

平成29年度（第44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29年度(第44回)研究調査助成金受給者名簿**

平成29年8月7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(円)	頁
1	明治大学 学部教授 アサ イ井 ヨシ ヒロ裕 浅 井 義 裕	中小企業におけるデリバティブ利用の決定要因に関する実証分析	個人	1,000,000	
2	関西大学 学部教授 オ小 イ井 カワ ヒロシ 小 井 川 広 志	マレーシア・デリバティブ市場の拡大とマレーシア・パーム油産業の相互発展メカニズムの解明	個人	1,000,000	
3	横浜国立大学大学院 学部教授 オク ムラ ツナ オ雄 奥 村 綱 雄	資産選択の期待形成に関する実証研究	個人	1,000,000	
4	学習院大学 学部教授 ガルシア クレマン GARCIA Clemence	革新的な企業における無形資産の識別に関する研究	個人	1,000,000	
5	光産業創成大学院 学部教授 カン 姜	アセアン主要国及び日本のクラウドファンディング制度と市場成長の可能性に関する研究調査	共同	1,000,000	
6	神戸大学 経済経営研究所 サ トウ メグム 佐 藤 愛	付与期間がパフォーマンスに連動する株価連動報酬の効果	個人	1,000,000	
7	(公財)世界平和研究所 研究本部長 タカ ハシ ヨシ アキ明 高 橋 義 明	高度人材としての外国人留学生:地域経済、大学経営等の観点からの検討を中心に	共同	989,717	
8	大阪大学 大学院 国際公共政策研究科 教授 タキ イ井 カツ ヤ也 瀧 井 克 也	共通一次試験導入の長期的効果:経営者教育の視点から	共同	997,000	
9	東京大学 工学系 大学院 教授 タケ ダ フミ コ子 武 田 史 子	日米金融市場の比較研究:流動性リスクが証券市場に与える影響	共同	1,000,000	
10	立正大学 学部 専任 講師 ト外 ノ ギ木 コ好 ノ ミ美 外 木 好 美	企業の投資ダイナミクス:R&Dの構造パラメータとMultiple Q	共同	1,000,000	
10件				9,986,717円	

(五十音順)

## 中小企業におけるデリバティブ利用の決定要因に関する実証分析

---

### 研究者

明治大学商学部 准教授 浅井 義 裕

### 研究調査の概要

デリバティブには、「保険」のような機能と、「証券」のような機能があると考えることができる。つまり、原資産などの元のリスクと一緒に購入されれば、リスク管理の手段であると考えられる一方、原資産などと別に購入されれば、資産運用、もしくは投機的な目的で利用されていると考えられる。それゆえ、企業で利用されているデリバティブについての分析が行われたとしても、それが、リスク管理の目的で用いられたものなのか、それとも投機的な目的で用いたものなのかについては分からない。すなわち、従来の研究からは、デリバティブが企業金融の中で果たしている役割が十分に明らかになっているとは言い難い状況にある。

情報開示が進んでいる上場企業でも、目的を踏まえた上で、デリバティブの利用についての研究は、安田・柳瀬 (2011)などに限られている。データの制約から、中小企業金融における、デリバティブ利用の実態は、さらに明らかになっていないことが多い。浅井(2015)は、中小企業の2割強が、リスク管理、もしくは資産運用の手段としてデリバティブを利用していることを明らかにしている。しかしながら、「どのような中小企業がデリバティブを利用しているのか？」という特徴まで明らかにすることはできていない。

そこで、本研究では、中小企業におけるデリバティブ利用の決定要因を明らかにすることを目的とする。本研究は、企業経営者へのアンケート調査と財務データを利用するという手法を用いていることで、デリバティブの利用目的（リスク管理目的、投機的目的）を踏まえた上で、デリバティブ利用の決定要因（保険との代替・補完関係、銀行との関係など）を明らかにすることで、研究上の空白に実証的な結果を提示しようと試みる。得られる結果は、デリバティブの利用を促進する制度などを検討・判断する際の、1つの基礎的な資料になることが期待できる。

## マレーシア・デリバティブ市場の拡大と マレーシア・パーム油産業の相互発展メカニズムの解明

---

### 研究者

関西大学商学部 教授 小井川 広 志

### 研究調査の概要

本研究は、マレーシア取引所(Bursa Malaysia Berhad)におけるデリバティブ市場発展のプロセスに焦点を当て、これをマレーシア・パーム油産業成長との相互関連性から明らかにすることを目的としている。

