

平成27年度（第42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27年度(第42回)研究調査助成金受給者名簿

平成27年8月11日決定
公益財団法人 日本証券奨学財団

No.	研究調査課題	研究代表者	研究形態	助成金額	頁
1	アジア・ローカル企業のものづくりイノベーション能力に関する実証的研究－日本・タイ・中国ローカル・サプライヤーの能力構築要因の比較分析－	横浜市立大学学術院 国際総合科学群 人文社会科学系 准教授 赤羽 淳	共同	100万円	1頁
2	欧州危機がロシア企業の市場参入・退出確率に及ぼす影響に関するパネルデータ分析	一橋大学 経済学研究所 教授 岩崎 一郎	個人	100万円	2頁
3	不動産証券化商品・REITの多様化と市場拡大方策に関する研究調査	政策研究大学院大学 政策研究科まちづくり プログラム 教授 沓澤 隆司	共同	100万円	3頁
4	本邦社債スプレッドの期間構造とマクロ経済指標の関係に関する研究	名古屋商科大学経済学部 名古屋商科大学大学院 マネジメント研究科 准教授 小林 武	個人	100万円	4頁
5	製品開発成果の規定要因としての製品構想・企画能力－日本・中国・韓国の企業レベル国際比較－	名古屋工業大学大学院 工学研究科 准教授 徳丸 宜穂	共同	100万円	5頁
6	わが国ETF市場に関する研究	中央大学 中商学部 教授 原田 喜美枝	共同	80万円	6頁
7	日本における金融資産選択の決定要因－個人特性と販売チャネルの影響－	一橋大学大学院 商学研究科 教授 三隅 隆司	共同	120万円	7頁
8	社会資本が株価に与える影響－産業別データを用いた実証分析－	神戸大学大学院 経済学研究科 准教授 宮崎 智視	共同	100万円	8頁
9	増資インサイダー取引をめぐる法学的問題の理論的・実証的検討	東北大学大学院 法学研究科 教授 森田 果	個人	115万円	9頁
10	敵対的買収における株式の相互保有が株価変動に及ぼす影響	秋田県立大学 システム科学技術学部 助教 八木 恭子	個人	100万円	10頁
11	10件	—————		1,015万円	

アジア・ローカル企業のものづくりイノベーション能力に関する 実証的研究

ー日本・タイ・中国ローカル・サプライヤーの能力構築要因の比較分析ー

研究者

横浜市立大学大学院国際総合科学群 准教授 赤羽 淳

共同研究者

桜美林大学大学院経営学研究科 教授 土屋 勉 男

東京都市大学都市生活学部 教授 井上 隆一郎

桜美林大学大学院国際学研究科博士課程 楊 壮

研究調査の概要

メーカーの「ものづくり能力」に関する研究は、自動車部品メーカーを対象に浅沼万里が行った一連の研究がその嚆矢である。浅沼は、日本の自動車部品メーカーが完成車メーカーとの取引を通じて、製品設計能力を持続的に向上させ、「貸与図から承認図」方式への能力構築を進化させるパターンを明らかにした。この「貸与図から承認図」や「製品設計能力の有無」は、とくに一次サプライヤーの能力評価のクライテリアとして、その後、日米など主に先進国の一次サプライヤーを対象に多くの関連研究に援用されてきた。

