



THE CONFIDENT COMPANY

応募区分：大学

チーム ID：SL901198

チーム名：OIMO

学校名/学部：東京大学 経済学部

学年：3年

メンバー：大箸 祐太（リーダー）

伊藤 秀太

太田 真輝

松田 和泉

指導教員：首藤 昭信 准教授

基礎学習

- ① 私たちが日常生活の中で消費している商品は、大きく分けて（[1] モノ（財））と（[2] サービス）の2種類がある。
- ② 経済活動に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（[3] d）
- a. 経済活動を行う主な主体には、「家計」、「企業」、「政府」がある。
 - b. 道路のように不特定多数の人々が利用する財やサービスのことを「公共財」という。
 - c. 分業が発達した社会では、自給自足の生活に比べて生産効率が高まる。
 - d. 「現金通貨」には普通預金や定期預金などの銀行口座の残高も含まれる。
- ③ 成年年齢の引き下げに関する次の説明文のうち、正しいものは？（[4] c）
- a. 成年年齢の18歳への引き下げは、選挙権年齢の引き下げと同時に行われた。
 - b. 法律上では、親にはもともと子供の財産を管理する権限はなかった。
 - c. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになる。
 - d. 成年年齢引き下げ後も、18歳・19歳の人に限り、いったん結んだ契約を取り消すことができる。
- ④ 日本の高齢化率（総人口に占める65歳以上人口の割合）が30%を超えるのは、現在の推計では（[5] 2025）年頃と予測されている。
- ⑤ 政府では、一人ひとりの意思や能力、個々の事情などに応じて柔軟な働き方を選択できる社会を目指す（[6] 働き方改革）を進めている。
- ⑥ 外国人労働者の新しい在留資格として（[7] 特定技能）が2019年4月から設けられ、建設、介護、宿泊など国内で十分な人材確保が難しい特定の分野で、外国人材の受け入れが可能となった。
- ⑦ 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？（[8] b）
- a. 先進国の企業が発展途上国に工場を建設した場合、途上国側にとっては雇用の創出以外にはメリットがない。
 - b. 国内にある生産拠点の海外移転により地域経済が衰退する「空洞化」の問題が懸念されている。
 - 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. 「経済連携協定（EPA）」は「自由貿易協定（FTA）」よりも規定する分野が限られる。

- 8 「持続可能な開発目標（SDGs）」の17の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3つ以内）、その主な理由を記述してください。

関連の深い SDGs の目標	その主な理由
働きがいも経済成長も	1人1人が自信を持って働くことのできる環境は、働きがいのある環境と言える。自信を持って積極的かつ迅速に投資決定をし、成長する企業が増えれば、国や地域全体の経済成長にもつながる。
産業と技術革新の基盤を作ろう	技術革新と新しい技術・ビジネスモデルの産業化には、リスクをとった積極的な投資が必須である。イノベーションへの投資は企業の短期的な利益に直結しない可能性もあるが、長期的視点で投資を行うことが時代の変化への対応に必要である。

- 9 GDP（国内総生産）に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（[9] b）
- GDPとは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 - GDPとは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 - GDPには名目GDPと実質GDPとがあり、その違いは物価の変動分を考慮するかどうかにある。
 - 人口減少などでGDPが減少しても、一人あたりのGDPを増加することができれば、私たちの所得を増やすことにつながる。
- 10 お金を貸し借りする「金融」の形態には、借り手が貸し手から直接お金を融通してもらう株式や債券などの（[10] 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（[11] 間接金融）がある。
- 11 日本銀行が金融政策を行う目的は（[12] 物価の安定）を図り（[13] 金融システムの安定）に貢献することにある。
- 12 株式を所有することで得られる金銭的な利益としては、インカムゲインと呼ばれる（[14] 配当金）と、キャピタルゲインと呼ばれる（[15] 売却益）がある。
- 13 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（[16] 社会参加）の一つの方法といえる。
- 14 投資のリスクに関する次の説明文のうち、正しいものは？（[17] d）
- 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て収益性が高い。
 - 株式をはじめとする金融商品のリスクとしては、価格変動、金利変動、信用リスクなどの国内的な要因だけを考えておけばよい。
 - 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。
 - 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。

要旨

私たちは、投資戦略のテーマとして「自信（confidence）」という概念に注目した。ここでいう自信とは、事業や投資に関して、企業が迅速かつ積極的な意志決定を行うための源泉である。企業が予測困難な時代の変化に対応し企業価値を向上させるためには、自信を持って果敢に決断を下す必要があると考える。しかし、自信が過信となってしまうのではない。根拠のない自信のもとで、スピードや大胆さばかりを追い求めれば、判断を誤り、企業価値を毀損することになりかねない。そのため、企業には自信に伴うこのような弊害を解消できる仕組みを整えることが求められる。そこで私たちは、自信を持ちつつ、自信に伴う弊害を組織として解消する仕組みを整えている企業を「Confident Company」と名付け、投資を行う。

企業価値評価の観点から自信という曖昧な概念を数量化するのは非常に難しい。そこで私たちは、自信の経済的帰結に関する海外の先進的な会計・ファイナンス研究の研究成果に依拠してスクリーニングを行う。具体的には、①企業の自信を、投資の効率性、予想利益、そしてその他の財務数値等から定量的に選出し、②統合的リスク管理・バッドニュースの認識・外部からのモニタリングの3つの視点で自信の問題点を解消できている企業を選出する、そして③企業の最終的な意思決定者である経営者個人の自信に注目する、という手順で選別を行う。

さらに、ポートフォリオ分析やフィールドワークを行なった結果、自信には短期的な投資の有効性だけでなく、長期的にも企業価値を向上させうることを確かめることができた。自信という新たな切り口で投資を行うことで、自信のある企業が投資を受けてさらに成長し、令和の日本経済、未来のアジア経済を牽引する契機になることを期待している。

目次

I. 背景	5
II. 投資テーマの決定	6
III. スクリーニング	7
1. 第1スクリーニング ～CONFIDENT COMPANY～	8
1-1 企業の自信の測定	8
1-2 自信の問題点の解消	10
2. 第2スクリーニング ～CONFIDENT CEO～	14
3. アジア300対象企業のスクリーニング	16
IV. ポートフォリオの決定・銘柄紹介	18
V. フィールドワーク	23
VI. ポートフォリオ分析	25
VII. 日経STOCKリーグを通して学んだこと	27
VIII. 終わりに	28
参考文献	29

I. 背景

平成のはじめ、日本企業は栄華を極めていた。戦後、米国をはじめとする先進国を猛追し、日本はわずか数十年で見事な復活を遂げた。多くの日本企業は規模拡大、国際化し、海外企業をも圧倒していた。自動車、家電、半導体メーカーを中心に輸出を拡大し、米国では「ジャパンバッシング」が社会現象化した。

「ジャパン・アズ・ナンバーワン」の出版に形容されるように、日本は注目され、研究される存在であった。そんな当時の日本に、バブル崩壊やリーマンショック、2つの大震災など暗い未来があることを予想できただろうか。平成元年には世界の時価総額ランキングに32社もランクインした日本企業が、令和元年になった今ではトヨタ1社しかランキングに残っていない。GAFAのような米国の巨大プラットフォームカンパニーが世界を変え、BATやTMDのような中国のIT企業が世界を脅かすことを予想できただろうか。

誰にとっても平等に予測困難であったのに、何が明暗を分けたのか。私たちは「自信」だと考える。例えばGAFAやBATは、インターネットという新たな可能性を信じ、実現した。そして今も現状に満足することなく、今までにないビジネスモデルを提案し続け、世界を変え、彼ら自身も成長しつづける。近年大成功を収め、世界最大の企業の一つとなったアリババの創業者ジャック・マーは次のように述べている。

アリババを設立するときに「世界中のあらゆる商売をやりやすくする」と私は言った。これは私の信念だ。この信念は間違っていない¹。

自らの信念に自信を持っていたからこそ、アリババは新しい可能性に賭け、成功を収めることができたのではないだろうか。

例えばトヨタは、自動車の可能性を信じ「時代をリードする存在」であるために、自信をもって「もっといいクルマ」を作り続けた²。それが、トヨタが平成にも令和にも「世界のトヨタ」でありつづける所以である。そして今、未来に向けて製造業からサービス業へ「モビリティカンパニー」へのモデルチェンジを目論む。豊田章男社長は、次のように述べている。

本気で未来のモビリティ社会をつくりたいと思うからこそ、従来の枠組みにとらわれることなく、（中略）未来に向けた挑戦を続けていきたい³

自動車メーカーは自動車をつくるという常識を破ることが、「100年に一度の大変革の時代」を生き抜くために必要だと確信している。

令和には何が起こるだろうか。30年後、50年後にはどんな企業が勝ち残っているだろうか。当然未来のことは判らない。明日の株価が下がったとしても、1年後には素晴らしい決断になるかもしれない。だからこそ、企業や世の中にとって本当に必要なことは何かを考え、信じ、自信をもって実行することに価値があるのではないだろうか。

¹ 張燕 (2014) 『ジャック・マー アリババの経営哲学』より引用。

² トヨタ企業75年史より。

³ トヨタ自動車コーポレートサイトトップメッセージより引用。

Ⅱ．投資テーマの決定

自信の魅力

自信への着目は、株式投資の視点で見ても有効な戦略となりうるのだろうか。答えはイエスである。それは、企業が自信を持つことで、過度にリスク回避的、保守的になるのを防ぐことができ、企業価値向上に繋がる意思決定をより積極的に行えるようになるからである。例えば、経済合理的な経営者は、株主にとって利益となる投資やプロジェクトに対し意思決定を先延ばしにする傾向がある、という問題がある(Gervais, Heaton, & Odean, 2002)。慎重な判断が大切であるのは言うまでもないが、変化の速い現代においては、変化やチャンスを敏感に察知し、素早く実行に移すことも同様に重要である。また、時代の流れに乗るだけでなく、変化を牽引する存在であるためには、企業価値の向上につながると信じる投資は、多少のリスクを伴っても積極的に決定していく必要がある。先行研究においては、高い自信を持つ経営者が、投資やプロジェクトの決定をより早く行い、結果として経済合理的な経営者よりも株主の利益になる決定を下しやすいこと、キャッシュフローに対する投資の感応度と経営者の自信の高さとの間には強い正の関係があることが示されており(Gervais et al., 2002; Malmendier & Tate, 2005a)、自信を持つことで**迅速な意思決定と積極的な投資**が可能になると言える。競争の激しい世の中を勝ち抜くためには、手堅い経営だけでなく、素早く時には思い切った判断を下すことで、時代の潮流や変化に後れを取ることなく、むしろ先行していくことが求められる。それを可能にする大きな要因が、自信であると考ええる。

