

〈2021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、当ジャーナル誌2021年4月号から2022年3月号に掲載された論文などを対象に、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)

投資家の含み損益と低ボラティリティ・アノマリー

白井健人

(2021年11月号)

決算短信は他の企業情報と比較して重要な情報か

地主純子

(2022年1月号)

受賞者の紹介は、本年10月14日（金）開催予定の第37回日本証券アナリスト大会（LIVE配信）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、2021年4月号から2022年3月号に掲載された論文およびノート、計60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：編集委員(32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(2022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、学者委員の計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9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)。

- ・白井健人「投資家の含み損益と低ボラティリティ・アノマリー」(2021年11月号)
- ・地主純子「決算短信は他の企業情報と比較して重要な情報か」(2022年1月号)

3. 選定理由

それぞれの選定理由は次の通りである。

(1) 白井健人

「投資家の含み損益と低ボラティリティ・アノマリー」

白井健人氏の論文が扱うのは、日本の株式市場における低ボラティリティ・アノマリー、すなわちボラティリティの低い銘柄ほど期待リターンが高い傾向に関する実証分析である。このアノマリーが生じる背景として投資家の心理バイアスを指摘している。

本論文のベースは、2005年のGrinblattとHanの手法を日本市場での個別企業に適用することにより、投資家の平均的な購入価格と含み損益を計算することにある。この計算に用いているのは1977年

から2020年までの週次データである。

最初に、この含み損益を用いて日本市場の特徴を観察し、平均的な投資家として含み損を抱えた銘柄が多いことと、含み損のある銘柄と比較して含み益のある銘柄が積極的に売買されていることを示している。その上で投資家が、含み益のある銘柄群に対してはリスク回避的に、含み損のある銘柄群に対してはリスク愛好的になるとの分析結果を得ている。言い換えれば、含み損のある場合、リスクとしてのボラティリティとリターンの中に負の関係（アノマリー）があると結論する。

本論文の貢献は投資家の含み損益をキーワードとして、売買行動、ボラティリティ、リターンの相互の関係を分析することにより、日本市場におけるアノマリーの存在を明らかにしたことにある。実務的にも大変有益だと考えられる。

今後について、筆者自身も指摘しているが、データの制約があるものの、多様な投資家を想定しつつ損益の推定方法を工夫し、投資行動の特徴をより詳細に分析することに期待したい。

(2) 地主純子

「決算短信は他の企業情報と比較して重要な情報か」

地主純子氏の論文のテーマは、日本の証券取引所が義務づけている決算短信が投資家にとって重要な情報源であるかどうかを実証的に分析することにある。

この点を他の五つの情報、すなわち企業による業績予想、証券会社アナリストの売りもしくは買い推奨、有価証券報告書、適時開示・任意開示書類、金融商品取引法による開示書類と比較している。実際の比較分析には米国の先行研究が用いた方法から四つを用い、情報の公表が分析対象企業の株価の異常リターン（市場全体の株価変動に関係しないリターン）をどの程度説明できるのかを求めることで、それを情報の重要性の指標としている。分析データとしては2002年7月1日から19年6月30日までのものを用いている。

以上の分析から、決算短信が投資家に対して定期的に新たな情報を提供しており、開示頻度と情報量の観点から重要であるとの結果を得ている。また時系列的にみると、決算短信の重要性が増していることも示されている。

本論文の意義は、四半期ごとの情報開示に対して批判的な声が生じている中、他の公開情報と比較することにより、決算短信が定期的に提供している情報の重要性を実証的に示したことにある。

今後のテーマとして、筆者自身が述べているように、決算短信の中の情報として重要なものは何なのか、その絞り込みに期待したい。このことは、企業として最低限公表すべき情報の特定と、任意で提供する情報の優先順位づけに役立つだろう。

☆☆☆ 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33回(2021年度)	(2編)	白井 健人 (野村アセットマネジメント)	投資家の含み損益と低ボラティリティ・アノマリー	
		地主 純子 (一橋大学大学院)	決算短信は他の企業情報と比較して重要な情報か	
■ 第32回(2020年度)	(2編)	土屋 志聞 (日興アセットマネジメント)	グローバルサプライチェーンを介した業績伝播効果	
		飯岡 靖武 (ティーキャピタルパートナーズ)	プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析	
■ 第31回(2019年度)	(2編)	饗場 行洋 (野村証券)	ESG 格付のネットワーク構造が示す新しい企業戦略—進化する、定性データの定量化技術—	
		伊藤 健 (野村証券)		
		井辺 洋平 (野村証券)		
		石川 康 (日興アセットマネジメント)	日本企業の人材投資効率と株主価値	
■ 第30回(2018年度)	(2編)	西家 宏典 (クレジット・プライシング・コーポレーション)	従業員口コミを用いた企業の組織文化と業績パフォーマンスとの関係	
		津田 博史 (同志社大学)		
■ 第29回(2017年度)	(1編)	尾関 規正 (神戸大学大学院)	不正会計開示に対する株価反応要因の実証分析	
		山田 徹 (野村アセットマネジメント)	動きやすい会社のパフォーマンス	
		白井 健人 (野村アセットマネジメント)		
■ 第28回(2016年度)	(2編)	後藤 晋吾 (ロード・アイランド大学)	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 (三菱UFJ 信託銀行)		
		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)		
■ 第27回(2015年度)	(2編)	本廣 守 (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	
		西内 翔 (野村証券)		
		工藤 秀明 (野村アセットマネジメント)		日本の株式市場における取引コストの実証分析
		佐野 公紀 (野村アセットマネジメント)		
■ 第26回(2014年度)	(3編)	五島 圭一 (東京工業大学大学院)	ニュースと株価に関する実証分析—ディープレARNINGによるニュース記事の評判分析—	
		高橋 大志 (慶應義塾大学大学院)		
		沖本 竜義 (オーストラリア国立大学クロ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
■ 第25回(2013年度)	(2編)	平澤 英司 (金融工学研究所)	東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析	
		保坂 豪 (東京証券取引所)		
		岡田 克彦 (関西学院大学大学院)		注意力の限界と Post-Earnings-Announcement-Drift
		佐伯 政男 (慶應義塾大学大学院)		
■ 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
■ 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) 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—
		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 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) 蜂谷 豊彦 (東京工業大学大学院)	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)	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)	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)	構成銘柄のウェイ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) 片岡 淳	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・ミス・パーニー証券)	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－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にのっているか－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－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