

[博士論文審査要旨]

申請者：三浦真理子

論文題目：貸株市場と株式市場の連動性 (The Interaction between the Securities Lending Market and the Equity Market: The Case of Japan)

審査員：大橋和彦、本多俊毅、折原正訓

株式取引において、投資家が保有していない株券を売却し後に買い戻して差益を得る戦略を空売りといい、貸株市場はその実行に必要な株券の貸付や借入を可能にする役割を果たす。日本では Naked Short Selling 規制の下で事前の株券借入が義務付けられているため、貸株市場の需給状況が空売りの実行可能性を左右し、株式市場の流動性や価格形成にも大きな影響を及ぼす。本論文は、近年拡大を続ける日本の貸株市場に注目し、その実態と株式市場への波及効果を実証的に解明することを目的とする。

日本市場には、世界金融危機後に導入された厳格な空売り規制に加え、日本銀行による ETF 買入政策、制度信用取引、逆日歩の発生、決算期末に集中する名義回復目的の貸株リコールなど、他国には見られない制度的・実務的特徴が存在する。しかし従来研究の多くは空売り規制や株式市場側の流動性に焦点を当てるにとどまり、貸株市場を明示的に取り上げた分析は十分ではなかった。本論文はこれら日本固有の制度に着目し、貸株市場と株式市場の相互依存関係を新たな視点から検証する。

本論文は全 6 章から成り、第 1 章では研究目的と問題意識を示し、第 2 章で先行研究と理論的背景を整理する。中核となる第 3 章から第 5 章では、日本銀行の ETF 買入が貸株市場を通じて株価に及ぼす影響、逆日歩の発生メカニズムと市場流動性への波及、さらに持合い慣行を背景とする季節的リコールが貸株供給、空売り行動、株価形成に与える効果を分析する。第 6 章では政策的含意と今後の研究課題を提示する。

これら日本特有の制度や慣行を活用した実証分析は国際的にも希少であり、独創性と学術的価値が高い。また、制度の詳細を踏まえつつ学問的方法論に基づいて実務現象を解明している点で本研究科の目標にも合致している。

以下、本論文の中核をなす第3章から第5章の内容について説明する。

第3章は、日本銀行によるETF買入政策の株価への影響を、従来研究が重視してきた株式需要の増加に加え、貸株市場を通じた供給拡大という新たな経路から検証する点に特徴がある。貸株市場は空売りに必要な株券を供給し、市場流動性や価格発見に寄与することが先行研究で示されてきた一方、ETF買入政策の分析は需要面に焦点を当てるものが中心であった。しかしETF構成銘柄は貸株市場において貸し出し可能な株式として供給され、これが空売り機会を拡大して株価形成に影響し得る点は十分に検討されてこなかった。近年の研究では、ETF買入拡大が貸株市場の成長を促し、政策効果を弱める可能性も指摘されている。

本章はこうした知見を踏まえ、日本の制度的特徴を明示的に考慮しつつ、ETF買入れを需要ショックであると同時に貸株供給を増やす供給ショックとも捉え、貸株市場の需給への影響と需給変化が株価リターンに及ぼす効果の二点を検証する。2010～2021年の東証一部上場銘柄の日次データを用い、貸借料率や在庫比率などの指標と株価を結合し、自然実験的手法、差分の差分法、操作変数法を併用するほか、借株が困難なSC銘柄と容易なGC銘柄を区別した分析も行う。

実証結果から、ETF買入れは在庫比率を高め貸借料率を低下させることで貸株需給を緩和し、とりわけSC銘柄で効果が大きいことが示された。また、空売り機会の拡大を通じて株価上昇を抑制する供給効果が、需要効果と同時に存在することも明らかとなった。これらの知見は、ETF買入政策の影響を現物市場の需要面だけでなく貸株市場経由の供給面からも捉える必要性を示しており、日本の実務慣行を踏まえた独創的かつ学術的・政策的意義の高い貢献である。

第4章は、日本株市場における空売りの隠れたコストである逆日歩に注目し、その発生要因と市場への影響を実証的に検証する。従来の空売り研究は主に米欧市場を前提に貸借料などをコスト指標としてきたが、本章は日本独自の制度信用取引において生じる逆日歩に焦点を当てる点に特徴がある。逆日歩は、株式の借入需要が供給を上回った場合に通常の貸借料に加えて支払われる追加的コストであり、日次で空売りコストに大きな影響を与える。

分析では、配当権利落ち日前後に貸株需要が急増する点に着目し、2010年か

ら 2021 年までの東証一部上場で配当実績のある銘柄を対象に、貸株市場と現物市場の変化を検証した。その結果、権利落ち日前後に貸借料や新規貸借件数が大幅に増加し、逆日歩の発生確率も権利付最終日と権利落ち日に有意に高まることが示された。さらに、ビッド・アスク・スプレッドやターンオーバーといった現物市場の流動性指標を用いた分析から、スプレッドは拡大し取引コストが上昇する一方、売買高も増えており、高い空売りコストにもかかわらず取引が活発化していたことが明らかとなった。

本章は、権利落ち日周辺で逆日歩が頻発し特に権利付最終日で株の貸借料が著しく上昇すること、それにも拘わらず空売り需要が継続すること、その影響が現物市場にも波及することを示している。これらは、空売りに関する理論や実証研究に対し、制度の違いを考慮する重要性を示すものであり、日本市場特有の摩擦が価格形成や流動性に与える影響を明らかにした点で学術的意義が高い。

第 5 章は、日本特有の株式持合い慣行を背景に決算期末に集中する名義回復目的の貸株リコールに注目し、その影響を実証的に検証している。貸株取引において、日本では貸借期間が比較的短く、権利確定日までに株が返却される傾向が強い。本章は、その背景として企業間の株式持合いを重視する国内法人投資家が決算期末に名義を維持するため貸株を回収する点に着目する。

日本では、とりわけ名義確保の必要が高い銘柄について返済期限が設定された Callable 契約が多用され、期末が近づくと空売り投資家は株券の確保のため Non-Callable 契約への借り換えを迫られる。これらは主に外国人投資家からの借株で賄われるが、Non-Callable 契約は貸借料が高く、借り換えが不可能な場合にはショートカバーが発生する。この期末特有のリコール集中と借り換え需要は海外ではほとんど観察されない日本独自の現象である。

2010～2021 年の東証一部配当銘柄を対象とした分析では、権利確定日前後に貸借料が急上昇し、貸出可能株数が大幅に減少することが示された。また貸株取引件数も増加し、Callable から Non-Callable への借り換えが集中していることが確認された。さらに現物市場では、リコール集中に伴うショートカバーを通じて株価が押し上げられる効果が観察された。これらの結果は、米国市場を前提とした理論とは異なる日本特有の市場連関を示し、制度や慣行の違いが価格形成や流動性に重要な影響を及ぼすことを明らかにしている。

以上のように、三浦氏の研究は、日本銀行のETF買入政策、制度信用取引における逆日歩の発生、名義回復を目的とする貸株リコールの決算期末への集中という日本市場に特有な出来事に着目して貸株市場と株式市場間の連関を分析することで、他国市場の分析からでは得られない新しい知見が得られた点で高く評価されるものである。一点指摘するならば、制度・実務の詳細に関して本人が持つ深い知識から、実務家としての経験に基づいて主張したいことに推定結果の解釈が引きずられるきらいがあったが、今後は推定手法の理解を深化させることでこのような乖離を埋め、貸株市場と株式市場の連動性に関するより精緻で深い理解が得られるものと確信する。

よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第5条第1項の規定により一橋大学博士(経営)の学位を受けるに値するものと判断する。

以上