

株式分割と資本市場 —なぜ株式分割はインサイダー取引規制に おける重要事実なのか—

飯 田 秀 総

要 旨

本論文は、日本のインサイダー取引規制において株式分割が重要事実として位置づけられている根拠を、株式分割が株価に与える影響の実証的分析を通じて考察することを目的とするものである。

まず、金融商品取引法において株式分割が、合併や業務提携といった事業運営や財務状況を変化させる事実とは異なる特殊な位置づけにあることを指摘し、その立法理由が株価を上昇させる効果があることに求められていることを確認する。この点について、本論文は、株式分割が株価に影響を与えるメカニズムが時代ごとに変化してきたことを明らかにする。具体的には、商法改正以前の小幅な分割が「増配のシグナリング」として機能していた可能性、2006年までの制度上の歪みによる「分割バブル」の可能性などを先行研究に基づいて指摘した後、売買単位の統一が完了した2018年10月以降の「純粋な株式分割」による株価への影響を実証的に分析した。その結果、2018年10月以降に行われた株式分割では、公表日に統計的に有意なプラスのリターンが発生する傾向が観察され、株式分割が株価を上昇させる情報であることが確認された。

次に、株式分割の裏返し行為である株式併合について分析する。株式併合は、売買単位の統一を目的とした事例を除けば、株価を下落させる傾向がある。このことは、株式分割が株価を上昇させる事実であることと表裏の関係にあると言える。にもかかわらず、株式併合がインサイダー取引規制の重要事実として位置づけられていない現状は、論理的に一貫性を欠くのではないかという問題提起を行う。

結論として、株式分割と株式併合のいずれもが株価に影響を与える事実であることから、インサイダー取引規制の対象とすることは、論理的な一貫性を保つ上で合理的であると提言する。ただし、本論文では、株式分割の機能を解明するにとどまり、インサイダー取引規制のあり方といった根本的な課題については今後の研究課題とした。

I. はじめに

1 本論文の目的

(1) 処分の例があること

株式分割の決定は、インサイダー取引規制の重要事実である（金融商品取引法166条2項1号へ）。株式分割に係るインサイダー取引に関して、刑事事件の有罪判決も出されたことがあるし¹⁾、課徴金納付命令も出されたことがある²⁾。

これに対して、たとえば米国では、株式分割をインサイダー事実とした裁判例は見当たらない。ただし、フェアディスクロージャールールとの関係では重要情報に当たりうる情報の一例として株式分割が例示されてはいる³⁾。

(2) 決定事実の中での株式分割の特殊性

インサイダー取引規制の重要事実を詳細に定義する金融商品取引法166条2項1号（いわゆる決定事実）で規定されている事項は、合併や業務上の提携などであって、これらは、基本的には、上場会社の「事業運営や財務状況を変化させるもの」⁴⁾である。

しかし、決定事実の1つである株式分割は、株式数が割合的に増加するだけであって、事業運営や財務状況を変化させるものではない。だから、決定事実における株式分割の位置づ

1) たとえば、東京地判平成18年12月25日（平成18年（特ワ）3554号、証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」86号事件）（上場会社が株式分割を行うことについての決定した旨を日本経済新聞社の広告局金融広告部員が公告掲載内容をコンピュータシステム端末画面から知った事案）。他にも、東京地判平成18年7月7日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」73号事件）、東京地判平成19年1月16日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」88号事件）、さいたま地判平成19年3月20日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」84号事件）、大阪地判平成19年5月9日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」92号事件）、大阪地判平成19年6月22日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」89号事件）横浜地判平成19年12月18日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」87号事件）、秋田地判平成20年1月23日（証券取引等監視委員会「告発事件の概要一覧表」96号事件）がある。

2) 課徴金制度導入以降8件の課徴金納付命令が出ている（証券取引等監視委員会事務局「令和5年度金融商品取引法における課徴金事例集～不正取引編～（令和6年6月）」20頁）。事例については、小谷融＝鈴木広樹＝六川浩明編著『金融商品取引法における課徴金事例の分析＜I＞インサイダー取引編』（商事法務、2012）92-96頁参照。最近の事例として、金融庁「株式会社エス・エー・ジェント・ジャパン役員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」（平成30年4月24日）、金融庁「イーレックス株式会社の役員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」（平成30年6月12日）、金融庁「ソフトマックス㈱役員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定について」（令和2年12月16日）参照。

3) Securities and Exchange Commission, *Selective Disclosure and Insider Trading*, Release No. 7881 (Aug. 15, 2000).

4) 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説 第2版』（有斐閣、2017）318頁（松井秀征）。

けはやや特殊なものといえる。

(3) 立法の理由

株式分割がインサイダー取引規制の重要事実として立法された理由については、「株主において分割によって得た株式を売却することができるなど、株式の流通性が増大し、株価を上昇させる効果があることから、投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものと考えられる」⁵⁾からであるとされている。株式分割がインサイダー取引規制の重要事実に当たらない軽微基準は、株式分割によって1株に対し増加する株式の数の割合が0.1未満であることである（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令49条1項3号）。この程度の分割割合であれば、投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微であるということである⁶⁾。また、「実務的には、一対一〇から一〇対一一までの分割がほとんどであり、軽微基準に該当する株式の分割は少ないものと思われる」⁷⁾との指摘もされてきた。

(4) 本論文の問題

株式の流通量が増えることによって市場の流動性が高まることで企業価値が高まることを前提にしてインサイダー取引規制を設計する場合、次のような疑問が生じる。すなわち、株式併合は、株式分割の裏返し行為なのだから、株式の流動性を減少させる可能性があるにもかかわらず⁸⁾、インサイダー取引規制における重要事実としては位置づけられてはいないのはなぜなのか⁹⁾。株式分割を重要事実として位置付ける一方で、株式併合を重要事実として位置付けないことに論理一貫した根拠があるのだとしたら、株式分割と株式併合とでは、株価への影響の仕方について表裏一体の関係にはないという前提が必要となるところ、両者の関係はどう理解すべきなのだろうか。株式分割の特徴は何なのか。

5) 横畠裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989）58頁。

6) 横畠・前掲注5）59頁。

7) 横畠・前掲注5）59頁。

8) ただし、かつては、株式併合は過剰債務企業が欠損金を埋めるために無償減資をする手段として実施されてきたとされている（岩谷賢伸「コーポレート・ファイナンス 日米における株式併合の現状とその効果」資本市場クォーターリー6巻2号（2002）146頁）。

