

# 株主優待実施株式リターンの振る舞いについて

田代 一聡

## はじめに

日本において、多くの投資家は株主優待に関心を持って思うように思われる。個人投資家にとっては良いものとして、機関投資家にとっては悪いものとして関心を持っているようである。

日本における株主優待制度への高い関心とは裏腹に、経済学における株主優待の研究が多くなされてきているとは言えない状況にある。その原因は多岐にわたると思われるが、最大の理由は、株主優

待が日本において、独自の進展をしているためと筆者は考えている。<sup>(1)</sup> そのため、世界の研究者がこぞって関心を持つという状況ではない。

しかし、優れた研究が存在し、株主優待に関するいくつかの事実を我々に教えてくれる。その中の代表が Karpoff, Schonlau and Suzuki[2021] である。導入時に株価が上昇すること、また、その原因が導入後の流動性の上昇などによることを検証している。ほかにも、優待権利落ちに着目した研究がある。優待権利落ちまでの株価の動きに着目した、望戸・野瀬 (2015) や、優待権利落ち後

の株価の変化に着目して、投資家が株主優待に対してどのような評価をしているのかを計測した、Huang, Rhee, Suzuki, and Yasutake[2022]である。

これらの優れた研究がある一方で、株主優待実施株式（以後、「優待株」と呼ぶ）の「普段の株価の動き」について情報を与えてくれるものが筆者の知る限り存在していない。理由はおそらく、学術論文として価値があるとみなされる価値が低い可能性が高い研究と考えられているためである。

学術論文として価値が高い可能性が低いとはいえ、まず、筆者本人が知りたいことであるし、本稿を目にするような、日本の株式市場に関心のあ

る読者にとっても価値ある情報と思われる。本稿では、日々の株式市場における株主優待株式の動きがどのようになっているかという素朴な

疑問に対して、基本的な情報の提供を目的とする。優待株式の動きが、株主優待非実施株式（以後、「非優待株」と呼ぶ）と比較して何か違いがあるのか、それともないのか、それすらもわからないのが現状である。その現状に対して、少しでも情報を提供になれば幸いである。

以下では、使用するデータや株主優待の実施状況を見ているが、これは結果に関する注意事項を考える為に重要であると思われる。しかし、一旦これらをスキップして三節の結果を見ていただいても構わない。

## 一、データについて

本稿では優待株の動きについて見たいが、優待株の動きだけを見たのでは、得られる情報は限られてしまう。そのため、より豊富な情報のために

比較対象として、非優待株の情報も用いる。

優待株、非優待株を識別する株主優待の情報は、二〇〇九年一月から二〇二〇年四月までをQ U I C Kから入手した優待情報のデータを用いる。それ以降（二〇二四年一月まで）の情報は、「大和インベスターズリレーションズ」のホームページから株主優待新設・廃止の情報を取得している。

また、対象とする株式はT O P I X五〇〇とした。この理由は、普段の株価の動きを見るのに、大型株の動きに特に関心があると考えたためである。T O P I X一〇〇〇銘柄あるいはT O P I X銘柄の情報も重要であると思われるが、これは取り扱わない。T O P I X五〇〇の情報はJ P Xのホームページから「東証上場銘柄一覧（二〇二四年一月末）」の情報を用いた。

株価の動きは、F A C T S E Tから日次の終値

データを取得した。

以後では、データの分析結果を見ていくが、いくつかの点で注意が必要である。ひとつは分析期間である。二〇〇九年一月から二〇二四年のデータを見るが、二〇一一年三月の東日本大震災や二〇二〇年からの新型コロナウイルス禍があったものの、T O P I Xで見ると八五〇から二五五〇へと大きく上昇している。このような上昇期であることに注意が必要であろう。

もう一つは、配当の扱いである。この分析では配当については考慮していない。配当について考慮したリターンを用いたほうがより良いとは思うものの、配当について考慮するということは、当然、株主優待についても考慮する必要がある。株主優待のリターンを計測する上でどのように扱うべきかという問題は、簡単ではない。全ての株主優待について、金券ショップなどのセカンダ

リー・マーケットでの価格がついているのであれば、それを用いて何か仮想的な数値を導くことができるであろう。しかし、それらのデータを利用するのは難しい上に、例えば、新商品のサンプルのような株主優待の売却価格を取得するのはまず無理である。

そのため、配当については考慮しないことにする。このことは、累積リターンの水準について問題となると考えられるが、優待株と非優待株の間の相対的な動きについては、そこまで問題は大きくないと考えられる。しかし、ここでの結果を見る際にこの点も注意が必要である。

最後に、二〇二四年一月末時点でのTOPIX五〇〇を用いているため、期間中に株価が上昇した株式がサンプルに採用され、期間中に株価の下がった株式がサンプルから落とされるという偏り（バイアス）が存在する。これは、配当の問題と

同様に、相対的な動きについては大きな影響を与えないように思われる。

## 二、株主優待の実施状況について

株式市場全体の株主優待の実施状況については、二〇一九年までは長く増加傾向にあり、二〇二〇年以降は減少傾向となっている。

近年の廃止の理由として「公平な株主還元のため」に類するものが増えている。これは、「東京証券取引所の発行する「コーポレートガバナンス・コード」の最初の原則が「株主の権利・平等性の確保」であり、株主優待がこの原則に違反しているのでは」という懸念のためであろう。

