

# 株主優待に関する経済学研究の現状と展望

田代 一聡

ただいま紹介にあずかりました田代です。

本日は、「株主優待に関する経済学研究の現状と展望」と題しまして、株主優待と、その研究がどういった状況にあるのかということをもとめて、皆さんに何か知見が与えられればと考えております。

うことですが、ここではもう少し広く、「企業が株主へ配当以外の方法で便益をもたらす仕組み」と定義します。

皆さんにとっては非常になじみ深い制度だと思えますが、英語では「Shareholder Perks」という言葉が使われます。「Perks」というのは「Perquisite」の略称で、「特典」「役得」といったニュアンスの言葉です。したがって、「株主が得られる役得」という意味になります。

## 一、株主優待の現状

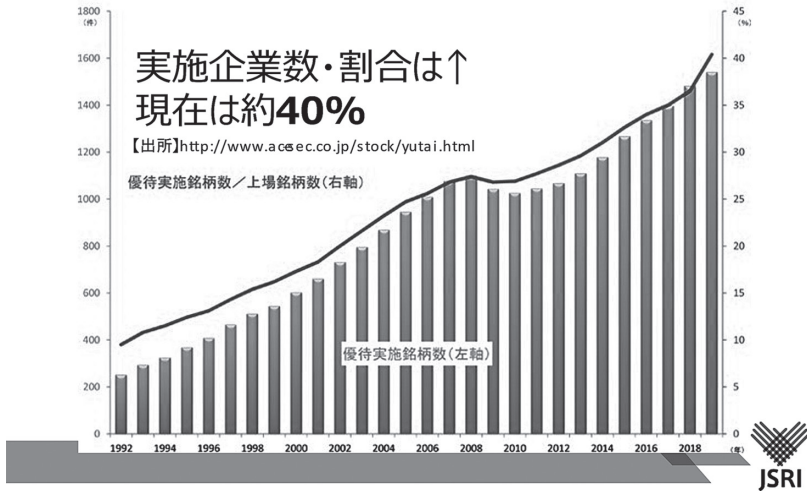
まず、「株主優待制度とは何か」です。

狭い意味では「個別の株主にモノを贈る」とい

次に、「日本の株主優待の現状」です（図表1）。このグラフが示すように、株主優待を行ってい

図表 1

## 日本の株主優待の現状



る企業数・割合は右肩上がりで伸びています。一九九二年は二〇〇社強だったのが二〇〇六年には一〇〇〇社を超え、金融危機のところで一度少し減少したものの、その後はまたずっとふえていきます。二〇二〇年はコロナ禍の影響で少し減りましたが、現在は一五〇二社、割合にすると上場企業の約四〇％ということで、かなりの数の株主優待が行われている状況です。

株主優待はよく「日本独自の文化」と紹介されます。そうやって差しさわらないと考えますが、とはいえ海外にも株主優待は存在します。ただ、日本と比較すると数・割合は少ないですし、廃止している企業も多いです。例えばアメリカのスターバックスコーヒーでは、以前は株主に一杯無料のギフトカードのようなものを配布していましたが、現在はやっていません。

では、海外の株主優待にはどのようなものがあ

るのか簡単に見ていきたいと思います。

N95マスクで有名な3Mでは、ホリデーギフトの割引販売を株主向けに行っています。

デイズニーは、以前採用していたデイズニークラウドの入場券割引制度を廃止し、現在は、株を持つという証明書のようなものを五〇ドルで買う権利を与える、そういったコレクター向けの株主優待を行っています。

フランスのスーパーマーケットのカルフルでは、Shareholders' Clubというものがあり、専用のウェブサイトに株主だけがアクセスできる情報が掲載されていたり、フランス国内の会議に参加できたりといったことが特典として用意されています。

ホテルグループでは、インターコンチネンタルホテルやアコーホテルなどで株主向けに割引販売が行われています。

IBMのパソコン部門を買い取ったレノボ、これは香港が拠点ですが、パソコンの割引販売を株主向けに行っています。

クルーズ船の会社は、私が調べた限りでは三社実施しております、船内だけで使える通貨を株主に提供しています。おもしろいことに三社とも大体同じような内容で、六日以内のクルーズだったら五〇ドルのクレジット、一〇日だったら二〇〇ドルのクレジットという形です。同業での横並びの優待は日本の航空会社の優待とよく似ています。

