

2021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

2021年度研究調査助成金受給研究概要

2021年7月13日決定
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	
公益財団法人 日本証券経済研究所 研究調査部員	石川真衣	フランス株式会社法における取引所規制の意義と機能—株式上場基準の検討を中心に—	個人	90	1
早稲田大学 国際教養学部 准教授	篠潤之介	株価指数連動型ETFの買入効果：本年3月の政策変更に着目した分析	グループ	85	2
山形大学 人文社会科学部 教授	鈴木明宏	金融トラブルにあう個人の識別：機械学習とアンケート調査による予測モデルの構築	グループ	74	3
早稲田大学 創造理工学部 助教授	高田真也	ステークホルダー構造のパターンが合併等の統合プロセスに与える効果の実証分析	個人	68	4
千葉大学 社会科学部 大学院教授	長根裕美	公共性と特許の放棄：新型コロナワクチン開発・普及をめぐる	個人	100	5
国立大学法人東海国立 大学機構名古屋大学 法学研究科・アジア共 創教育研究機構 教授	林秀弥	競争法によるデジタル・プラットフォーム規制—日米欧中を中心に	グループ	100	6
神戸大学 経営学研究科 教授	保田隆明	ESGスコアと統合報告書・ESG/サステナビリティレポートの記載内容の関係性：非財務情報の最適開示についての検討	グループ	100	7
—		7 件	617万円	—	

フランス株式会社法における取引所規制の意義と機能

— 株式上場基準の検討を中心に —

研究者

公益財団法人 日本証券経済研究所 研究員 石川真衣

研究調査の概要

本研究の目的は、フランスにおける株式上場基準の展開に関する検討を通じて、フランスの株式会社法制において取引所規制が果たしてきた役割を明らかにすることである。証券取引所は歴史的に自主規制機関とされ、株式上場基準は取引所の自主規制の一部として生まれたものであるが、19世紀末以降の証券市場の発展及び株主層の拡大に伴い、取引所の前身にあたる公認仲買人組合内で段階的に形成された株式上場基準は実質的に会社法ないし証券取引法の一部として機能していた。しかし、その自主規制としての性質故に、フランスの法学研究においては直接扱われず、株式会社法と株式上場基準の関係性は必ずしも明確にされてこなかった。本研究は、すでに実施した1867年7月24日の法律による設立準則主義の採用前後のパリ公認仲買人組合における上場判断要素の変遷の検討において、資本金額、設立後の経過年数、配当額、株式数等の株式会社法の概念が上場判断要素とされたことを明らかにしたことを基礎に、それらの上場判断要素が20世紀に株式上場基準として確立する過程をたどる。そのうえで、上場審査制度における当該基準の厳格な運用を明らかにすることにより、証券市場を活用する株式会社に対する規制において株式上場基準が有する意義と機能を示すことを目指す。

本研究では、①フランスにおける「上場に相応しい会社」の判断基準をめぐる模索の過程を示し、②その結果として導入された上場審査制度及び上場基準が1940年代の市場組織改革（第二市場の成立）、1960年代の市場統合改革及び1980年代以降の市場区分の見直しを通じて経た変化を明らかにする。この作業を通じて、取引所規制が大規模株式会社の区分規制において果たした役割を検証する。現在、わが国において東京証券取引所の市場改革の一環として市場区分の見直しが進められているなか、本研究は、歴史的分析を基に、市場区分の役割、定型化した上場基準の一律適用に伴う会社法上の問題、及び行政機関の関与のあり方の検討の手がかりを与えようと考えられる。

株価指数連動型 ETF の買入効果 ： 本年 3 月の政策変更に着目した分析

研究者

早稲田大学 国際教養学部 准教授 篠 潤之介

共同研究者

法政大学 経営学部 准教授 片 桐 満

研究調査の概要

本研究調査の目的は、日本銀行が行っている株価指数連動型の ETF 買入政策をはじめとする金融政策オペレーションについて、それが株価に与える定量的な効果など、金融市場への影響を明らかにするとともに、その理論的背景について考察することである。

