

2023年7月26日 全8頁

株式分割は企業に何をもたらすか

株式分割が株価や株主数、流動性に与える影響を定量的に分析

金融調査部 研究員 瀬戸佑基
研究員 森 駿介

[要約]

- 東京証券取引所が投資単位の高い上場企業に株式分割を促していることなどを背景に、株式分割への注目度は高まっている。このもとで、株式分割に伴って生じ得る各種影響を勘案しながら、実施の是非などを慎重に検討する企業も少なくない。本レポートでは、株式分割が株価や株主数、流動性に与える影響を定量的に分析することで、これらの企業にとっての判断材料を提示する。
- 分析結果からは、株式分割の実施は、①発表後10営業日程度は株価が押し上げられるものの、その効果は徐々に弱まり、30営業日程度で消失、②株主数を平均的に約6%増加させる上、株価水準の低下（投資単位の低下）も株主数の増加を促す傾向、③売買高の増加や価格インパクトの低下といった流動性は改善する傾向、といった効果があることがうかがえる。

1. はじめに

株式分割への注目度がにわかに高まっている。主因は、個人投資家が投資しやすい環境を整備することを目的に、投資単位が高い上場企業に対して、株式分割を促す動きが強まっていることにある。例えば、2022年10月に東京証券取引所（東証）は「[投資単位の引下げに係るご検討のお願い](#)」を公表した。東証は従来から、投資単位として「5万円以上50万円未満」の水準が望まれる旨を上場会社に示してきたが、2022年10月の金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第21回会合における指摘などを背景に、改めて投資単位が高い企業に対して株式分割実施の検討を促している。同時に、投資単位が100万円以上の38社（2022年10月26日時点、11月1日付で株式分割を行った1社を除く）のリストを公表している。

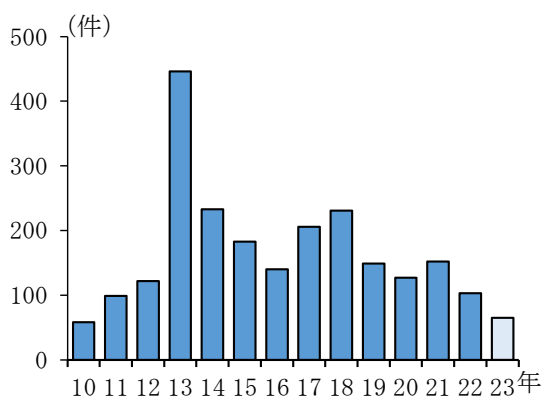
東証の市場区分見直しも、一部の企業が株式分割を検討する機運を高めている可能性がある。上場維持基準に未適合ながらプライム市場を選択した企業の中には、開示する「上場維持基準の適合に向けた計画」の中で株式分割の実施を検討する方針を示す先も見られる。

近年は減少傾向にあった株式分割の件数は、上記の要因などを背景に足元で幾分増勢となっ

ており、2023年の実施件数は6月末時点で65社である（図表1）¹。もっとも、件数以上に株式分割に対する企業・投資家の関心は高まっているように見える（図表2）。例えば、2024年からの新しいNISA制度導入を見据えて25分割を決定したNTT（2023年5月12日発表、7月1日付実施）の事例は、多くのマスメディアに取り上げられた。

引き続き、株式分割への関心の高さは継続すると見込まれる一方、株式分割に伴って生じ得る各種影響を勘案しながら、実施の是非・タイミングを慎重に検討する企業も少なくない。実際、投資単位が50万円以上の東証上場会社が開示を義務付けられる「投資単位の引下げに関する考え方及び方針等について」では、株式市場の推移や株主構成、売買高の推移、企業価値への影響、引下げに伴う費用対効果などを判断材料として検討するとの方針を示す企業が多い。そこで、本レポートでは、株式分割が企業にもたらす影響を定量的に論じることで、株式分割の実施を検討する企業への判断材料を提示したい。

