

証券市場変遷期の名証上場企業の市場流動性*

名古屋市立大学・附属経済研究所所員 坂和秀晃†

要旨

本研究では、東海地域の金融市場であり日本の主要取引所の1つでもある名証が2000年代の金融自由化以降の証券市場変遷期において、どのような市場設計を行っていたのかといった点についての制度面での調査を東証との比較を中心に行う。次に、名証の市場設計が十分に名証上場銘柄に対して市場流動性を供給できるのかについての実証分析を行う。実証研究の結果、以下の2点が明らかになった。第一に、名証1部上場企業については、名証2部上場企業よりも高い市場流動性が得られている。第二に、2重上場企業については、名証単独上場企業に比して、市場流動性が高くなる。

キーワード：名証・市場設計・市場流動性

1. はじめに

近年、我が国の証券市場の変遷が著しい。2000年代の金融自由化の一環として、「貯蓄から投資へ」をスローガンとして、日本全国の証券市場の整備が図られた。これは第二次大戦後、伝統的に間接金融を中心としてきた我が国の金融システムにおいて、直接金融の機能を強化しようとする意図で行われてきた。その背景としては、間接金融による企業への資金供給が機能不全になっていたことが挙げられる。1990年代から2000年代初頭にかけての日本経済は、不動産バブル崩壊の影響を受け、金融機関の破綻・合併が相次ぐなど、間接金融の機能不全に陥っていた。この「失われた10年」と称される時期には、担保価値が目減りした銀行による「貸し剥がし」や「貸し渋り」といった現象が問題になり、結果として实体经济に十分な資金が回らず、不況がさらに深刻化するという悪循環が起こった。このような状況を打破する目的で、イノベーションを起こしえる新興企業に十分な資金供給がなされるための新興市場が必要との観点から、各取引所には新興市場が成立するなど、証券市場の整備が進み、証券取引所間の競争が起こるようになった。取引所間の競争の激化と共に、地方取引所の廃止が進み、2013年度には我が国を代表する東証（東京

*本研究は、名古屋市立大学附属経済研究所プロジェクト研究「証券取引所を取り巻く環境変化による東海地域の上場企業への影響」の一環として行っており、同研究所の支援に感謝の意を示したい。平成25年度シキシマ学術振興財団の研究助成にも併せて感謝したい。本年3月7日に行われたプロジェクト研究セミナーでは、角田隆太郎先生・程島次郎先生・森田雄一先生・焼田党先生には有益なコメントを頂いたので、感謝の意を示したい。

†名古屋市立大学大学院経済学研究科・准教授 Email: sakawa@econ.nagoya-cu.ac.jp

証券取引所)と大証(大阪証券取引所)の合併が行われ、日本証券取引所グループが誕生するに至っている。我が国におけるこのような「直接金融」の担い手である証券取引所の変遷の過程で、特に地方証券取引所の意義自体が問われる時代になってきていると考えられる。本研究では、東海地域の直接金融を担いかつ、日本の主要証券取引所でもある名証(名古屋証券取引所)の現状を明らかにするために、日本証券取引所グループとの差異について、制度面の調査を行うと同時に市場取引データを用いて実証的に検証することを目的としている。

