

パネルデータを用いた株主優待制度の外国人株式所有 構造へ与える影響

— 小売業と食料品業について —[※]

Impact of shareholder benefits on foreign shareholder structure using panel data: in the retail and food industry types

楠 美 将 彦^{*}

Masahiko Kusumi

大 島 久 幸^{**}

Hisayuki Oshima

要約

本稿では、株主優待制度の外国人株主比率への影響を見るために、2業種に絞って分析を行った。対象とする小売業と食料品業は株主優待制度の実施率が
高く、制度が十分に浸透している業種と言える。

パネルデータを用いた分析結果から、この2業種では、予想と異なり、外国人株主比率へ正の効果があることが確認された。様々な考察が可能であるが、本稿では、十分に株主優待制度が浸透し、株主への利益還元の意識が強い業種において、他の企業が実施している制度に追随しない企業に対して外国人株主がマイナスの評価をすると考えた。投資家への利益還元という広い視点でみると、優待制度を実施している企業は利益還元の意識が強いと評価できる。つまり、株主優待制度が十分に広まっている業種では、株主優待を実施しないことが負の効果を与え、株主優待制度が外国人投資家にとって利益還元の指標として機能していることを示唆している。

[※] 本稿は、フェリス女学院大学国際交流学部齊藤直教授を含めた3名の共同研究の成果である。

^{*} 高千穂大学商学部教授

^{**} 高千穂大学大学院経営学研究科・高千穂大学経営学部教授

目次

- 1 はじめに
- 2 株主優待実施状況
- 3 分析手法と分析結果
 - 3.1 プーリングデータ分析
 - 3.2 パネルデータ分析
 - 3.3 考察
- 4 おわりに

1 はじめに

わが国において株主優待制度は、上場企業の半数近くで実施されている。株主優待制度は、個人投資家が投資判断する材料の一つとされ、多くの株式投資のガイドブックやウェブサイトでも公開されている。個人投資家は、株式投資によってキャピタルゲインや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、株主優待の受取りも期待している。

企業も個人株主の増加を目指して、株主優待制度を行っている。野村総合研究所「知って得する株主優待 企業アンケート報告書」（2020）によると、実施目的の上位 3 つは、「個人株主の増加」（64.4%）、「株主の長期保有促進」（59.5%）、「株主への利益還元」（51.1%）となっている。このことから個人株主を意識した施策であることがわかる。

一方、外国人投資家は、投資利益重視と言われており、キャピタルゲインやインカムゲインの望める株式を保有しようとしている。株主優待では、観劇券、食品サンプルや企業見学など、日本に拠点のない外国人投資家が利益を享受できない内容のものも多い。このことを考慮し、株主平等原則に反していることを理由に株主優待制度を廃止する企業も出てきている。したがって、外国人投資家は株主優待からの利益を受取りにくく、従来の分析では外国人投資家は株主優待を望んでいないという説明が行われている。

たとえば、鷺山 (2014) は、2008 年から 2014 年の株主優待廃止企業を対象に、株主構成への影響を、個人、法人、外国人の 3 分類で分析している。その中で、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、外国人株主比率は上昇するという仮説を検証している。その結果、外国人株主比率について帰無仮説は棄却されなかった。また、広田ゼミナール (2018) は、2001 年度～2015 年度を対象にパネルデータ分析を行った。固定効果モデルでの検証から、外国人株主比率が株主優待制度実施企業ほど低くなる結果を示している。

しかし、改めて考えると、株主優待制度は、個人投資家を重視している施策ではあるが、企業が株主への利益還元を行う施策でもある。企業は投資家への利益還元を強く意識するようになっており、株主優待制度はその一環と見なすこともできる。十分に株主優待が広がっている業種では、企業が株主優待を実施しないことが、株主への利益還元にも消極的であると投資家が評価する可能性がある。外国人投資家にとって、一定の条件の下で、株主優待制度を実施している企業は株主を重視しており、利益還元の意識が強く、その目的と共通している部分もあるといえるだろう。

そこで、本稿では、過去の分析を踏まえた上で、株主優待制度の外国人株主比率への効果を明らかにする。その際、楠美・齊藤 (2020) で示した業種による違いを考慮し、株主優待制度の実施率が特に高い小売業と食料品業を対象に分析を行う。分析においては、単年度ではなく数年間のパネルデータを用いることにする。

