

東京証券取引所における市場区分の見直しにおける影響について

Regarding the impact of the review of market classification at the Tokyo Stock Exchange

丸山 博之^{1,2*}

Hiroyuki Maruyama^{1,2*}

¹東京都立産業技術大学院大学 Advanced Institute of Industrial Technology

²拓殖大学 Takushoku University

*Corresponding author: Hiroyuki Maruyama, maruyama-h@ait.ac.jp

Abstract Stock exchanges that buy and sell stocks exist in various countries around the world. These stock exchanges undertake various initiatives to enable investors to buy and sell stocks in their own markets. The Tokyo Stock Exchange, the largest stock exchange in Japan, especially Tokyo, is also undertaking similar initiatives. In this study, we investigated the impact of efforts to review market segmentation. In particular, we compared stocks that moved from the Tokyo Stock Exchange First Section to the Prime Market and stocks that moved from the Tokyo Stock Exchange First Section to the Standard Market. For the analysis, we used the difference-in-differences method to analyze the impact on trading volume and return. As a result, although there was no significant change in the return, it was confirmed that the trading volume decreased by moving to the Standard Market. This suggests that a review of market classification may have made standards more stringent in the prime market, and investors may have shifted their buying and selling there. This study is an analysis of the Tokyo Stock Exchange, the largest stock exchange in Tokyo, and deals with important factors in the industrial aspect. Therefore, it is thought that it will make a major social contribution.

Keywords Tokyo Stock Exchange; return; trading volume; market segmentation

1 はじめに

日本における東京証券取引所をはじめ、アメリカのニューヨーク証券取引所、NASDAQ など株式の取引を行う証券取引所は多数存在する。図1は世界の主要な証券取引所の国内時価総額である。

これによって、たとえば、プライム市場であれば、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資者との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場」（日本取引所グループ、2023）となり、各市場のコンセプトが、明確になった[2]。

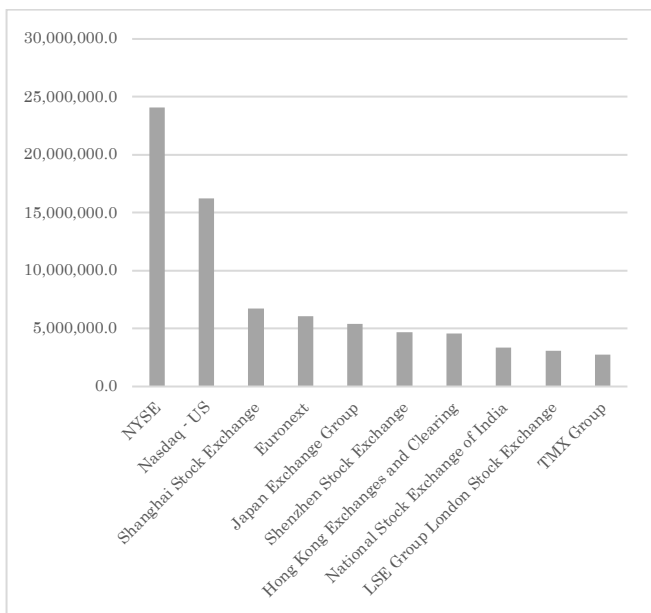


図1 主要な証券取引所の国内時価総額 (US ドル)。the World Federation of Exchanges, 2023 より作成[1]。

これらの証券取引所は自らの市場に投資家を引きつけるために、さまざまな取り組みを行っている。

東京証券取引所では、それらの取り組みの1つとして、企業の上場先の区分の変更を行った。この市場区分の見直しは、2022年4月4日に行われ、今までの東証一部、東証二部、JASDAQ、マザーズといった区分から、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場といった区分に変更された。図2は現在の東京証券取引所の市場区分である。

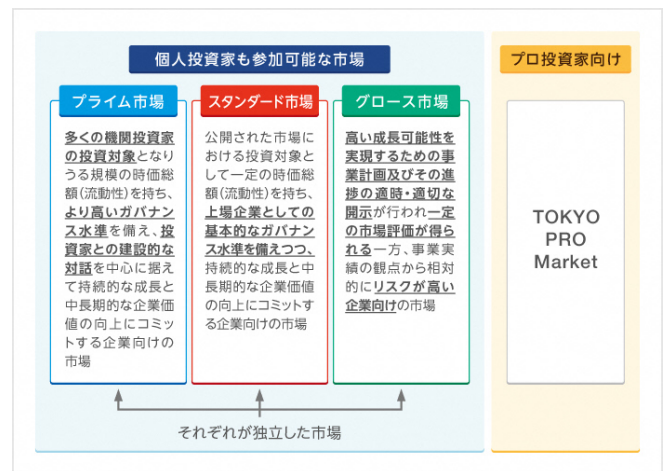


図2 東京証券取引所の市場区分 [3]

