

## 株式分割バブル：投資家期待の膨張メカニズム\*

太宰 北斗（名古屋商科大学）

顔 菊馨（国士館大学）

小幡 績（慶應義塾大学大学院）

本稿では、日本で発生した「株式分割バブル」を対象に、資産価格バブルがどのように膨張するのか、その構造を明らかにしようと試みた。17世紀のチューリップ・バブル以来、資産価格のバブル現象はこれまでに数多く観測され、近年でも実社会での関心は高いものとなっている。しかし、バブルの構造を実証的に明らかにしようとする試みは容易ではない。最大の問題は、バブル自体を特定できないことがある。つまり、資産価格がファンダメンタル・バリューから乖離しているように見えても、通常は理論価格を特定できないために乖離幅の定量的な測定は困難であり、価格の乱高下が理論価格の変動から説明されうる可能性も排除できないため、バブルの実証分析自体が困難なのである。

これに対して分割バブルは、バブルと特定できる世界でも稀有な歴史実験的イベントといえる。まず、分割それ自体はファンダメンタル・バリューに影響するものではない。また分割バブルは、分割実施から新株発行までの約2カ月に取引が制限されることによって発生するものである。供給制約が無くなる2カ月後にはバブルは概ね終息するため、その短期間での事業変化の影響も限定的であると考えられる。

そこで、本稿では1995年4月から2005年12月までにアナウンスかつ実施された株式分割銘柄2,234件を対象に、歴史的実験となった「株式分割バブル」を分析することで、現実のデータから、バブルを膨張させる要因について検証を試みた。

分析の結果から、次の2点が示唆された。第一に、株式の供給制約は分割バブルが発生することの切っ掛けとなるが、バブルの膨張の程度は分割バブルに対する投資家の事前の値上がり期待によって影響を受け、この値上がり期待が実際に株価を上昇させることで追随的な投資家参加を誘うといった期待の連鎖によって膨張していくことが示唆された。

第二に、投資家の事前期待は、分割による供給制約の規模だけでなく、過去の株式リターンの歪度や日次の売買回転率などによっても左右されていた。このことは、銘柄固有の特徴によって投資家の期待の程度が左右されることを示唆する。

一連の結果は、先行研究で示唆されてきたものとも類似する。しかし、本稿の結果は明らかなバブルのデータを分析することで得られたものであり、バブルの構造をより直接的に実証したという点で質的に新しく、独自の貢献のあるものと考えられる。

---

\* 本研究はJSPS科研費JP21K01588の助成を受けたものである。本研究の成果は著者自らの見解等に基づくものであり、所属研究機関、資金配分機関及び国の見解等を反映するものではない。また、本稿における誤りのすべては著者の責任による。