第41回日本証券アナリスト大会

証券アナリストジャーナル賞表彰

証券アナリストジャーナル編集委員会
委員長 加　藤　康　之 CMA

2025年度の証券アナリストジャーナル賞優秀論文審査の経緯ならびに結果につきましてご報告いたします。

今回審査の対象となったのは、2025年４月号から2026年３月号までに掲載された60編の論文およびノートです。これらの論稿につきまして、従来同様の審査基準、すなわち独創性、論理の展開力、実務への応用性に注目しながら、３段階にわたる審査を経て、受賞作の選考を行いました。

その結果、2025年４月号に掲載されました西内翔氏の「株式ファクター投資戦略の再検討」と、2025年９月号に掲載されました鄭民雋氏の「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」の２編が選ばれました。



加藤委員長

（受賞論文の選定理由は、本誌2026年６月号および協会ウェブサイト掲載の「論文審査の経緯ならびに結果について」をご覧ください。）



左から西内氏、加藤委員長、鄭氏

©日本証券アナリスト協会　2026

受賞者の言葉

西内翔氏

この度は証券アナリストジャーナル賞をいただき、光栄に存じます。関係者の皆様に深く感謝申し上げます。匿名レフェリーの方々による示唆に富むコメントや、編集委員の皆様の丁寧なご審査、そして日頃よりご指導を賜っている一橋大学の本多俊毅教授に心より御礼申し上げます。

ご選出いただいた論文「株式ファクター投資戦略の再検討」は、実務においてスマートベータ等の流行以降、アセットオーナーによるファクター投資が必ずしも期待されたほど定着しなかったのではないかという問題意識から着想を得たものです。学術研究で示されるマルチファクターモデル自体の有用性は揺るぎないものでありながら、実際の運用場面において投資家の期待と実績に乖離が生じてしまった背景には何があるのか。本論文では、①リバランス時に発生する取引コストの影響、②スマートベータ流行前後のファクタープレミアムの水準や時系列特性の変化、③ファクターの動的選択（ファクターモメンタム）の有効性、そして④意思決定や評価において参照されるデータ期間の長さと実務的な評価期間のミスマッチという、主に４つの視点から検証を行いました。

執筆に当たっては、理論的な考察や実証分析にとどまらず、アセットオーナーや運用受託者といった実務家の皆様が直面する課題や意思決定のプロセスに引き寄せて議論を構築することを心がけました。本稿の分析が、ファクター投資や資産運用に対する理解を深め、今後のより実効的な運用戦略の構築やアセットオーナーの意思決定の一助となることを願っております。

今回の受賞をこれからの研究・実務への大きな糧と受け止め、今後も市場と実務に向き合いながら、より深い洞察をお届けできるよう研鑽を重ねてまいります。



西内翔氏

受賞者の言葉

鄭民雋氏

このたび、拙稿に対し、2025年度証券アナリストジャーナル賞を賜り、誠にありがとうございます。機械学習と会計情報を用いた利益予測に関する研究成果をこのように評価していただき、大変光栄に存じます。

企業の利益が今後増えるのか、それとも減るのか。財務諸表情報を利益変化の予測や投資判断に結び付ける研究は、Ou and Penman［1989］以来、蓄積されてきました。本論文では、機械学習を活用したChen *et al.*［2022］の研究を参考に、日本の上場企業を対象として次期の利益の増減を予測しました。経営者予想や財務諸表、株価関連の情報を組み合わせ、予測精度だけでなく、投資判断への有用性と、どのような情報が予測を支えているかを併せて検討しました。

分析の結果、モデルが算出した増益確率が高い場合と低い場合に対象を絞ると、経営者予想よりも高い予測精度が得られました。また、機械学習による予測に基づいて構築したヘッジポートフォリオから、統計的に有意な超過リターンが得られました。こうした結果は、機械学習による利益予測を投資判断に活用できる可能性を示しています。一方、予測結果を利用するには、どの情報を重視した予測なのかを理解することも大切です。そこで、各情報が予測にどの程度寄与するかを分析したところ、経営者予想に関する情報が中心的な役割を果たすとともに、財務諸表や株価関連の情報も寄与していました。本論文が、決算情報や業績予想の活用を考えていただくきっかけになれば幸いです。

論文の執筆に当たり、編集委員ならびに匿名レフェリーの皆様から貴重なご意見をいただきました。また、日頃より研究をご指導・ご支援くださっている皆様に、心より御礼申し上げます。今回の受賞を励みに、今後も機械学習を活用した利益予測の研究を進め、会計情報の有用性について検証を重ねてまいります。



鄭民雋氏