

令和元年6月14日現在

機関番号：35409

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K17097

研究課題名(和文) 株式分割実施が流動性に与える効果の実証 流動性が改善する銘柄属性と要因の解明

研究課題名(英文) The effects of stock splits on stock liquidity

研究代表者

高阪 勇毅 (KOHSAKA, Youki)

福山大学・経済学部・講師

研究者番号：60632817

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,000,000円

研究成果の概要(和文)：2014年4月、上場銘柄の売買単位が100株に集約され、上場企業の最小購入金額低下策は「株式分割」のみとなり、株式分割の戦略的重要性が一段と高まった。そこで、本研究では株式分割に伴う流動性改善効果を実証した。その結果、注文の活発化、売買高、売買代金の増加、気配スプレッド率、逆選択コストの縮小を発見した。また、株主構成は総株主数、個人株主が増加しているだけでなく、個人株主割合も相対的に増加していた。これらの結果により、企業は株式分割の主目的である「株式の流動性の向上と投資家層の更なる拡大」に成功していることを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

株式分割実施企業が株式分割の実施を発表する場合、「当社株式の流動性の向上と投資家層の更なる拡大を図ることを目的とする」との記載されることが多い。本研究ではその実現を明らかにしており、今後株式分割を実施する企業の指針のひとつとなる成果が得られている。また、逆選択コストの減少により、最低購入金額の低下だけでなく、暗黙的な取引コストも減少していることを明らかにしており、株式分割が個人投資家への好影響も明らかにしている。

研究成果の概要(英文)：On April 2014, the trading unit of listed stocks was consolidated to 100 shares. Stock splits became the only way to reduce the minimum purchase price and more strategic importance for listed companies. In this research, we demonstrated the improving liquidity of the stock split. As a result, we found that the stock splits increased the activation of orders, the traded volume, and the turnover and decreased the bid-ask spread, and the reverse selection costs. In addition, the stock splits increased the number of total shareholders and the individual shareholders, and the share of individual shareholders. On the basis of these results, the listed companies have succeeded in improving the liquidity of stocks and further broaden the investor base, which is the main purpose of the stock split for them.

研究分野：金融・ファイナンス

キーワード：株式分割 市場流動性 証券市場の活性化政策

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 株式分割とは、既存の株主に持ち株数に応じた新株を発行し、発行済み株式数を増やす資本戦略である。企業の業績には影響を与えないため、企業価値は変わらない。ただし、発行済み株式数の増加に伴い、1株当たりの価値は希薄化し、最低購入金額が低下することから、資金制約のある小口の投資家でも取引できるようになる。

(2) 日本では、2001年10月の商法改正によって、株式分割が容易になり、また、2001年9月に全国証券取引所・日本証券業協会が公表した「株式投資単位の引き下げ促進に向けたアクション・プログラム」によって、企業は株式分割を積極的に行うようになった。

(3) 実施企業の発表資料によると、「当社株式の流動性の向上と投資家層の更なる拡大を図ることを目的とする」との記載が目立ち、株式分割が流動性の向上と投資家の拡大であることが明言されている。また、芹田・花枝(2007)のサーベイ調査でも、経営者が流動性の向上と個人投資家の増加を目的に株式分割を実施していることがわかっている。

(4) これまでの米国での研究では株式分割による流動性の向上は定かではない。また、日本における研究では、ごく限られた研究しか蓄積されておらず、計測期間に問題もあるため、流動性の変化に関する十分な検証は実施されていない。

(5) 2014年4月には上場銘柄の売買単位が100株に集約された(売買単位1000株の銘柄には猶予期間がある)。上場企業の最小購入金額低下策は「売買単位の変更」と「株式分割」であったが、売買単位集約後は「株式分割」のみとなる。そのため、株式分割の戦略的重要性が一段と高まっている。本研究では、株式分割の実施が流動性の向上と投資家の拡大につながっているのかどうかを検証する。

2. 研究の目的

(1) 本研究では株式分割に伴う流動性改善効果を実証し、上場企業と個人投資家への影響を検証する。とくに株式分割が流動性を高めるのかどうか、株式分割が投資家の拡大に効果があるのか、流動性・逆選択コストの改善を通じた個人投資家への好影響はあるか、を明らかにすることが目的である。

(2) 株式分割が流動性に与える影響を、適切な計測期間で、包括的に実証することである。日本には、2005年まで、分割実施後、新株分の取引が約50日間できないという特有の株式分割制度が存在していた。そのため、分割実施後(権利落ち日)から新株取引開始日(効力発生日)までの約50日間は旧株の取引しかできなかった。この取引が制約される間、旧株は分割前の株価から分割分を割り引いた値段で取引される。これにより、取引可能な株式の総額が急減し、大口の取引需要を満たせず、株式分割前の流動性の維持が困難になる。そのため、株式分割後の流動性を適切に評価するためには、新株分の取引開始日以降を計測期間とすることが望まれる。本研究では、株式分割発表前69営業日から10営業日の期間と株式分割の効力発生日後10営業日から69営業日の流動性を計測し、株式分割の影響を計測する。

(3) 証券取引所が実施する「売買単位の集約」のもとで、上場企業に対して意義のある情報を提供することである。株式分割同様、最小購入単位を引き下げる手段には、売買単位の変更である「くくり直し」があった。日本では、株式はすべての株が1株から売買できるわけではなく、企業の指定した売買単位(株数)の整数倍の株数しか発注できない。そのため、くくり直しによって最小購入単位を引き下げることでも(例:1000株 100株)最低投資金額を下げることができた。これにより、それまでは資金制約によって売買が困難だった個人投資家なども取引に参加できるようになり、当該銘柄の流動性の改善が期待できた。しかし、売買単位が集約されると、くくり直しは実施できず、株式分割しか実施できない。そのため、最小購入金額低下策としての株式分割の重要性が高まっており、上場企業が株式分割に期待している効果を実際に得られるのかどうかを示すことは大きな意義があるだろう。

