

日米における株式併合の現状とその効果

米国企業は、90年代の株価上昇局面において、個人投資家などが投資しやすくなるように株式分割を積極的に行い、売買単価を引き下げた。だが、2000年のITバブル崩壊後、株価が低迷すると、逆に株式併合を実施する会社が増加している。2001年には、約700件の株式併合が実施された。

本稿では、米国で増加する株式併合の実態と効果について述べるとともに、わが国の現状についても併せて紹介する。

1. 米国の株式併合をめぐる状況

1) 株式併合とは

株式併合とは、複数の株式を1株に統合することにより、発行済み株式数を減らす手法であり、1株を複数の株式に分割する株式分割のちょうど逆である。例えば、2株を1株に併合すると（併合比率2対1）、発行済み株式数は半分になるとともに、理論株価は2倍になる。そして理論的には、株式併合それ自体は企業価値には何ら影響を及ぼさないとされる。

2) 株式併合増加の背景

米国でここ数年、株式併合の件数が増加している背景には、株価の急落により株価が主要取引所の上場廃止基準の1ドル未満になるケースが続出したことが挙げられる。例えばナスダックでは、株価が30営業日連続で1ドルを割ると、上場廃止の警告が発せられ、その後90日の間に1ドルを回復しなければ原則的に上場廃止になる¹。経営者は、速やかに株価を上げて上場廃止を免れるために、株価が1ドルを上回るような比率で株式併合を行い、急場を凌ごうとする。10対1以上の高い併合比率で実施されることもしばしばである。株価が1ドル近辺まで下がると、デイトレーダーなどの投機取引の標的になりやすく、ボラティリティが高まる傾向があるため、それを避けるという意味合いもあるようだ。

また、株価が1ドルを割れる前にも株式併合が実施される場合がある。第一に、流動性

¹ 2001年には、ニューヨーク証券取引所で210社が、ナスダックで770社が上場廃止になっている。上場維持基準を満たせずに、上場廃止に追い込まれるケースも多い。

維持を目的とする場合である。米国の株式市場では、株価が 5 ドルを割ると、証拠金取引 (margin transaction) の対象銘柄から外される上に、年金や投資信託などの機関投資家から、受託者責任などを理由に敬遠される傾向がある。また、そのような株価水準になると証券会社が顧客に勧めなくなったり²、アナリストが投資評価の対象から外したりすることがあるという。以上のような状況に陥ると、流動性が低下する恐れがあるため、株式併合によって 5 ドル以上の株価を維持しようとする。

第二に、事業部門をスピンオフして企業価値が減少し、株価が下落した際に、一定以上の株価水準を維持するために行われる場合がある。このタイプの株式併合の主な実施主体は大企業であるが、件数としては決して多くない。

第三に、非公開化取引 (ゴイング・プライベート) に用いられる場合がある。少数株主の株式が端株になるような高い併合比率³で株式併合を実施した後、生じた端株に対して現金を交付して少数株主を排除し、株主数⁴などを上場維持基準に抵触させる。ただし、非公開化取引には一般的に現金合併 (キャッシュアウト・マージャー) が用いられ、株式併合が利用されるのは稀である⁵。

3) 株式併合の効果

(1) 株価への影響

いくつかの学術研究では、株式併合は株式分割とは反対に、株価にマイナスの影響をもたらすことを指摘している。例えば、1976 年から 1991 年に発表された 76 件の株式併合を対象にした Desai and Jain (1997) の実証研究⁶では、株式併合を発表した月の対ベンチマーク超過リターンがマイナス 4.59%、発表後 1 年の同リターンがマイナス 10.76% という結果が出ている。株価にマイナスの効果を及ぼす理由としては、株式併合が経営者の将来株価に対する不安のシグナルになることが指摘されている。

最近の例を見ると、ナスダックに上場する IT 関連の企業が上場廃止を避けるための手段として用いるのが典型的なケースだが、ほとんどの場合、併合直後に株価が 1 ドルを上回っても、その後再び低迷し、結局上場廃止に追い込まれている。

しかし、全ての株式併合が失敗に終わっているわけではなく、株式併合後、併合比率に基づく理論株価をアウトパフォームするケースも見受けられる (図表 1)。中には、株式併

