

株式分割の現状と課題

— 株価に与える影響を中心に —

福田 徹

若林常務理事 大変お待たせいたしました。ただいまから「証券セミナー」を開催させていただきました。

本日は、御案内いたしましたように、「株式分割の現状と課題—株価に与える影響を中心に—」と題しまして、私どもの研究所の福田徹主任研究員からお話をさせていただきます。

皆様も御案内のとおり、株式分割につきましては、単に株式を分割するだけであり、理論的には企業価値に変動を及ぼすものでなく、また株価に対する効果も中立的であると考えられています。現実のマーケットにおきましてはさまざまな影響が出ているという実証分析等がなされています。

そういったことを踏まえまして、本日は福田主任研

究員から、特にアメリカや日本での研究などを御紹介させていただきます。また、特に日本では一〇分割とか一〇〇分割という例があるようですが、アメリカでは大体一・五分割から二分割が通常であるといわれていますので、その辺の違いをどう考えていったらいいのかを分析していただきます。さらに、福田主任研究員から、このような我が国の株式分割の現状の課題と提言について言及させていただきます、その上で皆様方と意見交換をさせていただきたいと考えております。これが本日の「証券セミナー」の開催の趣旨でございます。

それでは、これから福田主任研究員の方から御説明させていただきますと思います。

福田さん、よろしく願います。

はじめに

御紹介にあずかりました日本証券経済研究所の
福田と申します。本日は、お忙しい中お集まりい
ただきまして、まことにありがとうございます。

それでは、本日、お話し申し上げる株式分割の
現状と課題ですが、大きく分けると二つのパート
に分かれております。

最初のパートでは、アカデミックな研究。アメ
リカを中心として、株式分割に関する研究論文と
その流れをまず説明させていただこうと思いま
す。また同時に、余り数はないんですけれども、
日本のマーケットについてもそういったものが報
告されておりますので、それらについても御紹介
差し上げようと思います。

二番目のパートでは、アメリカの株式市場で株

式分割がどのように利用されているかという現状
についてお話ししようと思います。また、同様に
日本の状況についても簡単に話してきたらと考
えております。

一、アメリカにおける株式分割と 株価に関する実証研究

それではまず、アメリカにおける株式分割と株
価に関する実証研究を紹介します。

私が知る限りで一番古い研究論文は一九六九年
ぐらいからございます。かなり数多くの研究がな
されていまして、その角度はさまざまな形を取
り、多面的なものになっています。

また最近では二〇〇六年にも、やはりこのテー
マに関する実証研究が出ております。それからこ
れらの論文を書かれる方もかなり幅広い方がい

らっしゃいます。有名なところでは、ノーベル経済学賞受賞者のマートンなども論文を発表しています。ですから、ファイナンスの中ではトップクラスというわけではないんですが、比較的話題となるテーマになっております。

(1) 株式分割に対する二つの疑問

さて、ファイナンスの観点からいうと、どこが研究者の研究意欲をそそのかすということでしょうか、株式分割に関して大きい疑問が二つ存在します。

まず、最初の疑問ですが、企業が株式分割を行うインセンティブに関するものです。株式分割というものは本来的な企業価値に全く変化を与えない。ただ株式を分割するだけです。財務的に見ても何ら影響を与えないということがあります。けれども、企業は、当然、株式を発行すると

か、もろもろのコストを支払わなければいけない部分がございますので、なぜわざわざコストを支払ってまで株式分割をするのかというのが一つの疑問といわれております。

もう一つの疑問といたしましては、株式分割発表日がございますけれども、その後にある程度株価が上昇する。また、分割日前後、つまり実際に株式分割を実行して権利落ちする日の前後には、やはり株価が上昇するという事実が検証されております。

資料では「正の超過収益」という記述をしております。厳密な説明ではないんですが、イメージとしては、市場の平均的な指数、例えばS & P 500指数の上昇率と分割した企業の株価の上昇率を比べまして、市場の平均値からどの程度上回っていたかというのを「正の超過収益」といいます。

アメリカにおいては、一九六九年発表のフアマの論文以後、株式分割がかかわる日前後には正の超過収益が上げられるとする実証結果が多数報告されています。ただ、二、三年前に日本で観察された、それこそ二〇%、三〇%の上昇というような大幅なものではなくて、三%とか四%、そんなに異常な数字ではないですが、とはいえゼロではない。統計的に見ても、やはり有意な形で正の超過収益が出ていると検定されています。

(2) シグナリング仮説

こういった疑問に答えるということで、アメリカで幾つか仮説が考えられております。

まず、よく我々も株式分割にかかわる株価上昇の説明に使うんですが、シグナリング仮説というのが最初のころに考えられておりました。

これにつきましては、経営者が投資家に対する

業績好調のシグナルとして株式分割を行うという考え方に基づいています。ですから、これは経営者と投資家の間には、「情報の非対称性」と申しまして、経営者はその企業について投資家が持つていない情報をたくさん持っている。とはいえ、投資家が株式を買ってくれないことには株価が上がらないということがございますので、経営者としては、投資家に対して株式分割をシグナルとして発することで株価の上昇を促すというのがあるのではないかという見方です。

先ほどの私の説明は余りにも抽象的なイメージだと思しますので、もう一つの観点から説明いたしますと、アメリカにおいて、株価が一〇ドルを割れた企業というのは、かなり倒産の可能性が高まるというイメージがございますので、機関投資家によっては一〇ドル以下になったらその株式を全部売ってしまうところもございます。

アメリカの場合は一株を二株という分割が多いですから、例えば五〇ドルぐらいで分割しますと、権利落ちすると二五ドルになります。そういった意味でいいますと、表面的には一〇ドルを割れる可能性が高くなるというものの、可能性としてそういうことがかなり少ないという企業側の見込みがあるから、つまり二五ドルからまた上がるという考えがあるから、分割するという解釈もできるんじゃないかと思っています。

