

2023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

2023年度研究調査助成金受給研究概要

研 究 代 表 者		研 究 調 査 課 題	研究 形態	金額 (万円)	頁
神戸大学大学院 経済学研究科 教授	イワツボ ケンタロウ 岩 壺 健太郎	投資信託における個人投資家の 銘柄選択と売買タイミング	個人	100	1
筑波大学大学院 人間総合科学学術院 准 教 授	オノ ヒロミ 尾 野 裕 美	男性の長期育児休業に関する同僚の不公平感喚起状況	個人	99	2
慶應義塾大学 商学 教授	テラニシ ユウキ 寺 西 勇 生	ゼロ金利政策からの出口戦略	個人	100	3
東洋大学 経営学 准 教授	ナカニシ ヨシノブ 中 西 善 信	官の無謬性：行政機関が組織学習不全に陥るメカニズムの探索	個人	92	4
専修大学 経済学 教授	ハナワ タケオ 塙 武 郎	アメリカ州立大学のレベニュー債の信用力と授業料の償還財源化に関する事例実証研究	個人	100	5
日本大学 法学 学部教授	ミヤザキ ユウスケ 宮 崎 裕 介	インサイダー取引における規制対象の画定の必要性とそのあり方—アメリカにおける情報受領者の責任論との比較考察を中心に—	個人	100	6
東京大学 先端科学技術研究センター 特 任 研 究 員	モリ アキコ 森 晶 子	大学と初等中等教育学校とを結び次世代育成教育を推進する教育アウトリーチ・マネジメント人材の育成に向けた研究調査	グループ	100	7
東北大学大学院 法学研究科 教授	ワキタ マサノリ 脇 田 将 典	証券市場外における支配株式取得に対する法規制	個人	90	9
—————		8 件		781万円	—

投資信託における個人投資家の銘柄選択と売買 タイミング

研究者

神戸大学大学院 経済学研究科 教授 岩 壺 健太郎

研究調査の概要

昨今、国民の資産形成や投資への関心の高まりを背景に、投資信託への投資が増えている。しかし、2020年6月に発表された金融庁「金融運用業高度化プロGRESSレポート2020」では、日本のアクティブ投資信託の直近の運用成績がパッシブ投資信託のそれに比べて顕著に劣っているにもかかわらず、多くの資金がアクティブ投資信託で運用されていることや、運用している投資信託の本数が多い大手の運用会社の平均運用成績が総じて振るわないことが指摘された。金融庁は販売会社と投信会社等に業務の改善を促しているが、約半数の個人投資家が含み損を抱えていることなど、個人投資家の思考や行動にも問題があると考えられる。

以上の問題意識の下、本研究ではまず、Daniel, et al. (1997) の推計方法を用いて、個人の投信運用パフォーマンスが悪いのは銘柄選択が悪いのか、それとも売買タイミングが悪いのかを検証する。次に、売買タイミングについては、収益率ランキング上位に人気が集中すること、投信の設定・解約がマーケットのいい時期に集中し高値掴みが起こっていること、含み損を抱えるといつまでも損切りをしないこと（気質効果）などが原因と考えられる。主な原因は何かを検証する。さらに、銘柄選択については、テーマ型投信の間で資金のローテーションが起こっているのか、それによる回転売買が投資パフォーマンスを悪化させているのかを分析する。

本研究の意義は、第1に、投信の資金フローのデータを使うことで平均的な個人の投資スタイルや投資パフォーマンスを明らかにできることである。日本の投信は設定額と解約額が日次で把握することができるという利点があるにも関わらず研究の蓄積が少ない。第2に、投信の資金フローのデータを使うことで、個人の収益率である投資家リターンを算出し、ファンドマネージャーの収益率であるファンドリターンとの対比で、それを評価できる。それを通じて、悪い投資パフォーマンスの原因を解明する。第3に、気質効果や外挿的期待（高値掴み）など行動バイアスがパフォーマンスに大きく影響しているのかを検証できる。

男性の長期育児休業に関する同僚の不公平感喚起状況

研究者

筑波大学大学院 人間総合科学学術院 准教授 尾野 裕美

研究調査の概要

わが国では、バブル経済崩壊後に成果主義が台頭したことにより格差や公平性への関心が高まってきた。これまで心理学分野において、人的資源管理の主要なテーマである人事評価や採用選考は、組織における公平性の観点から議論されてきた。Adams (1965) の衡平理論によれば、自分の報酬と貢献の比を他者のそれと比較して不均衡であればネガティブ感情が喚起される。報酬は主に賃金や処遇であるが、ワークライフバランス施策の恩恵も該当するだろう。しかし、企業におけるワークライフバランス施策は人的資源管理の重要なテーマになっているにもかかわらず、組織における公平性の観点からはあまり検討されてこなかった。2021年6月に男性の育児休業（以下、育休と略す）取得を促す改正育児・介護休業法が成立し、国をあげて男性の育休取得を推進する機運が高まっており、男性の育休取得推進はワークライフバランス施策の中核になりつつあるが、企業における男性の育休取得率はわずか17.13%である（厚生労働省，2023）。