² OTC ブリテンボードやピンクシート市場で株価が 5 ドルを下回るなどの条件に該当する銘柄はペニーストックと呼ばれ、ブローカーディーラーにリスク開示規制などが課せられる。ナスダック登録銘柄は、原則としてペニーストックには当たらない。

³ スポーツ用品メーカーの PTI Holding 社の非公開化取引では、1,000 対 1 の株式併合が実施された。

⁴ ニューヨーク証券取引所、ナスダックともに株主数 400 人未満。

⁵ 非公開化取引について詳しくは、岩谷賢伸「戦略的非公開化」という選択肢 『資本市場クォーター』2002 年春号参照。

⁶ Hemang Desai and Prem C. Jain, 1997, "Long-Run Common Stock Returns following Stock Splits and Reverse Splits", *Journal of Business*, v70, pp. 409-433.

合から半年後に株価が5倍に跳ね上がったIGN Entertainmentのようなケースもある。ただし、このような例においても、株式併合が直接株価を押し上げる要因になったかどうかは不明である。

図表1 株式併合後株価が上昇した例（2001年）

会社名	上場先	併合日	併合比率	株価上昇率(%)			株価 (2002年8月末)	時価総額
				直後	1カ月後	半年後		
j2 Global Communications	Nasdaq	2/8	4対1	0.0	16.4	58.2	18.00	1.95
Corrections Corp. of America	NYSE	5/18	10対1	1.7	41.3	92.3	14.75	4.13
Capstead Mortgage	NYSE	7/2	2対1	10.6	52.3	26.4	21.20	2.95
IGN Entertainment	Nasdaq	9/24	6対1	-6.3	-15.1	415.9	5.22	0.11
United Online	Nasdaq	9/26	5対1	-4.1	28.2	297.4	11.51	4.63
Iomega	NYSE	10/1	5対1	2.5	15.1	48.0	12.12	6.62

(注) 株価上昇率は、株式併合直前の株価（併合比率調整後）を基準とする。時価総額の単位は、億ドル。
(出所) 野村総合研究所作成

(2) 流動性への影響

流動性の維持・向上は、しばしば株式併合の目的として掲げられるが、流動性への影響に関する実証研究はそれほど多くない⁷。数少ない研究の中で、Han (1995)⁸は、株式併合が流動性を高めることを指摘している。

同研究によれば、株式併合の前後50営業日を比較して、ビッドとアスクの спреッドは35.8%縮小している（1971～90年までにナスダックで行われた68件の株式併合が対象）。また、売買高は11.8%増加し（1963～90年までにNYSE、AMEX、ナスダックで行われた124件の株式併合が対象）、売買不成立日数もおよそ3分の1に減少している（同119件の株式併合が対象）。

この研究結果を見る限りでは、株式併合は公開企業の経営陣にとって、流動性を高めるための1つのツールになりうる。

4) ケーススタディ

(1) IGN Entertainment～上場廃止の危機からの生還

IGN Entertainment (旧 Snowball.com) は、1999年2月に設立された娯楽関連コンテンツのインターネット配信を事業とする典型的なドットコム企業である。2000年3月にナスダックに登録を果たし、当初300ドル近い株価（併合比率調整後）を付けたが、その直後からITバブル崩壊を受けて株価が一気に下落し、10月には株価が1ドル近辺をさまようようになった。上場廃止基準の株価1ドルを維持するために、2001年3月に3対1の比率で株

⁷ 一方で、株式分割が売買の流動性に与える影響に関する実証研究は多数あり、株式分割によって流動性は高まらないという結論に達している場合が多い。ちなみに、わが国の株式分割の効果については、大崎貞和、平松那須加「株式投資単位引下げの効果」『資本市場クォーターリー』2002年夏号参照。

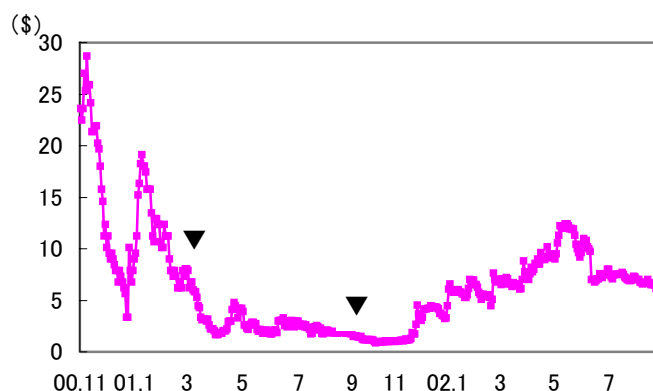
⁸ Ki C. Han, 1995, "The Effects of Reverse Splits on the Liquidity of the Stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v30, No.1, pp. 159-169.

