

株主優待制度の導入目的とその効果について

橋本英樹（株式会社 QUICK）

サマリー

本稿では、企業における株主優待制度の導入目的とその効果について分析した。

傾向スコアによる分析で、株主優待制度を導入している企業は、投資指標のうち収益性指標（ROA・ROE・ROIC）、成長性指標（売上高伸び率：3年平均）が、非導入企業に劣る結果となった。このことから、株主優待制度を導入しているのは、新興企業より成熟企業が多いと考えられる。

また、株主優待制度を導入している企業を対象にクラスター分析を行ったところ、株主優待制度の目的が企業の経営状況により異なる傾向がみられた。個人株主に事業内容の周知を図ろうという動機が強い企業群（利益剰余金比率が高く、配当性向も高い）、個人株主に製品・サービスを使ってもらおうというマーケティング的な動機が強い企業群（利益剰余金比率・配当性向は高くないが、サービスの直接の利用者が個人中心）にグルーピングされた。企業によって、株主優待制度の導入目的は異なると考えられる。

株主優待制度は、企業のペイアウト戦略として大きな役割を持っていることが明らかになった。

1. はじめに

株主優待は、株式投資の大きな動機になっている。日本証券業協会〔2019〕は、全国の個人投資家（20歳以上）5,000人に対し、個人投資家の証券保有実態や証券投資に対する意識等をインターネット調査した結果を公表している。それによると、有価証券の購入目的は、「老後の生活資金のため」（53.4%）、「配当金、分配金、利子を得るため」（51.3%）、「使い道は決めていないが、長期の資産運用のため」（47.8%）に次いで、「株主優待を得るため」（27.0%）となっている。また、株式の投資方針は、「概ね長期保有だが、ある程度値上がり益があれば売却する」（49.9%）、「配当・分配金・利子を重視している（配当等の状況によっては売却する）」（18.0%）、「値上がり益重視であり、短期間に売却する」（14.5%）に次いで「株主優待を重視している」（11.3%）となっている。

本稿では、2013年から2018年の企業公開情報をもとに、傾向スコアを基準として、サンプル企業（株主優待制度の導入企業）とマッチング企業（株主優待制度の非導入企業）をATE（平均処置効果）で比較した。その結果、所有者分布でみると、サンプル企業は個人その他の増加が確認され、その他法人の比率増加、金融機関・外国人等の比率低下という結果が得られた。また、投資指標でみると、サンプル企業の収益性指標（ROA・ROE・ROIC）、成長性指標（売上高伸び率：3年平均）はマッチング企業に劣る結果となった。このことから、株主優待制度を実施しているのは、新興企業というより成熟企業であると考えられる。

さらに、株主優待制度を導入している企業を対象にクラスター分析を行ったところ、3グループに分解できた。配当性向・利益剰余金比率の高い企業のグループ、配当性向は劣るが利益剰余金比率は高い企業のグループ、それ以外である。配当性向・利益剰余金比率の高い企業のグループのなかには、サービスの直接の利用者が企業（Business）と考えられる企業が多く含まれていたことから、株主優待制度の目的が個人株主に事業内容の周知を図ろうという動機が強いと考えられる。一方で、配当性向・利益剰余金が相対的に低いグループには、サービスの直接の利用者が個人（Consumer）と考えられる企業が多く含まれ

ていた。これらの企業は、株主優待制度の目的が個人株主に製品・サービスを使ってもらおうというマーケティング的な動機が強いと考えられる。

なお、本稿の構成は、以下のとおりである。第 2 章で株主優待制度を導入する企業の目的および先行研究をみる。第 3 章で株主優待制度の導入による効果について、仮説を提示する。第 4 章で株主優待制度の効果、実証的に明らかにする。第 5 章は、本稿のまとめである。

2. 株主優待の目的と先行研究

株主優待制度を導入する企業は、増加が続いている。では、企業にとって、株主優待で個人株主を集める動機は何だろうか。制度面で考えられるのは、東証の上場審査基準だ。東証一部は 2,200 人以上、二部は 800 人以上の株主数が要件となっている。しかし、多くの企業は、この基準を大きく上回っている。よって、株主優待制度を維持する理由として、上場審査基準は根拠に乏しいだろう。それ以外で企業の株主優待制度導入目的について、考えられる点を列挙してみる。