ETF 買入政策をはじめとする金融政策オペレーションでは、オペレーションの方針の概要が明確化されていることから、政策効果の大半は、方針がアナウンスされた時点であらかじめ金融市場に織り込まれると考えられる。本研究調査では、買入方針が大きく変更された 2021 年 3 月 19 日の株価に着目し、買入方針の変更が株価に与える影響に関する実証研究を行う。加えて、そこで得られた定量的な政策効果について、CAPM など標準的なファイナンス理論で説明可能かどうかの検証も行うほか、他の金融政策オペレーションがもたらす影響分析への応用可能性も検討する。

本研究調査を実施する意義として、政策的観点からは、ETF 買入政策をはじめとする金融政策オペレーションの定量的な効果やその理論的背景を明らかにすることで、今後、日本銀行が政策を運営していく上での重要な示唆を与えることができる。加えて、学術的な観点からは、特に中央銀行による ETF 買入政策は、日本独自の金融政策手段であるため、その実証・理論分析は、中央銀行政策に関する国際的な学術研究分野に新たな視点を加えることができると考えている。

本研究調査を実施するに至った背景としては、2021 年 3 月 19 日の政策変更において、「日経平均に連動する ETF を買入対象から外す」という買入方針の変更が、予期しないかたちでアナウンスされたことが挙げられる。一般論として、買入方針の変更が株価に与える効果は、どの時点で株価に織り込まれたかの特定が難しく、さらに市場平均株価は様々な要因によって左右されるため、その政策効果を定量化することは非常に難しい。しかし、3 月 19 日の政策変更のように、一部の ETF を買入対象としないといった政策変更が、予期しないかたちでアナウンスされた場合、買入対象から外された ETF に含まれる銘柄の株価とそれ以外の銘柄の株価の違いに着目し、政策効果の定量化が可能であると考えた。以上が本研究調査の実施に至った背景である。

金融トラブルにあって個人の識別

：機械学習とアンケート調査による予測モデルの構築

研究者

山形大学 人文社会科学部 教授 鈴木 明 宏

共同研究者

日本大学 法学部 教授 竹 本 亨

広島市立大学 国際学部 教授 高 橋 広 雅

研究調査の概要

本研究の目的は、金融リテラシーや行動経済学的バイアスなどを問うアンケートにより、個人が金融トラブルに遭遇する可能性を予測するモデルを開発することである。具体的には、2016年より金融広報中央委員会が実施している「金融リテラシー調査」のデータをもとにして、機械学習により金融トラブルへの巻き込まれやすさを判別するモデルの構築を行う。そして、「金融リテラシー調査」よりも少ない設問で金融トラブルに巻き込まれる可能性の高い人を判別できる「簡易なアンケート」を作成する。

本研究の意義は、人々がどのような金融トラブルに遭遇しやすいかを検出し、金融取引を行う際にどう注意すればよいかを個人の特性に応じて考えることを可能にする点である。また、「金融リテラシー調査」から金融トラブルへの巻き込まれやすさを判断するモデルを作る際に重要なアンケート項目とそうではない項目を選別することにより、より簡易なアンケートを作成することができる。「金融リテラシー調査」はかなり分量が多く回答には多大なコストを要するため、手軽に回答可能であることは重要な性質である。

近年、老後の生活資金に対する個人の責任が重視されるようになり、金融投資と無縁であった人々にも金融教育が必要とされるようになってきた。一方で、行動経済学の発展により、単に金融に関する知識を付けただけでは正しい金融行動を行なえるとは限らないことも明らかとなってきた。そこで、金融リテラシーに加えて行動経済学的バイアスも考慮に入れ、金融に関する個人の特性や金融トラブルに遭遇する可能性の高さを事前に知ること、個人の特性に合った効果的な金融教育が可能となるのではないかと考えた。しかしながら、金融行動に関する個人の特性は行動バイアスなど多岐にわたっているため、従来の方法では予測モデルを構築することは難しい。そこで、大量のデータからモデルを構築するための手法として、発展の著しい機械学習を利用することでこの問題を解決する。

ステークホルダー構造のパターンが合併等の統合プロセスに与える効果の実証分析

研究者

早稲田大学 創造理工学部 助教 高 田 真 也

研究調査の概要

研究目的：

本研究では、日本企業間の合併・経営統合を分析対象とし、事例研究と統計分析を用い、合併・経営統合の事前のステークホルダー（銀行・株主・取引先における間接・直接関係）の構造の違いが、合併・経営統合の統合プロセスに与える影響を理論・実証面で分析する。

