

# 業種と優待内容から見た株主優待制度の 株主構成への影響<sup>※</sup>

## Impact of shareholder benefits on shareholder structure - by the industry type and content

楠 美 将 彦<sup>\*</sup>

Masahiko Kusumi

齊 藤 直<sup>\*\*</sup>

Nao Saito

### 要約

本稿では、株主優待の影響を見るために、業種と実施内容に注目して分析を行った。株主優待制度を実施する企業が増える中で、その目的に合致した効果が出ているのかという分析はいくつか行われているが、業種や実施内容にまで踏み込んだものはなかった。

これらの視点から分析した結果、業種別にみると、株主優待実施率が高い業種では浮動株比率に差があり、仮説どおりに個人株主保有の促進という目的に合致した効果が表れているが、優待実施率が低い業種では差が出にくくなっている。さらに、優待内容については、食料品業の食事券などのように企業の取扱商品との繋がりがあがる場合に個人株主保有の増加が見られた。これらは、かたちだけの株主優待の実施では株主構成にまで影響が及びにくいことを示唆している。

---

<sup>※</sup> 本稿は、高千穂大学経営学部大島久幸教授を含めた3名の共同研究からの成果である。

<sup>\*</sup> 高千穂大学商学部准教授

<sup>\*\*</sup> フェリス女学院大学国際交流学部教授

## 目次

- 1 はじめに
- 2 株主優待の歴史
- 3 現在の株主優待状況
  - 3.1 株主優待状況の変化
  - 3.2 業種別に見た株主優待
  - 3.3 実施内容別に見た株主優待
  - 3.4 長期保有優遇企業を対象とした株主優待
- 4 株主優待の目的と効果
  - 4.1 株主優待の目的
  - 4.2 株主優待に対する過去の分析
- 5 株主優待内容の株主構成への影響
- 6 おわりに

## 1 はじめに

わが国の株式市場において、株主優待制度を実施する企業は増加の一途となっている。株主優待制度とは、大和インベスターズ・リレーションズによると、「一定数以上の株式を保有している株主に対して、企業が商品やサービスなどを進呈する制度」である。その内容は、自社製品・サービスの提供だけに限らず、プリペイドカードなど多種多様になっている。

株主優待制度の実施企業がこれだけ広まってきた背景には、個人投資家が株式選択をする際に、判断材料となっていることが挙げられる。個人投資家は、株式投資によってキャピタルゲインとインカムゲインを得ることを期待しているが、それ以外に株主優待を得ることを期待している。実際、多数の関連書籍が出版され、証券会社で株主優待セミナーも定期的実施されている。さらに、証券会社のホームページ上で株式スクリーニングを行う項目としても、株主優待制度の実施の有無がある。

企業の立場に立つと、投資家への利益還元方法には、主に配当、自社株買いなどがある。株主優待による還元は配当の代替手段に位置するが、その目的や効果は必ずしも明白ではない<sup>1</sup>。企業は投資家との間に情報の非対称性があることを認識し、税制などの制約があるもとの、利益還元全体を考えて、株主優待を行っているかどうかはわからない。単に、他の企業が行っているから実施しており、実施していないと個人投資家から投資対象と見なしてもらえないことを避けるという受動的な動機から株主優待を行っている可能性もある。

わが国では、企業が株主優待制度を実施していることを当たり前と考えている人もいるが、世界に目を向けると日本独自のものと言える。アメリカでは1993年時点で、株主へのギフト贈答が38社、株主総会での土産が27社、その他配当を再投資する際の手数料割引を行う企業が多数あったが、2016年にはフォード社の株主割引などの10社未満に減少している。イギリスでは、2016年2月現在で38社でのみ株主優待が実施されている<sup>2</sup>。このように、米英では実施企業数は限られたものとなっている。このことは、株主優待を実施することが当然ではないことの一つの証と言える。

さらに、株主優待の目的や効果を分析する前に気をつけるべき点がある。一口に株主優待と言っても、企業ごとに還元される金額に違いがあるだけではなく、実施内容の違いが大きく、株主優待の実施の有無だけで特徴付けることは難しい。実施している内容を金銭的評価することもできるが、転売しにくい商品の場合、その金銭的価値は評価しづらいだろう。優待内容を検討することは、投資家が配当ではなく、商品やサービスを受け取る理由につながると考えられる。

本稿では、株主優待内容の影響を見るために、業種に注目して、優待による効果の違いを明らかにする。業種によって、自社製品を投資家が受け取りたいものであるかどうかの影響すると考え、優待内容によって違いがあるのかを明らかにする。

以下では、第2章で歴史を振り返り、第3章で現状を概観する。第4章では、アンケートデータと過去の分析から目的や効果を整理する。第5章で現在の株主優待制度の業種と優待内容による影響を検討し、最後にまとめる。

## 2 株主優待の歴史

株主優待はとりわけ日本において多く導入されている制度であるといわれる。ただし、日本における株主優待は近年始まったものではなく、その歴史は長い。本章では、近年の株主優待に関する検討に先立ち、株主優待の歴史について簡単に紹介しておく<sup>3</sup>。

日本における株主優待の歴史に触れた雑誌記事の中には、1899年における東武鉄道による導入を歴史上最初の事例とするものがある<sup>4</sup>。東武鉄道の社史には、1899年に300株以上を保有する株主に対して株主優待乗車証が交付され、この優待を受けた株主は41名であったという情報が掲載されている<sup>5</sup>。これを株主優待の最初の事例と捉えるとしても、日本における株主優待は現在まで120年の歴史を有することになる。しかし、東武鉄道による株主優待乗車証の導入を株主優待の最初の事例とする主張は正しくない可能性がある。

株主優待の起源について知るうえで、白木屋呉服店の社長であった西野恵之助が、雑誌『実業の日本』において読者からの株主優待に関する質問に回答した記事が参考になる<sup>6</sup>。同記事では、西野が過去に経営に携わった山陽鉄道や帝国劇場での経験を踏まえ、それらの事例と対比する形で白木屋の株主優待について説明されている<sup>7</sup>。同記事において、西野は、以下のように山陽鉄道による「無賃乗車券」の交付を株主優待の最初の事例として位置付けている<sup>8</sup>。

「私の従事して居た山陽鉄道会社では、株主を優待することを始めて、当時たしか三百株以上の株主に対しては、本人に山陽鉄道の線路内無賃乗車券を贈呈することを実行いたしました。これ蓋し鉄道で株主を優待した我国では最初の企てでありましたが、爾来他の鉄道会社に於ても追々これを真似ることになり、各私立鉄道会社では、全国どの会社でも株主優待券を贈呈する<sup>(ママ)</sup>と になりました。」<sup>9</sup>