証券取引所間の競争において、「市場流動性」を確保することが重要になる。証券取引所の収益は、取引手数料(Transaction Fee)に起因していることから、「市場流動性」を高めることが収益を高めることに直接連動している。したがって、証券市場設計(Market Design)に際しては、「市場流動性」の確保が重要になる(O'Hara (2001))。そのような考え方から、証券取引所においては、投資家を引き付けるための様々な改革が行われることになる。例えば、東証では、投資家への情報格差をなくすための四半期IR活動を行っている。生方・坂和(2007)では、この四半期IR活動の結果として、投資家間の非対称情報の程度を測定する指標である逆選択コストの減少が見られることを発見している。又、投資家への取引前の情報格差をなくすために、証券市場の取引前の透明性(Pre-trade Transparency)を高める改革もなされている。東証では、2000年に投資家に公開する情報を最良気配のみから上下3本気配に拡充し、2003年には、上下3本気配から上下5本気配に広げる改革を行っている。これらの改革については、2000年の改革については、Sakawa and Ubukata (2012)において、2003年の改革については、坂和・生方(2011)において実証的な検証が行われている。結果として、投資家間の非対称情報の程度を測定する指標である逆選択コストの減少は両改革においても減少していることを明らかにしている。又、取引の最良気配情報から測定したスプレッド・デプスなどの「市場流動性」が高められる効果についても同様に明らかにしている。これらの結果は、Boehmer et al. (2005)の米国市場での実証研究・Eom et al. (2007)の韓国市場での実証研究とも整合的な結果となっている。

証券市場間の競争が強まるに伴い、「市場流動性を高めるための市場設計」の重要性は高まっていくことが予想される。しかしながら、我が国の主要市場の一つとして数えられる名証については、上場企業数が東証に比して少ないこともあり、その市場設計が「市場流動性」を高めるために貢献したかどうかといった観点からのアカデミックな検証がほとんどなされていない状況にある。本研究では、このような現状において、まずは東海地域の企業活動に対する直接金融の役割を果たす証券取引所としての名証と日本を代表する証券取引所の市場設計において差があるのかどうかについての制度面での検証を行う。次に、名証上場銘柄の市場流動性が東証上場銘柄と比較した際に、十分に供給されているかどうかを比較するために、成長段階の企業が上場する証券取引所2部上場企業について、名証2部単独上場銘柄と東証・名証2重上場銘柄の市場流動性の比較を行う。

本稿で得られた実証結果は、以下のようにまとめられる。まず、名証1部上場企業については、名証2部上場企業よりも高い市場流動性が得られていることが明らかになった。次に、2重上場企業については、名証単独上場企業に比して、高い市場流動性を実現していることが分かった。これらの実証結果は、名証の1部・2部という市場設計が、上場企業の市場流動性に対する要求に一定限度は答える形で機能していることと、それでも市場流動性を十分に得られない企業が、他市場に2重上場していることを示している。

本稿の構成は以下の通りである。第2節において、名証上場関連の制度面の調査を行い、東証との比較を行う。第3節において、実証仮説の構築と実証方法の説明を行う。次に、データの説明と記述統計量の紹介を第4節において行う。第5節において、実証結果を解釈し、最後に結論を第6節でまとめて、結びとする。

2. 我が国の証券市場における名証の位置づけについて

日本の証券取引所は伝統的に東京証券取引所（東証）・大阪証券取引所（大証）・名古屋証券取引所（名証）の3市場を主要市場として、その他の札幌証券取引所・福岡証券取引所などの地方証券取引所により構成されている。2013年1月に主要取引所の東証と大証が合併したことにより、我が国の上場銘柄の多くは日本証券取引所グループ傘下の東証上場銘柄になった。我が国の主要証券取引所が日本証券取引所グループと名証の2市場となった現状においては、名証自体の位置づけを再考する必要がある段階に来ていると考えられる。本節では、名証の歴史・上場関連の制度面を調査すると同時に、東証との比較を行うことで、名証の現状分析を行うこととする。

現在の名証の歴史は、1949年4月1日に遡る。1961年10月には、上場銘柄数の増加から、名証1部と2部が併存する形になった。さらに、金融自由化以降の「新興市場」の成立期である1999年10月からは新興市場向け市場であるセントレックスがスタートし、現在と同様の3部制の証券取引所になった。それ以来、東海地域の企業を中心に300銘柄余りの企業が上場する証券取引所として、東海地域の直接金融の担い手としての役割を果たしてきた。2000年代には、セントレックス以外にも、地方証券取引所にも多くの新興市場が設立されたものの、我が国における新興市場としては、「東証マザーズ」・「JASDAQ」・「大証ヘラクレス」の3市場が新興3市場として中心的な役割を果たしており、その他の新興市場による資金調達は十分に進まなかった¹（Sakawa and Watanabel (2012)）。

