

2024 年 8 月 8 日 全 9 頁

日本企業における個人株主の動向

増加する「個人株主」の影響を考える

金融調査部 研究員 瀬戸佑基

[要約]

- 日本の上場企業における個人株主数は増加し続けている。一方で、個人株主 1 人当たりの平均株式保有金額（市況の影響を調整したもの）は徐々に縮小していることから、小口の株主層が広がっている可能性がある。
- 個人株主の増加に重きを置いた施策として、株式分割と株主優待を取り上げる。株式分割により個人株主数が増加する、との指摘は多く、事実として 2023 年度は、株式分割実施企業による延べ個人株主数の押し上げ効果が大きかった。一方、株主優待の導入も個人株主数を増加させると考えられるが、直近では導入企業と廃止企業がともに多く、企業によりその判断が分かれている。
- 個人株主の増加によって、企業には様々なベネフィットとコストがもたらされる。また、個人株主の議決権行使率が上昇傾向にあるなど、個人株主の意識改革が進んでいる点も重要だ。新 NISA が始まるなど個人株主が増加しやすい状況にある現在は、企業にとって個人株主がいかなる存在であるのかを再考する良いタイミングだといえるだろう。

1 はじめに

2023 年度に東京・名古屋・福岡・札幌証券取引所に上場している 3,984 社の個人株主数（名寄せを行っていない延べ人数ベース）は、前年度から 462 万人増加し、7,445 万人となった¹。2014 年以降、この個人株主数は増加し続けている。背景としては、少額投資非課税制度（NISA）の開始、ファンダメンタルズの改善、好調な市況の影響に加え、足元ではインフレが進行する中で資産形成の重要性が意識されていることなど、様々な要因が考えられる。2024 年 1 月からの新 NISA 開始などの影響で、個人株主数は今後さらに増加しやすい環境となっている。また、東京証券取引所（以下、「東証」）は 2024 年 10 月より、「少額投資の意義や対応の必要性」などについて検討を行う、「少額投資の在り方に関する勉強会」を設置する予定だ。投資単位の引き下げにつながる取り組みが加速すれば、個人株主数がさらに増加する可能性がある。

¹ 東京証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所「2023 年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」（2024 年 7 月 2 日）（以降、本稿では「株式分布状況調査」とする）

証券会社側の取り組みの影響も、個人株主増加の一因として挙げられる。一定の条件下で売買手数料を無料としたり、単元未満株を売買できるサービスを新設・拡充²したりする証券会社があるなど、証券業界の競争が激化しており、個人が株式市場に参入しやすくなっている。

また、株式分割や株主還元の拡充など、個人株主数を増やしたり、個人持株比率を上昇させたりするような施策を行う企業も多い。このように、市場全体から見たマクロの面でも、証券会社・企業レベルで見たミクロの面でも個人株主数が増加しやすい状況となっている。

本稿では、近年の個人株主の動向をまとめたうえで、個人株主数の増加が企業にもたらしうるベネフィットとコストについて考える。

2 個人株主数が増加し、小口の株主層が広がる

2.1 個人株主数・個人持株数は増加している一方、個人持株比率は横ばい

株式分布状況調査における個人株主数は、2023 年度まで 10 年連続で増加し続けている（図表 1）。なお、この人数は延べ人数ベースであるため、個人株主が新たに株式市場に参入することに加え、すでに株式投資を行っている個人株主が保有銘柄数を増やした場合にも増加する³。

同調査における分析では、2022 年度から 2023 年度にかけての個人株主数の増減のうち、新規上場会社による増加が 50.3 万人、株式分割実施会社における増加が 247.0 万人、その他の会社による増加が 235.3 万人、上場廃止会社による減少が 70.1 万人となっており、株式分割実施会社による延べ個人株主数の押し上げ効果が最も大きかった⁴。