（1）株式を保有してくれることに対する感謝

株主は、株式を保有することで企業に出資している。企業は、その感謝として株主に株主優待を提供しているという考え方である。株主優待は、一定の株式数を保有すれば、株主優待を受け取ることができる制度になっているが、保有株式数に比例するわけではない。つまり、小口の株主にとって有利な内容となっている。

一方で、企業のペイアウトの手段として配当がある。配当は、保有株式数に比例して増加する。大口の株主は、その保有株式数に対応する配当金を受け取ることができる。

宮川 [2013] は、株主優待は利益配分を目的とした疑似的配当ではなく、日本でいう歳暮中元にあたるギフトにすぎないという視点を提起している。その結果、「モノ」をギフトにすることと「現金」をギフトにすることの効用を経済学的視点から検討し、機関投資家に比較して投資金額が少ない個人株主の満足度を高めるためには、現金配当よりも株主優待の方が合理的と考えられるとの見解を示した。

また、佐々木 [2010] は、機関投資家は過剰投資問題が深刻化している企業に対しては多額のペイアウトを要求する一方、余剰資金が少ない企業に対してはあまりペイアウトを求めず、またそのような企業がペイアウト金額を増加させた場合はマイナス評価するという結果が得られていることから、少なくともペイアウト金額の観点からは、機関投資家は長期的な企業価値最大化を目的として要求していると報告している。

つまり、企業は、大口の株主に対して配当で利益還元する一方で、小口の株主には株主優待という別の形で株主への感謝を示していると考えられる。

（2）会社の事業を知ってもらう

投資家が企業の株主になる目的は、さまざまだろう。株価の上昇によるキャピタルゲインを狙う投資家がいる一方で、配当や株主優待によるインカムゲインに魅力を感じる投資家もいる。

鈴木・砂川 [2008] は、株主優待は、企業が株主に自社製品やサービスをアピールする制度でもあると指摘している。個人投資家のなかには、企業について細かく調査することなく、人に勧められた等のきっかけで株主になる人もいだろう。その場合、株主に意図しないタイミングで株主優待が届いたらどうなるだろうか。企業の製品・サービスを利用・体験することで、事業内容を知るきっかけになるだろう。その製品・サービスが気に入れば、継続的に利用する気持ちになる。その企業の製品が店頭に並んでいる

のを目にしたら、優先的に購入する。その企業の店舗があれば、ちょっと立ち寄ってみようという気になるかもしれない。株主優待の製品・サービスを株主本人が利用しなくても、家族や友人が利用することもあろう。それにより、利用者の輪が広がる可能性がある。

つまり、株主優待制度は、企業の事業内容を株主（特に小口の株主）に対して知らしめるきっかけを作っていると考えられる。会社にとって、株主優待制度はマーケティングの一環ととらえることができ、これが現金配当にはない特徴である。

（3）ファン株主になってもらう

「ファン株主」という言葉は、カゴメが提唱した造語である。2000 年 1 月に「感謝」「自然」「開かれた企業」の三つを経営のこころとした企業理念を発表、「開かれた企業」の実践の一つとして個人株主づくりの取り組みを開始した。2001 年に「株主 10 万人構想」を発表し、「ファン株主」の拡大を目指し始めた。その理由は、自社調査において「カゴメ商品の購入額について、個人株主は一般の人と比較して 10 倍以上にもなる」という結果を得ていたためだという。個人株主の拡大が、カゴメのメリットになるとして取り組みを継続した結果、2005 年 9 月末には「株主 10 万人構想」の目標を達成し、現在の株主は 20 万人近い。

企業が小口の株主に対して製品・サービスを提供するという事は、新たな顧客獲得のチャンスであると同時に、厳しい眼が向けられるということでもある。株主優待を利用した小口の株主が、その内容に満足できなければ、株式を売却してしまうかもしれない。よくない評判を広めてしまうかもしれない。そのようなことを避けるために、企業は小口の株主をおろそかにすることができない。加えて、IR を強化することで経営の透明化を図ることが必要になるだろう。そういった行動が、企業のガバナンス向上につながると期待できる。

