

2024 年 12 月 24 日 全 6 頁

「令和のブラックマンデー」で示された株主優待の株価下支え効果

2024 年 8 月における銘柄ごとの株価変動に係る分析からの示唆

金融調査部 研究員 瀬戸佑基
研究員 森 駿介

[要約]

- 株主優待には、外生的な市場のショック時に株価を下支えする効果があるとの見方がある。2024 年 8 月の日本株の急落期にも同様の効果が見られたのかを検証した。
- 2024 年 8 月の株価急落期においても、優待実施企業は相対的に株価の下落率が小さかった。この背景には、優待を通じた「ロイヤルティ」が働いている可能性がある。なお足元では長期間保有する株主を優遇する優待を実施する企業が増加しているものの、通常の優待実施企業と株価の下落率に大きな違いはなかった。

2024 年 8 月の株価急落について

2024 年 8 月 5 日の日経平均株価は前営業日比 4,451 円 28 銭安と、過去最大の下落幅を記録した。その後、株価はやや回復したものの、2023 年から堅調な市況が続いていた市場にとっては大きなショックとなった。報道等では、米国の景気後退懸念、円高の進行などの様々な要因が複合的に影響し、大幅な下落につながった可能性を指摘する声が多い¹。

このような外生的なショック時の個社の株価パフォーマンスに関して、「株主優待実施企業は、外生的なショック時の株価の下落幅が、相対的に小幅にとどまる」という興味深い指摘がある。野瀬・宮川・伊藤（2020）²は、日本の株式市場に影響を与えた 3 つの「危機」である世界金融危機（リーマンショック期）、東日本大震災期、コロナショック期の各期間で、優待実施銘柄は、そうでない銘柄に比べて、株価の下落率が小幅であったことを示している³。

この株価下支え効果は、2024 年 8 月の株価急落期にも見られたのであろうか。本レポートで

¹ NHK「[株価 過去最大の値下がり ブラックマンデー超え “4つの要因”](#)」（2024 年 8 月 5 日）

² 野瀬義明・宮川壽夫・伊藤彰敏「株主優待と株価急落リスク」『証券経済学会年報』第 55 号別冊（2020）

³ ただし、同じくコロナショック期を対象に分析を行った芹田敏夫「株主優待と日銀による ETF 買入れは新型コロナショックによる株価急落を和らげたか?」『青山経済論集』第 73 巻 2 号（2021 年 9 月 30 日）pp. 43-74 では、優待実施企業と非実施企業で株価急落度合いに差は見られなかったとされているなど、様々な指摘がある。

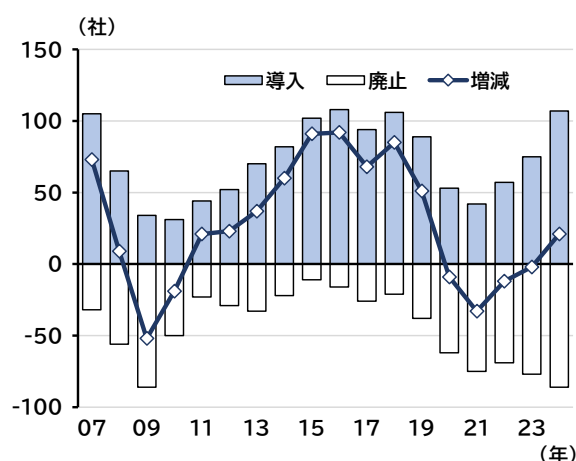
は、2024 年 8 月の株価急落期について、優待実施銘柄と非実施銘柄で株価パフォーマンスに差があったのかを検証した。

最近の株主優待の動向

検証に入る前に、最近の株主優待の動向について振り返る。近年、株主間の公平性等に配慮し、優待を廃止する企業が多い一方、長期保有を行う個人株主を確保したいとの考えから、優待の導入に踏み切る企業も多い⁴。大和インベスター・リレーションズ（大和 IR）のデータによると、2019 年ごろから差し引きで優待実施企業は減少していた。しかし、最近では優待等を通じた「ファン株主」の醸成を企図する企業も多いようで、足元では再び増加に転じた（図表 1）。このような企業は、自社に対するロイヤルティや愛着を持つ株主を増加させることにより、長期保有株主の増加や広告宣伝効果を通じた顧客・売上の増加を期待しているものと思われる。

さらに最近では、長期間保有する株主を優遇するタイプの優待（長期保有優待）を実施する企業も増えている（図表 2）。この長期保有優待は、大きく①長期保有優遇（一定期間以上株式を保有した場合に追加的な優待を受け取れるもの）、②長期保有限定（一定期間以上株式を保有しなければ優待を受け取れないもの）に分類できる（図表 3）。優待は（長期保有優待かにかかわらず）「個人投資家による株式の中長期的な保有」を目的として導入されることが多いため、長期保有優遇の広まりは自然な流れといえる。また、いわゆる優待クロス取引⁵を利用した優待品の取得を抑止・防止することも、長期保有優待導入理由として挙げられるだろう。

