

東北学院大学 経営学論集

2011年12月(第1号)

名誉教授紹介 富士拳先生……………(1)

〔論 文〕

大学・短期大学における企業倫理教育
—企業倫理教育の確立へ向けた考察—……………矢 口 義 教(7)

線形情報ダイナミクスと株式のバリュエーション
: Dechow, Hutton and Sloan(1999) の方法を使った日本市場の検証……………松 村 尚 彦(21)

地域力創成のためのマーケティングの活用についての考察
「ローカルの力」の可能性を探る……………和 田 正 春(47)

実体的裁量行動に関する実証研究のレビュー
—捕捉方法の観点から—……………山 口 朋 泰(73)

固定収益会計における差異分析の体系とその課題……………松 岡 孝 介(113)

〔研究ノート〕

ニッチ戦略とは何か?……………村 山 貴 俊(135)

東 北 学 院 大 学

經 營 学 論 集

第 1 号

線形情報ダイナミクスと株式のバリュエーション

: Dechow, Hutton and Sloan (1999) の方法を使った日本市場の検証

松村尚彦

(要旨)

本稿では Dechow et al. (1999) の方法にしたがって、日本市場における Ohlson (1995) モデルを使った実証分析を行った。その結果日本においても残余利益の予測、株価水準の予測、株式リターンの予測において Ohlson モデルが有効であることが明らかとなった。また残余利益の時系列構造は日米ともに共通する特徴がみられたものの、株式リターンの予測力の源泉が、残余利益の持続力に対する市場の過大評価にあるとする Dechow et al. (1999) のミスプライシング仮説は、日本市場においては必ずしも当てはまらないことが分かった。

また本稿独自の貢献として、①純粋競争市場モデル、②ランダムウォークモデル、③AR1モデルとその他情報を取り入れたモデルによる株式リターンの予測力の源泉を、投資スタイルの視点から分析したことが挙げられる。この分析の結果①の株式リターン予測力は、バリュー株効果、②はギャップ株効果、③は両者の中間形態の投資スタイルと関連していることが判明した。これらは株式リターンの予測力の源泉を残余利益の持続力の過大評価という単一の原因に求めることが適切ではないことを示唆している。

(キーワード)

Ohlsonモデル、残余利益モデル、情報ダイナミクス、ミスプライシング仮説、投資スタイル

1. はじめに

Ohlson (1995) は、残余利益の時系列構造に1次の自己回帰過程を仮定し(これをOhlsonは「情報ダイナミクス」と呼んだ)、それを残余利益モデル(RIV)に代入することで、現在利用可能な会計情報とモデルパラメータだけで株式の理論株価を推定できることを明らかにした。

これまでも、将来の配当金の割引現在価値から理論株価を求める配当割引モデル(DDM)、将来のフリーキャッシュフローの割引現在価値から理論株価を求めるディスカウントキャッシュフローモデル(DCF)、そして現在の純資産と将来の残余利益の割引現在価値から理論株価を求める残余利益モデル(RIV)¹⁾などの株式のバリュエーションモデルが存在したが、いずれのモデルも配当(DDM)、フリーキャッシュフロー(DCF)、残余利益(RIV)などに関する超長期の予測が必要となるため、実証分析を行う上で大きな困難を伴っていた。ところがOhlsonモデルはそうした実証分析上の問題点をクリアーし、現在の純資産と会計利益の情報のみで株式の理論

1) Edwards&Bell (1961) 参照

価格を推定する方法に道を開いたのである。このためOhlsonモデルの発表は、1990年後半以降の実証会計学、実証ファイナンスにおけるひとつのエポックメイキングな出来事となり、その後数多くの実証研究が行われることとなった。また実証分析だけでなく、会計情報と株式のバリュエーションの直接的な関係を明らかにしたこと、競争市場における残余利益の低減という現実的に妥当性の高い仮定に基づいていること、さらにDDMでは困難であったModigliani-Millerの配当無関連命題の問題をクリアーしていることなどから、Ohlsonモデルは理論的な観点からも大きな意義を持つモデルとなったのである。

