

2025年6月17日 全7頁

# 株主優待設計の際に考慮すべき法的論点

配当とみなされないようにした上で、株主平等原則に配慮した設計を

金融調査部 研究員 瀬戸佑基  
研究員 森 駿介

## [要約]

- 会社法には、株主優待そのものに関する直接的な規定はない。もっとも、優待制度の設計に際しては、その優待が配当に当たらないか否かを確認した上で、会社法 109 条における「株主平等原則」を満たす制度とする必要などがある。
- 優待が配当とみなされないようにするためには、分配可能額がなく配当を行えないような状況下で優待を実施したり、広告宣伝効果が薄いにもかかわらず、多額の資金流出を伴うような優待を実施したりすることは避ける必要がある。
- また、会社法 109 条における株主平等原則については、日本証券業協会が事務局を務める「株主優待の意義に関する研究会」が公表した報告書でも整理された。この報告書では「株主優待についてはその目的の正当性（≒必要性）が認められ、相当性の範囲内で提供されるものであれば、株主平等原則に抵触しないと考えられている」とされている。
- 上記のいずれの議論においても、具体的にどのような優待に問題があり、どのような優待であれば問題がないのか、という線引きを明確に行うことは難しい。実務的には、広告宣伝効果が見込めるような優待品を選定し、他社の配布する優待品価値の水準や優待利回りなども考慮するなど、妥当な優待制度設計とすることが求められるだろう。

## 1. はじめに

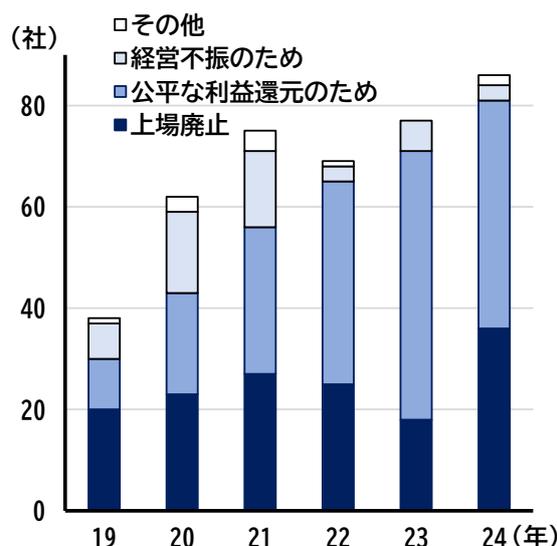
株主優待は、日本の上場会社の約 4 割が導入しており（**図表 1**）、会社と個人株主との関係を構築する施策の一つとして定着しているが、その法的な根拠の曖昧性ゆえに取り扱いが難しい面もある。会社法には、配当や自己株式の取得などに関する規定はあるものの、優待そのものに関する直接的な規定はない。そこで、「現物配当とみなされないようにする」「株主平等原則に反していると解釈されないようにする」などのいくつかのポイントを考慮して優待を実施することが求められる。

一方で、これらの点を懸念する上場会社も多いようで、足元では「公平な利益還元のため」に優待を廃止する会社が増加している（**図表 2**）。このレポートでは、株主平等原則を中心に、会社法と優待との関係性について整理したい。

図表1 株主優待実施企業数と実施率



図表2 理由別に見た優待廃止企業数



(注1) 図表1の「実施率」の分母には、ETF等は含まない。各年の調査時期は概ね9月だが、一部例外もある。

(注2) 図表2の各年の調査時期はすべて9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. 株主優待に関する会社法上の整理－株主平等原則を中心に

### (1) 配当とみなされないようにしたうえで、株主平等原則との兼ね合いを考える

会社法では、いくつかの条文において、株主を平等に扱うことを求めている。例えば、会社法109条1項には、以下のような規定がある。

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。

これ以外にも、会社法には議決権や剰余金の配当など特定の事柄に関して、株主を平等に扱うことを求める明文の規定がある。例えば、配当について、会社法454条3項にて、以下のような規定が存在する。

…株主(中略)の有する株式の数(中略)に応じて配当財産を割り当てることを内容とするものでなければならない。

株主平等原則の一般的な規定である会社法109条1項では「平等に取り扱わなければならない」との文言にとどまり、「平等」の中身をめぐり解釈の余地が残されている(詳細は後述)のに対し、配当について扱った会社法454条3項では、保有する株式数に応じて、厳密に配当財産を割り当てることが求められている。

