

発行価格、株価の範囲そして株式分割を考える

— アメリカの株式市場の事例を参考に —

福田 徹

一、始めに

ここ数ヶ月の間、我が国の株式市場は多くの問題に直面した。具体的に挙げるならば、ジェイコムの上場時の取引に代表される誤発注、ライブドア事件の遠因となった大幅な株式分割、取引時間の短縮につながっている東京証券取引所の注文処理の能力不足などである。これら問題の背景の一つとして、これまで株価の散らばりをあまりにも野放図に放置し過ぎたことが指摘されよう。誤発

注問題の一端には、各社の株価があまりにも広範囲に散らばっており、売買担当者が株価と発注株数それぞれのイメージ（例えば、株価は100〜1000円程度、発注株数は10000の倍数など）を持ちづらくなっていることがある。また、広範な株価の散らばりが、株価を大きく切り下げる大幅な株式分割を可能としているのかもしれない。また、今回の注文処理の能力不足の直接的な原因と考えづらいが、ライブドア株のように大幅な株式分割を頻繁に行った結果、低株価で単元株一株のものが増えた場合、売買注文数が増加しや

すくなると想定され、システムに対しての負荷は高まるに違いない。

本稿では、最初に株式分割の本来的な機能について説明を行う。株価操作を誘発するとの見方から悪者となつている観があるが、株式分割は最少売買金額を引き下げる役割を果たしており、それによつて株式市場の魅力を高めていることを再確認したい。つづいて、アメリカの株式市場における発行価格、株価の範囲、株式分割の秩序だったパターンを提示する。アメリカの株式市場では株価の範囲に暗黙の了解があり、それを維持するために利用される株式分割についても、その多くが一定の比率で行われていることを紹介する。最後に、我が国の現状について眺める。これに関しては、周知の事実であるかもしれないけれども、アメリカと比較すると我が国の発行価格、株価の範囲、株式分割のパターンの無秩序さが認識されよ

う。そして、無秩序に放置しておくことで支払っているコストをあらためて指摘し、結びとしたい。

一、株式分割の機能

ライブドアが錬金術の仕上げとして利用したために、株式分割に対する批判が相次ぐ現状となっている。しかしながら、株式分割は株価を下げて最小売買金額を小さくすることにより、投資しやすい株式市場を形成する上での重要な役割を担っているのである。以下では、その必要性を十分に認識してもらうために株式分割の機能についていくつか紹介したい。

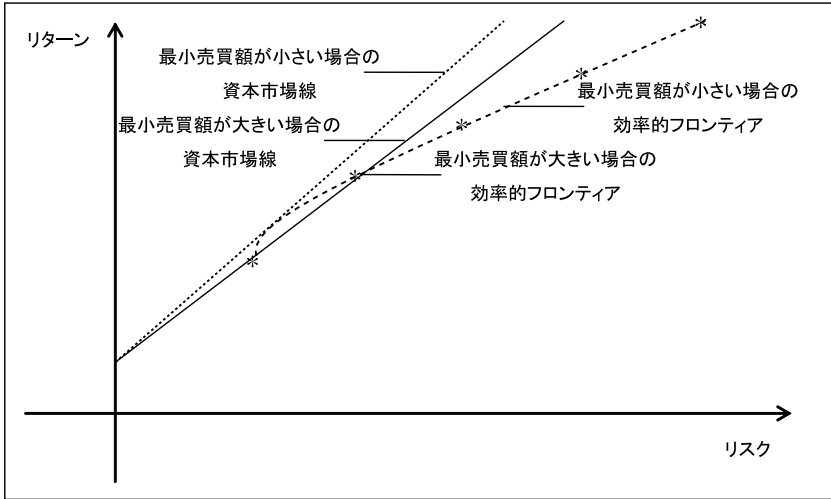
まず、株式分割の機能として最初に挙げられるのが、最小売買金額の低下を促して小口投資家の株式購入を容易にすることである。これは、上場

を維持する条件である一定の株主数を確保する目的を達成するために、上場企業にとって株式分割が有効な手段となることを意味している。また、小口投資家の多くが長期保有を目的とした個人であることを考えれば、安定株主を増加させる効果も期待できるだろう。特に成長企業の場合には、利益の拡大とともに株価が上昇するにつれて最小売買金額が増加するので、新たな小口投資家の購入を促進するために定期的な株式分割が必要とされる。