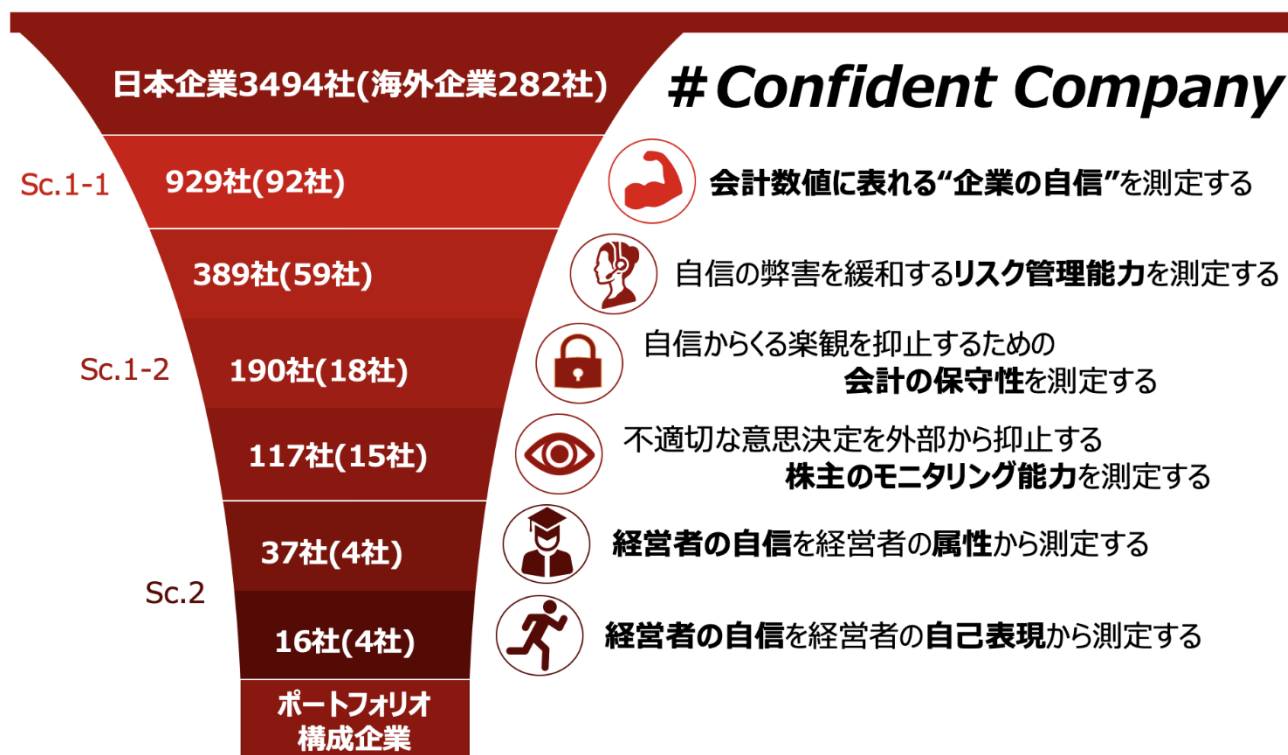
自信の問題点とその解消策

とはいえ、投資家の立場に立てば、自信があるという一面だけで企業を評価するのが適切であるとは考えられない。根拠のない自信に基づき、スピードや大胆さばかりを追い求めた結果、判断を誤り、企業価値を毀損することも十分に考えられる。先行研究においても、過剰投資や不採算なプロジェクトの継続、不適切な M&A など、過剰な自信の問題点は強調されている(Kim, Wang, & Zhang, 2016; Malmendier & Tate, 2005a, 2008)。

このように、自信は企業価値を毀損する危険性も内包している。しかし、意思決定者の自信は維持しつつ、自信に伴うリスクを組織として解消することができれば、積極的かつ適切な意思決定が可能になるだろう。例えば、問題の事前的な予測や生じた問題に対する適切な処理のためのリスク管理体制を整えること、不適切な選択肢を排除するために都合の悪い情報を迅速に意思決定に反映する制度を整えること、株主にとって不適切な意思決定を防ぐために外部からのモニタリング体制を整えることなどが挙げられる。過剰投資などの問題点の原因を根本から解決することで、自信を持って行なった意思決定がより確度の高いものとなる。そうして初めて自信が価値を持つのである。

私たちは、**自信を持ちつつ、自信に伴う弊害を組織として解消する仕組みを整えている企業を「Confident Company」と名付け、投資を行う。「Confident Company」は、スピーディーかつ大胆でありながら、時代の流れを掴んだ適切な意思決定や投資を行う点で魅力的な投資先である。**私たちは、この投資戦略を通し、「Confident Company」への投資の有益性を示し、経営者や企業の評価の重要な要素として「自信」という新たな切り口を提案したい。そしてそれが、自信のある企業が投資を受けて成長し、未来の日本経済、アジア経済を牽引する契機になることを期待している。

Ⅲ. スクリーニング



上の議論をもとに、私たちは「Confident Company」を選出するべく2つのスクリーニングを設定した。スクリーニング1-1において企業の自信を会計数値に基づいて測定し、スクリーニング1-2において前述した自信の弱点を補うことができる企業を3つの観点から選出する。それに加え、スクリーニング2において企業の顔である経営者の自信を測定し、最終ポートフォリオを構成する企業を決定する。

分析の詳細

日本の東証・ジャスダック全社のうち金融業を除いた3,494社と、アジア300企業のうち対象外のアリババ集団・バイドゥ・JDドットコム、上場廃止となったエアアジア、金融業を除いた282社をスクリーニング対象とし、日本企業については日経NEEDS Financial Quest、アジア300対象企業についてはBloombergから主にデータを取得した。データの出典が異なる場合は別途記載を行う。原則として直近会計年度を基準にデータを取得している。

アジア300対象企業の分析においてアジア300に含まれる全12市場の上場全社17,475企業のデータが必要であったが、弊学のBloombergとの契約上全社分取得するのが困難であったこと、日本企業とアジア300対象企業で用いたデータベースが異なること、アジア300対象企業について取得が難しい項目があったことから、日本企業とアジア300対象企業では別々にスクリーニングを行う。

また、日本企業の業種別の分析はTOPIX17シリーズの17業種区分に従って行う。

1. 第1スクリーニング ～CONFIDENT COMPANY～

1-1 企業の自信の測定



会計数値に現れる“企業の自信”

財務諸表等に掲載される会計情報から
企業のもつ自信を測定し、
自信の高い企業を選出する

本スクリーニングでは、企業の自信を測定し自信が高い企業を選出する。しかし、自信は心理的なものであり、直接測定するのは難しい。どのように企業の自信を測ることができるのだろうか。

海外の会計・ファイナンス研究では、自信がどのように会計数値に表れるかを分析し、それを用いて

自信を測定する方法が提案されている。Schrand & Zechman (2012)は、自信のある企業の特徴を表す投資および資金調達活動レベルを示す5つの指標から算出したスコア（OC_FIRM5）を用い、企業の自信を測定している。OC_FIRM5は、5つの指標によって構成される。1つ目は、**超過投資である**。キャッシュフローに対する投資の感応度と経営者の自信の高さとの間には強い正の関係があるため(Malmendier & Tate, 2005a)、自信のある企業は相対的に投資が多いと考えられる。2つ目は、**買収に使われたキャッシュフローである**。自信のある経営者は、買収に対する支払額が相対的に高く(Malmendier & Tate, 2008)、自信の高い企業は、相対的に買収額が大きいと考えられる。3つ目は、**負債資本比率である**。自信が高い経営者は、外部からの資金調達を行う場合、正負双方のリスクに関して株主からの声を聞く必要があるエクイティより、デフォルトリスクのみに関して債権者の意見を聞くことが求められるデットの方を好むため、相対的にエクイティファイナンスが少なくデットファイナンスが多い(Malmendier, Tate, & Yan, 2011)。したがって、自信の高い企業は負債資本比率が相対的に高いと考えられる。4つ目は、**転換社債や優先株式を使用しているかどうかである**。自信のある経営者を持つ企業はリスクの高い債務を選択する(Ben-David et al., 2007)。Schrand & Zechman (2012)は、リスクの高い債務として転換社債、優先株式を用い、自信を測定している。5つ目は、**配当利回りである**。自信が高い経営者は、配当を減らす可能性が高い。それは、会社が過小評価されているため外部資金調達はコストが高いと考え、配当の支払いを減らすことにより内部資金を蓄え、将来の投資ニーズに対する財政的余裕を構築する傾向があるためである (Deshmukh, Goel, & Howe, 2013)。

さらに、私たちは、経営者の自信と企業のパフォーマンス・会計数値との関連を調べる多くの先行研究において使用されている自信の測定方法にも着目した。例えば、Malmendier & Tate (2005a)は、経営者のストックオプションの行使状況によって自信の程度を測定した。**ストックオプションを導入する**という意思決定は、会社が今後の株価上昇への自信に基づいて行なったものであり、自信のある企業はストックオプションを導入している可能性が高い。また、Lin, Hu, & Chen (2005)は、**経営者予想利益**と**実際利益**の差に基づき自信を測る尺度を提案した。予想利益は、経営者のみならず多くの役員、従業員が事業の状況、現状を分析し、今後の方向性を見定め、議論を行うというプロセスによって出されたものである。それが実績と比べて上方にバイアスを持つ場合、より高い利益を出すという自信の表れと言える。前者は多くの研究において自信の支配的な測定方法となっている点、後者は日本において経営者予想の開示が実質的に義務のようになっており統一的にデータの取得が可能である点で、特に本スクリーニングにおける分析方法として有用であると考えられる。

以上から、私たちは Schrand & Zechman (2012)の OC_FIRM5 を独自に拡大し、ストックオプションと予想利益を加えた 7 つの指標を用いてスクリーニングを行う。図表 1 に従って算出した得点の合計を Confident Score とし、Confident Score が 4 点以上の企業を選出する。

[図表 1]

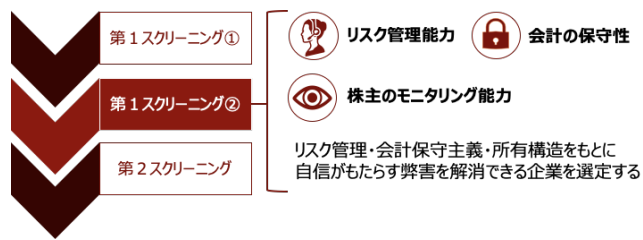
項目	得点
超過投資	$\text{TotalAssetGrowth} = \beta_1 + \beta_2 \text{SalesGrowth} + \varepsilon \quad (1)$ TotalAssetGrowth=総資産成長率, SalesGrowth=売上高成長率 (1)式で回帰して求められた残差と業界全体の残差の差が正であるとき 1, 正でないとき 0
買収キャッシュフロー	キャッシュフロー計算書における「子会社の取得による支出」,「子会社買収」の額と業界の中央値の差の直近 3 年間の平均をとり, これが正であるとき 1, 正でないとき 0
負債資本比率	業界の中央値との差が正であるとき 1 を, 正でないとき 0
転換社債・優先株式	転換社債あるいは優先株式を使用していれば 1, 使用していなければ 0
配当利回り	業界の平均値との差が負であるとき 1 を, 負でないとき 0
ストックオプション	企業がストックオプションを導入していれば 1, していなければ 0
予想利益	$\text{予想誤差} = \text{経営者予想経常利益} - \text{実績経常利益} \quad (2)$ 直近 3 年間のうち 2 年以上予想誤差が正であった場合 1, それ以外は 0 ※ただし, 予想誤差が正である企業のうち, Altman(1968)の倒産予測モデル(3)における Z スコアが 2.675 より小さい場合, 予想利益の得点を 0 とする⁴。 $Z = 0.01X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5 \quad (3)$ $X_1 = (\text{流動資産} - \text{流動負債}) / \text{総資産}$, $X_2 = \text{留保利益} / \text{総資産}$, $X_3 = \text{利子・税金の控除前利益} / \text{総資産}$, $X_4 = \text{株式時価総額} / \text{総負債}$, $X_5 = \text{売上高} / \text{総資産}$