日本においても、シグナリング仮説が通説になっていると思います。ただ、この仮説に関して、実際のデータを使った研究、つまり分割した会社がそれ以降、本当に高い業績を保ち続けたのかということデータを使ってチェックしますと、どうもそれほどではないだろうというのが、検証結果として報告されています。

ですから、実証研究では、どうもそのシグナル

は本当に正確ではないのかもしれない。ちょっとあやふやなイメージなんですけれども、十分な説得力を持たないという結論が出ているようです。従って、アメリカでは、この仮説に対してちょっと中途半端なイメージを持たれているということだと思います。

(3) 最適価格レンジ仮説

もう一つ、最適価格レンジ仮説というのがございます。詳しくは、パート二の方で説明しようと思いますけれども、アメリカの株価というのは、基本的には下は二〇ドルぐらいから上は六〇ドルぐらいの範囲内に必ずといっていいほどおさまっています。ですから、それを維持するため株式分割を行っているとする仮説が考えられています。ただ、この仮説は、最適価格レンジを維持する理由も含めて考えられたものになっています。

アメリカの手数料体系に従って推察しますと、小口の投資家と大口の投資家が好む価格レンジがそれぞれ存在しています。つまり、小口投資家は、余り高い値段の株は買えないことに加え、端株を買うと、一九九一年以前には超過手数料を取られたということもございしますので、ラウンドロットという単位株ベースで買うためには、ある程度株価が低水準でなければ困るというのが小口投資家の方にはあったらしいです。

大口投資家の方は、私は手数料体系はきちつとは知らないんですが、どうも株価が高いものの方が手数料率が低くなるということがあるらしいです。そうすると、小口は株価が低い方がいい。大口は高ければ高い方がいいという中で、両者の妥協の線で、こういった価格レンジが出来ているという理由が考えられています。

一九八七年に実証研究がありますけれども、こ

ちらでは、この仮説は支持されています。ただ、一九九一年に端株取引に係る超過手数料廃止がありました。これは、取引所が取る手数料という意味ですけれども。これが廃止になっても、九一年以降も株式分割を行う企業が普通にありますが、この仮説も疑問視される状態に陥っています。

(4) 流動性仮説

流動性増大を目的に株式分割を実行すると考える流動性仮説は、経済学的にいうと真つ当な考え方だと思っています。つまり、株を買う上で、最少購入金額が小さくなりますから、投資家がふえるということが考えられるからです。

この仮説は、ノーベル経済学賞をとったマートンなどが提唱していますが、実証研究では、それじゃ本当に流動性は高まったのかといいますと、

分割後に本当に出来高がたくさんできれば、それは確かに流動性が高まりましたという話になりま
すけれども、どうも出来高はふえていないので
す。

また、ビッドアスク・スプレッドの縮小が観察
されないことがございます。ブローカーが、この
株式を買う人にはこの値段で販売、売る人にはこ
の値段で購入というように値段をつけたときに、
売り値と買い値の差をビッドアスク・スプレッ
ドというんですけれども、それが小さければ小
さいほど流動性が高まったとされるんです。こ
れらの検証結果によって、流動性仮説も、この
ままストレートには主張できないと考えられて
います。

(5) ブローカーの販売促進仮説

これまで紹介した三つの仮説がどうもいま一つ

だということで、新たに出てきたのが、ブロー
カーの販売促進仮説というのがございます。

株価に対するビッドアスク・スプレッド、さっ
き申し上げました売り値と買い値の値段の差が、
実は証券会社の、ブローカーに対する手数料とな
ります。そして、株価に対してビッドアスク・ス
プレッドが大きいということは手数料率が高いこ
とを意味します。なお、デシマライゼーション以
前では、基本的に株価一ドル以上のものの最低の
ビッドアスク・スプレッドは、八分の一ドルと定
められていました。日本のように一〇〇〇〇円に
なったら幾らになる、一万円になったら幾らにな
るという形ではなくて、一ドル以上は全部八分の
一だというきまりになっていました。ただし、現
時点では、一〇進法、デシマライゼーションとい
う形式で値付けがなされ、一セント刻みになって
います。

そういう意味でいいますと、一〇ドルで八分の一取れるのと一〇〇ドルで八分の一取れるのを考えると、一〇ドルで八分の一取れると、手数料率が良いじゃないかという話になります。ブローカーの方からすると、企業の方に行つて分割しましょうとお願いして分割してもらう。また、そういうプロセスの中で、ブローカーが小口の投資家に対して分割した株式を勧誘することがかなりあつたと見られているらしいです。

実証研究では、本当に直接的にそうしたかどうかを聞いて回るわけにはいかないので、それを間接的に見るもの、ブローカーが株式分割をした株式に対してレポートをたくさんつくっているとか、また小口の注文の増加を調べています。そして調査結果として、どうもいずれも増加していると実証研究では検証されております。

もう一つは、オフアーとビッド関するもので

す。最良気配値の買い株数と売り株数は、増加しているという検証結果も発表されています。確かに、流動性仮説という意味では出来高はふえないし、ビッドアスク・スプレッドの縮小は見られないんですけれども、ただ売りたいという株数、買いたいという株数は増加していて、そういった意味ではある程度の流動性の高まりというのも考えることができるのかもしれないといわれています。

ただ、先ほど申し上げましたとおり、今アメリカの株価の呼び値のつけ方が、以前は八分の一とか四分の一とか二分の一とかという分数ベースでやっていたんですけれども、それが、たしか二〇〇〇年か二〇〇一年から一セント刻みになりました。

こちらに来る前に、ヤフーファイナンスでビッドアスク・スプレッドがどうなっているのかなと

ざらっとチェックしてきたんですが、銘柄によってかなりばらばらになっていまして、昔みたいに八分の一で多くの株式に対して刻まれているわけではなくて、あるものについては〇・〇五ドル、あるものに対しては〇・一ドルという形で、かなりばらつくように見受けられました。ですから、そういった意味では、このブローカー販売促進仮説も再考されるような方向になっていくと思います。

