

株式分割の効力発生の 前倒し措置の実効性の検証

制度調査部
金本 悠希

投資単位の引下げの二つの手法をめぐって

【要約】

今年に入って、投資単位の引下げを行う上場企業が相次いでいる。その背景として、個人投資家の重要性が高まる中、個人投資家が投資しにくい価格まで株価が上昇していることが考えられる。

投資単位の引下げの手法には、単元のくり直しと株式分割の二つがある。その二つの利用件数を比較したところ、2003年頃から株式分割の利用件数が増加していることが分かった。

大幅な株式分割には、株価が乱高下する事例が見られていた。東証はこれに対する措置をとっており、その実効性があったか検証したところ、一定の実効性が見られた。

<目次>

1. 投資単位の引下げとは

2. 投資単位の引下げの二つの手法

3. 投資単位引下げを実施する企業の増加

(1) 投資単位引下げを実施する企業の増加の背景

証券取引所・証券業協会の働きかけ

平成13年(2001年)商法改正

(2) 投資単位引下げ実施企業の近年における著しい増加

4. 株式分割による株価の乱高下とそれに対する東証の措置

(1) 株式分割による一時的な株価の乱高下

(2) 大幅な株式分割に対する対応

1:5を超える大幅な株式分割の自粛要請

株式分割の効力発生日の前倒し(2006年1月4日以降を基準日とするものについて)

(3) 株式分割を行った企業の株価推移

発表明日株価と(発表明日から効力発生日までの株価の)最高値の比較

発表明日株価と効力発生日株価の比較

(4) 株式分割の効力発生前倒しの措置の実効性の分析

1．投資単位の引下げとは

今年に入って、投資単位の引下げを行う上場企業が相次いでいる。株式の投資単位とは、株式投資を行うために最低限必要な投資金額を表す言葉で、以下の式で算定される。

$$\text{投資単位} = \text{株価} \times \text{売買単位(一単元の株式の数)}$$

投資単位の引き下げが行われると、多様な投資判断を持つ幅広い投資者層、とりわけ多数の個人投資家の市場参加が容易となり、流動性の向上が期待できる。

東京証券取引所（以下、「東証」と表記する）は、投資単位の引下げについて、「（投資単位の引下げ）により価格形成も滑らかとなって、安定性が増すこととなります。証券市場がその機能を十分に発揮するためには、個人投資家をはじめとする多様な投資判断を持つ投資者層の参加が不可欠であり、そのために投資単位を引き下げることが重要な課題」と指摘している。

そこで、最近、投資単位の引下げが相次いでいる背景と投資単位引下げの二つの手法の違いについて報告する。

2．投資単位の引下げの二つの手法

投資単位の引下げには下の二つの手法がある。

株式分割	従来の1株を2株や3株に分割する方法で、分割後の1株あたりの株価を引き下げることにより、投資単位を引き下げる
単元のくくり直し	上場会社の定める一単元の株式の数を1,000株から100株に変更するということにより、売買単位を小さくすることによって、投資単位を引き下げる

東証では、東証上場会社のうち投資単位の引下げを実施した会社数の推移のデータを取っており、次ページのような結果となっている。

この結果から、次のことが分かる。

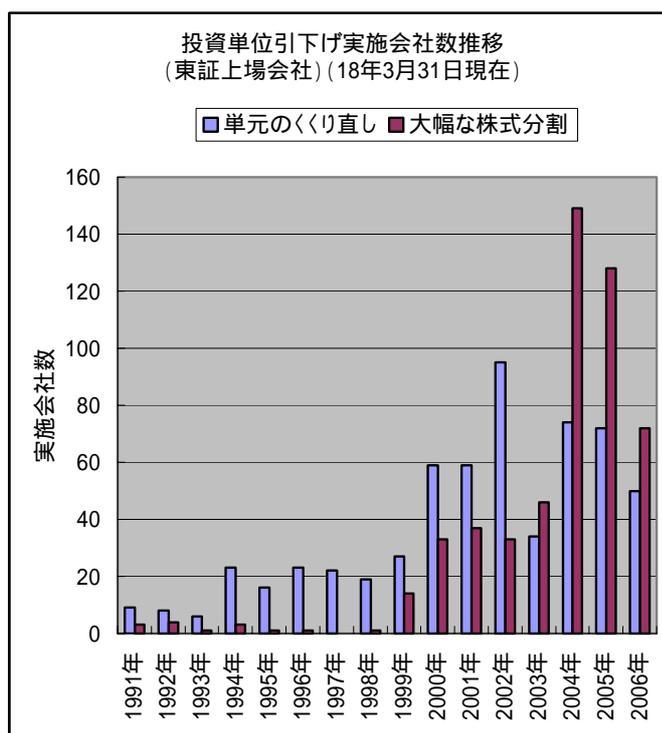
- (ア) 2000年あたりから投資単位引下げを実施する企業が増加
- (イ) 2003年からは単元のくくり直しよりも株式分割の手法を利用している企業が多い