アメリカのワイナリーの会社では、通常は有料の試飲を無料で提供しているほか、ディスクウント販売やプライベートイベントなどを行っています。

ルイ・ヴィトンでは、株主向けの特別な雑誌やワインを買うことができますようです。

チョコレートのリンツは、株主総会に参加した株主にチョコレート詰め合わせギフトを渡しています。これは日本でもよく見られますが、スイスの株主総会に参加した人だけがもらえるので、日本からはハードルが高いかもしれません。

有名な投資家ウォーレン・バフェットが率いるバークシャー・ハサウェイについて、最後に少し詳しく紹介したいと思います。

保険の割引販売等もあるそうですが、目玉は週末を使って三日間行う年次総会です。その際に、株主ショッピング、ピクニック、ステークナイト、レセプションなど、株主に対するもてなしをしているようです。

ちなみに、株主ショッピングとはどういうものなのか調べてみたところ、五〇周年記念の株主ショッピングのリポート記事が見つかりました。ウォーレン・バフェットとチャーリー・マンガー

のデフォルメした顔でラッピングされたハイセンス製品のケチャップとマスタード（各六〇〇グラム）のセットを二ドルで売るブースがあったり、FRUIT OF THE LOOMというアパレル企業が二人の顔をプリントしたパンツをつくっていたり、そのほかにも、大株主であるコカ・コーラなど、バークシャー・ハサウェイが所有しているさまざまな企業のブースがあつて、そこで株主向けにもてなしをしているようでした。

後ほどお話ししますが、株主優待は基本的に、機関投資家からは非常に評判のよくない制度だと思っております。しかし、バークシャー・ハサウェイという世界でも有名な機関投資家が自社の株主向けに株主優待を行っているのは非常に興味深いと感じています。

ところで、海外で株主優待が最も盛んな国はどこかという点、正確な統計がないため、やや不正

確になつてしまふのですが、恐らくフランスではないかと思ひます。その理由は、Shareholders' Club というものの存在にあります。先ほど挙げたカルフルやルイ・ヴィトンのほかに、ルノーやエールフランスなど、フランスの大手企業の名前を入れて Shareholders' Club と検索すると、大抵その存在が確認できます。内容としては、株主向けの特別な雑誌の発行や朝食つきの工場見学などです。

ただ、イギリスやアメリカも意外とあります。イギリスでは、プライベートブランドの衣料品等を販売する Marks & Spencer や、『ハリー・ポッター』シリーズを出版しているブルームズベリー社が自社の本を三五%割引にするなど、比較的有名な企業が株主優待を実施しています。アメリカでは、先ほどの 3M、デイズニー、ワイナリーに加え、フォードや旅行会社といったところが株主

向けに割引販売のプログラムを提供しています。

また、韓国やマレーシアにも株主優待は存在するそうです。

ところが、海外において、株主に対して直接物品を郵送するという日本でよくみられる形の株主優待はどうもなさそうです。少なくとも私が調べた限りでは見つかりませんでした。日本の場合は、ヤフーファイナンスを使って調べてみると、現在優待を行っている一五〇二社中、食品や飲料を送っているところが六三四社、日用品や家電が三九九社、ファッションが一二七社です。で、日本の状況と比較すると大分差があります。

実は、この点が株主優待の研究に大きく関わっているのではないかと感じています。というのも、株主がどれだけ便益を受け取るかというのが一つの重要なファクターになるからです。海外では、株主が積極的に利用しない限り優待のベネ

フィットを受けることができませんが、日本の場合は、強制的に物品が送られてきますので、それらの価値を使うことで研究がしやすいと言えます。逆に言うと、海外ではそもそも優待をやっている企業数が少ないので、研究しづらい、もしくは、あまり研究する価値がないと思われるのかもしれませんが。

したがって、株主優待に関する海外の研究はなく、日本でも、経済学の領域での研究は非常に少なく恐らく一〇本程度ではないかと思えますので、本日はそれらの先行研究を踏まえてお話ししていきたいと思えます。

