

資本政策としての株式分割

花 枝 英 樹

1. はじめに

株式分割とは、資金調達を伴わない新株式の発行形態で、既に発行されている株式を細分化して発行済株式数を増加させ、その増加分を株主の保有株式数に応じて配分するものである。

わが国では、従来から、無償交付と呼ばれた小幅な株式分割はよく行われてきたが、大幅な株式分割は稀であった。それが、2001年秋の商法改正で大幅な株式分割が行いやすくなり、株式投資単位の引き下げ手段として利用されるケースが、徐々にではあるが増えている。しかし、株価の絶対水準を重視する企業側・投資家側の株価意識から、まだ、大幅な株式分割は一般的とはいえない。ところが、アメリカ企業では、従来から大幅な株式分割が盛んに行われ、重要な資本政策のひとつと考えられてきた。

本稿では、この株式分割を取り上げ、分析することにした。最初に第2節で、わが国の株式分割制度の変遷を概観するとともに、わが国では株価の絶対水準のバラツキが大きいことを指摘する。第3節では、それとの対比で、株式分割が盛んに行われているアメリカについて述べる。同時に、分割比率の日米比較を行い、アメリカでは分割比率が1.5以上の大幅な株式分割が太宗を占めていることを明らかにする。第4節で、株式分割の事

※ 筆者は、成城大学在職中、公私にわたり白鳥庄之助先生にお世話になった。ささやかな論文ではあるが、本稿を先生の学恩に対する感謝のしるしとしたい。なお、本稿は、日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究(B)、課題番号14330033）の研究成果の一部である。広田真人（東京都立大学経済学部客員教授）、芹田敏夫（青山学院大学経済学部助教授）両氏より、有益なコメントを頂いた。記して感謝の意を述べたい。

例として、わが国ではセブンイレブンを、アメリカではマイクロソフトを取り上げ解説する。最後に、第5節から第7節にかけて、大幅な株式分割の役割・効果についてアメリカでの実証分析を中心に紹介する。

2. 株式分割とは

(1) わが国の株式分割制度の変遷

有償増資では株主による新たな出資が行われるが、出資が行われず新株を無償で既存株主に交付する新株発行がある。1991年4月施行の商法改正前は、①狭義の株式分割、②株式配当、③無償交付の3つの形態に分かれていた。

① 狭義の株式分割

1株当たりの市場価格が高い株式（値がさ株）の株価を下げ、買いやすくし流動性を高めるために、例えば額面500円株式1株を額面50円株式10株に分割するといったように、株式を細分化することである。発行済株式数は増えるが、会社の純資産額、資本金の額および株主の持分比率に変化はない。

② 株式配当

配当可能利益を資本金に組み入れて株式を発行することをいう。資本金と発行済株式数は増えるが、純資産額、株主の持分比率に変化はない。

③ 無償交付

無償交付には2つの方法がある。ひとつは、法定準備金（資本準備金＋利益準備金）を資本金に組み入れて新株を発行する場合である。わが国で以前盛んに行われていたものである。

1970年代以前のわが国企業の増資方法は、新株式を旧株主の持分に応じて割り当てる株主割当てで、発行価格が額面である、いわゆる額面発行が大宗を占めていた。それが、1970年代に入って、公募形式で発行価格が時価である時価発行が中心を占めるようになった。時価発行に際して、発

資本政策としての株式分割

行価格と額面との差額は資本準備金に組み入れられるが、これは増資プレミアムと呼ばれた。

時価発行した企業は、その後、利益が増加するか、利益見通しが確実になった時点で、増資プレミアム部分を資本金に組み入れ、相当する株式を無償交付する行動を取る企業が多かった。これは、プレミアム還元と呼ばれた。その場合、無償交付後も1株当たり配当金が据え置かれ、無償交付による発行済株式数の増加の結果、実質的な配当増がもたらされるケースが多かった。

無償交付のもうひとつのケースは、つぎのような場合である。公募、中間発行、転換社債の転換などが行われたときには、発行価額の2分の1以上を資本金に組み入れなければならない。そのため、資本金は必ずしも額面金額に等しくならず、額面金額を上回ることが起きる。このような額面超過額の資本金組み入れ分を原資として新株を発行する場合である。準無償交付と呼ぶこともある。

無償交付、準無償交付とも、発行済株式数は増加するが、純資産額、株主の持分比率には変化はない。しかし、無償交付では、資本金が増加するが、準無償交付では資本金は増加しない。

ところが、1991年の4月から施行された商法改正では、株式配当と無償交付という呼称がなくなり、①、②、③を含めて広義の株式分割として統一的に規定されることになった。1株につき0.2株を割り当てる2割無償は、「5株を6株に株式分割する」というふうには呼ばれる。

2001年の商法改正

さらに、2001年秋に施行された商法改正で、株式分割絡みでは2点の改正が行われた。1点目は、1株当たり純資産額規制の撤廃である。それ以前は、1株当たり純資産額が5万円未満となる株式分割は禁止されていた。そのため、小規模で、純資産額が小さい新興企業では、大幅な株式分

資本政策としての株式分割

割が実質的にできないケースが多く見られた。それが、2001年秋の商法改正で、この1株当たり純資産額規制が撤廃された。

2点目の改正は、授権株式数の増加に関わる改正である。従来から、株式分割は取締役会の決議だけで行うことができる。ただ、株式分割は定款に定める発行予定株式総数（いわゆる授権株式数）の範囲内で行わなければならなかった。発行予定株式総数を増加させるには、株主総会の特別決議によって定款変更を行う必要があった。そのため、発行予定株式総数を増加させる必要がある大幅な株式分割は行われにくかった。

それが、2001年秋の商法改正で、株式分割の取締役会決議が行われ場合、取締役会決議によって定款を変更して、発行予定株式総数を株式分割の割合に応じて増加することも認められることになった（改正商法第218条第2項¹⁾。つまり、取締役会の決議だけで、発行予定株式数の増加をとまなう大型の株式分割が可能となったわけである。例えば、株式分割前の発行済株式総数が100株で、発行予定株式総数が300株であったとする。1株を10株に分割した場合、分割後の発行済株式総数は1,000株、発行予定株式総数は3,000株になる。

(2) 株式分割と売買単位引き下げ

上で述べたように、2001年秋の商法改正で大幅な株式分割がやりやすくなった。その結果、株式投資単位引き下げ手段として、大幅な株式分割が行われるケースが徐々に増えている。

ここで、株式投資単位とその引き下げについて説明しておく。

株式は1株から売買できるわけではなく、最低の売買単位数がある。最低売買単位数を1単位と呼んでいる。わが国の株式では、1単位が1,000株のものが多い。株価が低迷しているといっても、1株当たりの株価が何

1) ただし、一般的な発行予定株式総数の増加は、株主総会の特別決議が必要である。

資本政策としての株式分割

千円もしている株式もある。例えば、株価が3,000円、1単元が1,000株の場合、この株式に投資するためには、投資家は最低でも $3,000円 \times 1,000株 = 3百万円$ が必要になる。

最低投資金額を、株式の投資単位と呼ぶ。株式の投資単位が高すぎると、個人投資家が株式投資しづらくなり、流動性が低下する可能性がある。株主数を増加させ、株式の流動性を向上させるためには、株式投資単位の引き下げが必要になってくる。投資単位の引き下げ手段としては、①売買単位の引き下げと、②大幅な株式分割がある。

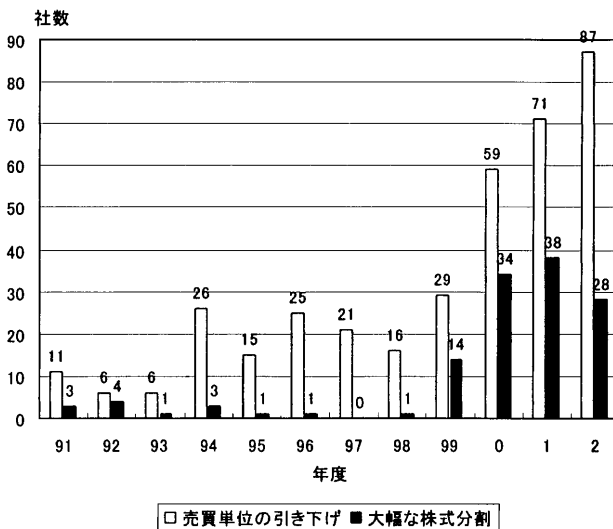
売買単位の引き下げは、今まで1単元が例えば1,000株だったものを100株に引き下げることで、「くくり直し」とも呼ばれる。1単元に対して、1議決権が付与される。上の例で、1単元が100株に引き下げられた場合、投資単位は、 $3,000円 \times 100株 = 30万円$ と大幅に低下する。

