

第18回 日経STOCKリーグレポート
チームアカビー



隠れた
WE



カリスマ経営者を
NEED



見つけ出す
YOU

応募区分：大学

チームID：SL700977

学校名：東京大学

リーダー：水野廉大(3年)

メンバー：伊藤剛史(3年)

：王凱易(3年)

：梁雅浩(4年)

指導教員：首藤昭信准教授

- 1 モノ（財）やサービスを（生産）し、（流通）させ、（消費）することを経済という。
- 2 経済活動を行う主な主体には、消費の主体である（家計）、生産・流通の主体である（企業）、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する（政府）がある。
- 3 通貨には、紙幣や硬貨といった（現金）と、預金口座を持っていれば支払いや受け取りができる（預金）とがある。
- 4 我が国の少子高齢化とその影響に関する次の説明文のうち、誤っているものは？
（d）
 - a. 日本の現在の年間出生数は、1985 年と比べて約 30%減少している。
 - b. 日本の人口は 2008 年をピークに減少傾向が続いている。
 - c. 少子高齢化による商品市場への影響にはプラスとマイナスの両面がある。
 - d. 生産年齢人口の減少により、日本全体の医療費の支出も減少する。
- 5 「女性が活躍する社会」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（b）
 - a. 「女性活躍推進法」では、女性の職業生活における活躍推進のために、事業者だけではなく、国や地方公共団体の責務が明確にされた。
 - b. 女性の労働力率を向上させるには、男女による役割分担を固定するのがよい。
 - c. 女性が活躍する社会の実現には、子育て支援などの対策が重要となる。
- 6 グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？（b）
 - a. グローバルな課題への対応は、課題ごとに設置された各国際機関が取り組んでおり、一般の市民が果たす役割は少ない。
 - b. 先進国の企業が発展途上国に工場を建設した場合、途上国には雇用の創出や技術移転などの様々なメリットがある。
 - c. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - d. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
- 7 2つ以上の国や地域間で締結する貿易などに関する協定としては、自由貿易を促進する（自由貿易協定）と、これにとどまらず知的所有権や労働力の移動などより幅広い分野での協力を規定する（経済連携協定）がある。アメリカのトランプ政権が離脱を決定した「環太平洋経済連携協定（TPP）」は（経済連携協定）の一つである。

- 8 GDP（国内総生産）に関する次の説明文のうち、正しいものは？（ a ）
- a. GDPとは、一定期間に国内で生産されたモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 - b. GDPには、国内で働いている外国人の生み出した所得は含まれない。
 - c. GDPには名目GDPと実質GDPとがあり、常に、物価の変動分を反映させた実質GDPよりも名目GDPが上回っている。
 - d. GDPは国全体の経済規模を示す指標であり、国民一人あたりのGDPで比較することは意味がない。
- 9 ある商品の価格が上がれば需要量が減り、価格が下がれば需要量が増えることを（ 需要の法則 ）、ある商品の価格が上がれば供給量が増え、価格が下がれば供給量が減ることを（ 供給の法則 ）という。つまり、市場経済では、（ 価格 ）が消費者と生産者の行動に対するインセンティブとして機能している。
- 10 お金を貸し借りする「金融」の形態としては、借り手が貸し手から直接お金を融通してもらう（ 直接金融 ）と、銀行などの金融機関が仲介して貸し手と借り手を間接的に結びつける（ 間接金融 ）とがある。
- 11 日本の株主が企業の株式を所有する目的の組み合わせとして正しいものは？（ b ）
- a. インカムゲイン — キャピタルゲイン — 元本保証
 - b. インカムゲイン — キャピタルゲイン — 株主優待
 - c. インカムゲイン — 為替差益 — 株主優待
- 12 株式を購入することは、その企業を資金面で応援することであり、株式投資は（ 社会参加 ）の一つの方法といえる。
- 13 株式投資や金融商品購入などのリスクに関する次の説明文で、誤っているものは？（ c ）
- a. 銀行預金などの安全性の高い金融商品は、一般に株式投資に比べ収益性が低い。
 - b. 株式をはじめとする金融商品の主なリスクには、価格変動、為替変動、金利変動、信用リスク、カントリーリスクなどがある。
 - c. 安全性が高く収益性の高いローリスク・ハイリターンの金融商品を勧められたら、無理をしてでも購入しておく方がよい。
 - d. 投資に関わるリスクを減らす方法には、投資先を分散させることや、時間を分散して投資することなどがある。

“隠れた”カリスマ経営者発掘ファンド

目次

- 1 章 要旨
- 2 章 テーマ設定
 - 2-1 正確な経営者能力の測定方法の必要性
 - 2-2 経営者能力の評価における課題
 - 2-3 レポートで目指す「隠れたカリスマ経営者」の発掘
- 3 章 第一スクリーニング
 - 3-1 第一スクリーニングの概要
 - 3-2 第一スクリーニングの根拠と方法
- 4 章 第二スクリーニング
 - 4-1 第二スクリーニングの概要
 - 4-2 第二スクリーニングの根拠と方法
- 5 章 ポートフォリオの決定
- 6 章 投資家へのアピール
 - 6-1 パフォーマンス分析
 - 6-2 リスクとリターンの分析
- 7 章 日経ストックリーグを通して学んだこと

参考文献

1 章 要旨

私たちの投資戦略の目的は、市場やメディアの評価から見落とされている“隠れたカリスマ経営者”を、一般に入手可能な情報の分析を通じて発掘することである。具体的には、

(1) 経営能力が業績に大きく寄与する企業を選定し、(2) 経営者を①企業リーダー、②理念提示者、③イノベーター、そして④戦術家という四つの素質の観点から評価するという手順を踏んで、スクリーニングを行った。このような基準で選出された企業は、能力の高い優れた人材を経営者に選出した企業と判断できる。今日では、経営者の個々人の能力が企業の業績を左右する局面が増加しており、高い精度で経営能力の測定が求められている。私たちの選定したポートフォリオは優れたパフォーマンスを獲得することが期待できる。

2 章 テーマ設定

2-1 正確な経営者能力の測定方法の必要性

企業活動の最終的な意思決定者である経営者の能力は、投資家にとって最大の関心事の一つである。現在日本では、コーポレートガバナンスの改革が進展しており、欧米に倣って取締役の選任・解任に関する議案を提出する指名委員会を設置する企業も増加している。これは経営者の素質や能力が、企業にとってこれまで以上に重要な問題であると認識され始めていることを反映している。今まで外から観察できなかった企業内部の経営者の選任過程の透明化が求められているのである。

経営者を高い精度で評価することは、上に述べた経営者を選任する段階だけではなく、投資家として優良な企業を選ぶ際にも重要である。株式市場は経営者の存在を企業価値評価に織り込んでいるためである。Daily & Johnson(1997)では、経営者がもたらす影響は株価と関連する可能性を述べた。これを支持するわが国の事例として、経営者の交代時に企業の株価が大きく変動した以下の二例があげられる。例えば日産自動車のカルロス・ゴーン氏が三菱自動車の会長を兼任するという報道を受け、同社の株価が上昇に転じた(図表 1)。これは彼の経営手腕に期待した市場が、ポジティブに反応した結果と解釈できる。タカラトミーでは2015 年から社長に就任していた H.G.メイ氏が辞任を発表すると、同社の株価は前週比-13%まで下がった(図表 2)。同氏の経営戦略が低迷していた業績を回復させたこともあり、功績の大きかった氏の退陣を市場が不安視したためであると考えられる。