## 二、誰の視点から株主優待を考えるか

株主優待を考える際に前提として押さえておか

なければいけないのは、「誰の視点から株主優待を考えるか」ということです。

まず、企業の株式を購入する投資家の視点ですが、これは二つに分ける必要があります。一つは個人投資家、もう一つは機関投資家です。両者の株主優待に対する態度は真逆と言っていいのではないかと思います。

そして、企業経営者と研究者（経済学者）の視点です。なぜここに研究者を並べるのか疑問に思われるかもしれませんが、投資家と企業経営者は、自身が儲かるか儲からないかを考えて行動するのに対し、研究者は経済全体で見てプラスかマイナスかという視点で考えるということで、入れさせていただきました。ちなみに私は、個人投資家の面もありますので、研究者かつ個人投資家という立場になります。

まず初めに、個人投資家です。

日本証券業協会の調査によれば、三四%が株主優待を投資の目的にしており、そのうちの一〇%が株主優待を特に重視しているとのこと。多くの個人投資家が大好きということですが、個人投資家が株主優待目的で株を選ぶときによく出てくる指標に優待利回りがあります。

MINKABUのサイトに掲載されている株主優待利回りランキングの「配当+優待」のところを見ると、一位のオンキヨーホームエンターテイメントは六二五%で、株価の六倍以上の優待利回りがあることが示されています。同様に、二位のタメニーも一八九・八七%と、株価を超える優待利回りが出ています。

少し横道にそれますが、優待利回りについて簡単に考えてみたいと思います。

株価を分母、配当額を分子とし、それをパーセントで表示したのが配当利回りですが、これをそ

のまま優待に当てはめたのが優待利回りです。ただし、分子は「優待額面」になります。したがって、優待額面がないものについては、ゼロと取り扱っているものが多いはず。先ほど見たMINKABUのランキングも、たしかゼロで処理していたと思います。

しかし、優待額面を使って優待利回りを出すことには問題があります。なぜなら、優待の価値が人によって大きく異なるからです。先ほど言ったように、個人投資家から見た場合と機関投資家から見た場合だけでなく、個人投資家の間でも人によってその価値は大きく変わります。

例えば、あるスーパーマーケットで買い物代金の五%割引という優待があったとします。しかし、それが北陸地方のローカルスーパーのチェーン店だったらどうでしょうか。北陸地方に住んでいる人にはかなり価値がありますが、北陸地方に

住んでいない人にとって、その優待の価値はほとんどゼロということになります。つまり、「優待利回り五〇%」と出ていたとしても、その価値は人によって大きく異なる、これがまず一つ目の問題点です。

もう一つは、優待額面自体が当てにならないということです。優待額面は大きいけれども、自社のサービズに使えるだけで、その額面の価値はあまりないということが結構ありますので、この点から面白い指標とは言いがたいと考えます。

では、何か改良方法はあるのか。一つ考えられるのは「流通市場の存在」です。金券ショップ等で株主優待に対して市場価格がつかますので、その市場価格をもとに優待利回りを計算したほうが適切ではないかと思えます。これは、株式市場で株価がつき、それによって企業の価値が算定され、適切に投資が行われるというロジックとよく

似ています。

ただ、一部の非常に有名な株主優待は別として、全ての株主優待に対してきちんと価格がついているわけではありません。しかも、食事券などは大抵、有効期間が半年とか一年という形で区切られており、残りの有効期間に応じて価格が変動するということがありますので、市場価格を見て、そこから優待利回りを計算するのはかなり困難ではないかと思えます。

個人投資家に話を戻すと、これは個人投資家としての私の感想ですが、個人投資家が株主優待を目的に投資するのも結構大変です。優待利回り等、あまり当てにならない指標しかない中で適切な投資先を探し、かつ、小口でたくさん種類の株式を購入する必要があります。さらに、何月に優待が来るといふようなことも管理しなければいけないということ、かなりの手間がかかりま