図表 1 株式分布状況調査ベースでの個人株主数（延べ人数）



（注）単元未満式のみを保有する株主は集計対象外。

（出所）東京証券取引所より大和総研作成

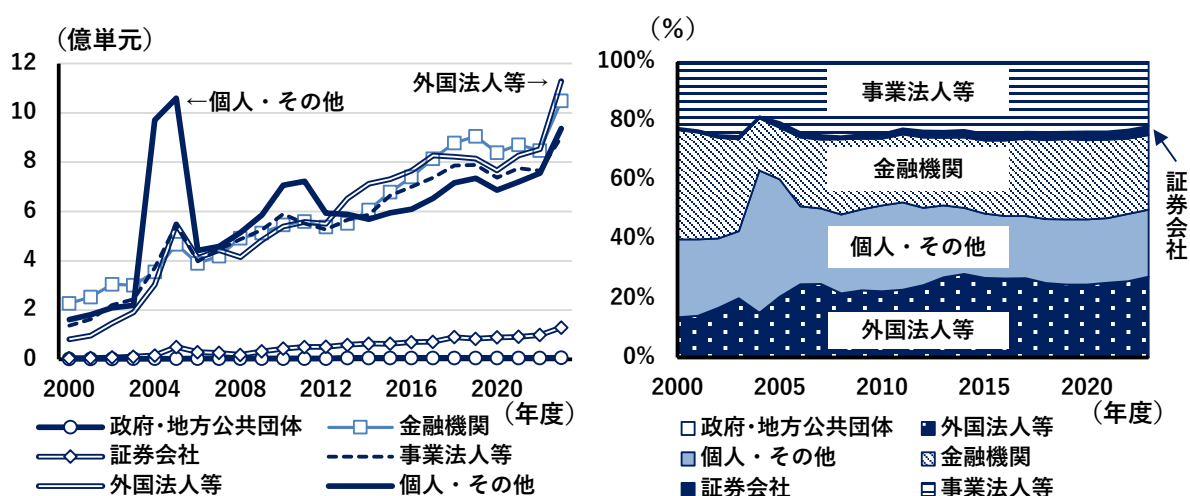
² なお、株式分布状況調査では、単元未満株式のみを保有する株主は集計対象外となっている。

³ 証券保管振替機構が公表する株主の名寄せ後の個人株主数も、足元では増加傾向にある。ただし単元未満株式のみを保有する株主数がカウントされているなど、株式分布状況調査とは若干定義が異なる。

⁴ この数字には「株式分割実施会社における、株式分割の実施以外の要因による株主数の増加」の影響も含まれていると考えられる。

株主数ではなく、持株数の推移を所有者別に示したものが**図表 2 左図**だ。「個人・その他」の持株数は、個人株主数と同様に増加傾向にあるものの、「金融機関」や「事業法人等」による持株数も増加傾向にある上、直近ではとりわけ「外国法人等」による持株数が増加している。なお、**図表 2 右図**では、同調査の結果を所有者別の持株比率で示している。直近の動向に着目すると、「個人・その他」は 2022 年度が 22.7%、2023 年度が 22.6%とほぼ横ばいだが、「外国法人等」は 2022 年度に 25.6%、2023 年度は 27.2%と 1.6%pt 上昇している。個人の株式市場への参入が進んでいる一方、持株比率ベースでは外国法人等の存在感が増しつつある状況である。