本稿では、Ohlsonモデルが持つ理論的な構造とその意義について詳しく述べるとともに、Ohlsonモデルを用いた最も包括的な実証分析のひとつであるDechow et al. (1999)の方法にしたがって、日本市場におけるOhlsonモデルの有効性を検証した。その結果、残余利益、株価水準、株式リターンについてOhlsonモデルが高い予測力をもつこととともに、そこには米国におけるDechow et al. (1999)の分析とは異なる結果が数多く見出されることを明らかにした。その中で最も顕著な違いのひとつは、残余利益の持続力を市場が過大評価しているため、株価がミスプライシングされているというDechow et al. (1999)のミスプライシング仮説を支持する結果が得られなかったことである。その原因を考えるために、本稿ではOhlsonモデルが持つ株式リターンの予測力の源泉に関して、投資スタイルの視点から新たな分析を試みた結果、Ohlsonモデルによる投資戦略はバリュー株効果とガープ効果との中間にあたる投資スタイルを持つことが明らかになった。こうした結果はDechow et al. (1999)のミスプライシング仮説の主張が日本では当てはまらないか、少なくともリターン予測力の源泉を残余利益の持続性に対する市場の過大評価という単一の原因だけに求めることはできないことを示唆している。

以下では第2節でOhlsonモデルの理論とその意義についてまとめた上で、第3節で米国におけるDechow et al. (1999)の研究の概要を述べる。そして第4節において日本市場におけるOhlsonモデルの分析とその結果に関する若干の考察を行う。第5節は全体のまとめである。

2. 残余利益モデルと線形情報ダイナミクス

2.1. 残余利益モデル

新古典派経済学の枠組みでは、株式の理論価格は、将来の配当金（キャッシュフロー）の割引現在価値合計と等しい。この考え方に基づいた株式の理論価格モデルは配当割引モデル（以後DDMと表記）と呼ばれ、次の式で表される。

$$V_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+k)^{-\tau} E_t(\bar{d}_{t+\tau}) \quad (\text{式1})$$

ただし

V_t : t時点の理論株価

$d_{t+\tau}$: t + τ 時点に支払われる配当

k : 資本コスト

$E_t(\cdot)$: t 時点の情報に基づく期待値

Edwards&Bell (1961) や Ohlson (1995) における残余利益モデル (RIV) は, 上の配当割引モデル (以後 DDM と表記) に対して, 次の 2 つの条件を追加することによって導き出される。

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \quad (\text{式 2})$$

$$\frac{\partial b_t}{\partial d_t} = -1, \frac{\partial x_t}{\partial d_t} = 0 \quad (\text{式 3})$$

ただし

x_t : t 期 ($t-1, t$) の会計利益

b_t : t 期末の純資産簿価

(式 2) は, t 期末の純資産簿価が, 前期の純資産簿価に t 期の利益と配当の差額である内部留保をプラスしたものと等しいという, クリーンサープラス関係 (以後 CSR と表記する) を表している。これは全ての損益が損益計算書を通じて計算され, 純資産を直接調整する科目のない場合に成立する会計上の関係である。また (式 3) は, 配当の支払いが同じ金額だけ純資産を減少させるが, 会計利益には影響を与えないことを意味している。

ここで残余利益を次の式で定義する。

$$x_t^a \equiv x_t - k \cdot b_{t-1} \quad (\text{式 4})$$

この定義式から分かるように, 残余利益は会計利益から資本コスト (金額ベース) を差し引いたものである。この定義式を (式 2) に代入すると t 期の配当 d_t は次のように書き換えられる。

$$d_t = x_t^a - b_t + (1+k)^{-\tau} b_{t-1} \quad (\text{式 5})$$

更に (式 5) の関係を, DDM を表す (式 1) に代入すれば, 次の残余利益モデル (RIV) が導かれる。

$$V_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+k)^{-\tau} E_t(\bar{x}_{t+\tau}^a) \quad (\text{式 6})$$

