

# Fair Growing Competition



応募区分：大学 チーム ID：SL2002290

チーム名：青い山脈

学校名/学部：東京大学 経済学部 学年：3年

メンバー：清水 美紗(リーダー)・小菊 聡一郎

藤澤 遥・梶田 祐太郎

指導教員：首藤 昭信 准教授

## 基礎学習

- 1 私たちの生活に必要な財やサービスを（[1] 生産 ）し、（[2] 流通 ）させ、（[3] 消費 ）することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる（[4] 私的財 ）と、政府が税金等を使って提供する（[5] 公共財 ）とがある。
- 2 経済活動を行う主な主体には、消費の主体である（[6] 消費者（家計））、生産・流通の主体である（[7] 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（[8] 政府（国・地方公共団体））がある。
- 3 成年年齢の引き下げに関する次の説明文のうち、誤っているものは？（[9] b ）
- a. 成年年齢の18歳への引き下げに先立って、選挙権年齢の引き下げが行われた。
  - b. 成年年齢の引き下げに伴い、飲酒や喫煙、競馬などの公営競技に関する年齢制限も引き下げられた。
  - 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は、いったん結んだ契約を取り消すことができる「未成年取消権」の行使はできなくなる。
- 4 日本の人口の年齢構成の推移を見ると、総人口に占める65歳以上人口の割合を示す（[10] 高齢化率 ）は上昇傾向にあり、2000年の17.4%から2018年には（[11] 28.1 ）%まで増加している。
- 5 日本では、「働き方改革関連法」が成立し、2020年4月から、同じ企業・団体に働く正規雇用労働者と非正規雇用労働者（有期雇用労働者、派遣労働者等）の間で不合理な待遇差を設けることを禁止する（[12] 「同一労働同一賃金」 ）の導入が進められている。
- 6 「仮想空間と現実空間を高度に融合させたシステムによって経済発展と社会的課題の解決を両立する社会」として注目されている未来社会（[13] Society 5.0 ）を実現するための主な中核技術に、「IoT(internet of Things)」と（[14] AI（人工知能） ）がある。
- 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？（[15] d ）
- a. 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。
  - b. 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。
  - c. 「環太平洋経済連携協定（TPP）」は、アメリカの離脱により各国の署名が遅れている。
  - d. 近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。
- 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
8. 働きがいも経済成長も	私たちのレポートでは、従業員などを搾取することなく競争で成長できるかどうか、財務諸表を用いて測定している。
12. つくる責任 つかう責任	企業がサプライヤーに対して無理な要求をしていないかに着目して、サプライヤーとの協働による持続可能な生産パターンを構築できているか調査を行なった。
17. パートナーシップで目標を達成しよう	「企業がイノベーションで価値を生み出す過程」としてアライアンスに着目している。

9 「ESG投資」で重視する3つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？

( [16] b )

- a. 環境 — 科学 — 成長
- b. 環境 — 社会 — 企業統治
- c. 効率 — 公正 — 企業統治

10 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？ ( [17] a )

- a. 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。
- 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。
- c. 実質GDPとは、名目GDPから物価の変動による影響を差し引いたものである。
- d. 2019年(暦年)の日本のGDPの額は、名目GDPが実質GDPを上回っている。

11 株式投資のリスクを少なくする方法には、( [18] 投資先 ) を分散させることや、投資する( [19] 時間 ) を分散することなどがある。

12 「投資信託(ファンド)」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ ( [20] c )

- a. 投資信託は、分散投資の考え方から生まれた金融商品の一つである。
- b. 投資信託では、多くの投資家から集めた資金をまとめて運用している。
- c. 投資信託では、それぞれの投資家からの要望を受けて投資先の選定を行っている。
- d. 投資信託は、元本が保証されている金融商品ではない。

13 次のうち、現在の企業価値(株価)が割高か割安かを判断するための指標は？

( [21] d )

- a. ROE
- b. 自己資本比率
- c. 純利益
- d. PER

14 「日経アジア300」は、アジアの11の国・地域を対象に、( [22] 時価総額 ), ( [23] 成長性 ) などを基準に選定した約300社の有力企業で構成されている。

## 要旨

市場に様々な製品やサービスが溢れかえっている今日において、企業は自社の製品・サービスによって利益をあげるために様々な競争戦略をとる。企業がどうやって自社の競争相手を認識し、競争を生き残っていくためにどのような戦略をとるかということは、学術的にも実務的にも様々な文脈で語られてきた。しかし、競争環境の中で企業が「どのように利益をあげているか」に着目するだけで十分なのだろうか。企業を取り巻く環境が目まぐるしい勢いで変化している今日において、企業が向き合うべき競争の形も変化している。それと同時に、私たちがこれまで考えていたものとは異なった形で、気づかぬうちに競争がもたらす負の影響を受けている可能性があるのではないだろうか。

本稿では、競争というテーマの二面性に着目して企業を評価する。具体的には、第1に、企業が競争に参加しているか(Competition)及び競争の中で成長していく能力を備えているか(Growing)という視点の検討を通じて、競争が企業にもたらす正の影響を活用できているかを測定する。第2に、そのような能力を有している企業がステークホルダーを不当に搾取していないか(Fair)、すなわち競争による負の影響を緩和できているかを測定する。この2つの視点に基づく検討を通じて、私たちは、競争を利用して成長すると同時に、競争の正当性を意識した戦略をとる企業を投資対象とする。このような企業は、本稿のテーマである”Fair Growing Competition”を実践している企業である。Fair Growing Competitionが、長らく議論されてきた「競争」について、その重要性を見直す一助となることを願っている。

## 目次

I. 投資テーマ	5
1. テーマ背景—現代における「競争」というテーマの重要性—	5
2. 投資テーマ・スクリーニングの決定	6
II. スクリーニング	7
第1スクリーニング 競争への参加(“COMPETITION”)	7
第2スクリーニング 競争による成長(“GROWING”)	8
1. 企業外部の競争について	8
2. 企業内部の競争について	12
第3スクリーニング 正当な競争(“FAIR”)	14
1. 企業外部の競争について	14
2. 企業内部の競争について	18
III. ポートフォリオ	19
1. ポートフォリオの決定	19
2. ポートフォリオ銘柄紹介	20
3. ポートフォリオ分析	23
IV. フィールドワーク及びアンケート	24
1. フィールドワーク	24
2. アンケート	26
V. 日経 STOCK リーグを通して学んだこと	27
VI. 参考文献	28

## I. 投資テーマ

### 1. テーマ背景—現代における「競争」というテーマの重要性—

企業が直面する「競争」とは何だろうか。一般的に想起されるものとして、同業他社との顧客獲得を巡るもの、グローバル化に伴う他国企業とのシェアを巡るものや、企業内部の支店間売上競争や従業員間の競争が考えられるだろう。このように、一括りに「競争」と言ってもその持つ意味は多様であり、明瞭な概念があるとは言い難い。この時、企業は「自身がどういった競争環境に直面しているのか」を認識することが重要であると同時に、認識した競争環境を活かした戦略をとることが求められる。

コロナ禍と呼ばれる状況にある今日においては、急成長市場の囲い込みやシェア拡大への重点強化、生き残りをかけた再編などを目的とした大型の M&A が世界で相次いでいる(日本経済新聞, 2020 年 8 月 20 日より)。さらに、ニトリホールディングスの似鳥昭雄会長兼最高経営責任者(CEO)は、2020 年 3~8 月期の決算説明会で、コロナ禍によってさまざまな業界で「寡占化の時代に入った」との考えを述べ、消費者が業界トップクラスの店 1 カ所で買い物を済ませる傾向があるとした(日本経済新聞, 2020 年 10 月 2 日より)。

このように、現代は競争環境が緩んでいく方向に向かっていると考えられる。しかし、私たちは「**企業**の様々な面における競争の有益性」に着目し、こうした状況は望ましくないと考えた。競争の有益性としては、まず、経営者へのインセンティブの付与に貢献するということが考えられる。Sheikh(2018)によると、市場における競争の程度が高くなれば、強力な CEO はその力を利用して企業価値向上のための意思決定を行うよう動機付けられる。そして、企業内部の競争は従業員への動機付けに有効である。Devaro(2006)は企業が戦略的に実施する昇進のトーナメントにおいて、労働者の相対的なパフォーマンスが昇進を決定することを示唆し、内部昇進競争の概念を支持している。また、競争環境の激化は企業と株主間のエージェンシー問題の緩和をもたらす。He(2012)によると、日本企業をサンプルに用いた実験において、競争の激しい産業に属する企業ほど配当金を多く支払い、無配の傾向が低い。これは、製品市場競争が、経営者が外部投資家に現金を流出させるための効果的な業界レベルでのガバナンス・メカニズムとなりうることを示している。

以上のように、競争は様々な面で有益であると考えられるからこそ、競争の中で成長していく力の重要性を見直していくべきではないだろうか。

上記の通り、企業が競争環境に身をおくことは企業そのものの最適な意思決定に貢献するだけでなく、その利害関係者にも良い影響をもたらすと考えられる。しかし、今日において「**競争環境に身をおく**」だけでは、**競争の負の側面を緩和しきれないのではないか**、と私たちは考えた。競争環境の形が日々変化していく中で、これまでは着目されていなかった場面での搾取が起きている可能性があることに注目したい。例として、GAF A のような巨大プラットフォームを考へる。GAF A は今日の私たちの生活に深く根付いている。彼らの特徴はデータや知的資産の集積にあると考えられ、その恩恵は計り知れないものである。しかし、彼らは一定規模の事業を確立した後には非常に低いコストで顧客を拡大し続けるという戦略をとることが可能であるため、それを利用した新たな形の独占が起きていると考えられる。2020 年 10 月の GAF A の独禁法違反による提訴にあたって、米国司法省と同時に IT 大手の調査を進めてきた米国議会下院は、同月初めの報告書で「独占禁止法の保護対象を消費者から社員や起業家にも広げるべきだ」との見解を示している(日本経済新聞, 2020 年 10 月 21 日より)。ここから、寡占・独占に対する取り締まりが、これまでの寡占化による不当な価格の吊り上げなどで消費者の利益が害されるのを防ぐ、という側面からだけでは不十分になってきていることがうかがえる。GAF A は激しい製品競争市場に属しているとは言えないが、こうした競争の負の側面は今後他の製品市場にも広がっていくのではないだ

ろうか。これを踏まえると、企業は自社の競争戦略が、消費者に限らず、自社を取り巻く様々なステークホルダーの利益を害することになっていないかといった側面にも考慮していくことが今後ますます求められていくと考えられる。

以上から、私たちは、企業が直面する競争環境の範囲が広がると同時に、これまで一般的に想起されていたような競争が減少している中で「企業の競争に対する向き合い方」を改めて問い直す必要があるのではないかと考えた。