そういった意味では、一〇〇%これだというのが、仮説としてまだなかなか出ていないような状況だと思います。

二、日本における株式分割と株価に関する実証研究

続いて、日本における株式分割と株価に関する

アカデミックな実証研究です。これについては、株式分割をする理由やその後の株価上昇について、アメリカのようにいろんな仮説を立ててその背景を探るところまでまだいいないというのが現状です。今、主にやられていることは、株式分割の前後にはどの程度株価が上昇するのかというのと、そういった上昇する銘柄というのはどういった特性を持つのかということです。これに対してなぜそうなんだという仮説を立てて、それについての実証研究というのはまだ余りなされていない状況です。

(1) 株式分割発表日前後の株価の動きについての 実証研究

一番初めに御紹介したいのは、二〇〇五年に久世さんという方と山本さんという大学院生の方なんですけれども、彼らが行った株式分割発表日前

後の株価の動きに関するものです。株式分割の発表日前後に実際投資してみたらどの程度もうけが出るんだろうかということです。

対象分割データとしましては、二〇〇三年中に権利落ち日を迎えた一二〇銘柄になっています。ですから、株式分割で株価が大きく変動した時期の株式を分析対象データとして利用しているということです。

検証手法といたしましては、累積超過収益率というものを計算しています。これは、発表日三〇日前から計算していただきます。これは、イメージとしてどういうものかといいますと、三〇日前に平均的な株価動向を示すトピックスと比べて、つまり市場平均と比べて、どのぐらい比較してもうけが出ているのかを計測します。二九日前にも同じような計測をします。二八日前にも同じような計測をします。それぞれの日でこういうのが計算され

るんですけれども、それを累積していきます。二九日前は三〇日前プラス二九日前。だから、三〇日前から持っている、二九日前には市場平均と比べると合わせてどれぐらいもうけが出たのかというのを、順次足上げていくんです。そういう形で、三〇日前から発表日の三〇日後まで計測しています。

内容としては、この一二〇銘柄全体と、分割比率の大きさによって違いが出ているかどうかを見るための分析を行っています。また、貸借種別による違いを見るため分析も行っています。この株は空売りができるか。この株は空売りができないか、そういう二つの属性によって分けて累積超過収益率を計算しています。

また、これから一歩踏み込んで、株式分割の超過収益率と分割比率の相関性も調べています。分割比率が大きくなればなるほど超過収益率、もう

けの部分が大きくなるかどうかというのを調べているということです。

もう一つ、株式分割の超過収益率と浮動株比率の相関性も調べています。これは、私はどちらに振れるかなかなかイメージがつかめないんですけども、浮動株比率が大きくなれば超過収益率が高まるのか、むしろその逆なのかというのを調べています。

また、株式分割の超過収益率と貸借種別の相関性も検証しています。

実際、結果がどうなっていたかということですが、けれども、以下のようになっています。

累積超過収益率につきましては、全対象のもの、分割比率別、貸借種別という形で、全部で五通り計算されています。全対象、つまり一二〇銘柄については、最大で一五％程度の累積超過収益率が検証されています。三〇日前からずっと積み

上げていくと、最大で一五％ぐらいはインデックス、つまり市場平均を上回っているという結果です。

ちなみに、これは彼らが提示したグラフからしか読み取れなかったんですけれども、発表日時点から何％超過収益を得たか。ここには書いていないですけれども、五％程度得たというのがグラフから読み取れました。

もう一つ、これは分割比率別ということで、分割比率が、一株が二株未満。つまり、一株が一・五ですとか、そういった二株よりも小さいものについては、超過収益率が七・九％得られるとしています。

また、逆に大きい分割比率、一株が二株以上のものについては、二二・一％超過収益率が得られるということです、かなり高いという印象です。

また、貸借種別に関して見ますと、信用売りが

できるものについては一三・四%、信用売りができないものについては一九・三%ということで、これについては信用売りがあると流動性がある程度保てるけれども、しかしながら信用売りがないと、どうしても需給で買いが強くなってしまいうということが読み取れます。

次に、相関性です。株式分割の超過収益率と分割比率の相関性を見ますと、これはかなり強い正の相関性が検証されています。つまり、分割比率が高くなればなるほど超過収益率が大きくなるという関係があるという検証結果が出ているということです。

また、浮動株比率との相関性でいいますと、正の相関性が認められるということで、浮動株比率が高ければ高いほど超過収益率が高くなるということです、これはいま一つ解釈に困っていたというのが、この論文を読んでいてもわかったんですね、

けれども、これについてはなかなか理由が見いだせないところがあったようです。

株式分割の超過収益率と貸借種別については、これは余りはつきりしたものではないんですけれども、正の相関性が認められるという分析の結果になっております。

(2) 株式分割日前後の株価の動きについての実証分析

続いて、もう一つ実証研究を紹介したいんですけれども、それはちょっと古いデータを使ったものです。ただ、先ほど説明したものは、一つは株式分割発表日の前後がどうだったかというものなんですけれども、今回のものは分割日、実際の落ち日前後で株価がどう動いていたかというものです。こちらは、大和総研の俊野さんという方が分析されたものです。対象分割データについては、

一九八三年から一九九六年中に権利落ち日を迎えた一五七五銘柄となっています。

この対象分析データの最初のものは、「株式分割」などといわずに「無償増資」といつていた時代だと思います。分割にしても、一株が二株なんて恐ろしいことはほとんどなくて、きつと一株が一・二株になるだけでもすごたくさん無償増資を受けたなと喜んだ時代だったと思います。そういった時代のデータを主に分析したものということです。

累積超過収益率の計算については、分割日三〇日前からということなんですけれども、ただし、データとしては分割日をゼロにしているという方法で行っています。グラフを書くとき、三〇日前がマイナスからスタートするんです。マイナスからスタートしていつて、だんだんマイナスが小さくなっていつて、分割日にゼロになる。そこから再

