

## 〈2015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2015年4月号から2016年3月号に掲載された論文等を対象に、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)

### 日本の株式市場における取引コストの実証分析

工藤秀明・佐野公紀

(2015年8月号)

### ニュースと株価に関する実証分析

#### ーディープラーニングによるニュース記事の評判分析ー

五島圭一・高橋大志

(2016年3月号)

受賞論文の表彰は、本年10月14日（金）開催予定の第31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 川北 英隆

## 1. 経緯

今次の証券アナリストジャーナル賞の対象は2015年4月号から2016年3月号に掲載された論文およびノート、計50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。

第1段階：全編集委員（32名）とモニター（7名）が書面により1～2編の論文を受賞候補として推薦（2016年3月に実施）。

第2段階：4月8日に予備審査委員会（編集委員長、小委員長、学者委員、計6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12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13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）。

- ・工藤秀明・佐野公紀「日本の株式市場における取引コストの実証分析」（2015年8月号）
- ・五島圭一・高橋大志「ニュースと株価に関する実証分析—ディープラーニングによるニュース記事の評判分析—」（2016年3月号）

## 3. 選定理由

それぞれの選定理由は次のとおりである。

### (1) 工藤秀明・佐野公紀

#### 「日本の株式市場における取引コストの実証分析」

本論文のテーマは日本市場における株式の取引コストである。株式の取引コストは委託手数料にとどまらず、マーケット・インパクトとタイミング・コストも構成要素となっている。本論文では、この三つのコストの総和を株式取引コストとして定義している。その上で、筆者達が所属するアセットマネジメント会社の実際の取引データ（2003年1月から2014年7月まで）を用い、取引コストの計測と分析を行っている。

この分析により、日本市場での株式取引コストの低下が、特に2012年以降に進み、アメリカと同水準になったとする。また、この日本での取引コストの低下の要因は、委託手数料率の影響というよりも、投資意思決定から取引完了までの時間を短くしようとしていること、電子取引の利用、PTSに代表される代替市場の普及にあると評価している。

本論文の分析について、特定のアセットマネジメント会社のデータであり、正しく分析が行われているかどうかの検証が外部者にとって困難であること、他の投資家の場合はどうか対比ができないなどの問題点はある。とはいえ、投資パフォーマンスを左右する実際の取引コストについて、その低下を実際の取引データに基づいて計測、分析したことに大きな意義が認められる。

## (2) 五島圭一・高橋大志

### 「ニュースと株価に関する実証分析ーディープラーニングによるニュース記事の評判分析ー」

本論文ではニュースと株価との関係を分析対象としている。ニュースと株価の関係については近年、多くの分析が行われている。その中で本論文の特徴は、最近注目を浴びているディープラーニング（深層学習）の手法を用いたことにある。

分析のためのニュースに関するデータとしては、特定のメディア（トムソン・ロイター社）が配信する英文ニュース（2003年1月から2015年5月まで）を用い、このデータを加工することによってニュースの影響力を指数化している。その後、株価（収益率）とニュース指数などの関係を計測している。

以上の分析により、ニュース指数が市場に影響を与える一方、市場に対して後追いの的に反応している可能性があること、ニュース指数は市場のセンチメントに関する情報も有している可能性があること、小型株に対するニュース指数の影響度は相対的に大きく、かつ長続きすることを見いだしたとしている。

ディープラーニングは、分析プロセスがブラックボックス化されており、その適否の判断が困難ではある。とはいえ、得られた結論は直感的に事前に予測されるものであり、この点で興味深く、また実務的にも意義が大きいと認められる。

☆☆☆ 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、所属はジャーナル誌掲載時)

受賞年次	(編数)	受賞者名	論文タイトル
■ 第27回(2015年度)	(2編)	工藤 秀明 (野村アセットマネジメント) 佐野 公紀	日本の株式市場における取引コストの実証分析
		五島 圭一 (東京工業大学大学院) 高橋 大志 (慶應義塾大学大学院)	ニュースと株価に関する実証分析—ディープラーニングによるニュース記事の評判分析—
		沖本 竜義 (オーストラリア国立大学クローフォード公共政策大学院) 平澤 英司 (金融工学研究所)	ニュース指標による株式市場の予測可能性
■ 第26回(2014年度)	(3編)	保坂 豪 (東京証券取引所)	東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析
		岡田 克彦 (関西学院大学大学院) 佐伯 政男 (慶應義塾大学大学院)	注意力の限界と Post-Earnings-Announcement-Drift
		奈良 沙織 (明治大学) 野間 幹晴 (一橋大学)	経営者予想公表後のアナリストのハーディングとアナリスト予想の有用性—企業規模の観点から—
		谷 栄一郎 (大和証券)	共和分の手法と複数の流動性指標を用いた社債スプレッドの分析
■ 第24回(2012年度)	(2編)	角間 和男 (エンサイドドットコム証券)	日本国債市場の流動性構造と執行コスト—電子取引プラットフォームにおける引き合いデータの分析と考察—
		加藤 政仁/鈴木 健嗣 (神戸大学大学院)	増資インサイダー問題と資金調達コスト
■ 第23回(2011年度)	(2編)	石部 真人 角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行) 坂巻 敏史	下方リスクと上方リスクのリスクプレミアム—ボラティリティ効果の構造分解—
		廣瀬 勇秀/岩永 安浩 (住友信託銀行)	ボラタイルな実績固有ボラティリティ
		山本 裕樹 (野村証券)	事業ポートフォリオの包括的評価—統計モデルを用いた分析—
■ 第22回(2010年度)	(2編)	山田 徹/永渡 学 (野村アセットマネジメント)	投資家の期待とボラティリティ・パズル
		宇野 淳 (早稲田大学) 梅野 淳也 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ) 室井 理沙 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ)	日本株レンディング市場の実証分析—株券貸借モデルによる空売り規制効果の測定—
■ 第21回(2009年度)	(2編)	山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	低ボラティリティ株式運用
		小松原 宰明 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン) 光定 洋介 (あすかアセットマネジメントCFM) 蜂谷 豊彦 (東京工業大学大学院)	ポリシー・アセットアロケーションの説明力 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—

■ 第19回(2007年度)	(3編)	白杵 政治 (ニッセイ基礎研究所)	LDIは確定給付年金を救えるかー日本での効果と課題ー
		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ー割安株効果との新たな関係ー
■ 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ー
		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をサプライサイド推計ー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ー
		村宮 克彦 (神戸大学大学院)	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ー1991年以降の全銘柄入れ替えの分析ー
■ 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ーカントリーからグローバル・インダストリーへー
■ 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)	白杵 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)	バリュー効果とミス・プライシング修正仮説ー日本の株式市場における検証結果ー
		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ー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 祐一 (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の上のっているか -様々なヴァリュ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)	インデ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 $\beta$ 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 債券のパッシブ運用