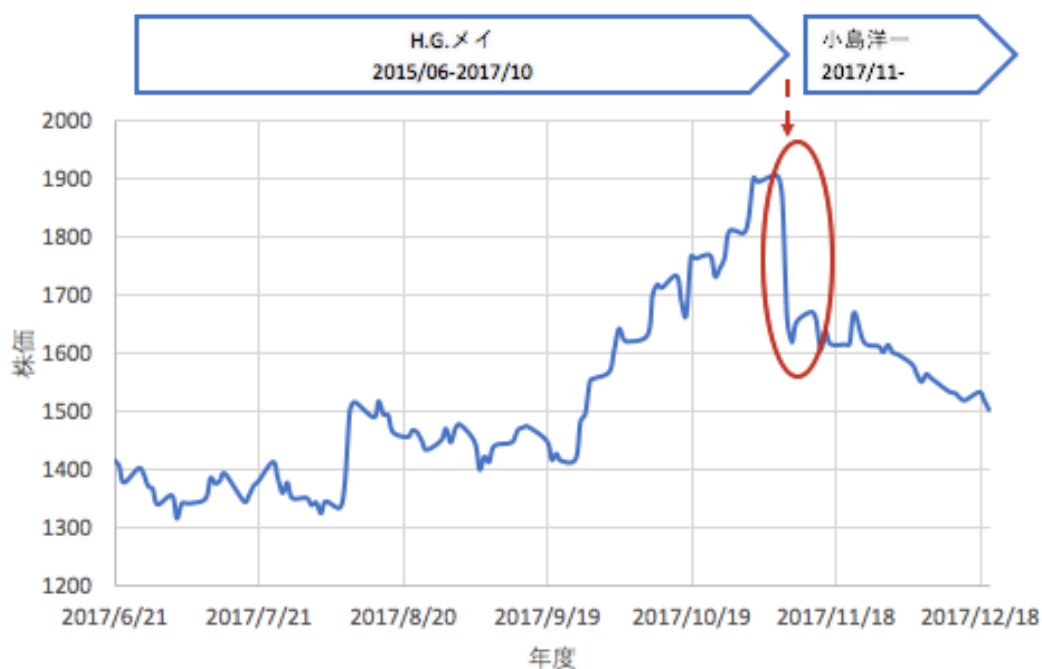
また経営者が企業評価の関連性に関する近年の動向について、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券(2016)は、1995 年、2005 年、および 2015 年の時価総額上位の企業を比較した上で、金融機関や電機・自動車など業界団体の影響力が強い伝統的な「大企業」が占めていた状態から、ファーストリテイリングやソフトバンクなど創業者社長が率いる企業が占めるよう変化してきたことを指摘する。その背景には、一定の企業戦略と管理能力を有する経営者であれば、誰が経営を行っても変わらない大企業経営が中心的な状況から、強いリーダーシップを有する経営者の判断が中長期的な企業の収益に大きな格差をもたらす状況に変化してきたことがあるのではないかと考えられる。

このように長期的な視野に立った経営判断ができる経営者が求められている現在において、投資家が経営者能力を正しく評価していくことは必要不可欠になるだろう。しかし、このような現状があるにも関わらず、以下に指摘するような問題によって市場の投資家をはじめとする利害関係者は経営者の能力を正しく評価できてはいない可能性がある。本レポートの目的はこれらの課題を認識した上で、経営者能力に対して適切な評価を提案するポートフォリオを作成することにある。

図表 1 三菱自動車工業の経営者交代と株価変動



図表2 タカトミーの経営者交代と株価変動



2-2 経営者能力の評価における課題

(1)経営者自身による過大評価

経営者は自身の名声を確保するため、企業の公表する情報を良く見せようとするインセンティブを有する。石田・蜂谷(2016)では経営者が就任後間もないほど経営者予想利益を過大に発表すること、また Iwasaki et al.(2016)では、そのように過大計上された予想利益を投資家は見抜いておらず、株式価値も過大に評価されることが示されている。これは経営者が自分の業績を歪めるインセンティブを有しているのにも関わらず、株式市場が適切に経営者の発表する情報を織り込めないことがあることを示唆する。

(2)業績誘引効果

業績で経営者の能力を測る場合、実際にどれほど経営者がその数字に寄与しているのかを評価するのは困難である。Anand et al.(2001)や Finkelstein(1992)では、CEO の業績への寄与度は業界の特性、企業の成熟度、マクロ経済の動向などの要因によって変化すると述べられている。これらの先行研究は、単純に業績で経営者を評価すると一見すると成果が華々しいが経営者の存在はさほど重要でない企業を選びかねないことを示唆する。業績をすべてリーダーシップによるものであると判断する認知のバイアスは、社会心理学では業績誘引効果

(performance-cue-effects)と呼ばれ、このバイアスを取り除いた評価方法を構築する必要がある。

(3)経営者の人格にカリスマ性を見出す認知バイアス

Khurana(2002)は、アメリカの商業銀行であるバンクワンの事例を取り上げている。当時の中核事業であるリテールバンキングの再生という課題においては、分析的かつ客観的に長期的なリスクを計算する経営者が求められていたにも関わらず、取締役会はエネルギーでユニークな性格を有する外部 CEO を選出した。その結果として、彼の出身である投資銀行業界とは親和性の低い事業の再生を任せため、業績の回復に失敗したことを事例として紹介した。

同著では、「カリスマ性は、社会的な必要に迫られ、みんなと意見を一致させて特定のリーダーにしがみつきたいときに作られる、完璧に見る側が心に描く表象に他ならない」と述べられ、アメリカの CEO 人材市場において過大な「カリスマ性」を期待されて就任した CEO が必ずしも企業に必要な人材になりえず、人材としてはミスマッチになってしまっている状況が生まれることも述べられている。

上のような「カリスマ性」に関する問題は、経営者の雇用の問題だけに留まらない。市場が「カリスマ性」の過大評価を助長する可能性を示唆する研究として、Nguyen(2015)による CEO のメディア報道と株式リターンの関係を分析したものがあげられる。CEO のメディア露出が多い企業ほど、期待リターンを上回るアブノーマルリターンが観察されている。経営者を取り巻く利害関係者に「カリスマ性」を見出してしまう認知バイアスがあるのだとしたら、この認知バイアスがメディアの報道によってさらに誇張され、市場での適切な経営者能力の評価を歪めてしまい、株価の形成にも影響与える。このように、第三者の評価を介して経営者を評価する場合には、その評価者自体が認知的バイアスを持つ可能性がある。

上にあげた先行研究は、市場やマスメディアで形成された評価や、企業内部における人事評価ですらものが経営者の能力を測るものとして偏ったものになりうることを示唆している。経営者の能力を評価する際、私たちはメディアで華々しく取り上げられている「カリスマ経営者」の評価に対してはむしろ懐疑の目を向けるべきではないだろうか。これまでの先行研究において、短期的な株式リターン(市場の評価)やメディア言及度(マスメディアでの評価)、または経営者の報酬額(企業内部の評価)を、経営者能力を代理する変数として採用するアプローチが存在していたが、ここまでの議論を踏まえると、そうした情報は能力を表すものとしては不十分だろう。これらの第三者の評価を介した経営能力を示す情報は、それぞれの評価者の思惑によって歪んでしまう可能性があるためである。バイアスの介入する余地のない情報に基づいた客観的な評価を下すか、入手可能な情報にすでに入りこんでいると考えられるバイアスを除くことが、正確な経営能力の測定方法たりえと考え、次節でその克服を目指す方法を検討する。

2-3 レポートで目指す「隠れたカリスマ経営者」の発掘

図表3 問題意識および解決策

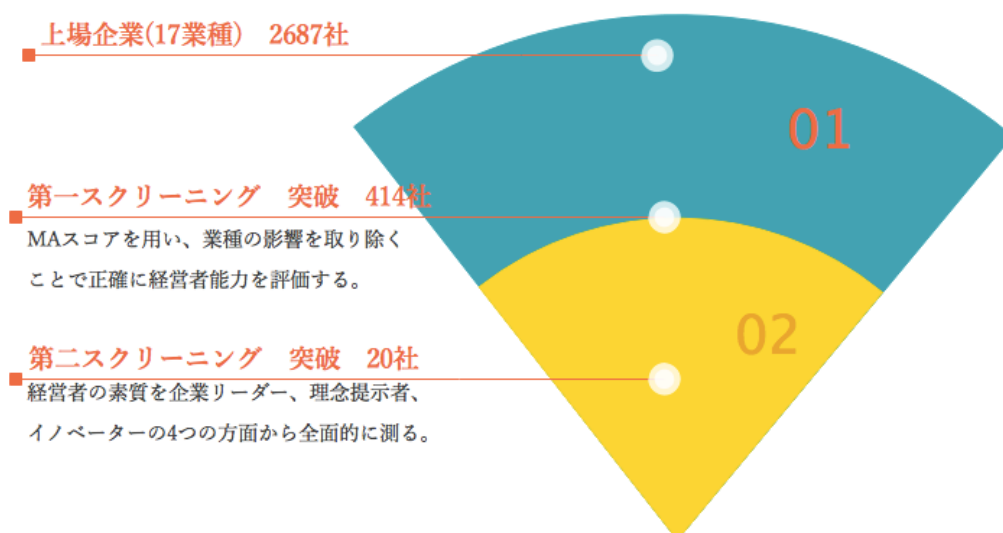
アプローチ	課題	解決策	解決後
企業の業績や実績値で評価する	経営者自身による過大評価	裁量的な会計利益の多い企業を除外	経営者が大きく業績に寄与する企業を選定
	業績誘引効果	経営能力が経営の効率性へ寄与する部分の特定	
経営者の属人的な性質の有無で評価する	カリスマ性バイアス	経営学におけるフレームワークを導入し、経営者の4つの素質（理念提示者、企業リーダー、イノベーター、戦術家）を評価	優れた素質を持った経営者を有する企業を客観的に選定