この残余利益モデルは, 株式の理論価格が (V) が現在の純資産簿価と将来の期待残余利益の現在価値合計となることを示している。言い換えると残余利益モデルは, DDM とは違って, 配当という企業経営者が任意に決定することのできる数値ではなく, 一定のルールにしたがって作成される会計情報によって株式の理論価格を求められることを明らかにしたという点で, 大きな意義のあるモデルだと言える。そのため Ohlson (1995) 以降は, 残余利益モデルに関する実証研究が数多く発表された。たとえば Francis et al. (2000) は, 残余利益モデルと, DDM, デイス

カントキャッシュフローモデル (DCF) を比較して、残余利益モデルが、最も株価に対する説明力の高いモデルだとしている。

このように残余利益モデルは、理論的にも実証的にも多くの研究者の関心を引き付けたが、実証分析上は、いくつかの問題を抱えていた。ひとつの問題は、ターミナルバリューの推定である。

(式6) を見ればわかるように、理論株価の推定には無限大の期間に亘る残余利益の期待値が必要となるが、実証研究では超長期に亘る残余利益を1年ごとに予想していくことは事実上不可能である。そこで多くの実証研究では予想期間を一定の期間に区切って、その後の残余利益の期待値合計はターミナルバリューとしてまとめて計算することとなる。たとえばFrankel&Lee (1998) は、 $t + 3$ 期以降の残余利益が一定という仮定を置いた次の式によって分析を行っている。

$$V_t = b_t + \frac{f(1)_t - k \cdot b_t}{(1+k)} + \frac{f(2)_t - k \cdot b(1)_t}{(1+k)^2} + \frac{f(3)_t - k \cdot b(2)_t}{(1+k)^3 \cdot k}$$

ただし

$f(i)_t$: t 時点における $t + i$ 期の会計利益に対するアナリストのコンセンサス予想

$b(i)_t$: t 時点においてクリーンサープラス関係から計算された $t + i$ 時点の純資産簿価

右辺第4項がターミナルバリューとなっているが、このフォームでは残余利益の予測期間が何故 $t + 3$ 期までなのか、また何故それ以降の残余利益が $f(3) - k \cdot b(2)_t$ で一定だと仮定できるのかについて、合理的な説明をすることは困難である。こうしたアドホックな仮定を置かなければ、実証分析には利用できないというのは、DDMやキャッシュフローディスカウントモデルとも共通した問題点である。

更にFrankel&Lee (1998) の実証上のモデルは別の問題も抱えている。右辺第2～4項にある金額ベースの資本コスト $k \cdot b(i-1)_t$ の現在価値合計は、若干の数学的な計算により b_t と等しくなること、およびクリーンサープラス関係を前提とすると、Frankel&Lee (1998) のモデルは次の式と等値となることが知られている²⁾。

$$V_t = \frac{d(1)_t}{(1+k)} + \frac{d(2)_t}{(1+k)^2} + \frac{f(3)_t}{(1+k)^3 \cdot k}$$

この式は、Frankel&Lee (1998) のモデルが、 $t + 2$ 期までの配当を個別に予想し、 $t + 3$ 期以降の配当は t 時点における $t + 3$ 期のアナリスト予想に等しいという仮定を置いたDDMと同じものであることを示している。つまりFrankel&Lee (1998) のモデルは、事実上DDMを用いた実証分析をしていることと変わらず、純資産簿価や会計利益などの会計情報と株価評価の関係を表す残余利益モデルの長所が十分生かされていないのである。更にPenman (1997) は、Frankel&Lee (1998) に限らず、これまでの実証研究で用いられてきた残余利益モデルは、ターミナルバリューの計算を伴う限り、最終的にはDDMに還元されてしまうことを明らかにした。そのためアドホックな仮定を置いたターミナルバリューの計算を伴う残余利益モデルでは、会計情

2) Dechow et al. (1999) 参照

報と株価評価との関係を明示的に示すことができないのである。こうした問題点を改善するためにOhlson (1995) では、ターミナルバリュエーションを用いずに、時点 t の情報のみを使って将来の残余利益を合理的に推定することのできる線形情報ダイナミクス（以後LIDと表記する）が提案された。