図表 2 所有者別持株数（左図）、持株比率（右図）の推移



(注 1) 2004 年度～2006 年度ごろの「個人・その他」の持株数・比率の急激な増減は、ライブドアによる株式分割の影響が大きい。

(注 2) 左図は 2000 年度のみ単位数ベース、それ以降は単元数ベース。

(注 3) 「政府・地方公共団体」が占める割合は極めて小さいため、右図では読み取ることができない。

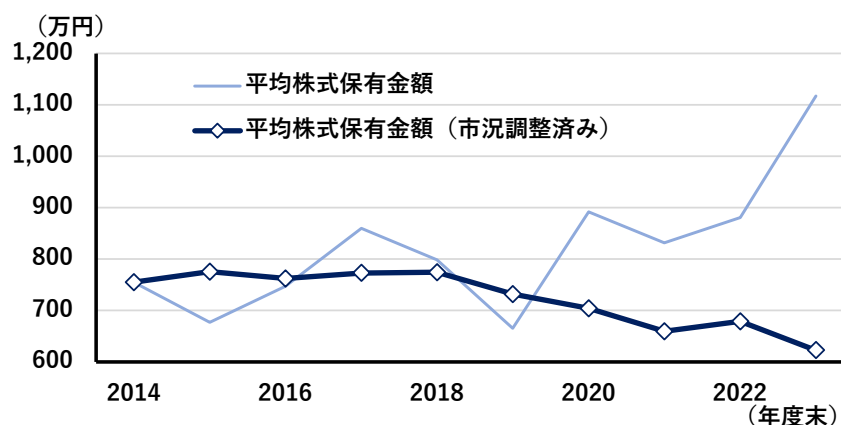
(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

2.2 株主の「小口化」がさらに進んでいる可能性

ここでは、個人株主の動向を、企業側からではなく個人株主の側から眺める。個人株主が平均的にどの程度の金額の株式を保有しているかを推計するため、日本証券業協会による分析⁵を参考に、個人株主一人当たりの平均株式保有金額を算出したものが**図表 3**だ。なお、平均株式保有金額は、市況の影響によっても変動する。図表 3 では、2015 年以降の市況の影響により保有金額が変動した影響を取り除くため、TOPIX の変化率で調整を行った結果も示している。また、一人当たり平均保有金額の算出に用いた株主数は、証券保管振替機構が公表する名寄せ後の株主数の数値を用いている。この名寄せ後の株主数も、足元では増加傾向にある。

⁵ 日本証券業協会「個人株主の動向について」（2023 年 9 月）p. 10 より。計算は日本証券業協会が示す方法に従っているが、「市況の影響を調整」するために用いる指数を日経平均から TOPIX に変更しているため、日本証券業協会の公表値とは若干数値が異なる。

図表 3 個人株主一人当たりの平均株式保有金額の推移



（注 1）市況調整済みの値の試算方法は以下の通り。①調整前の保有金額を、2014 年度末の TOPIX を基準とした各年度の TOPIX 騰落率で割る。②それを名寄せ後の株主数で割る。これにより、2015 年以降の株価変動の影響が調整される。

（注 2）東証と証券保管振替機構のデータは完全には対応していないため、あくまでも参考数値となる。

（出所）東京証券取引所、証券保管振替機構、LSEG より大和総研作成

市況の影響を調整していない平均保有金額は、2022 年度まで振れを伴いながらも緩やかに増加し、2023 年度に急増した。ただし、これは市況が好調であったことで押し上げられた面が大きいようだ。2015 年以降の市況の影響を調整したベースでは、徐々に平均保有金額は減少している。日本証券業協会は、2022 年度末までの試算結果から「個人株主数が徐々に増加している中で小口化傾向にある」⁶と結論付けているが、証券保管振替機構が公表する名寄せ後の個人株主数がその後も増加したことを考慮すると、2023 年度はさらに小口の株主層が広がった可能性があるといえるだろう。

3 株主数や個人持株比率に影響を与える施策

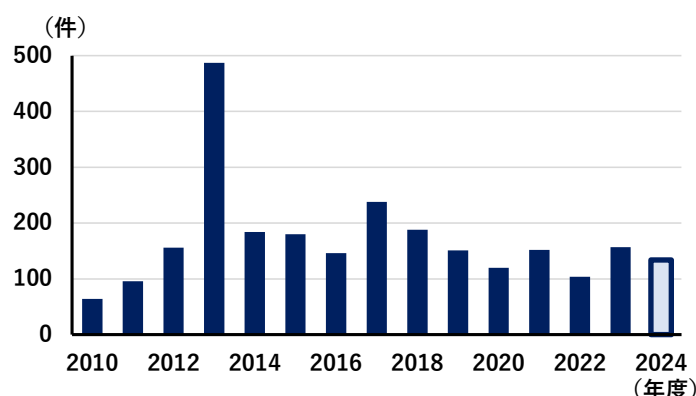
2023 年度は、株式分割実施会社の影響で株主数が 247.0 万人増加するなど、各企業の施策により個人株主数が増加した面も大きい。増配・自社株買いといった株主還元の充実など、株主数の増加につながる施策はいくつか考えられるが、ここでは特に「個人株主」に対して重点的にアプローチを行うための代表的な施策といえる株式分割と株主優待に注目したい。

