

株主優待と投資判断：日米比較実験

Shareholder Perks and Investment Decision in Japan and the United States:
An Experiment

安武 妙子^{*} 渡部 幹^{**} 樽井 礼^{***}

Taeko YASUTAKE, Motoki WATABE, and Nori TARUI

概要

日本の株式市場では株主優待（自社製品の提供や割引、株主特典など、モノやサービスによる株主還元）を行う企業が多いものの、欧米では同様の非現金による株主還元はあまり一般的ではない。本研究での仮想投資実験においては、日米ともに株主優待が投資判断の際重要な役割を果たすことが明らかになった。但し、株主優待への選好度は日本の方が高く、各市場や投資家の文化的背景なども影響を及ぼす可能性があることが示唆された。また、換金性の高いギフトカードの優待と、モノやサービスと言った優待では、投資判断に与える影響に大きな差異は観察されなかった。このことは投資家が必ずしも現金、または現金に近いもののみを株式リターンの一部として認識しているわけではなく、モノやサービスといった株主優待ならではのリターンも現金と同様に評価している可能性も示唆する。

1. はじめに

株式投資におけるリターンは配当所得（インカムゲイン）と株式の購入価格と売却価格の差（株式譲渡益（損）、キャピタルゲイン（ロス））の合計であるが、配当は国内外を問わず現金による配当が一般的である。しかし日本では株主優待と呼ばれる自社製品の提供や割引、株主特典など、モノやサービスによる株主還元を行う企業が多くある。大和インベスターリレーションズ（2016）によると、2016年9月末時点での株主優待実施企業数は1,307社にのぼり、上場企業に占める優待実施企業の割合は35.5%と過去最高に達している。

企業が株主優待を実施する目的は、個人投資家に対する認知度の向上、株主数の増加、インベ

* 創価大学経済学部

** School of Business, Monash University Malaysia, Malaysia.

*** Department of Economics, University of Hawai'i at Manoa, USA.

謝辞

本研究は石井記念証券研究振興財団による助成を受けたものです。また日本における仮想投資実験では早稲田大学政治経済学部 清水和巳教授のご協力を頂きました。この場をお借りして御礼申し上げます。

ストーリーレーション活動の一環、などが考えられる。日本ではメディアや証券会社等が提供する株式投資情報では株価や業績に加え株主優待の有無は必ずと言って良いほど記載されており、各種の人気株主優待ランキングなども発表されている。Karpoff, Schonlau, and Suzuki (2016) によると、株主優待を導入した日本企業においては株主数の増加が認められていることから、日本では株主優待は投資家にとって重要な要素であり、企業にとっても株主獲得の上で一定の役割を果たしていることが考えられる。

更に、Huang, Rhee, Suzuki, and Yasutake (2016) ではこの株主優待の権利確定日の前後で株価が下落することが明らかになっており、日本市場において、モノやサービスといった非現金による株主還元が株価に反映されていることが示唆されている。

日本ではこのように広く実施され、投資家にも認知されている株主優待だが、海外ではイギリス、オーストラリアの一部の企業で実施されているものの、アメリカではその数は10社にも満たない¹。2013年11月22日付けのフィナンシャルタイムズ紙によると、イギリスでは1990年代までは多くの企業が株主優待を実施していたが、2000年代に入って実施企業数は減少してきている。これは、海外では株主優待といった非現金による株主還元は現金配当のような株式投資のリターンと比べ投資家にとって魅力がなく、日本の投資家のみが非現金による還元も投資リターンの一部と認識していることを示唆するのであろうか。あるいは、制度上の変遷等から海外では株主優待は現在あまり行われていないものの、非現金による還元自体は日本以外の投資家にとっても本来リターンの一部として認識される可能性はあるのであろうか。更に、投資家による現金（配当）と非現金（株主優待）による株主還元への選好度の違いには、国（市場）や文化間で違いがあるのであろうか。