以下では、第 2 章で基本的な株主優待制度と財務指標のデータを確認し、その特徴を捉える。第 3 章では、パネルデータを用いて株主優待制度の外国人株主比率への影響を分析し、その結果について考察を加え、最後にまとめとする。

2 株主優待実施状況

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¹⁾。東京証券取引所を対象にすると、2019 年時点で上場企業の約 40% の 1458 社が株主優待制度を実施している。その中でも、食料品業、水産・農林業、小売業では、約 80% の企業が実施している。

本稿では、この実施率の高い業種のうち、企業数が多い2業種を分析対象として議論を進める。2019年時点で小売業は354社中283社(80%)、食料品業は100社中83社(83%)の実施となっている。その株主優待内容は、小売業ではギフト券が多く、食料品業では食品の提供が多くなっている。

これら2業種の基本統計量を図表2-1に示した。分析期間はどちらも2012年から2019年の8年間であり、小売業は224社(標本数:1207)、食料品業は99社(標本数:643)である。株主優待は実施している企業に1、実施していない企業に0を割り当てている。さらに、過去の分析でも取り上げられていた財務指標についても併記した²。優待制度実施の有無は会社四季報から入手し、その他の財務データは日経Financial Questから入手した。配当性向は配当額を純利益で割った値、負債比率は負債を総資産で割った値として求めた³。株式収益率は1~12月の権利調整済みデータを用いた。

図表 2-1a 基本統計量 【小売業】

	平均	最大	最小	標準偏差
株主優待	0.810	1	0	0.392
外国人比率	0.126	0.829	0.001	0.133
配当性向	0.514	23.312	-0.654	1.366
負債比率	0.504	0.893	0.096	0.171
ROA	0.042	0.258	-0.260	0.037
株式収益率(年)	0.150	10.180	-0.994	0.697

図表 2-1b 基本統計量 【食料品業】

	平均	最大	最小	標準偏差
株主優待	0.812	1	0	0.391
外国人比率	0.108	0.476	0.001	0.104
配当性向	0.435	8.026	-9.409	0.809
負債比率	0.430	0.782	0.134	0.145
ROA	0.034	0.217	-0.069	0.024
株式収益率(年)	0.357	11.393	-0.994	1.327

出典：会社四季報、日経Financial Quest

どちらの業種でも、期間中の平均として80%超の株主優待比率となっている。外国人株主比率は小売業で13%、食料品業で11%と2019年3月時点の全企業ベースでの平均値である約29%の半分以下となっているが、小売業では、最大82%と外国人株主がかなり参入している企業も存在している。

また、各財務指標のうち、配当性向は小売業が51%、食料品業が44%であり、日本企業の一つの指針とされている約30%⁴に比べてかなり高く、この2業種では、利益還元の意識が高いことが伺える⁵。

次に、株主優待実施率を時系列で示したものが、図表2-2である。各財務指標の平均値も併記した⁶。

図表 2-2a 時系列データ 【小売業】

年	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	全期間
株主優待実施率	0.776	0.763	0.804	0.800	0.818	0.807	0.839	0.853	0.810
外国人比率	0.120	0.123	0.130	0.128	0.140	0.116	0.132	0.120	0.126
配当性向	0.375	0.393	0.591	0.538	0.526	0.574	0.577	0.503	0.514
負債比率	0.526	0.516	0.503	0.511	0.499	0.499	0.489	0.501	0.504
ROA	0.040	0.043	0.040	0.042	0.043	0.045	0.043	0.039	0.042
株式収益率(年)	0.204	0.288	-0.020	0.377	0.008	0.167	0.394	-0.143	0.150
標本数	125	135	148	150	154	150	161	184	1207

図表 2-2b 時系列データ 【小売業】

年	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	全期間
株主優待実施率	0.809	0.767	0.797	0.810	0.835	0.807	0.822	0.837	0.812
外国人比率	0.093	0.091	0.107	0.114	0.108	0.113	0.119	0.109	0.108
配当性向	0.587	0.522	0.387	0.661	0.307	0.319	0.317	0.446	0.435
負債比率	0.454	0.443	0.426	0.425	0.426	0.429	0.423	0.419	0.430
ROA	0.028	0.031	0.030	0.031	0.029	0.036	0.044	0.039	0.034
株式収益率(年)	0.098	0.187	0.125	0.370	0.063	1.073	0.763	0.027	0.357
標本数	68	73	74	79	85	88	90	86	643

