

〈2023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2023年4月号から2024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)

サステナブル投資の機能とポートフォリオ選択への応用

新倉広子・内山朋規・角間和男

(2023年10月号)

国内株式投資信託のパフォーマンス継続要因

—保有銘柄データを用いた分析—

島田俊寛

(2023年11月号)

受賞者の紹介は、本年10月11日（金）開催予定の第39回日本証券アナリスト大会（ハイブリッド開催）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 加藤 康之

1. 経 緯

今次の証券アナリストジャーナル賞の対象は、2023年4月号から2024年3月号に掲載された論文およびノート、計61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（32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（2024年3月に実施）。

第2段階：4月12日に予備審査委員会（編集委員長、小委員長、研究者委員および実務家委員の計8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8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10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）。

- ・新倉広子・内山朋規・角間和男「サステナブル投資の機能とポートフォリオ選択への応用」（2023年10月号）
- ・島田俊寛「国内株式投資信託のパフォーマンス継続要因—保有銘柄データを用いた分析—」（2023年11月号）

今回は、審査第1段階でこの二つの論文に審査員の高い支持が集まった。双方ともオーソドックスなテーマを扱っているが、それぞれ独自の付加価値を提供している点が評価された。

3. 選定理由

(1) 新倉広子・内山朋規・角間和男

「サステナブル投資の機能とポートフォリオ選択への応用」

新倉・内山・角間各氏の論文は、サステナブル投資という最も関心の高いテーマの一つを扱っているが、その貢献はサステナブル投資におけるポートフォリオ選択の理論的な枠組みを与えようとした

ことにある。昨今のサステナブル投資に関する研究では、ESG関連データと企業価値等との関係を実証的に検証するデータ分析が多い。その中で、本論文が理論的なフレームワークの構築に挑戦したことは高く評価できる。筆者らはまず、企業価値をキャッシュフロー割引モデルで表現し、ESG選好がモデルのキャッシュフロー経由あるいは割引率経由で企業価値等に与える影響を分かりやすく整理した。次に、ポートフォリオ選択の理論的枠組みを提示し、ベンチマークを想定した上で、ESG選好の度合いから最適ポートフォリオを解析的に求めた。ポートフォリオは、通常のリスク回避度に加えてESG選好度によって決まり、それがニュートラルの場合は、通常平均分散ポートフォリオと同じになり扱いやすい。また、①ESG選好を考慮したCAPM、②市場ファクターとESGファクターからなる2ファクターモデルの二つを導出し、ESGベータによるポートフォリオ管理を提案した点は、実務的に有用であろう。最後に、応用例としてカンントリーアロケーションを取り上げて理解度を高めている。本論文では非金銭的なESG選好を持つ投資家を想定しているが、ESG投資の主力であり受託者責任を有する機関投資家の多くは、長期的ではあるが金銭的なESG選好を持っている。筆者らには、次の課題として、その場合の理論的枠組みの考察も期待したい。

(2) 島田俊寛

「国内株式投資信託のパフォーマンス継続要因—保有銘柄データを用いた分析—」

島田氏の論文は、株式投資信託のパフォーマンス評価という古くからあるテーマを扱っているが、その貢献は投資信託の保有銘柄データまでさかのぼり、丁寧かつ厳密に分析したことである。また、パフォーマンスの継続性の要因分析にも応用し、ファンド選択上の知見に結びつけるという追加的な価値を提供した。筆者は、まずGrinblatt and Titman [1993] が提示した銘柄選択能力指標、および、Daniel *et al.* [1997] が提示したスタイル効果を分離するための指標を取り上げた。これらの指標で、母集団の698ファンドを分析している。その結果、スタイル調整前の銘柄選択能力を表す指標は負の値を示したが、スタイル調整後の銘柄選択能力を表す指標は正で有意であった。この結果は、投資信託の投資家にとって重要な知見を提供するだろう。次に、パフォーマンスの継続性に資する要因を明らかにして、ファンド選択の方法を見いだす分析を行った。まず、パフォーマンスの継続性を分位ポートフォリオで検証し、パフォーマンスの継続性が有意であることを示した。その上で、継続する要因を見いだすため、前半で分析した各指標の継続性への貢献を評価した。その結果、スタイル調整後の銘柄選択能力が継続性に貢献している一方で、スタイル選択は貢献していないことを示した。これらの結果は、アクティブ運用の価値やその採用方法に重要な示唆を与えている。なお、筆者も指摘しているように、低いデータ更新頻度など課題はあるが、それを補う十分な知見が示されていると言えるだろう。また、昨今、パッシブ運用に押され気味のアクティブ運用に対する関心を高める追加的な効果も期待できる。

★★★ 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35回(2023年度)	(2編)	新倉 広子 (野村アセットマネジメント)	サステナブル投資の機能とポートフォリオ選択への応用
		内山 朋規 (東京都立大学)	
		角間 和男 (野村アセットマネジメント)	
		島田 俊寛 (国家公務員共済組合連合会)	国内株式投資信託のパフォーマンス継続要因—保有銘柄データを用いた分析—
■ 第34回(2022年度)	(2編)	五島 圭一 (三菱UFJ 銀行)	東京株式市場におけるカーボンプレミアム
		八木 厚樹 (アセットマネジメント One)	
		岡田 立子 (大阪大学大学院)	東証市場再編と経営者の利益調整行動
■ 第33回(2021年度)	(2編)	臼井 健人 (野村アセットマネジメント)	投資家の含み損益と低ボラティリティ・アノマリー
		地主 純子 (一橋大学大学院)	決算短信は他の企業情報と比較して重要な情報か
■ 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種伝播効果
		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)	長谷川恭司 (日興アセットマネジメント)	
		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)	
■ 第29回(2017年度)	(1編)	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
		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
		臼井 健人 (野村アセットマネジメント)	
■ 第28回(2016年度)	(2編)	後藤 晋吾 (ロード・アイランド大学)	
		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を用いた実証分析—
		山本 零 (武蔵大学)	
		菊川 匡 (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
		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 佐野 公紀	(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
		五島 圭一 高橋 大志	(東京工業大学大学院) (慶應義塾大学大学院)	ニュースと株価に関する実証分析—ディープラーニングによるニュース記事の評判分析—
		沖本 竜義 平澤 英司	(オーストラリア国立大学 クロフォード公共政策大学院) (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
■ 第26回(2014年度)	(3編)	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 佐伯 政男	(関西学院大学大学院) (慶應義塾大学大学院)	注意力の限界と Post-Earnings-Announcement-Drift
		奈良 沙織 野間 幹晴	(明治大学) (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)	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—
■ 第24回(2012年度)	(2編)	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
		石部 真人 角田 康夫 坂巻 敏史	(三菱UFJ 信託銀行)	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—
■ 第23回(2011年度)	(2編)	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
		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—
■ 第22回(2010年度)	(2編)	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・パズル
		宇野 淳 梅野 淳也 室井 理沙	(早稲田大学) (パークレイズ・グローバル・インベスターズ) (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—
■ 第21回(2009年度)	(2編)	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
		小松原 宰明	(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
■ 第20回(2008年度)	(2編)	光定 洋介 蜂谷 豊彦	(あすかアセットマネジメントCFM) (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—
		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—日本での効果と課題—
■ 第19回(2007年度)	(3編)	清水 康弘	(野村証券)	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の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)	構成銘柄のウエー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)	臼杵 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 (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はのっているか —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)	佳作 M&A による企業価値創造効果の日米比較
		伊藤 邦雄 (一橋大学)	
		加藤 国雄 (野村総合研究所)	佳作 債券のパッシブ運用