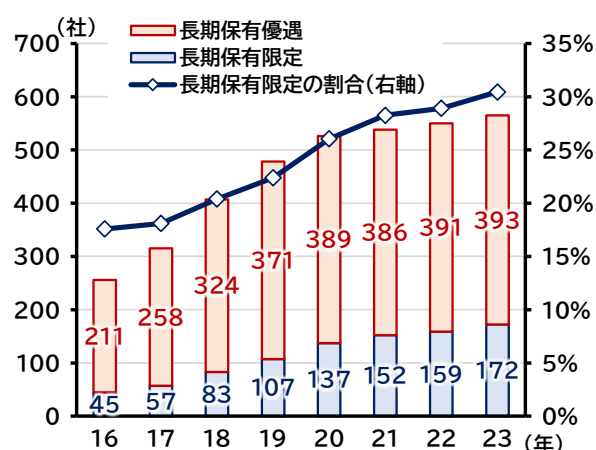
図表 1 優待の導入・廃止企業数の推移



（注）各年の調査時期は 9 月。

（出所）大和 IR 提供資料より大和総研作成

図表 2 長期保有優遇・限定優待の導入動向



（注）長期保有限定優待かつ長期保有優遇優待の場合は「長期保有限定」に分類。各年の調査時期は 9 月。

（出所）大和 IR 提供資料より大和総研作成

⁴ 長期保有優待に関する詳細な動向等は、瀬戸佑基・森駿介「[長期保有株主向けの株主優待の動向](#)」、大和総研レポート（2024 年 3 月 6 日付）を参照。

⁵ 優待品の取得を目的に、同じ銘柄を同じ株数で現物株式の買いと信用取引の売建を同値で約定する手法。株価変動リスクを抑えつつ、優待の権利を得られる（ただし、各種手数料や貸株料などのコストはかかる）。

図表 3 長期保有優待の分類

通常の優待のみ		保有期間に関係なく、 権利確定日に一定数以上の株式を保有していれば受け取ることが出来る場合 (例)権利確定日に200株以上保有する株主に、1,000円相当の金券を提供
長期 保有 優待	長期保有 優遇	通常の優待＋ 一定期間以上株式を保有した株主に対して追加的な優待を行う場合 (例)権利確定日に200株以上保有する株主に、1,000円相当の金券を提供(通常の優待) 200株以上を3年以上保有する株主には追加で1,000円相当の金券を提供(優遇部分)
		すべての優待について、 優待を受けるために一定期間以上の株式の保有が必要となる場合 (例)200株以上を3年以上保有している株主のみに1,000円相当の金券を提供
	長期保有 限定	

(出所) 大和総研作成

株主優待は令和のブラックマンデー時にも株価下支え効果を発揮したか？

分析①：株価リターンの比較

まず、2024年7月末時点での優待実施動向（優待を実施しているか、実施しているのであれば、**図表 3** の分類にどれに当てはまるか）をもとに、2024年8月の株価急落期に株主優待が株価下支え効果を発揮したか、という点を株価リターンをもとに検証する。ここでは、2024年7月31日終値で株式を購入し、2024年8月5日の終値で売却したと仮定した場合のバイアンドホールド・リターンを用いる⁶。

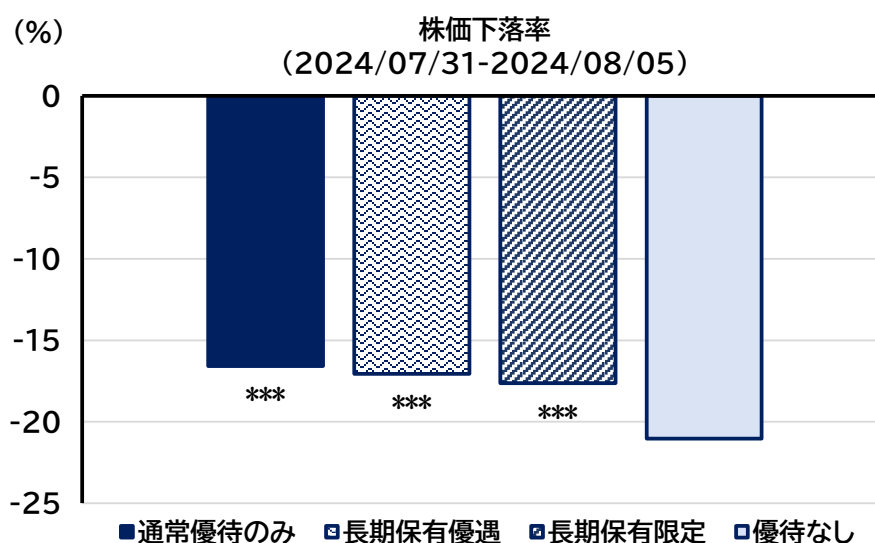
優待が株主のロイヤルティを醸成し「ファン株主」づくりにつながるのであれば、優待実施企業は相対的に株価の下落率が小幅であることが想定される。他方、長期保有優待に関しては様々な影響が考えられる。長期保有優待がそのまま長期保有インセンティブにつながり、通常の優待以上に株価下支え効果をもたらす可能性がある一方、保有期間に達していない株主からは、優先的に損切りの対象とされる可能性もある。

