

近時の株主優待制度の変化と問題

丸木 強 ストラテジックキャピタル代表取締役
松橋 理 ストラテジックキャピタルチーフアナリスト

はじめに

近年、株主優待制度を導入する企業が急増している。金券または金券類似物を含む内容（大部分がクオカードの交付）とする企業が多くみられるが、これは過去の株主優待制度と性質を異にするものである。

株主優待制度の目的は中長期に保有する個人株主作りであると説明されることが多い。しかし、機関投資家は、優待目当てに株式を保有し無条件に経営陣を支持する新たな物言わぬ安定株主が生じ経営の規律が緩むこと、会社のコスト負担が増えること等、中長期的な企業価値向上が阻害される可能性があることを憂慮している。

本稿では、まず、近年の株主優待制度の導入企業数の増加について概観し(一)、同制度を導入

する企業の目的を考察する(二)。次に、株主優待に対する従前の法的評価を確認した上で、当時の株主優待と、近年増えた金券などの株主優待は性質が異なるものであること、および近年コーポレートガバナンスの議論が進展していることなどから当時とは株主優待を取り巻く状況に変化がみられることを明らかにする。そして、株主優待制度の現況・変化の実態を整理し、近時の株主優待制度に対して、法的評価およびコーポレートガバナンスの視点から問題提起をしたい(四および五)。

二 株主優待制度の状況

1 導入企業の急増と優待内容の変化

近年、わが国上場企業において、株主優待制度の導入が急増している。図表のとおり、二〇

目次
一 はじめに
二 株主優待制度の状況
1 導入企業の急増と優待内容の変化
2 投資家の動向
三 企業が株主優待を導入する理由
1 ファン作り
2 株主数の確保
3 安定株主作り
四 過去の法的評価と現在の株主優待の実態
1 判例
2 現物配当該当性
3 株主平等原則
4 株主優待と利益供与
5 取締役の善管注意義務
五 コーポレートガバナンス上の問題
1 目的の妥当性
2 コストに対するリタインの不透明性
六 まとめ

よび宝くじを含む。以下「金券等」という)の配布も急増している。そして、一九八七年二月現在に〇社(注三)であった金券等を配布する企業は、二〇一〇年二月現在に株主優待制度を導入していた企業一、〇一八社のうち一五七社(注四)、そして二〇一九年五月現在は一、四九一社のうち五一八社(注五)となっている。二〇一〇年以降の株主優待導入企業数の急増の要因は、主に金券等の配布による株主優待の増加によるものである。

金券等による株主優待の場合、たとえば一〇〇株以上保有の株主に対し一、〇〇〇円のクオカードを年一回配布(注六)とするなど、一単元ないし数単元を保有する株主(以下「少額投資家」という)にとってはよい条件だが、大株主にはほとんどメリットがない。一、〇〇〇株、一万株等の一定の株数を超えると、株主優待内容

〔図表〕 日本の株主優待の変化

	株主優待制度導入企業	うち金券等	
		社数	株数
1987年2月	161社	—	—
2000年2月	558社	14社	—
2010年2月	1,018社	157社	—
2019年5月	1,491社	518社	—

(出所) 会社四季報より。

は増加しないからである。配当を重視する機関投資家は不満を強めており、機関投資家には不平等な制度とみられているとのことである(注七)。

海外では、株主優待制度そのものが非常に少ない。アメリカとイギリスの事例に関して筆者らが調べたところ、それぞれ八社および二社の事例が確認できた(注八)。しかし導入社数がそもそも非常に少なく、自社製品・サービスの提供を行う企業のみであり、金券等を配布する事例は存在しない。

2 投資家の動向

東洋経済新報社が年四回発行する会社四季報には、従前から全上場企業の株主優待が記載されていたが、最近では「株主優待 実質利回りランキング」として、一単元株主が得られる配当金に株主優待内容を金額換算したものを加算し、実質利回りを計算した記事も掲載されている。また、さまざまな投資家向けのウェブサイトや雑誌でも、株主優待銘柄に関する情報が溢れている。それだけ投資家の関心が高いということ、たとえば、一人で四〇〇株投資するよりも家族四名で一〇〇株ずつ投資、株主優待券をネットオークションで売却、にとどまらず権利確定日に現物買いと信用売りを行い実質ゼロコストで株主優待を入手(注九)、等の投資手法があるという。