投資単位引下げ実施会社数推移 (東証上場会社) (18年3月31日現在)

年	単元のくくり直し	大幅な株式分割
1991年	9	3
1992年	8	4
1993年	6	1
1994年	23	3
1995年	16	1
1996年	23	1
1997年	22	0
1998年	19	1
1999年	27	14
2000年	59	33
2001年	59	37
2002年	95	33
2003年	34	46
2004年	74	149
2005年	72	128
2006年	50	72
合計	596	526

1:1.5を超える株式分割を言う
(以下同じ)。

(注)くくり直し実施会社数は実施日ベースの社数、大幅な株式分割の社数については割り当て基準日ベースまたは株式提出期限日ベースの社数



3. 投資単位引下げを実施する企業の増加

(1) 投資単位引下げを実施する企業の増加の背景

投資単位引下げを実施する企業が増加した背景として次の二つが考えられる。

証券取引所・証券業協会の働きかけ
平成 13 年 (2001 年) 商法改正

証券取引所・証券業協会の働きかけ

投資単位引下げを実施する企業が増加した一因として、証券取引所および証券業協会の働きかけの影響が考えられる。このころ、証券取引所および証券業協会は、「安定的で活力ある株式市場の確立に向けて幅広い投資者層、とりわけ多様な投資判断を有する個人投資者層の参入が必要かつ不可欠であるとの観点から、これまで上場会社各社に株式投資単位の引下げ」(「株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラム」より引用)の要請を行っていた。

さらに積極的に投資単位の引下げを促すため、2001年9月に「株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラム」を公表した。このプログラムの中で、証券取引所と証券業協会は、投資単位引下げに向けた要請および環境整備を行うとともに、適切な投資単位の水準として50万円未満が望ましいとの考え方を明確にした。

平成 13 年（2001 年）商法改正

投資単位引下げを実施する企業が増加したもう一つの要因として、平成 13 年商法改正による、投資単位引下げの環境整備が考えられる。

平成 13 年には、4 月に政府の「緊急経済対策」が公表され、「個人投資家による長期安定的な株式保有の促進等証券市場の活性化を図る」観点から、投資単位に関する規制を撤廃するとの方針が表明された。これを受けて、平成 13 年商法改正では、投資単位に関する規制撤廃のため以下の改正が行われた。

純資産額規制の撤廃

…分割後の貸借対照表の 1 株（改正前の単位株制度をとる会社では 1 単位）あたりの純資産額が 5 万円未満となる株式の分割を禁止していた規制の撤廃

額面制度の廃止

…券面額に分割後の発行済み株式総数を乗じた額が資本金額を超えるときは分割を禁止していた額面制度の規制の撤廃

単元株制度の導入

…取締役会決議により「1 単元の株式の数」を引き下げることが可能

(2) 投資単位引下げ実施企業の、この 2~3 年における著しい増加

2 ページの表から、特にこの 2~3 年において投資単位引下げを行った企業が著しく増加していることが分かる。この要因として、昨年敵対的買収がクローズアップされる事件が相次ぎ、個人投資家の存在の重要性がさらに高まる反面、個人投資家が投資しづらい価格まで株価が上昇したという理由が考えられる。