もう一つの投資単位引き下げ手段が、株式分割である。株式時価総額に変わりがないとすれば、株式分割によって株式数が増加するので、株価はそれに見合って低下する。例えば、上の例で株価が3,000円している場合、分割比率が1対10であれば、分割後には株価は10分の1の300円に低下する。売買単位に変わりがなくても、株式分割によって株価が低下するので、株式投資単位は、 $300円 \times 1,000株 = 30万円$ に引き下げることができる。

2001年秋の商法改正で、1単元の株式数を企業が自由に決めることができるようになったことや、1株当たりの純資産額規制が撤廃されて株式分割がやりやすくなった。図1に示されているように2000年度あたりから、売買単位の引き下げと大幅な株式分割が増えている（データは東証上場会社を対象）。ただし、図1の株式分割は、分割比率が1対1.5以上の大幅な株式分割を行った企業である。「ジャスダック」、「ヘラクレス」などの新興株式市場上場企業で、発行済株式数が少なく、株価の高い新興企業を中心に、大幅な株式分割や売買単位の引き下げが行われているので、それら

資本政策としての株式分割

図1 株式投資単位引き下げ実施会社



(出所) 東京証券取引所：<http://www.tse.or.jp/>

を含めれば投資単位引き下げ企業は、図1の件数より増える。

ところで、アメリカのように最低売買単位が均一で、「くくり直し」が行えない場合には、株式分割が唯一の最低投資金額引き下げ手段となる。しかし、わが国の場合には、「くくり直し」が自由なので、株式分割でなく売買単位の引き下げで最低投資金額を下げようとする行動がとられてしまう。その意味でいうと、「くくり直し」の完全自由化は、株式分割の本来の役割を低下させ、以下で述べる株価の絶対水準のバラツキを温存する効果をもってしまう。

(3) 日本企業の株価水準

株価の分布

このように、株式投資単位引き下げ手段として、大幅な株式分割が行われるケースが徐々に増えている。しかし、次節で述べるアメリカに比べる

と、わが国ではまだまだ大幅な株式分割は一般的ではない。

わが国では、無償交付と呼ばれた小幅な株式分割は従来から行われてきたが、大幅な株式分割はあまり行われてこなかった²⁾。従来は、額面金額に比べて株価水準を比較し、株価の絶対水準が高い「高株価企業」ほど優良企業と見なされる傾向があった。「値がさ優良銘柄」という言葉もある。逆に、「額面割れ企業」、「100円割れ企業」という言葉もあり、額面と比べて株価を意識する傾向が依然として存在する。それが、株価水準を低下させる大幅な株式分割が行われてこなかった大きな理由と考えられる³⁾。

その結果、わが国では株価の絶対水準に大きなバラツキが生じている。それを見たのが図2である。図2は、東証1部上場全企業（1530銘柄）の株価の分布を示したものである。日本経済新聞社のデータベース『NEEDS』より、2003年8月1日の終値を取っている（ただし、熊谷組は当日、取引がなかったので、7月29日の終値を取った）。

ただ、単純に株価を比較するのは問題がある。株価が10万円以上の銘柄が41社あり、そのままの数値を用いて株価の平均値などを計算すると歪んだ値になってしまうからである。通常の株式では、額面金額が50円のものが多い。しかし、株価が非常に高い株式では、額面が5千円とか5万円とか、50円額面でないものがほとんどである⁴⁾。

そこで、額面が50円以外の銘柄については、50円額面に基準化して、株価の修正を行った。修正の方法は、 $\text{株価} \times 50 / \text{旧額面}$ で計算する。例えば、日本電信電話（NTT）は、旧額面が5万円で株価は49.6万円である。

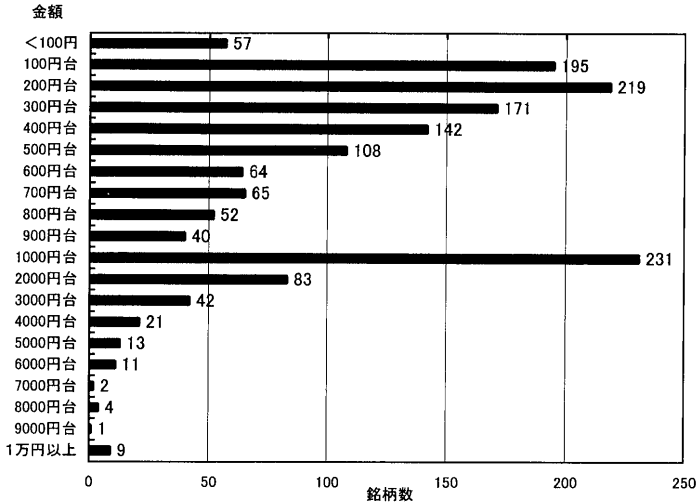
2) わが国の無償交付の実証分析については、Kato and Tsay (2002)を参照せよ。

3) 宮川公男教授は、わが国企業および投資家の間で、高株価＝優良企業という株価意識が依然として定着していることを指摘している。また、わが国のように株価の絶対水準に大きなバラツキがある場合、日経平均株価のようなダウ式平均株価算式の問題点を指摘している。宮川公男・花枝英樹（編著）、『株価指数入門』、東洋経済新報社、2002年、第1章、第2章を参照。

4) 2001年の商法改正で、額面株式制度が廃止され、商法の中の額面株式に関する規定がすべて削除された。その結果、会社の株式は原則として無額面株式に統一されることになった。そこで、旧額面と呼ぶべきかもしれない。

資本政策としての株式分割

図2 東証1部上場企業の株価の分布



(出所) 日本経済新聞社『NEEDS』より作成

この場合、株価に50/50000を乗じて、496円を修正株価とする。また、無額面株式も6社ある。これらの株価はすべて、20万円台から60万円台で、1単元が1株である。これらの株価も50/50000を乗じて修正した。

分布を見ると、100円台から500円台までが多い。1,000円より小さい銘柄が1,113銘柄あり、全体の73%を占める。しかし、1,000円台が231銘柄、2,000円台が83銘柄、3,000円台が42銘柄、4,000円以上が61銘柄と、高株価銘柄がかなりあり、株価水準に大きなバラツキがあるのがわかる。

分布の平均値は1,014円であるが⁵⁾、メジアン(中央値)は487円であり、平均値が高株価銘柄の影響を受けているのがわかる。標準偏差は1,683円、変動係数(=標準偏差×100/平均値)は166である⁵⁾。

5) 無額面株を除いて、旧額面が50円以下の銘柄が1,458銘柄あるが、この銘柄だけで生の株価を用いた場合の基本統計量を示しておく。平均値1,023円、

資本政策としての株式分割

ところで、筆者が参加する研究会で、上場企業の財務担当者を対象にアンケート調査を行った⁶⁾。質問項目のひとつとして、「わが国の株式市場では、時価総額が同じであっても高株価企業ほど優良企業と見なされる傾向があると思いますか」という質問をした。回答結果は、回答を寄せた上場企業 795 社のうち、(1)思う、が全体の 63%、(2)思わない、が 9.3%、(3)どちらともいえない、が 27.5% であった。わが国では依然として、株価の絶対水準が高いほど優良企業と見なされる、と思っている企業が多くを割合を占めているのが判明した結果となった。

最低投資金額の分布

図 3 は、最低投資金額の分布である。1 単元（最低売買単位数）に株価を乗じたもので、最低単位数を買うのにいくらの金額がかかるかを示す。旧 50 円額面の銘柄では 1 単元が 1,000 株のものが多いが、額面金額が大きい銘柄では、1 単元が 100 株とか、1 株のものがある。高株価銘柄でも、1 単元が小さければ、最低投資金額はそれほど大きくなる。そこで、株価の絶対水準の分布だけでなく、最低投資金額の分布も示しておくことにする。ただし、株価は修正なしの、生の株価を用いる。