(4) 流動性を計測することで、市場のプレイヤーである、取引所、投資家、上場企業の3者のメリットを比較することである。取引所にとっては、流動性の改善は取引量の増加を意味し、手数料収入の増加というメリットがある。投資家にとっては、流動性の改善は取引の即時性の向上、スプレッドの縮小に伴う取引コストの軽減といった恩恵につながる。上場企業にとっては、取引量の増加は流動性リスクの緩和による株価の上昇や株主の増加による認知度の向上といったメリットを期待できる。よって、株式分割による流動性の変化を検証することは、株式分割が各主体の厚生に与えた影響を分析することに直結し、経済学的にも重要な意味を持つ。

3. 研究の方法

(1) 本研究は、株式分割による流動性の改善効果を取引活動の活発さ、取引コスト(スプレッド)、株主構成の3つの視点で計測する。取引活動の活発さは、分割比率を調整した売買高、

売買代金、注文件数、約定件数で計測する。

(2) スプレッドは、気配スプレッドだけでなく、実効スプレッド、逆選択コスト(マーケットインパクト)も計測し、投資家のコストの変化について、検証する。

(3) 株主構成は、各主体別の株主数と株主割合のそれぞれの変化を計測する。とくに、近年の企業側の希望とされる、個人投資家が増えているのかどうかについて検証する。

(4) 分析対象は商法が改正された 2001 年 10 月から 2013 年 11 月までに 1.5 分割以上の株式分割を実施した東証およびマザーズ上場銘柄とし、流動性の変化を計測した。取引データは日経メディアマーケティング株式会社のティックデータを利用した。分割実施企業、分割発表日(取締役会決議日)、分割割当日、効力発生日(新株取引開始日)とその他の企業情報は、NEEDS-FinancialQUEST から取得した。なお、株価が 30,000 円以上の銘柄、発表前 1 年以内に分割を実施している銘柄、売買単位の変更も同時に実施している銘柄は除外している。

(5) 分割発表日の翌営業日を発表の効果が現れる「分割発表日」とした。分割発表日前の 69 営業日から 10 営業日までの期間を分割前の流動性として計測する。効力発生日後 10 営業日から 69 営業日までの期間を分割実施後の流動性として計測する。所有者構造の変化は、株式分割発表時点で最新の有価証券報告書と分割実施後 13 か月後時点で最新の報告書のデータを比較することで、計測した。

4. 研究成果

(1) 取引活動においては、注文活動の活発化(中央値で 68.7%の増加)、売買高の増加(中央値で 9.0%の増加)、売買代金の増加(中央値で 21.8%の増加)が見られた。これは米国とは異なる結果であった。スプレッドは気配スプレッド率の縮小(中央値で 11.4%の縮小)、逆選択コストの縮小(中央値で 3.2%の縮小)を発見した。この結果も米国の研究で見られる「相対スプレッド(%)は大きくなるという結果」とは異なる結果であった。

(2) 株主構成は総株主数の増加(中央値で 76.9%の増加)、個人株主数の増加(中央値で 79.3%の増加)が見られた。また、それだけでなく、個人株主割合も相対的な増加(コントロール企業と比べて有意な低下)も見られた。

(3) 上記の分析を 3 つの期間(2001 年から 2005 年まで、2006 年から 2009 年まで、2010 年から 2013 年まで)に分けて分析したところ、2010 年以降の個人株主割合の相対的な増加は見られなかったものの、それ以外は同様の結果が得られた。

(4) これらの結果により、企業は株式分割の主目的である「株式の流動性の向上と投資家層の更なる拡大」に成功しており、個人投資家は逆選択コストの減少により、最低購入金額の低下だけでなく、暗黙的な取引コストの減少という好影響があったことを明らかにした。

(5) また、投資家、上場会社、取引所の 3 者に与えるメリットについて考察し、日本においては、株式分割の実施が各経済主体に有益な恩恵を与えていたと考えられた。

(6) 投資家の場合、実効スプレッド率の低下から、取引コストが減少したという便益が発生していることがわかった。また、逆選択コストの低下と総株主数の増加から、情報の非対称性に対するリスクが緩和したことが推察できる。これらにより、取引コストの低下と逆選択コストの低下は、新たな流動性を高める要因にもなった可能性が推測できる。

(7) 上場会社の場合、まず、株式分割の実施目的である「株式の流動性の向上と投資家層の更なる拡大」の成功が挙げられる。流動性の改善と逆選択コストの緩和は、流動性プレミアムと非対称情報のリスクプレミアムの低下を意味し、株価の上昇を期待することができる。また、一般的に、個人投資家は安定株主と言われることもあるが、個人株主の割合は不変であるため、安定株主の増加には繋がっていない。

(8) 取引所の場合、取引量の増大は手数料収入の増加も意味する。また、取引量の大きさは市場の質を表す指数としても認識されているため、市場流動性の改善は国際競争力の向上につながる。

5. 主な発表論文等

[学会発表](計 3 件)

高阪 勇毅、株式分割実施による取引活動、スプレッド、株主構成への効果、大阪大学 数理・データ科学セミナー、2017

高阪 勇毅、株式分割の個人投資家への影響、TKU ファイナンス研究所研究会、2017
高阪 勇毅、株式分割の流動性改善効果、日本ファイナンス学会、2017

〔図書〕(計1件)

山根 承子、黒川 博文、佐々木 周作、高阪 勇毅、ナツメ出版、今日から使える行動経済学、2019、pp.169-216

〔その他〕

ホームページ等

<https://youkikohsaka.wordpress.com/>

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。