

琉球大学学術リポジトリ

イベント情報としての株式分割：
株式会社サンエーを事例にして

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 琉球大学法文学部 公開日: 2015-08-20 キーワード (Ja): 株式分割, 通常型分割, 効率的市場仮説, セミストロング・フォーム, 流動性仮説, 売買回転率 キーワード (En): 作成者: 桑原, 和典, Kuwahara, Kazunori メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.24564/0002007958

イベント情報としての株式分割 ～株式会社サンエーを事例にして～

桑 原 和 典

キーワード

株式分割，通常型分割，効率的市場仮説，セミストロング・フォーム，流動性仮説，売買回転率

抄 録

沖縄県を中心に小売業を展開する株式会社サンエー(東証一部)が 2013 年 8 月 28 日に 1 株を 2 株に分割する株式分割を実施した結果，公告日前 3 ヶ月の平均値と分割日後 3 ヶ月の平均値を比較すると売買回転率は 1.19 倍に拡大し，株価は分割調整後比較で 12.32%上昇したのである。このパズルを理論的に説明するために，本稿では，2008 年から 2013 年に株式分割を実施した企業 753 社について，流動性仮説の視点から株式分割を検証している。

効率的資本市場において株式分割を実施しても，株式時価総額は一定のままであり，株式分割は分割後調整株価に対して独立であるが，現実的市場においては，分割調整後株価が上昇するというアノマリーが生じる場合が散見される。その株価上昇要因の 1 つに株式の流動性増大が寄与していると捉え，本稿では，株式分割公告日前 3 ヶ月間と公告日から株式分割実施日の期間と分割実施後 3 ヶ月間の 3 つの期間について，売買回転率平均値および分割調整後株価平均値を比較することで，この株式分割のパズルに対する考察を行っている。

I. はじめに

沖縄県に本社所在地がある上場企業は全部で5社であり、その1つである株式会社サンエーが2013年8月に株式分割を実施している。東証一部でありながらこれまであまり注目されていなかったサンエー銘柄が株式分割を実施したことで注目が集まり、株式分割後に売買高や株価に変化が見られるようになったのである。そこで、まず、効率的市場における株式分割と株価の関係を示し、次に現実的市場における株式分割と株価の関係を考察する。

また、株式分割自体に注目すると、2001年に実施された商法改正で、

- ・ 1株当たり純資産額規制の撤廃
→ 1株当たり純資産が5万円未満となる分割は禁止
- ・ 取締役会決議による授権株式数の増加
→ 従来は株主総会における特別決議

等が決定され、大幅な株式分割が容易となり、株式投資単位の引き下げ手段として株式分割が利用されるようになったのである。さらに、2007年に全国証券取引所が発表した「売買単位の集約に向けた行動計画」では、投資家の利便性向上と誤発注の防止等を目的として、株式の売買単位を100株と1,000株に統一する取り組みが行われている¹。

このような背景から株式分割に注目し、株式分割と株価の関係について考察しているが、日本における先行研究に眼を向けると、2001年の商法改正前後の株式分割に対する調査・研究は散見されるが、それ以降については、ほぼ皆無である。そこで、本稿では株式会社サンエーの株式分割を中心にリーマンショック以降の2008年から2013年における株式分割について調査・研究を試みているのである。

¹ 「売買単位の集約に向けた行動計画」に基づき、2007年11月時点と2014年3月時点の全国証券取引所の売買単位別の上場企業数は以下の通りである。本計画は、2014年4月1日までに売買単位を100株及び1,000株の2種類に集約することを目指し、2014年4月1日以降は100株に統一することを謳っている。

売買単位	2007年11月末時点		2014年3月末時点	
	上場会社数	比率	上場会社数	比率
100	1,402	35.63%	2,257	66.36%
1,000	1,706	43.35%	1,124	33.05%
1	690	17.53%	1	0.03%
500	82	2.08%	13	0.38%
10	40	1.02%	5	0.15%
50	13	0.33%	1	0.03%
200	1	0.03%	0	0.00%
2,000	1	0.03%	0	0.00%

