

## 〈2019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2019年4月号から2020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)

### 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—

饗場行洋・伊藤健・井辺洋平

(2019年5月号)

### 日本企業の人材投資効率と株主価値

石川康・長谷川恭司

(2019年6月号)

受賞論文の表彰は、本年10月9日（金）開催予定の第35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、2019年4月号から2020年3月号に掲載された論文及びノート、計62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、編集委員及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（31名）とモニター（6名）が書面により1～2編の論文を受賞候補として推薦（2020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、学者委員の計7名で構成）をウェブ会議により開催、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10編の論文につき精査し、受賞論文を予備選定。

第3段階：全編集委員による審査委員会を書面方式により開催、5月8日、予備審査委員会で選定された受賞候補論文を受賞作として決定。

## 2. 選考結果

次の2編を受賞論文として選定した（掲載順）。

- ・ 饗場行洋・伊藤健・井辺洋平「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—」（2019年5月号）
- ・ 石川康・長谷川恭司「日本企業の人材投資効率と株主価値」（2019年6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) 饗場行洋・伊藤健・井辺洋平

「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—」

饗場・伊藤・井辺論文は、ESG格付と企業が開示する情報の関連性を、文書ベースデータを用いて分析したものである。

分析の方法として最初、ESGに関する文書ベースの開示情報を、サステナビリティ報告書において広く利用されているGRI（Global Reporting Initiative）の枠組みに合わせつつ収集する。次に、ESG

格付の評価項目とGRIの開示項目の類似度を、AI技術を用いて計算する。更に、ここで計算した類似度と、先に体系的に収集した開示情報を用い、ESG格付の枠組みの中での企業ごとの開示度を計算、集計する。最後にESG格付（スコア）と集計した開示度の回帰分析を行う。この回帰分析の結果、有意な関係が得られている。

以上の分析から、ESG格付を定量的に予測できるモデルが構築できたとする。また、このモデルを用いれば、企業が戦略的に情報開示する上での指針が得られるとする。

本論文の価値は、文書ベースのデータを体系的に収集したことと、そのデータをAI技術に基づいて処理したことにある。加えて、定性的なデータに基づいて構築された情報（本論文であればESG格付）を、外部者が類似性高く再現したことにある。もっとも、分析結果が十分に記されておらず、ブラックボックスになっている印象を拭えないとの意見があったことを付け加えておきたい。

今後の課題として、単純な情報の再現にとどまらず、例えば、現存するESG格付の構造を分析し、更に質の高い格付けの構築を試みることなどが指摘できる。この点を裏返せば、本論文が発展性の高い分析を試みているからこそその課題だとも言える。

## (2) 石川康・長谷川恭司

### 「日本企業の人材投資効率と株主価値」

石川・長谷川論文は、日本企業の人材投資効率と労働生産性を計測し、これらと株式投資リターンとの関係を分析したものである。

本論文において、労働生産性とは、付加価値（＝営業利益＋減価償却費＋人件費）を人件費で割った値（言い換えれば労働分配率の逆数）としている。人材投資効率とは、従業員数の変化率を説明変数として2年後の労働生産性の変化を被説明変数とした場合の回帰係数としている。本論文ではTOPIX 500構成企業に関して、この労働生産性と人材投資効率を計測し、これらと株式リターンとの関係を分析している。

分析の結果、人材投資効率が高い企業の株式リターンは相対的に高いことと、この傾向は労働生産性が低い（言い換えれば労働分配率が高い）企業において顕著になるとの結果が得られたとする。また、分析の結果は海外を含めた先行研究とも整合的であるとする。

本論文の価値は、人材の効率的な活用が要請されている日本企業に対して、労働生産性の観点から計量分析の結果を示したことと、経営に対する示唆を与えたことにある。

今後の課題は、筆者が指摘しているように、この分析のベースとなる付加価値や労働生産性のデータが単体決算のものであり、海外子会社などのデータが含まれないことにある。株式リターンは連結決算と関連しているため、本論文の分析結果との関係が議論となり得る。ただし、この点は、会計情報が完備していないことに起因しているため、本論文の価値を損なうものではない。

