

株式分割の効力発生前倒し (続報)

制度調査部
横山 淳

東証、来年1月に実施

【要約】

東証は、2005年8月5日、規則改正を行い、来年1月から、保振預託分の株式については、株式分割の効力発生日を基準日の翌日に前倒しすることを決定した。

これは、保振預託分について事実上、権利落日から新株売買が可能となることを意味している。

実現すれば、株式分割に伴う株価の乱高下や、それを悪用した資金調達やM & Aの動きを、ある程度封じることができるものと期待されている。

加えて、買収防衛策として株式分割を利用する意味も薄まることとなろう。

はじめに

2005年8月5日、東京証券取引所(以下、東証)は株式分割に関する規則改正(株式分割に係る基準日の翌日を効力発生日とするための業務規定等の一部改正)を行った¹。

近年、行き過ぎた大幅な株式分割と、それを悪用した資金調達やM & Aが問題視されるようになってきた。東証も、既に2005年3月7日に「大幅な株式分割の実施に際してのお願い」を発表し、いわゆる1:5超の株式分割²の自粛などを上場会社に求めていた。

今回の規則改正は、それに加えて、証券保管振替機構(以下、保振)においても決済手続面での対応³が行われることを踏まえて、来年1月から**株式分割の効力発生日を基準日の翌日に前倒し**することを決めたものである。

その意図は、一言で言えば、株式分割の基準日から実際に新株が取引可能となるまでのタイムラグを埋めることによって、その間に株価が乱高下する余地をなくそう、ということである。

本稿では、まず、株式分割について最近指摘されていた問題を整理する。その上で、東証が予定する株式分割の効力発生日の前倒しに、どのような効果が期待されるのかを解説する。

¹ 詳細は東証のウェブサイト(<http://www.tse.or.jp/guide/rule/taisho.html>)に掲載されている。

² 株式数が株式分割実施前の5倍を超えるような株式分割のこと。東証は、同時に次のような内容の要請も行った。

株式分割後の投資単位(最低売買金額)が1万円を下回るような株式分割の自粛。

C B発行後6ヶ月以内の株式分割の自粛。

³ 保振での対応については、下記のを参照。

証券保管振替機構「株券の追加発行を行う株式分割の効力発生前倒しに係る要綱」(2005年6月7日)

証券保管振替機構「株式分割の効力発生日についてのお願い」(2005年6月10日)