しかし、株主優待に関心が高いのは個人投資

家であり、機関投資家、海外投資家等にとつてはまったくメリットがない。これらの投資家の対応としては、受領した株主優待を①換金、②寄付、または③受取拒否、となる。弊社が運用している海外籍のファンドの日本における常任代理人の対応は前記③である。

三 企業が株主優待を導入する理由

1 ファン作り

自社製品・サービスを株主優待として提供する場合、かつてはオーナーである株主への特権の提供との側面があったように思われる。株主優待の元祖といわれる東武鉄道は、一八九九年の開業時から株主に乗車券を提供する優待を行っていた(注一〇)。一九六二年当時も(安定株主作りに加え)、「会社の製品のPRをするねらい」があったといわれている(注一一)。自社製品・サービスを株主優待で提供する企業の目的として、企業のファンになってもらう、継続的な顧客になってもらう、等の効果を見込み、業績寄与への可能性を説明することは現在でも行われている。そして、実際にそのような効果が認められた企業もあった(注一二)。

2 株主数の確保

株主優待として自社製品・サービスではなく金券等を配布する企業の目的は何であろうか。

まず、株主数の確保が挙げられる。

数年前、筆者らが直接に聞いた企業の事例では、株主数が不足して東京証券取引所の市場第一部（以下「東証一部」という）指定から二部への指定替え基準（注一三）に抵触する懸念が生じ、この回避のために金券等の株主優待を拡充したとのことであった。たしかに、株主優待の拡充により同社の個人株主数は拡充前の二、七二〇名から六、〇〇六名へと大幅に増加した。話を聞いた当時の同社の当期純利益は五億八、〇〇〇万円であったが、株主優待の支出額は二、〇〇〇万円強であるとのことであった。しかし、株主優待に要した金額は税務上は実際費であり（注一四、費用として認められるのはその額の五〇％のみであるため、事実上のコストはもっと高い。そして、筆者らが調べた限り、東証一部から二部への指定替えを回避するためには株主優待を導入または拡充したと考えられる企業は二〇一六年四月〜二〇一九年六月の間に四一社あり、そのうち金券等の株主優待の企業は二八社に上った（注一五）。

さらに、最近では東証一部から二部への指定替え回避の目的だけではなく、東証一部指定基準充足のためにも株主優待が使われている。二〇一六年四月〜二〇一九年六月に東証一部指定となった企業二四〇社のうち、六三社は東証一部指定日前の二年以内に株主優待の導入または拡充をしている（注一六）。六二社のうち四六社については、株主優待導入または拡充直前

待制度や保有期間三年以上の株主が受け取る金券等は一年未満の株主の四倍に増加する制度もあり、これらの場合、中長期の安定株主作りが目的であることは明らかである。

この背景として、二〇一五年にコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という）が制定され、その原則一〜四において政策保有株式についての説明を求められ、二〇一八年のコード改訂により「縮減に関する方針・考え方を示さねばならなくなったことがあるといわれる（注一七）。二〇〇〇年代に入って金融機関は政策保有株式の保有を大きく減らした（注一八）。そして、コード制定により、いよいよ事業会社も政策保有株式を削減せざるを得ないと理解し、前述のとおり個人株主を政策保有株主の代替となる安定株主としてとらえ始めたのである。しかし、政策保有株式の縮減に関連するコード改訂の趣旨は、「安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせている」と同等である（注一九）。また、「安定株主が株主構成に占める割合が高すぎれば、資本市場を通じて会社経営の規律が緩むことになる」（注二〇）との見解もある。したがって、株主優待を通じて、安定株主を従前の「政策保有株主」から「個人株主」に挿げ替えるだけであれば、これが企業価値向上に資すると評価することは困難である。