ただし、上記の記事に関連して、以下の2点に留意しておく必要がある。第1に、上記の引用部において、日本で最初の事例ではなく、日本の鉄道業では

最初に事例と言っている点には留意すべきであろう。とはいえ、後出の株主優待導入企業一覧が示すように、戦前における株主優待導入企業の大部分は鉄道業であることから、鉄道業で最初の事例は日本で最初の事例であると考えて、ほぼ誤りないのではないと思われる。第2に、残念ながら、上記の記事では、あくまでも西野が「最初」であったと証言しているだけであり、山陽鉄道が何年に株主優待を導入したのかは明示されていない、換言すれば、東武鉄道よりも早い時期に株主優待が導入されたことを直接的に示すことはできないという点にも留意しなければならない。この点については、(1) 上記の記事に、「三百株以上の株主」に対して「線路内無賃乗車券」を交付したという優待の具体的な内容が含まれる点、(2) 山陽鉄道では1898年までに多人数賃銭割引制(団体割引)、定期切符、回数切符(回数券)、便利切符(ギフト切符)、学童通学切符が導入されるなど、この時期における同社の経営が「進歩的ないし進取的の経営と評された」ことが知られており、1898年までに株主優待制度が導入されていても不自然ではない点<sup>10</sup>、(3) 当時の企業経営においては株主の権限が非常に強く、株主優待の導入に先立って乗客を対象とした施策のみを行ったとは考えづらい点<sup>11</sup>、(4) 戦前の雑誌記事等に、東武鉄道を株主優待の最初の事例とする主張を管見の限り見出せない点<sup>12</sup>、の4点を総合的に勘案し、山陽鉄道が株主優待の最初の事例であった可能性は高いと考えておきたい。

その後、株主優待は鉄道業だけでなく、それ以外にも拡大した。前出の記事において、西野は、鉄道国有化を機に山陽鉄道を離れた後、経営に関与することになった帝国劇場において鉄道業における株主優待を応用した経緯について、以下のように回想している<sup>13</sup>。

「当時私は鉄道在職中に、株主優待の為め無賃乗車券を贈呈したことを回想して、これを劇場にも応用したいと考へ、帝国劇場を経営した時に当つて、帝国劇場株主優待券なるものを拵へて、五十株以上は御当人、百株以上は御夫婦に対して無賃観覧一ヶ年通用の優待券を贈呈するといふ制度を拵へました。これも我国に於ける創始の企てであつたが、その後段々に株主優待の

制度が行はれ、松竹始め他の劇場は勿論、今日では活動写真館までが、株主に  
に対し優待券を発行することになつてみると聞及んでゐる。」<sup>14</sup>

結果のみから判断することには慎重でなければならないが、鉄道業の場合と同  
様に多くの同業他社に模倣されていることから、興行関係の企業の経営におい  
ても株主優待は少なくとも一定程度は効果的であつたと考えることができよう。

鉄道業における株主優待の考え方を劇場の経営に応用できたことは、両産業  
に共通する点があつたことによると考えられる。具体的には、既に設備投資を  
行い、鉄道路線・車両あるいは劇場を保有しているとすれば、稼働率が 100%  
になるまでは追加的な費用を発生させずに消費を増加させることができるとい  
う意味で、経済学でいうところの非競合性があるという点が、両産業で共通し  
ている<sup>15</sup>。この点に着目し、列車や劇場の空席を株主に無料で提供したのが、  
山陽鉄道や帝国劇場による株主優待であつたと考えられる。

しかし、西野が 1921 年に社長として白木屋百貨店に迎えられ、同社でも山  
陽鉄道や帝国劇場と同じように株主優待の導入を模索すると、鉄道や劇場とは  
異なる困難に直面することになつた<sup>16</sup>。前出の記事において、西野は以下のよ  
うに述べている。

「ところが今回私は百貨店の事業に当ることとなつて、数年間白木屋呉服  
店の事業に従事してゐるのでありますが矢張り前に述べました鉄道劇場同  
様、百貨店でも株主に対して特殊の優待法を講ずることは、株主の為めにも、  
会社の為めにも利益であらうと密に考へてみたのであります。(中略) 前二  
者の場合は無料のパスで頗る簡単でありましたが、百貨店の場合は複雑で無  
料といふ訳に行きません。いかなる方法をとつたならば宜からうかと久しく  
懸案中でありました。(中略) 百貨商店の販売品は、製造業者が製造し、直  
接又は仲次を経て百貨店が販売するのでありまして、原価が販売価の大部分  
を占め、僅の経費手数料を貰つてゐるのですから、鉄道や劇場の如く余裕の  
座席が残されて居る場合とは違ふから、無代で品物を贈呈することは出来な  
いが研究の結果、株主の所有株の多数に拘らず総て五分を引くといふことに

きめました。それはどう云ふところから来たかと申しますと、簡単に申せば、此の五分は百貨店の先づ賞味純益に当るのでありましてその商品を利益なしに経費だけを加へたもの即ち実費で株主に頒つといふ意味から来てゐるのであります。」<sup>17</sup>

当然ながら用語は用いられていないが、鉄道業や劇場が提供するサービスにおける非競合性という特徴を西野がよく理解していたことが窺われる。同時に、異なる特徴を持つ他産業に株主優待を応用するに際しての苦悩も読み取ることができる。非競合性という特徴を有しない産業の方が多数派であることから、西野の苦悩は、より一般的な株主優待の方法を考案するための「産みの苦しみ」であつたと捉えることもできる。その意味で、白木屋百貨店における株主優待の導入は、最初の株主優待である山陽鉄道（あるいは東武鉄道）の事例とはまた別の意味で画期的な事例であつたと考えることも可能であろう。

より一般的な株主優待の方法であつたがゆえに、白木屋百貨店による株主優待の事例は、興味深い論点を提示している。株主に対して利益なしで商品を販売するということは、株主優待を利用することによって株主が受け取る利益の総額は不変であるということの意味する。その意味で、株主全体で見れば株主優待の導入に伴う不利益は存在しないものの、個々の株主から見れば不利益が生じ得た。第1に、白木屋百貨店の株主全員が株主優待を利用するのは非現実的であり、例えば、同百貨店の店舗から遠方に在住の株主は優待を利用しなかつた可能性が高い。第2に、保有株数によって優待金額に差が設けられたが、それは逆進的であつたことから、株主優待の利用による利益の減少（すなわち配当原資の減少）の影響は大株主ほど大きく被ることになつた<sup>18</sup>。すなわち、この株主優待は少数株主の優遇策という位置づけをすることが可能である。このように、百貨店の株主優待には、保有株数や地理的な条件によって利益相反が発生するという一般的に株主優待が抱える問題が、既に示されていたのである。

ここまで整理したように、鉄道業から始まつた株主優待は徐々に他の産業にも普及したが、戦前の段階では導入した産業が限られていた。戦前における株主優待の到達点を把握するために、1930年代における状況を確認しておく。1937

