

【公募型】 令和 2 年度 客員研究員 研究報告書

滋賀大学経済経営研究所

氏 名	氏名（ふりがな）	所属学科・職名
	脇屋 勝（わきや まさる）	日本取引所グループ 総合企画部 主任研究員 兼 東京証券取引所 情報サービス部

期 間	令和 2 年 4 月 1 日～令和 3 年 3 月 31 日
調査・研究のテーマ	株式市場における浮動株と仮需を踏まえた流動性との関係
研究成果の概要 （中間成果も可）	2010 年から始まった金融緩和政策の一環として、日銀の ETF の買入がある。この政策の狙いとして、日銀が市場から ETF を買入することで投資家のリスクプレミアムに働き掛ける効果がある。その一方で、実務家や先行研究では、日銀が市場から ETF の買入を継続し、大量に個別企業の株式を保有することの負の影響として、(1) 市場に流通する株式の減少によって流動性を低下させ価格発見機能を弱める (2) 日銀が個別企業の大株主になることによりガバナンス機能の低下を招くとの問題指摘がなされている。 日銀が ETF の買入を行う上限は、当初は 400 億円であったのが、2015 年には年間 6 兆円拡大し、コロナ過以降の 2020 年は 12 兆円に引き上げている。その買入上限金額そのものに着目すれば、大きな金額であることは間違いない。しかし、東証一部市場の売買代金は、年間で 2018 年は 740 兆円、2019 年は 598 兆円であり、日銀の買入金額の市場全体に占める割合は、数%程度である。 次に、個別銘柄では、日経平均株価で最もウェイトが高いファーストリテイリングのケースを見ると、浮動株比率は 20%程度であり、東証一部の平均の 60%程度と比較すると 3 分の 1 程度であるが、売買代金（2020 年 12 月）は東証一部の中で第 5 位であり、流動性は高い部類に入る。 また、ガバナンスの観点からファーストリテイリングの株主構成を確認した場合、創業者一族の保有株式が過半を占めており、パッシブファンドが保有していると推定される株式を勘案すると、経営者への規律付けの程度は、高い部類に入るといえない。しかし、コロナ渦の影響を受ける直前の 2019 年 8 月期決算期の ROE が 18.05%であるのに対し、東証一部の平均 6.7%と比較して高い水準であった。 以上の点を踏まえて、ETF 等のパッシブファンドの保有株式数が多い企業ほど流動性やガバナンスに負の影響を与えているのか日経平均株価の構成銘柄のウェイトに着目し、各企業の浮動株比率を踏まえて実証分析を進めた。

研究成果発表の計画 (学会報告及び学術誌への投稿)	研究成果の発表については、これまでの中間の研究成果を踏まえ、以下のテーマで行うことを考えている。 日経平均株価の構成銘柄の信用取引の利用状況と流動性との関係について、2020年4月から東証にて新たに公表を始めた信用取引の内訳データ（新規、返済、空売りフラグ付き）を用いて日次レベルの分析を進める予定である。これまでは個別の週末残高レベルのデータのみの公表で、日次で信用取引の新規、返済、空売り規制の有無が分かるデータは公表されておらず、当該データを用いることで、初めて日次レベルで信用取引が市場における流動性に与える影響を分析することが可能になる。立会外の取引等の補足できない情報はあるものの、市場での価格形成等を分析するにあたっては、現時点においては十分なものと考えられる。 一般的には、浮動株比率が高い企業の方が、流動性は高いと考えられるが、浮動株比率が低い企業の方であっても、逆に貸株在庫が豊富で株式が市場に出やすい状態にあれば、流動性が高まる可能性もある。これらの仮需も踏まえて、市場における流動性の実態を実証的に分析することは意義があると考えられる。 研究成果については、ディスカッションペーパーとしての公表を予定しており、ご意見を踏まえて、学会報告及び学術誌への投稿も検討したい。
--------------------------------------	--