

信用取引銘柄の選定基準の緩和が流動性及びボラティリティに与える影響

—新興市場のデータを用いた実証分析—

脇屋勝（京都大学・院）

本稿は、制度信用銘柄及び貸借銘柄の選定基準の緩和が、新興市場の流動性及びボラティリティに与える影響を明らかにするものである。

わが国の新興企業向けの市場は、2013年7月の東京証券取引所と大阪証券取引所の市場統合により、東京証券取引所のマザーズ市場とJASDAQ市場に集約された。しかし、日本証券業協会の「新興市場のあり方を考える委員会」（2008年9月）などで、過去から繰り返し指摘されてきた新興市場における流動性の問題について、解決したとは言い難い状態にある。その一方で、2013年9月、金融庁の金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ（第5回）」において、新興市場における新規株式公開を容易にするため新規上場時の株主基準の緩和が検討されている。実際に株主数の基準が引き下げられた場合、新興市場の流動性の問題がより顕在化する可能性もある。

現在、信用取引の売買代金に占める割合は、全体では低下傾向にあるが、個人投資家の間では逆に高まっており2013年では50%を超える水準にある。したがって、個人投資家の取引比率が高い新興市場において信用取引制度は重要な役割を果たしていると思われる。このような状況の中、仮需要の取り込みや社内食い合いを利用することで流動性向上に寄与するとされる信用取引に着目することは意義があると考えられる。

信用取引に関連する多くの先行研究では、わが国のケースを扱った志馬（2005）をはじめ、既に空売りが可能であるものに制約を加えた場合についての分析を行っており、制度信用取引及び貸借取引の選定段階における問題を扱ったものではない。2013年7月の市場統合以前は、東京証券取引所と大阪証券取引所で異なる基準で信用取引銘柄の選定を行っており、それらの選定基準の違いが市場に与える影響について分析を行うことが可能である。

以上を踏まえ、本稿では制度信用銘柄及び貸借銘柄の選定基準の緩和が、新興市場における流動性及びボラティリティに与える影響を実証的に分析することを目的とする。流動性を測定する際には、新興市場の流動性の低さのため測定が困難な場合も考慮し、Amihud（2002）の金額1単位あたりの価格変化を見る指標に加えて、Liu（2006）で用いられた約定未成立日数を測定する指標などを用いて多面的な分析を行う。

Amihud, Y. (2002), Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets*, 5, pp.31-56

Liu, W. (2006), A liquidity augmented capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 82, pp.631-671.

志馬祥紀（2005）, 「空売り規制と流動性—マイクロストラクチャーから見た規制効果」

『証券経済研究』51, pp77-89.