式併合を行うが、すぐに株価が1ドルを割り込む。その後、ナスダックから上場廃止の勧告を受け、9月に2回目の株式併合を6対1の比率で実施した。その結果、株価は1ドルを回復し上場廃止を免れた。

経営陣は株式併合に加えて、①徹底的な人員及びコストの削減②投資ファンドからの出資受け入れ③5つのウェブ・サイトに分散させていた経営資源のゲーム・ポータル・サイトIGN.comへの集中、といった再建策を実行に移した。すると、11月にマイクロソフトが発売した新ゲーム機Xboxがブームになり、ゲームのポータル・サイトの運営に事業を集中したことが市場で好感され、株価は2002年5月に12ドル台半ばまで上昇した(図表2)。

同社のケースは、株価が1ドルを割ったドットコム企業が株式併合を経て、上場廃止の危機から生還した珍しいケースである。Xboxの発売という幸運な外部要因に恵まれたが、株式併合の実施で上手に時間を稼ぐことによって、経営の再建に成功した。

図表2 IGN Entertainmentの株価推移



(注) ▼の印が株式併合の実施日。株価は株式併合調整後のもの。
(出所) ブルンバーグより野村総合研究所作成

(2) AT&T~ケーブルテレビ事業のスピンオフに伴う株価下落の緩和

通信最大手のAT&Tは、AT&Tのケーブルテレビ事業を担うAT&Tブロードバンドをスピンオフし、ケーブルテレビ大手のコムキャストと2002年末をめどに合併させる計画の詳細を2002年4月に明らかにしたが、これと同時に併合比率5対1の株式併合の計画を発表した。株式併合は、合併が完了した後に実施される予定である。

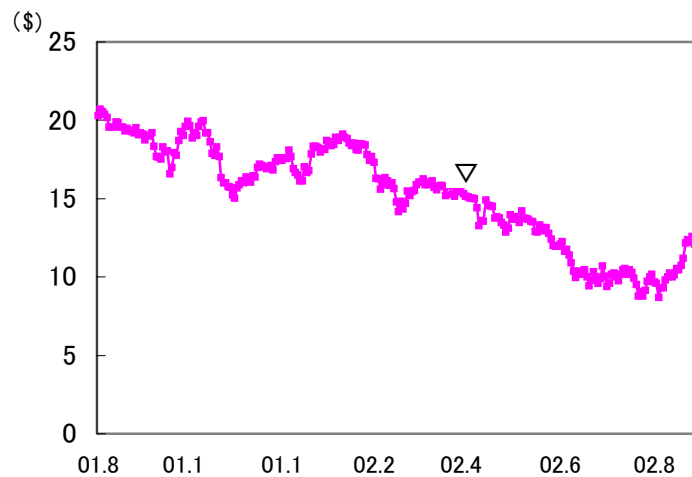
AT&Tが株式併合を実施するのは、ケーブルテレビ部門のスピンオフでAT&T本体の企業価値が大幅に下落し、株価が5ドルを下回ると、流動性低下に加え、株式の発行による資金調達の道が閉ざされる懸念があるためではないかといわれている。

同社による株式併合の発表は、金融業界などからは驚きを以って受け止められた。なぜなら、一つには、過去には優良銘柄中の優良銘柄であったAT&Tが、名目株価を上げるための手法まで採らなければならない事態に陥ったからである。もう一つには、ほとんどの株式併合は、中堅以下の公開企業によって行われ、AT&Tほどの巨大企業が株式併合を実

施するという先例が過去になかったからである。同社の株価は、経営陣が株価の行く末について弱気であるとみなされ、株式併合の計画の発表以降低迷気味である（図表3）。

7月に開かれた株主総会では、株式併合、合併案件ともに株主の賛成多数で承認された。過剰な負債に苦しみ、株価が低迷する大企業は米国に数多く存在するため、この株式併合がどのような結果をもたらすのか注目を集めている。