興味深いことに、中長期保有の安定株主作りを目的として株主優待を導入した企業であった

の本決算日現在の株主数が東証一部指定に必要となる二、二〇〇名（注一七）を下回っていたことから、東証一部指定となるために株主優待が用いられていたと推測される。

なお、これら四六社のうち三三社が、自社製品・サービスではなく金券等を配布していた。そのうち、ある企業の株主優待が導入される前営業日の株価を用いて算定した当時の同社の単元株主の実質利回りは六・七％でそのうち五・六％はクオカードによるものであり、少額投資家にとって非常に高い実質利回りとなった。このように高いコストを支払って、基準を満たす株主数を確保し、東証一部に指定された事例もある。

しかし、そもそも、企業の事業内容や株主還元政策に魅力がないから株主数が増加しない、または、減少しているのではないだろうか。そして、株主数が減少した場合は当該企業の株式の流動性も低くなることから、取引所のルールとして市場一部から二部への指定替えまたは上場廃止とするのである。つまり、普通株式としては投資対象として魅力がないが、金券等の株主優待の魅力により何とか株主数を確保している企業が少なくないことだ。上場企業の経営者としては、株主優待がなくても多くの投資家に投資してもらえよう努めることが本筋であり、特に自社製品・サービスではなく金券等を購入して配布する場合には、コストをかけて市場一部指定の承認を受けるまたは維

も、必ずしも個人持株比率は増加していない例や、株主優待制度を導入している会社が、同比率の減少を受けて、換金性の高い株主優待に変更しても低下し続けている例もある。そして、個人持株比率がわずかに上昇した場合でも、個人株主一人当たりの持株数が減って個人株主数は急増している（注二六）ため、株主優待のコストは急上昇しているのである。

なお、直近三年間では、分配可能額（会社法上、剰余金の配当等に使える限度額）がないにもかかわらず、クオカードを配布する株主優待制度を導入した企業が三社あった。これら三社の株主優待制度導入直前の個人持株比率は五〇％強〜八〇％弱と上場企業全体の個人持株比率一七・二％（注二七）と比較して非常に高く、三社は圧倒的多数の個人株主の株式売却による株価の下落を防ぐために、個人株主にとって特に魅力的な株主優待制度を導入したのであろう。

四 過去の法的評価と現在の株主優待の実態

1 判例

株主優待に関する判例は少ない（注二八）。これらの判例は、いずれも電鉄事業を営む会社が行う株主優待としての乗車券の配布に関するものであったが、株主優待そのものの適法性が争われたわけではない。そして、ほぼ持株数に比

持することの妥当性に疑問なしとしない。

3 安定株主作り

近年急速に株主優待導入企業が増加し、その企業数が一、四九一社にも上ったのは、以上の理由のみではないだろう。

多くの企業は、株主優待導入の理由を「当社の株式の魅力を上向きさせ、長期保有の促進を目指しております」等と説明し、専門家の説明も「持ち合い株や政策保有株が売却される側の企業にとっては、売却された株式のゆけが気になる……そこで多くの企業が前向きに取り組み始めたのが（いくつ手法があるが）株主優待制度の導入・見直し（である）」（注二八）、「優待制度によって個人投資家に株式の長期保有を促進することは、従来の株式持合いと同様に、敵対的買収への防御策という意味合いもある」（注一九）、「保有期間によって内容を変える株主優待制度に関し」保有株式数が同じであっても、保有期間が長い株主に対する優待の内容を、保有期間が短い株主に対するものよりも優遇するというものであり、安定株主づくりという目的がより一層強いといえる（注二〇）、等となっている。

一、四九一社の株主優待制度導入企業のうち、四二四社は一年以上継続保有する株主、そのうち二八〇社は一年以上継続保有する株主を優遇している（注二二）。なかには一年刻みで七年を超えるまで株主優待が増加し続ける株主優待制度がある（注二三）。

2 現物配当該当性

二一のとおり、近年は金券等を配布する例が急増している。これは実質的に個人株主に対する配当金の上乘せと考えられないであろうか。株主優待が利益配当か否かの論点については、一九六二年当時、自社製品以外・サービス以外であった場合は相当問題があるとの見解（注三〇）もあった。

しかし、近年の学説では、株主優待制度は現物配当にあたらぬと認められる場合があるという見解が有力であり、その根拠は、①会社の事業上のサービスあるいは宣伝の一環にすぎないこと、②会社の財産を減少させるものではないこと、③個人株主作りのための有用性とまとめられている（注三一）。