研究の意義：

本研究により合併・経営統合の実証・理論研究への学術的貢献が期待できる。従来研究との違いは、個別のステークホルダーの影響だけでなく、複合的なステークホルダーによる関係パターンに着目して、その効果を検証する点である。具体的には、パワー・情報・信頼の観点から、パワーについては、株式所有と取引依存等複数の関係による依存をその源泉と定義し、融資依存度等、個別の関係による依存の影響との違い等を検証し、情報については取引と融資関係等複合的な情報が合併・経営統合に与える影響を検証・考察する。また構造を分析するにあたっては、ステークホルダー研究と資源依存アプローチによる先行研究を踏まえ、統合したアプローチを採用している。

実施するに至った理由：

日本企業の合併では、関連会社や姉妹会社間の合併等何らかの関係に基づく合併が多く見られる。申請者は博士課程の研究において、合併企業の事前の関係に着目して、そのパターンの分析を行い、合併前に、複合的な関係が存在すること、関係のパターンの違いが、企業の事後の成果に影響を与える可能性を明らかにした。その後、分析モデルの精緻化と近年の合併・経営統合例等に分析範囲の拡大を進め、本年度経営工学会における報告では、1999年以後の合併・経営統合についても分析を進めた。その結果、持株会社と合併では、ステークホルダー構造に違いが見られること、複数の関係に基づく依存が事後の成果に異なる影響を与えていることが明らかになった。本研究ではこうした背景に基づいて、戦略の違いや統合プロセスの違いにも考慮し、分析を進める。

公共性と特許の放棄：新型コロナワクチン開発・普及をめぐる

研究者

千葉大学大学院 社会科学研究院 教授 長根 裕美

研究調査の概要

【目的】

本研究の主たる目的は、新型コロナワクチンの速やかな開発や普及において、「特許の放棄 (Patent waiver)」という手段が果たして有効なのか、多角的な観点から検証することである。新型コロナワクチンの生産技術が確立したあとも、ワクチン供給は一部先進国に集中し、途上国には十分行き渡っていない。ワクチンの普及方法については先進諸国の間でも意見が割れており、米国は一時的な特許放棄を支持したが、ドイツやフランスなどは反対している。COVID-19 がもたらす人的被害、社会的・経済的な損失を考えれば、新型コロナワクチンの世界的な普及は極めて公共性が高い。一方で、安易に特許放棄を認めれば、企業の開発インセンティブを削ぐことになる。これは今後のイノベーションの阻害要因となり、結果的に人々の厚生を損なうことになりかねない。本研究では公共性と企業の開発インセンティブの両立という課題に対して、どのような仕組みが有効なのか、特許放棄およびそれ以外の手段も含め、知的財産および経済学の観点から検証する。そのうえで、速やかな研究開発を促す制度設計や、ワクチン開発の技術が確立したあとの増産体制のありかた、またワクチン接種に対する公平なアクセスの確保に必要なことを明らかにする。

【実施するに至った理由と意義】

COVID-19 による類を見ないパンデミックを抑え込むには、ワクチンの開発と普及が重要であるが、そのための有効な枠組みは整っていない。ワクチンの普及を巡っては各国間の政治的な議論に終止しており、学術的な根拠に基づいてはいない。かつて医薬品普及の公共性の高さに鑑みて、その関連特許について強制実施を可能にする知財の枠組みが作られ、途上国で患者数の減少に寄与したが、その後、この枠組みはいくつかの問題からあまり使われていない。このように現状では新型コロナワクチンの普及と公平なアクセスを担保する学術的な研究の蓄積はまだ少なく、既存の知財の枠組みも成功していると言えないことから、新たに研究調査を実施するに至った。ワクチン普及の公共性の高さに鑑みても、現実的かつ実行力のある知財の枠組みを設計するため学術的な根拠に基づいた研究調査をすることは意義があると考えられる。

競争法によるデジタル・プラットフォーム規制

— 日米欧中を中心に

研究者

名古屋大学大学院 法学研究科 教授 林 秀 弥

共同研究者

名古屋大学 アジア共創教育研究機構 研究員 巫 昆 霖

研究調査の概要

【目的】

本研究は、日米欧中のデジタル・プラットフォーム（以下、「DPF」）規制の現状とその課題を明らかにした上、我が国の独占禁止法に基づく DPF 関連規制について検討を行う。

