礎を見て、何故株主優待制度を投資の成果物として認識すべきかを論じる。その後、株主優待制度の例を挙げながら、その価値が

無視しえる大きさではないことを見る。

一、株主優待制度の現状

株主優待制度とは、企業が一定数以上の株式を権利確定日に保有している株主に対して、配当以外の何らかの特別なサービスを行う制度を言う。

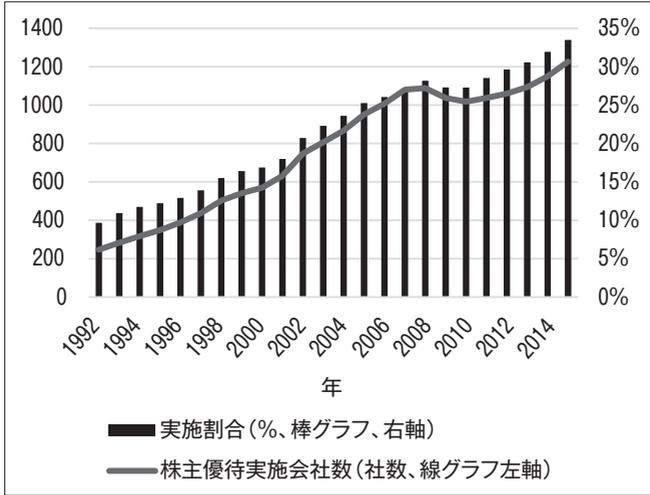
(宮川「二〇一二」)

この株主優待制度は、我が国において、一九九〇年以降急速に普及している。図表1は一九九二年から二〇一五年までの、日本の上場企業における株主優待実施数と実施割合を示している。

一九九二年では、実施企業数が二百社を超える程度であるのに対し、二〇一五年では千二百社を越え、実施企業数は約五倍となっている。また、全上場企業に対する実施割合も、この期間で三倍以上に増えており、現在では実に三分の一を超え

株主優待は投資の成果物なのか

図表 1 株主優待実施企業の推移



〔出所〕 大和インベスター・リレーションズ株式会社『株主優待ガイド2016年版』より著者作成

る企業において実施されている。

一方で海外に目を向けてみると、株主優待制度は shareholder perks や shareholder benefit 等と呼ばれており、このような制度を採用している企業はあまり多くないが存在している^④。例えば、米国では、フォード社やIBM社などが、株主に対して自社製品を割引販売する等が行われている。また、英国においても保険会社の Aviva が株主向けに割引を行うなど、同様の制度を採用している企業が見られる。

株主優待制度は、日本以外でも見られるものの、その実施割合等は日本と比較したときに微々たるものであり、実質的に日本でのみ発展している制度と言っても過言ではない。この制度の良し悪しについては、ここでの議論とは直接関係は無いいため、触れないことにする。

日本における株主優待の内容は、自社商品その

ものや、自社商品の割引優待のほかに、クオカード等の金券や、おこめ券といった、その企業の事業と直接関係なさそうな株主優待が配布されていることも珍しくは無い。一方で海外では、自社商品に関わる優待がほとんどであるように思われる。

また、企業の規模と株主優待の実施状況は何か関係があるのであろうかという点を見るために、東証一部上場企業の時価総額が上位百社、上位二百社、下位二百社、下位百社の四つのグループについて、株主優待の実施割合と株主優待が実施企業の事業と関連する割合をまとめたのが図表2である。^(iv)

