

2023年1月18日 全7頁

# 近年の株主優待の実施動向と、廃止による株価下押し圧力の推計

公平な利益還元のため廃止する企業が多いが、廃止公表で株価は下落

金融調査部 研究員 瀬戸佑基  
研究員 森 駿介

## [要約]

- 2022年9月時点で、日本では全上場企業の約4割に当たる1,463社が株主優待を実施している。優待実施企業数は過去20年以上にわたっておおむね増加基調にあったが、2019年をピークに頭打ちとなった。
- 足元では株主優待の新設企業数を廃止企業数が上回っている。近年の廃止理由を確認すると、「公平な利益還元のため」が占める割合が増加傾向にある。優待は機関投資家や外国人株主にとってメリットが薄い、などといった課題を抱えているとの指摘もあり、株主の平等性の観点から廃止する企業が存在するようだ。
- 株主優待廃止時の株価パフォーマンスを分析したところ、優待廃止公表翌日のリターンは、優待廃止公表がなかったと仮定した場合のリターンに比べて、平均的に5~6%pt程度低下するとの推計結果が得られた。また、この分析からは、優待廃止と同時に増配を公表した企業ではリターンの低下幅は小さくなる可能性も示唆された。

## 1. 近年の株主優待の実施動向

2022年9月時点で、日本では1,463社が株主優待を実施している<sup>1</sup>。全上場企業の約4割に当たり、事実上の株主還元策の一環として優待が根強い人気を保っていることが示唆される。

他方、配当と異なり機関投資家や外国人株主にとってメリットの薄い株主優待は、株主の平等性確保の観点から批判を受けることもある。本稿では、この優待について、足元の実施動向や廃止理由などを分析する。また、足元で増加する「公平な利益還元」を目的とした優待廃止が株価にもたらす短期的な影響について、推計も行っている。優待廃止企業が増加する中で、優待廃止やそれに伴う増配が株価に与える影響を把握することは、投資家・企業双方にとって重要だろう。

<sup>1</sup> 大和証券グループのIRコンサルティング会社である大和インベスター・リレーションズ調べ。なお、以下の分析においても、大和インベスター・リレーションズより提供を受けたデータを用いている。

## 株主優待の概要

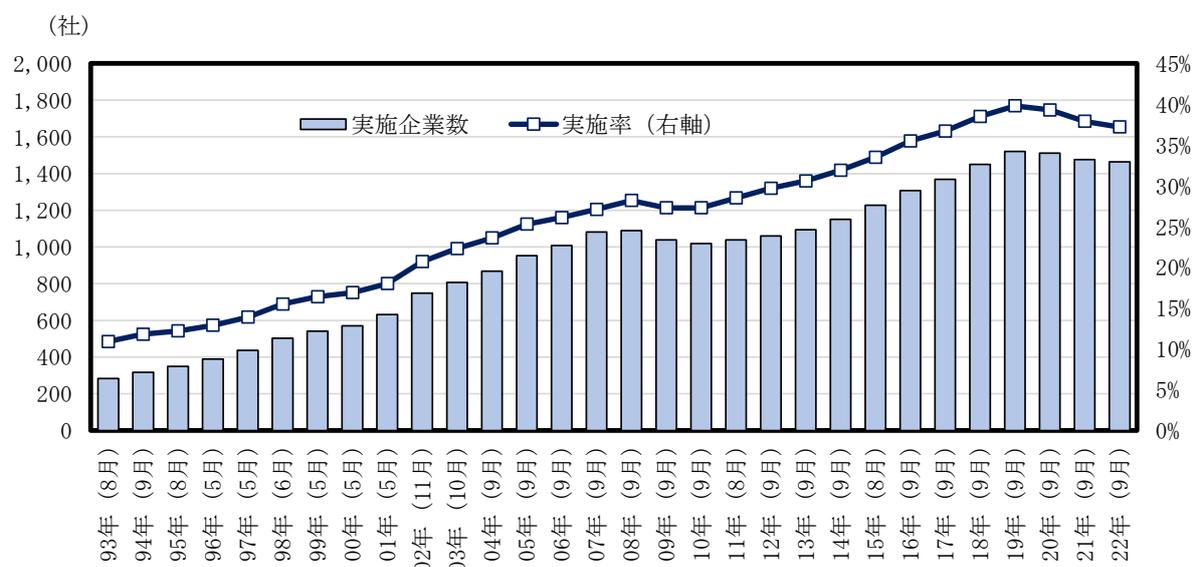
株主優待とは、一定数以上の株式を保有する株主に対して株式会社が提供する様々な優待を指す。優待品として自社商品・自社のサービス券を提供する企業のほか、自社の事業とは直接的な関係のない金券・カタログギフトなどを提供する企業、また「優待額相当分を寄付する」という選択肢を用意する企業もある。優待品の準備・発送等の負担はかかるものの、長期保有個人株主の増加、自社商品の広告宣伝効果などを期待して優待を実施するケースが多いようだ<sup>2</sup>。

