

株式投資単位引下げの効果

2001年10月1日に施行された改正商法では、従来の単位株に代わる単元株制度が導入され、株式分割や売買単位のくくり直しに関する規制が撤廃された。これを受けて、大幅な株式分割の実施を発表する企業も相次いでいる。

一般に、株式分割やくくり直しなどによる投資単位の引下げは、個人投資家による投資を容易にし、株式の流動性向上にもつながるものと受け止められている。個人投資家の株式市場への参加を促し、証券市場の活性化を実現するためにも、株式投資単位の引下げが必要であるとの見方が強い。このため、2001年9月には、全国の証券取引所と日本証券業協会が、公開企業に対して投資単位の水準を50万円未満とするよう要請する「株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラム」を発表した。

本レポートは、こうした最近の動向を踏まえ、過去にわが国で行われた株式投資単位引下げが、実施企業の株主構成や株式の流動性に及ぼした効果を実証的に検討したものである。

1. 株式投資単位引下げの効果をめぐる米国の先行研究

株式投資単位引下げの効果については、既に米国で数多くの実証研究が発表されている。米国でも一般には、株式分割による投資単位引下げは、株主数を増やし、出来高や値付率等の流動性指標を向上させるものと期待されている。しかし、先行研究の検証結果をみると、その効果は必ずしも明らかではないようである。

株式分割の流動性に与える影響を、出来高と取引費用の変化に着目して検証したのが Copeland (1979) である¹。この論文は、1963年から1974年の間に1対1.25以上の分割を行ったニューヨーク証券取引所 (NYSE) 上場25銘柄について、分割前後72週間の出来高と売買委託手数料、ナスダック市場で分割を行った162銘柄について、分割前後40日間のマーケット・メーカーによる提示気配の спреッドをそれぞれ分析している。その結果、分割の効力発生後に出来高は減少し、個人投資家が支払った手数料の増加やマーケット・メーカーの提示する気配の売買スプレッド拡大が観察されたとする。論文では、流動性が低下した要因として、株式分割を行うような会社は業績が良くて割安な銘柄であるために注目度が高く、分割前の出来高がもともと大きいことなどが考えられると指摘している。

¹ Thomas E. Copeland, "Liquidity Changes Following Stock Splits." *The Journal of Finance*, vol.34 no.1, March 1979, 115-141.

Copeland の論文の後、主に出来高の変化などに着目して株式分割の流動性に与える影響を分析した論文が次々と発表されてきた。そして、その多くの場合において、株式分割によって流動性は必ずしも高まらないという結論が導き出されている。

たとえば、Copeland よりも標本のサイズを拡大し、対象期間を長く設定して株式分割と流動性の関係を検証した Murray (1985) は、分割の効力発生後、短期的には出来高が僅かに減少し、長期的には流動性への影響は特に認められなかったとしている²。一方、Lakonishok and Lev (1987) は、分割を実施した企業の株式の売買回転率（出来高／発行済み総株式数）と実施しなかった企業のそれとを比較した³。その結果、株式分割が発表される12ヶ月前から発表がなされた月までは、株式分割を実施した企業の売買回転率の方が統計的に有意な程度に高いが、分割の効力が発生する頃には両者の間に相違は見られなくなるとしている。この結果について同論文では、株式分割に関する発表の前の出来高の大きさがむしろ異常なのであって、分割後に平均的な出来高に戻ったのだと解釈している。

最近の研究では、Dennis and Strickland (1998) が、分割前の株主構成によって、分割の影響が異なることを指摘している⁴。すなわち、全体で見れば株式分割が出来高の増加をもたらしたとはいえないかもしれないが、株主全体に占める機関投資家の比率がもともと低い企業の株式に限っていえば、株式分割後に機関投資家の持ち株比率が高まり、月間の出来高も増加しているというのである。また、ニューヨーク証券取引所が発表したワーキング・ペーパー (1999) のように、株式分割後に出来高は減少するが、一取引あたりの平均株式数が分割前に比べて小さくなることを根拠として、個人投資家による売買が増加したと指摘するものもある⁵。

² Dennis Murray, "Further Evidence on the Liquidity Effects of Stock Splits and Stock Dividends." *The Journal of Financial Research*, Spring 1985, 59-67.

³ Josef Lakonishok and Baruch Lev, "Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When." *The Journal of Finance*, September 1987, 913-932.

⁴ Patrick Dennis and Deon Strickland, "The Effect of Stock Splits on Liquidity: Evidence from Shareholder Ownership Composition." Ohio State University, Fisher College of Business Working Paper Series (April 1998).

⁵ Marc L. Lipson. "Stock Splits, Liquidity and Limit Orders." NYSE Working Paper 99-04, November 1999.