また、優待には様々なタイプがあり、例えば図書券やQuoカードなど金券タイプの株主優待はより現金配当に近い価値があると考えられることに対し、企業の自社製品や関連施設利用券などは個人間でその価値認識の程度に大きく違いがあると考えられる。アメリカでは納税者が寄付をすることによる節税効果を過小評価したり、売上税に関わる価格表示のしかた（税込みの総額表示がされるか否か）に依存して消費行動が変わることなどが報告されている（Goldin and Listokin 2012, Chetty, Looney, and Kroft 2009）。このことは一般に換金計算が伴う経済決定に関する価格シグナルが、消費者には完全に伝わらない可能性があることを示唆する。優待内容を換金性、嗜好性などの視点からいくつかのタイプに分けることで、株主優待が投資判断に与える影響に違いが出ることも予想される。更に、その優待内容ごとの価値、選好度にも、国や文化間で違いがある可能性がある。

本研究の目的は、株主優待は投資行動に影響を与えるのか、つまり投資家はモノやサービスと言った非現金による株主還元も株式投資のリターンとして認識しているのか、更に、非現金による還元が投資判断に与える影響の程度は国（市場）や文化によって異なるのか、という仮説に

1 イギリスの証券会社 Hargreaves Lansdown 社のホームページによると、2016年12月時点で49社が株主優待を実施している。

対し、仮想的な投資決定という経済実験を日米で行うことによって検証することである。具体的には、被験者に仮想の投資資金を与え、同一企業が発行し、同額の配当予想の株式について、優待有りの株式 A と優待無しの株式 B のへの投資金額を決定してもらうという実験を日米で行い、その結果を比較、検証した。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では本研究における仮説を提示し、第3章ではその検証のための実験デザインについて詳述する。第4章では日米における経済実験の実施の詳細とともに実験結果を報告し、仮説を検証する。第5章は本稿のまとめである。

2. 仮説

本研究では、第一の仮説として「株主優待の有無が投資判断に影響を与える」、を立て、またその程度において国内外の投資家間で差があるのかどうかについて、第二の仮説「株主優待が投資行動に与える影響は日米で異なる」を立てる。更に、第三の仮説「株主優待の内容によって株主優待が投資行動に与える影響は異なる」を立てる。

3. 実験デザインおよび手続き

上記の仮説を検証するために、経済実験において被験者に仮想資金と株主優待を含む株式情報を与え投資決定をしてもらう。実験では被験者1人につき1台のパソコンを用意し、オンライン調査の形で説明、質問を提示し、質問への回答を入力してもらう。

本章ではまずこの実験における被験者への説明を詳述する。実験の冒頭では、被験者に対し、手元に100万円（アメリカの場合は1万ドル）の投資資金があると仮定し、それを使って仮想企業の株式を購入し、残りは利子のつかない現金という形で長期（1年以上）に渡って保有するという決定をしてもらうと説明する。ここで、株式を購入した場合、被験者は配当や株主優待といった株主還元を中間と年度末の2回受け取ることができるとし、「配当とは企業が事業を通じて得られた利益を株主に対して分配する現金」、「株主優待とは企業が株主に対して分配する現金以外の物品やサービスの総称」との説明を加える。

その後続く各質問ページでは、仮想企業の業種、会社概要、2015年5月末（アメリカの実験では11月末）現在の株価（前日終値）、出来高、売買代金、配当込み収益率（過去1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月）、株価チャート、時価総額、株価収益率（PER）等参考指標、更に総資産、自己資本利益率（ROE）と言った財務状況などの一般的な株式情報と、同じ企業の株式 A、株式 B という2タイプの株式に関する情報が提示される。株式 A と株式 B の違いは株主還元政策（現金配当及び株主優待）のみで、全部で9業種10社の情報があり、配当と株主優待に関するパターン（一定の優待内容と、異なる配当額）は3つ用意する。

日米それぞれの被験者に与えられる株式情報と配当情報については、各国で株価や業績、また配当にも違いがあることから日米各市場での2015年（日本は5月、米国は11月または12月）の業種別平均（日本取引所ホームページ、米国モーニングスター社のウェブサイト参考）を対応す

