

〈2024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2024年4月号から2025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)

四半期報告利益を用いた利益調整行動の分析

縄田寛希

(2024年5月号)

日本の製造業における事業撤退・新規参入と社外取締役の導入

守屋亮佑

(2024年7月号)

受賞者の紹介は、本年10月10日（金）開催予定の第40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、2024年4月号から2025年3月号に掲載された論文およびノート、計71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（30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（2025年3月に実施）。

第2段階：4月11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9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9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

今回の選定では、以下の4編が僅差で最終候補に残った（掲載順）。

- ・2024年5月号「四半期報告利益を用いた利益調整行動の分析」縄田寛希氏
- ・2024年7月号「日本の製造業における事業撤退・新規参入と社外取締役の導入」守屋亮佑氏
- ・2024年10月号「四半期決算発表に対する市場反応の実証分析—企業の情報環境によって変化する利益情報の有用性—」屋嘉比潔氏・松本紗矢子氏
- ・2025年2月号「決算発表日の集中度がアナリスト予想の適時性に与える影響」縄田寛希氏

いずれも力作であったが、最終的に次の2編を受賞論文として選定した（掲載順）。

- ・2024年5月号「四半期報告利益を用いた利益調整行動の分析」縄田寛希氏
- ・2024年7月号「日本の製造業における事業撤退・新規参入と社外取締役の導入」守屋亮佑氏

双方とも、タイムリーで読者層の関心が高く分かりやすい論文であったことが審査委員の評価を高めた。なお、屋嘉比・松本論文（2024年10月号）、縄田論文（2025年2月号）も大変興味深いテーマを扱った実証分析であり、読み応えも十分であった。

3. 選定理由

(1) 縄田寛希

「四半期報告利益を用いた利益調整行動の分析」

縄田論文は、四半期財務データを活用して企業による第4四半期の利益調整行動を検証している。四半期開示については、その有用性について様々な議論がありタイムリーなテーマであった。筆者の貢献は、多くの日本企業が年次利益の赤字回避のため第4四半期に利益調整を行っているという仮説を立て、その実証を試みたことである。分析対象は金融以外の上場企業で、17年間の四半期利益と四半期累計利益データである。そして、四つの各四半期におけるこれらデータの分布を多角的に検証している。その結果、第4四半期累計利益の黒字割合は第3四半期に比べて有意に高く、第4四半期累計利益の分布は利益ゼロ付近で第3四半期に比べて不連続性が顕著であり、そして、第4四半期利益の分散は有意に大きい。累計利益はそうでないことが示された。さらに追加の分析として、利益調整が会計処理的なものか、あるいは、支出削減などの実体的調整なのかを検証し、会計的なものが有意であるという結果を示した。これらの実証結果を総合的に判断し、多くの企業で第3四半期累計赤字から第4四半期累計黒字に転換していること、そして、それが企業の裁量によるものであることを示していると結論している。そのロジックは丁寧に説明されている。本稿の結果は、企業の利益調整に関する裁量行動を明らかにすると同時に、四半期データの有用性を示すものとして意義がある。なお、筆者も指摘しているが、利益の目標ベンチマークや企業の属性による相違など残されたテーマも少なくない。今後の研究に期待したい。

(2) 守屋亮佑

「日本の製造業における事業撤退・新規参入と社外取締役の導入」

守屋論文は、日本の製造業における事業の撤退や新規参入における社外取締役導入の影響について実証的に分析したものである。コーポレートガバナンスの重要性が高まる中、タイムリーで読者の関心が高いテーマである。筆者の貢献は、ガバナンスの効かない企業では経営者が「平穏な生活」を望み、既存事業からの撤退や新規参入に躊躇する可能性があるという仮説を立て、その実証を試みたことである。分析では、撤退と新規参入をダミー変数で表し、これを社外取締役比率などの変数で説明しており、分かりやすい分析モデルになっている。分析の結果、社外取締役比率が高いほど、企業は既存事業からの撤退を行いやすく、また、新しい業界への新規参入を行いやすいことが示された。さらに、社外取締役の影響は、事業の集中度が低いほど撤退に対して、そして投資機会が小さいほど新規参入に対して、それぞれ強くなることも明らかにされており興味深い。コーポレートガバナンス・コードの導入以降、企業は社外取締役の増員に舵を切り、その数は顕著に増加した。一方、そのガバナンスの効果に対して疑問を呈する指摘もある。本稿は、社外取締役がガバナンスの向上に一定の効果をもたらすことを示し、重要な知見を提供している。なお、分析の一部には、統計的解釈やモデル設計に慎重な解釈が求められる結果も含まれており、今後の研究においてさらなる検証の余地を残している。また、収益性や企業価値に対する社外取締役の影響や他のガバナンス指標の効果など、さらなる研究にも期待したい。

★★★ 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36回(2024年度)	(2編)	縄田 寛希 (一橋大学)	四半期報告利益を用いた利益調整行動の分析
		守屋 亮佑 (東京海上ディーアール)	日本の製造業における事業撤退・新規参入と社外取締役の導入
■ 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)	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)	
		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