私たちは本レポートにおいて歪んでしまいやすい評価方法に頼らずに、「隠れたカリスマ経営者」を発掘することを目的としてポートフォリオを作成する。評価する側、評価される側双方の持っているバイアスを極力除くことが、客観的な経営者の評価となりえると考えて以下のスクリーニング方法を検討した。

上の図表3で概説するように、経営能力の測定には大別して二つのアプローチが検討される。一つ目のアプローチは企業の業績や実績値で代理させるものである。先行研究では単純に ROE、ROA などが評価の対象とされてきた。このアプローチは、(1)企業の業績や実績値が経営者自身によって歪められるバイアス、(2)業績誘引効果によって経営能力の寄与する部分を過大に評価してしまうバイアスの二つの問題を克服する必要がある。したがって先行研究のような単純な指標を用いた評価ではなく、業績に関する情報に対して上のバイアスを克服できるような手を加えた分析をしなければならない。

経営者能力の評価の二つ目のアプローチは、経営者の属人的な性質に着目するものである。このアプローチは欧米などの企業が経営者を新たに人材市場から雇用する時に、人材アセスメント会社を通じて経営者候補を評価する際などに用いるものであるが、上で挙げた Khurana(2002)のバンクワンでの事例のように、(3)評価する側のカリスマ性への過度な期待によってこのアプローチによる評価は歪められてしまうことがある。これを克服するためには、主観的な経営者の人格ではなく客観性の高い経営の素質を評価する必要がある。

図表4 スクリーニングの全体図



私たちは経営者能力の測定を行うにあたって2つのアプローチを採用し、スクリーニングで用いた（図表4）。1つめは経営者の能力を企業の業績や実績値で評価するアプローチ、2つめは経営者能力を経営者の属人的な性質の有無で評価するアプローチである。これ対して第2章のテーマ設定で提示した経営者能力の測定における3つの課題が存在し、それらを克服した評価方法を検討して本レポートでのスクリーニング方法として用いた。

第一スクリーニングでは、経営者能力を“企業の経営の効率性（FEスコア）”という実績値で代理することにした。経営者による過大評価というバイアスに対してはキャッシュフローの裏付けのない裁量的な会計利益を多く計上する企業を除外（CFO修正 Jones モデルによる裁量発生高の算出）、第二のバイアスについては経営の効率性の中で経営者が寄与する部分の大きい企業を選別（MAスコアの算出）することで課題の克服を目指した。第一スクリーニングは上場企業2687社のうち414社が突破した。

第二スクリーニングでは、経営者の人格にカリスマ性を見出し不当に過大評価してしまうバイアスに対して Collins and Lazier(1995)の研究で提示された優れた経営者の4つの素質というフレームワーク（理念提示者、企業リーダー、イノベーター、戦術家）に基づく評価を行った。このフレームワークの導入によって議論の客観性を高め、課題の克服を目指した。このスクリーニングのうちで評価の高かった上位20社を選定し、最終ポートフォリオとした。

3 章 第一スクリーニング：業績から見る経営者能力の評価

3-1 第一スクリーニングの概要

第一スクリーニングでは、上であげた業績による経営者能力の評価における課題を解決できるように「企業の見せかけではない業績に、どれだけ経営者の能力が寄与しているか」を測っていく。

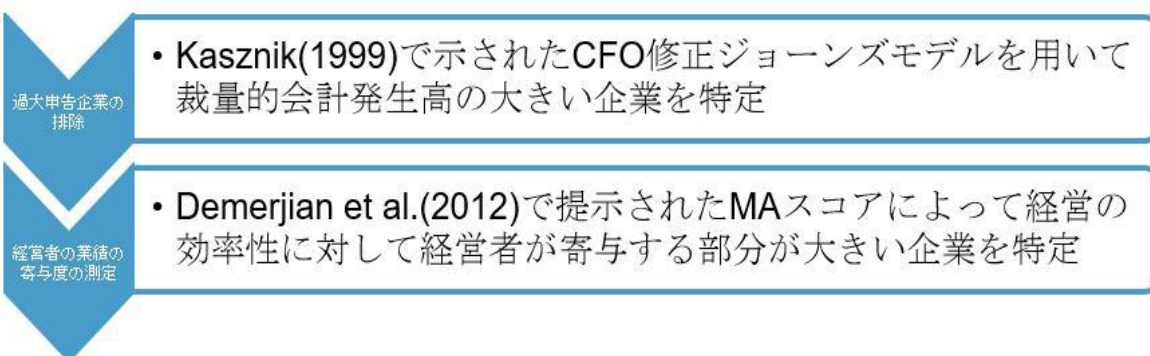
ここでいったん投資家の立場にたって、経営者の能力として何を最も期待しているかを考える。一般に投資家は経営者が最小の投資で最大のリターン(=株主利益の最大化)を出していることを望んでいると考えられる。そこで私たちは企業の業績を効率性の観点から評価し、経営者の能力を測定することにした。

すでに述べたように、経営者を業績によって評価するためには、克服すべき問題が二点ある。一点目は、経営者自身によって業績が過大に申告されてしまう恐れがあるという問題である。利益や資産を過大申告されると経営者の業績への寄与度を正確に測ることなどできない。仮に高いリターンを出していたとしても、それが過大な申告によるものであれば「効率の良い経営」を行なっているとは言えない。「評価される側」の経営者によって正しい評価が歪められてしまうのだ。

二点目は業績誘引効果である。経営者の業績に対する寄与度は、売上高利益率や総資産回転率などの業績指標の変化をそのまま見ただけでは正確に測っているとは言えない。なぜなら、企業業績は経営者の経営能力という要因以外にも業種ごとの特性、企業の成熟度、または外部環境の変化といった様々な要因の影響を受けるからである。たとえば不動産などの固定費の大きい産業はゲーム業などの産業に比べれば経営者の能力に関わらずにもかかわらず「効率性の悪い産業」と判断されてしまう。これは業種ごとの特性が経営の効率性に影響してしまう一例である。しかし業績誘引効果という認知バイアスによって、人々は業績すべてが経営者の能力の現れであると評価してしまうことが多い。ROEの高さや売上・利益の伸びをただで経営者の能力を判断するのである。これが業績を用いて経営者を評価する際の、「評価する側」の問題である。

以上の問題を踏まえ参考になる学術研究を探し出した。具体的には、まず過大申告企業を裁量的会計発生高という概念を用いて排除する。裁量的会計発生高の測定には Jones

(1991) をベースとして Kasznik(1999)で開発された CFO修正ジョーンズモデルを利用した。その後、Demerjian et al.(2012)で提示された業績誘引効果の影響を受けない経営者能力測定手法であるMAスコアを使うことで、経営の効率性に本当に寄与する経営者の能力の高い企業を選出することにした