マレーシアは、ASEAN 諸国の中でシンガポールに次ぐ規模の金融セクターを有する。その発展の要因として、政府の積極的な支援策、人材育成、歴史的・宗教的特性などの要因がしばしば指摘されてきた。本研究は、別の視点からこの解明を試みる。すなわち、マレーシアが世界第二位(2006年まで第一位)の産出量を誇るパーム油産業の存在が、金融セクター、とりわけデリバティブ市場の発展を牽引してきたのではないかとする視点である。両者の発展を、歴史的、理論的、実証的に検証し、実体経済と金融セクター間の相互発展促進的なメカニズムを解明していくものである。

マレーシア政府は、1980年に東南アジア初の先物取引所としてクアラルンプール商品取引所を開設した。その後いくつかの改組と民営化の経緯を経て、現在、先物取引は、Bursa Malaysia Derivative (BMD)にて行われている。BMDは、その出来高、契約数の約8割がパーム原油先物取引で占められているという独特な特徴を有している。この事実からも、マレーシアのパーム油関連産業の存在が、BMDの成立、発展と関係している事が示唆される。他方、マレーシア・パーム油産業そのものの発展も、BMDでパーム油先物取引が行われていることから恩恵を受けている。例えば、世界で交易されるパーム油の価格、質、量などの情報が金融取引を通じてマレーシアに集まっており、これが世界的な精製事業者や貿易業者、金融機関がマレーシアに進出する誘因となった。

このように、マレーシア・パーム油産業という実体経済と、先物取引市場という金融セクターの相互関連性の存在が示唆されるが、これを解明する研究は国内外において皆無である。本研究では、この関係を理論的、実証的に明らかにし、途上国における金融セクター発展にマレーシアの経験をモデル化させていきたい。

## 資産選択の期待形成に関する実証研究

---

### 研究者

横浜国立大学大学院国際社会科学研究院 教授 奥村 綱雄

### 研究調査の概要

経済学においては、「人々は、本人の属性や有する情報を基にして、将来の様々な状況に対して期待（予想）を抱き、そうした期待に基づいて、本人が最適と考える意思決定をし、その上で行動する」とされている。人々が、どのように期待を形成しているかは、元来、経済学の本質にかかわる課題であり、それは、実証的な分析に基づき裏付けられなければならない。

既存の経済研究では、「代表的な個人が、同じ情報に基づき、合理的期待を形成する」との仮定のもとに、人々の期待の形成を推定してきた。しかしながら、現実の社会では、人々は、個々人が異なる私的情報を持ち、それに基づき、将来について、個々に期待を形成している。従って、経済分析においては、そうした現実を踏まえて、異質な情報を持つ個々人のレベルまで追求した上で、個々人の期待形成の過程を計量的に分析することができれば、それは、従来に比べて、きわめて有効な経済分析手法であると言える。

本研究は、人々が、将来の収入や資産についてどのような期待を持っているのかを的確に測定するための新しい計量経済学方法を開発する。具体的には、個々人が異質な属性と私的情報を有し、その属性と情報から個々人ごとに異なる期待を形成する過程をモデル化する。その過程を、強い仮定を置かずに推定する方法を開発する。この方法に基づき、将来について、個々人がどのように期待を形成しているのかを推定する。その結果から示される個々人の期待形成が、従来仮定されてきた合理的期待仮説と整合的かどうかを検証する。

## 革新的な企業における無形資産の識別に関する研究

---

### 研究者

学習院大学国際社会科学部 准教授 ガルシア クレマン ス

### 研究調査の概要

革新能力 (innovation capacity) に大きく依存する企業では、無形資産への投資は重要な意思決定である。ところが、財務報告上の無形資産の現行の表示規定は不十分であり、結果として投資された資金とその成果を照合することができていない。こうした現状は、日本のみならず諸外国の会計制度においても指摘されており、会計制度の限界は革新的な企業にとって不利益を生みだしている。

本研究では、無形資産に関する表示を改善させるために、新しい認識基準と新しい分類を提案したい。具体的な研究方法としては、無形資産への投資の多い企業の事例からベスト・プラクティスを集計したうえで、一般化できる総合的なモデルを構築する。