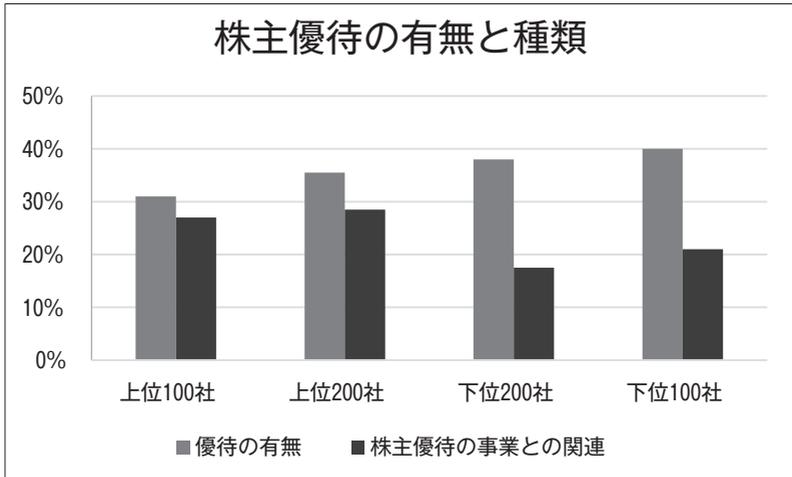
この図表を見ると、規模が小さいほど実施割合がわずかに上昇していることが分かる。しかし、最も規模の大きい東証一部時価総額上位百社でも三十一社が株主優待を行っており、また事業との

関連はより興味深い。企業間の業種について調整していないが、時価総額下位のグループは、上位のグループと比較して、企業の事業と関連する優待を行っている割合が低くなっている。言い換えれば、クオカードやおこめ券といった、企業の事業との関連の無い株主優待を行っている企業の割合が高いということを意味している。

株主優待が企業の業績や株主構成や株価の形成にどのような影響をあるのかは興味深い論点である。^(v)

また、株主優待制度の特徴の一つは、優待の内容が保有株式数に比例していないことである。これが、金銭配当との大きな違いであり、株主平等の観点から問題があるという考えもある。この点は、機関投資家にとっては特に重要な論点であろう。

図表2 東証一部時価総額でグループ分けした、株主優待の有無と事業との関連の有無



〔出所〕 Yahoo! ファイナンスから著者作成

二、株主優待の具体例

株主優待の実際の例について、幾つかの企業を取り上げて詳細を見ていくことにする。

(1) ANAホールディングス

ANAホールディングスでは、三月末と九月末に千株以上を保有する株主に対して、株主優待として、関連会社での割引優待と、ANAの運行する国内路線の旅客運賃を片道一回分五〇％割引く「株主優待番号ご案内書」を送付している。

また、後者の株主優待番号ご案内書は保有株式数が増えると、送付枚数も増えていく。ただし、保有株式数に完全に比例しているわけではなく、千株で一枚、一万株で七枚、百万株で二五四枚、千万株で一三七九枚となり、割合は徐々に減って

いく。

株主総数は五十二万人以上を数え、そのほとんどが個人・その他という分類の株主である。そして、これらの株主が発行済み株式三十五億株の半分超、約十八億株を保有している。⁽⁴⁾

(2) 日本マクドナルドホールディングス

日本マクドナルドホールディングスでは、マクドナルドの商品であるバーガー類、サイドメニュー、ドリンクの三種の無料引換券が一枚となったシートが六枚で一冊となっており、保有株式が百株以上で一冊、三百株以上で三冊、五百株以上で五冊が、年二回送付される。

少々分かりづらいが、バーガー、ポテト、ドリンクのいわゆるセットメニューが百株の保有で六回無料になるという理解でよいであろう。

(3) クリエイト・レストランツ・ホールディングス

磯丸水産等の飲食チェーンを展開している株式会社クリエイト・レストランツ・ホールディングスも株主優待を行っており、百株で三千元、五百株で六千元、千五百株で一万五千元、四千五百株以上で三万円のお食事券を年二回送付している。

(4) カゴメ

カゴメでは、二〇〇一年九月から株主優待制度をスタートさせており、自社製品の詰め合わせを年二回送付している。百株以上の保有で千円相当の商品、千株以上で三千元相当の商品が送付される。

三、資産価格理論における成果物

この節では、資産価格理論の初歩に立ち戻り、

何故、株主優待を成果物として考慮すべきかを見ていく。

簡潔に言えば、「資産の価格は、その資産を保有することで得られる金銭自体ではなく。保有することから得られる幸せの度合い(vi)によって決まる。そのため、株主優待が保有者の幸福に資するなら、株主優待は投資の成果物として認識すべきであろう。」ということである。このように理解して次節に進んでいただいて構わない。