最低投資金額が、40 万円より小さい銘柄が 1,043 銘柄と、全体の 68% を占める。しかし、100 万円以上が 76 銘柄あり、最低投資金額で見てもバラツキがあることがわかる。最低投資金額の平均値は 37.4 万円、メジアン（中央値）は 27.3 万円、標準偏差は 37.7 万円、変動係数は 101 である⁷⁾。

興味深いのは、株価と最低投資金額との関係である。修正株価を用いた

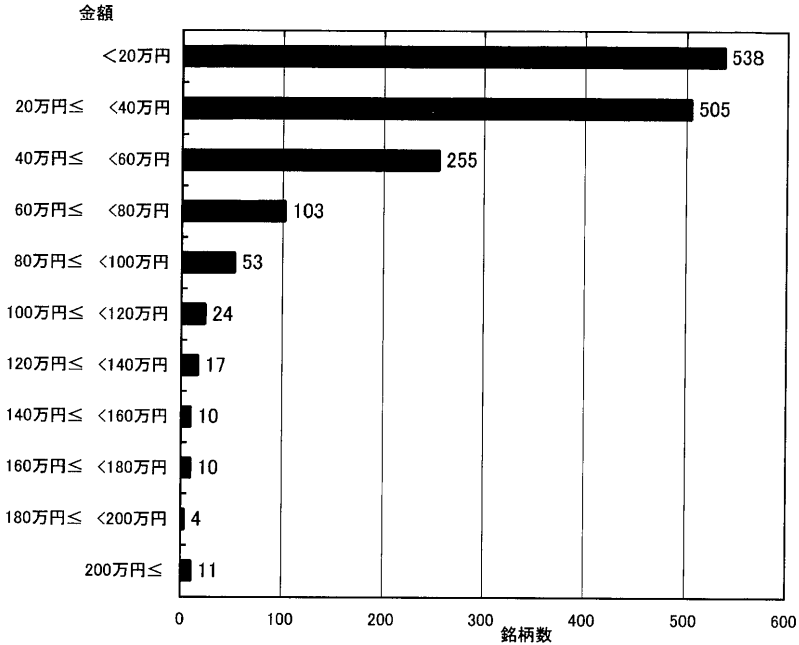
メジアン 490 円、標準偏差 1,700 円、変動係数 166。これらの数値は、修正株価を用いた場合とほとんど同じであり、株価を修正した分析の有効性を示しているといえる。

6) 株価指数研究会「株価と企業財務に関する実態調査」、2003 年 3 月実施。

7) 最低投資金額の平均値は、東京証券取引所が発表している単純株価平均を 1,000 倍した値に等しくなる。

資本政策としての株式分割

図3 最低投資金額の分布



(出所) 日本経済新聞社『NEEDS』より作成

場合には、両者の相関係数は0.3であった。それが、修正なしの元の株価と最低投資金額との相関係数は、0.07でほとんど相関がない。

もしも、単元株数がすべての銘柄で均一であれば、元の株価と最低投資金額は1対1に対応し、両者は完全に相関する。しかし、わが国の現状のように単元株数が均一でなく自由に決められる場合には、高株価銘柄では単元株数を引き下げることによって、最低投資金額の調整が行われる。例えば、元の株価が何十万円、何百万円もする株式の場合、最低投資金額を抑えるために、単元株数が1株であるケースが多い。元の株価と最低投資金額との間に、全く相関が見られないのはこのことが原因であると思われる。

3. アメリカにおける株式分割

(1) 重要な財務政策としての株式分割

米国では株式分割はしばしば行われ、企業の重要な財務政策のひとつになっている。表1は、ニューヨーク証券取引所上場会社で、1989年から2002年までに株式分割か株式配当を行った会社数の推移を示している。毎年、100社以上の会社が株式分割か株式配当を行っていることがわかる。Nasdaqに上場している企業では、これ以上の会社が行っていると予想されるので、それを考慮に入れると、相当数の会社になる。

米国では株価の絶対水準そのものを重視することではなく、株価水準が高くなると株式分割を行って株価水準を引き下げることがよく行われる。そのため、1株20ドル台を中心にして、その前後に集中しており、わが国のように、株価の絶対水準に大きなバラツキが見られることはない。

これは、図4を見れば明らかである。図4は、ニューヨーク証券取引所

表1 アメリカの株式分割・株式配当（ニューヨーク証券取引所上場会社）

年	会社数
1989	142
1990	105
1991	107
1992	182
1993	181
1994	131
1995	171
1996	204
1997	260
1998	246
1999	129
2000	163
2001	101
2002	103

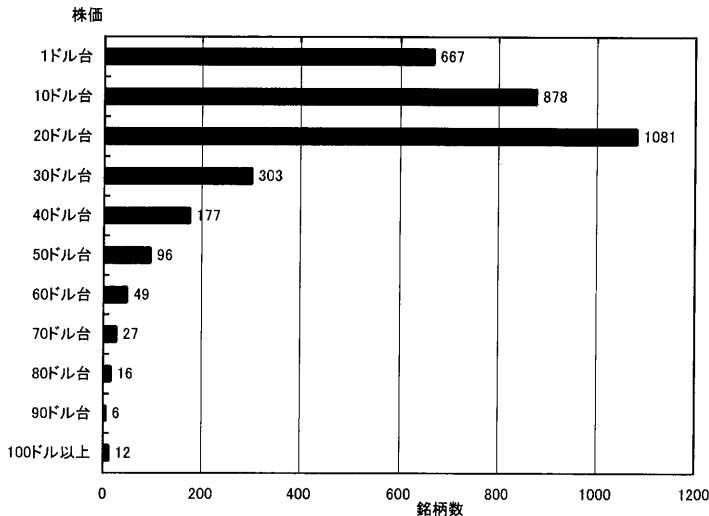
(出所) ニューヨーク証券取引所：<http://www.nyse.com/>

資本政策としての株式分割

上場銘柄の株価の2001年10月31日終値の分布である⁸⁾。20ドル台が1,081銘柄と最も多い。株価が50ドルより小さい銘柄で、全体の94%が占められている。100ドル以上は12銘柄しかない。最も高い株価は、Washington Post社の510.5ドルである。その他に300ドル台が2銘柄あるが、他の9銘柄は100ドル台である。

株価の平均値は23.17ドル、メジアンは21.93ドルである。また、標準偏差は19.93ドル、変動係数は86である。前述したわが国の株価分布の変動係数166と比較すると、株価のバラツキが小さいことがわかる⁹⁾。

図4 アメリカ企業の株価の分布



(出所) ニューヨーク証券取引所：<http://www.nyse.com/> より作成

- 8) 株価データは、ニューヨーク証券取引所のホームページより入手した。銘柄数は3,312銘柄で、上場会社数2,800(概数)に比べてかなり多い。これは、トラッキングストックなどの種類株や、クローズド・エンド型の投資信託、REIT(不動産投資信託)なども含まれているためである。しかし、銘柄名からだけでは、普通株かそれ以外の株式かを判別するのが困難なものもあるので、すべての銘柄で分布を作成した。ただ、普通株以外の銘柄グループが、特に特異な株価水準であるとは思われないので、図4の分布パターンは普通株のみにも当てはまると考えられる。

Baker and Gallagher (1980), Baker and Powell (1993) らは、株式分割に対するアメリカ企業の財務担当者の意識調査を行った。彼らのアンケート結果でも、つぎのような株式分割の効果を指摘する回答が多かったことが報告されている。①株価を適正な株価水準に低下させることができる、②それによって、自社株式を購入しやすくなり、個人投資家を中心に株主数を増加できる、③売買が活発に行われ、株式の流動性、市場性を高めることができる。

Baker and Powell (1993) によると、回答した企業の平均では、望ましい株価水準は 20 ドルから 35 ドルであった。この水準は、上で述べた実際の株価水準平均に相当していることがわかる。ちなみに、ニューヨーク証券取引所での最低売買単位は 100 株なので、1 株を 25 ドルとすれば、最低投資金額は 2,500 ドルで、1 ドル 120 円で円換算すれば 30 万円で、個人投資家にとっても購入可能な金額になっている。

