

2011年3月 設研アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：神戸大学経営学研究科 鈴木健嗣 准教授

演題：公募増資時の思惑的な空売り効果，需要曲線右下がり効果，一時的なプライスプレッシャー効果についての検証

日時：2011年3月28日（月） 15:30～17:30

要旨

新株を不特定多数の投資家に販売する資金調達方法（公募増資）が、近年、日本でも増えている。本論は、公募増資の一連の手続き期間における株価変動の背後のメカニズムを実証的に考察する。

日本で公募増資を行う際には、以下のような手続きを踏む。まず、公募増資実施のアナウンスメントを行う。その約6.7営業日後に、公募価格が算定される。公募価格は、公募価格算定日の終値からある割合をディスカウントしたものとされる。公募価格算定日の約6.5営業日後に、新株が発行される。この日本の手続きは、アメリカの手続きに比べて、公募価格算定日と発効日の間隔が広いという特徴を持つ。（アメリカでは、価格算定日の翌日に発行される。）

この特徴によって、公募価格算定日の価格の動きと、発効日の価格の動きを明確に分離することが可能となる。そのことは、株価変動の異なるメカニズムの識別を可能にする。本論で特に注目するのは、以下の5種の変動パターンである。第1は、価格算定日で一時的に株価が下がり、その後リバウンドする変動である(①)。これは、**manipulative**な空売りの効果と考えられる。ここで言う**manipulative**な空売りとは、価格算定日にディスカウントされた価格で新株を購入できることを見越して、価格算定日前に大量の空売り注文を出して株価を下落させることである。この場合、価格算定日まで株価が下落し、その後は株価のリバウンドが見られると予想される。第2は、価格算定日に下落した株価が、そのまま低い水準に留まる株価変動である。これは、**informative**な空売りの効果と考えられる(②)。ここでの**informative**な空売りとは、平均より多くの情報を得ている投資家による空売りのことである。第3と第4は、株式の需要曲線が右下がりのため、新株発行によって株価が下がる効果に起因する変動である。市場が効率的であればアナウンス日に下落(③)し、非効率であれば発効日に下落(④)すると予想される。最後に第5の変動パターンは、発効日に一時的に株価が下がり、その後リバウンドする変動である(⑤)。これは、株発行によるプライスプレッシャーの効果と考えられる。株発行によるプライスプレッシャー効果とは、株式数の大幅な増加の際に、流動的な投資家を引き付けるために一時的に株価が下がることである。これら5種の株価変動は、下落日（アナウンス日か、価格算定

日か、発行日か) と、その下落の持続性 (リバウンドするか、しないか) とによって区別できる。

本論では、1998 年から 2009 年の間に日本で公募増資を行った企業をその分析対象とする。基本的には、公募増資手続き期間における株価の動きが、上述の①～⑤のうちいずれの変動パターンに近いかを調査する。ただし、空売りの種類 (manipulative か informative) による変動パターンの違いを明確に切り出すために、manipulative な空売りが行われやすい企業と、informative な空売りが行われやすい企業に分けた分析も試みる。既存研究が指摘しているように、公募増資で割り当てられた株を空売りの返済に用いやすいほど、manipulative な空売りが行われやすいと考えられる。ここでは、発行前日の空売り残高に対する発効日の返済株数という指標 (SCR) を作製する。SCR が高い企業を manipulative な空売りが行われやすい企業、SCR が低い企業を informative な空売りが行われやすい企業とみなして、それらの間の株価変動パターンの違いに注目する。

主な結論は以下である。第 1 に、manipulative な空売りが起こりやすいと考えられる企業では、価格算定日前の株価リターン下落と、算定日後の上昇が見られる。つまり、理論的に①の変動パターンが起こりやすいと考えられる企業については、予想通り①の変動パターンが見られる。また、第 2 に、informative な空売りが起こりやすいと考えられる企業では、算定日前の下落は観察されるものの、その後の株価のリバウンドは見られない。つまり、②の変動パターンが起こりやすいと考えられる企業では、やはり予想通り②の変動パターンに近い株価変動が見られる。これらの結果から、公募増資における manipulative な空売りの存在が示唆されるので、その規制のための制度設計が必要と考えられる。

第 3 の主要な結果として、公募増資の規模が大きいと、アナウンスメント時と発行日の両日の株価リターンが下がる傾向があり、発行日後にも株価は戻らないことが明らかにされた。これは、③と④の変動パターンが混在したものと解釈できる。つまり、右下がりの需要曲線と、市場の非効率性 (ただちに反応するわけではない) の存在を示唆する。既存研究において、ロックアップや株式分割について金融市場が効率的だと発生し得ない「発効日効果」の存在が知られているが、本論の結果は公募増資についても同種の効果が存在する可能性を示している。

以上