

# 立会外分売とその後の株価について

三 宅 敦 史

神戸学院経済学論集

第49巻 第3号 抜刷

平成29年12月発行

# 立会外分売とその後の株価について

## 三宅敦史

### 1. はじめに

立会外分売とは日本取引所 HP によると「売買立会外で、大量の売注文を分売する売買方法をいい、上場会社の株式分布状況の改善、特に個人株主の増大を図るための方策」である。分売は実施日前日の終値から 0~10% 割引いた固定価格で行われ、買い手の申し込みに上限が設けられるのが一般的である。ではなぜ、個人株主を増大させる必要があるのだろうか。それは、証券取引所が定める上場要件には、利益額や時価総額とともに「流通株式」や「株主数」が定められているためである。例えば株主数に関する要件としては、東京証券取引所（東証）の新興企業向けの市場であるマザーズやジャスダックから第二市場に上場する場合には 800 人以上、第一部市場に上場するには 2200 人以上の株主が必要となる。第二部上場企業が第一部指定替えになる場合の株主数の基準も同様に 2200 人以上となっている。また東証第一部上場企業の株主数が 2000 人を下回った場合には 1 年の猶予期間後に第二部に指定替えになる。このため、株主の数を増やしたり、流通株式を増やしたりする目的で立会外分売が利用されているように思われる。

それでは実際にどれくらいの企業が立会外分売を実施しているのだろうか。表 1 は 2005 年度から 2016 年度にかけて立会外分売を実施した企業数をまとめたものである。立会外分売を実施した企業数は年度により様々だが、実際に立会外分売を利用している企業のうち、第一部市場に上場している企業が比較的少

立会外分売とその後の株価について

ないことが見て取れる。東証上場企業のうち半数以上が第一部市場に上場していることを考えると、第一部上場企業による立会外分売が比較的多かった2014年度でもその割合は3割弱であり、立会外分売は第一部市場ではない企業に多く活用されているように思われる。

もちろん第一部市場でないすべての企業が第一部市場に上場することを目的として立会外分売を実施しているわけではないが、立会外分売を実施する企業が開示する資料によれば、「実施の目的」として「形式要件（基準）の充足」のためと明記している企業は少ない。新たに第一部市場に上場することで機関投資家や投資信託の買い対象となるなど、立会外分売が株価に何らかの影響を及ぼすことが考えられる。そこで、本稿では立会外分売を実施した企業に注目し、立会外分売が株価の形成に及ぼす影響について分析を行う。

表1 立会外分売実施件数

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
総数	166	144	61	30	42	61	59	86	149	87	91	104
東証一部	25	17	9	5	8	3	9	17	18	25	25	19
割合	0.15	0.12	0.15	0.17	0.19	0.05	0.15	0.2	0.12	0.29	0.27	0.18

## 2. 立会外分売と売り出しの相違点

株主が持ち株を処分する場合、証券取引所の立会時間中に売却するのが一般的である。しかし流動株式数に比べて相対的に多くの株式を一度に売却すると、株価が暴落する可能性があるし、そもそも立会時間中に取引が成立せずにストップ安（一日当たりの値幅制限の下限まで株価が下がること）比例配分され、予定通りの売却ができない可能性もある。これら株式市場への影響を最低限に抑えるために用いられるのが「売り出し」や「立会外分売」である。

売り出しと立会外分売は、どちらも不特定多数の投資家に対して株式を売却するという点では共通しているが、手続きが大きく異なっている。売り出しの場合、主幹事となる証券会社の選定、有価証券届出書（株式売出届出目論見書）