2. わが国における株式投資単位引下げの分析

1) 分析の対象

今回の検証では、1998年度以降の3年度中に株式投資単位の引下げを実施した取引所上場及び店頭登録（上場）企業を分析の対象とした。この間に株式分割を行った企業は423社（表1）、売買単位のくくり直しを行った企業は292社（表2）である。

表1 株式分割を実施した企業（1998～2000年度）

分割比率	1998年度			1999年度			2000年度			1998～2000年度		
	上場	店頭	合計	上場	店頭	合計	上場	店頭	合計	上場	店頭	合計
1.1未満	7	0	7	6	2	8	3	2	5	16	4	20
1.1以上1.2未満	18	26	44	20	22	42	40	16	56	78	64	142
1.2以上1.5未満	13	13	26	18	22	40	34	31	65	65	66	131
1.5	1	4	5	8	6	14	16	13	29	25	23	48
2.0	0	0	0	8	10	18	18	23	41	26	33	59
3.0以上	2	0	2	2	5	7	8	6	14	12	11	23
合計	41	43	84	62	67	129	119	91	210	222	201	423

(注)上場と店頭の区別は、分割の効力発生日時点のもの。社数は延べ数。

(出所)東京証券取引所『東証統計月報』、大阪証券取引所『統計月報』、日本証券業協会『株式分割状況』、商事法務研究会『商事法務』 No.1530・1564、『会社四季報』等より野村総合研究所作成。

表2 売買単位のくくり直しを実施した企業（1998～2000年度）

引き下げ比率	1998年度			1999年度			2000年度			1998～2000年度		
	上場	店頭	合計	上場	店頭	合計	上場	店頭	合計	上場	店頭	合計
1/2	6	3	9	11	15	26	15	9	24	32	27	59
1/5	1	0	1	2	2	4	10	6	16	13	8	21
1/10	15	17	32	25	32	57	56	67	123	96	116	212
合計	22	20	42	38	49	87	81	82	163	141	151	292

(注)東証外国市場銘柄、および99年4月にくくり直しを行った国際放映（単位なし→1000）を除く。

上場と店頭の区別は、売買単位変更の効力発生日時点のもの。社数は述べ数。

(出所)東京証券取引所『くくり直し実施会社一覧』、『商事法務』 No.1530・1564、『会社四季報』より野村総合研究所作成。

株式分割における分割比率は、1998年度には1対1.2未満とかつての「無償増資」に類するものが過半数を占めていたが、その後、1対2分割や1対3分割など大幅な分割が少しずつ件数を伸ばしてきている⁶。2000年度に関して言えば、分割比率1.2以上1.5未満のケースが全体の31.0%を占め、1.5以上の分割件数も全体の40.0%に達している。一方、売買単位のくくり直しは、その大半が、株式額面が50円の企業による1,000株から100株への

⁶ 東京証券取引所では、1株を1.5以上に分割する株式分割を、大幅分割と呼んでいる。

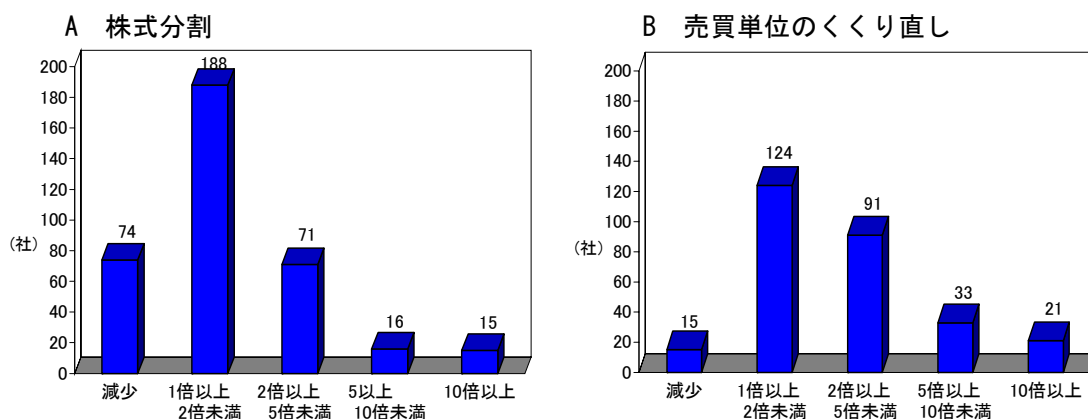
変更（1/10）である。くり直しを実施する会社は 1998 年度から 2000 年度まで年々ほぼ倍増しており、2000 年度には全部で 163 社が売買単位を引下げた。

2) 分析の結果

(1) 増加する個人株主数

株式投資単位の引下げによる最も直接的な効果として予想されるのは、小口の資金でも投資が可能となることによる株主数、なかんずく個人株主数の増加であろう。実際、株式分割、くり直しのいずれについても、実施企業の多くについて、個人株主数の増加が観察された（図 1）。なお、個人株主数のデータが入手できず比較ができなかった企業や、同じ決算年度に投資単位の引下げを複数回行った企業は集計から除いた。

図 1 個人株主数の変化



(注) 分割、くり直しを実施した企業の、各効力発生日の直前と直後の期末の個人株主数を比較。株式分割を実施した 423 社のうち、個人株主数の比較ができなかった企業等 59 社を除く。また、くり直しを実施した 292 社のうち、個人株主数の比較ができなかった企業等 8 社を除く。