す。

そんな小口の投資で株主優待が得られるのか疑問に思われるかもしれませんが、二〇万円以下の投資で株主優待が得られるは約八〇〇社、一〇万円以下が約四〇〇社、五万円以下も一〇〇社以上ありましたので、小口の個人投資家でもいろいろな種類の株主優待を得ることは十分に可能かと思えます。この管理等のコストを軽減できる商品や方法があると私個人としてはうれしい限りです。

次に、機関投資家です。

「株主優待はやめてもらいたい」というのが多くの機関投資家の意見ではないかと思えます。東京証券取引所の「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」（二〇一九年）にもそのような意見がありました。

では、なぜ機関投資家は株主優待をやめてほしいのか。想像される理由として、一つ目に、小口

の株主に有利な制度だからということが挙げられると思います。株主優待は、典型的には、一〇〇株で一〇〇〇円分、五〇〇株で二〇〇〇円分の優待がもらえるという形になっており、五倍の株式を持っていても倍しかもらえない、一万株持っても五〇〇株の人と同じということがよくあります。つまり、大口の投資家である機関投資家は、自分たちの取り分が個人投資家に取られてしまっていると感じているのかもしれないということです。

二つ目は、余計な手間がふえるということがあると思えます。二〇一六年にGPIFが公式ツイッターで「株主優待はどうしているのですか？」という質問に対して、「割引券などは換金され運用収益の一部になります。食品・家庭用品などは日本赤十字社や東京都社会福祉協議会を通じて福祉施設などに寄付され社会に役立てられて

います。」と答えています。

機関投資家が株主優待をもらった場合、金券シヨップ等に行つて換金したり、寄付先に送つたりということ、手間がかかります。特にGPIFのように巨大なところではかなりの数の株主優待が来ますので、そのためだけに人を一人余計に雇わなければいけないくらいの仕事量とコストが発生してしまうことが考えられます。

三つ目は、企業経営に対する悪影響です。株主優待によつて小口の株主がふえると機関投資家の立場が弱まる。その結果、企業に対する監視の目が相対的に緩み、企業業績が悪化して株価も下がってしまう、こういった懸念があるのではないかと思います。

次に、企業経営者です。

先ほど見ていただいたように、この三〇年、株主優待の採用数は右肩上がりです。ふえていることか

ら、株主優待にはメリットがあるというのが企業経営者の考え方だろうと思います。

理由としては、まず株主数があります。上場維持基準のために株主数をふやすというのはよく言われることです。そのほか、株主優待を使ったマーケティングや、経営圧力の緩和も挙げられます。これは先ほどの、機関投資家の立場が弱まることで監視の目が緩み、企業経営に悪影響が出るというのと真逆の話で、機関投資家からの圧力を緩和させて自由に企業経営をしたい、こういったことが考えられます。

企業経営者に関しては、一つ研究があります。『経営財務研究』に掲載された安武・永田・松田(二〇一八)で、株主優待の導入目的をアンケート調査しています。

その結果をみると、「個人投資家の獲得、増加」は九一・一%が「あてはまる」と答えてい

て、「全体平均」は五段階評価で四・五です。つまり、ほとんどが五をつけているということですから。ほかに「あてはまる」が多かったのは、「長期保有株主の増加」「株主への利益還元の一環」「インベスターリレーション活動の一環」「広告宣伝効果による企業の認知度向上」「株価の上昇、安定」です。先ほど、想像される理由として株主数の増加とマーケティングを挙げましたが、「広告宣伝効果による企業の認知度向上」は、まさしくマーケティングの一種ではないかと思えます。

他方、マーケティングの別の側面である「自社製品やサービスのPRによる顧客、売上増加」は、五一・五%が「あてはまる」と答えています。三・二%は「あてはまらない」と答えています。また、「現金配当の代替または補充」「CSR、社会貢献活動の一環」は「あてはまらない」のほうが多いという結果でした。

ここまで、個人投資家、機関投資家、企業経営者、三者の株主優待に対する考え方とその理由をまとめてみたわけですが、研究者（経済学者）については、初めに言ったように、研究がまだ少ないため、株主優待が経済全体にとってプラスなのかマイナスなのかを論じる以前の段階、つまり、株主優待が三者にとってどういう影響を与えるのかを知る段階だと考えております。したがって、ここから先は、株主優待が三者に及ぼしている影響について、先行研究の結果から見ていきたいと思えます。

