

2025 年度

研究助成の研究概要

刊行助成の書籍要旨

公益財団法人 全国銀行学術研究振興財団

助成コード等	2501 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	安達貴教 京都大学大学院経営管理研究部・大学院経済学研究科教授 土居直史 小樽商科大学経済学部教授
研究テーマ	品質選択を考慮したパススルーの理論と実証：需要多様体アプローチ

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

#### 【趣旨】

為替水準や租税といった外的要因は企業行動をどのように変化させるのか？ そして、それは一般消費者にはどのような影響を及ぼすのか？ 企業と消費者が取引する市場は、一般的には不完全競争的であると想定することが妥当であり、また、企業の主な戦略変数は価格であることから、このような問題設定は「不完全競争下におけるパススルー（価格転嫁）の経済分析」と総称され、近年、興味深い新展開が活発である。

一例を挙げるならば、助成申請者が 2022 年に *J Pub Econ* 誌に発表した論文においては、一般的な不完全競争下における転嫁、厚生、分配を決定する要因として、需要の価格弾力性や曲率といった基本的指標が持つ意味合いが明らかにされ、また、同じ 2022 年に共同研究者が *J Ind Econ* 誌に発表した論文では、航空サービス産業を対象に、本申請研究テーマとも関連する内生的な品質選択（フライト頻度）が考慮された上で、空港使用料の推定パススルーレ率が 100% 未満であることが報告されている。最近では、米テキサス大学の研究者らが、内生変数である弾力性や曲率が構成する空間と、需要関数のパラメーター空間とを関係づける多様体の性質に着目する需要多様体アプローチ（*demand manifold approach*）を提唱している（情報科学における同様の展開については、甘利俊一『脳・心・人口』講談社ブルーバックス、2025 年、第 8 章の解説を参照）。

しかしながら、例えば、ブランド多様性（*brand variety*）といった非価格変数の内生的な決定を前提とした上で、需要多様体アプローチを適用し、「不完全競争下でのパススルーの経済学」の進展を図る試みは、我々が知る限り、未着手という状況である。

#### 【目的】

以上のような研究状況を踏まえ、本研究では、価格決定に加えて、内生的な品質選択が考慮された不完全競争のモデルを構築し、それを需要多様体アプローチに基づいて分析することで、外的要因の変化が、価格や品質にどのような影響を与えるかを、とりわけ、弾力性や曲率といった基本的指標が果たす役割に注目することによって明らかにする。そして、それに伴う経済厚生の変化や、消費者や生産者によって異なる帰結（*incidence*）への影響にも着目する。このような理論研究は、幅広い文脈で解釈が可能であるが、実態的な検証として、2010 年の米国炭酸飲料水産業において、一部の地域に生じた、原材料製造業者とボトリング業者との垂直合併（2 月 PepsiCo、10 月 Coca-Cola）が、ブランド内での製品多様性を高めたのかどうかについての分析にまで展開することによって、需要多様体アプローチの有効性を探ることを目的とする。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### 【研究手法】

本研究においては、まず、内生的な品質選択を考慮した不完全競争の理論モデルの展開が必須となる。申請時点において、ある程度の準備を経ており、2024年11月の日本応用経済学会秋季大会や、2025年3月の The 6th Joint Economics Symposium of Four Leading Universities in Taiwan and Japanにおいて、部分的な研究経過が報告されている（但し、この時点では需要多様体アプローチは直接的に用いていない）。例えば、単位税の増加は、品質の低下を媒介として、価格の下落をもたらす可能性があることが分かっている。これは、ブランド多様性の文脈では、生産費用の低下分を上回るブランド価値の向上によって、ブランド全体の実質価格が上昇する可能性があることを示唆する。

関連して、経営学における一つの既存論文 (Zhou and Wan, 2016, *Strategic Management Journal*)においても、米国炭酸飲料水産業での垂直合併による費用面での効率性の向上がブランド多様性を高めた点が実証的に指摘されている。しかし、詳細なメカニズムについては未だ明らかにされていない。我々の研究準備段階においては、価格に関してだけでなく、品質に関する弾力性や曲率概念も考慮する必要があることから、分析が複雑になることが判明しているが、最近の産業組織論の研究で提唱されている需要多様体アプローチの適用によって、経済学的な解釈が促進されることが予想される。数値計算用ソフトウェアを用いた数値解析的な手法も用いることで、弾力性や曲率が果たす役割を理論的に解明することが本研究の主眼となる。

加えて、申請研究者が、かつての未公刊研究で用いた米国のマーケティングデータを活用することで、需要多様体アプローチの実証的展開を狙うことも企図する。実際、上述の需要多様体アプローチの研究においても理論と実証の相互展開が図られており、この方向での進展も有望である。ただし、卸売段階での費用情報などを補完するためには、米マーケティング・リサーチ企業が販売するデータの購入が必要であるが、およそ5000米ドルからの販売価格となっているため、本助成が必要不可欠の状況である。

### 【スケジュール】

上述のように、内生的な品質選択を考慮した不完全競争モデルの骨格は本申請時点において出来つつあるため、2026年度前半までを目途に、近年の研究で提唱されている需要多様体アプローチを、我々の内生的な品質選択の文脈において適用するための作業を中心に行う。これは基本的には、産業組織論の実証研究において用いられる混合ロジット型需要を想定するため、申請者が既に構築しているデータセットに、新しく購入したデータを追加することで、需要推定に進むことができる。2026年後半からは、この作業を進め、同時に、研究期間終了の2028年3月末まで、研究報告も行っていく。

### 【予定している成果物の形態】

本研究の遂行過程においては、大学での研究セミナーや日本経済学会といった場での研究報告の機会を通じ、その都度ごとに進展中の研究経過を報告することを予定しているが、それは研究内容の改善や更なる進展を図るため、参加者や討論者からのフィードバックを得ることを目的とするものであり、それらを基に改稿を積み重ねることによって、最終的には、査読制の英文学術雑誌への論文掲載を目標とする。

助成コード等	2502 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	荒井 夏來 ゲティスバーグ大学経済学部助教 廣瀬 康生 慶應大学経済学部教授
研究テーマ	連邦準備制度理事会（FOMC）委員間の政策スタンスの不一致がマクロ経済に与える影響

## 【研究概要】

### （1）研究の趣旨・目的等

#### 【研究の趣旨及び目的】

本研究は、新たに開示された米国の連邦公開市場委員会（FOMC: Federal Open Market Committee）の政策委員個々人の経済予測のデータを活用し、主に以下の2点について分析する。

1. 政策金利の望ましい経路に関して、政策委員間の見解の相違を定量的に分析すること。
2. そのような見解の不一致が、マクロ経済に与える影響について、ゼロ金利による非線形制約を考慮した動学的確率一般均衡（DSGE）モデルを用いて分析すること。

上記の分析により、金融政策のコミュニケーションに関する理解を深め、将来の金融政策の遂行に関する示唆を得ることが本研究の目的である。

#### 【研究の背景】

米国の金融政策を決定するFOMCは、金融政策における透明性向上の一環として、政策委員個々人の政策予測を個人情報を除いた形で即時公開し、一定期間（5年または10年）を経てその予測が誰によるものであったかを開示している。先行研究では、ゼロ金利政策の解除時期についてFOMCの政策委員（特に議論を主導する議長及び各地区連銀総裁と）の間で顕著な意見の隔たりが観察された。しかしながら、リアルタイムでは個人情報が開示されないため、市場関係者や一般国民は代表的な統計量（平均値や中央値等）からFOMCの政策姿勢を類推する必要がある。

この類推の過程で、FOMCでの議論を主導する議長の比重が相対的に低下する結果、市場関係者や一般国民はFOMCの政策をゼロ金利下での実際の決定に比して過度に引き締め的に解釈してしまう可能性がある。こうした誤認は投資行動を抑制し、ゼロ金利下において極めて重要な政策手段であるフォワードダイナンスの効果を弱めてしまう恐れもある。

本研究は、政策委員間の見解の多様性がマクロ経済に与える影響を、定量的に明らかにする試みの一つである。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### [研究手法]

本研究では、米国連邦公開市場委員会（FOMC）の政策委員個人の予測データを活用し、下記の3段階で分析及び学術論文の執筆を行う。

第1段階では、開示された個人予測に基づき、政策委員間における望ましい政策金利経路の相違を定量的に分析する。ここでは、代表的な統計量（平均値や中央値等）を参考しつつ、各委員の見解の位置づけやばらつきの程度及びその動学的变化（特に議長や地区連銀総裁など、FOMCでのステータスに基づく差異）を可視化する。

第2段階では、第1段階で観察された政策委員間の見解の不一致がマクロ経済に与える影響を評価するため、非線形制約（ゼロ金利制約）を考慮した動学的確率的一般均衡（DSGE）モデルを構築及び推計する。特に、政策コミュニケーションの観点から、議長の見解と代表的な統計量（平均値や中央値等）との乖離が民間の予想形成や投資行動に与える影響を定量的に評価する。モデル推計には Bayesian 推計手法を用い、サンプル数が限られた中でも効率的に複雑なモデルのパラメータが推定できるよう工夫を施す。推計されたパラメータに基づき、異なる情報公開シナリオに基づく反実仮想分析（counterfactual simulation）を実施し、マクロ経済に与える影響の大きさを評価する。

最終段階では、上記で得られた結果をまとめ、学術論文として執筆する。執筆に際しては、学会や大学でのセミナー報告を通じ、フィードバックを得ながら論文を改訂する。

### [スケジュール]

- 2026年度（前半）
  - FOMC個人予測データの整理及び記述統計分析
  - 政策委員間の見解のばらつきの可視化および要因分析
  - 動学的確率的一般均衡（DSGE）モデルの構築及び非線形解法の実装
- 2026年度（後半）以降
  - ベースライン推計の実施
  - 情報公開のあり方を変数とした反実仮想分析の実施
  - 分析結果の整理と学会報告用プレゼン資料の作成
  - 成果論文の執筆（国内外の学術誌に投稿予定）
  - 政策提言文書（Policy Brief）の作成

### [予定している成果物の形態]

- 査読付き学術論文（英語）1本以上の執筆・投稿
- 国際学会または国内研究会での研究報告
- （機会があれば）政策提言を意識した短報（Policy Brief）の作成・発信
- （可能であれば）分析用データおよびコードの一部を公開し、再現可能性の高い研究として整備

助成コード等	2503 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	石田惣平 一橋大学大学院経営管理研究科准教授
研究テーマ	Cross-shareholding Network and Management Forecasts Accuracy

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究の目的は、株式持ち合い(Cross-shareholding)によるネットワークが経営者の将来予測能力に及ぼす影響を検証することにある。株式持ち合いとは、少なくとも2社間の相互株式保有関係を示し、欧州や東アジアの複数の国で広く観察されている(Claessens, Djankov, & Lang, 2000, *Journal of Financial Economics*; Khanna & Yafeh, 2007, *Journal of Economic Literature*; Masulis, Pham, & Zein, 2011, *Review of Financial Studies*)。その中でも日本では株式持ち合いの慣習が強く根付いているといわれている。Ikeda et al. (2018, *Journal of the Japanese and International Economies*)は、2004年から2014年にかけて、日本企業の発行済株式総数の5%程度が持ち合い株式であることを報告している。

しかし、近年、日本では株式持ち合いを解消する機運が高まっている。2014年にコーポレートガバナンス・コードが制定されると、企業は銘柄別に持ち合いの合理性を検証・開示することが求められるようになった。また、2018年のコード改訂により、持ち合い株式の縮減に関する方針・考えを開示することが要求されるようになり、取締役会が売らない理由を説明しきれない持ち合い株式については処分せざるを得ず、持ち合いの慣行に制度的な出口が設けられた。加えて、ISS(Institutional Shareholder Services)やグラス・ルイスなどの議決権行使助言会社が過度な持ち合い株式の保有が認められる企業の取締役の選任案に対して反対票を投じる議決権行使助言基準を導入したことにより、こうした動きに拍車がかかっている。

このように株式持ち合いの解消が求められるようになった背景には、株式持ち合いが非効率な企業経営の一要因となっているという懸念が存在する。株式持ち合いは取引維持や相互支援を目的に行われるため、その比率が高くなると経営者に白紙委任された議決権プールが形成され、取締役会の改選リスクが低下する。結果として、経営者は市場が求める資本効率よりも自己の裁量や組織内の都合を優先できる余地が拡大する。Hiraki et al. (2003, *Pacific-Basin Finance Journal*)は株式持ち合い比率が高い企業ほど企業価値が既存されることを報告している。Muramiya & Tkada (2020, *Corporate Governance: An International Review*)は株式持ち合いが高い企業ほど利益の質が低下することを発見している。

他方、株式持ち合いは企業にベネフィットをもたらす可能性もある。これまでの研究から、株式持ち合いは企業間で様々な情報報の共有がうまれることが指摘されている(Enomoto, 2024, *Journal of International Accounting Research*)。株式持ち合いを行っている企業間では、役員の派遣など人材の交流が活発に行われようになり(Lincoln & Gerlach, 1992, *American Sociological Review*)、決算書に載らない相手先の内部情報や業界の動向など様々な情報がリアルタイムに共有されるようになる。この結果、経営者は正確度の高い将来予測を行えるだけでなく、効率的な意思決定を行えるようになる可能性がある。しかしながら、これらの点を直接的に検証した研究はこれまでに存在しない。

本研究は日本の上場企業をサンプルとして、株式持ち合いがもたらすベネフィットを経営者の将来予測能力の観点から検証する。これまで株式持ち合いがもたらすコストについては

様々な検証がなされてきたが、そのベネフィットについてはほとんど明らかにされてこなかつた。仮に株式持ち合いに一定程度のベネフィットがあるのであれば、それを無視して株式持ち合いの解消を推し進めてしまうと企業経営の効率性を歪めかねない。本研究は株式持ち合いのポジティブな側面に光を当てるものであり、その成果は実務担当者や政策立案者の意思決定に一定の示唆をもたらすものと考える。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### **【研究手法】**

#### 株式持ち合いのネットワーク

株式持ち合いのネットワーク構造を測定するにあたって、本研究はネットワーク分析を用いる。ネットワーク分析とは、様々な対象を点と線からなるネットワークとして表現し、その構造的な特徴を探るアプローチである。本研究では、ネットワーク分析に用いられる中心性指標といった様々な指標を株式持ち合いのネットワーク構造に応用し、変数化を行う。

#### 経営者の将来予測能力

経営者の将来予測能力を変数化するために、本研究は経営者が公表する業績予想(Management Forecasts)を用いる。業績予想には、経営者の将来利益に関する期待が反映されている。本研究は、業績予想の正確度(=|期初予想利益-実績利益|×(-1))を経営者の将来予測能力の代理変数として用いて分析を行う。

#### リサーチデザイン

本研究は日本の株式市場に上場する企業を対象に分析を実施する。分析にあたっては、被説明変数を業績予想の正確度、説明変数を株式持ち合いのネットワーク指標とする回帰分析を行う。なお、内生性の問題を考慮して、株式持ち合いを新たに実施したタイミングや株式持ち合いを解消したタイミングに注目した Propensity Score Matching-Difference in Differences(PSM-DiD)も実施する予定である。

### **【スケジュールと予定している成果物の形態】**

本研究は、以下のスケジュールで研究を実施する予定である。

#### 2026年1月～2026年6月

日本経済新聞社の「保有株式状況データ」を用いて、株式持ち合いのネットワーク構造を指標化し、検証を行う。

#### 2026年7月～2026年12月

日本会計研究学会で研究報告を実施し、いただいたコメントをもとに研究を改善する。

#### 2027年1月～2027年6月

国際的な学術誌に投稿するために、英語論文を執筆し、editage の英文校正を受ける。

#### 2027年7月～2028年3月

国際的な学術誌である *Journal of Accounting, Auditing & Finance* に投稿する。なお、査読には長い時間がかかることが想定されるため、SSRN(Social Science Research Network)にアップロードした Working Paper を成果物とすることを予定している。

助成コード等	2504 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	泉隆一朗、ウェズリアン大学、経済学部、助教授 Yang Li、シンガポール社会科学大学、ビジネス学部、シニアアレクチャラー
研究テーマ	即時決済システムと金融仲介機能の安定性：銀行からステーブルコインまで

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

デジタル技術の発展は決済手段の機能を根本的に変化させてきた。日本においても経済産業省の統計によれば、現金利用の比率は年々低下しており、消費者の支払いは急速にキャッシュレス化している。米国でも、過去10年間で現金取引の比率が急速に低下し、現在では消費者支払いの18%未満が現金で行われている。その裏では家計がデビットカード、クレジットカード、Pay Pay、Apple Pay や Google Pay に代表されるデジタルウォレットを利用するようになった。特に、米国ではZelle、ブラジルではPixをはじめとする即時決済アプリの普及は、この流れを一層加速させ、日常取引において利便性、迅速性、柔軟性をもたらしている。

しかし、こうした発展は銀行システムに重要な課題を投げかける。デジタル決済は預金口座と直接リンクしており、取引ごとに送金銀行から即時の資金移転が生じる。従来の決済システムでは、取引は営業日の終わりにまとめて処理され、流出と流入を相殺することが可能であった。この「ネット決済」機能は、必要な準備預金の移転量を最小化するとともに、銀行が一時的に資金不足に陥ってもオーバーナイトでインターバンク市場や中央銀行から資金を調達する余地を与えていた。

即時決済ではこうした余地が失われるかもしれない。決済は一件ごとにリアルタイムで処理されるため、銀行はその都度ただちに資金を供給しなければならない。特に、流出が午前中に集中し、流入が午後に偏る場合には、即座の資金手当てが困難となり、システム全体の脆弱性が高まる。銀行は流動性を以前よりも保有しなければならないとすると、金融仲介の機能を下げてしまうかもしれない。また、この「緩衝材の喪失」は、多数の預金者が同時に資金を移動させる局面で混乱を増幅させる。

このリスクは2023年3月の米国銀行危機において顕在化した。シリコンバレー銀行では、わずか1日で総預金の25%超が流出し、引き出し要求は70%以上に達した。規制当局の介入で停止されたが、もし即時決済システムが完全に稼働していれば、実際の流出も70%近くに達し、資産の急速な売却やシステム全体への波及がさらに深刻になっていたかもしれない。またこの例を通じて、こうした決済スピードの高速化はインターバンク市場や中央銀行からの借り入れ能力を毀損することもわかった。

本研究の中心的な問いは「即時決済システムは銀行および決済システムの安定性にいかなる影響を与えるのか、またその最適設計はいかにあるべきか」である。そのために、決済と金融仲介の負債が表裏一体の関係であることから、決済の安定性と金融仲介の安定性の相互関係を明らかにする。その分析を基に、決済の高速化がこの関係に与える影響のトレードオフを分析する。したがって、本研究は、金融安定性と決済制度という

二つの分野を結びつける新たな枠組みを提供する。これまで別々に扱われることが多かった「決済インフラの設計」と「銀行システムの安定性」を統合的に分析する点が新規性である。

これは理論的に興味深いだけでなく、政策的にも極めて重要である。ブラジル中央銀行は2020年にReal-time Gross Settlement System (RTGS) であるPixをリテールレベルで開始した。また、米国連邦準備制度は2023年に卸売向けの即時決済インフラ「FedNow」を導入し、今後リテール分野への拡張を検討している。例えば、政策当局は「即時性による効率性と利便性」と「銀行の流動性管理能力の維持」というトレードオフに直面しているとすれば、本研究はそのメカニズムを解明するだけではなく、その評価に理論的基盤を提供する。成果は米国だけでなく、スウェーデン、カナダ、日本などリテール向け即時決済システムの導入を検討する国々にとっても有益な知見となる。

さらに本研究の成果は、2025年8月から日本において発行機運が高まっているステーブルコインにも応用可能である。ステーブルコインはブロックチェーン技術を基盤とする金融仲介の1つとして捉えることもできると同時に、即時決済手段として位置づけることもできる。ドルや円に裏打ちされる一方で、その安全性やシステム全体への波及効果についてはまだ研究が追い付いていない。日本でも大規模に利用が拡大するならば、金融安定性に新たな脆弱性をもたらさないか、十分な検討が必要である。本研究は一般性のある理論的枠組みを構築することで、既存の銀行システムからステーブルコインまで、幅広く見地を提供することが期待される。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

研究手法は理論分析である。具体的には、Diamond-Dybvig (1983) 型の銀行モデルを基礎に、決済のタイミングと速度を組み込んだ拡張モデルを構築する。預金者が即時送金を行うことで発生する流動性ショックを明示的に扱い、ネット決済の存在や遅延決済、中央銀行による流動性支援といった制度設計が安定性に与える効果を比較する。この理論枠組みにより、即時決済がもたらす脆弱性のメカニズムを定式化し、即時性と安定性のトレードオフを明示的に導出する。

スケジュールとしては、2026年上半期に基礎モデルの構築と単純化したケースでの解析を行い、同下半期にネット決済や政策介入の要素を加えた拡張分析を行う予定である。2027年1月～3月にはステーブルコインを対象とした応用分析を行い、即時決済システムと銀行安定性の統合的な評価を完成させる。2027年4月～2028年3月において学会発表と同時に改訂を進め、学術誌への投稿を行う予定である。

成果物としては、英文ワーキングペーパーを完成させ、国際学会での報告および国内外の査読付き学術誌への投稿を予定している。加えて、FRBやカナダ銀行など中央銀行での意見交換、政策担当者への発信を行う計画である。

助成コード等	2505 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	大島久幸 高千穂大学経営学部教授 中林真幸 東京大学社会科学研究所教授
研究テーマ	昭和恐慌が資産家に与えた影響に関する実証研究－格差「是正」の 靴音－

### 【研究概要】

#### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、1929年から1934年にかけて帝国興信所が作成した資産家名簿をデータ化し、昭和恐慌の資産家に与えた影響を分析することを目的とする。現在、大きな社会的な課題となっている格差の問題について、戦前を対象とした研究においては貧困層側に関心が集まっていた。他方、戦前における格差を構成したもう一方の側、富裕層は、第二次世界大戦から敗戦後の占領期にかけて瓦解したと考えられている。本研究では、こうした富裕層の解体がすでに昭和恐慌に端緒的に始まっていたことを、データを用いて実証する。

本研究が対象とする近代以降の資産家名簿については、明治10年代から20年代にかけて、資産調査の裏付けを持つ、推定資産額に関する情報を載せた「番付」が登場し始めた。その背景には地租改正に伴う地価の確定によって当該期に主要な資産を占めた地価が確定したことが大きい。この種の名簿は、個人別の地租、所得税、営業税の基礎となっている所得額を金額、階層別に区分し、氏名を列挙していた。しかし、これら資産家名簿には一つの難点があった。資産家が資産保全会社を設立した場合、その資産個人の資産が会社に移されるので、当該資産家の資産がその分、少なく計上されるのである。こうした欠陥を補う信憑性の高い資産家名簿として最初に試みられたのが時事新報社編『全国五十万円以上資産家表』であった。時事新報社の調査は3回(1901年、1911年、1916年)にわたって行われた。しかし、この調査の最初の2回においては、資産額の公表が混乱を招くとの配慮から、資産50万円以上の資産家名を府県別に列挙したにとどまり、資産額の公開は最後の1回のみとなった。そのため、信憑性の高い、時系列で比較可能な検証データは、時事新報社版を引き継いで、昭和初期にかけて帝国興信所が行った資産家名簿が唯一のものとなっている。調査を担当した帝国興信所(現帝国データバンク)は、全国に調査員を配して信用調査を行い、金融機関にその情報を販売することを主たる業務としており、当時の資産家層の資産内容を最も正確に知りうる機能を有していた。本研究で使用する資産家名簿(「全国金満家大番附」の名称で公開)の作成は、全国の事業所で調査員が何度も研究会を開き、調査漏れを防ぎ、個人資産評価を適正に評価すべく注意を払いながら「帝国信用録」と「信用調査報告書」から該当するデータを抽出したものであり、データは1929年が資産額70万円以上の3,668件、1931年が資産額70万円以上の3,581件、1934年が資産額50万円以上の5,457件であった(合計12,706件)。記載されている情報は発行年、番付、資産額、居住地、肩書、氏名であり、本データについては本研究組織において各年のクロス・セクションデータの形で既に入力済みである。

本研究は、同データを資産家パネル・データに加工し、恐慌のインパクトについて、産業別、地域別の変化の違いを差分の差分分析(Difference-in-Differences design)により、

産業別、地域別の資産家の間において異質であったと考えられる恐慌のインパクトを検証する。この作業により、富裕層のうち、戦時統制経済に先んじて溶解し始めていた群を特定する。また、合わせて、機械学習を用いて、産業ダミーを説明変数とするセミパラメトリック推定を行い、差の差分析の結果の頑健性を検証する。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

日本では戦前、とりわけ 1930 年代は戦後の企業社会に比べて、極めて格差の大きい社会であった。日本の所得分布の長期的変化を分析した南亮進(2000)によれば、「戦前の所得分布は戦後に比べて遙かに不平等」であり「所得分布は 19 世紀末期から 1930 年代まで着実に不平等化した」とされている。しかし、第 2 次世界大戦末期の戦争被害や、大戦直後の超インフレ、富裕税の実施や財閥解体等の民主化政策による富裕階級の没落によって、戦後の日本社会は戦前に比べれば比較的安定的に格差が解消した。他方、昭和恐慌に関しては、昭和恐慌に起因する 1930 年代の農村不況の長期化によって、「都市との間の所得格差の拡大」がもたらされ、それが社会不安を増大したことで戦争への道を歩むこととなったという理解が、今日広く共有されているように思われる。例えば武田晴人(2019)では、1930 年代にかけて、著しい「分配の不平等」が発生したことを強調し、それは第二次世界大戦後の高度成長期と対比したとき、戦前日本資本主義の持つ際立った特徴であったと指摘している。そして、このような不平等が財閥批判の社会的な基盤ともなり、さらには、深刻な社会不安を通して政治的危機意識を醸成し、『昭和維新』という言葉に象徴されるような、軍部の政治進出による強権的な政治統合と、民衆の不満のはけ口としての対外侵略へとむすびつくことになった、と説明する。しかし、従来の昭和恐慌研究では、恐慌の諸階層への打撃を重視しながらもその実態に対してはエピソード的な分析にとどまっていた。近年、石井寛治が本研究で用いる帝国興信所版資産家名簿の分析を一部行ったものの、昭和恐慌は、拡大する格差の構造自体に大きな変化を与えたかったとした。

しかし、本研究組織が整理した同データの記述統計の検証から、既に異なった結果が得られている。都道府県別に集計すると、昭和恐慌前には富裕層の資産は、都市、とりわけ東京に集中しており、1929 年では資産額合計の 53% が東京の資産家であった。次いで大阪が資産額合計の 13% を占めており、東京と大阪を合わせると 66% と、東京・大阪とそれ以外の地域の格差が極めて大きかった。ところが、昭和恐慌は東京の資産家層に特に大きい影響を及ぼし、彼らの資産額が大きく減少した結果、むしろ都市と地方の格差は縮小していた。このように本研究で用いるデータを利用することにより、いまだ解明されていない富裕層への昭和恐慌の非対称的な影響を検証することが可能となる。昭和恐慌により東京の富裕層の没落が始まったことは既に明らかであるが、どの産業を経路とした影響が大きかったのかは、本研究により明らかにされる。先進国における格差の推移は国際的な関心を集める課題であることから、本研究の成果は、英文学術雑誌に発表する予定である。

助成コード等	2506 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	長田健 埼玉大学人文社会科学研究科・経済学部教授
研究テーマ	デジタル社会における情報の役割：金融市場の競争と規制

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

銀行業は顧客の「情報」を独占的に有し、その情報が競争力の源泉となってきた。しかし、オープンバンキング等の進展により、顧客の「情報」は Fintech などの他業種と共有され、銀行の情報優位性は相対的に低下し、他業種との競争が激しくなってきている。デジタル社会は銀行業の競争環境を変化させ、銀行業の扱い手すら変化させつつある。銀行業を取り巻く「情報」の在り方が変容した。

本研究の目的は、デジタル社会によって銀行業を取り巻く「情報」の在り方がどのように変容する（した）のか、そして銀行業の競争環境がどう変化する（した）のか理論的に分析し、その中で銀行に関連する金融諸規制の在り方について政策的インプリケーションを導くことである。

理論分析は下記 2 つの論文をベースに発展させる。

- He, Z., Huang, J., & Zhou, J. (2023). Open banking: Credit market competition when borrowers own the data. *Journal of financial economics*, 147(2), 449–474.
- Liberti, J. M., & Petersen, M. A. (2019). Information: Hard and soft. *Review of Corporate Finance Studies*, 8(1), 1–41.