3.1 個人の株式購入ハードルを引き下げる株式分割

株式分割の実施件数は、東証による売買単位の統一（従来の 8 種類から、2014 年 4 月より 2 種類に）や NISA の開始などを控えて 2013 年に急増したものの、足元では概ね年間 100 件前後で推移している（図表 4）。ただし、2024 年度に関しては、4-6 月の時点で昨年度の実施件数に迫る勢いであり、比較的ハイペースといえる。

⁶ 日本証券業協会「個人株主の動向について」（2023 年 9 月）p. 10

図表 4 株式分割の実施企業数



(注) 国内の上場企業を対象とした集計。2024 年度は、6 月末までに決議された事例をカウントしている。

(出所) 各社開示資料、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

株式分割の実施により、最低投資単位が引き下げられて個人が株式を購入しやすくなり、個人株主の増加につながる、との見方がある。事実として、株式分割の実施により株主数が増加することを指摘する文献は多い。最近の分析としては、石田・高橋（2023）が、2007 年から 2019 年に上場している、などの条件を満たした企業について分析を行った結果、株式分割を行った企業において、株式分割の実施翌期には個人投資家数が約 77% 増、翌々期には約 109% 増となった、との結論を導いている（いずれも株式分割の実施前期対比）。

株式分割の実施により、株主数が増加しただけでなく、株主の年齢構成の若返りにつながった例もある。2023 年 7 月に 1 株を 25 株に分割した NTT では、株式分割前の 2020 年 12 月には、40 代以下の株主の割合が全体の約 1 割であったのに対し、株式分割後の 2024 年 3 月には、40 代以下の株主の割合が約 4 割まで増加している⁷。1:25 の株式分割は、例えば分割前の株価が 4,000 円であった場合、分割後に 160 円となるような分割で、最低投資単位は 40 万円から 1 万 6,000 円に引き下がることになる。個社の事例であり、かつ最低投資単位が 1 万円台にまで引き下がるような大幅な株式分割を行った例ではあるものの、最低投資単位の引き下げにより、若年層が株式を購入しやすくなる効果はあったといえるだろう。

なお、株式分割により、株主提案権の行使に必要な分の株式が購入しやすくなる、という副次的な影響がもたらされる。鈴木（2024）が指摘する通り、日本の株主提案制度は「株主提案権を取得するための株式保有要件が緩い」ことや「提案内容の制限がほとんどない」ことから、アクティビスト・ファンドから注目されている。日本においては、議決権総数の 1% 以上もしくは 300 個以上の議決権を 6 か月間継続保有することで株主提案権を得ることができるが、株式分割により、300 個以上の議決権を得るハードルは下がる。

株主提案はガバナンス上重要な役割を果たす一方で、特に株式分割を行った企業などで、株主の個人的主張ととられかねない泡沫的な提案がなされやすくなる可能性もある。

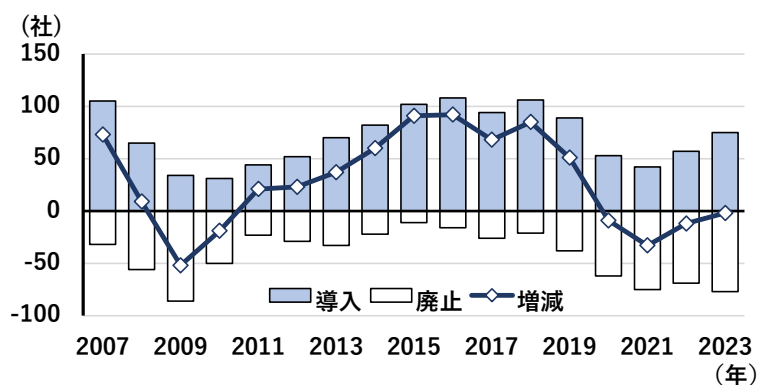
⁷ 日本電信電話「2023 年度決算、2024 年度業績予想について」（2024 年 5 月 10 日）