そこで、2005 年と 2006 年に投資単位の引下げを実施した企業について、投資単位の引下げの発表を行った日の前日に、最低投資金額（＝株価×単元数）が、個人投資家が投資するための適切な水準と考えられる 50 万円を超えていた企業数を調べたところ、以下の結果が得られた。

投資単位引下げ発表日の前日に最低投資金額が 50 万円を超えていた企業数とその割合

	2005 年	2006 年
株式分割	60 社 / 112 社 (54%)	38 社 / 68 社 (56%)
単元のくくり直し	60 社 / 67 社 (90%)	42 社 / 45 社 (93%)

(注) 上の表で、たとえば株式分割の 2005 年の欄は、株式分割を行った企業 112 社のうち、株式分割発表日の前日に最低投資金額が 50 万円を超えていた企業が 60 社あったということを意味する。

(注) 発表日が不明な企業があるため、先の表の実施企業数とは異なる。

この結果から、投資単位引下げ発表日の前日に最低投資金額が 50 万円を超えていた企業の割合が、株式分割の手法では半分程度であるのに対して、単元のくくり直しでは 9 割程度であることが分かる。

また、投資単位引下げ発表日の前日に最低投資金額が 50 万円以下であった企業の最低投資金額の平均額を求めたところ、以下の結果が得られた。

	2005 年	2006 年
株式分割	276,061 円	273,310 円
単元のくくり直し	393,286 円	438,667 円

この結果から、単元のくくり直しを行って投資単位を引き下げた企業の最低投資金額は、最低投資金額が 50 万円以下ではあるが、比較的 50 万円に近いことが分かる。

その一方、株式分割によって投資単位の引き下げを行った企業では、最低投資金額が 50 万円に接近していない段階で投資単位の引き下げを行ったものが比較的多いことが分かる。

イ) 単元のくくり直し

上の二つの結果から、単元のくくり直しを行うことで投資単位の引下げを行った企業には、最低投資金額が望ましい水準である 50 万円を超えていたもの、あるいは 50 万円に近い金額であったものが多いことが分かる。よって、単元のくくり直しを行った企業については、基本的に最低投資金額を望ましい水準である 50 万円以下に引き下げるために投資単位の引下げを行ったと考えられる。

ロ) 株式分割

一方、株式分割を行うことで投資単位の引き下げを行った企業には、最低投資金額が望ましい水準である 50 万円を超えておらず、また 50 万円にそれほど近い金額であったわけでもないにもかかわらず、投資単位の引き下げを行った企業が多いことが分かる。よって、株式分割によって投資単位の引下げを行った企業には、最低投資金額を個人投資家が投資するのに望ましい水準である 50 万円以下に引き下げるという理由とは別の理由で、株式分割を行ったものがあると考えられる。

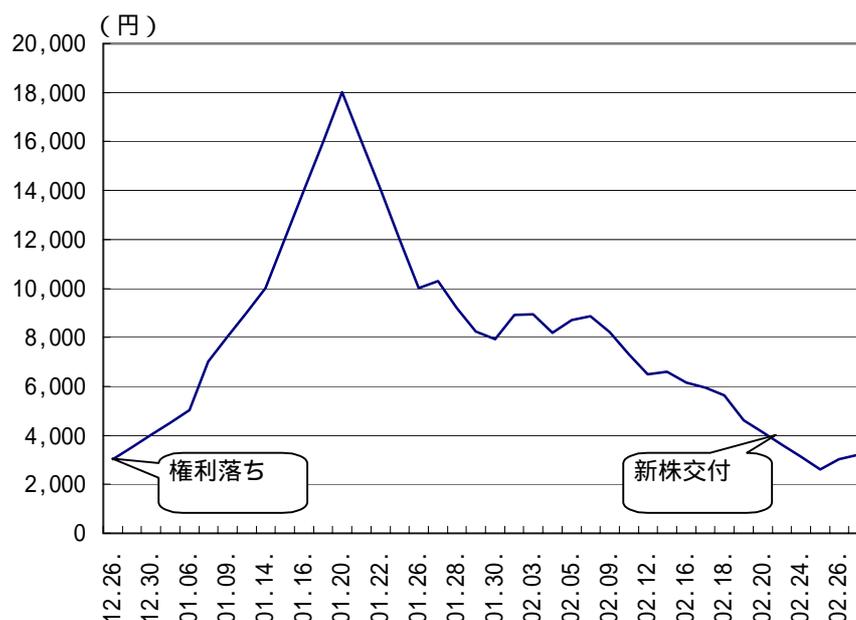
この理由として、株式分割によって一時的な需給の不均衡などのため、株価が上昇しやすいことがあるということが推測される。つまり、一時的に株価が上昇しやすいという株式分割固有の事情により、株式分割を行った企業が存在すると考えられる。そこで、以下ではこの点とそれに対する東証の対応について分析する。