びプラスになっていくという形で超過収益率の計算になっています。

この結果についてですけども、まず累積超過収益率ということで、全対象については二・七%ということになっています。

この前に紹介した論文の内容とは、直接比較はできないんですけども、こちらの方で一五%の累積超過収益率があったと私は申し上げましたが、これは三〇日前から通算すると一五%ということ、発表日当日は五%ぐらい累積超過収益率となっていました。

この俊野さんの論文と合わせるという意味でいいますと、一五%から五%を引いてやって、こちらの論文と比較出来るベースでは一〇%となり、二・七%と比べられます。ただ、こちらは分割日ベースで、あちらは発表日ベースなので、ベースが違うことがありますので、そこは、注意

すべきなのですが。

同じように、期間別で累積超過収益率を見ていきますと、八三年三月から八九年九月まで、これが一・九九%という結果です。九〇年三月から九六年九月というのが三・八四%という結果になっております。

同じように、東証一部と二部と分けて検証したというのがございまして、東証一部が二・一三%、二部が四・四三%ということで、そういった意味では東証二部の方が高い収益率を示す検証結果になっています。

同じように、分割比率別というのも検証されているんですけども、もうこれは本場に時代が時代ですので、分割の比率がすごく小さいんです。

〇・一未満と〇・一から〇・二、〇・二以上。つまり、一株が一・一株未満と一株が一・一から一・二株の間のものと、一株が一・二株以上。

さっきのは一株が二株のところで切っていましたから、そういった意味では随分時代を感じさせる部分があるんですけども、これについて見ますと、これはほとんど変わりが無いという検証結果になっています。

以上のように、日本でも株式分割、分割日にしても分割発表日にしても超過収益が出るというのが、実証分析から得られる一般的な結論になっているということだと思います。

一方でやはりまだまだこういったものについてはやらなきゃいけないということがたくさんあるんじゃないかと私個人として思っております。

なぜライブドアみたいな、これは例の一株を一〇〇株に分割したときの株価の値動きですけれども、このときは、落ち日が一二月二五日なんです。株式が実際に発行されたといいますか、株主に渡された日が二月二〇日ということで、この間

に株価的にはかなり大きい変動があった。

確かにアメリカでいろいろ仮説を立てていましたけれども、あのようなものではとてもではないけれども説明ができない。ですから、これは基本的には需給だろうなということなのですが、つまりこの期間内で、実質的に市場で売買できる時価総額が一〇〇分の一になっているという状況の中でなぜこういうことが起こるのかということ、改めて何らかの形でデータで検証していかなければいけないのかなと考えております。

最近の株式分割につきましては、一株が五株の株式分割までというように、東証さんが望ましい上限を、公表しましたけれども、その上限の株式分割を行った一例です。落ち日が二月二三日で発行日が三月一日。株式が渡されるまでの期間が著しく短縮されたということもございます。

これを見ていただくと、ライブドアのときはい

ろんな意味で異常だったんでしょうけれども、株式分割だからといって異常に値段が動くというケースはかなり少なくなってきたというのが最近の状況です。

そういった意味では、アメリカの場合は、株券がなかなか来ないということがなく、一方で日本における特殊事情がありましたので、それを含めた検証ができればいいのかなと考えております。

三、アメリカの株式分割と株価の現状

とりあえず、株式分割をめぐるアカデミックな研究に関する話は以上でして、次に現実サイドからアメリカの株式分割はどういうふうにご利用されているのかというのを見ていこうと思います。

まず、実際の株価の推移から入っていくという

ことですが、アメリカの有名なカバンのブランドでコーチという会社があります。そちらはたしか二〇〇〇年の初めのころに上場したと思います。この会社の株価推移ですが、これは修正株価ベースではなくて実際の株価です。ですから、分割すると基本的には株価は下がる。これを繰り返すというパターンが見られます。成長企業ですから、当然株価はどんどん上がる。そのたびに分割します。

とりあえず、二五ドルぐらいから株価がスタートして、五五ドル近辺になりましたら、一株を二株に分割を行う。そうすると、当然また二五ドル程度に株価が権利落ちする。また株価は利益成長に伴って上がっていく。それを一株を二株で分割するという形で、かなり規則性が見られます。

これは、実はコーチだけではなくて、一般的にアメリカの株価というのは、こういったかなり狭

い範囲におさまっているという形になっています。

それをもう少し詳しく説明しますと、株価水準別のニューヨーク市場の上場企業数という表になりますけれども、これを見ていただくと、株価でいいますと、七割ぐらいは一〇ドルから五〇ドルの範囲におさまっています。これは別に何か規制があるということではなくて、暗黙のルールとして存在している。ある程度のニューヨーク証券取引所からこうしてくれよというのはあるらしいんですが、そんなに強制力があるものではないんです。

そういった意味でいうと、株価の水準が、あるものは一〇〇万円を超えています、あるものは一〇〇円ですということは、どうもニューヨーク市場についてはないようです。なお、ナスダック市場についても、基本的にはほとんどこういうパ

ターンになっています。

この背景としては、株式分割というものが、ある株価水準におさめるために利用されているということがあると思います。その分割についても、使われる比率はかなり決まっております。一株から二株の分割というのが全体の六七％を占めているということで、分割といえば七割方一株が二株という形で、すごく機械的なんです。

たまに一株が一〇株とか、一株が五株とかというのもあるんですけども、これは基本的にはADRがほとんどです。海外の企業がアメリカで公開したときに、どうもたまにアメリカのマーケットとそぐわないような株価で上場するケースがあるんです。そのときに、余りにも高過ぎるなどいうことで、こういう大幅な株式分割を使ってニューヨークの標準に合わせるというのが、大幅な株式分割を行う場合のほとんどの理由です。

次に、公開段階はどうなんだろうかということ、公開価格別の表を示します。これを見ますと、大体一〇ドルから二〇ドルの間に全体の七割が入っているということで、スタート段階からそんなに大きい差はない。それが、五〇ドルを超えたあたりから分割しようかなと企業は考えて、企業は六〇ドルとかそこら辺になりますと、一株を二株に分割する。この機械的な繰り返しが行われているのではないかというのがアメリカ市場のイメージになります。