ところで、わが国の最低投資金額の平均は 37.4 万円でアメリカと同程度であり、変動係数で見たバラツキも両国で大きな違いがない。そのため、わが国で特に個人投資家がいにくいということはないという結果が得られた。これは、売買単位の引き下げで最低投資金額が調整されている結果と考えられる。

(2) 分割比率の日米比較

アメリカでは、株価水準が高くなると、大幅な株式分割を行って株価水

-
- 9) ニューヨーク証券取引所での最低売買単位は 100 株と均一なので、株価の分布と最低投資金額の分布はスケールが違うが同じ分布をするので、最低投資金額の分布は示していない。日米の最低投資金額の分布のバラツキを比較すると、わが国の場合、変動係数は 101 であった。アメリカでは、株価の場合と同じ 86 である。最低投資金額の分布の変動係数の両国での違いは、株価の分布のときに比べて、顕著でない。それは、前述したようにわが国では、売買単位の引き下げによって最低投資金額を調整しようとする企業行動の結果、最低投資金額のバラツキが株価のバラツキほどには大きくないからである。

資本政策としての株式分割

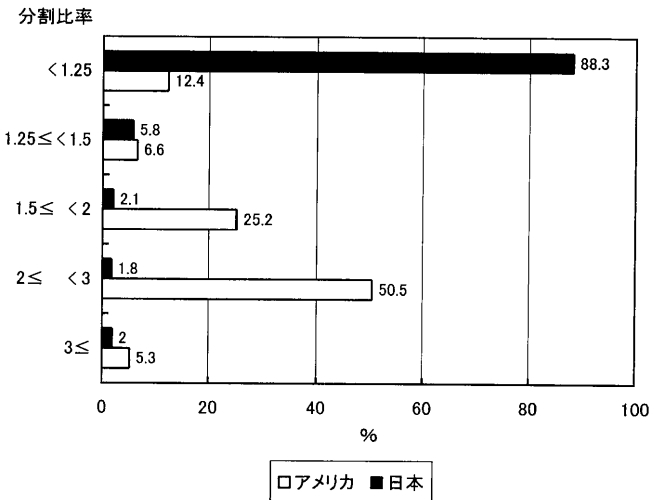
準を引き下げると指摘したが、実際にも分割比率が高い株式分割が太宗を占めていることをわが国との対比で示したのが図5である。

分割比率を5つのグループに分け、全体の株式分割件数のうち、それぞれのグループに入る割合を示している。データは、アメリカが表1と同じでニューヨーク証券取引所のホームページ、日本は東洋経済新報社『株価CD-ROM』よりとった。アメリカが1989年から2002年までで、株式分割の合計件数は2,225件、年当たり平均件数は159件である。日本は東証1部・2部上場企業が対象で、1990年から2000年までである。合計件数は1,270件、年当たり平均件数は115件である。

わが国では、分割比率が1.25より小さい株式分割が全体の88.3%を占め、いわゆる無償交付と以前呼ばれた小幅な分割がほとんどである。大幅な株式分割と呼ばれる、分割比率が1.5以上の株式分割は5.9%と少ない。

それに対してアメリカでは、1.5から2の分割比率が25.2%、2から3

図5 分割比率の日米比較



(出所) ニューヨーク証券取引所：<http://www.nyse.com/>
東洋経済新報社『株価CD-ROM』

資本政策としての株式分割

の範囲が50.5%あり、両者で全体の75.7%を占めている。これからも、わが国とアメリカでの株式分割のあり方が大きく違うのがわかる。

4. 株式分割の事例

(1) セブンイレブン・ジャパン

本節では、株式分割の代表的事例をわが国とアメリカで1社ずつ取り上げて紹介したい。わが国では、セブンイレブン・ジャパンを取り上げる。

セブンイレブンは、1979年10月に東証第2部に上場した。その後、1981年8月に東証第1部に指定換えになっている。上場以来、いままでに16回の（広義の）株式分割を行っている。1980年代と90年代にそれぞれ8回ずつである。しかし、1株を1.1株や1.2株にするといった、小幅な株式分割が大半で、いわゆる無償増資と呼ばれるものである。大幅な株式分割は、1983年、86年、99年の3回である（表2参照）。それでも、

表2 セブンイレブンの株式分割

	権利落日	分割比率
1回目	1980年2月26日	1株を1.2株
2回目	1981年2月25日	1株を1.2株
3回目	1982年2月24日	1株を1.2株
4回目	1983年6月17日	1株を2株
5回目	1984年2月25日	1株を1.1株
6回目	1986年2月25日	1株を1.5株
7回目	1988年2月25日	1株を1.2株
8回目	1989年2月22日	1株を1.2株
9回目	1990年2月23日	1株を1.2株
10回目	1991年2月25日	1株を1.2株
11回目	1992年2月25日	1株を1.1株
12回目	1993年2月23日	1株を1.1株
13回目	1994年2月23日	1株を1.1株
14回目	1995年2月23日	1株を1.1株
15回目	1996年2月26日	1株を1.1株
16回目	1999年2月26日	1株を2株

(出所) セブンイレブン・ジャパン：<http://www.sej.co.jp/index.html>

資本政策としての株式分割

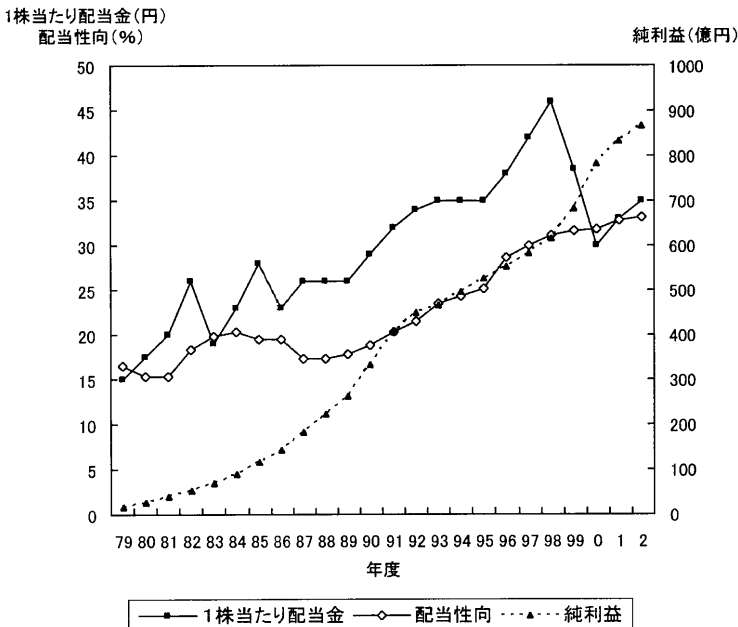
他の日本企業に比べると、大幅な株式分割の回数が多いといえる。上場時の1株が、過去の株式分割の結果、現時点では38.07株に増加していることになる。

最初に、わが国で特徴的な小幅な株式分割の役割を明らかにするために、1株当たり配当金、配当性向と株式分割の関係を調べることにする(図6参照)。

例えば、1988年と89年に1株を1.2株にする小幅な株式分割を行ったが、1987年度から89年度の3期にわたって、1株当たり配当金は26円に維持された。株式数が増加したので実質増配となり、純利益の増加にもかかわらず、配当性向は17%台を保った。

