2026 年 11 月 19 日　全 6 頁

データが語るコーポレートファイナンス No.4

株式売出しが株主構成・流動性に及ぼす効果

個人に加え、機関投資家・海外投資家の持株比率にも押し上げ効果

金融調査部　　主任研究員　　森 駿介

[要約]

- 近年活発化している株式売出しが株主構成や株式流動性に及ぼす影響について、定量的に検証した。
- 株式売出しの実施年度に、個人投資家の持株比率は 4%pt 上昇するものの、翌年度には幾分低下する傾向が示された。また、事業会社が含まれる「その他法人」の持株比率は 3.5%pt 低下する一方で、国内の金融機関や外国法人等の持株比率は 2%pt 程度上昇することも確認された。株式流動性についても改善が見られ、売買代金は平均して約 80%押し上げられるとの結果が得られた。
- 株式売出しは、株主層拡大などにつながる一方、機関投資家等の持分拡大による経営へのモニタリング強化や、株主数増加に伴う株式管理コストの増大をもたらす。企業はこうした影響も踏まえ、株式売出しの費用対効果を検討することが重要であろう。

１．東証要請以降に株式売出しが活発に

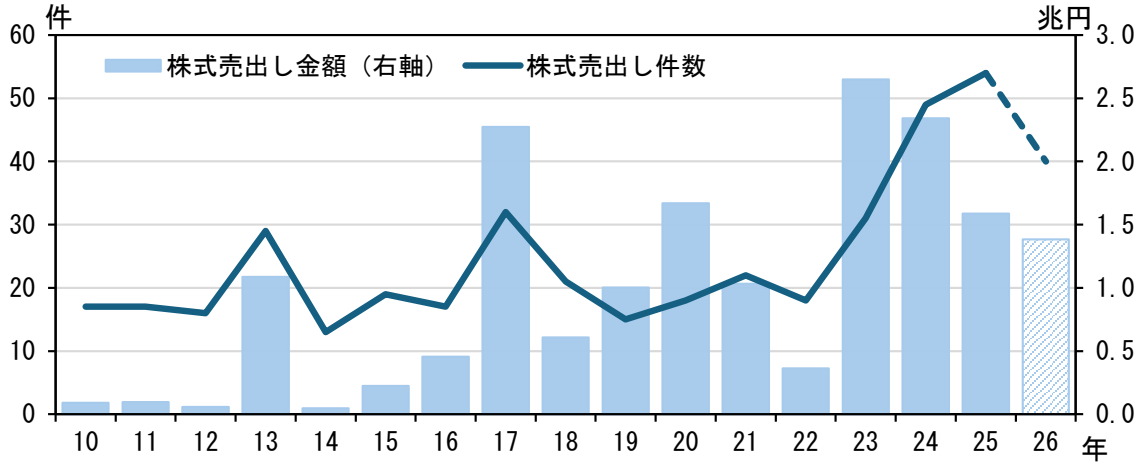
近年、上場企業の株式売出しが活発化している（図表1）。東京証券取引所（東証）が2023年3 月に「資本コストや株価を意識した経営」を要請して以降、株式売出しの件数は増加傾向にあり、2025 年には 54 件と、2006 年以来の高水準となった。株式売出しの金額も 2023 年に約 2.6 兆円、2024 年に約 2.3 兆円と高水準で推移した。

株式売出しは、既存株主が保有する株式を他の投資家に売却するものであり、政策保有株式の縮減や親会社・創業家などによる保有株式の売却を契機に実施される。また、発行会社にとっては、株主層の拡大や株式流動性の向上を図る手段でもある。近年の増加には、政策保有株式の縮減が進んでいることに加え、東証の市場改革を背景に、企業が株主構成や自社株式の流動性を従来以上に意識するようになったことが影響していると考えられる。

もっとも、近年の日本企業の株式売出しの効果に関する分析は限られる。そこで本レポートでは、株式売出しを実施した企業と類似企業を比較し、株主構成や株式流動性への影響を定量的に検証する。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目９番１号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

図表 1　株式売出し件数・金額



（注）公募増資と同時に実施された株式売出しは除く。2026 年分は 10 月末までの実施分。
（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

２．株式売出しの効果①：株主構成への影響

（１）分析方法の概要

以下では、2010～2024 年度に実施された株式売出しの効果を分析する。分析には「傾向スコアマッチングを用いた差分の差分法（Difference-in-Differences：DID）」という手法を用いて、株式売出しが株主構成や株式の流動性に及ぼす影響を検証する。