無形資産会計に関する先行研究は多数存在するが、その会計処理に関してはコンセンサスが得られていない状況にある。本研究では、企業結合で取得された無形資産の識別について調査を行う。

2016年に、大手製薬会社による無形資産の認識、測定と表示について調査を行った。主な結論として、特許権などの法的権利よりも、法的な保護のない無形資産がより多く認識される傾向がみられた。例えば、「技術」「顧客」などの企業独自の科目が多くみられた。そのカテゴリーは、のれんと区別されて表示されるため、利害関係者に対してより細かい情報が与えられる。そして、そうした無形資産の測定は、ビジネスの現状に合わせ、企業によって決定されている。

こうした新しい情報発信は、現在までのところ企業の自発的な開示に留まっているが、本研究では、ベストプラクティスを集計することによって一般化ができる総合モデルの構築を目的とする。まず、先行研究において試行した製薬業への調査をより範囲を拡大し、さらに高級服飾企業とハイテク企業も含めることにより、無形資産の多様性をより細かく反映させることが可能となる。

## アセアン主要国及び日本のクラウドファンディング制度と 市場成長の可能性に関する研究調査

### 研究者

光産業創成大学院大学光産業創成研究科 准教授 姜 理 恵

### 共同研究者

株式会社ソーシャルファイナンス研究所 代表取締役 金子 智恵美

### 研究調査の概要

本研究調査の目的は、日本並びにアセアン主要国（インドネシア・シンガポール・タイを中心）におけるクラウドファンディング（以下「CF」という。）制度の中でも特に、資金調達者による情報開示・投資家（資金提供者）保護に焦点をあて、制度の現状と問題点を明らかにし、今後のCF市場成長の可能性を検討することである。

研究の背景として、近年におけるCFの世界的な広がりがある。我が国では、2015年に株式投資型CFに対する規制が整備された。アセアン各国でも、この数年間、行政によるCF制度が制定されはじめている。また、アセアン経済共同体の枠組みの中で、資本市場における統一の基準・ルールの導入を積極的に推し進め、国を超えたCFによる資金調達の枠組みも登場しつつある。

CFは、インターネットで仲介可能なあらゆる資金調達手段を提供するが故に、様々な取引形態が混在するユニークな仕組み（寄付型・購入型・投資型－融資型・ファンド型・株式型－）である。それと同時に、狭義の金融取引の枠組み・制度だけでは網羅できない取引が存在している点に申請者達は注目している。現状では、一部の型（投資型）を除き、資金調達者側ならびに仲介業者（CF運営会社）が準拠すべき規則やガイドライン・業界の自主規制やベストプラクティス等が存在しない。そのため、資金調達者の一部では、十分な情報開示を行う必要もない「お手軽な」資金調達手段としてCFが活用されており、現状のまま市場規模が拡大してしまうことに一種の危機感を感じたことが、今回、研究調査実施を申請するに至った理由である。

そこで、本研究調査では、（1）CFの情報開示に焦点をあて各国の制度・規制の実態調査、（2）CFの型に限定することなく、資金調達者が資金を募集するにあたり、どの程度の情報開示が行われているか、国内並びにアセアン主要国におけるCF市場での取引データを収集、（3）金融取引上の投資家向けの情報開示や、投資家保護の観点から比較分析、そして、（4）情報開示レベルにより資金調達率に影響を及ぼすか否かの検討を行う予定である。

結果として、本研究調査が、情報開示・投資家保護に関する指針・ガイドラインを提供することで、CF取引の事故防止、市場の健全化に貢献し、さらには市場の発展・成長に資するものとする。