まとめの方ではそういうことがざっと書いてあります。ニューヨーク証券取引所に上場する企業の株価のほぼ七割が一〇ドルから五〇ドルの範囲内におさまっている。また、分割については七割近くが一株から二株という分割になっている。また、公開価格の七割近くが一〇ドルから二〇ドルにおさまっている。ですから、どうも秩序だった

パターンが存在すると判断されるということです。

四、日本の株式分割と株価の現状

続いて、これと比較するという意味で、日本の場合を見ていこうと思います。日本における株式分割と株価の現状ということです。

まず、株価については先ほどみたいな表をつくらうとすると、とてもじゃないけれどもつくれないです。一〇〇円未満の株価は二〇〇五年末に一〇社あったんですけれども、五〇〇〇円以上が三三七社。実は、この五〇〇〇円以上の中には銀行株みたいな一〇〇万円を超えるような株式も入っているということで、幅広い範囲に分布しています。

ただ、私は、以前、前職の証券会社に入った二

〇年ぐらい前は、ここまで差があったかなという
と、どうもそうではなかったなと思うんです。単
位株は大体一〇〇〇株で、ソニーみたいなちょっ
と高いのはありましたけれども、高くて大体一〇
〇〇円ぐらいかなというイメージなんです。

どうも、一株一二〇万円のNTTが入ってから
だんだんおかしくなってきたんじゃないかなとい
う気がしないでもないんですけれども、単元株数
と株価を自由にしておかげで、株価の散らばりが
かなり広がってしまったのかなと個人的には
思っております。

株式分割の範囲にしても、つまり株価がかなり
幅広い範囲であれば、ある意味かなりいろいろで
きますので、小さいものは一株が一・〇五株。大
きいものでは、二〇〇五年三月に東証が要請を出
しておりますけれども、それ以前に一株を二〇〇
株ということをした企業がごいます。やはり、

かなり幅広い範囲に分布しています。

次は、先ほどのアメリカと同じような形で、公開価格別で日本市場の公開企業数を表にしたものなんですけれども、これにしても、表をつくるのがなかなか難しく、実は左側の幾らから幾らまでという範囲のとり方は、ちょっと難しい言い方をしてしまいますけれども、対数ベースです。公開価格は一〇〇円以上一〇〇〇円未満ということで、この幅は九〇〇円なんです。一〇〇〇円以上一萬未満ということで、ここは九〇〇〇円です。一萬円以上から一〇萬円未満ということで、ここは九萬円です。幅が、どんどんゼロを一つずつふやしているような形式で表をつくっています。

これを見ていただくと、それこそ五〇〇円ぐらいから一〇〇萬円以上まで、公開の時点で既に株価が大きく異なってきたことがわかりいた

だけだと思います。

ただ、これはどうも単元株がいろいろとれることに弊害があるのかなということがございます。その単元株数を乗じてあげて最小売買金額ベースで公開企業数を見ていくと、これは先ほどもたいに対数目盛りをとらずに済んで、散らばりがかなり小さくなるんです。ゼロ以上一萬円未満から九〇萬円以上一〇〇萬円未満、一〇〇萬円以上というものまでございますけれども、多くが一〇萬円から一〇〇萬円の間でおさまる形になっております。

そういった意味では、単元株まで含めてみれば、それほど散らばりが大きくはなっていない。ただ、株価というそのまを見ますと、かなり幅広くなっているような状況にあるということだと思います。

大幅な株式分割をする会社について、さらに眺

めてみます。この場合は、一株を五株以上の株式のみに限って、権利付最終日の株価水準毎の企業数を集計しています。これについては、全体の半分、五二％が一〇〇万円以上の株価の企業が大幅な株式分割をやっておりまして、そういった意味では、株価が高い企業大幅な株式分割をやって、株価がある程度のところ収束させようとする努力が感じられないこともないという気がしております。

ですから、緩慢ながら、市場としてはある程度の株価の水準、目指す範囲はわかりませんが、ある程度ぱっと見て比較できるような範囲におさまるようにしようかなという気持ちを感じられなくもないなというふうに見えます。

ただ、そこに至るまでの時間はまだまだ相当かかるかもしれないという気がします。

五、株式分割の課題

以上についてまとめますと、先ほど順々に御紹介したとおり、日本企業の株価はかなり広い範囲に分布しているということです。

また、株式分割につきましては、一株が一・〇五株から二〇〇株までということ、かなり幅広い範囲にあります。公開価格につきましても、やはり幅広い範囲をとっている。ただし、単元株を乗じるとその範囲は狭まるということです。

もう一つ、先ほど申し上げましたとおり、大幅株式分割銘柄、一株が五株以上の分割を行った企業の株価はほとんどが一〇万円以上でありまして、大変緩慢であるけれども、株価水準を収束させる動きといえなくはないというふうになっていると思います。

ただ、これにしても、先ほど申し上げたとおり、株式分割自体は、株価に対して、確かにその瞬間は超過収益率というのをある程度与えるにしても、その企業の本来的な価値には全く影響を及ぼさないわけですから、そういった意味では株式分割をうまく使って株価水準を一定の範囲におさめるような明確な努力も必要なのかなという気がします。

ただ、一定の範囲におさめる理由についてはこれは私自身の個人的な意見がかなり入っていますけれどもいくつか挙げようと思います。第一の理由ですが、株価が広い範囲で散らばりますと誤発注が発生する可能性がある程度増大することがあるのかもしれないと思います。

最近の誤発注を見ますと、株価と株数をひっくり返して入ってしまうケースが結構出てきているみたいです。株価は大体ここら辺の範囲というイ

メージがありましたら、それと同じような株数が来られると困るんですけれども、大体株価のイメージがあると、余りひっくり返すことはないのかなと思います。

もう一つ、可能性としてはシステムコストが増加することがあるかもしれない。例えば、誤発注をしないようにチェックシステムをつくりますと、株価の範囲が決まっていると、大体この範囲ということでチェックシステムを組めばいいんでしょうけれども、片や二〇〇万円ぐらいから片や一〇〇円までというところ、一々銘柄コードをリファアして、大体この範囲だからというチェックのかけ方をしなきゃいけないとか、また株価のデータを入れるストレージの容量、どういう形式で記録されているかというのは、実際のところを私は知らないんですけれども、けたが大きいものから小さいものまでであると、どちらかに合わせな