(出所) 野村総合研究所

もちろん、投資単位の引下げの前後で個人株主数が減少したという事例もある。とりわけ株式分割では実施企業の 20.3%で個人株主数が減っている。これに対して、売買単位のくり直しの場合には、個人株主数が減少した企業の割合は 5.3%にとどまっており、逆に個人株主数が 5 倍以上に増えた企業の割合が 19.0%と高くなっている。

このように、株式分割とくり直しで、個人株主数に対する影響が異なるように見受けられる背景には、一般にくり直しの方が、投資単位を大きく引下げる効果をもたらすという事情があるものと考えられる。すなわち、くり直し実施企業は、最低でも売買単位を実施前の 2 分の 1 にしており、72.5%が 10 分の 1 にしているのに対し、株式分割で投資単位を 2 分の 1 以下にした企業（すなわち分割比率 1 対 2 以上の企業）は 17.0%に過ぎないのである。

事実、分割やくくり直しの比率の違いによる個人株主数の変化をみると、投資単位を大きく引下げた企業ほど、個人株主数の増加率も大きくなるという傾向が観察される(表3)。例えば、株式分割の場合、1対2以上の大幅な分割を行った企業群において、株主数が減少した割合が最も低く、かつ10倍以上に増加した企業の割合も高くなっている。売買単位のくくり直しにおいても、2分の1のくくり直しよりも10分の1の場合の方が、個人株主数が大幅に増加した割合が高い。

表3 個人株主数の変化

A 株式分割

	減少		1.0倍以上 2.0倍未満		2.0倍以上 5.0倍未満		5.0倍以上 10.0倍未満		10.0倍以上		合計
	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数
1.2未満	32	22.2%	93	64.6%	13	9.0%	4	2.8%	2	1.4%	144
1.2~1.5	33	20.9%	72	45.6%	38	24.1%	8	5.1%	7	4.4%	158
2.0以上	9	14.5%	23	37.1%	20	32.3%	4	6.5%	6	9.7%	62
合計	74	20.3%	188	51.6%	71	19.5%	16	4.4%	15	4.1%	364

(注) 1998~2000年度に株式分割を実施した423社のうち、個人株主数の比較ができなかった企業等8社を除く。

(出所) 野村総合研究所

B 売買単位のくくり直し

	減少		1.0倍以上 2.0倍未満		2.0倍以上 5.0倍未満		5.0倍以上 10.0倍未満		10.0倍以上		合計
	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数	割合	社数
1/2	8	13.8%	37	63.8%	9	15.5%	3	5.2%	1	1.7%	58
1/5	1	5.0%	9	45.0%	6	30.0%	3	15.0%	1	5.0%	20
1/10	6	2.9%	78	37.9%	76	36.9%	27	13.1%	19	9.2%	206
合計	15	5.3%	124	43.7%	91	32.0%	33	11.6%	21	7.4%	284

(注) 1998~2000年度にくくり直しを実施した292社のうち、個人株主数の比較ができなかった企業等8社を除く。

(出所) 野村総合研究所

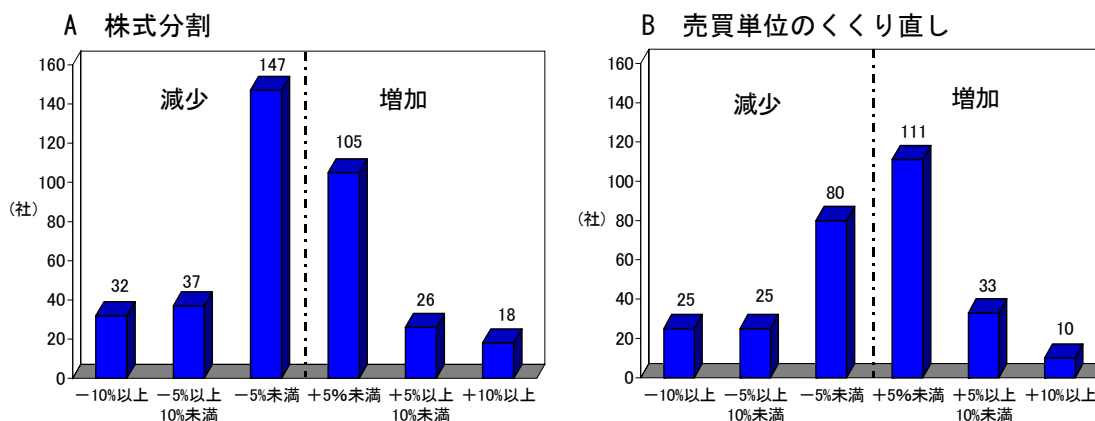
(2) 高まるとは限らない個人持株比率

株式投資単位の引下げによる個人株主数の増加は、個人の持株比率にも影響を及ぼすのだろうか。この点について、個人株主保有株式数を発行済み総株式数で割った値を、株式分割やくくり直しの効力発生日の直前と直後の期末で比較するという方法で検証した。個人株主数に関する検証と同じく、個人株主の保有株式数や発行済み総株式数のデータが入手できず比較ができなかった企業や、同じ決算年度に投資単位の引き下げを複数回行った企業は集計から除いた。