本スクリーニングにおいて、3,494 社から、企業の自信が高いと考えられる 929 社が選出された。

⁴ Lin et al. (2005)を参考に、財政難や雇用不安に苦しんでいる場合に、自信以外の要因で予想利益を高く発表するインセンティブを持つとし、予想利益誤差の計算の対象から除外する。



1-2 自信の問題点の解消



1-1 では、自信のある企業を選出した。しかし背景で述べたように、自信には、過剰投資や不採算なプロジェクトの継続、不適切な M&A など、大きな問題が存在する(Kim et al., 2016; Malmendier & Tate, 2005a, 2008)。本スクリー

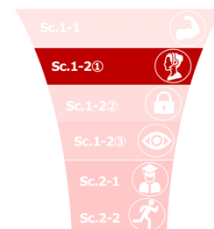
ニングでは、その問題を解決することで自信によって企業価値が毀損される可能性をなくし、自信が企業価値向上につながる企業を選出する。

まず、**リスク管理**を適切に行なっている企業を選出する。大きな意思決定にはリスクがつきものであり、リスク管理を怠れば、自信をもとに行なった迅速で積極的な意思決定が裏目に出やすい。自尊感情の高い人はリスクについて十分な自己認識を持たず、リスクの重要性についてバイアスのかかった見方を持つため(Chambers & Windschitl, 2004)、自信のある企業・経営者にとってリスク管理は特に重要となる。企業価値を高める意思決定を行うためには、大きな意思決定の主体であるトップマネジメントが各部署のリスクを統括的に管理し、リスク情報を漏れなく把握していることが望ましい。そこで、私たちは**全社的リスクマネジメント**(Enterprise Risk Management; **ERM**)の実現度合いの高い企業を選出する。COSO(2004)によれば ERM とは、事業体の目的の達成を保証するため、取締役や経営者を中心に事業体横断的に行われるリスク管理の方法である。私たちは、前述のようなトップマネジメントによる全社的なリスク管理は ERM の実現度合いによって測るのが適切だと考えた。ここでは、Gordon, Loeb, & Tseng(2009)の提案する指標 ERMI を用いて ERM の実現度合いを測定する。

次に、**会計上の保守主義**を採用している企業を選出する。過剰投資や不適切な投資の原因として、不都合な情報の認識が甘い、あるいはそれらを無視するということが挙げられる。Chen, Crossland, & Luo(2015)では、自信の高い CEO が率いる企業は、経営予測の精度を改善するための修正フィードバックに反応しない傾向にあることが示されている。私たちは、会計上の保守主義を採用していることがこのような問題への解決策になると考える。Hsu, Novoselov, & Wang(2017)は、会計上の保守主義は、ニュースの認識と部門間の情報を媒介するゲートキーパーへの情報の普及を加速させ、CEO が問題をより早く認識し、解決策を探し始める可能性を高めるとした上で、CEO の自信と会計上の保守主義の両方の特性が存在する企業は、パフォーマンスが向上することを示している。会計保守主義は、経営者のみならず他の取締役やゲートキーパーにも、バイアスのない会計数値という形で**バッドニュースの認識**を促し、問題の早い認識と対応を可能にする。それは、過剰投資や不適切な投資を防ぐだけでなく、自信との相乗効果によって企業価値向上につながるのである。ここでは、Khan & Watts(2009)に定義された C_Score モデルを用い、会計上の保守主義の程度が高い企業を選出する。

また、自信の高い経営者は、従業員の誤った報告を過度に信頼することに因り、意図せず会計情報の虚偽表示を行ってしまう可能性が高いという問題が指摘されているが(Schrand & Zechman, 2012)、トップマネジメントによる適切な統括的リスク管理、バッドニュースのより早い認識と対応は、意図しない不正会計の防止にもつながると考えられる。

最後に、不適切な意思決定を防止するのに適切な**株式所有構造**を持つ企業を選出する。企業価値を損なう意思決定を行おうとした際に、**株主による外部からのモニタリング**が適切に行われ、株主の声を意思決定に反映できれば、それを防止することができる。また、株主が株主利益の最大化を求める圧力をかけることに



より、事前に意思決定の方向性を株主利益最大化に向けることができる。そこで、私たちは①機関投資家持株比率、②一般事業法人持株比率、③経営者持株比率、④大株主持株比率、⑤外国人投資家持株比率の5つの視点から分析を行い、適切な所有構造を持つ企業を選出する。

以上の3つのスクリーニングにより、統括的リスク管理、バッドニュースの認識促進、株主によるモニタリングができ、過剰投資や不採算なプロジェクトの継続、不適切なM&Aなどの自信の問題点を解消している「Confident Company」を選出することができる。

1-2(A) 統括的リスク管理 (ERM)

本分析では、統括的リスク管理 (ERM) のスクリーニング指標として、Gordon et al. (2009)による ERMI を使用する。ERMI は、ERM の定義として最も頻繁に用いられる COSO (2004) に基づき ERM の有効性を測る指標である。COSO (2004) は ERM の達成目標として「①戦略、②業務、③財務報告、④法規遵守」の4つを設定している。ERMI はこの目標を達成する能力に基づいて作成されたものであり、この目標の達成度合いにより、ERM の導入の度合い、有効性を測ることができる。具体的には、図表2のモデルによりスクリーニングを行い、ERMI が上位40%の企業を ERM が効果的に導入できていると判断し選出する。

[図表 2] ERMI

$$ERMI = Strategy_1 + Strategy_2 + Operation_1 + Operation_2 + Reporting_1 + Reporting_2 + Compliance_1 + Compliance_2 \quad (4)$$

以下の8つの指標を標準化し、式(4)に代入する⁵。

$$Strategy_1 = Sales, \quad Strategy_2 = \Delta\beta_i, \quad Operation_1 = \frac{Sales}{TotalAssets}, \quad Operation_2 = \frac{Sales}{NumberOfEmployees},$$

$$Reporting_1 = MaterialWeakness + AuditorOpinion + Restatement,$$

$$Reporting_2 = \frac{|NomalAccruals|}{|NomalAccruals| + |AbnomalAccruals|}, \quad Compliance_1 = \frac{Auditorfees}{TotalAssets}, \quad Compliance_2 = \frac{SettlementNetGain(Loss)}{TotalAssets}$$

Sales=売上高, $\Delta\beta$ =前年度からのベータ値の変化量, TotalAssets=総資産, NumberOfEmployees=従業員数,

MaterialWeakness =内部統制報告書で「重大な欠陥」を開示しているとき⁶-1, していないとき0,

Restatement=修正再表示を発表した場合⁶-1, していないとき0,

Auditorfees=監査報酬⁷, SettlementNetGain=賠償金収入(支出)額

NomalAccruals, AbnomalAccrualsの算定には、以下のクロスセクション型ジョーンズ・モデルを使用する。

$$TA_{ijt}/A_{ijt-1} = \alpha_{jt}[1/A_{ijt-1}] + \beta_{1jt}[\Delta REV_{ijt}/A_{ijt-1}] + \beta_{2jt}[PPE_{ijt}/A_{ijt-1}] + e_{ijt}$$

TA_{ijt} = 産業jにおける企業iのTotalAccruals, TotalAccruals = 税引後経常利益 - 営業キャッシュフロー,

A_{ijt-1} = 産業jにおける企業iの総資産, ΔREV_{ijt} = 産業jにおける企業iの純収益の変化,

PPE_{ijt} = 産業jにおける企業iの有形固定資産, e_{ijt} = 産業jにおける企業iの誤差項 = AbnomalAccruals,

NomalAccruals = TotalAccruals - AbnomalAccruals

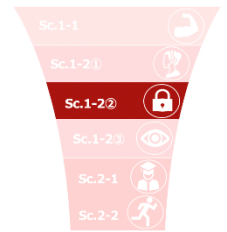
※ただし、tは2018年度を指す

本スクリーニングにおいて、929社から、統括的リスク管理の実現度合いの高い389社が選出された。

⁵ 標準化には、業種ごとの平均値と標準偏差を用いた。

⁶ 総合企業情報データベース col を用いた。

⁷ 日経 NEEDS の監査法人・監査意見データベースを用いた。



1-2(B) リスク情報・バッドニュースの認識（会計保守主義）

本分析では、Khan & Watts (2009)による C_Score モデルを用いてスクリーニングを行う。

会計上の保守主義は、条件付き保守主義と無条件保守主義に分けて研究が行われている。

前者は、「利益（収益）と損失（費用）の非対称的な認識」を表しており、「ニュースに依存する」保守主義である(Beaver & Ryan, 2005)。一方、後者は純資産簿価の過小計上と定義され、「ニュースに依存しない」保守主義である(Beaver & Ryan, 2005)。ここでは、資産を過小計上することではなく、バッドニュースをより早く認識することを目的にしているため、前者の条件付き保守主義を取り入れている企業を選出する。

先行研究では、会計上の保守主義（条件付き保守主義）の導入度合いを測る様々な指標が開発されている。Basu(1997)はグッドニュースとバッドニュースに対する利益の反応度で保守主義を測定した。Khan & Watts (2009)は Basu モデルを改良し、企業・年度ごとの保守主義の測定方法を提示した。ここでは、Khan & Watts (2009)に従い、C_Score モデルを用いて分析を行う⁸。

まず、Basu (1997)のクロスセクション回帰は、図表3 のように行われる。

[図表 3] C_Score ①

$$X_t = \beta_1 + \beta_2 D_t + \beta_3 R_t + \beta_4 D_t R_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

X_t = 当期純利益/期首時価総額, R = 年率株式リターン(前年度決算日から4ヶ月後を始点に算出)

D = 負のとき1, 非負のとき0となるダミー変数, ε = 残差, β_3 = グッドニュースの適時性の尺度,

β_4 = グッドニュースの適時性と比較した際のバッドニュースの適時性の増加分の尺度, $\beta_3 + \beta_4$ = バッドニュースの適時性の尺度

このモデルは個別企業の保守主義を測定できないという問題点がある。この問題点を解消するために、Khan and Watts (2009)はグッドニュース、バッドニュースそれぞれに対する利益反応の適時性が個別企業の特徴を用いて決定されると仮定した。図表4中の式の通り、グッドニュースの適時性(G_Score)とバッドニュースのグッドニュースと比較した際の相対的な適時性の増加分(C_Score)を導出する。

[図表 4] C_Score ②

$$G_Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_t + \mu_3 M/B_t + \mu_4 Lev_t \quad (6)$$

$$C_Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 M/B_t + \lambda_4 Lev_t \quad (7)$$