前者はオープンバンキングが進展し Fintech などの新規参入が生じた結果所持する貸出市場の市場競争に関する理論研究であり、後者は金融に関する情報を理論的に整理している。

本研究の独自性は、具体的な 2 つの規制を念頭に置いた分析を行うことである。1 つ目が、銀行・証券の間に存在するファイアーウォール規制、2 つ目が銀行業と不動産業の間に存在する業務規制である。これらの 2 つの規制は現在の金融規制緩和の議論の俎上に載るものである。本研究によって日本の金融システムの発展に資する規制の在り方を提示する。

### (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

2025 年度 先行研究のレビュー、理論分析を終え、初稿を完成させる。

※はじめて本格的に独自で行う理論分析である。理論分析に関しては五十嵐洋介氏（北海道大学）や二羽秀和氏（埼玉大学）などの理論経済学者のアドバイスを仰ぐ予定である。

2026 年度 国内外のワークショップ、学会における報告・議論を通して論文を改訂

2027 年度 国際学術誌に投稿

※2028 年 1~3 月末までに学術誌掲載を目指す。

助成コード等	2507 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	何協 東京理科大学経営学部経営学科 助教
研究テーマ	気候変動リスクの実体経済・金融システムへの波及メカニズム：混合頻度ネットワーク分析に基づく

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

#### ■ 研究の背景

気候変動は、地球温暖化に起因する物理的リスクや、ネットゼロ経済への移行に伴う移行リスクを通じて、金融システムないし経済活動全般に深刻な影響を及ぼしつつある。例えば、自然災害の激甚化により企業の設備や建物が毀損し顧客資産の価値が低下することで信用リスクが高まるほか、債券・株式・商品価格の下落を通じて市場リスクが拡大することが考えられる。また、金融機関自身が被災して店舗やシステムが機能不全に陥ればオペレーションリスクが顕在化し、さらに保険金支払いの急増は保険引受リスクを増大させる。このように、気候変動リスクは多様な経路を通じて金融システムや実体経済に波及し、その安定性を脅かすおそれがある。

さらに、物理的リスクと移行リスクは相互に影響し合い得るほか、金融システムと実体経済が緊密に相互依存しており、金融システムが受ける影響は実体経済との連鎖反応によって拡大する可能性が高い。気候変動リスクは複雑且つ影響の範囲と深さが甚大であるため、その波及メカニズムを的確に把握することは、気候起因のシステムリスクを防止し、適切なマクロプルーデンス政策を策定する上で極めて重要である。

しかしながら、従来の研究では、物理的リスクと移行リスクの相互影響を考慮しつつ、それぞれを区別して波及効果を分析した研究、あるいは金融システムと実体経済の相互依存を踏まえ、気候変動リスクの波及効果を体系的かつ包括的に検討した研究は依然として少ない。また、金融システムと実体経済を同時に分析する場合、高頻度の金融データと低頻度のマクロ経済データが混在するため、従来は高頻度データを低頻度に集計してから分析する方法が一般的に用いられてきた。しかし、観測頻度を統一する際に一部の変数の時制集約が行われ、その結果として情報の損失ひいては分析精度の低下が生じることである。

#### ■ 研究の目的と学術的独自性

このような状況を背景に、本研究は、物理的リスクと移行リスクが金融システムおよび実体経済にどのような経路で、どの程度波及するのか、さらにその波及が時間とともにいかに変動するのかを、混合頻度ネットワーク分析という新たなアプローチを用いて全面的に解明することを目的とする。

本研究の学術的独自性と貢献は主に以下の二点にある。第一に、物理的リスクと移行リスクの相互影響、およびマクロ経済と金融システムの相互依存を考慮し、気候変動リスクを物理的リスクと移行リスクに区分した上で、金融システムと実体経済の両面を統合的に捉えながら、気候変動リスクの波及効果を包括的に分析する点である。これにより、気候変動リスクのリスク波及効果を全面的に分析することが可能となり、政策実施、金融リスク管理に有益な知見を提供できる。第二に、複数の観測頻度の混在を許容

する新たな分析アプローチを導入することで、従来の方法で生じていた情報の損失を回避し、気候変動リスクの波及効果をより精緻かつ正確に計測する点に独自性がある。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### ■ 研究手法

EU は 2050 年までに気候中立を達成し、温室効果ガス排出を実質ゼロにする世界初の大陸となることが期待されるため、本研究では、EU を研究対象とし、まず、Bua et al. (2024) がニュース記事のテキストデータから作成した EU の物理的リスクおよび移行リスク指標を利用し、気候変動リスクを定量的に把握する。そして、株式指数、短期プライムレート、鉱工業生産指数、銀行貸出、M2 などをそれぞれ金融市場および実体経済の代表的変数として用い、気候変動リスクがこれらに与える波及効果を定量的に分析する。そのために、本研究は、従来の研究において広く用いられてきた Diebold–Yilmaz 波及ネットワーク分析 (Diebold and Yilmaz, 2014) を基礎とする。そして、本手法は VAR モデルに基づくものであるため、複数の観測頻度を同時に扱うために、Ghysels (2016) を参考に混合データサンプリング (MIDAS) アプローチを導入し、修正・拡張する。これにより、気候変動リスクが金融システムおよび実体経済に与える波及効果の大きさと方向性を計測する。さらに、ムービング・ウィンドウ法を使用し、その波及効果が時間とともにどのように変動するのかを明らかにする。

### ■ スケジュール

- ・2026 年 1 月から 2026 年 8 月：先行研究の取りまとめと分析手法の修正・拡張を行う。
- ・2026 年 9 月から 2027 年 3 月：分析に必要なデータを入手し、実証分析を行う。
- ・2027 年 4 月から 2028 年 3 月：原稿を執筆し、学会での報告を行い、学術誌に投稿する。
- ・2028 年 3 月：貴財団に最終報告書を提出する。

### ■ 成果物の形態

最後に本研究の成果として、まずは Working paper を作成し、その後、国内外の学会（日本ファイナンス学会、統計学会、Western Economic Association International など）での報告を行い、最終的には査読付きの海外ジャーナル（ABS3 以上）での公刊を目指す。

### 参考文献

Bua, Giovanna, et al. "Transition versus physical climate risk pricing in European financial markets: A text-based approach." *The European Journal of Finance* 30.17 (2024): 2076-2110.

Diebold, Francis X., and Kamil Yilmaz. "On the network topology of variance decompositions: Measuring the connectedness of financial firms." *Journal of Econometrics* 182.1 (2014): 119-134.

Ghysels, Eric. "Macroeconomics and the reality of mixed frequency data." *Journal of Econometrics* 193.2 (2016): 294-314.

助成コード等	2508 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	加藤政仁 中京大学経営学部准教授
研究テーマ	金融コングロマリットにおける資本・人的ネットワークがアナリストの情報生産機能に及ぼす影響

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

#### [研究の趣旨・目的]

セルサイド・アナリスト（以下、アナリストと表記）は、証券市場における重要な情報仲介者として、投資推奨や将来業績の予測を通じて、投資家に対して投資判断のための情報を提供する役割を担う。高度な分析能力や専門知識に基づくアナリスト情報は、多くの市場参加者の意思決定に影響を及ぼし、証券市場の価格形成やタイムリーな情報伝達の実現に大きく寄与していることが既存研究で明らかにされてきた（Brennan and Subrahmanyam 1995, Gleason and Lee 2003）。

しかし近年、アナリストの公正性や独立性に対する懸念が高まっている。特に、アナリストが所属する証券会社の他部門から受ける影響、すなわち利益相反の存在が、アナリストの情報生産機能に悪影響を及ぼしている可能性が指摘されてきた。例えば、Corwin et al. (2017) は、規制を利用した自然実験により、証券会社がクライアント企業との良好な関係を構築するために、アナリストに対して楽観的な投資推奨を公表するように圧力をかけていた可能性を示唆する証拠に示している。

本研究は、この利益相反問題に関して、既存研究で十分に検討されてこなかった銀行業と証券業を兼営する金融コングロマリットに焦点を当てる。日本では、1990年代末以降の規制緩和により銀行と証券会社の兼営が可能となり、大手金融グループでは銀行業務と証券業務を一体的に展開するようになった。銀行部門は企業への貸付や株式保有を通じて、証券部門とは異なる形で企業と深い関係を築いてきた。さらには、日本の金融機関では、長期的かつ安定的な銀行・企業関係の構築のため、役員派遣や兼任といった人的ネットワークの形成も進められてきた。こうした銀行・企業間の関係は、独立な立場であるべきアナリストが、公正な情報生産を行うことを阻害する一因となっている可能性がある。

本研究の目的は、こうした我が国の特徴的な金融コングロマリットに焦点を当て、公正であるべきアナリストの情報生産機能がグループ内の利害関係によってどのような影響を及ぼすのかを明らかにすることである。特に、日本特有の銀行・証券・企業間の関係に着目し、資本面での繋がり（貸付や株式保有）と人的な繋がり（役員派遣）を同時に取り扱う点に本研究の独自性がある。本研究は、既存研究では明らかにされていないアナリストの情報生産機能に対する資本・人的ネットワークの複合的な影響を解明するという新たな実証的証拠に提示し、資本市場の公正性と透明性の確保に向けた制度設計や利益相反管理のあり方に重要な示唆を与えることが期待される。

#### [参考文献]

Brennan, J. M., and A. Subrahmanyam, (1995), “Investment analysis and price formation in securities markets”, Journal of Financial Economics 38(3),

pp. 361-381

Corwin, S. A., S. Larocque, and M. Stegemoller, (2017), “Investment banking relationships and analyst affiliation bias: The impact of the global settlement on sanctioned and non-sanctioned banks”, *Journal of Financial Economics* 124(3), pp. 614-631.

Gleason, A. C., and C. M. C. Lee, (2003), “Analyst forecast revisions and market price discovery”, *The Accounting Review* 78(1), pp. 193-225.

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### [研究手法]

本研究は、日本の金融コングロマリットと企業間の資本ならびに人的ネットワークが、アナリストの情報生産機能に及ぼす影響を実証的に分析する。分析対象は、日本の証券市場に上場する企業のうち、少なくとも 1 名以上のアナリストによってカバーされている企業である。

アナリスト・カバレッジに関するデータは、「LSEG Workspace (旧: Refinitiv Eikon)」から取得する。アナリストデータの取得に関しては、一部でハンドコレクトが必要なことから、RA を雇用しサポートしてもらう。RA に係る費用は、本研究助成金で充当する。次に、金融コングロマリットと企業間の資本面での繋がり（貸付、株式保有）と人的な繋がり（役員派遣）に関するデータは、「NEEDS FinancialQUEST」ならびに「NEEDS 役員データ」から入手する。「NEEDS 役員データ」に関しては、現時点では申請者の利用環境が整っていないため、本研究助成金を充当して購入する。

推計モデルは、アナリストの投資推奨のバイアスを表す指標 (RelRec) を被説明変数とし、貸付比率・株式保有比率・役員派遣ダミー等を主要説明変数とする固定効果モデルを採用する。また、規制導入（例：Global Settlement や日本版フェア・ディスクロージャー規制）や役員派遣や株式保有の開始・終了といった事象を用いることで、投資推奨バイアスの内生性に対応する推定を行う。

### [スケジュール、成果報告]

2026 年 1 月～2026 年 3 月：既存研究の調査（再調査）、検証用データセットの構築

2026 年 4 月～2026 年 8 月：データ分析、論文執筆、学会報告に向けた準備

2026 年 9 月：学会報告（2026 年度日本経営財務研究学会）

2026 年 9 月～2027 年 5 月：論文修正（再検証含む）、学会報告に向けた準備

2027 年 6 月：学会報告（2027 年度日本ファイナンス学会）

2027 年 6 月～2027 年 7 月：論文修正（再検証含む）、投稿準備

2027 年 8 月：Pacific Basin Finance Journal（予定）への論文投稿

2027 年 8 月以降：査読対応、掲載に向けた改訂

助成コード等	2509 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	熊谷成将 西南学院大学経済学部経済学科教授 田近亜蘭 京都大学大学院医学研究科社会健康医学専攻准教授
研究テーマ	持続的な雇用不安が就労者の健康と家計に与える影響

### 【研究概要】

#### (1) 研究の趣旨・目的等

**研究の背景** 既存の研究 (Blundell et al. 2023 等) は、成人期の健康状態の悪化は収入に大きな負の影響を及ぼし、その影響は持続的であることと、収入減少は賃金低下よりも仕事量の減少に起因することを示している。その就労者の健康悪化の一因は持続的な雇用不安である。Kachi et al. (2018) は、雇用不安の持続はメンタルヘルスに悪い影響を及ぼし、子どもを持つ就労者においてその傾向が顕著であることを明らかにした。

厚生労働省 (2021) の推計によると、COVID-19 流行下に解雇や雇い止めを経験した者は、パートタイム労働者などの非正規雇用者を中心に約 9 万 8,000 人に上った。

Kumagai et al. (2025a) は、COVID-19 流行期のデータを用いて低所得、平日の睡眠時間減少と雇用不安は、悪い精神的健康状態を通じて健康状態の悪化と関連していることを明らかにし、これらの変化に注意を払う必要があることを示した。一方、Fukai et al. (2021) は COVID-19 流行期にホテル・レストラン業の失業者もしくはパート就労者が最も影響を受けたことを、川田 (2021) は COVID-19 流行期に休業では吸収しきれない労働需要低下の影響が金融不況期と同規模で観察されたことを報告している。

**研究の経緯** Kumagai et al. (2025b; paper presented at the IHEA 2025 Congress) は、ベースラインの共変量に回答者の学歴、企業規模、雇用契約の種類 (常勤、パートタイマー、派遣社員、契約社員等) や職場の事業内容を考慮して、COVID-19 流行期の短期および長期の雇用不安の決定要因を明らかにした。逆確率重み付け法を用いる二重ロバスト推定により、日本人就労者の短期および長期の雇用不安が就労者の健康に及ぼした影響をそれぞれ計測し、借金を抱えている就労者が 1 年以上の長期の雇用不安に陥ると、短期の雇用不安に直面した就労者よりも重篤な精神的健康状態になる確率は高いとの結論を得た。また、Kumagai et al. (2025b) は、COVID-19 流行期に解雇や会社倒産などによる失職を経験した者が従事した事業内容 (建設業や飲食業・宿泊業等) と短期および長期の雇用不安の関係を明らかにした。この分析により、雇用不安が長期化する傾向があった就労者が従事していた事業内容を特定することができた。

**研究の目的** 本研究は、Kumagai et al. (2025a, 2025b) の延長線上に位置し、感染症流行下の雇用不安感の大きさは就労者の就業形態や企業規模別で異なったことを念頭に置いて、就労者の健康を維持する政策を考察する。大きな経済ショックに見舞われた時、限られた予算制約の下では、総花的ではなく、健康維持政策の対象となる就労者に優先順位をつけて政策は実施されるのが望ましい。本研究の意義として、その順位の根拠となりうる分析結果を提示することができる。

#### (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

**研究手法** Kumagai et al. (2025b) と同様に、慶應義塾大学「日本家計パネル調査」のパネルデータセットを用いる。下記の分析を行うために 2023 年の個票データを追加する。

第一に、解雇や会社倒産などによる失職もしくは所得減少が、家計の収入と消費に与えた影響を計測し、雇用不安ショックが家計に与えた影響を分析する。日本の中高年者は、失業すると再就職が困難で失業期間が長くなる傾向があることが知られている。この点を念頭に置いて、Wagstaff(2007)に倣って、家計収入が雇用不安ショックにどの程度反応したか、そのショックから家計消費（食料消費を含む）がどの程度保護されて、家計が消費を平滑化できたかを調べる。

第二に、COVID-19 流行期以外の期間のデータ（雇用不安感の質問なし）を用いて、世帯主の入院という健康ショックが家計消費に与えた影響を計測する。世帯主の健康ショック軽減のために同居家族が労働供給行動を変化させた「家計内自己保険有り」に留意して家計の健康ショックに対する反応と雇用不安ショックへの反応を比較し、雇用不安ショックに対する家計消費の反応の特徴を明らかにする。

第三に、ドイツの長期のデータを用いた Mikucka et al. (2025) を参考に、身体機能の日常役割や主観的健康感などで構成する health index を作成して、雇用不安ショックを経験した就労者の、ショック後の健康回復過程を調べる。Mikucka et al. (2025) は、大半のドイツの就労者は雇用不安の短期的な健康への影響から回復したが、幾度も雇用不安にさらされた者については、その健康に対する負の影響が続いたことを示した。筆者が知る限り、第三の分析を行った日本人研究者はいない。雇用不安を経験した就労者が健康を回復するまでの期間の長さは、家計内自己保険の有無、雇用契約の種類や職場の事業内容によって異なると思われる。Mikucka et al. (2025) と異なり、本研究は、雇用不安ショック後の健康回復過程を調べる際に、雇用契約の種類や職場の事業内容を考慮できる。本研究は、就業形態等に固有の効果を評価し、健康回復に長い時間を要する就労者の特徴を明らかにして、健康維持が優先されるべき就労者の属性を示す。

**研究のスケジュール** 近日、2023 年の個票データ利用を申請し、同年を含むパネルデータセットを作って上記の第一・第二の分析に着手する。これらの分析を通じて、COVID-19 流行期における雇用不安ショックが就労者の健康や家計の収入・消費に与えた影響と、その決定要因を明らかにする。雇用不安ショックの影響を分析した論文を学会で発表後に英文査読誌に投稿する。論文投稿中に第三の分析を行い、健康維持が優先されるべき就労者の属性を示して、就労者の健康維持政策を考察する。

**予定している成果物の形態等** 日本国内で開催される学会における発表と Article Processing Charge（論文掲載料）が必要な英文査読誌への論文投稿を中心に活動する。

#### 主要参考文献

Blundell R., Britton J et al. (2023) J Hum Resour 58(1):282–334.  
Kachi, Y., Hashimoto, H. & Eguchi, H. (2018). Int Arch Occup Environ Health 91(8): 991–999.  
Kumagai N., Tajika A. & Jakovljevic, M. (2025a) BMC Health Services Research (doi:10.1186/s12913-025-13183-w).  
Mikucka M. et al. (2025) Scand J Work Environ Health. 51(2):68-76.  
Wagstaff A. (2007) J Health Econ 26(1):82-100.

助成コード等	2510 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	蔡越、新潟県立大学、国際経済学部、講師
研究テーマ	日本の投資信託市場におけるファンド間の資金配分効率性に関する研究

### 【研究概要】

#### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、日本の投資信託市場におけるファンド間の資金配分の歪み（非効率性）を数値で測定し、その発生メカニズムを「投資家の行動バイアス」と「運用会社の系列構造」という観点から多角的に解明することを目的とする。

金融庁の資産所得倍増プランに基づき、家計部門への適切な投資機会提供は喫緊の課題である。投資信託は個人の資産形成における重要な手段であるが、商品選択は個人投資家にとって極めて困難である。投資家は通常、過去の運用成績を参考に選択するが、この行動が必ずしも合理的でない場合、運用者の運用能力に見合わないファンド間の資金配分（市場非効率性）が生じる可能性がある。

Berk and Green (2004) は「投資家は優秀な運用者を合理的に探求している」とする理論を提示した。この理論では、投資家が過去の成績に基づいて優秀な運用者に資金を流入させると、運用者の超過収益は希薄化され、最終的に市場は効率的な均衡状態に達するとされる。しかし、近年の研究ではこの理論で説明できない非効率的な現象が多数報告されており (Roussanov et al., 2020; Song, 2020)、ファンド間の資金配分効率性について決定的な結論に至っていないのが現状である。

申請者の研究では、中国投資信託市場のデータを用いてこの市場非効率性と投資家厚生の関係を検証した (Cai, 2025)。投資信託の運用成績を、①運用者の運用能力による部分と、②市場全体の動向による部分に分解した結果、投資家は本来①のみを評価すべきであるが、実際には②の部分も運用者選択の基準に含めており、市場全体の好調さを「運用者の優秀さ」と誤認していた。この認知バイアスにより、投資信託会社は本来の価値を上回る年率約 3%の手数料徴収が可能となり、投資家の厚生損失が発生していることを明らかにした。

しかし、同研究には重要な限界がある。第一に、中国市場で観察された非効率性が日本の投資信託市場でも同程度に存在するかは検証されていない。第二に、仮に日本でも非効率性が確認された場合、その原因が投資家にあるのか、金融機関にあるのかは明らかでない。これらの課題解決は「貯蓄から投資へ」の政策推進において急務であり、科学的根拠に基づいた制度設計が求められている。本研究は、こうした問題意識から着想された。

### 参考文献

Berk, J. B., & Green, R. C. (2004). Mutual fund flows and performance in rational markets. *Journal of Political Economy*, 112(6), 1269-1295.

Cai, Y. (2025). The Effects of Misperceived Managerial Skills: Evidence from Chinese Mutual Funds. Waseda Institute of Political Economy, Waseda University.

Roussanov, N. L., Ruan, H., & Wei, Y. M. (2020). Mutual fund flows and performance in (imperfectly) rational markets?. Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative

Song, Y. (2020). The mismatch between mutual fund scale and skill. The Journal of Finance, 75(5), 2555-2589.