分析の結果、優待を導入していない場合の株価下落率（▲21%）に比べて、優待実施銘柄の株価下落率は▲17%前後に抑えられていることが分かった（**図表 4**）⁷。なお、長期保有優待（優遇、限定）は、いずれも通常の優待のみの企業に比べ、若干株価下落率が大きく見えるものの、統計的に有意な差があるとは言えず、長期保有優待のある企業の株価上昇率が通常の優待のみの企業より低いとはいえない。「優待なし」の株価と比べると、長期保有優待か否かにかかわらず、優待は一定の株価下支え効果を持つといえるだろう。

⁶ 期間の選定は、野瀬・宮川・伊藤（2020）に倣い、株価急落の直前の高値を付けた営業日の終値から、底値を付けた営業日の終値までとした。

⁷ 本レポートで参考にした野瀬・宮川・伊藤（2020）では、傾向スコアマッチングと呼ばれる統計手法を用いて優待実施企業と非実施企業をマッチングし、優待実施企業の株価下落率が相対的に小幅であったことを示していた。本レポート図表 4、5 で示した分析では同文献とは分析手法や分析対象が異なるため、結果の単純な比較はできない。

図表 4 優待実施動向別に見た 2024 年 8 月の株価急落期のパフォーマンス



(注 1) 図中の***は各優待ステータスと「優待なし」企業との平均値の差が 1%水準で有意であったことを示す。株価下落率は各グループの平均値。なお先行文献に倣い中央値についてウィルコクソンの順位検定も行った結果、こちらも優待実施企業は「優待なし」企業に比べて有意に株価下落率が小幅であった。

(注 2) 「長期保有優遇」は、一定期間以上株式を保有した場合に追加的なモノ・サービス等を受け取れる優待、「長期保有限定」は、一定期間以上株式を保有しなければモノ・サービス等が受け取れない優待を指す。

(出所) 大和 IR 提供資料、QUICK、各社開示資料より大和総研作成

分析②：重回帰分析による株主優待の株価下支え効果の検証

次に、総資産や配当利回り、有利子負債依存度等、株価に影響を与えうる様々な要因を考慮したとしても株主優待の株価下支え効果が確認できるかを検討するため、重回帰分析を行った。

被説明変数は、先ほどの分析と同様にバイアンドホールド・リターンを用いている。主な説明変数としては、通常の優待のみ・長期保有優遇の優待・長期保有限定の優待を実施している場合にそれぞれ 1 を取る「通常の優待ダミー」・「長期保有優遇ダミー」・「長期保有限定ダミー」を用いている。その他の要因をコントロールするための変数（コントロール変数）としては、野瀬・宮川・伊藤（2020）にて用いられた変数の一部に加え、8 月の株価急落期の原因として信用取引による影響を指摘する声があったことから、貸借銘柄の場合に 1 を取るダミー変数も追加した。加えて、業種ダミーも変数として加えている。変数の詳細は、補論を参照されたい。

分析の結果、各優待の実施ダミーは、すべて正で有意となった（図表 5）。優待は、それ以外の要因をコントロールしてもなお、リターンに対して正の効果を持っていたといえる。優待はその導入方法（通常の優待のみ・長期保有優遇・長期保有限定）を問わず、株価を下支えする効果を持つことが改めて確認された。係数をみると、導入方法で差はあるものの、2.4～3.1%pt 程度の株価下支え効果があったことが示唆される。先行文献の議論に準拠すると、優待の実施によって株主の企業に対するロイヤルティが高まった結果、仮に株式の売却に迫られたとしても他の銘柄の売却を優先し、優待実施銘柄については相対的に売られづらくなった可能性がある。この推論が正しければ、「ファン株主」増加のために優待が有効であるといえる。

なお、**図表 5** の推計結果をみると、優待ダミー以外の他の要因も、株価急落期の株価に影響を及ぼしていたことが分かる。例えば、株価の下支え効果が確認される（係数の符号が有意に正となっている）要因として、配当利回り、社歴などが挙げられる。優待同様、配当利回りの高さや社歴の長さが企業に対するある種のロイヤルティに繋がっている可能性がある。他方、株価をさらに押し下げていた（係数の符号が負に有意となっている）要因として、貸借銘柄ダミーなどが挙げられる。