金券等の株主優待について前記①〜③について検討すると、金券等は自社製品・サービスの提供ではないから、①には該当しない。また、金券等の配布により会社の資産が減少していることから、②には該当しない。③については、「株主優待制度のみを目的として株式を取得す

るものが増加し、…経営者を漫然と支持するという状況が存在するのであれば、株主優待制度は資本市場を通じた経営者の規律を歪めるといふ点で、否定的に評価されるべきものであるように思われる(注三二)。「個人株主が多くなる…そのような効果があることを理由に、会社財産を減少させ、会社債権者に不利益を生ずることが正当化できるのか」という疑問が生ずる(注三三)との考え方もある。④3および51においても述べるが、筆者らも、③の「個人株主作りのための有用性」に疑問を抱いており、目的が個人株主作りの場合であっても、現物配当には当たらないと考えることはできないだろうと感じている。

そして、仮に金券等が現物配当だと考えられるとすれば、三3の事例のように分配可能額がなく金券等を株主優待として配布することはそもそも行い得ないということになる。

3 株主平等原則

(1) 株主平等原則の例外としての株主優待

旧商法は株主平等の原則について明文の規定はなく、これを定める会社法一〇九条は会社法制定時に新設されたものである。もちろん、旧商法下においても、株主平等の原則は厳に守られるべきで、一定の株数以上の株主に対し乗車券を与えることを定款で定めても無効の疑いがあるとの考え方はあった(注三四)。また、株主優待は、株主の権利でもなく(会社が一方的に

内容を変更できることから)契約でもなく、慣習法で平等の原則の特例ができてしまうと解釈せざるを得ないとの見解もあった(注三五)。

しかし、近年は、株主優待と株主平等原則について、実態を是認する方向で解釈されるようになってきたようである。たとえば「株主平等の原則違反の有無の判断は、種々の要素を考慮しつつ形式的にはなく実質的ななされるべき…程度が軽微であれば、実質的に平等原則に反するまでではないとする見解は、…妥当である」(注三六)、「この制度が肯認される理由はむしろ、…形式的に厳密な平等取扱いの要求は、会社自体のより大きい合理的必要性(この場合には安定株主の確保、株式

投資の吸引など)の前には譲歩すべきであることに求めるのが適当」(注三七)、「現物配当の脱法としてされる場合はともかく、実務上一般的な株主優待制度は、厳格な株主平等原則の適用事例ではなく、合理的な事務処理の観点からその妥当性が検討されるべきである」(注三八)、等の見解がある。ただし、これは、二〇一〇年以降に急増した金券等ではなく、鉄道会社の優待乗車券、興業会社の無料入場券等を念頭に置いたものと思われ、金券等のみを配布する事例を正面から論じた見解ではないであろうと筆者らは理解している。

株主優待として提供されるものが自社製品・サービスならば首肯できないわけではないが、筆者らは、最近の金券等の配布を行う株主優待

は、株主平等原則に反する可能性があるのではないかと感じている。三1のとおり、株主優待としての自社製品・サービスの提供が、自社のファンを作り、業績に寄与する可能性を追求するためであれば、筆者らも反対はしない。なぜなら、目的が合理的であると認められることから、株主優待によって株主間に多少の不公平があっても、株主平等原則を厳格に適用する必要はないと考えられるからである。ただし、三3のように金券等のみを配布して安定株主作りを目的とする株主優待は、四2の経営者を漫然と支持するという状況が資本市場を通じた経営者の規律を歪めるとの指摘(注三九)のとおり、経営陣の保身のために会社の費用で金券等を配布していると理解されるかもしれない。つまり、株主優待の目的が安定株主作りである場合は、株主平等原則の例外と考えることが適切ではない可能性があるのではないかとも思われるのである。

(2) 持株数で大幅に異なる実質配当

たとえば、一元株主が、株主優待のクオカードの受領により実質配当利回りが一%以上向上する事例も少なくない。三2のとおり、かつては実質配当利回りが五・六%向上した例もあったが、直近の状況を筆者らが調べた限りでは、クオカードを株主優待とする企業三九三社のうち一一二社において実質配当利回りが一%以上向上する結果となった(注四〇)。一一二社のうち実質配当利回りが三%以上向上する企業は七

