

2019年度

研究調査助成金受給研究概要

公益財団法人
日本証券奨学財団

2019年度研究調査助成金受給研究概要

2019年8月7日

公益財団法人 日本証券奨学財団

研 究 代 表 者	研 究 調 査 課 題	研究 形態	金額 (万円)	頁	
東 京 大 学 院 公 共 政 策 大 学 院 授 教	青 井 千 由 紀	コミュニケーション技術の社会的影響とレジリエンス	個人	100	1
上 智 大 学 経 済 学 部 授 准 教	釜 賀 浩 平	人口問題への社会的選択アプローチ	グループ	100	2
統 計 数 理 研 究 所 モ デ リ ン グ 研 究 系 授 教	川 崎 能 典	市場制度変更が金融取引に及ぼす影響の高頻度データに基づく分析	個人	100	3
一 橋 大 学 大 学 院 経 営 管 理 研 究 科 授 教	小 西 大	地域金融が地域経済活性化のために果たす役割	グループ	100	4
関 東 学 院 大 学 部 経 済 学 部 授 准 教	田 中 聡 一 郎	日本の住宅・金融資産格差の実証分析—ポスト持家社会の住宅政策・資産形成支援にむけて	個人	100	5
法 政 大 学 学 部 キ ャ リ ア デ ザ イ ン 学 部 授 教	中 野 貴 之	SNSによるディスクロージャーが証券市場の価格形成に及ぼす効果に関する実証研究	個人	100	6
一 橋 大 学 大 学 院 経 営 管 理 研 究 科 授 教	中 野 誠	統合報告と利益調整	グループ	100	7
名 古 屋 大 学 大 学 院 法 学 研 究 科 授 教	松 中 学	金商法における不公正取引のエンフォース—課徴金と没収・追徴の関係	個人	78	8
同 志 社 大 学 部 商 学 部 授 教	丸 茂 俊 彦	証券市場における注文形式と価格発見・流動性指標に関する研究	グループ	100	9
下 関 市 立 大 学 部 経 済 学 部 授 教	森 祐 司	新規株式公開企業の取締役会構成の決定要因	個人	90	10
—————		10 件	968	—	

コミュニケーション技術の社会的影響とレジリエンス

研究者

東京大学公共政策大学院 教授 青 井 千 由 紀

研究調査の概要

2016年の米国大統領選に際して、ロシア政府がソーシャルメディアを通じて大量の偽情報を流すことによって介入したことはよく知られている。また、情報通信機器を通じたスパイ活動も多く確認されている。例えば、中国の情報通信機器大手、華為技術（ファーウェイ）の機器を通じたスパイ活動の可能性は長らく問題視されてきた。カナダでは、スマートフォンを盗聴できるペガサスと呼ばれるマルウェアが、サウジアラビア政府による反体制派の追跡に使われたことが裁判で取り上げられる事態となっている。情報通信技術の市場を通じた拡散と普及が、深刻な社会的影響を与えていることは間違いない。

それでは、日本など民主主義社会は、いかにして情報通信分野の技術が望ましくない目的で悪用されることを防ぐことができるだろうか。また、悪意のある主体（国家主体を含む）による偽情報の拡散を含む情報操作が確認される場合は、どのようにその被害を最小限に食い止め、有効な対策を取ることができるだろうか。こういった偽情報などの情報操作からの防衛には、短期的かつ技術的な防衛策のみでなく、長期的な強靱性（レジリエンス）を強化する方策が一層重要である。

本研究では、情報通信技術の社会的影響に関する基礎研究の一環として、偽情報など情報操作の短期的・長期的影響を考察し、長期的なレジリエンスの強化のための方策を探る。特に、以下の分野に着目し、日本などの民主主義諸国が取り得る具体的なレジリエンス対策の可能性を探る。

