

## 〈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。