※全国証券取引所データより筆者作成

Ⅱ. 株式分割方法と市場動向

1. 株式分割方法

株式分割とは、資本金（純資産額）を一定額に維持した状態、すなわち、資金調達を伴わない新株発行の形態で株式を細分化（例えば 1 株を 1.5 株に分割）することで株式数を増加させる資本政策のことである。そして、会社法では株主に対する無償割当（会社法 185～187 条）の 1 つとして捉えられている。

そして、株式分割の方法は、一般的に「通常型」「売買単位変更型」「株主割当（無償交付）型」の 3 つに分類することができる。まず、通常型とは、上述のように資本金を一定額に維持した状態で株式を細分化して発行済株式数を増加させる方法であり、この結果、株式時価総額に変化はないが株価は分割比率に応じて下落することになる。この「通常型」の株式分割を実施する理由は、発行済株式数を増加させることで株式の流動性を高め投資家層のより一層の拡大を目指している場合が多い²。

次に、「売買単位変更型」とは、前述の 2007 年に全国証券取引所が発表した「売買単位の集約に向けた行動計画」に基づいて 2014 年 4 月 1 日までに売買単位を 100 株および 1,000 株に集約することを目指して株式分割を実施することである。

最後に、「株主割当（無償交付）型」とは、株主に対して追加出資を求めることなく株式を割り当てることであり、通常型とは、

- ①自己株式への割当なし
- ②同一または異なる種類の割当可能
- ③自己株式の交付が可能

という点で異なっている³。そこで、次節では 2008 年から 2013 年において日本の株式市場で実施された株式分割について、この分類に従って整理する。

2. 株式分割の市場動向：2008 年～2013 年

2008 年から 2013 年の期間に実施された株式分割を上述の 3 つの分類に従って示すと、図表 1 となる。例えば、東証一部においてこの期間株式分割を実施した企業は 211 社であり、東証一部全体の 5%程度に相当している。その内訳は通常型が 108 社、売買単位変更型が 98 社、株主割当が 5 社となっている。

そして、図表 2 では、東証一部で通常分割型を実施した企業を分割数別に分類したものである。2013 年では 1 株を 2 株に分割した企業が 36 社と最も多かったことが分かり、株式会社サンエーの株式分割もここに該当している。

そして次節以降では、これら株式分割が株価に影響を及ぼすか否かを効率的市場および現実的市場という視点から分析する。

² 2008 年から 2013 年に実施された「通常型」の株式分割は、東証一部で 107 社、東証二部で 42 社、JASDAQ 市場で 104 社、マザーズ市場で 65 社であり、全体の 4 割強が該当している。そして、これら通常型を実施した企業の公告資料を調査すると、全ての企業で「流動性の向上」「投資家層の拡大」という文言が含まれている。

³ 会社法 186 条

図表 1 株式分割の実施状況⁴

	株式分割	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
東証一部	通常分割	10	8	13	14	10	52
	売買単位	11	1	6	9	15	56
	株主割当	2	n.a.	1	n.a	n.a	3
東証二部	通常分割	4	4	6	7	5	16
	売買単位	1	2	2	1	4	15
	株主割当	1	n.a	1	1	1	3
JASDAQ	通常分割	10	7	8	26	20	33
	売買単位	2	9	8	15	43	83
	株主割当	n.a	3	1	n.a	2	8
マザーズ	通常分割	4	11	6	5	18	21
	売買単位	n.a	2	5	13	12	73
	株主割当	n.a	n.a	2	n.a	1	1
ヘラクレス ⁵	通常分割	3	7	3	n.a	n.a	n.a
	売買単位	1	1	1	n.a	n.a	n.a
	株主割当	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