- 1) 情報操作に対処するための政府全体の体制作り
- 2) 社会全体の対応の促進
- 3) 民主主義規範の強化のための方策・原則
- 4) 国際連携の促進

人口問題への社会的選択アプローチ

研究者

上智大学経済学部 准教授 釜 賀 浩 平

共同研究者

東京大学社会科学研究所 准教授 加 藤 晋

研究調査の概要

【目的】社会保障制度や移民（もしくは、外国人労働者）受入問題など、日本は人口減少に対処する様々な制度の（再）設計の必要性に迫られている。人口問題に関する最適な制度設計を行うには、制度がもたらす社会厚生の変化を測る指標が必要であり、本研究は、人口問題のための社会厚生指標の構築を目的とする。特に、人口変動が社会厚生に与える影響を、移民受入のように短期で現れる影響と、世代ごとの人口・出生率の変化によって長期で現れる影響の2つに区分し、短期的厚生指標と長期的厚生指標それぞれの構築を行う。優れた厚生指標を構築するために、本研究は経済学の1分野である社会的選択理論のアプローチを採用し、厚生指標を構築するだけでなく、その指標がどのような規範的に望ましい性質を満たすのかも明らかにする。指標が満たすべき規範的性質は、政治哲学や人口倫理学の議論を数理的に表現して導入し、それら諸性質を満たす厚生指標を構築する。特に、移民問題を念頭におく短期的厚生指標の構築では、移民の受入で深刻化が予想される相対的貧困の問題に焦点をあてた分析を行う。

【意義】本研究の特色である規範的基礎づけを持つ厚生指標の構築は、厚生指標の規範的な妥当性を人々に明らかにすることで、その指標を用いることへの人々の受容を促進し、さらには、その指標に基づいた最適な制度設計を実行に移すことへの社会的合意形成を促進する。より実際的な意義について、短期的厚生指標は、先進国では稀な高水準の相対的貧困率に直面している日本において、その問題を考慮しつつ最適な移民（もしくは外国人労働者）の受入水準を示すことを可能とする。また、長期的厚生指標は、世代の人口変動を考慮した持続可能な社会保障制度の設計のための評価指標として用いることができる他に、人口規模への影響が長期で現れる地球環境問題に対する制度設計のための評価指標として用いることもできる。

【実施に至った理由】社会的選択理論の枠組みよる厚生指標の研究では、人口問題も扱える厚生指標として、短期的指標の分析は一定の蓄積がなされているが、長期的指標の研究は十分な蓄積がない。また、短期的指標の分析で相対的貧困を明示的に考慮する指標の研究は未発展である。一方で、昨今の政治哲学の議論では、相対的貧困に関連する議論が充分主義（sufficientarianism）と呼ばれる概念として活発化している。こうした学術的背景と日本における上述の社会的背景を受けて、本研究の実施に至った。

市場制度変更が金融取引に及ぼす影響の高頻度データに基づく分析

研究者

統計数理研究所モデリング研究系 教授 川崎 能典

研究調査の概要

目的：取引所は、流動性を提供すると同時に、価格発見機能を通じて効率的な資源配分を可能にすることにより経済厚生の上昇に寄与する社会的インフラである。近年、取引所に対する投資家のニーズは、高度化・複雑化が著しく、取引システムの安定性、高速性、取引時間の延長から、決済制度、法的な規制の改善まで多岐に亘っており、グローバルな取引所間の競争も激しくなっている中で、取引所機能の強化は国全体の競争力向上にも繋がる重要な課題である。このような背景から、本研究は高頻度の取引データを対象に統計解析を行うことによりその変動の特性を解明し、取引所システムの向上に資することを目的とする。

意義：特に5分間隔の取引データやティックデータを取り扱う際に、昼休みや夜間などの取引のない時間帯に関する調整をどう行うかというような研究はあるが、日中の時間帯によるボラティリティや流動性の変動パターンや、情報量の影響、他市場の変動による影響などを同時に調整して分析・予測する試みは少なく、研究を進めることで新たな知見が得られる。