名証の市場設計という意味からは、その取引システムの更新も重要になる。特に、証券市場取引においては、投資家にとっての重要な関心時である取引前の透明性（Pre-trade Trade Transparency）を加味することが重要になる。2005年よりは、投資家への一般気配・特別気配の公開について、最良気配1本のみから上下5本気配へとその公開幅の拡充を行っている²。この拡充は、東証において2000年12月と2003年6月の2回に亘り行われたものと同じ改革であり、投資家間の非対称情報の程度を緩和することにより、取引を促進する目的の下になされていると考えられる。その意味では、名証においても、東証と同様に「市場流動性」を高めるためのシステム面の改革が行われていることが明らかになる。

現在の我が国の金融市場においては、3500社を超える数の上場企業が存在する。2013年に東証と大証の合併が行われたこともあり、その内の多くの企業は日本証券取引所グループ傘下の東証上場企業になっ

¹2000年代における我が国の新興3市場の比較やその企業統治などの観点については、Sakawa and Watanabel (2012)にまとめられているので、詳しくはそちらを参照されたい。

²同気配情報拡充については、株式会社CSKならびにBloomberg社を通じた気配情報のみであり、東証を通じた投資家への配信情報には変化がない。詳しくは、以下のURLを参照されたい。<http://www.nse.or.jp/about/files/kaiken050223.pdf>

表1 名古屋証券取引所上場企業数の推移

パネルA：名証上場企業数			
年度	名証1部	名証2部など	合計数
2006年	247	139	386
2007年	246	143	389
2008年	242	142	384
2009年	227	137	364
2010年	212	134	346
2011年	203	129	332
2012年	195	122	317
2013年	189	117	306

パネルB：名証上場企業の内、東証上場銘柄数			
年度	名証1部	名証2部など	合計数
2006年	237	31	268
2007年	235	32	267
2008年	232	30	262
2009年	217	28	245
2010年	203	29	232
2011年	196	30	226
2012年	188	28	216
2013年	183	34	217

(注)：上表については、Bloomberg社のデータより情報を抽出した。セントレックスは、上場数が少ないため、2部の上場数とあわせて記載した。それぞれの銘柄数は、各年の10月時点の銘柄数を示している。

ている。一方で、2013年時点における名証上場企業は、1部上場189社、2部・セントレックス上場117社、合計306社に上る。この内、東証に二重上場している銘柄数に関しては、1部183社、2部34社にも上る。2006年以降の名証上場企業数の推移については、以下の表1にまとめている。表1のパネルAからは、名証上場企業は300社余りで安定的に推移していることがわかる。このことは、名証が東海地域を中心とする企業に対する資金調達の中心的な役割を安定的に果たしていることを示唆している。一方で、パネルBは、名証単独上場企業はセントレックス・2部上場企業にはある程度みられるものの、1部上場企業にはほとんど観察されないことを示している。このことは、名証の直接金融を通じた資金調達という役割は、主に中小企業や新興企業に対しては十分に果たされているものの、大企業にとっては十分なものではないことを示唆している。

次に、表2では、名証上場企業についての考察を行うために名証1部と名証2部上場企業の上場基準の主な項目の相違・共通点についてまとめている。我が国の主要市場ということもあり、名証1部と東証1部についてはほぼ同様の上場基準を採用していることから、東証1部の上場基準については、表2ではその紹介を割愛している。表2より、最低必要株式数については、1部2200人に対して2部は300人と大きく異なっていることがわかる。又、流通株式数・流通株式比率の基準も1部の方が高くなっていることから、1部上場銘柄には流通市場での高い市場流動性が要求されることを示している。時価総額・総資産についても1部上場企業の方が大きいことから、名証1部上場企業には2部上場企業よりも大きな企業規模