社もあり、このうち二社の今期の会社予想配当は無配、かつ、前期の分配可能額は0である。現在のような低金利の時代に、持株数によって実質配当利回りがこれほど異なるとよいのであろうか。また、分配可能額がない企業が、株主優待を通じて実質配当利回りを三%以上としていることに問題はないのだろうか。

4 株主優待と利益供与

金券等の株主優待目当てで株式を買った個人株主は、その金券等の配布を執行してくれる経営者に対して、株主総会で反対票を投じにくいだろう。経営者が株主優待は中長期の安定株主作りを目的としていると公言している場合、または長期保有の株主を短期保有の株主よりも株主優待で優遇している場合は、株主総会において会社側提案への賛成を促しているとも考えられ、会社法一一〇条の「株主の権利の行使に関し、財産上の利益の供与」に抵触していないか再検討する余地もあるのではないか。

5 取締役の善管注意義務

四2で述べたとおり、金券等の株主優待は会社財産の流出である。そして、その会社財産の流出に見合う合理的なリターンの説明ができない状態を放置している取締役は、善管注意義務に問われる可能性があるだろう。

この点に関連した判例として、分配可能額がない企業による利益配当としての株主優待乗車

券交付が取締役の善管注意義務に違反しないとする判例(注四一)がある。その根拠として「株主優待乗車券の交付が」取締役個人の利益を図るものではなく、究極的には会社ないし総株主の利益に合致している「ことが挙げられていたが、近年増加している金券等の株主優待制度の目的は、取締役が安定株主を確保するという自己の保身を図るものである可能性がある。自己の保身のための経済合理性を欠いた会社財産の流出が「会社ないし総株主の利益に合致している」といえるのであろうか。

五 コーポレートガバナンス上の問題

1 目的の妥当性

三3のとおり、最近の株主優待は、長期保有の安定株主を増やすことも大きな目的の一つである。たしかに、文句をいわずに長期保有してくれる株主が増えれば、経営者は楽だろう。しかし、筆者らは投資家として、このような形で経営者に楽をしてほしくはないし、常に緊張感をもって経営に当たっていただきたいと考えた。安定株主の存在は、経営者の保身には役立つが、企業価値向上の観点からは、まったく賛成できないものである。筆者らは、常に経営者を支持する政策保有株主と同様に金券等の株主優待を好む物言わぬ安定株主の存在は、経営に規律を求める近年のコーポレートガバナンス改

革に逆行するものだと感じている。安定的に長期保有する株主を増やしたいのであれば、経営者は経営方針、経営計画などを真摯に説明し、かつ、実行して、株主からの継続的な支持を得る努力をするべきであろう。長期的視座に立った投資スタイルの株主と、金券等が目当ての長期保有の安定株主はまったく別の物である。

2 コストに対するリターンの不透明性

三2および3で述べたとおり、株主優待を行うことにはコストがかかる。そもそも株式会社は営利企業であり、経営者は企業価値・株主価値を向上させる責務があり、コードの原則五二にあるとおり、自社の資本コストを踏まえて経営資源の配分について説明しなければならぬ。たとえば、株主優待としての自社製品・サービスの提供を通じ、ファンを増やして業績寄与を図るのであれば、コストとリターンの分析が可能かもしれないが、金券等を配布する場合には、リターンをどのように分析することができるのであろうか。

六 まとめ

本稿は、筆者らが投資実務を通じて問題だと感じた株主優待についてまとめたものである。筆者らは、従来の学説が、現在のように株主優待制度が金券等のみの配布にまで急激に広まっ

ている状況を想定したものでない可能性があると感じている。そして、二一のように、株主優待として金券等を選択する企業が増加して、従前の学説の前提となっていた「自社製品・サービスの提供」ではない事例が増加していること、および、目的から「企業のファン作り」が消えて「安定株主作り」のみの事例が増えたことから、現在の株主優待制度についての整理を法的評価も含めあらためて行う必要性が高まってきたと考えている。