同じように、1994年から96年まで毎年、1株を1.1株にする株式分割

図6 セブンイレブンの配当政策



(出所) 日本経済新聞社「NEEDS」より作成

資本政策としての株式分割

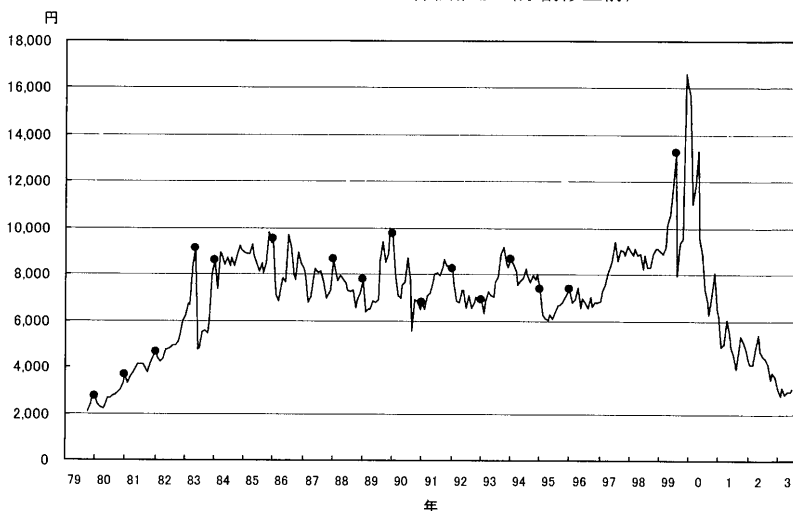
が行われた。1993年度から95年度にかけても、1株当たり配当金は35円に維持され実質増配となり、3年間にわたり配当性向が24%前後に維持された。

このように、1株当たり配当金は維持するか、わずかな増加に抑える代わりに、小幅な株式分割で発行済株数を増やし、実質増配を行い、配当性向を維持するか、増加させる政策が取られてきたといえる。

それに対して、大幅な株式分割が行われた、1983年（1株を2株）、86年（1株を1.5株）、99年（1株を2株）では、さすがに1株当たり配当金は据え置くことはせず、引き下げている。ただ、分割比率に見合った形では下げず、実質増配を行い、配当性向の低下を抑えている。

セブン-イレブンの上場以来の株価の推移を示したのが、図7と図8である。図7は分割修正前の株価、つまり実際の株価である。各月の終値を取っている。図7の●印は、株式分割が行われた時点を示している。16

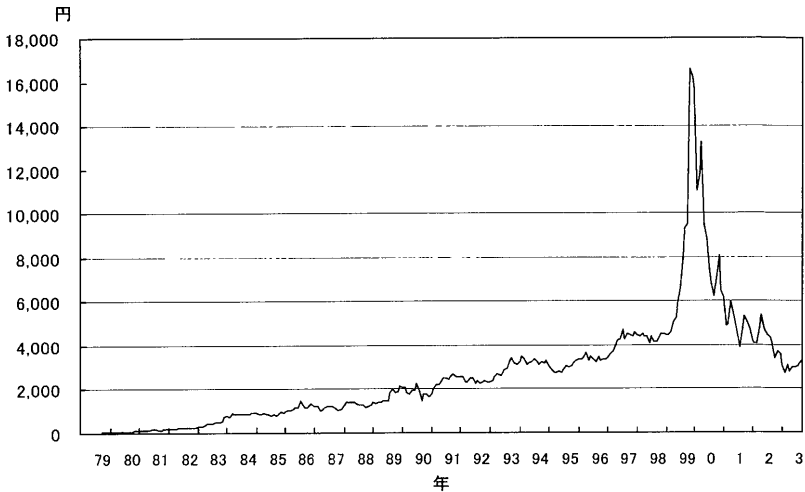
図7 セブンイレブンの株価推移（分割修正前）



(出所) 図6に同じ

資本政策としての株式分割

図8 株式分割修正後株価



(出所) 図6に同じ

回の株式分割のうち、株価が8,000円以上のときの分割が8回と半分を占めており、株価上昇時に分割が行われる傾向があることがわかる。

図8は分割修正後株価である。分割修正後株価の基本的考え方はつぎのようである。株価が1,000円の株式に対して、1株を2株にする株式分割が行われたとする。そして、分割後の株価が600円になったとする。分割前に1株保有していた投資家は、1株600円の株式を2株保有しているので、保有株式全体の評価額は $600 \times 2 = 1,200$ 円である。つまり、名目上、株価は1,000円から600円に低下したが、実質的には上昇したことになる。現在の株価600円を基準に考えるなら、分割前の株価を500円と修正した方が、株価の実質的な動きを見るのに適している。つまり、今の例で分割前の株価の修正株価は、元の株価÷分割比率 $= 1,000 \div 2 = 500$ 円と計算される。

過去のある時点から現時点までに何回もの株式分割が行われた場合には、過去のある時点での1株が、株式分割の結果、現時点で何株になっている

資本政策としての株式分割

かを求める。その株数で、過去のある時点の実際の株価を割ることによって、修正株価を求めることができる。あるいは、現在の株式総数で、過去の各時点の株式時価総額を割ることによっても、過去の修正株価を求めることができる（ただし、株式分割以外の要因による株式総数の増加はないとする）。

セブンイレブンの場合、新規上場時（1979年10月）の修正株価は55円で、現在（2003年9月）の株価が3,300円台なので、60倍に増加している。

(2) マイクロソフト社

つぎに、アメリカ企業の株式分割の代表例として、マイクロソフト社の事例を取り上げてみよう。

マイクロソフト社は、1986年3月13日に Nasdaq に上場して以来18年弱の内に、すでに9回も株式分割を行っている（表3参照）。1株を2株にする分割比率がほとんどである。上場翌年の1987年に1回目を行い、1990年から1992年までは毎年行っている。その後は、ほぼ2年おきに行っている。直近の株式分割は、2003年の2月である。

5回目と9回目の株式分割で、権利付最終日の株価が100ドル以下であったが、それ以外の7回の分割ではすべて、権利付最終日の株価が100ドルを超えていた。このことから、株価が100ドルを超えると、株式分割が行われているのがわかる。そして、表3の右端の権利付最終日と権利落日の終値を見ると、分割後に50ドル台から80ドル台に株価水準が引き下げられているケースが多い。

図9は、公開時（1986年3月13日）から2003年6月16日までの株価（分割修正前）の終値の推移を示している。実際の株価である。これを見ても、公開以来現在にいたるまで、株価は50ドルから100ドルの間で推移しているのがわかる。図9の●印は、株式分割の権利付最終日の株価である。100ドルを超えて株価が急上昇すると、分割が実行されているのがこの図からもよく分かる。

資本政策としての株式分割

表3 マイクロソフト社の株式分割

	権利付最終日	分割比率	上段：終値（権利付最終日） 下段：終値（権利落日）
1回目	1987年9月18日	1株を2株	9月18日： 114.5ドル 9月21日： 53.5ドル
2回目	1990年4月12日	1株を2株	4月12日： 120.75ドル 4月16日： 60.75ドル
3回目	1991年6月26日	2株を3株	6月26日： 100.75ドル 6月27日： 68ドル
4回目	1992年6月12日	2株を3株	6月12日： 112.5ドル 6月15日： 75.75ドル
5回目	1994年5月20日	1株を2株	5月20日： 97.75ドル 5月23日： 50.63ドル
6回目	1996年12月6日	1株を2株	12月6日： 152.875ドル 12月9日： 81.75ドル
7回目	1998年2月20日	1株を2株	2月20日： 155.13ドル 2月23日： 81.63ドル
8回目	1999年3月26日	1株を2株	3月26日： 178.13ドル 3月29日： 92.38ドル
9回目	2003年2月14日	1株を2株	2月14日： 48.3ドル 2月18日： 24.96ドル

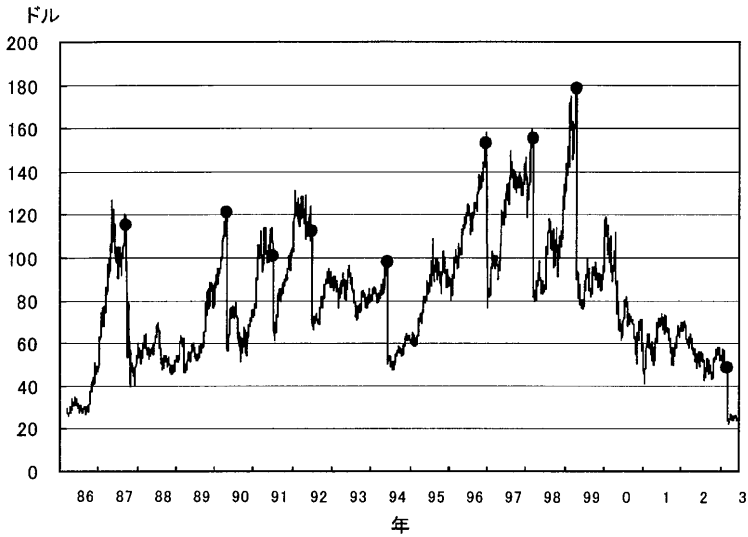
（出所）Microsoft：<http://www.microsoft.com/>