図表 2 株式分割数別の実施状況：東証一部

分割数	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
1.1	3	1	1	n.a	2	n.a
1.2	2	1	1	1	2	1
1.3	n.a	1	n.a	n.a	n.a	n.a
1.5	n.a	n.a	n.a	1	n.a	n.a
2	4	4	4	11	4	36
3	1	1	1	n.a	1	6
4	n.a	n.a	3	n.a	n.a	3
5	n.a	n.a	3	n.a	n.a	6
7	n.a	n.a	n.a	1	n.a	n.a
12	n.a	n.a	n.a	n.a	1	n.a

⁴ 図表 1 及び図表 2 は、各証券取引所や各証券会社の株式分割に関するデータより筆者が作成。

⁵ ヘラクレス市場は、2010 年 10 月に JASDAQ に統合されている。

Ⅲ. 効率的市場と株式分割

1. 効率的市場仮説

株価は、新規情報だけに反応し変化することから、ランダム・ウォークに従うといわれている。すなわち、ある新規情報と他の新規情報は基本的に独立の関係（例えば、増配の発表と経営者交代等）にあるので、各新規情報に反応する各株価の動向も独立の関係となるため、将来株価を予測してアブノーマル・リターンを獲得することは不可能となる。このような考え方を理論的に説明しているのが Fama(1970)⁶の効率的市場仮説である。

Fama は、資本市場を非効率的市場と効率的市場に分類し、後者について情報の効率性の程度に従って、ウィーク・フォーム、セミストロング・フォーム、ストロング・フォームの3段階に分類している。ウィーク・フォームにおける効率性とは、過去情報を利用してアブノーマル・リターンを獲得することは不可能であると定義している。例えば、株式チャート等を利用して将来の株価動向を予測するテクニカル分析は否定されることになる。次に、セミストロング・フォームにおける効率性とは、企業の財務データや自社株買い、株式分割⁷等の公開情報を利用してアブノーマル・リターンを獲得することは不可能であると定義している。例えば、株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）等のマーケット・アプローチを利用して割安銘柄を探し出すファンダメンタルズ分析は否定されることになる。最後に、ストロング・フォームにおける効率性とは、未公開情報を利用してアブノーマル・リターンを獲得することは不可能であると定義している。例えば、インサイダー情報の利用は否定されることになる。このように、効率性の程度に分類されているが、効率的市場においては、株価は適正価格を形成しているので、新規情報以外のこれらの情報を利用してアブノーマル・リターンを獲得することは不可能であると指摘している。

そこで、次節では、本稿で扱う株式分割について、セミストロング・フォーム段階の効率性の程度でアブノーマル・リターンの獲得が否定されることについて数式を利用して説明する。

2. 効率的市場における株式分割

効率的市場において、株式分割を実施すると株価は分割数に応じて下落するが、株式時価総額は一定のままである。例えば、企業*i*の株式*i*について、現在株価を P_i 、発行済株式数を X_i とすると、株式時価総額 V_i は、

$$\text{株式時価総額} : V_i = P_i \times X_i$$

となる。そして、1株を y 株に分割すると分割後の発行済株式数は

$$\text{分割後発行済株式数} : (X_i \times y) \text{株}$$

⁶ Fama, E. F. (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" *Journal of Finance* 25(2) pp.383-417

⁷ Fama は、セミストロング・フォーム段階において公開情報の1つとして株式分割を取り上げ、株式分割の株価に対する影響を指摘している。結論としては、株式分割自体は株価に影響を与えず、株価の変化は配当の増減の調整であると述べている（前掲書 pp.404～408）。

になり，分割後の株価 P_i^* は，

$$\text{分割後株価 : } P_i^* = \frac{P_i}{y} \dots\dots\dots (A)$$

となる。したがって，株式分割後の株式時価総額 V_i^* は，

$$\begin{aligned} \text{分割後株式時価総額 : } V_i^* &= P_i^* \times X_i \times y \\ &= \frac{P_i}{y} \times X_i \times y \\ &= P_i \times X_i \\ &= V_i \end{aligned}$$