この分析の結果は、株式分割とくくり直しでかなり異なっている。すなわち、売買単位のくくり直しでは実施企業の過半数で個人持株比率が高まったのに対して、株式分割の場合には6割近くの企業でその比率が低下している(図2)。但し、その低下の幅は5%未満

が147社(40.3%)で最も多く、10%以上の大幅な減少は32社(8.8%)にとどまっている。また、株式分割後に個人持株比率が低下した216社のうち、個人の保有株式数自体が減少した企業は18.1%(39社)だけで、個人の保有株式数は増加したものの全体に占める割合が低下したという企業が81.9%(177社)を占めている。

図2 個人持株比率の変化



(注) 株式分割、くくり直しの直前と直後の期末の、総株式数に占める個人株主保有株式数の割合を比較。株式分割を実施した423社のうち、持ち株比率の比較ができなかった企業等58社を除く。くくり直しを実施した292社のうち、持ち株比率の比較ができなかった企業等8社を除く。
(出所) 野村総合研究所

こうした違いが生じた一つの理由としては、個人株主数の変化と同様に、くくり直しの方が投資単位を大きく引下げる効果があるという事情が考えられる。しかしながら、個人持株比率については、投資単位の引下げ幅が大きいほど個人持株比率が大きく上昇するといった関係を見出すことはできそうにない(表4)。

表4 個人持ち株比率の変化

A 株式分割

	減少						増加						合計 社数
	-10%以上		-5%以上 10%未満		-5%未満		+5%未満		+5%以上 10%未満		+10%以上		
分割比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数
1.2未満	8	5.6%	15	10.4%	53	36.8%	57	39.6%	10	6.9%	1	0.7%	144
1.2~1.5	16	10.1%	16	10.1%	79	49.7%	35	22.0%	6	3.8%	7	4.4%	159
2.0以上	8	12.9%	6	9.7%	15	24.2%	13	21.0%	10	16.1%	10	16.1%	62
合計	32	8.8%	37	10.1%	147	40.3%	105	28.8%	26	7.1%	18	4.9%	365
	216社				59.2%		149社				40.8%		

(注) 株式分割の直前と直後の期末の、総株式数に占める個人株主保有株式数の割合を比較。1998~2000年度に株式分割を実施した423社のうち、持ち株比率の比較ができなかった企業等58社を除く。
(出所) 野村総合研究所

B 売買単位のくくり直し

	減少						増加						合計
	-10%以上		-5%以上 10%未満		-5%未満		+5%未満		+5%以上 10%未満		+10%以上		
引き下げ 比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数	比率	社数
1/2	6	10.3%	4	6.9%	16	27.6%	27	46.6%	5	8.6%	0	0.0%	58
1/5	5	25.0%	1	5.0%	6	30.0%	5	25.0%	2	10.0%	1	5.0%	20
1/10	14	6.8%	20	9.7%	58	28.2%	79	38.3%	26	12.6%	9	4.4%	206
合計	25	8.8%	25	8.8%	80	28.2%	111	39.1%	33	11.6%	10	3.5%	284
	130社			45.8%			154社			54.2%			

(注) くくり直しの直前と直後の期末の、総株式数に占める個人株主保有株式数の割合を比較。

1998～2000年度に株式分割を実施した292社のうち、持ち株比率の比較ができなかった企業等8社を除く。

(出所) 野村総合研究所

むしろ、米国でもしばしば指摘されているように、株式分割が将来の企業業績に対する経営者の自信を示しているものと解釈され、投資のプロである機関投資家にとっても投資姿勢を強めるきっかけとなっていることが、個人の持株比率低下の原因となっているのではないかとも考えられる。これに対して、単に小口での売買を容易にする効果しか持たないくくり直しは、業績見通しに関するメッセージとしては受け止められていないのである。くくり直し後に、個人持株比率が低下した企業の6割で、個人の保有株式数が減少しているという事実も、こうした見方を裏付けるものである。一株当たり配当金を一定以上に維持しようとする経営者が多いわが国では、株式分割が結果として受取り配当の増加につながるという推測を招きやすく、その点が機関投資家から評価されているという可能性もあろう。