具体的には、株式売出しを実施した企業と、企業規模や財務状況などの特徴が似ているものの、株式売出しを実施していない企業を比較対象として選び、両者の株主構成や株式の流動性がどのように変化したかを比較する。単に株式売出しを実施した企業の前後の変化をみるだけでは、市場環境の変化など、株式売出し以外の要因による影響も含まれてしまう。そこで、特徴が似ている企業同士の変化を比較することで、こうした要因の影響をできるだけ取り除き、株式売出しそのものが株主構成や株式の流動性に与えた影響を捉えることを試みる。分析手法の詳細は補論を参照されたい。

（２）分析結果

株主構成への影響：個人株主のほかに、外国法人・金融機関が売出し株式の受け皿に

株式売出しの実施が株主構成に及ぼす影響についてみたものが図表 2 である。ここでは、株式売出しの直前年度（t－1）を基準として、個人投資家や金融機関など、各属性の持株比率にどの程度の押し上げ・押し下げ効果があったかを示している。

まず、「上位 10 大株主」の持株比率や、国内の事業会社・親会社などが含まれる「その他法人」の持株比率が、株式売出し後に大きく低下していることが見て取れる。これは、政策保有株式の縮減や親会社・創業家などによる保有株式の売却を反映したものと解釈できる。

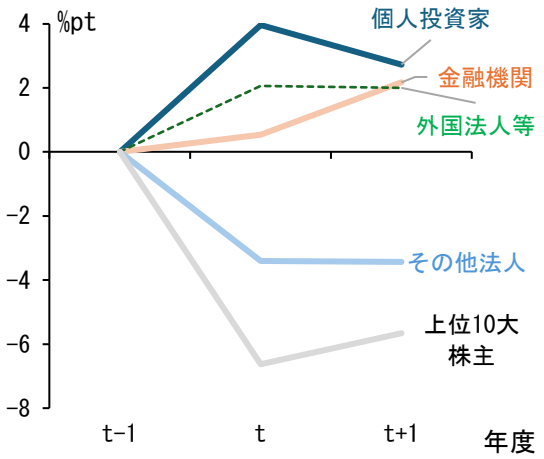
一方で、個人その他の持分から自己株式や大株主である個人を除いて計算した「個人投資家」の持株比率には3～4%pt 程度の押し上げ効果がある上に、国内の銀行・信託銀行・保険会社などが含まれる「金融機関」、さらには「外国法人等」の持株比率に対しては、2%pt 程度の押し上げ効果があることが見て取れる。なお、ここでの「金融機関」には、信託銀行名義で保有される投資信託や年金などの運用分も含まれる。株式売出しでは、銀行や保険会社による政策保有株式の売却も少なくないが、国内の機関投資家などが受け皿となることで、金融機関全体の持株比率は上昇した可能性がある。

詳しく見ると、「個人投資家」の持株比率に対する押し上げ効果は、売出し実施年度（t）に約 4%pt であるものの、実施翌年度（t＋1）には約 2.7%pt に縮小している。一方、「金融機関」の持株比率が実施年度から実施翌年度にかけて上昇している。これは、売り出された株式の多くが当初は個人株主に保有されたものの、徐々に個人株主が売却した結果、株主が「個人投資家」から「金融機関」に緩やかにシフトした可能性が考えられる。

株主数への影響：平均して約 35%の増加効果

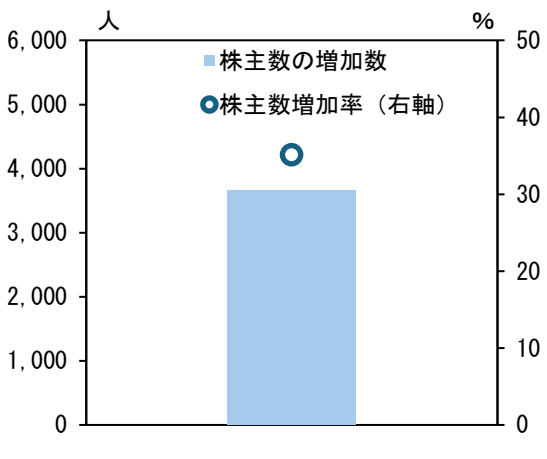
次に、直前年度（t－1）から翌年度（t＋1）にかけて、株式売出しによる株主数の押し上げ効果を示したのが図表 3 である。これをみると、株主数が平均的に 3,650 人増加し、増加率は約 35%となることが見て取れる。これは、図表 2 でみたように、株式売出しによって個人投資家の持株比率が上昇することと整合的であり、株式売出しが株主層の拡大に寄与していることを示唆している。

図表 2　株主構成に及ぼす影響



（注１）株式売出しの前年度から翌年度にかけて、売出しの実施企業の株主構成が、実施していない類似企業と比べてどの程度増減したかを示している。分析手法の詳細は【補論】参照。
（注２）「個人投資家」は、「個人その他」の所有株式数の割合から自己株式分・大株主の個人の持分を除いた持株比率。
（出所）アイ・エヌ情報センター、Bloomberg、各社有価証券報告書より大和総研作成