となり，分割前の株式時価総額と同値となることが理解できる。

そして，本稿では混乱を回避するために，分割前後の株価と株式時価総額を単純比較するのではなく，分割前株価を分割後株価に合わせて調整して分割後調整株価(P_i/y)として比較することにする⁸。すなわち，上記の数式(A)のような関係式として調整し，株式分割実施が株価に影響を与えるか否かを検証することになる。

⁸ 例えば，株式会社サンエーについて，株式分割実施日前日（2013年8月27日）の株価（終値）は4,995円であり，分割日の株価（終値）は2,421円である。したがって，分割日の2,421円を基準にして，前日の4,995円を分割割合に応じて2,498円（ \because 1株を2株に分割しているので， $4,995 \text{円} \div 2$ として計算）に調整して比較するということである。

IV. 株式分割をめぐるパズル

1. 株式分割のパズル

効率的市場において、株式分割は分割後調整株価には影響を与えないという結論に至るが、現実的市場では分割後調整株価に影響を及ぼすというアノマリーが存在している。この株式分割に関するアノマリーについては、Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969)⁹らの実証研究を契機として数多く存在している。

この株式分割が株価に影響を及ぼすパズルを紐解く仮説として、流動性仮説、シグナリング仮説、最適株価仮説、販売促進仮説等を挙げることができ、以下では、これらのうち、流動性仮説とシグナル仮説について詳述することとする。

2. 株式分割の流動性仮説

流動性とは、株式売買を容易に行うことができるということであり、例えば、保有している株式について売買時に必要枚数を適正価格で購入または売却できるということである。つまり、株式分割前の株価は歪んだ価格であり、流動性が高まることで適正価格に修正されるということである。

ここで、株式投資における流動性¹⁰は取引の活況度を示す指標とマーケット・インパクトを示す指標に分類することができる。前者を示す指標として、売買代金、出来高、売買回転率¹¹等を挙げることができる。例えば、Copeland (1979)¹²は、1968年から1976年の期間においてニューヨーク証券取引所で実施された株式分割について、売買高とビッド・アスク・スプレッドを利用して実証分析を行っている。また、Lamoureux and Poon (1987)¹³は、分割調整後の相対的売買高を利用しており、Lakonishok and Lev (1987)¹⁴は、売買回転率を利用して株主分割による流動性への影響について実証分析を行っている。

これらの指標は、市場の活況度を示す上では有効であるがいくつかの問題を抱えている。まず、出来高は当該銘柄の単元数の影響を受ける。そのため、1単元が1株の場合と1,000株の場合では出来高自体に大きな差異が生じることにある。次に売買代金については株式時価総額、つまり企業規模の影響を受けるため、株式時価総額の大きい企業ほど相対的に流動性が高くなってしまっているのである。その点、売買回転率は単元数や企業規模の影響を受けないので、市場の活況度という流動性を示す指標としては有用であるが、浮動株比率の高い銘柄ではその影響が残る点は問題となる。

そして、もう1つの流動性の指標であるマーケット・インパクトとは、出来高に対して大量

⁹ Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M., and Roll, R. (1969) "The Adjustment of Stock Prices to New Information" *International Economic Review* 10 (1) pp.1-21

¹⁰ Kyleによれば、市場の流動性は、価格指標性(tightness)、市場の厚み(depth)、市場の回復力(resiliency)の3つの概念から構成されると指摘している。

Kyle, A.S. (1985) "Continuous Auctions Insider Trading," *Econometrica* 53(6) pp.1315-1335

¹¹ 売買回転率＝売買高／発行済株式数

¹² Copeland, T (1979) "Liquidity Changes Following Stock Splits" *Journal of Finance* 34(1) pp.115-141

¹³ Lamoureux, C and Poon, P (1978) "The Market Reaction to Stock Splits," *Journal of Finance* 42(5) pp.1347-1370

¹⁴ Lakonishok, J and Lev, B (1987) "Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When," *Journal of Finance* 42(4) pp.913-932