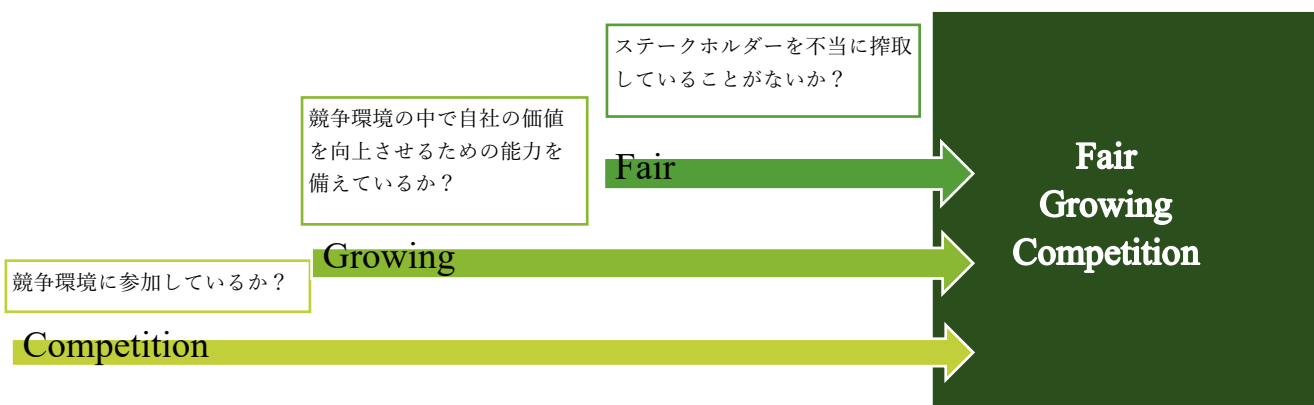
## 2. 投資テーマ・スクリーニングの決定

今日企業を取り巻く競争環境が変化し、それに伴って企業がとる経営戦略も変わっていると考えられる。そのため、競争環境の存在が企業にとって有益であるとしても、企業はただ市場の競争に参加しているだけで成長することは難しい。また、企業が市場の競争を利用して成長していても、それがステークホルダーの不利益を伴うものであるべきではないと私たちは考える。そして、従業員間の競争といった企業内部の競争については、従業員等の自主性に任せるだけでなく、企業が競争を推奨すると同時に、その負の影響を緩和するような体制を整える必要があるだろう。

そこで、私たちはまず、市場競争が企業にとって有益であるからこそ、市場において競争環境に参加している企業を評価する。次に、企業が、単純に競争環境に身を置くだけでなく、その中で自社の価値を向上させるための能力を備えているのかという視点の分析を企業内外について行う。そして、そうした戦略の中で企業がステークホルダー<sup>1</sup>を不当に搾取していることがないかという視点で分析する。

私たちは、以上の分析視点に基づき、市場の競争環境に参加し、「競争による成長」を実践する能力を備えたうえで、競争戦略が不当なステークホルダーからの搾取とならない「正当な競争」を意識して戦略を実施している企業、すなわち**"Fair Growing Competition"**を実践できている企業に価値があると考え、テーマを設定した。"Fair Growing Competition"の概要については、[図表 1]に概念図を示している。こうした企業への投資を推奨するポートフォリオを構築することで、今だけでなくこれからも、「競争」を活かして企業価値を向上させることができる企業を選出していく。

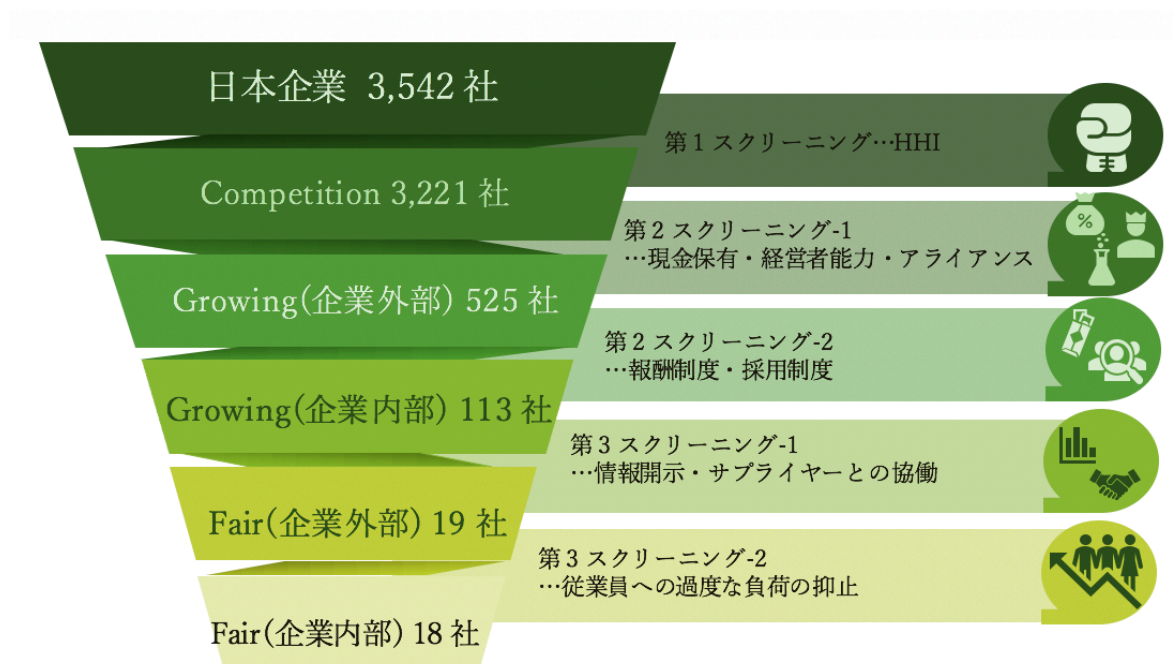
[図表 1] "Fair Growing Competition"とは？



<sup>1</sup> 「ステークホルダー」は利害関係者全般を指す広い概念であるが、本稿においては企業が成長のためにとる競争戦略によって搾取されやすいと考えた、株主・サプライヤー・従業員(企業内部)に着目している。

## II. スクリーニング

[図表 2]スクリーニングの概要



本稿では、東証1部、東証2部、マザーズ及びジャスダックに上場している企業から、金融業(日経業種中分類による)に属するものを除いた3,542社を分析対象としている。

具体的なスクリーニング手法として、私たちは投資テーマとして掲げている”Fair”，”Growing”，”Competition”の3つの概念に着目してスクリーニングを行うこととした。その概要を上の[図表2]にまとめている。なお、分析で用いるデータについては、主に日経 Financial Quest から取得し、その他の媒体を用いた場合は、その都度記載している。また、日経 Financial Quest のデータについて特に記述がない場合、連結ベースでの2020年11月時点で最新の年次決算データを使用している。回帰分析については、日経業種中分類の区分ごとに行った。

まず、第1スクリーニング(”Competition”)ではハーフィンダール指数(HHI)に着目して競争に参加している企業3,221社を残す。次に、第2スクリーニング(”Growing”)においては、企業内外における競争で成長していくために求められる資質を有する企業113社を選出した。そして、第3スクリーニング(”Fair”)で、企業外部に関しては株主、サプライヤー、内部では従業員というステークホルダーに着目する。彼らを搾取することによって利益をあげる競争戦略を取っていない企業18社を”Fair Growing Competition”を達成している企業として選出し、ポートフォリオを構築した。

### 第1スクリーニング 競争への参加(”Competition”)

競争によって成長するためには、まず「競争への参加」が必要である。そこで今回私たちは市場構造に着目し、競争が激しい産業に属している企業を競争に参加している企業として選出した。

市場は完全競争の状態であるか、そうでないとしたらどのような構造であるのかということは経済学において重要であり<sup>2</sup>，これを市場構造の問題と呼ぶ(小田切，2019)。市場構造から競争の程度を分析するための基準として，売り手の企業数とそのマーケットシェアの2つがあげられる。そして，この2つを反映させた指標として，ハーフィンダール指数(HHI)が広く用いられている。私たちは，このHHIを使用して産業の競争度を測り，競争が激しい産業を特定する。HHIは各社のシェアの2乗和と定義される(小田切，2019)。この数値は完全独占の場合10,000(=100<sup>2</sup>)となり，競合が多く各社のマーケットシェアが小さいほど0に近づく。私たちは主に日経 Financial Quest からデータを取得することを考慮し，日経業種中分類を産業の区分として，Blanco et al(2015)を参考に，各社の各産業総売上高に占める売上高の2乗の合算値をHHIとして算出した。

$$Herf_j = \sum_{i=1}^N \left(\frac{S_{ij}}{S_j}\right)^2$$

■変数説明

$S_{ij}$ ：企業*i*の産業*j*における売上， $S_j$ ：産業*j*に属する全企業の売上高の合算値，  
 $N$ ：産業*j*に属する企業数

競争が激しい環境の定義については，公正取引委員会の企業合併に関するガイドラインで「水平型企業結合が一定の取引分野における競争を実質的に制限するとは通常考えられず」という条件の一つとされている，「HHI<1,500」を参考にする。ここから，**HHI<1,500となる産業に属している企業を，競争環境に参加している企業として選出する。**

計算の結果，HHIが1,500以下となった，日経業種中分類の化学，食品，建設，機械，小売業，電気機器，商社，サービス，非鉄金属製品，その他製造，不動産，精密機器，倉庫，鉄道・バス，窯業，陸運，医薬品の17業種区分に所属する3,221社を競争に参加している企業として選出した。

## 第2スクリーニング 競争による成長(“Growing”)

第2スクリーニングでは，第1スクリーニングで競争に参加していることがわかった企業が，競争によって成長する能力を有しているかを，企業外部及び企業内部の競争という2つの視点から検討する。まず，企業外部の競争である市場競争において成長する能力が高い企業を評価する。このような企業は今後も競争環境に柔軟に対応していくことができると考えられる。次に，企業内部の競争である従業員間の競争を促進する制度設計ができている企業を選出する。これによって，従業員が，高い競争インセンティブを有し，成長を志すことができる企業を評価する。

### 1. 企業外部の競争について

第2スクリーニングの第1段階(以下，2-1)では，企業外部の競争による成長力を評価する。具体的には，①競争で戦う資源があるか，②競争の変化に応じた判断ができるか，③競争環境で価値を生み出す準備ができているか，という3つの観点から検討を行う。各項目では，先行研究からより競争の激しい環境で企業価値に繋がること示されている現金保有，経営者能力，および知の探索と深化(アライアンス)に着目している。私たちは，これらの項目の評価が高い企業が，競合が激しい環境で成長を遂げることができると考えた。

<sup>2</sup> 例えば，ミクロ経済学が明らかにした重要な定理の一つに，「厚生経済学の第1基本定理」というものがあり，これは完全競争市場では「誰の効用を下げることなく，少なくとも一人の効用を上げることがもはやできない」という社会的に最適な資源配分が達成されることを示している(神取，2014)。これが実際の市場で成り立っているかを分析する上で，まず市場が競争状態であるかを確かめる必要が出てくる。



