

〈2008年度証券アナリストジャーナル賞〉

証券アナリストジャーナル編集委員会では、当誌2008年4月号から2009年3月号に掲載された論文（ノートを含む）を対象に、証券アナリストジャーナル賞の受賞作として表彰すべき論文の選考を進めてきましたが、このほど後掲「論文審査委員会報告」の通りの経緯を経て、次の2編を表彰論文として選定しました。

(掲載順)

ポリシー・アセットアロケーションの説明力

小松原 宰 明

(2008年9月号)

株主構成と株式超過収益率の検証

—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—

光定洋介・蜂谷豊彦

(2009年1月号)

受賞論文の表彰は、本年10月9日開催予定の第24回日本証券アナリスト大会において行う予定です。また受賞論文は当協会ホームページに掲載しています。

論文審査の経緯ならびに結果について (論文審査委員会報告)

証券アナリストジャーナル編集委員会
委員長 浅野 幸弘

1. 経緯

今次の証券アナリストジャーナル賞の対象は2008年4月号から2009年3月号(注)に掲載された論文およびノート、計56編であった。編集委員会では、これらについて、(1)独創性、(2)論理の展開力、(3)実務への応用性、の三つの審査基準に着目して、以下の3段階にわたる審査を経て、受賞作の選定を行った。なお、編集委員およびモニターが執筆した論文(共同執筆を含む)は慣例により本賞の対象外としている。

(注) 2008年11・12月合併号を発行して、2009年1月号から発行日を毎月下旬から毎月初に繰り上げたため、発行月号数は11冊である。

第1段階：編集委員とモニターの全員(年度途中の新任者を除く)が書面により1～2編の論文を受賞候補として推薦(2009年3月に実施)。

第2段階：4月10日に予備審査委員会(編集委員長、小委員長、学者委員、計7名で構成)を開催、第1段階において3名以上の委員・モニターから推薦のあった6編の論文につき精査し受賞論文を予備選定。

第3段階：5月8日に全編集委員による審査委員会を開催、予備審査委員会において絞り込まれた受賞候補論文を中心に最終審議を行い、受賞作を決定。

2. 選考結果

次の2編を受賞論文として選定した(掲載順)。

- ・小松原宰明「ポリシー・アセットアロケーションの説明力」(2008年9月号)
- ・光定洋介・蜂谷豊彦「株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—」(2009年1月号)

3. 選定理由

選定理由は次の通りである。

(I) 小松原宰明「ポリシー・アセットアロケーションの説明力」

Brinson *et al.* [1986] の「年金ファンドのリターン90%以上がポリシー・アセットアロケーション(PAA)によって説明される」という研究以来、資産運用におけるPAAの重要性が指摘されてきた。その後、Ibbotson and Kaplan [2000] は、Brinson *et al.*の示した90%以上というのは個々のファンドのリターンの時系列変動に対するPAAの説明力であり、ファンド間のリターン格差に対するPAAの説

明力は40%に過ぎないことを示した。本論文は、こうした米国での研究を踏まえて、わが国の投資信託におけるPAAの説明力を実証するものである。結果は、対象としたバランス型ファンド全体では、PAAはリターンの時系列変動の約90%を、ファンド間のリターン格差の70%を説明するが、ファンドを形態別に分けると、アクティブ度の低いインデックス型バランスファンドではいずれもPAAの説明力が高くなるというものであった。論文はさらに、アクティブリターンの獲得状況を分析し、信託報酬控除前では半数近くのファンドがポリシーリターンを上回るが控除後では大半が下回っていたこと、アクティブリターンの自己相関とIRの関係から継続してプラスのアクティブリターンを生み出すファンドがほとんどなかったことも示している。

PAAの重要性に関してはBrinson *et al.*の研究以来、多くの議論を呼んできたが、データの制約などのため、米国以外の実証研究は限られている。わが国では、年金ファンドに関して企業年金連合会[2001]や井部[2006]があるが、投資信託については本論文が初めてである。本論文は、各ファンドの有価証券届出書にまで遡って、それぞれのファンドの資産クラスベンチマークを特定したこと、信託報酬控除前と控除後のリターンを算出したことが特筆され、これまでにない詳細な分析を可能にした。分析にはとくに目新しいものはないが、地道なデータ収集や丹念な分析によって、投資信託においてもPAAがリターンの大半を説明すること、およびアクティブ運用が信託報酬に足るリターンを生み出していないことを示したことは高く評価される。

(参考文献については、本論文の末尾を参照)

(2) 光定洋介・蜂谷豊彦「株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—」

近年、コーポレート・ガバナンスの重要性が喧伝されているが、果たしてそれは企業や株式のパフォーマンスを向上させるのであろうか。これまでの研究では肯定的な結果を示すものが多いが、なぜそうなのかは必ずしも明らかではない。本論文はまず、市場志向的ガバナンスが働きやすい株主構造を持つ企業はそうでない企業に対して2000—2006年に有意な株式超過リターンが得られていたことを確認するとともに、それ以前は両者のリターンに差がなかったことを示す。そして、そうした企業が高いリターンを上げたのは、近年市場志向的ガバナンスが機能するとの期待が高まったことによる株価の上昇によりもたらされた可能性が高いことを明らかにする。