年における株主優待については既に野瀬（2014）で紹介されていることから、図表 2-1 には 1933 年、1951 年、1967 年、1984 年における株主優待導入企業を示した。同図表が示すように、1933 年において株主優待を導入した企業の数では、鉄道業（鉄道以外の運輸を含む）が圧倒的であり、83 社中 64 社を占めた。また、1951 年における株主優待の導入企業数が戦前に比較して大幅に減少している事実が示されているが、これは戦時に鉄道業で企業再編が行われ、企業数が大幅に減少したことによる面が大きい。その点を考慮したうえで 1951 年における株主優待の導入企業数と構成比を見れば、鉄道と興行の分野において多くの企業が株主優待を導入するという状況に変化はないと考えてよいであろう<sup>19</sup>。

図表 2-1 株主優待導入企業数（社）

年	1933	1951	1967	1984
製造業	1	1	34	35
商業	1	0	14	27
証券	0	0	1	0
不動産	0	0	1	0
興行・観光	17	19	32	29
運輸	64	19	33	37
（うち陸運）	64	17	29	32
外食	0	0	0	5
その他	0	3	2	3
合計	83	42	117	136

（出所）向井勲（1933）『取扱例より観たる株式問題の研究』無我山書房、7-19 頁、東京証券取引所編（1951）『上場会社総覧 昭和 26 年版』日本出版広告社、580-588 頁、ダイヤモンド社編（1967）『ダイヤモンド会社要覧 全上場会社版 67 年 9 月版』ダイヤモンド社、857-873 頁、「特集 株主優待制度」『月刊総務』第 22 巻第 4 号、1984 年、27-31 頁。

（注）産業の名称および企業の名称・記載順は原資料による（企業名の旧字体は新字体に改めた）。1967 年時点と 1984 年時点については、原資料で優待の内容による分類がなされているため、筆者が分類した。

その後、1950 年代半ばから日本は高度経済成長期を迎え、日本企業の規模も急速な拡大を続けることになる。高度経済成長期後半の 1967 年における株主優待の導入企業をみると、1950 年代初頭に比較して、運輸や興行・観光の分野で株主優待を実施する企業が多いという点は不変であるが、それらに加え、製造業

においても株主優待を導入する企業が増加した点は大きな変化である。ただし、株主優待を導入した製造業の企業としては、食品や繊維といった、自社製品を消費者に提供することに意味がある企業が中心であった<sup>20</sup>。

しかし、1970年代になると、企業に関する情報を収録した年鑑の類でも株主優待に関する情報を得にくくなり、本格的な分析はおろか、株主優待に関する事実を整理することすら容易ではなくなる<sup>21</sup>。その後、1984年時点で株主優待を実施していた企業を示せば<sup>22</sup>、運輸、興行・観光、商業といった分野で株主優待を実施する企業が多く、製造業では最終消費財メーカーなど、消費者との関わりが深い企業が株主優待を実施しているといった特徴は、1967年と共通している<sup>23</sup>。136社という実施企業数を含めて考えても、1980年代半ばの段階では、67年の状況（117社が導入）から質的に大きな変化はなかったと考えてよいであろう。

1960年代末以降に株主優待に関する情報を得づらくなる理由を明らかにすることは困難であるが、さしあたり仮説として、(1) 製造業、とりわけ中間財を生産する重厚長大型の製造業を中心とする産業構造になったことで、株主優待が効果的でなくなった、(2) 安定株主を中心とする株主構成となることで、主に少数株主を対象とする株主優待の必要性が低下した、(3) 短期的な変動はあったものの、長期的に見れば株価の上昇局面が続いたことで、株主優待という形での利益還元を行う必要性が乏しかった、の3点を挙げておきたい。

しかし、(1) 産業構造における消費財産業の比重の増加、あるいはサービス産業化の進展、(2) 株主構成における安定株主の解体と個人株主の増加、(3) 株価の傾向的な上昇局面の終焉といった形で上記の条件が満たされなくなれば、株主優待を導入する企業が増加することは不自然ではなくなる。近年において株主優待を行う企業が増加するとともに、株主優待に関する研究も盛んにおこなわれるようになった背景には、そうした歴史的な前提があったと考える必要があるだろう。

### 3 現在の株主優待状況

#### 3.1 株主優待状況の変化

現在の株主優待実施状況は、『会社四季報』や『株主優待ガイド』などで知ることができる。図表 3-1 に示されるように、東京証券取引所を対象にすると、わが国の株主優待は 1993 年に上場企業の 10%、2002 年に 20%、2013 年に 30%を超え、2018 年 10 月に 36%（3664 社中 1480 社）で実施されている。特に、1992 年から 1998 年までは毎年 10%を超える対前年増加率であり、1990 年代に急激に広まってきたことがわかる。その後、2000 年代に入っても増加し続けたが、2009 年、2010 年は減少となった。この時期はリーマンショックから経済が悪化をし、上場企業数自体が減少したことが背景の一因と考えられる<sup>24</sup>。その後、現在まで増加傾向は続いている。

このような増加の内訳を見ると、毎年新規実施企業が存在しつつも、20~30 社程度の企業は廃止をしている。廃止理由を見ると、上場廃止が 67%、株主平等原則に基づく公平な利益還元が 33%となっている<sup>25</sup>。株主優待制度は、機関投資家にとってはその権利を行使しづらい。たとえば、国内機関投資家が食品を多数受け取っても利益として組入づらいことや、海外投資家が日本でしか利用できない鉄道割引券や鑑賞券を受け取っても利益とはなりにくい。

さらに、ここ数年の新たな特徴として、長期保有株主への優遇制度がある。統計を取り始めた 2012 年には 79 銘柄であったが、現在では 400 を超える銘柄で実施されている。これは、企業が考える株主優待の目的に長期保有があることを示唆している。企業は長期保有株主を増やすことで、安定株主を増やし、企業買収のリスクを低下させるという目的で長期保有優遇を行っていると考えられる。

図表 3-1 株主優待制度実施企業数（社）と実施率（％）

年	株主優待 実施企業	実施率	増加数	増加率 (%)	新設	廃止	長期保有 優遇
1992	247	9.7					
1993	283	10.9	36	14.6			
1994	317	11.7	34	12.0			
1995	349	12.2	34	10.1			
1996	389	12.9	40	11.5			
1997	437	13.9	48	12.3			
1998	503	15.5	66	15.1			
1999	541	16.4	38	7.6			
2000	570	16.9	29	5.4			
2001	632	18.0	62	10.9			
2002	748	20.7	116	18.4			
2003	807	22.3	59	7.9			
2004	868	23.6	61	7.6	87	26	
2005	952	25.3	84	9.7	119	35	
2006	1008	26.1	56	5.9	82	26	
2007	1081	27.1	73	7.2	105	32	
2008	1089	28.2	8	0.7	65	57	
2009	1038	27.3	-51	-4.7	34	85	
2010	1018	27.3	-20	-1.9	31	51	
2011	1038	28.5	20	1.9	44	24	
2012	1060	29.7	22	2.1	52	30	79
2013	1094	30.6	34	3.2	70	36	92
2014	1150	31.9	56	5.1	82	26	125
2015	1227	33.5	77	6.7	102	25	175
2016	1307	35.5	80	6.5	108	16	256
2017	1368	36.7	61	4.7	94	26	315
2018	1480	40.1	112	8.1	106	24	407