いといけないのかもしれない。当然、大きい方に合わせなきゃいけないということが、もしかしたらあるかもしれないですね。これは私の勘なんですけれどもシステムコストの増加にも結びついてくる可能性があるかもしれないと思います。

もう一つ、いろんな株式分割、今は上限は一對五までで大体抑えられていますけれども、そういった形でのいろんな付与率を持つ株式分割がありますと、分割後の株価のイメージというのが、投資家にとってどうもいま一つクリアにならないということがあるのかもしれないと思います。ある程度、株価については連続性の中で投資家の頭の中に入っていると思いますので、株式分割がいんな比率でやられるとすると、ちょっと前の株価を思い出して、それを何分の一かで割って、こんな感じかなと見るときに、何で割っていいかというところで、ちょっと面倒くさいのかなと勝手に

に想像しております。

六、提言

最後に、解決策ですけれども、これはいわずもがなという話なんです、当然株価範囲をある程度限定した方がいいのかなと思います。ただ、株式分割をしますと、株券を発行しなきゃいけないということで、いろいろとコストがかかることがあると思います。二〇〇九年六月になりますと、ペーパーレス化、株券の電子化がございまして、で、それを待って、そこから検討していくべきなのかなと思います。

つまり、株価範囲を統一するときは、僕のイメージですと、一度にどーんと分割する。もしも、企業が順番に分割しますと、投資家はその順番で投資していこうかなという話になってしまう

かもしれないですけども、一度にやってしまうと、そういうことも起こりづらいと思いますので、そのように分割を行って、株券電子化後にある程度範囲を限定した方がいいのかなと思います。

また、分割についても、一対五以下ということ、出来るだけこれを守っていくようにすべきだと思います。

当然、株価の範囲が統一されたということになりますと、別に単元株数をいろいろ持つ必要がございませんで、単元株数は一種類に限定してしまおうということが、可能になってくると思います。

私のお話は大体以上ですけども、何か御質問ですとか御不明な点がございましたら、お伺いしようと思います。

若林常務理事 福田さん、どうもありがとうございます。

アメリカの研究あるいは日本の実証分析を踏まえて、我が国の株式分割の現状、株価形成の問題点などについて幅広くお話いただきました。

この証券セミナーは皆様方と意見交換をするとても大きな目的の一つにしておりますので、今までお聞きになったところで御疑問の点、あるいは御意見がございましたら、ご発言いただきたいと思います。いかがでしょうか。

それでは、私の方からひとつ質問させていただきたいと思います。最後にお話になった課題に関連するのですが、今後の解決策として、アメリカでのお話ですと、ニューヨーク証券取引所がある程度誘導しているのではないかということはいわれているらしいのですが、具体的にコードをもつてコントロールするものでもなく、自然発生的に

できているというお話でございました。もし御提案のように二〇〇九年一月に予定されているといわれますペーパーレス化に向かって株価の範囲を統一したり、あるいは付与率の範囲を縮小したり、あるいは単元株の統一などを行った方が、株価を一つの情報としてマーケットに参加する投資家のためにも非常に便利ではないかというお考え方ではないかと思えます。それについて、我が国の場合は、いわゆる法令が何かで根拠を持った方がよいのか、あるいは取引所の規則あるいは自主ルールの方がいいのか。それとも、こういうことがマーケットにおいてあるかどうか知りませんが、リーディングカンパニーみたいところがそういうったお手本を示すようなことで自然発生的に、出来てくるのがいいのか。今おっしゃったこととの関係ではどのように考えたらよろしいでしょうか。お教えいただければと思います。

福田 その三つのうち、個人的には自主規制機関のルールという形がよいのかなとは思っています。

何か例外的なことが起こったとき、具体的にどういう例外的なことが起こるのかを想定しろといわれてもなかなか難しいんですけど、法令で定めますと、例外的なことが起こったときになかなか柔軟に対応できないところがあると思うんです。これはすごくイメージが先行する話になりますけれども、証券市場というのは例外的なことが起こりやすいところではあると思います。余り法令的にながちがちに決めると、後々、即時対応できなくなるということがございますので、そういう意味では、この程度のことであれば自主ルール、それも自主規制機関のルールという形で対応していくのが一番いいと思います。

また、これがアメリカのように自主的にそういう形になっていくことは、かなり時間を経

ないと難しいんじゃないかと思うんです。市場参加者の中に、こんないろんな株価があると面倒くさいなというのは皆さん感じられているとは思いますが、それを直していくということはどういうプロセスでやっていくかということについては、個々に任せるとやはりちよつと時間がかかるのかなと思います。

ですから、どこかに取りまとめるところがあつて、そちらがある程度柔軟性のあるルールを決めるのが、私は一番いいと考えております。

若林常務理事　ありがとうございます。

ほかに、御質問はございませんか。

質問者　七ページのコーチ社の株価の推移なんですけれども、二点教えていただきたいと思ひます。

この株価を分割したときに、分割直後の配当は、二分割したら一株当たりの配当は二分の一と

いうイメージなんでしょうか。それが一点。

それから、株価の分割後の一年ちよつと後ぐらいにまた同じ水準になっているということは、一年ちよつとで株価が二倍になっていますよね。これは、投資家が合理的期待があれば、何となく二分の一ではなくて、もう少し高く上がっているような気がするんです。それは事後的にみた場合ですけれども、なぜこんなに規則正しく二分の一になるのか、ちよつと不思議に思ふんです。その辺はどうでしょうか。