また、最近では、長期保有することで優待内容が優遇されるという仕組みを導入する企業が増えていく。継続保有期間に 1 年や 3 年といった設定があり、決算期末時点の株主名簿に同一の株主番号で一定回数、連続して掲載されることが条件となる。これをクリアした株主は、通常の株主優待だけでなく、追加の株主優待を受けることができるというものである。

企業はこういった株主優待制度の魅力を高めることで、小口の株主との良好な関係維持を図っていると考えられる。

（4）株価に対する効果

株主優待制度の導入について、株価との短期的な影響を分析した研究はすでに存在する。

鈴木・砂川 [2008] は、1998 年から 2005 年の期間に株主優待を導入した 172 社をサンプルとして、株主優待の導入が株式の流動性や株価に与える短期的な影響を検証している。実証研究の結果、株主優待を導入した企業の個人株主数は増加し、株式の流動性指標は改善していることが確認されたと報告している。また、株主優待の導入を発表した企業の株価は有意に上昇しており、株主数の増加や流動性の向上が株価に好影響を与えている可能性を見いだしたとしている。

野瀬・宮川・伊藤 [2017] は、株主優待と配当の関係について、株価による短期的な影響を分析している。それによると、株主優待の廃止と増配を同時発表した企業では、アナウンス時に負の CAR（累積超過リターン）が見られた。また、CAR は個人株主の得る優待利回りでは負の相関を示したが、配当利回りや大口株主の得る優待利回りでは有意な相関を示さなかったと報告している。分析結果は、配当が金銭価値で同額の株主優待の代替手段とはならないことを示唆している。なお、当該企業では、アナウンスがあった翌月以降の長期株式パフォーマンスに顕著な特徴はなかったとしている。

株主優待は、株価にとってプラスの要因と考えられる一方で、株価下支え効果も期待される。個人株主では、株主優待が定期的に提供されることを期待している割合が高い。株主優待の製品・サービスを株主が受け取り、それを子や孫にあげることを楽しみにしている投資家もいるという。そういった層は、企業で何らかの悪材料が出て、簡単には株式を売却しない。そういった「ファン株主」が安定的にいる企業は、株価の下落に抵抗力があると考えられる。

3. 仮説

株主優待制度の導入目的を踏まえ、以下の仮説を設定した。

（1）株主優待を実施している企業は、配当性向も高い

株主優待を実施している企業は、株主に対する利益還元に積極的であると考えられる。一方でそのような企業は、大口の株主からの配当のペイアウト要求が強いとも考えられる。株主優待で小口の株主を優遇すれば、それは大口の株主から批判をうけるかもしれない。つまり、企業は株主優待と配当のバランスに配慮したペイアウト行動をとると考えられる。このことから「株主優待を実施している企業は、配当性向が高い」を仮説 1 とする。

（2）株主優待を実施する企業は、利益剰余金比率が高い

株主優待を実施する企業は、ファン株主として応援してくれる個人投資家を集めたいと考えている。近年では、長期保有してくれる株主には、割増の優遇を提供する制度を導入する企業も増えてきている。株主優待制度で個人株主との関係を構築するのであれば、継続的に株主優待制度が提供されることが望ましい。そのためには、株主優待制度を維持するための原資が十分にあることが必要である。このことから「株主優待を実施している企業は、利益剰余金比率が高い」を仮説 2 とする。

（3）株主優待を実施する目的は、企業の経営状況により異なる

株主優待制度を実施する企業は、その状況により目的が異なると考えられる。業績拡大を続ける新興市場の場合、株主優待制度はマーケティングの意味合いが強いだらう。キャピタルゲイン目的で集まってきた個人株主に株主優待を提供することで、事業の理解を深めてもらいたいという目的が考えられる。また、成熟企業の場合は、インカムゲインの魅力で株主を集めようという目的が考えられる。また、十分な剰余金を確保できている企業は、長期保有で優遇される株主優待を実施することで安定的なファン株主を作りたいという目的が考えられる。このように、「株主優待を実施する目的は、企業の経営状況により異なる」を仮説 3 とする。