(2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

具体的には、以下の3つのステップで研究を進める。

**【ステップ1】資金分配非効率性の定量化**

1.データベースの構築: 株式会社金融データソリューションズのデータを用い、1997年以降の国内ファンドの日次データ（基準価額、純資産総額、設定・解約額等）を収集・整理し、大規模パネルデータを完成させる。

2.資金分配非効率性の測定: Berk and Green (2004) の理論モデルに基づき、各ファンドの「最適規模」を推定する。このモデルにおける最適規模とは、ファンドマネージャーのスキルによる超過リターンが、規模拡大に伴うコスト（非効率性や手数料）と釣り合う点を指す。そして、実際のファンド規模とこの最適規模との乖離を「資金分配非効率性指標」として算出する。この指標が、ステップ2以降の分析における被説明変数となる。

**【ステップ2】要因分析①：投資家サイドの行動バイアスの影響**

1.投資家バイアスの定量化: ファンドのリターンと資金フローのデータを用いて、投資家が利益確定を急ぎ、損失確定を先送りする傾向（気質効果）の強さを、ファンドごとに数値化する。具体的には、気質効果の根本的な原因とされる「プロスペクト理論」に基づいて投資家の心理的な価値評価を数値化する。

2.回帰分析による仮説検証: ステップ1で算出した「資金分配非効率性指標」を被説明変数、本ステップで定量化した「気質効果の強さ」を説明変数として回帰分析を行う。これにより、投資家の非合理的な意思決定が、ファンドを過大・過小評価させ、市場全体の非効率性に繋がるミクロ的メカニズムを解明する。

**【ステップ3】要因分析②：運用会社サイドの構造的要因と成果の統合**

1.運用会社要因の分析とモデルの拡張: 全ファンドを「系列」と「独立系」に分類し、この属性を示すダミー変数をステップ2の回帰モデルに投入する。これにより、強力な販売網を持つ系列ファンドが、最適規模を超えて資金を集めやすい傾向にあるか（主効果）を検証する。

2.要因の相互作用分析: さらに、「気質効果」と「系列ダミー」の交差項をモデルに加え、投資家の行動バイアスが系列ファンドにおいて増幅されるか（相互作用効果）を分析する。これにより、投資家と運用会社という二つの主体がどのように相互作用し、市場の非効率性を生み出しているのかについて、包括的な知見を得る。

研究スケジュールについては、初年度は分析を行い、その成果を初年度に学会報告を行いながら分析を精緻化し、論文にまとめる。次年度には、作成した論文を国際査読誌に投稿し、最終的には査読付きの海外学術誌での公刊を目指す。

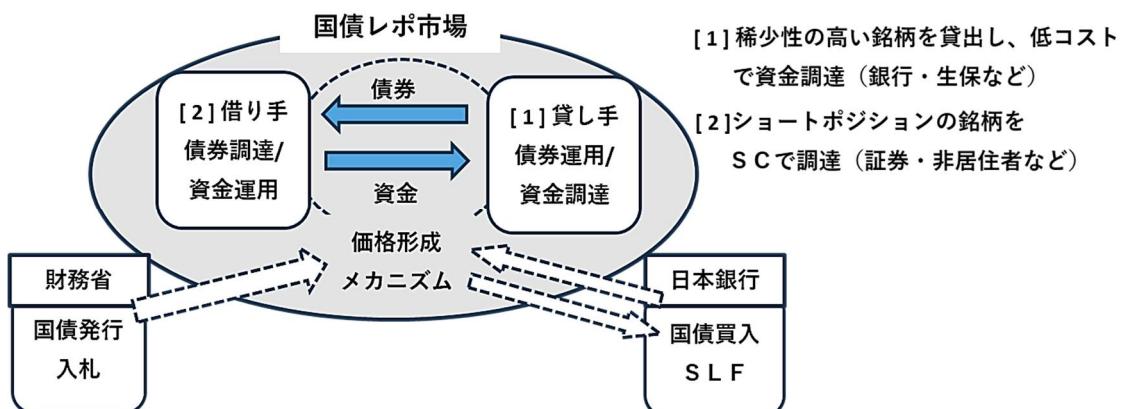
助成コード等	2511 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	篠潤之介 早稲田大学国際教養学部准教授 鷹岡澄子 成蹊大学経営学部教授
研究テーマ	わが国レポ市場における近年の価格決定メカニズム：日中個別取引データを用いた分析

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等 (※参考文献は(2)の末尾にまとめて記載)

国債レポ市場は、資金と国債を一定期間交換する取引を通じて、短期金融市場と国債現物市場を結び付ける役割を担っている（下図表）。レポ市場における価格（レポレート）は、金融機関の資金調達コストや、債券調達を行う証券会社や非居住者の空売りコストに直結している。そのため、国債レポ市場の市場機能や価格形成メカニズムを解明することは、学術的・実務的・政策的にみて、必要不可欠なテーマである。

(図表) 本研究の全体感



グローバル金融危機後、金融システムや金融政策の波及経路におけるレポ市場の重要性が再認識されるに伴い、同市場における価格形成や金融機関行動についての学術研究は、国際的にみても蓄積が進みつつある（例えば以下の参考文献[1][2]）。本研究では、こうした既存研究も踏まえつつ、主にSCレポ市場における日中の個別取引別データを用いて、価格決定要因や価格形成メカニズムを実証的に明らかにする。とりわけ、近年のわが国金融市場における重要な論点も考慮し、以下の点に着目する。

- (i) 日中の秒単位の個別取引レベルでみたときに、国債発行入札や日本銀行の国債補完供給（SLF）といったイベントは、どのような時間軸で、どの程度のインパクトでレポ市場の価格形成に影響を与えたか。また、こうした影響には、銘柄間の代替性を通じたスピルオーバーがどの程度みられたか。
- (ii) 日本銀行の量的質的金融緩和の終了（2024年3月）を受けた国債買入れの減額や、SLFの利用状況の変化は、レポ市場のレート形成にどのような影響を与えたか。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

**【研究手法】** まず、ジェイ・ボンド東短証券が提供する SC レポの日中個別取引データ（レート、取引量、約定時刻）をベースに、日本銀行の銘柄別国債保有残高・国債補完供給の銘柄別利用実績、財務省の国債入札スケジュールと結果、等をマージしてデータセットを構築する。

推計モデルは、日中取引データを用いて GC レポレートを分析した参考文献 [1] のモデルを基に、対象を SC レポに拡張した以下のモデルをベースラインモデルとする：

$$Repo\ Rate_{i,h,t} = c + \sum_h a_h D_h + \sum_h \beta_h D_h E_{i,t} + \gamma X_{i,t} + TimeFE_t$$

上式において、添字  $i$  は銘柄、 $t$  は取引日、 $h$  は約定時間帯（例えば 1 時間刻み）である。被説明変数  $Repo\ Rate_{i,h,t}$  は銘柄  $i$  についての  $t$  期、時間帯  $h$  で約定された SC レポレート（または GC-SC スプレッド）である。係数は  $a_h$ ,  $\beta_h$ ,  $\gamma$  であり、 $D_h$  は約定時間帯が  $h$  であれば 1 をつけるダミー変数、 $E_{i,t}$  は  $i$ （あるいは代替的な銘柄）で SLF 利用や発行入札があったときに 1 をつけるダミー変数、 $X_{i,t}$  は銘柄・取引日ごとに変化する変数、 $TimeFE_t$  は時間固定効果である。上記モデルを推計することで、SLF や発行入札が SC レポレートに与える影響を、その時間構造を含めて推計する。また、日銀の国債保有比率を含めることで、それが SC レポレートに与えた影響も定量化できる。

GC-SC スプレッドを被説明変数とした既存研究としては、参考文献[3][4]があるが、本分析では、日中の約定時間ごとの詳細な取引情報を活用することで、レポレートの形成メカニズムを明らかにする。特に、国債入札発行の結果公表や、SLF 利用の時間的なフローを明示的に考慮し、それがレート形成に及ぼす影響を把握する。

**【スケジュール】** 現時点で想定しているスケジュールは以下のとおりである。

- ・助成決定（2025 年 12 月）から 2026 年 3 月：データベース作成とパイロット推計
- ・2026 年度上半期：詳細な推計と結果の導出、仮説の再構築
- ・2026 年度下半期：英文論文初稿完成、海外・国内学会発表
- ・2027 年度中：海外・国内学会発表、英文論文リバイス・掲載、日本語論文公表

**【成果物の形態等】** 金融・ファイナンス分野のトップジャーナル（英文学術誌）への掲載（優先的）、海外・国内での学会発表（複数回）および日本語論文・レポートでの研究成果のまとめ、等を念頭においている。

### 【参考文献】

- [1] A. Dufour, M. Marra and I. Sangiorgi (2019) “Determinants of intraday dynamics and collateral selection in centrally cleared and bilateral repos,” Journal of Banking and Finance.
- [2] H. Zhiguo, S. Nagel and Z. Song (2022) “Treasury inconvenience yields during the COVID-19 crisis,” Journal of Financial and Economics.
- [3] 衣笠慧, 長野哲平 (2017) “SC レポ市場からみた国債の希少性,” 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ.
- [4] 末政駿, 金重信汰, 吉澤謙人 (2025) “日本銀行の国債補完供給の要件緩和措置がレポ市場における国債需給に及ぼす影響,” 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ.

助成コード等	2512 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	高山直樹 一橋大学経済研究所准教授 高橋悠太 一橋大学経済研究所講師
研究テーマ	政府資産・債務の実効利回りの推定：財政の持続可能性の再検討

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、日本の財政が中長期的に持続可能かどうかを新たな視点から再検討することを目的とする。日本は世界的に突出した規模の政府債務を抱えており、国際通貨基金（IMF）によれば、2023年時点での日本の政府債務残高対GDP比は発展途上国を含めた全世界でみても最も高い水準に達している。しかし、財政の健全性を正確に評価するには、債務残高の水準だけでなく、債務の種類別に異なる利回り等の借入コスト、さらには政府が保有する資産の構成や利回りまで考慮した上で、マクロ経済モデルによる分析を行う必要がある。

従来のマクロ経済学研究では、こうした政府の借入コスト構成や資産の収益構造を実証的に満足な水準で考慮してきたとは言い難い。例えば、Mian et al. (forthcoming, *American Economic Review*)のように国際的評価の高い研究であっても、政府資産を無視してグローバルの政府債務のみ考慮し、政策金利がゼロ金利制約下であるからといって既発行や長期ゾーンでの国債利回りはゼロにはならないことを無視して借入コストを一律ゼロと仮定している。また、Chien et al. (2025)は日本政府の資産・債務両側の利回りを集計したことで話題となつたが、政府資産の利回りとして単純に非政府資産の利回りがあてられているようなところも多く、国民経済計算や政府財政統計、資金循環等の体系的経済勘定を十分利用しているとは言い難い。こうした単純化に基づいた分析では、実際に政府が直面している資産・債務の実効的な利回りとは乖離した条件を前提とすることになるため、日本財政の持続可能性を正しく評価できない可能性がある。

本研究では、こうした既存研究で十分注意が払われてこなかった、日本経済の体系的勘定に多種多様な政府資産・債務が記録されている事実を正面からとらえて、それぞれの利回りを整合的に推定し、マクロ経済モデルによる財政の持続可能性評価をより正確に行うことを目指す。

本研究の成果は、マクロ経済学研究への貢献にとどまらず、予算編成から国債管理に至る財政政策、公的年金積立金の運用を含む社会保障政策、伝統的・非伝統的を問わない金融政策等の企画立案に幅広く有益なエビデンスを提供することが期待される。

#### (参考文献)

Mian, A., Straub, L. and Sufi, A. "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits," *American Economic Review*, forthcoming.

Chien, Y., Cole, H. L. and Lustig, H. "What about Japan?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper* 2023-028.

### (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究は、国民経済計算、政府財政統計、資金循環といった体系的経済勘定から得られるデータに基づく日本の政府資産・債務の実効利回りの推定と、その推定結果を取り

込んだ構造的なマクロ経済モデルによる日本財政の維持可能性の分析という二段階で遂行する。

採択から 2026 年度末までは日本の政府資産・債務の実効利回りの推定を行う。第一に、中央政府・地方政府・社会保障基金からなる一般政府と中央銀行を含む公的金融機関を合算した広い定義の統合政府を分析の対象として、個別機関の財務情報の機械可読化なども行いつつ、可能な限り政府内の持ち合い資産を相殺したバランスシートを体系的経済勘定をベースに作成する。次に、このバランスシート上の債務証券や株式といった種類別の保有資産・債務のストック（残高額）に対して、それぞれから生じるフローの収益／コストをやはり体系的経済勘定に基づいて推計する。そして、これらストックとフローの推計結果を用いて資産種類別と政府資産・債務全体での実効的な利回りを推計する。

実効的な利回りが得られた後は、年度内を目途に上述の Mian らや Chien らの研究における前提や結果について実証的な検証を行い、その結果をまとめた論文の草稿を作成する。例えば、Mian らは、日本政府の借入コストをゼロとみなし、その下ではグローバルの政府債務利回りより経済成長率の方が有意に高くなることを前提において、日本は対 GDP 比で最大 2.5%程度まで恒久的に基礎的財政収支赤字を増加させても政府債務が自動的に安定する「フリーランチ」政策が可能という主張をしているが、この前提が適切かを検証する。また、Chien らは、日本政府は債務の利回りを大幅に上回る利回りを資産から得ており、資産による収益から債務へのコストを差し引いたネットの収益が対 GDP 比で 6%を超える、と主張しているが、この妥当性についても検討する。この段階から、応募者らが主催する国際研究交流プラットフォームである Seminar in Macroeconomics を含めた国内外の研究会・学会での報告を開始し、実務家を含めた専門家からのフィードバックを得る。

続く 2027 年度は、まず家計および企業の行動を明示的に捉える構造マクロ経済モデルを構築する。このモデルでは、経済主体が互いに異質であることを許容し、リスク回避やライフサイクルに基づく家計貯蓄行動に加えて、企業が貯蓄を行う部門となっている事実を明示的にモデル化する。これにより、財政収支に加えて民間部門の貯蓄投資バランスの決定メカニズムも内生的に考慮した包括的な分析が可能になる。

次に、第一段階で推計した日本の政府資産・債務の実効利回りと整合するようにモデルのパラメータを設定し、定量的なシミュレーションを行う。具体的には、現状維持や支出削減、税・社会保険料率の引上げ等、様々な政策シナリオをモデルに与え、家計・企業の最適反応を考慮する下で、それぞれの場合で日本財政の維持可能性を評価する。

最後に、ここまで得られた知見から、財政の維持可能性を制約条件とすると、財政政策、社会保障政策、金融政策をどう運営するのが望ましいかについて現実的な政策的含意を導出する。そして、第一段階でまとめた草稿に第二段階での成果を追加して投稿論文を完成させ、国際的に評価されている査読付き英文学術誌への掲載を本研究の成果物とすることを目指す。

助成コード等	2513 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	高山遙 ニューヨーク州立大学オルバニー校経済学部 Assistant Professor Stephen Ross Yeaple ペンシルベニア州立大学 経済学部 Professor
研究テーマ	プライベート・エクイティとクロスボーダーM&A：国際投資行動の新しい特徴

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

背景および目的 現在、多国籍企業が先進国を相手に投資する際には、現地企業の合併・買収 (Mergers and Acquisitions, M&A) を通じて市場に進出するというのが主要な手段の一つとなっている。このようなクロスボーダーM&Aの評価については、経済学者あるいは政府の政策決定者の間で未だコンセンサスが得られていない。受け入れ側の企業にとってのM&Aの便益としては、買収企業と被買収企業との間での無形資産(知的財産やブランド)のシナジー(相乗効果)を挙げることができる。一方、受け入れ国における国レベルでの懸念としては、外資企業の目的(企業利益の最大化)と国家安全保障や国内での雇用維持といった政府の政策目標との齟齬が考えられる。

こうした懸念は、買収側の企業がプライベート・エクイティ(PE)企業である場合にはより強く主張されることが多い。ここでPE企業とは、買収後に被買収企業の価値を高めて売却することで収益の獲得を目指す投資ファンドのことである。企業(あるいはその資産)の売却を目的に買収を行う外資企業は時に否定的なニュアンスで「ハゲタカ」と呼ばれ、被買収企業の利害関係者を犠牲にしながら短期的な業績改善を図る存在とみなされることも多い。「ハゲタカ」がもたらすコストとしては、買収された企業の大幅な雇用削減や、過度な借入によるリスクの増大、製品の品質低下などがエピソードとして頻繁に挙げられる。世界的に、近年のクロスボーダーM&Aに占めるPE企業の比率は上昇傾向にある。その一方、学術的には、彼らの投資行動が通常の多国籍企業による買収とどのように異なるのかについて十分な解明がなされていない。

製造業やサービス業などの多国籍企業(以下、伝統的多国籍企業と呼ぶ)によるM&Aは、自身の海外進出のために、被買収企業から(自身の既存事業と補完的な)ブランド力・顧客・先端技術などの無形資産を獲得することを目的として行われることが多い。これに対し、PE企業は無形資産の獲得や長期的な経営改善による利益ではなく、企業の事業再編を通じた短期的な売買差益を得ることを目的とすると考えられる。こうした背景を踏まえ、本研究は、PE企業によるクロスボーダーM&Aが伝統的多国籍企業による買収とどのように異なるかを、体系的かつ実証的に明らかにすることを目的とする。

本研究の独自性 國際経済学の既存研究においては、PE企業を含む金融部門の企業は短期的なポートフォリオ投資を行う主体とみなされ、実体経済を重視する経済分析の対象外とされてきた。そのため、PE企業の投資行動を実体経済から評価する研究は少なかった。しかしながら、PE企業の投資は近年において特に、製造業やサービス業の企業の買収・再編を通じて実体経済への影響をもたらしている。本研究は、既存研究に

において残されたこの課題に取り組む。また、Nocke and Yeaple (2007) や Takayama (2024) の既存理論は、多国籍企業が買収を通じて経営手法や無形資産を被投資国に移転する点に着目してきた。しかし、PE 企業が移転するのは主として経営手法に限られる。本研究において、我々はこの相違を反映した新しい直接投資のモデルを提案する。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

研究手法 Orbis M&A データベースを用い、2000 年から 2024 年に行われた全世界のクロスボーダーM&A 案件を収集し、分析対象とする。先行研究の一つである Head and Ries (2008) は、買収企業は距離が離れた国にある被買収企業をマネジメントすることが難しい点に着目している。彼らは、距離の遠い国どうしでは買収が起きにくく、M&A 取引量が国際貿易の実証研究で頻繁に用いられる「重力方程式(gravity equation)」に従うことを示した。我々はこのモデルを拡張し、伝統的多国籍企業と PE 企業の投資行動を比較することで、国境を越えた企業買収を促す要因や買収戦略の違いを分析する。

予備分析の結果 簡易的な重力方程式による回帰分析の結果、PE 企業によるクロスボーダーM&A は投資対象国や買収対象とする企業の産業特性が伝統的多国籍企業による M&A とは異なることが確認された。具体的には、伝統的多国籍企業が距離の遠い国や異なる言語を話す国に対して投資を減らすのに対し、PE 企業はそのような投資障壁が高い国に対しても他の国と同様に投資を行っている。また、PE 企業は、買収によるシナジーが低いと予想される（無形資産の保有率が低い）産業に対しても積極的に投資を行う傾向が観察され、伝統的多国籍企業との行動原理の違いがみられる。これらの予備結果を基盤に、今後は理論モデルの構築と計量分析を発展させる予定である。

スケジュール・成果物 2026 年には Head and Ries (2008) の理論モデルを拡張し、構造重力モデル (structural gravity model) を推定する。2027 年には論文投稿を開始するとともに、米国および日本国内で精力的に発表を行う。最終的には、査読付き国際学術誌での出版を目指す。

## 参考文献

Head, Keith, and John Ries. “FDI as an outcome of the market for corporate control: Theory and evidence.” *Journal of International Economics* 74, no. 1 (2008): 2–20.

Nocke, Volker, and Stephen Yeaple. “Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct investment: The role of firm heterogeneity.” *Journal of International Economics* 72, no. 2 (2007): 336–365.

Takayama, Haruka. “Greenfield or Brownfield?: FDI Entry Mode and Intangible Capital.” Working Paper (2024).

助成コード等	2514 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	瀧川拓史 神戸大学大学院経済学研究科講師
研究テーマ	損失回避行動を踏まえた最適所得税と再分配政策の設計

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

#### 【要旨】

本研究の目的は、参照点依存による損失回避行動を考慮した場合の最適所得税の理論的枠組みを提示し、政策設計への含意を導くことである。SNSなどの普及による不平等感の高まりや物価変動が人々の行動に与える影響を明示し、現代社会に即した所得税・再分配政策の設計に直接的な含意を与える。

#### 【目的と背景】

行動経済学における損失回避を最適課税理論に応用することで、「他人を意識することで所得は増えるが、社会全体の厚生は低下してしまう」、といった従来の理論ではうまく説明できない現象を踏まえた所得税と再分配の最適な制度設計を分析する。SNSなどの普及により、周囲との比較や不平等への意識が高まる中、人々が他者との比較の中で行動を変えるということは重要な要素であり、現実に即した最適な政策を考える上でも考慮すべき問題である。特に、ある所得レベルを参照点とするとき、それに満たない場合にその差を小さくしようとする損失回避行動は行動経済学の中でも最も基本的な考え方の一つであり、Tversky and Kahneman(1991)によって提唱されて以降、多くの研究において理論的、実証的に示されてきた。

そして、近年の行動経済学の発展に伴い、周囲との比較や相対的な立ち位置が効用に大きな影響を与えることがわかってきた。例えば、Luttmer(2005)によると、同じ年収だとしても、周囲の人々の収入が上昇することで、自身の幸福度が相対的に低下することが実証的に示された。また、Langtry(2023)は、周囲との比較をより強く意識することで、消費の平均に対する損失回避により自身の消費も増加するが、社会全体の厚生は低下することを理論的に示した。イースタリン・パラドックスのように、所得の増加が必ずしも幸福度の上昇につながらない、ということは以前から指摘されている考え方であるが、こういったある意味で非合理的な個人の行動を反映させた最適課税理論の研究は限られている。

#### 【新規性と貢献】

本研究の新規性は、損失回避を Mirrlees モデルに組み込み、政府と労働者の間に情報の非対称性がある状況で最適な所得税を設計する点にある。これまで誤認識や現在志向バイアスを扱った研究はあるものの、損失回避を取り入れた最適課税理論の研究が存在しないため、先行研究の明確な空白を埋めるものである。Mirrlees モデルでは、経済的な効率性と公平性のトレードオフを考慮した上で社会厚生を最大化するような所得税を設定するが、その際に税率に対する労働者の所得弾力性が重要な役割を果たしており、損失回避による労働供給の変化は分析に大きな影響を及ぼす可能性が高い。

また、近年の世界的な物価上昇は生活水準を維持するためのコストも増加させ、個人

が必要とする所得レベルも短期間で急激に変化している。本研究では、Mirrlees モデルを前提として、周囲の人々の平均所得などを参照点とした場合の個人の行動の変化を考慮し、各個人が異なる参照点を設定した場合の最適な所得税および再分配への影響を分析する。特に、Langtry (2023) では、周囲の人々の平均の変化と損失回避による自身の行動の変化、それに伴う社会厚生の影響を理論的に示しており、こういった変化を考慮した場合に最適な所得税が従来のものと比較してどのように変化するか分析することは、現代の人々の行動を反映した経済学理論を構成する上でも重要である。

最終的に本研究は、社会的比較が強い環境やインフレ局面において、再分配を強化すべき条件や適切な税率水準を提示し、税制改革や格差是正政策の具体的な指針を提供することを目指す。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### 【研究手法と期待される結果】

本研究では、個人が周囲の平均所得を参照点とした場合に、参照点の変化や意識の強さが最適課税・再分配に与える影響、ひいては社会厚生への影響を理論的に分析し、シミュレーションで数値的に示す。

具体的には、理論分析において、Langtry (2023)に基づく参照点依存型効用関数を Mirrlees モデルに応用し、Jacquet et al. (2013) の手法に従って最適税率を導出する。その際、税率変化による 1. 労働供給、2. 労働参加・退出、3. 税収と再分配に伴う厚生変化、の 3 点を考慮する。

数量分析では、日本の JHPS/KHPS や米国 CPS の家計データを用いて賃金分布を推定し、参照点を平均所得とした最適税率をグラフにより可視化する。さらに、物価上昇や比較意識の強さをパラメータで調整し、税率や再分配の動きを比較する。景気変動やインフレによる参照点の変化と、それに伴う行動変化を考慮することで、財政政策に資する具体的な設計指針を提示できる。特に、損失回避が所得増加と厚生低下をもたらすため、従来モデルより再分配が強化され、税率も上昇する可能性がある。

### 【スケジュール】

2026 年度に分析と草稿執筆を行い、国内学会で報告しつつフィードバックを反映させる。2027 年度には国際学会でも報告し、早期にワーキングペーパーを公表する。同年度中に国際誌へ投稿し、その後の刊行に向けて査読を進める。

### 【予定されている成果物の形態】

助成期間内には、学会報告とワーキングペーパー公表を予定する。最終成果物は国際誌での論文掲載だが、査読に時間を要するため、刊行は助成期間後となる可能性が高い。また、成果を専門外の政策担当者や一般向けにも還元するため、政策的含意をまとめたサマリーを公開し、学術成果と政策実務の接点を強調する。

助成コード等	2515 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	戸田アレクシ哲 エモリー大学経済学部教授 岸慶一 関西大学経済学部准教授 平野智裕 ロンドン大学ロイヤル・ホロウェイ校経済学部准教授
研究テーマ	技術革新と株価バブルの発生と崩壊

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

資産価格バブルとは、市場で取引される資産価格が配当の割引現在価値で定義されるファンダメンタル価値から乖離する状況を言う。歴史的には、1720 年にフランスで起きたミシシッピ・バブル、同年にイギリスで起きた南海バブル、1840 年代イギリスの鉄道狂、1890 年代イギリスの自転車熱、1920 年代アメリカの株価バブル、1980 年代日本の株価・地価バブル、1990 年代アメリカの IT バブルなどがよく知られている。これらの歴史的な例を考察すると、株価バブルが生じている時期と技術革新の時期が重なっていることがわかる。例えば、南海バブルの際は大西洋貿易や海上保険が発展した。鉄道狂では、鉄道ネットワークが広がって移動コストが劇的に下がった。自転車熱では、ゴムタイヤが発明され、その後の自動車や航空機の発展に寄与した。1920 年代には、電力・自動車・家電製品・大量生産方式など様々な技術革新が起きた。1990 年代には、コンピュータやインターネットが劇的に発展したのは言わずもがなである。昨今の人工知能 (AI) ブームも同様と言って良いだろう。なお、1980 年代の日本の株価・地価バブルの際には明らかな技術革新は見当たらないが、資本取引の規制緩和、先物取引、転換社債、デリバティブなど金融面での革新はあったと言っても良いだろう。

当研究「技術革新と株価バブルの発生と崩壊」では、大きな技術革新が生じ、その波及効果がマクロ経済全体に行き渡る過程でマクロ的な株価バブルが生じ、技術革新の波及効果が飽和するとともに株価バブルが崩壊する。このメカニズムを捉えるマクロ金融理論構築を目指す。技術革新の波及過程の特徴は、異なる生産要素、異なるセクターが異なる率で成長していくアンバランス成長であり、株価バブルの特徴は、盛り上がってしていく生産要素や部門の株価にバブルが生じる点である。加えて、株価バブルを伴うマクロ動学は、マクロ経済がバランス成長経路から一時的に乖離した状態として理解できることも示す。

バブルという言葉はマスメディアでは頻繁にみられるものの、主流のマクロ経済理論では、バブルはそもそも生じない、たとえ生じる場合であっても、それは特殊な状況下のみである、という見方が支配的である。実際、1997 年に *Econometrica* に掲載された Santos and Woodford (1997) “Rational Asset Pricing Bubbles” という影響力の強い論文は、バブル不可能性定理を証明している。この定理が示唆しているのは、合理的な経済主体を考える限り、株式・土地・住宅と言った実物資産にバブルが起こることを理論的に証明することは根本的に難しいということである。こういったことから、主流のマクロ金融理論では、株価、地価、住宅価格などの資産価格は常にファンダメンタル価値を反映しているはずだという固定観念があるように見える。

こうした主流の見方を根底から変えるマクロ金融理論を打ち立てたのが、Journal

of Political Economy に掲載された Hirano and Toda (2025) “Bubble Necessity Theorem” である。Hirano (平野) と Toda (戸田) は、本研究の共同研究者である。Hirano and Toda (2025) は、資産価格バブルの必然性という新しい概念を打ち立てた上で、代表的な現代マクロ理論の様々な枠組みで、バブル必然性定理を証明した。バブル必然性は、バブルが起こるかもしれないというバブル可能性の概念とは根本的に異なる。例えば、貨幣はファンダメンタル価値がゼロの純粋バブルである。価格ゼロにもなりえるし、いずれ価格ゼロに向かうこともあり得るし (ファンダメンタル価値に等しくなる)、ずっと正の価格が付くこともあり得る。バブルが起こる必然性はない。それに対して、実物資産を考えたとき、バブル必然性が意味するのは、ファンダメンタル価値に等しくなる、いずれ等しくなるということは起こり得ず、資産価格は必ずファンダメンタル価値から乖離する。そうなる場合しか起こり得ないということである。Hirano and Toda (2025) の定理は、資産価格はファンダメンタル価値に等しくなるはずだというマクロ金融学界で広く浸透した固定観念は根本的に間違っているということを示唆する。