ところで、公開価格 (offering price) は21ドル、1986年3月13日の公開初日の終値は28ドルであった。新規公開時に1株保有した株主は、その後保有し続けたとすれば、9回目の株式分割後には、288株を保有することになる。2003年6月16日の株価は、25.05ドルである。もし株式分割がまったく行われなかったとすれば、2003年6月16日時点の株価は7214.4ドルになっていることになる。つまり、株価は公開時より258倍 (=7214.4/28) 増加した。

また、図10は株式分割修正後の株価の動きを示している。上述したように、株式分割修正後株価とは、現時点での株価を基準にして、過去の各時点での実際の株価を修正したものである。例えば、公開初日の実際の終

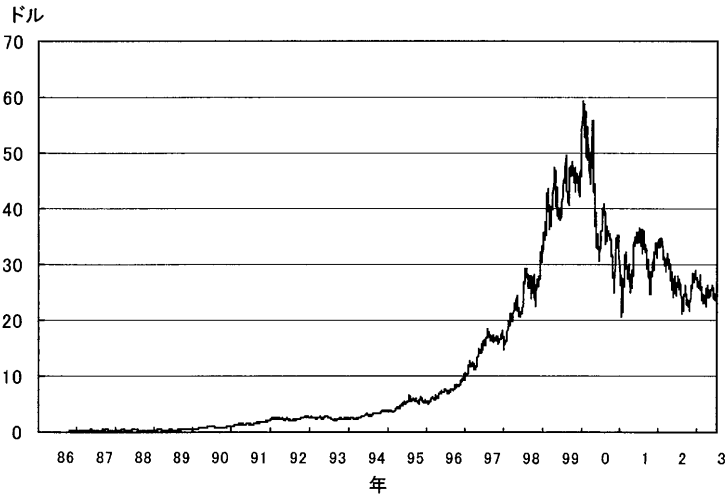
資本政策としての株式分割

図9 マイクロソフト社の株価推移（分割修正前）



(出所) Microsoft : <http://www.microsoft.com/> より作成

図10 株式分割修正後株価

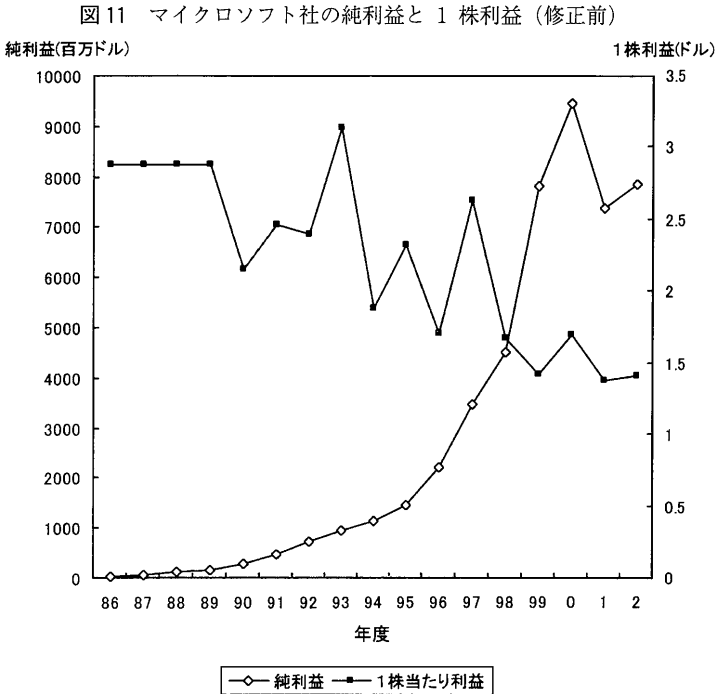


(出所) 図9と同じ

資本政策としての株式分割

値は28ドルであった。そのときの1株は現在、288株に増加しているの
で、28ドルを288で割れば0.097ドルとなり、この値が公開初日の株式
分割修正後株価となる。つまり、2003年6月16日の実際の株価(25.05ド
ル)を基準にすると、分割の影響を考慮に入れると、公開初日の株価は
0.097ドルと修正される¹⁰⁾。

図11は、マイクロソフト社の純利益と1株当たり利益(分割修正前)
の推移を示したものである。1986年の純利益は39百万ドルであった



(出所) 図9と同じ

10) 公開初日の修正後株価は、次式を満たす x を求めることによっても計算できる。
 $28 : 7214.4 = x : 25.05$

が、2000年には9421百万ドルと242倍にも急上昇した。ただ、2001年以降は7000百万ドル台で推移しており、純利益の伸びは見られなくなっている。

■印を結んだ線が1株当たり利益（分割修正前）の推移である。1.5ドルから3ドルの間で推移している。純利益の伸びが急激だったので、もしも、株式分割を頻繁に行っていなければ、1株当たり利益はとんでもなく大きな数値になっていたところが、直近の数字で1.5ドル前後に収まっている。

なお、マイクロソフト社では、2002年度に初めて現金配当を開始したが、それ以前はまったく配当をしていないので、セブンイレブンのように株式分割と配当政策との関連はなく、配当がらみの図は載せていない¹¹⁾。

5. 株式分割の流動性増大効果

株式総市場価値に変化がなければ、株式分割を行っても株主の持分比率に変化はなく、分割比率に見合っただけなので、株式分割は株主にとって特に利益にはならない。それでは、なぜ企業はそのような株式分割を行うのだろうか。いままで3つの理由が考えられてきた。①株式分割の流動性増大効果、②株式分割の情報効果、③株式分割による株主構成変化、である。以下、それぞれの理由について、株式分割が盛んに行われてきたアメリカでの実証結果を紹介しながら説明する。

最初の理由は、株式分割の流動性増大効果である。実務界では、株式分割のメリットとして、流動性が増大する効果が強調されてきた。すでに述べた、Baker and Gallagher (1980), Baker and Powell (1993) らのアメリカ企業の財務担当者に対するアンケート調査でも、最適な株価水準に戻るこ

11) 2002年度の1株当たり配当金は0.08ドル、2003年度は倍増の0.16ドルである。ただ、1.5ドル前後の1株当たり利益と比較すると少ない。

資本政策としての株式分割

とによって、個人投資家を中心に売買がしやすくなり、取引が活発化し、株式の流動性が高まることをメリットとしてあげる企業が多かった。なぜなら、株式分割によって株価が低下し、最低売買単位での売り買いに要する金額が低下したり、round lot での取引が可能となるなど、個人投資家にとっては取引がしやすくなるからであると主張された。

ところが、学者の間では、株式分割の流動性増大効果について、否定的な見解と肯定的な見解が分かれている。株式分割の流動性に及ぼす影響を見る実証分析では、株式の売買回転率・売買金額やビッド・アスク・スプレッド (bid-ask spread) の変化が調べられることが多い。売買回転率・売買金額が増加したり、ビッド・アスク・スプレッドが減少すれば、売買が活発になって流動性が高まったと判断される。

Copeland (1979), Lamoureux and Poon (1987), Lakonishok and Lev (1987) らは、株式分割後に売買回転率 (= 売買高 / 発行済株数) は減少していることから、流動性効果は見られないとしている。さらに、Conroy, Harris and Benet (1990) は、売買回転率は分割前後で変化は見られないことを明らかにした。また、彼らは、スプレッドの絶対額は減少しているものの、スプレッドの絶対額を株価で割った値 (相対スプレッド率) は、分割後に上昇しており、1 単位当たりの金額でみたスプレッドが低下せず、逆に上昇していることから、流動性増大効果はないと主張している。