図表 5 株価急落期のリターンを被説明変数とした分析

	係数	標準誤差	t値
切片	-17.37	2.22	-7.81 ***
通常の優待ダミー	3.10	0.33	9.48 ***
長期保有優遇ダミー	2.44	0.42	5.83 ***
長期保有限定ダミー	2.64	0.59	4.49 ***
PBR	-0.14	0.06	-2.41 **
ln(総資産)	0.23	0.09	2.51 **
net現金/総資産	0.00	0.02	-0.13
売上高営業利益率	0.02	0.01	2.70 ***
有利子負債依存度	-0.06	0.02	-2.83 ***
社歴	0.03	0.01	4.74 ***
配当利回り	0.79	0.10	7.54 ***
貸借銘柄ダミー	-0.86	0.31	-2.75 ***
業種ダミー	あり		

調整済みR² : 0.23

(注) 図中の**は5%水準、***は1%水準で有意。n=2,919。被説明変数は、2024年7月31日終値で株式を購入し、2024年8月5日の終値で売却したと仮定した場合のバイアンドホールド・リターン。その他の変数の詳細は、補足図表2を参照されたい。

(出所) 大和IR提供資料、QUICK、各社開示資料より大和総研作成

まとめ

リーマンショック期、東日本大震災期、コロナショック期に続き、2024年8月の株価急落期にも株主優待による株価下支え効果が確認されたということは、その効果が頑健であることを示しているといえるだろう。この結果からは、優待が、ファン株主獲得や企業に対するロイヤルティを高めるために有効というメリットがあると解釈できるかもしれない。

他方、優待に関しては、様々な論点がある。保有株式数と優待品が完全には比例しないこと、また機関投資家など、優待の直接的な恩恵を受けづらい株主が存在することなど、いくつかの観点から株主間の公平性に関する問題があるとの指摘がある。また、優待品の送付費用や、優待割引券などの取扱いコスト、個人株主数が増加することに伴う株主管理コストなどの課題も大きい。メリット・デメリットの双方がある施策のため、企業の状況に合わせて導入・廃止を検討すべきだろう。

補論

本文の分析では、銀行業の財務諸表に記載されていない項目を用いているため、銀行業は分析の対象外となっている。この点を考慮し、全業種でデータの取得が可能だった変数のみを用いて、バイアンドホールド・リターンを回帰したところ、概ね同様の結果が得られた（補足図表1）。なお、本レポートの分析に用いた変数は補足図表2を参照されたい。

補足図表1 銀行業も含めた分析

	係数	標準誤差	t値
切片	-18.60	2.22	-8.39 ***
通常の優待ダミー	2.94	0.32	9.28 ***
長期保有優遇ダミー	2.29	0.41	5.63 ***
長期保有限定ダミー	2.55	0.56	4.58 ***
PBR	-0.15	0.06	-2.74 ***
ln(総資産)	0.16	0.09	1.77 *
売上高営業利益率	0.02	0.01	4.05 ***
社歴	0.03	0.01	5.96 ***
配当利回り	0.91	0.10	9.27 ***
貸借銘柄ダミー	-0.69	0.30	-2.29 **
業種ダミー	あり		

調整済みR² : 0.21

（注）図中の*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で有意。 n=3,184。

（出所）大和IR提供資料、QUICK、各社開示資料より大和総研作成

補足図表2 分析に用いた変数

変数名	変数の定義、単位など
バイアンドホールドリターン	2024/7/31終値で購入、2024/8/5終値で売却時のリターン、%
通常の優待ダミー	通常優待実施企業は1、そうでなければ0を取る変数
長期保有優遇ダミー	長期保有優遇実施企業は1、そうでなければ0を取る変数
長期保有限定ダミー	長期保有限定実施企業は1、そうでなければ0を取る変数
PBR	時価総額÷自己資本、倍
ln(総資産)	総資産（単位：100万円）の自然対数値
net現金/総資産	（現預金－有利子負債）÷総資産×100、%
売上高営業利益率	営業利益÷売上高×100、%
有利子負債依存度	有利子負債÷総資産×100、%
社歴	2024年3月末までの社歴（原則、登記申請日からカウント）、年
配当利回り	一株当たり配当÷株価×100、%
貸借銘柄ダミー	貸借銘柄であれば1、そうでなければ0を取る変数
業種ダミー	東証33業種

（注1）特記がないものについては、財務諸表関連のデータは直近期末の連結ベース、株価・時価総額に関連する指標は2024年7月末のデータとなる。

（注2）図表5・補足図表1の重回帰分析において、外れ値の影響を除去するため、ダミー変数を除く全ての変数について、上位1%のデータを99%分位点の値に、下位1%のデータを1%分位点の値に置きかえるウィンザー化をしている。

（出所）大和総研作成