

## 〈2020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2020年4月号から2021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)

### グローバルサプライチェーンを介した業績伝播効果

土屋志聞

(2020年9月号)

### プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析

飯岡靖武

(2020年10月号)

受賞論文の表彰は、本年10月8日（金）開催予定の第36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、2020年4月号から2021年3月号に掲載された論文およびノート、計63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：編集委員(29名)とモニター(5名)が書面により1～2編の論文を受賞候補として推薦(2021年3月に実施)。

第2段階：4月9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：5月14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2編を受賞論文として選定した(掲載順)。

- ・土屋志間「グローバルサプライチェーンを介した業績伝播効果」(2020年9月号)
- ・飯岡靖武「プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析」(2020年10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) 土屋志間

「グローバルサプライチェーンを介した業績伝播効果」

土屋志間氏の論文では、企業のグローバルなサプライチェーン(カスタマーもしくはサプライヤーとの取引関係)に着目しつつ、企業間に生じうる業績の連動性を分析している。

本論文での分析対象は1社以上のカスタマーもしくはサプライヤーを有する企業である。このカスタマーもしくはサプライヤーについては、直接の取引関係のみならず、カスタマーのカスタマーもしくはサプライヤーのサプライヤーという間接的な取引関係も扱う。その上で、営業利益の増減が、四

半期のラグをもって取引先へ伝播するのかどうかを回帰分析によって分析している。

分析の結果、直接の取引関係のみならず、間接的な取引関係においても業績が伝播することを明らかにした。同時に、製造業と非製造業では伝播の仕方に差異があることを見いだしている。また、重要性の高い取引先にウエイトを付けた分析と、株価への影響の分析も行っている。

本論文の価値は、新型コロナウイルスの影響や国際的な緊張の高まりによって注目度が増しているグローバルサプライチェーンを扱ったことにある。その中で、直接的な取引先だけではなく間接的な取引先に対しても業績の変動が伝わることを明らかにした点で、大変意味深い。

今後は、筆者自身も述べているように、取引関係や波及経路をきめ細かく定義し、企業間のグローバルな依存関係についてより一層深い分析がなされることを期待したい。

## (2) 飯岡靖武

### 「プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析」

飯岡靖武氏の論文では、プライベートエクイティ（PE）ファンドが投資した企業の業績（ここでは売上高と税引後当期利益率）を扱っている。この投資先企業の業績パフォーマンスが良好なのかどうか、良好だとすれば何が要因になっているのかが、本論文の分析のテーマである。

分析対象となるPEファンドの投資先を国内企業とした上で、非公開化された企業のデータを筆者自身でセットした。これをベースに、投資先企業と対比する企業（コントロール企業）を選定し、投資先企業とコントロール企業の業績パフォーマンスを被説明変数とする回帰分析を行っている。

分析の結果、PEファンドの投資先企業の業績パフォーマンスがコントロール企業との比較において高いことと、この業績パフォーマンスの高さはPEファンドのハンズオンによるバリューアップ効果やエージェンシーコストの解消効果だとの示唆が得られたとする。

本論文の価値は、日本において実証研究の少ないPEファンドを分析の対象としたこと、分析用のデータベースを独自に構築したこと、そのデータベースを用いて注目度の高まるPEファンドが生み出す効果を明らかにしたことにある。

今後の課題としては、筆者自身が指摘しているように、より多くのサンプルと、そのサンプルの属性を多面的に得て、分析の精度を上げることにある。もっとも、この課題は日本市場全体に向けられるべきであり、とりわけPEファンドを分析するためのデータベースの充実が待たれる。

☆☆☆ 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32回(2020年度)	(2編)	土屋 志聞 (日興アセットマネジメント)	グローバルサプライチェーンを介した業績伝播効果
		飯岡 靖武 (ティーキャピタルパートナーズ)	プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析
■ 第31回(2019年度)	(2編)	饗場 行洋 (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—
		伊藤 健 (野村証券)	
		井辺 洋平 (野村証券)	
		石川 康 (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)	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
		津田 博史 (同志社大学)	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)	働きやすい会社のパフォーマンス
		白井 健人 (野村アセットマネジメント)	
		後藤 晋吾 (ロード・アイランド大学)	
■ 第28回(2016年度)	(2編)	浅田 一成 (三菱UFJ 信託銀行)	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—
		山本 零 (武蔵大学)	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
		菊川 匡 (野村証券)	
		内山 朋規 (首都大学東京大学院)	
		本廣 守 (野村証券)	
西内 翔 (野村証券)			
■ 第27回(2015年度)	(2編)	工藤 秀明 (野村アセットマネジメント)	日本の株式市場における取引コストの実証分析
		佐野 公紀 (東京工業大学大学院)	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—
		高橋 大志 (慶應義塾大学大学院)	
■ 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)	ニュース指標による株式市場の予測可能性
		平澤 英司 (金融工学研究所)	東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析
		保坂 豪 (東京証券取引所)	
		岡田 克彦 (関西学院大学大学院)	注意力の限界と Post-Earnings-Announcement-Drift
■ 第25回(2013年度)	(2編)	奈良 沙織 (明治大学)	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—
		野間 幹晴 (一橋大学)	
		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

■ 第24回(2012年度)	(2編)	角間 和男 (エンサイドドットコム証券)	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—
		加藤 政仁/鈴木 健嗣 (神戸大学大学院)	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 角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行) 坂巻 敏史	下方リスクと上方リスクのリスクプレミアム —ボラティリティ効果の構造分解—
		廣瀬 勇秀/岩永 安浩 (住友信託銀行)	ボラタイ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 (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・バズル
■ 第21回(2009年度)	(2編)	宇野 淳 (早稲田大学) 梅野 淳也 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ) 室井 理沙 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ)	日本株レンディング市場の実証分析—株券貸借モデルによる空売り規制効果の測定—
		山田 徹/上崎 勲 (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メントCFM) 蜂谷 豊彦 (東京工業大学大学院)	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—
■ 第19回(2007年度)	(3編)	臼杵 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・アソシエイツ・ジャパン)	わが国産業の株式期待リターンサプライサイド推計—法人企業統計に基づく業種別集計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)	構成銘柄のウェイトを用いた年金マネジャー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(R&I))	
		笠利 宏 鍛冶 篤 (みずほ信託銀行) 片岡 淳	モデルの差異がRMBS評価に及ぼす影響
		岡田 克彦 (IZ Management)	日経225構成銘柄入れ替えにおける株価動向とトレーディングシミュレーション—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 (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)年金総合研究センター)	株式投資スタイル運用の現状とスタイルベンチマーク
■ 第13回(2001年)	(2編)	中熊 靖和/石井 文彦 (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・バーニー証券)	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 (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)	バリュー効果とミス・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 (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 (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 (第一生命保険)	TOPIX は有効フロンティア上にのっているか－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ーの算定
■ 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