また、アメリカにおける株式併合は業績不振の会社が行うことが多く、株式併合後に上場廃止されてしまったり、買収されたりすることが多いとされている（Karyn L. Neuhauser & Thomas H. Thompson, *Survivability Following Reverse Stock Splits: What Determines the Fate of Non-surviving Firms?*, 83 J. ECON. & BUS. 1 (2016)）。そして、アメリカにおける株式併合については株価を下落させる情報であるとするのが一般的な研究成果といえる（Menjamin M. Blau et al., *Daily Short Selling Around Reverse Stock Splits*, 65 J. FIN. MARKETS 65 (2023)）。

9) 株式併合については、臨時報告書ではキャッシュアウトのために行われる株式併合を目的とする株主総会の招集の機関決定がされたことが開示事項であるにすぎない（企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項4号の4）。ただし、東京証券取引所の適時開示規則においては、株式分割と併合はいずれも機関決定をした場合に開示が求められる（東京証券取引所・有価証券上場規程402条1号g）。

本論文は、これらの問題を解明することを目的とする。

2. 問題の位置づけ

本論文の問題は、いくつかの異なる文脈に位置付けることができる。

第1は、インサイダー取引規制の重要事実のあり方を検討する文脈である。比較法的に見て、金融商品取引法166条2項のように重要事実を具体的に列挙する例は珍しく、また、そうであるがゆえに立法論としてはより包括的な規定にするべきではないのかとの論点について様々な議論がなされてきている¹⁰⁾。先行研究では、「本来は、重要事実とは、合理的な投資家の投資判断に影響を与える蓋然性が高い情報かどうかが基準となるべきである。」「重要事実については、罪刑法定主義の要請から、ある程度明確であることが要請されるが、内部者取引規制の目的に照らし、そもそも刑事罰を科して律すべき場合がどのような場合かを再吟味する必要がある」¹¹⁾との指摘が有力である。本論文の問題はまさにこの文脈において、重要事実として規定されているものの1つである株式分割について詳細な分析を加えることで、学界に貢献しようとするものである。

第2に、本論文の問題は株式分割に係る法と経済学（法とファイナンス）の研究の一例としての位置づけである。古くから、株式分割は法学、経済学、会計学等で、分野横断的に研究されてきたと思われる¹²⁾。たとえば、株式分割の動機として、①流動性を高める、②支配権を確保する（少数株主の分散が進む）、③配当額を隠蔽する、④将来の新株発行を有利にするため、⑤将来の合併の比率の決定条上の便利のため、⑥普通株主の機嫌をとるため（株式分割を会社繁栄の徴表として歓迎し、市場相場が騰貴することがある）、⑦取引所に上場するため（市場流通量を増加するため）、⑧額面株と無額面株とを交換するため、などを指摘する見解もあった¹³⁾。このように、株式分割は株価を上昇させる要因となり得ることは広く認識されていた。たとえば、大蔵省理財局調査部「株式分割の市価に及ぼす影響」調査月報（大蔵省大臣官房総合政策課編）37巻9号（1948）194頁では、株式分割のニュースが発表されると株価が上昇する傾向にあるとする研究を紹介していた¹⁴⁾。こういった研究を昭和63年証券取引法改正によるインサイダー取引規制の立法の際にどこまで参考にされていたの

10) たとえば、松井秀征「インサイダー取引規制をめぐる今後の課題——平成25年金融商品取引法改正をふまえて——」神作裕之責任編集、資本市場研究会編『企業法制の将来展望——資本市場制度の改革への提言——2014年度版』（財経詳報社、2013）245頁、267-268頁（規制対象となる情報を包括的に規定することには若干慎重な立場を採る）参照。

11) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦『金融商品取引法コンメンタール4』（商事法務、2011）131頁（神作裕之）。

12) たとえば、鶴飼哲夫「株式配当と株式分割」同志社商学28巻1号（1976）95頁（会計学）。

13) 増地庸治郎『経営財務論（会計学全集第7巻）』（東洋出版社、1934）273-276頁、岡村正人「株式分割について」同志社商学3巻1号（1951）44頁、北島忠男「『株式分割』について」明大商學論叢46巻4-5-6号（1962）275頁。

かの経緯は必ずしも明らかではないものの、当時の一般的な理解として共有されていた可能性がある¹⁵⁾。また、後述のとおり、ファイナンス研究の中には、株式分割による株価の上昇にはバブルへの期待があるという仮説も唱えられており、このような市場の非効率性を前提にした行動ファイナンスの知見との関係で、インサイダー取引規制をどのように設計すべきであるのかという文脈においても本論文の問題を位置付けることができる。インサイダー取引規制はバブルのきっかけとなる情報をも対象とするべきなのかという問いは、従来、ほぼ検討されてきたことはないと思われる。

第3に、会社法学における株式分割の理解を更新するという位置づけである。従来、会社法学では株式分割にかかる優れた先行研究が蓄積されてきた¹⁶⁾。教科書・体系書などでも、株式分割には流動性を高める機能があることは記載されている¹⁷⁾。もっとも、株式分割が市場株価に与える影響についての近時の実態を踏まえた議論はほとんどなされていないように思われる。

14) 大蔵省理財局調査部「株式分割の市価に及ぼす影響」調査月報（大蔵省大臣官房総合政策課編）37巻9号（1948）194頁、202頁の末尾には、「（ハーバード・ビジネス・レビュー誌1948年3月号）（調査部有井調査員訳）」との記載がある。

15) インサイダー取引規制の導入後のことではあるものの、竹内昭夫「株式分割の促進と商法改正」商事法務1306号（1992）2頁は、投資家向けのハンドブック（日経会社情報'92IV）では株式分割余力ランキングを掲げており、投資家としては分割余力の大きい方が魅力というわけである、と紹介していた。

16) 竹内昭夫『剰余金の資本組入——株式配当の本質について』（東京大学出版会、1962）、松井智予「自己株式・株主間平等・株式分割」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論——江頭憲治郎先生還暦記念上巻』（商事法務、2007）など。