(3) 明確ではない流動性向上効果

一方、投資単位の引下げが、当該銘柄の流動性の向上につながるのかどうかは、米国の先行研究が指摘しているのと同様に、今回の分析でも明快な結果が得られなかった。

流動性の検証は、基本的には投資単位引下げの前後での出来高の変化に着目して行ったが、次のような点を考慮し、単純な出来高の比較とはしなかった。

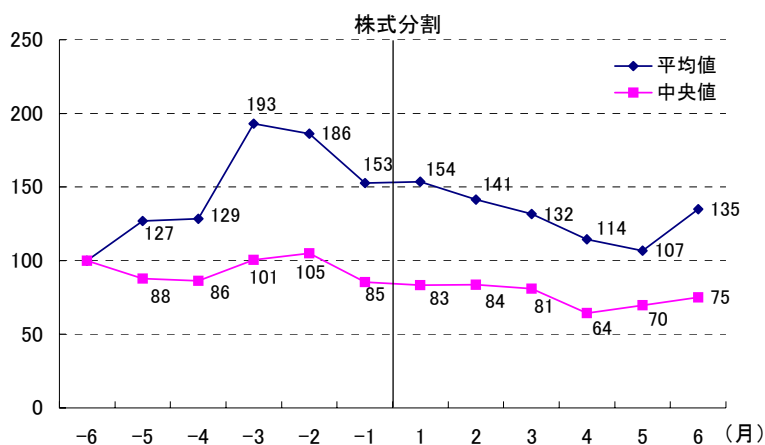
第一に、市場全体の動きという外的な影響を排除するための調整を行った。投資単位の引下げを実施した企業の株式の出来高が引下げ後に増加したとしても、その間に市場全体の出来高も増加していれば、純粋に投資単位引下げによって生じた増加とは言えず、市場の活況を反映したものである可能性がある。そこで、今回の分析では、各銘柄の出来高を、当該銘柄の上場市場（東証または店頭市場）全体の出来高で割って求めた「マーケット調整出来高」を用いることとした。第二に、株式分割の場合、発行済み株式数そのものが増加するため、その影響を捨象するために、分割後の出来高を分割比率で調整した数値を用いた。例えば、1対2の分割であれば粗データを2分の1にするといった操作を施した。なお、これまでの分析と同様、上場市場の異動等で出来高に関するデータが入手できなかった

た企業や、同じ決算年度内に投資単位の引下げを複数回実施した企業は集計から除いた。

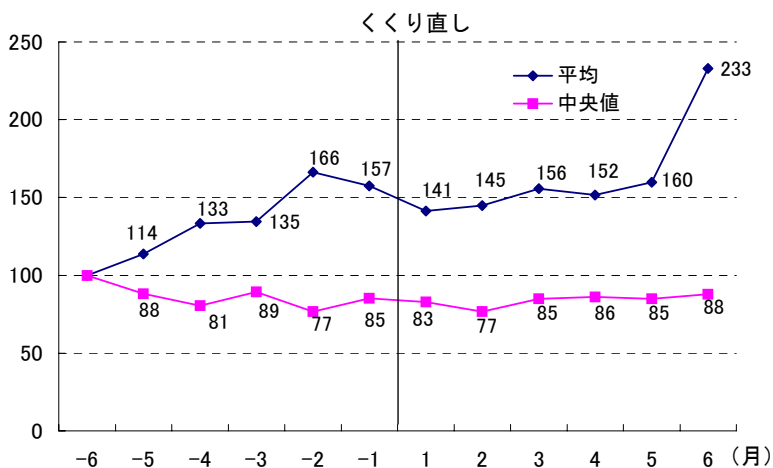
流動性の分析は、株式分割やくくり直しの効力発生前後 6 ヶ月ずつの月間出来高を比較するという方法で行った。効力発生 6 ヶ月前の出来高を 100 とする指数によって、出来高の推移を検証したが、投資単位引下げの前後で有意な変化はみられない(図 3)。6 ヶ月前の出来高を基準としたのは、通常、効力発生の 3 ヶ月程度前に行われる投資単位引下げの発表がもたらす影響を排除するためである。

図 3 出来高の変化(東証・店頭)

A 株式分割



B 売買単位のくくり直し



- (注) 1.株式分割、くくり直しの効力が発生した月の 6 ヶ月前の月間出来高を 100 とした場合の、効力発生月の前後 6 ヶ月間の月間出来高。
 2.各銘柄の月間出来高は、東証および店頭それぞれの市場全体の影響を反映した調整出来高を使用。
 3.1998~2000 年度に東証と店頭市場で株式分割を実施した 376 社のうち、市場の異動等で月間出来高の比較ができない 91 社を除外。また、売買単位のくくり直しを実施した 256 社のうち、市場の異動等で月間出来高の比較ができない 34 社を除外した。

(出所) 野村総合研究所

上の分析結果については、次のような指摘ができよう。

第一に、株式分割の場合、効力発生月の3ヵ月前に平均値が一度大きく上昇し、その後、低下する傾向がみられる。これは、株式分割の発表が投資判断の材料となって、一部の会社で大幅に出来高が増加したことが平均値を押し上げていると考えられる。一般に、株式分割の発表が、経営者の企業業績に対する自信の表れと受け止められていることからすれば、こうした結果は、十分に理解できる。