出典：会社四季報、日経 Financial Quest

株主優待実施率は、どちらの業種も期間中多少の変動はあるものの、上昇傾向にあると言える。外国人株主比率は、どちらの業種も期間中多少の変動はあるもののほぼ全期間の平均値に近い値となっている。

各財務指標のうち、小売業の配当性向では2014年以降50%を超える水準となっている。一方、食料品業の配当性向では50%を超える水準だったが、低くなっている。負債比率やROAはどちらの業種でも大きな変化がない。

さらに、2業種を対象に株主優待を実施している企業とそうではない企業で、外国人株主比率の推移を図表2-3にまとめた。

図表 2-3a 株主優待実施企業と非実施企業の外国人株主比率 【小売業】

年	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
平均	0.120	0.123	0.130	0.129	0.140	0.121	0.138	0.121
優待企業	0.109	0.117	0.121	0.125	0.133	0.115	0.131	0.119
非優待企業	0.158	0.143	0.17	0.142	0.169	0.149	0.176	0.135
優待実施率	0.779	0.768	0.804	0.800	0.818	0.807	0.839	0.853

図表 2-3b 株主優待実施企業と非実施企業の外国人株主比率 【食料品業】

年	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
平均	0.112	0.120	0.111	0.108	0.114	0.107	0.091	0.093
優待企業	0.108	0.119	0.111	0.101	0.110	0.106	0.089	0.091
非優待企業	0.135	0.129	0.115	0.146	0.130	0.112	0.099	0.104
優待実施率	0.809	0.767	0.797	0.810	0.83	0.807	0.822	0.837

出典：会社四季報、日経 Financial Quest

小売業では、約80%の企業が株主優待を実施しているが、外国人株主比率は12%前後で推している。その外国人株主比率を見ると、株主優待を実施していない企業の方が高くなっており、この傾向は継続している。

一方、食料品業でも、約80%の企業が株主優待を実施しているが、外国人株主比率は10%前後で推移している。その外国人株主比率を見ると、株主優待を実施していない企業の方が高くなっており、この傾向は継続している。

この外国人株主比率について、日本取引所グループがまとめたデータをもとに、推移と各業種の数値を示したものが図表 2-4 である⁷。業種別抜粋では、外国人株主比率の上位 5 業種と下位 5 業種と分析対象の 2 業種を示した。参考値として、個人・その他の投資家比率と優待実施率も併記した。

図表 2-4a 外国人株主比率の推移 【全企業】

年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
外国人	0.280	0.308	0.317	0.298	0.301	0.303	0.291	0.296
個人・その他	0.202	0.187	0.173	0.175	0.171	0.170	0.172	0.165

図表 2-4b 外国人株主比率（2019 年度） 【業種別抜粋】

	外国人	個人・その他	優待実施率
医薬品	0.423	0.127	0.132
精密機器	0.412	0.117	0.235
電気機器	0.401	0.144	0.188
その他製品	0.370	0.125	0.468
鉱業	0.363	0.041	0.333
小売業	0.229	0.254	0.853
食料品業	0.220	0.188	0.837
陸運業	0.212	0.224	0.623
倉庫・運輸関連業	0.208	0.173	0.333
パルプ・紙	0.183	0.169	0.208
空運業	0.176	0.404	0.600
水産・農林業	0.126	0.289	0.818
全企業	0.296	0.165	0.400

出典：会社四季報、日本取引所「2019 年度株式分布状況調査の調査結果について」

対象期間の外国人株主比率は、30%前後で推移しており、大きな変化はない。2019 年度の業種で比較すると、分析対象の 2 業種はその全体の平均値以下の水準に留まっており、外国人株主の参入が進んでいない業種である。このため、外国人投資家の参入余地があると言える。個人株主比率はほぼ 20%に近い水準

