

〈2016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2016年4月号から2017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)

企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について —中期経営計画データを用いた実証分析—

浅田一成・山本零

(2016年5月号)

国内債券アクティブ運用のパフォーマンスとスマートベータ戦略

菊川匡・内山朋規・本廣守・西内翔

(2017年2月号)

受賞論文の表彰は、本年10月13日（金）開催予定の第32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ウェブサイトに掲載しています。

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2016年4月号から2017年3月号に掲載された論文およびノート、計49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(27名)とモニター(6名)が書面により1~2編の論文を受賞候補として推薦(2017年3月に実施)。

第2段階：4月14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12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)。

- ・浅田一成・山本零「企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について—中期経営計画データを用いた実証分析—」(2016年5月号)
- ・菊川匡・内山朋規・本廣守・西内翔「国内債券アクティブ運用のパフォーマンスとスマートベータ戦略」(2017年2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) 浅田一成・山本零

「企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について—中期経営計画データを用いた実証分析—」

本論文は、日本企業の中期経営計画を対象とした分析である。

中期経営計画のデータベースについて、既存のものが無いことから、自ら構築している。この自作データベースに基づき、最初に中期経営計画を公表する企業と、それを達成する企業の特徴を分析し

ている。その上で、中期経営計画を発表した企業に対する株式市場の評価を分析している。

これらにより、まず、中期経営計画を積極的に発表する企業の特徴として、成長性が低いこと、収益性が低いこと、外国人持株比率が低いことを得ている。次に、中期経営計画の達成に関して、成長性の低い企業、規模の小さな企業は楽観的な計画を公表して未達に終わる可能性が高いことを見出している。第三に、中期経営計画を発表した企業は資本コストの低減効果によって株式市場でのリターンが高いとの結論を得ている。

本論文は、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードに関連して注目を浴びている中期経営計画につき、独自のデータベースを構築した上での労作である。分析の仮説と説明変数の関係について工夫すべき部分が残っている。とはいえ、中期経営計画と企業特性との関係を示し、株式のリターンが中期経営計画の達成度合を反映していることを明らかにした意義は、既存研究の少ない分野でもあり、非常に大きいと評価できる。

(2) 菊川匡・内山朋規・本廣守・西内翔

「国内債券アクティブ運用のパフォーマンスとスマートベータ戦略」

本論文は、国内債券のアクティブ運用のパフォーマンスに関して、クレジット、キャリー・ロールダウン、デュレーションの三つのファクターを用いて分析している。

本論文では最初に、この三つのファクターの特性や相互の関係、株式市場との関係を示した上で、キャリー・ロールダウン効果の重要性を見出している。

次に、実際に運用されている国内債券アクティブファンドを分析している。その結果、アクティブファンド全体を平均した場合のみならず、個々のファンドにおいても、その超過リターンがクレジットのファクターで説明可能な一方で、キャリー・ロールダウン、デュレーションのファクターが活用されていないことを明らかにしている。

その上で、キャリー・ロールダウン効果を活用する仮想ファンドにおいて、このファクターをコントロールすることでファンドのパフォーマンスが向上することと、クレジットや株式リターンとの相関が低いことからポートフォリオに分散効果をもたらし得ることを論じている。

本論文の意義は国内債券運用に対する実務的な示唆にある。もちろん、論文でも言及があるように、キャリー・ロールダウン効果とそれによるリターンが何に対するプレミアムなのかは必ずしも特定できていない。とはいえ、本論文での実証分析を踏まえ、実際の債券運用において、キャリー・ロールダウン効果に着目する価値は十分にあると評価できる。

☆☆☆ 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28回(2016年度)	(2編)	浅田 一成 (三菱UFJ 信託銀行)	企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について—中期経営計画データをを用いた実証分析—
		山本 零 (武蔵大学)	
		菊川 匡 (野村証券)	
		内山 朋規 (首都大学東京大学院)	
		本廣 守 (野村証券)	
■ 第27回(2015年度)	(2編)	西内 翔 (野村証券)	国内債券アクティブ運用のパフォーマンスとスマートベータ戦略
		工藤 秀明 (野村アセットマネジメント)	
		佐野 公紀 (野村アセットマネジメント)	
		五島 圭一 (東京工業大学大学院)	
■ 第26回(2014年度)	(3編)	高橋 大志 (慶應義塾大学大学院)	日本の株式市場における取引コストの実証分析
		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)	
		保坂 豪 (東京証券取引所)	
■ 第25回(2013年度)	(2編)	岡田 克彦 (関西学院大学大学院)	東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析
		佐伯 政男 (慶應義塾大学大学院)	
		奈良 沙織 (明治大学)	
■ 第24回(2012年度)	(2編)	野間 幹晴 (一橋大学)	注意力の限界と Post-Earnings-Announcement-Drift
		谷 栄一郎 (大和証券)	
■ 第23回(2011年度)	(2編)	角間 和男 (エンサイドドットコム証券)	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—
		加藤 政仁/鈴木 健嗣 (神戸大学大学院)	
■ 第22回(2010年度)	(2編)	石部 真人 (住友信託銀行)	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
		角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行)	
		坂巻 敏史 (住友信託銀行)	
■ 第21回(2009年度)	(2編)	廣瀬 勇秀/岩永 安浩 (住友信託銀行)	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—
		山本 裕樹 (野村証券)	
■ 第20回(2008年度)	(2編)	山田 徹/永渡 学 (野村アセットマネジメント)	増資インサイダー問題と資金調達コスト
		山田 徹/永渡 学 (野村アセットマネジメント)	
		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)	
■ 第19回(2007年度)	(2編)	室井 理沙 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ)	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—
		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)	
■ 第18回(2006年度)	(2編)	山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	ボラティルな実績固有ボラティリティ
		山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	
■ 第17回(2005年度)	(2編)	山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	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—
		山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	
■ 第16回(2004年度)	(2編)	山田 徹/上崎 勲 (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
		山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	
■ 第15回(2003年度)	(2編)	山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	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—
		山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	
■ 第14回(2002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
		山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	

■ 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)	
■ 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)	バリュー効果とミス・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 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に基づくシステムティック・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