各証券会社やそのグループ企業も、株主優待の内容や最低投資金額などから企業を検索するポータルサイトを提供するなど、優待は個人投資家にとって投資先選定の重要な要因の一つとなっている。

## 株主優待実施企業数：過去 20 年以上増加基調にあったが、2019 年で頭打ちに

株主優待について、1993 年以降の実施企業数と全上場企業に占める実施率の推移を示したものが**図表 1**だ（各年の調査月は（）内に示している）。

**図表 1 株主優待実施企業数と実施率の推移**



(注 1) 実施率＝株主優待実施企業÷全上場企業×100

ただし、実施企業数・上場企業数には REIT を含むが、外国株式、ETF、新株予約権、TOKYO PRO Market 上場企業等は含まない。

(注 2) 2018 年までは大和インベスター・リレーションズが発行する株主優待ガイド（冊子版）、2019 年以降は同（WEB 版）における掲載社数を指す。なお、（）内は各年の調査月。「21 年（9 月）」であれば、2020 年 10 月から 2021 年 9 月までの間に優待を廃止した企業のデータが取得されていることになる。

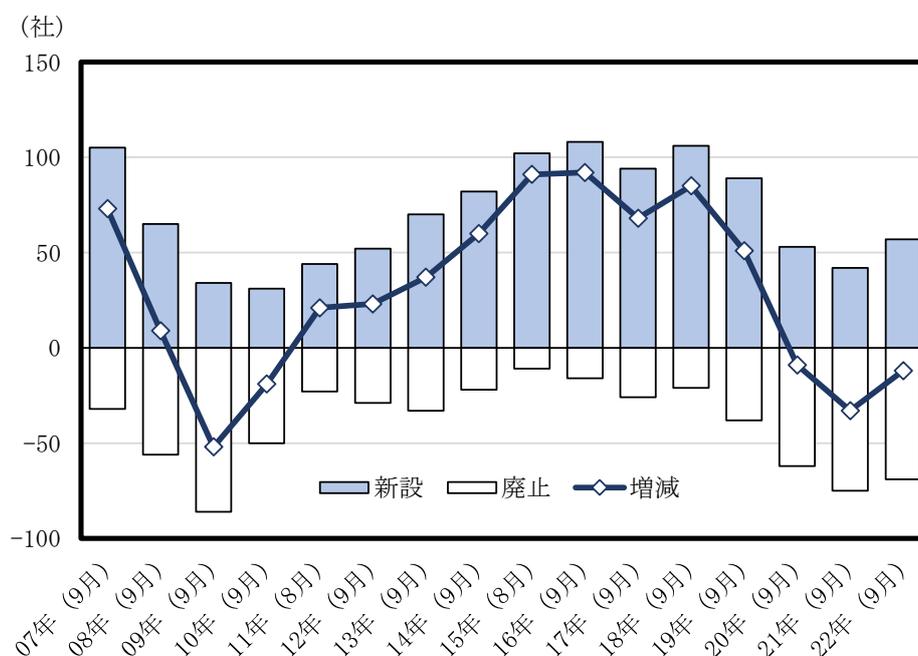
(出所) 大和インベスター・リレーションズ提供資料より大和総研作成

<sup>2</sup> 安武・永田・松田（2018）では、株主優待実施企業に対しその実施目的を尋ねたところ、「個人投資家の獲得、増加」、「長期保有株主の増加」という選択肢の平均スコアが高かったとの結果をまとめている。なお優待品として自社製品を提供する企業に限ると、上記 2 つに次いで「自社製品やサービスの PR による顧客、売上の増加」という選択肢の平均スコアが高かった。

株主優待実施企業数は、リーマン・ショック後（2009～2010年）を除きおおむね増加基調にあった。実施率で見ると、1990年代には10%台であったが、2019年には40%近くに達している。しかし足元では、急減しているわけではないものの、2019年をピークに頭打ちとなっている。

特に2007年以降について、実施企業数増減の内訳を見たものが**図表2**だ。リーマン・ショック後は経営不振などの影響とみられる新設企業数の減少、廃止企業数の増加により、全体として株主優待実施企業数は減少したが、2010年代半ばにかけて新設する企業が増加した。他方で2020年以降は、一方的な増加・減少の動きは見られないものの、相対的には廃止企業が多くなっている。コロナショックにおける経営状態の悪化が廃止要因の一つとして考えられるが、後述する優待廃止理由を考慮すると、株主間の平等をより重視する風潮の高まりによる影響も大きいと考えられる。

**図表2 株主優待実施企業数の増減**



(注) ( )内は各年の調査月。

(出所) 大和インベスター・リレーションズ提供資料より大和総研作成