このため、株主優待については、まずその優待が実質的に剰余金の配当であると評価されるか否か、という点が問題となり、配当であると判断される場合には会社法454条3項との兼ね合いが論点となる。次に、配当であると判断されない場合には、会社法109条1項でいうところ

の株主平等原則との兼ね合いが問題となる<sup>1</sup>。

もし優待が現物配当に当たると判断された場合は、会社法 454 条 3 項の規定通り、厳密に持株数に応じた「配当財産」(優待品)の「割り当て」が要求されることになる。しかし、全ての株主に対して、その持株数に完全に比例した量の優待品を個別的に提供することは、実務上極めて困難である。そのため、なるべく現物配当とみなされる可能性が低い形で優待を行うことが現実的な対応といえる。

## (2) 株主優待が配当の性格を有するか否かの基準

会社法の学説では、概ね以下の①～③のような基準により、株主優待が配当の性格を有するか否かを評価すべきとしている<sup>2</sup>。優待実施会社はこれらの基準を考慮しつつ、優待の目的や内容・規模、実施の要否を検討することが望まれる。

- ① **配当の代替手段**として、会社が優待を利用していると評価できるか
  - 配当の代替手段としての性質が強い場合、配当とみなされる恐れ
- ② 趣旨・目的が、**販促目的**や**広告宣伝目的**か否か
  - 広告宣伝目的が弱いほど、配当とみなされる恐れ
- ③ **会社財産の流出**を伴うか否か
  - 会社財産の流出する性格が強いほど、その額が大きいほど、配当とみなされる恐れ

①に関連して、会社法では、債権者保護のために、会社財産を株主に払い戻す金額(剰余金の配当、自己株式の有償取得など)の上限額を「分配可能額」として規定し、財産規制を設けている(会社法 461 条 1 項・2 項)。しかし、優待実施会社の中には、分配可能額が存在しないために配当ができないものの、優待の形を取って株主に物品やサービスを提供している例が、これまでも存在した。このような会社については、配当の代替手段として優待を実施しているとみなされやすいといえるだろう。

②に関連して、会社が優待を実施する目的は、販促や広告宣伝のほか、安定株主としての個人株主の確保、株主数の増加、株式の流動性の改善など様々である。この中でも、広告宣伝活動など会社の事業活動の一環として優待を実施する場合については、配当とみなされにくいとの見方が多い<sup>3</sup>。優待の内容としては、自社製品・サービスを提供したり、自社製品・サービスの割引券等を提供したりするタイプのものは、広告宣伝目的として正当化しやすいといえるだろう。

<sup>1</sup> 例えば、加藤貴仁(2017)「株主優待制度についての覚書」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』有斐閣、pp. 111-140 や松井秀樹(2008)「会社法下における株主優待制度」新堂幸司・山下友信編『会社法と商事法務』商事法務、pp. 29-57 などを参照。

<sup>2</sup> 例えば、脚注 1・松井(2008)や脚注 1・加藤(2017)、弥永真生(2009)『会社法の実践トピックス 24』日本評論社、pp. 29-41 などを参照されたい。なお弥永(2009)は判断基準の一つとして「個人株主作りのための有用性」(p. 37)を挙げるなど、各学説における判断基準は若干異なる。

<sup>3</sup> 脚注 1・加藤(2017)参照。ただし同文献では、上記①の観点から配当とみなされうるような優待については、合理的な目的があっても適法だと解釈することはできない、としている。

③に関連して、剰余金の配当とは、会社の財産を減少させるものだということを踏まえると、会社財産の流出を伴っているか否かという点が、優待が配当の性格を有するか否かの基準となるとの指摘がある<sup>4</sup>。例えば、自社製品・サービスの割引券等の提供の場合は会社財産の流出は伴わない一方で、自社製品の提供や他社製品・金券などの配布は会社財産の流出があると考えられる。もっとも、会社財産の流出を伴っている場合でも、会社の財産を分配するタイプの優待の適法性がただちに否定されるべきものではない、との見方もある。言い換えると、優待の内容が自社製品やサービスでないものであり、その金額が高額であるほど、配当とみなされる恐れが高くなる<sup>5</sup>。ただし、優待の金額や程度が何をもって高額か、著しいか、といった点について明確な基準があるわけではない。