(1) 過大申告企業の排除

過大申告企業を排除するために、見せかけだけの利益が多い企業を取り除くという作業を行う。例えば、2015年の東芝の不正会計問題では、在庫の見積りを水増しして売上原価を低く見せたり、会計基準の変更を利用し固定資産を過小計上することで会計利益を見せかけだけよくしたりしていた。そのため、経営者の業績への寄与度を財務数値にもとづいて読み取る前に、過大申告という課題に対処し、会計情報の信頼性を確認しておく必要がある。首藤(2010)では、日本企業が損失回避、減益回避、経営者予想利益達成のために裁量的会計発生高を増やすことで、見せかけだけの利益を増やしていることを示した。この先行研究に基づき、私たちは会計情報の信頼性を裁量的会計発生高の大きさでもって判断することとした。会計発生高とは、利益の中で現金の裏付けのない部分のことを指す。会計的発生高の例として会計基準の意図的な変更による報告利益の一時的な増加がある。裁量的会計発生高とは、会計発生高のうち経営者が自身の裁量で調整したと考えられる利益額のことである。裁量的会計発生高を多く計上している企業は将来の利益を毀損して現在の利益を多く見せており、その会計数値は信頼性、持続性が低いと言える。そのような過大申告を行う企業を取り除くために、私たちは上場全社について裁量的会計発生高を測定してスクリーニングをかけた。具体的には、裁量的会計発生高が標本平均に対して $\pm\sigma$ (標準偏差)の範囲外の企業を除外した。

裁量的会計発生高の測定には Jones (1991) をベースとして Kasznik(1999)で開発された CFO修正ジョーンズモデルを利用した。以下で示される CFO修正ジョーンズモデル式を用いて年度と業種別にクロスセクション回帰を行うことで企業ごとの正常な会計発生高が算出される。企業の実際の会計的発生高から正常な会計発生高を引いたものが、経営者によって裁量的に計上された裁量的会計発生高であると考えられる。つまり残差 ε が裁量的発生高として測定される。

C F O修正ジョーンズモデルによる裁量的会計発生高の算出方法

会計発生高/前期末の総資産 $=\alpha+\beta_1(\Delta\text{売上高}-\Delta\text{売上債権}/\text{前期末の総資産})+\beta_2(\text{償却}$

$\text{性固定資産}/\text{前期末の総資産})+\beta_3(\Delta\text{営業キャッシュフロー}/\text{前期末の総資産})+\varepsilon$

※会計発生高＝税引後経常利益－営業活動によるキャッシュフロー

(2) 経営者の企業業績への寄与度の測定

経営の効率性から経営者の能力を測定する試みには、総資産利益率といったシンプルな財務指標を用いた研究が行われてきた(Rajgopal et al. 2006)。しかしこのような指標は業界ごとの特徴を排除できないため、業種を超えた比較ができないという課題があった(河内山・石田 2016)。

そこで我々は経営者能力(＝業績に経営者が与える影響)を測定する指標として Demerjian et al.(2012)で提示された Managerial Ability Score(以下 MA スコア)を用いて企業のスクリーニングを行う。MA スコアは、株価などの間接的に経営者の効率性を示す指標を用いずに会計情報をもとに経営者能力を評価する手法であり、経営者の意思決定に影響を受ける財務指標の変化を厳密に測り議論を進めている点で従来までの経営の効率性を測定する方法と一線を画す手法だと評価されている。MA スコアは、効率性の観点から経営者の能力のみを企業の業績から抽出して測定することにより、業績誘引効果を取り除いた経営者能力を見ることが可能になっている。これは図表 5 で示すように、算出過程が経営の効率性のうち経営者の能力が寄与するものを導くものだからである。

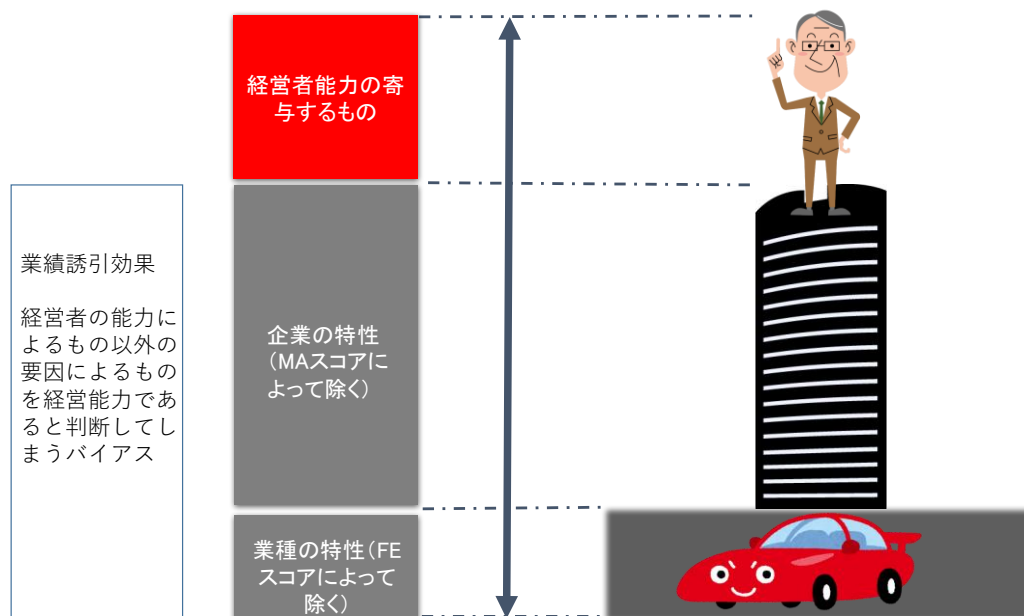
なお、MA スコアにおける経営の効率性とは一般的な財務分析などで想定される総資産回転率等をさすのではなく、より広義の経済学的な効率性、すなわちインプットに対してどれだけ効率的にアウトプットがされたのかをみており、資産、費用両方をインプットの要素とみなす。

MA スコアの算定の流れは以下のとおりである。

1. 企業活動に要する費用や資産をインプット、売上高をアウトプットとみなし、業種ごとにインプットに対するアウトプットの効率性の値を出す。この値が企業の効率性を表す F E スコアである。算出には包絡線分析(DEA 分析)を用いて経済学的効率性を測る。
2. 上記で算出した企業の効率性指標である FE スコアから、企業の規模や寡占度合い、成熟度などの要素を回帰によって取り除き、その残差を効率的経営における経営者の寄与度(＝MA スコア)とみなす。

以上のプロセスはF E スコアを算出して経営の効率性を計るときに業種ごとの特性を取り除いており、また、MA スコアを算出する際に回帰によって経営者能力以外の要素を取り除いているため、経営者能力を効率性の観点から測定する上で客観的かつ比較可能な指標であるとみなせる。

図表5 MA スコア算出の過程と業績誘引効果の概念図



MA スコアの算出方法

Firm Efficiency score (FE スコア) の算出

同じ業界分類に所属している企業は同じビジネスモデルを有していることを前提に、日経業種中分類(全 36 業種)を使用し業種別に分類し、以下の(1)式を用いて包絡線分析を行い個々の企業の経営の効率性を求めた。業種で分けて同業種内での個々の企業の効率性を相対評価することで、業種による影響の入らない効率性指標が求まる。

$$\max \theta = \frac{\text{Sales}}{(v_1 * \text{GoGS} + v_2 * \text{SG\&A} + v_3 * \text{PPE} + v_4 * \text{OpsLease} + v_5 * \text{R\&D} + v_6 * \text{Goodwill} + v_7 * \text{OtherIntan})}$$

(1) 式

Sales : 売上高

CoGS : 売上原価

SG&A : 販売費及び一般管理費

PPE : 期首時点の有形固定資産 (純額)

OpsLease : 期首時点のオペレーティング・リース資産

R&D：期首時点の研究開発資産（Lev and Sougiannis,1996）

Goodwill：期首時点の買入のれん

OtherIntan：期首時点のその他無形固定資産

MA Score の算出

Demerjian et al.(2012) ではFE スコアを企業の効率性を企業特有の条件によるものと経営者の能力によるものに分解している。以下の(2)式は過大申告企業を除いた全企業を対象に回帰分析によってFE スコア(企業の効率性)の中で企業特有の条件で説明できる部分を算出しており、残差 ε をMAスコア、つまり経営者の業績への寄与とみなしている。

$$FE\ Score_i = \alpha + \beta_1 * \ln(Total\ Assets)_i + \beta_2 * Market\ Share_i + \beta_3 * FCF_i + \beta_4 * \ln(Age)_i + \beta_5 * Business\ Segment\ Concentration_i + \beta_6 * Foreign\ Currency_D_i + Year_i + \varepsilon_i$$