### 株主の平等性を重視する風潮や市場再編を受けて企業の株主優待実施動向に変化？

足元の4年間における、株主優待新設企業数の減少や廃止企業数の増加の理由として、コーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」）の導入や、株主間の平等性をより重視する風潮の高まりが関連している可能性が挙げられる。もともと会社法109条1項<sup>3</sup>において「株主平等の原則」が規定されている上に、2015年から適用が開始されたCGコードでも、基本原則1

<sup>3</sup> 会社法109条1項では「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない」とされている（株主平等の原則）。

に「上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべき」<sup>4</sup>と明記された。この株主間の「平等」性について、優待は会社法上、現在幅広く行われているように、内容が軽微なものであれば許容されるなど、一定の範囲でこれを認めるとする見解が有力ではあるものの、いくつかの面で課題を抱えているとの指摘もある。

まず、機関投資家や外国人株主など、株主優待のメリットの享受が難しい株主が存在することが挙げられる。優待は実質的な株主還元の一形態とみなし得ることを考えると、優待のメリットを享受できない株主が存在する場合、株主の実質的な平等性が損なわれているとの見方がある。

また、株主優待を受ける権利が厳密に持株数に比例しているわけではない点も、平等性に反するとの見方がある<sup>5</sup>。例えば、一定数未満の株式しか保有していない株主は、優待を受けられないことが多い一方で、ある水準以上の株式を保有する株主であれば、その多寡によらず一定の優待内容となることも多い。すなわち、一般的には「優待の権利を得ることができる程度の株式を保有する小口株主」が最も恩恵を受けやすいというのが現状である。この平等性の確保という観点から、企業の優待廃止のインセンティブは高まったと考えられる。

なお、2022年4月に行われた東京証券取引所の市場再編については、株主優待の実施動向に相反する2つの影響を与えている可能性がある。優待の廃止を加速させ得る要因としては、上場基準における株主数要件が変更されたことが挙げられる。プライム市場における上場維持基準株主数（800人以上）が、従来の東京証券取引所（東証）市場第一部から第二部への指定替え基準（2,000人以上）を大幅に下回ったことで、企業の個人株主確保のインセンティブが低下した可能性があるためだ。一方で、流通株式数の定義変更<sup>6</sup>により、個人株主確保のインセンティブが高まった可能性もあり、優待の動向を取り巻く外部環境は複雑になっている。