実施するに至った理由：日本の市場に関しては、取引時間帯自体の制度変更が長年の課題になっている中で、デリバティブ市場での取引時間帯の延長が先行して大幅に進んでいる。さらに、上場企業による情報開示は現物市場の取引が終了する午後3時に公表されるものが多く、昼休み時間には中国株の変動、夜間には欧米株の変動など、取引時間外に投資家が重要な情報を入手する機会が多いことなどの影響を計測することが必要になっている。このような影響を、高頻度データに対して非定常時系列モデルや点過程モデルを使って解析する研究課題は、データと分析手法の両面から最新の価値ある取り組みと考える。

地域金融が地域経済活性化のために果たす役割

研究者

一橋大学大学院経営管理研究科 教授 小 西 大

共同研究者

一橋大学経済研究所 准教授 左三川 郁子

研究調査の概要

人口と企業数の減少で地域経済が停滞する中、地域金融機関には金融仲介機能を十分に発揮し、地域経済を支える中小企業の生産性向上に繋がる適切な資金供給をすることが期待されている。地域金融機関にこうした役割が期待されるのは、金融（深化）が経済成長を促進するという意味での因果性が想定されているからに他ならない。金融と経済成長の間に正の相関が見られることは半世紀以上前から指摘されているが、経済成長が経済規模に見合った金融の発展を生むという逆の因果性が（正の相関の）原因となっている可能性もあるため、果たして金融が経済成長を促進するかどうかは自明でない。そこで本研究は、因果性に焦点を当てて地域金融が地域経済の活性化に与える影響について分析する。

因果性の問題に対処するのにしばしば操作変数法が用いられるが、適切な操作変数を見つけるのは困難であるため、本研究では都道府県別・産業別のデータを用いて因果性を明らかにする。具体的には、都道府県別の金融深化の程度と各都道府県における産業別付加価値成長率の関係について検証する。金融深化の程度が高い都道府県では、外部資金依存度の高い産業が低い産業に比べて付加価値成長率が高い。一方で、金融深化の程度が低い都道府県で外部資金依存度の高い産業は低い産業に比べて付加価値成長率が低いという結果が検出されれば、地域金融が地域経済の発展に寄与すると結論できる。しかし、そうした結果が得られない場合は、地域金融機関に対して金融仲介機能の発揮を求めても直接的には地域経済の活性化に繋がらない。したがって本研究は、地方創生に係る現在進行中の金融行政の基本的スタンスに対して重要な示唆を有する社会的必要性・緊急性の高い研究ということができる。

日本の住宅・金融資産格差の実証分析

—ポスト持家社会の住宅政策・資産形成支援にむけて

研究者

関東学院大学 経済学部 准教授 田 中 聡 一 郎

研究調査の概要

本研究では政府統計等の個票データを用いて、住宅・金融資産格差の実証分析を行う。研究対象の1990年代～2010年代中盤は「失われた20年」とよばれ、景気停滞と少子高齢化が進行した時期である。また将来的には住宅ストックの過剰化が予想されるなかで、現役世代の持家率は低下した。すなわち、従来の日本の家計の資産形成のライフコース上のパターンに変化が生じた時期でもあった。

申請者はこれまで「所得」データを用いて、日本の格差・貧困と再分配の実証研究を行ってきた。しかし、家計の生活水準を捉えるためには、フローの「所得」のみならず、ストックの「資産」データの利用が必要不可欠であることを痛感していた。また近年の持家率の低下から、住宅資産を通じたライフサイクル上の生活水準の安定化（現役期に住宅資産を購入し、高齢期に備える）にも綻びが生じることも予測されている。そのことから、「資産」データを用いた、日本の住宅・金融資産格差や政策対応のあり方を考察することに新たな研究上の意義を感じ、本研究を構想した。具体的には以下の2つの研究課題について取り組む。