二〇一九年の未来投資会議における成長戦略実行計画(注四二)において「日本企業の競争力、信頼性を一層グレードアップさせるために、グローバルスタンダードに沿って、コーポレート・ガバナンスの更なる強化が求められている」とされているとおり、日本の株式市場が海外投資家にとって魅力的になることが政府の方針として掲げられている。この潮流の中で「株主優待」という日本国内の個人投資家だけが恩恵を受取る制度が、日本の投資家のみならず、すでに日本の上場企業の約三〇%を保有している海外投資家(注四三)にどのように映るかということも議論されるべきではないか。金券等を配布する株主優待によって実力以上の評価を受けていた株主が、仮に同制度が廃止された場合には実力どおりの評価となり、仮に下落したとしても、株主としては甘受すべきであろう。日本の株式市場のガラパゴス化を防ぎ、グローバルな観点から魅力的な株式市場を

創るために、本稿が一助となれば幸いです。

- (注一) 東洋経済新報社「会社四季報(一九八七年三集春号)」一二二頁～一二七頁。
- (注二) 東洋経済新報社「会社四季報(二〇一九年三集夏号)」二〇九頁～二一五頁。
- (注三) 東洋経済新報社・前掲(注一)。なお、一九八七年五月二日に金券等に該当する株主優待制度として最初の企業であるタカラが、テレホンカードを株主優待の選択肢の一部とする」とを発表した(タカラ、株主優待制度始める)一九八七年五月二三日付日本経済新聞朝刊一六面)。
- (注四) 東洋経済新報社「会社四季報(二〇一〇年三集春号)」二〇四頁～二〇五頁。
- (注五) 東洋経済新報社・前掲(注二)。
- (注六) 持株数の増加と株主優待との関係は、本文のような例もあるが、たとえば「一〇〇株以上二、〇〇〇円相当、一、〇〇〇株以上六、〇〇〇円相当」と階段状となっており、持株数によって株主優待内容は増加するが比例はしない。具体的な数値は企業によってさまざまである。
- (注七) 「株主優待バブル加熱」二〇一七年四月二日付日本経済新聞朝刊一面。
- (注八) アメリカについては次のウェブページ。https://www.thebalance.com/the-world-of-shareholder-perks-and-benefits-356147 https://news.yahoo.com/free-chocolate-cheap-cruises-21-09030044.html また、イギリスについては、パークレイズ銀行HIP (https://www.barclays.co.uk/smart-investor/

(注一六) Quick Astra Manager および東京証券取引所のデータ。

(注一七) 東京証券取引所有価証券上場規程三〇八条(1)号および三二五条。株主数が一部指定の時までに、二一、二〇〇人以上となる見込みのあることが形式要件の一部として定められている。

- (注一八) 前田昌孝「個人株主を重視する時代に」月刊資本市場三六八号(二〇一六)三六頁。
- (注一九) 大杉謙一「新会社法における株主平等の原則」新室幸司「山下友信編」会社法と商事法務(商事法務、二〇〇八)一六頁。
- (注二〇) 松井秀樹「会社法下における株主優待制度」新堂「山下・前掲(注一九)五六頁。
- (注二一) 東洋経済新報社・前掲(注二)。
- (注二二) コード原則一―四において、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである」と定められている。
- (注二三) 東京証券取引所「株式分布状況調査」。上場企業全体の信託銀行を除く金融機関の持株比率は、二〇〇〇年度に二一・七%であったが、二〇一八年度は八・一%まで低下した。
- (注二四) 東京証券取引所「フォロアアップ会議」の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について(二〇一八年六月一日)五七頁、五八頁。
- (注二五) 加藤貴仁「株主優待制度についての覚書」江頭憲治郎先生古稀記念「企業法の進路」(有斐閣、二〇一七)一三三頁。
- (注二六) Quick Astra Manager のデータ。有価証

券報告書記載の「個人その他」の保有割合を個人持株比率として算定。

二〇一六年四月―二〇一九年六月に長期株主優待の導入または拡充を発表した二二五社のうち、個人持株比率および個人株主数がともに増加した企業は九四社あり、増加前の中央値は四三・六%および二・一%にすぎない一方、個人株主数の増加率の中央値は七二・四%となっている。