## ①競争で戦う資源があるか

まず、激しい競争環境の中で企業が成長していく上で重要な役割を果たす現金保有行動に着目する。製品競争が激しい市場では、激しくない市場に比べて、**現金の戦略的な効果が強く発揮されるため、現金保有が企業の市場シェア成長につながると考えられる**。具体的にはより多くの現金を保有することで、競合する企業に対する積極的な価格設定、店舗や工場の立地選択、効率的な流通ネットワークの構築、競合他社と差別化するための広告や、より生産性が高い労働者の雇用といった競争戦略をとることが可能になる。実際に、Frestard(2010)の回帰モデルでは、 $t$ 期のマーケットシェアの変化と $t-2$ 期の標準化された現金比率の関係を見ており、コントロール変数の影響を除いても有意に正に相関していた。すなわち、第1スクリーニングで残ったような、製品競争の激しい産業に属しており、かつ現金を積極的に保有している企業は、激しい競争環境のなかで成長していくことが期待される企業と言えるだろう。

そこで私たちはFrestard(2010)が示した指標である  $zCash$  を用いて、**業種内で、総資産に占める「現金および預金」科目の比率(以下、現金比率)の相対的な大きさを測定した**。具体的には、まず現金比率を求め、そこから企業が属する日経業種中分類の区分における平均現金比率を引く。そして、それを企業が属する日経業種中分類の区分における現金比率の標準偏差で割ったものである  $zCash$ (標準化された現金保有比率)を算定し、これが大きい企業を**競争で戦うにあたって土台となる資源を備えている企業として選出する**。

$$zCash = \frac{(CHR - ACHR)}{\sigma}$$

### ■変数説明

$CHR$  : 現金比率,  $ACHR$  : 企業の属する産業の  $CHR$  平均値,  $\sigma$  : 企業の属する産業の現金比率の標準偏差

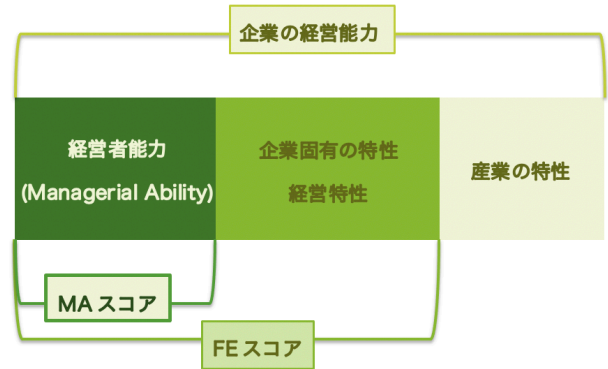
## ②競争の変化に応じた判断ができるか

経営者能力(Managerial Ability)は、企業の様々な側面に影響を与える。例えば、Gan(2019)は、企業が投資不足(過剰投資)に陥りやすい環境で経営を行っている場合には、経営者能力が高いCEOほど設備投資などを増加(減少)させて投資効率を向上させることができることを示した。これは、高い経営者能力が、投資の非効率性の2つの源泉である過大投資と過小投資の克服に役立つことを示唆する。さらに、経営者能力の高さは企業の革新的な活動を促進する(Chen et al, 2015)。以上より、経営者能力は、企業にとって必要かつ有益なものであると考えられる。

そして、Yung and Nguyen(2020)は、競争上の脅威に直面したとき、能力の高い経営者は資本支出より研究開発に相対的に多く投資を行っており、経営者能力が競争上の脅威に直面している企業の価値を高めることを示している。私たちは、この研究結果を踏まえ、**経営者能力は「経営者が競争環境の変化に応じて適切な判断を下すための能力」であり、企業が激しい競争環境にいる時により価値を持つと考えた**。

[図表 3]企業の経営能力と MA スコアの関係

そこで、Demerjian et al(2012)のモデルを参考に、経営者能力の指標である MA スコアを算出した。この MA スコアは、株価などの経営者がコントロールできない要素を含んだ指標とは異なり、企業が外部から受ける影響などを除外して純粋な経営者能力を測定する指標である。[図表 3]は、企業の経営能力と MA スコアの関係を示したものである。



MA スコアを算出するために、まず以下の DEA 分析(包絡分析)を行い、企業がインプットに対してどれだけの効率でアウトプットをできているか、すなわち「投入した費用や資産からどれだけの効率で売上高を出しているか」の効率性を測定する。具体的な分析の手法としては、以下の(1)式を、スクリーニング A を突破した 17 業種について、業種ごとに計算を行い、各企業の業種内の相対的な経営の効率性(以下、FE スコア)を求めた。これによって、産業の特性から影響を受けない効率性が測定できる。

$$\max_v \theta = \frac{Sales}{(v_1 CoGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 OpsLease + v_5 R\&D + v_6 Goodwill + v_7 OtherIntan)} \dots(1)$$

■変数説明

*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資産

また、FE スコアは、企業固有の要因と経営特性の両方に影響される。そこで、企業規模、市場シェア、ポジティブ・フリー・キャッシュフロー、企業年齢などの、経営者能力以外で企業の経営の効率性に影響を及ぼしうる要素を FE スコアから除去して MA スコアを算出する。(1)式で算出した FE スコアを用いて(2)式の回帰を行うことで算出される残差が MA スコアである。この **MA スコアが高い企業を、競争環境の変化に応じた適切な判断ができる企業として選出する。**

$$FE\_Score_i = \alpha + \alpha_1 \ln(Total Assets)_i + \alpha_2 Market Share + \alpha_3 Free Cash Flow Indicator + \alpha_4 \ln(Firm Age) + \alpha_5 Business Segment Concentration + \alpha_6 Foreign Currency Indicator + \varepsilon \dots(2)$$

■変数説明

*Total Assets*: 総資産, *Market Share*: 業界内売り上げシェア(%),  
*Free Cash Flow Indicator* : 期末のフリーキャッシュフローが非負の場合に 1 をとるダミー変数,  
*Firm Age* : 企業年齢, *Business Segment Concentration* : 総売上高に対する各事業セグメント売上高の比率の平方和(Chang et al, 2018), *Foreign Currency Indicator* : 期末の為替換算調整勘定が 0 でない場合に 1 をとるダミー変数

### ③競争環境で価値を生み出す準備ができているか

競争から頭一つ抜きん出るためには、イノベーションによる独自の効率化およびそれと並列的な製品開発が欠かせない。本分析では「知の探索と深化」という概念に着目し、アライアンスの観点から、競争の激しい環境に適したイノベーションへの準備ができている企業を選出する。

イノベーションにはメリットだけでなく、既存の自社製品が陳腐化するというデメリットも存在する。このデメリットは、独占状態のようにすでに自社製品のシェアが大きい時に顕著に現れる。そのため、競争が激しい環境の方が独占環境でよりもイノベーションを起こすデメリットが小さい(花蘭, 2018)。しかし、競争が激しい環境では、競合他社によるイノベーションなど予測不能な出来事が発生する可能性が高い。そのため、独占環境に比べて、研究開発や収益化を自社の計画通りに進めていくことが難しい。入山(2020)は、不確実性の高い環境では、「試行錯誤をしてアイデアを出すことで、環境の変化に柔軟に対応する」ことが企業に求められるとして、「知の探索」と「知の深化」をその一例に挙げている。ここでは、競争の激しい環境は不確実性が高いことを踏まえて、これらの概念に着目する。新たな知識や技術、製品を調べる活動は「知の探索」に、既存の知識や技術、製品を精錬させていく活動は「知の深化」に分類できる(Greve, 2007)。知の深化は計画を立てやすくコストもかからない一方で、知の探索は経済的、人的、時間的コストがかかり、失敗するリスクも存在するため、多くの企業は知の探索がおろそかになってしまい中長期的なイノベーションが起きにくい状態になる(入山, 2020)。Auh and Menguc (2005)は、競争が激化した時、両者のバランスをとっていくことで、知の探索は企業のマーケットシェアや売上高を、知の深化は効率性を高め、企業価値の向上に繋がることを示した。また、Lavie et al (2011)は、アライアンスに関して、研究開発が目的のものを「機能的な知の探索」、既存事業の強化が目的のものを「機能的な知の深化」、新しいパートナーとのものを「構造的な知の探索」、そして過去にアライアンスを組んだことのあるパートナーとのものを「構造的な知の深化」と定義した。そして、機能的・構造的な知の探索と深化をバランスよく行うことが企業価値の向上に繋がることを示している。

そこで、本稿では、この Lavie et al (2011)を参考に、アライアンスで機能的・構造的な知の探索と深化のバランスが取れている企業を、不確実性の高い競争環境でイノベーションを起こすための準備ができている企業として選出する。具体的な手法は以下の通りである。

- (i) 日経テレコンのテーマ検索機能で、過去5年間(Lavie et al(2011)と同様に、アライアンスの有効期間を5年間と仮定したことによる)の記事の中で、「業務提携/研究開発」のテーマで検索して出てきたアライアンス1件ごとに1のスコアをつける。「業務提携/既存事業強化」のテーマで検索して出てきたアライアンスは既存の知識に関するものとして、1件ごとに0のスコアをつける。各企業で5年間のスコアを合算し、これをアライアンス数で割ったものを**機能的な知の探索と深化のスコア**とする。
- (ii) (i)で検索された全てのアライアンスについて、アライアンスのパートナーが過去にアライアンスを組んだことのない企業であれば1、過去のパートナーであれば0のスコアをつける。各企業で5年間のスコアを合算し、これをアライアンス数で割ったものを**構造的な知の探索と深化のスコア**とする。
- (iii) (i)と(ii)のスコアを足して2で割ったものを、**アライアンス総合スコア**とする。Lavie et al(2011)によると、これが0.5に近いほど、機能的・構造的という二つの面の知の探索と深化がバランスよくできている企業として評価される。そのため、このスコアがより0.5に近い企業がより評価されるように、[図表4]に従い得点を与える。

## スコアリング方法

[図表 4]2-1 のスコアリング方法

①競争で戦う資源があるか	zCash の数値の、20%ごと上位から 4~0 点をつける。
②競争の変化に応じた判断ができるか	MA スコアの、20%ごと上位から 4~0 点をつける。
③競争環境で価値を生み出す準備ができていますか	アライアンス総合スコアが 0 ~ 0.2 または 0.8 ~ 1 → 1 点 アライアンス総合スコアが 0.2 ~ 0.4 または 0.6 ~ 0.8 → 2 点 アライアンス総合スコアが 0.4 ~ 0.6 → 3 点 「機能的・構造的知の探索と深化の全てを行なっている」かつ「アライアンス総合スコアが 0.4 ~ 0.6」の場合はボーナスで、+1 (ボーナスの理由：新しいパートナーと既存事業の提携だけを行ない、機能と構造のバランスが良いといった企業よりも、機能的及び構造的な探索と深化を取り入れながらバランスが良い企業の方が、探索と深化のバランスをとる能力が高いと考えるため。)

以上のように、①~③の項目が各 4 点計 12 点満点になるようにスコアリングを行った。その結果、合計点が 7 点以上となった 525 社を外部競争によって成長できる企業として選出した。なお、今回のスクリーニングで考えた①~③の 3 項目のうち、①および②が、企業が外部の競争で成長していく上で特に重要な根幹となる部分であると考えたため、①および②の得点のうち少なくとも 1 つが 0 点となった企業は除外した。