### 株主優待の廃止理由：「公平な利益還元のため」が足元で急増

各企業が実際にどのような理由で株主優待を廃止しているのかを確認するため、廃止理由の推移をまとめた（**図表 3**）。上場廃止による優待の廃止を除くと、過去4年間（2019～2022年）は「公平な利益還元のため」が「経営不振のため」を上回っており、「公平な利益還元のため」が占める割合は増加し続けている。優待廃止のための無難な「言い訳」として「公平な利益還元のため」が挙げられている可能性には注意が必要であるが、特に2022年9月調査では廃止の半数以上がこの理由で占められるなど、株主間の平等性の確保は重要な課題になっていることが分かる。

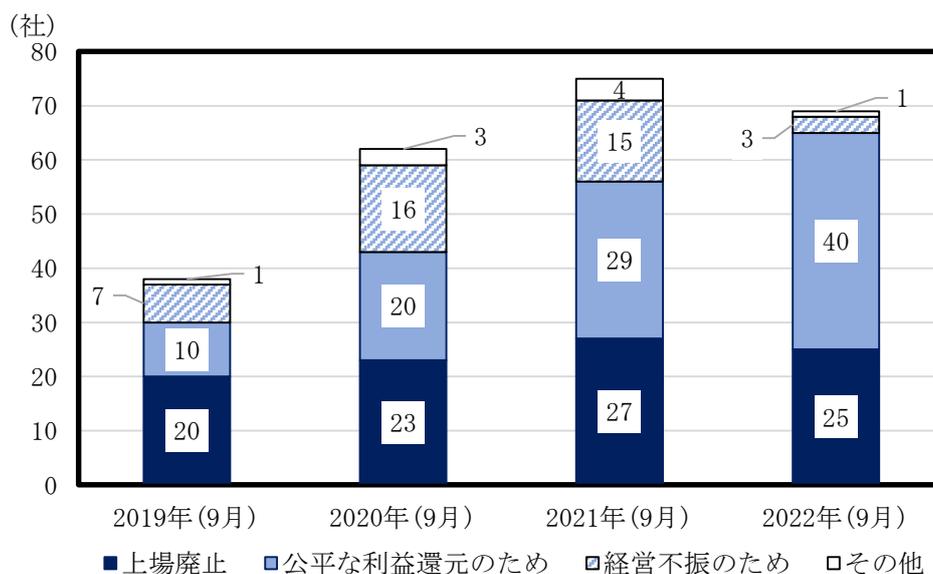
<sup>4</sup> 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード（2021年6月版）」

なお本リンク先に掲載されているのは最新のCGコードであるが、引用部分は2015年6月版（初版）の時点ですでに記載があった内容となっている。

<sup>5</sup> この点、配当については、会社法109条1項の株主平等の原則に加えて、会社法454条3項において、株主の有する株式の数に応じて配当財産を割り当てなければならないことが定められている。

<sup>6</sup> 普通銀行や事業法人等が保有している株式について、従来は保有比率が10%未満であれば流通株式数に含まれていたが、定義変更により保有比率に関わらず流通株式数から除外されることになった。

図表3 理由別株主優待廃止社数の推移



(注) ( )内は各年の調査月。

(出所) 大和インベスター・リレーションズ提供資料より大和総研作成

## 2. 株主優待廃止による株価下押し効果の推計

### 推計方法

株主優待は株主還元策の一つであるため、優待の廃止公表後、その企業の株価は下落する傾向がある。先行研究を見ると、優待の権利確定日前に正の超過リターンが観察される頻度が高まるという分析（野瀬（2015））、優待の廃止と同時に増配を公表した企業であっても、優待廃止アナウンス時に負の累積超過リターンが観察されるという分析（野瀬・宮川・伊藤（2017））など、優待が株価の形成に一定の効果を持っている（優待の廃止により株価が下落すると解釈できる）とする分析が数多く存在する。