$Size$ = 時価総額対数値, M/B = 時価簿価比率, Lev = 負債/時価総額

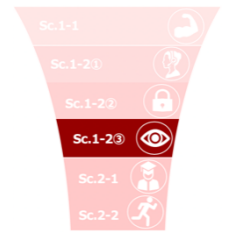
C_Score, G_Score を推定するために使用される年次クロスセクション回帰モデルは図表5の通りである。

[図表 5] C_Score ③

$$X_{it} = \beta_1 + \beta_2 D_t + R_t(\mu_1 + \mu_2 Size_t + \mu_3 M/B_t + \mu_4 Lev_t) + D_t R_t(\lambda_1 + \lambda_2 Size_t + \lambda_3 M/B_t + \lambda_4 Lev_t) + (\delta_1 Size_t + \delta_2 M/B_t + \delta_3 Lev_t + \delta_4 D_t Size_t + \delta_5 D_t M/B_t + \delta_6 D_t Lev_t) + \varepsilon_t \quad (8)$$

(8)式は、(6),(7)を(5)に代入し、交互作用項を追加した結果得られたものである。(8)式を2017年度でクロスセクション回帰して λ を算出し、(7)式に代入し、保守主義の程度をC_Scoreにより推定する。推定されたC_Scoreが上位40%の企業を選出する。本スクリーニングにおいて、389社から、会計保守主義の度合いの高い190社が選出された。

⁸ 本スクリーニングに限り、前会計年度が終了してから4ヶ月後の株式リターンが必要であることから、最新決算である2018年度のデータを全企業分取得できなかったため、2017年度のデータを使用して(t期=2017年度として)計算した。



1-2(C) 不適切な意思決定防止のためのモニタリング（株式所有構造）

本分析では、①機関投資家持株比率、②一般事業法人持株比率、③経営者持株比率、④大株主持株比率、⑤外国人投資家持株比率の5つの視点から、不適切な意思決定を防ぐために最適な所有構造を持つ企業を選出する。

まず、**機関投資家**は企業をモニタリングする高い能力をもつため、経営者の過度な投資や企業価値を損なうプロジェクトを抑制する働きが期待され、また、悲観的な情報を受け入れない可能性のある自信の高い経営者に対し、バッドニュースの認識・対処を要求する(大橋, 2017)。したがって、機関投資家持株比率が相対的に高い企業に高得点を与える。

次に、株式持合いに代表される**一般事業法人**は、敵対的買収の可能性を減少させ、経営者の裁量的行動を誘発し、ガバナンスに負の影響をもたらす可能性がある(宮島・原村・江南, 2003; 手嶋, 2004)。これは、持合いを行う一般事業法人によるモニタリングが弱いことに起因していると考えられる。モニタリングの弱い所有者が多数を占める状況は裁量的行動を生みやすく、自信がもたらしうる問題点を助長するおそれがある。したがって、一般事業法人が所有する株式の総発行株式に占める割合を算出し、相対的に低い保有比率を有する企業に高得点を与える。

第3に、**経営者**による株式保有は経営者に企業価値向上のインセンティブを与え、裁量的発生高の低下などガバナンスに正の効果をもたらすことが知られている(Jensen & Meckling, 1976)。一方、経営者が過剰に株式を保有する場合、モニタリングが低下し、機会主義的行動が生じる可能性があり、ガバナンスにおいて負の影響を与える(Morck, Shleifer, & Vishny, 1988)。ここでは Morck et al. (1988)を参考に、経営者が株式を保有し、かつ保有が適度に制限されている場合、経営者が企業価値向上のための意思決定を行うと考えられるため、経営者が株式を保有していない企業あるいは経営者が過剰に株式を保有している企業に対し低い得点、適度に制限されている企業に高得点を与える。

第4に、**大株主**による保有は、少数株主の利益を無視して、彼らの私的利益の追求をまねくことが知られている(Demsetz & Villalonga, 2001; Holderness, 2005)。大株主が存在する場合、厳格なモニタリング効果は期待できない可能性がある。本スクリーニングでは総株主のうち20%以上の株式を所有する株主を大株主と定義し、大株主が保有する株式の割合を算出し、相対的に低い割合の企業に対し高得点を与える。

第5に、**外国人投資家**が保有する比率が高い株式は株主から強いモニタリングが働いていると仮定する。これは、外国人投資家が相対的に情報劣位にあるために、高い情報開示を行う企業を選好していると考えられるためである(Chung, Ho, & Kim, 2004)。つまり、彼らが選ぶ企業は株主によるモニタリングが容易であり、モニタリングが強く働いている企業であるはずである。したがって、外国人投資家保有比率が相対的に高い企業に対し高得点を与える。

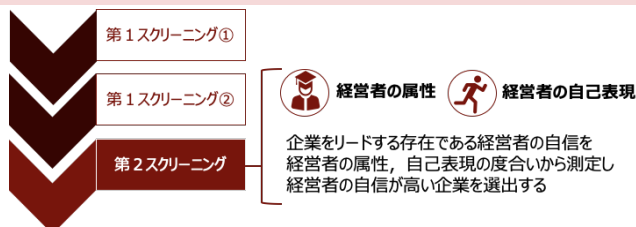
以上の5つの指標をもとにスクリーニングを行う。具体的には、以下の図表6に基づいて得点付けを行い、合計点が9点以上（上場全社の上位40%に相当）の企業を選出する。

[図表 6]

項目	得点
機関投資家持株比率	機関投資家持株比率により企業を順位づけし、四分位に分け、上から3～0点を与える
一般事業法人持株比率	一般法人持株比率により企業を順位づけし、四分位に分け、下から3～0点を与える
経営者持株比率	経営者持株比率が4%～40%の企業には2点、それ以外の企業には0点を与える
所有の分散	大株主保有比率が60%以上の企業は0点、40%以上の企業には1点、20%以上の企業には2点、20%未満の企業には3点を与える
外国人持株比率	外国人持株比率により企業を順位づけし、四分位に分け、上から3～0点を与える

本スクリーニングにおいて、190社から、不適切な意思決定を防ぐのに適切な株式所有構造を持つ117社が選出された。

2. 第2スクリーニング ～CONFIDENT CEO～



ここまで、自信のある企業、かつ自信の問題点を解決することで自信が企業価値につながる

「Confident Company」を選出した。本スクリーニングでは、このポートフォリオの特徴とも言える自信をさらに強調するため、企業の最終的な意思決定者

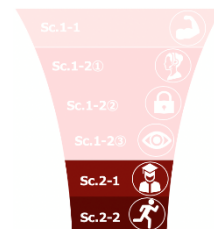
である「**経営者**」の**自信**に着目する。企業経営における迅速な意思決定と積極的な投資の重要性は既に述べたが、経営者はこれらの経営判断に大きな影響を与え、経営者の自信と投資の決定の速さに正の関係があることが証明されているからである(Gervais et al., 2002; Malmendier & Tate, 2005a)。自信の測定は、①**自信の背景にある経営者の属性（内的アプローチ）**と②**経営者の自信の表出（外的アプローチ）**の2つの視点から行う。

2-1 内的アプローチ

本分析では、Schrand & Zechman (2012)を参考に、経営者の内的な属性に着目し、自信が大きくなりやすい属性を持つ経営者のいる企業を選出する。自信につながる要因として、①**制御可能性**、②**個人的利害**、③**専門性**の3点が考えられる。

まず、事象の制御可能性が大きいほど楽観的な偏見を示す傾向が大きくなることから(Weinstein & Klein, 1996)、会社における存在感が大きく、制御可能性が大きいと考えられる経営者は、自信が大きくなる可能性が高いと考えられる。次に、個人がプロジェクトに個人的な利害関係を持っている場合、プロジェクトの結果またはリスクについて自信を高く持つ可能性が高いことから(Bernardo & Welch, 2001)、会社の利害が個人的な利害と大きく関係している経営者は、自信が高くなる傾向にあると考えられる。最後に、専門家は初心者よりも自信が高い傾向があることを踏まえ(Griffin & Tversky, 1992)、経営者が専門的、特に会社経営に関しての知識を多く有していると考えられる場合に自信が高くなりやすいと考える。

具体的には、**制御可能性**と**個人的利害**を代理するものとして、経営者が**創業者一族であるかどうか（FOUNDER）**、**制御可能性**を代理するものとして、**在職期間（TENURE）**、**会社の設立年数によって調整**



した**在職期間（COMMIT）**，**専門性**を代理するものとして，**最終学歴（EDUCATION）**，**MBA**をとっているか（**MBA**），**公認会計士の資格を持っているか（CPA）**という指標を設定し，図表7に従って得点付けを行い，合計点が5点以上である企業を選出する。

[図表 7]

項目	得点
FOUNDER ⁹	経営者が創業者一族である場合は3点，創業者一族でない場合は0点
TENURE	経営者の在職期間により企業を順位づけし，四分位に分け，上から3～0点を与える
COMMIT	(経営者の在職期間/設立からの年数)により企業を順位づけし，四分位に分け，上から3～0点を与える
EDUCATION ¹⁰	経営者が博士号を取得している場合は3点，修士号を取得している場合は2点，学士号を取得している（大卒である）場合は1点，それ以外は0点
MBA ¹¹	経営者がMBAを取得している場合は3点，していない場合は0点
CPA ¹¹	経営者が公認会計士の資格を持つ場合は3点，持たない場合は0点

本スクリーニングにおいて，117社から，経営者の自信が高く企業に自信をもたらす37社を選出した。

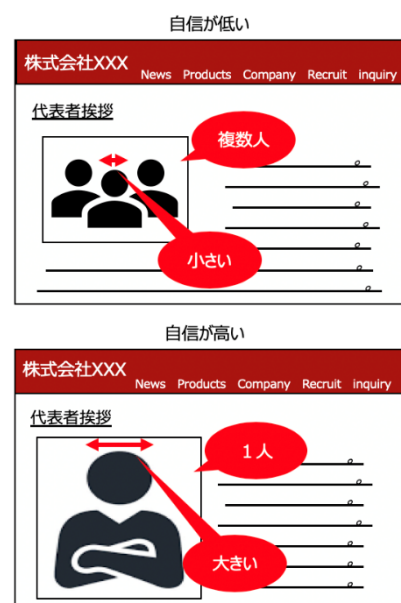
2-2 外的アプローチ

本スクリーニングでは，Schrand & Zechman (2012)，Judd, Olsen, & Stekelberg (2017)を参考に，企業ホームページにおける**経営者の写真の目立ちやすさ**から，経営者の自信が外にどのように表れているかについて分析を行う。自身の顔写真を誇張する経営者は自己陶酔的ともされ(Judd et al., 2017)，自信が大きいと考えられる。自己陶酔はまた，企業レベルの起業家志向(Entrepreneurial Orientation; EO)に影響を与えることを通じて組織のパフォーマンスに好影響をもたらすという副次的な効果も期待できる(William J. Wales, Vinit Parida, & Patel, 2013)。

