

始値の効率性検証

— 9 ヶ国 10 日次株価指数の分析 —

学習院大学 辰巳 憲一

学習院大学大学院生 趙 潮

前日の取引終了時刻から該当の日の取引開始時刻までの間には、国内で事件事故が生じたり、時差の関係で日中になり経済活動の行われている世界各国から様々なニュースが流れ込む。それに応じて、投資家は戦略を（場合によっては度々）練り直す。日の始値は、そうした動きが集約されている株価である。この点は、例えば Biais-Hillion-Spatt (1999) などの実証研究でほぼ確かめられている。そのために、始値はその日の値動きの方向性を占う注目度の高いものと考えられている。

本研究では、このような始値が形成される過程の情報効率性を問題とする。始値に関しては、寄前気配を使った分析がいくつかある。さらに始値形成の効率性分析以外に、曜日効果、ボラティリティの国際的伝播などの分野で、先行研究が早くからある。始値を分析に導入する意義は、情報量の増加である。例えば、国内市場ボラティリティの原因としての他国からの影響を詳しく分析できるようになる。

本研究は、1986 年以降 2008 年までの世界の 9 ヶ国 10 種 (DJIA、NASDAQ、Nikkei225、Hang Seng、STI、KS11、FTSE、CAC、DAX、SSEC) の日次株価指数で公表されている 4 本値のうち始値と終値を調べて、始値の効率性を Barclay-Hendershott (2008) などに従った伝統的な効率性検定、投資戦略のパフォーマンス、等などの視点から検証する。また Nikkei225 の寄前気配情報公表が始まった 2000 年 12 月 25 日以降を後半期として、サブサンプル期間と全期間の検証を行う。10 指数のうち効率性を達成しているのはどの指数で、いつごろからなのだろうか、をこのような時系列データから明らかにする。

本研究では、伝統的な効率性概念から、世界主要国のうち NASDAQ やフランスの CAC、さらにはそれらに続いて FTSE、Hang Seng、などの始値の効率性は後半期に達成されている事実をいくつかの観点から示した。

寄前気配やビッド・アスクド・スプレッド、などのデータではなく、始値データそのものをクロスセクショナル（グローバル）時系列的に用いて、検証した。Amihud-Mendelson (1991)、Biais-Hillion-Spatt (1999)、Chen-Cai-Ho (2009) などの一部指数（米国、フランスや中国の国内指数）に存在する先行研究の計測結果とも矛盾しない形で、ほぼ満足できる結果をえた。