しかしながら、このような変更によって、どのような影響が上場している企業にあるのかについて、学術的には、検証は行われていない。

そこで、本研究においては、市場区分の見直しが、売買高や利益率にどのような影響をもたらしたのか実証的に検証を行う。特に、プライム市場とスタンダード市場においては、東京証券取引所も対策を行っているが「市場第一部の上場会社がスタンダードを選択した場合、パッシブ機関投資家の離脱で株価が急落する」(林、2021)という誤解点が指摘されている[4]。そのため、スタンダード市場に移行した企業の影響についての検証を行う。

本研究は、日本や東京を代表する証券取引所である東京証券取引所を対象とした研究になっており、株式の売買を行い上場

企業と投資家の間を取り仕切る産業面での必要な役割を担っている企業に対する研究であり、社会的な貢献が可能である。また、学術的には、市場区分の見直しについては、2022年に行われたばかりであり、未だ十分な研究がなされておらず、これらの変更の効果検証においての貢献が可能である。

2 データ

市場区分の見直しは2022年4月4日に変更が行われている。そのため、本研究においては、サンプル期間を市場区分の見直しを行った日を基準として、前後1ヶ月に設定した。また、銘柄については、水産・農業の銘柄のうち、東証一部からプライム市場、東証一部からスタンダード市場に上場市場が変わった銘柄を対象とした。

これらの条件を満たすデータについて、JPX データクラウドより取得を行った。このデータは日次データとなっており、ティックデータには及ばないものの、分析のための十分な内容を備えている。

3 分析方法

本研究においては、差分の差分法を利用して、検証を行う。差分の差分法では、パネルデータを対象にした検証手法であり、図3のように、時間による前後比較と介入・非介入を組み合わせた効果検証を行う手法である。

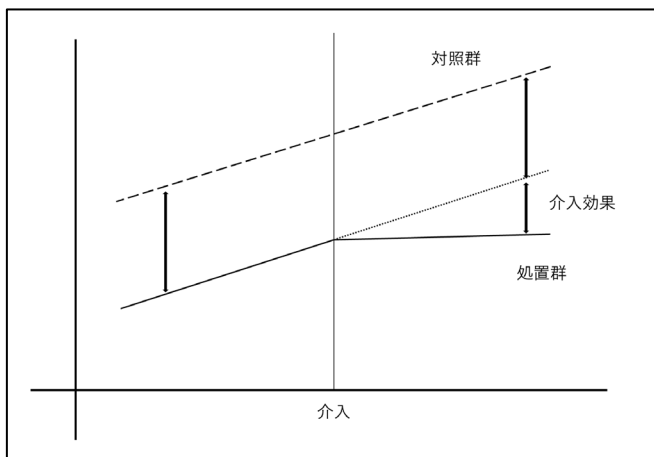


図3 差分の差分法のイメージ

本研究においては、売買高と利益率に関して、以下の回帰式の推定を行うことで検証を行う。

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 D_i + \beta_2 T_i + \beta_3 D_i T_i + e_i \quad (1)$$

ここで、 y_i はサンプル i の対数売買高、あるいは対数利益率を表す。 D_i はダミー変数であり、東証一部からプライム市場に移った銘柄の場合0、東証一部からスタンダード市場に移った場合0をとる。 T_i はダミー変数であり、2022年4月4日以前であれば0、それ以降であれば1をとる。 e_i は誤差、 β_j は回帰係数

となっている。

これらの係数のうち、 β_3 が（プライム市場と比べた際の）スタンダード市場に移った影響である。

4 分析結果

売買高についての散布図は図4であり、推定結果は表1のようになった。図4については、横軸が日付、縦軸が対数売買高を表している。また、表1については、式(1)における各係数の推定結果を表している。その際に、 y_i として、対数売買高を指定している。