また、経済学の見地に立てば、より正確な市場ポートフォリオの作成を可能にする機能があることが指摘できる。市場ポートフォリオとは、無リスク資産から効率的フロントティアへ接線を引いた場合の接点にあたる。ファイナンス理論において、全ての投資家が選好するポートフォリオはこの接線上に必ず存在しており、その接線は資本市

場線と呼ばれている。なお、資本市場線上のポートフォリオは市場ポートフォリオと無リスク資産の組み合わせで形成されているから、ほとんどの投資家は市場ポートフォリオを購入する必要がある。しかしながら、真の市場ポートフォリオが存在するための条件の一つに「どのような小さい金額でも資産の売買が可能」というものがあるのだけれども、現実にはそのようなことは不可能である。従って、真の市場ポートフォリオに近似したものを作成してそれを代替するのである。この場合、資産の最少売買金額が小さいほど、より真の市場ポートフォリオに近いものを作成できる。図表1はそれを示したものであるが、十分小さい最小売買金額を仮定した効率的フロントティア（細かい破線）を、大きい最小売買金額を仮定したそれ（「*」で表現される曲線）と比較すると、前者によって形成される資本市場線は負担するリス

図表1 最小売買単位が小さい場合には、有利なポートフォリオ作成が可能に



(出所) 筆者作成

クと比較してリタンのより大きいものになることがわかる（前者の資本市場線の勾配が急）。つまり、株式の最少売買金額を大きいままで放置した場合、投資家は真の市場ポートフォリオから大きくかけ離れたものしか購入できなくなってしまうため、株式分割が必要とされるのである。

インデックス・ファンドについても、市場ポートフォリオに対するものと同様の機能を持つ。つまり、株式分割により最少売買金額を引き下げることで、より正確なインデックス・ファンドの作成が可能になるのである。インデックス・ファンドを作成する際には、それが目標とする株価指数と同一の銘柄および構成比で株式を組み入れるれば良い。ただ、そうすると巨額の資金が必要になる場合があり、銘柄数を減じたりしながら目標の株価指数と連動するものを近似的に作成せざるを得なくなる。もし、最小売買金額が十分に小

さいならば、インデックス・ファンドを近似的に作成する必要性が減少するであろうし、そうしたければならないとしても、より正確なインデックス・ファンドを作成することが可能になるのである。

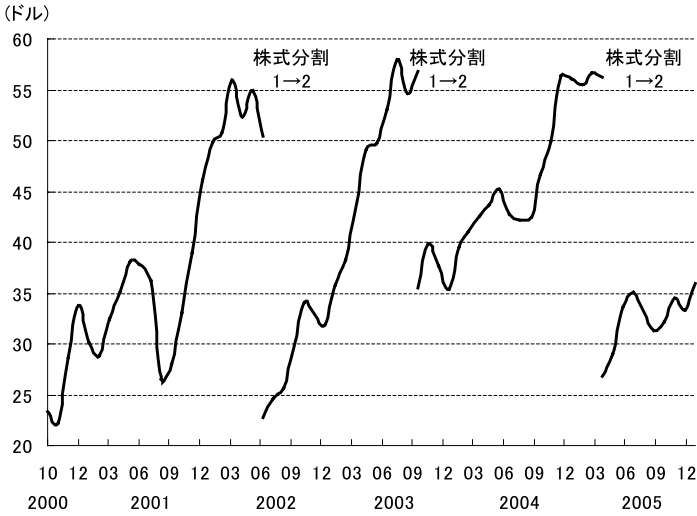
以上、株式分割の機能を提示することでその必要性を確認した。しかしながら、筆者は野放図な株式分割を認めるつもりはない。むしろ、株式分割によってもたらされる一定の株価範囲の維持を含めて論じるべきなのだろう。続いて、アメリカにおける発行価格、株価の範囲、株式分割のパターンを眺め、参考にしたい。

三、アメリカにおける発行価格、 株価の範囲、株式分割のパターン

アメリカの株式市場において、発行価格、株価

の範囲、株式分割に関する秩序だった一連のパターンが存在する。まず、アメリカ市場上場企業の典型的な株価の範囲のパターンについての事例として、コーチ社のものを説明したい。コーチ社はバッグ等皮革製品加工のブランド企業として有名であるが、二〇〇〇年一〇月に株式公開を行っている。その後、好調な企業業績を背景に株価が上昇を続けたため、これまでに三回の株式分割を行っている。なお、この株式分割のタイミングについては図表²で示される通りであるが、その中にある規則性が観察できる。その規則性とは、二〇〇二年七月、二〇〇三年一〇月、二〇〇五年四月に繰り返し行われているけれども、株価が六〇ドル近辺にさしかかったあたりで一株を二株に分割していることである。つまり、コーチ社は株価の範囲が常に二〇〜六〇ドル程度になるようにコントロールしているといえるだろう。ただ、この