る業種ごとに用いた。優待についても、日本では実際に優待を行っている企業のうち各業種から代表的な企業の情報を参考に優待内容と一株あたりに換算した現金相当額を示した。米国の場合は日本の優待内容をそのまま用いると、配当と優待の現金相当額との関係（比率）が異なることから、優待のタイプ（クオカードのような金券や自社製品詰め合わせ、など）はそのままに、その現金相当額が現金配当の何割（何倍）にあたるかを計算し、アメリカでも同様の割合になるよう調整した（内容や配当額によっては日米の配当と優待の現金相当額の割合は多少異なる）。

被験者には、「各質問ページで与えられる情報を元に、100万円（1万ドル）のうちいくらを株式の購入に充てるかを考え、1から100（万円）（1から10,000（ドル））の数字で答えを入力して下さい」と指示し、各企業の株式Aへの投資額を決定してもらう。更に、別の100万円（1万ドル）があるとし、そのうちいくらを株式Bへの投資に充てるか決定してもらう。ここで、(1) 各ページでの情報と質問はそれぞれ独立であり、各ページ内での情報のみを利用して投資決定をすること、(2) 配当、株主優待は将来変動する可能性（リスク）があるが、同じ企業の株式A、株式Bにおける将来の株価、配当、株主優待に関するリスクは同一である、との2点を追記する。最後に被験者の性別、年齢層など被験者の属性に関する質問に回答してもらい実験は終了となる。

被験者が主に大学生で株式投資に関する知識が無いもしくは乏しいことも考えられるため、株式投資に関する用語の説明書を手元に用意しておき、必要に応じて参考にしてもらった。

次に仮説検証のためのデザインであるが、第一の仮説である「株主優待の有無が投資判断に影響を与える」（対立仮説）を検証するため、優待有りの株式Aと優待無しの株式Bそれぞれの投資額の間に統計的に有意な差があるかどうかについて検定する。株式Aと株式Bは同一企業が発行する株式であるため株価や業績といった情報は同じであり、配当も同額である。そのため株式Aと株式Bへの投資額の差は株主優待によるものとし、その差の有意性を検定する。実験では代表的な9業種10社の株式A、株式Bについて投資額を決定してもらったが、本稿では次に述べる優待内容の差と投資額の差について検証するために、第一の仮説の検証も4業種に絞って結果を報告する。

更に、第二の仮説である「株主優待が投資行動に与える影響は日米で異なる」かどうか、つまり非現金による株主還元に対する選好度に地理的、文化的な要因も含まれるか、について、株式Aと株式Bへの投資額の差について日米のサンプル間に統計的に有意な差があるかどうかを検定する。

第三の仮説である、「株主優待の内容によって株主優待が投資行動に与える影響は異なる」については、4業種4社それぞれについて異なる優待の内容とすることで検証する。4社それぞれの優待内容については、日本において株式優待が行われている代表的な業種と優待内容の組み合わせを提示した（例えば消費財を製造、販売する企業の優待は製品詰め合わせ、建設業の優待はクオカード、等）。表1は4社それぞれの株式A、株式Bの配当額と優待内容をまとめたものである。

表 1.4 社の業種と配当、優待内容

	日本		米国	
	株式A	株式B	Type A	Type B
1. 建設				
一株当り配当	¥4	¥4	\$0.35	\$0.35
株主優待	100株ごとに1,000円のクオカードと建物 本体価格割引 (1株当り ¥10ほか)	なし	One \$10 gift card per 10 shares (\$1 value per share)	None
2. 化学（製造）				
一株当り配当	¥4	¥4	\$0.35	\$0.35
株主優待	1,000株ごとに3,000円相当の自社製品 (洗剤、シャンプー、歯磨き等) (1株当り ¥3)	なし	One gift box of the company's personal care products (worth \$30) per 10 shares (\$3 value per share)	None
3. 空輸				
一株当り配当	¥5	¥5	\$0.22	\$0.22
株主優待	1,000株ごとに航空券50%割引券1枚 (1株当り 最大¥25)	なし	One discount coupon (50% off one-way domestic airfare) per 100 shares (about \$1 value per share)	None
4. 銀行				
一株当り配当	¥2	¥2	\$0.84	\$0.84
株主優待	100株ごとに1,000円相当のギフトまたは 同額の寄付及び定期預金金利優遇 (1株当り ¥10ほか)	なし	\$10 value gift or \$10 donation to a charity organization per 10 shares and additional interest on time deposit (\$1 value per share)	None