一方で、我々は、近年、自動車市場の成長が著しいアジアの地場中小メーカーに注目し、彼らのものづくり能力の評価を試みる実証研究を実施している。研究開始早々の段階で、アジアの地場中小メーカーの多くが二次以下のサプライヤーで自社設計能力を持たず、浅沼の評価軸では一義的な評価しかできないことがわかった。そこで我々は、ものづくり能力の基本指標である QCD（品質・コスト・納期）を改善させる「工程設計能力」や顧客・分野の多様化を通じてより盤石な事業基盤を築く「ドメイン設計能力」といった観点が、アジアの地場中小メーカーの評価軸としてふさわしいことを示した。加えて、日系の中小メーカーが本業の「製品設計」や「工程設計」に特化していく傾向（「ものづくり指向」）にあるのに対し、アジアの地場中小メーカーは顧客多様化・事業多角化の傾向（「ドメイン指向」）を初期の段階から追及することも明らかにした。また、それぞれの傾向において、「自社設計の壁」と「異なる部品・加工の壁」の存在が明らかにあり、その壁を乗り越えるために、何らかの「イノベーション」が必要なことも推察されたのである。以上のこれまでの研究を踏まえて、本調査研究の目的を次の二点においた。第一に、中小ものづくり企業の二つの進化経路とみられる「ものづくり指向」と「ドメイン指向」は、いかなる要因（部品の種類、主要な工法、経営者の思想、企業家精神、企業国籍、市場環境、競争環境、顧客[一次サプライヤー]との関係的スキル…etc）によって規定されるのかを明らかにすること。第二に、「ものづくり指向」を目指して自社設計能力を獲得できた企業、「ドメイン指向」を目指して異なる部品・加工分野へ進出できた企業は、いかにして「自社設計の壁」と「異なる部品・加工の壁」を克服したかを明らかにすることである。

欧州危機がロシア企業の市場参入・退出確率に及ぼす影響に関するパネルデータ分析

研究者

一橋大学経済学研究所 教授 岩崎一郎

研究調査の概要

本研究プロジェクトは、2008年の世界金融危機、2009年の欧州国家信用(ソブリン)不安、並びに2014年春に惹起し、いまなお進行中のウクライナ内乱から成る、欧州で惹起した一連の政治・金融危機が、ロシア経済に及ぼすインパクトを、同国企業の市場参入・退出確率にもたらされる否定的影響という観点から、実証経済学的に解明することを目標としている。

近年欧州を脅かした一連の政治・経済危機は、ロシアを含む国際社会全体に暗い影を落としている。欧米大手金融機関の破綻に端を発する2008年の世界金融危機やギリシャ政府の財政偽装事件から火を噴いた2009年の欧州ソブリン不安は、世界経済に未曾有の打撃を与えたが、いまなおその傷跡は十分には癒えていない。これら2度の信用危機に加えて、2014年3月のウクライナ政変と、この機に乗じたロシアのクリミア編入及びウクライナ東部地域での武力衝突は、世界の様々な国や地域を、再び深刻な政治・経済的混乱に巻き込む恐れを孕んでいる。とりわけ、ウクライナ危機が、今後ロシア経済にもたらす悪影響の程度と範囲の予測は、世界経済の近未来を占う上でも、証券経済に携わる実務家や投資家はもちろんのこと、学術的にも重大関心事であることは論を俟たない。

しかしながら、2008年から2009年にかけて発生した上記の信用危機が、ロシアに及ぼした経済的影響に関する本格的な調査・分析活動は途に就いたばかりであり、これまでのところ、その研究成果は、質・量ともに決して十分ではない。ましてや、現在進行中であるウクライナ内乱のロシアへの影響に関する調査・分析活動の不足は、ここに強調するまでもない。以上の実情を踏まえ、本研究プロジェクトでは、ロシア企業の市場参入・退出確率に係るパネルデータを独自に構築した上で、2008年から今日に至る欧州での一連の政治・金融危機が、ロシア経済に及ぼした否定的インパクトの実証経済学的検証を行い、ロシアや欧米諸国にも先駆けて、この研究領域に学術的な貢献をもたらすことを企図する。

不動産証券化商品・REITの多様化と市場拡大方策に関する研究調査

研究者

政策研究大学院大学政策研究科 教授 沓澤隆司

共同研究者

政策研究大学院大学政策研究科 助教授 原田勝孝

政策研究大学院大学政策研究科 助教授 小川博雅

政策研究大学院大学政策研究科 専任講師 森岡拓郎

研究調査の概要

我が国の不動産の証券化は、特別目的会社（SPC）や不動産投資信託制度（REIT）が法制化されることにより、近年急速に進展し、平成25年度に証券化された不動産等の資産額は約4.4兆円に及んでいる。

ただし、証券化の対象不動産はオフィスビルや商業施設などが中心で、アメリカなどで多くの実績がある医療や福祉施設、高齢者住宅等を内容とするヘルスケア施設や物流施設、宿泊施設などの実績は乏しく、対象不動産の多様化は進んでいない。