(出所) 大和インベスター・リレーションズ株式会社プレスリリース (2018年9月末現在) より

### 3.2 業種別に見た株主優待

2019年8月時点のデータをもとに、33業種分類に基づく株主優待制度の実施状況を実施率の高い業種順に図表3-2に示した。食料品、水産・農林業、小売業では、約80%の企業が実施している。食料品、水産・農林業、小売業に共通することとして、企業が提供する商品やサービスを個人投資家が直接目にすることの多い産業である。また、これらの産業は、第2章の歴史考察で説明したように、非競合性がある商品やサービスを扱っている業界である。たとえば、食料品を多少多く生産して、その一部を株主に配ったとしても、消費者が購入できずに、不満を持つことはない。さらに、第2章で紹介した陸運は62%、空運業は60%の実施率となっており、古くから実施されていた業種は高い実施率となっている。以上から、個人投資家に対して自社商品を提供できる企業が多い産業では、企業を評価してもらうために株主優待を実施していると考えられる。

一方、非鉄金属、電気・ガス、ガラス・土石製品、医療品、石油・石炭製品の5業種では、20%未満の企業しか実施していない。これらの業種は個人投資家との関わりが弱かったり、取扱商品を提供しにくかったりするため、自社商品を理解してもらえず、企業を適正に評価してもらいにくく、株主優待の実施率が低いと考えられる。

以上のように、業種別に株主優待実施状況を見ると、企業の商品やサービスが個人投資家に提供しやすく、商品を理解してもらえると実施率が高いと考えられる。

図表 3-2 33 業種別の株主優待企業数（社）と実施率（％）

	優待企業数	実施率
全企業	1458	40
食料品	101	83
水産・農林業	9	82
小売業	283	80
陸運業	38	62
空運業	3	60
銀行業	44	54
繊維製品	28	52
証券、商品先物取引業	21	51
不動産業	65	49
その他製品	51	47
その他金融業	15	44
卸売業	136	43
サービス業	193	43
海運業	5	38
金属製品	31	35
鋳業	2	33
化学	70	33
倉庫・運輸関連業	12	33
ゴム製品	6	32
輸送用機器	29	31
情報・通信業	125	28
鉄鋼	11	26
建設業	40	25
精密機器	12	24
保険業	3	21
パルプ・紙	5	21
機械	46	20
電気機器	46	19
非鉄金属	6	18
電気・ガス業	4	17
ガラス・土石製品	8	15
医薬品	9	13
石油・石炭製品	1	9

(出所) 野村証券ホームページより作成

### 3.3 実施内容別に見た株主優待

株主優待の実施内容を図表 3-3 に示した<sup>26</sup>。全体としては、ギフト券・招待券・割引券（以下、「ギフト券など」という）が圧倒的に多く、次いで食品、日用品・家電が多い。ギフト券などは、いわゆる金券に相当し、配当の代わりに提供されていると考えられる。また、自社商品を個人投資家に提供しづらい企業は、ギフト券などに企業名を入れるなどをして自社を宣伝していることの反映と考えられる。2位、3位はまさに自社商品・サービス PR のために、その商品やサービスを提供していると考えられる。

次に、株主優待実施率が平均値（40%）以上の 13 業種を見ると、食料品、水産・農林では、ほぼすべての企業が食品を提供している。これらの業種では、個人投資家に自社商品を提供して、企業理解を深めてもらっていると言える。また、企業の立場から見ると、自社商品であれば原価に近い金額の負担で、商品価格に相当するものを提供していることになるので、配当を支払うよりも費用を低く抑えることができるだろう。次に、小売業を見ると、ギフト券などが 73% と高い割合になっている。小売業、たとえばレストラン経営の企業、は商品を送ることが難しく、ギフト券などになっていると考えられる。

また、陸運業と空運業では、交通サービス<sup>27</sup>が 100% となっており、歴史的な流れを反映していると言える。次点として、ギフト券などが 87% と 100% になっている。これは、陸運業・空運業が多角化の一環でホテルや食堂などを経営していることの反映と言える。

これら以外で特徴的な業種としては、銀行業で 40% が食品であることと、繊維製品で衣料品が 57% となっている点が挙げられる。前者の理由として、その内容が地場産業の食品提供であり、地域貢献の一環として行っていると考えられ、後者は自社製品を提供していると考えられる。

上記に取り上げた業種以外は全体の特徴と同じく、ギフト券などが最も多くなっている。これらのことから、企業が個人投資家に商品やサービスを提供できる場合は、それらを提供するが、無理な場合にはギフト券などを提供していることがわかった。しかし、ギフト券を提供するならば、個人投資家にとっては配当と同じ効果をもたらすため、積極的に株主優待制度を利用する理由は明らかではない。

図表 3-3 優待内容の割合 (%) (複数優待あり)

	食品	衣料品	日用品・家電	食事券	ギフト券など	趣味	レジャー	交通サービス	宿泊サービス	その他
全企業	39	4	13	8	71	11	9	3	6	24
食料品	97	1	0	2	18	4	2	0	0	20
水産・農林業	100	0	11	0	33	11	0	0	0	0
小売業	46	10	15	27	73	10	2	2	3	16
陸運業	24	0	0	16	87	13	58	74	53	26
空運業	0	0	0	0	100	0	67	100	33	0
銀行業	43	0	7	0	52	2	2	0	2	77
繊維製品	14	57	29	0	86	11	4	0	0	21
証券・商品先物取引業	38	0	5	0	38	10	0	0	0	67
不動産業	29	0	12	8	83	5	22	6	20	23
その他製品	12	8	18	2	67	22	4	0	0	37
その他金融業	27	0	7	0	100	13	7	7	7	27
卸売業	44	5	18	5	69	8	7	1	1	13
サービス業	32	2	11	8	86	17	22	1	11	20

(出所) 野村証券ホームページより作成

### 3.4 長期保有優遇企業を対象とした株主優待

長期保有を促進している企業について業種と優待内容を図表 3-4 に示した。全体としては、優待企業全体の分析結果と同じく、ギフト券などが圧倒的に多く、次いで食品、日用品・家電が多い。

次に、株主優待実施率が平均値以上の 13 業種を見ると、食料品では、ほぼすべての企業が食品を提供している。次に、小売業を見ると、ギフト券などが 76% と高い割合になっている。これらの特徴も優待実施企業全体の分析結果と同じである。