## 付与期間がパフォーマンスに連動する株価連動報酬の効果

---

### 研究者

神戸大学経済経営研究所 ジュニア・リサーチフェロー 佐藤 愛

### 研究調査の概要

近年、金融危機や会計不祥事の問題の原因の一つとして、経営者に対して適正なインセンティブ付与がなされているかどうかということが大きな問題となり、適正なインセンティブを与えるためのメカニズムとしてストック・オプションや譲渡制限株式などの株価連動型報酬が有効なのかどうか、という議論が研究者や実務家の間で盛んに議論されている。しかし、実際のところ、株価連動型報酬を使うと単に経営者報酬と株価が連動しているだけでなく、その行使条件をいろいろ調整して変えていくことができる。そのため、行使条件をうまくデザインすれば、株価連動型報酬は強力なインセンティブ付与の手段となりうる。特に経営者の資質や経営者の経営努力がある程度の期間がたたないと株主などの外部者にはなかなかわからない状況では、株価が行使価格を上回っている場合でも経営者がストック・オプションを行使できない期間 (unvested period) を調整するのが非常に有効なインセンティブ付与の手段となりうる可能性がある。そのため、アメリカやEU諸国では、経営者報酬に関する規制として経営者報酬の後払いを強制する、あるいは、経営者報酬の返上を強制するようなものが提案されている。ただし、実際の事例では unvested period の長さは短いタイプのものと長いタイプのものを組み合わせて与えられることが多いことからわかるように、経営者の危険回避度や割引率が投資家より大きくなる場合には、必ずしも unvested period が長いものが最適になるとは限らない。

この分野では、Laux (2012) が、CEO に対して short-term vested stock options と long-term vested stock options が付与される状況下で、unvested period の長さが CEO が選択するプロジェクトのタイプに与える影響を分析していて、最適な unvested period の長さを調べているが株価連動報酬のタイプとしてはかなり限定されたものを使っている。一方、この研究では、とくにストック・オプションの unvested period の長さが企業の株価に依存しているような performance-based stock option というより強力ではあるが複雑なタイプの株価連動型報酬をモデル化して、performance-based stock option を導入することにより unvested period の長さの選択が企業のタイプによりどのような影響を受けるのか、また、経営者報酬に関する規制として経営者報酬の後払いを強制する、あるいは、経営者報酬の返上を強制するような規制政策の効果を分析する。

参考文献

Laux, Volker, 2012, Stock Option Vesting Conditions, CEO Turnover, and Myopic Investment. *Journal of Financial Economics* 106(3), 513–526

## 高度人材としての外国人留学生 ：地域経済、大学経営等の観点からの検討を中心に

### 研究者

公益財団法人世界平和研究所研究本部 主任研究員 高橋 義明

### 共同研究者

公益財団法人世界平和研究所研究本部 主任研究員 柚谷 晴久

公益財団法人世界平和研究所研究本部 主任研究員 原 実

### 研究調査の概要

本研究は日本への外国人留学生問題、特に留学生のプル要因（受入側の要因）として、教育機関別でみた場合にどのような質的条件の違いや地域特性が留学生の意思決定に影響するかを明らかにすることを目的とし、もって大学の経営戦略、国・自治体の成長戦略としての留学生政策の在り方を検討するものである。

少子高齢化の続く日本では18歳人口など若年層が減少し、大学進学者総数も減少することが見込まれ、大学を始めとした高等教育機関は定員割れなど経営上厳しい状況に直面している。一方、労働市場の観点では、生産年齢人口が今後50年間で41.4%減となると推計され、労働力制約の強まりは長期的に成長の抑制要因として作用し続けることになる。その対策として女性や高齢者の労働参加率の引き上げ、生産性の向上などが考えられるが、外国人労働力も有力な担い手である。既に外国人雇用者は増加し、2016年10月には100万人を超えたが、外国人労働力をめぐっては、社会的摩擦などの不安を持つ国民が多く、高度人材の受け入れを中心とすべきだと考えられている。こうした中、高度人材としての外国人留学生の日本における就職を増やしていくことが有力な政策の一つとなりうる。実際、1980年代初頭に1万人にも満たなかった日本への留学生は2016年12月現在27.7万人に達し、大学留学生では6割が日本での就職を希望している。

一方、日本国内の教育機関別でみると留学生在籍数に大きな差が生じており、優秀な留学生の獲得は大学経営上、地域・国家戦略上も不可欠な要素にも関わらず、先行研究では教育機関レベルの質的条件の相違等から留学生の意思決定を検証した研究は皆無であった。さらにトランプ政権の誕生により留学生の最大受入国である米国の留学生も抑制される可能性が指摘されている。以上から現在ほど日本における留学生問題の教育機関レベルでの検証が大きな社会的意義を持つ時期はないと考えられる。