図表2 コーチ社の株価推移



(出所) Bloomberg のデータを利用し、筆者作成

規則性はコーチ社独自のものではなく、多くのアメリカ市場上場企業において共通にみられるものなのである。

さて、以上でコーチ社の事例を紹介したが、全体としてはどうであろうか。全てのアメリカ市場上場企業の株価推移を眺める訳にもいかないので、昨年中に公開した企業の株式公開価格の分布、現時点におけるニューヨーク証券取引所上場企業の株価の分布、株式分割を行った企業のここ数年間の分割比率の分布を示して、推察して行こうと思う。つまり、全体としてどの程度の株価で公開され、その後どの程度の株価の範囲にコントロールされ、それを実行する上でどの程度の分割比率の株式分割を行っているかを知れば、全体の傾向を把握することができると思われる。

まず、昨年中に公開した企業の株式公開価格の分布であるが、図表3で示される通りである。こ

図表 3 公開価格別アメリカ市場公開企業数 (2005年)

公開価格 (ドル)	企業数 (社)	割合 (%)
5 以上10未満	30	15
10以上15未満	75	38
15以上20未満	58	30
20以上25未満	26	13
25以上	6	3

(出所) Hoover's Online のデータを利用し、筆者作成

の表からわかるように、株式公開価格は、一〇～二〇ドルの狭い範囲内のみで全体の七割弱を占めている。五～二五ドルにもう少し範囲を広げた場合には、その割合が九七%となる。この事実、引受証券会社が株式公開価格をほぼ一〇～二〇ドルにおさまるようにアドバイスしていることを示唆している。つまり、公開企業が時価総額の規模にのみ興味を持つとするならば、それを決定した後には株式公開価格が上記の範囲となるように、発行済株式数を調整していると推察されよう。なお、アメリカ市場に上場する日本企業の預託証券についても、それに含める原株の株数を調整することで一般的な公開価格の範囲内にするものがほとんどである。例えば、N T T は 〇・〇〇五株を預託証券一単位分とした上で、ニューヨーク証券取引所へ上場している。

つぎに、既上場の企業の株価について調べる。

図表4 株価水準別ニューヨーク市場上場企業数 (2006年2月21日)

株価 (ドル)	企業数 (社)	割合 (%)
10未満	184	9
10以上20未満	387	19
20以上30未満	428	21
30以上40未満	329	16
40以上50未満	274	13
50以上60未満	169	8
60以上70未満	105	5
70以上80未満	55	3
80以上90未満	42	2
90以上100未満	21	1
100以上	51	2

(出所) Bloomberg のデータを利用し、筆者作成

図表4は二〇〇六年二月二一日時点におけるニューヨーク証券取引所全銘柄の株価の分布である。これを見ると、株式公開価格の場合と同様に株価の散らばりが狭い範囲におさまっていることがわかる。具体的には、一〇〇〜五〇〇ドルのもの、一〇〇〜一〇〇〇ドルのものがそれぞれ全体の六九%、八七%を占めている。つまり、株価の散らばりが二桁でおさまるようにコントロールしていると考えられよう。また、その中でも一〇〇〜五〇〇ドルのものが七割近くになっており、企業としては五〇ドルを超えると株式分割が視野に入ってくるのだろう。つまり、五〇ドル以上一〇〇〇ドル未満の割合が相対的に低いのは、その時点で株式分割が行うためであると推察される。なお、アメリカ市場に上場している日本企業の預託証券についても、ほぼこの基準を満たす株価となっている。

発行価格、株価の範囲そして株式分割を考える

図表 5 分割比率別ニューヨーク証券取引所上場株式分割実施企業数
(2000～2004年)

分割比率	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	合計	割合 (%)
1株→10株	1	0	0	0	0	1	0
1→5	0	1	0	0	1	2	0
1→4	2	0	3	2	1	8	2
1→3	6	1	2	4	5	18	4
1→2.5	1	1	1	0	1	4	1
1→2	92	44	45	27	60	268	67
1→1.5	0	0	2	27	30	59	15
1→1.4	0	0	0	1	0	1	0
1→4/3	0	0	0	4	1	5	1
1→1.25	0	0	29	5	2	36	9
合計	102	47	82	70	101	402	100