3.2 株主優待も個人株主数を増加させるが、新設・廃止の判断は分かれる

個人株主を対象とした代表的な施策としては、株主優待の実施も挙げられる。株主優待の実施企業数は、2019年まではほぼ右肩上がりに増加し、実施率は全上場企業の約40%にまで達したが、その後は若干低下している。実施企業数の増減について、導入企業数・廃止企業数に分けてその推移を示したものが図表5だ。

コロナ禍で業績不振を理由に株主優待を休廃止した企業が見られたほか、株主平等原則などの兼ね合いから「公平な利益還元のため」に廃止する企業も多く、2020年以降は廃止企業が相対的に多い。一方、新設企業も多く、2023年9月時点の調査では、新設・廃止企業数がほぼ同数となるなど、企業によって判断は分かれている。

図表5 株主優待の実施企業数の増減



(注) 調査タイミングは概ね毎年9月末。

(出所) 大和インベスター・リレーションズより大和総研作成

株主優待については、導入に際して個人株主数は増加し、廃止に際しては減少する、との指摘が多い。例えば、松浦（2023）は、2010年度から2020年度に株主優待を廃止した、などのいくつかの条件を満たした企業について、廃止の前年度から廃止当該年度などにかけて個人株主数や個人持株比率が低下することを示した。さらに個人株主数の減少幅などは、優待品として「非自社製品」を送付していた企業で大きかったことも示している。

足元では、株主優待を受けるために一定期間の株式の保有を必要とするなど、長期保有株主を優遇する株主優待を導入する企業が増加傾向にある。実際に、株主優待導入企業に対してアンケート調査を行った安武・永田・松田（2018）によると、「株主優待の導入目的」として「個人投資家の獲得、増加」に「あてはまる」と回答した企業が91.1%、また「長期保有株主の増加」に「あてはまる」と回答した企業が87.3%となるなど、個人投資家（特に長期保有を行う個人投資家）の獲得のために株主優待が導入される例が多いと考えられる。

株主優待に関しては、広告宣伝効果や、（長期保有を行う）個人株主・「ファン株主」を増加させる効果、また株価へのプラスの影響などを期待して導入する企業も多いと推測される。他方、株主平等原則との兼ね合いが難しく、機関投資家などに配慮して廃止する例も多いようだ。

4 個人株主数が増加する中、考慮すべきポイント

個人株主が増加することによる直接的なベネフィットとしては、株主数に関する上場維持基準を満たしやすくなる効果⁸が挙げられる。また個人株主が市場に参入し、新たに資金が市場に流入することなどで、株価などに対するプラスの影響が生じることを期待する考えもあるかもしれない。自社商品やサービスを提供するタイプの株主優待を実施する企業においては、株主優待による広告宣伝効果がより向上する効果も見込めるだろう。

株主優待の導入や株式分割に際しては、「中長期的に株式を保有する株主の確保」などを理由として挙げる企業が多い。特に株主優待では、一定期間以上株式を保有する株主を優遇するなど、直接的に中長期的な保有へのインセンティブをつける企業もある。加えて、個人株主が「モノ言わぬ株主」であるという指摘もあり、「モノ言わぬ株主」に中長期的に株式を保有してもらうための手段としてこれらの施策が行われる例もあるかもしれない⁹。

他方、個人株主数の増加が企業にもたらすものは、ベネフィットばかりではないだろう。企業の各種施策に関するコスト・ベネフィットについては様々な論点があるが、本章では、「個人株主数の増加（個人持株比率の上昇）が企業にもたらしうるコスト」に絞って検討を行う。