17) たとえば、大隅健一郎ほか『新会社法概説 第2版』（有斐閣、2010）67頁は、あまりに高すぎる株式の市価を低くしたり、株式の市場性を高める等の目的で行われると説明する。龍田節＝前田雅弘『会社法大要 第2版』（有斐閣、2017）242頁も、「株式の時価が高くなりすぎると（値高株）、株式を売買しにくくなるので、適当な大きさまで分割し、市場性を回復するのにこの手段がよくつかわれる。流通しやすくなると市価により影響が及び（1株を2株に分けた後の株価は半分より少し高めのことが多い）、株主も株式分割を歓迎する。」と説明しているし、同様に、中東正文ほか『会社法 第2版』（有斐閣、2021）161頁（福島洋尚）は、「（株式の分割）は株式の単位の引下げであり、高くなりすぎた市場価格を調整し、流動性を高める目的で行われることがある」と指摘する。同趣旨を指摘するものとして、布井千博『基本講義 会社法』（新世社、2011）101頁、楠元純一郎『会社法要講』（酒井書店、2013）69頁、高橋英治『会社法概説 第3版』（中央経済社、2015）99頁、三枝一雄ほか『最新基本会社法』（中央経済社、2015）125頁（南保勝美）、宮島司『新会社法エッセンス 第4版補正版』（弘文堂、2015）108頁、川村正幸ほか『詳説会社法』（中央経済社、2016）156頁（酒井太郎）、菊地雄介ほか『レクチャー会社法 第2版（αボックス）』（法律文化社、2019）194-195頁、徳本穰『スタンダード商法Ⅱ会社法』（法律文化社、2019）87頁（王子田誠）、黒沼悦郎『会社法 第2版』（商事法務、2020）222頁、松嶋隆弘＝大久保拓也編『会社法（商事法講義1）』（中央経済社、2020）97頁（松嶋康尚）、高橋紀夫『会社法〔第2版〕』（嵯峨野書院、2020）136頁、高橋英治編『プリンシプル会社法』（弘文堂、2020）47頁（大川清植）、高橋均『実務の視点から考える会社法 第2版』（中央経済社、2020）163頁、三浦治『基本テキスト会社法 第2版』（中央経済社、2020）188頁、近藤光男『会社法 第9版』（中央経済社、2020）113頁、弥永真生『リーガルマインド会社法 第15版』（有斐閣、2022）103頁、上田廣美『シン会社法プラス』（信山社、2024）109頁参照。

Ⅱ．株式分割の株価への影響にかかる先行研究

1. 商法学

商法の研究者における一般的な理解は、株式分割は、それ自体としては、会社財産に変動が生ずるわけではないというものである¹⁸⁾。もちろん、株式分割によって1株に満たない端数が生ずると、端数処理によって会社から現金が流出する可能性はある（会社法235条、234条）し、端数処理によって株主の持株比率も変化するから、株式分割が株主の利害に全く影響しないわけではない¹⁹⁾。また、株価への影響としては、分割割合どおりには株価が下落しないので株主は実質的に利益を得ることが多いとの指摘もある。すなわち、10株を11株に分割すれば、1株の実質的経済価値はもとの90.9%に下落するはずだが、上場会社株式のように市場価格のある株式の場合、1株あたり当期純利益の額・配当金額等を従来通り維持できる自信があつて会社はそれを行ったであろうと証券市場が理解し、1株の価格はさほど下落しないことが多いと指摘されている²⁰⁾。

学説の中には、ほぼ同旨をいうが、「分割比率が低く、そのため分割後も1株あたりの配当額が維持されると予想される場合」²¹⁾というように、分割比率が低いときにおこりやすい現象であるとの指摘もある。この指摘は、要するに、小幅な割合の株式分割は配当増加と同じであり、配当の増額は将来の企業業績に対する経営者の自信の現れであるというシグナリング機能があると理解されていることを意味するものと理解できる²²⁾。この理解が実務上もとられていることを裏付ける研究として、サーベイ調査の結果として、株式分割を行った企業は、株式分割を行わなかった企業よりも、株式分割は株式数の増加と実質増配のための有効な手段となると考える傾向があることを報告するものがある²³⁾。

このように、株式分割のシグナリング機能による株価上昇の効果があるのが実態なのだと

18) 江頭憲治郎『株式会社法 第9版』（有斐閣）295頁。

19) 田中亘『会社法 第4版』（東京大学出版会、2023）137頁参照。

20) 江頭・前掲注18）295頁。同様の指摘として、吉本健一『会社法 第2版』（中央経済社、2015）125頁、矢野善一『ベーシック会社法入門 第8版』（日経文庫、2020）128頁、吉行幾真編『通奏 会社法』（嵯峨野書院、2024）82頁（福山龍）。

21) 鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法 第3版』（有斐閣、1994）190頁。同旨をいうものとして、河本一郎ほか『日本の会社法 新訂第10版』（商事法務、2011）128頁。

22) 株式分割が実質的に増配と同じ効果が発生する程度で株価を上昇させる効果があることは、Eugene F. Fama et al., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, 10 INT'L ECON. REV. 1 (1969)ですでに指摘されていた。桑原和典「イベント情報としての株式分割～株式会社サンエーを事例にして～」琉球大学・経済研究88号（2014）1頁、8頁も参照。

23) 芹田敏夫＝花枝英樹「わが国企業の株価認識と財務行動—サーベイ・データにもとづく実証分析—」現代ファイナンス21巻（2007）55頁、70頁参照。

すると、株式分割をインサイダー取引規制の対象とする理由として主に流動性の向上から説明されていたことは、やや実態にそぐわない立法理由だったということとなる。

しかし、2001年の商法改正以降は、大幅な株式分割が行われるようになっており、実質的な増配の目的というよりかは、取引可能な最低金額を引き下げて多くの個人投資家に株式の取引を促すことが目的となっているとの指摘もある²⁴⁾。また、下記の表1に示すように、2015年以降は株式分割の分割比率は平均値でみても中央値でみても2倍（1株を2株に。）から3倍（1株を3株に。）程度となっており、この指摘は現在においても継続して成り立っているといえる。そうだとすると、株式分割をインサイダー取引規制の対象とする立法をした理由として説明されていたことと、現実が整合してきているということとなる。

2. ファイナンス

ファイナンス研究では、やはり、実証的に株式分割によって株価が上昇することを報告するものが多い。そして、株式分割によって株価が上昇する理由については、様々な仮説がある²⁵⁾。