そこで，3つの指標から得点付けを行い，経営者の自信を測定する。1つ目は，**顔写真の大きさ**である。

Schrand & Zechman (2012)を参考に，会社ホームページの中の社長

(代表者) あいさつに該当するページにおいて，ページの大きさに対する経営者の写真の大きさの割合を測定し，相対的に経営者の写真が大きいほど高得点を与える。2つ目は，**写真にうつる人数**である。Judd et al. (2017)を参考に，写真に経営者のみがうつっているか，あるいは経営者以外の人何人一緒にうつっているかを測定し，経営者が1人でうつっている方が自信が高いとし，高得点を与える。3つ目は，経営者の写真にアクセスするために必要な最少の**クリック数**である。企業のホームページにおいて，経営者の写真がトップページに近いページにあるほど，ホームページを訪れた人が経営者の写真を見る可能性が高くなる。したがって，トップページに近いページに経営者の写真を載せている企業ほど自信が高いとし，クリック数が少ないほど高得点を与える。



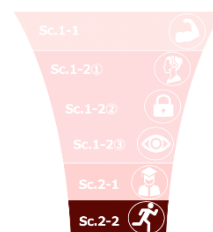
⁹ 『ファミリービジネス白書 2018 年度版 —100 年経営とガバナンス—』に記載のファミリー名が経営者の苗字と一致する場合，あるいは経営者が創業者 CEO である場合（Bloomberg を参照），経営者が創業者一族であると判断する。

¹⁰ 日経テレコン 21 の日経 WHO'S WHO，役員四季報 2020 年度版からデータを取得した。

¹¹ 日経テレコン 21 の日経 WHO'S WHO からデータを取得した。

具体的には図表 8 に従って得点付けを行い、総得点が 7 点以上であった企業を選出する。

[図表 8]



項目	得点
顔写真の大きさ ¹²	ページ幅に対する経営者の顔の幅の割合が 9% 以上であるとき 3 点, 7.5% 以上であるとき 2 点, 7.5% 未満であるとき 1 点, 顔写真がないとき 0 点
写真にうつる人数	写真に経営者のみがうつっているとき 3 点, 複数人うつっているとき 1 点, 顔写真がないとき 0 点
クリック数	HP のトップに経営者の写真があるとき 3 点, 1 回クリックすると経営者の写真にアクセスできるとき 2 点, 2 回以上クリックするとアクセスできるとき 1 点, 顔写真が HP 上にないとき 0 点

本スクリーニングにおいて、37 社から経営者の自信がさらに高い 16 社を選出した。この 16 社を最終ポートフォリオ構成銘柄（日本企業）とする。

3. アジア 300 対象企業のスクリーニング

次に、アジア 300 対象企業のスクリーニングを行う。分析において、対象企業の上場している全 12 市場における上場全社 17,475 企業のデータが必要であったが、先述のように、弊学の Bloomberg との契約上、全社分取得するのが困難であった。そこで、代替案として各市場要求精度 95% でランダムサンプリングを行い、抽出された企業のデータを全社データの標本値として扱うこととした。また、産業ごとの分析については、同様の理由で正確な分析に適う十分なデータを確保することが難しいため、市場ごとの分析に留めている。日本企業のスクリーニングと比較して分析の精度の低下は否めず苦渋の決断であったが、今年から新たに対象銘柄となった日経アジア 300 についてもできる限りの分析を行いポートフォリオに組み込みたいという、チームの総意でこのような判断を下したという経緯についてご理解頂きたい。

1. 第 1 スクリーニング ～CONFIDENT COMPANY～

1-1. 企業の自信の測定

9 ページの図表 1 に従いスクリーニングを行なった。ただし、先述のように業界との比較を行う部分においては上場株式市場ごとに分析を行なっている。予想利益には、経常利益の代わりに EPS を用いた。

日本企業と同様に、合計点が 4 点以上の企業を選出する。本スクリーニングにおいて、企業の自信が高いと考えられる 92 社が選出された。

1-2. 自信の問題点の解消

1-2(A) 統括的リスク管理 (ERM)

11 ページの図表 2 に従い、ERMI を使用してスクリーニングを行なった。ただし、従業員数、訴訟利益(損失)、監査に関するデータを広く集めることが不可能であったため、(4)式を以下の(9)式により代替した。各指標は日本企業で用いたものと同様である。

$$ERMI = Strategy_1 + Strategy_2 + Operation_1 + Reporting_2 \quad (9)$$

¹² 企業の公式ホームページの代表者あいさつに該当するページにおける経営者の写真について、ページ幅に対する、顔の幅の最も長い部分の長さの割合を算出した。

日本企業と同様に、ERMI が上位 40%の企業を選出した。本スクリーニングにおいて、統括的リスク管理の実現度合いの高い 59 社が選出された。

1-2(B) リスク情報・バッドニュースの認識（会計保守主義）

12 ページの図表 3~5 に従い、C_Score を使用してスクリーニングを行なった。ただし、先述のように業界との比較を行う部分においては、上場株式市場ごとに分析を行なっている。

日本企業と同様に、推定された C_Score が上位 40%の企業を選出した。本スクリーニングにおいて、会計保守主義の度合いの高い 18 社が選出された。

1-2(C) 不適切な意思決定防止のためのモニタリング（株式所有構造）

14 ページの図表 6 の 5 つの指標のうち、機関投資家持株比率以外のデータを広く取得することが困難であったため、機関投資家持ち株比率が上位 40%の企業を取引所ごとに推定し、15 社を選出した。

2. 第 2 スクリーニング ～CONFIDENT CEO～

日本以外の対象国では、企業ホームページに代表者あいさつに該当するページを設けていないことが多く、どの企業にとっても同様に測定対象とする顔写真を規定することができなかったため、アジア 300 対象企業については外的アプローチを行わず、2-1 の内的アプローチを最終スクリーニングとした。

2-1 内的アプローチ

15 ページの図表 7 に従い合計点を算出し、取引所ごとに得点が最も高い企業を選出した¹³。4 社を最終ポートフォリオ構成企業とする。

取引所ごとのサンプル数の推移は図表 9 の通りである。

[図表 9]

取引所	上場社数	ランダム サンプル	対象企業	1-1	1-2(A)	1-2(B)	1-2(C)	2-1(最終)
香港	2,489	333	52	23	16	0	0	0
深セン	2,293	330	6	0	0	0	0	0
上海	1,682	313	8	3	0	0	0	0
台湾	1,072	283	36	15	13	8	7	1
韓国	1,433	304	38	12	7	3	3	1
インドネシア	696	248	21	2	2	2	0	0
マレーシア	958	275	18	2	0	0	0	0
フィリピン	265	158	19	9	6	4	4	1
シンガポール	722	251	19	8	2	0	0	0
タイ	807	261	20	6	5	0	0	0
ホーチミン	379	192	4	1	1	1	1	1
ボンベイ	4,679	356	41	11	7	0	0	0
計	17,475	3,304	282	92	59	18	15	4

¹³ 企業 HP に記載の経営者のプロフィールと Bloomberg を参照し、データを取得した。

IV. ポートフォリオの決定・銘柄紹介

スクリーニングにより、日本企業 16 社、アジア 300 対象企業 4 社の計 20 社が選出された（図表 10）。

[図表 10]

コード	企業名	コード	企業名	コード	企業名	コード	企業名
1808	長谷工コーポレーション	1961	三機工業	2384	S B S HD	2734	サーラコーポレーション
3099	三越伊勢丹 HD	3289	東急不動産 HD	3401	帝人	4204	積水化学工業
6138	ダイジェット工業	6367	ダイキン工業	6504	富士電機	7203	トヨタ自動車
7516	コーナン商事	8267	イオン	9202	A N A HD	9984	ソフトバンクグループ
AC/PL	アヤマ・コーポレーション	VNM/HO	ベトナム・デリー・プロダクツ	4938/TW	和碩聯合科技	34730/KO	S K

ポートフォリオの構成にあたり、日本企業と海外企業で同様にスクリーニングができなかったこと、国ごとの違いを一律に評価しがたいことから、500 万円のうち 400 万円を日本企業、100 万円を海外企業に割り当て、日本企業には図表 11 により算出した得点の比により配分し、海外企業には均等配分を行なった。

[図表 11]

項目	スクリーニング		得点換算	配点	
企業の自信の測定	1-1	Confident Score	7 点満点→30 点満点に換算	30 点	30 点
自信の問題点の解消	1-2(A)	ERM	全企業の ERM の順位を十分位に区切り, 1～10 点で点数化	10 点	30 点
	1-2(B)	会計保守主義	全企業の C_Score の順位を十分位に区切り, 1～10 点で点数化	10 点	
	1-2(C)	株式所有構造	14 点満点→10 点満点に換算	10 点	
経営者の自信	2-1	経営者の属性	18 点満点→15 点満点に換算	15 点	30 点
	2-2	自己表現の度合い	9 点満点→15 点満点に換算	15 点	

このポートフォリオは、背景・投資テーマの決定で述べたように、未来を予測し、積極的かつ迅速に投資や事業の決定を行い、その決定が適切なものであるという特徴を持つ。したがって、図表 12 では、銘柄、配分の紹介とともに、上記の特徴を確認するための財務分析の結果も掲載する。未来の予測については①**予想利益誤差率**¹⁴、積極的かつ迅速な投資や事業の決定については②**投資キャッシュフロー**、適切な投資・事業の決定については、投資が収益を生んでいるかという視点から③**ROIC**¹⁵、それが持続的な成長をもたらしているかという視点から④**5 年平均増益率**¹⁶を用いる¹⁷。該当企業の各指標の値を赤、業種平均（アジア 300 対象企業は各証券取引所の平均）を青の棒グラフで示している。①予想利益誤差率は、正確な予測ができている場合小さい値をとるため、ここでは平均より小さいことが望ましい。②投資キャッシュフロー、③ROIC、④5 年平均増益率はいずれも平均より大きいことが望ましい。図表 12 では本ポートフォリオの特徴を踏まえ、各指標が平均より望ましい値をとっている場合、そのグラフの背景に色をつけている。

¹⁴ 日本企業は経常利益、アジア 300 対象企業は EPS を用いる。経営者予想値と実績値の誤差を経営者予想値で除したものの絶対値をとる。

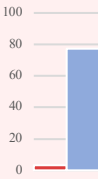
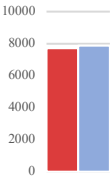
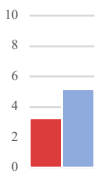
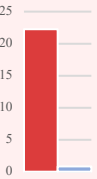
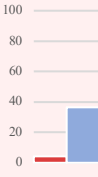
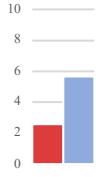
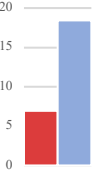
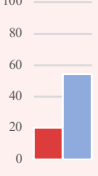
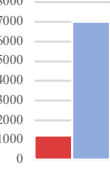
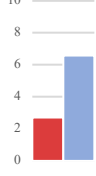
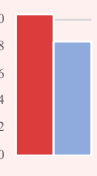
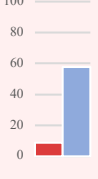
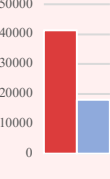
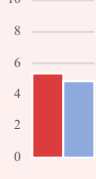
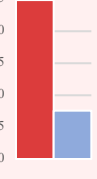
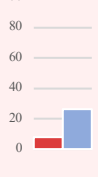
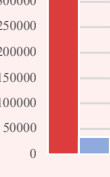
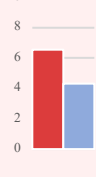
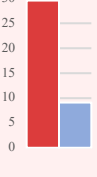
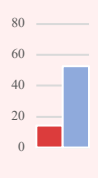
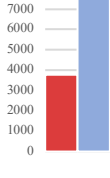
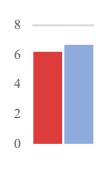
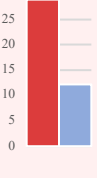
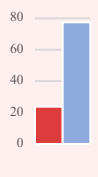
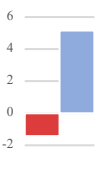
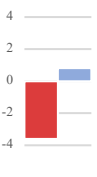
¹⁵ 税引後営業利益を投下資本で除したものの。企業が投下資本を使ってどれだけ効率的に利益に結びつけているかを表す。