これまで男性の育休に関してはワークライフバランス研究のなかで扱われており、男性の育休取得を促す要因について制度面や職場環境に焦点を当てた研究が蓄積されてきた。一方、本研究者は男性の育休に関する一連の研究のなかで、長期育休を取得した男性を対象としたインタビュー調査を行い、その結果、育休取得前に周囲の反応を気にして不安になったり、職場に負担をかける申し訳なさを感じたりする男性が大半であることが示された（尾野，2019）。また、男性の育休取得を推進している企業を対象としたインタビュー調査では、社内には不公平感が生じることが課題として浮き彫りになった（尾野，2020）。

そこで、男性の育休について、既存のワークライフバランス研究の枠を超え、育休取得の対象とならない人も含めた公平性という観点から解決を試みる必要があると考えた。本研究では、育休を取得する男性に対して同僚が不公平感を喚起する状況や、その関連要因を明らかにすることを目的とする。

ゼロ金利政策からの出口戦略

研究者

慶應義塾大学 商学部 教授 寺西 勇生

研究調査の概要

本研究では、中央銀行が名目金利をゼロパーセント以下に引き下げることができないという制約のもとで行われるゼロ金利政策のありようについて定量的な分析を行うことを研究目的とする。

過去数十年にわたりゼロ金利政策についての理論的な研究は数多く行われている一方で、現実のゼロ金利政策からの出口戦略が理論的な結果と一致するのか、理論的な結果が現実を見通すうえで有用なのかについての定量的な研究はほとんど行われていない。この理由として、現実の中央銀行が本格的なゼロ金利政策からの出口戦略にこれまで直面して来なかったことを指摘できる。これに対して、現在まさしく米国の連邦準備制度理事会が初めての出口戦略に挑戦している。米国の出口政策のもとでは、過去数十年に経験したことがないスピードでインフレ率が上昇しており、これに合わせて政策金利も前例にないようなスピードで引き上げられている。本研究は、現実の出口戦略の実施によって定量的な分析が可能となったもとで、ゼロ金利政策からの出口戦略研究についての最後のピースを埋める研究として位置づけられ、今まさに実施するに至っている。

本研究の大きな意義は、定性的・定量的な分析を積み上げることで、各国が直面しているゼロ金利政策からの出口戦略についてガイドラインを具体的に提示することである。本研究では、初めに、将来の金融政策を約束するというフォワードガイダンスを駆使した米国の連邦準備制度理事会の出口戦略は、理論モデルを用いた分析と定量的に正確に一致することを示す。つまり、急激なインフレと政策金利の上昇は長く続けられたゼロ金利政策のもとで当然の結果として起こるものなのである。そのうえで、本研究では他の中央銀行が経験することになる出口戦略が、経済構造の違いに応じて、どのように変化するのかを明らかにする。つまり、どのようなタイミング、どんなスピードで利上げを行う必要があり、出口政策の過程のなかでどのような経済状況が起こり得るのかを具体的に提示する。

日本においても、いよいよ出口戦略が大きな注目を集めており、政策当局や学术界で出口戦略がどのようなものになるのか、その結果として日本経済がどのような影響を受けるのかについて多くの疑問が提示されている。こうした疑問に答えを提示することも本研究の大きな意義となる。

官の無謬性：行政機関が組織学習不全に陥る メカニズムの探索

研究者

東洋大学 経営学部 准教授 中西 善 信

研究調査の概要

行政機関は、外部から、つねに正しい判断を下すことすなわち無謬（政策立案及び実行において間違いがなく、完璧であること）を求められる。しかし、このような外部からの「無謬圧力」のもと、行政機関は、無謬を絶対的目標と掲げる「無謬主義」への固執を強め、その結果、既存の方針を修正できなくなってしまう。すなわち、無謬の追求は、アンラーニング（有効性を失った政策や方針の撤回・修正）を困難にする。方針見直しの結果、過去の判断を修正すると、「あの判断は間違っていたのか」と批判を受けたり、間違いを認めたことで組織の正統性を棄損して将来の行政行為に支障が生じたりするからである。