第1に、流動性仮説である²⁶⁾。株式分割によって投資単位が低下することで個人投資家が増加し、それによってノイズトレーダーが増加し、情報トレーダーにとっての収益機会が増加するから市場での取引が活発になって流動性が向上し、流動性の向上の結果として資本コストが低下して株価を向上させるという見解である²⁷⁾。ただし、この仮説についての実証研究では、肯定・否定の両方がある²⁸⁾。

第2に、シグナリング仮説である。株式分割はコストがかかる（たとえば株式分割によって株主数が増えれば株主管理コストがかかる）ため、すべての会社が自由に株式分割をできるわけではなく、そのようなコストをかけてまで株式分割をするということは、株式分割の発表が将来の業績の改善という経営者のみが知っていて市場には知られていない情報を知ら

24) 鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』（中央経済社、2017）350頁。

25) ファイナンス研究における議論の状況については、鈴木・前掲注24）356-59頁参照。

26) Chris J. Muscarella & Michael R. Vetsuypens, *Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR 'Solo-splits'*, 42 J. FIN. ECON. 3 (1996).

27) Ji-Chai Lin et al., *Stock Splits, Trading Continuity, and the Cost of Equity Capital*, 93 J. FIN. ECON. 474 (2009)；石田悠平＝高橋大樹「株式分割がもたらす経済的帰結」証券アナリストジャーナル61巻12号(2023) 106頁。

なお、流動性仮説と似た仮説として、個人投資家の増加によって、特定の企業の固有リスクが十分に分散されるようになって資本コストが低下するという株主数仮説や（Robert C. Merton, *Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, 42 J. FIN. 483 (1987)）、株式分割は個人投資家と機関投資家の参加を促すうえで最適な取引レンジを達成するための方法であるとする取引レンジ仮説（Jennifer Lynch Koski, *Measurement Effects and the Variance of Returns after Stock Splits and Stock Dividends*, 11 Review of Financial Studies 143 (1998)）などもあることにつき、鈴木・前掲注24）358頁参照。

28) 先行研究のレビューにつき、桑原・前掲注22）8頁、鈴木・前掲注24）357頁参照。

せるシグナルとして機能するから株価を向上させるという見解である²⁹⁾。これは、会社法学で指摘されていることとも共通する。もっとも、シグナリング仮説が成立しているかどうかについての実証研究は、仮説を支持するものと棄却するものとに分かれている³⁰⁾。株式分割の前後での ROA と ROE の変化を検証しても株式分割を実施した企業が株式分割を実施していない企業より統計的に有意な業績の改善をしているわけではなく、株式分割にはシグナルとしての価値はないという指摘もある³¹⁾。また、機関投資家へのサーベイ調査では、機関投資家はこのシグナリング仮説に否定的な考えが多かったとの報告もある³²⁾。

第3に、取引制約仮説である³³⁾。いわゆる株式分割バブル期において、制度上の需給の歪みがあった。すなわち、株式分割の基準日から効力発生日までの約50日間は旧株式しか取引できず、需給バランスが歪んでいて品薄状態が続く制度だった（なお、2006年1月4日からは、基準日の翌日を効力発生日として定めるものとされ、基準日の翌日から旧株式と新株式の両方が取引可能になり、制度上の需給バランスの歪みは解消された³⁴⁾）。この制度上の歪みに基づいて、株価が上昇するという分割バブル効果が生じていたとの研究がある³⁵⁾。さらに、この効果に加えて、株価上昇の要因には、バブルに対する期待も含まれていたとの指摘もある³⁶⁾。

これらの仮説は、相互に排他的というわけではない。たとえば、シグナリング仮説と流動性仮説は両立できる³⁷⁾。

29) Michael J. Brennan & Thomas E. Copeland, *Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs*, 22 J. FIN. ECON. 83 (1988); Maria Chiara Iannino et al., *Signaling through Timing of Stock Splits*, 87 J. CORP. FIN. 87 (2024). 海老原崇「株式分割のシグナリング効果と資本市場の反応」商学研究科紀要58号（2004）149頁も参照。

30) 先行研究のレビューにつき、鈴木・前掲注24）357頁参照。

31) 石田惣平＝高橋大樹「株式分割がもたらす経済的帰結」証券アナリストジャーナル61巻12号（2023）106頁、114頁。

32) 芹田敏夫＝花枝英樹＝佐々木隆文「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31巻1号（2011）2頁、13頁。

33) 先行研究のレビューにつき、鈴木・前掲注24）359頁参照。

34) 横山淳「株式分割の効力発生前倒し」（大和総研制度調査部情報、2005年6月27日）、横山淳「株式分割の効力発生前倒し（続報）」（大和総研制度調査部情報、2005年8月31日）参照。

35) Robin Greenwood, *Trading Restrictions and Stock Prices*, 22 Review of Financial Studies 509 (2009).

36) 顔菊馨＝小幡績＝太宰北斗「株式分割バブル——マーケットセンチメントとバブルの膨張——」慶應経営論集38巻1号（2022）25頁。

この他にも、行動ファイナンスの視点からの研究として、なぜ会社は株式分割をするのかについて、1株あたりの名目的な価値を一定に保とうとするアンカリングが動機になっているのではないかとするものもある（Kee-Hong Bae et al., *Nominal Stock Price Anchors: A Global Phenomenon?*, 44 J. FIN. MARKETS 31 (2019)）。