それでも、二〇二三年九月時点で一四三七社が株主優待を実施しており、全企業の三七%弱となっている。それに対して、ここで分析に使うサ

ンプルのTOPIX五〇〇企業ではどのようなになっているのかを簡単に概観する。

五〇〇企業中で株主優待の二〇〇九年一月から二〇二三年一月までに実施したことのある企業数は二一四社（四〇％強）となっている。しかし、この中には一〇〇周年記念株主優待を実施した、大同特殊鋼が含まれている。

分析期間を通して株主優待を実施した企業は三四社（約二七％）あり、差の八〇社は分析期間中に新設・廃止した企業となっている。そのうち、六八社が株主優待新設で、廃止は十二社となっている。日本たばこ産業のような二〇二三年発送分で終了しているものは廃止に含めている。

しかし、オリックスのような、すでに廃止を決定しているものの、分析期間には株主優待が実施されている企業については、廃止に含めていない。

市場全体と比較して、TOPIX五〇〇の企業

では株主優待実施企業数についてそれほど大きな差はないが、もう少し細かく見ていく。Core30では優待株が七社あり、そのうち四社が新設で、二社は廃止している。Large70は三一社の優待株があり、七社が新設し三社が廃止している。そして残りのMid40は優待株が一七六社あり、そのうち五七社が新設で、七社は廃止している。

今後、期間全体で優待を行っていた、「優待株・全」に着目する際に、比較的小さい企業が多くなる点については注意を払う必要がある。

### 三、リタインの振る舞い

さて、本題の株価の動きについて見ていこう。

図表1がリタインの基本的な振る舞いである、平均値とボラティリティ（標準偏差）を表したものである。

図表1 リターンの振る舞い（単位％）（期間2009年1月～2024年1月末）

		全株式	非優待株	優待株	優待株・全
日次	平均	0.05768	<b>0.0616</b>	0.05247	<b>0.05092</b>
	標準偏差	2.0574	<b>2.1489</b>	1.936	<b>1.863</b>
		全株式	非優待株	優待株	優待株・全
週次	平均	0.27	0.287	0.248	0.241
	標準偏差	4.432	4.63	4.17	3.997
月次	平均	1.17	1.24	1.07	1.05
	標準偏差	8.62	8.97	8.18	7.86
年次	平均	13.1	13.7	12.4	12.2
	標準偏差	33.1	34.6	31.1	29.5

〔出所〕 著者作成

日次のリターンの振る舞いを基本的に見たいが、この日々の振る舞いが時間の長さに対して傾向の変化がないかを見るために、週次・月次・年次の振る舞いも示した。

基本的な傾向として、非優待株は優待株と比較してリターンが高い傾向がある。この傾向は優待株・全になるとより顕著である。そして、さらに興味深いのはボラティリティの値である。優待株・全の方が非優待株よりボラティリティが小さいのである。

この傾向が偶然生じうる程度の差なのかを検証するために、日次の非優待株と優待株・全の値について検定を行うと、分散については $P=0.0052$ 、平均については $P=0.00014$ となっており、共に有意水準一％で有意な差が検出されている。

この傾向は週次・月次・年次の各リターンでも同様となっている。どのデータ頻度においても、

優待株のリターンの平均とボラティリティが、非優待株と比較して約一〇%低くなっている。

学術論文の場合、このようなリターンの平均とボラティリティの値についてさらに詳細に検討していくことになる。例えば、各株式のリスク（マーケット $\beta$ など）について調整したり、産業や時間といった要素をコントロールしたりということである。これらの検討は、究極的には、ある同じ株式が、株主優待を採用した場合と採用しなかった場合の比較に近づけることにある。そうすることができれば、結果の違いは株主優待に起因するということ、因果関係を主張することができる。

しかし、現実には株主優待の実施以外の違いが全くない状況を見るのは不可能なので、この状況に近づける様々な手法が開発されている。しかし、ここでは表面的な数値を見ているだけで、因果関係までは主張できていない点について注意が

必要である。

これらの点に注意しながら、以下では、「情報通信・サービスその他」産業のみに限定した結果、株主優待の分類によるリターンの振る舞いについてみていく。こうすることで多少でも、多くの情報を提供したい。

「情報通信・サービスその他」産業のみに限定した結果をみているが、これは産業の偏りを簡単な方法でコントロールした結果と言える。東証一七分類のこの産業に限定した理由は、非優待株が四二社、優待株・全が二一社と比較的両方のサンプルが多く、バランスも良いためである。この時、平均・標準偏差ともに有意な差が存在している（平均  $P=0.00003$ 、分散  $P=0.00000$ ）。

最後に、優待株の中でも、優待種別の違いによって、リターンの振る舞いが異なるのかという点をみていく。

図表2 区分によるリターンの振る舞い(単位%)