(2)式

Total Assets：総資産

Marketshare：業界内売上シェア

FCF：フリーキャッシュフロー

Age：企業年齢（企業ライフ・サイクルにおける段階）

Foreign Currency：期末の為替換算調整勘定がゼロでない場合には1 を，そうでない場合には0 を取るダミー変数

Year は年による標準誤差の影響を除くために組み込まれている

第一スクリーニングの結果、①裁量的発生高が標本平均に対して $\pm \sigma$ の範囲外の企業を除外、②残った企業の内、MA スコア上位 20%を選出し、414 社が選出された。

4 章 第二スクリーニング：経営者の性質による評価

4-1 第二スクリーニングの概要

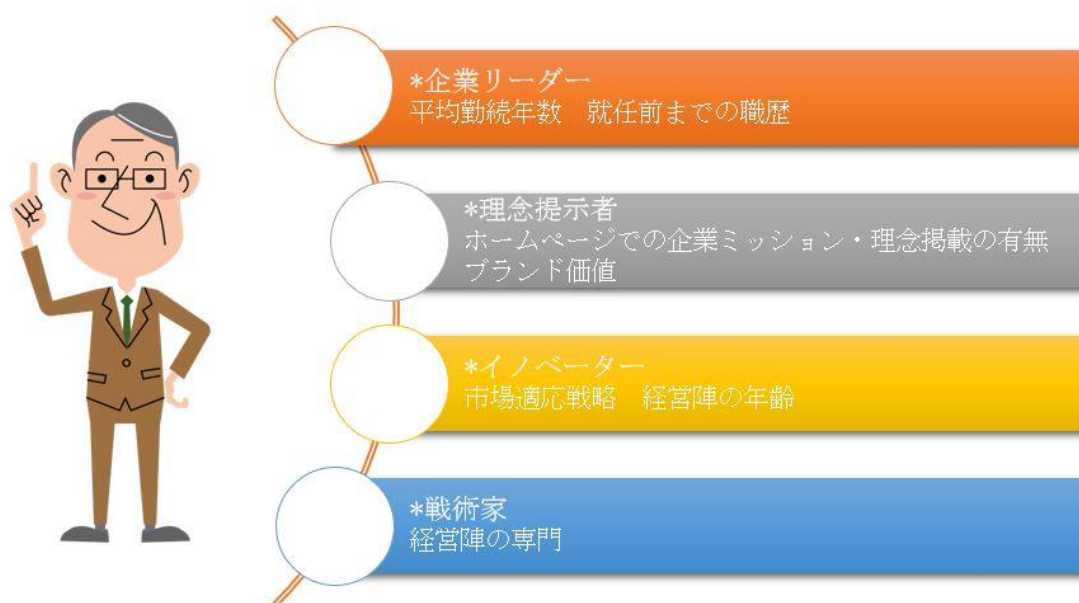
第一スクリーニングでは、企業の業績から経営能力を評価するアプローチを用いて、企業の効率性の観点から経営者能力を測定した。第二スクリーニングでは、経営者の属人的な性質の有無を評価するアプローチを用い、さらに詳細な個別データを利用して経営者の「素質」に着目したスクリーニングを行う。

冒頭で示した通り、経営者を評価するために克服しなくてはならないバイアスに、過剰なカリスマ性への期待がある。これに対応するためにはなるべく主観性を排除した経営者の素質を評価する方法が求められる。私たちは素質の評価方法を検討するにあたって客観性を担保するため Collins and Lazier(1995)の示したフレームワークを利用した。この研究では、経営者に求められる役割を①リーダーシップの体現、②理念の提示/戦略の策定、③イノベーションの発揚、および④戦術の策定という4段階のプロセスに分け、経営者の素質を「企業リーダー」「理念提示者」「戦術家」「イノベーター」の四つに対応させている(詳細は後

述)。私たちはこれらの素質が反映される変数にもとづいて各要素を測定し、スクリーニングを行った（図表6）。

それぞれの素質を5点満点で点数づけし、四つの素質で合計20点満点の評価を行った上で、上位20社を選出して最終ポートフォリオとした。

図表6 第二スクリーニング概要



4-2 第二スクリーニングの根拠と方法：4つの素質によるスクリーニング

4-2-1 企業リーダーの素質

たとえ経営者が優れた実務家であり素晴らしい戦略を持っていたとしても、組織で戦略の達成に取り組む以上、組織の長として従業員を統率できなければその戦略は機能しないだろう。Carmeli et al.(2011)では、CEOがリーダーとしてトップマネジメントと積極的に関わっている企業ほど株価の上昇がみられるという報告がなされており、このような組織に対して積極的にはたらきかける能力は企業価値の向上には必要である。私たちは上であげたリーダーシップの素質が、組織全体に「見通し」を示す力の有無と過去のリーダーとしての経験や実績に表れていると考えて、スクリーニングを行った。

企業リーダーの素質を見るスクリーニング：①組織の「見通し」を表す平均勤続年数

スクリーニングの根拠

高橋(1997)は、アンケート調査において企業内部の「見通し指数」「職務満足」「退出願望比率」を指標化し、見通し指数の高いグループほど職務満足が上昇し退出願望比率は低下すること、さらに職務満足と退出願望比率の相関が弱まることを発見した。この研究は「例え現在、職務に対する不満があったとしても、その会社での将来への見通しさえ立っていれば、退出行動はおろか、退出願望にも至らない」ことを示唆する。仮に現状が不満足なものであっても、将来においては改善されるだろうと考えていけば組織を退出する行動には至らないからである。

職務満足と退出願望比率を「見通し」が説明することは明らかになったが、アンケートの質問票を見てもわかるように「見通し」はあくまでも組織と個人の関係の中に見出される相対的な評価にすぎず、普遍性はない。見通しがある組織の特徴としては、個人の行動の原理である「未来傾斜原理」について考える必要がある。この原理が強く働く人は過去の実績や現在の力関係よりも、未来への期待に寄りかかって意思決定を行う。

Axelrod and Hamilton(1987)の繰り返しゲームによる理論研究に基づけば、個人の未来に対する重み付けが大きいことは協調行動が生まれる条件の一つになっている。現在の未来傾斜原理による意思決定が強く働く組織では協調行動が生まれやすくなり、組織からの退出行動も少ないと考えられるのである。

ここまでの議論を踏まえ、私たちは企業リーダーの素質を代理する変数として、平均勤続年数を採用した。経営者が企業リーダーの素質を発揮している時、すなわち組織内部で「見通しが立っている」と感じている状態においては、従業員は職務に満足して退出願望も低下し、平均勤続年数は長くなると考えられるからである

スクリーニングの方法

有価証券報告書に記載されている平均勤続年数を各企業調査した。その後平均勤続年数が最も高い企業から降順で並べて順位をつけ、高い順から最高点3点、最低点0点を付与した。

企業リーダーの素質を見るスクリーニング②：就任前までの職歴 スクリーニングの根拠

企業リーダーの素質を見る二つ目の観点として、私たちは経営者の就任以前までのキャリアに注目した。企業の経営者として雇われる以前に他社で経営者をしていた経験のある人物は、そのリーダーとしての実績が評価されていることが考えられる。例えば Gomulya and Boeker(2014)では、企業が深刻な経営問題に陥った場合ほど、過去に経営者として活躍していた人物を採用する傾向があることを示している。

スクリーニングの方法

日経テレコンが提供する日経 WHO'S WHO 人事異動情報を用いて、対象企業の社長あるいは CEO が経営者として組織を牽引した経験があるかを調査した。社長あるいは CEO としての経験があった場合のみ、2 点を付与した。対象企業の子会社で経営者として組織を牽引した経験があった場合 1 点を付与した

4-2-2 理念提示者の素質

IBM 社の中興の祖と呼ばれるワトソン(T.J Watson Jr)は「理念とは偉大さを示す本質的なものである」という言葉を残したように、組織内で共有されていく理念こそが企業行動の根本をなしているといえるだろう。

Collins and Lazier(1995)が経営者の策定した価値観、信条をもと企業の戦略や戦術が策定される、と論じるように、企業活動の究極的な目的を理念の形で発信する能力こそが、経営者にとって第一に求められる重要な素質であると言える。「理念提示者」の素質を有する経営者は広く社会に自身の価値を発信していると考えられる。私たちは企業のホームページでの企業ミッション・理念掲載の有無、および企業のブランド価値に基づいたスクリーニング