図表 3　株主数の押し上げ効果



（注）株式売出しの前年度から翌年度にかけて、売出しの実施企業の株主数が、実施していない類似企業と比べてどの程度増減したかを示している。分析手法の詳細は【補論】参照。
（出所）アイ・エヌ情報センター、Bloomberg、各社有価証券報告書より大和総研作成

３．株式売出しの効果②：株式の流動性への影響

企業による株式売出しの目的として、持ち合い解消のほかに、株式の流動性向上が挙げられることも多い。そこで、以下では、株式売出し実施年度（t）前後で株式の流動性がどのように変化したかを分析する。ここでは、株式の流動性の指標として、①平均売買代金（日次の売買代金の年度平均）、②年間売買代金回転率（月次の売買代金回転率［(日次の東証の売買立会での売買代金の中央値×営業日数）÷月末最終営業日の浮動株時価総額］の 12 か月分の合計）、③浮動株時価総額を用いる。

（１）売買代金への影響

まず、売買代金については、株式売出し後に増加することが見て取れる（図表 4・<a>）。当然、その効果は企業規模等によって異なると思われるものの、平均的な日次の売買代金は実施前年度の 0.6 億円から実施年度の 1.4 億円まで増加していることが分かる。また、株式売出しを実施していない類似企業との比較によって、市場環境などの影響を除いた場合でも、売出し実施翌年度の売買代金を約 80%押し上げる効果が推計された。

（２）年間売買代金回転率への影響

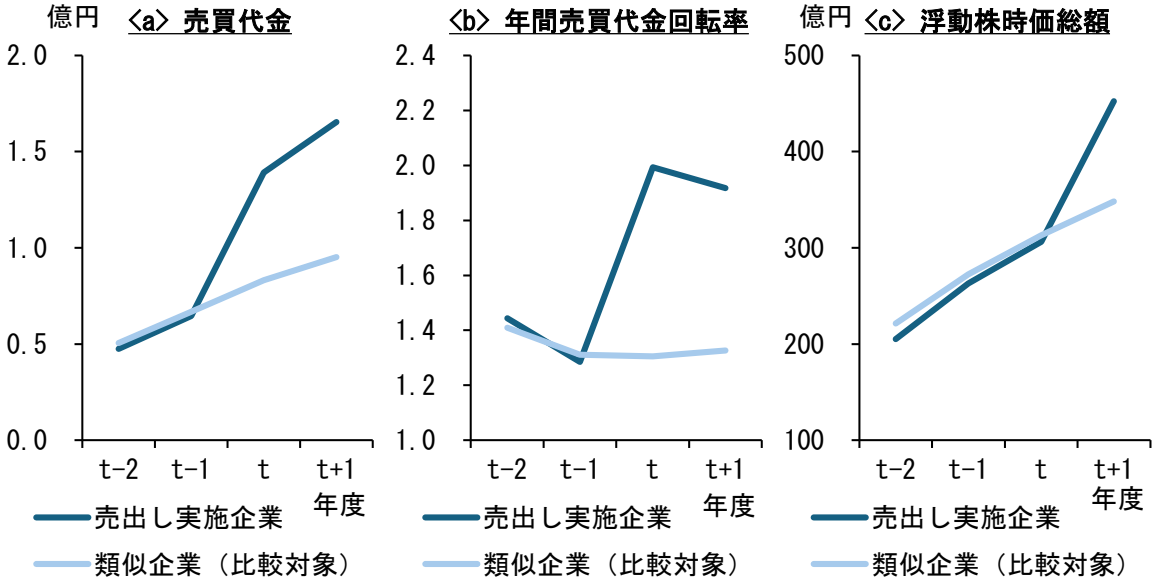
年間売買代金回転率でみた流動性についても、株式売出し後に改善する傾向にある（図表 4・<b>）。なお、実施の２年度前（t－2）から実施直前年度（t－1）にかけて、同回転率は幾分低下している。こうした結果からは、株式の流動性が低下した企業が、その改善を目的の一つとして株式売出しを実施した可能性も考えられる。

また、株式売出しの実施前年度（t－1）から実施年度（t）にかけての平均的な改善幅は、0.7pt 程度であることが分かる。現在、TOPIX の選定基準の一つに年間の売買代金回転率（追加基準 0.2 以上、継続基準 0.14 以上）が採用されている。次にみる浮動株時価総額に比べると、年間売買代金回転率の低さがボトルネックになっている企業は少ないと思われるが、TOPIX への新規採用や採用維持を目指す企業にとっても、この改善効果は重要な意味を持つだろう。