## 共通一次試験導入の長期的効果：経営者教育の視点から

---

### 研究者

大阪大学大学院国際公共政策研究科 教授 瀧井 克也

### 共同研究者

神戸国際大学経済学部 講師 平田 憲司郎

千葉大学法政経済学部 准教授 佐野 晋平

### 研究調査の概要

目的、意義：情報技術の発展、経済のグローバル化、人口の高齢化といった急速に変化する時代の中で、変化に対応できるリーダーの育成が強く求められている。そういった中、文部科学省は2020年に大学入試改革を企図し、知識の暗記・再生をベースとした画一的な試験からの脱却を図ろうとしている。一方、そういった画一的な入試制度の始まりと考えられる共通一次試験を経験した世代は、今まさに日本のリーダーとしての役割を果たそうとしているところであり、共通一次導入がリーダー育成に与えた影響は必ずしも明らかになっているわけではない。過去の政策の結果を踏まえた議論を行うためにも共通一次試験導入の長期的効果の分析は喫緊の課題である。

本研究では、共通一次試験の導入が日本の経営者の出身大学・学部にも与えた影響を分析していく。共通一次導入に伴う経営者の出身大学・学部の変化をみることで、変化の中にある日本の企業がどういう教育を受けた経営陣を求めているのかを識別することができる。つまり、日本の産業界が知識の暗記・再生をベースとした画一的な知識を詰め込んだ人材をどのように評価しているかをデータから、うかがい知ることができるのである。

この研究を実施するに至った理由：Takii and Tanaka (2009)とTakii and Tanaka (2013)は大学入試などを通じた能力別教育がGDPに与える影響を理論的に分析し、大学入試が社会に与える効果は産業構造、権限の配分、職種の配置のされ方等の生産サイドの条件によって異なることを示した。これらの理論は、生産サイドが求めている人材のタイプを考慮することなく入試改革の成否は判断できないということを示している。

理論的結果を実証的に検証するために我々は10年にわたり日本の学歴と人材配置を分析するうえでの包括的なデータの整備を行ってきた。その中から、今回は(ア)河合塾の「栄冠めざして」と全国大学一覧をデータ化して作った1971～89年の学科別入試科目別大学偏差値予想ランキングと大学定員データと(イ)役員四季報(1990-2014)を結合し、共通一次試験の導入が日本の役員の出身大学・学部にも与えた影響を分析し、生産サイドが求める人材に現実に行われた入試改革がどの程度マッチしていたのかを検証したい。

Takii, Katsuya and Ryuichi Tanaka (2009), "Does the Diversity of Human Capital Increase GDP? A Comparison of Education Systems, " with Ryuichi Tanaka, *Journal of Public Economics*, Vol.93, Issues 7-8, August, 998-1007.

Takii, Katsuya and Ryuichi Tanaka (2013), "On the Role of Job Assignment in a Comparison of Education Systems," with Ryuichi Tanaka, *Canadian Journal of Economics*, Vol 46, No.1, 2013, February, 180-207.

## 日米金融市場の比較研究：流動性リスクが証券市場に与える影響

### 研究者

東京大学大学院工学系研究科 准教授 武田 史子

### 共同研究者

ニューヨーク州立大学生物統計学部 特任助教授 計 盛 英一郎

### 研究調査の概要

本研究の目的は流動性リスクが証券価格に与える影響についての日米の証券市場の実証比較を行い、その結果を、査読付きの国際的な学術誌に刊行することである。

日本とアメリカの金融市場について学術研究を推進し、両市場の特性を正確に理解することは効果的な政策対応を可能にする上で国際的に重要である。特に流動性リスクは取引費用として証券価格に影響し、さらに金融危機の際には資産間の相乗作用を通じて金融システムの安定性に影響する。したがって流動性リスクがどのように証券価格に影響するかを日米間で比較することは、日米の証券市場の類似点と相違点を理解するうえで、さらに日本での金融市場の実務および政策において極めて重要である。

本研究の独創性は、従来の日本での研究が日本市場のデータを用いた分析に限られていたのに対し、本研究は共同研究を通じてアメリカ市場と日本市場の双方のデータを同時に同一のアルゴリズムを用いて分析することにより正確な比較を行うことができるという点にある。

これまでに Acharya and Pedersen (2005, Journal of Financial Economics)は流動性リスクの上昇が投資家の証券への需要を減少させ、マーケットリスクと同程度にリターンに影響する流動性CAPMが1964-1999年のアメリカ市場のデータで成立することを示した。