- ① 住宅・金融資産格差の現状と要因分析：人口高齢化要因や政策要因の検証
- ② 住宅手当導入のマイクロ・シミュレーション分析：政策効果と所要財源の検討

2000年代以降の日本の住宅・資産格差の実証研究は十分ではなく、基礎的な政策データも不足している。また私的年金の普及を目指して、税制優遇措置も導入されているが、非加入の家計などの実態把握も重要であろう。さらには今日、住宅手当の必要性が議論されているが、その導入効果や財源などは推計されていない。本研究を通じて、今後の住宅政策・資産形成支援における政策的意義のあるエビデンスを提供することを目的とする。

SNSによるディスクロージャーが証券市場の価格形成に及ぼす 効果に関する実証研究

研究者

法政大学キャリアデザイン学部 教授 中野 貴之

研究調査の概要

近年、上場企業では、決算発表をはじめとするディスクロージャーを、ツイッター等のSNS（Social Networking Service）を通じて行うのが一般化している。本研究の目的は、SNSによるディスクロージャーが証券市場の価格形成にいかなる効果を及ぼしているかを、SNSデータを収集した上で財務データおよび株価データ等との関連性を統計的に解析することより、実証的に解明することである。

証券市場の価格形成の観点から見て、SNSによるディスクロージャーには二つの効果の発現が期待される。第一は、企業と投資家の情報の非対称性を縮小する効果である。とくに、マスコミやアナリスト等からの注目度の低い企業にとっては、個人投資家を含め広い範囲の投資家層とのコミュニケーションが容易かつ緊密になり、資本コストの低減や企業価値の増大等のベネフィットの発現が期待される。第二は、投資家間の情報の非対称性を縮小する効果である。SNSによるディスクロージャーを受信する投資家層は、一般的にSNSの利用に長けていると想定されるので、投資家間のコミュニケーションが促進されることによって投資家間の情報の非対称性が縮小し、やはり資本コストの低減や企業価値の増大等のベネフィットの発現が期待される。それと同時に、SNSによるコミュニケーションではミスリーディングな情報伝達の促進等、一定のコストが発生している可能性がある。

日本社会においてSNSのプレゼンスが高まる中、SNSによるディスクロージャーの効果や課題に関する学術的エビデンスを見出すことは、上場企業や投資家にとって非常に有用であると考えられる。また、SNSによるディスクロージャーが一般化しつつある中、金融商品取引法等に基づくディスクロージャー制度の検討に資するエビデンスも得られると期待される。本研究課題はほとんど未開拓の領域であり、新しい研究方法を用いるという点で非常に挑戦的な課題であるとともに、企業の実務や制度構築に対するインプリケーションも大きく社会的な意義も大きい課題であると考えている。

統 合 報 告 と 利 益 調 整

研 究 者

一橋大学大学院経営管理研究科 教授 中 野 誠

共同研究者

東 洋 大 学 経 営 学 部 講 師 調 勇 二

研究調査の概要

本研究の「目的」は、統合報告書の発行が利益調整に及ぼす影響を実証的に検討することにある。国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council, 以下 IIRC）が 2013 年に公表した国際統合報告フレームワークによれば、統合報告は企業外部者が利用可能な情報の質の改善のみを意図しているのではなく、統合報告への取り組みによって企業内部に統合思考を浸透させ、内部者の意思決定及び行動を改善することをも意図している（IIRC 2013）。とりわけ、企業は統合報告を導入することにより企業内部の意思決定を改善して、短期志向を是正し長期的な価値創造を促進することが期待されている（IIRC 2013, Eccles 2017, Klasa 2018）。