行政による無謬主義固執の弊害は、公共調達等、過去の行政行為に関連して多数報告されている。例えば、行政機関が発注した案件の種類によっては、その成果が期待未満だったとしても、それを契約不履行として訴えることが極めて困難になる。なぜなら、もしそうした場合、「なぜそのような問題ある業者に発注したのか」として発注者自身が批判され、その無謬性が傷ついてしまうからである。

「官の無謬性」については、これまで多くの研究者が言及している。しかしながら、これを直接かつ具体的に検討した研究は見当たらない。すなわち、無謬追求がなぜ問題発生につながるのか、すなわち無謬圧力や無謬主義がいかにしてアンラーニング不全につながるのか、そのメカニズムに関する検討は十分でない。

そこで本研究調査は、「官（行政）の無謬性」とアンラーニング不全の関係を、実証研究を通じて解明することを目指す。そして、行政の無謬性が生じさせている諸問題の解決に貢献することをめざす。その研究成果は、より効率的かつ効果的な行政の実現、とりわけ迅速・柔軟な政策策定・見直し・改善を目指す「アジャイル型政策形成・評価」の導入に向けた一助となると期待される。

アメリカ州立大学のレベニュー債の信用力と 授業料の償還財源化に関する事例実証研究

研究者

専修大学 経済学部 教授 塙 武 郎

研究調査の概要

本研究の目的は、アメリカの4年制公的高等教育機関（以下「州立大学」と略記）が発行するレベニュー債（Revenue Bond）の信用力がその償還財源である授業料の際限なき「値上げ」によって実質的に担保され、その財政メカニズムが大学経費を膨張させる構造的要因になっている現状を事例実証的に解明することである。レベニュー債とは、公共サービスの使用料収入（レベニュー）等を償還財源にして発行されるアメリカ州・地方債の一つであり、租税を償還財源とする一般財源保証債（General Obligation Bond）より利率が高く投資家に魅力的な金融商品とされ、1990年代以降その発行額規模は拡大している。同じく1990年代以降、州立大学の授業料も値上げされており、その最大の要因は州政府（設置者）による高等教育予算の削減を除けば、研究開発のグローバル競争を背景とする州立大学（特に研究大学）のレベニュー債による資本的投資の拡大にあると考えられる。大学間競争の激化、資本的経費の拡大とそれを賄うレベニュー債の発行額の拡大、そしてレベニュー債の信用力を担保するための授業料の値上げという一連の作用が州立大学を支配しているのである。本研究の背景には、わが国での国立大学の「大学債」とその信用力をめぐる懸念や課題がある。2020年、東京大学は国立大学初となる大学債を発行し、筑波大学、東北大学等も追随しているが、大学債の信用力、特に償還財源をめぐる議論は十分に尽くされておらず、また財源や規模の小さい地方国立大学との公平性も課題とされる。本研究の意義は、州立大学のレベニュー債の事例研究を通じて国立大学での大学債による資金調達や競争力のある大学財政運営のあり方に新しい知見を供することにある。

インサイダー取引における規制対象の画定の 必要性とそのあり方—アメリカにおける情報 受領者の責任論との比較考察を中心に—

研究者

日本大学 法学部 教授 宮崎 裕介

研究調査の概要

インサイダー取引規制の対象者とされる会社関係者等については金融商品取引法（金商法）で具体的かつ詳細に定められている。それは、同規制に違反した場合には刑事罰が科され得るため、対象者を明確に定めておく必要があるからである。もっとも、上記の規制方法が最善であるかは、アメリカをはじめとした海外の状況を踏まえると、検証の余地があると思われる。本研究では、アメリカにおいてインサイダー取引規制の対象者の範囲が問題となった最高裁判例を契機として議論が進んだことを念頭に、特に会社関係者等から情報を得て取引を行った者(情報受領者)による脱法ないし潜脱的な行為に対する適正な法規制がいかなるものかを探求する。アメリカの判例の理解と比較すると、現状の我が国のインサイダー取引規制については、特に情報受領者の範囲について法規制ないし議論が不十分であると思われる。そこで本研究では、インサイダー取引の責任を問うべき情報受領者の範囲について、規制対象者のあり方についての解釈論・立法論の提案を目指す。

本研究の意義は、第1に、これまで議論が不十分であった情報受領者の規制方法について、適切な制度設計の提案を試みることである。我が国では、処罰範囲の明確化の観点から、インサイダー取引の規制対象は会社関係者等（情報源）から直接に内部情報を受領した者に規制対象が限られている（金商法 166 条 3 項・167 条 3 項）。本研究では、高度に複雑化した現在の資本市場において、現行法が十分に対応できているか検討し、その対応策の提示を試みる。第2に、インサイダー取引規制違反に対する制裁について、各種制度(刑事罰・民事責任・課徴金等)間の関係性の整理を試みる。すなわち、インサイダー取引の規制対象について、その行為の悪性の度合いに応じて、より柔軟に制裁を選択できるのか立法論的な観点から研究をする。