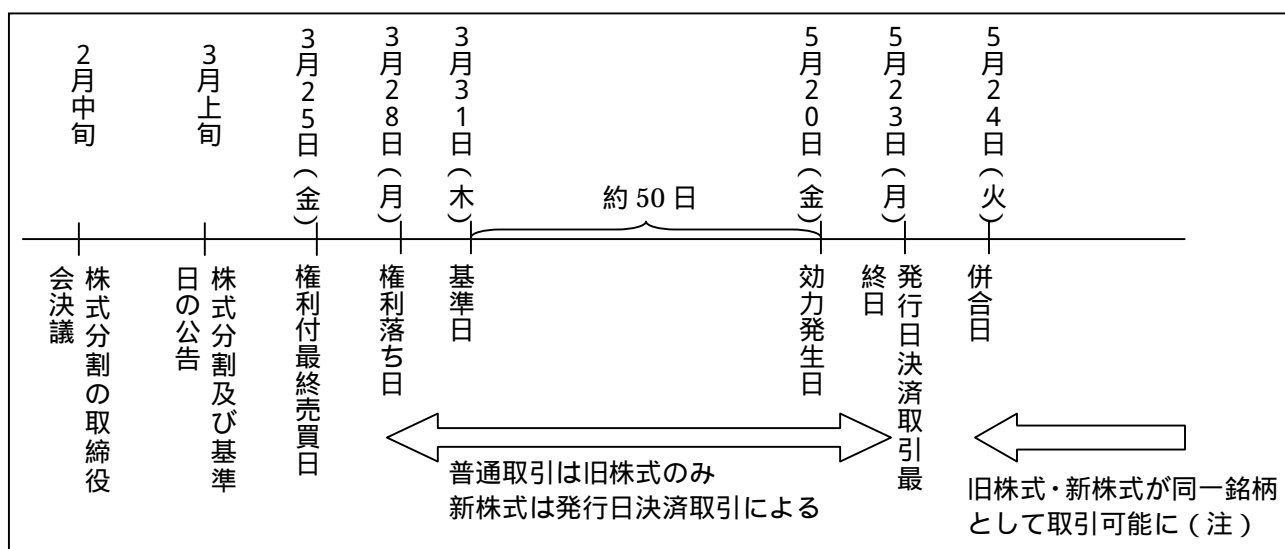
1 . 株式分割の何が問題となっていたのか？

株式分割とは、1株を2株にするといったように株式を細分化することである。株式分割が行われても、原則として、その会社の株式全てについて平等に細分化されるため、各株主の保有比率は基本的に変化しない。また、増資と異なり、新たな資金の払込みもないため、会社財産も増加しない。株式分割は、単に、その会社の株式の総数が増加するだけである。

このように株式分割は、他の影響を最小限に抑えながら株式数のみを増加させる効果が期待できることから、投資単位を実質的に引き下げる手段としてしばしば利用されている⁴。

2001年の商法改正で株式分割について大幅な規制緩和⁵が実施されたのを受けて、最近は大規模な株式分割を実施する企業が増加した⁶。株式分割を実施する企業が増加したことは、個人株主・個人投資家の増加にもつながったと評価されている。その一方で、1株を100株にするなど、行き過ぎた株式分割や、その弊害も指摘されるようになってきている。具体的には、株式分割の基準日と、実際に新株が発行される効力発生日とのタイムラグによる株価の乱高下である。

図表1 現行の株式分割のタイムスケジュール（例）



（出所）東証、保振の資料、別冊商事法務編集部「平成17年度版株主総会日程」などを基に大和総研制度調査部作成

（注）厳密には、新株式が普通取引の決済物件として利用可能となるのが併合日である。従って、効力発生日の前日（この場合5月19日）から新株式の売付けを意図した取引が事実上可能となる。

例えば、2005年3月31日を基準日とした株式分割が行われたとする。この場合、株式分割によって新たに株式を交付してもらえるのは、3月31日時点で株主名簿に名義が記載されている株主である。従って、（通常の売買取引の場合）受渡し・決済の日数の関係上、その4営業

⁴ 単元株制度を採用している会社であれば、1単元の株式数を引き下げることで同様の効果を挙げることができる。

⁵ 具体的には、次のような規制緩和が行われた。

1株（単元株制度を採用する場合は1単元）当たりの純資産額が5万円を下回るような株式分割を認める。額面株式制度を廃止し、額面に伴う規制を撤廃する。

普通株式しか発行していない会社の場合、株式分割の比率に応じた授權枠の拡大（定款変更）を取締役会の決議により実施することを認める。

⁶ 東証によれば、2004年に1：1.5以上の株式分割を実施した東証上場企業は149社に達している。

日前の3月25日までに購入した株式について、株式分割を受けることができる。

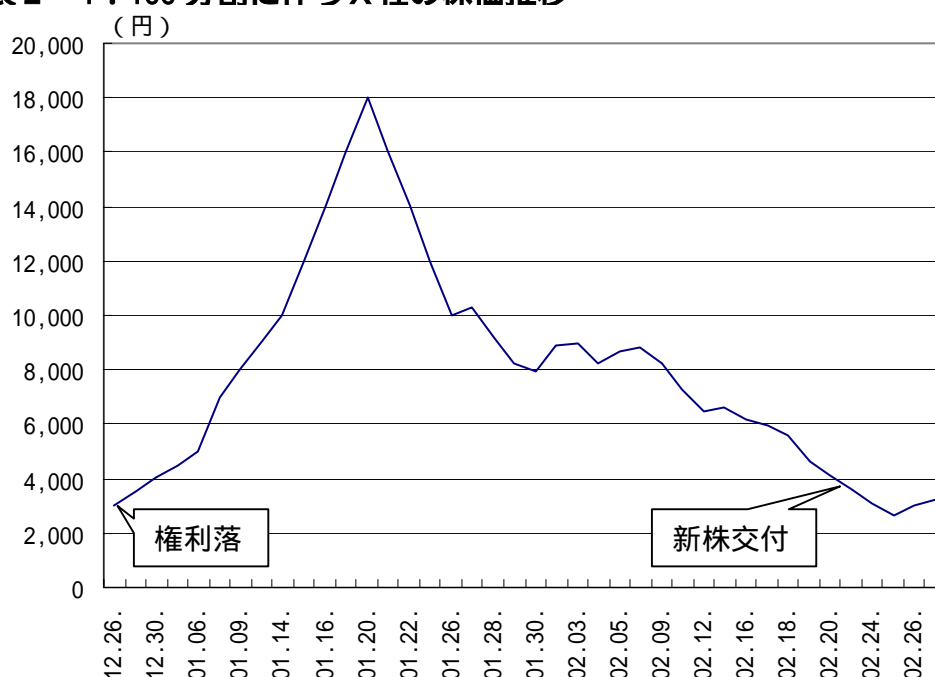
その翌営業日である3月28日からは、最早、株式を取得しても株式分割を受ける権利はない。そのため、この日(これを「権利落ち日」という)からは、株式分割の比率に応じて切り下がった価格で売買が行われることとなる。