## 2. 企業内部の競争について

競争は企業外部に限られた話ではなく、企業内部にも存在するだろう。良いサービスを提供したいという気持ちに加えて、ライバルよりも良いアイデアを出したい、業績をあげたいという気持ちは努力につながり、自らの成長にもつながっていく。第 2 スクリーニングの第 2 段階(以下、2-2)では、報酬制度や採用に着目して、企業内部の競争環境を整え、成長に繋げている企業を内部競争によって成長できる企業として選出する。

### ①競争を促す制度設計ができていますか

代表的な企業内部の競争として、出世競争が挙げられる。昇進は企業外部からの評価を向上させ、多くの場合昇給が伴うため、従業員に昇進するためにより懸命に働くインセンティブを付与する。そこで、私たちは Lazear のトーナメント理論に着目することで、報酬制度によって企業内部の競争インセンティブを高めている企業を選出する。

昇進のルールには、トーナメント方式と絶対基準方式の二つがある(Lazear, 2017)。トーナメント方式とは、誰を昇進するかという問題に対して、上位成績者を昇進させる方法であり、相対的な評価が基本になってくる。一方で、絶対的基準方式とは、ある基準を満たしたものを全て昇進させるもので、絶対的な評価が基本になってくる。

通常、役員の数に限られており、昇進すればするほど、役職の数は減少していくため、労働者は競争相手を上回って少ない枠を勝ち取る必要がある。こういった場合に、トーナメント方式が有効であり、Lazear(2017)のトーナメント理論によると、昇進に伴う昇給幅が大きくなればなるほど、昇進インセンテ

イブは強くなる。Ehrenberg and Bognanno(1990)では、実証的に昇給幅が大きいほど、個人のパフォーマンスが向上することが示されている。また、**高い階層の役職ほど昇給の幅を大きくすることが有効である**と考えられる(Lazear, 2017)。これは、まず将来その役職につく候補者が多く、高い階層の役職の報酬を大きくすることで、より多くの従業員の昇進インセンティブの向上が期待されるためである。そして、昇進するほど次の役職へ昇進する可能性が低くなりインセンティブが低下するため、これを補うために昇給幅を高める必要がある。

このトーナメント理論に従い、まず、**(a)役員一人あたりの報酬<sup>3</sup>と初任給の賃金スプレッドから昇給幅を計測し、これが大きいほどより競争インセンティブを促している企業とみなす<sup>4</sup>**。次に、**(b)役員一人あたりの報酬－平均給与と賃金スプレッドと平均給与－初任給賃金スプレッドの比を確認して、前者の方が後者よりも大きい企業を、役職が高位になるほど昇給幅をより大きくすることで競争参加のインセンティブを高めている企業とする<sup>4</sup>**。この2点で優れている企業を、**報酬制度によって競争インセンティブを促している企業として選出する**。

(a)役員一人あたりの報酬－初任給

(b)役員一人あたりの報酬－平均給与)/(平均給与－初任給)

(a)と(b)それぞれで、四分位に分けて値が高いものから0~3点をつける。その合算値が3点以上の227社を、競争を促す報酬制度設計ができていない企業として選出した。

## ②競争が成長に繋がる環境になっているか

①で見たようにトーナメント方式に沿った昇給幅の設定は競争を促し、従業員が懸命に働くインセンティブを向上させる。一方で、トーナメント方式が基本とする相対評価では、従業員が結託して仕事を減らす危険性もある。また、相対評価では相手の評価を下げることも有効になってくるため**インセンティブが歪められ、労働者間での協調よりも手抜きを促す可能性もある**。石田(2016)によると、他人の成果を妨害する活動は発覚した時に社会的な罰則を受けるため、**昇格による昇給幅すなわち潜在的なリターンが大きい環境で、この妨害インセンティブは大きくなる**。これはただ報酬格差を大きくするだけでは、従業員の成長に繋がらないことを意味する。

この解決方法として、絶対基準方式を取り入れることが考えられる。絶対基準方式が用いられる制度として、具体的には、外部採用が挙げられる。外部採用によって採用される人材との潜在的な競争は、長期的な関係を築いている内部の従業員が結託して怠けることを防止する効果を持つ(Lazear, 2017)。ここから、報酬格差が大きくとも絶対基準方式が取り入れられていない場合は、大きな報酬格差はむしろ企業価値低下に繋がっていくと考えられる。そのため、本稿では中途占有率に着目して、**外部採用を積極的に行い潜在的な競争を取り入れる企業を、成長につながる競争を行っている企業として選出する**。具体的には、新卒採用人数と中途採用人数の合算値に占める中途採用人数を中途占有率として算出し<sup>5</sup>、新卒採用人数と中途採用人数の数値が取得できた企業の内、中途占有率上位2/3の113社を内部競争によって成長していける企業として選出した。

<sup>3</sup> 役員一人あたりの報酬は、取締役及び監査役の役員報酬合計額を取締役及び監査役の総人数で割ったものとしている。企業内部の競争の結果得られる報酬を見るために社外取締役は除いた。

<sup>4</sup> 役員一人あたりの報酬と平均給与は有価証券報告書から、初任給は会社四季報から取得した。なお、掲載されていなかったものは各社HPの情報で補った。

<sup>5</sup> 中途採用人数として、会社四季報で2019年4月～2020年3月の中途採用社数を、新卒採用人数として同じく会社四季報から2020年(原則4月)入社予定数を用いた。

### 第3スクリーニング 正当な競争(“Fair”)

第1および第2スクリーニングの段階で、競争の中で成長していく力を持っている企業を選出した。第3スクリーニングでは、ステークホルダーを搾取することで利益をあげるような競争戦略をとっていない、正当な競争を実践している企業を評価する。ここでも、第2スクリーニングと同様に、企業外部及び企業内部の競争という2つの視点から検討する。企業外部の競争については、株主やサプライヤーといったステークホルダーの不利益となるような行動をとっていないかを検討する。また、企業内部の競争については、従業員に対する搾取が行われていないかを評価する。これらの分析によって、競争によって起こりうる負の側面を緩和している企業を選出する。

#### 1. 企業外部の競争について

企業は株主やサプライヤーに対して不利となる競争戦略をとる可能性がある。よって、第3スクリーニングの第1段階(以下、3-1)では**株主に対する情報開示**<sup>6</sup>と**サプライヤーへの姿勢**に着目した。

#### ①競争環境における地位を維持するための戦略が、株主の不利益になっていないか

##### (1) 全般的な情報開示の質

競争が激しい市場において、企業は、競合他社よりも業績が良い場合は、自社の機密情報を他社が知ることになってしまう可能性が高くなるため、情報開示に対して消極的になってしまう(Muiño and Núñez-Nickel, 2016)。しかし、企業の情報開示の質や量が低下することは、ステークホルダーの不利益につながる。そこで、競争が激しい環境という情報開示を抑えるインセンティブがある状況でも、自社の情報を正確に公開している企業を、正当な競争を行っている企業として選出する。

[図表5] 会計発生高と裁量的会計発生高の関係

そこで私たちは、企業の利益の質を図るため、一般的に会計学研究で利用されている裁量的発生高に注目する。会計利益は現金収入を伴うキャッシュ・フローと発生主義会計の下でキャッシュの増減を伴わない会計発生高に分類される。この会計発生高のうち、**経営者が自身の裁量で利益を調整した部分となるのが裁量的会計発生高である**。この値が大きければ(小さければ)、経営者の裁量部分が多い(少ない)利益となり、情報開示の質は低い(高い)と判断できる。[図表5]は、会計発生高と裁量的会計発生高の関係を示したものである。



<sup>6</sup> 情報開示については、「全般的な情報開示の質」と「セグメント情報の質」に着目して分析を行った。

具体的な手法としては、会計発生高モデルである Jones モデル(Jones, 1991)をベースに修正が加えられた CFO 修正 Jones モデル(Kasznik(1999))を用いて開示の質を測定し、**開示の質が高い(裁量的会計発生高の絶対値が小さい)企業を選出する**。裁量的会計発生高は、以下の式の残差項で測定する。

$$\frac{\text{会計発生高}}{\text{前期末の総資産}} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta \text{売上高} - \Delta \text{売上債権}}{\text{前期末の総資産}} + \beta_2 \frac{\text{償却性有形固定資産}}{\text{前期末の総資産}} + \beta_3 \frac{\Delta \text{営業活動によるキャッシュフロー}}{\text{前期末の総資産}} + \varepsilon$$

$$\text{会計発生高} = \text{税引後経常利益} - \text{営業活動によるキャッシュフロー}$$

## (2) セグメント情報の質

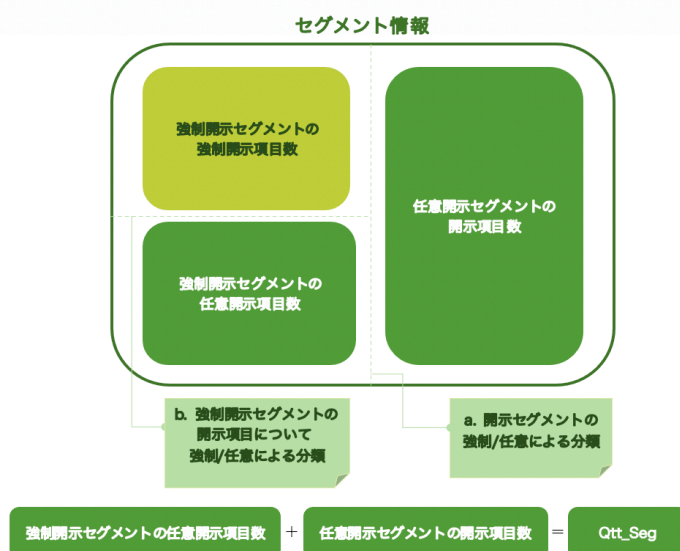
競争と関連性のある企業の情報開示として、セグメント情報に着目する。特に事業セグメント情報は、投資家からの需要が高く (Epstain and Palepu, 1999), 株主と経営者との隠れたエージェンシー問題を明らかにする可能性がある (Muiño and Núñez-Nickel, 2016)。日本においては、「セグメント情報等の開示に関する会計基準」で報告セグメントの決定条件が定められているものの、**企業は事業セグメントの集約についてある程度の裁量権を持っており (Muiño and Núñez-Nickel, 2016), 競合他社に貴重な自社の情報を与えてしまうことを避けるために、セグメント情報の開示を恣意的に減少させる恐れがある**と考えられる。以上のように経営者が企業のセグメント情報の開示に消極的になることは、企業の利害関係者および産業等にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。そこで、**セグメント情報を積極的に開示している企業をフェアな情報開示を行っている企業として選出する**。

