

論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 KHAN Mostafa Saidur Rahim

論文題目 Three Essays on Market Efficiency
(株式市場の効率性に関する研究)

論文審査担当者

主 査 名古屋大学大学院経済学研究科教授 加藤英明

名古屋大学大学院経済学研究科教授 清水克俊

名古屋大学大学院経済学研究科准教授 中島英喜

論文審査の結果の要旨

1. 本論文の概要

(1) 本論文の目的

本論文の目的は、ファイナンスにおける主要なテーマである株式市場の効率性について、バングラデシュと日本の株価データを用いて実証的に検証することにある。ファイナンス理論の発展において、市場の効率性は必要不可欠な前提であり、それ故、市場がどの程度効率的かを確認することは、ファイナンスの重要課題といえる。ファイナンス分野ですでに 10 人以上のノーベル賞受賞者を輩出しているが、どの受賞者の研究も市場の効率性を抜きには語れない。市場の効率性が問うのは、新情報の価格への反映の速さであり、その正確さである。市場が効率的なら、ランダムに市場に到着する新情報を反映する価格の動きもランダムであり、その動きにパターンは存在しない。しかしながら、これまでの研究の多くが、過去の株価の動きにパターンを発見し、市場の効率性に反するアノマリーの存在を確認している。そのなかでも特に顕著で興味深いのがモメンタム効果である。過去、数ヶ月パフォーマンスのよかった（悪かった）株式のその後数ヶ月のパフォーマンスは良い（悪い）といったモメンタム効果は、時期、場所を問わず報告されている。唯一の例外が日本の東京市場である。日本市場で何故このアノマリーが観察されないのか、謎の一つといわれてきた。本論文では、謎の解明に向け欧米で指摘されている市場の状況とモメンタム効果による超過利益との関係の有無について、日本のデータとバングラデシュのデータを使って検証している。さらに、日本固有の貸株市場の仕組みに焦点を当てて、効率的市場を妨げる空売りの制約について分析を進め、日米間の仕組みの違いが、空売り制約に与える影響について議論する。

(2) 本論文の構成と内容

本論文は第 1 章から第 6 章までの 6 つの章によって構成されている。

第 1 章では本研究の目的、貢献についてそれぞれの章に対応させ、過去の研究に触れながら、簡潔に整理されている。第 2 章では、資産価格理論の発展に影響を与えたアノマリー研究のこれまでの進展についてまとめられている。アノマリーのひとつで、日本では見られないといわれているモメンタムだが、市場動向の状況で分類するとモメンタム効果が観察されることを欧米の研究が指摘している。日本のデータを使っても同様な現象が見られることを、第 4 章では検証している。第 5 章ではバングラデシュという発展途上にある新興国のデータを使って、その頑健性を確認している。第 3 章では、日本の貸株市場の役割を分析しながらモメンタム効果との関係に迫っている。市場の効率性を約束するのはコストゼロの空売りが可能なアービトラージの議論が成立する必要がある。具体的には、日

論文審査の結果の要旨

本の信用取引に平行に存在する制度信用、一般信用という 2 つの取引形態のうちの制度信用の機能に焦点を当てて議論を進めている。日本でモメンタム効果が見られない原因について、制度信用で中央管理的な取引システムを提供する中立的証券金融会社の存在があり、そのことが貸借市場における価格発見機能を高め、空売りコストを抑え、市場の効率性を高めている可能性があり、日本でのモメンタム効果を和らげていると結んでいる。日本の貸株市場の取引の仕組みが、株式の空売りコストを減少させ、よりタイムリーな取引を提供できるとすれば、モメンタムは市場における取引コストの違いから生じる摩擦の結果と考えられる。摩擦の少ない日本でモメンタムが観察されなくても不思議ではない。日本とアメリカの貸株市場の相違点、類似点に関して日次データを用いて分析した意欲的研究で、得られた結果は興味深く、将来へのさらなる展開が期待できる。欧米の研究がマーケット全体の取引データの取得に苦勞する中で、種々のデータを使って、制度信用取引に注目した本研究は、欧米の研究結果の補完的役割を果たすだろう。第 6 章はまとめと結論になっている。

2. 本論文の評価

本論文の独自性と貢献は上述の通りである。実際、やり尽くした感のあるテーマで、日本パズルとも言われるモメンタム効果の解明に再チャレンジしたのは、日本に居て日本のデータを利用出来ることを考慮すれば、地の利を生かしたアプローチといえる。結果的には、モメンタムの原因について、手法の似通った先行研究の結果と異なる結果を確認しているが、その頑健性の確認については若干疑問が残る所もある。以下、今後の研究を見据えた課題を幾つか述べる。

自信過剰の欧米の投資家は情報に対する過剰反応から、モメンタムを生み出す。一方、日本の投資家は自信過剰の度合いは低く、文化的にも過小反応の傾向が強くモメンタムを生むと結論づけているが、日本の投資家が過小反応することを示した研究はあるのだろうか。同様のことがダッカ証券取引所の上場銘柄に焦点を当てた第 5 章についてもいえる。また、月次リターンだけでなく、週次、日次のリターンの結果も見てみたらどうだろうか。

日本の信用取引は欧米型の一般信用と日本独自の制度信用とが併存している。無駄とも思える仕組みに市場の効率性を高めるプラスの役割があると主張している。しかしながら、一般信用にも自由度の高い取引という利点がある。論文では TSE と NYSE のどちらにも上場している銘柄を使った比較分析を行っているが、現状の分析ではサンプル数が少なすぎるので意味のある結論を導けない。制度信用は主に個人投資家が利用しているため、取引高は高くない。少ない取引高で決まる貸株コストは、一般信用で空売りする機関投資家の指標として、真の空売り

論文審査の結果の要旨

コストを十分に反映しているといえるのか。

最後に、モメンタム効果が顕著にみられないのは日本固有の現象とすると、日本的経営などに由来していないのか。対象となる時間軸を変えて、日本的経営の効果を調整したとき、日本においてモメンタムは見られるのかもしれない。

しかしながら、以上の点は今後の著者のさらなる研究の発展を期待するうえでの指摘であり、本論文の学術的価値を損なうものではなく、本論文に対する我々の評価を変えるものではない。

3. 結論

以上の評価に基づき、われわれは本論文が博士（経済学）の学位に値するものであることを認める。

2018年2月21日

主査 名古屋大学経済学研究科教授 加藤英明
委員 名古屋大学経済学研究科教授 清水克俊
委員 名古屋大学経済学研究科准教授 中島英喜