4. 仮説の検証

（1）検証に使用したデータ

株主優待制度の導入で、株主数にどのような変化があるかを検証する。ここでは、傾向スコア分析を使用する。ロジスティック回帰分析で、株主優待制度の有無の予測確率を求める。そのデータを元に、傾向スコアという一つの合成変数に縮約（一次元化）し、傾向スコアを基準として交絡因子の影響を除去するためにマッチングを行う。それにより、株主優待制度導入企業と非導入企業の株主数について相違があるかを検証する。

まず、傾向スコアの推定のため、ロジスティック回帰分析を行う。使用したデータは、国内上場企業の年次データである。従属変数は、株主優待制度ダミー（1：導入している、0：導入していない）である。また、独立変数としては、時価総額の自然対数、配当実施ダミー（1：配当あり、0：配当なし）、自社株買いダミー（1：自社株買いの実施あり、0：自社株買いの実施なし）、年ダミー（2013～2018）、業種ダミー（東証業種分類）を採用した。従属変数の採用理由として、時価総額と業種ダミーは、企業の規模・事業内容が近づくようにした。また、配当実施ダミーと自社株買いダミーは、ペイアウト政策が近い企業が選択されるように従属変数に入れた。分析期間は、2013 年から 2018 年までである。なお、期間中に欠損値のあるサンプルは除外した。また、値の平均 (μ) と標準偏差 (σ) をとり、 $\mu \pm 3\sigma$ から外れたデータを除外した。なお、データは、QUICK Workstation (Astra パッケージ) から取得¹した。分析に使用したデータの基本統計量は表 1 に示す。

表 1. 分析データの基本統計量

サンプル数	サンプル数計	株主優待制度あり		株主優待制度なし		
		サンプル数	比率	サンプル数	比率	
サンプル数	21755	7414		14341		
カテゴリー変数	配当の実施数	17520	6686	90.18%	10834	75.55%
	自社株買いの実施数	418	157	2.12%	261	1.82%
	東証業種分類					
	水産・農林業	62	42	0.57%	20	0.14%
	鉱業	35	9	0.12%	26	0.18%
	建設業	960	189	2.55%	771	5.38%
	食料品	748	600	8.09%	148	1.03%
	繊維製品	326	140	1.89%	186	1.30%
	パルプ・紙	155	30	0.40%	125	0.87%
	化学	1267	342	4.61%	925	6.45%
	医薬品	384	51	0.69%	333	2.32%
	石油・石炭製品	68	6	0.08%	62	0.43%
	ゴム製品	114	35	0.47%	79	0.55%
	ガラス・土石製品	348	40	0.54%	308	2.15%
	鉄鋼	270	59	0.80%	211	1.47%
	非鉄金属	212	25	0.34%	187	1.30%
	金属製品	548	142	1.92%	406	2.83%
	機械	1362	197	2.66%	1165	8.12%
	電気機器	1503	230	3.10%	1273	8.88%
	輸送用機器	562	150	2.02%	412	2.87%
	精密機器	302	49	0.66%	253	1.76%
	その他製品	618	250	3.37%	368	2.57%
	電気・ガス業	136	15	0.20%	121	0.84%
	陸運業	380	235	3.17%	145	1.01%
	海運業	75	30	0.40%	45	0.31%
	空運業	30	18	0.24%	12	0.08%
	倉庫・運輸関連業	231	59	0.80%	172	1.20%
	情報・通信業	2231	581	7.84%	1650	11.51%
	卸売業	1958	739	9.97%	1219	8.50%
	小売業	1973	1523	20.54%	450	3.14%
	銀行業	489	217	2.93%	272	1.90%
	証券・商品先物取引業	239	114	1.54%	125	0.87%
	保険業	71	12	0.16%	59	0.41%
	その他金融業	172	60	0.81%	112	0.78%
	不動産業	673	269	3.63%	404	2.82%
	サービス業	2248	935	12.61%	1313	9.16%
連続変数	時価総額(自然対数)	平均±標準偏差	10.17 ± 1.67		9.82 ± 1.86	