4. 株式分割による株価の乱高下とそれに対する東証の措置

(1) 株式分割による一時的な株価の乱高下

株式分割が行われても、新たに会社に資金が払い込まれるわけではないので、会社財産は増加しない。しかし、近年、大幅な株式分割が実施され、それに伴う新株券の交付までの間に一時的かつ大幅な需給の不均衡が生じ、株価が乱高下するという事例が見られた。下図は、1：100 分割を実施したX社の「権利落ち日」から「効力発生日」までの株価の推移である。

1：100 分割に伴う X 社の株価推移



(出所) 横山 淳「株式分割の効力発生前倒し(続報)」(2005年8月31日付D I R制度調査部情報)より引用

(2) 大幅な株式分割に対する対応

大幅な株式分割により、株価が乱高下することに対する懸念から、東京証券取引所は、以下の対応を行った。

1：5 を超える大幅な株式分割の自粛要請
株式分割の効力発生日の前倒し(2006年1月4日以降を基準日とするものについて)

1：5 を超える大幅な株式分割の自粛要請

東証は、「大幅な株式分割の実施に関してのお願い」(2005年3月17日)の中で、1：5 を超える大幅な株式分割を検討している場合は、市場の安定性に配慮し複数回に分けて実施するよう要請した。

株式分割の効力発生日の前倒し

東証は、2005年8月5日に規則を改正し、上場会社が株式分割を行う場合は、基準日の翌日を当該株式分割の効力発生日として、株式分割の効力発生の前倒しを行った。2006年1月4日以降の日を基準日とする株式分割から適用されている。

この措置により、實際上、証券保管振替機構（以下、「保振」と表記する）に預託している株式については、権利落ち日から新株売買が可能となる。その結果、保振預託分に関しては、一時的な需給不均衡から株価が乱高下するということがなくなると考えられる¹。

(3) 株式分割を行った企業の株価推移

そこで、株式分割を行った企業の株価の推移から、株式分割の株価への影響と、株価の乱高下を防ぐための東証の(2) の措置に実効性があったのか調べた。その具体的方法として、株式分割を行うと発表した日（以下、「発表日」と表記する）から株式分割の効力発生日までの間の株価の最高値、および効力発生日の株価を、発表日の前日の株価と比較した。

株式分割による株価の一時的乱高下が、株式の需給の不均衡から生じるのであれば、6ページの図のように、本来、発表日の前日の株価で比較するのではなく、需給の不均衡が生じる権利落ち日(この日から普通取引では旧株式しか取引ができなくなる)の株価で比較すべきと考えられる。しかし、おそらく、株式分割により一時的に株価が乱高下するという事実が投資家に知られるようになったことにより、株式分割を行うという発表がなされた時点で株価が反応を示す事例が多く見られた。

そこで、以下では株式の需給の不均衡という要因も含めて、株式分割が行われることが発表された時点から株式分割の効力が発生するまで、株式分割が株価にどのように影響したかを調べた。