表2 名古屋証券取引所1部と2部の上場基準の差異

主要な必要項目	名証1部	名証2部
(上場時の)株主数	2200人以上	300人以上
流通株式数	20000単位以上	2000単位以上
流通株式比率	35%以上	25%以上
上場時価総額	250億円以上	10億円以上
(最低)事業継続年数	3年以上	3年以上
純資産	10億円以上	3億円以上
利益	最低2年5億円以上又は 時価総額500億円以上	最低1年1億円以上又は 時価総額500億円以上
上場会社監査法人 による監査	最近2年間の財務諸表あ るいは1年間の四半期報 告についての監査	最近2年間の財務諸表 あるいは1年間の四半期 報告についての監査
単元株	上場時に100株とする	上場時に100株とする

(注)：本上場基準の差異については、名古屋証券取引所のHPから取得したデータをまとめたものである。上述の項目が、それぞれ1部・2部への上場申請に必要な要件となる。

が必要とされる。又、必要な企業利益についても1部上場企業の方が高くなっている。一方で最低事業継続年数は3年以上と1部・2部の間で差がない。このことは、急拡大した成長企業が2部を経ずに1部に上場することを可能にしている。又、監査法人による監査に関しては、1部・2部とも同様の基準を要求していることから虚偽記載等による投資家への被害が及ばないようにする市場設計を行っていることがわかる。最後に、単元株に関しては、上場時100株となるように調整している。この点は、1000株を基準とする銘柄の多い東証とは異なることになる。

3. 実証仮説と実証方法

3.1. 実証仮説

本研究では、名証の市場設計が上場企業に十分な市場流動性を与えるように設計されているかどうかを検証するための実証仮説を構築する。名証の市場設計は、成熟企業が上場する場である第1部・成長性の高い企業が上場する第2部・資金需要の高い中小企業 (Small and Medium-sized Enterprise) が上場するセントレックスの3部構成になっている。したがって、企業の成長段階に応じて、更に大量の資金が必要になると、セントレックスから2部、あるいは2部から1部へと上場変更を行うことで、十分な資金調達を行うことが可能になることが期待される。すなわち、この3部設計が有効に機能している場合、名証1部上場企業の方が、2部上場企業に比して多くの取引が行われ、結果として市場流動性が高くなることが予想される。同様の関係は、セントレックス上場企業との間においても予想することができるものの、セントレックス上場企業は14社程度に留まるため、2部上場企業との統計的な比較検証は難しい。したがって、以下の仮説1を構築し、名証1部上場企業と2部上場企業との関係を検証することにする。

仮説 1

名証 1 部上場企業の市場流動性は、2 部上場企業の市場流動性に比して高くなる。

次に、1 部上場企業に比して、成長性の高い企業が上場する証券取引所 2 部上場企業に着目する。名証 2 部上場企業の内、三分の一程度の企業は 2 重上場している企業である。これらの企業は、名証 2 部では十分な市場流動性を確保できないと考えて、その他の国内市場に 2 重上場を行っていると思定される。海外の先行研究である Karolyi (2006) においても、ヨーロッパの上場企業は、米国市場における高い市場流動性を鑑みて、米国市場における 2 重上場を行うことを示している。したがって、名証 2 部上場企業と比して、2 重上場している企業の方が、市場流動性が高くなることが想定されるため、以下の仮説 2 を構築して検証を行う。

仮説 2

名証 1・2 部単独上場企業の市場流動性に比して、2 重上場している証券の市場流動性は高くなる。

3.2. 実証方法

前節で構築した 2 仮説を実証的に検証するために、「市場流動性」を測定する必要がある。市場流動性に関しては、Lesmond (2005) の研究において、日中取引データ・日時取引データなどを用いて、世界の証券市場の国際比較研究を行っており、特に日中取引の頻度が十分に観測できない場合は、日時データを用いた分析が有用であることに言及している。又、日本においては、太田・竹原・宇野 (2011) などで日中・日時両頻度のデータを用いた検証が行われている。Sakawa et al. (2014) において、日中取引データを用いた検証が行われているものの、東証 1 部上場企業に関しても、日中取引データを用いた市場流動性の測定に十分な頻度の取引が行われている銘柄数は半数程度である。本研究では、東証 1 部上場企業に比して取引頻度が低いと思定される名証上場銘柄を対象とする分析を行うことから、Lesmond (2005) に倣い、日時取引データを用いた「市場流動性」の計測を行うことにする。