これまでに Acharya and Pedersen のモデルをアメリカ市場の1962年から1999年のデータを用いて追試し、流動性リスクが証券価格に有意に影響するという元論文の結果が再現されることを示した。さらに、アメリカ市場の2000年から2017年のデータを用いた out of sample test でも、Acharya and Pedersen のモデルの理論的な結果が金融危機後のアメリカ市場でも成立することを示した。

本研究では、日本の証券市場のデータを用いて分析を進め、近年の日米市場の比較を行い、論文の出版につなげる。

## 企業の投資ダイナミクス : R&D の構造パラメータと Multiple Q

---

### 研究者

立正大学経済学部 専任講師 外 木 好 美

### 共同研究者

立正大学経済学部 教授 浅 子 和 美

日本政策投資銀行設備投資研究所 副 所 長 中 村 純 一

東洋大学経済学部国際経済学科 准 教 授 外 木 暁 幸

### 研究調査の概要

「失われた 20 年」において、TFP 上昇によらない過剰な資本蓄積が資本収益率を低下させ、投資の低迷を生み出した可能性が指摘されてきた（深尾 2011）。その原因として従来の成長会計において TFP に含まれていた無形資産の経済成長への役割の重要性が指摘されている（宮川・浅羽・細野 2016）。そこで、本研究では有形固定資産だけでなく、無形資産の中核を占める研究開発（R&D）にも着眼し、個別企業の投資ダイナミクスを解明する。具体的には研究代表者らが継続的に取り組んでいる Tobin の  $q$  理論の多数財版である Multiple  $q$  の理論の拡張を行い、構造モデルの推計を試みる。加えて得られた構造パラメータを用いたカリブレーションにより、公的 R&D 政策の景気循環と経済成長への効果を明らかにする。R&D を含む無形資産への投資は、長期的な成長戦略において重要と考えられる。例えば Chun et al. (2016)は無形資産を考慮して成長会計を国際比較し、図 1 のように無形資産の労働生産性への寄与がアメリカ、イギリスでは 1/3 を占めるのに対し、日本では 1/10 程度に過ぎないことを示した。この事実は、近年深尾(2011)等で指摘されている我が国の過剰資本の問題を考慮すれば、政策的に有形固定資産から無形資産への投資の比重を移すことの重要性を示唆するといえる。国連の新しい国民経済計算のガイドライン(2008SNA)でも、一部の無形資産が知的財産生産物として生産・投資・ストックの計上が勧告され、日本でも R&D 投資が新たに GDP に加えられた。以上の観点から、本研究では無形資産投資の中核を占める R&D 投資に注目し（図 2）、我が国の R&D 投資の動態及び景気循環と経済成長への効果を解明する。

R&D 資本を始めとする知的財産生産物は有形固定資本と比較して利用の排除性は相対的に弱く、競争性も無いという独自の性質を有しており、従来の物的資本を前提とする投資理論とは異なる取り扱いが必要となる。また、研究開発を行うのは相応の人的資本を有した人間であることから、投資に関わる調整コストも物的資本や土地と大きく異なると考えられる。本研究では、有形資産だけでなく、このような R&D 資本投資の特性を、企業財務デ

一タを用いた構造推計を通じて明らかにし、景気循環と経済成長政策を検討するものである。

図 1

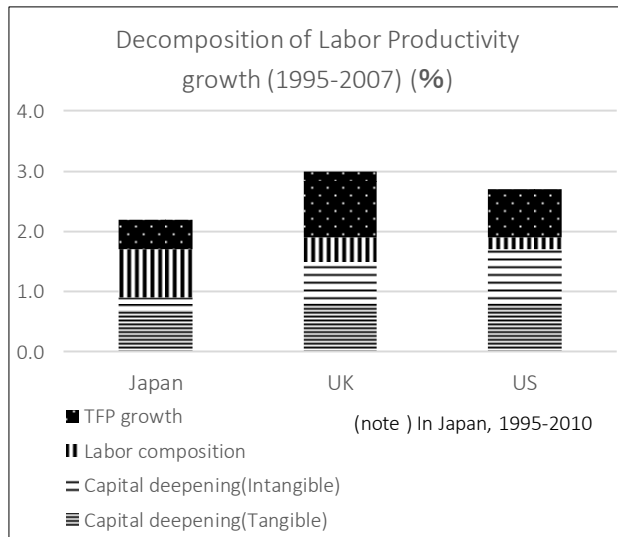


図 2