注文が発生した場合、自らの注文により株価が上昇または下落して思惑通りの売買が執行できない状況のことである。このマーケット・インパクトを示す指標としては、買い気配と売り気配の差を示すビッド・アスク・スプレッド、Kyle の株式売買高に対する感応度を示す λ 等を挙げることができる。例えば、Conroy, Harris and Benet(1990)¹⁵は、株式分割後にビッド・アスク・スプレッドの絶対額は減少しているが、相対スプレッド率（スプレッドの絶対額／株価）は逆に上昇していることから流動性仮説を否定している。また、阿部(2009)¹⁶は、投資単位引き下げを実施するために単元株を修正する「くくり直し」による株式の流動性効果について、Kyle の λ を利用して実証しているがその効果については否定している。

このように、株式分割による流動性効果については肯定的な見解と否定的な見解が入り乱れている点は注意すべきである。

3. 株式分割のシグナル仮説

経営者と投資家間で情報の非対称性が存在する場合、投資家は情報の偏在に対して追加的にリスク・プレミアムを要求するので、当該株価は割安に陥りやすい。そこで、株式分割というイベント情報を利用して投資家に適正な企業情報を伝達することで、割安であった株価が適正価格に修正されるプロセスが株式分割のシグナル仮説である。この効果は、配当や自社株買いであるペイアウト政策と同様に株価にプラスの影響を与えられと考える。

例えば、Grinblatt, Masulis and Titman (1984)¹⁷は、株式分割発表直後や株式分割日前後1ヶ月の累積超過収益率は上昇していると述べている。また、McNichols and Dravid (1990)¹⁸は、証券アナリストの予測誤差は経営者の私的情報の多寡を示し、この誤差が大きいほど分割比率が高くなると指摘している。さらに分割比率は、分割後の利益増加を示し、分割比率が大きいほど分割後の株価の上昇率が高くなると述べている。

このように、株式分割のシグナル仮説はペイアウト政策と同様の効果を期待するモデルとなっており、全般的に肯定的な実証研究が散見されている。

¹⁵ Conroy, R, Harris, R, and Benet, B (1990) "The Effect of Stock Splits on Bid-ask Spreads," *Journal of Finance* 45(4) pp.1285-1295

¹⁶ 阿部圭司(2009)「くくり直しによる投資単位引き下げの効果」高崎経済大学論集 52(1) 41～57 ページ。

¹⁷ Grinblatt, M, Masulis, R and Titman, S (1984) "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends," *Journal of Financial Economics* 13(4) pp.461-490

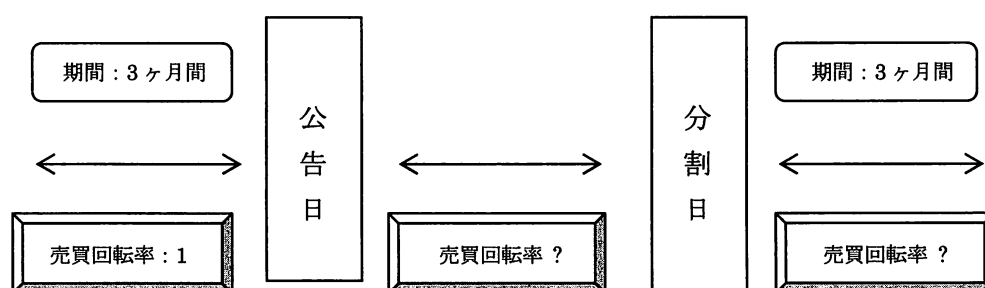
¹⁸ McNichols, M and Dravid, A (1990) "Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling," *Journal of Finance* 45(3) pp.857-879

V. 株式分割の実証分析

1. 分析モデル

本稿では、株式分割のパズルに対する仮説として、市場の活況度を示す売買回転率を利用した流動性仮説を基礎にして株式分割による流動性増大が株価に影響を与えるか否かを検証する。