ところが、この段階では未だ株式分割の効力は発生していない。実際に新しい株券が発行されるのは、基準日から更に約50日後の、例えば5月20日になる。これは、基準日の時点での株主を確定するための名寄せをしたり、新たな株券を印刷したり、その裏書をしたりといった手続に時間がかかるためである。

この間、マーケットでは既に株式分割が行われたものとして価格形成などが行われる一方、実際にマーケットで流通する株式数は株式分割前のままという状態となる。つまり、マーケットでは約50日の間、実質的に品薄の状態が続くこととなる。そのため、市場の需給のバランスが崩れ、価格が大きく変動しやすくなる。特に、1:100分割などのような大規模な株式分割が行われると、需給のバランスへの影響が大きく、株価が乱高下する危険性がある。

図表2で示したのは、1:100分割を実施したX社の「権利落ち日」から「効力発生日」までの株価推移である。「権利落ち日」時点では3,000円程度であった株価は、急速に上昇し約1ヶ月後には18,000円を超えた。しかし、その後、急速に下落し、新しい株式が実際に発行された2月20日頃には、株価はほぼ元の水準まで戻した。

図表2 1:100分割に伴うX社の株価推移



(出所) 各種統計を基に大和総研制度調査部作成

新興企業の中には、こうした大規模な株式分割直後の株価の乱高下を利用して、資金調達やM&Aを有利に進めようとするものがあると指摘されており、問題視されていたのである⁷。

⁷ ここで例に取り上げたX社も、この時期に株式交換などを実施している。もちろん、こうした行為が直ちに違法と

2 . 効力発生日の前倒しで何が期待されるのか？

東証は今回の規則改正により、次のように、現在、基準日の約 50 日後となっている効力発生日を、基準日の翌日まで前倒しすることを義務付けるとしている。

株式分割の効力発生日

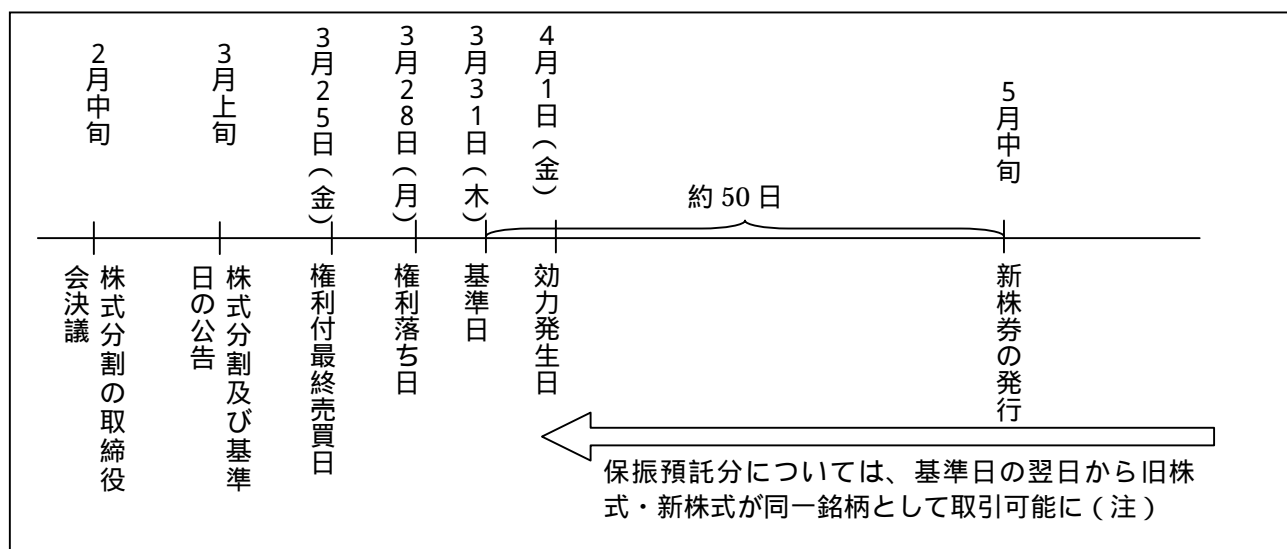
上場会社が株式分割を行う場合は、基準日の翌日を効力発生日として定めるものとする。

