

論文要旨「日本の高流動性銘柄を投資対象とした運用戦略の実証研究」西村光彦

当論文はマルチ・ファクター・モデルの実証研究と実務展開を目的とした定量的研究であり、研究手法は仮説検証型である。当研究のリサーチ・クエスチョンは「なぜ先行研究は実務上有意なリターンを創出できないのか」、である。筆者の仮説では、「企業のキャッシュフロー創出能力に基づく業績予想とこれを元にした相対的に割安な銘柄選択をするバリュート投資は事業環境に問わず一定の投資期間の中では有効」、と考える。

バリュート投資は日本株市場において永らく有効な投資手法とされてきたが、その優位性は低下している。当研究では独自のマルチ・ファクター・モデルを通じて財務分析に、実務的な市場情報に基づく非財務分析をそこに加味し、アルファの実現と可視化を目指している。当実証研究の投資ユニバースは東京証券取引所の売買代金上位 100 社とする。これは取引可能な実務に耐えうるユニバースで有意なアルファがでる可能性があることを証明するためである。筆者が株式市場で汎用的に用いられている指標から先行研究に基づき採用したファクターは PBR、純利益前年同期比伸び率、在庫回転日数前年同期比伸び率、アナリスト買い推奨の変化、の 4 つである。これらをスコア化した上位 30% のリターンと下位 30% のリターンの差異で 8.12% の超過リターンが出ている。また、当モデルを目的変数、Fama-French3 ファクター・モデルを説明変数として重回帰分析した切片の係数を見ると上位、下位いずれも 10% 水準で統計的有意となっている。従って当モデルは既存のマルチ・ファクター・モデルに対して新たな価値を創出している可能性があり、この点は先行研究に対する新たな学術的貢献とも言える。

筆者はまた、投資家が重視する ESG や非財務情報もアナリストレポートに取り込む流れを受けて、「アナリストの推奨情報は従来と比べて含蓄に富んでいて重要な指標なのではないか」という仮説を立てている。第 4 章では 3 つの仮説期間に基づくアナリスト推奨の変化の統計的検証をしたが、必ずしも当ファクター単独では常に正の切片が出るわけではなく、アナリスト推奨自体が市場・ファクターやバリュート・ファクターに基づいて設定されている時期があった。一方、買い推奨ファクターの下位 30% については 3 つの期間いずれで見ても負のエクスポージャーを持ちかつ一定の統計的有意差がみられる。Asquith *et al.*[2005]は、アナリストレポートの公表に対する市場の反応の説明変数として、株式推奨、予想利益、目標株価、レポート内容の 4 種類の情報をすべて用いると、目標株価とレポート内容は有意であるが、株式推奨と予想利益の優位性は大きく低下するという検証結果を報告している。日本市場については太田[2009]はレポート内容のみが有意としている。第 4 章の分析結果は、スプレッドリターンが 3 つの仮説期間において低下したという事実だけをみれば、これら先行研究と整合的である。だが、どの仮説期間においても下位 30% は切片が負のスプレッド・リターンを創出しており、かつ少なくとも 10% 水準で統計的有意差を示していた。この点は近年のアナリストの推奨の質の変化を反映している可能性があり新しい学術的貢献と言える。