本研究は、Hirano and Toda (2025) が打ち立てたバブル必然性の概念を、経済全体の不確実性がある状況下に拡張し、技術革新という経済の基礎的条件の変化こそが必然的に株価バブルの発生と崩壊を生み出すことを示したい。この点も、期待のみで生じる純粋バブル (貨幣) の話とは本質的に異なる。

また、将来バブル崩壊が予期されているにも関わらず、ある条件が揃うと (株価バブルの場合は技術革新)、確率バブルが必然的に生じる条件の一般定理の証明も目指す。これは Hirano and Toda (2025) のバブル必然性定理に、不確実性を組み込んだケースの一つに当たると言って良いだろう。さらに、バブルが長期間続くほど、将来に巨大崩壊が到来するが、その性質それ自体が、そもそも確率バブルが生じるための条件であることも明らかにしたい。

最後に、本研究を進めるにあたって、経済成長理論の専門家である岸を共同研究者として招聘し、共同研究を進めたい。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

研究手法は理論的なモデル構築 (数学的証明など)、及びモデルの数値計算例である。スケジュールとしては、モデル構築や論文執筆は 2026 年の春頃までを目標とする。欧米の学会は春から夏に集中する傾向があるので、2026 年初頭には学会やワークショップ (General Equilibrium and Its Applications, Western Finance Association, Society for Economic Dynamics, Econometric Society North American Meeting, Macro Finance Societyなどを想定) に応募し、夏に研究報告した上で、同時に専門誌 (経済学 5 大誌のどれか) への投稿を目指す。

助成コード等	2516 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	中田里志 東京理科大学経営学部准教授
研究テーマ	制約を伴う協力関係下における利得配分の応用分析

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

「人々の間で希少な経済資源および経済活動から発生する利益をどのように配分すべきか」という問いは、経済学において根源的なものであり、これまで様々なアプローチによる回答が提案されてきた。協力ゲーム理論はその一つであり、特に配分方法の望ましさを「公理」とよばれる数学的な命題に落とし込み、その理論的根拠を模索する公理的分析の方法論を与えていた。

通常の協力ゲームの分析では、まず注目している集団の一部(以下ではこれを提携とよぶ)が協力を行なった際に(最大限)得られる経済的な利益を特性関数とよばれる数学的枠組みで記述する。このとき、集団内の人々は互いにどのような提携も築くことが可能であると暗黙に仮定されている。

しかし、現実にはこの仮定は強すぎる場合がある。例えば、人々が協力を行うためには互いのコミュニケーションが必要であるが、通常コミュニケーションが取れる間柄の人は限られている場合が現実的である (Myerson, 1977)。また、企業内での経済活動に先立つ意思決定においては、部下は上司からの承認を得る必要があるだろう (Gilles, Owen, and van den Brink, 1992; van den Brink and Gilles, 1996)。

このような場合には、仮に理論的にはある提携が形成可能であり、またそこから得られる利益を見積もることができたとしても、現実的には提携形成が制限されるであろう。

本研究課題では、このように協力関係に制約を伴う場合における利得/資源配分の問題を扱う「制約つき協力ゲーム理論」の進展を目指し、特に応用的側面を重視する。制約つき協力ゲーム理論は、例えば隣接分野であるマッチング理論でこの十数年のホットトピックである制約つきマッチング理論とも密接に関係する (Kamada and Kojima, 2017)。特に、マッチング理論で従来望ましいマッチングの概念として考えられてきた安定性は、協力ゲームにおけるコア配分に対応するものである。制約つき協力ゲーム理論の発展は、こうした応用分野に対して新たな洞察を与える上でも有益だと考えられ、その理論的な進展は社会実装を考える上でも重要な課題である。

### [参考文献]

- Myerson, R. B. (1977). Graphs and Cooperation in Games, *Mathematics of Operations Research*, 2(3), 225–229.
- Gilles, R. P., Owen, G., and van den Brink, R. (1992). Games with Permission Structures: The Conjunctive Approach, *International Journal of Game Theory*, 20, 277–293.
- van den Brink, R., and Gilles, R. P. (1996). Axiomatizations of the Conjunctive Permission value for Games with Permission Structures, *Games and Economic Behavior*, 12, 113–126.

- Kamada, Y., and Kojima, F. (2017). Recent developments in matching with constraints. *American Economic Review*, 107, 200–204.

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### ①研究手法

制約つき協力ゲーム理論の分析は、通常の特性関数のみに基づいた分析に加え大まかに次の三つの視点が新たに必要となる。

(i) どのような提携が実現可能であると考えるか。

(ii) ある提携が実現可能であるとして、そこで生じる利益をどのように計算すれば良いか。

(iii) 最終的にどのような配分方法を適用すれば良いか。

本研究課題では、応用的側面を重視した(i)の記述を模索する。それに基づき具体的な問題に対して、特に伝統的に用いられてきたシャープレー値やコア配分がどのような配分を提示するかを示す。

### ②スケジュール

研究期間は2年間とし、前半1年と後半1年で以下のように段階的に研究を進める。

・1年目：上記に記載した、(i)の問題を重点的に考察する。申請者はすでにこの数年当該分野のいくつかの成果論文をすでに公刊していることから、すでに十分なバックグラウンドがある。1年目は、この蓄積をさらに深化させ、論文の原形をまとめることを目指す。

・2年目：1年目に得た基礎的な分析結果をもとに、具体的な応用分析を行うことを目標とする。ここで得られた結果は、各種国際学会・ワークショップで発表する。また、申請者の共同研究者(David Lowing 氏, Kevin Techer 氏), 国際的にも当該分野の専門家であり繋がりのあるPhillipe Solal氏, Rene van den Brink氏, Encarnacion Algaba氏からコメントをもらう。その後、各種コメントに基づいてことでより質の高い論文にまとめた上で、国際査読つき雑誌へ投稿する。

### ③ 予定している成果物の形態等

予定する成果物の形態は、②の2年目のスケジュールに記載した国際査読つき雑誌からの成果論文公刊を最重要目標として目指す。また、当該論文を日本語で平易に解説した解説論文もしくは書籍の形式で出版する機会も模索する。

助成コード等	2517 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	福川裕徳 一橋大学大学院経営管理研究科教授 檜山 純 北海道科学大学未来デザイン学部教授 亀岡恵理子 東北大学大学院経済学研究科准教授 松尾慎太郎 東北公益文科大学公益学部准教授 中村智彰 高知工科大学経済・マネジメント学群講師
研究テーマ	SEC会計・監査執行通牒（AAER）に基づく不正会計・監査の失敗分析

## 【研究概要】

### （1）研究の趣旨・目的等

不正会計は、監査研究において極めて重要なテーマであり、その防止・発見・是正を通じた財務報告の信頼性の確保は、資本市場の健全な発展に不可欠である。これまで、不正会計が発覚する度、法規制の強化や監査基準の改訂がなされ、内部統制やコーポレートガバナンスによる対応、財務諸表監査手法の改善がグローバルに標準化された形で進められてきた。しかしながら、こうした取組みにもかかわらず、企業による不正会計とそれに伴う監査の失敗は依然として世界各国で発生し続けている。

不正会計および監査の失敗への研究アプローチの1つは、不正のメカニズムやその発生要因、監査人がその検出に失敗した過程を明らかにする事例研究である。その際、監査研究で一級資料として認識されてきたのが、米国証券取引委員会（SEC）が公表する会計・監査執行通牒（Accounting and Auditing Enforcement Releases: 以下 AAER）である。通常、高度な専門性と守秘義務の制約から、監査人の判断過程や監査品質に関する情報は外部から容易には知り得ない。しかし AAER は、SEC が法令や監査基準に基づき執行した個々の不正事案に関する詳細な情報を提供しており、不正の実態や監査の失敗を分析するうえで貴重な資料である。1930 年代から現在までに約 4,500 件の事案が蓄積されており、その一部は、申請者を含む複数の監査研究者による翻訳プロジェクトを通じて計 5 冊の書籍として刊行されている<sup>[1][2]</sup>。しかしながら、2001 年の Enron 事件を契機に激変した監査環境下における AAER の分析は十分に行われておらず、また従来の翻訳書の形式では、先行研究で行われてきたような体系的・定量的な実証分析にまで至らず<sup>[3][4][5]</sup>、研究や実務で知見を活用する際の利便性にも課題が残る。

本研究の目的は、豊富な情報源である AAER を広範かつ体系的に分析することにより、不正会計および監査の失敗に対する深層的な理解を得るとともに、現代の監査実務への示唆を導出することである。個別の AAER の分析を通じて蓄積した知見は、不正の態様、会計・監査上の論点、監査技術といった多角的な視点から横断的に整理・分析することで、新たな洞察をもたらすことが期待される。さらに、広範囲の時代にわたって時系列で整理・分析することで、時代ごとの規制の傾向や執行の厳格度、監査人の判断基準や監査品質の変化といったマクロ的な分析も可能になる。膨大な労力と時間を要する作業を通じて行う不正会計および監査の失敗に関する深度ある分析は、資本市場のインフラたる監査実務の改善およびそれに対する規制のあり方に対して大きな学術的貢献をもたらしうる。また、本研究の成果は、企業がガバナンス機能の改善や内

部統制の構築・運用を検討する際、および監査人が監査品質を管理・向上させる際にも有益な知見を提供しうる。さらに将来的には、本研究の事例分析を会計・監査教育へ応用することで、教育水準の向上にも寄与できると考えている。

- [1]鳥羽至英・村山徳五郎編著. 1998-2004. 『SEC 会計連続通牒（全 4 卷）』. 中央経済社.
- [2]福川裕徳編著. 2018. 『SEC 会計監査執行通牒』. 国元書房.
- [3]Caster, P., R. J. Elder, & D. J. Janvrin. 2008. A Summary of Research and Enforcement Release Evidence on Confirmation Use and Effectiveness. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(2): 253-279.
- [4]Messier, W. F., T. M. Kozloski, & N. Kochetova-Kozloski. 2010. An Analysis of SEC and PCAOB Enforcement Actions against Engagement Quality Reviewers. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 29(2): 233-252.
- [5]Dechow, P. M., GE, W., Larson, C. R. & Sloan, R. G. 2011. Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28: 17-82.

## （2）研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究は AAER を対象とした分析を主たる内容とする。具体的には、現在までに公開された約 4,500 件の AAER のうち、不正会計に関する監査人が処分された事案を系統的に抽出し、それら個別事例に対して事例分析を行う。さらに、蓄積された事例を用いて横断的・時系列分析を行うことで、不正の態様、監査の失敗プロセス、規制の変遷といったパターンや傾向を明らかにする。研究スケジュールは以下のとおりである。

### ◆ 第 1 年度（助成金交付～2026 年 3 月）

約 4,500 件の AAER について、公開日、処分の種類や対象などに基づき事案を整理し、一覧表を作成する。並行して、本研究の分析対象となる事例を選定し、先行研究レビューと研究者間の議論を通じて、分析に適した項目や分類軸を整備する。

### ◆ 第 2 年度（2026 年 4 月～2027 年 3 月）

研究者間で分担して AAER の個別分析を実施し、全体での議論を通じて分析結果を図表化し、データとして整理する。これにより事例間の比較可能性と分析精度を向上させる。また、得られた知見・データを将来的に検索・活用しやすい形に再構成し、公開可能な構造（データベース等）への変換も検討する。

### ◆ 第 3 年度（2027 年 4 月～2028 年 3 月）

個別分析を継続するとともに、蓄積したデータに基づく実証分析を行う。具体的には、企業属性と不正会計の態様との関連性、特定の規制導入前後の企業・監査人の行動変化、監査の失敗を誘発する状況要因・環境特性の識別などに焦点をあてた分析である。

本研究で予定している成果物の形態は主に 2 つである。第 1 に、事例・実証分析の結果に基づき、論文を執筆・発表する。国内外での学会報告を経て、国際的に高く評価されている会計学術誌への掲載を目指す。第 2 に、分析過程で作成した図表、要約、変数などの基礎資料を整理し、他の研究者や実務家が利活用できる形式でデータベース化を行い、公開を目指す。その際、事例に基づく教育用ケース教材の形にもまとめることで、学部・大学院レベルの会計・監査教育の質の向上を図ることを目指す。

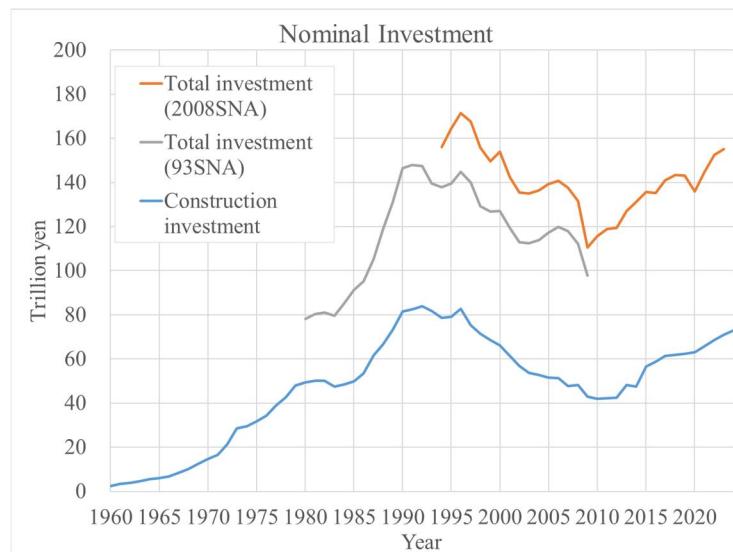
助成コード等	2518 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	保里俊介 一橋大学大学院経済学研究科講師
研究テーマ	非効率な建設投資とバブル発生に関する研究

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

失われた 30 年の原因として、設備投資の低迷が要因の一つと言われることは多い。(例えば Christiano and 藤原 (2006)。) それに関連して、翁ら (2000) にて、将来利用される可能性の低い資本への過剰な投資が 1980 年代後半期の弊害の一つとして述べられている。しかし将来利用される可能性が低いならば、なぜそのような投資が行われてしまつたのか、そしてその非効率性は定量的にどの程度大きいのかを分析した研究はまだ存在しない。

日本において、1990 年代から 2000 年代にかけて投資は減少したが、そのほとんどは建設投資の減少によるものである(右図参照)。建設投資以外の投資は 1990 年ごろまで増加し、その後さらに伸びることはなかったものの、大きく落ち込むこともなかった。投資の中でもとりわけ建設投資の動きを分析する意義は大きい。(建設部門への投資と不況との関連性は



日本だけでなく世界で言われている (Müller and Verner, 2024; Banerjee et al., 2024))。

本研究では OLG モデルに Gilchrist and Williams (2000) の Putty-clay モデルに土地を組み込む。Gilchrist and Williams (2000) の Putty-clay モデルでは、資本と労働が生産要素であるが、資本の生産性は資本導入時に固定される(投資の非可逆性)。それにより、古い資本の生産性が賃金よりも低い場合、その資本のための労働を雇用することはなく、その資本は稼働されない。一方で、新しい資本の生産性が十分高ければ、新しい資本が導入され、その資本の稼働のための労働も雇用される。Gilchrist and Williams (2000) のように労働のみがもう一つの生産要素である場合、生産性の高い資本にのみ労働が割り当てられることになるが、土地がもう一つの生産要素である場合、そうはいかない。土地の上に立ててしまった建物などの資本の生産性が低いからと言って、その土地を他の建物のために使うことはできない。その生産性の低い建物という資本は、費用をかけて取り壊さない限り、ずっとその土地が割り当てられるのである。

建設投資の同時期においては、土地バブルの発生も言われている。バブル期には、土地の価格が上昇し、土地からのリターンが高くなる傾向がある。多くの土地が買われることで利用可能になった土地の供給が増えると、土地と建設資本が補完的であるならば、建設投資のリターンは少なくとも短期的には増加する。OLG モデルのような構造

を取り入れることで、投資家はこの短期的利益を求めて建設投資と土地投機を行うが、それは長期的に見れば非効率な投資となるようなマクロファイナンスモデルを構築する。このようなモデルの開発により非効率な投資が起きうることを示すことが、本研究の貢献の一つである。

最終的には、建設投資のデータとモデルのシミュレーションが一致するようモデルをカリブレートし、建設投資の非効率性の定量化を行う。筆者らの論文 Hirano, Hori, and Shi (2025)では、地価の発散性を用いてバブル識別の助けとなることをマクロモデルを用いて示したが、建設投資の増減だけでなく、地価のデータとその発散性を用いて、建設投資の非効率性をマクロモデルを通じた検証を行うことも、本研究の大きな貢献である。

Müller, K., & Verner, E. (2024). Credit allocation and macroeconomic fluctuations. *Review of Economic Studies*, 91(6), 3645-3676.

Banerjee, R. N., Mehrotra, A., & Zampolli, F. (2024). Keeping the momentum: how finance can continue to support growth in EMEs. *BIS Papers*, (148).

Christiano, L., & 藤原, 一平., (2006). バブル, 過剰投資, 時短, 失われた 10 年. 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ.

Greenwood, J., Hercowitz, Z., & Krusell, P. (1997). Long-run implications of investment-specific technological change. *The American economic review*, 342-362.

翁邦雄, 白川方明, & 白塚重典. (2000). 資産価格バブルと金融政策: 1980 年代後半の日本の経験とその教訓. *金融研究*, 12.

Gilchrist, S., & Williams, J. C. (2000). Putty-clay and investment: a business cycle analysis. *Journal of political Economy*, 108(5), 928-960.

Hirano, T., Hori, S., & Shi, S. (2025). A Macroeconomic Model with Rational Exuberance: Temporarily Explosive Land Price Dynamics, mimeo.

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

2026 年度から研究を始める。上記のように、説明すべきマクロデータの取得と図示は完了しているため、本研究の主要要素であるモデルの構築にすぐに時間を割くことができる。モデル構築の際には、Hirano and Toda (2025) や Hirano, Hori, and Shi (2025) にて構築したような基本的なマクロファイナンスモデルの枠組みを踏襲し、Gilchrist and Williams (2000) の putty-clay モデルを取り入れる予定である。

2026 年度末 (2027 年初め) 頃に論文に研究結果をまとめつつ、各学会へ参加し世界の研究者からのフィードバックを受ける。これらの学会参加のための出張費として、本助成金を使用する。2027 年中頃には *Journal of Monetary Economics* や *Review of Economic Dynamics* などのマクロ経済学トップジャーナルへの投稿を行う。

Hirano, T., & Toda, A. A. (2025). Bubble necessity theorem. *Journal of Political Economy*, 133(1), 111-145.

助成コード等	2519 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	三輪 宏太郎 九州大学経済学研究院教授
研究テーマ	投資家と企業の対話内容の変遷と企業価値への影響の解明

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究課題では、SDGs 時代の進展に伴い広がっている投資家と企業の直接対話が株式価値に与える影響を解明することを目的とする。具体的には、対話内容に深く踏み込み、投資家の属性を考慮しながら、投資家やアナリストの中長期的な業績予想や割引率に対する影響を分析する。さらに、日本企業を含む複数の国のケースも分析し、対話の影響の国際比較も行う。これら分析から得られた知見を通して、企業の投資家との情報共有の在り方についての提言を試みる。そのため、投資家ミーティングにおける対話内容の文字起こしデータやアナリストレポートのコメントから、発言者や発言内容を特定し、発言内容のトピックや参加者の属性に関する独自のデータベースを構築する。そして、対話のトピックや参加者特性別に、対話が与える影響を多次元的に解明する。

### (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

#### (研究手法)

文字起こしデータやアナリストレポートを利用し、発言者の特定や各発言者のコメント、経営陣の返答をデータベース化して分析を行う。特に、以下の点を解明することを目指す。

##### (i) 各発言者のトピックの影響分析

各発言者の対話内容に対して、LLM（大規模言語モデル）などを使用してトピックを特定する。決算内容に関する対話は、発言者の企業に対する短期業績予想に影響を与える可能性がある一方で、中期計画や人材マネジメント、研究開発案件などのトピックは、質問者の中長期的な業績予想に影響を与える可能性がある。また、ESG に関する対話は、ESG 関連リスクの低減を通じて、割引率に影響を与えると予想される。これらを踏まえ、トピックごとに質問者の業績予想、目標株価、割引率への影響の違いを分析する。さらに、各トピックの対話内容におけるポジティブ度やネガティブ度が与える影響についても併せて分析する。

##### (ii) 発言者の特性と株価への影響分析

企業が同じ内容を回答したとしても、受け手の関心事や属性に応じて反応が異なる可能性がある。また、昨今、オンラインによるミーティング参加が一般的になりつつあり、参加形態の違いによる対話の効果の違いも考慮する必要がある。本研究では、特性や参加形態の異なる発言者ごとに、投資家ミーティングでの反応の違いを分析し、最終的に株価に与える影響についても検証する。特に、セルサイドアナリストの反応に焦点を当てる。セルサイドアナリストは投資家ミーティングにおける主要なプレーヤーであり、彼らの投資判断は、顧客である機関投資家の売買を通じて大きな影響を与える。彼らの業績予想や目標株価、投資家ミーティング後のコメントも取得可能であり、特性の把握も比較的容易である。これにより、対話に対する反応を定量的指標および定性的指標を

を通して多層的に分析することができる。

(スケジュール・成果物形態)

分析および論文の初稿の作成を、2026年度中に完了することを目指す。2027年度の前半部は、国内・海外を含めた学会発表を行い、そこで得られたフィードバックを反映し、2027年度末までの国際ジャーナル誌における発表を目指す。

助成コード等	2520 研究助成/経済分野/共同研究
研究者名	屋嘉比潔 九州大学経済学研究院助教 池井優佳 京都先端科学技術大学経済経営学部経営学科講師
研究テーマ	監査人の交代理由の情報開示に関する実証研究

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、日本企業における監査人交代理由の開示に焦点を当て、制度改正前後での信頼性と経済的帰結を比較検証することを目的とする。監査人交代は投資家にとって企業の財務報告の信頼性を評価するうえで重要な情報である。しかしながら、日本においては長年にわたり「任期満了」という形式的で意味の乏しい理由が多用され、実際の交代要因を把握することが困難であった。こうした画一的な開示慣行は、監査人の解任や辞任に伴う監査人と企業との意見相違、監査報酬をめぐる交渉、監査リスク評価の変動といった実質的要因を覆い隠す可能性がある。

海外研究では、監査人の交代が株価反応や監査の質に与える影響を多面的に検証してきた (Hackenbrack & Hogan 2002; Knechel et al., 2007)。これらの研究は、交代理由が投資家にとって重要な情報シグナルとして機能することを示している。他方で、日本企業の開示実態を実証的に評価した研究は乏しく、制度改正後の具体的な理由開示が実態を正確に反映しているかについても検証はほとんど行われていない。

さらに、日本では 2016 年の金融庁懇談会提言、2017 年の公認会計士協会の調査を経て、2019 年には内閣府令・開示ガイドライン改正により具体的な交代理由の記載が義務化された。本研究は、この制度変遷を契機に、以下の二つの課題に取り組む。

- **課題 A (制度改正前、2010 年～2018 年)**

形式的に「任期満了」とされた交代の背後に、監査報酬の削減、意見相違の回避、監査リスクの回避といった経済的要因が潜在しているかどうかを明らかにする。これにより、従来の形式的開示の限界を浮き彫りにする。

- **課題 B (制度改正後、2019 年～2024 年)**

具体的な交代理由の開示が義務化された後、開示が実際の監査報酬や監査意見の状況と整合しているか、また投資家が市場反応を通じて開示を情報的に評価しているかを検証する。これにより、制度改正が形式的開示から実質的開示への転換をもたらしたかを明らかにする。

本研究の学術的意義は、制度改正前後を比較することにより、監査人交代理由開示の信頼性と制度改革の実効性を初めて体系的に検証する点にある。また、実務的にも、投資家保護や規制設計に資する政策的示唆を提示できる。

## 参考文献

Hackenbrack, K. E., & Hogan, C. E. (2002). Market response to earnings surprises conditional on reasons for an auditor change. *Contemporary Accounting Research*, 19(2), 195-223.