理念提示者の素質を見るスクリーニング①：ホームページでの企業ミッション・理念掲載の有無

スクリーニングの根拠

久保他(2005)によると、企業ミッションや理念の存在は「ステークホルダー型」の日本企業にとって、従業員に対し目標を提示する役割を担うという意味で重要な要件である。ステークホルダー型企業とは、株主を絶対的な企業の所有者とするのではなく、資金提供者として企業のステークホルダーとして位置付け、従業員も含めた他のステークホルダーと同列に扱うという方針を取る企業のことである。久保他(2005)は、株主主権型企業が株主の利益最大化を目的に経営者と従業員が行動するに対し、ステークホルダー型企業では、企業ミッションや理念といった共通の目的がないと行動指針がたたないことを指摘している。

以上を踏まえ、私たちは経営者の理念提示者としての能力を見るために、その経営理念に注目をした。

スクリーニングの方法

私たちは、スクリーニング対象企業のホームページから、その企業が掲載している企業理念と経営理念を評価した。経営理念を定量的に評価することは難しいため、私たちは Campbell and Yeung(1991)で提示されたフレームワークを参考にし、掲載されている理念が以下の 4 つの項目について触れられているかという観点で評価をした(図表 7)。

図表 7 経営理念を分析する 4 つの観点

目的	戦略	行動規範	信条
何のために企業が存在しているのか明記されている	今後の成長戦略やポジショニングについて明記されている	振る舞いに関する規定が明記されている	行動の根幹となる信条が明記されている

以上 4 つの観点から企業の経営理念を評価し、より多くの観点に触れられていたものから順に 3 点から 1 点の間で点数を付与した。経営理念を掲載していない企業は 0 点とした。

理念提示者の素質から見るスクリーニング②：ブランド価値

スクリーニングの根拠

経営者の理念提示者としての素質を見抜く代理変数として、本レポートでは企業のブランドを扱う。Argenti and Druckemiller(2004)によると、企業のブランドは、企業のサービスや商品を通して、企業理念や今後の絵姿を社会に対して提示する働きを持っている。また Vallaster and Chernatony(2005)は、ブランドの形成において、リーダーが①ブランド形成と②ブランド浸透の二点で組織において欠かせない存在であると述べている。つまり市場で価値の高いブランドを持っている企業は経営者がそれに値するだけの理念を持ち、またリーダーとして発信をしていると言える。以上により、私たちは公開情報を用いて企業のブランド価値を測定し、スクリーニングに加えることとした。

スクリーニングの方法

ブランド価値の算定には、会計情報で分析が可能な経済産業省 (2002)を参照した以下のモデルを用いた。

$$\begin{aligned}
 \text{価格優位性} &= \frac{1}{5} \sum_{t=-4}^0 \left\{ \left(\frac{\text{Sales}_t}{\text{Cost}_t} - \frac{\text{Sales}_t^*}{\text{Cost}_t^*} \right) \times \frac{\text{ADV}_t}{\text{OE}_t} \right\} \times \text{Cost}_0 \\
 \text{ロイヤリティ} &= \frac{\mu_{\text{cost}} - \sigma_{\text{cost}}}{\mu_{\text{cost}}} \\
 \text{拡張力} &= \frac{1}{2} \left\{ \frac{1}{2} \sum_{t=-1}^0 \left(\frac{\text{SO}_t - \text{SO}_{t-1}}{\text{SO}_{t-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{t=-1}^0 \left(\frac{\text{SX}_t - \text{SX}_{t-1}}{\text{SX}_{t-1}} + 1 \right) \right\} \\
 \text{ブランド価値} &= \frac{\text{価格優位性}}{r} \times \text{ロイヤリティ} \times \text{拡張力}
 \end{aligned}$$

Sales=売上高
Cost=売上原価
ADV=広告宣伝費
OE=営業費用(売上高-営業利益)
cost=直近 5 期売上原価平均
cost=直近 5 期売上原価標準偏差
SO=海外売上高
SX=非本業セグメント売上高
r=割引率

上記ブランド価値を高いものから順に 2 点から 0 点を付与した。

4-2-3 イノベーターの素質

イノベーターの素質とは自らの企業を変革させ、環境に対する能動的な適応を行う方向へ企業を導くことのできる能力である。企業の戦略が硬直的であればいずれそれは衰退を迎えてしまう。例えばアメリカにおいて、2017 年にトイザらスが破産申請をしたことは記憶に新しいが、これはトイザらスの取っていた店頭販売戦略が他企業の EC というイノベティブな戦略に後れをとった事例と言えるだろう。特に産業構造が変化している今日において、自らの企業を変革させ、時代の変化を適切に捉えるような経営者のイノベーターとしての素質の重要性は一層増していると考えられる。私たちはこのようなイノベーターとしての素質を見抜く代理変数として、企業の取っている市場適応戦略や経営陣平均年齢を評価した。

イノベーターの素質を見るスクリーニング①：市場適応戦略 スクリーニングの根拠

アメリカ企業の実例を用いながら、企業の市場適応戦略を分析した Miles et al.(1978)によると、その一つとして、常に新しい市場やビジネスチャンスを見つける“探求者(pro prospector)”戦略を取る企業があることを分析した。また、Bentley et al.(2013)では探求者”戦略を取る企業は、効率のよい経営を目指す“守備者(defender)戦略”を取る企業と比べて研究開発費や従業員数の対売上高比が大きいことを分析している。イノベティブな戦略を取る経営者がいる企業に関しては、Miles et al.(1978)の分析でいう“探求者”戦略を取ることを考えられる。以上の議論を踏まえ、私たちは経営者の市場適応戦略について分析を行った。

市場で新しい市場やビジネスチャンスを見つける“探求者”戦略を取る企業を選出する方法を考える。このような企業では、事業ドメインの変更や商品の開発、設備の拡大などが多く起こると考えられることから、私たちは積極的な投資・支出を行っている経営者がイノベーターの素質を持っているとみなして、それを示す財務指標を分析することとした。

スクリーニングの方法

Bentley et al.(2013)によると、“探究者”戦略を取る企業は、研究開発投資、人材投資、広告宣伝費支出などで積極的な投資や支出をしている企業であり、このような行動はイノベーションを誘発しやすいと考えられる。よって、Bentley et al.(2013)を参考に以下の6項目について調査を行った。

R&D/売上高
従業員/売上高
売上高推移
広告宣伝費/売上高
 $(t \text{ 期の従業員数} - t-1 \text{ 期の従業員数}) / t-1 \text{ 期の従業員数}$
総資本/従業員数

以上の数値を勘案し、市場適応戦略がより“探求者”的であるものから順に最大3点を付与した。

イノベーターの素質を見るスクリーニング②：経営陣の年齢 スクリーニングの根拠

イノベーションを誘発する要素の一つとして、組織を変化や最先端技術に対する感度が高いことが必要だと考えられる。感度の高さの代理変数として挙げられるのが、経営陣の年齢である。中野・高須(2013)では、取締役会構成メンバーが年齢を重ねると、大量の現金保有をする傾向が見られた。安全資産である現金の保有を行う傾向が強いということは、経営陣の獲得した利益を再投資するモチベーションが低いと考えられる。また清水(2007)は、役員平均年齢とトービンのqの間に負の関係があること、役員平均年齢とROAの間にも負の関係があることを示唆する結果を示している。以上のような先行研究を踏まえ、私たちは経営陣の平均年齢をスクリーニングに加えた。

スクリーニングの方法

役員四季報を使い、スクリーニング対象企業の役員平均年齢を調査した。その後昇順に並べて順位をつけ、最大2点を付与した。

4-2-4 戦術家の素質

経営者の戦術家としての素質とは、理念・戦略に示された現実に移す能力である。Collins and Lazier(1995)は「非常にインスピレーションのあるリーダーであり、加えて深遠な理念、輝かしい戦略、そして無数のアイデアを有するものであっても、もしそれに見合った実行ができていないならば、彼は決して偉大な経営者にはなりえない」と述べている。小城(2017)は、業界トップクラスの利益を実現する優良企業と衰退企業との大きな差異の一つとして経営者の高い経営リテラシーと実務能力をあげているように、戦略目標を戦術レベルまでに落とし込む能力は経営者に不可欠といえよう。