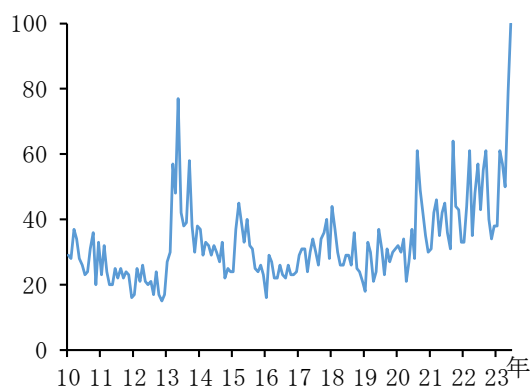
図表1 株式分割の実施件数の推移



(注) 2023年分は、6月末までの件数。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

図表2 「株式分割」の検索数の推移



(注1) 月次。直近は2023年6月。

(注2) 特定のキーワードの検索件数が最も多かった時期を100として、人気度の推移を確認したもの。

(出所) Google Trendsより大和総研作成

2. 株式分割は企業に何をもたらすか

経験則：株価は上昇するとの見方が多いが、流動性への影響に対する見方はまちまち

最初に、株式分割が企業にもたらす影響として経験則的に語られていることをまとめておこう。まず、株式分割の発表後に株価は（短期的に）上昇する傾向にあるといわれる。実際、投資単位が100万円以上であると東証から企業名を公表されたディスコは、2023年2月21日に株式分割を発表し（4月1日付実施）、翌営業日の株価変化率がTOPIXを約2%pt上回った。

また、最低投資金額が低下することで個人が購入しやすくなるため、株主数が増加し、さらにNISA経由で個人投資家が投資しやすくなるとみられている²。一方、株式の流動性に対して株式

¹ 2013年における株式分割件数の急増の原因として、2014年1月から導入されるNISA経由で投資されやすいように最低投資金額を引き下げる動きが活発化したことなどが挙げられる。

² 例えば、日本取引所グループ・ウェブサイト「[投資単位の引下げ / 株式分割の仕組み・効果](#)」（2021年10月25日更新）参照。

分割が与える影響については見方が分かれている。株式が購入しやすくなることで投機目的の投資家が株主となって株価が乱高下しやすくなる（ボラティリティが高まる）とみる向きがあれば、売買注文の板が厚くなることで、売買による価格へのインパクトが弱まり値動きは緩やかになるとみる向きもある。

株式分割に伴うデメリットとしては、株主管理コストの増加が挙げられることが多い。株主名簿作成・管理の他、株主総会の開催（招集通知の発送、議決権行使書や委任状の集計など）、株主優待の実施などにかかる費用がある。さらに、企業にとっては、自社が望まない株主が登場することを警戒する向きもある。

本レポートの分析方法：株価や株主数・流動性に与える影響を定量的に分析

日本企業の株式分割に関する研究（図表3）のうち代表的なものである鈴木（2017）は、2002～2012年に1:1.5以上の株式分割を行った企業について、株式分割のアナウンス前後の株価の変動や株式分割後の株主数・流動性の変化を検証している。この結果、株価については、株式分割のアナウンス後に短期的に上昇することが示されている。また、株式分割を行うと、翌期以降の株主数の増加や流動性の改善が確認できるだけでなく、その増加や改善の効果は分割比率が大きい企業ほど強いことなどを実証した点は興味深い。

このような研究はあるものの、近年の株式分割のデータを用いた分析は限られている。そのため、本レポートでは、足元における株式分割の効果を捉えるため、2012～2021年度の10年間分のパネルデータ（約1,800社分）などを用いて、株式分割による株価や株主数・流動性への影響を、鈴木（2017）における分析手法なども参照しつつ検証している。

図表3 日本の株式分割に関する主な研究

論文	分析対象	備考
鈴木 (2017)	日本 (2002～2012年)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株価：分割のアナウンス後に株価は有意に上昇 ・ 株主数：分割後に個人株主数が増加、個人持株比率が上昇 ・ 流動性：分割後にILLIQが改善。大規模分割の方がより改善
芹田ほか (2011)	日本の機関投資家 〈アンケート調査〉 (2009年)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 分割は株主や売買高の増加に寄与する、との見方への同意は多い ・ 分割には、株価上昇や望ましい株価範囲への誘導、将来業績へのシグナリング効果があるとの見方には否定的な向きが多い