Knechel, W. R., Naiker, V., & Pacheco, G. (2007). Does auditor industry specialization matter? Evidence from market reaction to auditor

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### 研究手法

本研究は、制度改正前後を比較するという視点から、以下の三つの分析手法を組み合わせて実施する。

#### 1. イベントスタディ分析

監査人交代の公表日における株価反応を捉え、累積異常収益 (CAR) を推定する。制度改正前の「任期満了」とする形式的開示と、改正後の具体的理由開示とで市場反応に差異があるかを比較する。また、後任監査人の業種専門性や監査法人の規模など、監査品質を示す要因をクロスセクション分析に組み込むことで、市場が開示理由をどのように評価しているかを検証する。

#### 2. 監査報酬モデルの推定

監査報酬の水準モデルおよび方向性モデルを推定し、交代理由と監査報酬の変化の関係を明らかにする。制度改正前では「任期満了」交代において報酬削減が生じていないかを分析し、改正後では「報酬削減」といった具体的開示が実際の報酬データと整合するかを検証する。これにより、開示の妥当性を定量的に評価する。

#### 3. オピニオン・ショッピング分析

監査人の交代が妥当であるかどうかをロジスティック回帰で分析する。制度改正前には形式的開示の背後に異なる理由が潜在していないか、改正後には「監査報酬の妥当性」といった具体的開示が実態を反映しているかを比較することで、企業の裁量的開示行動の実態を明らかにする。

### スケジュールと成果

#### • 2025 年度～2026 年度（課題 A：制度改正前の分析）

2010～2018 年の交代理由を対象に、監査報酬モデル及びオピニオン・ショッピング分析を実施する。成果は国内学会で報告し、和文論文として投稿する予定である。

#### • 2027 年度（課題 B：制度改正後の分析と比較検証）

2019～2024 年のデータを用い、イベントスタディ分析を中心に検証を行う。その成果を国際学会で報告し、英文論文としてファイナンス領域の国際誌に投稿する。また、制度改正前後を統合した比較分析を進め、制度改正の実効性を包括的に評価し、監査領域の国際誌への投稿を目指す。

助成コード等	2521 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	山田俊皓 一橋大学大学院経済学研究科教授
研究テーマ	ディープヘッジングの最新技術及びその金融ビジネスへの応用に関する研究

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、近年金融業界やアカデミックで注目されている「ディープヘッジング(Deep hedging)」を効率的に行うための計算技術及び実装法を開発し、金融ビジネスで利活用するためのプラットフォームを構築することを目的とする。

ディープヘッジングとは、JP モルガンのクオンツと ETH チューリッヒの研究者たちが最初に提案した、金融派生商品(デリバティブ)のペイオフを複製するデルタヘッジ戦略を深層学習によって導出する方法である。より具体的には、ディープヘッジングとは、トレーダーが構築したいポートフォリオとデリバティブのペイオフの差、すなわち「トラッキングエラー」を機械学習における「損失関数」と捉えて、それを最小化することで得たい取引戦略をニューラルネットワークによって表現する金融工学的技術であり、理論的に見てもファイナンス理論や確率論の先端の枠組みとうまく整合しているため非常に興味深い方法といえる。特に、ディープヘッジングは理論的に扱いにくかった取引コストを考慮したヘッジも自動的に行うことができる方法であるため、長年のトレーダーの抱えていた問題を解決するものとして注目されている。

一方で、ディープヘッジングは原理的には有用な手段であるものの、実際のトラッキングエラー最小化やデルタヘッジ戦略の学習がうまくいかないことがあるため、トレーダーの P&L(損益, Profit and Loss)の状況が良くない等、いくつかの問題が報告されている。このような理由から未だ実運用が難しく、研究が依然必要と考えられているのが現状である。

本研究では、ディープヘッジングの抱える実務的諸問題を洗い出し、それらを解決するための有効な方法を提案する。すなわち、金融実務の要請(計算速度・計算精度)に耐えうる効率的かつ安定的なトラッキングエラー最小化やデルタヘッジ戦略の学習を実現するアルゴリズム及び実装法を明らかにし、本研究の方法が金融ビジネスで利活用できるような最新のテクノロジーとなることを目標とする。

また、アカデミックの研究者や金融実務家から意見聴取・情報交換を行い、本研究の方法を金融ビジネスで利活用できるプラットフォームを構築して、学術・応用の両方の観点からファイナンス分野の発展に貢献する。

### (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究者は、ディープヘッジングの抱える根本の問題は

- (i) ヘッジ戦略を表現するニューラルネットワークの近似精度の低さ
- (ii) ディープヘッジングを実行する際に、デリバティブの価格感応度(グリークス(Greeks)と呼ばれる)の満期近くの不安定な振る舞いを考慮したポートフォリオの構成(離散時間近似)が提案されていないこと

(iii) ヘッジそのものに関わるポートフォリオ比率の量と取引コストに関わるポートフォリオ比率の量を同時に深層学習により推定してしまうことによってニューラルネットワークの表現力が落ちてしまうこと

に起因すると考えている。

そこで、本研究では、これらの課題を解決する方法として、デリバティブの価格のグリークスを考慮した新しい離散時間近似法によるポートフォリオの構築を行う。特に、ヘッジそのものに関わる量を最新の確率解析学の方法により安定的に高精度に近似し、これを用いて取引コストに考慮したデルタヘッジ戦略を深層学習によって推定する独自のディープヘッジングの構成を行う。提案する方法は、確率数値解析や深層学習の技術を駆使した本研究者のこれまでの研究成果：

1. T. Yamada and K. Yamamoto, *SIAM/ASA Journal on Uncertainty Quantification* (2019)
2. T. Yamada, *SIAM Journal on Financial Mathematics* (2022)
3. A. Takahashi, Y. Tsuchida and T. Yamada, *Journal of Computational Physics* (2022)
4. R. Naito and T. Yamada, *Computational Economics* (2024)

を基とするものである。すなわち、本研究では、1, 2, 4 の方法を用いたグリークスの高精度離散時間近似法と、3 によるファイナンスや物理の非線形問題を主要項と非線形項に分けて深層学習を用いて安定的に計算する方法を併せた独自の方法を提案し、金融の最新技術として発展させることを目標としている。

本研究では

- ① 新しいディープヘッジングの方法に関する理論及びアルゴリズムの研究（2026 年 1 月～2027 年 3 月）
- ② 海外の研究者・クオンツとの情報交換・意見聴取（①の目処が立つ段階、2026 年 7 月～8 月）
- ③ 金融ビジネスで利活用できるプラットフォームの構築に関する研究及びセミナーの開催（2027 年 4 月～2028 年 3 月）

を行い、建設的かつ有意義に研究を進める予定である。

本研究では、研究成果を *Journal of Computational Finance*, *Quantitative Finance*, *SIAM Journal on Financial Mathematics* などファイナンスの理論と応用の双方を重視するジャーナルに投稿し、掲載を目指す。また、応用の観点では、構築したアルゴリズムやツールをウェブ上に公開し、本研究の研究成果によるプラットフォームをユーザーが利活用できるようにする予定である。

助成コード等	2522 研究助成/経済分野/単独研究
研究者名	吉田雅裕 早稲田大学政治経済学術院准教授
研究テーマ	気候変動が地域労働市場に与える影響

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

**【概要】** 本研究は、気候変動が地域労働市場に与える影響を推定する。特に地球温暖化が、失業率と労働参加率に与える効果を評価する。米国本土の数千の気象観測所の半世紀以上にわたる日次ビッグデータを、3,100の郡の失業率、722の通勤圏の労働参加率に結びつけたパネルデータを構築し、自然実験として因果関係を検証する。米国労働省による職業データベース(ONET)を用い、労働者のミクロデータで屋外の仕事従事者を特定し、メカニズムを検証する。推定されたモデルを用いて、温暖化のマクロ的な示唆を計算する。

**【目的】** 本研究の目的は、温暖化が労働市場の二つのアウトカム、すなわち失業率（＝失業者数 / 労働力数）と労働参加率（＝労働力数 / 生産年齢人口）に与える因果関係を示すことである。近年の技術変化や国際競争を背景に、非大卒の労働者が屋内のオフィスワークで安定した収入を得ることは難しくなっている。申請者は、壮年男性の建設業・運送業など屋外での仕事への移行が進行し、3割が週1以上の外働きに従事していると発見した。猛暑日が増えれば、屋外の肉体労働の生産性が下がる。雇用者側が自動化や廃業を進めたり、涼しい地域や海外に移転すれば、地域の失業率は増加するだろう。さらに屋外の業務コストや危険性が高まると、特に屋外労働の主な担い手である壮年男性には、屋内（自宅）への労働退出が魅力的になる。本研究では広大な国土による多彩な気候環境を持ち、労働市場のミクロデータが充実する米国を舞台に、本仮説の実証を試みる。最終的には、暑い日の増加および、寒い日の減少がどれほど失業率、および（特に壮年男性の）労働参加率のマクロ的な変化を説明し得るか、温暖化がもたらす労働市場への長期的な影響を推計する。職場の熱中症対策や州で導入される猛暑規制法(heat regulation law)の政策的示唆につながる。

**【独自性】** 本研究の独自性は大きく二つある。第一に、経済学で近年、急増する気候変動の影響を国や事業所レベルで推定する研究と異なり、地域労働市場の視点からアプローチする点である。本研究はミクロ的な地域労働市場の自然実験から、国全体の示唆を抽出することで、気候変動領域において、ミクロの実証研究とマクロ経済学をつなぐ役割を果たせると考えている。

第二に、労働省の職業データベース(ONET)を用い、屋外の仕事を定量的に測定することが挙げられる。申請者は ONET の業務内容調査(Work Context Survey)の屋外働きの頻度に関する質問を用いて、米国の通勤エリアにおける屋外の労働市場を試算した。これを用いて、気候変動の時代において、屋外の仕事が失業や労働退出を通じ、社会経済格差の温床になりうることを実証できると考える。

以下、実証研究のアウトカムを二つに分けた形で、独自性を説明する。

**(1) 失業率** 失業率のデータは四半期・月次の高頻度で入手できるのが強みであるが、ほぼ全ての研究で季節調整により捨象される。従って、失業率の月次変動の理論や実証は申請者が知る限り、かなり蓄積が薄い。本研究は、月次の気温と失業率の関係の実証を試みる。また、季節調整の作業の背景には、「季節変動は毎年一定の現象という通念」があるが、予備分析によれば、失業率の季節変動はここ半世紀以上、縮小傾向にあることが分かった。本研究では、温暖化が夏場の失業率の増加と、冬場の失業率の減少を通じて、長期的な季節変動の縮小を招いたことを主張する。

**(2) 労働参加率** 世界的に壮年男性の労働退出が遙増している。特に米国では 10 人に一人以上の壮年男性(25-55 歳)が労働退出している。経済の構造変化による低技能労働の需要減という伝統的な解釈に対し、本研究は労働供給側の視点からも実証する独自性を持つ。1970 年代の気候変動が始まる前の時期に、1960 年からエアコンやテレビの普及によって自宅のアメニティが整備され、屋内外の快適さの差が拡大し、外労働の機会費用が増加したという仮説を立てた。近年、男性の労働退出の新説として、体の痛みやメンタルヘルスなど健康要因やオンラインゲームの進化(Aguiar et al., 2021)など、労働供給サイドに焦点が当たるが、本研究もこの潮流にある。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究では、気候変動の研究で広く活用される気温のランダム性を活用した自然実験、すなわち、地域 × 時間軸のパネルデータで固定効果分析を行い、日次気温で定義される暑い日・寒い日の効果を推定する。さらに職業データベース(ONET)で特定され、通勤圏単位で算出された屋外労働の密度を気候変数と交差項で組み合わせ、屋外労働によるメカニズムを特定できる。

申請者は米国の気温データの加工を完了し、Qiu and Yoshida (2025, *American Economic Journal: Macro, R&R*)で活用している。一方で降水・降雪量、湿度などの他の気象変数、さらに年齢や人種、学歴など社会経済変数や事業者の産業別分布など、共変量を含めた場合、パネルデータ構築の負荷が重く、RA の雇用を考えている。

**(1) 失業率** 労働統計局から、季節性未調整の月次失業率が 3,100 の郡 × 30 年(1990-2019) × 12 月で得られる。さらに求人労働異動調査(JOLTS)を用い、失業率に直結する採用やレイオフの変化、労働省から得られる州別の失業給付出費への波及を推定する。

**(2) 労働参加率** 国勢調査と米国共同体調査(ACS)の個票データから、壮年男性の労働参加率を、722 の通勤圏 × 10 年ごと 5 期間(1970-2010, 2019)で計算できる。1960-1980 年の国勢調査から得られるエアコンやテレビの世帯普及度と交差項により、労働供給側のメカニズムを推定する。

(1)/(2)を別論文にまとめ、国内・国際学会での発表及び、*Journal of Labor Economics* や *American Economic Review: Insight* といった労働分野や実証研究のトップジャーナルに 2026 後半-27 年前半の投稿を計画している。

**引用文献** Aguiar, Mark, et al. "Leisure luxuries and the labor supply of young men." *Journal of Political Economy* 129.2 (2021): 337-382.

助成コード等	2523 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	青木則幸 早稲田大学法学学術院教授
研究テーマ	不動産金融資産の暗号資産化に関する法的問題

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

近年、米国では、不動産金融資産の暗号資産化の議論が進められている。背景には、暗号資産化の技術の進展や、UCC 第 12 編 (Controllable Electronic Records) の制定等の法整備の進展がある。しかし、不動産金融法の分野で、暗号化資産を用いた取引に関心が集まっている理由は、そのような一般的な背景事情に留まらない。米国法では、人的財産（各種の無体財産を含む）担保権に関する法制度が、統一法典である UCC 第 9 編によって、整備されているのに対して、不動産金融法は、各法域（州等）で不統一の不動産モーゲージ法によって支えられており、合理化が不徹底である。このように、不動産金融法と動産債権金融法の乖離を乗り越える手段として、不動産の価値を暗号資産化した無体財産上の担保権の概念に期待が集まっている側面がある。本研究が注目するのは、この側面である。

米国法の歴史を概観すると、不動産金融法、とりわけ不動産モーゲージの手法の統一性と合理性の欠如は古くから問題視されてきた。物権法の改正に類比する方法での改革の試みも度々行われたが、不動産金融取引の地域制と取引慣行の保守性ゆえに、悉く失敗に終わっている。2000 年代以降には、住宅モーゲージの証券化の要請から、私的な登録機関である MERS が設立されるなど、先進的な試みが行われてきたが、市場の過熱の煽りを受けて、多くの問題を露呈する結果となっている。

また、不動産の賃料債権など、不動産に関連する資産を、債権として、UCC 第 9 編による担保化を目指す議論や、法律上はモーゲージ法に依拠しつつ、UCC 第 9 編に類比する法理論の採用を目指す試み（統一賃料譲渡法）も試みられたが、不徹底に終わっている。

いずれにおいても、失敗の根源的な理由は、不動産価値を引当てとする優先弁済権の実現は、終局的には現物である不動産価値の実現に行きつくという問題を解決できないという点にある。

暗号資産化は、この問題を、どの程度、また、どのように解決しようとしているのか。また、その先進的試みに潜む法的問題にはどのようなものがあるのか。本研究は、米国不動産金融法の長年にわたる桎梏に関する、新たな法的アプローチを、実体法の観点から分析しようと試みるものである。

以上のように、本研究は、基本的に外国法研究であり、わが国では基礎的研究の域を出ないものではある。しかし、この問題はわが国の近年の議論状況と無縁ではない。最近、譲渡担保契約及び所有権留保契約に関する法律が成立するなど、動産及び債権を目的物とする金融取引に関する法整備が急である。その性質上、抵当権及び不動産譲渡担保とは、必ずしも平仄をとらない進展もみられる。動産及び債権に適したアプローチから、不動産担保金融法制を見直す米国法の視点からの検討も、将来的に必要となる可能性があるものと思われる。

## （2）研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究は、上記の趣旨に関する米国の文献分析を中心とした研究を予定する。加えて、外国法研究を正確に行うには、本国の研究者及び専門家との意見交換が不可欠である。申請者はこの分野に詳しい Wilson Freyermuth 教授と長年にわたり、共同研究を行ってきた。本研究計画においても、Freyermuth 教授との連携を通じて、米国の専門家との意見交換を緊密に行い、検討を進める予定である。

具体的には、オンライン会議に加え、2026 年 3 月頃に渡米し、対面で同教授及び関連する専門家との検討を行う。成果は、さしあたり、日本語論文として、所属機関の紀要等で発表する予定である。

助成コード等	2524 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	伊藤靖史 同志社大学法学部教授
研究テーマ	会社仮処分の研究—株主の利益確保のための実効性ある制度の構築—

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、株式会社について会社法が定める差止請求権（主に、会社法 210 条が定める新株発行差止請求権、同法 360 条などが定める違法行為差止請求権、同法 784 条の 2 などが定める組織再編の差止請求権）、さらに、それらの権利やその他の会社法規定にもとづく権利を被保全権利とする仮の地位を定める仮処分命令（民事保全法 23 条 2 項。以下では「会社仮処分」という）について、「株主の利益確保のための実効性ある制度の構築」という観点から検討するものである。

このような検討をする理由は、以下のとおりである。

近年、わが国では、株式会社・経営陣の行為によって、その会社の株主の利益が直接に害される可能性のある場面が増えている。たとえば、上場会社が行う MBO（経営陣による自社の買収）やその他のキャッシュ・アウト（少数株主の株式を金銭を対価として取得することによる締め出し）は、これらが不当な目的で行われたり、不十分な対価しか支払われなかつたりすれば、それによって少数株主の利益が直接に害される。そのような場面での少数株主の救済手段としては、事後的な損害賠償や、公正な退出価格の保障、さらに、行為の効力の事後的な否定もそれぞれ重要であろう。しかし、それらの手段は、実効性・救済の十分さ・利害関係者に与える影響の大きさから、それぞれ限界を有している。そのため、それらの手段以上に、少数株主の利益を直接害するような会社・経営陣の行為を、事前に阻止することが重要であると考えられる。

会社・経営陣の行為を事前に阻止する形での救済は、具体的には、会社仮処分の形をとる。すなわち、差止請求権が明定されていれば、その差止請求権を被保全権利とした差止仮処分命令の申立てが行われ、また、差止請求権が明定されていなくとも、何らかの被保全権利（たとえば、株主総会決議の取消の訴えの提起権）を設定したうえで、会社・経営陣の行為を事前に阻止することを内容とする仮処分命令の申立てが行われることが通常である。

もっとも、会社仮処分については、解釈論・立法論上、検討を要する課題も多い。たとえば、①仮処分は被保全権利（本案訴訟）を前提とするものであることから、本案で実現される以上の内容を仮処分では実現できないともいわれており、少数株主にとって必要な内容の仮処分命令を得ることができない可能性も存在する。また、②仮の地位を定める仮処分は、民事保全法の文言上は債権者（仮処分を申し立てる者）に生ずる著しい損害または急迫の危険を避けるために必要であるときに認められるとされるものの、具体的な仮処分の種類によっては、実際には、株主ではなく会社にそのような損害・危険があることを求める解釈が採られることがあり、そのような解釈の下では少数株主の利益が十分に考慮されない可能性がある。さらに、③たとえ仮処分命令が発せられたとしても、命令に違反して行為が強行された場合に、その効力を否定することができるかが、具体的な仮処分の種類によっては、必ずしも明らかになっていない。

会社仮処分、さらに、その被保全権利となる会社法上の差止請求権が、株主の利益確保のための実効性ある制度として十分に活用されるためには、以上のような課題についての検討が必要であると考えられる。本研究は、そのような検討をし、解釈論的・立法論的な提言を行うことを目指すものである。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### <研究手法>

わが国での会社法上の各種の差止請求権と会社仮処分に関する立法の経緯やその後の制度の変遷、および、それらの制度に関するこれまでの解釈論的・立法論的な議論について、立法当時の資料やその後の研究者による先行研究を調査・分析することで確認する。その上で、(1)に記した①～③などの問題点について、伝統的な法律学の手法である解釈論的な分析・検討を加え、必要な場合には立法論的な提案を行う。

分析・検討の対象となる会社法の規定は多岐にわたる。また、民事保全法や同法が定める仮処分については、従来、主に手続法（民事訴訟法）の研究者を主体として研究が行われてきたため、会社仮処分に関する分析・検討については、手続法（民事訴訟法）の研究者の助力が不可欠である。さらに、会社仮処分に携わる実務家（裁判官・弁護士）にヒアリングを行い、制度運用の実態を確認することも必要だと考えられる。これらのことから、本研究では、前記のような解釈論的・立法論的な分析・検討の質の維持・向上のために、複数の会社法研究者・民事訴訟法研究者・実務家と連携し、研究に関する意見交換を組織的・定期的に行う予定である。

意見交換参加者として、現時点で、久保田安彦教授（慶應義塾大学）・八田卓也教授（神戸大学）・菱田雄郷教授（東京大学）の確約を得ている。

### <スケジュール>

2026年に前記の意見交換のための会合を定期的に開催し（少なくとも4回を予定）、2027年度末までに研究の成果を複数の論文にまとめ、公表する予定である。

### <予定している成果物の形態>

旬刊商事法務誌などへの掲載を予定している。

助成コード等	2525 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	大橋エミ 島根大学法文学部法経学科講師
研究テーマ	改正民法における併存的債務引受と保証との関係に関する基礎的考察 —ドイツにおける併存的債務引受概念の生成史を検討素材として—

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

#### 1. 研究の背景

現在の取引社会において債務引受は、契約上の地位の移転、営業譲渡、相続、一括決済システム等の様々な場面において、金銭債務を引き受ける取引方法として重要性を増してきている。このような社会的需要を背景として、2017年の中止民法では、債務引受に関する規定が設けられた。新規定は、併存的債務引受と免責的債務引受とに分けて基本的な法律関係を規定し、いずれも引受人による新たな債務の設定であるとする。このように、引受人が新たに債務者として加わる方法として、民法上には併存的債務引受と保証の2つが認められることになったことから、両制度の類似性及び相違について、再検討する必要性が出てきた。

#### 2. 問題状況

これまで一般的に整理されてきたように、債務引受の機能を債権の担保という観点から見た場合には、併存的債務引受によって元の債務者の一般財産に新債務者（引受人）の一般財産が加わることになる。そのため、債権者側からすれば、併存的債務引受は、保証と同様の機能を有するように見受けられる。

もっとも、併存的債務引受の場合に引受人が債権者に対して負う債務は、債務者の債権者に対する債務と同一原因に基づいて生じ、両債務は独立して連帶債務の関係に立つことになる。これに対し、保証の場合に保証人が債権者に対して負う債務は、債権者と債務者との主たる契約とは別の、保証契約を原因とするものであり、当該保証債務は主たる債務に従属することになる。このように、両者の法的性質は区別され、この相違は、併存的債務引受が明文化されたことで、条文上においても表明されたことになる。

ところが、改正民法において個人保証人の保護が強化されたことにより、保証を必要とする実務の場面において、個人保証制度を潜脱するために併存的債務引受が利用される可能性が危惧されるようになったといえる。例えば、不動産分野においては、不動産売買における代金支払債務の個人による併存的債務引受が想定される。その他、親が、被害者に対して子の起こした事故の責任を約束した場合に、負担部分のない実質保証として併存的債務引受をすることが考えられる。実際、併存的債務引受が保証規定の潜脱として利用される可能性については、法制審議会において当初から指摘されていた。弁護士会や学者の側からは、併存的債務引受を行った実際の趣旨に応じて保証規定を準用する規定を設けるべき等といった、両者の実質を踏まえた判断をすべきとの考えに基づいた様々な意見が出されたものの、最終的には、保証と機能が類似するものは損失補償契約等、併存的債務引受以外にも存すること、柔軟な契約解釈等による対応が可能である等の理由から、保証規定準用等の提案は取り下げられ、今後の解釈に委ねられることになったという経緯がある。

### 3. 研究の目的

以上の問題状況を踏まえて、本研究では、併存的債務引受と保証の関係について、その実質的な相違を解明することを目的とする。両者の関係を明らかにすることは、実際の取引における併存的債務引受の潜脱的利用を防ぐための理論的基礎を解明することにつながるものである。裏を返せば、このことは、法律上の制度としての併存的債務引受の意義を明らかにすることにも寄与するものである。

確かに、民法改正以前においても、併存的債務引受と保証の関係については、判例及び学説において議論が展開されてきた。もっとも、そこでは、両者の形式的な区別を明示して併存的債務引受概念の認められることを示したうえで、議論の中心は、併存的債務引受における債務者と引受人の関係をいかに解するのかという点にあった。

これに対して、併存的債務引受に関する保証の潜脱規制についてはその明文化が見送られた点、改正民法において連帶債務の絶対的効力事由が縮減され、個人保証人の保護が強化された点をも顧慮するならば、今後の裁判では、併存的債務引受が保証に該当すると解された場合の保証規定の適用解釈が問題となることが予想される。併存的債務引受と保証との関係に関する基礎的考察を目的とする本研究は、今後の裁判において生じる可能性のあるこのような問題に対して、1つの方向性を示すものになることも期待される。

### (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究は、併存的債務引受の基礎理論を解明しながら、同制度と保証との関係を明らかにすることを目的としている。そのためには、両者をもっぱらその形式の相違において区別するだけでなく、その実質的違いにまで踏み込んで整理する必要がある。このような整理は、保証規定の潜脱を防止する観点からも重要である。そこで、本研究では、債務引受の母法であるドイツ法を素材として併存的債務引受の生成史を検討する。同概念は、20世紀初頭のドイツの判例において確立され、その生成過程においては、保証との区別だけでなく、保証と区別された新たな概念の必要性の有無も含め、併存的債務引受に関する広範な議論の蓄積が見られることから、これらの判例の検討を通じて、日本法における分析のための視座を得ようとするものである。

わが国におけるドイツ法の先行研究との対比でいえば、それが債務引受の法的性質の再構築を背景として広範な検討を加えるものであるのに対し、本研究は、保証との関係に対象を限定したうえで、両者の区別の実質を探るために、事実内容をも含めた判例の具体的検討を行い、基本的な概念分析にまで立ち入った考察を行う。このような視点から判例の分析を行う場合には、社会的背景をも含めた当時のドイツの状況をより広範な視野もって理解し、今日の状況との異同等をも念頭においていた調査が必要となる。したがって、本研究調査は、社会や法状況のより正確な理解を深めるために、文献調査だけでなく、ドイツ人研究者との意見交換（フライブルク大学のProf. Dr. Lieder）も実施する。これらの研究成果は、研究会等で報告し、論文として公表する。

助成コード等	2526 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	田中夏樹 日本大学法学部准教授
研究テーマ	電子商取引におけるなりすまし事例の契約当事者確定と帰責構造

### 【研究概要】

#### (1) 研究の趣旨・目的等

ア 【問題状況】：契約交渉並びに締結が対面で行われている場合、契約当事者が争いになることはほとんどない。しかし、電子商取引が普及し、アカウントを介しての取引が一般化することによって、パスワードさえ取得すればアカウント保有者以外の者であっても「アカウント保有者」として取引が可能(いわゆる「なりすまし」)となった。このような場合に、①アカウント保有者と実際に操作した行為者のいずれを契約当事者として確定すべきか、また、②アカウント保有者を契約当事者としたときに、パスワードを行為者に交付したことをもって契約責任を負うことになるのか問題となりうる。

この問題で議論の先行するドイツでは、ウェブサイト eBayにおいて、婚約者(当時)がアカウント保有者に無断で商品を出品してしまい、それを購入しようとした相手方がアカウント保有者を被告として訴えを提起した事件が BGH で争われている(BGH2011年5月11日判決、BGHZ189, 346.)。しかし、アカウント保有者が事実上契約当事者として扱われていたにもかかわらず、BGH は、その根拠については明示していない。同様にドイツの学説は、アカウント保有者が契約当事者であることを前提として、当該保有者に代理法を用いて契約責任を帰属させることの可否が主に議論されており、契約当事者確定の問題はある意味見落とされている。これは、我が国の議論でも同様である。

他方で、我が国ではかつてこの契約当事者の確定について、預金契約において盛んに議論されていた。しかし、この預金契約の議論では、出捐者・預入行為者の義務は問題とならないことから、権利義務の主体としての契約当事者の確定というよりは、むしろ預金債権の「権利」帰属の問題として捉えることも可能であり、「責任」の帰属主体を確定することはあまり意識されていなかった。ところが、電子商取引では、むしろ行為者が契約上の債務を履行しない場合にアカウント保有者が契約当事者として「責任」を負うべきであると争われる。このように、契約当事者の確定の問題は、従来とは異なる検討が必要である。