### 三、株主優待に関わる経済学研究の現状

まず、「株主優待制度の導入効果」です。

恐らく『証券アナリストジャーナル』に掲載さ

れた鈴木・砂川（二〇〇八）が、株主優待制度を経済学できちんと研究した最初の論文ではないかと思えます。ここでは、株主優待制度を始めるとアナウンスした前後の違いを検証しています。

結果としては、導入後に個人株主数が増加した、株式の流動性指標が改善し取引が活発になった、株価が上昇した、この三つがメインですが、株主優待を導入したらそういうことが起こるのは当たり前で、検証するまでもないのではないかと思われるかもしれません。しかし、それを初めてきちんと検証したことが非常に重要だと思えます。

この三つの効果は、当然ながら個人投資家にとつてはハッピーであると言えます。そもそも株主優待が大好きという前提がありますが、それに加えて、買った後の取引が活発になる、株価が上昇するということで、個人投資家にとつてあまり

悪いことはないように思います。

では、機関投資家にとつてハッピーかハッピーでないかと言われると、わかりません。株価上昇と流動性向上は機関投資家にとつても歓迎すべきことだと思いますが、株主優待制度を導入したことで企業経営の効率が損なわれ、将来株価が下がってしまうのではないかという懸念があると思えますので、そこはどちらが強いのかわかりません。経営への圧力をはかる指標は幾つかあると思いますが、一つは、機関投資家の持ち株比率が重要な指標ではないかと思っております。

企業経営者にとつてはハッピーです。株価は上がり、株主数はふえるので、悪いことはないと思えます。

企業経営の効率が損なわれるのではないかという機関投資家の懸念について、幾つか論文を紹介いたしますと、まず安武（二〇一二）の博士論文で

は、個人株主数が増加することに加えて、個人株主の持ち株比率は変化しないことを示しています。

個人株主数がふえるのに持ち株比率がふえないのは疑問に思うかもしれませんが、個人株主一人当たりが持っている株数が減っているので、個人株主の機関投資家に対するトータルの持ち株比率に変化は見られないことを示しています。

先ほど、経営への圧力は持ち株比率で見ることができると言いましたが、その持ち株比率に変化なしということは、経営への圧力にも変化はないと考えられます。もしそうであれば、機関投資家にとってはアンハッピーなことがなくなりますので、ハッピーということになります。

これとはまた別に、『The Review of Financial Studies』(RFS)という評価の高い英文のジャーナルに去年掲載決定されたのがKarpoff

Schonlau, Suzuki (110110)です。やはり個人投資家の持ち分の変化を検証していただいて、こちらの研究では上昇しているという結果を得ています。安武(2012)とは少し異なりますが、これはサンプルの期間や検証方法の違いによるものだと思います。

また、この論文では、個人投資家の持ち分が上昇すると経営者への監視が緩んでしまうのかという点も検証していますが、個人投資家の持ち分が上昇しても経営者の堅固さ(エントレンチメント)には変化が見られない、つまり経営への圧力は低下していないということも検証しております。

さらに、株主優待導入による株価上昇の要因についても精緻に検証しておりまして、一つの要因として、企業の資本コストの低下ということが示されています。

ほかにも売上高について検証しております。売上高への影響はないと結論付けておりますが、正確には、株主優待を導入した企業と導入していない企業を比べると、導入した企業のほうが売上高が高いことが観察できるものの、その要因が株主優待であるとは言えないという意味です。この結果は、株主優待のマーケティング効果に少し疑問を投げかけるような結果となっております。

次に、「株主優待と投資」ということで、権利落ち日前後の動きについての研究です。

株主優待の権利落ち日は配当の権利落ち日と同じことが多いのですが、権利落ち日前後の動きを検証したのが望戸・野瀬（二〇一五）です。『証券経済研究』に掲載された論文で、こちらは権利落ち前の株価の動きを見ています。