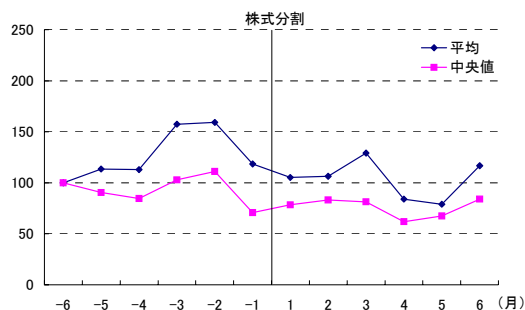
第二に、効力発生から6ヵ月後に、株式分割とくり直しの両方で出来高指数の平均値が大きく上昇している。これは、効力発生から数ヶ月を経て株主数が増加するなど好ましい影響が現われた結果、流動性の向上につながったと解釈し得る余地がある。しかし、その出来高の上昇が一時的なものなのか、それとも継続的なものなのかは、今回の分析だけでは判断することはできない。また、同じ時期の中央値には大きな変化がみられないことから、投資単位引下げ以外の理由で出来高が大きく上昇した企業のデータが大きな影響を及ぼしているという可能性も排除できない。

なお、東証上場企業と店頭登録企業で、投資単位引下げ前後の出来高の変化を比較すると、中央値と平均値の開きから、東証よりも店頭市場の方が、投資単位の引下げによって大幅に出来高が増加する銘柄が多かったことがわかる(図4)。とりわけ、店頭市場では、投資単位引下げの効力発生前に出来高が増加する傾向がみられ、投資単位引下げの発表が材料となって売買の増加につながっていることが推測される。こうした結果がみられた背景には、店頭市場が東証の市場に比べると相対的に流動性の低い市場であるため、出来高の変化が大きく表われやすいという事情もあるのではなかろうか。

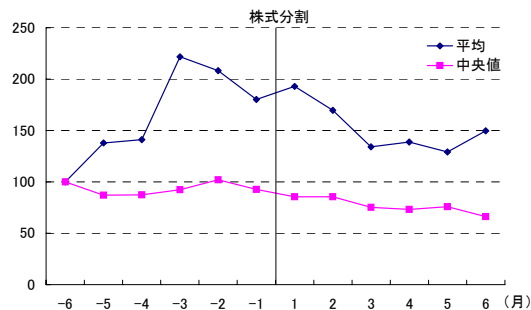
図4 市場別 出来高の変化

A 株式分割

東証

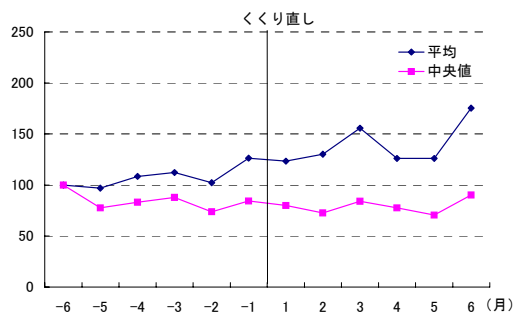


店頭

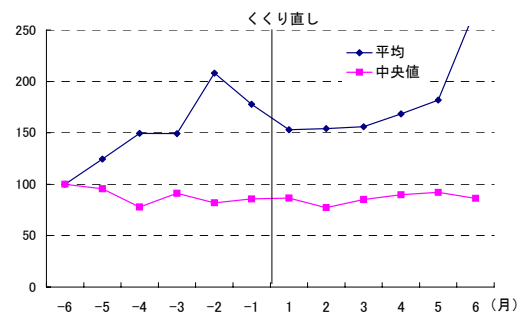


B 売買単位のくくり直し

東証



店頭



- (注) 1.株式分割、くくり直しの効力が発生した月の6ヶ月前の月間出来高を100とした場合の、効力発生月の前後6ヶ月間の月間出来高。
 2.各銘柄の月間出来高は、東証および店頭それぞれのマーケット全体の影響を反映させた調整出来高を使用。
 3.1998～2000年度に株式分割を実施した東証175社と店頭201社のうち、市場の移動等で月間出来高の比較ができない会社(東証48社・店頭43社)を除外。
 4. 1998～2000年度に売買単位のくくり直しを実施した東証105社と店頭152社のうち、市場の移動等で月間出来高の比較ができない会社(東証19社・店頭16社)を除外。

(出所) 野村総合研究所

なお、投資単位引下げの大きさの違いによる流動性への影響についても、明確な結果は得られなかった(表5)。この集計では、便宜上、分割または売買単位のくくり直しの効力が発生した月の6～4ヶ月前の月間平均出来高を100とした場合の、その後3ヶ月ごとの出来高平均を指数化している。

