

平成26年度（第41回）

---

# 研究調査助成金受給者

---

公益財団法人  
日本証券奨学財団

平成26年度(第41回)研究調査助成金受給者名簿

平成26年7月31日決定  
公益財団法人 日本証券奨学財団

研究調査課題	研究代表者	研究形態	助成金額	頁
社会的投資のパフォーマンスに関する企業戦略要因の実証研究	関西大学 西情報学部 教授 伊佐田 文彦	個人	71万円	1頁
投機と商品先物市場の効率性	神戸大学大学院 経済学研究科 教授 岩壺 健太郎	個人	100万円	2頁
日本企業のグローバル調達:台湾拠点とシンガポール拠点の役割	和歌山大学 経済学部 教授 高 瑞紅	個人	100万円	3頁
市場価格情報と農家の生産・販売行動:エチオピア・コーヒー産業を事例として	東京大学大学院 新領域創成科学研究科 講師 鈴木 綾	個人	100万円	4頁
ソーシャル・ネットワークからの統合報告へのアプローチ—アパレル産業における実証研究	青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 教授 中野 勉	個人	100万円	5頁
地域内金融取引の増加が国際的な株価の連動性に与える影響	法政大学 法学部 教授 平田 英明	個人	110万円	6頁
資産価格バブルとマクロ・プルーデンシャル政策	東京大学大学院 経済学研究科 専任講師 平野 智裕	グループ	60万円	7頁
アニュアルレポートに基づく企業のオープンイノベーション戦略の研究	同志社大学大学院 ビジネス研究科 准教授 藤原 浩一	グループ	100万円	8頁
投資型クラウドファンディングの規制とリスクマネー供給の可能性	桃山学院大学 経営学部 教授 松尾 順介	グループ	100万円	9頁
金融経済教育の効果と目指すべき姿について	神戸大学 経済経営研究所 教授 家森 信善	個人	100万円	10頁
10件	—————		941万円	———

## 社会的投資のパフォーマンスに関する企業戦略要因の実証研究

---

### 研究者

関西大学総合情報学部 教授 伊佐田 文彦

### 研究調査の概要

本研究の目的は、社会的投資のパフォーマンスに関し、企業の戦略要因がどのように影響しているかを実証的に検証することである。

近年、環境汚染や経済格差などの社会問題への関心が国際的に高まる中、市場取引の外部性を企業が内部化するような、能動的CSR(Corporate Social Responsibility)活動や持続的成長戦略に注目が集まっている。大気汚染や最貧民層(Base of the Pyramid, BOP)等を、企業が新たな成長の機会ととらえてイノベーションに取り組むことで、種々の社会問題の解決が期待できる。また個人の投資行動として、社会的責任投資(Social Responsibility Investment)ファンドといった選択肢も増えている。

こうした持続可能な成長に関する議論の進展に伴い、企業の社会的責任として、企業の会計上に加えて、環境や社会的な取り組みに対する情報開示が求められるようになってきている。また、そうした環境や社会に関する情報開示のフォーマットについて、国際的な標準化の動きも広がっている。開示する情報の内容も、年々多様で広範になりつつあり、今日では、環境、社会、CSRに関する種々の活動が、サステナビリティ報告書を構成する要素として統合的に情報公開されるようになってきている。

しかしながら、企業のCSRやサステナビリティ活動、あるいは個人のSRI投資が、企業の資源配分や個人の投資全体に占める割合は、依然としてあまり大きくなっていない。その大きな原因の1つは、こうした社会的責任投資が本当に社会問題の解決に結び付くのか、また同時に収益性を実現しうるのか、という疑念である。諸先行研究においても必ずしも結果は一致していない。

本研究では、社会的投資とパフォーマンスとの直接的な因果関係ではなく、媒介・統制変数として、分析対象の業界や企業の戦略要因を詳細に分類した上で、実証的に因果関係を明らかにすることを目標とする。インプリケーションとして、実証的な研究成果を示すことで、企業や投資家による社会的投資の促進が期待される。

## 投 機 と 商 品 先 物 市 場 の 効 率 性

### 研 究 者

神戸大学経済学研究科 教授 岩 壺 健 太 郎

### 研究調査の概要

商品先物価格は1990年代には安定していたが、2002年を境にブーム的に上昇し、世界金融危機時の急落、2009年の半ば以降の回復など、かつてない大幅な価格変動を示すことになった。その一因として、コモディティ・インデックス投資家と呼ばれる機関投資家やヘッジファンドなどが商品先物市場に参入するようになったことが指摘されている。