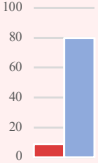
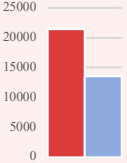
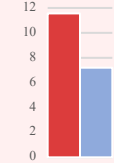
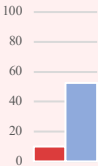
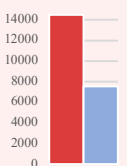
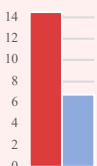
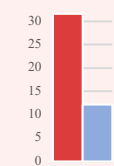
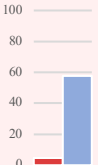
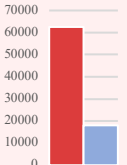
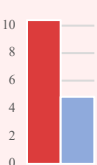
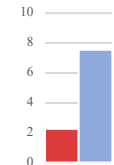
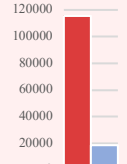
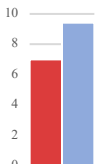
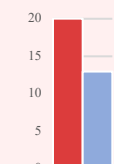
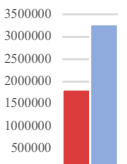
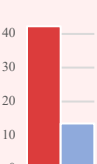
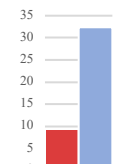
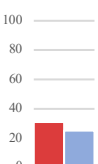
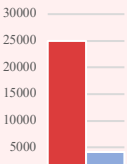
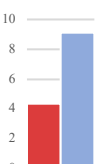
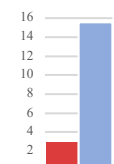
¹⁶ 日本企業は経常利益、アジア 300 対象企業は EPS を用いる。

¹⁷ データの欠損により測定できなかった指標については斜線で示している。

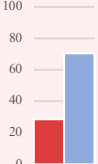
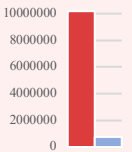
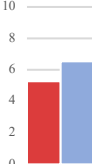
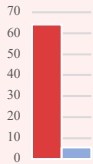
[図表 12]

コード	企業名	業種	予想誤差率	投資 CF	ROIC	増益率
得点	購入金額	比率	(%)	(百万円)	(%)	(%)
8267	イオン	小売				
70.12 点	¥255,643	5.58%				
流通・小売を中心に行う企業。店舗の統廃合に際して多額の設備投資を行うとともに、「デジタルシフト」に向けた EC や物流機能の強化のため、積極的な投資を行っている。						
6367	ダイキン工業	機械				
67.95 点	¥247,744	5.40%				
エアコン世界首位の機器・部品メーカー。空調・化学・フィルタ事業を展開する。昨今、オーストリア冷凍冷蔵ショーケースメーカーの AHT 社を買収するなど、海外進出に積極的						
2384	S B Sホールディングス	運輸・物流				
67.95 点	¥247,744	5.40%				
3PL を中心に手掛ける総合物流企業。積極的な M&A を展開し、海外進出と事業幅の拡大を同時に進める。売上高は直近 10 年間で約 2 倍と急成長を続けている。						
9984	ソフトバンクグループ	情報通信				
67.26 点	¥245,226	5.35%				
電気通信やインターネットを中心に扱う企業。Yahoo 買収やビジョンファンド事業など積極的な投資が特徴的であり、情報革命の加速に邁進している。						
7516	コーナン商事	小売				
66.33 点	¥241,841	5.28%				
ホームセンター大手。PB 商品や自社物流網を強みとする。販売力の強化や地域拡大を狙い M&A を展開する。2025 年にはベトナムに 30 店舗を目指すなど海外進出にも意欲的である。						
7203	トヨタ自動車	自動車他				
63.45 点	¥231,338	5.05%				
国内最大手の自動車メーカー。モビリティカンパニーを目指し同業他社との合併・資本提携を急速に進めるとともに、例年 1 兆円超を研究開発に投じ次世代向け技術の開発に努める。						

コード	企業名	業種	予想誤差率	投資 CF	ROIC	増益率
得点	購入金額	比率	(%)	(百万円)	(%)	(%)
2734	サーコーポレーション	小売				
62.71 点	¥228,647	4.99%				
都市ガスや LP ガスを中心としたエネルギー事業をはじめ、住宅、インフラ整備などの総合生活関連事業を行う。今年地場住宅会社を買収し静岡県でのシェア拡大を図っている。						
3289	東急不動産ホールディングス	不動産				
62.29 点	¥227,084	4.95%				
東急不動産・東急リパブル等を傘下に持ち、街づくりを総合的に扱う企業グループ。渋谷再開発事業を積極的に進めるほか不動産管理会社や REIT の買収にも意欲的である。						
6138	ダイジェット工業	機械				
61.29 点	¥223,438	4.87%				
超硬合金・超硬工具を製造・販売する企業。欧州に販売子会社を設立するなど海外進出に積極的。なお、1954 年の創業以来 3 代に渡り会社を引き継ぎ一族経営を行っている。						
3401	帝人	素材・化学				
61.24 点	¥223,265	4.87%				
繊維を中心としたマテリアル事業と医薬品・医療機器を中心としたヘルスケア事業を手がける企業。現代表取締役社長の鈴木純氏は、CEO で数少ない博士号取得者の 1 人である。						
9202	A N Aホールディングス	運輸・物流				
60.5 点	¥220,574	4.81%				
航空輸送事業を主力とする企業グループ。ホームページに「リスクマネジメント」のページがあり、人命を預かる航空会社としてリスクへの対策に殊更注力していることが感じられる。						
1961	三機工業	建設・資材				
60.45 点	¥220,400	4.81%				
建築設備・プラント設備を通信に社会インフラを扱う企業。ここ 2 年では総合研究・研修施設の設立や搬送機器の主力生産を担う新工場の設立を行う。						
3099	三越伊勢丹ホールディングス	小売				
60.21 点	¥219,532	4.79%				
百貨店を運営する企業グループ。次期 3 年計画では従来の 7 割増の設備投資額を見込み、システム開発による顧客情報の統合化などを目指す。						

コード	企業名	業種	予想誤差率	投資 CF ¹⁸	ROIC	増益率
得点	購入金額	比率	(%)	(百万円)	(%)	(%)
6504	富士電機	電気・精密				
58.67 点	¥213,890	4.67%				
電気機器メーカー。中期経営計画では M&A 予算を前五か年計画比 66%増とするなど積極投資に舵を切る。成長を牽引するアジア市場への進出を加速する狙いがある。						
1808	長谷工コーポレーション	建設・資材				
58.55 点	¥213,455	4.66%				
マンションを中心に扱う総合建設企業。新たなことに挑戦する風土の醸成を目指しスピード感を持って商品・サービスの開発を行う。M&A による事業拡大にも意欲的である。						
4204	積水化学工業	素材・化学				
57.12 点	¥208,247	4.54%				
住宅、環境・ライフライン、高機能プラスチックを扱う樹脂加工メーカー。環境経営の方針のもと新技術の開発に積極的。「世界で最も持続可能性の高い 100 社」にも選出された。						
AC/PL	アヤラ・コーポレーション	複合企業				
	¥229,189	5.00%				
不動産、IT、インフラなどを多角的に手がける、フィリピンを代表する複合企業。海外展開を進める水道事業などが好調であり、2018 年度売上高は前年比 15%増となった。						
VNM/HO	ベトナム・デリー・プロダクツ	食品				
	¥229,189	5.00%				
食品・乳製品メーカー。カンボジアの合併会社アンコールミルクの完全子会社化をはじめ海外展開を進める。なお現 CEO はレニングラード金融大学で MBA を取得している。						
4938/TW	和碩聯合科技(ペガトロン)	情報機器				
	¥229,189	5.00%				
台湾の電子機器受託生産大手。米中貿易摩擦を避けるため生産拠点の海外移転にいち早く動き、インドネシア工場からの輸出やインド工場の設立を進めている。						

¹⁸ アヤラ・コーポレーションはフィリピン・ペソ(PHP)、ベトナム・デリー・プロダクツはベトナム・ドン(VND)、和碩聯合科技はニュー台湾ドル(TWD)を単位とする。

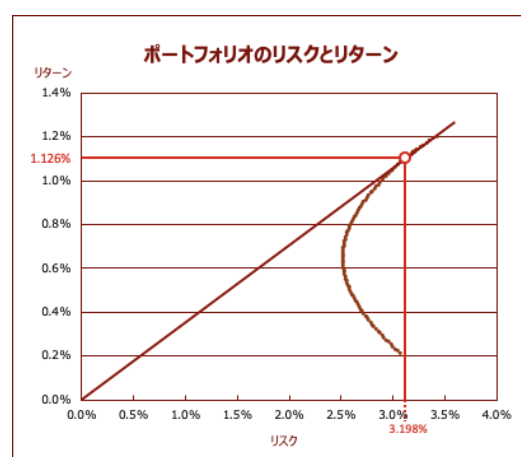
コード	企業名	業種	予想誤差率	投資 CF	ROIC	増益率
得点	購入金額	比率	(%)	(KRW)	(%)	(%)
34730/KO	S K	情報				
	¥229,189	5.00%				
通信と石油精製事業を中心とする韓国四大財閥企業の一つ。今年はベトナム複合企業最大手のビンググループへ出資し、弱かったベトナム事業を強化し、同社の成長を取り込む。						

①の予想誤差率は 18 社、②の投資キャッシュフローは 15 社、③の ROIC は 10 社、④の 5 年平均増益率は 13 社が業種平均（アジア 300 対象企業は上場証券取引所の平均）より望ましい値であった。したがって、本ポートフォリオの構成銘柄は、Confident Company の特徴である未来の予測、積極的な投資、自信に伴う弊害の解消ができ、効果的な意思決定ができていない企業であると言えるだろう。

最適ポートフォリオの計算

一般的に投資比率を決定するうえでは、平均と分散に基づき最適ポートフォリオを組むのが適切である。私たちも、日本企業について過去 5 年の月次投資収益率をもとに期待投資収益率・投資収益率の分散を計算し、ポートフォリオの効率的フロンティアを作成した。効率的フロンティアとは、分散投資を実施したときに実現するポートフォリオの中で、あるリスクの水準で最大のリターンを獲得できるポートフォリオの集合のことである。効率的フロンティアは図表 13 のように弧を描き、そのなかでリスクに対し最も多くの超過リターンを獲得できる点は、無リスク資産¹⁹から効率的フロンティアに接する直線を引いたとき接点となる点である。私たちの選出した企業（日本企業）で上記のように配分すると、ポートフォリオにおける各企業の構成比率は図表 14 のようになる。