近年、日本企業による統合報告の導入は急速に進みつつあるものの、日本企業が発行した統合報告書の質は諸外国と比較して低い可能性も指摘されている（Eccles et al. 2019）。それゆえ、日本企業による統合報告の取り組みが、統合報告の狙いを果たす上で有効に機能しているか否かは実証課題である。このような研究背景のもとで、本研究は日本企業を分析対象として、統合報告書の発行により企業の利益調整行動が変化するか否かを、会計的利益調整及び実体的利益調整の観点から検証する。財務情報と CSR・ESG 等の非財務情報の双方を包摂する統合報告書のもたらす経済的影響を調査することには、企業外部・企業内部の双方から、一定の「意義」があると考えられる。

「実施するに至った理由」としては、わが国においては統合報告書に関する計量的な実証研究が極めて限定的な点をあげることができる。データ制約のためか、ごく一部の例外を除けば、ケース紹介や実務的解説にとどまっている段階である。しかしながら、KPMG ジャパンの調査によれば、2018 年時点の日本における統合報告書発行数は主要企業を含めて 400 社を超えている状況である。統合報告書が企業行動（会計的利益調整及び実体的利益調整）に与える影響の調査を実施する意義は決して小さくない。

金商法における不公正取引のエンフォース — 課徴金と没収・追徴の関係

研究者

名古屋大学大学院法学研究科 教授 松 中 学

研究調査の概要

本研究は、金商法が規制する不公正取引、特に相場操縦とインサイダー取引のあるべきエンフォースを明らかにすることを目的とする。刑事罰と課徴金が選択的に使われている現状を前提に最適なエンフォースを実現するには、(1) 抑止の必要性のより高い事案で刑事罰が選ばれ、かつ、(2) 実際のサンクションの重さにおいて刑事罰が少なくとも課徴金を下回らない必要がある。そこで、本研究では次の問題を検討する。

第1に、上記(1)との関係で、不公正取引に関する刑事裁判と課徴金の事案を分析することで、刑事罰(起訴)と課徴金(課徴金納付命令の勧告)がどのような事実にもとづいて選択されているのかを明らかにする。

第2に、上記(2)との関係で、同様の事案を前提とした場合に、少なくとも追徴額が課徴金を下回らないようになっているかを検討する。これと関連して、課徴金制度の導入が追徴額に与えた影響を検討する。予備的調査では、従来は総額主義の建前を維持しつつ裁量的減免により実質的には純益主義を採用していたが、課徴金制度導入後は実質的にも総額主義に移行する現象がみられた。また、同じタイミングで金商法197条2項が適用されるようになり、実質的には追徴額が増える可能性が生じている。そこで、未公判裁判例も可能な限り調査した上で相場操縦について分析する。その上で、課徴金制度導入前から裁量的減免が否定されることもあったインサイダー取引についても、そうした事例が増えているかを確認する。

第3に、追徴のポリシーとしていずれが望ましいのかについて規範的な検討を行う。この際、相場操縦については、金商法197条2項の適用の有無と追徴額の関係も検討する。また、それを前提に、裁量的減免を認めるべき場合等の関連する解釈問題を検討する。以上の検討の後、あるべきエンフォースについて提言を行う。

証券市場における注文形式と価格発見・流動性指標に関する研究

研究者

同志社大学商学部 教授 丸 茂 俊 彦

共同研究者

同志社大学商学部 教授 辻 村 元 男

大阪産業大学経済学部 准教授 久 納 誠 矢

同志社大学大学院商学研究科(D3) 松 本 宗 谷

研究調査の概要

本研究の目的は、日本の株式市場において、投資家による大口注文などの注文形式の違いが、証券市場の価格発見能力と市場流動性に与える影響を明らかにすることにある。

近年、日銀によるETF購入やGPIFを代表とする年金基金による大口注文が、適正な価格形成を歪めているのではないかという懸念がある（例えば、井出・南(2013)を参照）。投資家は適正な価格を前提として投資判断を行うため、適正価格と市場価格との乖離を正確に測ることは、健全な金融市場を構築するためにも喫緊の課題と言えよう。その乖離を生む原因として、大口注文から生じる価格変動によるリスクプレミアムの上昇や、個別情報に基づくアクティブ運用ではなく、個別情報を無視したパッシブ運用を行う大口インデックス投資により、個々の株価に含まれる情報の質が下がるという点が挙げられる。