本稿では、公平な利益還元を目的として株主優待を廃止する企業が増加した足元のデータを用いて、野瀬・宮川・伊藤（2017）の分析手法を参考に、優待廃止公表後の株価の推移を簡易的に推計する。

分析対象として、株主優待廃止企業のうち、2017年10月～2022年9月までの5年間に「上場廃止」と「経営不振のため」以外の理由で優待を廃止した企業を抽出した（REITは除く）<sup>7</sup>。抽出された企業群から、さらに「優待廃止のみを公表した企業」（52社）と「優待廃止と同日に増配を公表した企業」（46社）を抜き出し、優待廃止の公表後に、両社の株価がどのように推移したかを分析している（増配と優待廃止を同じプレスリリースで公表するか、異なるプレスリリースで公表するかは問わない）。

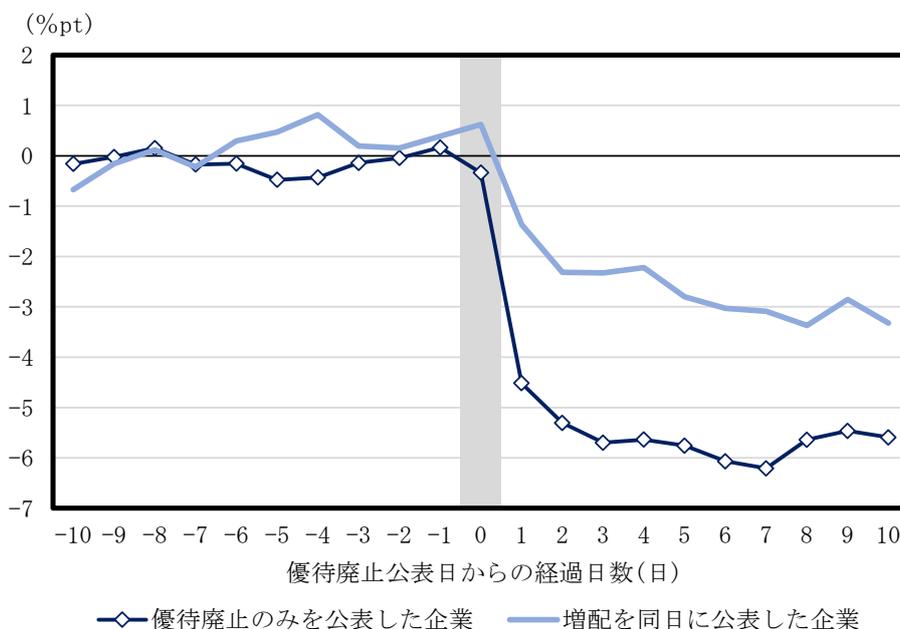
<sup>7</sup> なお、経営不振を理由に株主優待廃止を公表した場合、その後の株価の変動には、優待廃止による純粋な効果だけでなく、経営不振を嫌気した売買による影響も含まれ得る。そのため、本稿では「経営不振のため」という理由で優待を廃止した企業を分析対象から除外している。

株主優待廃止が株価に与える影響を検討する場合、優待廃止の公表前後の株価変動率を確認するという方法が考えられるかもしれない。しかし、この方法では、株式市場全体に関するイベントによる影響と、純粋な優待廃止による影響を識別することができない。そのため、純粋な優待廃止による株価への影響の推計にあたっては、市場全体（TOPIX）と各企業の株価の関係性をもとに、①優待廃止がなかったと仮定した場合に期待される株価変化率<sup>8</sup>を求め、②実際の株価変化率と比較している。①と②の差分が（優待廃止公表に伴う）超過リターン（AR：Abnormal Return）となり、「優待廃止による株価への影響」と捉えられる。