本稿では、セグメント情報の質について Blanco et al(2015)を参考に、「企業が開示しているセグメント情報のうち自発的に開示している項目数」である Qtt\_Seg を算出し、これを用いて企業のセグメント情報の開示についての積極性を見る。[図表 6]は、Qtt\_Seg の算出方法を図示したものである。具体的な分析手順は以下の通りである。

[図表 6] Qtt\_Seg の算出方法

(i) 「セグメント情報等の開示に関する会計基準」の報告セグメントの決定手続における量的基準を用いて、セグメント情報を強制報告の対象となっているものと、企業が任意で開示しているものとに区別する。なお、「セグメント情報等の開示に関する会計基準」第 12~14 項を参照して分類を行った。

(ii) 強制報告に該当するセグメントの中で、「セグメント情報等の開示に関する会計基準」において強制開示に相当する開示項目と任意開示に相当する開示項目を区別する。なお、「セグメント情報等の開示に関する会計基準」第 19~22 項を参照して分類を行った。



(iii) Qtt\_Seg を、Qtt\_Seg に強制開示セグメントの強制開示項目数を加えた「セグメント情報全体の項目数」で除してセグメント情報に占めるに企業が任意で開示しているセグメント情報の割合(Qtt\_Seg\_Per)を測定する。これによって、企業規模の影響を取り除いたセグメント情報の開示の質を見る。

[図表 7]3-1①のスコアリング方法

(1)全般的な情報開示の質	数値を昇順に並べて、25%ごとに区分し、上位から3~0点を与える。
(2)セグメント情報	算出した $Qtt\_Seg\_Per$ について以下のように得点を与える。 $Qtt\_Seg\_Per=0 \rightarrow 0$ 点 $Qtt\_Seg\_Per>0 \rightarrow$ 数値を昇順に並べて、三分位数で区分し、上位から3~1点を与える

以上のように、(1)及び(2)について各3点計6点満点のスコアリングで企業を評価し、合計得点が3点以上となった57社をスクリーニングで残した。

②競争優位な立場を利用して、サプライヤーを圧迫していないか

サプライチェーン・マネジメントでは、サプライチェーン内の企業間で情報などの経営資源を共有して全体の最適化を目指し、コストや不良在庫の削減などを通じて、参加企業が互いにメリットを享受することができると言われている(下野, 2013)。しかし、花園(2018)で示されているように、買い手が売り手の利益を考慮せず、自社の利潤最大化のために売り手に対して独占的に振る舞えば、売り手の利潤が減少し、双方の総利潤も減少してしまう。そして、大企業が買い手で中小企業が売り手である、または買い手が売り手にとって主要顧客であるといったように、買い手と売り手でパワーバランスが異なっている場合、力の強い企業がその状況を利用して、サプライヤーの利益を犠牲に自社の利益をあげる機会主義的な行動を行う可能性も出てくるだろう。Hui et al (2019)では、コスト共有といった主要顧客との協働により達成される正の効果よりも、主要顧客からのサプライヤーに対する不利な要求をもたらす負の効果の方が大きく、サプライヤーの業績悪化へと繋がることが示されている。

また、Dickinson and Sommers(2012)は、複数の競争力に関する指標と企業利益の関係を検証する中で、サプライヤーに対する交渉力が、買い手企業の継続的な収益の源泉となることを示した。しかし、私たちはこのようにサプライヤーに対して競争優位な立場を利用して、サプライヤーを圧迫することで収益をあげるという競争戦略は正当なものではないと考える。そのため、会計数値からサプライヤーへの交渉力の強さを読み取り、交渉力が強い企業の中でも、サプライヤーとの協働についての行動指針等を設けていない企業は、一方的にサプライヤーを圧迫している可能性が高い企業として除く。具体的な手法は以下の通りである。

(i)Dickinson and Sommers(2012)を参考に、Operating Liability Leverage ( $OLLev$ )と Inventory Turnover ( $InvTurn$ )の二つから、企業のサプライヤーに対する交渉力の強さを確認する。 $OLLev$  は企業の純営業資産に占める売掛金等の営業負債の割合である。具体的には、売掛金の期日の長期化などをサプライヤーに要求する企業は、 $OLLev$  が高くなると考えられる。 $InvTurn$  は売上原価に占める棚卸資産である。具体的には、高い頻度での納入などをサプライヤーに要求する企業は、 $InvTurn$  が低くなる。よって、 $OLLev$  は高いほど、Inventory turnover は低いほどサプライヤーに対する交渉力が高いと考えられる。Dickinson and Sommers(2012)によると、同じ産業の他企業よりも  $OLLev$  が高いまたは  $InvTurn$  が低い、つまりサプライヤーに対して自社に有利な要求を行う企業ほど利益を得ていた。これを参考に、 $OLLev$  が産業平均よりも大きいまたは  $InvTurn$  が産業平均よりも低い企業を、サプライヤーに対する交渉力が高い企業とする。



・ Operating Liability Leverage (*OLLev*)

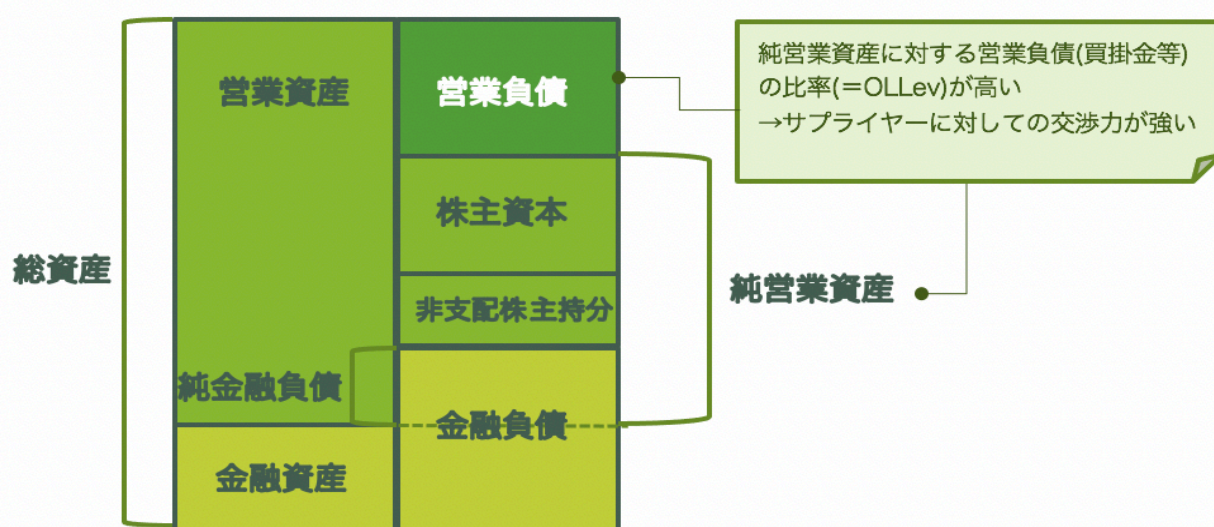
$$OLLev = \text{営業負債} / \text{純営業資産}$$

■変数説明 Nissim and Penman (2012)を参考

営業負債 = 営業資産 - 純営業資産, 営業資産 = 総資産 - 金融資産, 純営業資産 = 純金融負債 + 株主資本 + 被支配株主持分, 金融負債 = 短期借入金・1年以内返済の長期借入金 + 長期借入金, 金融資産 = 現金・預金 + 有価証券 + 投資有価証券・関係会社株式・出資金 + 長期貸付金 + その他長期債務・長期未収入金, 純金融負債 = 金融負債 - 金融資産

以下の[図表 8]は *OLLev* の定義および *OLLev* とサプライヤーに対する交渉力の関係を示している。

[図表 8] *OLLev* の定義および *OLLev* サプライヤーに対する交渉力の関係



・ Inventory Turnover (*InvTurn*)

$$InvTurn = \frac{\text{Inventory}}{\text{Cost of goods sold}}$$

■変数説明

*Inventory* : 棚卸資産, *Cost of goods sold* : 売上原価

(ii) サプライヤーとの協働を意識している企業は、そうでない企業よりも情報共有や技術共有を通して自社だけではなくサプライヤーの利益向上のための取り組みを行っている可能性が高いと考えた。そこで、(i)でサプライヤーに対する交渉力が高いとわかった企業の HP 等を確認して、(a) サプライヤーに関しての行動指針等が設けられているか、(b) その指針の中に取引先との”協働”や”信頼関係の構築”, ”共栄”といったサプライヤーと協働を図る趣旨の言葉が入っているか、という2点を確認する。

(iii) (a) および (b) の2点がかためられなかった場合は、サプライヤーに対して自社にとって有利になるような要求を行う一方で、協働によるコスト削減などサプライヤーにとって良い影響を及ぼす経営を行っていない企業であり、一方的にサプライヤーを圧迫することで利益をあげている可能性が高いと考えて、スクリーニングで除いた。スクリーニングの結果、38社を除き19社を最終スクリーニングへと残した。

## 2. 企業内部の競争について

第3スクリーニングの第2段階(以下、3-2)では、企業内部の競争によって搾取されるステークホルダーとして**従業員**に着目する。

### 近視眼的な競争が行われ、従業員が疲弊していないか

近年、大量出店により同企業内の店舗間でも激しい競争が発生しているコンビニ業界では、複数の大手コンビニチェーン内部で従業員が売上高のかさ増しなどの不正を行っていたことが相次いで発覚した。これは、数値目標の達成という強いプレッシャーが原因にあげられる(日本経済新聞, 2020年9月21日より)。この実例から私たちは、社内の競争が激しい場合において業績を上げるために高すぎる目標を設けるなどの過度な負担を従業員にかけることは、従業員を疲弊させ、時には不正のきっかけにもなりうると思った。そこで本稿では、企業の実体的利益調整に着目することで、業績目標達成のために従業員に過度な負担をかけ、彼らを疲弊させている企業を除く。

経営者は業績目標を達成するために、利益調整を行うインセンティブをもつ。利益調整には、スクリーニング3-1で見たような「会計的裁量行動」だけでなく、販管費の削減といった実際の経営活動を変更する「**実体的裁量行動**」が存在する。ここでは後者の実体的裁量行動に注目する。実体的裁量行動は会計的裁量行動よりも企業価値の低下をもたらす(Cohen and Zarowin, 2010)。また、**利益目標値の達成のために、従業員の労働負荷を増加させ、トレーニング費用などを含む裁量的費用<sup>7</sup>を削減した企業は、そうでない企業に比べて従業員の怪我や病気が多い傾向がある**(Caskey and Ozel, 2017)。これは、従業員が、少ない裁量的費用のもとで設定された高い業績目標を達成するために、時間外労働などの短期的には有効だが長期的には心身の疲弊などの弊害が大きい働き方によって、社内競争を勝ち抜くことが求められるためだと考える。そこで、Caskey and Ozel(2017)を元に、**従業員の負担増加に繋がる実体的裁量行動を行い、従業員の怪我や病気の可能性を高めている企業を除く**。具体的な分析手順は以下の通りである。