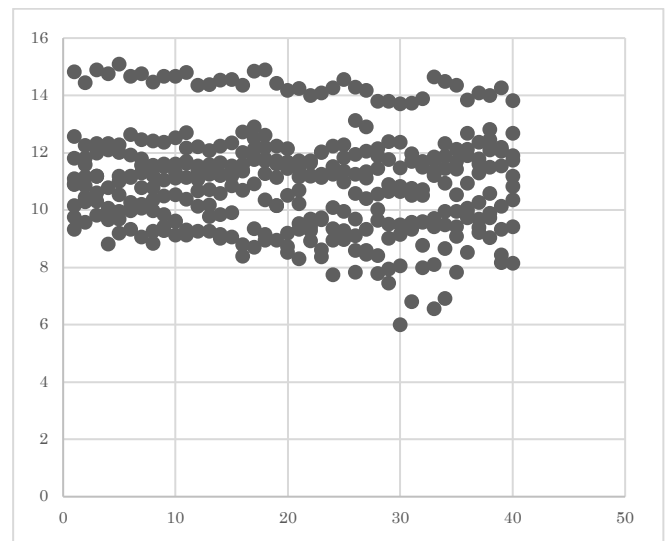


図4 期間中の売買高の散布図

表1 売買高に関する推定結果。ここで、***は $p < 0.001$ 、*は $p < 0.05$ 、. は $p < 0.1$ を表す。

係数	推定値	SE	t 値	p 値
β_1	12.026	0.112	107.822	<2e-16 ***
β_2	-0.333	0.158	-2.109	0.036 *
β_3	-2.304	0.193	-11.929	<2e-16 ***
β_3	-0.520	0.273	-1.902	0.058 .

同様に、利益率についての散布図は図5であり、推定結果は表2のようになった。図5については、横軸が日付、縦軸が対数利益率を表している。また、表2については、式(1)における各係数の推定結果を表している。その際に、 y_i として、対数利益率を指定している。

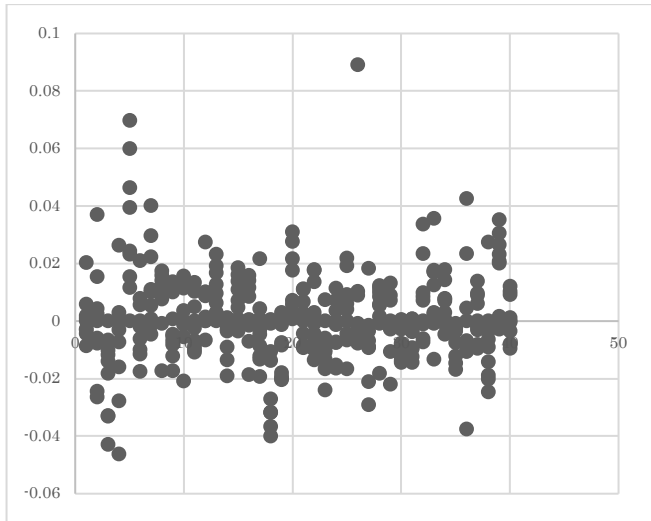


図 5 期間中の利益率の散布図

表 2 利益率に関する推定結果

係数	推定値	SE	t 値	p 値
β_1	0.001	0.001	0.649	0.517
β_2	0.000	0.002	-0.109	0.913
β_3	0.001	0.002	0.275	0.783
β_3	0.000	0.004	-0.137	0.891

5 考察

本研究では、差分の差分法を用いて、東京証券取引所における市場区分の見直しの影響について検証を行った。その際に、利益率と売買高という2つの指標に対する影響の分析を行った。

まず、売買高については、表1のような推定結果となった。このうち、プライム市場と比べたスタンダード市場への影響を表す β_3 の係数の推定値は-0.520とマイナスであり、有意であった ($p < 0.1$)。このことは、スタンダード市場に移ることで、売買高が減少した可能性を示唆している。

同様に、利益率については、表2のような推定結果となった。プライム市場と比べたスタンダード市場への影響を表す β_3 の係数の推定値は0.000であった。このことは、スタンダード市場に移ったとしても、利益率には影響がなかったことを示唆している。

