

〈2025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2025年4月号から2026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)

株式ファクター投資戦略の再検討

西内 翔

(2025年4月号)

日本企業を対象とした機械学習による利益変化の符号予測の有用性

鄭 民雋

(2025年9月号)

受賞者の紹介は、本年10月9日（金）開催予定の第41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、2025年4月号から2026年3月号に掲載された論文およびノート、計60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3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（2026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、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8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5編が僅差で最終候補に残った（掲載順）。

- ・2025年4月号「株式ファクター投資戦略の再検討」西内翔氏
- ・2025年9月号「日本企業を対象とした機械学習による利益変化の符号予測の有用性」鄭民雋氏
- ・2025年10月号「政策保有株式の解消が短期株価に与える影響」松尾美沙氏
- ・2025年11月号「ESG時代における企業D&Iコミュニケーション—統合報告書の視覚的表現と人的資本管理評価—」崎濱栄治氏
- ・2026年3月号「ファンド・レーティングは有用か？—投資家行動とパフォーマンス予測性の実証分析—」阿南晏樹氏

いずれも興味深い内容であったが、最終的に次の2編を受賞論文として選定した（掲載順）。

- ・2025年4月号「株式ファクター投資戦略の再検討」西内翔氏
- ・2025年9月号「日本企業を対象とした機械学習による利益変化の符号予測の有用性」鄭民雋氏

今回の審査では、編集委員の間でも意見の集約が難しかった。その中で、この2論文は、それぞれファクター投資や機械学習による利益予想という読者の関心あるテーマに意欲的に取り組んだものとして最終的に選定された。

3. 選定理由

(1) 西内翔

「株式ファクター投資戦略の再検討」

西内論文は、日本市場における株式ファクター戦略のパフォーマンスを検証したものである。本稿でも指摘されているように、一時期、大きな注目を浴びたファクター投資やスマートベータについては最近聞くことが少なくなっている。筆者は、その理由として、ファクター投資のパフォーマンスが必ずしも期待通りでなかったためではないかと考えた。本稿はその背景にある理由を明らかにしようとする意欲的な取り組みである。筆者は、その理由を検証するために、米国の先行研究を参考に選んだ16個のファクターを対象にして、4つの要因を取り上げた。それらは、取引コストの不適切な扱い、リスクプレミアム水準の変化、ファクターリターン時系列構造の変化、そして、ファクター選択のための過去データ参照期間、であり、一般に関心の高いと思われる項目を選択している。そして、これらの要因がパフォーマンスに負の影響をもたらしたかどうかを実証的に分析した。その結果、取引コストを控除すると長期的に有効なファクターが少なかったこと、一部のファクターについてアルファの反転が観測されたこと、時系列構造を仮定したモメンタム戦略に負の効果があつたこと、そして、過去数年間のみの参照期間では投資開始後の分布と大きな乖離が生じること、を示した。以上のように、多面的な実証分析を行い興味深い結果を示したことが高く評価された。また、読者の関心も高かった。一方、本稿で対象としたファクターは米国市場の先行論文で使われているファクターをベースにしたものであり、今後は日本市場固有のファクターについても研究を期待したい。

(2) 鄭民雋

「日本企業を対象とした機械学習による利益変化の符号予測の有用性」

鄭論文は、日本の上場企業を対象として、機械学習を用いた利益予測の精度を検証したものである。日本では利益予測に機械学習を導入した研究例は多いとはいえ、新しい分野の先駆的な研究として評価された。本稿の目的は、機械学習を利用した利益変化の符号の予測精度を検証し、その結果を投資戦略に応用することである。さらに、ブラックボックスになりがちな機械学習による予測の背後にある論理的構造を明らかにし、その実務的有用性を高めようとしている。予測に利用された変数はベンチマークである経営者予想に加えて、財務諸表に基づく定量的なデータ等である。機械学習はランダムフォレストを採用し、過去の時系列データを時間軸に沿って丁寧に学習させている。分析の結果、予測精度の高い観測値に限定すると経営者予想に比較して高い精度を示し、機械学習による予測に基づいたヘッジポートフォリオは有意な超過リターンをもたらした。また、予測プロセスに影響を与えた変数としては、経営者予想に加えて、株価関連指標や会計指標も影響していることが示された。これは、経営者予想を客観的な数値情報が補足していると考えられる。一方、ヘッジポートフォリオの超過リターンを含め、結果の妥当性については追加的な頑健性の検証が望まれる。加えて、経営者予想は企業の政策的な判断も含まれる可能性があり、ベンチマークとして検討の余地がある。さらに、機械学習の必要性や優位性についての議論も期待したい。本稿を、機械学習を利用する研究のスタート地点にしてさらに研究を深めてほしい。

☆☆☆ 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37回(2025年度)	(2編)	西内 翔 (Dimensional Japan Ltd.)	株式ファクター投資戦略の再検討
		鄭 民雋 (大阪公立大学)	日本企業を対象とした機械学習による利益変化の符号予測の有用性
■ 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
長谷川恭司 (日興アセットマネジメント)			
■ 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)	
		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)	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)	
		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一中期経営計画データを用いた実証分析
		山本 零 (武蔵大学)	
		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)	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		
■ 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
		五島 圭一 (東京工業大学大学院)	ニュースと株価に関する実証分析—ディープラーニング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ー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	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—
		角田 康夫 (三菱UFJ 信託銀行)	
		坂巻 敏史	
廣瀬 勇秀/岩永 安浩 (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 (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)	
		山田 徹/上崎 勲 (野村アセットマネジメント)	
■ 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)	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—
		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ー日本での効果と課題ー
		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ー割安株効果との新たな関係ー
■ 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ー
		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ー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ー
		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)	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ー1991年以降の全銘柄入れ替えの分析ー
■ 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ーコントリーからグローバル・インダストリーへー
■ 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ー日本の株式市場における検証結果ー
		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)	株主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の上のっているか-様々なヴァリ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 債券のバッシブ運用