2.2. 線形情報ダイナミクス (LID)

Ohlson (1995) は、残余利益について、市場均衡における企業の正常利益（=資本コストに収斂する）を超えた超過利益であると解釈している。このため残余利益は、企業の競争優位性や独占などによって一時的に発生する（monopoly rents）ものの、長期的には競争原理が働いてゼロに収束していくものと考えた。そしてこの仮定のもとに次の残余利益の時系列モデルを提案し、それを情報ダイナミクスと名付けた。

$$\tilde{x}_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1} \quad (\text{式7a})$$

$$\tilde{v}_{t+1}^a = \gamma v_t^a + \varepsilon_{2,t+1} \quad (\text{式7b})$$

ただし

x_t^a : 時点 t の超過利益

ω : 超過利益の持続性を表すパラメータ ($0 \leq \omega < 1$)

v_t : 時点 t において以外に $t+1$ 期の超過利益に影響を与える「その他情報」

γ : その他情報の持続性を表すパラメータ ($0 \leq \gamma < 1$)

$\varepsilon_{1,t+1}, \varepsilon_{2,t+1}$: 誤差項（平均=0の正規分布）

線形情報ダイナミクスは、パラメータ ω と γ さえ与えられれば、現在（時点 t ）における情報（ x_t^a , v_t ）のみを用いて将来の超過利益の期待値を計算できるモデルになっている。したがって従来の実証分析で問題となってきたターミナルバリュエーションの計算は上手く回避されている。また超過利益は長期的にはゼロに収束してゆくとの仮定から、パラメータ ω と γ はゼロ以上 1 未満の制約条件がつけられる。 ω と γ は、その制約条件の下で過去の超過利益とその他情報のデータより推定することができる。 x_t^a は（式4）より t 期の会計利益、 $t-1$ 期の純資産、資本コストから計算される。したがって、あとはその他情報（ v ）さえ推定できれば実証分析で情報ダイナミクスが利用可能となる。この変数 v は、現在の超過利益には含まれていないが翌期の超過利益に影響を与える情報と定義されるが、Ohlson (1995) の線形情報ダイナミクスでは、その具体的な内容は特定されていない。そのため v を特定するための様々な試みがなされてきた。たとえばMyers (1999) は期末受注残高から、Barth et al. (1999) は会計発生高から、Ota (2002) は残余利益の1次の自己回帰過程から計算された残差の相関構造から、 v を推定する試みを行っている。本稿では、後で詳しく見ていくように、Dechow et al. (1999) およびOhlson (2001) にしたがって、アナリスト予想を用いて v を推定する方法をとっている。

Ohlson (1995) は、残余利益に (式7a) (式7b) で表される自己相関構造を仮定し、それを残余利益モデル (式6) に代入して数学的に展開すれば、株式の理論価格が次の式によって表されることを明らかにした。

$$V_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \beta_1 v_t \quad (\text{式8})$$

ただし

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{1+k-\omega}$$

$$\beta_1 = \frac{1+k}{(1+k-\omega)(1+k-\gamma)}$$

このように情報ダイナミクスモデルと残余利益モデルを用いれば、現在利用可能な情報とモデルパラメータ (ω, γ) のみで、株式のバリュエーションが可能となる。この点こそが Ohlson (1995) の大変重要な貢献だと言えよう。

2.2.3. 線形情報ダイナミクスの説明力

線形情報ダイナミクスは、競争市場における超過利潤がゼロに収束するという理論的には妥当な想定にもとづいているが、現実的な妥当性については実証研究による分析を待つほかはない。この点について少し補足をしておこう。