結果は、六〇営業日前（約三カ月前）から権利落ち日の前日までに投資する、つまり、権利落ち

日の約三カ月前に株を買って権利落ち日の前日に株を売ると、約五%の超過リターンがあるのとこのことです。日々の累積、もしくは最初に買って最後に売る、どちらも約五%の超過リターンが観測でき、単純なリターン（TOPIXを含めたグロスのリターン）は一一・五%です。TOPIXのリターンが約六%ということで、市場が好調な時期のサンプルを使っていることも若干影響している可能性があるかと思いますが、権利落ちの前で株価が異様に上がり、その結果として超過リターンが発生している。逆に、権利落ち後は価格が下落し、負の超過リターンが観測できるということも検証されています。

さらに、この研究は貸借銘柄と非貸借銘柄の違いがあるのかということも見ていまして、非貸借銘柄のほうがより大きなリターンが観測できることを示しています。

「株主優待と投資指標」ということでは、橋本(二〇一九)があります。日本ファイナンス学会での報告論文ですが、この中では、投資指標、すなわち収益性指標(ROA、ROE、ROIC)と成長性指標(売上高伸び率)、いずれも株主優待導入企業で劣るということが示されています。

先ほど紹介したKarpoff, Schonlau, Suzuki(二〇二〇)では、売上高自体は株主優待導入企業で高くなっていると言っていますので、矛盾しているように思いますが、Karpoff, Schonlau, Suzuki(二〇二〇)は二〇〇〇年代、橋本(二〇一九)は二〇一〇年代のサンプルを使っているため、結果の違いが生じているのではないかと思えます。

また、橋本(二〇一九)では、PBR (Price Book-value Ratio) も劣ると言っていますが、これはどう解釈したらよいのかわかりません。プライスが正しく評価されているという前提に立て

ば、Book-value が分母で、株価が分子ですので、株価の評価が低い、つまり、企業経営がよくないからプライスがよくないということになるかと思えます。逆に、プライスが必ずしも正しく評価されていないという前提に立てば、市場の評価が常に低めに評価されていると考えることもできますので、どちらで考えたらよいのかわかりません。

私の論文では「企業経営への影響」をテーマに、ROA、EBITマージンなどの経営指標から企業経営が効率的に行われているかどうかを見ています。

EBITマージンは、売上高が分母、税引き前利益が分子ということで、利益を得る能力の高さをはかる指標と考えることができるかと思えます。当然ながら産業によって大分違いますので、そのあたりの調整は必要になりますが、これを見てもみますと、ROAは確かによくないものの、E

B I T マージンはよい場合もありますので、一概に優待実施企業の効率が劣るとは言えないというのが私の見解です。

また、優待の種別ごとにやってみると、Q U O カードや図書カードといった金券の優待を実施している企業は、R O A と E B I T マージンがよいという結果が出ております。時間と産業を調整しても結果は同じでした。理由はよくわかりませんが、一応説明できそうなものとしてシグナリング仮説があります。金券を優待することで我が社はすぐれているということアピールする、こういったことが経済学理論では考えられますが、これは空論で実態をうまく説明できているとは思えません。この状況をきちんと説明できる仮説の構築が今後の課題のひとつです。

株主優待に関してよく言われることに「株価の下支え効果」があります。それを検証したのが野

瀬・宮川・伊藤（二〇二〇）です。証券経済学会で報告された論文で、ここでは、危機期における株価の変動に、優待を実施している企業と実施していない企業の間の違いはあるのかを検証しています。ちなみに、ここでのいう危機とは、金融危機（リーマンショック）、東日本大震災、そして新型コロナウイルスを対象にしています。

結果は、株価下支え効果は存在する。つまり、株主優待を実施している企業は株価が下がりにくいことを示しています。さらに、優待の人気度合は関係なく、種別が関係していることも見出しています。例えば、自社の製品を優待している企業で下支え効果が見られたとのことでした。

株価下支え効果が、個人投資家、機関投資家、企業経営者、それぞれにどんな含意があるのか考えてみたいと思います。

まず、個人投資家にとっては、大きな損失を避



けられる可能性が出てきます。これはプラスです。ところが、大きな損失を避けられるというところは、大きな利得も同時に避けてしまう可能性があるかもしれません。そして、個人投資家は意外と宝くじのようなものが好きな傾向があるといわれています。もし株主優待の実施で、宝くじのような構造ではなくなってしまう可能性があるならば、個人投資家にとってはプラスだけではないかもしれません。