ここで、株式分割のスケジュールを整理すると、まず、企業は IR 情報や電子公告を通じて投資家に株式分割を公告し、次に、ある一定の期間（一般的に 2 週間から 1 ヶ月）経過した後、株式分割を実施することになる。このプロセスをフロー・チャートで示すと以下ようになる。そして、当該モデルにおいて、公告日前 3 ヶ月間の売買回転率平均値を 1 とし、公告日から分割日までの期間の売買回転率平均値と分割日後 3 ヶ月間の売買回転率平均値を比較することで、株式分割を通じた流動性を検証することとする。



2. 東京証券取引所第一部上場銘柄に関する「通常型」分割タイプの実証分析

上述の分析モデルを利用して、2008 年から 2013 年に東証一部で「通常型」分割を実施した 107 社を対象として売買回転率を指標とする流動性仮説を検証する。ただし、この 107 社のうち、株式分割と同時に実質的増配をした企業 8 社¹⁹及び 2014 年時点で上場廃止した企業 1 社²⁰は除外するので、分析対象企業は 98 社となる。そして分析結果は、以下の図表 3 の通りである。

図表 3 通常型分割の分析結果（東証一部）

期 間	公告日前 3 ヶ月間	公告日～分割日	分割日後 3 ヶ月間
売買回転率	1	57.65%	105.23%
株価変化率	1	9.95%上昇	19.75%上昇

¹⁹ 例えば、情報・通信分野に属するポルトゥウィン・ピットクルー・ホールディングス株式会社は、2013 年 1 月 4 日に 1 株を 2 株に分割する株式分割を実施しているが、分割と同時に 1 株当たり 5 円の実質増資を行っている。その結果、分割後 1 ヶ月間の平均株価は公告日前 1 ヶ月間の平均株価より 25.27%上昇しているが、これは分割のみならず増配の影響も加味する必要があるので除外している。

²⁰ インターネット・リサーチを展開するマクロミルは、2013 年 4 月に米国投資会社に TOB で買収されるため上場廃止となっている。

売買回転率平均値については、公告日から分割日までの期間では低下しているが、分割後3か月間平均値では上昇しており、株式分割によって流動性、すなわち市場の活況度が上昇していることが理解できる。そして株価の変化に注目すると、公告日前3ヶ月間の平均株価を1として比較すると、公告日から分割日までの期間では流動性が低下しているにもかかわらず株価は上昇しているが、分割日後3ヶ月間は流動性の増大に伴って株価も上昇していることが理解できる。

3. 株式会社サンエーの株式分割

(1) 株式会社サンエーの企業分析

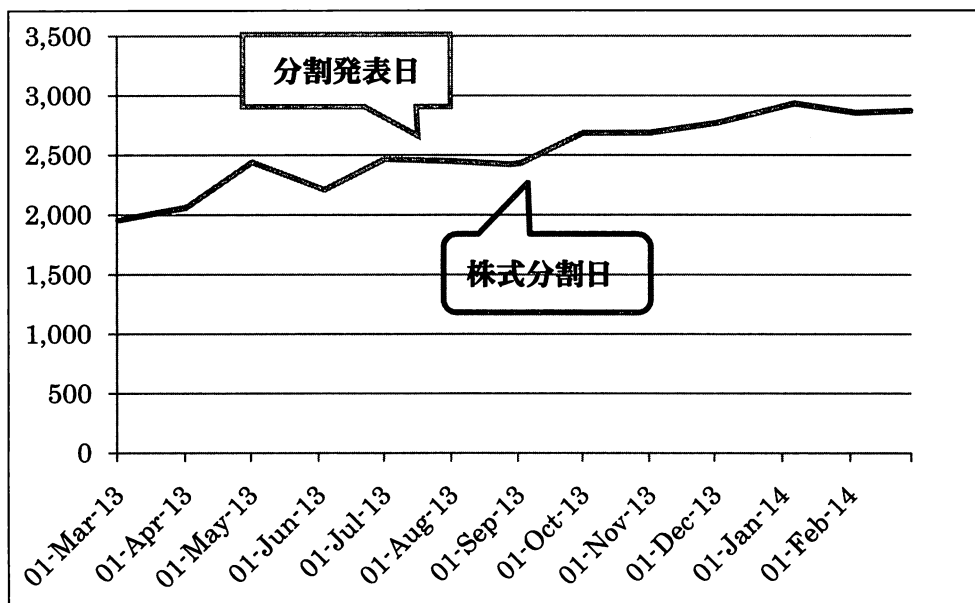
沖縄県を中心に小売業を展開する株式会社サンエーの2009年から2013年の連結財務データを基礎にした各財務データ、分析指標、及び株価推移（2013年3月から2014年2月までの日次データ）は以下の通りである。

