



Title	Section Transfers, Returns, Volatility, and Liquidity: Evidence from the Japanese Stock Market
Author(s)	Abo, Majoie Rodrigue
Citation	大阪大学, 2022, 博士論文
Version Type	
URL	https://hdl.handle.net/11094/87752
rights	
Note	やむを得ない事由があると学位審査研究科が承認したため、全文に代えてその内容の要約を公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、大阪大学の博士論文についてをご参照ください。

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

Abstract of Thesis

Name (ABO RODRIGUE MAJOIE)	
Title	Section Transfers, Returns, Volatility, and Liquidity: Evidence from the Japanese Stock Market (セクション変更と収益率・ボラティリティ・流動性: 日本の株式市場についての実証分析)
<p>Abstract of Thesis</p> <p>For decades, companies list in stock exchanges to source capital, and finance expansion projects. Most advanced stock exchanges have different sections, and each section has different listing requirements. It became common for companies to transfer to a more regulated section, after their initial listing. These voluntary transfers have some advantages, which concomitantly affect stocks' returns, volatility, and liquidity. This dissertation focusses on transfers and changes in stocks' trading fundamentals. In the first Chapter, we discuss the motivation of the thesis.</p> <p>Chapter two is based on the paper Abo (2021) published in the Journal of Finance and Investment Analysis. The paper documents the change in investor base, the impact on stocks' prices, after a transfer. On January 1, 2013, Japan Exchange Group (JPX) was established, merging the business between Tokyo Stock Exchange and Osaka Securities Exchange. Because merging involved some structural amendments in terms of speed, the author uses a sample of 181 firms after the merging period: 2014-2019. The author uses an event-study methodology, and OLS regression analysis to examine the relationship between the investor base change, stocks' abnormal returns, and trading activity. The results demonstrate that companies having the largest positive shift in investor base experienced higher positive abnormal returns (+3.74%), and largest volumes gains. The author found no evidence of reversal in stocks' prices increments, inconsistent with the price-pressure hypothesis. The latter suggests that the increase in stock prices caused by transfer to a more regulated section is likely to be permanent.</p> <p>Chapter three is based on the paper Abo (2021) published in the Studies in Economics and Finance. The paper documents the long-term effects of section transfers on stocks' return volatility. The study uses firms that transferred to the JPX main sections, in which TSE 1 is the first section and TSE 2 is the second section. The study computes panel regressions, controlling for fixed effects, day effects, and macroeconomic factors. The author tests the findings' robustness using GARCH estimates. The main findings show that pre-transferred stocks are more volatile than a benchmark sample of stocks, while the transfer to a more regulated section leads to a gradual decrease in total daily return volatility, intraday volatility, and overnight return volatility.</p> <p>Chapter four documents liquidity improvement, following transfer to a more regulated section. The study uses trade execution costs as liquidity measures. Effective spread is used as proxy for stocks' liquidity. The author decomposes the effective half spreads into realized spreads, and adverse selection costs. DID event-study method and DID regression analysis are computed to examine the change in trade execution costs (i.e., liquidity) after the transfer. We found that effective spreads narrow after the transfer. Moreover, findings show that increase in overall liquidity results from the decline in realized spreads, and adverse selection costs. In sum, section transfers improve stock's liquidity.</p> <p>Chapter five draws the conclusion of the entire dissertation and brings recommendations for further research on transfers to more regulated sections.</p>	

論文審査の結果の要旨及び担当者

氏 名 (Abo Rodrigue Majoie)			
	(職)	氏 名	
論文審査担当者	主 査	教授	太田 亘
	副 査	教授	大西 匡光
	副 査	教授	大屋 幸輔

論文審査の結果の要旨

[論文内容の要旨]

本論文では、証券取引所におけるセクション(上場区分)と価格形成および流動性との関係について、東京証券取引所を対象に実証分析を行っている。東京証券取引所は、普通株のセクションとして市場第1部、市場第2部、マザーズ、JASDAQ、TOKYO PRO Marketを用意しているが、セクション間の移動としては、市場第2部から市場第1部への移動が多い。日本市場において上場基準が最も厳しい市場第1部に移動することにより、発行体の情報開示が活発になり、情報増加により個人投資家の取引が促され、TOPIXの構成銘柄になることでより多くの機関投資家が売買に参加し、マーケットメーカーも新規に参入すると考えられる。本論文は、このような変化をともしなうセクション移動を分析することにより、参加者の範囲や情報の非対称性の程度が価格形成にどのような影響を与えるかを解明しようとしている。

まず第1章で既存研究をまとめた後、第2章では、セクション移動による価格変化を分析している。市場第1部から市場第2部へ移動するとき、価格は移動1週間前から上昇しはじめ、移動後に若干低下するものの、移動前の水準に戻ることはなく、移動により価格が永続的に上昇することを明らかにしている。同時に売買高も移動1週間前から上昇し、移動後も高い水準を維持していることを示すとともに、このような変化は特に移動前に流動性が低い銘柄について顕著であることを報告している。これは、より多くの投資家に保有されることにより価格が上昇する、というMerton (1987, Journal of Finance)の理論と整合的である。一方、他のセクションへの移動では、価格および売買高の変化は一時的であり、永続的な変化は市場第1部への移動における特徴であることを明らかにしている。

第3章では、セクション移動に伴い、ボラティリティがどのように変化するかを検証している。市場第1部に移動することにより、公的情報が増加し、投資家間の情報の非対称性の程度が低下し、流動性が向上し、価格がより情報効率的になり、ボラティリティが低下すると予想される。分析結果はこの予想と整合的であり、日次ボラティリティが低下することを示すとともに、日中のボラティリティおよび夜間のボラティリティも低下し、特に週の初日および最終日でこのような変化が顕著であることを報告している。さらに、ボラティリティの低下は、1日の最初の取引価格である始値の形成がより情報効率的になったためである可能性を指摘している。

第4章では、セクション移動による流動性の変化を分析している。流動性を実効スプレッド、逆選択コスト、実現スプレッドに分解して分析し、市場第1部への移動後にいずれの指標も低下する、すなわちいずれの指標でも流動性が向上することを明らかにしている。実現スプレッドは、流動性供給者であるマーケットメーカーの利潤を反映するが、この低下は、参加者の拡大により注文量が増加して在庫管理が容易になるとともに、新規参入により競争が激化して利潤が低下したためである、と考えられる。逆選択コストは、情報優位な投資家にとっての利潤を反映するが、この低下は、情報開示の充実により投資家間の情報の非対称性の程度が低下したためである、と考えられる。また、これらセクション移動に伴う流動性の変化は、第2章で示した価格水準の変化、第3章で示したボラティリティの変化と整合的である。最後の第5章は、全体のまとめにあてられている。

[審査結果の要旨]

本論文は、取引所におけるセクションの区分が価格形成および流動性にどのような影響を与えているかについて、日本の株式市場を対象として分析し、新たな実証結果を示している点で、重要な貢献をしている。したがって、本論文は、博士(経済学)に値するものと判断する。