機関投資家については、企業の意思決定への影響が考えられます。大きく株価が下がらないので、放漫経営がなされてしまうのではないかと懸念です。ただ、大きな損失を避けられるのは機関投資家にとってもメリットですので、プラスかマイナスかはよくわかりません。

企業経営者にとっては、危機における投げ売りを回避できるということが考えられます。自社の

株価が実態以上に不当に低く評価されてしまう状況を避けることができますので、プラス面が大きいのではないかと思います。

先行研究のレビューの最後は、Huang, Rhee, Suzuki, Yasutake (二〇一六)です。未刊行の論文ですが、ここでは優待権利落ち日の株価の下落を確認しています。先ほどの望戸・野瀬(二〇一五)でも同じことが確認されていますが、ギフトカードは下落幅が小さいということを同時に示しているのがこの四人の論文のおもしろいところです。

下落幅は、権利落ちしたものの価値、つまり、株主に渡されたことよって株に帰属する価値から失われた部分です。それが小さいということ、株主に渡った価値が小さいことを意味します。したがって、ギフトカードが割引券や自社のサービス券と比較して下落幅が小さいということ

は、ギフトカードが割引券や自社のサービス券より低く評価されているということになります。ギフトカードはいわゆる金券なので、換金しやすいという意味では流動性が高いわけですが、にもかかわらず低く評価されているのは不思議な現象です。

Huang, Rhee, Suzuki, Yasutake (二〇一六)では下落幅がパーセンテージで示されており、株主優待が株式市場でどのように評価されているのかわかりにくかったので、私のほうでは金額ベースで見えています。こちらは二〇一七年の『証券レビュー』に載っております。

権利落ち日の終値から翌日の始値のところから落ちたか計測し、そこから配当額を引くと、残りの金額が株主優待の価値になります。例えば、権利落ち前後で四〇円下落し、予想配当が一〇円という企業があったら、その差三〇円が株主

優待によって落ちた価値になるわけです。一〇〇株で株主優待が得られるとすると、三〇×一〇〇で三〇〇〇円が株式市場で評価された優待品の価値ということになります。したがって、仮にその企業が額面で五〇〇〇円の優待を行っている場合、額面は五〇〇〇円ですが、株式市場での評価は三〇〇〇円と判断される、このような形で検証しています。

その結果、一〇〇〇円のプリペイドカードは約二〇〇〇円の価値、一〇〇〇円の買い物券は七三〇円の価値となり、Huang, Rhee, Suzuki, Yasutake (二〇一六)と整合的な結果が出ています。そして、この差は無視できないくらい大きく異様な状況と感じております。しかし、この不思議な現象を解き明かすような仮説は現状ありません。

## 四、株主優待に関わる経済学研究 の今後の展望

株主優待に関わる経済学の先行研究をレビューし、そこから得られる含意をお伝えしましたが、最後に私自身の今後の研究の展望についてお話ししたいと思います。

まず、資産価格の形成にどのような影響を与えているのか。これはファイナンス研究のメインテーマで、先ほどの望戸・野瀬（二〇一五）等もこのクエスチョンがモチベーションになっているかと思えます。

しかし、株主優待に固有の事情を織り込んだ理論は、少なくとも私の知っている限りありません。固有の事情とは何か。一つは「投資家間の価値

の違い」ですが、この表現はやや正確ではありません。なぜなら、投資家間の価値の違いについては、現状の理論でも少し考えられているからです。例えば一万円というお金は、お金持ちにとつては大した価値ではありませんが、お金がない人にとつては非常に価値が高いという形で織り込まれているわけです。

ところが、株主優待は、そういった違い以上に価値の落差が激しいといえますか、大きな断絶があるように思います。先ほど言ったとおり、例えば食品優待は、個人投資家がもらうと非常にハッピーですが、機関投資家にとつては、事務手続に手間がかかり、かえってマイナスになっているかもしれないというような事情です。