の提出、投資家の需要調査（ブックビルディング）、ブックビルディングの結果を受けた売出価格の決定並びに訂正目論見書の提出などが必要であり、売却までの手続きが非常に煩雑であり時間もかかる。それに対し、立会外分売の場合は、証券取引所への届け出は必要だが、有価証券届出書の作成もブックビルディングも必要なく、割引率も裁量によって決定できるなど、手続きが簡単である。そのため、売却株数が比較的小規模な場合や普段それほど取引が活発でない銘柄で立会外分売がよく利用されているように思われる。また立会外分売の場合には買い手の申し込み株数に上限を設定できるので、ほぼ確実に株主数を増やすことができる。例えば3万株を立会外分売で売却する際に、申し込み上限を100株に設定すれば、形式的には300人の株主が新たに誕生することになる。もちろん、既存株主も立会外分売に申し込んで株式を購入することができるし、一人の投資家が複数の証券会社の口座を使って申し込むことも可能なので、実際に300人の新規株主が誕生するわけではないが、形式的には300人の株主が増加したとみなされるのである。

### 3. 割引率の及ぼす影響

では、立会外分売の実施がその後の株価にどのような影響を及ぼすのかについて、2015年度に立会外分売を実施した延べ91社（実質85社）のデータをもとに分析する。実施企業の上場市場の内訳は、東証第一部が25社、東証第二部が23社（実質20社）、東証マザーズが11社（実質9社）、東証ジャスダックが32社（実質31社）である。

はじめに、立会外分売実施日の始値に及ぼす影響について考察する。分売価格は前日の終値から一定率を割り引いた価格に決まるので、実施日の始値は前日終値と比較して下落することが予想される。2015年度に立会外分売を実施した企業の実施日前日の終値に対する実施日の始値の平均下落率は1.42%であった。東証一部上場企業に限ってみると、平均下落率は0.53%であるが、東証一部以外の市場に上場している企業の平均下落率は1.75%となった。これは分売

立会外分売とその後の株価について

に伴う割引率の差が影響を及ぼしていると考えられる。東証一部企業の分売に伴う平均割引率が2.38%であるのに対し、それ以外の企業の平均割引率は2.82%と高かった。因みに全銘柄の平均割引率は2.7%であった。

では割引率が実施日株価にどれくらいの影響を及ぼしているのだろうか。実際の株価は利益率など様々な要因によって影響を受けるが、例えば立会外分売の実施に関する情報開示をしてから実施日までの間に、利益修正などの重要事項の開示を行う場合、立会外分売を延期あるいは中止する必要があるため、分売価格（割引率）の決定から分売実施までに株価に及ぼすであろう重要事項はほとんどないものと考えられる。そのため以下では分売日前日の終値に対する分売実施日の始値の騰落率を被説明変数、割引率（の負値）を説明変数として回帰分析を行う。

表2は最小自乗法を用いて実施日始値の前日終値に対する騰落率を割引率で回帰した結果である。但しカッコ内の値はt値である。立会外分売を実施した企業全体でみると、割引率が1%高くなると株価が0.55%下落することを示している。第二部市場やジャスダック市場など第一部市場以外の市場に上場している企業に限ると、1%の割引率の増加が0.64%の株価の下落をもたらすことが分かる。なおサンプルを東証第一部市場に上場している企業のみに限定した場合、特に有意な結果は得られなかった。これは第一部市場に上場している企業は非常に規模が大きく、立会外分売で売却される株式数が流通株式数と比較して少ないことが、立会外分売の実施が株価にあまり影響を及ぼさないのではないかと考えられる。

表2 前日終値に対する騰落率への影響

全平均	東証一部	一部以外
0.551*** (6.817)	0.212 (1.202)	0.644*** (7.317)

\*\*\* は有意水準1%で統計的に有意であることを示す。

次に分売価格に対する騰落率を見ていこう。分売価格に対してどれだけ高く

寄付いたのかについては、全銘柄の平均で1.33%、第一部市場上場銘柄の平均で1.90%、第一部市場以外の銘柄で平均1.11%と、いずれも値を上げて取引が開始されている。それでは割引率が及ぼす影響についてはどうだろうか。分売価格に対する騰落率を被説明変数、割引率を説明変数として回帰分析を行った結果が表3である。この表は割引率が1%高くなると、分売実施日の始値は分売価格に対して何%値上がりして取引が開始されたのかを示している。ここから分かることは、全ての立会外分売で当選し、その株式を寄付きで売却した場合、割引率1%につき0.46%の利益が得られたということである。また第一部市場に上場している企業とそれ以外の市場に上場している企業とを分けてみた場合、値上がり率はそれぞれ0.81%、0.37%となっている。つまり第一部市場に上場している企業の立会外分売の方が、値上がりしているということである。