日時データを用いた「市場流動性」の指標としては、Amihud (2002) の研究において考案された「ILLIQ」との略称で知られる Illiquidity の指標が、国際比較において多く用いられている。本研究では、日時データから測定する「市場流動性」の指標として、「ILLIQ」と「売買回転率」とよばれる指標を採用する。「ILLIQ」は、Amihud (2002) において下記の (2) 式のように紹介されている。

Amihud (2002) では、流動性の指標として米国のデータを用いて、太田・竹原・宇野 (2011) において、我が国のデータを用いて、実証分析の結果を説明している。(1) 式のように、日時の収益の絶対値をとったものを売買代金で割ることで、一日あたりの ILLIQ を求めることができる。

$$\text{(Daily) ILLIQ}_{i,t} = \frac{|\text{Daily Return}_{i,t}|}{\text{売買代金}_{i,t}} \quad (1)$$

Amihud (2002) の研究のように、各銘柄 i の ILLIQ を求める場合は、下記の (2) 式のように T 期間内の

算術平均を計算することになる。

$$ILLIQ_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{|\text{Daily Return}_{i,t}|}{\text{売買代金}_{i,t}} \quad (2)$$

「ILLIQ」は、株価を1%変化させるのにどれだけの売買代金が必要になるかを示した指標であり、その値が小さいほど流動性が高い市場と判断できる。本研究では、上述の(2)式で与えられる「ILLIQ」の「市場流動性」指標を用いて、実証分析を行う。

実証分析の方法としては、まずは仮説1を検証するために、名証1部上場企業と2部上場企業について、2つの流動性指標を計算してその平均値の差を比較する差の検定を行う。同様にして、仮説2を検証するために、名証2部上場企業について、流動性指標の平均値の差を比較する検定を行う。しかしながら、平均値の差の検定の結果のみで、仮説1・2を検証することは十分でない。証券市場の市場流動性については、各銘柄の「株価水準」や「売買量」による影響がでる可能性があり、これらの変数との内生関係を加味する必要がある (McInish and Wood (1992), Eom et al. (2007))。そこで、それらの変数の変動による市場流動性の変化をコントロールするために、McInish and Wood (1992) の方法に倣った推定を行う。

まず、仮説1を検証するために、(3)式の推定を行う。(3)式では市場流動性と説明変数の1項目の株価水準・2項目の売買高の影響をコントロールした上で、名証1部上場ダミー (1st Dummy) が有意に高くなるかどうかを検証することになる。

$$\text{流動性}_i = \beta_1 \ln(\text{Price}_i) + \beta_2 \ln(\text{Market Cap}_i) + 1st\text{Dummy}_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

次に、仮説2を検証するために、以下の(4)式の推定を行う。(3)式と同様のパネル分析であり、2重上場銘柄ダミー (Cross Dummy) が有意に高くなるかどうかを検証すればいいことになる。

$$\text{流動性}_i = \beta_1 \ln(\text{Price}_i) + \beta_2 \ln(\text{Market Cap}_i) + \text{Cross Dummy}_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

又、上述の仮説1・2を両方同時に検証するために、名証1部上場ダミーと2重上場銘柄ダミーの両方を説明変数に入れた以下の(5)式を推定する。

$$\text{流動性}_i = \beta_1 \ln(\text{Price}_i) + \beta_2 \ln(\text{Market Cap}_i) + 1st\text{Dummy}_i + \text{Cross Dummy}_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