図6、図7はプライム市場とスタンダード市場それぞれの上場基準である。これによると、たとえば、プライム市場の株主数の上場維持基準は800人以上であるのに対し、スタンダード市場の株主数の上場維持基準では400人以上となっている。このように、プライム市場の方がより厳しい基準であり、プライム市場の方がより投資家を引き寄せ、活発な売買が行われている可能性がある。

プライム市場の上場基準(概要)

項目	考え方・狙い	概要(注1)		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
流動性	多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎を備えた銘柄を選定する。	株主数	800人以上	800人以上
		流通株式数	20,000単位以上	20,000単位以上
		流通株式時価総額	100億円以上	100億円以上
		売買代金	時価総額250億円以上	平均売買代金0.2億円以上
ガバナンス	上場会社と機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基盤のある銘柄を選定する。 ※ガバナンス・コード(一段高い水準の内容を含む)全原則の適用	投資家との建設的な対話の促進の観点から、いわゆる安定株主が株主総会における特別決議可決のために必要な水準(3分の2)を占めることのない公開性を求める。		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
経営成績 財政状態	安定的かつ優れた収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定する。	流通株式比率	35%以上	35%以上
		項目	新規上場基準	上場維持基準
		収益基盤	最近2年間の利益合計が25億円以上	—
財政状態	純資産50億円以上	純資産額が正であること	純資産額が正であること	

(注1) 市場コンセプトを反映したこれらの基準のほか、株式の譲渡制限、証券代行機関の選定などの共通の基準を設ける

図 6 プライム市場の上場基準[2]

スタンダード市場の上場基準(概要)

項目	考え方・狙い	概要(注1)		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
流動性	一般投資者が円滑に売買を行うことができる適切な流動性の基礎を備えた銘柄を選定する。	株主数	400人以上	400人以上
		流通株式数	2,000単位以上	2,000単位以上
		流通株式時価総額	10億円以上	10億円以上
		売買高	—	月平均10単位以上
ガバナンス	持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現のための基本的なガバナンス水準にある銘柄を選定する。 ※ガバナンス・コード全原則の適用	上場会社として最低限の公開性を求める(海外主要取引所と同程度の基準を採用)		
		項目	新規上場基準	上場維持基準
経営成績 財政状態	安定的な収益基盤・財政状態を有する銘柄を選定する。	流通株式比率	25%以上	25%以上
		項目	新規上場基準	上場維持基準
		収益基盤	最近1年間の利益が1億円以上	—
財政状態	純資産額が正であること	純資産額が正であること	純資産額が正であること	

(注1) 市場コンセプトを反映したこれらの基準のほか、株式の譲渡制限、証券代行機関の選定などの共通の基準を設ける

図 7 スタンダード市場の上場基準[2]

しかしながら、利益率については、どちらの市場においても差がなく、このことは、どちらの市場においても市場の効率性が機能している可能性がある。

6 おわりに

本研究においては、東京証券取引所という日本を代表する証券取引所における取り組みの検証を行った。具体的には、東証一部からプライム市場に移った銘柄と比較した際に、東証一部からスタンダード市場に移った銘柄において、売買高と利益率にどのような影響があったか検証を行った。

分析手法としては、差分の差分法を利用した。結果としては、利益率に関しての変化はなかったが、売買高については、減少した可能性があることが示唆された。これは、市場の変更による影響があった可能性がある。しかしながら、本研究において

は、サンプル数が少なく今後より詳細な検証が必要である。

今後の研究としては、売買高や利益率以外の指標への影響についての研究や TOPIX の見直しなど他の市場制度の変更の影響の分析など、近年東京証券取引所が行っている取り組みに関する影響の調査を行いたい。

参考文献

1. The WFE Statistics Team. Annual Statistics Guide. 11 May 2023 [cited 29 October 2023]. In: The World Federation of Exchange [Internet]. Available from: <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/2022-annual-statistics-guide>
2. 日本取引所グループ. 市場区分見直しの概要. 2023 [cited 29 October 2023]. In: 市場構成 [Internet]. Available from: <https://www.jpx.co.jp/equities/market-restructure/market-segments/index.html>
3. 日本取引所グループ. 市場構成. 2022 [cited 29 October 2023]. In: 新規上場基本情報 [Internet]. Available from: <https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/index.html>
4. 林謙太郎. 「市場区分の見直し」を巡る 3 つの「誤解」. 月間資本市場. 2021; 433: 4-11.