(i)まず、**earning surprise** を用いて実体的裁量行動を行っている疑いのある企業を見つけ出す。**earning surprise** とは、予期していなかった情報によって起こる「市場の驚き」である。経営者は予測値を実績値が下回った結果株価が下落することを恐れて、ベンチマークをわずかに達成させるインセンティブをもつ。ベンチマークをわずかに達成させた企業は **earning surprise** がわずかに正となる。これを **small earning surprise** という。Caskey and Ozel(2017)では、一株あたり当期純利益(EPS)と経営者予測利益を用いて **small earning surprise** を算出していた。私たちは、日本では経営者により当期純利益と経常利益の予想値を目標とする利益調整が行われている(首藤, 2010)ことを踏まえて、①経常利益 ②当期純利益の実測値と経営者予想利益値の誤差を用いて **small earning surprise** を計測する。

$$(a) \text{ 経常利益予想誤差} = (\text{経常利益} - \text{経営者予想利益}) / \text{期首総資産}$$

$$(b) \text{ 当期純利益予想誤差} = (\text{当期純利益} - \text{経営者予想利益}) / \text{期首総資産}$$

$0 < (a) < 0.0002$  または  $0 < (b) < 0.0001$  の企業を、裁量行動を行っている可能性が高い企業とする<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> 経営者の判断で調整可能な支出を指す。

<sup>8</sup> 会計的及び実体的裁量的行動を行っている可能性の高い、**small earnings surprise** の基準は首藤(2010)の利益予想誤差に関するヒストグラムの第一区間の数値とした。

(ii)企業が従業員へ負荷をかけているかを測るために、(c)一人あたりの労働量と(d)一人あたりの裁量的費用に着目する。裁量的費用は Roychowdhury (2006) のモデルを用いて算出する。ただし、通常は各変数を総資産で除すところを、Caskey and Ozel(2017)と同様に、期首の総従業員数で除する。これによって、今回私たちが着目したい経営者の裁量的費用の削減が従業員へ与える影響の大きさを測ることができる。裁量的費用は以下の(d)の回帰式の残差項にあたる。

(c)一人あたりの労働量(*Production per employee*)

$$Production\ per\ employee = \frac{COGS + \Delta INVT}{Emp}$$

■変数説明

COGS：売上原価， $\Delta INVT$ ：棚卸資産の変化量，Emp：期首従業員数

(d)裁量的費用(*SGA/Emp*)

$$\frac{SGA}{Emp} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Emp} + \beta_2 \frac{Sales}{Emp} + \varepsilon$$

■変数説明

SGA：研究開発費+(販)広告宣伝費+(販)拡販費・その他販売費+(販)人件費・福利厚生費(山口, 2011より)，Sales：当期売上高，Emp：期首従業員数(なお，(販)は販管費の項目を示す。)

(iii)裁量行動を行っている可能性が高い企業で、一人あたりの労働量が多く、裁量的費用は少ないことは長期的な企業努力の結果ではなく、従業員に負担をかける実体的裁量行動が行われた結果だと考えられる。そのため、(i)に当てはまった企業のうち、(ii)で求めた(c)一人あたりの労働量が各産業の上位20%かつ(d)裁量的費用が各産業の下位20%になる企業を、実体的裁量行動によって従業員を圧迫している可能性が高い企業としてスクリーニングで除く。この条件に当てはまった1社を除いた、18社を最終的な企業として選出した。

### III. ポートフォリオ

#### 1. ポートフォリオの決定

最終的に残った18社の配分について、まず私たちは過去の株式リターン(平均値)とリスク(標準偏差)に基づき、ポートフォリオの効率的フロンティアを算定した。

本ポートフォリオ構成企業のうち、アイリックコーポレーション、エヌ・シー・エヌの株価データが2019年以降しか入手できなかったため、便宜的にその2社の欠損部分には日経平均株価を元にしたリターンを充てた。その他の企業については、2012年以降の株価データを用いた。その結果、効率的ポートフォリオは扶桑化学工業のみに投資するポートフォリオとなった。一般に、ある企業よりもリターンが高く、かつリスクの低い企業が存在する限り効率的フロンティア上のポートフォリオでは配分が0になってしまう企業が存在してしまう。最終スクリーニングを通過した企業はどれも"Fair Growing Competition"を実践できている企業であり、効率的フロンティア通りのポートフォリオは私たちの投資の目的とは整合しない。

そこで私たちは最終的に残った18社の配分をスクリーニング2-1、2-2及び3-1のスコアを用いて[図表9]に従い決定した。"Fair Growing Competition"というテーマを検討する中で、私たちは特に"Fair"の概念が今回のテーマにおいて重視したい項目であると考えたため、当該点数の比率を上昇させる調整を行った。また、スクリーニング3-2においては得点による評価を行わなかったため、企業外部の競争での得

点と企業内部の競争での得点の比率の偏りについても調整を加え、以下の得点配分(110点満点)を用いてポートフォリオを構築した。

[図表 9]ポートフォリオ構築の評価基準

項目	スクリーニング	得点換算	得点配分(点)
競争による成長	企業外部(2-1)	12点満点を20点満点に換算	20
	企業内部(2-2)	①6点満点を20点に換算 ②中途占有率を20分位に区切り、1~20点で点数化	40
正当な競争	企業外部(3-1)	6点満点を50点に換算	50

以下の[図表 10]が最終的なポートフォリオである。

[図表 10]最終的なポートフォリオ

証券コード	企業名	得点(点)	配分(%)	取得金額(円)
T4971	メック	94.33	6.39	314,853
T6392	ヤマダコーポレーション	94.00	6.37	314,400
T2371	カカクコム	94.00	6.37	314,608
T4800	オリコン	93.00	6.30	310,800
T4921	ファンケル	92.00	6.23	307,875
T4928	ノエビアホールディングス	89.00	6.03	297,145
T6929	日本セラミック	87.67	5.94	293,708
T4368	扶桑化学工業	86.33	5.85	287,550
T4922	コーセー	84.33	5.71	281,860
T6592	マブチモーター	79.67	5.40	263,480
T7325	アイリックコーポレーション	78.67	5.33	263,514
T4212	積水樹脂	77.33	5.24	257,868
T7057	エヌ・シー・エヌ	76.00	5.15	254,793
T7839	S H O E I	75.67	5.13	253,440
T9697	カプコン	71.67	4.86	238,210
T4286	レッグス	68.00	4.61	227,215
T6857	アドバンテスト	67.67	4.59	219,900
T7832	バンダイナムコホールディングス	66.33	4.50	220,800

## 2. ポートフォリオ銘柄紹介

最終的に構築したポートフォリオの企業で行われている取組みについて、“Fair Growing Competition”の観点から[図表 11]でまとめた。また、各企業が外部競争の中で成長しているか(“Growing”を実践できているか)を見るために、直近5年間のマーケットシェア成長率<sup>9</sup>についても併記している。マーケットシェア成長率については、大きくシェアを縮小させた企業が18社中1社あったものの、残りの17社は横ばいないしシェア拡大を達成していた。

<sup>9</sup>  $(MS_T/MS_{T-5})^{1/5}-1$  で算出した(ただし、 $MS_X$ はX期のマーケットシェア)。

[図表 11]ポートフォリオ銘柄紹介

企業名	メック	マーケットシェア成長率	2.34%
電子基板向け薬品を製造する化学工業メーカー。従業員の3分の1、売上の10%を研究開発に投入し、また、消費者の声がダイレクトに届く仕組みを整備することで成長につなげている。会社ホームページにおいて動画も用いて自社の優れた技術について積極的なアピールを行っているのが特徴的である。コンプライアンス委員会の整備や社内表彰制度などで社内の競争環境を整備できている。			
企業名	ヤマダコーポレーション	マーケットシェア成長率	0.18%
ポンプ関連機器の製造・販売メーカー。国内外ともに新製商品の投入、新市場・顧客の開拓を最大のテーマに掲げ、「ニーズに応えるマーケティング戦略」を推し進めることで知識の探索と深化を行っている。社内では「実力主義の終身雇用」を掲げ、様々な研修制度も設けている。			
企業名	カカクコム	マーケットシェア成長率	7.02%
「価格.com」や「食べログ」などのインターネット関連サービス事業を行う企業。サイトのシェアを拡大したのちも TVCM やアプリ化でユーザー層の拡大を狙い、さらに求人などの新規事業にも挑戦している。不正競争の防止をコンプライアンス・プログラムで掲げている。			
企業名	オリコン	マーケットシェア成長率	-5.28%
ヒットチャートをはじめとする音楽情報サービスなどを提供している。行動規範として公正な取引を掲げ、取引先との相互発展を図っている。			
企業名	ファンケル	マーケットシェア成長率	8.86%
化粧品・健康食品のメーカー。「無添加」にこだわる製品開発を行い、少子化に伴う人口減で顧客獲得競争が激しい中で、他業種と積極的に業務提携を行うなど、変化を恐れず成長を続けている。また、社内では上司からのフィードバックによって公正な人事評価を図っている。			
企業名	ノエビアホールディングス	マーケットシェア成長率	-0.35%
化粧品や医薬品、健康食品メーカー。四半期決算以外にも、アニュアルレポートや決算短信など、こまめな情報開示を行うことができている。			
企業名	日本セラミック	マーケットシェア成長率	-1.67%
セラミックスを使用したセンサなどを製造、販売するメーカー。赤外線・超音波センサで世界シェア7割を誇る日本セラミックは、顧客の望むセンサを一夜で創る技術者魂を武器に、グローバル市場を牽引している。電気自動車のバッテリー残量を測る電流センサなど、多分野で応用の効く日本セラミックのセンサは今後も需要が拡大し、成長していくと考えられる。			
企業名	扶桑化学工業	マーケットシェア成長率	3.71%
クエン酸、リンゴ酸などの果実酸からコロイダルシリカまでを研究・開発している化学メーカー。世界の半導体産業にはなくてはならない超高純度コロイダルシリカを製造しており、企業規模拡大に集中するのではなく、製品の質とコスト、スピードを徹底的に考えることで成長を目指している。			
企業名	コーセー	マーケットシェア成長率	8.10%
化粧品メーカー。公正な事業慣行を是としており、サプライチェーンにおいても、取引先との永続的な相互発展を目指すことによって、フェアに競争を行っている。チャレンジのチャンスとして人材公募制度を設けており、社内での競争環境も整備されている。			