4. データと記述統計量

本研究では、2007年1月～12月の名証1部・2部上場企業についての市場流動性の測定を行う。2008年度より、リーマンショックを端緒とする世界金融危機 (Global Financial Crisis) が起こり、我が国の金融市場を含めて世界的な金融市場の混迷が見られた。又、2011年3月11日には、東日本大震災が起こり、そ

表3 記述統計と相関

Panel A 記述統計

Variables	Number	Mean	Median	Standard Deviation
Illiq (×1000)	387	18.403	0.024	99.242
Price (千円単位)	387	29.092	0.950	132.164
Market Value (1兆円単位)	387	0.622	0.042	1.837
名証1部 (ダミー)	387	0.633	1.000	0.483
二重上場 (ダミー)	387	0.687	1.000	0.464

Panel B 相関

Variables	1	2	3	4	5
1. Illiq (×1000)	1				
2. Price (千円単位)	0.11	1			
3. Market Value (1兆円単位)	-0.06	0.30	1		
4. 名証1部 (ダミー)	-0.24	0.05	0.25	1	
5. 二重上場 (ダミー)	-0.27	0.04	0.22	0.76	1

Panel C : 名証上場部間の平均値の差の検定

Variables	1部	1部以外	Difference	T-value
Illiq (×1000)	0.217	49.780	-49.560	(-4.87)***
Price (千円単位)	33.815	20.944	12.870	(0.92)
Market Value (1兆円単位)	0.978	0.009	0.969	(5.17)***
二重上場 (ダミー)	0.955	0.225	0.730	(22.85)***

サンプルの差の検定には、T検定を用いた。括弧の内はT値。

*, **, *** は有意水準5%, 1%, 0.1%。

Panel D : 二重上場の有無についての差の検定

Variables	重複なし	重複あり	Difference	T-value
Illiq (×1000)	57.478	0.628	56.85	(5.41)***
Price (千円単位)	21.967	32.333	-10.370	(-0.71)
Market Value (1兆円単位)	0.012	0.900	-0.889	(-4.52)***
名証1部 (ダミー)	0.091	0.880	-0.789	(-22.85)***

サンプルの差の検定には、T検定を用いた。括弧の内はT値。

*, **, *** は有意水準5%, 1%, 0.1%。

の後の決算報告を後回しにするなどの企業も多かった。その意味で、2008年度以降の証券市場の価格形成を考察する際には、世界金融危機・東日本大震災による流動性への効果などを考察する必要がある。したがって、世界金融危機前の直近年度である2007年内の取引データを用いた検証を行うこととする³。

データとしては、2007年の名証上場企業387社についての日時市場取引データを用いる。具体的には各

³Nakamoto (2007) では、2007年度に施行された「金融証券取引法」の影響により、日本の市場環境が激変する可能性も指摘している。その意味でも、本研究では、これらの効果が市場に影響していないと想定される2007年を対象とした分析を行っている。

営業日の「始値」・「終値」・「出来高」といった日時取引データを用いて、前節で紹介した「ILLIQ」指標を推計することになる。加えて、各企業の2007年度報告に基づいた「発行済み株式数」のデータを用いる。これらのデータについては、名証のデータベンダーであるBloomberg社のデータを用いている。

本研究で用いるデータの記述統計については、以下の表3でまとめられている。Panel Aでは、推定に用いられる5つの変数についての記述統計量を紹介している。市場流動性の変数である「ILLIQ」は、平均値が18.403なのに対して、メディアンが0.024と低いことから、市場流動性が極端に低い銘柄が多く存在することを示唆している。次に、「日時の終値」については、平均29000円、メディアン950円余りであることから、極端に終値の高い銘柄が存在することが分かる。同様に、時価総額(Market Value)についても、平均6220億円・メディアン420億円であることから、極端に時価総額の高い銘柄が名証に上場していることが分かる。名証1部上場ダミーが63.3%であることから、名証では1部上場企業は60%以上を占めることになる。最後に、2重上場ダミーが68.7%であることから、3分の2を超える企業が、東証などの他の証券取引所に2重上場をしていることが分かった。