¹ 横山 淳「株式分割の効力発生前倒し（続報）」（2005年8月31日付D I R制度調査部情報）参照。

発表日前日株価と（発表日から効力発生日までの株価の）最高値の比較

最高値が発表日前日株価の2倍以上となった事例

株式分割の効力発生前倒し措置前：120社中20社（2004年） 措置後：66社中2社（2006年）
 ...大幅に減少

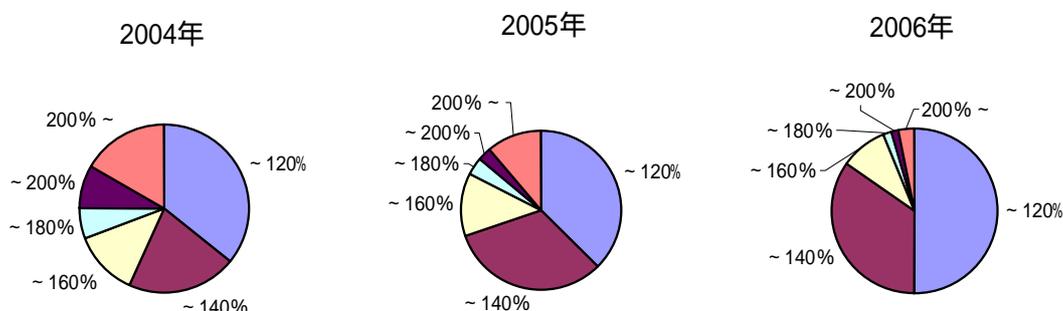
株式分割を行うと、一時的に品薄状態が生じ、需給の不均衡から株価が上昇すると予想される。

そこで、株式分割を行った企業について、需給の不均衡が生じている間に、どれだけ株価が上昇したかを調べるため、発表日から効力発生日までの株価の最高値が、発表日前日株価の何%になるかを調べたところ、以下の結果が得られた。

発表日前日株価に対する最高値の割合

割合	2004	2005	2006
120%未満	43社	41社	33社
120%以上 140%未満	25社	35社	23社
140%以上 160%未満	15社	14社	6社
160%以上 180%未満	7社	4社	1社
180%以上 200%未満	10社	3社	1社
200%以上	20社	12社	2社
合計	120社	109社	66社

発表日前日株価に対する最高値の割合の各年の比較



この結果から、最高値が発表日前日株価から大幅に高騰している事例が大幅に減少していることが分かる。特に、最高値が発表日前日株価の200%以上となった場合については、2004年では、株式分割を行った会社120社中20社（16.7%）だったのに対して、2006年では、株式分割を行った会社66社中2社（3.0%）となっている。

また、最高値が発表日前日株価の200%以上だったものについて、その平均を求めると以下の結果が得られた。

2004	2005	2006
373%	261%	215%

発表日前日株価と効力発生日株価の比較

効力発生日株価が発表日前日株価の2倍以上となった事例

株式分割の効力発生前倒し措置前：120社中8社（2004年） 措置後：66社中0社（2006年）

...大幅に減少

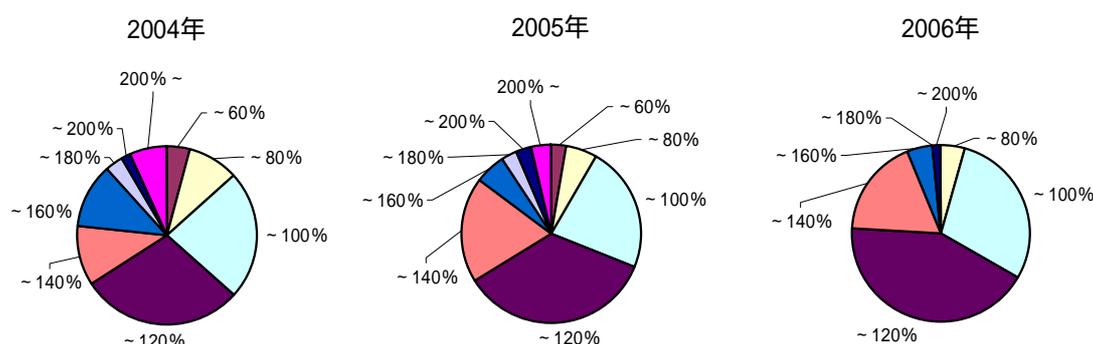
株式分割による品薄状態という需給の不均衡は、株式分割の効力発生と同時に解消するはずである。よって、理論的には株式分割の効力が発生した日には株式分割前の水準に戻るはずであり、その水準より高いものについては、株式分割による株価の高騰が恒常化されたものと考えられる。