### 推計結果：株主優待廃止による株価下押し効果は平均的に▲5～6%pt か

株主優待廃止公表 10 日前からの AR を累積した累積超過リターン（CAR：Cumulative Abnormal Return）の平均の推移を示したものが**図表 4**だ。横軸は「優待廃止公表日からの経過日数」を、縦軸は廃止公表 10 日前からその日までの AR の累積値を平均したものを表している。まず、優待廃止のみを公表した企業、優待と増配を同日に公表した企業共に、優待廃止公表日の翌日から株価が急落している。当日の株価に影響がほとんど見られないのは、多くの企業が東証の引け後である 15 時以降にプレスリリースを公表しているためであると考えられる。両企業群共に優待廃止公表から 10 営業日後も CAR はなお落ち込んだままであり、株価への影響は短期的には大きいことが分かる。

**図表 4 株主優待廃止公表前後の累積超過リターン（平均値）の推移**



(注) 分析対象に REIT は含まない。

(出所) 大和インベスター・リレーションズ提供資料、アイ・エヌ情報センター、QUICK より大和総研作成

<sup>8</sup> 分析の詳細：野瀬・宮川・伊藤（2017）に倣って、株主優待廃止公表の 150～30 営業日前のデータから、マーケットモデルを用いて対 TOPIX の  $\alpha$  と  $\beta$  を推計した。優待廃止公表前後の実際のリターンと、 $\alpha$ 、 $\beta$ 、TOPIX の日次リターンから求めた理論リターン（本文における「優待廃止がなかったと仮定した場合に期待される株価変化率」との差を AR としている。なお、分析には配当・分割を考慮したリターンを用いている。

細かく見ると、公表翌日の時点で、「優待廃止のみを公表した企業」の累積超過リターンは、平均的に▲5%pt 程度、10 営業日後には▲6%pt 程度となっていることが分かる。この下落幅は、「優待廃止の公表による株価下押し効果」と捉えることができるだろう<sup>9</sup>。一方で、「増配を同日に公表した企業」の株価は、大きく下落しているものの、優待のみを公表した企業ほどではない。増配を同時公表することで、短期的な株価への悪影響をある程度緩和することができる可能性が示唆される。優待廃止と増配の組み合わせが、優待の恩恵を受けづらい外国人投資家などから好意的に受け止められた可能性や、「経営不振で優待を廃止する際の言い訳として『公平な利益還元』を用いているのではない」というシグナルとして機能した可能性もある。

### 3. まとめ

本稿では、株主優待の現状について概観し、最新のデータを用いても優待廃止時に短期的に株価の下押し効果があることを分析した。また、優待廃止と同日に増配を公表する場合、短期的に株価が下押しされることには変わらないものの、株価への悪影響はある程度緩和される可能性も示唆された。公平な株主間への利益還元の考えから優待を廃止する企業においては、優待廃止で削減できた費用等を配当に追加充当する施策が、既存株主から好意的に受け止められている可能性がある。

株主優待の実施により、企業にとっては長期保有個人株主の増加や自社商品の広告宣伝効果などのメリットが期待される。また、優待による株価の押し上げ効果が期待できるほか、廃止時の株価への短期的な影響も大きい。他方、優待では株主間の平等性を確保することが難しいとの見方も一部にはあるほか、優待品の準備・発送等にかかる負担が大きいなどのデメリットも存在する。足元、「公平な利益還元のため」という理由による優待廃止企業が増加していることを踏まえると、優待を選好もしくは問題視する投資家や、優待の廃止を検討する企業にとって、本稿の分析はこれらのメリット・デメリットを比較考量する上で参考になるものと思われる。

### 参考文献

野瀬義明（2015）「株主優待実施企業の株式パフォーマンス」、『証券経済学会年報』第 49 号別冊、2015 年 1 月

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』第 55 巻第 10 号、2017 年 10 月、pp. 82-93

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』第 38 巻第 1.2 合併号、2018 年 12 月、pp. 75-91

<sup>9</sup> もっとも、この効果は、「公平な利益還元のため」などの理由で株主優待を廃止した企業に限った分析であるほか、廃止された優待内容の充実度の違いによって、株価下押し効果が異なり得る点は考慮できていないことに留意する必要がある。