表5 出来高の変化（東証・店頭）

A 株式分割

分割比率（会社数）	1.2未満（118社）						1.2～1.5（108社）						2.0以上（59社）					
	分割前 3～1ヶ月		分割後 1～3ヶ月		分割後 4～6ヶ月		分割前 3～1ヶ月		分割後 1～3ヶ月		分割後 4～6ヶ月		分割前 3～1ヶ月		分割後 1～3ヶ月		分割後 4～6ヶ月	
分割前6～4ヶ月間の月間出来高平均を100とした場合の、その後3ヶ月ごとの月間出来高平均	113.48	122.47	108.47	145.01	108.58	99.21	149.77	136.01	111.20									
上段：平均値 下段：中央値	91.68	87.53	77.46	105.25	67.78	72.15	138.97	87.54	72.22									
分布	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)
50未満	19	16%	30	25%	32	27%	16	15%	37	34%	39	36%	7	12%	13	22%	18	31%
50以上 100未満	44	37%	37	31%	44	37%	32	30%	30	28%	35	32%	10	17%	20	34%	21	36%
100以上 150未満	27	23%	19	16%	22	19%	31	29%	18	17%	12	11%	18	31%	14	24%	8	14%
150以上 200未満	17	14%	10	8%	6	5%	8	7%	10	9%	9	8%	9	15%	4	7%	4	7%
200以上 250未満	5	4%	12	10%	5	4%	9	8%	5	5%	5	5%	5	8%	4	7%	2	3%
250以上 300未満	3	3%	2	2%	0	0%	3	3%	2	2%	3	3%	7	12%	2	3%	1	2%
300以上 350未満	1	1%	2	2%	3	3%	3	3%	2	2%	2	2%	3	5%	0	0%	1	2%
350以上 400未満	1	1%	2	2%	2	2%	2	2%	0	0%	1	1%	0	0%	1	2%	3	5%
400以上 450未満	0	0%	1	1%	2	2%	1	1%	1	1%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
450以上 500未満	1	1%	1	1%	1	1%	0	0%	1	1%	1	1%	0	0%	0	0%	0	0%
500以上	0	0%	2	2%	1	1%	3	3%	2	2%	1	1%	0	0%	1	2%	1	2%

B 売買単位のくくり直し

くくり直し比率（会社数）	1/2（42社）						1/5（17社）						1/10（163社）					
	くくり直し前 3～1ヶ月		くくり直し後 1～3ヶ月		くくり直し後 4～6ヶ月		くくり直し前 3～1ヶ月		くくり直し後 1～3ヶ月		くくり直し後 4～6ヶ月		くくり直し前 3～1ヶ月		くくり直し後 1～3ヶ月		くくり直し後 4～6ヶ月	
くくり直し前6～4ヶ月間の月間出来高平均を100とした場合の、その後3ヶ月ごとの月間出来高平均	136.48	125.95	154.37	179.67	159.66	157.78	120.21	112.24	138.88									
上段：平均値 下段：中央値	107.69	101.99	106.85	98.81	82.70	93.17	88.49	80.64	86.02									
分布	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)	(社)	(割合)
50未満	5	12%	3	7%	7	17%	3	18%	6	35%	2	12%	28	17%	31	19%	37	23%
50以上 100未満	14	33%	16	38%	12	29%	6	35%	6	35%	7	41%	70	43%	71	44%	59	36%
100以上 150未満	8	19%	13	31%	10	24%	5	29%	1	6%	3	18%	34	21%	33	20%	28	17%
150以上 200未満	5	12%	4	10%	4	10%	0	0%	1	6%	2	12%	10	6%	6	4%	11	7%
200以上 250未満	4	10%	3	7%	2	5%	1	6%	2	12%	0	0%	12	7%	9	6%	9	6%
250以上 300未満	5	12%	1	2%	1	2%	0	0%	0	0%	0	0%	2	1%	6	4%	5	3%
300以上 350未満	0	0%	1	2%	2	5%	0	0%	0	0%	0	0%	2	1%	1	1%	2	1%
350以上 400未満	1	2%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	1	6%	1	1%	2	1%	2	1%
400以上 450未満	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	4	2%
450以上 500未満	0	0%	0	0%	2	5%	0	0%	0	0%	1	6%	1	1%	1	1%	0	0%
500以上	0	0%	1	2%	2	5%	2	12%	1	6%	1	6%	3	2%	2	1%	6	4%

(注) 母集団は図4と同じ。

(出所) 野村総合研究所

3) 分析のまとめ

以上の分析結果を整理すると次のように結論づけられる。

- ① 株式分割や売買単位のくくり直しによる投資単位の引下げは、より小口での投資を可能にするため、個人株主数の増加につながる。
- ② 個人株主数の増加率は、投資単位引下げの幅が大きいほど、高くなるという傾向がみられる。

- ③ 投資単位引下げによる個人株主数の増加は、個人持株比率の上昇に直ちにつながるわけではない。とりわけ株式分割の場合、個人の保有株式数が増加しても、それを上回るペースで法人の保有株式数が増加するため、個人持株比率は低下するというケースが過半を占める。これは、株式分割が経営陣の業績に対する自信を示すシグナルと受け止められていることと関係があろう。
- ④ 株式投資単位の引下げが、実施企業株式の流動性向上につながるかどうかについては、明確な結論は得られない。投資単位引下げを実施するとの発表が、投資判断の材料となり、出来高が一時的に増加するケースが少なくないという事実は認められるが、引下げそのものが長期的な流動性の向上につながっているとは言えそうにない。