### (3) 会社法 109 条における株主平等原則との関係性

株主優待が配当の性格を有すると評価されない場合、次に、優待の内容が会社法 109 条における株主平等原則の観点で問題となる。この点については、以前からいくつかの学説が存在している<sup>6</sup>。

この点、日本証券業協会（以下、「日証協」）が事務局を務めた「株主優待の意義に関する研究会」の報告書<sup>7</sup>(pp. 30-33。以下、ページ番号は日証協報告書のもの)においても整理されている。同研究会において、東京大学の神田秀樹名誉教授より「株主優待制度と株主平等原則」に関する報告があり、同研究会報告書で報告の要旨とそれを受けた議論の要旨が公表された。

先述の通り、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」と明記されている。優待との関係では、この「数に応じて」た「平等」をどこまで厳密に取り扱うべきかの判断が問題となる。言い換えると、優待の特性上、持株数によって一株当たりの優待品価値が異なる、という状況を避けることが難しいが、これがどの程度まで許容されうるのか、という点が問題となっている。

報告ではまず、株主平等原則は、

- ・狭義の株主平等原則：「第 109 条第 1 項（筆者注：会社法）から形式的に判断」（p. 31）される
- ・広義の株主平等原則：「最高裁が示した『株主平等の原則の趣旨』に反するか否かの基準により判断」（p. 31）される

に分けて考えることができ、後者は具体的には「実質的に見て平等な取扱いをしているか否か

<sup>4</sup> 例えば、脚注 1・松井（2008）参照。

<sup>5</sup> 脚注 1・加藤（2017）参照。

<sup>6</sup> 例えば、脚注 1・松井（2008）では、旧商法下での学説をいくつか紹介し「…上場会社において一般的に実施されている株主優待が適法であることについて、おおむね異論はなかったように見受けられる」（p. 35）とし、会社法下でも「…株主優待についても、実質的に配当の性格を有するものでない限り、旧商法下の議論がそのままあてはまると思われる」（p. 37）としている。

<sup>7</sup> 株主優待の意義に関する研究会 報告書「[株主優待の意義について](#)」（2025 年 4 月 15 日）

に着目する」(p. 31) としている。その上で、「形式的に平等扱いをしていない場合であっても、実質的に不平等な取扱いをしているといえない場合には、適法であると評価されると考えられる」(p. 31) とされた。続いて、「広義の株主平等原則」に適用ものか否か（実質的な平等性を有しているか否か）の判断基準として、ブルドックスソース社事件<sup>8</sup>において最高裁が示した「必要性」と「相当性」の2基準が挙げられるとした(pp. 31-32)<sup>9</sup>。

優待にこの議論を適用すると、「提供される物品やサービスが株主の保有株式数と必ずしも比例するものではないという点で形式的には不平等な取扱いとなっているとしても、実質的な見地から株主平等原則に反しないと整理が可能かが問題になる」(p. 32) とされている。そして、上記2基準に従って優待が「広義の株主平等原則」に適用ものか否か（実質的な平等性を有しているか否か）を判断すると、

① 必要性：「株主優待により株式投資を促進するという『株主平等の原則の趣旨』に整合した目的の正当性（≒必要性）」(p. 32) があること かつ

② 相当性：「付与する株主優待が相当の範囲内にある」(p. 32) こと

が認められれば、「株主平等原則に反しないと考える」(p. 32)、とされている。なお優待が問題となった事例もあるものの、「株主平等原則の観点からは、特定の大株主に金員を贈与した事例（中略）を除いて論点になっていない」(p. 32) とした。この神田名誉教授の報告とそれを受けた議論を踏まえ

「株主平等の原則の趣旨」や関連する裁判例等を踏まえると、株主優待についてはその目的の正当性（≒必要性）が認められ、相当性の範囲内で提供されるものであれば、株主平等原則に抵触しないと考えられているようである (p. 33)