次に、表3のPanel Bでは、ピアソンの相関係数行列の値を示している。市場流動性の変数である「ILLIQ」と名証1部上場ダミー・2重上場ダミーは比較的大きな負の相関を示している。このことは、「名証1部上場企業の方が市場流動性は高い」という仮説1と、「2重上場企業の方が市場流動性は高い」という仮説2と整合的な関係を示している。又、表3のPanel Cでは、名証1部上場企業と1部以外上場企業の平均値の差の検定を行っている。「ILLIQ」の値は、名証1部上場企業の平均値の方が、有意に小さいことから、名証1部上場企業の市場流動性の方が大きくなるという仮説1と整合的な関係を示唆している。同様に、Panel Dでは、2重上場している企業の方が名証単独上場企業よりも市場流動性が高いという仮説2と整合的な関係を得ることができた。

したがって、本研究では、次節以降の推定式によって、両仮説が成立するのかどうかを検証することとする。

5. 実証結果

本節では、3.2節で構築した推定式(3)・(4)・(5)の推定結果を解釈することで、2仮説が成立するかどうかを検証することとする。推定結果は、左から(3)・(4)・(5)式の順番に、表4に示されている。表4の結果では、3式のコントロール変数については、株価(Price)は有意に正になるものの、時価総額(Market Cap)に関しては、有意な関係は得られないことが分かる。

表4より、推定式(3)については、名証1部上場ダミーが有意に負になることが分かる。この結果は、名証1部上場企業の方が市場流動性は高くなることを示しており、仮説1と整合的である。推定式(4)については、2重上場ダミーが有意に負になることが示される。したがって、仮説2と整合的な結果が得られることになる。最後に、推定式(5)については、名証1部上場ダミーと2重上場ダミーの双方が有意に負になることから、仮説1・2と整合的な結果であることが分かる。以上より、名証1部上場企業・名証の2重上場企業の方が市場流動性は高いという実証結果が成り立つことが明らかになった。

表4 推定結果

	Illiq (×1000)	Illiq (×1000)	Illiq (×1000)
Price	0.104* (2.22)	0.103* (2.23)	0.103* (2.25)
Market Value	-2.365 (-1.47)	-2.433 (-1.51)	-1.984 (-1.36)
名証1部(ダミー)	-48.610** (-3.73)		-18.810** (-3.19)
重複上場(ダミー)		-55.760** (-3.68)	-41.310** (-3.33)
Constant	47.620** (3.74)	55.240** (3.71)	56.960** (3.74)
Number	387	387	387
Adjusted R ²	0.068	0.081	0.082
F Value	4.846**	4.734**	3.757**

不均一分散に対するWhiteの修正を行った (White 1980)。括弧の内はT値。

*, **, *** は有意水準5%, 1%, 0.1%。

6. 結論

本研究では、変遷著しい我が国の証券取引所の中における主要取引所としての名証の位置づけを考察するために、名証の市場制度を調査するとともに、その市場流動性についての実証研究を行った。名証の市場制度は、名証2部よりも1部の方が上場要件は厳しくなっており、1部に上場する企業は、株式流通量を高める必要がある。このことは、名証1部上場企業には、2部上場企業よりも高い市場流動性を要求されることを示唆しており、仮説1として実証分析を行った。又、名証2部と東証2部あるいは名証1部と東証1部の上場要件には差がないことから、名証上場だけでは十分な資金調達ができないと考える企業は、東証への2重上場を考える可能性がある。この場合、2重上場している企業の方が市場流動性は高くなるはずであり、仮説2として検証を行った。