ガバナンスと株式リターンの関係については、もし市場が効率的ならば、たとえガバナンスがしっかりしていたとしても、株価はそれを反映するから、リターンは決して高くはならないばかりか、むしろ低くなったとしても不思議ではないという疑問が呈されている。本論文は、市場志向的ガバナンスが働きやすい企業では、エージェンシーコストの見積もりの低下が株価の上昇をもたらしたことが高いリターンを生んだことを示すことによって、こうした疑問に答えるものである。この種の分析では、ガバナンスが効いてリターンが高くなったのか、リターンが高いと予想した外国人投資家が買ったため彼らのガバナンスが効いたように見えただけなのか、識別が難しいが、本論文は丹念な頑強性テストを重ねることにより、ガバナンスによってリターンが向上した可能性が高いことを示す。ガバナンスの重要性を再確認するとともに、それとリターンの関係を明らかにした論文として高く評価される。

論 文

2008年9月号

ポリシー・アセットアロケーションの説明力

小松原 宰 明

（日本証券アナリスト協会検定会員〈CMA〉）

目 次

- | | |
|----------------|----------------------------|
| 1. はじめに | 5. ポリシー・アセットアロケーションの説明力 |
| 2. 先行研究と本稿の意義 | 6. 資産分散型ファンドのアクティブリスク・リターン |
| 3. パフォーマンス計測方法 | 7. まとめ |
| 4. 使用データ | |

近年、日本において資産分散投資を実践するファンドオブファンズやバランス型ファンドの資産残高が急増している。資産分散型で運用されている国内追加型公募投信のデータを用い、ポリシー・アセットアロケーションの説明力を分析したところ、日本籍の投資信託においてもポリシー・アセットアロケーションがパフォーマンスに与える影響は大きく、資産分散型ファンドのリターン水準ならびにリスク水準をポリシー・アセットアロケーションでおおむね説明できることが明らかになった。また、資産分散型ファンドの平均的なアクティブリターンについては、信託報酬控除後では年率▲1.3%であった。しかし、信託報酬控除前で見ると年率▲0.1%で、アウトパフォームしているファンドとアンダーパフォームしているファンドはおおむね半々であったことが確認された。

株主構成と株式超過収益率の検証
—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—

光 定 洋 介
(日本証券アナリスト協会検定会員 <CMA>)

蜂 谷 豊 彦

目 次

- | | |
|-------------------|----------------|
| 1. はじめに | 5. 回帰分析 |
| 2. 先行研究・仮説・仮説検証方法 | 6. ロバストネス・チェック |
| 3. サンプルとデータ | 7. 結果の解釈の可能性 |
| 4. 株式超過収益率の分析結果 | 8. 結論と今後の課題 |

本稿では市場志向的ガバナンスが働きやすい株主構成を持つ企業は、そうでない企業に対し2000年-2006年に有意な株式超過収益率があることを確認した。また、回帰分析の結果、市場志向的ガバナンスを機能させる株主構成と超過収益率の間に有意な正の関係があることも見いだした。その上で、株式超過収益率の発生原因についての検証を行い、その原因の一つとして投資家のガバナンス改善への期待が変わった可能性が高いことを導出した。

証券アナリストジャーナル賞

歴代受賞者・受賞論文一覧



(敬称略。所属は掲載時)