投機家の役割については、否定的に捉えるケインズの「美人投票」と、積極的な意義を認めるフリードマンの「愚かな投資家」という対立する考え方がある。ただし、近年の実験経済学では、ともに成立しない事例があるとして、この2つの理論は素朴すぎると評価されている。一方、実務家からは、投機資金の過剰な流入による悪影響よりも流入の乏しさによる流動性不足の方が問題であるという声も聞かれる。このように投機に対する見方は、未だに一致していない。

本申請の研究目的は、以上の問題意識のもと次の問題を検討することである。

- (1) 投機家や当業者（実務で商品を扱う業者）の取引は商品先物価格をファンダメンタル価値に近づけるのか、遠ざけるのか？
- (2) 投機家や当業者の取引は市場の流動性を改善するのか、悪化させるのか？
- (3) 投機が価格の安定化・不安定化させるのは、市場環境や他の条件によるものなのか？

本申請については、金先物市場と白金先物（プラチナ）市場における投資主体別取引データを使い、市場流動性の改善や価格効率性の上昇に対する投資主体別の貢献度合いを実証的に分析する。

本研究の意義は以下の通り。

1. マーケット・マイクロストラクチャーの分野では有名なHasbrouck（1991, 1993）の推計方法を用いるが、取引と効率性の関係のみならず、取引と流動性との関係も同時に分析するため、推計方法を拡張するところ。
2. 東京商品取引所によって公表されている投資主体別取引データを使う初めての研究であること。当該データでは、投資主体として、当業者、金融機関、証券会社を取り継ぐ投資家（個人投資家）など7つに分類されている。
3. サンプル期間を区切ることで、投機が効率性や流動性に与える影響の時系列的変化や価格の情報効率性の時系列的変化が計測できること。

## 日本企業のグローバル調達 ：台湾拠点とシンガポール拠点の役割

### 研究者

和歌山大学経済学部 准教授 高 瑞 紅

### 研究調査の概要

目的：

日系多国籍企業の多くは、日本中心の組織体制によるグローバル展開を改め、本社機能をアジア地域に移転する動きを見せている。それは、量産拠点の多いアジア地域において、グローバル調達機能の強化や戦略的重要性に対する関心が高まっているからである。本研究調査の目的は、日本企業のシンガポールと台湾における調達購買拠点（International Purchasing Office, IPO）に焦点をあてて、日本企業が IPO を設置する動機、IPO の役割とグローバル調達の戦略に与える影響などについて調査を行い、グローバル調達の拡大を強化している日系多国籍企業の実態と直面する課題を明らかにすることである。

意義：

これまで日本企業の多くは国内外を問わず、日系企業を中心とした企業間取引を行う傾向にあった（高，2011）。ここ数年、部品やデバイスの分野において外国企業を相手に販路を開拓しているもの（天野，2005）、日系企業という枠を超えたグローバル調達は十分に進展していない。近年、東アジア諸国とくに中国から低コストながら一定以上の品質を持った製品を調達できるようになり、新技術や新興成長市場の活用も可能となっている。よって、競争力を高めるために日本企業もグローバル調達に対して真剣に取り組む必要がある。本研究調査では、シンガポールと台湾での調達活動に焦点をあてて、日本企業独自の特徴とそのダイナミックな変化についての考察が期待できる。この考察から、グローバル調達の拡大を強化するために IPO の設置を検討している日系多国籍企業に対する示唆が得られる。

実施するに至った理由：

多くの欧米多国籍企業は近年、グローバル調達を効率的に行うために、しばしば現地調達先に調達・購買拠点（IPO）を設置している。これまでの先行研究では、欧米系多国籍企業は主に中国で IPO を設置しているが、日系多国籍企業は、シンガポールにおける IPO 設置や（高，2014a）、台湾企業との国際提携強化を通じて（高，2014b）、安定した供給体制と品質の確保を図っている。よって、日本企業におけるシンガポールと台湾での調達活動を研究調査する必要があると考えられる。

## 市場価格情報と農家の生産・販売行動 ：エチオピア・コーヒー産業を事例として

### 研究者

東京大学大学院新領域創成科学研究科 講師 鈴木 綾

### 研究調査の概要

発展途上国では、インフラの未整備のために地域間で農産物の価格情報の流れが寸断されていて流通が非効率になっていることが多い。そのうえ、情報へのアクセスが比較的よい商人が農家との取引において価格支配力を持つため、流通はいつそう非効率になるという指摘もある。旱魃の後に飢饉がしばしば起こるのも、地域間の情報の流れがあまりにも悪いことが一因になっていると考えられている。