(注) ILLIQは、日次の株価収益率（絶対値）を日次の売買代金合計で割った値（6ページ参照）。

(出所) 鈴木（2017）、芹田ほか（2011）より大和総研作成

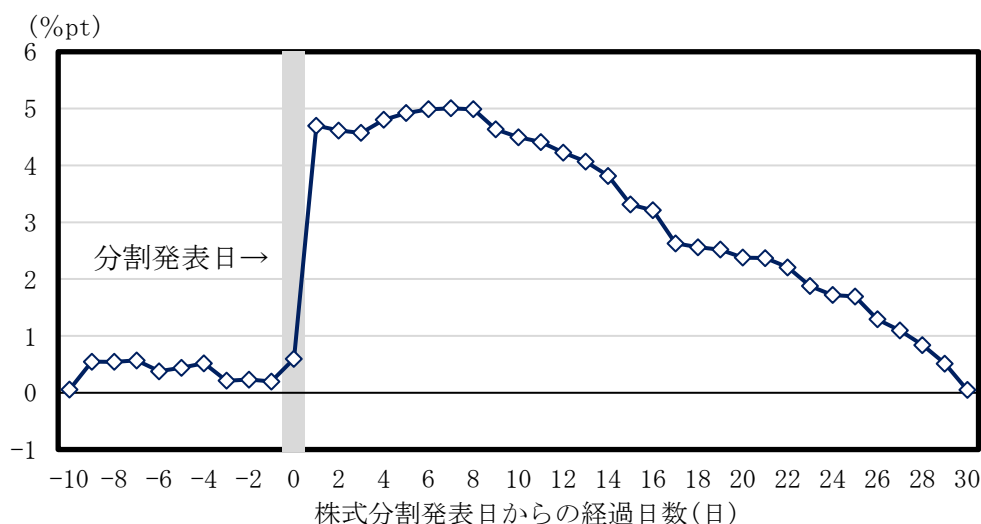
分析① 株価への影響：分割発表直後に株価を5%pt押し上げるものの、すぐに失速

まず、株価にもたらす影響を確認しよう。マーケット全体の変動要因を取り除いた、株式分割実施の発表による株価への純粋な影響の推計に当たって、ここでは、市場全体（TOPIX）と各企業の株価の関係性をもとに、①株式分割の発表がなかったと仮定した場合に期待される株価変

化率³を求め、②実際の株価変化率と比較する。①と②の差分が（株式分割実施の発表に伴う）超過リターン（AR：Abnormal Return）となり、「株式分割の決定による株価への影響」と捉えられる。

2018～2022 年度に株式分割を発表した企業について、株式分割発表 10 営業日前からの AR を累積した累積超過リターン（CAR：Cumulative Abnormal Return）の推移を示したものが図表 4 だ。横軸は「株式分割発表日からの経過日数」を、縦軸は株式分割発表 10 営業日前からその日までの AR の累積値を表している。これを見ると、株式分割発表直後に株価は平均的に 5%pt 上昇したことが分かる。しかし、その後は緩やかに低下する傾向にあり、発表から 30 営業日後には累積超過リターンは 0%pt 近傍となり、確認できない。この結果を踏まえると、中長期的な株価対策の手段としては、株式分割の実施は有効ではなさそうだ。

図表 4 株式分割発表後の株価の推移（平均値）



（注 1）TOPIX 構成銘柄のうち、2018～2022 年度の間に株式分割を発表した企業を分析対象とした。決算と同時に株式分割を発表した銘柄や、株式分割発表の 150 営業日前の時点で上場していなかった企業は除く。

（注 2）ここでは、株式分割実施の発表の 150～30 営業日前のデータから、株式分割発表銘柄について対 TOPIX の α と β を推計している。これをもとに「株式分割発表がなかった場合に期待される株価変化率」と「実際の株価変化率」の差分（超過リターン）を推計している。

（出所）アイ・エヌ情報センター、QUICK より大和総研作成

分析② 株主数への影響：平均 6%の増加効果に加え、投資単位低下も株主数を増やす

次に、株式分割が株主数にもたらす影響を分析しよう。本レポートでは、2023 年 6 月時点の TOPIX 構成銘柄について、2012～2021 年度の個社データをもとに計量分析（パネルデータ分析）