福田　一番初めの配当に関する件ですけれども、私個人のバックグラウンドを申し上げますと、前の証券会社のころに、こういったアメリカ株の担当でしたので、配当金なんかも見ていたんですけれども、その経験から申し上げますと、分割した場合、平気で減配はします。二分の一に分割しますと、配当金は二分の一にする場合もあります。二

分の一未満にすることはまずないんですけれども。ですから、そのまま同じ配当金を続けるケースはほとんどないです。例えば三分の二にするとかというようなイメージです。二分の一も余りないです。若干色をつけるといったイメージだと思います。

次のことに関してなんですが、一つは、私がいろいろ株式を見て一番きれいなものを選んだということがありますので、こういうきれいな形になっているというのがございます。

もう一つ、アメリカ株と日本株でどうしてそうなるのかなというのがあるんですが、価格形成がチャートを見ると比較的違っているというケースがありました。日本株は、例えば景気なんかによってこういううねるような形で上がったり下がったりするケースが多いんですが、アメリカ株の場合は、企業によると、それこそずっと右肩上

がりで毎年一五%ずつ上がっていくような銘柄もあるんです。

そういう意味でいいますと、そのときそのときの業績を確認しつつ株価を形成していく。日本の場合は、個人的な意見でいいますと、比較的先読みして、先読みする中で相場になって、需給で上下するというケースが多いのかなと思います。そうすると、どうしても初めの取っかかりでは業績という面で上がるのはいいんですが、上がった勢いで需給をやっちゃうところがある。そこでどうもかなりうねりができるのかなというイメージは持っています。

余り今のは説明にはなっていないと思うんですけれども。

若林常務理事 よろしいでしょうか。ほかにどんなかいっぱいいますでしょうか。

質問者 ちょっとだけ確認なんですけれども、最

後の「問題点に対する解決策」のところ、ペーパーレスの時期についてでございます。これは六月ということ、社債、株券等の振替に関する法律の施行のリミットのところをお書きいただいているんですけれども、一応これ、私どもの方で、二〇〇九年一月ということで、今のところ要綱の方は出させていただいておりますので、こちらで御認識をいただければと思います。

福田 どうもありがとうございます。済みませんでした。

質問者 実務的なことなんですが、株式分割後、株券交付までの間に、その間、株券が未交付なのだから、やや取引ができなくて、価格形成上攪乱されるようなことは実務的にあるんでしょうか。あるいは、社会制度だとか何とかでそれはないと見ていいのかというのが一点。

それから、四ページに、累積超過収益率につい

て、2―2で一五％程度という御説明がございました。よその方の研究実績なので御質問するのも変なんですけれども、この御説明ですと、発表日三〇日前からの累積超過収益率だということだと、この一五％を提示した企業は、逆にいうとふだんの業績が一般の企業よりもいいと市場から評価されている会社が分割をした、こういう説明と理解していいんでしょうか。逆にいうと、発表後に、あるいは分割後にやった後の株価が本当に超過収益率として出たかどうかですと、発表日前からと、あるいは分割後のしかるべき時期までの間の超過収益率がどうかということの比較が必要ではないのかなと思ったんですけれども、その点はいかがでしょうか。

福田 一番初めの御質問については、以前は株券が来るまで二カ月近くかったということがございますので、その間には取引できる時価総額が、そ

れこそ銘柄によつては一〇〇分の一になるということでしたので、どうしても需給面で問題が出てくることはございましたけれども、今はもうそれが、私も何日かというのは、たまたまこのアーバン・コーポレイションだけを見ていつていますが、それこそ四日とか五日で来るようになっておりますので、需給を見込んで投資行動をとることは難しくなっているのかなと考えております。

もう一つの超過収益率についてなんですけれども、おっしゃられるとおり、分割する企業はある程度株価が上がってきましたので、というところはきつとあるとは思いますが、一つはこの一五%なんです、発表日三〇日前から三〇日後まで累積超過収益率を積み上げていくという方法で求められています。

そしてピークを迎えるのが、発表日から大体四日目か五日目ぐらいなんです。実はこれ、論文を

作成された方は、そのグラフをつくられているんですけれども、私の方でそのコピーをお見せしております。これについては、三〇日前に初めゼロからスタートして、発表日に五%程度になる。その後、四日か五日で一〇%加算されるというイメージなんです。

ですから、そういった意味では、初めの五%という部分が、もしかしたら業績のよさを評価している可能性はあるんじゃないかなと思います。若林常務理事 それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで終わらせていただきます。

福田さん、どうもありがとうございました。

福田 どうもありがとうございました。(拍手)

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)

(この講演は、平成一八年六月三〇日に開催されました。)

株式分割の現状と課題 ～株価に与える影響を中心に～

(財)日本証券経済研究所
主任研究員 福田 徹

1. アメリカにおける株式分割と 株価に関する実証研究

1-1 株式分割に関する二つの疑問

- 本来的な企業価値に変化が生じないのに、なぜ、企業はコストを支払ってまで株式分割を行うのか。
- 分割を行う企業の株式への投資を通じて、発表日後および分割日前後で、正の超過収益を記録。(1969年発表のFama等以来、多くの論文で検証)

1-2 疑問に答えるべく考えられた仮説(1)

- シグナリング仮説
経営者が投資家に対する業績好調のシグナルとして、株式分割を実行
→実証研究では、十分な説明力を持たないとの結論
- 最適価格レンジ仮説
手数料体系により、小口、大口投資家いずれもが好む価格レンジが存在し、それを維持するための株式分割
→実証研究(1987)では支持。ただ、1991年の端株取引にかかる超過手数料廃止後も株式分割が行われており、疑問視も。

1-3 疑問に答えるべく考えられた仮説(2)

- 流動性仮説
流動性が増大を目的に株式分割を実行
→実証研究では、分割後の出来高増、ビッドアスク・スプレッドの縮小を観察できず
- ブローカー販促仮説
株価に対するビッドアスク・スプレッドの割合が増大するため、ブローカーが小口投資家に対する勧誘するインセンティブが高まる
→実証研究では、ブローカーのレポート、小口注文の増加などにより支持