しかし、Muscarella and Vetsuypens (1996) は、米国預託証券 (ADR: American Depositary Receipts) 市場での株式分割を調べ、1 取引当たりの売買金額は株式分割後大きく減少しており、個人投資家の売買が増加した結果であると指摘している。また、実際の取引価格と、ビッド価格とアスク価格の平均値との差 (絶対値) を流動性プレミアムと定義すると、この流動性プレミアムは、株式分割後、大きく減少している。また、いま定義した流動性プレミアムを取引価格で割った値は、取引金額が小さいグループでは低下している。以上の結果を総合して、彼らは、株式分割による流動

性増大効果が見られることを報告している。

ところで、株式分割後に個人投資家の売買が増加するのは、投資家にとっての取引コストが減少した結果というより、ブローカー側の要因が強いとする主張もある (Angel (1997), Schultz (2000))。

アメリカではブローカーの手数料が売買株式数に依存している場合が多いが、その場合には、ブローカー収入は、株式分割された株式では増加する¹²⁾。また、最小更新値幅 (minimum tick size) を株価で割った値 (relative tick size) は、株価が低くなるほど増加する¹³⁾。相対スプレッド率が株式分割後、増加しているのも、relative tick size の増大の結果と考えられる。

このような、relative tick size や、相対スプレッド率の増大は、投資家にとっての取引コストを増加させるが、逆に、ブローカーにとっては利益の増大をもたらす。そのため、ブローカーは、株式分割企業対象のアナリストを増やし、個人投資家向けを中心に分割企業の株式の売買を積極的に促進する誘因をもつ。その結果、分割後に分割企業の売買が増加するという主張である¹⁴⁾。

6. 株式分割の情報効果

(1) 株式分割の株価への影響

2 番目の理由は、株式分割の情報効果である。外部投資家と企業との

12) わが国では、株式売買委託手数料は、売買株式数ではなく、売買金額 (約定代金) に一定料率を乗じて計算されるのが基本である。なお、株式売買委託手数料は、1999 年 10 月 1 日から完全自由化された。自由化後の実態については、日本証券業協会『株式売買委託手数料実態調査 (第 3 回)』, 2002 年 3 月 15 日, <http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/tesuuryou/020315.pdf> を参照せよ。

13) ニューヨーク証券取引所における、現在の最小更新値幅は 1/100 ドルである。

14) Ohlson and Penman (1985), Dubofsky (1991), Koski (1998) は、株式分割前後での株式のボラティリティーの変化を調べた。そして、株式分割後、株式のボラティリティーが増加することを報告している。その理由としては、最小更新値幅と、ビッド・アスク・スプレッドの問題が関係していると考えられる。

資本政策としての株式分割

間で情報の非対称があるとき、企業の財務決定発表が投資家に情報をもたらし、株価や企業価値に影響を及ぼすことがある。これを情報効果と呼んでいる。情報効果の例としてよく取り上げられるものに、自社株買いの発表を受けて株価が上昇する現象などがある。

それと同じように、株式分割の発表を受けて株価が上昇するケースが多い。その理由として、株式分割発表がシグナルとなり、外部投資家による当該企業の将来利益などの予想にプラスの修正をもたらし、その結果株価が上昇するというのが情報効果による説明である¹⁵⁾。

ただ、情報効果が有効であるためには、株式分割がコストのかかる情報伝達手段である必要がある。株式分割に関わるコストとして容易に想像がつかなのが、株式分割の事務処理コストである。株券の印刷や印紙代、株式管理費用、株主数増加による株主総会の招集通知の発送などの事務作業も増える。わが国では数億円単位の事務処理費用がかかるといわれる。

分割比率に見合った形で1株当たり配当額を削減しない場合には、実質増配になる。その場合には、実質増配が企業にとって株式分割のコストとして意識されるだろう。

また、情報効果では、株式分割は投資家の取引コストを増加させ、流動性にマイナスの影響を及ぼすことが暗黙の前提にされている。その意味で、流動性増加効果と情報効果は、相対立する仮説なり説明といえる。ただし、流動性増加効果が主張するように流動性が高まる結果、株価が上昇するなら、流動性増加効果でも株式分割後の株価にプラスの影響を及ぼす。

(2) アメリカでの実証結果

株式分割に情報効果があるとすれば、株式分割の発表を受けて株価は上昇するはずである。実際にも、株式分割の発表後、株価が上昇することが

15) 分割後、分割比率に見合った水準まで株価が低下せず、それよりも高い株価になれば、実質的に株価が上昇したことになる。

多くのアメリカの実証分析で確認されている。

例えば、Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969), Grinblatt, Masulis and Titman (1984), Lakonishok and Lev (1987), Lamoureux and Poon (1987), McNichols and Dravid (1990) では、発表直後では超過投資収益率は3%前後、1ヶ月間の累積超過投資収益率で7%前後の株価の上昇が見られたことが報告されている。

株式分割がどのような情報を含んでいるかに関しては、Asquith, Healy and Palepu (1989) の実証分析がある。株式分割した企業では、株式分割前から利益の増加が見られるが、企業側の株式分割発表を受けて、外部投資家はこの利益増加が永続的なものであると確信し株価が上昇した、と彼らは述べている。つまり、分割前の利益の持続性の確認情報としての役割が強調されている。

それに対して、McNichols and Dravid (1990) では、株式分割が将来利益に対する有用な情報を提供することが強調されている。特に、分割比率のシグナルとしての役割を強調している。株式分割の発表に際して公表される分割比率が、将来利益に対する経営者の私的情報のシグナルになると考える。株式分割後の実際の利益と、分割前のアナリストの予想利益との差を、分割前のアナリストの予想利益で割った値は、アナリストの予測誤差を表す。そして、このアナリストの予測誤差が、経営者の私的情報の多寡を表していると想定し、つぎのような実証結果を得た。

①アナリストの予測誤差が大きいほど、分割比率が高くなる。これより、分割比率が将来利益に対するシグナルとしての役割を果たしていることがわかる。②分割比率が高いほど、株式分割発表後の株価の上昇が大きくなる。このことは、分割比率というシグナルが有用な情報を含むと外部投資家が理解し、それに的確に反応したことを示している。つまり、分割比率が大きいほど外部投資家は、分割後の将来利益が増加すると判断し、分割発表時に株価はより上昇する。

株式分割は、利益情報とともに、将来の配当情報も含んでいると主張されることが多い。分割比率に見合って1株当たり配当金が減らされなければ、配当総額は増加する。株式分割後に配当総額が増える企業が多いことから、株式分割は配当情報も含んでいる。

株式分割と配当情報との関連については、Nayak and Prabhala (2001)の実証分析がある。彼らは、株式分割前の数年間にわたって現金配当をしていない企業と、現金配当をしている企業の2つのグループに分け、株式分割発表の株価に対する影響を調べた。

その結果、現金配当をしていない企業の方が、株式分割発表の株価への影響が強かった。この結果は、株式分割が将来配当に関する情報も内包している結果であると、彼らは主張している。なぜなら、現金配当をしている企業では、現金配当情報が投資家に行き渡っているので、株式分割の発表が配当情報を含んでいても、直接、配当情報によって将来配当が予測できるので、株式分割の株価への影響が小さい。それに対して、配当をしていない企業では、株式分割の配当情報が大きく、株価への影響が強くなるとしている。

ところで、株式分割発表前後に配当発表が同時に行われることが多いが、その場合には株式分割と配当発表が株価に及ぼす影響が分離できないので、純粋に株式分割だけを発表した企業に限定して実証分析が行われるケースが多い。純粋な株式分割の場合でも、情報効果があることが確認されている。

さらに、Nayak and Prabhala (2001)は、株式分割と同時に配当発表も行った企業について実証分析を行った。いままでの実証分析では、除かれて使われなかった大量のサンプルを活用できるからである。しかし、その場合には、配当の情報効果と株式分割の情報効果とを上手に分離しなくてはならない。彼らは、株式分割と配当の同時発表の場合でも、株式分割に情報効果があり、配当以外の情報も含んでいることを明らかにした。

発表後1年間や3年間といった長期でも、株価の上昇が見られる。Desai and Jain (1997) は、発表直後も株価は上昇するが、その後の長期にわたっても、株価の上昇が継続していることを明らかにした。発表1ヵ月後からの1年間の超過投資収益率は7%、3年間の超過投資収益率は12%であることを報告している。同様に、Ikenberry, Rankine and Stice (1996) でも、発表後1年間の超過投資収益率は8%、発表後3年間の超過投資収益率は12%という結果が得られている。