Ⅲ. データの分析

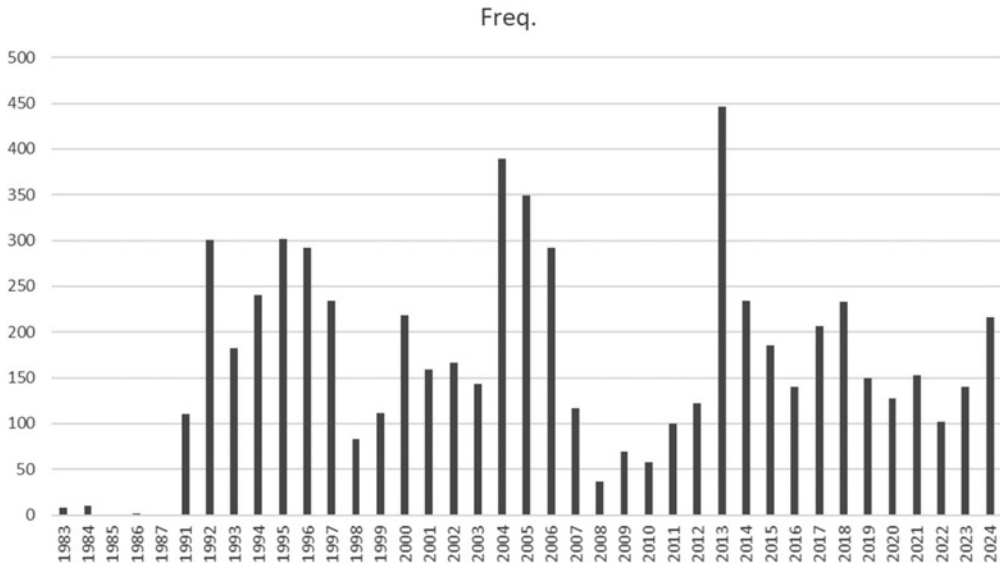
1. 株式分割の状況

(1) サンプル

本論文が用いるデータは、株式会社金融データソリューションズの「個別銘柄ファイナンス情報」から取得した。

株式分割が実施される件数は年ごとにばらつきがある。図1は、上場会社における株式分割の件数を示したものである。

図1 上場会社における株式分割の件数



(出典) 株式会社金融データソリューションズの「個別銘柄ファイナンス情報」より筆者作成。横軸は株式分割の効力発生日の年である。縦軸は株式分割の件数である。

(2) 売買単位の統一の取り組み (2018年10月1日まで)

近年では2008年が最も少なく、37件である。2013年を効力発生日とする株式分割が突出して多く、446件である。

この背景には金融商品取引所における売買単位の統一の取り組みがある。すなわち、取引所では、2007年11月より売買単位を100株に統一するための取り組みを進めてきた³⁷⁾。第1

37) Chris J. Muscarella & Michael R. Vetsuypens, *Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR 'Solo-splits'*, 42 J. FIN. ECON. 3, 4 (1996).

表1 上場会社における株式分割割合

year	Mean	p50	SD	Min	Max	N
1983	1.83	2.00	0.34	1.10	2.00	8
1984	1.59	1.50	0.32	1.10	2.00	10
1985	1.10	1.10		1.10	1.10	1
1986	1.30	1.30	0.28	1.10	1.50	2
1987	1.10	1.10		1.10	1.10	1
1991	1.15	1.10	0.10	1.02	1.50	110
1992	1.16	1.10	0.12	1.03	2.00	301
1993	1.13	1.10	0.08	1.03	1.50	182
1994	1.17	1.10	0.13	1.02	2.00	240
1995	1.15	1.10	0.11	1.01	2.00	302
1996	1.15	1.10	0.10	1.02	1.60	292
1997	1.15	1.10	0.11	1.02	2.00	234
1998	1.16	1.10	0.11	1.03	1.50	83
1999	1.34	1.20	0.48	1.02	5.00	111
2000	1.59	1.30	1.14	1.05	15.00	218
2001	1.57	1.25	0.65	1.03	5.00	159
2002	6.26	2.00	39.35	1.05	500.00	166
2003	16.01	2.00	167.09	1.10	2000.00	143
2004	6.39	2.00	52.00	1.10	1000.00	389
2005	4.02	2.00	13.95	1.05	200.00	349
2006	4.10	2.00	29.14	1.05	500.00	292
2007	10.70	2.00	92.25	1.05	1000.00	117
2008	2.11	2.00	1.05	1.05	5.00	37
2009	100.01	3.00	192.14	1.10	1000.00	69
2010	93.47	4.00	168.80	1.10	1000.00	58
2011	83.01	4.00	139.35	1.10	1000.00	100
2012	75.92	56.00	97.38	1.10	500.00	122
2013	86.45	100.00	94.14	1.10	1000.00	446
2014	39.38	4.00	52.89	1.10	200.00	234
2015	2.49	2.00	1.11	1.05	10.00	185
2016	2.19	2.00	0.64	1.10	5.00	140
2017	2.48	2.00	1.36	1.05	10.00	207
2018	2.48	2.00	1.12	1.05	10.00	233
2019	2.46	2.00	1.35	1.05	10.00	150
2020	2.32	2.00	0.85	1.05	7.00	127
2021	2.48	2.00	1.12	1.10	10.00	153
2022	2.46	2.00	1.30	1.10	10.00	102
2023	2.92	2.00	2.30	1.10	25.00	140
2024	3.22	3.00	1.71	1.10	10.00	216

(出典) 株式会社金融データソリューションズの「個別銘柄ファイナンス情報」より筆者作成。year は株式分割の効力発生日の年である。Mean は株式分割割合の平均である。P50は株式分割割合の中央値である。SD は株式分割割合の標準偏差である。Min と Max は株式分割割合の最小値と最大値である。N は株式分割を行った会社の件数である。

段階として、新規上場会社が新規公開する場合及び上場会社が単元株式の設定・変更を行う場合には、あらかじめ最終目標である100株を求めることとされていた。次に、中断期間として、株券電子化前後の期間（2008年12月から2009年1月）は、売買単位の集約を中断し、そのためのコーポレートアクションであっても控えるよう協力要請された。第2段階として、100株と1,000株の2種類に集約するための移行期間を設け、上場会社に協力が要請された（2014年4月1日まで）³⁹⁾。第3段階として、100株に統一するための移行期間を設け、引き続き上場会社に協力が要請された（2018年10月1日まで）⁴⁰⁾。この結果、東京証券取引所では、当初は8種類存在した売買単位は、2014年までに100株と1,000株の2種類に集約され、2018年10月1日に100株に統一された。

東京証券取引所の上場会社では、2013年に、売買単位の変更（単元株の設定の変更）が348社で行われた。そのうち、279件で株式分割が行われており、また、14件で株式併合が行われている⁴¹⁾。このように、各証券取引所において売買単位の統一がなされるに至るまでは、単元株式数の変更と株式分割とが同時に行われるなどしてきた。このことは、上場会社における株式分割割合が、売買単位の統一の取り組みがされていた2009年ころから2014年ころにかけて大きな割合の事案が多かったことから読み取ることができる（表1）。たとえば、2013年の分割割合は、平均値で86倍（1株を86株に）、中央値で100倍（1株を100株に）だった。これは、売買単位を1株から100株に変更すると同時に、100倍の株式分割を行った会社が多かったからである。