また、不動産の所有者が組合に現物出資を行い、代わりにREITの株式を受け取ることで含み益の課税負担を回避するUPREITの仕組みはアメリカでは92年に導入され発展してきたものの、日本ではこうした不動産投資組合への現物出資を容易にする制度は導入されていない。

この結果、日本の不動産資産は2500兆円にも及ぶのに対し、証券化に流動化された資産はこれまでの累計で33兆円程度に過ぎず、不動産証券化市場が十分成長しているとは言えない状況にある。従前の不動産証券化・REIT研究は各国の制度比較や全体的な不動産の収益性の要因分析に止まり、証券化商品の多様化やUPREITの本格的な日本への導入を視野に置いた効果分析は行われてこなかった。

申請者は、こうした現状を踏まえ、これまで分析の対象とされてこなかったヘルスケア施設などの証券化の対象不動産の多様化や資産価値の改善を目的とする不動産投資組合へ現物出資を行う際の課税負担を回避できる制度等をはじめとして不動産所有者に「所有」から「市場化」を促す制度インフラの導入することによる、不動産証券化市場の拡大効果と将来展望について実証分析を行うものとする。

本申請については、こうした研究を通じて、今後の不動産証券化市場の発展に関して新しい方向性を示すことにより、これまでのように不動産が特定の個人や法人に「所有」された状態で滞留することなく、活用され、証券の姿で流動化し、「流通」していく不動産証券化市場の新しい姿を明らかにして、具体的な政策提言を行うことが可能になると考えられる。

本邦社債スプレッドの期間構造とマクロ経済指標の 関係に関する研究

研究者

名古屋商科大学大学院マネジメント研究科 准教授 小林 武

研究調査の概要

本研究の目的は、日本における個別銘柄の社債スプレッドとマクロ経済指標の相互依存関係をマクロファイナンスの手法により定量的に明らかにし、実務的なインプリケーションを引き出すことである。

社債利回りと国債利回りの差である社債スプレッドは、短・中・長期と多岐にわたる残存期間で取引が行われており、投資家の個別企業業績や景気に対する見通しを反映し日々変化している。このため、社債スプレッドの情報は、社債スプレッドの将来予測やマクロ経済の将来の予測に関して有用な情報を有していることが示唆される。2000年代後半金融危機を踏まえ、金融資産価格と実体経済の相互関係に関する研究が注目される中、社債スプレッドとマクロ経済を実証的に調べることは意義があると思われる。

私は、過去数年の研究において、本邦で初めて個別企業の社債スプレッドの期間構造を推定し、本邦固有のマクロ経済指標及び株価や財務指標など個別企業の情報を用いた社債スプレッドの予測の有効性について研究してきた。私は、上記の先行研究の現状と課題を踏まえ、これまでの一連の研究を拡張していく所存である。

本研究の予想される結果と意義としては、社債スプレッドに関する本邦初のマクロファイナンス分野の研究であり、社債スプレッドの期間構造の情報がマクロ経済変数とどのような関係になっているかを明らかにしている点において新規性が期待される。また、マクロ経済変数にショックを与えた場合の社債スプレッドの影響を定量的に把握できるため、金融機関のストレステストなどリスク管理の高度化に資する研究である。また、マクロ経済変数から社債スプレッドへの波及効果を定量的に把握できれば金融政策運営にも重要な情報を与えることが期待できる。