（３）浮動株時価総額への影響

類似企業と比べた浮動株時価総額については、株式売出しの実施前年度（t－1）から実施年度（t）にかけては差が見られない一方、実施年度（t）から実施翌年度（t＋1）にかけては改善傾向が見られる（図表 4・<c>）。この背景には、株式売出しによって浮動株比率が高まったことに加えて、安定株主の持株比率が低下したことで資本市場からの規律が高まり、株主還元の充実など企業価値向上に向けた取組みが促されたことがあるのかもしれない。

図表 4　流動性指標に及ぼす影響



（注１）株式売出しの実施年度（t）前後における流動性指標の推移を示している。分析手法の詳細は【補論】参照。公募増資と同時に実施された株式売出しは除く。
（注２）「年間売買代金回転率」は、月次の売買代金回転率［(日次の東証の売買立会での売買代金の中央値×営業日数）÷月末最終営業日の浮動株時価総額］の 12 か月分の合計により計算。
（出所）アイ・エヌ情報センター、Bloomberg、各社有価証券報告書より大和総研作成

４．実務的なインプリケーション

以上を踏まえると、株式売出しを検討する企業にとって、いくつか留意すべき点がある。

第一に、株式売出しによって生じる株主構成の変化である。政策保有株式の縮減などに伴う株式売出しでは、売却される株式の受け皿として、個人投資家への販売が重視されることがある。その背景には、個人投資家が安定株主として期待されていることなどがあると考えられる。実際、本レポートの分析でも、株式売出し後に個人投資家の持株比率が上昇することが確認された。一方で、国内の機関投資家などを含む金融機関や外国法人等の持株比率も上昇している。機関投資家による保有の拡大は、経営に対するモニタリング機能の強化や企業価値向上につながる可能性があり、必ずしも企業にとってマイナスではない。もっとも、それぞれの企業にとって望ましいと考える株主構成もあるだろう。株式売出しが株主構成に及ぼす影響を十分に認識しておく必要があろう。

第二に、株主数の増加に伴うコストである。本レポートでは、株式売出しによって株主数が平均的に約 35%増加することが示された。株主数の増加は、株主層の拡大というメリットをもたらす一方で、株主総会の招集通知の発送や配当金の支払いなどに係る株式管理コストの増加につながる。特に、株主優待を実施している企業では、優待品の調達・発送費用なども増加するため、負担がより大きくなる。株式売出しは株式流動性の向上などのメリットをもたらすものの、実施企業はこうした継続的なコストも考慮する必要がある。本レポートの分析結果は、株式売出しに伴う費用対効果を検討する上でも、一つの参考となろう。

【補論】分析手法（傾向スコアマッチングを用いた差分の差分法）

本レポートでは、株式売出しが株主構成や株式の流動性に及ぼす影響を検証するため、「傾向スコアマッチング（PSM)」と「差分の差分法（DID)」を組み合わせた分析手法を用いた。

傾向スコアマッチングとは、企業の財務状況などの特徴をもとに、株式売出しを実施する確率（傾向スコア）を推計し、その確率が近い企業同士を比較対象として選ぶ手法である。これにより、企業の特徴の違いが分析結果に及ぼす影響を抑えることを試みる。その上で、売出し実施前後の変化を比較する DID を用いて、株式売出しの効果を推計した。

分析対象は、2010～2024 年度の東証上場企業（金融業を除く）である。株式売出しのみを実施した企業を処置群とし、同じ年度に株式売出し・公募増資のいずれも実施していない企業を対照群の候補とした。

傾向スコアの推計には、先行研究を参考に、売出し実施前年度の ROA、PBR、無形固定資産比率、現金保有比率、財務レバレッジ、企業規模（総資産)、企業年齢、主要株主の持株集中度などを用いた [1]。また、年度や業種の違いも考慮したほか、株主構成や流動性に関する売出し実施前の水準・変化も加味した。こうして推計した傾向スコアをもとに、同じ年度の企業から、株式売出し実施企業と特徴が最も近い非実施企業（類似企業）を 1 社ずつ選定した。

DID では、株式売出しの実施前年度（t－1）を基準として、実施年度（t）および翌年度（t＋1）にかけての株主構成や流動性の変化を、処置群と対照群で比較した。具体的には、処置群の変化幅から対照群の変化幅を差し引いた値を、株式売出しによる効果として推計した。

なお、分析には実施 2 年度前（t－2）から翌年度（t＋1）までのデータが揃う企業を用いた。こうした手法により、市場環境などの共通要因による影響を抑え、株式売出しそのものの効果を捉えることを試みている。

[1] Boulifa, H., and K. Uchida (2024), “Do Share Offerings Increase Payouts?,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 85, Article 102347.