4.1 株主管理コストの増大が直接的な課題

株主数が増加することによる直接的なコストとしては、株主管理コストの増大が挙げられる。株主管理コストを具体的に調査した文献は少ないものの、例えばロイターは「企業側の担当者の話を総合」した数値として、「証券代行業者に支払う株式事務委託料金は 1 株主当たり年間 1000-1500 円程度」¹⁰という数値を挙げている。

株主数の増加により、株主総会向けにより大きな会場を確保するためのコストや、お土産を配布する場合にはそのコスト、株主優待の実施コストなど、様々なコストが増加しうる。株主総会資料の電子提供制度の活用や、バーチャル株主総会化などによってある程度コストはコントロール可能であるという指摘もあるものの、株主数増加策を検討する際には考慮すべきだろう。

4.2 個人持株比率の上昇による経営規律への負の影響を指摘する声も

株式分割や株主優待の導入が個人株主数を増加させる（個人持株比率を上昇させる）点については、長期的なデータを用いた実証研究で示されている。その上で、個人株主の増加が、経営規律に悪影響を与える、との指摘が以前からなされてきた。例えば石川（2019）¹¹は、個人持株比

⁸ ただし、株主数に関する上場維持基準に抵触する例は少ない。

⁹ なお本稿は、株主優待や株式分割が、「モノ言わぬ株主」の確保のために行われている、ということを主張するものではない。特に株式分割に関しては、東証から投資単位の引き下げ要請などが出されており、最低投資単位が高い企業については、積極的な実施が求められているなど、外的圧力も存在する。

¹⁰ ロイター「焦点：株主総会を仕切る証券代行、寡占の裏に高額解約料」（2021 年 3 月 1 日）

¹¹ 石川（2019）の当該部分は、過去の石川氏の単著論文と、石川氏・久多里氏の共著論文の内容に加筆修正をしたもの。なお久多里（2016）では、個人株主の増加が株主による企業経営に対する規律付けの低下につながることを、久多里（2018）では規律付けの低下が企業の将来業績の悪化につながることを示している。

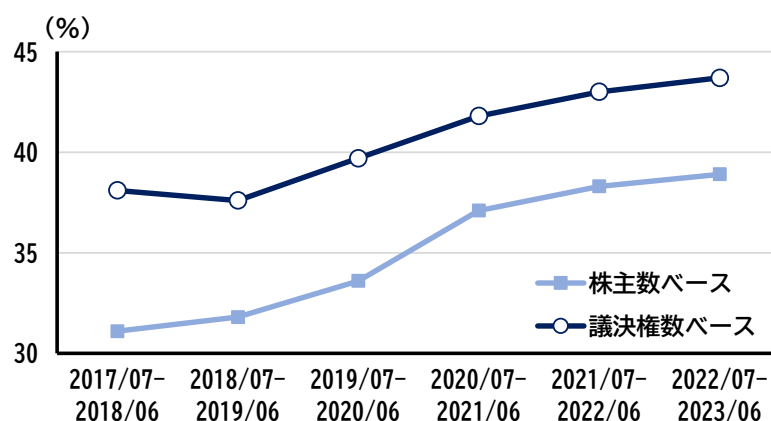
率や個人株主数の上昇・増加は、次期の ROE の対前年変化や次期の売上高変化率などにマイナスの影響をもたらすこと、また外国人持株比率や外国人株主数の上昇・増加は、個人持株比率の上昇とは反対の影響をもたらすことを実証している。石川は「一般的に、小口の個人株主は、経営参加のインセンティブが相対的に小さい」(p. 22) ことを指摘したうえで、このような結果が示された背景として「モノ言わぬ株主（引用者注：個人株主のこと）の増加による経営規律の相対的な低下」(p. 24) を挙げ、企業に対して株主優待の廃止を提言している。