7. 株式分割による株主構成変化

株式分割の3番目の効果として、株主構成の変化を強調する議論がある。特に、株式分割によって個人株主を中心として株主数が増大することによって、流動性が増大したり、取引コストの低下といったプラスの効果がある。これは、最終的に、企業の資本コストを低下させるメリットがあるという主張である¹⁶⁾。

株式分割が株主構成に及ぼす影響については、Mukherji, Kim and Walker (1997) の実証分析がある。彼らは、1984年から1988年までのアメリカ企業による株式分割の実証分析で、つぎのような結果を得ている。①株式分割後に、個人投資家と機関投資家の双方の株主数の増加が見られた。②機関投資家の持株比率には変化がなかった。③分割比率が高いほど、個人投資家と機関投資家の双方の株主数はより多く増加した。④総株主数の増加率が高いほど、分割発表時の株式超過投資収益率は高い。⑤株式分割は、株式保有の集中度には影響を及ぼさない。

彼らの結果で興味深いのは、株式分割後に個人投資家、機関投資家双方の株主数は増加するが、必ずしも個人投資家全体の持株比率が増加し、それに見合った形で、機関投資家全体の持株比率が低下することはない、という点である。これは、株式分割の流動性増大効果よりも、株式分割の情

16) Amihud and Mendelson (2000) を参照せよ。

資本政策としての株式分割

報効果を支持する結果である、と彼らは主張している。

なぜなら、流動性増大効果では、株式分割によって株価が低水準になり、個人株主が売買しやすくなることが主張される。そのため、個人株主全体の持分比率が増加することが想定されている。これに対して、株式分割の情報効果では、個人投資家、機関投資家を問わず、株式分割に反応するので、株主総数は増加するが、個人投資家と機関投資家双方の持分比率には大きな変化がないと想定されているからである。

Amihud, Mendelson and Uno (1999) は、株式分割ではないが同じような効果を持つ、売買単位の引き下げに関する興味深い実証分析を行っている。1991年から1996年の間に株式の売買単位引き下げを行った日本企業66社を対象として、つぎのような結果を得た。①引き下げ前後で、平均して総株主数は135%増加、②特に、個人株主数は平均で234%増加、③総株主数に占める個人株主数の割合は、64%から87%に増加、④引き下げ発表後、及び、実施後の超過投資収益率はプラスであり、株価にプラスの影響を及ぼしている、⑤売買金額でみた流動性も引き下げ後上昇している。

ただ彼らの実証分析では、個人投資家、機関投資家の持株比率に変化があったかどうかは、明らかではない。

株式投資単位を引き下げると、零細な個人株主の増加などによって株主構成が変化し、「特殊株主」が出現したり、買収が容易になるなど、企業にとってマイナスの影響もある。しかし、企業にとっては、株式投資単位を引き下げることによって株主層を拡大させ、株式の流動性を高めることができる大きなプラスの効果がある。これらのバランスをとりながら、株式分割や売買単位の引き下げを柔軟に行うことが、これからの日本企業の資本政策に求められているとあってよいだろう。

8. おわりに

わが国では、従来、大幅な株式分割はほとんど行われてこなかった。しかし、2001年秋の商法改正で株式分割を行いやすくなった。実際にも第2節で述べたように、新興企業を中心に実施する企業が徐々にではあるが増えている。

しかし、資本政策の一環として株式分割を考える企業はまだまだ少ない。株価の絶対水準を重視する企業が多いからである。第5節から第7節で見えてきたように、株式分割は流動性増大効果、情報効果、個人投資家層の拡大効果といったメリットがある。これからは、これらのメリットを生かした形で、株式分割がわが国でも定着することが望まれる。

ただ、株式分割には、一つの注意が必要である。それは、企業のガバナンスに絡んだ問題である。株式分割によって、機関投資家を中心にした大株主が減り、いままで大株主が担っていた経営者を規律付けるという役割が失われる危険性が生ずることである。その結果、経営者の裁量的行動を許すことになり、エージェンシーコストが増大する可能性がある。このように、資本政策として株式分割を考える場合には、流動性の増加と企業コントロールとの間のトレードオフ関係を考慮に入れる必要がある。

参 考 文 献

- Amihud, Yakov, Haim Mendelson, "The Liquidity Route to A Lower Cost of Capital," *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter, 2000, pp. 8-25.
- Amihud, Yakov, Haim Mendelson and Jun Uno, "Number of Shareholders and Stock Prices : Evidence from Japan," *Journal of Finance*, June, 1999, pp. 1169-1184.
- Angel, James, "Tick Size, Share Prices, and Stock Splits," *Journal of Finance*, June, 1997, pp. 655-681.
- Asquith, Paul, Paul Healy and Krishna Palepu, "Earnings and Stock Splits," *Accounting Review*, July, 1989, pp. 387-403.

- Baker, Kent and Patricia Gallagher, "Management's View of Stock Splits," *Financial Management*, Summer, 1980, pp. 73-77.
- Baker, Kent and Gary Powell, "Further Evidence on Managerial Motives for Stock Splits," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer, 1993, pp. 20-31.
- Brennan, Michael and Thomas Copeland, "Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs," *Journal of Financial Economics*, October, 1988, pp. 83-102.
- Conroy, Robert, Robert Harris and Bruce Benet, "The Effects of Stock Splits on Bid-ask Spreads," *Journal of Finance*, September, 1990, pp. 1285-1295.
- Copeland, Thomas, "Liquidity Changes Following Stock Splits," *Journal of Finance*, March, 1979, pp. 115-141.
- Desai, Hemang and Prem Jain, "Long-Run Common Stock Returns following Stock Splits and Reverse Splits," *Journal of Business*, July, 1997, pp. 409-433.
- Dubovsky, David, "Volatility Increases subject to NYSE and AMEX Stock Splits," *Journal of Finance*, March, 1991, pp. 4 21-432.
- Fama, Eugene, Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, February, 1969, pp. 1-21.
- Grinblatt, Mark, Ronald Masulis and Sheridan Titman, "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends," *Journal of Financial Economics*, December, 1984, pp. 461-490.
- Ikenberry, David, Graeme Rankine and Earl Stice, "What do Stock Splits really Signal," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, 1996, pp. 357-375.
- Kato, Hideaki and Wenyuh Tsay, "Are Stock Dividends (MUSHOs) Melons or Lemons in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, November, 2002, pp. 531-548.
- Koski, Jennifer, "Measurement Effects and the Variance of Returns After Stock Splits and Stock Dividends," *Review of Financial Studies*, Spring, 1998, pp. 143-162.
- Lakonishok, Josef and Baruch Lev, "Stock Splits and Stock Dividends : Why, Who, and When," *Journal of Finance*, September, 1987, pp. 913-932.
- Lamoureux, Christopher and Percy Poon, "The Market Reaction to Stock Splits," *Journal of Finance*, December, 1987, pp. 1347-1370.
- McNichols, Maureen and Ajay Dravid, "Stock Dividends, Stock Splits, and Sig-

- ning,” *Journal of Finance*, July, 1990, pp. 857-879.
- Mukherji, Sandip, Yong Kim and Michael Walker, “The Effect of Stock Splits on the Ownership Structure of Firms,” *Journal of Corporate Finance*, April, 1997, pp. 167-188.
- Muscarella, Chris and Michael Vetsuypens, “Stock Splits : Signaling or Liquidity The Case of ADR ‘Solo-splits’,” *Journal of Financial Economics*, September, 1996, pp. 3-26.
- Nayak, Subhankar and Nagpuranand Prabhala, “Disentangling the Dividend Information in Splits : A Decomposition Using Conditional Event-Study Methods,” *Review of Financial Studies*, Winter, 2001, pp. 1083-1116.
- Ohlson, James and Stephan Penman, “Volatility Increases subsequent to Stock Splits : An Empirical Aberration,” *Journal of Financial Economics*, June, 1985, pp. 251-266.
- Schultz, Paul, “Stock Splits, Tick Size, and Sponsorship,” *Journal of Finance*, February, 2000, pp. 429-450.