大学と初等中等教育学校とを結び次世代育成 教育を推進する教育アウトリーチ・マネジメント 人材の育成に向けた研究調査

研究者

東京大学 先端科学技術研究センター 特任研究員 森 晶子

研究調査の概要

【目的】

本研究は、大学における新しい専門職の可能性を視野に入れ、初等中等教育と大学教育・研究とをつなぎ、教育の質の向上に寄与する高度なコーディネーター（マネジメント人材）の必要性とその形成を探求するものである。具体的には、当該専門人材に必要な職能やスキル、役割を定義し、育成方法を整理する。当該研究結果を踏まえ、「教育アウトリーチ・マネジメント講座」（仮称）の開発と実証を行う。

【意義】

持続可能な社会経済の発展のためには、時代を牽引する次世代の育成が不可欠である。学校教育において、探究学習や STEAM 教育、個に応じた学び等の重要性が高まる中で、大学に期待される役割もまた重要性を増している。しかし、初等中等教育と大学教育・研究活動との間には、様々な観点から隔たりが存在する。学校と大学とがより良い教育機会を共創していくためには、高度なコーディネーターの介在が不可欠である。しかしながら現在、このような役割については十分な理解や研究が進んでおらず、その専門性も確立されていない。本研究で可視化や育成を目指す高度なコーディネーターは、女性を含めた博士号取得者等の高度人材にとって新たなキャリアパスとなり、かつ多様な分野の研究者が、次世代育成に参画しつつ本来の研究活動に専念できる環境を創出する。このことは、大学の魅力を一層高め、競争力を強化することにもつながる。

【実施するに至った理由】

研究者は、行政機関での教育分野等における政策立案や事業運営の経験を活かし、2021 年 4 月、東京大学先端科学技術研究センターに次世代育成のワンストップ機能「先端教育アウトリーチラボ（AEO）」を開設した。2022 年度までの 2 年間で、30 名以上の研究者の協力を得て、約 3,000 名の生徒・教員にプログラムを提供した。2023 年度も実践を深化、継続中である。

実践を通じ、教育アウトリーチに関する専門人材の必要性が際立つ一方、そのプロフェッショナルリズムが公に理解、整理されていないことを認識した。一方、次世代育成に関心

をもつ若手研究者や大学院生が、教育分野以外にも存在し、キャリアの一つとして意識されうることを見出した。こうしたことから、将来的に当該コーディネーターを確立していくことは有意義であり、そのためにまず、求められる専門性を可視化、定義し、モデルとなる養成・育成プログラムを整備することが必要と考え、実施するに至った。

証券市場外における支配株式取得に対する法規制

研究者

東北大学大学院 法学研究科 准教授 脇田 将典

研究調査の概要

本研究は、証券市場外における支配株式の取得に対する法規制の立法論を検討する。市場外における支配株式の取得については、現在、公開買付規制という形で法規制がなされている。

しかしながら、現在の公開買付規制は全体像が不明確になっており、現在公開買付規制で規制されている取引に対して、本当に規制が必要であるのかを考える必要がある。そのうえで、規制が必要であるならばそれは公開買付規制で規制すべきなのか、会社法等の他の法律で規制すべきなのかを検討する必要がある。既にこのような観点から公開買付規制の総合的な検討を進めているが、本研究はその一角をなすものである。特に、本研究が対象とする市場外での支配株式取得については、平成2年証券取引法改正によって規制が加えられることとなったが、過剰規制であるという有力な主張があり、その規制のあり方を検討することの重要性は大きい。また、現在、金融審議会において公開買付規制の改正が課題に挙がっているように、公開買付規制の検討を行うことは社会的にも重要な課題であると考えられる。さらに、公開買付規制のあり方は、広く証券市場のあり方に大きな影響を与えるのであり、非常に重要な研究課題であると考ええる。

本研究においては、特に、規制のあり方として公開買付規制と会社法上の規制を比較しながら望ましい規制のあり方を検討することを予定している。市場外での支配株式取得は、会社法の問題として、取締役や支配株主の信任義務の対象とすることも考えられるし、株式買取請求権の対象とすることも考えられる。公開買付規制これらの法制度の機能的な違い、その得失を分析することを予定している。

その際には、アメリカやイギリス、ドイツ、シンガポールといった諸外国が市場外での支配株式の取得についてどのようなアプローチをとっているのかを調査し、参考にしたいと考えている。