本稿では、2007年の名証上場企業387社を対象として、上述の2仮説についての分析を行っている。本稿の結果は、市場流動性の変数として「ILLIQ」を用いた分析を行う場合、上述の2仮説が成立することを示している。このことは、名証の市場設計が、1部・2部の差別化を行うことで、より市場流動性を求める企業に1部上場という機会を与えることで一定の役割を果たしているものの、それでも十分な市場流動性を得られない多くの企業が2重上場を行うことで、必要な市場流動性を確保していることを示している。しかしながら、本稿は2007年という世界金融危機の影響を受ける前の期間を対象とした分析であり、その意味では世界金融危機中に、東海地域を中心とする上場企業に対して名証が十分な市場流動性を与えることができたかについては明らかではない。又、2重上場という意思決定と市場流動性の関係における内生関係などが存在する可能性もあるが、その点についての検証は行っていない。今後の研究の課題としたい。

引用文献

- [1]. 生方雅人・坂和秀晃 (2007) 「注文駆動型市場における IR 活動のスプレッド要因への影響」『現代ファイナンス』第 22 巻 97-113 頁
- [2]. 太田亘・竹原均・宇野淳 (2011) 「株式市場の流動性と投資家行動—マーケット・マイクロストラクチャー理論と実証」, 中央経済社
- [3]. 坂和秀晃・生方雅人 (2011) 「スプレッドで見た市場流動性への東証改革の影響」『経営財務研究』第 31 巻 1 号 26-34 頁
- [4]. Amihud, Y., (2002), "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects", *Journal of Financial Markets*, 5, 31-56.
- [5]. Boehmer, E., Saar, G., Yu, L. (2005), "Lifting the veil: an analysis of pre-trade transparency at NYSE", *Journal of Finance*, 60, 783-815
- [6]. Eom, K. S., Ok, J., Park, J-H. (2007), "Pre-trade transparency and market quality", *Journal of Financial Markets*, 10, 319-341.
- [7]. Karolyi, A. (2006), "The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom", *Review of Finance*, 10, 99-152.
- [8]. Lesmond, D. A. (2005), "Liquidity of emerging markets Journal of Financial Markets", *Journal of Financial Economics*, 70, 411-452.
- [9]. Madhavan, A., Porter, D. C., Weaver, D. G. (2005), "Should securities markets be transparent ?", *Journal of Financial Markets*, 8, 265-287.
- [10]. McNish, T. H. and Wood, R. A. (1992), "An Analysis of Intraday Patterns in Bid/Ask Spreads for NYSE Stocks", *Journal of Finance*, 47, 753-764.
- [11]. Nakamoto, M. (2007), "Fears about Japan investor rules", *Financial Times*, September 30.
- [12]. O' Hara, M. (2001), "Designing Markets for Developing Countries", *International Review of Finance*, 2, 205-215.
- [13]. Sakawa, H., Ubukata, M. (2012), "Does Pre-trade Transparency Affect Market Quality in the Tokyo Stock Exchange ?", *Economics Bulletin*, 32, 2103-2112
- [14]. Sakawa, H., Ubukata, M., Watanabel, N. (2014), "Market Liquidity and Bank-dominated Corporate Governance: Evidence from Japan", *International Review of Economics and Finance*, 31, pp. 1-11.
- [15]. Sakawa, H., Watanabel, N. (2012), "Corporate Governance and Initial Public Offerings in Japan", In A. Zattoni and B. Judge (Eds.), *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective*, Cambridge University Press, pp. 238-261.
- [16]. White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48, 817-838.

“An Analysis of Market Liquidity in the Nagoya Stock Exchange”

Institute of Economic Research, Nagoya City University Hideaki Sakawa

Abstract

This paper investigates the market design of Nagoya Stock Exchange known as one of the primary stock markets in Japan. This paper focus on the market design of Nagoya Stock Exchange post the financial deregulation of Japanese 2000s. Our empirical findings are summarized as following two points. First of all, market liquidity of stocks with 1st Section of Nagoya Stock Exchange is higher than those with 2nd section. Second, market liquidity of cross listed stocks is higher than that of non-cross listed firms in Nagoya Stock Exchange.

Keywords : Nagoya Stock Exchange ; Market Design ; Market Liquidity