図表3 AT&Tの株価推移



(注) ▽印が株式併合の発表日。
 (出所) ブルンバークより野村総合研究所作成

2. わが国の株式併合

1) 徐々に増加する株式併合

米国に比べるとまだ圧倒的に少ないが、わが国でもここ数年、株式併合の件数が増えつつある。過去数年間は年間5件程度であったが、2002年は既に10社以上が実施した。

ほとんどの場合、過剰債務企業が、欠損金を埋めるために無償減資⁹をする手段として、株式併合を実施している。減資後、大株主や取引先等を対象に第三者割当増資を行うケースが多い（図表4）。

⁹ 資本の減少に際して、株主に払い戻しをせず、従って会社財産が減少しない態様の減資。

図表4 株式併合実施企業(2000、2001年)

会社名	併合日	併合比率	株価上昇/下降率(%)			株価(02年 8月末)	備考
			直後	1ヵ月後	半年後		
《2000年》							
東燃ゼネラル石油 (石油:東証1部)	7/1	2.7対1	▼9.5	▼12.2	△3.6	750	東燃とゼネラル 石油が合併
トーマン (卸売:東証1部)	8/5	2対1	▼22.3	▼27.7	▼30.4	84	第三者割当増 資実施
ジーネット (卸売:大証2部)	8/10	2対1	▼7.6	▼1.5	▼6.8	-	2002年7月、上 場廃止
川崎電気 (電気:東証2部)	8/11	2対1	▼12.5	△20.5	-	-	2000年12月、民 事再生法申請
《2001年》							
千代田化工建設 (建設:東証1部)	2/20	2対1	△24.4	△41.7	△14.3	266	第三者割当増 資実施
大末建設 (建設:東証1部)	2/28	2対1	△4.5	△19.7	△9.1	32	第三者割当増 資実施
熊谷組 (建設:東証1部)	3/1	2対1	▼11.9	▼17.9	▼48.8	24	第三者割当増 資実施
天龍木材 (木材:名証2部)	4/1	2対1	flat	△3.3	▼11.7	40	
三井建設 (建設:東証1部)	8/4	2対1	▼7.4	△20.4	▼55.6	39	第三者割当増 資実施

(注) 1. 株価上昇/下降率は、株式併合直前の株価(併合比率調整後)を基準とする。

2. 以上の株式併合は全て無償減資を伴う。

(出所) 野村総合研究所作成

2) 株式併合の規制緩和

わが国の株式併合をめぐる法制度は、2001年の商法改正により変更がなされた。改正以前は、株式併合により持分に端数が生じると、株主であった者が端株主となり、株主としての地位を失うことや、株式併合の結果、持分の一部譲渡をすることができなくなる可能性があるなど、既存株主の利益を損なう恐れがあることから、株式併合の可能な場合を、

- ① 最終の貸借対照表による一株当たり純資産が5万円未満の場合に、その額を5万円以上とするためにする場合
- ② 資本の減少の方法としてする場合
- ③ 会社の合併にあたり、解散会社または新設会社の株主に、存続会社または新設会社の株式を割り当てる準備としてなされる場合

に限定していた。

だが、2001年の商法改正で、額面株式が廃止されるなど株式の大きさに関する規制が撤廃され、①の規定が前提を失ったことに伴い、株式併合の利用全般に関しても規制緩和がなされた。改正後は、株式併合を必要とする理由を開示し、株主総会の特別決議による承

認を得れば、様々な目的で株式併合を実施することが可能となった（商法第 214 条）¹⁰。

改正商法が施行された 2001 年 10 月以降に減資以外の目的で株式併合を行った例として、ダイエーや雪印乳業が、“将来の発行済株式数を適正化すること”を目的として行ったケースがあるが¹¹、米国で行われているように名目上の株価を引き上げることを主たる目的として実施された例はまだない。