農産物流通を効率化する手段として、携帯電話やソーシャル・ネットワーク・サービス（SNS）等を介する市場情報の提供が近年注目を集めている。市場価格や気象予測等の情報を全国的に配信する Market Information System（MIS）と呼ばれるサービスは、ウガンダ、ザンビア、モザンビーク等のアフリカ諸国を始め、多くの国で普及が始まっている。MIS 導入によって、遠隔地の小規模農家にも中央市場の農産物価格が瞬時に知らされ、商人に対する不利が払拭されると期待される。

しかし、識字率や IT 機器の普及率が低い途上国において、こうした情報化が実際にどれだけ有効なのかは明らかではない。これまでのところ、実際に MIS の利用が農業生産や販売活動、収益等にもたらす変化を定量的に測る研究はほとんど行われていない。

そこで本研究では、エチオピアのコーヒー産業を事例として、MIS が農村に及ぼす影響を定量的に分析する。同国では、2008 年にアフリカ初の商品取引所が設立され、ラジオや市街地にたてられた掲示板、SNS 等を通して価格情報を発信するようになったので、こうした研究に適している。まず、どのような農家が MIS を利用しているのかを明らかにし、次に MIS の利用が農家の投資行動や価格予測、収益に与える影響を解明し、さらに MIS の利用によって商人と農家の取引がどれほど影響を受けるのかを分析したい。これは情報化が農村の発展に果たす役割を検証する学術的な研究であるが、その成果から MIS 普及を巡る政策策定の指針が得られると期待できる。

## ソーシャル・ネットワークからの統合報告へのアプローチ — アパレル産業における実証研究

### 研究者

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科 教授 中野 勉

### 研究調査の概要

会計分野において、統合報告への世界的な関心が高まっている。その主な理由は、企業価値は財務報告だけでは十分に説明できなくなっているという認識が1990年代から実務家及び研究者の間に広がったことである。例えば、国際統合報告評議会(International Integrated Reporting Council ; IIRC)によれば、S&P500のマーケット・ヴァリューに対する財務報告書の説明力は、1975年には83%あったものが2009年には19%にまで低下している。デリバティブやオフ・バランス取引が増え、金融当局は実態把握に苦慮する中で、「アジア債務危機」や「リーマン・ショック」が起これ、財務情報への信頼が大きく損なわれた。一方、EUを中心に、ヨーロッパ諸国では、伝統的に長期的な視野に立つ投資や企業のマネジメントの環境問題への意識が高く、ESG (Environmental, Social, Governance) の理念と、グローバルな事業展開における実践が積み上げられてきた。近年米国でも説明責任から、非財務情報開示への意識が高まっている。実務と学術を繋ぐものとして、「価値観の共有」(shared value) (Porter and Kramer 2011) や「持続的な成長可能性」(sustainability) (Eccles and Serafeim 2013) に代表される重要な概念が提唱された。

日本においても近年統合報告書導入への試みが始まっているが、その学術的な研究は先進国の中では遅れている。本研究は、日本において、アパレル・ファッション産業におけるCSR報告やサステナビリティ報告など、企業が何を自らの価値として認識してアピールするのかという組織アイデンティティ論の視点と、現象学的な認識論を応用し、CSRなどの社会的な制度が企業とステークホルダー間の複雑な関係性の中で如何に広がってきたのかを、ソーシャル・ネットワーク分析から研究するものである。マイクロ・レベルの相互作用からマクロ・レベルのネットワーク構造、その文化に踏み込むことを目的とする。既存の会計分野の研究の枠を越え、組織、企業戦略、ネットワーク分析を統合する社会学からの先端的かつ野心的な研究である。ESG投資やソーシャル・イノベーションの立場からの研究は極めて少なく、関係性の視点から研究を試みることで、新たな知見を実務と学術において提供する意義は極めて大きい。

## 地域内金融取引の増加が国際的な株価の連動性に与える影響

### 研究者

法政大学経営学部 教授 平田 英明

### 研究調査の概要

#### 目的

本研究では、各国間の金融取引データや国際貿易データを用いて世界の地域内・地域間の経済取引の増加が各国の株価連動性に与えた影響について、定量分析を行う。

#### 意義

世界的にみると、地域間に比べて、地域内での貿易や金融取引の増加ペースが近年著しく高まっている。その中で、いわゆる株価のディカップリング論とリカップリング論が相対峙している。