また、陸運業・空運業では、ギフト券などが 100% となっている。追加的な優待の提供と考えるならば、交通サービスに関わるものを増やすよりも、代替性の高いものを提供するようになっていけると言える。これは、繊維業でも同じ特徴となっている。

上記に取り上げた業種以外は全体の特徴と同じく、ギフト券などが最も多くなっている。これらのことから、長期保有を促す場合、特に内容を変えるので

はなく、従来の内容を拡充していることがわかる。ただし、追加提供が株主にとって望ましくない商品である場合、ギフト券などに切り替えていることもわかった。

図表 3-4 長期保有を促進している企業の株主優待内容の割合 (%) (複数優待あり)

	食品	衣料品	日用品・家電	食事券	ギフト券など	趣味	レジャー	交通サービス	宿泊サービス	その他
全企業	40	3	17	6	77	12	11	4	6	32
食料品	96	0	0	0	28	4	8	0	0	28
水産・農林業	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
小売業	47	3	24	20	76	19	2	2	2	22
陸運業	7	0	0	29	100	21	79	86	79	36
空運業	0	0	0	0	100	0	100	100	0	0
銀行業	67	0	13	0	67	0	0	0	7	80
繊維製品	14	57	29	0	100	14	0	0	0	43
証券・商品先物取引業	25	0	0	0	63	13	0	0	0	50
不動産業	30	0	15	5	90	0	15	0	20	40
その他製品	13	13	25	0	75	19	0	0	0	31
その他金融業	29	0	14	0	100	29	0	0	0	43
卸売業	34	6	22	3	91	3	13	0	0	16
サービス業	41	2	23	9	89	14	32	2	11	25

(出所) 野村証券ホームページより作成

以上、第1に株主優待を実施する企業は拡大しているが、廃止に方針を転換した企業もあること、第2に株主優待実施は業種による偏りがあり、個人投資家に理解してもらいやすい企業が多い産業で高い比率であること、第3に実施内容として自社製品を提供しにくい企業が多い産業ではギフト券などが最も多いこと、第4に長期保有優遇の実施内容は従来からの拡充が中心であるということが確認できた。

## 4 株主優待の目的と効果

### 4.1 株主優待の目的

野村インベスター・リレーションズが株主優待実施企業に対して実施したアンケート結果を利用して株主優待に対してどのような認識が広がっているのかを検討する。同時に、経年変化を見るために、3年前のデータと比較してみる。株主優待の実施タイミングは企業によって異なり、時期の違いの影響を少なくし、変化を見やすくするために、3年間の変化とした。

図表 4-1 示すように株主優待をする目的は、上位から、個人株主の増加、株主の長期保有促進、自社製品やサービスの PR と、ここまでの検討と合致する結果が得られた。2015 年からの変化を見ると、個人株主の増加は継続して高かったが、株主の長期保有促進が急増していることが特徴と言える。企業の買収に対する防衛手段の1つとして株主優待の実施が認知されるようになったと言える。さらに、コーポレートガバナンス・コードの改訂によって、政策保有株式の説明義務が企業に生じ、必要以上の政策保有がしにくくなったことで、個人向け保有が促進したと考えられる。

図表 4-1 株主優待を実施する目的 (%) (複数回答)

年	2015	2018
個人株主の増加	63.8	68.4
株主の長期保有促進	32.4	63.9
自社製品やサービスの PR	50.2	47.4
株主の自社への理解促進	53.3	46.6
株主への利益還元	49.3	45.5
出来高の増加 (流動性の向上)	9.6	15.8
株価の上昇	17.5	13.5
その他	1.7	0

(出所) 『知って得する株主優待 2018 年版』企業アンケート報告書 野村インベスター・リレーションズ

株主優待の効果に対する認識は、図表 4-2 にあるように、2018 年の結果は、個人株主数の増加が最も多く、期待したとおりの結果が出ているといえる。次いで、長期保有個人株主の増加、個人株主問い合わせ増加、株価安定の効果が出ているという結果になっている。

さらに、2015 年からの変化を見ると、順位に変化はなく、個人株主数の増加が最大の目的となっている。株価安定の比率が最大であるものの、個人株主数の増加と株主安定以外は減少しており、期待に対して効果は低くなっている。さらに、効果があがっていないと答えた企業も 2018 年では 7.1%であり、2015 年よりも高くなっている。この結果は、株主優待の効果が個人株主の増加以外では限定的であると企業が感じていることを示している。

図表 4-2 株主優待実施の効果 (%) (複数選択)

年	2015	2018
個人株主数の増加	60.7	64.3
長期保有個人株主の増加	34.1	28.9
個人株主・投資家問い合わせ増加	29.7	28.6
株価安定	14.0	17.7
個人株主の株主総会出席数増加	17.5	16.2
個人株主持ち株比率の上昇	20.5	14.3
株主のユーザー増加	14.8	10.2
流動性向上	8.3	7.1
効果は上がっていない	4.8	7.1
その他	8.3	7.1

(出所) 『知って得する株主優待 2018 年版』企業アンケート報告書 野村インベスター・リレーションズ

さらに、長期保有者への優遇制度を導入した企業を対象に見ると、図表 4-3 に示すように 42%の企業が長期保有株主の増加を実感していることがわかる<sup>28</sup>。次いで、個人株主・投資家問い合わせ増加、個人株主増加の効果を実感している。

2017年からの変化を見ると、個人株主・投資家問い合わせ増加は増加しているが、個人株主増加は減少している。さらに、効果は感じられないという企業も15%あり、2017年の3%に比べて急増している。

この結果から個人株主を長期保有させる効果はあるものの、それ以外の効果は少ない。この理由は明確ではないが、マクロ要因として2017年に比べて、2018年の株式市場は低調であり、個人投資家の動きが消極的であったことが考えられる。

図表 4-3 導入企業における長期保有優遇制度導入の効果 (%) (複数選択)

年	2017	2018
長期保有株主の増減	38.9	42.4
個人株主・投資家問い合わせ増加	22.2	30.3
個人株主増加	40.7	28.8
効果は感じられない	3.7	15.2
その他	18.5	16.7

(出所) 『知って得する株主優待 2018年版』企業アンケート報告書 野村インベスター・リレーションズ

以上、アンケートから、第1に個人株主の増加、株主の長期保有促進、自社製品やサービスのPRが目的であること、第2に個人株主数の増加という効果は出ているが、効果が上がっていない企業もあること、第3に長期保有優遇は効果がまだ十分ではないことがわかった。

## 4.2 株主優待に対する過去の分析

株主優待に関する分析は、株式投資におけるパフォーマンスやリスクに関するものが多いが、株主構成に関するものもいくつかある。本稿では、株主構成に関する4つの分析を紹介していく。