製品開発成果の規定要因としての製品構想・企画能力 — 日本・中国・韓国の企業レベル国際比較 —

研究者

名古屋工業大学大学院工学研究科 准教授 徳丸 宜穂

共同研究者

富山大学経済学部 教授 馬 駿

福岡工業大学社会環境学部 准教授 ユン・ヤンジョン

研究調査の概要

本研究の目的は、製品開発の世界的拠点となった東アジア3カ国（日本・中国・韓国）企業を対象に、製品開発工程の最上流部に位置する〈製品構想・企画〉プロセスを比較分析し、各国企業の組織能力上の特質を明らかにすることである。製品構想・企画が製品開発の成否を決定的に左右する重要な過程であることはいままでの研究で明らかである。事実、「高度な製品・製造技術を持つ反面、製品構想・企画に弱点がある」という指摘は、日本企業の技術経営に関する通念になっている。だが、製品構想・企画プロセスのメンバー構成、管理方法、主導権の在処、会議の内実、また製品構想・企画を担う人材のマネジメント、キャリア、能力形成の実態といった、製品構想・企画の実態を理解する上で重要な事実関係については、ほとんど実証的に明らかにされていない。これらの問題を、近年伸長著しい中国・韓国企業との比較分析の俎上に載せることによって、製品開発成果を規定する組織能力の重要な特質と、3カ国間でのそれらの共通性と相違に肉迫することができると思われる。

これまで我々は、2012年度で完結した科学研究費による共同研究と、2016年度で完結する科学研究費による共同研究において、関連・連続する2つの調査研究を実施してきた。第1に、日中韓3カ国企業を対象にした製品開発組織・人材マネジメントに関する調査（聞き取り調査・アンケート調査）を行った。また、よりミクロな個人単位に降り立った分析が必要だと考えたため、第2に、日中韓3カ国の製品開発エンジニアを対象にした個人調査（聞き取り調査・アンケート調査）を実施した。問題解決活動としての製品開発プロセスの実態についてはこれでおおよそ解明できたが、解くべき問題がどのように発見されたのかについては与件とされたままである。そこで与件とされた問題発見活動にメスを入れるための調査研究が今回の課題である。

わが国 ETF 市場に関する研究

研究者

中央大学商学部 教授 原田 喜美枝

共同研究者

びわこ学院大学短期大学部 非常勤講師 北村 仁代

研究調査の概要

わが国の ETF 市場は、2001 年に TOPIX 及び日経平均株価に連動する ETF が導入されたことによって本格的にスタートし、その後、業種別、規模別、テーマ別の株価指数に連動する ETF や外国株、債券、REIT や金等のコモディティ価格に連動する ETF が登場した。2011 年からは、ETN (Exchange Traded Note, 指数連動証券) も取引され、2015 年 3 月末時点で 180 銘柄 (ETN29 銘柄を含めると 209 銘柄) となっている。

世界の主要な ETF 市場は成長を続けてきたが、日本の ETF 市場は銘柄数が増えても純資産残高が増えず、伸び悩んできた時期が長かった。2013 年に入りこの傾向が変わり、市場は大きく成長しているが、認知度の点からは課題も浮かび上がる。投資信託協会 (2011) が 2011 年夏に行った首都圏の居住者を対象に実施した調査では、投資家の ETF 認知度が低く、ETF 保有率は 1% に過ぎなかった。2015 年 4 月に金融庁が公開した「NISA 口座の利用状況について」において、投資信託の購入額 1 兆 9440 億円に対し、ETF の購入額はわずか 343 億円でしかない。今井 (2012a) は、ETF 普及の阻害要因として、「流動性が低い」という誤解が機関投資家の間にあること、ETF をはじめとする価格変動型金融商品に対する調査・研究が滞っていること、金融商品の情報伝達の重要な役割を担う証券会社が十分に機能していないことを挙げている。

投資信託協会 (2011)、舞田 (2010) が指摘するように、投資家への啓蒙活動は重要であり、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズがグリニッチ・アソシエイツに依頼した調査でも、日本の投資家に向けてより多くの情報とノウハウを提供する意義が大きいことが指摘されている。日本の ETF 市場における価格形成の非効率性を指摘する研究もある。欧米 ETF 市場では、非効率な価格形成に関する研究は多く存在するが、同種の研究は日本では非常に限定的である (岩井 (2011) 等)。

本研究の意義は、上記のような課題の残る日本の ETF 市場について、幾つかの点から考察することにある。たとえば、日本銀行による ETF 購入によって流動性は増しているか、個人投資家・機関投資家の ETF 購入の近年の購入額の推移、NISA 口座で ETF を購入している個人の属性等、明らかにできれば今後の市場拡大に果たす役割は大きい。