- (注二七) 東京証券取引所・前掲(注二三)。
- (注二八) 持株数にほぼ比例して配布される株主優待乗車券について、利益配当(現物配当)に該当するとした例(高知地判平成二年三月二八日金融・商事判例八四九号三五頁)、および、株主優待乗車券の交付基準を超過する株主優待乗車券の交付は、議決権行使に関与行われたものではなく利益供与には該当しないが、代表取締役の善管注意義務違反であったとした例(高松高判平成二年四月一日金融・商事判例八五九号三頁)。
- (注二九) 東京地判平成一九年二月六日判例タイムズ二二五八号六九頁。
- (注三〇) 吉田ほか・前掲(注二一)一六頁(吉田発言)。
- (注三一) 弥永真生「会社法の実践トピックス24

investments/shareholder-benefits) による。

(注九) 前掲(注七)日本経済新聞。

(注一〇) 日本社史全集刊行会編「東武鉄道六十五年史」(常盤書院、一九七七)五五八頁、五五九頁。

(注一一) 吉田昂ほか「座談会」株主優待制度の現状と問題点(本誌二三三号(一九六二)五頁(江頭啓輔発言))。

- (注一二) カゴメのHD (https://www.kagome.co.jp/company/ir/fan/yamada) には、「株主のみならずには、様々な旬の情報と共にお届けする当社商品を通じて、KAGOMEを知っていただくことを主旨としております」と記載されている。
- (注一三) 「カゴメ」先駆者悩ます個人株主の高齢化「二〇一九年三月七日付日本経済新聞電子版によれば、ファン株主は一般消費者よりカゴメの商品を約一〇倍多く買う傾向があり、業績の拡大にも一役買った」とのことである。
- (注一四) 東京証券取引所有価証券上場規程三二一条(1)号。東京一部銘柄の内国株券は、株主数が事業年度末において二、〇〇〇人未満となり、一年以内に二、〇〇〇人以上にならないときは、二部銘柄へ指定替えとなる。
- (注一五) 荒木英治「株主優待制度の現状」投資月報四二巻二号(一九九二)一頁、二頁。
- (注一六) Quick Astra Manager のデータ。東証一部指定後から二〇一六年四月―二〇一九年六月に株主優待を導入または拡充した企業のうち、導入または拡充直前の本決算現在の株主数が三、〇〇〇名を下回っていた企業を東証一部から二部への指定替えを回避する目的の企業とした。

(日本評論社、二〇〇九)三四頁～三七頁。

(注三二) 加藤・前掲(注二五)一三九頁。

(注三三) 弥永・前掲(注三二)三七頁。

(注三四) 田中耕太郎「改正会社法概論 下巻」(岩波書店、一九五五)三〇五頁。

(注三五) 吉田ほか・前掲(注二一)二三頁(吉田発言)。

- (注三六) 落合誠一「株主平等の原則」鈴木竹雄「大隅健一郎監修」会社法演習I 総論・株式会社(設立・株式)(有斐閣、一九八三)二二頁。
- (注三七) 大隅健一郎「今井宏」会社法論 上巻「第三版」(有斐閣、一九九二)三三八頁。
- (注三八) 森本滋「会社法・商行為法手形法講義【第四版】」(成文堂、二〇一四)一三〇頁注四。
- (注三九) 加藤・前掲(注二五)一三九頁。
- (注四〇) 株主優待対象の最低株主数に対する利回りを二〇一九年六月末現在の株式を用いて算定。なお、最低株主数を一定期間継続保有していないと株主優待対象とならない場合は、一定期間保有しているものとして算定。
- (注四一) 高知地判平成二年三月二八日金融・商事判例八四九号三五頁。
- (注四二) 令和元年第四回経済財政諮問会議第二次未来投資会議(令和元年六月二日)配布資料一(成長戦略実行計画案)二五頁。
- (注四三) 東京証券取引所・前掲(注二三)。二〇一八年度の外国人株主比率は二九・一%であった。

(まるき・つよし
まつはし・ささる)