



Title	株式市場における流動性の研究
Author(s)	橋本, 尚史
Citation	大阪大学, 2010, 博士論文
Version Type	
URL	<a href="https://hdl.handle.net/11094/54300">https://hdl.handle.net/11094/54300</a>
rights	
Note	著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、 <a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">〈a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed"〉</a> 大阪大学の博士論文について <a href="https://www.library.osaka-u.ac.jp/thesis/#closed">〈/a〉</a> をご参照ください。

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

## 論文審査の結果の要旨

氏名	橋本 尚史
博士の専攻分野の名称	博士（経済学）
学位記番号	第 23540 号
学位授与年月日	平成22年3月23日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当 経済学研究科経済学専攻
学位論文名	株式市場における流動性の研究
論文審査委員	(主査) 教授 大屋 幸輔 (副査) 教授 大西 匡光 准教授 太田 亘

## 論文内容の要旨

本論文では、株式市場におけるさまざまな制度変更また投資家の取引行動が市場の流動性に与える影響について分析がおこなわれた。

第1章では流動性の研究がファイナンス理論に与える影響について最近の研究を挙げて説明をおこなっている。次に、第2章では証券取引税率の上昇、すなわち証券取引コストの増加が市場の流動性に与える影響について分析がおこなわれている。この分析から取引コストの増加は情報トレーダーの積極性を減少させて、その影響で市場流動性が高まるが情報の効率を悪化させることがわかった。また、情報トレーダーの積極性の変化は、証券価格に対する情報トレーダーの情報の反映度合にも影響を与えることがわかった。

第3章では株式市場の取引制度についてマーケット取引制度とザラバ取引制度の流動性の比較について分析がおこなわれている。この分析からそれぞれの取引制度における流動性供給者のリスク回避度が市場の流動性に大きな影響を与えていることがわかった。また、それぞれの取引制度における流動性供給者のリスク回避度が同じ場合、情報効率性が劣っている株式市場ではザラバ取引制度がマーケット取引制度より流動性が高いこともわかった。

第4章では株式市場における投資家の取引行動が市場の効率性に与える影響について分析がおこなわれた。この分析から投資家の取引行動を考慮すると株式市場の価格が効率的である場合でも1次および2次の自己相関がゼロにならない、すなわち非効率的な市場と統計的に結論付けられることがわかった。また、日次データから推定された取引行動がさまざまな流動性指標と強い関連性を持つこともわかった。この結論から投資家の取引行動が流動性指標の一つと考えることができる。

第5章では日経平均採用銘柄発表が各採用銘柄に与える影響について分析がおこなわれている。この分析から採用銘柄のうち一部しか日経平均採用銘柄発表の影響を受けていなかったことがわかった。また、発表以前に採用銘柄が影響を受けるか予測できるモデルの構築がおこなわれ、そのモデルの精度が約63パーセントだった。一方で、2008年10月までの日経平均採用銘柄が採用銘柄の影響について分析をおこなった結果、徐々に日経平均発表の影響を受けた採用銘柄の数が減っていることがわかった。すなわち、日本経済新聞社が新たな採用基準を発表して8年を経て日経平均採用銘柄発表による株価のアノマリーが消えたと考えられることもわかった。そして、第6章では今後の研究と課題が述べられている。

## 【論文内容の要旨】

本研究は、株式市場の流動性に対して市場制度変更や投資家の取引行動がどのような影響を与えるかを解明することを目的としている。

第1章では、市場での取引制度について概観した上で、市場流動性に関する最近のファイナンス理論の展開についてまとめている。

第2章では、証券取引税率の上昇に代表される取引コストの増加と市場流動性との関連について分析がおこなわれており、取引コストの増加が情報トレーダーの積極性を減少させ、その結果として市場流動性は高まるが情報効率性を悪化させることを明らかにしている。さらに情報トレーダーの積極性の変化は証券価格に対する情報トレーダーの情報の反映度合にも影響を与えることを明らかにしている。

第3章では、代表的な取引制度としてマーケット取引制度とザラバ取引制度をとりあげ、それらの流動性に関する比較検討をおこない、各取引制度における流動性供給者のリスク回避度が市場の流動性に大きな影響を与えることを導き出している。また流動性供給者のリスク回避度が同じ場合でも、情報効率性が劣っている株式市場ではザラバ取引制度がマーケット取引制度より流動性が高いという興味深い結論も得ている。

第4章では、投資家の取引行動が市場効率性に与える影響について分析をおこなっている。投資家の取引行動を考慮すると株式市場の価格が効率的である場合でも、収益率の系列の1次および2次の自己相関がゼロとならず、統計的には非効率的な市場と結論付けられる可能性があることを示している。また日次データから推定された取引行動がさまざまな流動性指標と強い関連性を持つことも明らかにしており、流動性指標の一つの候補として投資家の取引行動パターンをあげている。

第5章では、日経平均採用銘柄発表が各採用銘柄に与える影響について分析をおこない、採用銘柄のうち一部が採用銘柄の発表の影響を受けていなかったことを明らかにしている。さらにプロビットモデルにより採用銘柄の発表に影響を受けるかどうかに関するモデルを構築し、発表の影響を受けた採用銘柄の数が徐々に減少していることを統計的に示し、新たな採用基準を発表後、8年を経て日経平均採用銘柄発表による株価のアノマリーが消えた結論付けている。最後の第6章では今後の研究と課題が述べられている。

## 【審査結果の要旨】

本論文は株式市場のマイクロストラクチャーの分析として、特に市場流動性に着目し、投資家のリスクに対する態度や市場制度などの要因が、どのように流動性に影響を与えるかに関する解明を試みた意欲的な論文である。採用した分析手法が先行研究に大きく依拠しており、数値解析を用いることも妥当ではあるが、先行研究から離れて、より独自性の高いモデル構築をおこない、明解な性質を導き出していると、インパクトの強い業績となったと思われる。導き出された帰結に対する経済学的な理由づけが必ずしも明確になっていない箇所が残っている点などについては若干の不満が残るものの、論文において導かれた帰結は十分に意義深いものであり、今後の研究の進展が期待されるところである。

従って、本論文は博士（経済学）として価値あると判断する。