日本における金融資産選択の決定要因 — 個人特性と販売チャネルの影響 —

研究者

一橋大学大学院商学研究科 教授 三隅隆司

共同研究者

青山学院大学経済学部 教授 白須洋子

京都橘大学現代ビジネス学部 教授 近藤隆則

研究調査の概要

金融の自由化・高度化の進展に伴う金融ニーズの多様化によって、金融資産とその販売チャネルも多様性を増している。特に、販売チャネルの多様化への対応は、投資信託や保険商品の銀行窓販の解禁以来、金融商品を販売する各金融機関にとって、取り組むべき戦略的課題の一つとなっている。上記のような現状に鑑み、われわれは、アンケート調査による銀行窓販利用者の特性分析を行い、銀行利用者とそうでない個人との特性の相違が、(金融商品の)販売チャネル間における資産選択の相違を生じさせる傾向があることを発見した。他方、われわれの研究では、販売チャネルの多様化が、金融機関にとってどのような含意を有するかについては、まったく考察していない。しかしながら、販売チャネルの違いが個人の金融資産選択行動に影響を与えるというわれわれの分析結果は、販売チャネルの選択が金融機関にとって重要な戦略変数であることを意味している。

上記のような研究実績に基づき、本研究では、金融資産の供給者たる金融機関の観点から、販売チャネルと資産選択行動の関係を解明したい。具体的には、以下のようなインタビュー調査および質問票調査を行う。1つは、生命保険会社および証券会社を対象として、それぞれが販売している金融商品（前者の場合は保険商品、後者の場合は投資信託）に対する需要（購入者や商品の特性）が、販売チャネルによってどのように異なっているかを尋ねるものである。もう1つは、保険商品、国債および投資信託を窓口で販売している銀行を対象として、預金者たる顧客と窓販商品の購入者とで、消費者特性に相違があるかどうかを尋ねるものである。これらの分析結果は、金融商品の販売（購入）チャネルを供給側から分析するものであり、われわれの従来研究である需要側の分析と相まって、個人の金融ニーズが時間を通じて多様に変化していく環境の中で求められる金融サービスとは何かという課題に対して、それぞれの金融機関に有用な示唆を与えるものと期待される。

社会資本が株価に与える影響 —産業別データを用いた実証分析—

研究者

神戸大学大学院経済学研究科 准教授 宮崎 智 視

共同研究者

流通科学大学経済学部 准教授 小塚 匡 文

東海大学政治経済学部 講師 平賀 一 希

研究調査の概要

ここ数年、わが国の株式市場は活況を呈している。一部の論者は、第2次安倍晋三内閣以降の公共投資拡大が少なからず寄与していると指摘している。近年の動向は、公共投資の増加が短期的には株価の下支えに有益であることを示唆するものである。

一方、公共投資は社会資本ストックとして蓄積される。社会資本は、企業の生産活動に寄与する生産基盤型社会資本と、個人のアメニティの改善に寄与する生活基盤型社会資本等いくつかの種類に区分される。このうち、道路や港湾などコア・インフラに区分される生産基盤型社会資本は企業の経済活動を補完する性質のものである。この性質を踏まえるならば、生産基盤型社会資本の整備は、企業価値の向上をもたらす、結果として株価を高めると考えられる。

しかしながら、従来の日本の社会資本の研究では、社会資本ストックの長期的な効果と金融市場の評価とは関連付けられて来なかった。フローの公共投資と株価との関係については、公共投資を含めて策定された過去の景気対策について株価への影響を探究した研究がいくつかなされている。しかしながら、これらはフローの公共投資拡大の一時的なインパクトを探究したものであり、ストック社会資本がもたらす長期的な経済効果に着目したものではない。

以上を踏まえ、本研究では、社会資本、とりわけ生産基盤型社会資本が企業の株価に与える影響について、産業別データを用いて明らかにする。

具体的な分析の手順は以下の通りである。まず、社会資本を企業の生産要素の一つとする理論モデルを構築する。ここでは、社会資本の生産外部性と資産(株式)価格、および金融市場の不完全性を導入した確率的動学一般均衡モデルを構築する。次に、理論モデルに基づいた推定式により、日本のデータを用いた実証分析を行う。ここでは、産業別のデータセットを用いて、株価収益率を被説明変数、社会資本ストックや全要素生産性(TFP)、民間資本を説明変数とする式を推定する。