で推移しており、対象の2業種は平均値より高く、外国人株主比率が高い業種は優待実施率が低い傾向に見える。

これらの株主優待実施と外国人株主比率や他の財務指標の関係を踏まえて、次章ではパネルデータを用いた分析を行っていく。

3 分析手法と分析結果

3.1 プーリングデータ分析

本節では、パネルデータをプーリングデータとして分析した結果を検討する。モデルは、被説明変数は外国人株主比率 (FR) として、(1) 式で表される。

$$FR = f(SB, DIV, DEBT, ROA, SR) \quad (1)$$

説明変数の株主優待 (SB) は実施している企業に1、実施していない企業に0を割り当てた。過去の研究や前節の基本統計量を見ると、株主優待の実施は負の符号が仮説となる。操作変数は、配当性向 (DIV)、負債比率 ($DEBT$)、 ROA 、株式収益率 (SR) とする。配当性向は、株主への利益還元を代替する指標なので正の符号が期待される。負債比率が高いほど企業が破綻する可能性が高まり、成長性よりも安定性を重視するため、負の符号が期待される。 ROA と株式収益率は、企業の成長性を示しているため、どちらも正の符号が期待される。

パネルデータをプーリングデータとして最小自乗法を用いて分析した結果が図表3-1である。小売業についての分析結果をみると、株主優待は有意水準5%で0とは異なる正の係数である。つまり、株主優待をしている企業の方が、外国人株主比率が高くなる。同様に、食料品業についての分析結果をみると、株主優待は有意水準5%で0とは異なる正の係数である。つまり、株主優待をしている企業の方が、外国人株主比率が高くなる。

非常に興味深い共通の結果として、一般的に言われている株主優待制度の実施が外国人株主比率を下げる要因になっていない。これは、事前の予想や図表2-4での傾向と反する結果であり、その理由を検討する必要があるだろう。

図表 3-1 プーリングデータ分析結果

	小売業		食料品業	
	係数	p 値	係数	p 値
定数項	22.10	0.000	17.85	0.000
株主優待	1.84	0.027	2.02	0.023
配当性向	-0.000769	0.464	-0.00308	0.095
負債比率	-22.89	0.000	-22.34	0.000
ROA	18.81	0.002	30.13	0.000
株式収益率（年）	-0.05	0.803	0.09	0.409
Adjusted R ²	0.9061		0.9036	
標本数（社×年）	228×8		99×8	

出典：会社四季報、日経 Financial Quest

3.2 パネルデータ分析

前節では、パネルデータをプーリングデータとして分析し、予想とは異なる結果となった。この理由として、分析手法の問題が考えられる。

パネルデータの場合、単純な回帰分析より望ましい手法で分析すべき場合がある。個々のデータを見ると、時系列の特性や観測されない企業別の特性が含まれているとき、それぞれのデータの独立性は損なわれ、単純な最小自乗法ではその効果を誤って捕らえてしまうことがある。たとえば、株価が急落した年などは時系列ダミーを入れるべきだが、プーリングデータではこの調整は行われていない。また、今回操作変数に含めていない要因により、同一業種内でも特定の企業が高い外国人株主比率となることもあるだろう。これらの可能性を考慮すると、前節の分析結果は、パネルデータに対する不適切な手法を用いたために生じている可能性がある。個々のデータの独立性が保たれない場合、時系列の効果や各企業の個別要因の効果を調整したモデルで検証する方が妥当な可能性がある。

そこで、パネルデータに対してプーリングデータモデル、固定効果モデル、変動効果モデルの3つのモデルを比較・検証し、より適切なモデルがどれかを再検討する。

固定効果モデルは、変動効果モデルやプーリングデータモデルにくらべて、観測されない個々の企業特性が残っていることを想定して行う分析手法である。一方、変動効果モデルは、観測されない各年の特性が残っていることを想定して行う分析手法であり、年ダミーを想定しているモデルに類似している。

第2章の図表 2-3 や図表 2-4 で示されているように、外国人株主比率は、この2業種でも全企業ベースでも年平均に違いがないことから、変動効果モデルが適切となる可能性は低いだろう。そこで、固定効果モデルがより適切であるかを検証する。

モデル選択では、固定効果モデルとプーリングデータモデルとの比較をF検定で行い、固定効果モデルと変動効果モデルとの比較をハウスマン検定（カイ二乗検定）で行った。2つの検定の結果、「固定効果モデルよりもプーリング回帰モデルが正しい」という帰無仮説と、「固定効果モデルよりも変動効果モデルが正しい」という帰無仮説が棄却されたため、固定効果モデルで分析することとした。これは、各企業の外国人株主比率は企業固有の平均値があり、その影響を除去したモデルで株主優待の効果を検証することになる。