受賞年次	(編数)	受賞者名	論文タイトル
■ 第20回(2008年度)	(2編)	小松原 幸明 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン)	ポリシー・アセットアロケーションの説明力
		光定 洋介 (あすかアセットマネジメントCFM)	株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—
		蜂谷 豊彦 (東京工業大学大学院社会理工学研究科准教授)	
■ 第19回(2007年度)	(3編)	臼杵 政治 (ニッセイ基礎研究所)	LDIは確定給付年金を救えるか—日本での効果と課題—
		清水 康弘 (野村証券株式会社)	経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング
		西岡 平太 (住友信託銀行)	日本株式市場におけるバリュー株効果要因分析
■ 第18回(2006年度)	(2編)	諏訪部 貴嗣 (ゴールドマン・サックス証券)	株主価値を向上させる配当政策
		岡田 賢悟 (住友信託銀行)	小型株効果と企業規模—割安株効果との新たな関係—
■ 第17回(2005年度)	(4編)	中島 英喜 (みずほ年金研究所)	リスク推定値の時系列を用いたアクティブ戦略評価
		岩本 純一 (住友信託銀行)	株式と債券の相関係数に影響を及ぼすファクター—アセットアロケーションと年金ALM—
		山口 勝業 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン)	わが国産業の株式期待リターンサプライサイド推計—法人企業統計に基づく業種別集計データの長期時系列分析—
		村宮 克彦 (神戸大学大学院経営学研究科博士課程)	経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト
■ 第16回(2004年)	(3編)	朝倉 庸仁 (住友信託銀行)	構成銘柄のウエートを用いた年金マネジャーの投資行動とハーディング
		宇野 陽子 (格付投資情報センター(R&I))	
		笠利 宏 鍛冶 篤 片岡 淳 (みずほ信託銀行)	モデルの差異がRMBS評価に及ぼす影響
		岡田 克彦 (IZ Management)	日経225構成銘柄入れ替えにおける株価動向とトレーディングシミュレーション—1991年以降の全銘柄入れ替えの分析—
■ 第15回(2003年)	(2編)	金子 久 (野村総合研究所)	個人投資家の投資行動と普及への展望
		袖山 則宏/矢野 学 (住友信託銀行)	アクティブ能力と運用制約
■ 第14回(2002年)	(2編)	大森 孝造 (中央三井信託銀行)	金利変動リスクと年金資金の戦略的資産配分
		福嶋 和子 ((財)年金総合研究センター)	株式投資スタイル運用の現状とスタイルベンチマーク
■ 第13回(2001年)	(2編)	中熊 靖和/石井 文彦 (野村信託銀行)	TOPIX新規組入れ銘柄におけるアブノーマルリターンとインデックス運用に対する影響
		諏訪部 貴嗣 (野村証券)	ボーダーレス時代のグローバル株式投資—カントリーからグローバル・インダストリーへ—
■ 第12回(2000年)	(2編)	大庭 昭彦 (野村証券金融研究所)	親子上場と日本株ベンチマークの考え方
		山田 聡 (日興ソロモン・スミス・バーニー証券)	日本国債のリスク・プレミアムと投資戦略への応用
■ 第11回(1999年)	(3編)	臼杵 政治/佐々木 進 (ニッセイ基礎研究所)	FAS87適用企業にみる退職給付の積立不足と株式の評価
		太田 智之 (野村証券金融研究所)	市場ポートフォリオとベンチマーク・インデックス
		大関 洋 (日本生命保険)	債券ベンチマーク：その特性と利用上の留意点について

■ 第10回(1998年)	(2編)	松村 尚彦 (さくら総合研究所)	バリュウ効果とミス・プライシング修正仮説 -日本の株式市場における検証結果-
		諏訪部 貴嗣 (野村証券)	投資期間が国際分散投資のリスクに与える影響
■ 第9回(1997年)	(1編)	白木 豊/加藤 直樹 (日興リサーチセンター)	EVA™ モデルの考え方と日本企業への適用
■ 第8回(1996年)	(2編)	伊藤 敬介 (日本興業銀行)	アナリスト予想データとアクティブ運用
		阪田 聡人 (LTCB-MAS)	外国債券を含むポートフォリオのリスク・リターンの特性
■ 第7回(1995年)	(2編)	桶田 幸宏 (和光証券)	DDMによる店頭公開株の初値の評価
		宇野 健司 (大和総研)	CCRによる企業分析と投資手法-株主の視点から見直した経営および投資指標
■ 第6回(1994年)	(1編)	川原 淳次 (野村総合研究所)	執行コストの評価とベスト・エグゼキューション
■ 第5回(1993年)	(2編)	荻島 誠治 (野村総合研究所)	株式持ち合いが株価形成に与える影響
		川原 淳次/村瀬 裕一 (NOMURA ROSENBERG INVESTMENT TECHNOLOGY INSTITUTE)	日中における株価変動の分析
■ 第4回(1992年)	(2編)	三木 隆二郎/小守林 克哉 (第一生命保険)	TOPIXは有効フロンティア上にのっているか- 様々なヴァリエーション手法による株式モデルの検討
		高野 真 (大和総研)	株主資本利益率 (ROE) と株式の評価-ROEバリュエーションモデルによるフェアバリュウの算定
■ 第3回(1991年)	(2編)	俊野 雅司 (大和総研)	オプション・モデルの有効性
		山口 勝業 (LTCB-MAS インベストメント)	アクティブ株式運用のためのエキスパート・システム-成長志向と割安志向の理論・方法・検証
■ 第2回(1990年)	(4編)	明田 雅昭 (野村総合研究所)	インテックス売買の適正規模
		高橋 元 (日興リサーチセンター)	低位株効果の分析と評価-高パフォーマンスの源泉を探る
		吉原 正善 (住友信託銀行)	日本市場におけるβ値の実証研究
		浅野 幸弘 (住友信託銀行)	国際分散投資:理論と実証のインプリケーション
■ 第1回(1989年)	(3編)	若杉 敬明 (東京大学)	佳作 APTに基づくシステマティック・リスクの推定
		小野寺 敬 (日本経済新聞社)	
		猪狩 浩一郎 (日本経済新聞社)	
		伊藤 邦雄 (一橋大学)	佳作 M&Aによる企業価値創造効果の日米比較
		加藤 国雄 (野村総合研究所)	佳作 債券のバッシブ運用