実験では上記の設定をケース①とし、ケース②では株式 B の配当額を株式 A の優待の現金相当分だけ上乗せした金額に、ケース③では株式 B の配当額を株式 A の優待の現金相当分の半額だけ上乗せした金額に変え、現金と非現金還元間の選好度についての検証を試みた。先述した通り、本稿ではケース①のみについて報告し、ケース②、③については今後更に詳細な検証を重ねた上で別の論文としてまとめる予定である。

4. 結果と分析

本研究では、まず早稲田大学において被験者を募集し、2015年12月3、4、7日の3日間に行われた経済実験について101名の被験者の参加があった。また米国ハワイ大学マノア校にて被験者を募集し、2016年3月19、29、30、31日と4月の9、12日の6日間にかけて行われた経済実験については91名の参加があった。両会場とも経済実験や社会実験で使用されるPCを備えた集団実験室を利用した。被験者には謝金として日本では1,000円、米国では10ドルが実験終了後に支払われた。尚本実験を行うにあたり、創価大学「人を対象とする研究倫理委員会」による承認（承認番号27053、2015年9月）とハワイ大学 Institutional Review Board による Human Subjects Research に関する Exempt 承認（2016年3月）を得ている。

表2は日米における実験での被験者の属性についてまとめたものである。日本では男性の被験者が約7割、米国では女性の被験者がほぼ6割と男女比に有意な差があるが、これは早稲田大学学生の男性学生比率が約6割（2015年時点）であることと、ハワイ大学マノア校では学生の女性

比率が5.5割（2012年時点）であることによるかも知れない。年齢は20歳未満では日本が、25歳以上では米国の方が割合が高いが、最も多いのはどちらも20歳-24歳であり有意な差は無い。専攻に関しては専攻ごとには日米で差がみられるが、全体としてはどちらも全ての専攻から被験者の参加があったと言える。今回の実験の被験者は大学生であったため、株式投資の経験は日米共に15%前後であったが、株式投資への興味（「興味があり現在株式投資を行っている」と「興味があり将来は株式投資を行いたい」の合計）は日本で7割、米国で8割であった。株主優待を知っているかという問については「知っている」と答えた被験者は日本では9.5割に対しアメリカでは3割未満であった。日本では株主優待が投資経験の少ない学生の間でも十分認識されていることが伺える。一方で米国ではほとんどの企業が株主優待を行っていないが、3割近くの被験者が知っていること答えた。実験の冒頭で株主優待の説明があり、手元の用語集にも説明があるのでそれをもって「知っている」と答えた可能性も考えられる。全体として、各項目では日米間に有意な差もあるものの、男女、学生中の各年齢層、異なる専攻を網羅した被験者サンプルとなっていると考えられる。

表2. 日米各サンプルの属性

属性	日本 (N=101)		米国 (N=91)		差の検定 (t 値)
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
性別 (男性割合)	0.693	0.485	0.389	0.49_	-4.31***
年齢					
20 歳未満	0.356	0.481	0.066	0.25_	-5.16***
20 歳 -24 歳	0.604	0.492	0.582	0.496	-0.3
25歳以上	0.04_	0.196	0.341	0.477	5.83***
専攻					
法律	0.198	0.4	0.022	0.147	-3.96***
理工学	0.119	0.325	0.319	0.469	3.46***
経済・経営	0.307	0.464	0.187	0.392	-1.93*
人文・社会	0.257	0.439	0.209	0.409	-0.79
その他	0.119	0.325	0.264	0.443	2.6**
株式投資経験	0.14_	0.349	0.169	0.376	0.54
株式投資への興味	0.733	0.445	0.802	0.401	1.13
株主優待を知っている	0.941	0.238	0.286	0.454	-12.69***