(式7b) で γ がゼロ、したがって β_1 がゼロであれば、残余利益は次の1次の自己回帰モデル (AR1) に従う。

$$x_t^a = \omega_0 + \omega_1 x_{t-1}^a + \varepsilon_t \quad (\text{式7c})$$

線形情報ダイナミクスに関する最も簡単な検証は、このAR1モデルについて、時系列データから① $\omega_0=0$, ② $0 \leq \omega_1 < 1$, ③ 2次以降の自己回帰係数がゼロという仮説が支持されるかどうかを検証することによって行われる。この方法による検証では、米国と日本において、必ずしも情報ダイナミクスモデルを支持する結果は得られていない。たとえば米国に関して Dechow et al. (1999) の実証分析の結果は (図表1) の通りであった³⁾。パネルAからは $\omega_1=0.62$ で統計的な有意性も高いことから、②の仮説 ($0 \leq \omega_1 < 1$) は支持されることが分かる。ただし $\omega_0=0.02$ と非常に小さい値ながらも、統計的な有意性は高く①の仮説 ($\omega_0=0$) は支持されない。またパネルBは、4次の自己回帰変数まで含めることによって、1次の変数 (ω_1) の値は大きく変わらなかったものの、2次の自己回帰係数は統計的に有意であり、③の仮説 (2次以降の自己回帰係数=0) が支持されないことを示している。このため厳密な基準で言えば米国において線形情報ダイナミクスモデルは成立していないことになる。ただし Dechow et al. (1999) は、1次の自己回帰モデルと4次の自己回帰モデルで決定係数に大きな違いがないことや、2次の自己回帰係数

3) Dechow et al. (1999) は個社ごとの時系列データではなく、プールデータに対して回帰分析を行っている。

(図表 1) 残余利益の自己相関構造

・ パネルA: ラグ1、プールの回帰

$$x_{t+1}^a = \omega_0 + \omega_1 x_t^a + \varepsilon_{t+1}$$

ω_0	ω_1	R^2
-0.02	0.62	0.34
(-29.04)	(138.31)	

・ パネルB: ラグ4、プールの回帰

$$x_{t+1}^a = \omega_0 + \omega_1 x_t^a + \omega_2 x_{t-1}^a + \omega_3 x_{t-2}^a + \omega_4 x_{t-3}^a + \varepsilon_{t+1}$$

ω_0	ω_1	ω_2	ω_3	ω_4	R^2
-0.01	0.59	0.07	0.01	0.01	0.35
(-12.36)	(68.31)	(7.50)	(0.86)	(1.59)	

Dechow et al. (1999)を元に作成。

() 内の数値は t 値

の値が非常に小さいことから、線形情報ダイナミクスは、現実を近似するモデルとして利用可能なものではないかとしている。この点を裏付けるために、Dechow et al. (1999) は残余利益を予想する様々なモデルと比較して、線形情報ダイナミクスが、残余利益と株価に対する説明力が最も高いことを示している。その検証結果は後程詳しく見ていくことにしよう。

一方日本における線形情報ダイナミクス (LID) の検証であるが、新谷 (2009) はDechow et al. (1999) と同じ方法で、LIDの説明力を検証した。その結果米国と同じように②の仮説 ($0 \leq \omega_1 < 1$) は支持されるものの、①の仮説 ($\omega_0 = 0$) は支持されないこと、また4次の回帰係数全てが統計的に有意であったことから、③の仮説 (2次以降の自己回帰係数=0) も支持されないことを明らかにした。ただし新谷 (2009) の結果でも、米国の検証結果と同じように、1次と4次の自己回帰モデルで決定係数に大きな差がないこと、2次以降の自己回帰係数の値が小さいことが示されたこと、また米国と同じように他の方法と比較して残余利益や株価に対する説明力が最も高いことなどから、LIDは現実を近似するモデルとして利用可能だと判断することはできるのではないと思われる。この点については後程、本稿による実証分析も踏まえて検討していくことにしたい。

2.3. Ohlsonモデルの意義

Ohlson (1995) 以後、実証会計学、実証ファイナンスの研究分野では、残余利益モデルや情報ダイナミクスに関する実証研究が数多く現れることとなった。これはOhlson (1995) が、残余利益モデルと情報ダイナミクスを組み合わせることによって、現在の会計に関わる情報とモデルパラメータのみで、株式のバリュエーションを行うモデルをはじめて提示したことによる。そのことの意義は非常に大きい。