	情報通信等産業			
	非優待株		優待株・全	
平均	0.0646		0.0457	
標準偏差	2.0345		1.9333	
	食事券	物品等	ギフト券	招待券
平均	0.0563	0.056	<b>0.044</b>	<b>0.0358</b>
標準偏差	2.012	2.0205	2.0126	1.9323

〔出所〕 著者作成

食事券とそれ以外、およびの物品等（食品や日用品など）とそれ以外には、平均に有意差がなく（ $P=0.650$ 、 $P=0.678$ ）、分散にも有意差がなく（ $P=0.335$ 、 $P=0.438$ ）。

一方、ギフト券（QUOカードなどの金券）とそれ以外、招待券（宿泊招待券や映画等の鑑賞券など）とそれ以外には、平均に有意差があり（ $P=0.0099$ 、 $P=0.0061$ ）、分散には有意差がない（ $P=0.248$ 、 $P=0.438$ ）。

ギフト券と招待券は、他の株主優待よりも、有意にリターンが低いという結果がでたものの、これも表面的な結果に過ぎない点には注意が必要である。

## おわりに

本論では、TOPIX五〇〇という比較的取引

が活発に行われている銘柄を対象に、株主優待実施会社の株式価格の動きが、株主優待非実施会社の株式価格と比較して、どのようになっているのかということを見た。そして、優待株は非優待株と比較して、リターンは低く、ボラティリティも低いという現象が観察された。しかし、この結果は表面的なものに過ぎない点には注意が必要である。

同時に、この結果はさらに分析を進めるべき、興味深い示唆も得られる。特にリターンとボラティリティが低いということが、市場リスクが低い等で説明可能なのか、という点は興味深い。

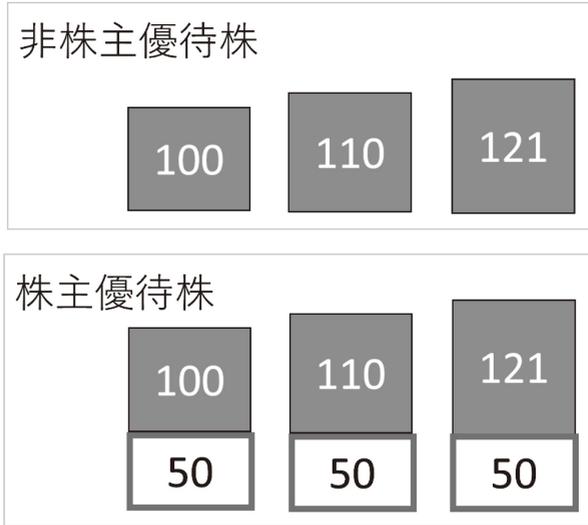
また、株主優待株のリターンが低いということ根拠に、株主優待はやめるべきであるという結論に結び付けたくなるが、これは短絡に過ぎるであろう。あくまで、株主優待を実施している企業の株式リターンの特性を見ているにすぎないので

ある。

例えば、図表3は金銭部分の株式市場での評価が同じであるが、株主優待の有無だけが違うという極端な例である。優待以外の部分は一〇〇、一〇、一二一と時間を通じて上昇していくのに対して、株主優待の評価が五〇で、時間を通じて変化しないと想定している。非株主優待株のリターンは一〇%、一〇%となっている。それに対して、株主優待株のリターンは六・七%、六・九%となり、二つの企業に本質的な差異はないが、株主優待の市場での評価によってリターンの差異が生まれる。

このようなことは、大きな資金を運用する機関投資家にとっては許しがたいことであるのは、理解に難くない。しかし、経済学者の視点からは、株主優待が存在することが社会全体にとって非効率であることが明確にならない限り、株主優待を

図表3 株主優待株と非株主優待株のリターンの差異



〔出所〕 著者作成

廃止すべきであるという意見に賛成するのは難しい、となる。

最後に、株主優待制度は日本独自の発展を遂げているが、株主優待制度の研究から得られる知見は、他の非金銭的なペイオフ（例えば企業のESG活動）にも活用可能なのではないかと筆者は考えている。このようなことを念頭に、今後も株主優待に対する探求を続けていきたい。

〔注〕

(1) 日本以外の国において、株主優待が存在しないわけではない。アメリカ、フランス、イギリス等でも、株主に配当以外に商品の割引販売のような株主優待が存在している。しかし、制度上の問題で個人の株主を企業が完全に把握できない等の問題のためか、日本のように、定期的に株主に送付するという形で株主優待は存在しないようにおもわれる。

(2) <https://yutai-guide.daiwair.co.jp/>

(3) 年次データについてはサンプル数の少ないものを除去し

引用文献

望月美希・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 第九一号 pp. 87-  
102.

Huang, Wei, Ghon Rhee, Katsushi Suzuki, Taeko Yasutake  
[2022] "Do investors value shareholder perks? Evidence  
from Japan," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 143,  
106575.

Karpoff, Jonathan, Robert Schonlau, Katsushi Suzuki[2021]  
"Shareholder Perks and Firm Value," *Review of Financial  
Studies*, Vol. 34, pp. 5676-5722.

(たしろ かすとし・当研究所研究員)