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
売上高（百万円）	132,212	136,491	138,532	140,925	148,991
当期純利益（百万円）	4,993	5,642	6,280	5,597	6,361
1株当たり利益：EPS	312.45円	353.08円	392.99円	175.10円	398.06円
株主資本純利益率：ROE	9.20%	9.60%	9.80%	8.00%	8.50%
株価収益率：PER	10.4倍	9.0倍	7.9倍	11.1倍	14.4倍
株価：最高値	4,020円	3,945円	3,300円	3,900円	3,195円
株価：最安値	2,520円	3,000円	2,510円	2,850円	2,360円

※株式会社サンエーの有価証券報告書より筆者作成。

※2013年の株価は、1株を2株に分割した分割後株価を示している。

株式会社サンエーの売上高や当期純利益は順調に成長しており、株価も同様に順調に推移している。



(2) 株式会社サンエーの株式分割に対する検証

このような状況で株式会社サンエーは、2013年7月25日に「株式分割並びに株式分割に伴う定款の一部変更及び配当予想の修正に関するお知らせ²¹⁾」を発表しており、その主要なポイントは以下の通りである。

★株式分割の目的

株式分割を行い、投資単位当たりの金額を引き下げることにより、
「流動性の向上」と「投資家層の更なる拡大」を図る

★分割の方法

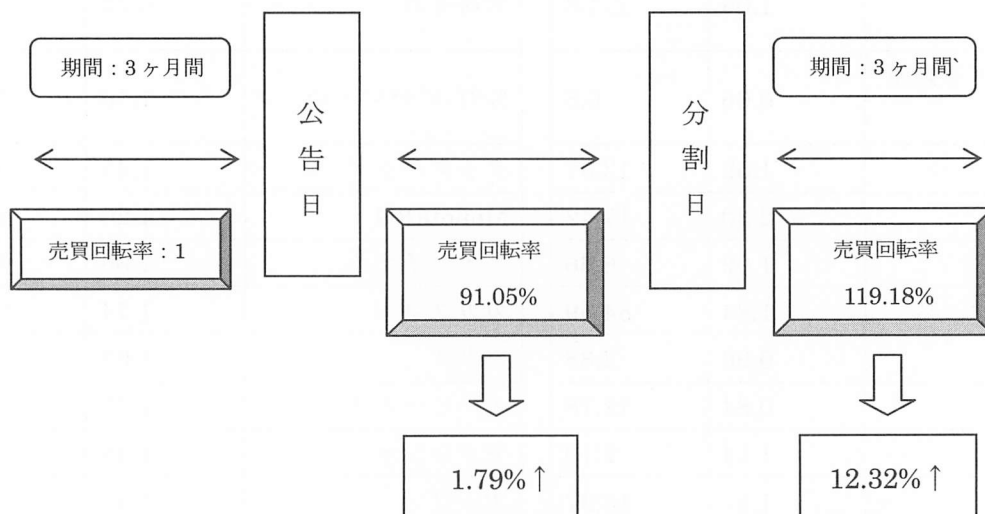
普通株式1株につき2株の割合で分割

★配当予想の修正

前回予想の1株当たり50円から25円に変更しているため、
実質的な変更はなし

そして、この株式分割の発表を受けて、2013年8月28日に1対2の株式分割を実施している。

この株式分割についても、前述と同様に売買回転率を指標とする流動性仮説の視点から検証する。実証分析の結果、公告日から分割日までの期間における売買回転率平均値は公告日前3ヶ月間を下回ったが、分割日後3ヶ月間の売買回転率平均値は上回っており、流動性は増大したといえる。これらの結果、各期間における平均株価は、前者が1.79%の上昇、後者が12.32%の上昇となり、流動性の増大が株価の上昇の要因となっていることが理解できる。



²¹⁾ 株式会社サンエーのIR情報より抜粋

VI. 結語

本稿では、株式分割と株価の関係について、流動性仮説の視点から考察している。効率的市場では、株式分割と（分割調整後）株価は独立の関係であるが、現実的市場では株価に影響を及ぼしている。このアノマリーを解明するために、2008 年から 2013 年の期間において東証一部で「通常型」分割を実施した 98 社を対象として売買回転率を流動性の指標として実証分析を行った結果、流動性は増大し、株価も上昇していたという結論が得られたのである。

