

立会外分売の実施が流動性、ボラティリティ及び価格形成に 与える影響についての実証研究 —個人投資家への“ブロックトレード”—

脇屋勝（京都大学大学院 経済学研究科 博士後期課程）

本稿では、証券市場における取引制度、流動性及び価格形成について、これまでの先行研究では扱われていない立会外分売制度に着目しイベントスタディ等の方法を用いて実証分析を行う。

株価には企業のファンダメンタルズ以外にも、株式の売買を行う市場の取引制度、情報開示方法や取引主体等からも大きな影響を受ける。一般的な株式売買では、取引動機や取引主体等は明らかにされず、それらの影響を厳密に測定することは難しい。そのような状況において、本稿では売買目的や投資家が極めて限定されている環境で実施される立会外分売制度による取引に着目した。

立会外分売制度は、マーケットインパクトを回避し大口の売り注文を個人投資家に対して立会外で実施する取引である。立会外分売を行う目的として、株主数の増加、株主分布状況の改善及び流動性の改善が挙げられている。立会外分売の実施が、株価に対して影響を与える経路としては、（１）個人株主数の増加による流動性やボラティリティの変化、（２）株主構成の変化によるモニタリング状況の変化、（３）大口売りによる需給の悪化、（４）立会外分売を実施する大株主の機会主義的な行動などが考えられる。

本研究では、2005年から2011年に全国証券取引所で実施された立会外分売による株主増加や株主構成の変化が与える株式の流動性やボラティリティの影響についての分析を行い、株価の推移についてはイベントスタディ等の方法を用いて実証分析を行った。分析の結果得られた結論は以下のとおりである。はじめに、立会外分売の実施により流動性やボラティリティについては改善が見られた。さらに、株価の推移については、一時的なものではなく長期的にも低迷する傾向が見られた。この結果は、一般的には流動性やボラティリティの向上による流動性リスクプレミアムの低下は株価にプラスの影響を与えるとする先行研究等とは不整合である。最後に、この立会外分売後の株価低迷が継続する原因を明らかにするために、CARと株主数、株主構成や流動性等と回帰分析を行った。その結果、株主数の増加、株主分布状況の改善及び流動性の改善等と株価には負の相関が見られた。このことから、立会外分売の実施による株価低迷の理由の一つとして、立会外分売を実施する大株主の機会主義的な行動が示唆されることとなった。