もちろん、いくら効力発生日を前倒ししたとしても、実務上、基準日の翌日に株券を発行することは不可能である。しかし、保振に預託された株券については、既に流通面でのペーパーレス化が行われ、口座による残高管理が行われている。そのため、基準日の翌日も、計算上、口座の残高を増加して、決済物件として利用することは不可能ではない。そこで、保振でも、東証の規則改正に併せて、決済手続の面から次のような対応を行うこととしている。

「みなし預託」による預託残高の早期発生

株式分割の効力発生日(基準日の翌日)に、保振では新株券の預託がなされたものとみなして、実務対応(分割後株式数の記帳、口座処理など)を図る。

図表3 効力発生日が前倒しされた場合の株式分割のタイムスケジュール(例)



(出所) 東証、保振の資料、別冊商事法務編集部「平成 17 年度版株主総会日程」などを基に大和総研制度調査部作成

(注) 厳密には、新株式が普通取引の決済物件として利用可能となるのが効力発生日である。従って、権利落ち日(この場合 3 月 26 日)から新株式の売付けを意図した取引が事実上可能となる。

前出の 2005 年 3 月 31 日を基準日とした株式分割の場合、保振預託分に限っては、4 月 1 日の受渡・決済分から株式分割に伴う新株を決済することが可能となる。

これは、実質的に、権利落ち日(受渡・決済は基準日の翌日)から(保振預託分に限っては)株式分割に伴う新株式の売付けを意図した取引が可能となることを意味する。つまり、保振預託分に限っては、株式分割の基準日と、実際に新株が発行される効力発生日とのタイムラグは

いう訳ではないが、マーケットに不透明な印象を与えたことは間違いないだろう。

発生しなくなるのである。

ただ、保振に預託されていないタンス株については、いくら株式分割の効力発生日を前倒ししても、結局、実際に新株券が発行される5月中旬までは売買することはできないという状況に変わりはない。従って、今回の東証の規則改正によっても、タイムラグの問題が完全に解決される訳ではない。

ただ、保振への預託率は、近年上昇傾向にあり、72%程度（2005年3月末時点）まで達している。その意味では、ある程度の効果は期待できるのではないかと思われる。

従って、規則改正の適用が開始される来年1月以降は、大規模な株式分割直後の株価の乱高下を利用して、資金調達やM & Aを有利に進めようとするに対して、一定の歯止めがかかるものと考えられる。

同様に、敵対的買収防衛策としての株式分割についても、基準日と効力発生日のタイムラグを利用する面がある。従って、株式分割を敵対的買収策として利用することの意味も、規則改正の適用が開始される来年1月以降は、薄まるものと考えられる。

加えて、2009年前半までには、全ての上場会社に対して株券ペーパーレス化が一斉に適用されることとなっている。そうなればタイムラグの問題は理論上なくなることが期待できる。

3 . 適用開始日

東証は、株式分割の効力発生日の前倒しを、2006年1月4日以後の日を基準日とする株式分割から適用することとしている。