一般に個々の株価の価格発見能力は、リスクプレミアムや非対称情報コストで測られる。リスクプレミアムに関する研究は、CAPMに代表されるように多くの研究が積み重ねられている。一方、非対称情報コストの計測については、欧米ではPIN (Probability of Informed Trading) やVPIN (Volume-Synchronized PIN) などのいくつかの計測指標が提案されているが (Back et al.(2017)を参照)、未だ確立した指標は存在していない。さらに、注文形式の違いにより生じる市場流動性の変化が、市場価格を通じて価格発見能力に影響すると考えられる。

本研究では、日本の株式市場を対象として、注文形式の違いが、PIN やVPIN の指標や市場流動性に影響するメカニズムを明らかにすることで、より正確に価格発見能力を計測することが可能となることが期待できる。この研究成果は、近年の日銀ETF購入やGPIFによる大口注文がもたらす市場の非効率性の研究にも応用可能である。

新規株式公開企業の取締役会構成の決定要因

研究者

下関市立大学経済学部 教授 森 祐 司

研究調査の概要

本研究の目的は、新規株式公開企業（以下、IPO 企業と略す）のコーポレート・ガバナンス（以下、ガバナンス）について、その取締役会の規模・構成（特徴別にみた役員構成や社外取締役比率など）の決定要因を解明することである。従来のガバナンス研究では、上場企業全体を対象とした研究が多かった（Hermalin and Weisbach,2003、Miyajima and Hoda;2015 など）。しかしながら、Baker and Gompers(2003)も指摘するように、企業にとって IPO はガバナンス、特にその要となる取締役会を変更する大きなきっかけになること、また、IPO 企業は既存上場企業よりも企業価値を最大化するようなガバナンス体制を選ぶ傾向がある（Gertland and Kaplan, 1996）とも言われていることから、ガバナンス体制の決定要因について既存上場企業と IPO 企業を区別して考察する必要があるようにも考える。また、わが国の場合、2000 年前後から IPO 企業が急激に増加する一方、IPO 企業には上場企業の子会社も多いことなど、わが国の IPO 企業の特徴を踏まえた考察も必要である。その中で、IPO 企業のガバナンス体制の中核となる取締役会の構成の決定要因を明らかにし、さらに、上場後の時間経過とともに変容するのであれば、その変化をもたらした要因を検証することには研究意義があると考えられる。

わが国上場企業のガバナンスは 2000 年前後から断続的に変化してきた。特に近年では「コーポレート・ガバナンス・コード」の導入など、上場企業を取り巻く経済環境・制度も大きく変化してきている。こういったガバナンスを取り巻く環境の変化が個々の企業のガバナンスの在り方にも変化をもたらすことは当然であるが、それら環境の変化を踏まえて、IPO 企業を考察した研究はあまりないことから、本研究の意義は大きいと言えよう。

なお、小生はこれまで地域銀行のガバナンスについての研究実績がある。このようなガバナンス研究についての研究実績があり、コーポレート・ガバナンスに関する基礎的知見や 2000 年代におけるガバナンスの変容や研究成果の知識があることも本研究に着手する理由でもある。

公益財団法人 日本証券奨学財団

〒103 - 0025 東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
(東京証券会館 3 階)

TEL (03) 3664 - 7113

FAX (03) 3662 - 1607

E-mail : jssf.office@jssf.or.jp

URL <https://jssf.or.jp>

JAPAN SECURITIES SCHOLARSHIP
FOUNDATION

Tokyo Shoken Kaikan, 5-8,1-chome,Kayaba-cho,
Nihombashi,Chuo-ku,Tokyo,103 - 0025 Japan