企業名	マブチモーター	マーケットシェア成長率	1.90%
<p>小型モーターに特化した電気機器製造会社。競争の激しいモーター業界の中で、業界 No.1 のシェアを誇りながらも研究開発を続け成長し続けている。生産拠点代表による技能競技大会を行うなど、社内競争も生み出している。</p>			
企業名	アイリックコーポレーション	マーケットシェア成長率	10.08%
<p>生命保険コンサルタント業、損害保険代理業、フランチャイズ店舗展開事業、保険販売支援などを手掛けている。顧客、保険会社、代理店の三者利益の共存を掲げ、テクノロジーの劇的な変化の中で、人と保険の未来をつなぐ Fintech Innovation を目指し AI 技術などを積極的に取り入れている。</p>			
企業名	積水樹脂	マーケットシェア成長率	-1.41%
<p>防音壁、人工芝、防護柵、梱包材などを製造、販売する化学メーカー。持続的成長と長期的な価値創出のため、各ステークホルダーと適切に協働することで、健全な成長を目指している。</p>			
企業名	エヌ・シー・エヌ	マーケットシェア成長率	-0.12%
<p>耐震構法の SE 構法を全国の工務店へ提供している。時代が変化しても変わらずに、人の住む家の安全の確保を追求することで、日本の豊かな暮らしの実現を目指している。SE 構法によって他社よりも資産価値の高い、安全な木造住宅を作ることによって、競争に勝つ力を持つことができている。</p>			
企業名	SHOEI	マーケットシェア成長率	5.24%
<p>乗車用ヘルメットメーカー。世界のプレミアムヘルメット市場の売上高半数以上を誇り、高品質と安全性、高付加価値によって世界市場で競争に勝つことができている。人口減による国内市場の縮小によらない、世界での拡販強化により成長することができている。社内でも理不尽なノルマは課さず、愚直な課題解決を目指す風土がある。</p>			
企業名	カプコン	マーケットシェア成長率	0.90%
<p>主にアーケードゲームやコンシューマーゲームの開発・販売を行うゲームメーカー。これまでの人気コンテンツの創出に加え、世界最先端の開発設備や技術を活用することで競争の中で成長を続けている。環境の変化に応じて人事制度を変更することによって、公正な競争を企業内に生み出している。</p>			
企業名	レッグス	マーケットシェア成長率	3.53%
<p>多様化する顧客接点をシームレスに結合し、次世代マーケティングを行っている。社会に協調・社会に貢献を企業理念とし、社会の変化にいち早く対応することで持続的な成長が可能となっている。</p>			
企業名	アドバンテスト	マーケットシェア成長率	11.46%
<p>半導体デバイスの測定器などの大手メーカー。グローバルなネットワークで、これから発展していくアジアに軸足を置いているため、競争優位性をもっている。知識の探索と深化を適切に企業戦略に落とし込めており、また、グローバルな視点での各種研修など教育体系が整えられている。</p>			
企業名	バンダイナムコホールディングス	マーケットシェア成長率	3.86%
<p>エンターテインメントを中心とする企業グループ。ウルトラマンやガンダムなどの IP を軸に、最適なタイミングで最適なサービスとして発信する IP 軸戦略が最大の強みであり、安定的な持続的成長が見込まれる。充実した階層別研修や選択研修制度があり、オープンな内部競争が行われやすくなっている。</p>			

### 3. ポートフォリオ分析

本ポートフォリオの投資パフォーマンスを測定することで、スクリーニングの正当性を示す。

まず、本ポートフォリオに関してリターンやリスクを様々な視点から分析を行い、NIKKEI225・TOPIX と比較し、その結果を[図表 12]にまとめた。

[図表 12]ポートフォリオ分析結果

	本ポートフォリオ	NIKKEI225	TOPIX
日率期待リターン <sup>10</sup>	0.0713%	0.0699%	0.0235%
リスク <sup>11</sup>	1.62%	1.63%	1.42%
シャープレシオ <sup>12</sup>	0.0440	0.0430	0.0166
ソルティノレシオ <sup>13</sup>	0.0603	0.0612	0.0234
VaR(最大損失割合) <sup>14</sup>	-12.4%	-12.9%	-11.5%

日率期待リターンは両者を上回っており、リスクは TOPIX より高いものの、投資の効率性を測るシャープレシオは最も高くなっている。下方向へのボラティリティに反応するソルティノレシオも TOPIX よりも高く、VaR も TOPIX より低くなっているため、私たちのポートフォリオはリスクに対して一定以上のリターンをあげるといってもよいだろう。

また、2019年12月から2020年11月までの株価データをもとに、1年間ポートフォリオを保持した場合の累積リターンを算出し、TOPIX と NIKKEI225 それぞれと比較したグラフが[図表 13]である。

[図表 13]累積リターン

なお、累積リターンは次の式で計算する。

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

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

( $P_t$ は  $t$ 日の終値を表す。)



<sup>10</sup> 直近過去1年間の日率リターンの平均値を用いる。

<sup>11</sup> 「振れ幅の大きさ」がリスクと言えるので、過去1年の日率リターンの標準偏差を用いる。

<sup>12</sup> シャープレシオ = (リターン - 無リスク資産のリターン) / 標準偏差

リスク1単位当たりの超過リターンを測るもので、この数値が高いほどリスクを取った時の超過リターンが高いということを意味している。ここでは、10年物国債の利子率を日次換算した場合にほぼ0とみなせることから、無リスク資産のリターンは0として求めた。

<sup>13</sup> ソルティノレシオ = (リターン - 無リスク資産のリターン) / 下方偏差

これは、リスクの内の株価が下がるリスクに注目して下方リスク1単位当たりの超過リターンを測るものである。

<sup>14</sup> Value at Risk の略である。現在持っている資産を、今後も一定期間保有し続けたとして、株価や金利などの変動にさらされることで、どれくらい損失を被る可能性があるかを、過去のデータを基に統計的に計測する手法である。ここでは、直近1年間の日次株価データを基に、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。

本ポートフォリオの値は、コロナ禍の影響を受けて一時は下がったが、直近の数ヶ月は着実に増加している。具体的には、TOPIX を大きく上回り、NIKKEI225 をやや上回るリターンを得られるという結果になった。ここから、本ポートフォリオの構成企業が今まさに競争による成長を果たしていることが示唆される。

#### IV. フィールドワーク及びアンケート

銘柄紹介におけるマーケットシェア成長率の分析及びポートフォリオ分析から、本ポートフォリオ構成企業は外部競争において成長している企業であることが確かめられた。さらに、私たちは公開情報が少ない、本ポートフォリオ構成企業の企業外部の正当な競争や企業内部の競争に対する姿勢を確認するため、フィールドワーク及びアンケートを実施した。①**企業外部の正当な競争**、②**企業内部の競争による成長**、③**企業内部の正当な競争**について、それぞれ社内において関連する制度を設けているか、またその活用状況等についてうかがった。Zoom によるオンライン取材を2社に実施し、アンケートは2社からご回答いただいた。以下の1. フィールドワーク及び2. アンケートにおいて何らかの社内システムを有しているとご回答いただいた項目をまとめた。

オンライン取材及びアンケートの結果、まず、複数の企業で法令遵守のための制度を継続的に実施することで、企業外部の競争の正当性を保っていることが分かった。また、企業内部の競争に関しては、表彰制度やコンテストを設けることで、個人やチームで切磋琢磨する環境を作り、様々な要因を考慮に入れた人事評価やその開示を通して、従業員が不当に評価される状況をなくす取り組みが行われている。

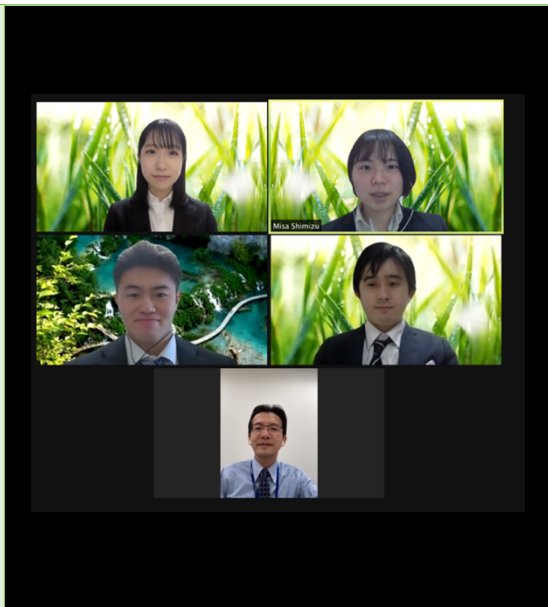
##### 1. フィールドワーク

企業名	オリコン
日時	12/14(月) 16~17 時
ご担当者様	執行役員 企業広報・財務本部長/是久吉彦様, 企業広報部長/山口幸作様
①	企業は法を犯すとたちまち信用を失ってしまう。そのため、外部の弁護士等の専門家を招き、全社員で四半期ごとにインサイダー取引の防止などの講習を行い、不正競争に陥らないよう遵法を徹底している。また、税理士法人などに顧問を依頼し、会計処理の指導を日々受けているため、監査での指摘が少なくなっている。
②	現状維持にこだわるのではなく、新しいことをやり続けていくために、社内のコンテストなどを行い、新たな事業への参入や現行の事業拡大への糸口を探している。また昨年比業績に基づく優秀部門の表彰や、従業員の自発性に応じた研修・スキルアップの制度の整備などを行ない、手厚く支援している。
③	人事制度は基本的に上席が目標管理制度に則って本人の実績に基づく人事評価を行うが、全体が見える企業規模を生かして周囲の声も加味し、公平に評価している。そしてその評価をフィードバックし、業務を改善している。また、変化の激しい業界に属するため、必要に応じて通常の組織の流れを超越して意見を上げることができるようすることで、迅速な意思決定に資する。





企業名	マブチモーター
日時	12/18(金) 11~12時
ご担当者様	執行役員 事業基盤改革推進本部長経営企画本部副部長 広報 IR 室長 特命担当/ 古今敬之様
①	<p>本社はもちろん、子会社にもコンプライアンスを担当する役員を必ず配置している。そして、コンプライアンス委員会を開いている。また、倫理規範では競争の観点について細かく文書化した規定を設け、全世界に共有している。そして、法律的な側面については、弁護士を招き、管理職及び社外の方に対応する機会が多い営業や購買の社員を対象に定期的な教育を行っている。さらに、コンプライアンスをチェックする経営監査室を設置しており、社員の投書が直接経営監査室に届き、経営監査室は社長直属の組織であるため、社員の投書の内容が社長にダイレクトに届けられるシステムとなっている。これによって、コンプライアンスのチェックを全社的に行っている。なお、企業の考え方としては創業者から続く考え方である「しわ寄せをしない経営」を意識し、その考え方を社内に浸透させている。</p>
②	<p>製造業であるが故に、従業員が個人プレーで成し遂げられる領域は広いとは言えないため、チームワークを重視すると同時にチーム単位・会社(子会社)単位でのパフォーマンスの向上を目指している。具体的には、拠点(子会社)ごとの利益率の目標を設定し、その達成状況を厳しくモニタリングしている。社内で実施している技能コンテストは、技能そのものや改善案の提案といったものについて行われており、拠点(子会社)内部のみならず拠点同士が切磋琢磨しているシステムを構築している。</p>
③	<p>人事評価制度については、会社の目標をまず組織に、次にチームにブレイクダウンする。その際、ノルマという形ではなく、組織で「何を伸ばし、何を伸ばさないか」を決めてから目標展開するようにしている。これにより、従業員個人によってそれぞれ目標の数字が変わってくるため、例えば社員を売上ランキング順に並べるといったことは行っていない。各個人の目標達成度は、会社全体の目標との整合性をとりながら、「目標に対してどこまでできたか」をそのプロセスも踏まえた上で評価するようにしている。また、モーターの専門メーカーであるために、会社のビジネスの構造自体が比較的単純である。そのため、不正を行う余地が少ない。こうした特質を活かして、企業の規範からの逸脱を、要所をおさえて効率よくチェックできている。</p>