そこで、株式分割による株価の高騰が恒常化されたものがどれだけあったかを調べるため、株式分割を行った企業について、株式分割の効力が発生した日の株価が、発表日前日株価の何%になるかを調べたところ、以下の結果が得られた。

発表日前日株価に対する効力発生日株価の割合

割合	2004	2005	2006
40%未満	0社	0社	0社
40%以上 60%未満	5社	3社	0社
60%以上 80%未満	11社	6社	3社
80%以上 100%未満	28社	25社	19社
100%以上 120%未満	35社	38社	28社
120%以上 140%未満	13社	21社	12社
140%以上 160%未満	14社	6社	3社
160%以上 180%未満	4社	3社	0社
180%以上 200%未満	2社	3社	1社
200%以上	8社	4社	0社
合計	120社	109社	66社

発表日前日株価に対する効力発生日株価の割合の各年の比較



この結果から、株式分割による株価の高騰が恒常化されたと見られる事例が大幅に減少していることが分かる。特に、効力発生日株価が発表日前日株価の200%以上となった事例については、2004年では、株式分割を行った会社120社中8社（6.7%）だったのに対して、2006年では、株式分割を行った会社66社中0社（0%）となっている。

(4) 株式分割の効力発生前倒しの措置の実効性の分析

(3) から、特に大幅に株価が上昇した事例（最高値が発表日前日株価の 200% 以上の事例および効力発生日の株価が発表日前日株価の 200% 以上の事例）を取り出すと以下ようになる。

	2004	2005	2006
最高値が発表日前日株価の 200% 以上の企業数の割合	16.7% (20 社 / 120 社)	11.0% (12 社 / 109 社)	3.0% (2 社 / 66 社)
効力発生日の株価が発表日前日株価の 200% 以上の企業数の割合	6.7% (8 社 / 120 社)	3.7% (4 社 / 109 社)	0% (0 社 / 66 社)

この表から、株式分割を行うことが発表されてから株式分割の効力が発生するまでの間に株価が 2 倍以上となった事例の割合 ()、および、株式分割の効力が発生した後も株高が恒常化したと見られる事例の割合 () は、ともに株式分割の効力発生前倒しの措置がとられてから大幅に減少していることが読み取れる。

この結果から、**株式分割の効力発生を前倒し**にすることで、株式分割を行った企業の株価の乱高下を防ぐという東証の措置には**実効性があった**と考えられる。

株式分割の効力発生前倒し措置に実効性が認められた説明としては、以下の 2 つが考えられる。

イ) 需給の不均衡により生じる株価の乱高下への対応

まず、大幅な株式分割によって一時的な品薄状態が生じ、需給の不均衡が生じた結果、株価が乱高下する場合は考えられる。確かに、1 : 100 のような非常に大幅な株式分割の場合は、現実に需給の不均衡が生じると考えられる。この場合、株式分割の効力発生前倒し措置は、株価乱高下の根拠となる需給の不均衡を直接解消する。

ロ) 「株式分割が行われた銘柄の株価は乱高下する」という通念による株価の乱高下への対応

次に、需給の不均衡それ自体ではなく、市場で「株式分割が行われた銘柄の株価は乱高下する」という通念が広まったことにより、株価が乱高下する場合は考えられる。その様な場合は考えられる根拠は次の三つである。

多くの事例では、需給の不均衡が生じるはずの権利落ち日ではなく、発表日に株価が上昇している 1 : 2 程度の株式分割では、必ずしも大幅な需給不均衡が生じるとは言えない
株式分割の効力の前倒しの措置がとられた後でも、株式分割の発表によって株価が上昇している事例が見受けられる

しかし、上で述べた通念は、株式分割によって需給の不均衡が理論的にも生じるという状況の下で始めて成り立つものである。ところが、株式分割の効力発生前倒しという措置がとられた以上、実際にはそうした状況は失われた。したがって、ロ) の場合に関しても、タイムラグはあるものの、株式分割の効力発生前倒しという措置は、すでに株式分割による株価上昇効果をなくす方向に作用しているし、こうした新しい状況はさらに続いていくものと思われる。