また、帰責の問題については、我が国では端的に表見代理の適用を肯定するのみで、帰責の問題(パスワードの任意交付・パスワード流失等)や、パスワードによってアカウントが管理されることで、単に他人の名を名乗った場合に比べて強固な権利外観が生じうるといった電子商取引特有の特殊性を踏まえた検討は十分になされていない。

イ 【研究目的】：本研究では、このような議論状況を踏まえ、①電子商取引における当事者の確定並びに、②確定した当事者への代理法の適用による帰責及びその限界を明らかにすることを目的とする。より具体的には、電子商取引をはじめとする ID・番号のみを示して行われる取引類型において、契約当事者を確定する基準を示し、事例ごとにアカウント保有者と行為者のいずれを契約当事者とするか明らかにする。そして、特にアカウント保有者が契約当事者とされる事例において、ドイツ法の理論を参照し、代理法の適用可否とその限界を明らかにすることを目的とする。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

ア ドイツでは電子商取引のなりすまし事例が、行為者が相手方に認識されない特殊性があることを踏まえ、署名代理に類似した「他人の名の下での行為」、そしてそこから電子商取引にあわせて派生した「他人の番号の下での行為」の理論のもと、代理法の適用が肯定されている。本研究でも、この電子商取引の特殊性を踏まえ、親和性のある署名代理の理論を用いるが、この理論はいまだ十分な議論の蓄積がなく、またドイツ法のように電子商取引を想定していない。そこで、ドイツ法の「他人の名の下での行為」、そしてそこから派生した「他人の番号の下での行為」の理論を参照し、署名代理の概念を明らかにし、これを鍵として代理法の適用の可否を検討する。他方で、これらのドイツの理論では、認容代理や外見代理のように我が国においていまだ受け入れられていない概念も含まれており、比較対象の「他人の名の下での行為」の理論をそのまま受け入れ可能か、受け入れる限界はどこかを慎重に検討する必要がある。

イ 本研究では、提出した業績のとおり、既に電子商取引における契約当事者の確定の検討は行っており、今後は以下のとおり研究を進める予定である。

①第一に、署名代理の意義を明らかにするため、ドイツ法を参照する。もっとも、ドイツ法の「他人の名の下での行為」の概念自体「偽名の名の下での行為」と併せて、「不正確な名の下での行為」の下位事例とする見解のほか、電子商取引に適した「他人の番号の下での行為」が新たに提唱されるなど、これらの概念自体争いのある、あるいは最新の事例にあわせた変化のある概念である。そこで、「他人の名の下での行為」、「他人の番号の下での行為」の概念を的確に整理するため、ドイツ法の関連書籍の翻訳並びにそれらの概念の相違を明らかにしてドイツでの議論を体系化する検討を行う。

②第二に、第一段階を踏まえ、署名代理の概念をどのように理解するべきか、そしてこの理論を介して代理法を電子商取引に適用可能かを明らかにすることを目指す。特に、我が国にない認容代理や外見代理の概念を持つ「他人の名の下での行為」の理論をそのまま受け入れ可能か、受け入れる限界はどこかを慎重に検討する必要がある。そこで、第二段階は署名代理の概念を明らかにするとともに、電子商取引への代理法の適用可否・限界を検討する。

③最後に、これまで明らかにした代理法の適用関係をもとに、個々の電子商取引の事例に対して、いずれの条文を適用するのが妥当であるのか検討を行う。すなわち、表見代理を肯定し得る本人の関与としてパスワードの交付を白紙委任状の交付と同視して109条を(類推)適用するのか、あるいは基本権限を越えたものとして110条を(類推)適用するのか、我が国の法体系における位置づけや事例ごとの特殊性を明らかにしたい。また、パスワードの任意交付ではなく、パスワード流失では本人の関与の程度が異なるように、事情ごとの適用関係を明らかにすることを目的としたい。

ウ 本研究の成果は、勤務校の機関紙「日本法学」に論文として掲載する予定である。

助成コード等	2527 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	中田裕子 法政大学法学部教授
研究テーマ	クロスボーダー銀行破綻とエクイティ的調整－英國 BCCI 清算判例の分析を通じた制度的課題と日本法への示唆

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、1991年に破綻したバンク・オブ・クレジット・アンド・コマース・インターナショナル (BCCI) の清算手続を対象とし、英國判例法においてエクイティの概念がどのように拡張され、現代的に再構成されたかを解明することを目的とする。

BCCI は、世界 78 か国に展開する国際銀行であり、その破綻事例はクロスボーダー銀行破綻の先駆的事例と考えられている。BCCI の破綻は、(1) 国際的に錯綜する債権者構造、(2) 国家的金融秩序維持の必要性、(3) 預金者保護制度の関与といった要素が加わったことで、従来の国内破綻処理の枠組みでは対応困難な課題を浮き彫りにした。イギリスにおいては、従来の「債権者平等」の原則だけでは整理できないため、判例法形成の過程でエクイティ的調整を通じ、資産プーリング、相殺の制限、預金口座担保の承認といった柔軟な法理の拡張を行った。

たとえば、Re BCCI (No. 2) [1992] は複数国支店の資産プーリングを認め、Re BCCI (No. 8) [1998] は従来「概念的に不可能」とされた口座担保権 (charge-back) を承認した（注1）。これらの判例は単なる個別判断にとどまらず、エクイティの理念を国際的利害調整に応用する契機となり、エクイティ的調整の射程を大きく広げることになった。さらには、英國 Banking Act 2009 の特別解決制度や EU 銀行回復・破綻処理指令 (BRRD)、単一破綻処理機構 (SRB) など制度設計にも影響を与えたと考えられている。また近年、「真のクロスボーダー銀行破綻事例」は少ないものの、制度整備面での注力は継続されており、その端緒となった BCCI 事件の清算手続の精査とその判例展開の分析は意義のあるものと考えられる。

本研究は、BCCI 判例群を通じてエクイティ概念の拡張を体系的に整理し、それが現代の銀行破綻処理制度に与えた影響、ないし、制度的基盤へと結実していった過程を明らかにする。これにより、判例法と制度法制の連続性を示し、エクイティ的調整の現代的意義を再評価する。同時に、日本の銀行破綻処理制度（預金保険法・特別危機管理制度等）や担保法制と比較し、クロスボーダー事案対応の課題、預金口座担保の承認、相殺制度の運用などに関して、実務的・制度的な改善の方向性を提示する。これにより、日本における将来の国際金融危機対応に資する理論的基盤を提供することを目的とする。

（注1）拙稿「RECONSIDERATION OF TAKING CHARGE ON DEPOSITS IN BANK ACCOUNTS IN ENGLAND」南山法学 47 卷 2 号（2024）21-61 頁。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

### a. 研究手法

本研究では大きく研究方法を三つに分けて行う。

#### (1) 判例分析

- ・BCCI 関連判例 (No. 2, No. 8, No. 9 等) を精査し、資産プーリング、相殺、担保権の取扱いに関するエクイティ的調整を分析する。
- ・判例評釈や学説を参照し、判決の背景と理論的意義を体系化する。

#### (2) 比較法的分析

- ・英国 Banking Act 2009、EU BRRD、SRB の制度と BCCI 判例の接続を調査・整理する。
- ・香港・シンガポール等アジアの制度との比較を行い、国際的な潮流を確認する。

#### (3) 日本法との比較検討

- ・日本の銀行破綻処理制度（預金保険機構・特別危機管理制度）や破産法・民事再生法における相殺規定と比較する。
- ・預金口座担保や国際的資産調整の導入可能性を検討し、日本法における改善点を提示する。

### b. スケジュール（2025 年末に認められた場合）

- ・2026 年前半：BCCI 判例群の一次資料調査・分析を行う。
- ・2026 年後半：比較法的検討（英国・EU・アジア）、日本法との対比の研究。夏に前半で足りないと判明した文献を英国ナショナルアーカイブスなどで収集する。さらに、ロンドン大学クイーンメアリーの Rodrigo Olivares-Caminal 教授（元指導教授）へのインタビュー調査を行い、中間報告として Cambridge 大学での研究会での発表を予定している。
- ・2027 年前半：現行制度との接続を分析し、日本法への示唆に関する部分を日本法を中心に検討する。
- ・2027 年後半：論文執筆（査読誌投稿（海外ジャーナルも含む。））、発表する。

### c. 予定している成果物の形態

#### ・口頭発表

Cambridge 大学（時期によっては Edinburgh 大学）のセミナーで報告を予定している。

#### ・成果物（論文）

現代法研究所叢書（2026 年度）にて判例分析（本研究の中間報告）を掲載予定である。さらに、法學志林に全体の掲載を予定している。

英語での論文投稿（国際雑誌「American Journal of Comparative Law (AJCL)」などを想定）も積極的に行いたい。

助成コード等	2528 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	中村篤志 新潟大学経済科学部講師
研究テーマ	現代の証券市場における最良執行義務の考慮要素と市場間競争の促進にかかる規制体系の検討

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

現代の証券市場における、①私設取引システム（PTS）に対する望ましい規制体系および取引所機能の再検討、②最良執行義務の内容の再構成の2点を軸に研究を進める。

#### ① PTSに関する検討

今日の日本の証券市場において、市場間競争が第一義的に「取引所 vs. PTS」の注文獲得競争を指すことについて、学術界でも実務界でもほぼ異論はないと思われる。しかしながら、PTSを如何なる存在として位置付けたうえで取引所と競争させるのかという点について、明確な概念整理がなされていないように見受けられる。現在ではPTSにも価格決定方式としてオークション方式が認められているとはいえ、なお、取引所ほどの価格形成機能を有しないものと整理されている。この点、市場間競争の促進のために、ア) 取引所同様の高度な価格形成機能をPTSに持たせたうえで取引所と競争をさせたいのか、あるいは、イ) 高度な価格形成機能をなお持たせずに競争させたいのかについて、規制体系上で政策意図を明確化する必要があると考える。現在は後者が基本方針であるとみられるが、仮にこの方針を堅持するのであれば、取引所とPTSの競争条件のイコールフッティングを唱えたところで、競争条件がイコールになることは難しいようと思われる。私見では、PTSの位置付けに対する認識の曖昧性や一貫性の欠如が、現在のPTSに対する規制体系と、市場間競争の活性化という最終的な目標との間にギャップを生じさせており、結果的に、PTSの発展を阻害している可能性があると考える。

同時に、PTSの位置付けを再考することは、取引所の機能を如何に捉えるかという、より高次の議論にもつながり得る。つまり、取引所の伝統的な機能を現在から将来の取引所にも期待し続けるのか、あるいは、その機能を分解して整理し、伝統的な取引所機能の一部のみを果たすような存在を認めるのかといった問題提起も可能と思われる。

以上のような点を再検討することで、どのような機能を有する市場（取引所、PTS）を競争させるのかが明確になり、証券市場のグランドデザインを適切に描くことができるのではないかと考える。

#### ② 最良執行義務に関する検討

ブローカーとしての証券会社は、善管注意義務の一環として、最良執行義務を負うと解される。2004年の取引所集中原則の撤廃に伴い、証券会社は、自己の定めた最良執行方針等に従って顧客の注文を執行する義務を負うことになったが、具体的な義務内容が条文上明らかではないと指摘されてきた。2022年には、個人投資家の場合には、価格をより重視する方向へと関係政府令等の見直しが行われた。このような変遷を辿る最良執行義務だが、現代の証券市場のコンテキストで、その内容や性質は必ずしも明

らかではないと思われる。

第1に、米国では、最良執行義務の内容は、時代・環境（IT技術の発展度合い等）に応じて変容し得ると解されている。日本の金商法が、米国の1933年証券法、1934年証券取引所法を継受している点を考慮すれば、日本においても、昨今の環境変化を踏まえ、「現代の」最良執行義務の内容を精緻化・検討する余地があると考える。

第2に、近年の日本の金融分野において、英米法由来のフィデューシャリー・デューティー（FD）への注目度が高まっている。「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」では、FDの概念に強く影響を受けたとされる「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づく内容が法定義務化された。例えば、顧客の最善利益義務（同法2条1項）などの法定化が、最良執行義務の内容に変化を与える可能性も指摘されるなか、フィデューシャリーの概念を考慮したうえで、現代の最良執行義務の内容を捉え直す必要があるものと考える。

本研究における上記①、②の体系的な位置付けに関して、現段階では、②最良執行義務の内容を再構成することが、①市場間競争を念頭にした場合に浮かび上がる制度的欠陥を補うことができる可能性があると考えている。この点については、研究を進める過程で、より精緻に理論化・体系化できるよう努めたい。

## （2）研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

主な分析対象は、①日本の金商法（旧証取法を含む）、②米国の1933年証券法、③米国の1934年証券取引所法とする。主たる検討の過程においては、④米国のATS法、⑤欧州の金融商品市場指令（MiFID）も適宜参考することとする。

また、証券市場の制度的枠組みの検討というテーマの性質上、金融当局を運営主体とする各検討体による資料も分析対象とする。日本では金融審議会やその傘下のWG、米国では証券取引委員会（SEC）の各種公表資料等が想定される。

比較法として、上述の②1933年証券法、③1934年証券取引所法をはじめ、米国の法令や規制体系を選定し、分析を進める。その理由は、米国では、本研究の主要検討課題について実務上の蓄積があり、最新の実務・研究動向も確認されるためである。実際、本研究のキーワードの1つに「市場間競争」が挙げられるが、米国証券市場では市場間競争が実現していると評され、日本の証券行政が従来から参考としてきてている。このため、米国市場の構造や法規制について、その歴史的経緯も踏まえながら分析することは、本研究の検討課題を解明するうえで参考になると考える。また、日本の望ましい証券市場のグランドデザインに対して示唆を与えてくれるものと考える。

また、「証券市場」という研究テーマ・領域の性質上、研究にあたっては、法理論的な分析に加えて、ファイナンス分野の知見も適宜取り入れる予定である。

予定している成果物の形態としては、最終報告書および学術論文として成果を取り纏めたい。スケジュールとしては、2025～26年前半までにPTS関係の論文を、2026年中を目安に最良執行義務関係の論文を学術誌に掲載できるよう研究を進めたい。

助成コード等	2529 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	中山岳洋 明治学院大学法学部助教
研究テーマ	知的財産権侵害における実施料相当額について-知財金融としての事業性評価-

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究は、知財金融という視点に基づいて、各知的財産法に設けられている損害賠償推定規定の1つである「実施料相当額」という法学的な観点から、知的財産権の価値についての検討を行うものである。

近年、知財金融という言葉が注目されている。知財金融とは、金融機関からの資金調達という観点から、企業等が保有する知的財産の事業性を評価するという概念である。

知財金融という概念が注目されるようになった背景には、2024年6月に「事業性融資の推進等に関する法律」が成立し、いわゆる企業価値担保権が創設されたことがある。これにより、不動産等の典型的な担保を有さない中小企業等が、自身が保有する知的財産を含む事業全体を担保に資金調達を試みることが可能になった。

このような立法状況を踏まえ、知的財産権の事業性を評価することの重要性はこれまで以上に高まってきており、これを多様な観点から分析することは社会的な要請でもあると考える。

そこで本研究は、法学的な観点から知的財産権の価値を分析することとする。具体的には、各知的財産法が定める損害賠償額の推定規定に基づく、知的財産権侵害の際に被侵害者が侵害者に対して請求することができる「実施料相当額」の意義について研究を行う。

知的財産権の侵害に対する損害賠償は、民法上の不法行為を基本とするものである。民法上の不法行為の原則は、被侵害者が侵害者に対し、侵害行為と因果関係のある損害について、賠償を求めることができるというものである。しかし、知的財産権は形を持たない財産であり、その損害の多くは、被侵害者が侵害行為によって利益を得る機会を逸したという消極損害である。そのため、被侵害者が侵害行為と因果関係のある損害を算定・立証することが、困難である場合が多い。このような状況に鑑みて、特許法や著作権法をはじめとする知的財産法では、知的財産権の侵害に対する損害賠償額の推定規定が置かれている。その中でも、「実施料相当額」とされているものは、損害賠償額の最低額を定めたものであるとされている。つまり、被侵害者が、侵害行為によって得た利益の具体的な金額等を立証できなくとも、当該知的財産権の「実施料相当額」が最低限の損害額として推定されることになる。

「実施料相当額」はその知的財産権の侵害（利用）に対する価値を法的に評価したものであるため、これを分析することは知的財産権自体の担保価値を把握する一助になると推察される。

日本の裁判例上、「実施料相当額」として認められる金額については、知的財産権者が定める実施料に基づくもののみならず、各知的財産権の性質や、侵害の態様等、多様な要素を考慮して判断されている。そのため、「実施料相当額」については、条文や確

立した判例等によって、一義的に導かれるという性質のものではない。ここに、「実施料相当額」を分析・検討を行う本研究の意義があると考える。

知的財産権侵害に対して権利者が請求できる金額を明らかにすることは、当該知的財産権の事業的価値を評価する一つの手掛かりとなるものである。本研究は、現在社会の関心を高めている知財金融の促進に一定の寄与が期待できるものである。

## （2）研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究の研究手法としては、国内外の裁判例や文献の調査、国内外の学会や実務家等が参加する研究会における報告及び意見交換により、比較法的な視点及び実務的な視点を取り入れつつ行うものである。

また、本研究の研究期間は2年間を想定している。

1年目は、知的財産権における「実施料相当額」について、理論的、実務的な位置付けを正確に整理する。具体的には、以下の3点の方法によって進める。

第一に、文献調査として各知的財産法に規定されている「実施料相当額」について国内外の文献や裁判例の整理を行う。その上で、知的財産法毎の「実施料相当額」に関する裁判例の特色、傾向、及びその理論的根拠を分析する。

第二に、学会や研究会における意見交換を通して、実務的な運用に関する理解を深める。具体的には、弁護士、弁理士や企業の知財部に所属する一般社団法人九州経済連合会主催の「知的財産権研究会」において本研究テーマについて中間的な報告をし、実務家等との意見交換を行う。

第三に、「実施料相当額」について比較法的な観点からの理解を深める。具体的には、A L A I 、I P R E 等の海外の学会への参加及び報告を通して、海外の知的財産法学者と意見交換を行う。

2年目は、国内外における議論の整理を前提に、知的財産権毎の事業性評価としての「実施料相当額」についての研究を進める。

具体的には、我が国における実施料相当額の分析から、妥当とされるべき実施料について、理論的、実務的、比較法的な観点から検討を行う。検討に際しては、引き続き上記の学会及び研究会における報告等を通して、多様な意見交換を行うことで、学術的かつ実務的な視点の双方を重視して進めていく。

最終的な研究成果は、論文として報告する予定である。これに加えて、国内外の学会等において口頭報告を行うなど、研究成果について積極的な意見交換を行うことも想定している。

助成コード等	2530 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	廣瀬翔太郎 朝日大学法学部講師
研究テーマ	巨大IT企業に対する経済法規制の研究

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

本研究では、巨大IT企業に対する経済法規制として、どのような規制手法が、市場における公正かつ自由な競争環境を提供する上で、最も実効性ある規制になるのかということについて分析することを目的とする。

現在のわが国における経済法規制の中心は、独占禁止法（昭和22年法律第54号）である。一方で、巨大IT企業に対しては、独占禁止法に加えて、取引透明化法（令和2年法律第38号）とスマホソフトウェア競争促進法（令和6年法律第58号）が近年制定された。これら2法は、独占禁止法を補完するものと言って差し支えなく、独占禁止法を加えて、巨大IT企業の規制にかかる「三本の矢」とも表現されている（渕川和彦・公正取引893号60頁）。すなわち、わが国は、三本の矢をもって巨大IT企業に対する規制を構築しようとする方向性が固まってきたと言える。

現在の問題は、これら三本の矢をどのように解釈・運用していくのか、という点にある。これに関して、スマホソフトウェア競争促進法は、2025年12月に施行されることが決まっており、本申請書執筆時点で関係政令等が公表されつつある状況にある。そのため、具体的な対処に関しては、本研究が本格的に開始されてから検討されることになる。しかし、現時点で既に指摘できることは、同法が欧州のデジタル市場法（DMA）に着想を得て制定されたものであるが、その範囲はDMAよりも狭く、スマートフォンに関する事項に限定されたことである。すなわち、スマホソフトウェア競争促進法の適用可能範囲の狭さが今後、巨大IT企業を規制する上でどのような問題が生じるのか分析していく必要がある。特に、一般法としての独占禁止法では、市場分析を経るために違反立証が困難であることから、特別法としてのスマホソフトウェア競争促進法が制定された。その趣旨からして、適用可能範囲の拡大の必要性等も含めて検討していく必要があると考えられる。また、課題点だけでなく、スマホソフトウェア競争促進法の施行後、具体的な事例が登場した場合には、その分析を行うことで、同法の解釈・運用に積極的意義を見出すことにも取り組みたい。

取引透明化法は、令和3年2月に施行され、運用が行われている。既に経済産業省の担当者による大臣評価にかかる解説論文などが公表されている段階にある。独占禁止法及び同法を所管する公正取引委員会との接続点という点で、取引透明化法13条は、特定デジタルプラットフォーム提供者に不公正な取引方法違反を認めるときに、公正取引委員会に措置請求ができる旨が定められている。令和6年11月、経済産業省は、この規定に基づいて、初めて公正取引委員会に対して措置請求を行った。具体的には、アマゾンジャパンが運営するECモールにおける「カートボックス」などと呼ばれる表示スペースについて、経済産業省は独占禁止法違反を認めたとされる。本申請書執筆時点で、公正取引委員会のホームページ内で意見募集が行われており、今後、公正取引委員会が何らかの動きを示すことが予想される。本研究では、この公正取引委員会の動き

(排除措置命令が予測される) や、取引透明化法 13 条の運用について、検討をしていきたいと考える。

また、ここ数年、生成 AI の発展が著しい。巨大 IT 企業における生成 AI を中心としたアルゴリズムの利用が、競争の弊害を生み出していることも懸念されるところである。実際に、上記のアマゾンジャパンの事案も、アルゴリズムを用いてサービスを提供していたことが問題になっているものと思われる。したがって、巨大 IT 企業に対する三本の矢の有効性について、特にアルゴリズムの利用という観点から包括的に検討していくこととした。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究では、①わが国の巨大 IT 企業への経済的規制の的確な現状把握をすること、②欧米の状況を分析した上で、わが国の規制との異同を検討すること、という大きく 2 つに分けることができる。

2026 年度は、主に上記①を遂行する。すなわち、(1)スマホソフトウェア競争促進法の施行後の解釈・運用、(2)アマゾンジャパンの事案を中心とした取引透明化法及び独占禁止法の解釈・運用の分析・検討を行うこととする。その際、わが国の課題点の指摘だけでなく、長所についても意識を払うようにしたい。特に日本独自の部分については、これを競争法（経済法）の国際学会にて報告し、外国研究者からコメントをもらうことで、世界から見たわが国の規制手法の位置付けを的確に認識するよう努める。

2027 年度は、主に上記②を遂行する。データベースを利用したり、論文等を収集したりした上で、欧州の DMA の運用状況や米国での裁判例の分析が中心となる。また、上記国際学会で得た知見も踏まえて、欧米の規制手法に関して、わが国が参考にできる点について、検討をすることとした。

成果物としては、論文公刊を目指す。特に、上記国際学会での報告を受け、それを本研究 2 年目の期間も含めて検討して、加筆・修正したものを海外の法律雑誌に英語で公刊したいと考えている。また、外国法の状況紹介や国内の事例評釈等の機会があれば、邦語論文としても適宜執筆、公刊したいと考えている。なお、これらの論文等を公刊する前提としては、国内・海外の研究会・学会における口頭による研究報告がある。こうした機会に、本研究により得られた知見を積極的に発信していくこととする。

助成コード等	2531 研究助成/法律分野/共同研究
研究者名	藤澤治奈 立教大学法学部教授 石綿はる美 一橋大学大学院法学研究科准教授 大塚智見 大阪大学大学院法学研究科准教授 白石大 早稲田大学法学学術院教授 武川幸嗣 慶應義塾大学法学部教授 吉原知志 大阪公立大学大学院法学研究科准教授
研究テーマ	物権法をめぐる判例と法改正との関係についての理論的検討

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

平成 29 年民法（債権関係）改正の後、民法においては、平成 30 年の相続法改正、令和 3 年の民法・不動産登記法改正、令和 7 年の譲渡担保法成立といった物権法分野での立法が相次いでいる。これらの立法に関しては、個別の立法を扱う研究や解説は数多く存在するものの、物権法全体を見渡した研究は目立たない。そこで、本研究においては、上記の改正全体を対象として、新たな立法と従来の物権法理論との関係を明らかにすることを目指す。

本研究が特に着目するのは、改正前の判例法理である。というのも、物権法の分野においては、民法 177 条（不動産物権変動）の適用範囲に関する一連の判例や、民法に規定のない非典型担保（譲渡担保・所有権留保等）に関する判例法理が、法規範として重要な役割を果たしてきた。新たな立法の中には、従来の判例の規律を踏襲したものもあれば、変更したものもあるが、両者の関係は単純ではなく、慎重に分析・検討する必要がある。

たとえば、平成 30 年相続法改正により新たに設けられた民法 899 条の 2 は、共同相続における権利の承継の対抗要件について定めた規定であるが、改正前は、民法 177 条の解釈論として導かれていた結論を条文化している。この規定が、相続により生じる物権変動の理解を変化させていないかを検討する必要がある。さらに、この点に関連して、令和 3 年民法・不動産登記法改正において、相続登記の義務化がされた。このルールの導入によって、相続と登記に関するこれまでの説明の仕方を変更する必要が生じる可能性がある。このような観点から、最判昭和 38・2・22 民集 17 卷 1 号 235 頁（共同相続と登記）、最判昭和 42・1・20 民集 21 卷 1 号 16 頁（相続放棄と登記）、最判昭和 46・1・26 民集 25 卷 1 号 90 頁（遺産分割と登記）、最判昭和 39・3・6 民集 18 卷 3 号 437 頁（遺贈と登記）等の一連の判例を研究する。そして、共有に関して、最判昭和 41・5・19 民集 20 卷 5 号 947 頁（共有者間の明渡し請求）、最判平成 8・10・31 民集 50 卷 9 号 2563 頁（共有物分割における全面的価額賠償）、最判平成 25・11・29 民集 67 卷 8 号 1736 頁（遺産共有と通常の共有の併存）等の判例を取り上げる。

また、令和 7 年に成立した譲渡担保法は、動産や債権等を目的とする譲渡担保・所有権留保に関する法律であるが、新法の成立が不動産譲渡担保の判例法理に与える影響をも分析する必要がある。そこで、最判昭和 46・3・25 民集 25 卷 2 号 208 頁（譲渡担保権者の清算義務）、最判昭和 62・2・12 民集 41 卷 1 号 67 頁（不動産譲渡担保の清算