ディカップリング論は、経済のグローバル化が進む中で各地域株式市場の独自性が高まり、その結果として先進国地域（北米や欧州）と新興国地域（アジアやラテンアメリカ）との株価連動性が弱まっているとの見解である。例えば、日本を含めたアジア諸国の株価変動はアジア域内で共有する要因（例えば、日本発の影響がアジアにあまねく伝播するケース）から影響を受けやすくなっている（地域効果）。

リカップリング論は、逆に先進国地域（北米や欧州）と新興国地域との株価連動性は未だ高いという見解である。例えば、先進国の金融市場の影響を間接的に強く受けるならば、結果的にアジア域内の株価の連動性が高まることになる（第三国効果）。

地域内効果と第三国効果の識別をする上で、効果の伝播チャネルとしては貿易のみを考えることが多かった。背景には、国対国の金融取引データが不十分故、資金元が域内／域外なのかを区別できなかったことが挙げられる。この問題の解決が、研究のブレイクスルーとなる。

#### 実施に至った理由

各国間金融取引については、IMFのCoordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)により、過去10余年分のデータが蓄積された。各国間貿易取引についても、産業レベルでの取引データまで活用可能となってきている。これらを用いて、多角的なパネル分析が可能である。なお、世界金融危機時のデータも活用し、金融危機の影響の地域差も検証できることは、本研究の強みである。



## 資産価格バブルとマクロ・プルーデンシャル政策

---

### 研究者

東京大学大学院経済学研究科 専任講師 平野 智裕

### 共同研究者

関西大学経済学部 准教授 稲葉 大

### 研究調査の概要

バブルと経済政策の関係に関してはこれまで二つの見方がある。一つの見方は、バブルはそもそも崩壊するまで分からず、仮にバブルと分かったとしても、バブルに対してなんかの規制を採るよりも、いざ崩壊した際に思い切った金融緩和や救済策を取れば良いという考え方である。いわゆる Fed View である。他方、バブルに対しては何らかの規制が必要であるという見方もある。いわゆる BIS View である。二つの見方の対立は、Lean vs Clean Debate と呼ばれ、各国中央銀行の中で活発に議論されている。昨今の世界金融危機以前では、Fed View が支配的であった。しかしながら、金融危機以降は、BIS View を支持する見方が学术界でも広まって来ている。本研究の目的は、資産バブルの発生と崩壊を土台にした景気循環理論を構築した上で、この対立のどちらが望ましいのかを理論的に明らかにする点である。この研究は、学術研究として価値が高いだけでなく、現実の経済政策を考える上で極めて重要であると言える。

## アニュアルレポートに基づく企業のオープンイノベーション 戦略の研究

### 研究者

同志社大学大学院ビジネス研究科 准教授 藤原 浩一

### 共同研究者

同志社大学大学院ビジネス研究科 教授 北 寿郎

同志社大学大学院ビジネス研究科 教授 加登 豊

### 研究調査の概要

企業のアニュアルレポートにおける Message to Shareholders 等の投資家に対するメッセージは、企業経営を理解する上で、重要な情報である。

本研究グループは、企業経営を戦略、財務、イノベーション、そしてその結果としての市場価値といった多角的な学術的視点から研究するだけでなく、うち2名(加登、北)は企業の社外取締役として企業の実際に経営に関わってきた。そこから生まれてきたのが、急激なビジネス環境変化に翻弄されている日本企業のあり方、すなわち変化というものに対する根本的な間違いがあったのではないかという疑問である。

この認識の下、1990年代半ばから現在に至る10数年間に急激な技術革新や市場変化にさらされたエレクトロニクス関連企業のアニュアルレポートを収集し、テキスト解析にかけるとともに、個別のケーススタディを行ってきた。そこで明らかになってきたことは、環境の変化に鈍感で変革をためらう企業が衰退するという当たり前の事実だけでなく、コアコンピタンスといわれるような企業経営の根幹にかかわる部分にまで変革の対象としたような企業が陥る「変革の落とし穴」ともいえる業績の低迷であった。一方、事業領域は変化させながらも企業の文化やコアコンピタンスに相当する根幹を大事にしている企業はほぼ一貫して、良好な業績を残してきた。前者の代表がソニー、パナソニックであり、後者の代表がIBMとキヤノンである。

本研究では、産業分野を自動車あるいは化学工業といった現在の日本経済の基盤を支える産業にまで拡大し、経営環境変化に対応するための経営方針や戦略が業績や市場評価にどのような影響を及ぼしているのかを明らかにし、企業間の取り組みの違いが及ぼす影響について分析するとともに、特に近年、新たな企業変革の旗印として、日本企業においてもその重要性に対する認識が高まっているオープンイノベーションに関連する企業の方針や具体的な取り組みの違いが企業間の業績の違いに及ぼす影響についても考察することによって、投資家が企業の経営をより正確に評価するための新たな視点の提供に資する。