(出所) “NYSE Facts and Figures” のデータを利用し、筆者作成

最後は、株価の範囲をコントロールする手段である株式分割についてである。これについては、ニューヨーク証券取引所上場銘柄に関して二〇〇〇年から二〇〇四年までに行われたものについて、分割比率ごとに集計したものが図表5である。この表によると、全体の六七％が一株を二株に分割するものであることがわかる。一株を一・五株も含めると、その割合は八二％まで拡大する。また、一株を三株にする分割を超える分割比率のものは、ほとんど存在しない。この結果は、分割比率についても暗黙のルールがあることを示唆している。

一部のデータがニューヨーク証券取引所上場銘柄のみである問題はあるが、以上でみてきたように、アメリカ市場において企業の株式が公開され、株価が変動を伴いながら範囲の上限まで到達すると株式分割されるという一連のプロセスに標

準的なパターンの存在が認められよう。それを具体的に示すならば、株式公開価格を一〇〇〜二〇〇ドルに決定し、五〇ドルを超えた時点で一株を二株に分割する準備を始めるというものである。また、このパターンの目的は株価や最少売買金額のある一定の範囲内におさめるためであると推察されよう。なお、アメリカ市場の最小売買金額であるが、売買株数について一〇〇株単位で行われる「ラウンドロット」が大勢を占めているものの、原則として一株単位でも可能となっており、数千円程度となる。次節では、アメリカと比較するが、たぐいで我が国の現状を再認識したい。

四、我が国の現状

つづいて、アメリカのパターンと照らし合わせながら我が国の現状について眺めたい。まず、昨

年中に公開した企業の株式公開価格の分布であるが、図表6にある通りである。この表では、階級幅を等差でなく等比(一〇倍ごと)ベースで示している。つまり、我が国の株式公開価格はアメリカの場合と異なり、階級幅を等比ベースにせざるを得ないほど、大変幅広い範囲をとっているのである。また、株式公開価格の分布に関するもう一つの特徴としては、一〇〇円から一万円未満と一〇万円から一〇〇万円未満の二つの山を形成していることが挙げられる。ただし、株式公開価格に一単元株を乗じること求められる最小売買金額の分布である図表7を見ると、図表6と比較して狭い範囲におさまっている。従って、二つの山を形成する原因は一単元株の選択の違いで生じていると考えられる。つまり、図表6の一〇〇円から一万円未満の山の一単元株が主に一〇〇〜一十株であるのに対して、一〇万円から一〇〇万円未満

発行価格、株価の範囲そして株式分割を考える

図表 6 公開価格別日本市場公開企業数（2005年）

公開価格（円）	企業数（社）	割合（％）
100以上 1千未満	19	12
1千以上 1万未満	27	17
1万以上 10万未満	7	4
10万以上 100万未満	100	63
100万以上	5	3

（出所） 楽天証券のホームページを利用し、筆者作成

図表 7 最小売買金額別日本市場公開企業数（2005年）

公開価格（10万円）	企業数（社）	割合（％）
0 以上 1 未満	10	6
1 以上 2 未満	22	14
2 以上 3 未満	30	19
3 以上 4 未満	28	18
4 以上 5 未満	20	13
5 以上 6 未満	19	12
6 以上 7 未満	11	7
7 以上 8 未満	5	3
8 以上 9 未満	4	3
9 以上 10 未満	2	1
10以上	6	4

（出所） 楽天証券のホームページを利用し、筆者作成

のそれが一株となつてゐるのである。これにより、一単元株を自由に選択できることが、幅広い株式公開価格の散らばりをもたらしていると推察されよう。

当然のことながら、上記の新規公開企業の株式までも加わつた流通市場における株価は、幅広い範囲をとつてゐる。むしろ、一九八二年以前主流であつた五〇円額面や一九八二年の単位株制度導入後の五万円額面をベースとした株価形成をそれぞれ継続しているものが存在しているため、より広範にわたつてゐるといえるだろう。確かに、最小売買金額については、単元株制度の導入によつて平準化および減少がおこつてゐるとみられる。しかしながら、株価自体は一単元株を自由に設定されるために、一定の範囲内へ収斂するプロセスを失つてしまつたといえるだろう。

さて、株価や最小売買金額をコントロールする

ための株式分割であるが、分割比率についてもアメリカと異なり幅広い範囲に散らばつてゐる。二〇〇五年においては、最小で一株が一・〇五株、最大で一株が二〇〇株の分割が行われているのに加え、多数を占める分割比率も存在しない。つまり、アメリカのように株価を一定の範囲におさめるためのパターンを見いだせないのである。ただし、各種情報とあわせて眺めると、いくつかの傾向が見てとれる。図表8は二〇〇五年に大幅分割（一株を五株以上）を行つた企業の権利落ち直前の株価の水準に関する分布であるが、ほとんどが一〇万円以上であつた。これは、高株価の企業の場合、たとえ大幅分割をしても経験的に経営不振とレッテルを貼られる可能性のある株価水準（一〇〇円以下といわれている）にならないから躊躇なく行われているのかもしれない。また、これらの銘柄のほとんどがここ数年以内に上場したもの