[図表 13]



[図表 14]

企業名	構成比率	企業名	構成比率
コーナン商事	33.2%	帝人	15.2%
トヨタ自動車	13.8%	SBS HD	13.2%
サーラコーポレーション	11.2%	富士電機	9.5%
東急不動産 HD	3.91%	ダイジェット工業	0.0%
積水化学工業	0.0%	ダイキン工業	0.0%
三機工業	0.0%	長谷工コーポレーション	0.0%
イオン	0.0%	ANA HD	0.0%
ソフトバンクグループ	0.0%	三越伊勢丹 HD	0.0%

しかし、私たちの目的は、短期的利益を追求するポートフォリオを組むことではなく、自信を持ち長期的な成長が期待できる企業を選定することであり、また実際上の問題として、最適ポートフォリオにおいて保有比率が 0 となる銘柄が出てしまうことから、上述のとおり得点付けに応じたポートフォリオを使用する。

¹⁹ ここで用いられる無リスク資産では、わが国の 10 年国債が想定されることが多い。現在の国債利回りを月率換算した場合、ゼロに近似できることからリスク、リターンともに 0%であると仮定している。

V. フィールドワーク

ここまで、私たちのテーマに合う企業を選出しポートフォリオを作成したが、実際に積極的な投資や迅速な意思決定、徹底したリスク管理などは達成されているのだろうか。またそれが可能であるのはどのような仕組み、理念によるのだろうか。企業によって異なる特徴はあるのだろうか。選出した企業の経営者は企業に実際に自信をもたらしているのだろうか。これらの疑問を解決すべく、私たちは最終的な投資対象となった以下の4社にインタビューを行い、フィールドワークによる調査を実施した。

東急不動産ホールディングス株式会社		
日時	12/23(月) 11:00-12:15	
場所	東急不動産ホールディングス本社	
ご担当者様	コーポレートコミュニケーション部 広報室 報道担当マネージャー 林英樹様	
訪問者	左から、太田、林様、大箸、伊藤（撮影）	

① 積極的な投資、迅速な意思決定をもたらす要因

企画開発担当から営業担当までそれぞれが現場レベルで徹底した数字管理、リスク管理を行い案件の検討をしている。そのため上の階層で意思決定にかかる時間を減らせるほか、財務部門や経営企画部門、リスクマネジメント委員会などで投資のための前向きな支援を行いやすく、結果として迅速な投資の意思決定が実現できている。

② 当社のリスク管理の特徴

リスク管理は現場レベルのものに加え、リスクマネジメント委員会が包括的に行っている。委員会での管理状況は統括部長クラスに適宜フィードバックされる。社内風土として、悪い情報（重要度の高い情報）は良い情報（重要度の低い情報）より優先して下から上に伝達するようにしている。優先順位をつけたリスク情報の伝達により、社内に流通する情報量が制限され、重要な情報にフォーカスしやすい環境が作られている。

③ 経営者と企業の自信

若手も含めた全ての社員と距離が近く、社員を信頼し、1人1人の裁量権を大きくしている。社員の意思を尊重し、社員は自ら経験を積む中で自信をつけることができる。

SBS ホールディングス株式会社		
日時	12/26(木) 16:00-17:00	
場所	SBS ホールディングス本社	
ご担当者様	取締役 常務執行役員 泰地正人様 I R・広報部 南輝子様	
訪問者	左から、泰地様、大箸、松田、南様	

① 積極的な投資、迅速な意思決定をもたらす要因

物流業は一定規模がないと成長できないという危機感のもと、積極的な M & A を展開し事業を拡大してきた。「失敗を恐れずチャレンジする」という社長の考え方が社内全体に浸透していることが積極的な投資の決定を可能にしている。

② 当社のリスク管理の特徴

全社リスク会議には各社から人員が招集され、グループ全体でリスクを共有できる仕組みが整えられている。グループ各社の主体性を生かし、各社独自の取組の中で効果が認められた施策を、S B S グループ全体に展開することもある。

(機関投資家とはリクエストに応じて常に対話を行なっている。個人投資家に対してもネットを含めて情報発信を強化し、機関投資家と同量同質の情報を行き渡らせるよう取り組みを始めた。)

③ 経営者と企業の自信

オーナー社長の影響力は大きいですが、一方でフランクに周囲の意見を聞く柔軟性を持ち合わせている。社長の自信が人に伝わり企業全体の成長に繋がっていることが感じられる。

積水化学工業株式会社		
日時	12/26(木) 16:30-17:30	
場所	積水化学工業株式会社本社	
ご担当者様	経営戦略部 IR グループ長 岡野剛様	
訪問者	左から、伊藤、岡野様、太田	

① 積極的な投資、迅速な意思決定をもたらす要因

顧客との接点を持つ営業マンの情報や技術シーズの情報を基に各カンパニーの企画部門が注力すべき事業・分野を設定することが、同社の迅速かつ効率的な投資を可能にしている。また、M & A に使途を限定した予算枠を設けるなど、成長事業への進出や事業拡大を積極的に実施することを会社の方針として掲げることができている。

② 当社のリスク管理の特徴

企業の不正防止・コンプライアンス遵守に関しては法務機能を拡充し、海外の地域統括会社に法務を担う従業員を着任させることで、海外子会社に対してガバナンスを効かせている。また、企業のリスクマネジメントに対しては、各カンパニーから独立したリスクマネジメント専門の部局を設け、重要リスクの特定・発生防止につとめている。企業買収などの案件に対しては、投資リスクの検証について起案した部局の属するカンパニーの執行役員会で審議されたのち、全社の取締役会においても重ねて審議が行われ決議されている。

③ 経営者と企業の自信

経営者は企業風土である誠実さ・実直さを最も体現した人物である。社長は ESG を中心に据えた現経営方針を主導するなど、企業の進むべき方向性を定めるという自身の役割をつよく意識し会社を牽引する姿勢を示している。また、各事業所を訪問し、積極的に従業員と経営ビジョンについて対話を行う姿から会社の象徴としての自信がみられる。

トヨタ自動車株式会社

日時	12/27(金) 15:00-17:00	場所	東京大学 本郷キャンパス ライブラリープラザ
ご担当者様	匿名	訪問者	伊藤, 太田, 大簀, 松田

① 積極的な投資, 迅速な意思決定をもたらす要因

2019 年には執行役員の数を半減以下にし, 上層での意思決定にかかる時間を短縮した。同時に権限の委譲や形式的な意思決定手順の省略化 (例えば電話やメールでの意思決定の承認など) も進め, 迅速な意思決定を可能にしている。

② 当社のリスク管理の特徴

意思決定の基準を主体や目的, 段階, 手段などあらゆる場合に分けて決めることで, リスク管理の責任の所在を明確にしている。特に重要な意思決定においては, 集約された多くの情報に基づいて経営陣が許可・不許可の判断をする。また, 定期的な取締役会や経営会議にて, 現場から吸い上げた課題の認識の共有や対応策の検討を継続的に行っている。

③ 経営者と企業の自信

社長は就任 10 年目を迎えている。社長職の中で培われた豊富な知識と経験から, 外部環境の変化への対応に先陣を切って取り組むなど自信を見せている。また, 社長の発言の影響力は大きく, 不確実な意思決定の後押しや組織体制の変化などに貢献している。

訪問した 4 社において, それぞれに積極的な投資や迅速な意思決定, そして適切なリスク管理をもたらすような特徴的な組織構造や情報の伝達方法が備わっていた。また, 経営者のタイプは多様であったが, 自ら積極的に働きかけて従業員に自信をもたらし, 企業全体を活気づけている点は共通しているように思われた。フィールドワークを通して, 改めて私たちがテーマとして選定した「自信」が企業に対し好影響を与え, 企業価値の向上につながるという確信を得られた。

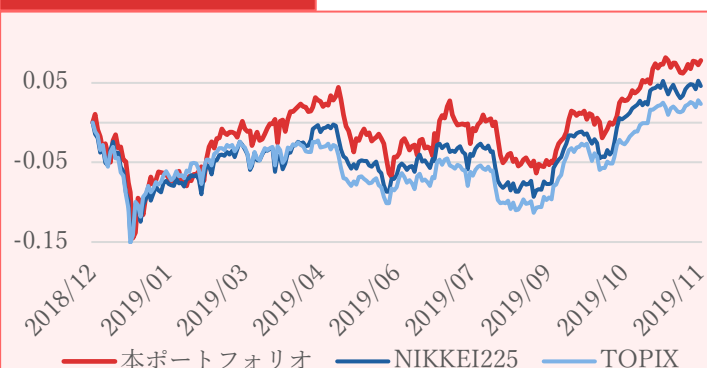
VI. ポートフォリオ分析

私たちはスクリーニングにより, 20 社のポートフォリオを構成した。もしスクリーニングが正しいものであるならば, 選出された企業群は「自信」をもち, 積極的に投資活動などを行うことで, 企業価値向上に努めているはずであるから, 当然このポートフォリオの投資パフォーマンスは高くなっていると考えられる。

まず, 2018 年 12 月初～2019 年 11 月末の 1 年間の株価をもとに, 1 年間ポートフォリオを保持した際の累積リターンを計算した。

結果は図表 15 のようになり, 同額を TOPIX, NIKKEI225 にそれぞれ投資した場合と比べ大きなリターンを獲得していることがわかる。過去のデータに従えば, このポートフォリオを保有した場合, より大きなリターンを得ることができると言える。

【図表 15】累積リターン比較



次に, このポートフォリオのリスクとリターンについて様々な視点から分析を行なった。具体的には, ①日率期待リターン, ②リスク, ③シャープレシオ, ④ソルティノレシオ, ⑤VaR(Value at Risk)を算出した。図表 16 は, その結果を TOPIX, NIKKEI225 について同様に計算した場合と比較してまとめたものである。

[図表 16]

	本ポートフォリオ ²⁰	TOPIX	NIKKEI225
日率期待リターン ²¹	0.0475%	0.0274%	0.0371%
リスク	1.28%	1.23%	1.17%
シャープレシオ	0.00975	0.00957	0.00918
ソルティノレシオ	0.0487	0.0388	0.0299
最大損失割合(VaR)	-7.80%	-7.31%	-7.37%

以下に各指標の説明と考察を行う。

① 日率期待リターン

12月15日から過去5年の日率リターンの平均値を用いる。

図表16によれば、期待リターンはTOPIX、NIKKEI225を上回っている。これは「自信」をもった企業が業績を上げ、かつ市場から評価されていることの表れだと考えられる。

② リスク

12月15日から過去5年の日率リターンの標準偏差を用いる。

図表16によれば、リスクはTOPIX、NIKKEI225よりも大きい。

③ シャープレシオ

①と②を見ると、高いリターンの一方リスクも大きいことがわかる。両者を比較したとき、投資に値するかを判断するために、シャープレシオを用いる。シャープレシオは、投資リスクに対して適正なリターンを得られるかを確認するための指標であり、図表17の式で算出される。リターンは①の日率期待リターンを用いる。

