

令和 5 年 6 月 30 日現在

機関番号：44324

研究種目：若手研究

研究期間：2019～2022

課題番号：19K13750

研究課題名（和文）売買単位集約を目的とした株式併合の増加と株価・流動性への影響

研究課題名（英文）Impact on stock price and liquidity：Increase in reverse stock splits for the purpose of consolidating trading units

研究代表者

高阪 勇毅（Kohsaka, Youki）

京都経済短期大学・経営情報学科・准教授

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）：本研究では株式併合実施前後における株価の変化と流動性の変化を実証した。標本期間は併合実施前、実施後、それぞれ1年間としている。その結果、売買単位100株に変更した売買単位集約目的での株式併合の場合、売買高・売買代金などの取引活動に有意な変化は見られなかったものの、投資家にとって取引コストと考えられるスプレッドを有意に縮小させる効果が見られた。また、実施企業の株価は下落傾向があるものの、売買単位集約目的の株式併合では下落の幅が小さかった。これは株式併合単独実施銘柄は市場から嫌厭されていたものの、売買単位集約目的の場合には負の反応は穏やかで、流動性の改善に繋がっていたと判断できる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

株式併合は、単元未満株発生の問題や過去の実施企業の株価が下落傾向であるという市場の経験則があり、企業と投資家の双方から嫌厭されていた政策であった。しかし、東証が2018年10月を目標に進めた「売買単位100株への集約」によって、売買単位が100株を超えていた銘柄の株式併合が急増したため、これまでの経験則の変化を捉える意義があった。本研究の結果は流動性の改善を示す結果であり、投資家の反応の変化を示す結果であった。しかしながら、株価の低下傾向は緩やかではあるものの継続しており、実施企業にとってネガティブな影響も残されていることが明らかになっている。

研究成果の概要（英文）：This study examines the effects of reverse stock splits on stock prices and liquidity over a one-year period. The findings reveal that reverse stock splits aimed at reducing the trading unit to 100 shares did not significantly impact trading activity but successfully reduced transaction costs for investors. The study also shows that companies implementing reverse stock splits experienced a decline in stock prices, although the decline was less pronounced when the purpose was to consolidate trading units. This suggests that reverse stock splits for consolidation purposes improve liquidity and mitigate negative market reactions compared to reverse stock splits conducted for other reasons.

研究分野：マーケットマイクロストラクチャー

キーワード：株式併合 流動性 売買単位集約 証券市場活性化政策

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 株式併合は発行済みの複数の株式を 1 株とする政策である。企業の業績に影響を与える政策ではないため、企業価値は変わらない。しかし、単元未満株（株主総会での議決権行使や株式売買を円滑にするために必要な一定数の量の株式数）が発生する問題や業績が低迷している低株価企業が株価水準を高めるために実施するケースが多く、投資家に企業の悪い体質を露呈する政策であった。そのため、過去の実施企業の株価が下落傾向であるという市場の経験則があり、株式併合に対する投資家の反応は好ましいものではなかった。

(2) 2009 年ごろから、株式併合を実施する企業が増加している。これは東証など全国証券取引所が 2007 年 11 月に発表した「売買単位集約に向けた行動計画」による影響が大きい。この計画は、上場銘柄の最低取引株数である売買単位を全銘柄で 100 株に統一し、取引の際の投資家の利便性を高め、国際競争力も向上させようとする戦略である。例えば、売買単位が 1000 株である企業が売買単位集約に賛同する場合、売買単位を 100 株に下げ、それまでの最小取引金額を 10 分の 1 に減少させることになる。しかし、最小取引金額の低下を嫌う企業の場合には、売買単位の変更と同時に、10 株を 1 株とする株式併合も実施し、最小購入金額を維持させたまま売買単位を変更させようとする。こういった企業の行動により、近年において株式併合をする企業が増加している。このような株式併合の内実は、「売買単位集約」といった市場の外部環境の変化に伴う株式併合であるため、前述の投資家に嫌気される株式併合とは異なった反応が期待できる。

(3) 売買単位集約計画は 2007 年 11 月に発表されているが、顕著な増加は 2013 年頃からあり、2016 年からは売買単位集約を意図した株式併合が激増している。このように、株式併合に対する市場関係者の注目が集まる一方、株式併合に関する学術的研究は乏しく、市場への影響を解明させる必要がある。

