

証券市場における取引制度と流動性及び価格形成(要約) 脇屋 勝

第1章において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。その一例として、2010年5月6日の米国で発生したフラッシュ・クラッシュの原因と目されるHFT(High frequency trading)がある。これは、特段の要因がないにもかかわらず数分の間にダウ工業株平均株価が約1,000ドル(約9%)暴落し、HFTが市場を逆に不安定化させる原因になっているとの問題指摘の発端となった。さらに、2012年には、米国の証券会社ナイト・キャピタルがシステム・トラブルによる誤発注による巨額損失で経営破綻するなど、HFTにより向上し瞬時にマーケットに情報が反映されるなった一方で、HFTの負の側面が浮き彫りになった。Kirilenko [2012] で述べているように伝統的なマーケットメイカーとHFTでは、特に市場のリスクが高まる際の行動が異なることが指摘されており、今日では取引所において、マーケットの状況をリアルタイムで適格に把握することが困難になってきている。そのため、取引所をはじめとする市場関係者において、HFTでの取引が支配的になっているマーケットの状況をモニタリングし、マーケットが急変する予兆を捉えることができるような指標に対する要望は強い。

その一方で、Ben-Rephael et al. [2012]で指摘しているように世界的に低流動性の問題は解消し流動性プレミアムの縮小が認められるが、小型株の多い新興市場を中心として低流動性の問題は依然として存在している。流動性が低い銘柄は、直接的な取引コストが高くなることとどまらず、投資家によっては投資不適格と見なし取引対象外とする場合もあり、悪循環に陥っていることになる。また、低流動性の銘柄は流動性プレミアムの存在により要求収益率も高まり、当該企業の企業価値にも負の影響を与えることになる。そのため、取引所において流動性を向上は、これまでも重要な課題として取り組んできてはいるものの、未だ解決したとはいえない状況にある。

そこで、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について確認した。

第2章においては、Easley et al. [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、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、流動性の向上を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いてのマイナスのリターンであることが明らかとなったが、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を実証的に示すことができた。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ることがわかったが、株価への影響については、規則改正が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ことを確認した。