そこで、2013年に、売買単位の変更と同時に株式分割を実施した会社の状況をまとめると、表2のとおりとなる。たとえば、株式分割割合が500倍（1株を500株に）の場合、売買単位が同時に1株から100株に変更されており、そのような会社が4件あった。この場合、実質的には、売買に必要な最低金額が5分の1に下がったこととなる。また、株式分割割合が10倍（1株を10株に）の場合のうち、売買単位を1株から100株に変更した8件あるところ、実質的には、売買に必要な最低金額が10倍に上がったこととなる。そのため、流動性仮説との関係では、このように株式分割と同時に売買単位の変更が行われている場合は、通常の株式分割と正反対の現象と評価することとなる。

東京証券取引所「単元株式数（売買単位）の変更会社一覧（2018年10月1日現在）」に記載されている例のうち、売買単位の統一のための変更と同時に株式分割を行い、売買単位に必要な金額は前後で変わらなかった事案（たとえば、売買単位を1株から100株に移行する

38) 全国証券取引所「売買単位の集約に向けた行動計画」（平成19年11月27日）。

39) 全国証券取引所「売買単位の2種類（100株、1,000株）への集約期間の終了と100株統一のための移行期間の開始について」（2014年3月17日）。

40) 全国証券取引所「売買単位の100株への移行期限の決定について」（2015年12月17日）。

41) 東京証券取引所「単元株式数（売買単位）の変更会社一覧（2018年10月1日現在）」（<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/unit/nlsgeu000001nwxu-att/nlsgeu000001nx7a.xls>）。

表2 2013年に売買単位の変更と同時に行われた株式分割

分割割合	売買単位の変更	件数
500	1 → 100	4
400	1 → 100	3
300	1 → 100	4
200	1 → 100	36
100	1 → 100	199
50	10 → 100	1
20	1 → 100	1
10	1 → 100	8
10	1 → 10	13
2	10 → 100	1
2	50 → 100	6
1.3	1000 → 100	1
1.1	1000 → 100	1
1.1	500 → 100	1

(出典) 東京証券取引所「単元株式数(売買単位)の変更会社一覧(2018年10月1日現在)」をもとに筆者作成。

と同時に、1株を100株に株式分割するような事案)は291件あった。これについては、売買単位に必要な金額は変わらないので、個人投資家にとっての取引のしやすさは全く変わらないから、株式分割の機能としての市場流動性の向上という現象はここでは生じない。そのため、株式分割のニュースの公表がされても市場価格は変動しないことが予想される。また、売買単位の統一のための取り組みのための株式分割であって、経営者が将来業績への自信を示すメッセージ性はないから、シグナリング仮説からしても、この場合の株式分割は株価に影響しないことが予想される。取引制約仮説は、制度が改善されて以降はその仮説の前提条件となっていた制度上の制約が変わったので、やはり株価への影響は無いと予想できる。逆に、このように予想できるものの、株式分割バブルの記憶が投資家に残っていて、株式分割という発表でバブルが生じることを期待する投資家が多ければ、株価が上昇する可能性はある。

そして、公表日前後7日間のリターン⁴²⁾をみると平均値が3.42%、中央値が0.00%⁴³⁾、正

42) 株価データは株式会社金融データソリューションズの日本上場株式日次リターンデータを用いた。株式分割の公表日の3日前の当該銘柄の株価を基準にして、公表日から3日後の当該銘柄の株価のリターンを求めた。株式会社金融データソリューションズの「個別銘柄ファイナンス情報」では、公表日は、原則として、当該資本異動が取引所所報で発表された日として収録されている。実際には、取引所所報での公表日の2取引日前に公表されていることが多い。なお、公表日の4日前を基準にして前後9日間のリターンをみても、また、公表日の5日前を基準にして前後11日間のリターンをみても結果に違いはなかった。

43) Wilcoxon 符号順位検定では統計的に有意ではなかった。データの分布は強い正の歪みと高い尖度を示し、正規分布から大きく逸脱しているため、ノンパラメトリックな Wilcoxon 符号順位検定を用いた。

の値をとるものが143件、負の値をとるものが144件、ゼロが4件であり、市場調整リターン⁴⁴⁾をみると平均値が3.20%、中央値が-0.02%⁴⁵⁾、正の値をとるものが145件、負の値をとるものが146件だった⁴⁶⁾。売買単位の統一と同時に株式分割を行って、売買単位の取引に必要な額について何も変化が起きない場合の株式分割の公表は、平均値で見ても中央値で見ても、市場価格に有意な影響を与えているという事実は観察されなかった。つまり、論理的には、もしもこの場合にシグナリング機能やバブルが発生していたりすれば、正の影響が発生する可能性はあるのだが、そのような現象は観察できなかったというわけである。統計的に有意な影響がみられなかったという結果からは、積極的なことは何も言えないものの、少なくとも、株式分割の効果を打ち消す売買単位の変更（単元株式数の変更）が行われるときは株価は変化しない、という予測と矛盾するようなデータではなかったということしか言えず、その予測の前提となる仮説の正しさまでを示すものではない。

もっとも、法律論における立法論としては、インサイダー取引規制において株式分割を重要事実とする理由について流動性の向上に注目するのであれば、論理的に考えれば、株式分割と同時にされる売買単位の変更の内容によっては適用除外とすることが合理的であるといえる。なぜならば、株式分割によって流動性が向上するという議論は、取引所における売買がしやすくなることが当然の前提にあるわけであるから、株式分割の効果を打ち消す売買単位の変化（単元株式数の設定・変更）が行われれば、論理的には、流動性の向上は生じないはずだからである。もちろん、今日においては売買単位が100株に統一されているから、このように株式分割と同時に、株式分割の効力を打ち消すような売買単位の変更が行われることは、今日的には現実的には考えにくい。しかし、法律の立法論として体系の一貫性を追求するべきであるという立場からすると、このような立法論が合理的である。