以降では、上記のことを数値例も交えて詳しく見ていくことにする。なぜ金銭自体ではないのかという点が、特に分かりにくいように思われるので、図表3で図示した。

これは、保有している資産が、将来、百万円の成果物を生み出すと想定したときに、どのようにその資産の現在の価格が算出されるかを示している。(vii)

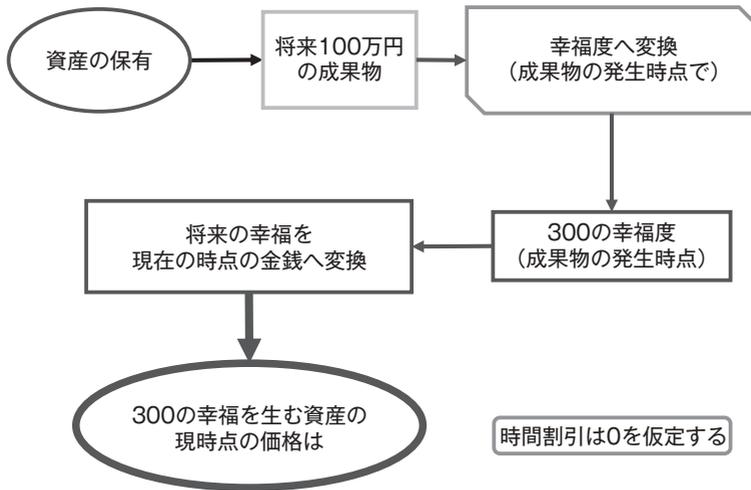
ここでのポイントは、時点によって一万円の生み出す幸福度が異なること（将来は三、現在は四）、即ち、一万円の価値は一定でなく状況に応じて変化することである。貧乏な人と裕福な人では、同じ一万円を与えられたとしても、幸福度の増加の程度が異なる、即ち違う価値を見出すことは理解されるであろう。

経済全体でも同様に、経済状態が良ければ、相対的に一万円の価値は下がり、経済状態が悪ければ相対的に一万円の価値は上がるのである。

成果物はその価値を測るために幸福度に変換され、その幸福度に見合う現在の金銭が資産の価格となる。(viii)

そのため、資産を持つことで、株主優待のようなものが将来の幸福をもたらすならば、それは資産の現在の価格へ反映されることになる。そうであるならば、株主優待は投資の成果物として認識

図表3 資産価格を求めるまでの流れ



〔出所〕 著者作成

するのが妥当であるように思われる。

現実には、株主優待は多かれ少なかれ、投資家の幸福に寄与しているように思われるため、株主優待制度は、投資の成果物として認識するのが妥当であろう。

四、株主優待の価値を測る

株主優待の価値を測るのは容易ではない。もし、株主優待を取引する市場が存在しなければ、株主優待を受け取った株主は、「自ら消費するか「捨てる」という選択肢がなく、消費した場合の幸福は「捨てる」よりもマシであるという推測しか出来ない。すなわち、「捨てる」という行動がゼロ円の価値をもたらすと考えると、「自ら消費する」を選択した株主がゼロ円より大きな価値を得たということしかわからないのである。

しかし、株主優待を取引する市場が存在するのであれば、そこで株主優待を売ることにより、株主優待の価値にある程度の目星をつけることが可能となる。

これによって、株主優待の利用は、売却価格より高い価値を有していることが推測され、優待を使用しない投資家は、取引市場で売却して、売却価格の価値を手に入れることになる。すなわち、取引市場での売却価格を用いることで、株主優待の価値の下限値を求めることが可能となる。

ここで、一つ注意すべき点として、優待利回りに触れておく。優待利回りは、一株あたりの「優待額」を価格で割ったものとして定義されている。^(x) 飲食店を展開するクリエイト・レストランツ・ホールディングスを例にとると、百株の保有で三千円の食事券が年二回配布される。即ち、一株あたり年間六十円の優待額であり、これを株価（千

二十六円、九月三十日終値）で割れば、六%弱となる。これが優待利回りであるが、これは過大に評価されている可能性が高い。^(xi) 金券ショップでこの株主優待の買取価格を調べてみると、五百円の優待が二百円から三百円で買取されている。^(xii) 仮に三百円で売却できたとして、一株あたり年間三十六円となり、このように求めた優待からの利回りは三・五%であり、いわゆる優待利回りとは乖離がある。