3. 株式投資単位引下げの意義と現状の問題点

最近、わが国では、銀行等の金融機関を経由する間接金融に過度に依存した金融構造を転換し、直接金融の機能を強化するために証券市場の活性化が必要であるとの議論が盛んである。2001年8月に発表された金融庁の「証券市場の構造改革プログラム」もそうした観点からの施策提案を行っている。

こうした中で、株式投資単位の引下げは、個人投資家の株式市場への参加促進を図るために最も重要な手段の一つと位置づけられている。全国の証券取引所と日本証券業協会が、「株式投資単位の引下げ促進に向けたアクション・プログラム」を発表し、投資単位の50万円未満への引下げを呼びかけているのも、そのためである。実際、今回の我々の検証によっても、投資単位の引下げが個人株主数の増加をもたらすという事実が確認された。

しかしながら、上場企業の側からすれば、多くの場合、個人株主数が増加するというだけでは、投資単位の引下げを積極的に行う動機とはなりにくいだろう。マネックス証券やスターバックスコーヒージャパンのように、個人向けサービスを展開する新興企業が、改正商法施行以前にいわゆる「1円増資」といった例外的手段を講じてまで投資単位を引下げたという事例もあるが、これらの事例の場合、株式新規公開（IPO）を円滑に実施するために主要な顧客層である個人を株主として積極的に取り込んでいくという明確な意図があった。他方、事業の性格や現在の株主構成に照らして、個人株主数の大幅な増加を望まない企業も少なくない。

上場企業にとっては、発行済み株式数や株主数が増加すれば、株券の印刷や株主名簿づくり、株主総会の招集通知の郵送など、株主管理に係わる事務的なコストは確実に増大する。それだけに、流動性が向上して株価形成がより効率的になるといった明確なメリットがないのであれば、現在以上に株主数を増加させたくないとする企業があることは十分に理解できる。残念ながら今回の我々の検証でも、米国における先行研究と同様に、投資単位の引下げが流動性の向上につながるという確たる証左は得られなかった。

もともと、株式分割規制の撤廃などの商法改正が行われた背景には、規制が障害となつて一株の大きさを適正な水準にすることができないという、主として高成長のベンチャー企業が抱える悩みを解消するという目的があった。実際、改正商法の施行以後、大幅な株式分割やくくり直しによって投資単位を引下げようとする企業が相次いでいるが、実施を表明した企業の株式が上場されている市場をみると、新興企業向けの市場とされるジャスダック（株式店頭市場）やナスダック・ジャパンが多い（表6）。しかも、発行済み株式数に大きな影響を与える大幅な株式分割を行う企業は、両市場に集中している。いわゆるベンチャー企業ほど、投資単位を引下げる必要性を強く感じていることは明らかだろう。

表 6-1 2001 年 10 月以降の株式分割予定銘柄数

	東証1・2部	マザーズ	ナスダック ジャパン	JASDAQ	合計
1:2未満	4	0	0	3	7
1:2	6	3	5	6	20
1:3	1	0	3	7	11
1:4	0	0	1	1	2
1:5	2	0	0	3	5
1:10	0	1	0	7	8
1:10超	0	0	0	1	1
合計	13	4	9	28	54

(注) 1.権利落ち日が2001年10月1日以降で、2002年1月9日までに発表されている株式分割を集計。
 2.1:10超は、コナミ OSA (4729) の1:100。但し、同社は、分割と同時に売買単位を1株から50株に引き上げている。
 (出所) 各種発表資料より野村総合研究所作成

表 6-2 2001 年 10 月以降の株式売買単位変更予定銘柄数

	東証・大証 1・2部 名証	マザーズ	ナスダック ジャパン	JASDAQ	合計
1/2	1	0	0	2	3
1/5	5	0	0	2	7
1/10	25	0	3	18	46
合計	31	0	3	22	56

(注) 効力発生日が2001年10月1日以降で、2002年1月9日までに発表されている売買単位の変更を集計。
 (出所) 各種発表資料より野村総合研究所作成

ところが、証券取引所やジャスダック市場の運営者である日本証券業協会は、個人投資家が50万円程度を適切な投資金額規模と考えているというアンケート調査の結果を一つの根拠として、自ら投資単位の引下げを望む企業以外に対しても、投資単位の50万円未満への引下げを強く求めている。

しかし、そもそも、一株の大きさをどの程度にするかは、様々な観点から経営者が自主的に判断すべき問題である。また、個人投資家による株式市場への参加を促進することが

好ましいとしても、そのために投資単位の一定以下への引下げが必要不可欠であるかどうかは疑問だろう。たとえ株式の投資単位が相対的に大きい企業であっても、個人向け IR の充実など、「個人投資家に優しい」企業となるためにとるべき方策はいろいろある。現状で一株の大きさが適正な水準にあると考えている企業にまで、投資単位の引下げを一律に強制するかの如き手法には疑問が多いと言わざるを得ない。

なお、今回の我々の検証は、手法の点でも、取り上げたデータの点でも、不備な面が少なくないものであり、その分析結果に対しては批判もあろう。株式投資単位引下げの効果について、今後、更なる検討が深められることを期待したい。

(大崎 貞和、平松 那須加)