3) 株式併合の効果

株式併合が株価や売買の流動性に及ぼす影響について、98 年から 2002 年までに行われた 15 社の株式併合を対象に、簡単な検証を行った。

まず株価に関しては、株式併合の結果、併合直後に 15 社中 6 社が、1 ヶ月後に 15 社中 7 社が、半年後に 13 社中 3 社が、1 年後に 6 社中 3 社が併合直前株価（併合比率調整後）を上回った。サンプルの数が少ない上に、相場全体の影響を考慮していないものの、この結果を見るかぎり必ずしも株式併合は株価にマイナスの影響ばかりを与えているわけではない。中には、併合直後に株価が約 35% 上昇した会社もある。株価上昇の理由の 1 つには、株式併合による減資とともに、債務免除や増資などの財務リストラが行われているケースが多く、それらが将来の業績回復期待につながったということが指摘できる。ただし、併合直前に 15 社中 13 社の株価が 100 円を割っていたが、この 13 社のうち 9 社が、2002 年 6 月末現在、再び 100 円を下回っている。

次に流動性に関しては、売買高による検証を試みた。株式併合実施日の前後 50 営業日の売買高を比較すると（併合比率調整後）、株式併合後、売買高は約 5% 増加している。サンプルが少ないことに加え、市場の売買高の多寡も考慮に入れていないため、この数字を以って株式併合が流動性を高めたとは言にくい。サンプルを個別に見てゆくと、株式併合後、売買が大きく膨らむケースと、大幅に減少するケースに二極化する傾向があることが観察できた。

流動性に関しては、日米で事情が異なる。わが国では米国のように株価が 5 ドルを下回ると機関投資家が投資を差し控えるといった慣習はなく、株価よりも時価総額を指標とすることが多いとされる。また、制度信用・貸借取引の選定/取消に関しても、上場株式数や少数特定者持株比率、株主数などの基準はあるが、株価についての取消基準はない。従って、米国の実証研究がわが国にもあてはまるかどうかは不明である。

4) ケーススタディ～千代田化工建設

千代田化工建設は、液化天然ガス（LNG）や石油精製のプラント建設などを手がける総

¹⁰ 端株主となった者に関しては、配当請求権や端株買取請求権の付与などの権利保全が図られている。

¹¹ この 2 例においても同時期に減資が行われており、従来型の株式併合と実質的には変わらない。

合エンジニアリング大手で、1948年創業の老舗企業である。61年に東京証券取引所第一部に上場している。

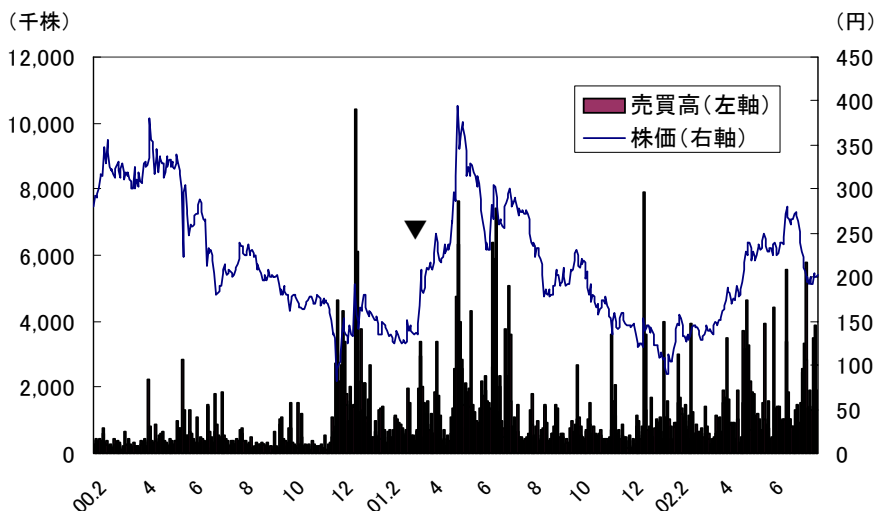
90年代後半、国内の長引く不況や、得意とする東南アジア地域の経済回復の遅れ、オイル・メジャー各社の再編による計画の変更・延期等により、国内・海外ともにプラントの受注が低迷した。また、96年以降一部に大幅赤字工事が発生した。その結果、97年3月期以降最終赤字が続き、財務体質が急速に悪化するとともに、株価も大幅に下落した。