## 2. アンケート

企業名	アイリックコーポレーション
日時	12/8(火)
ご担当者様	総務人事部 部長/八住和恵様
②	モチベーションの向上を目的として、表彰制度を設けている。営業だけでなく会社を支えるバックオフィスも表彰対象とし全従業員のモチベーションの向上を図っている。また、お互い刺激となる仲間も重要であり、同期入社や類似した経歴を持つ社員同士がお互いに切磋琢磨する事で、優良成績になる事があるように思われる。
③	人事制度に関する規程の他細則を制定し、全社に開示している。他部署からの異動により部員を採用したい場合、社内公募なども行っており、応募者の中から選抜して異動を行っている。

企業名	レッグス <sup>15</sup>
日時	12/10(木)
ご担当者様	経営企画室/松川直樹様
①	仕入先や外部委託先をパートナー会社と位置付け、各種の社会的な法令やルールの遵守に加え、ビジネスの目的や顧客にとって価値あるものとともに作り上げていくというスタンスをパートナー会社と共有する機会を設け、地道な協働を実現しながら、競合との勝負に挑むことを継続している。
②	社員の成果を広く社内に伝え、仲間の成果を素直に皆で称賛し喜ぶこと、情報を共有し発奮材料とすることを目的に、毎月・4半期・年間での社内表彰制度を設定している。また、一体感の醸成とフェアな社内競争の両立を目指し、毎週理念領域と経営領域について社長による社員教育の時間を設け、人間として大切な考え方からマネジメントについての考え方まで、社員皆で共有している。
③	会社全体の業績や、事業部門では本部・グループ・チームという組織編制単位での業績を共有することで、個人が数字の面で見えた会社とその中に位置づけられる自らの業績・成果を把握できるようにしている。このように業績・成果を可視化する環境を整えることで、フェアな社内競争を促している。

<sup>15</sup> レッグスのアンケートについては、企業としてではなく個人としてご回答いただきました。

## V. 日経 STOCK リーグを通して学んだこと

約6ヶ月間にわたるレポート作成の中で、私たちはいくつもの学びを得た。

1点目として、物事の本質を柔軟に考える力が養われた。本稿を書くにあたって、最も悩み苦しんだのが「テーマの決定」であった。「会計の見地から実証分析を行うゼミに所属している私たち」が「今だからこそ」やる意義のあるテーマを探し出すことは決して容易ではなく、実際にテーマと分析の軸を決定するまでには5ヶ月近い期間を要した。特に2020年は世界中がコロナの話題で溢れかえっており、初期にはどうしてもそれにつられる形でテーマを探してしまう部分も多々あった。しかし、日々様々なニュースや学術論文に触れ、チーム内での話し合いを続けていく中で、社会情勢の表面的な理解を超えて、自分たちが熱意を持って研究に取り組むことができるテーマを柔軟に考えられるようになったからこそ、企業内外の存在が「競争」を通じて企業自身もたらず正負の影響に着目した本テーマ"Fair Growing Competition"にいたることができたのではないかと思う。

2点目として、テーマである「競争」の有益性を実際に肌で感じる事ができた。私たちが本レポートをここまで仕上げられたのは、同じゼミに所属して切磋琢磨しあった他チームの存在が大きい。今年弊ゼミから日経 STOCK リーグに参加するチームが他に2チームいた。毎週行われた他チームの進捗報告で、自分たちの進行速度の遅さに焦り、苦悩することも幾度となくあった。しかし、半年間という長い時間、その度に自分たちの課題と向き合いより良いものを作ろうと奮起し続けることができたのもまた他チームの存在があったからこそだと言える。

そして一番大きな学びとして、「競争」というテーマの奥深さを知ることができた。競争という言葉が指す意味は様々であり、企業が参加している市場で起きている競争を指す「競争環境」がある一方で、企業が自社の存する競争環境で具体的に実践する方策を指す「競争戦略」もあるだろう。また、「価格競争」から「技術競争」と競争の題材は広く、私たちが行ったように「企業外部の競争」と「企業内部の競争」に分類することもできるだろう。競争という概念は、経営学、経済学、または会計学など様々な学問で着目されており、関連論文も多くあった。しかし広く知られている概念だからこそ、どのように自分たちの主張を30ページのレポートにまとめるかということが最大の関門であった。何度もzoomによるミーティングを行い、私たちはどのような競争に着目するのか、どのように競争に向き合っている企業に投資をしたいのかといった問いを繰り返し、議論した。初めのうちは、自分たちの主張や考えが整理できず、先輩方から厳しい意見をもらうことも多かったが、最終的に競争の有益性に着目して、「競争による成長」のための能力としての"Growing"とステークホルダーを搾取しない正当な競争としての"Fair"の2つを分析の主軸として加え、企業内外の競争を見ていくというフレームワークを定めた。こうして決定した本稿のテーマ"Fair Growing Competition"は、複雑な「競争」という概念をまとめ、私たちが今後企業に求められると考えた能力の分析を実現できているのではないかと思う。

最後に、授業外においても様々なアドバイスをくださった4年生や大学院生の先輩方、また、未熟な私たちに根気強くご教授いただいた首藤先生に御礼申し上げます。

また、お忙しい中我々の取材やアンケートに対応してくださった企業の皆様、このようなすばらしい機会を設けてくださった野村ホールディングス様と日本経済新聞社様にも厚く感謝申し上げます。

## VI. 参考文献

- Auh, S., and Menguc. B. 2005. Balancing exploration and exploitation: The moderating role of competitive intensity. *Journal of Business Research* 58: 1652 – 1661.
- Blanco, B., Garcia Lala, J. M., and Tribo, J. A. 2015. Segment disclosure and cost of capital, *Journal of Business Finance & Accounting* 42(3)-(4):367-411
- Caskey, J., and Ozel, B. N. 2017. Earnings expectations and employee safety. *Journal of Accounting and Economics* 63:121–141
- Chang, H., and S. Ishida, and T. Kochiyama. 2018. Evaluation of managerial ability in the Japanese setting, *The Japanese Accounting Review* 8: 1-22
- Chen, Y., Podolski, E. J., and Veeraraghavan, M. 2015. Does managerial ability facilitate corporate innovative success? *Journal of Empirical Finance* 34: 313-326
- Cohen, D.A., and Zarowin, P. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings, *Journal of Accounting and Economics* 50(1): 2–19
- Demerjian, P., Lev, B., and McVay, S. 2012. Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science* 58(7): 1229-1248
- Devaro, J. 2006. Strategic promotion tournaments and worker performance. *Strategic Management Journal* 27(8): 721-740
- Dickinson, V., and Sommers, G. A. 2012. Which competitive efforts lead to future abnormal economic rents? Using accounting ratios to assess competitive advantage, *Journal of Business Finance & Accounting* 39(3)-(4): 360–398
- Ehrenberg, R. G., and Bognanno, M. L. 1990. Do tournaments have incentive effects?. *Journal of Political Economy* 98(6): 1307-1324
- Epstein, M.J., and Palepu, K.G. 1999. What financial Analysts Want. *Strategic Finance* 80(10): 48-52
- Frestard, L. 2010. Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance* 65(3): 1097-1122
- Gan, H. 2019. Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 52: 1085-1118
- Greve, H. R. 2007. Exploration and exploitation in product innovation. *Industrial and Corporate Change* 16(5): 945–975 ok
- He, W. 2012. Agency problems, product market competition and divided policies in Japan, *Accounting and Finance* 52: 873-901
- Healy, P. M., and Palepu K. G. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31(1)-(3): 405–440

- Hui, K. W., and Liang, C., and Yeung, P. E. 2019. The effect of major customer concentration on firm profitability: competitive or collaborative?. *Review of Accounting Studies* 24(1): 189-229
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29(2): 193-228
- Kasznik, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37(1): 57-81
- Lazear, E. P., and Gibbs, M. 2017. *Personnel economics in practice*. John Wiley & Sons Inc(樋口美雄監訳, 成松恭多・杉本卓哉・藤波由剛訳『人事と組織の経済学・実践編』日本経済新聞出版社)
- Lavie, D., and Kang, J. and Lori, R. 2011. Balance within and across domains: The performance implications of exploration and exploitation in alliances. *Organization Science* 22(6): 1517-1538
- Muñoz, F., and Núñez-Nickel, M. 2016. Multidimensional competition and corporate disclosure. *Journal of Business Finance & Accounting* 43(3)-(4): 298-328
- Nissim, D., and Penman, S. H. 2001. Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies* 6: 109-154
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42: 335-370
- Sheikh, S. 2018. CEO power, product market competition and firm value, *Research in International Business and Finance* 46: 373-386
- Yung, K., and Nguyen, T. 2020. Managerial ability, product market competition, and firm behavior. *International Review of Economics & Finance*, 70: 102-116
- 石田潤一郎(2016)「報酬格差と企業パフォーマンス(特集 企業内賃金格差の諸相)」『日本労働研究雑誌』No.670, 4-15 頁。
- 入山章栄(2020)『世界標準の経営理論』ダイヤモンド社, 91-94 頁。
- 小田切宏之(2019)『産業組織論—理論・戦略・政策を学ぶ,』有斐閣, 26-29 頁。
- 神取道宏(2014)『ミクロ経済学之力』日本経論社。
- 下野由貴(2013)「サプライチェーンにおける企業間協働の包括的レビュー」『オイコノミカ』第50巻第1号, 39-67 頁。
- 首藤昭信(2010)『日本企業の利益調整 理論と実証』中央経済社。
- 花蘭誠(2018)『産業組織とビジネスの経済学』有斐閣。
- 山口朋泰(2011)「実体的裁量行動の要因に関する実証分析」『日本管理会計学会誌 管理会計学』第19巻第1号, 57-76 頁。
- 「世界で大型 M&A, コロナ後にらむ デジタル囲い込み」, 『日本経済新聞』, 2020 年 8 月 20 日, <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO62878210Q0A820C2EA2000/>(2020 年 12 月 2 日閲覧)

「ニトリ HD 会長, コロナ禍で「寡占化の時代に」」, 『日本経済新聞』, 2020 年 10 月 2 日,  
[https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL02HV0\\_S0A001C2000000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL02HV0_S0A001C2000000/)(2020 年 12 月 9 日閲覧)

「成長優先の競争政策に転機 米司法省が Google 提訴」, 『日本経済新聞』, 2020 年 10 月 21 日,  
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO65254850R21C20A0EA2000/>(2020 年 12 月 9 日閲覧)

「「もう数は追わない」 コンビニ本部、目標でゆがみ」, 『日本経済新聞』, 2020 年 9 月 21 日,  
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO64105300R20C20A9PE8000/>(2020 年 12 月 18 日閲覧)