増資インサイダー取引をめぐる法学的問題の理論的・実証的検討

研究者

東北大学大学院法学研究科 教授 森田 果

研究調査の概要

2012年3月以降、証券取引等監視委員会が、いわゆる増資インサイダー事件を相次いで摘発した。増資インサイダー事件とは、2009年から2010年にかけて大型増資が相次いだ時期に、増資情報が公表された後に株価下落が発生することが多いことを狙って、引受証券会社等から情報を事前に取得したインサイダーが空売りなどをしかけた事件である。これを受け、2013年に増資インサイダーを抑止するための金融商品取引法改正（情報伝達・取引推奨規制、課徴金の引上げなど）がなされた。

しかし、このような金商法改正が実際にインサイダー取引の抑止効果にどれくらいの効果があったのか、法改正の評価測定はなされていない。法改正がもたらす抑止効果の測定のためには、金商法改正の前後で、増資をめぐるインサイダー取引と疑われる件数がどのくらい変動したのかを実証的に検討する必要がある。

また、摘発された増資インサイダー事件をめぐることは、民事事件も提起されてきている。しかし、増資インサイダーが発生した場合に、誰が誰に対していくらの損害賠償責任を負うべきなのかという論点についても、法的検討はなされてきていない。たとえば、インサイダー取引を実行した者や引受証券会社が、市場参加者や増資企業に対して損害賠償責任を負うのか、負うとした場合にどのように損害額を算定すべきなのかについて、これまでに検討されてこなかった。

そこで、本研究は、これらの未解明の法学的問題を検討・解明することを目的とする。わが国では、金商法を含めて法改正に対する政策評価（実証研究）がこれまで十分になされてこなかったが、本研究は、その間隙を埋める一つとなる意義を有する。抑止効果が検出できれば金商法の実効性を確認できるし、検出できなかった場合には金商法の規制枠組みに再考を促すことになる。また、本研究は、金商法をめぐる民事訴訟（損害賠償請求訴訟）がどのような役割を果たしている（すべき）のかを明らかにする意義も有している。

敵対的買収における株式の相互保有が株価変動に及ぼす影響

研究者

秋田県立大学システム科学技術学部 助教 八木 恭子

研究調査の概要

研究の背景と目的：

近年、企業の合併と買収の規模は、大きくなる一方であり、その影響は当事者のみならず、日本経済全般に大きな影響を及ぼすことすらある。本研究で用いるリアルオプション理論を用いた合併・買収の意思決定においては、最適な買収の実行タイミングや最適な買収価格の導出を行う様々な研究が進められている。本研究も同様のアプローチを用いるが、株式持合を考慮する点で大きく先行研究とは異なり、新規に研究分野を広げるものである。本研究の目的は、企業の合併と買収時における企業行動、およびその企業行動が株式市場に与える影響の解明を進めることである。

研究の意義：

企業行動の解明は、経済学における主要なテーマである。本研究は、企業買収が予見される際に株価のボラティリティがなぜ高まるのかという疑問に対して、その原理だけでなく、どの程度高まるのかを定量的に示すことができる。また、負債を発行してまで行う買収について、いつ、どれくらいの負債を用いるか等、定量的な指針を示すことができる。いくつかの前提の下で示されるものの、企業行動の具体的な解明は、一般投資家をはじめとする、当事者以外の市場参加者に有意義な情報を与えるであろう。本研究の意義は、本質的には投資家への情報提供である。

研究実施の経緯と手法および新規性、予想される結果：

本研究では、企業買収時において一時的に生じる株式持合を考慮して、企業買収が株式市場や企業行動に与える影響を分析する。本研究から予想される新規の結果は「株式持合という状況によって、企業買収の実行や失敗、倒産リスクが影響しあい、ある状況では、株価の相関性を高め、別のある状態では、株価を反作用的に動かす」ことが定量的に示されることである。また、これら状況は、企業の状態によって極端に変遷し、企業行動もまた極端にならざるを得ないと予想している。