戦術家の素質を見るスクリーニング：経営陣の専門性 スクリーニングの根拠

経営戦略の策定は単純なものではない。例えば新技術開発の例を取って考えると、その技術の将来性、費用、法律との関係、または事業との関連性など、検討すべき観点が多様にある。経営者一人でその多様な観点を全て把握することは不可能に近く、優秀な経営陣の協力が不可欠である。実際に Wiersema & Bantel(1992) では、経営陣の教育レベルが高く、自然科学や社会科学分野の教育を受けており、かつ経営陣の間での専門分野の多様性が大きいほど戦略転換が生じやすいと示されている。従って、私たちは、周りの経営陣に多様な経験を持った人材を集められる経営者を、戦術家の素質を持った経営者と位置付け、経営陣の専門という観点でスクリーニングを行った。

スクリーニングの方法

役員四季報を用いて役員の職歴・学歴などを調査し、どの役員の専門性を分析した。考慮した専門は図表 8 を参照されたい。

図表 8 経営陣の能力判断に際する条件

専門	会計・財務	経営	法律	技術
判断基準	会計士 税理士 元銀行員	MBA 取得者 兼任取締役	弁護士 行政書士	以下の卒業生 理系の大学理系の大学院 専門学校

私たちはまず対象企業の役員のうち、何人が上記の専門を持っているかを調べた。その後、役員の専門性の多様さを測定するため、ハーフィンダル・ハーフマン指数¹(以下 HH 指数)を用いた。HH 指数を昇順で並べて順位付けをし、最大 5 点最小 0 点で点数を付与した。

5 章 ポートフォリオの決定

第二スクリーニングでは 4 つの観点から企業を評価し、観点毎に最大 5 点を付与した。また、経営者として全ての素質を備えていることをスクリーニングの条件とし、各観点の評価で 0 点がある企業は除いた。以上の処理を施したのち、総合点が高い順から 20 社を選出し、最終ポートフォリオとした。構成比は第二スクリーニングの点数を用い決定した。

¹HH 指数とは、元々産業内の独占・寡占の度合いを測る指標であり、本レポートでは 4 つの専門性をもつ役員の役員占有率をそれぞれ二乗し足し合わせて算出した。

ポートフォリオ構成

証券コード	上場市場	企業（銘柄）名	購入金額（円）	構成比（％）
T9783	東証一部	ベネッセホールディングス	279,713	5.59%
T6395	東証一部	タダノ	277,141	5.54%
T6952	東証一部	カシオ計算機	279,494	5.59%
T7455	東証一部	三城ホールディングス	272,293	5.45%
T3424	東証 JQS	ミヤコ	248,489	4.97%
T2814	東証 JQS	佐藤食品工業	254,951	5.10%
T7637	東証一部	白銅	242,596	4.85%
T4344	東証一部	ソースネクスト	251,066	5.02%
T6641	東証一部	日新電機	255,683	5.11%
T4914	東証一部	高砂香料工業	260,294	5.21%
T4839	東証一部	WOWOW	237,284	4.75%
T4956	東証一部	コニシ	232,423	4.65%
T3434	東証一部	アルファ	252,587	5.05%
T3816	東証 JQS	大和コンピューター	248,639	4.97%

T5956	東証二部	トーソー	230,584	4.61%
T9479	東証一部	インプレスホールディングス	252,474	5.05%
T4735	東証二部	京進	234,244	4.68%
T6737	東証一部	E I Z O	230,866	4.62%
T6272	東証一部	レオン自動機	233,499	4.67%
T6134	東証一部	富士機械製造	225,679	4.51%

6 章 投資者へのアピール

本章に関しては、我々が取り組んだポートフォリオの優位性を論じる。MA スコアと定性分析を通して経営者の質が高い企業 20 社を選出した本レポートのポートフォリオには安定したリターンを期待している。

6-1 パフォーマンス分析

ポートフォリオのリターンは実際に市場リターンを上回ることができているかを分析する。本レポートでは直近 1 年間の累積リターンを日次で観察することにした。2017 年 1 月に株式を購入したと仮定して一年間のリターンを以下の計算式で計算する。なお、 P_t は t 日の終値を表す。

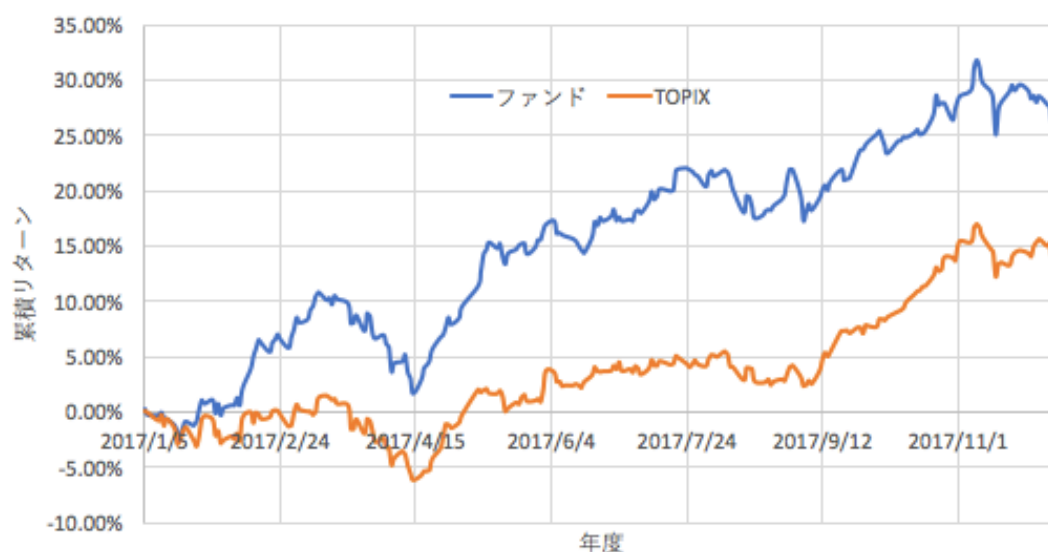
$$\text{累積リターン}_t = \prod_{t=1}^t (1 + \text{日次リターン}) - 1$$

$$\text{日次リターン}_t = \left(\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right)$$

リターンの計算にあたって、ポートフォリオの各銘柄への均等配分を仮定する。

本レポートのポートフォリオは 20 社のうちに 15 社が東証 1 部上場企業のため、ベンチマークは東証一部の全企業の平均を見る TOPIX を用いる。

図表9 2017年1月からのポートフォリオの収益性



図表9は2017年1月からのポートフォリオとTOPIXの累積リターンを比較したものである。ポートフォリオの累積リターンは最終的にTOPIXを13.58%アウトパフォームしたことを示している。1年間を通して徐々にリターンが拡大しており、概して常にTOPIX以上のリターンを出している。

6-2 リターンとリスク分析

より詳細なリスクリターン分析をするため、まずポートフォリオとTOPIXのそれぞれの期待リターンとボラティリティで20銘柄の収益性とリスクを評価する。そして、シャープレシオを計算し、リスクに見合ったリターン獲得の運用効率性を見る。

(ア) ポートフォリオのリターン $E[R_p]$ は、選出した20社のリターンの加重平均となる。リターンが高ければポートフォリオの収益性がよいと言えることができる。ボラティリティはポートフォリオの株価変化率の標準偏差である。ボラティリティが低ければ、リスクが低いことを説明できる。累積リターンと同じく、リターンとリスクの算出は2017年1月からレ

ポート提出の12月までのおよそ一年間の株価の日次データを用いる。TOPIXのリターンと

$$\begin{aligned}\text{リターン: } E[R_p] &= \sum_{i=1}^{20} w_i E[R_i] \\ \text{リスク: } \sigma_p &= \sqrt{\sum_{i=1}^{20} \sum_{j=1}^{20} w_i w_j \sigma_{ij}}\end{aligned}$$