98年4月に再建計画を発表し、99年3月に113億円の第三者割当増資を受けるが、その後も業績は伸び悩み、欠損金も膨らんだ。そのため、2000年11月に新再建5ヵ年計画を策定し、更なるリストラを進めることになった。リストラに併せて、主要株主でもある東京三菱銀行や三菱信託銀行などの取引金融機関から合計226億円の債務免除を受けた。また、欠損金の補填を目的に、2001年2月に併合比率2対1の株式併合を実施するなどして、総額142億円を減資した。加えて、同年3月には、三菱商事などの主要株主や取引金融機関から総額116億円の第三社割当増資を受け、6月には237億円の資本準備金を取り崩し、一連の財務リストラを完了した。

その結果、株式併合の直後から株価が大きく上昇し、併合直前に84円（調整後168円）だった株価は、大型プラントの受注もあって4月には一時終値で400円に迫った。その後は再び下落基調となったが、2002年に入ってから持ち直し、6月末現在の株価は株式併合前の水準を上回る203円となっている。また、売買高についても株式併合の発表前後から大幅に増加している（図表5）。

業績についてみると、2002年3月期に純利益がプラスに転じるとともに、受注高は4期ぶりに2,000億円を回復した。また、有利子負債の圧縮も進み、自己資本比率も11.7%まで改善した（98年3月期は2.1%）。

図表5 千代田化工建設の株価・売買高推移



(注) ▼印が株式併合実施日。株価は併合比率調整後のもの。

(出所) AURORA より野村総合研究所作成

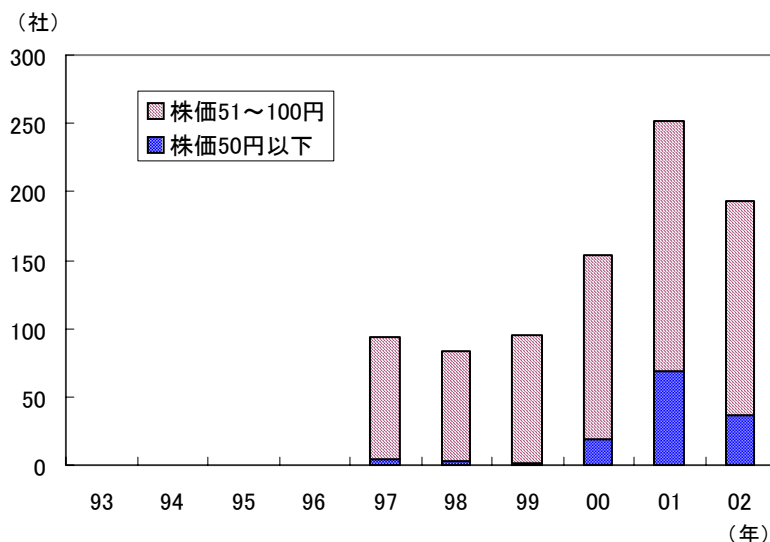
3. おわりに

株式併合に関する規制緩和がなされたものの、わが国の取引所の上場廃止基準には株価水準に関する規定がないため、米国で盛んに行われているような上場廃止を免れるための株式併合が実施されることは今のところない。ただし、今後は減資以外を目的にした株式併合も出てこよう。

株式併合を検討する際に企業が留意すべき点は、第一に、株式併合自体はそもそも企業価値に中立であり、その影響は多分に心理的な側面が強いという点である。従って、株式併合の実施と同時に、企業価値をより高めるためのアクションや、事業再構築の施策などを示すことが重要である。第二に、わが国では、名目株価と流動性の関係は明確ではなく、米国のように流動性の改善を掲げて株式併合を実施することが有効かどうかは定かでない点である。

株価が100円を下回る企業が増加し（図表6）、以前は稀にしかなかった上場企業の倒産が頻発する中で、投資家は株価の低い企業のクレジット・リスクに敏感になっている。同業他社に比べて株価が低い場合などにおいて、株式併合により名目上の株価を引き上げる会社も今後現れる可能性がある。また、単位株制度が廃止され、単元株制度が新たに導入されるなど、株主政策の自由度が高まっている中で、株主管理費用を削減するために株式併合を行うことも一つの選択肢となろう。

図表6 株価100円割れの企業数



（注）2002年7月末現在の東証全上場企業が対象。2002年の計数は7月末現在。

（出所）野村総合研究所作成

（岩谷 賢伸）