そして、株式会社サンエーについては分析モデル通りの結果となったが、同時期に同程度の株式分割（1 株を 2 株）を実施した 32 社（4 社は、増配等の要因で除外）についてデータを示したのが図表 4 である。この 32 社のうち、売買回転率が公告日前 3 ヶ月間を上回っている企業は 22 社であり、全体の約 70%弱程度である。そして、流動性は増大したが平均株価が下落している企業が 2 社、売買回転率が低下し株価が下落している企業も 2 社存在している。これらの要因については、各企業の諸事情を検証する必要があると考えられる。

図表 4 2013 年：東証一部における通常型分割（1 株を 2 株に分割）

企業名	売買回転率	株価上昇率	企業名	売買回転率	株価上昇率
リゾートトラスト	1.06	1.65	ピジョン	1.10	20.89
リブセンス	0.72	6.1	電算システム	0.75	25.72
AOKI	1.85	9.76	リブセンス	0.89	42.06
日本ビルファンド 投資法人	1.04	△1.56	レザーテック	0.32	△6.41
ジャパソリアルエステイト 投資法人	1.09	△1.3	大研医器	0.32	△2.16
フロンティア不動産 投資法人	0.66	6.3	リンクアンドモチベーション	1.16	44.32
リンクアンドモチベーション	1.52	13.57	クックパッド	1.45	52.68
日神不動産	2.30	17.42	MonotaRO	1.26	27.29
エーアイティー	1.02	6.66	アイケイケイ	1.66	72.15
バリューコマース	1.84	84.59	カカクコム	1.74	34.84
インテージ	0.90	2.38	ツクイ	1.03	54.51
沢井製薬	0.84	12.78	イーピーエス	1.77	19.31
京セラ	1.14	2.19	ドウシシャ	1.48	21.44
カカクコム	1.11	15.27	ナック	1.57	30.75
サンエー	1.19	12.32	大和ハウスレジデンシャル 投資法人	3.26	30.65
ソースネクスト	0.88	51.37	エーアイティー	0.89	21.2

ただ、今回の指標は売買回転率の平均値や株価の平均値を使用しているので、分析期間と市場全体との関係が不明になっている。今後は **TOPIX** 等の市場ポートフォリオ・リターンとの比較から累積超過収益率を使用したり、市場の活況度のみならず **Kyle** の λ 等のマーケット・インパクトを示す指標を導入したりして、より精緻化したモデルを活用することが今後の課題となっている。

そして、本稿では実証分析の主要な対象が株式会社サンエーであったために、東証一部の銘柄のみを対象として分析を行っているが、東証二部や **JASDAQ** 市場についても同様の分析を行い、共通点と相違点を指摘することが課題となろう。