表3 分売価格に対する騰落率への影響

全平均	東証一部	一部以外
0.464*** (5.566)	0.812*** (4.484)	0.368*** (4.045)

\*\*\* は有意水準1%で統計的に有意であることを示す。

もちろん割引率が大きければ必ず値上がりするというわけではないことに注意しなければならない。実際2015年度に立会外分売を実施した企業のうち、割引率の大小に関係なく19銘柄が分売価格よりも下げて取引が開始されていることが確認されている。特に割引率が4.03%と3番目に大きかったGMOクリックHD（ジャスダック市場上場）の場合、分売実施日は前日終値から12.62%も低い値で寄付いたので、立会外分売で購入した株式を寄付きで売却していれば、8.59%の損失を出したことになる。なおこのGMOクリックHDは、分売予定株数よりも購入申し込み株数が少なく、2015年度に立会外分売を実施した企業の中で、唯一売れ残った銘柄である。

#### 4. 1年後の株価

次に、実施企業の株価がその後どうなったのか分析する。2015年度に立会外分売を実施した第一部市場以外に上場している企業のうち、分売実施から1年以内に市場変更（第二部から第一部に指定替えあるいはマザーズやジャスダックから第一部や第二部などの本則市場に上場）したのは、第二部市場上場企業20社のうち12社、マザーズ市場上場企業9社のうち5社、ジャスダック市場上場企業31社のうち5社となっている。

第一部市場に上場すれば、機関投資家の買いも入るだろうし、東証株価指数（TOPIX）の算出対象になるため、必然的に TOPIX に連動する運用成果を目指すインデックスファンドの買い需要が発生することになる。またジャスダック市場やマザーズ市場から第二部市場に上場した企業は、すぐには第一部市場に指定替えされることはなく、同一年度内に二度市場変更を行った企業は存在しない。しかし、立会外分売で株主数を増やし第二部市場に上場した企業は、将来的に第一部市場に上場することが予想されるため、第一部市場に上場した場合の買い需要を見越した先回りの買いが入ることも予想される。つまり、既に第一部市場に上場している企業と、それ以外の企業とでは分売実施後の買い需要が大きく異なると考えられる。

では実際にそのような傾向がみられたのかどうかについて、分売実施1年後の株価の騰落率を用いて分析する。分売実施企業の1年後の平均騰落率は4.95%であった。しかし東証第一部市場に上場している企業の場合、分売実施からの平均騰落率は-0.39%であったのに対し、それ以外の企業の平均騰落率は6.97%であった。さらに細かく見てみると、東証第二部市場の企業は4.25%、ジャスダック市場が7.48%、マザーズ市場が11.19%となっている。つまり東証第一部市場に上場している企業とそれ以外の企業とでは、騰落率が大きく異なり、特にマザーズ企業の上昇率が目立っていることがわかる。東証マザーズには「上場10年経過後の適応基準（通称10年ルール）」というものが存在し、

マザーズ上場から10年が経過すると、企業はマザーズ市場への上場を継続するか、本則市場（第二部市場）への上場市場の変更のどちらかを選択しなければならないことになっている。これはマザーズ市場が利益よりも今後の成長性を重視して上場審査が行われ、将来的に本則市場、特に東証第一部市場への上場を目指す設立間もないベンチャー企業向け市場であると考えられているためである。つまりマザーズ上場企業による立会外分売は、近い将来、直接あるいは第二部市場を経由して第一部市場に上場することを目指す準備段階としてとらえることができる。マザーズ市場に上場している企業の株価の上昇率が高いのは以上のような理由によるものと考えられる。