注) *, **, *** はそれぞれ10%, 5%, 1% 水準で有意であることを示す。

表3は第一の仮説である株主優待が投資判断に与える影響についての実験結果である。表3Aは日米それぞれの被験者の4業種平均の株式A（優待有り）と株式B（優待無し）への投資額の割合（%）と、株式Aと株式Bへの投資割合の差（A-B）、更にその検定値（対応のあるt検定）を表す。日米ともに優待有りの株式Aへの投資額の方が優待無しの株式Bへの投資額より有意に高い。アメリカでは株主優待は実際にはほとんど行われていないが、優待があった場合にはそれ

が投資行動に影響を与える可能性が示唆された。非現金であってもモノやサービスによる株主還元は株主にとってはリターンの一部として認識されるようである。

表 3. 株主優待の有無と投資判断

3A. 株式 A（優待有り）と株式 B（優待無し）への投資額の差 (A-B)（投資資金 100 万円または 1 万ドルのうちの株式 A または株式 B への投資額の割合 (%)）。以下同様

	株式A	株式B	(A-B)	差の検定
日本、全業種 (N=402)	40.74 (30.66)	19.40 (24.81)	21.34 (27.19)	15.74***
米国、全業種 (N=347)	41.93 (33.16)	30.89 (29.81)	11.05 (24.80)	8.3***

3B. 株式 A と株式 B への投資額の差 (A-B) の日米比較

	日本	米国	日米差	差の検定
株式AとBへの投資額の差 全業種	21.34 (27.19)	11.05 (24.80)	-10.30 (26.11)	-5.38***

表 3B は第二の仮説の検証のための株式 A と株式 B への投資額の差 (A-B) の日米比較の結果（対応のない t 検定）である。日米ともに株主優待有りの株式 A への投資額の割合は高いが、その程度は日本の方が大きい。これは、日本の投資家が非現金であっても株主優待を株式投資のリターンとして認識し、投資行動により大きな影響を与えることを示唆する。日本の投資家には非現金による株主還元も現金配当と同様に認識されるため日本では多くの企業によって株主優待が実施されており、米国では非現金還元への選好度が低いから株主優待があまり行われていないのか、その因果関係は本実験の結果からはわからない。また、今回の結果の理由の一つは日本では既に株主優待が広く実施され、投資家による認知度も高いことが影響していることも考えられる。米国では株主優待が実施されておらず投資家間での認知度が低いために株主優待の投資行動に与える影響が日本より小さいのかも知れない。しかしながら、もし今後米国で株主優待を実施する企業が増加すれば、米国でも日本と同様に株主優待を投資判断の基準のひとつとして考える投資家も増えていくことも十分に考えられる。

表 4 は第三の仮説である株主優待の内容の差が投資判断へ異なる影響を与えるかどうかを検証するものである。表 4A は日米それぞれの各業種と優待内容の組み合わせごとの株式 A と株式 B への投資額の差 (A-B) を表す。更に表 4B は業種 + 内容の組み合わせによる投資判断への影響の差が日米で異なるかどうかを検証するために行った分散分析の結果である。日米、また業種間で優待有無が投資判断に与える影響は異なるが、「日米 * 業種」の交差項に関する F 値は有意でないことから、日米共に優待内容によって投資行動に違いがあることを示唆している。表 4A によると日米ともに空輸業（エアライン）での航空券の割引優待のある株式 A への投資額が優待無しの株式 B への投資額より多くなっており、その差の値は他業種より大きい。また、建設業の優待であるクオカードのようなギフトカードは換金性が高く、ほぼ現金同様に利用できるものの、

化学製造業による自社製品詰め合わせのような優待と比べて投資額が大きく増加することはなかった。銀行に関してはギフトや寄付の選択肢があり、かつ現金と同様の預金への利子優遇があるにも関わらず株式 A と株式 B への投資額の差は日米共に最も小さかった。株主優待は配当と違い非現金であるため、その内容によっては投資家はその価値をどう認識するかに大きな違いがあり、やはり投資行動に与える影響も異なることが明らかになった。

表 4. 業種、優待内容と投資判断

4A. 業種、優待内容ごとの株式 A（優待有り）と株式 B（優待無し）への投資額の差 (A-B)

