

株式分割による投資単位の引下げが 株価に与える影響に関する実証研究 —望ましい投資単位の探求—

海老原専門ゼミナール（高橋孝輔代行）第3部

金融学科4年 阿部 莉子

樺澤 郁海

原 菜々夏

経済学科4年 中澤 優太

濱田 千作

要旨

本論文は、株式分割による投資単位の引下げが株価に与える影響を検証し、東京証券取引所（以下、東証）が示す「投資単位 50 万円未満」という基準の妥当性と、今後望まれる投資単位水準を明らかにすることを目的としている。1990 年以降の投資単位引下げ施策や新 NISA の導入、高投資単位銘柄への引下げ要請など、個人投資家の市場参加拡大を狙った制度的変化を踏まえ、株式分割が流動性の改善を通じて株価水準を押し上げるかどうかを実証的に検証した。

検証にあたっては、2010 年 1 月から 2024 年 9 月までに権利落日を迎えた株式分割 2,507 件から、実質的な投資単位引下げがなされている 1,741 件を抽出し、権利落日以降 30 日間の平均累積超過リターンを用いたイベントスタディを行った。まず、分割後の投資単位が 50 万円未満か 50 万円以上かによってサンプルを二分し比較したところ、50 万円未満への引下げが権利落日以降の株価に統計的に有意な好影響を与えているとはいえず、東証が掲げる 50 万円基準に沿った仮説は支持されなかった。そこで、引下げ後の投資単位を 10 万円未満から 50 万円以上まで細分化して追加分析を行った結果、10 万円未満への引下げのみが、50 万円以上の銘柄と比較して平均累積超過リターンの有意な上昇を示し、流動性改善を通じた株価押し上げ効果を有する可能性が示唆された。さらに、上場区分、分割比率、権利落日における株価の低下の程度などをコントロールした回帰分析の結果でも、投資単位が 10 万円未満となった銘柄において、権利落日後 20 日以降の株価パフォーマンスが相対的に良好であることが確認された。

これらの結果は、投資単位を 1 万円以上 10 万円未満にする株式分割が最も高い効果を持つとする石田・高橋（2023）の知見と整合的であり、現行の「50 万円未満」という努力義務水準だけでは、個人株主数の増加や市場流動性の向上という政策目的を十分に達成できない可能性を示している。少額からの株式投資を促すには、10 万円未満への投資単位引下げを踏まえた制度設計が

重要であることを示した点に、本研究の学術的・実務的意義がある。なお、本研究は短期の株価反応に焦点を当てており、Liu（2006）の流動性指標や Amihud（2002）の ILLIQ 等を用いた流動性の直接測定、新 NISA 導入後の長期的な企業価値への影響分析は、今後の課題として残されている。