野瀬(2014)では、第1に株主構成に関する動機(株主数の増加、株式保有期間の長期化、株式持合解消、敵対的買収の阻止、配当の代替手段)を株主優

待制度の導入理由として説明している。第2に株式パフォーマンスに関する動機（株式流動性の向上、株価の不安定化・安定化、株式指標との直接的相関）を導入理由として挙げている。第3にその他の動機（自社製品のアピール、節税効果、株主優待にかかるコストの軽減）を導入理由として挙げている。

鷺山(2014)では、2008～2015年のデータで株主優待廃止企業分析では97社、株主構成分析では76社を対象に分析している。第1に株式価値への影響を、廃止アナウンス10日前から10日後のCAR（累積超過リターン）を市場平均と比較してマイナスの仮説を検証している。第2に株主構成への影響を、個人、法人、外国の3分類にて、廃止した前年から廃止年、廃止年から翌年の変化率の差に対してt検定を行い、個人は減少し、その他は上昇するという仮説を検証している。その結果、CARは仮説どおりにマイナスであり、株主持株比率では、個人は仮説どおりに減少し、法人は増加しているが、外国人は有意に差がないとなっている。

柳瀬ゼミナール(2015)では、2010～2014年の1部・2部上場企業（のべ7492社）を対象に、買取防衛の役割（個人株主の長期組織化）買取リスクとして、PBR、現金保有比率、外国法人株主比率、浮動株比率の影響を分析した。その結果、買取リスクが高い企業ほど株主優待制度を実施し、株主優待を実施している企業の方がそうでない企業と比べて株価のボラティリティが小さく、株主優待実施企業のなかでは、買取リスクの高い企業ほど株価のボラティリティが小さいとなっている。

広田ゼミナール(2018)では、日本の証券取引所に上場している企業の2001年3月期から2016年3月期の計16年分のデータを対象に、所有者別持株比率を被説明変数としてパネル・データを用いた重回帰分析を行った。さらに、株主優待の内容や長期保有株主を優遇する株主優待制度によって株主構成に与える影響も分析した。分析結果は、株主優待を実施している企業は実施していない企業に比べて、個人の持株比率が高く、海外法人の持株比率は低い。金券および品物の株主優待は個人の持株比率を高めることが明らかとなったが、自社割引の株主優待では株主構成への影響は見られなかった。長期保有株主を優遇する株主優待を実施している企業は、優遇していない企業に比べて個人の持株比率が高く、海外法人の持株比率が低くなっている。

以上の過去の分析結果から、株主優待は、個人の持株比率、外国人の持株比率に影響していることが確認できた。さらに、買取りリスクや長期保有も株主の持株比率に影響することが示されている。

## 5 株主優待内容の株主構成への影響

第4章で示したように、株主優待制度は株主構成や買収防衛の目的に対して一定の効果があることが示されている。しかし、業種に関しての検討はほとんど行われていない。第3章で紹介したように、業種によって株主優待に関する取組みに大きく違いがあることを考慮して、業種別の分析を行っていく。

本稿では、個人の保有比率を直接分析せずに、浮動株比率と特定株式比率を対象に分析を行う。企業の個人投資家への重視は、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの広がり背景に行われている。持合などの関連企業による株式保有はガバナンスに問題を起しやす。ガバナンスを強化する目的として、特定株や固定株を減らし、個人投資家を増やしていると考えられる。さらに、個人保有には個人大株主が含まれている可能性があり、優待を実施しても大株主への影響は少なく、分析対象としたい多数の個人株主への分析としては浮動株比率などを用いた方がより適切であると考えた。

第1の分析として、株主優待が個人投資家を増やす目的ならば、導入企業の浮動株比率は高くなるはずである。この仮説を確認するために、2018年度の東京証券取引所上場企業3644社を対象に分析を行った<sup>29</sup>。

浮動株は東京証券取引所の基準に沿うと、1から固定株の上場株式数に占める割合を引いた値となっている。固定株は、大株主上位10位の保有株、自己株式等（相互保有株式（会社法308条1項により議決権の制限を受けている株式）を含む）、役員等の保有株、その他東証が適当とみなす事例（長期的又は固定的所有とみられる株式等）を指す。したがって、個人株主が増加する場合、この数値は高くなる傾向がある。

図表5-1は株主優待実施率が全企業の平均値（40%）より高い13業種の浮動株比率を示している。図表では優待実施率が高い業種順に記載している。全

体では、株主優待企業で17%、非優待企業で15%である。この平均値の差が0であるという帰無仮説を片側t検定で行うと、5%水準で帰無仮説は棄却される。この結果、優待企業の浮動株比率が非優待企業に比べて低いとは言えず、優待企業の浮動株比率が高くなっていることが示された<sup>30</sup>。株主優待実施率が高い上位5業種のうち4業種（食料品、小売り、陸運、空運）では、株主優待実施企業の浮動株比率は片側t検定を5%水準で行うと、有意に高くなっている。一方、平均近くの業種では、その差は小さく、有意に差がない業種もある。この結果は、業種ごとの株主優待実施率の差が浮動株比率へ影響することを示している。

さらに優待内容で比較すると、全体では、食事券を提供している企業は浮動株比率が高い。小売業や食料品などが高い値になっており、この影響が出ていると考えられる。業種別に見ると、食料品では食事券を提供している企業は浮動株比率が有意に高い。小売業でも同様である。ほかの業種では、提供内容による差はそれほど出ていない。個人株主にとって企業との繋がりが強い提供内容の場合、浮動株比率が有意に高くなっていると考えられる。

図表 5-1 浮動株比率 (%)

	食品	衣料品	日用品・家電	食事券	ギフト券など	趣味	レジャー	交通サービス	宿泊サービス	その他	優待	非優待
全企業	18	16	15	28	16	16	16	21	17	14	17*	15
食料品	19	11		27	24	21	9			16	19*	15
水産・農林業	24				23						24	15
小売業	25	13	14	34	17	19	14	15	17	18	20*	11
陸運業	17			12	18	13	17	20	19	18	18*	8
空運業					38		45	38	45		38*	7
銀行業	15		11		16	3	3		5	17	16	14
繊維製品	12	20	11		19	7	9			13	19	22
証券、商品先物取引業	17		9		17	12				15	16	13
不動産業	19		21	19	15	14	18	29	11	11	15*	10
その他製品	14	13	14	5	15	14	19			14	14	13
その他金融業	12		7		11	9	8	8	8	9	11*	6
卸売業	18	22	14	21	16	14	13	14	14	15	17*	14
サービス業	14	16	16	18	16	22	16	25	18	14	16	15

(出所) 野村証券ホームページ、日経 NEEDS Financial QUEST より作成

(注) 空欄はサンプルとなる企業がないことを示している。優待欄の「\*」は優待企業と非優待企業について、浮動株比率の平均値が有意水準5%で異なることを示している。