2. 研究の目的

(1) 本研究では、株式併合の目的の変化に伴い、株式市場への影響の変化を実証し、株主価値の毀損が懸念される株式併合の是非を明らかにする。そのため、(1) 売買単位集約目的であっても株式併合によって株価の低下が発生するのかどうか、(2) 株式併合で流動性は改善しているのかどうか、を実証する。

(2) 株価への影響を実証する目的は、株式併合は議決権のない単元未満株の発生による株価の下落が予想できるものの、投資家が併合前に適正な値段で、適切な量を、売却または追加購入できれば、株主価値の毀損と株価への負の影響は解消できるためである。

(3) 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ができる。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、株式併合による流動性の変化を検証することは、株式併合が各主体の厚生に与えた影響を分析することに直結する。

3. 研究の方法

(1) 本研究は、株式併合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）、株価の 3 つの視点で計測する。取引活動の活発さは、併合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) 2006 年 1 月から 2018 年 12 月までに株式併合を実施した上場銘柄を分析対象に流動性の変化を計測している。取引データは日経新聞デジタルメディア社のティックデータを利用した。併合実施企業、併合実施の取締役会決議日、効力発生日（併合実施日）とその他の企業情報は、QUICK Workstation から取得した。併合実施の取締役会決議日の翌営業日を公表の効果が現れる「併合発表日」とした。併合発表日前の 69 営業日から 10 営業日までの期間を併合前の流動性として計測し、効力発生日後 10 営業日から 69 営業日までの期間を併合実施後の流動性として計測する。また、長期の効果を捉えるため、前後 1 年間の計測も行った。な

お、発表前 1 年以内に併合を実施している銘柄、計測期間に一切の取引のない銘柄も除外している。

(4) 株式併合実施銘柄を売買単位集約といった取引所の要請に応えることを目的とした株式併合と、売買単位の変更を伴わない株式併合に分けて流動性を計測する。売買単位の集約を目的に掲げる株式併合銘柄は、全国証券取引所が売買単位集約の行動計画を発表した 2007 年 11 月以降に売買単位の 100 株への変更と株式併合を同時に実施した銘柄とする。ただし、株式併合の比率と売買単位変更の比率が異なる銘柄は売買単位集約以外の要因も含まれるため、今回の分析では除外した。売買単位 100 株への変更を伴う株式併合と売買単位の変更を伴わない株式併合を比較することで、売買単位集約を目的とする株式併合の影響を可能な限り頑健に実証する。

4. 研究成果

(1) 売買単位集約目的の株式併合においては、注文活動の活発化（中央値で 24.2%の増加）、約定件数の増加（中央値で 61.0%の増加）が見られたが、売買高、売買代金の増加は見られなかった。一方、売買単位の変更を伴わない株式併合では、いずれの指標も有意な変化が見られなかった。

(2) また、売買単位集約目的の株式併合において、気配スプレッド率の縮小（中央値で 0.5 パーセントポイントの縮小）、逆選択コストの縮小（中央値で 0.12 パーセントポイントの縮小）を発見した。一方、売買単位の変更を伴わない株式併合では有意な変化が見られなかった。

(3) 株価は売買単位集約目的の株式併合においても低下したものの、売買単位の変更を伴わない株式併合よりは、緩やかな低下であった。

(4) これらの結果により、売買単位集約目的の株式併合においては、これまで懸念されていた流動性の悪化が観測されず、流動性の改善される結果が得られた。

(5) 以上の結果は、売買単位集約を目的とした株式併合の場合には相対スプレッドも逆選択コストも有意に減少し、市場の流動性の改善に貢献していることを示している。また、全国証券取引所の「売買単位集約に向けた行動計画」に賛同するための株式併合は、流動性の観点からは、上場企業と個人投資家に悪影響を与えておらず、むしろ個人投資家に対し、取引コストの軽減を実現させていると言える。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 3件 / うち国際共著 1件 / うちオープンアクセス 3件）

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 高阪勇毅
2. 発表標題 株式市場における流動性の計測
3. 学会等名 経営・情報学会研究報告会
4. 発表年 2020年～2021年

1. 発表者名 高阪勇毅
2. 発表標題 Disposition Effect and Reverse Stock Splits
3. 学会等名 経営・情報学会研究報告会
4. 発表年 2022年～2023年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 京都経済短期大学 経営・情報学会	4. 発行年 2023年
2. 出版社 晃洋書房	5. 総ページ数 196
3. 書名 持続可能な社会に向けて	

〔産業財産権〕

〔その他〕

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

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------