本稿でも既にOhlson (1995) の意義として、①ターミナルバリュエーションの計算を不要にしたこと、②会計情報 (利益と純資産) と株式の理論価格との関係を明らかにしたこと、③競争市場における

超過利益の低減という理論的に妥当な想定に基づいたモデルであること、また④実証研究において配当割引モデルやディスカウントキャッシュフロー法よりも株価に対する説明力が高いこと、などを述べてきたが、その他にもう一つ大きな意義としては、⑤Modigliani-Millerの配当無関連命題に対する問題をクリアーしたことが挙げられるだろう。すなわち配当割引モデル (DDM) では、将来の配当金の割引現在価値から株式の理論価格を求めるため、予想する配当の金額によって株式の理論価格は大きな影響を受けることになり、配当無関連命題との一貫性がしばしば問題になってきた。残余利益モデルと線形情報ダイナミクスを組み合わせたOhlson (1995) モデルでは、配当金を予想する必要がなく、またターミナルバリューを用いないため、Penman (1997) が指摘したような残余利益モデルが配当割引モデルに解消されてしまうという問題も生じない。このため配当割引モデルが持っていたModigliani-Millerの配当無関連命題との矛盾という難題はクリアーされているのである。

3. Dechow, Hutton and Sloan (1999) の実証分析

3.1. モデルのバリエーション

ここでDechow et al. (1999) により、米国におけるOhlson (1995) モデルの実証研究を紹介しておこう。彼らはパラメータに様々な仮定を置くことによって、LIDと株価モデルについて全部で8つのモデルを作成している。ここでは8つのモデルうち本稿での論旨に重要な意味を持つと思われる4つについて紹介したい。はじめの3つはOhlson (1995) においては内容が特定されていなかったその他情報 (v) を省いたモデル、最後の1つがその他情報 (v) を含むフルバージョンのモデルとなる。またそれらは残余利益の時系列構造に関する仮定の違いと、それに対応する株価のバリュエーションとの関係を表したモデルであるということもできる。

(モデル1) $\omega=0$, v なし

このモデルでは、(式7a)における $t+1$ 期の残余利益 x_{t+1}^e は常にゼロとなる。すなわち製品市場は純粋な競争市場であり、超過利益は翌期には消滅すると仮定されているモデルである。この仮定を(式8)に適用すると、株式の理論価格は次の式にあるように t 期の純資産と等しくなり、超過利益は株価に対する説明力を持たない形となる。

$$V_t = b_t$$

このモデルはモデル1または純粋競争市場モデルと呼ぶことにする。

(モデル2) $\omega=1$, v なし

このモデルでは、(式7a)における $t+1$ 期の残余利益は、 t 期の残余利益 x_t^e に等しくなり、残余利益はランダムウォークに従うと仮定されている。この仮定を(式8)に適用すると、株式の理論価格は次の式で表される。このモデルでは、株価に対する説明変数は資本コスト、会計利益、配当であり、純資産は説明力を持たないものとなっている。

$$V_t = \left(\frac{1+r}{r}\right)x_t - d_t$$

このモデルはモデル 2 またはランダムウォークモデルと呼ぶことにする。

(モデル 3) $\omega = \omega^u$, v なし

このモデルにおける ω は AR1 による残余利益の自己回帰係数である。すなわち (式 7a) における $t+1$ 期の残余利益 x_{t+1}^a は 1 次の自己回帰モデルにしたがうと仮定されている。この仮定を (式 8) に適用すると、株式の理論価格は次の式で表され、株価は純資産、超過利益の 2 つによって説明されることになる。

$$V_t = b_t + \alpha_1 x_t^a$$

ただし

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{1+k-\omega}$$

このモデルはモデル 3 または AR1 モデルと呼ぶことにする。

(モデル 4) $\omega = \omega^u$, $\gamma = \gamma^v$

このモデルは (式 7a) と (式 7b) によるその他情報を含めたものであり、 ω^u は AR 1 による残余利益の自己回帰係数、 γ^v は ω^u のもとでの v の自己回帰係数である。この想定のもとでは、株式の理論価格は (式 8) と等しくなり、株価は純資産、超過利益、その他利益から説明される。

$$V_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \beta_1 v_t \quad (\text{式 8 再掲})$$