第2の分析として、株主優待が個人投資家を増やす目的ならば、導入企業の特定株比率は低くなるはずである。特定株は、固定株に類するものであり、大株主上位10名及び特別利害関係者（役員等）が所有する株式と上場会社が所有する自己株式である。したがって、個人株主が増加する場合、この数値は低くなる傾向がある。

図表5-2は株主優待実施率が高い13業種の特定株比率を示している。全体では、株主優待企業と非優待企業でどちらも52%であり、有意に差が出ていない。しかし、株主優待実施率が高い、小売り、陸運、空運の3業種では、優待実施企業の特定株比率は片側t検定を5%水準で行うと、有意に低くなっている。一方、最も実施率が高い食料品や平均近くの業種では有意に差がない。特に、実施率2位の水産・農林業では優待実施企業のほうが高いという、逆転が起きている。この結果は、業種ごとの株主優待実施率の差が特定株比率へ影響することを示している。

さらに優待内容で比較すると、全体では、交通サービスを提供している企業は特定株比率が低い。陸運や空運などで低い値になっており、この影響が出ていると考えられる。業種別に見ると、食料品業について食品と衣料品に、水産・農林業について食品とギフト券などに、小売りについてレジャーと食事券にと、いくつかの内容で差が出ている。浮動株と同じように個人株主へ個人株主にとって企業との繋がりが強い提供内容の場合、特定株比率が低くなっている業種がいくつかあるが、浮動株に比べて明確な傾向は表われていない。

図表 5-2 特定株比率 (%)

	食品	衣料品	日用品・家電	食事券	ギフト券など	趣味	レジャー	交通サービス	宿泊サービス	その他	優待	非優待
全企業	51	52	53	51	53	53	50	40	45	49	52	52
食料品	50	32		40	44	46	39			46	50	53
水産・農林業	45				64						45	31
小売業	55	57	56	53	56	57	70	51	56	57	56*	65
陸運業	40			33	37	37	32	34	34	34	39*	55
空運業					33		23	33	23		33*	78
銀行業	32		29		29	35	35		31	33	32	32
繊維製品	49	43	47		42	53	43			48	43	46
証券・商品先物取引業	43		76		50	33				40	43	45
不動産業	57		57	56	60	70	55	59	50	59	59	60
その他製品	50	51	60	30	52	60	47			47	53	52
その他金融業	44		46		57	48	33	33	33	56	57	61
卸売業	49	57	51	40	52	58	51	74	46	48	51	51
サービス業	63	62	67	57	60	61	63	62	56	60	60	62

(出所) 野村証券ホームページ、日経 NEEDS Financial QUEST より作成

(注) 空欄はサンプルとなる企業がないことを示している。優待欄の「\*」は優待企業と非優待企業について、特定株比率の平均値が有意水準 5% で異なることを示している。

## 6 おわりに

本稿では、株主優待の実態を把握するために、業種と実施内容に注目して分析を行ってきた。株主優待制度は上場企業の約 40% で実施されており、その実施内容も様々である。第 2 章の歴史をたどる部分で見たように、その歴史は遅くとも明治時代の 1899 年にまでさかのぼれ、鉄道から始まり、演劇、商業へと拡大していった。その目的としては、列車や劇場の空席を株主に無料で提供するというもので、現在のように個人株主の拡大を明確に謳っているものではなかったが、業種によって株主優待の行いやすさに違いがあるということが示唆された。第 3 章では現在の状況を見たが、その結果は、株主優待が年々広がり、近年では長期保有優遇制度も導入されていること、業種により実施状況が大きく異なること、株主優待内容はギフト券が多く、自社商品を提供できる業種でのみ自社の商品やサービスを提供していることがわかった。第 4 章では、企業アンケートから個人株主の拡大を最大の目的として認識しており、過去の

分析から個人の持株比率、外国人の持株比率に影響していることがわかった。

第5章では、業種別に株主優待の影響を確認した。浮動株比率では全体での差が有意に出ているが、特定株式比率では有意に差が出ていない。業種別にみると、浮動株比率は株主優待実施率が高い業種で有意に差が出ている。具体的には、小売り、陸運、空運で有意に差が出た。株主優待実施率が高い業種では仮説どおりに個人株主拡大と合致する結果が出ているが、優待実施率が低くなると、差が出にくくなっている。また、優待内容については、食料品では食事券を提供している企業は浮動株比率が高くなるなど、個人株主へ個人株主にとって企業との繋がりが強い提供内容の場合、浮動株比率が高くなっていた。これらは、かたちだけの株主優待の実施では株主構成にまで影響が及びにくいことを示している。

しかし、本分析では、優待制度と配当との関係を全く考慮していない。株主への還元の見点から見ると、配当やキャピタルゲインとの関係性は無視できず、これらの影響を考慮した分析を行う必要がある。この分析の際には、優待内容の金銭的価値を含めることも必要だろう。

加えて、個々の企業の経年変化を見て、株主優待を実施することが企業の株主構成にどのような変化を与えるかについても分析できていない。株主優待を実施した結果、本当に目的どおりに個人株主が増えているのか、買取りリスクが減少しているのかどうかといった事は判明していない。今後の分析では、これらについて検討を加えていきたい。

さらに、本分析では、英米では株主優待が行われず、日本でのみ行われている理由は明らかになっていない。株主優待を実施していない企業との比較や株主優待を廃止した企業の分析などを行うことで、この違いが何によって生じているのかを検討することができるだろう。

このように、多くの検討材料は残っているものの、株主優待制度の実施の有無が株主構成に影響を与え、その影響の程度は業種や優待内容によって異なっている。このことは投資家が優待という事実のみで投資判断しているのではないことと、企業が優待制度によって株主構成を変化させたい場合に、優待内容まで検討する必要があることを示しているといえる。