【意義、実施するに至った理由】

近時、諸外国では、大手 DPF 事業者が競争法違反として競争当局に提訴された事例が頻発している。その背景には、諸外国の競争当局によって出された DPF 規制に関する報告書と法案がある。その中、DPF 事業者間の公正な競争の確保に規制の力点を置くべきという立場が各国で共通しているが、それぞれの規制手法には異なる点が多くあると思われる。すなわち、DPF 事業者の反競争的な行為に対し、単に競争法の運用強化によって事後規制を強めるか、又はそれに加えて事前規制も取り入れて予めデジタル分野を監視するための特別法を作るかにつき、各国の立場は分かれているように見受けられる。このように、DPF 規制のあり方を検討するにあたっては、まず競争法に基づく規制の可能性とその限界が問われるようになってきている。

この点につき、日本では、2020年に制定された「特定デジタルプラットフォームの透明性及び公正性の向上に関する法律」は事前規制的な色彩を帯びているため、役割分担の観点から、両法の相互作用や所管官庁間の役割分担をどう整理すべきかについて、未だにコンセンサスがあるとは言えない。一方、独占禁止法に基づく対応が求められるようになる場合、伝統の独占禁止法の法理論とそのための分析手法に対し、デジタル分野の特徴や DPF 特有の背景に沿って所要の修正を行うことが急務と思われる。

そこで、競争法に基づく DPF 規制をめぐる米・欧・中諸国の立法動向、実務上の運用実態とその課題を考察することにより、我が国の DPF 取引透明化法と独占禁止法の相互関係や、両法における要件の解釈の再構築、所管官庁間の役割分担、事前規制の更なる強化の必要性等について具体的な示唆を得ることには本研究の意義があると考えられる。

ESG スコアと統合報告書・ESG/サステナビリティレポートの 記載内容の関係性：非財務情報の最適開示についての検討

研究者

神戸大学大学院 経営学研究科 教授 保 田 隆 明

共同研究者

多 摩 大 学 経営情報学部 専任講師 崎 濱 栄 治

研究調査の概要

【実施するに至った理由】

ESG スコアは、財務・収益情報以外の非財務情報（記述情報）がその評価の大部分を占めるが、その中身についてはブラックボックスであり、かつ、各評価機関によって評価が大きく異なる。それゆえ、日本企業では非財務情報のどの項目をどの程度詳しく開示するかについて混乱が起きている。また、ESG の中でも、S（ソーシャル）、G（ガバナンス）については、米欧企業と日本企業では直面する課題が異なるため、日本独自の対応方針を模索する必要もある。そこで、日本独自の非財務情報の情報開示指針を示すことで、現場の負荷低減を目指す。

【研究調査の手法】

主に機械学習分野の一部である自然言語処理を中心としたデータ分析である。まず、日本企業の ESG スコアについて、代表的な ESG 評価機関のものをデータベース化する。そして、各社の統合報告書、ESG レポート、サステナビリティレポートを入手する。それら内容のうち、E（環境）、S（ソーシャル）、G（ガバナンス）の3つの領域のキーワードを抜き出して定量化する。その上で、各社の ESG スコアと非財務情報との関連性を分析し、その傾向を明らかにする。なお、ESG スコアの評価機関と、分析対象となる日本企業を任意に抽出し、スコアリングの実態や非財務情報開示についての現状と対応についてヒアリングを実施し、理解を深める。

【目的】

本研究では、ESG スコアと統合報告書・ESG/サステナビリティレポートの記載内容の関係性を明らかにし、日本企業に対して、非財務情報の最適開示についての示唆を提供する。

【意義】

近年、機関投資家を中心に ESG スコアを参照する傾向が強くなってきている一方、非財務情報の開示については、何をどの程度開示すべきかについての統一した指針が世界的にもまだ存在せず、日本企業の多くはその対応に頭を悩ませている。ESG スコアと企業の開示する非財務情報の関連性を明らかにすることは、日本企業に対して非財務情報への対応方針を提供し、投資家にとっても投資判断に有益な情報をもたらされる。

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