（3） 純粋な株式分割の状況（2018年10月1日以降）

2018年10月1日以降を効力発生日として行われた株式分割の場合は、売買単位のくくり直しとは無関係に、売買単位当たりの絶対額を小さくする効果がある。そこで、2018年10月1日以降を効力発生日とする株式分割908件から、外れ値を除外した889件を対象に分析する⁴⁷⁾。

その結果、株式分割の公表日に統計的に有意なプラスのリターンが発生するとの傾向を観察できた。公表日前後7日間のリターンをみると平均値が6.99%、中央値が4.85%⁴⁸⁾、正の

44) 市場調整リターンは、当該銘柄のリターンから、TOPIXのリターンを控除して求めた。

45) Wilcoxon 符号順位検定では統計的に有意ではなかった。

46) 平均値から標準偏差3倍の範囲から外れるサンプルを外れ値とみなして、外れ値を除外しても、結果は変わらなかった。

47) 平均値から標準偏差3倍の範囲から外れるサンプルを外れ値とみなして、外れ値を除外した。外れ値を含めて分析しても、結果は変わらなかった。

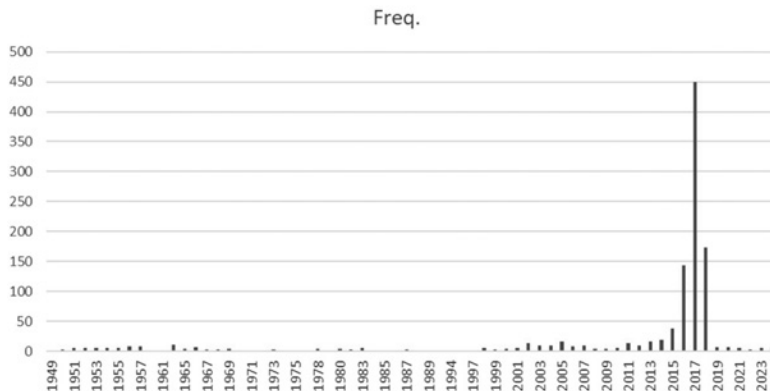
値をとるものが666件、負の値をとるものが215件、ゼロが8件であり、市場調整リターン⁴⁹⁾をみると平均値が6.57%、中央値が4.63%⁵⁰⁾、正の値をとるものが653件、負の値をとるものが236件だった。つまり、平均値で見ても中央値で見ても、株式分割の事実が公表されると株価は上昇する傾向にあるといえる。

2 株式併合の状況

比較のため、株式併合の状況を確認しておこう。図2からも明らかなおとおり、上場会社における株式併合は少なく、年に10件未満であることが大半である。しかし、2016年は143件、2017年は449件、2018年は173件の株式併合が行なわれた⁵¹⁾。これは、株式分割と同じく、売買単位の統一に向けての取り組みとして行われているのが大半である。

株式併合が最も多く行われた2017年に注目すると、449件の株式併合のうち、売買単位の統一の一環として行われた株式併合は425件である。表3は、2017年に売買単位の変更と同時に行われた株式併合を、併合割合、売買単位の変更、件数の順に整理したものである。併合割合が10分の1（10株を1株に）の事例の全てが、売買単位を1,000株から100株にしていた。つまり、最低売買単位数を取引するのに必要な金額が、売買単位の変更前後で変わらないようにするために株式併合が行われていたといえる。また、併合割合が5分の1の事例と2分の1の事例の全てが、売買単位を1,000株から100株にしていた。つまり、最低売買単位

図2 上場会社における株式併合の件数



(出典) 株式会社金融データソリューションズの「個別銘柄ファイナンス情報」より筆者作成。横軸は株式併合の効力発生日の年である。縦軸は株式併合の件数である。

48) Wilcoxon 符号順位検定で有意だった。

49) 市場調整利胆は、当該銘柄のリターンから、TOPIX のリターンを控除して求めた。

50) Wilcoxon の符号順位検定で有意だった。

51) 東京証券取引所「単元株式数（売買単位）の変更会社一覧（2018年10月1日現在）」(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/unit/nlsgeu000001nwxu-att/nlsgeu000001nx7a.xls>)。

数を取引するのに必要な金額が、売買単位の変更前後でそれぞれ2分の1、5分の1になっており、これらの株式併合と売買単位の変更を全体としてみると、むしろ、最低売買単位の株式を取引するのに必要な金額を引き下げる行為だったこととなる。

表3 2017年に売買単位の変更と同時に行われた株式併合

併合割合	売買単位の変更	件数
10分の1	1,000→100	257
5分の1	1,000→100	135
2分の1	1,000→100	33

(出典) 東京証券取引所「単元株式数(売買単位)の変更会社一覧(2018年10月1日現在)」をもとに筆者作成。

株式併合の事例のうち、売買単位のくくり直しとは無関係に行われたもので、公表日がデータベースに収録されている140件(上場廃止の一環で行われるキャッシュ・アウトを除く。)を分析すると、株式併合の公表に対して統計的に有意なマイナスのリターンが発生する傾向が観察できる。公表日前後7日間のリターンをみると平均値がマイナス4.16%、中央値がマイナス0.78%、正の値をとるものが40件、負の値をとるものが76件、ゼロが22件であり⁵²⁾、市場調整リターンをみると平均値がマイナス3.88%、中央値がマイナス1.47%⁵³⁾、正の値をとるものが49件、負の値をとるものが89件だった。

近時の株式併合を実施する典型的な理由は、東京証券取引所の有価証券上場規程409条において望ましいとされる投資単位の水準である50万円未満の範囲を大幅に下回っているため、株式併合によりこの状況の改善を図ることである。もっとも、この水準を下回っている会社が株式併合によって状況を改善したとしても、流動性が改善するわけではなく、むしろ従来よりも売買単位の最低額が引きあがることによる流動性の低下による影響が大きい、という仮説と整合的な傾向が観察されているといえる。

IV. 検討

1. 株式分割の特徴とインサイダー取引規制の対象とすることの是非

以上の検討によれば、株式分割は、株価を上昇させる情報であるといえる。もちろん、ケースバイケースであり、株式分割のニュースが公表されたときに株価が下落することもあるものの、平均的な傾向としては株価は上昇する。

52) Wilcoxon 符号順位検定で有意だった。

53) Wilcoxon 符号順位検定で有意だった。

その理由については、ファイナンスの研究成果に基づけば、流動性の向上、シグナリング仮説、そしてバブルなど様々な仮説があり得るし、それらが同時に成り立っているかもしれない。株式分割の特徴はこれらの機能を果たす点にある。