2. 日本における株式分割と 株価に関する実証研究

2-1 株式分割発表日前後の株価の動き(1)

{引用文献:久世・山本(2005)}

対象分割データ:2003年中に権利落ち日をむかえた
120銘柄

分析内容 :1)累積超過収益率(発表日30日前から)について、全対象・分割比率別・貸借種別、2)株式分割の超過収益率と分割比率の相関性、3)株式分割の超過収益率と浮動株比率の相関性、4)株式分割の超過収益率と貸借種別の相関性

2-2 株式分割発表日前後の株価の動き(2)

{引用文献:久世・山本(2005)}

累積超過収益率について、全対象・分割比率別・貸借種別
→15%程度(全体)、7.9%(分割比率2未満)、22.1%(分割比率2以上)、13.4%(信用売り可)、19.3%(信用売り不可)
株式分割の超過収益率と分割比率の相関性
→正の相関性が認められる。(3本の回帰式とも1%水準で有意)
株式分割の超過収益率と浮動株比率の相関性
→正の相関性が認められる。(3本の回帰式が1%、1%、5%水準で有意)
株式分割の超過収益率と貸借種別の相関性
→正の相関性が認められる。(2本の回帰式が5%、10%水準で有意)

2-3 株式分割日前後の株価の動き(1)

{引用文献: 俊野(2004)}

対象分割データ: 1983～1996年中に権利落ち日を
むかえた1575銘柄

分析内容 : 累積超過収益率(発表日30日前から、
ただし分割日を0)について、全対象、
期間別、東証1、2部別、分割比率別
など

2-4 株式分割日前後の株価の動き(2)

{引用文献: 俊野(2004)}

累積超過収益率について、全対象

→2. 7%

累積超過収益率について、期間別

→1. 99%(83/3～89/9)、

3. 84%(90/3～96/9)

累積超過収益率について、東証1、2部別期間別

→2. 13%(東証1部)、4. 43%(東証2部)

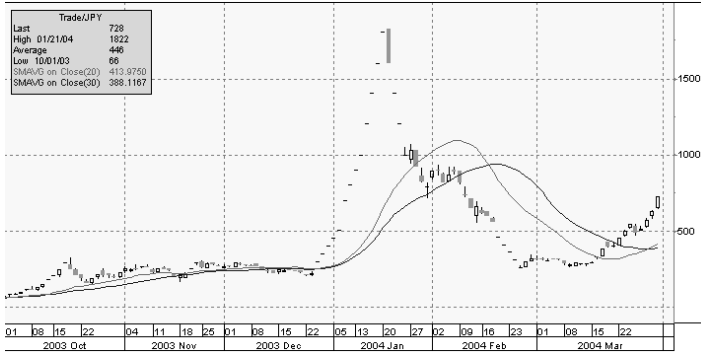
累積超過収益率について、分割比率別

→2. 69%(0. 1未満)、

2. 73%(0. 1以上0. 2未満)

2. 74%(0. 2以上)

2-5 ライブドア株価推移 (1→100株の株式分割前後)



[出所]bloomberg

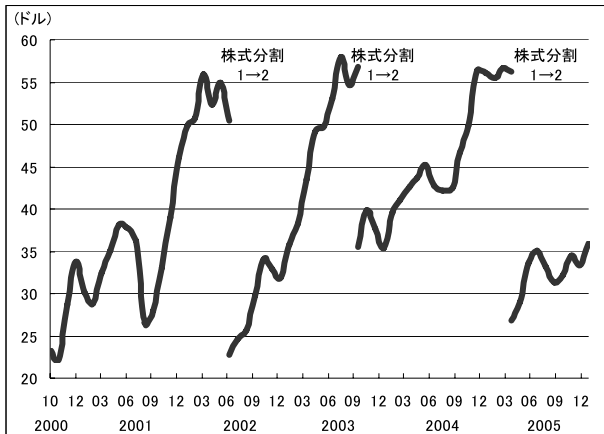
2-6 アーバン・コーポレイションの株価推移 (1→5株の株式分割前後)



[出所]bloomberg

3. アメリカにおける 株式分割と株価の現状

3-1 コーチ社の株価推移



[出所]bloombergのデータを利用し、筆者作成

3-2 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

3-3 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

3-4 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

3-5 まとめ

- ・ ニューヨーク証券取引所に上場する企業の株価のほぼ七割が、10～50ドルの範囲内。
- ・ ニューヨーク証券取引所に上場する企業が行う株式分割の七割近くが、1→2株。
- ・ アメリカ市場に上場する企業の公開価格の七割近くが10～20ドル。
- ・ アメリカ市場に上場する企業の公開価格、株価の範囲、株式分割には秩序だったパターンが存在する可能性。

4. 日本における 株式分割と株価の現状

4-1 我が国上場企業の株価と株式分割の範囲

- ・ 株価は、100円未満(10社、2005年末)から5000円以上(357社、同)まで、幅広い範囲に分布する。
- ・ 株式分割の範囲(2005年)は、1→1.05～200株。ただし、東証が2005年3月に1→5株以下にするよう企業に要請。

4-2 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

4-3 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

4-4 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

4-5 まとめ

- 日本企業の株価は広い範囲に分布している。
- 日本企業の株式分割は、1→0.5～200株と幅広い。
- 日本企業の公開価格も幅広い範囲をとる。ただし、単元株を乗じるとその範囲は狭まる。
- 大幅株式分割銘柄(1→5株以上)の株価はほとんどが10万円以上であり、大変緩慢であるが、株価水準を収束させる動きといえなくもない。

4－6 我が国における問題点

- 幅広い範囲に散らばる株価
 - 誤発注が発生する可能性の増大
 - システム・コストの増加
- 多様な付与率を持つ株式分割
 - 株価のイメージに対する投資家の混乱

4－7 問題点に対する解決策

- 株価範囲の統一
 - 2009年6月に予定される株券電子化を
待って検討されるべき
- 株式分割時の付与率の範囲縮小
- 単元株の統一