

証券市場における取引制度と流動性及び価格形成(要旨)脇屋 勝

第1章においては、市場における流動性の重要性及び本研究において取り組む課題を明確にすることを目的とした。マーケットで取引される取引価格と本源的価値が一致する時、経済厚生は最大化する。そのためには、いかに効率的に利用可能な全ての情報を取引価格に反映させることが重要になるため、より多くの投資家が取引に参加し売買し流動性を向上させることが不可欠となる。しかし、マーケットには投資家が安心して取引を行う際の妨げとなる可能性のある要因が存在する。本研究において、より多く投資家が安心して取引に参加するためには、市場を運営する取引所において、HFTが支配的なマーケットにおけるリスク管理及び低流動性の問題に取り組み、より良いマーケットの監視方法や取引制度の望ましいありかたを検討する材料となるようわが国のデータを用いて実証的な研究を行うことの必要性について確認した。

第2章では、Easley, López de Prado, and O'Hara [2012] で提唱されたVPINが、短期的な市場変動予測を行うことが可能であるのか、日経225先物及び日経225miniのティックデータを用いて実証分析を行った。その結果、VPINの計測過程での各設定値及び累積分布関数に用いる確率分布を適切に用いることで、VPINはマーケットが急変する予兆を捉える指標となりうることを明らかにした。VPINをリアルタイムのリスク管理ツールとして実装することも検討に値することを明らかにし、より精度の高いリアルタイムのリスク管理のための指標を必要とする投資家や市場関係者にとっても意義があるといえる。

第3章では、市場における低流動性の問題の解決する手段として期待される立会外分売に着目した。そこで、立会外分売の実施により流動性及び株価パフォーマンスにどのような影響を与えるのか実証分析を行った。その結果、立会外分売の実施により、流動性が向上することが確認することができたが、その一方で株価への影響については、BHARで測定した全期間におけるマイナスのリターンとなっており負の影響を与えていることが明らかとなった。しかし、流動性の向上が株価に対して正の影響を与えていること分りAmihud [2002] などと整合的な結果が得られた。また、規則改正後は、予想どおり規則改正前と比較するとより流動性が向上していたが、株価に対しては正の影響を与えていたことは確認できなかった。本研究において、これまで先行研究で扱われていない立会外分売が流動性及び株価パフォーマンスに与える影響について明らかにしたことは、流動性の向上を課題として取り組む市場関係者のみならず上場企業にとっても意義があると考えられる。

最後に、第4章では市場における流動性の重要性について再度検討を行い、本研究で得られた結果及び課題は、今後のより良い制度設計とマーケット監視を考えるうえで資するものであることを確認した。