リスクも同様にして算出した。

R_p: ポートフォリオのリターン

R_i: ポートフォリオ含まれる各企業のリターン

p: ポートフォリオのリスク

w_i: 企業 i への投資比率

w_j: 企業 j への投資比率

i, j: 企業 i と企業 j のリスクの共分散

対象期間における各指標 (2017 年 1 月～2017 年 12 月)

	ポートフォリオ	TOPIX
期待リターン (%)	0.141	0.067
ボラティリティ (%)	0.688	0.676

本ポートフォリオのリスクとリターンの値は、リスクは TOPIX とほぼ変わらなかった
ので、ポートフォリオのリスクは平均水準と認識することができる。期待リターンは
TOPIX よりも高いことから、ハイリターンであることがわかる。

(イ) シャープレシオ

より詳細なリスクリターン分析のため、ポートフォリオと TOPIX のそれぞれのシャープ
レシオを計算する。シャープレシオはリスクをとることによってどれだけ効率よくリター
ンを上げることができたかを示す。この値が大きいほど、運用の効率が良いとされている
(石野 2007)。リスクフリー・レート(無リスク資産)は 10 年物国債の金利を用いる。分母は
リスクを意味し、ポートフォリオのボラティリティを用いる。

*シャープレシオの求め方

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{リスクプレミアム (リターン - リスクフリー・レート) の平均}}{\text{ポートフォリオのリスク (リターンの標準偏差)}}$$

	ポートフォリオ	TOPIX
超過リターンの平均(%)	0.115	0.067
リスク(%)	0.688	0.676
シャープレシオ	0.167	0.098

超過リターンは TOPIX を超えている一方、リスクは同程度なため、ハイリターンミドルリスクなポートフォリオであると考えられる。超過リターン、シャープレシオは我々のポートフォリオの方が上回っており、経営者の資質に着目した我々のファンドは TOPIX 以上の成果を出したと言える。

7 章 日経ストックリーグを通して学んだこと

私たちはレポートを完成する途中でチームワークの大切さを学んだ。本レポートを完成するまで主に二つの大きな課題に直面したが、どれもがチームの力なくれば乗り越えられないものであった。

まずは一つ目の課題はテーマ設定の難しさである。私たちの所属する首藤ゼミの専門は実証会計学という分野であり、会計数値を利用して得られる情報を分析し応用することに重きを置いている。過去のストックリーグにおいてもこの会計学の知見を活かした精度の高い分析を評価され、入賞、受賞経験が豊富なゼミではあったが、私たちにとってみれば先輩たちが使った会計学の手法はもはや「禁じ手化」しており、同じことはできなかった。こうした状況のなかで、指導教官を納得させるだけの新鮮な根拠のあるストーリー展開を兼ね備えたレポートを完成させなくてはならない。テーマを絞り出していた期間は艱難辛苦の日々であった。「隠れたカリスマ経営者を見つけ出す」というテーマを選定するまでに何度も意見がまとまらず、試行錯誤を繰り返して議論を重ね、二ヶ月以上をかけ、ようやく今回のテーマにたどり着いた。

次に待ち受けていたのは、各スクリーニングにおける膨大なデータ処理である。経営者能力の測定と夜郎自大風に構えたのはいいものの、分析は容易ではなかった。データの処理のために Excel と Stata の学習をチームで進めつつ、今まで見たことも聞いたこともない複雑なモデルを用い、作業は困難を極めた。指標の数とデータの量が多く、チームで分担してようやくやり遂げることができたのである。

苦難をチームで乗り越えたことは、残りの大学生活と社会人になってからも糧になると思う。終わりに、この論文を書くことにあたり、熱心にご指導してくださった首藤昭信先生、

そしてストックリーグを開催して下さった日本経済新聞社様、野村グループ様に深く感謝を申し上げたい。

参考文献

- Argenti, P.A. and Druckenmiller, B. 2004, "Reputation and the corporate brand", *Corporate reputation review*, vol. 6, no. 4, pp. 368-374.
- Axelrod, R. and Hamilton, W.D. 1981, "The evolution of cooperation", *Science (New York, N.Y.)*, vol. 211, no. 4489, pp. 1390-1396.
- Bentley, K.A., Omer, T.C. and Sharp, N.Y. 2013, "Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort", *Contemporary Accounting Research*, vol. 30, no. 2, pp. 780-817.
- Campbell, A. and Yeung, S. 1991, "Creating a sense of mission", *Long range planning*, vol. 24, no. 4, pp. 10-20.
- Carmeli, A., Schaubroeck, J. and Tishler, A. 2011, "How CEO empowering leadership shapes top management team processes: Implications for firm performance", *The Leadership Quarterly*, vol. 22, no. 2, pp. 399-411.
- Collins, J.C. and Lazier, W.C. 1992, *Beyond entrepreneurship: turning your business into an enduring great company*, Prentice Hall Direct.
- Daily, C.M. and Johnson, J.L. 1997, "Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment", *Journal of Management*, vol. 23, no. 2, pp. 97-117.
- Demerjian, P., Lev, B. and McVay, S. 2012, "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests", *Management Science*, vol. 58, no. 7, pp. 1229-1248.
- Finkelstein, S. 1992, "Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation", *Academy of Management journal*, vol. 35, no. 3, pp. 505-538.
- Francis, J., Huang, A.H., Rajgopal, S. and Zang, A.Y. 2008, "CEO reputation and earnings quality", *Contemporary Accounting Research*, vol. 25, no. 1, pp. 109-147.
- Gomulya, D. and Boeker, W. 2014, "How firms respond to financial restatement: CEO successors and external reactions", *Academy of Management Journal*, vol. 57, no. 6, pp. 1759-1785.
- Hambrick, D.C. and Finkelstein, S. 1987, "Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes.", *Research in organizational behavior*.
- Iwasaki, T., Kitagawa, N. and Shuto, A. 2016, "Managerial discretion over initial earnings forecasts".
- Jones, J. [1991] "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp.193-228.
- Kasznik, R. 1999, "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1, pp. 57-81.
- Khurana, R. 2002, "The curse of the superstar CEO", *Harvard business review*, vol. 80, no. 9, pp. 60-6, 125.
- Miles, R.E., Snow, C.C., Meyer, A.D. and Coleman, H.J. 1978, "Organizational strategy, structure, and process", *Academy of management review*, vol. 3, no. 3, pp. 546-562.
- Nguyen, B.D. 2015, "Is more news good news? Media coverage of CEOs, firm value, and rent extraction", *Quarterly Journal of Finance*, vol. 5, no. 04, pp. 1550020.
- Rajgopal, S., Shevlin, T. and Zamora, V. 2006, "CEOs' outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts", *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 4, pp. 1813-1844.
- Vallaster, C. and De Chernatony, L. 2005, "Internationalisation of services brands: The role of leadership during the internal brand building process", *Journal of Marketing Management*, vol. 21, no. 1-2, pp. 181-203.
- Wiersema, M.F. and Bantel, K.A. 1992, "Top management team demography and corporate strategic change", *Academy of Management journal*, vol. 35, no. 1, pp. 91-121.

- 石田惣平, 蜂谷豊彦 2016, "経営者の在職期間と業績予想".
- 石野雄一 2005, "道具としてのファイナンス", 日本実業出版社.
- 久保克行, 広田真一 & 宮島英昭 2005, "日本企業のコントロールメカニズム: 経営理念の役割", 季刊 企業と法創造, vol. 1, no. 4, pp. 113-124.
- 経済産業省 2002, "ブランド価値評価研究会報告書", 2002 年, vol. 6.
- 河内山拓磨 & 石田惣平 2016, "日本企業における経営者能力の測定: Managerial Ability Score の応用とその妥当性", .
- 清水一 2007, "経営者の年齢と企業評価", 証券アナリストジャーナル, vol. 45, no. 11, pp. 131-142.
- 首藤昭信 2010, "日本企業の利益調整" 中央経済社.
- 高橋伸夫 1997, "日本企業の意味決定原理", 東京大学出版会.
- 中野誠 & 高須, 悠 2013, "日本企業の現金保有決定要因分析-所有構造と取締役会特性の視点から".
- 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券, "社長交代と株式投資", URL:
http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/005_s02_00.pdf . (2017 年 12 月 20 日取得).
- 吉村典久 2007, "日本の企業統治: 神話と実態", NTT 出版.