との「総括的コメント」が出された。

なお、この報告書以外でも、会社法109条における株主平等原則に関しては、具体的にどのような優待であれば許容され、どのような優待であれば問題なのか、という点に明確な基準があるわけではないものの、配当のように厳格に適用すべきでない、との見方は多いようだ。例えば弥永（2009）は、「…現物配当であると性質決定されない限り——株主平等原則は厳格に適用されるべきではなく、厳密な比例は要しない…」(弥永（2009）p. 40) としている。ただし、弥永は「優待の程度が軽微とはいえない程度に達した場合、優待を受けうる株主が少数の場合は問題がある」(同 p. 40) ことや、「同じ持株数の株主は同じく取り扱われるべき」(同 p. 40) などのいくつかの条件を付している。

<sup>8</sup> 最決平成19・8・7民集第61巻5号2215頁。具体的には「買収者がその関連会社を通じて買収対象の全株式を対象として行った公開買付けに対抗して、対象会社が行った差別的な内容の買収防衛策を適法と認めたもの。具体的には、全株主に対して1株につき新株予約権を3割割当て、買収者以外の株主には新株予約権1個につき1個の株式、買収者及び関連会社については株式相当額の金銭を交付したもの」(p. 31)

<sup>9</sup> 厳密には、広義の平等原則については、ブルドックスソース社事件において最高裁が示した「株主平等の原則の趣旨」に反するか否かの基準で判断されるとしている。ブルドックスソース社事件ではこの「株主平等の原則の趣旨」との整合性を判断する基準として「必要性」と「相当性」が挙げられている (p. 31)。

### 3. 株主平等原則以外の論点

なお、株主優待に関しては、「株主への利益供与に当たらないか」や「優待をめぐる決定とインサイダー取引との関係性」などの論点も重要となる。

利益供与については、会社法 120 条 1 項で、株主の権利の行使に関して、会社による財産上の利益の供与を禁止している。この点、優待に関しては、事前に定められた基準に従って交付を行ってれば（特定の株主にだけ基準を逸脱した優待品の交付などを行っていなければ）、特段の問題は発生しないと考えられる<sup>10</sup>。

なお、近年いくつかの企業が導入している抽選式優待（優待品が高額であったり希少であったりする場合に、交付基準を満たす株主のうち、抽選に当選した株主にだけ優待品を交付する優待）については、株主平等原則のみならず、一部の株主への利益供与の観点から問題になる可能性がある。この点、利益供与と疑われないようにするための興味深い事例として、抽選式優待を導入する会社において、第三者の立ち合いのもとで抽選を行い、当選者を作為的に選んでいないことを強調する例などもある。

インサイダー取引については、優待に関する情報は「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」（金商法 166 条 2 項 4 号）いわゆる「バスケット条項」にあたるとの見方がある。例えば日本取引所グループは、「ほとんどの株主が株主優待を期待して株式を保有している場合などであれば、その廃止の決定はバスケット条項に該当する可能性がある」としている<sup>11</sup>。また、個人株主の多い BtoC 企業における優待の導入・廃止がバスケット条項に抵触する、との指摘<sup>12</sup>もある。特に、これらの条件に当てはまる企業において株主優待の導入・変更・廃止の決定にかかわる者は、その決定前後の自社株式の購入・売却の判断をより慎重に行うべきであろう。

### 4. 株主優待実施会社への示唆

上場会社における株主優待の実施については、「程度問題」であり、軽微なものであれば問題ない、との解釈がなされることが多い。会社法の記述から厳密に考えると、この解釈を擁護することが若干難しい面もあるものの、現実的にはこの解釈が妥当であるとする学説が多い。ただし、問題のある優待・ない優待の明確な区別をつけることは難しい。相対的に問題が大きいといえそうな事例から小さいといえそうな事例まで、様々な事例がグラデーション状に存在する、と考えるべきだろう。様々な学説を考慮すると、相対的に問題が大きいといえそうな優待制度としては

<sup>10</sup> 脚注 1・松井（2008）など。また、優待と利益供与との関係性が争われた事案（高松高裁平成 2・4・11 判タ 790 号 178 頁）もあるものの、この事例は特殊性が強く、通常の優待を行った結果として問題となったわけではない。なお、議決権行使の対価として金券を配布する事例については、概ね問題ないとは考えられるものの、裁判となった事例もある。詳細は、瀬戸佑基「[個人株主の議決権行使比率は高められるか](#)」（2025 年 3 月 26 日、大和総研レポート）を参照。