[図表 17] シャープレシオ

$$\frac{\text{リスクプレミアム}}{\text{リスク}} = \frac{(\text{平均リターン} - \text{リスクフリーレート}^{22})}{\text{リターンの標準偏差}}$$

図表16によれば、シャープレシオはTOPIX、NIKKEI225と比べて高い。上述のようにリスクは高いが、それを上回るリターンを得られることがわかる。

④ ソルティノレシオ

シャープレシオはプラスの変動もリスクとして捉えてしまうが、投資家はマイナスのリターンを得ることをリスクと捉えるため、必ずしも最適な指標とはいえない。そこで、マイナスの変動のみをリスクと捉えたソルティノレシオも用いる。ソルティノレシオは図表18の式に従って算出される。リターンは①の日率期待リターンを用いる。

²⁰ 日本企業16社のみのデータを使用している。これは、海外企業について取得できるデータに限りがあり、一定の精度を保った分析が行えないと判断したためである。

²¹ TOPIX, NIKKEI225についてはBloombergからのデータを取得した。

²² リスクフリーレートとしては、10年国債利回りを用いることが通常だが、12月15日時点の国債利回りを年率換算した場合ほぼゼロとみなせることから、ここではリターンをゼロとして計算している。

[図表 18] ソルティノレシオ

$$\frac{\text{リスクプレミアム}}{\text{下方リスク}} = \frac{(\text{平均リターン} - \text{リスクフリーレート})}{\text{負のリターンの標準偏差}}$$

図表 16 によれば、ソルティノレシオはシャープレシオと比較してより大きく TOPIX, NIKKEI22 を上回っている。これは、リスクの中でも下方リスクは小さく、考慮すべきリスクに対してより高いリターンを期待できることを示している。

⑤ VaR (Value at Risk)

このポートフォリオを実際に保有した場合どの程度安定性があるかを測るため、VaR (Value at risk) という指標を用いる。これは、株価はランダムウォークし、過去の株価は標準正規分布に従うと仮定し、一定期間保有した場合被る最大損失額を示すものである。ここでは、直近 1 年間の日次株価データをもとに、実際に投資した場合、1%の確率で 10 日間に被る最大損失割合を算出した。

図表 16 によれば、若干 TOPIX, NIKKEI225 を下回ってしまった。これは、本ポートフォリオを構成する、自信をもった企業はメディアからの注目を集め、良いニュース、悪いニュースともに報じられやすいために、短期的に値動きしやすいからだと考えられる。

本ポートフォリオは、短期的な変動幅は大きいものの、長期的に見ると下方リスクは小さく、リターンの各指標は比較対象を超えている。短期的な値動きに左右されず、投資先企業のもつ「自信」を信頼できれば、高いリターンを得ることができだろう。

VII. 日経 STOCK リーグを通して学んだこと

6 ヶ月間に渡るストックリーグへの取り組みに当たって、私たちはいくつもの困難に直面し、そこから多くの学びを得ることができた。

最初の困難はテーマ設定であった。私たちは 5 月にストックリーグに取り組み始めたが、最初こそ自由に色々と案を出せたものの「投資家として実際に投資したいと思えるか」「社会の発展に貢献し得るテーマか」「私たちのゼミのテーマである実証会計を生かせるか」「過去受賞作と類似していないか」「そもそも本当に“面白い”テーマか」など、考えなければいけないことは尽きず、幾度となく顔を突き合わせて話し合いに話し合いを重ね、テーマ設定のアイデアになりそうな本、雑誌、新聞や論文を読み漁った。それでもゼミで発表するたびに先輩・先生方から厳しくも的確なコメントを頂き、また最初から考え直すということを繰り返した。終わりが見えず何度も挫けそうになったが、その中でようやく皆が納得できると辿り着いたのが今回の「Confident Company」である。「テーマ設定が論文を書く上で一番大切だ」と根気強く励まして下さった首藤先生のお言葉を信じ、ギリギリまで知恵を絞ったことは、振り返ると良い経験であった。

2 つ目の大きな山はスクリーニングであった。海外企業のデータ収集は初めての試みで、例年に増してデータ量は膨大になり、重くなったパソコンと日夜格闘した。また、私たちの中には元々 R や Stata に長けたメンバーはおらず一から学ぶ必要があったが、先輩方や先生にも助けられ、回帰を回せるレベルにまで成長できた。テーマを設定しスクリーニングの流れを決めた段階では正直「机上の空論」のような感覚だった数々の分析をなんとかやり遂げたことはかなり大きな学びとなった。

言語化することの難しさもまた、今回学んだことの一つである。テーマ設定に懸ける想いを始め、かけた時間の分だけ沢山の伝えたいことがあり、その全てを限られた字数でわかりやすく「言語化する」ことがいかに難しいかを痛感した。特に、今回私たちは首藤ゼミとしては初めての企業訪問をすることになり、企業の方々に自分たちの熱意を伝える時、テーマに合った質問内容を吟味する時、お聞きした貴重なお話を紙面に落とし込む時、僅かなニュアンスの違いにも気を配って文章と向き合ってきた。そうした経験もまた、ストックリーグがなければ得られなかったものであったと感じる。

上記に留まらず、ストックリーグを通じて私たちは記すに足りないほど多くの学びを得ることができた。昼夜頭を絞り、話し合い、学習を重ねることで、思考力やチームワーク、ディスカッション力といった知識以外の面も含めて大きく成長できたと実感している。この経験は、眼前に待ち受ける卒業論文の執筆に間違いなく役に立つだろう。それだけでなく、より先の未来にも繋がっていくと思う。チームのメンバーはこれから就職活動をする者、資格試験を志す者とそれぞれの道を行く。しかし、4人皆にとって、ストックリーグを通じて学んだこと、半年間ストックリーグに全力で打ち込んだ経験は、今後生きていくことを確信している。

VIII. 終わりに

経済学者マーシャルの言葉に「Cool Head, but Warm Heart. (冷静な頭脳を持つ一方で、温かい心を持つ)」というものがある。これは、「学問を究めるにしても、仕事を極めるにしても、冷静な頭脳は欠かせない。しかしそれ以上に必要なものが、人間性である。」という意味である。企業経営にあたり、冷静に、合理的に判断を下すことは当然重要である。しかし、冷静であるだけでなく、合理的であるだけでなく、人間味のある「自信」という推進力を持った企業こそ、未来を変え、勝ち続ける力を持っているのではないだろうか。

「Confident Company」への投資は、表層的に解釈すれば、傲慢な経営者および企業を買うというイメージに取られかねない。実際にそれは大きな懸念点であった。しかし、ただ自信に着目するだけではなく、自信によって引き起こされうる弊害の解消まで加味して企業を選出したことが、このポートフォリオの強みであり、そのようにして自信を企業価値向上につなげている企業こそ、私たちが意図する「Confident Company」の姿である。自信の両面性から目を逸らすことなく、自信の特性を存分に生かし切った企業を選出することができたと自負している。

この投資戦略が、迅速な意思決定と積極投資を行なう企業の成長を促し、新しい投資のかたちとなり、それにより自信を企業価値向上につなげる企業が増えれば、さらに多くの企業が成長できる。そしてその「Confident Company」が日本やアジアの経済を牽引し、未来を切り拓いてくれるのではないかと、大いに期待している。

最後に、このレポートは、一番近くで多くの助言を下さった4年生の先輩方、いつ研究室を訪ねても親切に相談に乗って下さった大学院の先輩方、そして筆の遅い私たちを最後まで見捨てずに熱心にかつ丁寧にご指導下さった首藤先生のお力添えがなければ完成し得ないものでした。この場を借りて御礼申し上げます。また、訪問やインタビューに応じて下さった企業の皆様、日経ストックリーグを開催して下さった日本経済新聞社様、野村ホールディングス様に厚く感謝申し上げます。

参考文献

- Altman, E. I. (1968). American Finance Association Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance* (Vol. 23).
- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24. 3-37.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 269-309.
- Ben-David, I., Graham, J. R., Harvey, C. R., Bettman, J., Boone, A., Constantinides, G., ... Thaler, R. (2007). *NBER WORKING PAPER SERIES MANAGERIAL OVERCONFIDENCE AND CORPORATE POLICIES*
- Ben-David, I., Graham, J., Harvey, C., 2013. Managerial Miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics* 128(4):1547-1584.
- Bernardo, A. E., & Welch, I. (2001). On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs. *Journal of Economics & Management Strategy*, 10(3), 301-330.
- Chambers, J. R., & Windschitl, P. D. (2004, September). Biases in social comparative judgments: The role of nonmotivated factors in above-average and comparative-optimism effects. *Psychological Bulletin*, Vol. 130, pp. 813-838.
- Chen, G., Crossland, C., & Luo, S. (2015). Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback. *Strategic Management Journal*, 36(10), 1513-1535.
- Chung, R., Ho, S., & Kim, J. B. (2004). Ownership structure and the pricing of discretionary accruals in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 12(3), 1-20.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2002). The positive role of overconfidence and optimism in investment policy. *The Rodney L. White Center for Financial Research*, 15(2), 1-47.
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301-327.
- Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, 24(3), 411-435.
- Holderness, C. G. (2005). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *SSRN Electronic Journal*, (April), 51-64.
- Hsu, C., Novoselov, K. E., & Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence? *Accounting Review*, 92(6), 77-101.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Judd, J. S., Olsen, K. J., & Stekelberg, J. (2017). How do auditors respond to CEO narcissism? Evidence from external audit fees. *Accounting Horizons*, 31(4), 33-52.

- Khan, M., & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 132-150.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Lin, Y. H., Hu, S. Y., & Chen, M. S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). American Finance Association Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate. In *Source: The Journal of Finance*, 66(5):1687-1733.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(C).
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. C. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329.
- The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO). 2004. Enterprise Risk Management-Integrated Framework Executive Summary.
- Weinstein, N. D., & Klein, W. M. (1996). Unrealistic optimism: Present and future. *Journal of Social and Clinical Psychology*, 15(1), 1-8.
- William J. Wales, Vinit Parida, & Patel, P. C. (2013). Owners on Both Sides of the Deal: Mergers and Acquisitions and Overlapping Institutional Ownership. *Strategic Management Journal*, 894(June 2006), 12.
- 大橋良生(2017)「会社機関の特徴と会計上の保守主義」『青森公立大学論纂』第3巻1号,3-16頁。
- 手嶋宣之(2004)『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』白桃書房
- 宮島英昭・原村健二・江南喜成(2003)「戦後日本企業の株式所有構造—安定株主の形成と解消—」『財務省財務総合研究所フィナンシャルレビュー』第68号, 203-236頁。
- ファミリービジネス白書企画編集委員会(2018)『ファミリービジネス白書 2018年度版 —100年経営とガバナンス—』白桃書房。
- 張燕(2014)『ジャック・マー アリババの経営哲学』ディスカヴァー・トゥエンティワン。
- 東洋経済新報社(2019)『役員四季報 2020年度版』。
- トヨタ自動車 75年史 (<https://www.toyota.co.jp/jpn/company/history/75years/index.html>)
- トヨタ自動車コーポレートサイト (https://global.toyota/jp/?padid=tjptop_menu_global.toyota)