しかしながら1年後の株価には、買い需要だけでなく、個々の企業の業績に加え、様々なマクロ的な要因も織り込まれていると考えるのが通常である。そのため単に絶対水準で騰落率を見るのではなく、株式市場全体と比較したデータを用いる方が望ましいのではないと思われる。そこで立会外分売を実施した企業の1年後の株価が、東証株価指数と比較しどれだけ変化したのか（超過騰落率）について分析する。

表4は立会外分売の発表から実施日までの株価変化率が、1年後の超過騰落率に及ぼす影響を示している。分析の結果から立会外分売価格が分売発表日の終値よりも低いほど、1年後の超過収益率が高いことが分かる。特に第一部市場以外の市場に上場している企業のほうが、分売の発表からの下落率に対する超過収益率は高くなっている。では実際に市場変更した企業とそうでない企業との間で、超過騰落率に有意な差が観察されるのだろうか。次にこのことについてみていきたい。

表4 1年後の株価に及ぼす影響

全平均	東証一部	一部以外
-0.898*** (-3.010)	-0.600* (-1.554)	-1.067*** (-2.662)

\*\*\* は有意水準1%で、\* は10%で統計的に有意であることを示す。



## 立会外分売とその後の株価について

上でも述べたように、2015年度に立会外分売を行った東証第一部市場以外の市場に上場している企業66社のうち22社が、分売から1年以内に上場市場の変更を行っている。これらの企業の超過騰落率が市場変更を行わなかった企業と比べて有意な差が観察されたのかをダミー変数を用いて分析した結果が表5である。なお東証第一部上場企業は、立会外分売によって市場変更を行うことはないので分析の対象から除外している。この表から市場変更を行った企業の方が超過騰落率が高いことが分かる。但し実際の分売に際しては、その目的が「形式的要件を満たすため」であるとは限らず、単に大株主の売却のための分売である可能性もある。企業が既に市場変更を申請しており、そのために必要な要件を充足するための分売であると発表資料に明記してあれば確実であるが、そうでない場合、分売後に市場変更を意図しているのかどうかは外部には分からない。しかしながら市場変更したか否かにかかわらず、分売発表から実施日までに株価が下げた場合、1年後にTOPIXの騰落率を上回っていることが明らかになった。

表5 市場変更を行った企業の超過収益率に及ぼす影響

市場変更ダミー	実施日までの下落率
9.760* (1.521)	-1.003*** (-2.514)

\*\*\* は有意水準1%で、\* は10%で統計的に有意であることを示す。

## 5. おわりに

本稿では、立会外分売が株価に及ぼす影響について分析を行った。立会外分売の目的は様々であるが、その多くは株主分布状況の改善や市場変更のための形式要件の充足など株主数の増加を意図したものである。分売実施日の株価は割引率が高いほど、前日終値に比べて下落しているが、下落幅は割引率よりも小幅にとどまっており、全般的には分売価格よりも高く寄付していることが分かった。長期的な株価への影響については、分売の発表から実施日までの下落

率が高いほど、東証株価指数を上回って値上がりしていることが明らかになった。また、分売から1年以内に市場変更を行った企業の株価の値上がり率は、それ以外の企業の値上がり率と比べて高いことも明らかになった。

今回は2015年度のデータのみを用いて分析を行ったが、データの制約上、上場市場別の分析や、分売の目的別（形式要件の充足か否か）などについては分析していない。これらについては今後の研究課題としたい。

なお、本分析はすべて過去のデータに基づいており、将来的な立会外分売とその後の株価の関係について保証するものではない。また当然のことであるが、株式の売買については全て自己責任であり、その損益は投資した本人に帰属し、仮に損失を被ったとしても筆者は何らの責任も負わないことを明記しておく。