インサイダー取引規制の設計との関係では、もしもバブルの理由だけで株価が上昇し、流動性の向上などは存在しないのだとすれば、非効率的な市場におけるバブルの形成を理由に法規制を設計するのが好ましいのか、という問題になる。そして、バブルが発生するかどうかは理論的に予測が困難であることを考えると、株式分割がバブル発生の契機となる可能性があるというだけの理由でインサイダー取引規制の対象とすることには疑問がある。しかし、ファイナンスの研究成果に基づけば、流動性の向上やシグナリング仮説は、成立している場面もあるであろうという程度のことまではいえそうである。したがって、株式分割がこれから行われるという未公表の情報を知っている者と知らない者とでは情報の不平等があり、その情報の不平等に基づいて一部のものだけが利益を得られるというのでは市場に対する投資者の信頼を損なうということはいうことができる。

もっとも、昭和63年当時から株式分割にかかる法制度や取引慣行には、時代ごとに変化があり、株価を上昇させる要因となるメカニズムが異なっていた可能性が高い。

つまり、株式分割の促進のための会社法上の制度改正が施行された平成4年までは、そもそも株式分割は今日ほど使いやすい制度ではなかったはずである。そのころまでは、1.1倍程度の分割比率とされることが多く、実質的には増配のシグナリングとして機能していた可能性が高い。これは、経営者等と一般投資家との間に情報の非対称性があるからこそ、シグナリングが機能するということとなる。配当と同じく、そのような情報の非対称性のシグナルを発するという情報自体が、株価を変動させる情報に該当するので、シグナリング機能を理由に株式分割をインサイダー取引規制の対象とすることは合理的であるように思われる。

また、その後は、基準日から効力発生日までの間に新株が交付されないがゆえに、需要過多になるという制度上の歪みが2006年まで続いた。このころは株式分割バブル期であり、バブルの要素が強かった時代である。その制度上の歪みが解消された直後の2007年以降は、一方では株券の電子化による効率化が図られた一方で、売買単位の統一のために株式分割が行われることもあり、多様な目的で株式分割が行われる時代だったといえる。

売買単位の統一が図られた2018年以降は、制度上の歪みや売買単位の統一などの事情とは無関係に行われており、この時期以降こそが、文字どおり、株式の数だけを割合的に増やす行為としての株式分割が行われているともいえる。

このように、時代ごとに、株式分割が株価を上昇させる要因として機能するメカニズムはだいぶ違っていたはずである。もっとも、この間、インサイダー取引規制の重要事実として株式分割の位置づけには何らの変化はなく、株式分割が株価を上昇させる要因となるメカニズムに対する注意は、インサイダー取引規制の文脈では、ほとんど払われてこなかったよう

に思われる。

2. 株式分割の裏返しとしての株式併合について

他方、株式併合（上場廃止の一環として行うものは除く。）は、実施件数が少ないのでその評価には限界があるものの、株価を下落させる情報である可能性が高い。これは、株式分割が流動性を向上させるから株価を上昇させる情報であるということとちょうど裏表の関係に立つこととなる。そうだとすれば、株式併合についても、インサイダー事実とすることが論理的な選択肢の一つとなるように思われる。

もっとも、株式併合の場合は、近時は、上場廃止のために行われる企業買収の取引の一環のいわゆるキャッシュ・アウトの手段として利用されるケースも多い。一段階目に公開買付けを行い、二段階目に株式併合が行われるという典型的な事例の場合、その株式併合だけに注目してもあまり意味はなく、当該公開買付けの情報こそが株価に大きな影響を与えるのであって、公開買付価格と同額で行われる株式併合には株価に影響を与える力があるとはいえないだろう。また、キャッシュアウトのために行われる株式併合は、それまでの株価に買収プレミアムを上乗せした条件で行われることが多いから、むしろ株価を上昇させる情報であるともいえる。

このように、株式併合については、株価を引き下げる要因として機能する場面と、株価を引き上げる要因として機能する場面の両方があることとなる。この点で、株式分割は、理論的には、企業価値と無関係であって流動性の向上などを理由として株価を引き上げる方向の事実であるということと違いがあるといえる。

ただし、合併等は、企業価値を上げる合併もあれば、企業価値を下げる合併もあるわけだから、株価を上げるか下げるかはケースバイケースである。そうすると、株価を増加するか低下するかその方向性は類型的にはどちらもあり得るという理由だけでは、株式併合をインサイダー事実としないことの説明にはならない。

株式分割は取締役会の判断で実行できるが、株式併合は株主総会決議が必要であるという違いもあるものの、これもインサイダー事実の設計において両者に差を設ける理由にはならない。なぜならば、合併も株主総会決議が必要だからである。また、株式併合は、合併と異なり、取締役会の賛成がなかったとしても、株主が株主提案で株式併合の議題・議案を株主総会に上程してこれが可決されれば実現可能である。合併の場合は、合併契約の締結がされていることを前提に株主総会でその合併契約を承認するという構造であるから、この点に合併と株式併合には違いはある。もっとも、取締役会の賛成がなくても株主総会決議だけで実行できるという理由だけでは、やはり不十分である。なぜならば、配当は、取締役会の賛成がなくとも、株主総会で決議すれば実行可能であり、配当についてはインサイダー事実とされているからである。

このように検討してみると、株式分割と株式併合とは、いずれもインサイダー事実として取り扱った方が、論理的には一貫するように思われる。

V. むすび

本論文では、株式分割が株価に与える影響について実証的に分析を行った。日本において行われた株式分割は、時代によってその目的が異なり、純粹に流動性を高めるように行われる株式分割は2018年10月1日以降のことではあるものの、株式分割によって株価が上昇する傾向にあることを本論文では明らかにした。また、株式併合についても同様に分析を行った結果として、株式併合は、株式分割の裏返しの行為であって、株式の流動性を減少させる可能性があるので、立法論としてはインサイダー取引規制における重要事実として位置づけることが論理一貫することを明らかにした。

本稿では、株式分割の機能を解明するにとどまっており、インサイダー取引規制のあり方などの根本的な課題については立ち入ることができなかった。後者の点については残された課題とせざるを得ない。

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)