注 1) 比率は、株主優待制度あり・なしを分母、配当の実施数・自社株買いの実施数・東証業種分類を分子に置いて算出したもの。

ロジスティック回帰分析の結果は、表 2 のとおりである。自社株買いは統計的に有意ではないが、それ以外の独立変数は、全て有意だった。

¹ 株主優待制度は、配当とは異なり、取引所の規則などで上場会社に開示が義務付けられた適時開示情報ではない。よって、データの信頼性については確保されたものではない。

表 2. 株主優待制度についてのロジスティック回帰分析

独立変数	係数	標準誤差	Z値	P>z	95%信頼区間		
時価総額(自然対数)	1.31	0.08	15.81	0.000	1.15	—	1.47
配当実施ダミー	0.70	0.05	14.51	0.000	0.60	—	0.79
自社株買いダミー	-0.13	0.11	-1.19	0.235	-0.33	—	0.08
年ダミー	0.06	0.01	7.14	0.000	0.05	—	0.08
業種ダミー	0.00	0.00	24.07	0.000	0.00	—	0.00
切片	-136.34	17.77	-7.67	0.000	-171.17	—	-101.50

Log likelihood -12857.908 Pseudo R2 0.0485

続いて、このロジスティック回帰で計算した傾向スコアを基準として、マッチング²を行う。そのマッチングペアを元に、株主優待制度を導入していることによる効果を ATE（平均処置効果）で検証した。

（2）株主優待制度と株主の所有者別分布

企業は株主構成を有価証券報告書で開示している。単元株主数合計と所有者別分布（単元株主数合計に対する金融機関・その他法人・外国法人等・個人その他の株主数比率）を従属変数として、ATE を求めた。従属変数の基本統計量を表 3. その結果を表 4. で示す。株主優待制度を導入することで、単元株主数は 4,309 人増加するという結果が得られた。また、所有者別分布別にみると、その他法人（2.27%増）・個人その他（2.12%増）の比率が増加し、外国人等（2.09%減）・金融機関（1.55%減）の比率が低下するという結果になった。鈴木・砂川 [2008] は、株主優待制度の導入企業での個人株主数の増加を報告しているが、今回得られた結果は整合している。

表 3. 傾向スコアで使用する従属変数の基本統計量

従属変数		サンプル数	平均	標準偏差
株主数	単元株主数合計	20,521	14,221.65	47,568.81
所有者別分布	比率(金融機関)	20,213	16.30	12.53
	比率(その他法人)	20,751	26.95	19.03
	比率(外国人等)	19,952	10.97	12.87
	比率(個人その他)	20,795	44.84	22.48

表 4. 株主優待制度があることによる株主の変化

従属変数		係数	標準誤差	Z値	P>z	95%信頼区間		
株主数	単元株主数合計	4,309.72	255.25	16.88	0.000	3,809.45	—	4,810.00
所有者別分布	比率(金融機関)	-1.55	0.18	-8.54	0.000	-1.90	—	-1.19
	比率(その他法人)	2.27	0.34	6.62	0.000	1.60	—	2.94
	比率(外国人等)	-2.09	0.18	-11.61	0.000	-2.44	—	-1.74
	比率(個人その他)	2.12	0.34	6.33	0.000	1.47	—	2.78

（3）株主優待制度と投資指標

続いて、投資指標を従属変数として ATE を求めた。従属変数の基本統計量を表 5. その結果を表 6.

² すべての従属変数について、マッチング前後を比較すると Standardized Differences はマッチング後の値が 0 に近くなり、Variance ratio が 1 に近づいていることから、マッチングの効果を確認している。

で示す。株主優待制度がある企業は、収益性指標（ROA・ROE・ROIC）、成長性指標（売上高伸び率：3年平均）が劣るという結果になった。これらのことから、株主優待制度を実施している企業は、新興企業というより成熟企業であると考えられる。また、一株当たり指標（PBR・配当利回り）や安全性指標（当座比率）も低い傾向が見られた。

一方で、配当性向は高い（2.14%増）という結果になり、仮説 1 の「株主優待を実施している企業は、配当性向も高い」が裏付けられた。また、株主優待制度を実施する企業は、利益剰余金比率が高い（1.02%増）という結果が得られたことから、仮説 2 の「株主優待を実施する企業は、利益剰余金比率が高い」についても裏付けられた。