## 投資型クラウドファンディングの規制とリスクマネー供給の可能性

---

### 研究者

桃山学院大学経営学部 教授 松尾 順介

### 共同研究者

甲南大学大学院法務研究科 教授 梅本 剛正

### 研究調査の概要

本研究は、リスクマネー供給促進策の観点から、国内外の投資型クラウドファンディングの現状を調査し、この金融手法の有する可能性と課題を分析した上で、この金融手法に関する規制のあり方を検討するとともに政策立案に貢献することを目的とする。

近年、クラウドファンディングの拡大が世界的に注目されている。クラウドファンディングとは、インターネットを通じて多数の資金提供者を集め、投資や寄付などの形態で小口資金を資金調達者に提供する仕組みと理解される。このうち、投資資金の調達手法として投資型クラウドファンディングの利用促進が検討されている。具体的には、政府の日本再興戦略を受けて、金融審議会がクラウドファンディング等を通じた資金調達の枠組みについて、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進策という観点から議論し、第二種金融商品取引業協会も、「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」を設置し、2013年8月から検討を開始している。そこでは、市場参加者の自主規制を基本とすることが確認されたが、具体的な内容については今後も継続的な議論が必要である。その際、過剰規制あるいは過小規制は、市場の発展・拡大を阻害し、大きなダメージを与えることが懸念される。つまり、金融詐欺や不正を排除することは重要であるが、そのために過剰な、あるいは不適切な規制が課されると市場の拡大は阻害され、その潜在的な可能性が絶たれる懸念がある。したがって、弊害防止ないし投資者保護の視点を重視する法的な観点とともに、ファイナンス手段としての意義や効率性の視点を基本とする経営・経済的観点の双方が不可欠である。本研究は、法学分野と経済・経営分野の研究者の共同研究によって、クラウドファンディングの可能性を経営・経済的視点から多角的に検討する一方で、弊害の可能性とそれを防止するルールのあり方について法的視点から検討を加えることに特長がある。

## 金融経済教育の効果と目指すべき姿について

### 研究者

神戸大学経済経営研究所 教授 家森信善

### 研究調査の概要

1990年代後半に証券市場の改革が進められ、株式売買委託手数料は大幅に下落し、ETFなどの新しい金融商品の登場も可能になり、さらに、インターネットを通じて株式売買に関する情報を個人投資家が得ることも非常に容易になった。こうした証券市場の改革は、個人の株式投資を増やすはずであったが、実際には、家計の金融資産に占める株式の割合はほとんど変化がないままである。(この点は、家森信善「第2章 日本の家計の金融行動」貝塚啓明・吉野直行・伊藤宏一編著『実学としてのパーソナルファイナンス』(中央経済社 2013年3月 pp.28-47)において分析した)。

もちろん、401k年金への優遇がアメリカほどには十分ではないことなど、税制や年金制度を含めて取り組むべき課題は多く残されているが、それと同時に、証券投資に関する一般消費者の知識の問題も大きな課題である。研究代表者は、株式投資について一般消費者が不正確な印象を持っており、必要以上に難しく考えすぎていることが、家計の金融資産選択に大きなマイナスの影響を与えていると考えている。この点は、家森信善『大波乱時代の個人投資—むずかしく考えない株式投資—』(千倉書房 2009年)(日本FP学会奨励賞受賞)で詳述したが、そこでは、短期的には金融リテラシーを向上させることは難しいので、(銘柄選びの不要な)できるだけ簡単な金融商品(指数連動型のETFが典型)を勧めることや、専門家の助言を求められるような環境を作ることを提言した。

しかし、金融リテラシーの現状に改善の必要性がないと主張しているわけではない。むしろ、最近でも金融に関するトラブルが絶えないことを考えても金融リテラシーの向上の必要性は明らかであるし、米国のサブプライム危機の発生原因として知識のない借り手にも問題があるとされているように、金融リテラシーの向上は金融システムの安定性や効率性の観点からも重要である。研究代表者は、現在、日本証券業協会が主催する金融経済教育に関する研究会(座長 吉野直行慶應義塾大学名誉教授)へ参加する機会を得ているが、本研究プロジェクトでは、より本格的に、金融リテラシーに関する諸仮説を検証する形で研究を行う。