

(続紙 1)

京都大学	博士（経済学）	氏名	南 正太郎
論文題目	日本の株式市場における資産運用の新潮流に関する実証研究と事例研究		
(論文内容の要旨)			
本論文は、近年の日本の株式市場を分析対象とした実証研究と事例研究である。研究の目的は、証券市場における投資家の構造や行動の変化が株式の価格形成やリスク・リターン関係に与える影響を定量的に分析し、そのメカニズムを事例研究や理論的なフレームワークを用いて説明することである。定量分析の手法としては、学術研究の標準的な手法であり資産運用におけるパフォーマンス評価にも用いられるファクターモデルを適用している。以下、本論文の内容について要約する。 第1章は、バリュー株（時価が簿価より低い銘柄）のポートフォリオが、グロース株（時価が簿価より高い銘柄）のポートフォリオよりリターンが高いというバリュー効果に関する研究である。研究の特徴は、プロダクションベース・モデルに基づく仮説を用いて、バリュー効果の分析を行ったことにある。実証分析の結果、バリュー効果は循環性を有する可能性があること、プロダクションベース・モデルが示唆するキャッシュフロー利回りが超過リターンの要因であることが確認された。 第2章では、投資家の構造が変化したイベントと考えられる日本銀行（日銀）によるETF（上場投資信託）の買入れが、現物株式の価格形成に与える影響について検証している。高頻度データを用いて、日銀によるETFの買入れ実施日における個別株式の売買高や収益率を調べた結果、株式ベータが低い銘柄と流動性が低い銘柄の売買高が増加していること、株価が相対的に低い低位株の収益率が高くなっていることが明らかになった。これらの結果は、日銀の買入対象が日経平均型ETFであることから考えられる仮説（株式ベータが高い銘柄や株価が相対的に高い値嵩株の収益率に影響を与えるという予想）だけでは説明できないものである。日銀によるETF買入れの影響を銘柄属性とリターンの関係に注目して体系的に検証したことが、本研究の特徴といえる。 第3章では、近年の投資家行動に変化をもたらしたコーポレートガバナンス改革の主要テーマであるエンゲージメントの効果が分析されている。エンゲージメントとは、投資家（主に機関投資家）と企業経営者が、企業価値向上のために行う建設的な対話である。エンゲージメントによって、投資家は経営者と対話を行い、経営戦略や資本政策の問題点を指摘したり改善策を議論したりすることで、より直接的に企業価値の向上に関与する機会を得ることができる。本論文では、実際にエンゲージメント活動を行っているファンドのパフォーマンスを定量的に測定し、有意な超過リターンが得られたことを報告している。また、代表的なエンゲージメントの事例を分析し、エンゲージメント活動が中期的な企業価値の向上に貢献するプロセスを説明している。 第4章のテーマは、投資家構造と投資行動に変化をもたらしつつあるAI（人工知能）による資産運用である。過去17年間のTOPIX 500構成銘柄を分析対象とし、AIモデルとしてGBDT (Gradient Boosting Decision Tree)、ニューラルネットワーク (NN)、サポートベクターモデル (SVM) を用いた投資パフォーマンスを検証したところ、NNとSVMのシャープレシオがベンチマークを上回ることが確認された。また、個別株式のデータを用いて、株価と企業のプレスリリースやマクロ経済指標を組み合わせた機械学習モデルが株価の予測精度を高める可能性も示されている。			

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、証券投資論や資産価格論の研究分野に属するものであり、査読付き英語論文2本を含む4本の公開論文（1本は書籍の一章として公開）と未公開論文1本をまとめたものである。

第1章の研究では、プロダクションベース・モデルに基づきバリュエーション・ファクターについて定量的な分析が行われている。実証研究の結果、低PBR銘柄からなるポートフォリオと高キャッシュフロー銘柄群からなるポートフォリオの平均リターンが高いことが報告されており、プロダクションベース・モデルの予測と整合的であることが示されている。第2章の研究は、日本銀行によるETFの買入れが、上場株式の価格形成や売買高に与える影響を検証したものである。この章のベースになっている論文は、日本銀行によるETFの買入れの影響を体系的に定量分析した初期の研究として評価できる。また、日本銀行が買入れ対象とした株価指数型ETFを構成する銘柄群だけでなく、流動性や指数感応度が低い銘柄の売買高や収益率が高くなっているという結果は、市場の部分集合に焦点をあてることが、市場全体の流動性や評価を高めることに結びつく可能性を示唆しており、興味深いといえる。第3章の研究は、企業と投資家の新しい関係であるエンゲージメント（目的をもった建設的な対話）をとりあげ、エンゲージメントが株価パフォーマンスにポジティブな影響を与える可能性を示している。エンゲージメントを積極的に行う投資家のポートフォリオのパフォーマンスを定量的に分析した結果、リスク調整済の超過リターンが中期的に継続していることが確認されている。著者は、ファンドが行ったエンゲージメント活動を詳細に調査し、対象企業の経営者やアナリストへのインタビューなどを踏まえ、エンゲージメントが超過リターンの源泉になる（企業価値の向上に結びつく）可能性があることを示している。第4章では、資産運用の最新のテーマであるAIに焦点をあて、機械学習プログラムを導入したAIによる運用が、高いシャープレシオを実現したことが示されている。現時点におけるAIによる資産運用の実態や将来的な課題についても述べられており、非常に興味深い研究内容になっている。

このように、本論文は、近年の投資家行動の変化が証券価格や収益率に与える影響について、新たな発見事実と知見を加えたものであると評価できる。とくに、日本におけるエンゲージメントやAIに関する研究は、学術的にも実務的にも最新のテーマであり、今後の研究に影響を与えることが期待される。とくに、AIに関する研究は英語査読付き論文に掲載されており、引用される機会が増えることが期待される。

しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。第1章では、他の実証研究との関連付けが必ずしも十分であるとはいえず、本研究の位置づけがやや不明確になっている。第2章の研究は、日本銀行の政策がテーマになっているため、株式市場への影響だけでなく、それを通じた最終的な政策目標（景気やインフレ）への影響の分析がされていれば、さらに興味深い研究になったであろう。第3章のエンゲージメント効果の分析では、事例研究の数が少ないため、特殊的な事例である可能性を必ずしも排除することができない。

ただし、これらの諸問題は、著者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。平成30年8月17日に3名の審査委員が論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格であると認めた。以上より、本論文を博士（経済学）学位論文として認定する。