図表 3-2a は固定効果モデル、図表 3-2b は変動効果モデルの分析結果である。被説明変数は、これまでどおり、外国人株主比率である。また、業種内企業のうち連続してデータがとれる 224 社と 99 社を対象とした⁸。

図表 3-2a 固定効果モデル分析結果

	小売業		食料品業	
	係数	p 値	係数	p 値
定数項	22.077	0.000	17.814	0.000
株主優待	1.769	0.035	2.023	0.023
配当性向	-0.00102	0.374	-0.00308	0.096
負債比率	-23.003	0.000	-22.362	0.000
ROA	18.263	0.003	30.149	0.000
株式収益率（年）	-0.074	0.714	0.086	0.413
Adjusted R ²	0.903		0.903	
F 値	41.773		54.408	

図表 3-2b 変動効果モデル分析結果

	小売業		食料品業	
	係数	p 値	係数	p 値
定数項	19.320	0.000	14.952	0.000
株主優待	1.252	0.108	1.519	0.071
配当性向	-0.00107	0.341	-0.00313	0.090
負債比率	-19.66	0.000	-17.90	0.000
ROA	25.950	0.000	35.057	0.000
株式収益率（年）	-0.105	0.596	0.079	0.448
Adjusted R ²	0.085		0.110	
カイ二乗検定値	38.138		20.462	

出典：会社四季報、日経 Financial Quest

小売業では、外国人株主比率に対して、予想に反して株主優待は有意水準 5% で 0 とは異なる正の係数となった。説明変数では、配当性向と株式収益率が有意水準 5% で 0 とは異なる係数とはなっていない。配当性向は、この分析では、外国人株主の行動に影響を与えない結果となった。

一方、食料品業も同様に、外国人株主比率に対して、予想に反して株主優待は有意水準 5% で 0 とは異なる正の係数となった。説明変数でも、配当性向と株式収益率が有意水準 5% で 0 とは異なる係数とはなっていない。配当性向は、この分析では、外国人株主の行動に影響を与えていない結果となった。

これらの結果から、小売業と食料品業では、株主優待制度を実施している企業は、外国人株主比率が高いという同一の結果が導かれた。この事実は、プーリングデータ分析の結果と同様に、従来の理解と反するものであり、次節で考察を加えていきたい。

3.3 考察

前節で示されたとおり、パネルデータ分析の結果、固定効果モデルで株主優待の実施が外国人株主比率に対して有意に 0 とは異なる正の係数となっている。

改めて株主優待制度を考えると、企業が利益配分の対象として、株主を重視している行為とみなせる。その業種での実施率が高いということは、この業種全体に株主重視の意識が強いことを意味し、投資家が銘柄を選択する際、類似企業と比較して、株主優待制度を実施していることが株主重視であることを示す必要条件となっている可能性がある。株主重視の姿勢を示していない企業は、外国人投資家にとって株式投資からの収益を期待できず、投資対象から外れていくだろう。上記の論理で考えると、株主還元が浸透している業種では、株主優待制度の実施が株主重視の重要な指標となっているといえる。したがって、株主優待を実施した企業が高い外国人株主比率になる。

この論理を補足するデータとしては、第2章で示したとおり、この2業種の配当性向が高いことが挙げられる。配当性向が高いということからも、この業種の企業が株主を重視しているといえる⁹。

また、この2業種の主な優待内容を振り返ると、食料品やギフト券であり、企業にとって株主優待を実施する費用負担は少ないだろう。株主優待制度の実施をためらう方が、投資家への利益還元に消極的な行動と見なされ、外国人株主の増加機会を失うと考えられる。

株主優待制度の実施を株主重視の指標とする考え方は、今回の優待制度の実施率が高い業種、つまり類似企業の多くが株主優待制度を実施している場合にあってはまったが、実施率が低い業種などにも適合するかどうかは判明していない。このため、従来の結果を否定するというよりも、特定条件下での外国人株主の行動を補足説明する仮説と捉えることが適切だろう。