³ 株式分割実施の発表の 150～30 営業日前のデータから、マーケットモデル（各証券のリターンを、市場全体のリターンを用いて説明するモデル）を用いて対 TOPIX の α と β を推計した。株式分割の発表前後の実際のリターンと、 α 、 β 、TOPIX の日次リターンから求めた理論リターン（本文における「株式分割の発表がなかったと仮定した場合に期待される株価変化率」との差を AR としている。なお、分析には株式分割・配当を考慮したリターンを用いている。

をしており、株式分割の実施⁴が翌期末の株主数にどのような影響を及ぼすのかを分析している（図表5）。なお、ここでの分析では、翌期の株価水準も説明変数として含めている。理由は、株価水準が低い（＝投資単位が小さい）銘柄ほど、個人投資家が投資しやすくなることで株主数が増加すると予想されるためである。この場合、株式分割についての係数は「株式分割を行うと発表したこと自体に反応し株主数が増加する」というアナウンスメントの効果を、株価水準についての係数は「株価水準が引き下げられることに反応し株主数が増加する」という効果を反映している、と解釈できるだろう。また、株主数に影響を及ぼし得る他の要因を取り除いて、株式分割が株主数に及ぼす純粋な影響を推計するために、企業規模（総資産）や配当性向などもコントロール変数として分析に含めている。

分析結果によると、株式分割を行った企業は翌期末の株主数が増加しており、この関係性は統計的に有意にある。また、株価水準の係数がマイナスであることは、翌期の株価水準が低いほど、株主数が増加する傾向を示している（この関係性も統計的に有意）。株式分割の係数の「0.060」は、株式分割を行った企業は平均で株主数が6%増加することを示している⁵。また、株価水準（対数値）の係数の「-0.221」からは、実際に翌期の株価水準が1%低くなると、平均で株主数は0.221%増加すると解釈できる⁶。これらの解釈はあくまで平均的なものではあるものの、株式分割後の株主数の増加度合いを検討する上で参考になり得る。

図表5 株式分割が株主数に与える影響

被説明変数：株主数（対数値・翌期）		（参考）変数の概要		
説明変数	係数	変数	期間	概要
株式分割（ダミー変数）	0.060 ***	株主数	翌期	年度末の株主数（対数値）
株価水準（対数値・翌期）	-0.221 ***	株式分割	当期	1:1.5以上の分割をしていれば1 していなければ0
その他コントロール変数	Yes	株価水準	翌期	年度末の株価（25日移動平均） （対数値）
企業固定効果	Yes			
時間ダミー	Yes			
観測数	12,946			
分析対象企業数	1,799			
自由度調整済み決定係数	0.176			

（注1）2012～2021年度分のパネルデータを構築。「***」は1%有意水準を満たすことを示す。

（注2）ここでは、固定効果モデルを利用。

（注3）株式分割ダミーは、1:1.5以上の株式分割を行った場合に1、それ以外に0を取る変数として定義。

（注4）株式分割・株価水準のほか、上記の分析では年度末の総資産（対数値）、有利子負債比率、配当性向、ROA、2018年以前の売買単位の違いが株主数に及ぼす影響も「その他コントロール変数」として分析に加えることでコントロールしている。

（出所）アイ・エヌ情報センター、QUICKより大和総研作成

⁴ 本レポートでは、先行研究に倣って、1:1.5以上の割合での株式分割を行った企業を「株式分割を実施した」と判断し、そのような企業は1、そうでない企業は0をとるダミー変数を構築した。なお、年度内に2回以上の株式分割を行った場合は、複数回の株式分割によって期初から期末までの間に合計で1:1.5以上の株式分割が行われるか否かで判定している。

⁵ 被説明変数である株主数には対数を取っているため、株式分割（ダミー変数）の係数は概ね「株式分割の実施により何%株主数が増加するか」を表すと解釈することができる。

⁶ 被説明変数である株主数と説明変数である株価水準はそれぞれ対数を取っているため、ここでは株価水準の係数は概ね「株価水準が1%下落することで何%株主数が増加するか」を表すと解釈することができる。