表 5. 傾向スコアで使用する従属変数の基本統計量

従属変数		サンプル数	平均	標準偏差
収益性	ROA	19,823	6.25	6.14
	ROE	20,793	7.09	16.40
	ROIC	16,617	6.27	5.30
成長性	売上高伸び率（3年平均）	18,929	4.40	9.78
安全性	当座比率	20,809	176.02	149.98
一株当たり指標	PBR	20,638	1.92	2.95
	配当利回り	20,701	1.62	1.18
内部留保	配当性向	17,073	34.85	35.63
	利益剰余金比率	21,569	27.11	27.96

表 6. 株主優待制度があることによる投資指標の変化

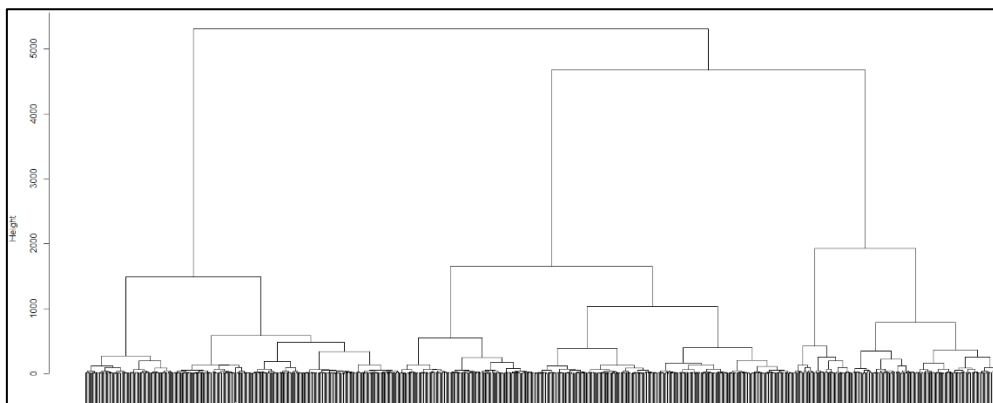
従属変数		係数	標準誤差	Z値	P>z	95%信頼区間	
収益性	ROA	-0.55	0.11	-5.05	0.000	-0.77	-0.34
	ROE	-1.02	0.28	-3.64	0.000	-1.57	-0.47
	ROIC	-0.71	0.09	-7.56	0.000	-0.90	-0.53
成長性	売上高伸び率（3年平均）	-0.64	0.17	-3.76	0.000	-0.98	-0.31
安全性	当座比率	-43.36	2.61	-16.60	0.000	-48.48	-38.24
一株当たり指標	PBR	-0.19	0.04	-4.32	0.000	-0.28	-0.10
	配当利回り	-0.20	0.02	-12.12	0.000	-0.23	-0.17
内部留保	配当性向	2.14	0.70	3.04	0.002	0.76	3.52
	利益剰余金比率	1.02	0.42	2.42	0.016	0.19	1.86

（4）株主優待制度と企業の特徴

前述により株主優待制度を導入している企業について、全体的な傾向を把握することができた。では、株主優待制度を導入している企業について、業種で分析することでさらに傾向がないかを見てみる。株主優待制度のある企業に限定したクラスター分析を行い、その特徴を調べる。使用したデータは、時価総額の自然対数・ROIC・配当性向・利益剰余金比率（全て年次データ）である。分析期間は 2013 年～2018 年。なお、2013 年～2018 年で東証業種分類に変更がある銘柄は分析から除外した。また、期間中で株主優待を実施しなかった年が 2 回以上ある企業も除外した。その結果、分析対象企業は 880 社となった。

分析の手順は、まず、銘柄ごとに時価総額（自然対数）・ROIC・配当性向・利益剰余金比率の平均値を求める。そして、それらの値と東証業種分類をセットにして、クラスター分析を行った。クラスター間の距離測定方法として、ウォード法を採用した。その結果、得られた樹形図（デンドログラム）を図 1. に示す。

図 1. 株主優待実施企業についての樹形図（デンドログラム）



クラスターは大きく 3 つに分類された。よって、3 つのクラスターについて、分析に使用したデータの平均値を表 7. に示す。クラスターで分類された企業を、東証業種分類で銘柄数を集計したものが表 8. である。さらに東証業種分類+日経 NEEDS 業種分類の主業種（中分類）の組み合わせでまとめた結果が表 9. である。

