

## 〈2014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2014年4月号から2015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3編を表彰論文として選定しました。

(掲載順)

### ニュース指標による株式市場の予測可能性

沖本竜義・平澤英司

(2014年4月号)

### 東京証券取引所におけるHigh-Frequency Tradingの分析

保坂 豪

(2014年6月号)

### 注意力の限界とPost-Earnings-Announcement-Drift

岡田克彦・佐伯政男

(2014年11月号)

受賞論文の表彰は、本年10月9日（金）開催予定の第30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2014年4月号から2015年3月号に掲載された論文およびノート、計47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3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(33名)とモニター(8名)が書面により1～2編の論文を受賞候補として推薦(2015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7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15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3編を受賞論文として選定した(掲載順)。

- ・沖本竜義・平澤英司「ニュース指標による株式市場の予測可能性」(2014年4月号)
- ・保坂豪「東京証券取引所におけるHigh-Frequency Tradingの分析」(2014年6月号)
- ・岡田克彦・佐伯政男「注意力の限界とPost-Earnings-Announcement-Drift」(2014年11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) 沖本竜義・平澤英司

#### 「ニュース指標による株式市場の予測可能性」

本論文は日々配信されるニュースと株価形成の関係についての分析である。ニュースが株価に対して恒常的な影響を与えているのか、ニュースが過去の株価パフォーマンスの影響を受けているのか、加えて、出来高と、株価にポジティブもしくはネガティブなニュースとの関係を分析することで、これらを、ニュースと株価形成に関する3つの理論(情報理論、センチメント理論、無情報理論)の仮説検定としている。

以上の分析のために、情報端末に配信されたニュースのテキストについて、「企業名、事由、ポジティブもしくはネガティブ」のタグ付きの情報に加工したうえで、銘柄ごとに日次ベースで「ニュースが全体としてポジティブかネガティブか」の指数を作成している。この指数を用い、上記3つの仮説検定を行っている。その結果、日本市場においては、ニュースが翌日のリターンに対して正の影響を持ち、かつ持続的であることと、出来高に対しても正の影響があることが明らかになったとする。

この結果はアメリカ市場での同様の先行研究とは異なっていることから、論文の結論が日本市場だけの特徴なのかどうか、今後の研究を待たないといけない部分があると考えられる。とはいえ、テキスト情報を定量化し、ニュースと株価や出来高との理論的な関係を堅実に分析している点において、新しい分野での示唆に富む論文として高く評価できる。

## (2) 保坂豪

### 「東京証券取引所におけるHigh-Frequency Tradingの分析」

本論文はHigh-Frequency Trading (HFT) が株価形成に与える影響および市場での流動性に与える影響について、東証の板再現データ（上場銘柄ごとの板の変遷を完全に再現できるデータベース）を用いることで、実証分析している。

板再現データには投資家の属性が含まれていないため、HFTの発注かどうかは、一定の仮定に基づいて識別している。このようにして識別したHFTによる発注が、市場に対して流動性を供給しているのか、株価の変動を緩やかにしているのかを検証している。分析の結果、HFTによる発注は市場に流動性を供給するだけでなく、流動性の拡大に貢献していること、HFTは非HFTに比べて価格変動抑制型発注の割合が多いことを明らかにしている。

とかく話題の多いHFTに関して、東証が保有する詳細なデータベースを用い、HFTの効果を分析した論文として参考になる点が多い。論文では3時点（相場変動の少ない時点、上昇局面、下落局面）を分析期間として選び、比較しているものの、相場変動の激しい時点ではどうなのか、特に価格変動を増幅しないのか、今後の分析課題として残っているだろう。とはいえ、実態を捉えることの難しいHFTについて、その特徴を的確に描き出した点において、本論文は高く評価できる。

## (3) 岡田克彦・佐伯政男

### 「注意力の限界とPost-Earnings-Announcement-Drift」

本論文は、人間の注意力には限界があることに注目するものであり、プロ投資家の投資対象銘柄への注目度に関する代理変数を作成することで、実証分析をデザインしている。分析の対象は、プロがあまり注意を向けていない場合にミスプライシング（アノマリー）としてのPost-Earnings-Announcement-Drift (PEAD) が生じることである。

具体的には、日本市場においてプロの投資家に配信される決算発表時点のニュース量の相対的な多寡に着目し、その多寡をプロ投資家の決算情報に対する注目度として用い、この注目度に応じて決算発表時点以降に超過リターンが発生しているかどうかを分析している。この結果、注目度の低い銘柄群には20日程度にわたり超過リターンが発生していることが明らかになったとする。

現実の市場において効率的市場仮説が完全に成立していると想定するには無理がある。投資家はさまざまな制約に直面している。その一つが情報処理能力の制約である。本論文は、ニュース発信量に投資家が過剰反応し、その上で情報処理するとの暗黙の仮定に基づいている。この仮定のもと、従前の研究と比べ、投資家の銘柄に対する注目度をより直接的に把握、数値化し、分析に用いていることは高く評価できる。また、分析結果は、実務への応用性に富んでいる。

☆☆☆ 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26回(2014年度)	(3編)	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)	ニュース指標による株式市場の予測可能性
		平澤 英司 (金融工学研究所)	
		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
■ 第25回(2013年度)	(2編)	奈良 沙織 (明治大学)	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—
		野間 幹晴 (一橋大学)	
		谷 栄一郎 (大和証券)	共和分的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	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—
		角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行)	
		坂巻 敏史	ボラティルな実績固有ボラティリティ
		廣瀬 勇秀/岩永 安浩 (住友信託銀行)	
■ 第22回(2010年度)	(2編)	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—
		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・バズル
■ 第21回(2009年度)	(2編)	宇野 淳 (早稲田大学)	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—
		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)	
		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
■ 第20回(2008年度)	(2編)	小松原 宰明 (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ズの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 (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)	橘田 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ー 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) と株式の評価ー ROE バリュ エーションモデルによるフェアバリューの算定
■ 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 テムー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ー高パフォーマンス 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 債券のハッシブ運用