☆☆☆ 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31回(2019年度) | (2編) | 饗場 行洋 (野村証券)<br>伊藤 健 (野村証券)<br>井辺 洋平 (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—                             |
|                |      | 石川 康 (日興アセットマネジメント)<br>長谷川恭司 (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)<br>津田 博史 (同志社大学)                     | 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   |
|                |      | 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   |
| ■ 第29回(2017年度) | (1編) | 山田 徹 (野村アセットマネジメント)<br>臼井 健人 (野村アセットマネジメント)<br>後藤 晋吾 (ロード・アイランド大学) | 働きやすい会社のパフォーマンス   |
| ■ 第28回(2016年度) | (2編) | 浅田 一成 (三菱UFJ 信託銀行)<br>山本 零 (武蔵大学)                                  | 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—                       |
|                |      | 菊川 匡 (野村証券)<br>内山 朋規 (首都大学東京大学院)<br>本廣 守 (野村証券)<br>西内 翔 (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   |
|                |      | 工藤 秀明 (野村アセットマネジメント)<br>佐野 公紀 (東京工業大学大学院)                          | 日本の株式市場における取引コストの実証分析   |
|                |      | 五島 圭一 (慶應義塾大学大学院)<br>高橋 大志 (慶應義塾大学大学院)                             | 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—                              |
| ■ 第26回(2014年度) | (3編) | 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)<br>平澤 英司 (金融工学研究所)                | ニュース指標による株式市場の予測可能性   |
|                |      | 保坂 豪 (東京証券取引所)   | 東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析                                  |
|                |      | 岡田 克彦 (関西学院大学大学院)<br>佐伯 政男 (慶應義塾大学大学院)                             | 注意力の限界と Post-Earnings-Announcement-Drift                                |
|                |      | 奈良 沙織 (明治大学)<br>野間 幹晴 (一橋大学)                                       | 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—                            |
| ■ 第25回(2013年度) | (2編) | 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   |
|                |      | 角間 和男 (エンサイドットコム証券)<br>加藤 政仁/鈴木 健嗣 (神戸大学大学院)                       | 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—<br>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<br>角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行)<br>坂巻 敏史 | 下方リスクと上方リスクのリスクプレミアム<br>—ボラティリティ効果の構造分解—                           |
|                |      | 廣瀬 勇秀/岩永 安浩<br>(住友信託銀行)              | ボラティ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<br>(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・パズル   |
| ■ 第21回(2009年度) | (2編) | 宇野 淳 (早稲田大学)                         | 日本株レンディング市場の実証分析—株券貸借<br>モデルによる空売り規制効果の測定—                         |
|                |      | 梅野 淳也 (パークレイズ・グロー<br>バル・インベスターズ)     |  |
|                |      | 室井 理沙 (パークレイズ・グロー<br>バル・インベスターズ)     |  |
|                |      | 山田 徹/上崎 勲<br>(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<br>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<br>メントCFM)         | 株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向<br>的ガバナンスのわが国における有効性—                         |
|                |      | 蜂谷 豊彦 (東京工業大学大学院)                    |  |
| ■ 第19回(2007年度) | (3編) | 白杵 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<br>と課題—                                     |
|                |      | 清水 康弘 (野村証券株式会社)                     | 経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミ<br>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<br>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<br>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<br>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<br>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<br>エイツ・ジャパン)       | わが国産業の株式期待リターンをサプライサイ<br>ド推計—法人企業統計に基づく業種別集計<br>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)                       | 構成銘柄のウエートを用いた年金マネジャー<br>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<br>(R&I))          |  |
|                |      | 笠利 宏<br>鍛冶 篤 (みずほ信託銀行)               | モデルの差異がRMBS 評価に及ぼす影響   |
|                |      | 片岡 淳<br>岡田 克彦 (IZ Management)        | 日経225 構成銘柄入れ替えにおける<br>株価動向とトレーディングシミュレーション<br>—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<br>(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<br>ター)            | 株式投資スタイル運用の現状とスタイルベン<br>チマーク                                       |

|               |      |   |   |
|---------------|------|---|---|
| ■ 第13回(2001年) | (2編) | 中熊 靖和/石井 文彦<br>(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・スミス・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<br>(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)  | バリュエーション効果とミス・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<br>(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<br>(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<br>(第一生命保険)   | TOPIX は有効フロンティア上の上のっているか－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エーションの算定 |
| ■ 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 に基づくシステマティック・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  |