

博士論文要旨

中国株式市場における収益率の予測可能性と流動性に関する実証研究

立命館大学大学院経済学研究科

経済学専攻博士課程後期課程

ヨウ シン

楊 晨

金融市場における収益率の予測可能性は、以前から重要な話題の一つであった。多くの先行研究は欧米市場で収益率が予測可能であることを示した。一方、高い経済成長を伴う中国株式市場において、収益率の予測可能性は生じているのだろうか。

収益率の予測可能性を解釈する際、市場マイクロストラクチャーの視点から流動性が重要な要素の一つであると考えられる。しかし、中国株式市場では、国有株のような非流通株の存在によって、市場が2市場 - 流通市場と非流通市場 - に分割されている。特に、2005年4月に、中国政府は株式市場の流動性や効率性を改善するために非流通株改革を行った。この改革を通じて、流通市場の増大や投資家構成の変化は中国株式市場の流動性、収益率及びそれらの関係に大きな影響を与えると考えられる。

今までの既存研究は、少ないサンプルや短い期間のデータを使ったり、欧米市場の指標や研究手法をそのまま用いて中国株式市場を分析している。また非流通株改革の影響を考慮せず限定的な分析しか行われていない。その中で、本稿は2000年から2013年までの期間に、中国株式市場のデータを用いて、収益率の予測可能性について分析を行う。そして非流通株改革の影響を考慮する上で、流動性と収益率との関係、さらにイデオシンクラティック・ボラティリティとの関連を解明していく。

主な結果は以下の通りである。まず、中国株式市場において顕著なリターンリバーサル現象が観察されている。特に、ポートフォリオの検証期間が短いほどリターンリバーサルがより強くみられる。また、本稿は中国株式市場の流動性をより適切にとらえる新しい（非）流動性指標を提案し、非流通株改革前後に分けて株式収益率の自己相関と（非）流動性との関係について考察した。その結果、非流通株改革前後とも株式収益率の自己相関は、非流動性と高く関連している。その原因について投資家間の情報の非対称性を用いて説明することができた。さらに、中国株式市場では非流動性と収益率の間に負のクロスセクション関係があることが観察された。しかし、イデオシンクラティック・ボラティリティ・バイアスを取り除くと、非流通株改革後は、非流動性と収益率の間に正の関係が検出された。

Doctoral Dissertation

An Empirical Study of Return Predictability and Liquidity in the Chinese Stock Market

Doctoral Program in Economics

Graduate School of Economics

Ritsumeikan University

ヨウ シン

YANG Chen

Return predictability has become a popular topic in financial markets. Many researchers have shown that return is predictable in stock markets worldwide. Meanwhile, one would ask does return predictability exist, and why this phenomenon occurs in Chinese stock market.

Market microstructure models show that liquidity is one of the most important fractions that influence asset prices. In China, stock market is divided into tradable- and nontradable- share market due to the shares held by state government. On April 2005, Chinese government launched the Nontradable Share Reform. After this reform, tradable share market has increased rapidly and market participants have changed, which affect the relation between stock returns and liquidity.

Prior studies of Chinese market have used short-period and fewer samples to make similar analysis with studies of developed markets, which offer only limited insight. Further, none studies to investigate the relation between liquidity and stock returns taking account of the Nontradable Share Reform. In this paper, we use Chinese data over the period 2000 to 2013 to examine whether return predictability exists in Chinese stock market. Moreover, we explore the relation between stock returns and (il)liquidity, as well as idiosyncratic volatility by taking account of the reform.

The main results are shown as follows. First, we found return reversal effect exists in Chinese market, and this effect is strongest in the short term. Second, stock return autocorrelations are highly related to illiquidity, which could be explained by the information asymmetry among investors, both before and after the reform. Third, there exists a negative cross-sectional relation between illiquidity and stock returns in Chinese stock market. However, after eliminating the effect of idiosyncratic volatility, we found a positive relation between illiquidity and stock returns after the reform.