金の確定時期)、最判平成 9・4・11 集民 183 号 241 頁 (清算金と留置権) といった判例を研究の対象とする。さらに、譲渡担保法が従来の動産物権変動の理解にどのような影響を与えるかを検討するために、最判昭和 30・6・2 民集 9 卷 7 号 855 頁 (占有改定による 178 条の引渡し)、最判昭和 54・2・15 民集 33 卷 1 号 51 頁 (集合動産譲渡担保の有効性)、最判昭和 57・10・14 判タ 482 号 80 頁 (集合物の特定)、最判昭和 62・11・10 民集 41 卷 8 号 1559 頁 (動産売買先取特権と集合動産譲渡担保)、最判平成 30・12・7 民集 72 卷 6 号 1044 頁 (所有権留保と集合動産譲渡担保) 等の判例を取り上げる。なお、担保物権法的な観点から、平成 29 年民法 (債権関係) 改正と譲渡担保法との関係についても触れる予定であり、最判平成 19・2・15 民集 61 卷 1 号 243 頁 (将来債権譲渡担保権と国税債権の優劣)、最判平成 10・3・24 民集 52 卷 2 号 399 頁 (将来賃料債権の差押えと賃貸不動産の譲渡) 等の判例も検討対象とする。

これらの判例と立法との関係を分析することで、立法により従来の物権法はどのように変化したのか、それとも変化しなかったのかを明らかにすることができる。また、新たな規定の解釈についての方向性を示すことができる。以上の点において、本研究は、民法、特に物権法の研究の発展および新法を踏まえた実務に貢献することができる。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究においては、2 ヶ月に 1 回程度、共同研究者および研究協力者が参加する研究会を開催することを予定している。研究会においては、毎回 2~3 名の研究者が、自らが担当する分野に関する研究報告を行なう。研究会は、2025 年 12 月頃から 2028 年 1 月頃まで開催する予定である。

研究会における議論を踏まえて、各担当者は研究内容をまとめた論文を執筆する。論文は、日本評論社『法律時報』に 2026 年前半から約 2 年に亘って掲載される予定である。

連載終了後、書籍に一連の研究成果をまとめる予定である。

助成コード等	2532 研究助成/法律分野/共同研究
研究者名	森 勇斗 山形大学人文社会科学部講師 山口昌樹 山形大学人文社会科学部教授 鈴木明宏 山形大学人文社会科学部教授 今村真央 山形大学人文社会科学部教授 丸山政己 山形大学人文社会科学部教授
研究テーマ	暗号資産を用いた越境的資金洗浄の構造と制度的対応に関する研究

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

近年、特殊詐欺やマネーロンダリングといった国際組織犯罪が、地理的・制度的な境界を越えて展開しつつある。とりわけ、東南アジアの一部国境地帯に形成されたいわゆる「犯罪都市」は、日本を含む先進国を対象とした高度な詐欺・資金洗浄の拠点として注目されている。これらの拠点では、オンラインカジノ、暗号資産、仮想通貨ミキサー、ステーブルコインなどの技術が活用され、伝統的な犯罪と最先端の金融技術が結合した新たな犯罪構造が構築されつつある。

こうした問題に対して、行政や金融機関を中心とした実務対応は急ピッチで進められているものの、学術的には未解明の部分が多く残されている。とりわけ、法学の分野においては、FATF勧告に基づく資金洗浄防止法制や、暗号資産規制に関する国内法の整備状況など、制度的な整合性や限界に関する比較法的研究が始まりつつある段階である。他方、東南アジアの地域研究や金融論においても、制度の空白地帯で犯罪経済が発展している実態に対する理論的枠組みは十分に整備されていない。

本研究の目的は、こうした状況を踏まえ、国際的な組織犯罪の制度的・空間的基盤を理解するための法的・概念的枠組みを構築することにある。政策提言や制度改革といった実務的成果を直接目指すのではなく、まずはこの領域における議論を可能にするための分析カテゴリ、用語、概念装置を整理・提示することが本研究のゴールである。

本研究では、特に以下の二点に焦点を当てる。第一に、暗号資産やステーブルコインといった新たな金融技術が、どのようにして組織犯罪と接続しうるのか、またそれに対して現行法制度がどのような応答を可能としているのかという点。第二に、「犯罪都市」と呼ばれる空間的な現象に対し、法の支配の空白、主権の不在、越境的犯罪の地理的集積といった視点から、既存の法概念でいかに接近しうるのかを検討する点である。

これらの検討を通じて、国際組織犯罪に関する議論が法的に可能となるための概念的なインフラを構築することを目指す。

## (2) 研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

本研究は法学（とりわけ比較法・国際経済法）に立脚し、必要に応じて金融論・地域研究の成果を補助的に用いる。研究対象は、複数の制度・国・空間を横断する国際組織犯罪の法的基盤であり、特定制度の詳細な解釈にとどまらず、現象を理論的に把握するための共通枠組みの構築を目的とする。法制度の比較、規範の受容・変容、空間と制度の関係などを分析対象とし、法地理学やガバナンス論的視点も活用する。

第1年目（2026年度）は、以下の基礎調査を行う。第一に、FATF勧告を中心とした国際的マネーロンダリング規範が、東南アジア諸国においてどのように導入され、運用されているかを検討する。第二に、暗号資産・ステーブルコインに関する各国の規制法制度を比較し、国際調和とその障壁を整理する。第三に、「犯罪都市」や無主空間に関する法制度上の課題と、その空間的性格を把握する概念の検討を行う。

これらの調査は、研究代表者・森の専門である民法・暗号資産規制法の視点から、民事法による資金の可視化・回復可能性、規制の正当化根拠などの法理的問題を検討することにより支えられる。さらに、共同研究者・丸山の専門である比較法・国際私法・アジア法制度の知見を活かし、地域特有の制度変容や制度移植の限界、条文と運用の乖離といった視点から、制度構造の深層を分析する。加えて、金融分野の分析は、資金洗浄の実効的防止策や、銀行・取引所を媒介とするガバナンス構造を理解する上で不可欠であり、法制度との接続可能性や限界を考察する補助線として位置づける。

第2年目（2027年度）には、初年度の調査成果をもとに、組織犯罪の制度的基盤を理論的に記述するための分析枠組みを構築する。「制度的空白」「主権の非対称性」「準合法的インフラ」などの概念を軸とし、既存の法体系の中でいかにこれらの現象を説明可能かを検討する。その際、初年度に分析した制度・空間・技術の具体的な事例を再検討しながら、各概念の相互関係や階層構造を整理し、精緻な枠組みへと発展させる。特に、暗号資産が制度境界を横断する仕組みと、それを受け止める地域ごとの規制的応答を対比的に捉えることで、制度的許容性や包摂・排除の論理を明示する。さらに、この枠組みが他の文脈（例：非国家主体による経済秩序の形成、金融制裁と迂回資金流）にも応用可能かを検討し、法制度研究における汎用的な分析モデルとして提示することを目指す。

研究成果は、まず山形大学人文社会科学部『研究年報』における査読付き論文の投稿を予定しており、その過程で英文での執筆およびネイティブによる英文校正を実施する。あわせて、研究の国際的発信を視野に入れ、比較法・経済法・デジタル通貨規制に関する国際学術誌（たとえば Journal of Financial Regulation や Asian Journal of Comparative Law 等）への投稿も検討する。これに加え、研究の進捗や中間成果はディスカッションペーパーとして英語・日本語両言語で発行し、国内外の研究者との学術的対話を促進する。また、必要に応じて、研究者間の共有・討議を目的とした小規模の研究会を開催する予定である。

助成コード等	2533 研究助成/法律分野/単独研究
研究者名	吉垣 実 愛知大学法学部教授
研究テーマ	「会社非訟の紛争解決機能—許可型事件、株価決定事件を中心に—」

## 【研究概要】

### (1) 研究の趣旨・目的等

近時、上場会社に関する非訟事件が多くみられる。株式価格決定事件等の事件類型においては、最高裁による重要な判断が相次ぎ、判例法理が形成されている。かかる最高裁の判断枠組みは、会社非訟のみならず、会社訴訟の事件処理においても一定範囲で導入されることがある。それゆえ、会社非訟の紛争解決機能は重要な意味をもつ。

本研究は、「会社非訟の紛争解決機能」の検討に際して特に重要かつ有益であると思われる、①許可型事件および②株価決定事件（②は、社会的にも注目を集めた事件が目立っている）を取り上げ、それらの事件における手続法上の重要論点を指摘したうえで、問題解決のための具体的方策を提示すること目的とする（以下「本研究」という）。本研究で得られた成果を、非訟事件における争点形成・事実認定・評価の判断枠組みの構築の研究につなげたい。会社非訟事件の種類は多岐にわたるため、上記2つの事件類型のうち、①については株主総会招集許可申立事件を、②については、株式買取価格決定申立事件を中心に取り上げる（両者は手続法上の諸問題を多く含んでいる）。

#### 株主総会招集許可申立事件—会社法297条4項の射程、訴訟と非訟の競合の検討—

総株主の議決権の100分の3（定款により引き下げ可能）以上の議決権を6ヶ月前から引き続き有する株主は、取締役に対し、株主総会の目的事項（議題）および招集の理由を示して、株主総会の招集を請求することができる（会社法297条1項）。株主が適法に招集請求をした後、遅滞なく（遅くも8週間以内）株主総会が招集されない場合は、当該株主は、裁判所の許可を得て自ら株主総会を招集できる（同条4項）。この制度は、同意なき買収によって会社の支配株式を取得した株主が、現在の取締役を交代させたい場合や、株主総会決議取消しの訴えに関する瑕疵の連鎖（議論状況として、拙稿「判批」民訴判例百選〔第6版〕28事件）を断ち切るための手段としても利用可能である。

本研究においては、①会社法297条1項の請求に基づき、臨時株主総会に向けて会社が準備していたことを理由に申立ての利益を欠くと判断した事案（東京高決令和2・11・10 金法1608号46頁）において、会社（取締役）側が開催するとしていた臨時株主総会の開催を中止する取締役会決議により、実際には臨時株主総会が開催されなかった場合の少数株主の救済方法、②株主による訴訟手続を通じた株主総会を招集・開催することの会社に対する義務付けの可否（東京高判令和3・9・29 金法1695号38頁）の2つの論点を検討する。①は会社法297条4項の紛争解決の射程の問題であり、②は、訴訟と非訟の競合の問題である。②について、社団たる医療法人の社員が一般社団法人及び一般財団法人に関する法律37条2項の類推適用により裁判所の許可を得て社員総会を招集することはできないとした、最決令和6・3・27 民集78巻1号252頁（拙稿「判批」新判例解説Watch Vol.36 民事訴訟法No.2（2025年）123頁以下）、があるが、訴訟手続により理事長に対して臨時社員総会の招集を命ずる旨の判決を得ることができるとする渡邊恵里子補足意見が付されており、その射程を検討してみたい。

## 株式買取価格決定申立事件—手続の公正性の審理、実質的な立証責任の検討—

会社法における株式買取請求の公正な価格については、近時の最高裁による重要な判断が多くなされ、判例法理が形成されつつある。本研究において、「公正な価格」につき、公正性担保措置がとられていた場合（手続の公正性は会社側が立証する）には公開買付価格を尊重するとした、最決平成 28・7・1 民集 70 卷 6 号 1445 頁（ジュピターテレコム事件）を踏まえ、構造的な利益相反関係が存在する 2 段階のキャッシュ・アウト取引における手続の公正性の審理と立証方法の在り方を示してみたい。デラウエア州衡平法裁判所の判例法理を参考に、公正性の審理について比較法検討も行う。

公正性担保措置が実効性を欠く場合には、裁判所が裁量により公正買付価格を決定することになるところ（東京高決令和 6・10・31 資料版商事 490 号 95 頁。評釈として、拙稿・新判例解説 Watch 民事訴訟法 No. 176（2025 年）がある）、裁判所は公正担保措置（手続の公正性）に関する証拠をどのように出させるかが問題となる。非訟事件は、要証事実について会社と株主のどちらかが立証責任を負うという関係に立っていないため、民事訴訟法 224 条（真実擬制）の規定も準用されない。そこで、判例法理および学説を踏まえ、**実質的な立証責任（裁判資料の提出責任）の在り方**を示してみたい。会社および株主による主体的かつ積極的な立証活動が実現されれば、手続の公正性の審理は充実したものとなり、当該非訟事件の紛争解決機能は高まるものと思われる。

以上が、本研究の趣旨・目的である。本研究の成果を、非訟事件における争点形成・事実認定・評価の判断枠組みの構築の研究につなげたい（今後の研究課題）。

### （2）研究手法、スケジュール、予定している成果物の形態等

#### 【研究手法】

判例・学説を検討し、研究会で報告する。対象会社や少数株主にヒアリングを行う。

#### 【スケジュール】

①日本民事訴訟法学会関西支部研究会（2025 年 9 月 6 日（土））、②東京弁護士会民事訴訟問題等特別委員会（2026 年 2 月 25 日（水））、③TKC ローライブラリー研究会（関連判例の検討：2026 年度）で報告予定である。①ないし③の他、④国際訴訟法学会（IAPL）2026 年ウィーン大会あるいは 2027 年パリ大会における公開募集報告セッションに応募することも検討している（この場合、報告タイトルを、「訴訟事件における争点形成・事実認定・評価のための判断枠組みの構築—会社非訟の紛争解決機能からの示唆—」（仮題）とする）。本テーマについては、研究者のみならず裁判官や弁護士の先生方からのアドバイスが不可欠であり、①および②の研究会でのご指導をふまえ、よりよい成果を発表したい。

#### 【予定している成果物】（公表予定順）

- ② 民事訴訟雑誌 72 号（2026 年 3 月公刊）に論説を発表する予定である。
- ②ファミリーマート事件最高裁決定（株式買取価格決定申立事件）の評釈（TKC）。
- ③「会社非訟の紛争解決機能」についての論文を、『愛知大学法学部法経論集』（紀要）に 5 回程連載する予定である（2026 年 4 月～2028 年 3 月）。

助成コード等	2534 刊行助成/経済分野/単独研究
研究者名	足立泰美 甲南大学経済学部教授
書籍名	地方債の経済学

## 【書籍の目次】

はじめに
初出一覧
第1部 財政措置と地方債負担
第1章 将来負担額と交付税措置
1.1 地方債の概要
1.2 交付税措置の概要
1.3 データの概要と推計モデル
1.4 推計結果
1.5 交付税措置と将来負担
第2章 赤字地方債と建設地方債
2.1 地方債と財政運営
2.2 国債と地方債
2.3 財政健全化と地方債
2.4 建設地方債と赤字地方債
2.5 データの概要と推計モデル
2.6 推計結果
第2部 歳出と財政補填・財政支援
第3章 公共施設事業と歳出
3.1 公共施設事業の概要
3.2 データの概要と推計モデル
3.3 推計結果
3.4 事例：千葉県習志野市大久保地区における公共施設再生事業
第4章 学校教育施設事業債と歳出
4.1 学校教育施設の概要
4.2 データの概要と推定モデル
4.3 推計結果
4.4 事例：学校教育施設整備の財政負担軽減に向けた取組
第5章 集約化・適正化と歳出
5.1 集約化・複合化・適正化
5.2 データの概要と推計モデル
5.3 推計結果
5.4 事例：公共施設の集約化・適正化と官民連携の展開
第6章 過疎対策事業債と歳出
6.1 過疎対策と過疎対策事業債
6.2 データの概要と推計モデル

6.3 推計結果

6.4 事例：制度的優遇措置と地方公共団体の財政行動

第3部 地方債の資金調達と償還管理

第7章 市場公募債と資金調達

7.1 市場公募債の概要

7.2 データの概要と推定モデル

7.3 推計結果

第8章 資金調達と資金管理

8.1 地方公共団体金融機構の資金調達と資金管理

8.2 財政投融資の資金管理と資金管理

8.3 制度改革の意義と影響

第9章 地方債制度の国際比較と日本財政への示唆

9.1 国際比較の必要性

9.2 米国の地方債制度と市場規律の自己責任原則

9.3 ドイツの地方債制度と憲法上の財政均衡義務

9.4 フランスの地方債制度と中央集権的構造

9.5 イギリスの地方債制度と中央融資依存型モデル

9.6 日本の地方債制度の特異性と国際比較

おわりに

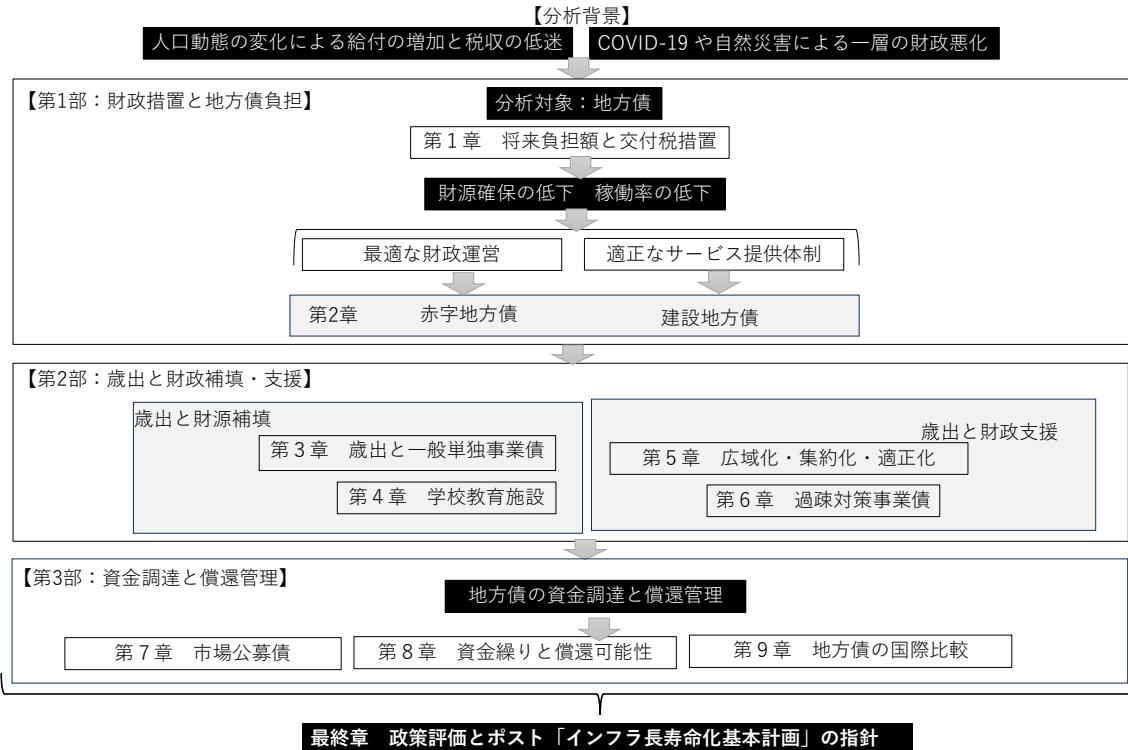
参考文献

## 【書籍の要旨】

わが国の地方財政は、人口減少に伴う社会保障費の増加と税収の伸び悩みにより、持続可能性に対する構造的制約に直面している。とりわけ、高度経済成長期に整備された公共施設の老朽化対策は、今後、地方自治体の財政に重くのしかかる長期的課題として顕在化しつつある。さらに近年、日本銀行による金融政策の転換を受けて金利が上昇局面に入り、利払い負担の増大に伴い、地方債による資金調達および償還管理にかかるリスクが現実味を帯びてきている。

こうした制度的・市場的環境の変化を背景として、本刊行物は、交付税措置と地方債制度の相互作用を主軸に、地方自治体における財政運営の構造とその持続可能性を、理論と実証の両面から総合的に検証することを目的とする。具体的には、政府（国・地方）の税収水準を所与としたうえで、(1) 交付税措置が地方債の負担構造に与える影響、(2) 歳出サービスと財政補填・支援の制度設計との連関、(3) 資金調達および償還管理のメカニズムが抱える制度的制約や調整課題、という三つの視点から多角的な検討を行う。本書では、「分析の背景」「分析の対象」「分析の視点」の関係性を体系的に整理し、図解とともに提示する構成としている。

## 【全体の概要図】



本書は、理論的考察と実証的検証を融合させ、政策的示唆に富んだ内容を特徴とする。序章では、地方債制度を取り巻く現状や制度的背景、将来の展望と課題を概観し、本研究の問題意識と分析枠組みを明確にする。第1部では「財政措置と地方債負担の構造」を主題とし、交付税措置が将来の地方債負担に与える影響を定量的に明らかにする。第1章では、交付税措置による将来負担額への影響を分析し、第2章では地方債を赤字地方債と建設地方債に区分した上で、自治体の歳出構造との関連性を検討する。

続く第2部では、「歳出サービスと財政補填・財政支援の関係」に焦点を当て、人口減少が加速する中での行政サービスの持続可能性と地域間格差の是正可能性を考察する。第3章では、一般単独事業債に対する交付税補填が自治体の事業実施インセンティブに与える効果を検証し、第4章では過疎対策事業債を対象に、人口減少地域における財政持続性とサービス水準の維持が両立可能かを評価する。第5章では、公共施設事業債における交付税措置が老朽化更新需要に及ぼす影響を計量的に分析し、第6章では学校教育施設事業債を通じて教育投資の地域間偏在と制度的調整機能を明らかにする。さらに第7章では、広域化・集約化・最適化を目的とした財政支援制度の設計が、効率性と公平性のジレンマをどのように内包しているかを論じる。

第3部では、「資金調達と償還管理の制度的メカニズムとリスク構造」に着目し、現役世代と将来世代の負担の非対称性を含む地方債制度の持続性を検討する。第8章では、臨時財政対策債の累積債務水準が市場公募債の調達条件に与える影響を分析し、第9章では日本の地方債制度を米国、ドイツ、フランス、英国の制度と比較し、自治責任原則、市場規律、中央交付金依存、債務抑制ルールといった制度設計の共通点と相違点を整理する。これにより、金利正常化局面における償還管理に関する国際的な教訓を抽出し、日本の交付税補填型モデルの制度的強みと脆弱性を多角的に評価する。

最終章では、第1章から第9章までの分析結果を総括し、激甚化・頻発化する自然災害

や公共施設の老朽化に対応する「インフラ長寿命化基本計画」の次なる展開、すなわち  
ポスト長寿命化時代の財政支援と制度設計の方向性を提示する。本研究は、交付税措置  
と地方債制度の相互作用を豊富な実証データに基づいて包括的に検討する先駆的な試  
みであり、地方自治体の財政持続性の確保と、公共サービスの安定的な提供および地域  
間の公平性の両立を実現するために、学術的かつ実務的な貢献を志向するものである。

助成コード等	2535 刊行助成/経済分野/単独研究
研究者名	石川博行、大阪公立大学、大学院経営学研究科、教授
書籍名	配当シグナリング

## 【書籍の目次】

### 第Ⅰ部 配当シグナリングのイントロダクション

#### 第1章 日本企業の配当動向

1. はじめに
2. 配当の重要性
  - 2.1 配当総額と高い有配企業の割合
  - 2.2 有配の決定要因
  - 2.3 自社株買いとの非代替
  - 2.4 自社株買いの決定要因
  - 2.5 増復配企業の割合上昇
  - 2.6 増減配の決定要因
3. 配当性向と自己資本配当率
  - 3.1 配当性向
  - 3.2 自己資本配当率
4. おわりに

#### 第2章 サステナブル成長率の経済的意義

1. はじめに
2. サステナブル成長率とは
3. サステナブル成長率と将来増益率の関係
4. ROE と将来増益率の関係
5. 配当性向と将来増益率の関係
6. おわりに

### 第Ⅱ部 配当粘着性と配当シグナリング

#### 第3章 配当粘着性の決定要因と株価形成

1. はじめに
2. 配当の収益性シグナリング仮説とコロボレーション効果
3. リサーチ・デザインとサンプル
  - 3.1 リサーチ・デザイン—配当粘着性の決定要因—
  - 3.2 リサーチ・デザイン—配当粘着性が株価形成に与える影響—
  - 3.3 サンプル
4. 分析結果
  - 4.1 基本統計量と相関係数
  - 4.2 配当粘着性の決定要因
  - 4.3 配当粘着性が株価形成に与える影響
5. ロバスト・チェック—積極増配をコントロールした場合—

6. おわりに

第4章 配当粘着性の将来業績予測能力

1. はじめに
2. 次期配当変化予想企業の ROA 推移
3. 配当粘着性の将来業績予測能力
  - 3.1 リサーチ・デザイン
  - 3.2 基本統計量と相関係数
  - 3.3 実証結果
4. おわりに

第5章 配当粘着性とインプライド期待成長率の関連性

1. はじめに
2. 同時逆算法と全サンプルの推定結果
  - 2.1 同時逆算法
  - 2.2 全サンプルの推定結果
3. 部分サンプルの推定結果
  - 3.1 配当変化別の推定結果
  - 3.2 配当粘着性の高低別の推定結果
4. 配当粘着性の高低が増配・減配企業の期待成長率と期待リターンに与える影響
5. おわりに

第III部 コスト粘着性と配当シグナリング

第6章 コスト粘着性と配当政策の関連性

1. はじめに
2. リサーチ・デザインとサンプル
  - 2.1 コスト粘着性尺度
  - 2.2 リサーチ・デザイン
  - 2.3 サンプル
3. 全サンプルの分析結果
  - 3.1 基本統計量と相関係数
  - 3.2 全サンプルの推定結果
4. 部分サンプルの分析結果
  - 4.1 資源調整コスト仮説の検証
  - 4.2 帝国建設仮説の検証
  - 4.3 収益性シグナリング仮説の検証
5. コスト粘着性の利益予測能力
6. おわりに

第7章 コスト粘着性と株価形成

1. はじめに
2. リサーチ・デザインとサンプル

- 2.1 リサーチ・デザイン
- 2.2 サンプル
- 3. 全サンプルの分析結果
  - 3.1 基本統計量と相関係数
  - 3.2 全サンプルの結果
- 4. 年別サンプルの分析結果
- 5. おわりに