クラスター3 は、配当性向・利益剰余金比率の高い企業のグループ（200 社）となった。東証業種分類でみると、製造業（食料品 22 社など計 86 社）、非製造業（小売業 45 社、卸売業 22 社、サービス業 21 社など計 112 社）となった。日経 NEEDS 業種分類でみると、食品製造（製菓 5 社、調味料・食品添加物 4 社など計 16 社）、飲食店（レストラン 3 社、居酒屋 3 社など計 14 社）、専門店（ホームセンター 3 社、スポーツ用品専門店 2 社など計 9 社）がグループの上位となった。このクラスターには、サービスの直接の利用者が個人（Consumer）と考えられる企業が多く含まれている。また、企業向け専門サービスを展開する高収益企業もここに分類された。

クラスター2 は、クラスター3 と比較して配当性向は劣るが、利益剰余金比率は高い企業のグループ（378 社）となった。東証業種分類でみると、製造業（食料品 57 社、化学 27 社など計 169 社）、非製造業（小売業 65 社、卸売業 44 社、サービス業・情報 通信業 28 社など計 208 社）となった。日経 NEEDS 業種分類でみると、食品製造（水産・水産加工品 5 社、製粉・精穀 5 社、調味料・食品添加物 5 社など計 50 社）、建材・電気・金属卸（産業用機械・機器卸 5 社、半導体・電子部品卸 4 社など計 18 社）、飲食店（カジュアルレストラン 4 社など計 16 社）がグループングされた。このクラスターには、サービスの直接の利用者が個人（Consumer）ではなく企業（Business）と考えられる企業が多く含まれている。2 位の建材・電気・金属卸、6 位の化学・化成製品、10 位の自動車部品などである。

クラスター1 は、東証業種分類でみると、製造業（その他製品 9 社など計 45 社）、非製造業（小売業 82 社、サービス業 52 社、卸売業 40 社、陸運業 22 社など計 246 社）となった。日経 NEEDS 業種分類でみると、飲食店（居酒屋 9 社、カジュアルレストラン 8 社など計 28 社）、総合小売・食料品小売（百貨店 8 社、スーパーマーケット 7 社、GMS・SC 4 社など計 21 社）、陸運（鉄道 17 社、バス・タクシー 4 社の計 21 社）などとなった。このグループには、製造業の企業が少なく、非製造業の企業が集まった。サービス業の企業が 6 位（生活関連サービス 12 社）と 7 位（レジャー 10 社）にランクされており、サービスの直接の利用者が個人（Consumer）と考えられる企業が多い結果となった。

これらの結果は、仮説 3 の「株主優待を実施する目的は、企業の経営状況により異なる」と整合すると評価できる。クラスター3 の企業は、利益剰余金が豊富であることを背景に、高配当性向を維持しつつ、

株主優待制度による還元で個人投資家へ投資の魅力を高めていると考えられる。また、サービスの直接の利用者が企業（Business）と考えられる企業が多く含まれることから、株主優待制度の目的は、個人投資家に事業内容の周知を図ろうという動機が強いと考えられる。クラスター2 の企業は、利益剰余金が豊富であることを背景に、配当性向は抑えつつも株主優待制度による還元で個人投資家へ投資の魅力を高めていると考えられる。クラスター1 の企業は、配当性向は一定水準を維持しつつ、サービスの直接の利用者が個人（Consumer）であることから、株主優待制度により製品・サービスを使ってもらおうというマーケティング的な動機が強いと考えられる。

表 7. 株主優待のある企業を 3 つのクラスターに分解した結果

	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3
銘柄数	302	378	200
時価総額(自然対数)	9.9	10.6	10.1
ROIC	4.4	7.1	4.1
利益剰余金比率	13.3	43.2	40.0
配当性向	28.2	25.8	66.6