もう一つの固有の事情は「株主平等原則からの逸脱」です。一〇〇株持っている人は一〇〇株分、五〇〇株持っている人は五〇〇株分、一万株

持っている人は一万株分の権利を持つ、つまり、株数に応じて平等に扱われるというのが株主平等原則ですが、株主優待の典型的な例で、一〇〇株の人は一〇〇〇円分、五〇〇株の人は二〇〇〇円分というように、株式平等原則から逸脱してしまっている。ここが株主優待の非常におもしろいところだと思います。

これらの要素を織り込んだときに、どのように資産価格に影響があるのかということを経済研究し、その結果として、経済全体にとってプラスなのかマイナスなのか見ていきたいと思っております。

もう一つ関心のある事象が、クロス取引と逆日歩です。株主優待のクロス取引は非常によく知られており、株主優待を実質ただで手に入れようというようなことがよく言われていますが、それに伴って起きているのが「優待の悲劇」です。クロ

ス取引では、現物の株を買って信用で売り、ネットでの手持ちの株数をゼロにして優待を獲得する、こういう状況をつくります。そのときに、信用売りのコストが優待でもらえる金額をはるかに超えてしまうということが観察されています。

二〇二〇年の事例では、五〇〇〇円分のハム製品詰め合わせを手に入れるために二万二〇八〇円、六〇〇〇円分のパックご飯には二万四〇〇〇円の信用売りコストがかかっています。これはあらゆる種、異様な状況です。こういう異様な状況を解明するのが研究の醍醐味だと思いますので、どういう要因でこんなことが起きているのか、このあたりも今後解明していきたいと思っております。私の報告は以上です。御清聴ありがとうございます。

○増井理事長　ふだんあまり聞いたことのない株

主優待の細かな現象についてお話しいただき、ありがとうございました。

それでは、これから質疑応答を行いたいと思います。いかがでしょうか。——すぐには出ないようなので、私から質問させていただきたいと思えます。

株主優待のいろいろな効果についてお話がありました。株主優待というのは、配当に比べてどのくらいのコストがかかっているのか。また、そのコストと効果を比べたときにどんなことが言えるのか。

もう一つ、株主優待は日本独自の文化と言われるように、なぜ日本ばかりこういうことが起こっているのか。歴史的な経緯があるのか、あるいは何か別の原因があるのか、そのあたりはどのような理由でお考えでしょうか。

○田代 後の質問からお答えしますと、これは私

のオリジナルではなく、宮川先生が研究の中で述べられていることですが、そもそも贈答文化が根づいていることが、日本で株主優待が多い一つの要因ではないかという意見があります。私もその点については考えたことがあるのですが、エビデンスがあるわけではないので、ちよつとよくわかりません。

最初の御質問の株主優待のコストですが、これは結構微妙な話で、株主優待にかかった費用というのは損金に参入できる場合があります。したがって、損金として扱うのか、あるいは、配当と同じように損金として扱わないのか、どちらに入るかでコストという点で大きな違いがあります。

優待にかかっている金額については、私のほうで幾つか計算したことがありますが、配当と比較すると小さく、高めに見積もっても半分にいかないくらいです。しかも、かなり高そうな株主優待

を行っている企業でもそのくらいの規模です。もちろん、配当がゼロで株主優待しか行っていない企業もあるので、一概には言えませんが、特に大手企業においては、配当と比較して小さいのではないかと思います。ただ、全く無視できるほど小さいというわけでもありません。

○増井理事長 それでは、これで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。田代研究員、どうもありがとうございました。

（たしろ かずとし・日本証券経済研究所研究員）

（本稿は、令和三年五月一三日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

田代一聡氏

略 歴

- 2004年 横浜国立大学経済学部卒業  
2006年 横浜国立大学国際社会科学研究所修士課程修了  
2012年 横浜国立大学国際社会科学研究所博士課程修了、博士（経済）  
2013年 横浜国立大学成長戦略センター研究員  
2015年 日本証券経済研究所研究員、現在に至る

最近の論文

田代一聡（2018）「機関投資家の運用方針決定要因に関する考察：均衡アプローチ」  
『証券経済研究』101号、3-12ページ

田代一聡（2020）「状態選好アプローチの企業の投資判断への応用：資本コストの  
代替手法」『証券経済研究』109号、1-12ページ