## 第 8 章 コスト構造の決定要因と株価形成

- 1. はじめに
- 2. リサーチ・デザインとサンプル
  - 2.1 リサーチ・デザイン—コスト構造と配当の実証的関連性—
  - 2.2 リサーチ・デザイン—コスト構造が株価形成に与える影響—
  - 2.2 サンプル
- 3. 分析結果
  - 3.1 基本統計量と相関係数
  - 3.2 コスト構造と配当の実証的関連性
  - 3.3 コスト構造が株価形成に与える影響
- 4. おわりに

## 第IV部 投資と配当シグナリング

### 第 9 章 配当の将来業績予測能力と投資機会の関連性

- 1. はじめに
- 2. リサーチ・デザイン
- 3. 基本統計量と相関係数
  - 3.1 基本統計量
  - 3.2 相関係数
- 4. 実証結果
  - 4.1 水準モデルの推定結果
  - 4.2 変化モデルの推定結果
- 5. 追加分析
- 6. おわりに

### 第 10 章 研究開発投資・設備投資との関連性

- 1. はじめに
- 2. 研究開発費と設備投資額の時系列推移
- 3. リサーチ・デザイン
  - 3.1 リサーチ・デザイン—研究開発投資と設備投資の将来業績予測能力—
  - 3.2 リサーチ・デザイン—研究開発投資と設備投資が  
株価形成に与える影響—
- 4. 基本統計量と相関係数
  - 4.1 基本統計量

## 4.2 相関係数

5. 実証結果—将来業績に与える影響—
  - 5.1 研究開発投資と設備投資の将来業績予測能力
  - 5.2 研究開発投資と設備投資が配当の将来業績予測能力に与える影響
6. 実証結果—株価形成に与える影響—
  - 6.1 研究開発投資と設備投資が株価形成に与える影響
  - 6.2 研究開発投資と設備投資が配当変化シグナルの信頼性に与える影響
7. おわりに

## 終章 結論と展望

1. 発見事項の要約
  - 1.1 配当粘着性と配当シグナリング
  - 1.2 コスト粘着性と配当シグナリング
  - 1.3 投資と配当シグナリング
2. 本書の結論
  - 2.1 サステナブル成長率は基本的に使えない
  - 2.2 粘着的な配当政策は増配シグナルの信頼性を高める
  - 2.3 粘着的なコスト・マネジメントは増配シグナルの信頼性を高める
  - 2.4 積極的な研究開発投資は増配シグナルの信頼性を高める
3. 残された課題

## 引用文献

## 索引

### 【書籍の要旨】

経営者は、自社の将来業績に関する私的情報を投資家に伝達するための信頼性の高いシグナルとして配当を使用するという考えがある。この配当の「収益性シグナリング仮説」に依拠した場合、たとえば増配シグナルは、将来の好業績に関する経営者の自信として解釈され、株価上昇を引き起こす。シグナリング仮説をベースとした「コロボレーション効果」という概念がある。ある情報が他の情報の信頼性を裏付けることによって生じる相互作用効果をいう。たとえば、増配シグナルは、将来の好業績に対する経営者の自信を表す。増益はそれを裏付ける別のシグナルである。両者のベクトルが同じとき、増配シグナルの信頼性は高いと評価され、より大きく株価が上昇する。

本書は、配当のシグナリング効果とコロボレーション効果の観点から、近年注目されている「配当粘着性」、「コスト粘着性」、および「投資」の経済的意義を実証的に検討した研究書である。4部構成であり、第I部「配当シグナリングのイントロダクション」では、「日本企業の配当動向」（第1章）を概観した後に、「サステナブル成長率の経済的意義」（第2章）を分析した。サステナブル成長率（=ROE×[1-配当性向]）の定義式に従えば、配当性向が高い企業ほど成長率が低くなっているなければならないが、実際には、そのような企業の将来の増益率は高くなっている。日本では、配当に前向きな企業ほど成長性が高い。配当のシグナリング仮説と整合するこの証拠を出発点として、第II部以降の分析が展開されている。各部の主要な発見事項は、次のように要約できる。

配当には、当期の業績が芳しくなくても安易に減額されないという「粘着性」が備わっている。第Ⅱ部「配当粘着性と配当シグナリング」では、日本企業の配当粘着性の経済的意義を分析した。まず、第3章「配当粘着性の決定要因と株価形成」において、配当粘着性が高い企業の次期増配シグナルは、将来の好業績に対する経営者の自信が相対的に高いと評価され、プラス $\alpha$ の評価を受ける（プラス方向のコロボレーション効果）、逆に、配当粘着性が低い企業の次期減配予想は、将来の悪業績に対する信頼性の高いシグナルとして、より大きなマイナス評価を受ける（マイナス方向のコロボレーション効果）という証拠を得た。第4章「配当粘着性の将来業績予測能力」は、配当の将来業績予測能力の観点から、第5章「配当粘着性とインプライド期待成長率の関連性」は、同時逆算手法に基づいて推定されたインプライド期待成長率の観点から、第3章の結果の解釈を試みたものである。分析の結果、配当粘着性が高い（低い）企業の次期増配（減配）シグナルが追加的なプラス（マイナス）の評価を受けるのは（第3章）、中期的な業績向上（悪化）（第4章）を包含した長期的な期待成長率の有意な高さ（低さ）（第5章）によるものであるという証拠を得た。

近年、増収時のコスト増加額より、同額減収時のコスト減少額の方が小さいという「コスト粘着性」が注目されている。第Ⅲ部「コスト粘着性と配当シグナリング」では、日本企業のコスト粘着性の経済的意義を、配当政策や配当に対する市場評価と関連付けながら分析した。まず、第6章「コスト粘着性と配当政策の関連性」は、コスト粘着性と配当水準の間に有意なプラスの関係が存在する、コスト粘着性にも将来業績を予測する追加的な能力が備わっているといった米国の証拠とは真逆の結果を得た。また、第7章「コスト粘着性と株価形成」では、コスト粘着性が高い企業の次期増配シグナルがプラス $\alpha$ の評価を受けるという証拠を得た。これらの結果は、シグナリング仮説とコロボレーション効果で説明できる。日本企業のコスト粘着性には、将来業績に対する経営者の自信という、配当と同様の情報内容が含まれている。コスト粘着性の高さに裏付けられた次期増配予想は、将来の好業績に対する経営者の自信が相対的に高いシグナルとして評価される。固定費と変動費の割合に注目した「コスト構造」という概念があるが、第8章「コスト構造の決定要因と株価形成」でも、米国の先行研究と真逆の証拠を得ている。日本では、コスト構造が柔軟な企業の次期増配シグナルが割り引いて評価されている。固定費負担が大きい企業の方が、将来業績に対して経営者が相対的に自信を持っていると市場は考えているのである。

企業の持続的成長には、投資が不可欠である。第Ⅳ部「投資と配当シグナリング」では、日本企業の投資活動が、配当の将来業績予測能力や配当に対する市場評価とどのように関連しているのかを分析した。投資は、企業の実際の投資活動と、市場からみた当該企業の投資機会に分けることができる。第9章「配当の将来業績予測能力と投資機会の関連性」では、後者の投資機会に焦点を当てたものであるが、ここでも、投資機会が配当の将来業績予測能力に対して有意なプラスの効果を与えるという、米国の先行研究と真逆の結果を得た。コロボレーション効果で説明できる。投資機会の高さが、配当シグナルの信頼性を高め、その将来業績予測能力を高めるのである。第10章「研究開発投資・設備投資との関連性」は、企業の実際の投資活動に焦点を当てたものである。分析の結果、研究開発投資は、将来業績や株価とプラスの有意な関係を有しており、か

つ将来の好業績に対する経営者の自信を表す次期増配シグナルの信頼性を高める傾向があるというシグナリング仮説やコロボレーション効果と整合的な結果を得た。一方、設備投資には、そのようなプラスの情報内容は含まれていない。サンプル平均的には、積極的な設備投資には、配当と同様の情報内容は含まれていない。

以上の証拠を踏まえ、4つの結論を導いている。第1に、サステナブル成長率は基本的に使えない。バリュエーションの実務にサステナブル成長率を利用すると、低（高）成長企業を過大（過小）評価してしまう。第2に、配当粘着性は配当シグナルとコロボレーションする。累進配当的な配当を実施することで、増配シグナルに対する市場の評価を高めることができる。第3に、コスト粘着性も配当シグナルとコロボレーションする。安易なコストカットが必ずしも将来業績の改善や市場のプラス評価に結びつかないことを示唆している。第4に、研究開発投資は配当シグナルとコロボレーションする。研究開発投資は、金額的な重要性が相対的に低く、時系列的に減少傾向であるが、研究開発投資のシグナリング効果や配当とのコロボレーション効果にもっと注目すべきである。

助成コード等	2536 刊行助成/法律分野/単独研究
研究者名	池田悠太 東北大学 大学院法学研究科 准教授
書籍名	法主体・法行為・意思—サレイユ民法学における事実的なものと法学的なもの

## 【書籍の目次】

第1章 日本民法学からサレイユ民法学へ
第1節 日本の法主体論からサレイユの法主体論へ
第1款 問題の所在
第1項 法主体の概念
第2項 サレイユ民法学における法主体の概念
第2款 議論の状況
第2節 日本の法行為論からサレイユの法行為論へ
第1款 問題の所在
第1項 法行為の概念
第2項 サレイユ民法学における法行為の概念
第2款 議論の状況
第3節 法主体論と法行為論
第4節 サレイユの民法学
第5節 本書の課題と構成
第2章 サレイユ民法学における法主体の概念
第1節 サレイユの法人論の内容
第1款 議論の構造
第1項 権利概念からのアプローチ
第2項 法的通念からのアプローチ
第3項 全体の構造
第2款 議論の内容
第1項 権利の概念
第2項 法主体の概念
第3項 法人格の法的実在性
第4項 総括
第2節 サレイユの法人論の特徴
第1款 法主体としての法人
第1項 客観法と主観法
第2項 法関係と法主体
第3項 物の法・行為の法と人の法
第2款 法的実在としての法人
第1項 擬制と実在
第2項 社会的実在と法的実在

### 第3款 総括

第3節 サレイユ民法学から日本民法学へ

第1款 日本民法学におけるサレイユの法人論

第2款 サレイユの法人論から見た日本民法学

第3章 サレイユ民法学における法行為の概念

第1節 サレイユの法律行為論の内容

第1款 前提

第2款 法律行為解釈の理論

第1項 狹義の法律行為の解釈

第2項 法律行為の内容の確定

第3款 法律行為の理論

第1項 総論

第2項 各論

第4款 総括

第2節 サレイユの法律行為論の特徴

第1款 意思と表示

第1項 表示と意思表示

第2項 意思と意思表示

第2款 二元論と一元論

第1項 法律の解釈

第2項 法律行為の解釈

第3款 総括

第3節 サレイユ民法学から日本民法学へ

第1款 日本民法学におけるサレイユの法律行為論

第2款 サレイユの法律行為論から見た日本民法学

第4章 サレイユ民法学における意思の概念

第1節 サレイユの法主体論・法行為論における意思の概念

第1款 サレイユの法主体論における意思の概念

第2款 サレイユの法行為論における意思の概念

第3款 総括

第2節 サレイユの法主体論・法行為論と法学方法論

第1款 サレイユの法学方法論の内容

第2款 サレイユ民法学における二つの法学的方法

第3節 サレイユ民法学から日本民法学へ

第5章 総括と展望

第1節 本書の課題と解答

第2節 残された課題

## 【書籍の要旨】

人間の社会について、民法学は、「権利義務関係」としてそれを把握し、その主体たる「人」、客体たる「物」、発生原因たる「行為」、といった基本概念を用いてそれに考察を加えてきた。本書では、このうち「人」すなわち法主体の概念及び「行為」すなわち法行為の概念について考察すべく、第一にサレイユ (Raymond Saleilles) の民法学がどのように法主体の概念を構成しているかを明らかにすること、第二にサレイユの民法学がどのように法行為の概念を構成しているかを明らかにすること、第三にそれらの概念構成に共通して見られる特徴をサレイユの法学方法論との関係において明らかにすること、という三つの課題に取り組む。

第一の課題に取り組むために、『法人格について』(初版 1910 年・第 2 版 1922 年)において示されたサレイユの法人論に検討を加えるに、そこでは、権利の概念は、「社会的性質を帯びた利益に仕え、かつ自律的な意思によって行使される力」として構成され、法主体の概念は、客観的要素としての組織体、主観的要素としての意思、社会的要素としての利益を備えたものとして構成されており、そのような法主体の法人格は、観念のあり方が法的通念に合致し (実在性  $\beta$ )、かつ、組織体の基礎に人間及びその意思がある (実在性  $\alpha$ ) ということから、法的実在であるとされているものと考えられる。ここでいう力とは、観念的な意思に従わせるものであり、組織体には、当該存在を司る目的と、定款による規律 (社団・財団の場合) 又は法関係による規律 (人間の場合) というメカニズムとが内在しており、これらの規律によって、あるいは、社員や理事の意思が社団や財団に仕える意思となり、社員や理事のもとで社団や財団とその観念的意志が表象され、社団や財団が力を有する法主体として立ち現れ (社団・財団の場合)、あるいは、行使主体の意思が帰属主体に仕える意思となり、行使主体のもとで帰属主体となるべき人間とその観念的意志が表象され、人間が力を有する法主体として立ち現れる (人間の場合)、ということが述べられていると考えられる。(以上、第 2 章第 1 節。)

このようなサレイユの民法学を、まず同時代の仏独民法学と対比するに、第一に、サレイユの法人論は、法主体の概念を認めたうえで、社団や財団を法人として法主体とする点に、第二に、法人の法人格が法的実在であるという意味において法人を法的実在とする点に、特徴を有していると言うことができる (同章第 2 節)。次に日本民法学と対比するに、まず、サレイユの法人論は、変容を被りつつ日本民法学の基底をなしてきた、と言うことができるが、法主体であるということの意義ないし効果、法主体における目的や意思の意義、社団法人と財団法人との異同、営利法人と非営利法人との異同、などの問題について再考の余地を示唆していると考えられる (同章第 3 節)。

次に、第二の課題に取り組むために、『意思表示について』(1901 年)において示されたサレイユの法律行為論に検討を加えるに、そこにおいてサレイユは、狭義の法律行為の解釈のほか、補充や任意規定の適用も含む法律行為の内容確定のための作用を、一方ではいずれも心理的意志の探求とは区別された一定の法的な構成作用であるとしつつ、他方で、それぞれ意思からの距離には相違がありつつも、なお意思を構成する作用としても位置付ける法律行為解釈の理論を中核としつつ、それを含む複数の各論と一つの総論とを通じて、ドイツ民法典の立脚する法律行為論を、意思理論と表示理論との中間的な理論として提示しており、さらにはそれを、ドイツ民法典を離れた一般的な射

程を持つ理論として、提示しているものと考えられる。

このようなサレイユの民法学を、特にその法律行為論の中核をなす法律行為解釈の理論について、まず同時代の仏独民法学と対比するに、第一に、サレイユの法律行為論は、意思とも表示とも区別された意思表示を基礎に据える点に、第二に、意思表示を基礎に据えた一元的な理論を提示するものであるという点に、特徴を有していると言うことができる（同章第2節）。次に日本民法学と対比するに、日本民法学においてサレイユの法律行為論は一面的に理解され、最初は肯定的評価の対象となる一方でその後は否定的評価の対象となってきたと考えられるが、サレイユの法律行為論は、契約の解釈に関しても、より広く契約における意思や法律行為における意思表示の意義に関しても、従来の考え方と異なる考え方を示唆していると言える（同章第3節）。

そのうえで第三の課題について検討するに、まず、サレイユの民法学においては、法主体論と法行為論を通じて、意思の概念は、心理的な意思のうちに事実的基礎を有すると同時に、法的なメカニズムによって構成されたものであると言うことができ、このように意思の概念を構成することで、法主体の概念を、一方で法主体の事実的な意思から乖離させつつ、他方で法主体の法的な意思に、ひいてはその事実的な基礎をなすところの権利行使主体の事実的な意思に繫留し、法行為の概念を、一方で行為主体の事実的な意思から一定程度乖離させつつ、他方で行為主体や効果帰属主体の法的な意思に、ひいてはその事実的な基礎をなすところの行為主体の事実的な意思にも一定程度、繫留することが可能になっていると言うことができる。この、〈事実的基礎としての意思とその法的構成〉という方法は、社会学や心理学といった隣接諸学によるアプローチという事実的なものを踏まえつつ、それとは区別された、法学的なものであると言うことができ（法学的方法 $\alpha$ ）、ここには、事実的なものとしての意思を法学的なものとしての意思へと転換するメカニズムがあると言うことができる。（以上、第4章第1節。）

しかるに、サレイユの法学方法論をいくつかの著作から再構成するに、それは、隣接諸学と同様に社会の観察及び比較法に基づいて前法的規範を定立したうえで、法学固有の作業として法的構成によって法的規範を定立する、という法学の方法を提示するものだと考えられる。この、〈事実的観察に基づく前法的規範の定立と法的構成による法的規範の定立〉という方法もまた法学的なものであり（法学的方法 $\beta$ ）、この方法はサレイユの法主体論及び法行為論においても用いられていると言うことができるが、法学的方法 $\alpha$ は、法学的方法 $\beta$ の枠外にも広がるものとして位置付けられるのみならず、法学的方法 $\beta$ の枠内においてさらに、法主体や法行為は、事実的な意思から乖離して社会的要請に開かれつつ、なお事実的な意思に繫留されて個人の自律という価値に資するものである、という法的な世界観に基づいた方法選択が行われた結果として、位置付けられるものと思われる。概念構成は、恣意性や不確実性を排除するという技術的な意義を有するのみならず、法的世界観を提示するという価値的な意義を有する、あるいは少なくとも有しうる、ということをサレイユの民法学は示していると考えられる。（以上、同章第2節。）

このような意思概念の構成は、これまでの日本民法学には見られなかつたと言うことができ、概念構成の意義についての再考も促しているものと思われる（同章第3節）。

助成コード等	2537 刊行助成/法律分野/単独研究
研究者名	芳賀 良 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授
書籍名	アルゴリズム取引による相場操縦－緊急差止命令による抑止－

## 【書籍の目次】

### 序章 相場操縦とアルゴリズム取引

#### 1. 総説

(1) 問題の所在－相場操縦規制は必要なのか。また、規制は可能なのか。

(2) 相場操縦規制の意義－相場操縦における保護法益の視点から－

#### 2. アルゴリズム取引と緊急差止命令

### 第1章 変動取引による相場操縦－取引駆動型相場操縦－

#### 1. はじめに

#### 2. 株式市場における価格形成過程－マーケット・マイクロストラクチャーの視点から－

(1) 取引の主体

(2) 市場の価格形成メカニズム

(3) 分析

#### 3. アメリカにおける取引駆動型相場操縦に対する規制理論

(1) 取引駆動型相場操縦の実行可能性

(2) 相場操縦後の反対売買による価格変動について

(3) 法的規制の執行可能性

(4) 分析

#### 4. 考察－日本法への示唆－

(1) 日本市場における価格形成過程

(2) 変動取引による相場操縦について

(3) 緊急差止命令との関係について

#### 5. むすび

### 第2章 見せ玉と相場操縦規制－気配駆動型相場操縦－

#### 1. はじめに

#### 2. アメリカにおけるスプーフィングとその規制

(1) 気配駆動型相場操縦に関する判例・審決例

(2) 市場におけるマイクロストラクチャーによるスプーフィングの分析

(3) 規制の必要性

(4) まとめ

#### 3. 考察

(1) スプーフィングと見せ玉

(2) 規制の必要性

(3) 高速取引行為と非高速取引行為

#### 4. むすび

### 第3章 アルゴリズムと契約型相場操縦

1. はじめに
2. 契約型相場操縦に対する事前規制及び事後規制－アメリカ法の議論を中心に－
  - (1) 契約型相場操縦の特徴
  - (2) 契約型相場操縦の類型
  - (3) 事前規制及び事後規制の分析
  - (4) まとめ
3. 若干の考察－アルゴリズム取引の視点から－
  - (1) 事前規制
  - (2) 事後規制
4. むすび

### 第4章 アルゴリズムと金商法157条1号の客観的要件

1. はじめに
2. アメリカにおける相場操縦の成立要件
  - (1) 公開市場における相場操縦について
  - (2) スプーフィング
  - (3) まとめ
3. アルゴリズムによる相場操縦とその規制
  - (1) アルゴリズム取引の類型について
  - (2) AIアルゴリズムと相場操縦の主観的要件について
  - (3) まとめ
4. 若干の考察
  - (1) アメリカ法の議論状況と日本法への示唆
  - (2) 現行法の解釈論について
5. むすび

### 第5章 アルゴリズムと金商法157条1号の主観的要件

1. はじめに
2. アメリカにおける証券詐欺
  - (1) 詐欺禁止規定と証券詐欺
  - (2) アルゴリズムによる相場操縦と証券詐欺の主観的要件
3. 検討
  - (1) 総説
  - (2) 認識の主体と認識状況
  - (3) 分析－事実認定の視点から－
4. むすび

### 第6章 法令違反行為を予防するための緊急差止命令

1. はじめに
2. アメリカ法における過去の違反行為に基づく差止命令の成立要件
  - (1) 総説
  - (2) 条文の文言の差異
  - (3) 判例法理の展開
3. 若干の考察－日本法への示唆－
  - (1) 総説
  - (2) 「行為を行い、又は行おうとする者」
  - (3) 公益及び投資者保護のため必要かつ適当であること
  - (4) 緊急の必要があること
4. むすび

## 第 7 章 緊急差止命令の取消しと変更

1. はじめに
2. アメリカにおける差止命令に関する判例法理
  - (1) 禁止される対象の明示性
  - (2) 取消しと変更の基準
3. 検討－日本法への示唆－
  - (1) 検討の前提
  - (2) 実質的な作為を求める類型
  - (3) 不作為を求める類型
4. むすび

## 第 8 章 緊急差止命令とアルゴリズムによる不公正取引

1. はじめに
2. アルゴリズムと不公正取引
  - (1) アルゴリズムを利用した取引類型
  - (2) アルゴリズムによる不公正取引の類型
3. 若干の考察－緊急差止命令による予防という視点から－
  - (1) インサイダー取引に類似する類型
  - (2) 相場操縦に関連する類型
  - (3) 緊急差止命令による不公正取引の予防
4. むすび

## 第 9 章 総括と今後の展望－アルゴリズムとの共生－

1. 総説
  - (1) 相場操縦の利得可能性・識別可能性について
  - (2) アルゴリズム取引による相場操縦の特徴
  - (3) 緊急差止命令による予防
  - (4) まとめ

## 2. 「不正の手段」(金商法 157 条 1 号)の要件事実と間接事実

### (1)「不正の手段」の客観的要件

### (2)「不正の手段」の主観的要件

## 3. アルゴリズム取引との共生

### 【書籍の要旨】

序章では、①相場操縦の利得可能性・識別可能性と②アルゴリズム取引の特性という2つの問題点を明らかにした上で、金融商品取引法(以下「金商法」とする。)157条1号の「不正の手段」という要件を検討する必要性や、緊急差止命令(金商法 192 条 1 項 1 号)による予防方法を分析する必要性を指摘した。その後、①相場操縦の類型論(第1章～第3章)、②金商法 157 条の解釈論、③緊急差止命令の解釈論という大きな項目ごとに論じている。

第1に、相場操縦の類型論である。第1章では、①取引駆動型相場操縦は、流動性供給業者が相場操縦者を情報トレーダーであると誤信してビッド・アスク・スプレッドを変更する可能性があるため、価格変動を引き起こすこと、②アストップ・ロス注文が設定されている場合や④注文板に脆弱性がある場合には、価格変動の非対称性(大量の買付けにより変動させた価格は、買付けた株式の売付けにより、当初の価格に対称的(symmetry)に復元せず、時間的なずれが生じること)が生じるため、取引駆動型相場操縦においても利得が生じること、③テスト注文という客観的事実の存在が、取引駆動型相場操縦のメルクマールとなることを明らかにした。次に、第2章では、気配駆動型相場操縦においても、①利益を得ることも可能であること、②⑦大量の見せ玉発注と④仕込み玉執行後の見せ玉取消しや、⑦これらの鏡像行為が、見せ玉と適法な発注行動とを区別するメルクマールとなることを明らかにした。そして、第3章では、①契約型相場操縦は、外部利益の存在の有無により、取引型相場操縦と区別することができること、②外部利益の存在が、違法な相場操縦と適法な取引や発注・取消しを区別するメルクマールになることを明らかにした。

第2に、金商法 157 条の解釈論である。第4章では、本条の客観的要件について、示唆を得るために、アメリカ法の議論を参照した。その中で、市場価格の歪曲化という要素は、相場操縦の文脈において、「不正の手段」の外延を画する機能があることを指摘した。また、第5章では、本条の主観的要件を検討した。①緊急差止命令の予防的機能という視点から、法令違反行為の主観的要件は、法令違反に該当する行為に対する未必的な認識で足りること、②上記①の解釈を前提に、「不正の手段」に該当する相場操縦的手法を選択することができることを認識し、且つ、相場操縦的手法が選択・実行されてもやむを得ないと認容した場合、「不正の手段」の主観的要件を充足することを明らかにした。

第3に、緊急差止命令の解釈論である。第6章では、①緊急差止命令は、将来の法令違反行為を防止するためにも発令する余地があること、②法令違反行為を行おうとする者に対する緊急差止命令を発令するためには、法令違反行為が再発する相当な蓋然性が必要であることを明らかにした。また、第7章では、①緊急差止命令を取消し又は変更するためには、「事情の変更」という事由が必要であること、②「事情の変更」は、法令違反行為の相当な蓋然性を消滅させる法令・事実の変化であることを明らかにした。そして、第8章は、アルゴリズム取引に関する緊急差止命令の要件を検討した。①アルゴリズム取引による相場操縦を予防する緊急差止命令を発令するためには、法令違反行為が再発する相当な蓋然性が必要で

あること、②アルゴリズムにおいても、法令違反行為が再発する相当な蓋然性に係る考慮要因があることを明らかにした。

第9章では、主に、①相場操縦の識別可能性と②アルゴリズム取引の特性という視点から全体の内容を総括した。その後、「不正の手段」という要件は抽象的であるため、その要件事実については解釈が必要となるため、「不正の手段」に該当する要件事実は、各類型において、適法行為と違法行為を区別するメルクマールとなる客観的事実であることを明らかにした。また、このような要件事実を推認する間接事実も検討した。最後に、立法論であるが、緊急差止命令で十分にカバーすることができない分野である違法な出力をしたアルゴリズムを搭載したAIの隔離措置についても論じた。