「コーポレートガバナンス・コード」の導入や、個人株主の意識の変化によって、個人株主比率が上昇しても経営規律が緩むケースは少なくなっているかもしれない。株主優待廃止時に株価への大きなマイナスの影響が見られることに加え、株主とのリレーション構築や広告宣伝活動の一環として株主優待を行っている例もあることなどから、株主優待の廃止が常に最善の選択肢である、とも限らないだろう。ただし、株主優待の導入・継続の判断に際しての一材料として、株主間の平等性などの課題や、株主優待を実施する際の直接的なコスト（優待品調達コストや配送コストなど）に加え、上述のような企業の収益や財務指標に対する悪影響が指摘されていること、また個人株主の増加に伴い、そのような悪影響を意識する投資家が増える可能性があることを考慮する意義はあるだろう。

4.3 個人株主は徐々に「モノ言わぬ株主」から脱却？

なお、個人株主が企業にとってどのような株主であるのかを考えることも重要だ。安定株主を確保するための手段として採用されていた株式の持ち合いへの批判が強まる中、個人株主が「モノ言わぬ株主」として重要視されている可能性もある。ただし、信託協会の調査によると、個人株主等の議決権行使率はこの5年間で緩やかに上昇傾向にある（図表 6）など、個人株主の意識改革も徐々に進んできているといえる。あくまでも、議決権行使率、という面だけを見た議論ではあるものの、個人株主の「モノ言わぬ株主」としての側面は徐々に解消され、個人株主の増加を受けた規律付け低下による悪影響も徐々に緩和に向かうかもしれない。

図表 6 個人株主の議決権行使率



(出所) 信託協会より大和総研作成

今回は、足元の個人株主の動向を調査したうえで、株主優待や株式分割などを通じた株主数の増加がもたらす影響について、特にコスト面のポイントについて述べた。

NISA や新 NISA の開始、投資単位の引き下げ要請など、様々な面から個人の株式市場への参入が促されてきた。また、個人株主が「モノ言わぬ株主」としてとらえられてきた側面もあるかもしれない。他方、コーポレートガバナンス・コードの導入や、個人株主の議決権行使率上昇などにみられる個人株主の意識の変化が起こりつつある中で、依然として重要なことは「株主との対話」である。新 NISA の開始など、株主数が増加しやすい状況にある現在は、企業にとって、個人株主がいかなる存在であるのかを再考する良いタイミングだといえるだろう。

参考文献

- 石川博行 (2019) 『会社を伸ばす株主還元』 中央経済社
- 石田惣平・高橋大樹 (2023) 「株式分割がもたらす経済的帰結」『証券アナリストジャーナル』 2023 年 12 月号、pp. 106-118、日本証券アナリスト協会
- 久多里桐子 (2016) 「個人株主の増加と議決権の不行使にみる規律付けの低下の関係に関する実証研究」『会計プロGRESS』 2016 年 17 号、pp. 84-94、日本会計研究学会
- 久多里桐子 (2018) 「企業経営に対する規律付けの低下と将来業績の変化の関係」『商経論集』 第 53 巻第 1・2・3・4 合併号、pp. 29-41、北九州市立大学経済学会
- 水越恭平 (2022) 「株主管理コストはコントロール可能 株式分割をめぐる制度動向と実施上の留意点」『旬刊経理情報』 2022 年 9 月 10 日号、pp. 40-44、中央経済社
- 鈴木裕 (2024) 「株主提案制度にコスト/ベネフィット分析を」(2024 年 5 月 9 日、大和総研レポート)
- 瀬戸佑基・森駿介 (2023) 「近年の株主優待の実施動向と、廃止による株価下押し圧力の推計」(2023 年 1 月 18 日、大和総研レポート)
- 瀬戸佑基・森駿介 (2023) 「株式分割は企業に何をもたらすか」(2023 年 7 月 26 日、大和総研レポート)
- 松浦義昭 (2023) 「株主優待廃止が株主構成・株主数に与える影響」『証券経済研究』 第 123 号、pp. 23-43、日本証券経済研究所
- 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 年 10 月号、pp. 96-106、日本証券アナリスト協会
- 安武妙子・永田京子・松田優斗 (2018) 「日本企業における株主優待導入の目的：上場基準との関係」『経営財務研究』 第 38 巻第 1.2 合併号、pp. 75-91、日本経営財務研究学会