分析③ 流動性への影響：売買高の増加や価格インパクトの低下効果が存在

株式分割が流動性に及ぼす影響はどうだろうか。図表6は、流動性指標として売買高（売買された数量）⁷に与える影響を計量分析した結果である。ここからは、株式分割を行った企業は、翌期の売買高が統計的に有意に増加（流動性は改善）していることが見て取れる。株式分割の係数である「0.229」から、株式分割を実施した場合に、平均して売買高が22.9%増加すると解釈することができる。また、株価水準が低下するほど、売買高が増加している。このことから、売買高を増加させたい企業にとっては、株式分割は有効な手段の一つとなり得ることが示唆される。

次に、価格インパクトを表す流動性指標として、先行研究と同様、Amihud (2002) が提唱するILLIQ という指標を用いる。この指標は、日次の株価変化率の絶対値を売買代金（以下では、1億円単位）で除したもので、1億円の売買代金あたりの株価変化率（価格インパクト）と解釈できる。この値が高いほど売買代金に比して価格変化が大きい、すなわち価格インパクトが大きい（流動性が低い）ということになる。逆に、ILLIQ が低いほど、価格インパクトが小さい（流動性が高い）とみなすことができる。例として、2021年度のILLIQの分布を見ると、前年度に株式分割を実施していない企業のILLIQ(1.3%)より、株式分割を実施した企業のILLIQ(0.6%)の方が低くなっている（流動性が高くなっている）（図表7）。

ここでも企業の個社データをもとに計量分析をした結果（図表8）を見ると、株式分割を行った企業は、翌期のILLIQは統計的に有意に低下しており、価格インパクトが低下する（流動性は改善）ことが見て取れる。株式分割を行えば、株価が乱高下するとの懸念が一部ではあるものの、この計量分析からは、むしろ、株価の安定性は高まることが示唆される。

図表6 株式分割が売買高に与える影響

被説明変数：売買高（対数値・翌期）		(参考) 変数の概要		
説明変数	係数	変数	期間	概要
株式分割（ダミー変数）	0.229 ***	売買高	翌期	売買高の年度平均（対数値）
株価水準（対数値）	-0.581 ***	株式分割	当期	1:1.5以上の分割をしていれば1 してなければ0
その他コントロール変数	Yes	株価水準	翌期	年度末の株価（25日移動平均） （対数値）
企業固定効果	Yes			
時間ダミー	Yes			
観測数	12,946			
分析対象企業数	1,799			
自由度調整済み決定係数	0.288			

(注1) 2012～2021年度分のパネルデータを構築。「***」は1%有意水準を満たすことを示す。

(注2) ここでは、固定効果モデルを利用。

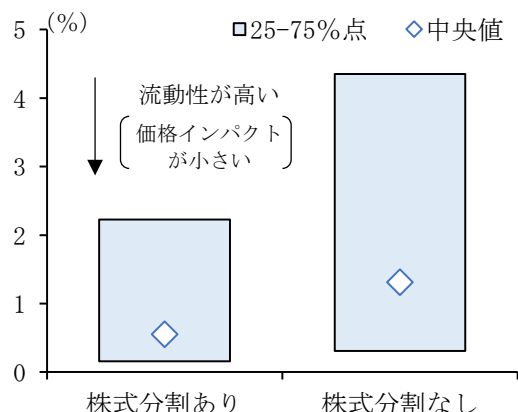
(注3) 株式分割ダミーは、1:1.5以上の株式分割を行った場合に1、それ以外に0を取る変数として定義。

(注4) 株式分割・株価水準の他に、上記の分析では年度末の総資産（対数値）、有利子負債比率、配当性向、ROA、2018年以前の売買単位の違いが売買高に及ぼす影響も「その他コントロール変数」として分析に加えることでコントロールしている。