優待利回りが五%を超える銘柄が四十存在し、三十%を超えるものが五社、トップのレオパレスにいたっては、百分を越える百六十%の優待利回りとなっている。^(xiii) これらの優待利回りは前の例と同様に株主優待の価値を過大に評価して算出されているであろう。

ここで生じる疑問は、株主優待の価値を推測したときに、その大きさがどのくらいあるのか、と

いう点である。これが微々たるものであるならば、資産価格に影響をほとんど与えないであろうし、機関投資家にとってもそれほど目くじらを立てるようなことではないであろう。

しかし、看過しえない大きさの価値を持つのであれば、株主優待の価値を投資の成果物として、認識する必要があり、投資の収益率の算出について考慮が必要となるであろう。

また、資産価格の形成に何らかの影響を及ぼす可能性が高く、どのように影響しているのかについて検討する必要となる。次節では株主優待の価値の大きさについて検討していく。

五、株主優待制度の価値の大きさ

この節では、株主優待制度の価値の大きさを測り、その大きさがどの程度かを検証する。

検証に当たって、企業、株主、株主優待の情報は、会社四季報二〇一六年三集に掲載されているデータを用いる。株主優待の市場での買取価格は、アクセスチケット・COM、もしくはTICKETY STORE IIの買取価格の高い方を用いて算出している。また、全ての株主が最低限の株主優待を獲得するとして算出を行う。全ての株主が優待を獲得するという仮定は、実態よりも過大に評価することになる。点に注意が必要であるが、他方で、最低限の優待しか獲得しないと仮定することで、過大評価の問題を多少緩和することになるであろう。

(1) ANAホールディングス

ANAホールディングスについてまとめたものが図表4である。ANAは株主数が四十八万人を越え、年二回の株主優待を行っている。その中の

図表4 ANA ホールディングスの株主優待価値

株主数（人）	発行済み株式数	
474,800	3,516,425,000	
株主優待価値 （1回当たり、円）	配当実績	
4,000	年度	配当額（円）
株主優待回数	11	2
2	12	4
株主優待価値（円）	13	4
3,798,400,000	14	3
1株あたり価値（円）	15	4
1.08	16	5

〔出所〕 会社四季報等より著者作成

株主優待番号ご案内書の買取価格は、四千円である^(iv)。ここから算出した、株主優待の総価値は三十八億円弱と小さくない額となっている。また、一株当たり一円を超える価値となっている。これを、図表4に併記してある配当実績と比較してみると、配当実績額が過去二円から五円となっており、一株当たり一円の株主優待の価値は配当額と比較しても小さくないように見える。

また、この株主優待の価値を収益率に組み込むと、年初株価が三四二・三円であるので、大雑把ではあるが、〇・三％程度の収益率上昇が見込まれるであろう。

なお、株主優待を最低限もらえる、少額の個人投資家を想定した場合、収益率の上昇幅は更に大きくなり、一株当たり八円の価値を獲得できるため、二・三％程度の収益率の上昇が見込まれる。

(2) 日本マクドナルドホールディングス

日本マクドナルドの株主優待の価値についてまとめたのが次の図表5である。日本マクドナルドの株主優待ではセットの無料券六枚が年二回配布される。

この優待券の買取価格が一枚五百五十円である。^(注)そのため、一回の株主優待の価値は三千三百円になる。

これが年二回配布され、二十七万人弱のすべての株主が受取ると仮定すると、十七億円を超える金額となり、ANAと同様に小さいとは言いがたい額となっている。また、日本マクドナルドの発行済み株式数は一億三千万株強であるため、一株あたりでは、十三円を超える株主優待の価値となる。

これを配当と比較すると、マクドナルドは安定して三十円の配当を行っており、株主優待の価値

はこの四割を超える程度の大きさである。

株主優待を収益率に組み込んだ場合、二〇一六年初の株価が二千六百六円なので、概算で〇・五％程度収益率を押し上げる効果が見込まれる。少額の個人投資家を想定した場合、収益率の押し上げ効果は更に大きくなり、一株当たり六十六円の価値を獲得できるため、二・五％程度の収益率の上昇が見込まれる。

