

証券アナリストジャーナル賞表彰

証券アナリストジャーナル編集委員会

編集委員長 浅野 幸 弘

2008年度の証券アナリストジャーナル賞優秀論文審査の経緯ならびに結果につきましてご報告いたします。

今回審査の対象となりましたのは、2008年4月号から2009年3月号までに掲載された56編の論文・ノートです。これらの論稿につきまして、従来同様の審査基準、すなわち、独創性、論理の展開力、実務への応用性に注目しながら、3段階にわたる審査を経て、受賞作の選考を行いました。その結果、2008年9月号に掲載されました小松原宰明氏の「ポリシー・アセット・アロケーションの説明力」、および2009年1月号に掲載されました光定洋介氏と蜂谷豊彦氏の「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—」が選ばれました。

選定理由は次の通りです。

まず小松原論文は、かねてから議論的的となってきたポリシー・アセット・アロケーションの重要性について検証したものです。

1986年のBrinsonほかの論文によると「年金ファンドのリターンの90%以上がポリシー・アセット・アロケーションによって説明される」とい



浅野編集委員長

うことでしたが、IbbotsonとKaplanは2000年に、Brinsonほかの示した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説明力であり、ファンド間のリターン格差に対する説明力は40%にすぎないことを示しました。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ポリシー・アセット・アロケーションの説明力を実証するものです。結果は、対象としたバランス型ファンド全体では、ポリシー・アセット・アロケーション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ポリシー・アセット・アロケーションの説明力が高くなるというものでした。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ます。

ポリシー・アセット・アロケーションの重要性に関してはBrinsonほかの研究以来、多くの議論を呼んできましたが、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ます。わが国では、年金ファンドに関して企業年金連合会や井部氏の研究がありますが、投資信託については本論文が初めてです。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行っています。分析にはとくに目新しいものではありませんが、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ポリシー・アセット・アロケーション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ます。

続きまして、光定・蜂谷論文はコーポレートガバナンスと株式リターンの関係についての実証分析です。

近年、コーポレートガバナンスの重要性が喧伝されていますが、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しょうか。これまでの研究では肯定的な結果を示すものが多いよう

ですが、なぜそうなのかは必ずしも明らかではありません。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します。そして、そうした企業が高いリターンをあげたのは、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します。

ガバナンスと株式リターンの関係については一般に、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ます。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り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す。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か、識別が困難ですが、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しました。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ます。

以上、2008年度証券アナリストジャーナル優秀論文の審査の経緯ならびに結果についてご報告いたしました。

「ポリシー・アセット・アロケーションの説明力」

小松原 宰明 氏 CMA

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン
マネジングパートナー CIO

「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 氏 CMA

あすかアセットマネジメント あすかバ
リュアアップファンド チーフファンド
マネジャー
産業能率大学 経営学部准教授

蜂 谷 豊 彦 氏

東京工業大学 大学院社会理工学研究科
准教授

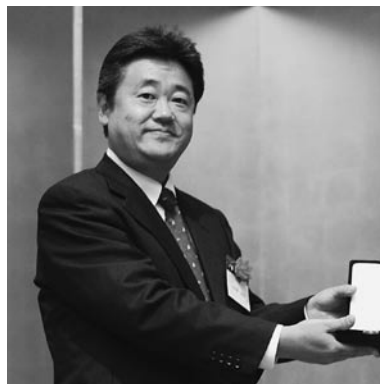
(掲載順。所属は掲載時)

受賞者の言葉

小松原宰明氏 CMA

このたびは証券アナリストジャーナル賞を頂戴し誠に光栄に存じます。分析結果のみならず、分析の過程である「地道なデータ収集」についても評価いただいたことは望外の喜びです。

アセット・アロケーションの重要性については、プリンソンやイボットソンたちの実証研究によって日本でも認識されていますが、分析結果は誤解や曲解されることが多いので、われわれアナリストは、投資家に誤解が生じないように、分かりやすい言葉で正しく伝えることに留意しなくてはいけないと思っています。本研究では日本籍の投資信託においてもファンドのポリシー・アセット・アロケーション (PAA) のリターンやリスクが、ファンドのリターンやリスクの大半を説明することを実証的に明らかにしました。本論文が、PAA



における実証分析の一助となり、PAAの重要性に関する理解の進展に貢献できれば幸いです。

最後になりましたが、この場をお借りして、膨大な数に及ぶファンドを1本ずつ資産クラス分類してくれた勤務先の同僚ほか、この論文の執筆ならびに日ごろの研究活動にご意見やご指導を頂いている多くの皆様に御礼を申し上げます。

光定洋介氏 CMA

このたびは「証券アナリストジャーナル賞」を頂き、誠に光榮に存じます。これまでの約20年にわたるPEや上場株式への投資実務を通じ、コーポレートファイナンスやガバナンスの重要性を肌で感じてきました。しかし、なぜ重要であるかは、実証的に示すことができませんでした。今回、これまで実感していた肌感覚を、ファイナンス理論に基づき実証分析を行い、ガバナンスの働きやすさが投資家の見積もるエージェンシーコストに影響を与えている可能性を指摘でき、なぜガバナンスが重要であるかという理由の一端を解明できたように思います。こうした研究がガバナンスに関する議論の一助となれば望外の喜びです。また、日ごろより企業と機関投資家は、お互いに理解を深めることでWin-Winの関係を構築できると確信しておりますが、今回の研究が企業・投資家双方



のガバナンスに対する理解を深めることに少しでも貢献できれば幸甚です。最後に本論文執筆に当たり、暖かいご指導を頂いた共著者の蜂谷先生、東京工業大学の蜂谷ゼミの皆様とりわけデータ分析に協力して下さった大西真氏や、ガバナンスに関する問題意識を高めさせて下さったあすかアセットマネジメント、あすかコーポレートアドバイザリーの方々、また、ご意見・ご指導を賜った多くの方々に心より深謝申し上げます。

蜂谷豊彦氏

このたびは「証券アナリストジャーナル賞」を頂きありがとうございます。第1回の受賞者が恩師である伊藤邦雄先生（一橋大学教授）であることから、同じ賞を頂くことができたという喜びと同時に、大学院生時代に厳しい指導を受けたことを思い出し、感謝の念でいっぱいです。また、後輩としてあるいは同僚としてご指導いただいた、もう一人の恩師ともいうべき古川浩一先生（東京工業大学名誉教授）にも感謝申し上げたいと思います。このたびの受賞に当たって「私は本当に人に恵まれているなあ」という思いを禁じ得ません。お二人の恩師はもちろんのこと、本論文は、東京工業大学蜂谷研究室のメンバーが代々蓄積してきた知的資産が生み出した成果であり、時機を得て光定氏という素晴らしい共



著者に巡り合うことによって生み出された成果であると考えます。この受賞により、今後も、「人との出会い」を大切に、教育・研究に精進してこうという思いを一層強くしました。最後に、証券アナリストジャーナルの編集・発行に尽力されている関係者の皆様に感謝申し上げます。