---

## 注

- 1 Modigliani-Miller の配当に関する無関連性命題に従うと、完全市場では配当と企業価値は独立であることが示されている。
- 2 証券会社であるハーグリーブス・ランズタウン社のホームページによる。
- 3 株主優待に関する学術研究は現状を対象とするものが中心であり、その歴史に関する検討は十分ではないようである。例えば、野瀬 (2014) は、『会社四季報』に記載された情報に依拠し、1937 年段階の実施企業を紹介するにとどまっている。
- 4 例えば、「株主優待の歴史を紐解く」『日経マネー』第 392 号 (2015 年 3 月号)、34-35 頁、が挙げられる。
- 5 東武鉄道年史編纂事務局編 (1964)、558 頁。
- 6 「白木屋の株主優待」『実業の日本』第 29 巻第 6 号、1926 年、78、90-91 頁。
- 7 西野は、1887 年に慶應義塾を卒業すると同時に山陽鉄道に入社し、同社が鉄道国有法により国有化される 1906 年まで在籍し、要職を務めた。その後、帝国劇場、東京海上 (および明治火災)、東洋製鉄を経た後、1921 年に白木屋呉服店の社長となった (『人事興信録』第 12 版、下巻による)。こうしたキャリアから、「日本では珍しいワンダーフォーゲル型のトップ・サラリーマン経営者であった」と評されている (由井編 (1996)、1-2 頁)。
- 8 この山陽鉄道は、今日存在する私鉄の山陽鉄道ではなく、鉄道国有化以前における山陽鉄道株式会社であり、現在における JR 山陽本線にあたる路線を中心に鉄道事業を運営していた企業である。
- 9 前掲「白木屋の株主優待」、90 頁。
- 10 由井編 (1996)、23-24 頁。
- 11 山陽鉄道においても、西野が入社するのとはほぼ同時期に社長を退任した中上川彦次郎が、社長在任時に長期的な成長を志向する方針を採用したことに対して、株主から強く非難され、これが社長退任の背景となったことはよく知られている (井田 (1997))。
- 12 東武鉄道の社史にも最初の事例と位置付ける記述はない。最初の事例であったとすれば、いま少し強調した書き方がなされていても不自然ではあるまい。
- 13 帝国劇場は 1907 年に設立されたが、西野は発起人として同社の設立に関与し、設立後は 1912 年 3 月まで専務取締役を務めた (由井編 (1996)、27-32 頁)。
- 14 前掲「白木屋の株主優待」、90 頁。
- 15 「追加的な費用を発生させず」と記したが、稼働率の上昇にともなって設備の減耗率が高まるといった細かい点については考慮していない。
- 16 西野は 1927 年 3 月に経営不振の責任をとって辞任するまで白木屋百貨店の社長を務めた (由井編 (1996)、48-56 頁)。なお、白木屋百貨店は後に東急電鉄の傘下に入り、1933 年に東横百貨店と合併した。
- 17 前掲「白木屋の株主優待」、90 頁。
- 18 後出の図表 2-1 に示された 1933 年時点における実施企業のうち、白木屋百貨店の株主優待の内容を示せば、株主が白木屋百貨店で買い物をした際の割引額 (買上額の 5%) の上限 (1 年間) は、10 株 : 800 円、30 株 : 1,200 円、50 株 1,600 円、100 株 : 2,400 円、200 株 : 3,600 円、300 株 : 4,800 円とされた (向井 (1933)、19 頁)。

- 19 なお、戦時において株主優待がどのような状況にあったのかは不明である。戦時経済統制の下で株主の権限を抑制することを意図した改革が行われた事実を踏まえれば（岡崎（1993））、株主優待のあり方に何らかの変化があった可能性もある。ただし、戦時の株主優待について論じるための準備は整っていないため、ここでは戦時を挟んで株主優待を行う企業の構成に大きな変化がなかった事実のみを指摘するとどめる。
- 20 この時期には、生地や毛糸などを購入し、衣類を自家生産するという生産・消費のあり方が広く見られたことを想起する必要がある。
- 21 例えば、ダイヤモンド社『ダイヤモンド会社要覧』（年2回刊行）では、1967年9月号まで、巻末に各社の株主優待の内容が列挙されていたが、68年以降は掲載されていない。また、日刊経済新聞社『株式投資手帖』でも、1962年までは各社の株主優待に関する情報が掲載されているが、その後は掲載されなくなった。『会社四季報』でも、1970-77年には株主優待に関する情報は不定期に掲載されるのみであった。時期が多少異なるが、概ね1960年代末までには、株主優待に関する情報を得づらい状況になったと見てよさそうである。
- 22 「特集 株主優待制度」『月刊総務』第22巻第4号、1984年、22頁。
- 23 株主優待を実施する繊維メーカーが減少したことは、(1) 既製服を購入するという衣類の消費スタイルの定着や、(2) 繊維製品の供給の国内生産から輸入へのシフトに対応した現象であろう。
- 24 東証一部上場企業数は、2007年末1727社、2008年末1715社、2009年末1684社、2010年末1670社、2011年末1672社となっており、2008年から3年間連続して減少している。
- 25 2018年9月末現在大和IR調べによる。
- 26 優待内容は1種類ではなく、複数の中から選択することができるものがあるため横軸の合計は100%を超えることがある。  
また、優待内容の区分は野村証券ホームページの分類を利用している。食品は、食料品と食事券の合計である。趣味は、音楽、玩具、写真、観劇、映画、本、美術、花の合計である。その他は、カレンダーや文具、アクセサリ、化粧品などの合計である。
- 27 交通サービスは、鉄道1日乗車券、割引乗車券など鉄道、バス、航空機などの優待を指している。
- 28 このアンケート項目は2017年から実施されたため、2015年との比較とはなっていない。
- 29 対象は、一部上場、二部上場、マザーズ、JASDAQの内国普通株式であり、PRO MARKETや上場投資信託は除いている。
- 30 以下、優待企業と非優待企業の平均値の差が0であるという帰無仮説に対して、片側t検定で有意水準5%で帰無仮説は棄却され、優待企業の平均値が非優待企業に比べて低いとは言えないことを、「有意に高い（差がある）」と記述する。

## 参考文献

- 井田泰人 (1997) 「山陽鉄道会社における中上川彦次郎の経営姿勢と社内改革」『交通史研究』第 39 号、pp.56-69
- 岡崎哲二 (1993) 「企業システム」岡崎哲二・奥野正寛編『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社
- 大和インベスター・リレーションズ株式会社 (2014-2019) 『株主優待ガイド』大和インベスター・リレーションズ株式会社
- 柳瀬典由ゼミナール (東京経済大学経営学部) (2015) 「株主優待制度の実施動機 ～機関投資家から個人株主へ安定株主の変化～」生命保険論集 191
- 東洋経済新報社 (2014-2019) 『会社四季報』東洋経済新報社
- 東武鉄道年史編纂事務局編 (1964) 『東武鉄道六十五年史』東武鉄道株式会社
- 野瀬義明 (2014) 「株主優待制度の実施動機」『桃山学院大学経済経営論集』第 55 巻第 3 号、pp.153-168
- 野瀬義明、宮川壽夫、伊藤彰敏「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、pp.82-93
- 野村総合研究所 (2018) 『知って得する株主優待 2017 年版、2018 年版 企業アンケート報告書』
- 向井鼎 (1933) 『取扱例より観たる株式問題の研究』無我山書房
- 安武妙子 (2016) 「株主優待の価値に関する考察」『創価経済論集』45 号、pp.129-136
- 由井常彦編 (1996) 『西野恵之助伝』日本経営史研究所
- 鷺山怜爾(2014) 「株主優待の廃止による影響－株主価値と株主構成に焦点を当てて－」『会津大学短期大学部卒業研究論文要旨集』
- 広田真一ゼミナール (早稲田大学商学部) (2018) 「株主優待の実施が企業の株式所有構造に与える影響」広田ゼミナール  
<<http://www.waseda.jp/sem-hirota/index.html>> (参照日 2019 年 10 月 20 日)