(3) クリエイト・レストランツ・ホールディングス

クリエイト・レストランツ・ホールディングスは、三千円分の食事券を年二回配布しており、この食事券は五百円あたり三百円での買取りが提示されている。

この株主優待の総価値は一億円に満たない大きさである。しかし、時価総額で見た規模がANAの一兆千億円、マクドナルドの四千億円弱と比較

図表5 日本マクドナルドホールディングスの株主優待価値

株主数（人）	発行済み株式数	
267,554	132,960,000	
株主優待価値 （1回当たり、円）	配当実績	
3,300	年度	配当額（円）
株主優待回数	11	30
2	12	30
株主優待価値（円）	13	30
1,765,856,400	14	30
1株あたり価値（円）	15	30
13.28	16	30

〔出所〕 会社四季報等より著者作成

すると、九百億円強と小さいため、少ない額とはいえないであろう。

事実、一株当たりの価値を算出すると、約一円であり、ANAと遜色の無い値となっている。

しかし、株主優待を収益率に組み込んだ場合、二〇一六年初の株価が一・一六・七円なので、収益率を押し上げる効果は〇・一％弱にとどまっている。

少額の個人投資家を想定した場合、収益率の押し上げ効果は更に大きくなり、一株当たり三十六円の価値を獲得できるため、三・二％程度の収益率の上昇が見込まれる。

(4) カゴメ

カゴメの株主優待は千円相当の自社商品を株主優待として年二回配布している。対象の株主は二十万人以上である。

図表6 クリエイト・レストランツ・ホールディングスの株主優待価値

株主数（人）	発行済み株式数	
26,030	94,722,000	
株主優待価値 （1回当たり、円）	配当実績 （株式分割考慮済）	
1,800		
株主優待回数	年度	配当額（円）
2	12	2.78
株主優待価値（円）	13	5.33
93,708,000	14	7.33
1株あたり価値（円）	15	7.56
0.99	16	11.67

〔出所〕 会社四季報等より著者作成

カゴメは株主優待の話において、非常に良く知られた存在であるが、株主優待で提供されるのが商品そのものであるため、その価値を測る際に問題が生じる。株主優待を取引する市場が無いためである。

オークションサイトで、多少の売買は行われているようであるが、取引が非常に少ないため、その価値を測るのは容易ではない。⁽⁶⁾

この様な取引市場の欠落する商品について、どのように株主優待を測る方法を見出すかが、今後の課題となる。

六、結び

株主優待は、日本以外の国でほとんど用いられず、わが国の株式市場の後進性の表れであるとする意見も存在したようである。しかし、こ

の二十年間の株主優待制度の進展を見ると、むしろ進化の形の一つで、先進的な試みであるようにも思われてくる。

この論文では、株主優待を投資の成果物として考えたほうがよいということと、株主優待を収益率の計算に含めたほうが良いであろうという点について、主張を行った。

収益率については、日本の株式市場の収益率に関わる研究を行う際に、株主優待について一定の考慮が必要となるであろう。また、実務においては、投資家のサイズによって、収益率が異なる点が確認できた。

しかし、株主優待制度が企業行動にどのような影響を及ぼすのかという点は、未知の部分が多い。

株主優待制度によって個人株主が増加し、小口の株主が増えることで、大口株主の経営への監視

機能を弱める、ひいては経営者がモラルハザードを起こし、企業価値を損なってしまおうのではないかという議論がある。

その一方で、小口の株主自身が株式を保有する企業の製品等を自ら体験すること自体が経営者へのプレッシャーとして働くという意見もある⁽⁶⁾。

後者の意見は非常に興味深く、また、カゴメ等の実際の例を見ると、的外れの意見とも思えない。通常、企業統治において、大口株主のみが役割を果たす動機を持ち、小口株主は役割を果たす動機を持たない⁽⁶⁾。しかし、株主優待制度によって、多数の小口投資家が企業統治において役割を果たす可能性がでてくるのである。もしこのような機能が認められるならば、機関投資家のような大口の投資家にとっても歓迎すべき制度であるかもしれない。