表 8. クラスター別に東証業種分類で銘柄数を集計

	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3
製造業	45	169	86
食料品	8	57	22
繊維製品	2	8	7
パルプ・紙		2	2
化学	4	27	12
医薬品	1	2	3
石油・石炭製品		1	
ゴム製品		4	1
ガラス・土石製品		4	1
鉄鋼	1	5	3
非鉄金属	1	2	
金属製品	5	10	4
機械	1	14	4
電気機器	3	10	10
輸送用機器	7	13	1
精密機器	3	1	1
その他製品	9	9	15
非製造業	246	208	112
水産・農林業	2	2	1
鉱業		1	
建設業	6	12	4
電気・ガス業	1	1	
陸運業	22	10	3
海運業	4		
空運業	2	1	
倉庫・運輸関連業		5	2
情報・通信業	16	28	11
卸売業	40	44	22
小売業	82	65	45
不動産業	19	11	3
サービス業	52	28	21
金融業	11	1	2
銀行業			
証券・商品先物取引業	4		1
保険業		1	1
その他金融業	7		

表 9. クラスター別に東証業種分類、NEEDS 業種区分で企業数を集計した上位ランキング

No.	Cluster 1			Cluster 2			Cluster 3		
	東証業種分類	NEEDS業種分類 主業種(中分類)	社数	東証業種分類	NEEDS業種分類 主業種(中分類)	社数	東証業種分類	NEEDS業種分類 主業種(中分類)	社数
1	小売業	飲食店	28	食料品	食品製造	50	食料品	食品製造	16
2	小売業	総合小売・食料品小売	21	卸売業	建材・電機・金属卸	18	小売業	飲食店	14
3	陸運業	陸運	21	小売業	飲食店	16	小売業	専門店	9
4	不動産業	不動産・住宅	15	小売業	専門店	16	小売業	総合小売・食料品小売	8
5	小売業	専門店	14	小売業	総合小売・食料品小売	15	卸売業	建材・電機・金属卸	7
6	サービス業	生活関連サービス	12	化学	化学・化成品	15	小売業	衣料品・服飾品小売	7
7	サービス業	レジャー	10	陸運業	陸運	10	情報・通信業	システム・ソフト	7
8	卸売業	建材・電機・金属卸	9	不動産業	不動産・住宅	10	化学	日用品・生活用品	7
9	卸売業	食品卸	8	小売業	衣料品・服飾品小売	10	サービス業	企業向け専門サービス	6
10	卸売業	繊維・化学・製紙卸	7	輸送用機器	自動車部品	10	その他製品	企業向け専門サービス	6

5. まとめ

本稿では、株主優待制度の導入の目的とその効果について分析した。

傾向スコアによる分析で、株主優待制度を導入している企業は、所有者別分布別でみると、個人その他の株主比率が増加することを確認した。また、投資指標でみると、株主優待制度を導入している企業は、収益性指標（ROA・ROE・ROIC）、成長性指標（売上高伸び率：3年平均）が非導入企業に劣るという結果が得られた。このことから、株主優待制度を実施している企業は、新興企業というよりは成熟企業が多いと考えられる。

さらに、株主優待制度を導入している企業を対象にクラスター分析を行ったところ、株主優待制度の目的が個人株主に事業内容の周知を図ろうという動機の強い企業群、個人株主に製品・サービスを使ってもらおうというマーケティング的な動機の強い企業群にグルーピングされた。企業の経営状況によって、株主優待制度の導入目的は異なるという結果が得られた。

以上より、株主優待制度は、企業のペイアウト戦略として大きな役割を持っていることが明らかになった。

（参考文献）

- 佐々木寿記 [2010] 「ペイアウト政策と機関投資家持分比率の相互関係」、『証券アナリストジャーナル』2010.12、pp.102-112
- 鈴木健嗣・砂川信幸 [2008] 「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』2008.7、pp.107-121
- 日本証券業協会 [2019] 「個人投資家の証券投資に関する意識調査について」2019.1
- 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』2017.10、pp.82-93
- 宮川壽夫 [2013] 「株主優待制度のパズルに関する考察」、『証券アナリストジャーナル』2013.10、pp.96-106
- QUICK [2018] 「カゴメ（2811）「開かれた企業」を实践 対話路線で個人株主が長期保有！【株主優待戦略を聞く】」『QUICK Money World』2018.8.3