4 おわりに

本稿では、株主優待制度の実施が外国人株主比率にどのように影響をするのかを分析した。その分析対象として、上場企業全体ではなく、株主優待制度の実施率が高い小売業と食料品業の2業種に注目した。第2章の統計量から、この2業種は、株主優待の実施率が高いだけでなく、全業種平均の約半分の水準ではあるが外国人株主も一定数おり、配当性向が全業種平均に比べて高くなっていた。

第3章では、パネルデータの分析結果から、小売業と食料品業では、株主優待制度を実施している企業ほど、外国人株主比率が高くなっている。これは当初の予想とは反対になっている。その理由として、業種全体の株主優待制度の実施率が高く、株主還元の意識が高い場合、株主優待制度を実施していることが株主重視であることを示す必要条件となっている可能性を示した。この仮説に従うと、株主優待制度の実施企業が、非実施企業に比べて外国人株主比率が高くなることを合理的に説明できる。

本稿では、株主優待制度の実施率が低い他の業種での検証は行っていない。さらに、株主優待を導入した前後の変化も検証していない。これらの点についてはさらなる分析が必要だろう。

このように検討材料は残っているものの、株主優待制度の有無が外国人株主比率を高めている結果は、外国人株主の株主優待制度に関する視点や投資目的について検討するべき点が残っていることを示している。

注

- 1 各年の株主優待実施の判断は、3月決算を反映する『会社四季報 夏号』を基準とした。
- 2 新規上場や上場廃止などの理由から期間中の財務データに欠損がある企業は除いている。
- 3 配当性向のうち、小売業で6件、食料品業で2件は、純利益が負のため、負の値になっている。同様にROAのうち、小売業で42件、食料品業で13件は、負の値になっている。
- 4 2019年9月26日の日本経済新聞朝刊記事では、「稼いだ利益をどの程度配当に回したかを示す配当性向は30%と、前年より5ポイント上昇する」の記述がある。日本の上場企業は配当方針として「配当性向30%」と掲げている場合が多い。
- 5 利益還元をとらえる指標としては、自社株買いを含めるべきであるという意見もあるが、自社株買いの目的が株主への利益還元以外の場合もあるため、本稿では配当性向とした。
- 6 新規上場や上場廃止などがあるため、企業数は各年で異なっている。
- 7 年末データと年度末データの違い他に、大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含むため、図表2-3の数値とは異なっている。
- 8 2020年8月時点で、小売業で351社、食料品業で127社上場している。

- 9 配当性向が高いのに外国人株主の比率が低いという点で、想定と異なる面もある。しかし、配当性向は外国人投資家の行動に影響を与える一要因でしかなく、分析結果の係数も有意に 0 から異なる値ではない。それゆえに、本論文の分析結果が矛盾するものではない。

参考文献

- Julio, P and C. D. L. Torre, (2006) “The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain,” *European Financial Management*, Volume12, pp.661-687.
- 石川博行 (2019) 『会社を伸ばす株主還元』中央経済社
- 楠美将彦・齊藤直 (2020) 「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」『高千穂論叢』第 54 巻第 3 号、pp. 273-300.
- 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
- 東洋経済新報社 (2011-2020) 『会社四季報』東洋経済新報社
- 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 (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、pp.82-93.
- 三隅隆司、茶野努、安田行宏 (2020) 『日本企業のコーポレート・ガバナンス』中央経済社
- 宮川壽夫 (2013) 『配当政策とコーポレート・ガバナンス』中央経済社
- 宮島英昭 (2017) 『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社
- 森直哉 (2017) 『配当政策のパズルー投資家の消費選好と利害対立』中央経済社
- 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
- 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
- 鷲山怜爾 (2014) 「株主優待の廃止による影響ー株主価値と株主構成に焦点を当ててー」『会津大学短期大学部卒業研究論文要旨集』
- 日本取引所グループ (2020) 「2019 年度株式分布状況調査の調査結果について」
<<https://www.jpex.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>>
(参照日 2020 年 11 月 20 日)
- 野村総合研究所 (2020) 「知って得する株主優待 企業アンケート報告書」
<<https://yutai.net-ir.ne.jp/pickup/detail/id=2361>>(参照日 2020 年 11 月 20 日)
- 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 2020 年 11 月 20 日)