<sup>11</sup> 日本取引所グループ「[インサイダー取引規制](#)」

<sup>12</sup> 日本経済新聞「くら寿司の優待騒動『廃止の哲学欠如が本質』」（2025 年 4 月 8 日）における、石井輝久弁護士のコメントを参照。

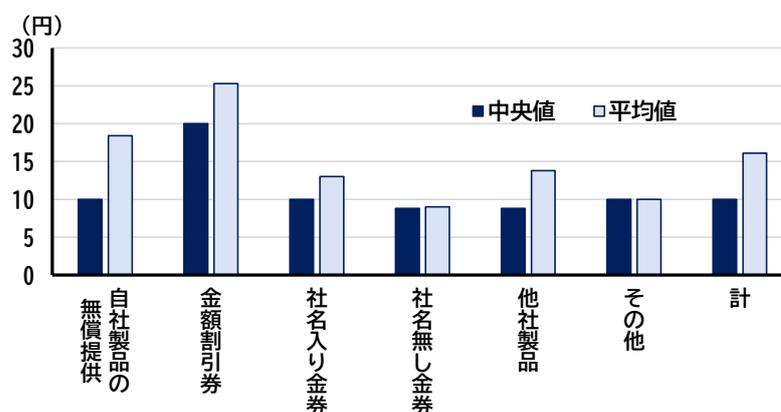
- ・分配可能額がない中、自社の事業とは関係のない優待品（金券など）を交付している
- ・他社の水準に比べ、明らかに高額な水準の優待品を交付している
- ・特定の株主を作為的に抽出し、優待品を交付している

などが挙げられそうだ。

他方、相対的に問題が小さいと考えられる優待制度にするためには、まず優待の制度設計として、配当の代替手段とならないこと、広告・宣伝などの目的であること、会社財産の流出がない（少ない）ことなどの条件を満たし、配当とみなされないようにすることが重要となる。その上で、会社法 109 条における株主平等原則と照らし合わせ、「目的の正当性（≒必要性）が認められ、相当性の範囲内」（p. 32）で行うべきだろう。

実務的には、広告宣伝効果が見込めるような優待品を選定し、同業他社の配布する優待品の金銭相当額の水準や優待利回り<sup>13</sup>などを考慮し、妥当な優待制度設計とすることが求められる。なお、参考として、優待品の金銭相当額（優待価値）については、安武・永田（2018）<sup>14</sup>が 2017 年度の株主優待について集計を行っている（**図表 3**）。この集計では、「自社製品の無償提供」を行う例では、一株当たり優待価値の中央値は 10 円、「社名無し金券」を送付する例では、一株当たり優待価値の中央値は 8.8 円などとなっている。例えば一株当たり優待価値が 10 円というのは、100 株以上の保有者に 1,000 円分の優待品を提供している計算だ。優待品価値をこの水準にすれば問題はない、と言い切ることができるわけではないが、参考にはなるだろう。

**図表 3 優待内容別に見た一株当たり優待価値**



(注 1) 安武・永田（2018）による集計結果。同論文内で行われたサーベイ調査に回答した会社のうち、優待価値が計算可能な事例について集計したもの。

(注 2) 引用元で示された数値のうち、一株当たり優待価値が算出されていないもの、「無回答」、「複数優待で『最も多いもの』選択なし」以外の数値を图示。

(出所) 安武・永田（2018）より大和総研作成

<sup>13</sup> 一般に、優待品の金銭相当額を、優待品を得るために必要な投資額で割り、%表記した数値を指す。ただし、同じ会社の優待品であっても保有株式数や保有期間によって金銭相当額が異なるような設計となる場合や、優待品の金銭相当額自体が算出できない場合も多いため、参考程度に用いるべき指標となる。

<sup>14</sup> 安武妙子・永田京子（2018）「日本企業における株主優待実務の実態：サーベイ調査から」『証券経済研究』104号、pp. 61-78、日本証券経済研究所。

なおこの論文における一株当たり株主優待価値は「株主優待を受けるために最低限必要な株式数を保有している場合の優待の市場価値を必要株式数で割ったもの」（p. 71、図表 3（注 1））と定義されている。