株主優待制度が企業の行動にどのような影響を

及ぼすのか、非常に興味深く、今後の研究の課題としたい。

参考文献

- 鈴木健嗣・砂川伸幸「二〇〇八」『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』四六巻七号
- 日経会社情報編『株主優待ハンドブック二〇一六—二〇一七年版』日本経済新聞出版社
- 宮川壽夫「二〇一三」『株主優待制度のパズルに関する考察』『証券アナリストジャーナル』五一巻一〇号
- 望戸美希・野瀬義明「二〇一五」『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』九一号
- Yasutake Taeko [2012] *Analyses of The Shareholder Benefit Program in Japan*, ProQuest Dissertations Publishing.

(注)

- (i) 多くの方との議論を通じて、生まれたものである。いつも議論に付き合っていたらいい、新井富雄氏、大森孝

造氏、倉澤資成氏、小林稔氏、丸山高行氏にはこの場を借りて御礼を申し上げる。また、トラスト未来ファームより研究助成を受けた成果の一部である。

- (ii) 株主優待制度の導入が、日本以外では非常に少数にとどまっているためか、日本以外の国を対象とした文献は見当たらない。日本語の文献として、鈴木・砂川「二〇〇八」、宮川「二〇一三」、望戸・野瀬「二〇一五」等があり。また、英語文献として、Yasutake [2012] 等がある。

- (iii) 米国企業で株主優待制度の導入企業数について手がかりとなる情報は見当たらないが、少なくとも十数社程度で導入されていることが確認できた。英国においてはHargreaves Lansdown 社のホームページ上の情報により、四十社程度は導入していることが確認できる。いずれにせよ、日本と比較すると非常に少数であることが分かる。
- (iv) 株主優待が事業と関連するかについて、かなり筆者の恣意が入っていることに御注意いただきたい。

- (v) 鈴木・砂川「二〇〇八」は、株主優待の導入が株主構成や株価に与える影響を検証している。また、望戸・野瀬「二〇一五」は、株主優待制度によって優待権利落ち日の前後での価格付けに異常が見られることを示唆している。

- (vi) ANAホールディングスホームページより
<http://www.ana.co.jp/group/investors/stock/situation.html>

株主優待は投資の成果物なのか

- (vi) 幸福の度合いを経済学では効用と呼ぶ。
- (vii) ここでは、時間による割引は無いと想定している。
- (ix) 確率的割引ファクター (stochastic discount factor)、状態価格 (state price)、リスク中立確率 (risk-neutral probability) といった資産価格理論の鍵となる概念は、この幸福の変換を行っている。
- (x) 例えば、日経会社情報「二〇一六」を参照。
- (xi) その理由は、宮川「二〇一三」で述べられているように、三千円の割引券は、現金三千円よりも用途が限定されるため、価値が低くなることにある。
- (xii) 二〇一六年十月三日時点で、アクセステケット、COM は二百円の買取価格を提示しており、Ticky STORE II は、三百円の買取価格を提示している。
- (xiii) 日経会社情報「二〇一六」p.24を参照。
- (xiv) 鈴木・砂川「二〇〇八」と望戸・野瀬「二〇一五」では、それぞれ優待制度導入前後、優待権利日前後での影響に着目し、いずれも短期的な影響を見ている。
- (xv) アクセステケット、COM は四千円の買取価格を提示しており、Ticky STORE II は、三千六百円の買取価格を提示している。
- (xvi) アクセステケット、COM は五百五十円の買取価格を提示しており、Ticky STORE II は、五百三十円の買取価格を提示している。
- (xvii) 千円の株主優待商品を年二回二十万人に渡すと考えると、四億円程度となる（一株当たり四円強）。しかし、この売却価格が分からないため、価値がどれくらいであるかが不明である。
- (xviii) 宮川「二〇一三」
- (xix) 小口株主は、労力を払ってもそれに見合う収益が得られないためである。

(たしろ かずとし・当研究所研究員)