	建設+クオカード	化学+自社製品	空輸+割引	銀行+選択性ギフト
日本	21.39 (27.28)	20.14 (24.04)	27.56 (30.86)	16.23 (25.23)
米国	10.04 (23.85)	10.96 (24.28)	15.39 (26.99)	7.83 (23.78)

4B. 分散分析

変動要因	自由度	F 値	Pr > F
日米	1	29.15	< .0001
業種	3	4.22	0.006
日米*業種	3	0.22	0.884
誤差	741		

5. まとめ

本稿では日米で行った株主優待が投資行動に与える影響を検証する仮想投資実験における主な結果について報告した。まず、日米共に全ての業種において、株式 A（優待有り）への投資金額が株式 B（優待無し）への投資金額より多かった。この結果は、被験者が非現金による株主還元にも価値を認め、それをリターンの一部として認識する可能性を示唆する。更に、株式 A と株式 B への投資額の差は日本（21.34%）の方がアメリカ（11.05%）より高く、その選好度には市場間で差があることが示唆された。

更に、クオカードのような金券タイプの株主優待の場合と、換金性が低い優待タイプ（自社製品詰め合わせ）の場合では株式への投資金額に差があるかという仮説を検証するために、先の株式 A と株式 B への投資金額の差について、業種+優待内容の組み合わせごとに比較した。結果として、必ずしも換金性の高い（より現金に近く、流動的である）優待の場合に投資金額が多いとは限らないことがわかった。これは Huang et al. (2016) においてクオカードのような換金性の高い優待の場合、その価値はより小さく認識され、権利確定日後の株価の下落が小さいと報告されていることとも整合的であるかも知れない。

日本では 35% 以上の上場企業が株主優待を実施しており、日本における実験での被験者の大学生にもその認知度は 95% 以上であった。これまで Karpoff et al. (2016) や Huang et al. (2016) が

検証しているように、株主優待の導入は個人株主数の増加に繋がり、日本市場では株価にも影響を与えていることがわかっている。本研究では株主優待が広く実施されていない米国においても、もし株主優待が導入されれば投資家の行動にも影響を及ぼす可能性が示唆された。

株主優待は日米共に投資判断に影響を及ぼす可能性があるが、その程度は市場（国）や文化によって異なるのかも知れない。日本において株主優待の実施企業が増加する一方で、米国や英国、オーストラリアでは縮小方向にあるのは投資家が非現金での還元に対して（現金と比較し）魅力を感じないからかも知れない。また投資には不確実性が伴うため、各人のリスク選好度や文化的な側面も関連があるかも知れない。本実験では被験者の性別、専攻に加え、「信頼」「用心」の程度に関するアンケートも行っているため、これらの属性が優待と投資判断の関係に及ぼす影響についても今後更に検証を行う予定である。

参考文献

- Chetty, R., Looney, A. and Kroft, K., 2009. Salience and taxation: Theory and evidence. *The American economic review*, 99(4), pp.1145-1177.
- Goldin, J. and Listokin, Y., 2012. Tax expenditure salience. In *7th annual conference on empirical legal studies paper*.
- Karpoff, J. M., Schonlau R. J., and Suzuki, K., 2016. Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value. *Social Science Research Network*.
- Huang, V., Rhee, G., Suzuki, K., and Yasutake, T., 2016. Valuation of Shareholder Perks in Japan. *Social Science Research Network*.
- Warwick-Ching, L., November 22, 2013. Do shareholder perks add up for investors? *Financial Times*
- 『株主優待ガイド 2017年版』（2016）大和インベスターリレーションズ
- Hargreaves Lansdown 社 ホームページ 株主優待一覧 <http://www.hl.co.uk/shares/shareholder-perks>（閲覧日：2016年12月4日）
- 日本取引所グループ ホームページ 統計情報 <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/index.html>（閲覧日：2016年10月1日ほか）
- モーニングスター ホームページ 株式情報 <http://www.morningstar.com/stocks.html>（閲覧日：2016年11月1日ほか）