(出所) アイ・エヌ情報センター、QUICKより大和総研作成

⁷ なお、売買代金についても同様の分析を行ったものの、「株式分割の発表が売買代金を増加させる」といった明確な効果は確認できなかった。

図表7 株式の流動性指標（ILLIQ）の分布



(注1) ここでは、2020年度における株式分割実施・未実施企業について、2021年度における株式の流動性指標（ILLIQ）の分布を示している。

(注2) ILLIQの水準は分母・分子の単位により大きく変動する。今回は日次リターンの絶対値の単位を%、売買代金の単位を1億円として計算した。

(出所) アイ・エヌ情報センター、QUICKより大和総研作成

図表8 株式分割が流動性に与える影響

被説明変数：ILLIQ（翌期）	
説明変数	係数
株式分割（ダミー変数）	-1.323 **
株価水準（対数値）	-0.490 **
その他コントロール変数	Yes
企業固定効果	Yes
時間ダミー	Yes
観測数	12,946
分析対象企業数	1,799
自由度調整済み決定係数	0.272

(注1) 2012～2021年度分のパネルデータを構築。「**」は5%有意水準を満たすことを示す。

(注2) ここでは、固定効果モデルを利用。

(注3) 株式分割ダミーは、1:1.5以上の株式分割を行った場合に1、それ以外に0を取る変数として定義。

(注4) コントロール変数の概要は図表6注4参照。

(出所) アイ・エヌ情報センター、QUICKより大和総研作成

3. 上記の分析を踏まえた考察

以上からは、株式分割の実施を通じて、①発表後10営業日程度は株価が押し上げられるものの、その効果は徐々に弱まり、30営業日程度で完全に消失する、②株主数を平均的に約6%増加させる上、1%の株価水準低下も平均的に株主数を0.221%増加させる効果が期待できる、③売買高の増加や価格インパクトの低下といった流動性の改善効果が期待できる、といった解釈ができる。

なお、株主数に占める個人投資家の比率を高めたいなどの動機を持つ企業にとっては、株主数の増加はポジティブである一方、株主管理コストが高まることは株式分割に当たってのネックとなり得るだろう。証券代行業者に支払う株主1人当たりの株式事務委託手数料は年間1,000～2,000円ともいわれている⁸。もっとも、2023年3月1日以降の株主総会からは株主総会資料は原則電子提供⁹となっており、株主分割により株主数が増加したとしても、印刷費など一部コストは節約でき得る¹⁰。また、バーチャル総会の実施・導入により従来のような余裕を持った会場確保の必要性が低下することや、株主総会出席者へのいわゆる「おみやげ」を廃止する企業も増えていることから、株主数が増加しても株主管理コストはある程度コントロールできるという

⁸ 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日付）、日本経済新聞「[高額銘柄、5社に1社が株式分割](#)」（2023年6月13日付）参照。

⁹ 株主総会資料の電子提供制度の詳細については、矢田歌菜絵「[株主総会資料の電子提供制度開始①（改訂版）](#)」大和総研レポート（2023年2月7日付）などを参照されたい。

¹⁰ なお、東証が上場会社に行ったアンケート調査（[定時株主総会調査](#)、2023年6月3日時点）によれば、3月期決算会社の全体の68%が株主宛発送書類の提供において、依然としてこれまで同様に株主総会参考書類等を含むすべての書類の発送を予定していた。一方で、「アクセス通知のみ」「アクセス通知+サマリー資料」を送付する予定の企業はそれぞれ6%、26%であった。

見方もある¹¹。

今後、株式分割の実施を検討する上では、見込まれる株主数の増加等によるポジティブな側面と株主管理コスト増加などネガティブな側面の比較考量が企業には求められる。検討の際に、本レポートで示した定量的な影響分析が参考になれば幸いである。

参考文献

- Yakov Amihud (2002) “Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects,” *Journal of Financial Markets* 5(1), pp.31 - 56.
- 鈴木健嗣 (2017) 『日本のエクイティ・ファイナンス』、中央経済社
- 芹田敏夫・花枝英樹・佐々木隆文 (2011) 「日本企業のペイアウト政策と株式分割：機関投資家へのサーベイ調査による実証分析」『経営財務研究』第31巻1号、pp.2-25、日本経営財務研究学会

¹¹ 例えば、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』1654号 (2022年9月10日号)、pp.40-44、中央経済社を参照。