発行価格、株価の範囲そして株式分割を考える

図表 8 大幅株式分割銘柄の権利付最終日の株価水準別企業数（2005年）

株価（10万円）	企業数	割合（％）
0以上1未満	6	13
1以上2未満	1	2
2以上3未満	3	7
3以上4未満	2	4
4以上5未満	3	7
5以上6未満	3	7
6以上7未満	2	4
7以上8未満	2	4
8以上9未満	0	0
9以上10未満	0	0
10以上	24	52

（出所） 楽天証券のホームページを利用し、筆者作成

であることも興味深い。これについては、新規公開企業が成長性の高さを評価された結果として株価が高騰したために大幅分割をせざるを得なくなっただけであるかもしれない。

以上のように、我が国においてはアメリカのような発行価格、株価の範囲、株式分割に関する秩序だった一連のパターンが存在しない。この原因として挙げられるのは、度重なる制度変更によって株価水準の大きく異なる銘柄が流通市場に加わったためであろう。また、最小売買金額を単元株の変更によって調整できることも株価を一定の範囲におさまりづらくさせているもう一つの原因であろう。そして、株価の範囲に対するコンセンサスがほとんど存在しないため、株式分割の比率にも暗黙のルールがなく、上場企業が都合にあわせて決定しているのが現状であろう。

五、おわりに

確かに自由経済では、法に触れない限りにおいて自由に経済活動を行えることが建前である。ただし、我々のまわりには、法律にない多くのルールが存在する。なぜなら、我々は自発的にルールを決めることによって、無駄なコストを節約したり、リスクを低減することができるからである。これに関していくつかの例を挙げてみよう。最近普及している記憶媒体であるUSBメモリは、メーカーに関わらず全てのパソコンに装備されているUSBに接続すれば利用可能である。つまり、USBという統一したルール（規格）を制定することで、メーカーごとに異なった形状のプラグを持つメモリを購入せざるをえない等の無駄なコストを節約しているのである。また、自動車の

スピードメーターの針は、速度が増すにつれて左から右へと回転する。これによって、無意識のうち針が右側の大きく振れた場合には、スピードオーバーに対する注意を促す効果が期待されるだろう。証券市場においても、債券価格は額面〇〇円を基準として表示される。諸条件をチェックする必要があるけれども、その値段の比較によって発行体の状態を類推できる。

さて、幅広い範囲に散らばっている株価の現状は、我々にどのようなコストの支払いを強いているのだろうか。まず、挙げられるのが株価と株数を見誤ることで発生する誤発注による無駄なコストの発生だろう。これは、誤発注を行った当事者だけでなく、その注文の影響を受ける株式市場にとつても、価格形成を損なうかたちでコストがかかる可能性が指摘されよう。また、株価表示装置の桁数でもわかるとおり、株価データを格納す

るメモリを多く用意する必要が生じるためにコンピュータ・システムへ無駄な負荷をかけていることもコストとみなせるだろう。また、大幅分割が行いやすい環境になっており、それが実行されることで投資家が混乱させられるコストもあろう。一方、いままで通りに株価の散らばりを自由におくメリットがあるのだろうか。確かに、なんらかの基準のもとで、株価の散らばりの範囲を狭めるためにはコストがかかる。これを支払わないで済ますメリットはあるだろう。ただし、株価の散らばりを現状のまま放置した場合には、将来にわたって前述したようなコストを支払わなければならないだろう。そのメリットと現在価値に割り戻したコストを比較して株価範囲の統一を判断すべきであると考える。また、このメリットについては、二〇〇九年六月までに予定されている株券のペーパーレス化によって飛躍的に低下すると想

定され、そのタイミングを待つて単元株の統一を図るのが望ましいかもしれない。

なお、本稿で書き忘れたことが一つある。最小売買金額を低下させるもう一つの方法として、単元株の変更有る。二〇〇五年中には一五〇社弱が実施している。その中で多いのは、一〇〇〇株を一〇〇株に引き下げるものである。長い目で見れば、単元株が一株へと収斂する途上にあるのかもしれない。

(ふくだ とある・当研究所主任研究員)