ただし

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{1+k-\omega}$$

$$\beta_1 = \frac{1+k}{(1+k-\omega)(1+k-\gamma)}$$

このモデルはモデル 4 または AR 1 およびその他情報を含むモデルと呼ぶことにする。また以上のモデルのうちモデル 1 と 2 は、情報ダイナミクスを取り入れていないモデル。モデル 3 と 4 は情報ダイナミクスを取り入れたモデルと分類することにしよう。

これらのモデルを実証データに適用していくためには、最大 (モデル 4 すなわち $\omega = \omega^u$, $\gamma = \gamma^v$ のケース) で、3 つの変数 (b_t , x_t^a , v_t) と 2 つのパラメータ (ω , γ) が必要となる。このうち純資産 (b_t)、残余利益 (x_t^a) については、時点 t の会計情報と資本コストの推定によって比較的容易に利用可能なデータである。また ω は、過去の残余利益から AR1 による自己回帰係数を求めればよく、 γ はその他情報 (v) のデータさえ確定すればやはり AR 1 により計算することができる。したがってモデル 4 を使って株価評価を行うために推定すべき変数は、その他情報 (v) だけが残されたことになる。Dechow et al. (1999) の研究では、Ohlson (2001) の方法にならって、次の考え方によりアナリストのコンセンサス予想利益を使って v のデータを特定し

ている。

もう一度 (式7a) に戻って考えてみよう。

$$\bar{x}_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1} \quad (\text{式7a再掲})$$

(式7a) は、その他情報を表す変数 v_t が、 t 期における全ての情報にもとづく $t+1$ 期の超過利益 (x_{t+1}^a) に関する条件付き期待値と、AR1モデルから推定された超過利益 (ωx_t^a) との差と等しいことを示している。すなわち (式7a) を v_t について書き換えれば、

$$v_t = E_t(x_{t+1}^a) - \omega x_t^a$$

となる。そして $t+1$ 期の超過利益の条件付き期待値は、 $t+1$ 期の予想利益から金額ベースの資本コストを差し引いたものに等しいことから、時点 t における $t+1$ 期の予想利益を f_t と表すと、

$$E_t(x_{t+1}^a) = f_t^a = f_t - kb_{t-1}$$

となる。ここで資本コスト k と前期の純資産 b_{t-1} は既知である。また f_t にはアナリストのコンセンサス予想を用いることができる。ここから v は

$$v_t = f_t^a - \omega x_t^a$$

となり、全て入手可能なデータにより計算できることとなる。

3.2. 残余利益の予測と株価水準の説明力

第2節では、米国市場における分析では、残余利益の時系列的な特性として、2次の自己回帰係数までが統計的に有意であるなど、必ずしも線形情報ダイナミクスが支持されないことを紹介した。ここでは線形情報ダイナミクスに関する4つのモデル ($\omega=0$, $\omega=1$, $\omega=\omega^u$, $\omega=\omega^u$ & $\gamma=\gamma^w$) ごとに、残余利益と株価水準の予測精度にどのような差があるかをみていくことによって、線形情報ダイナミクスの有効性について考えてみたい。

(図表2) のパネルAは、4つのモデルによる残余利益 (x_{t+1}^a) の予測精度の違いを測定したDechow et al. (1999) の結果である。符号付誤差は、実際のデータ値と各モデルによる予測値との差の平均値であり、各モデルによる予測値が過大または過小になるバイアスの有無を示す。また絶対誤差は、符号付誤差の絶対値の平均値、二乗誤差は、符号付誤差を二乗したものの平均値であり、これらは各モデルによる予測値の精度を示す指標である。まず $\omega=0$ の符号付誤差を見てみると、符号はマイナスであり、その数値も4つのモデルの中では2番目に大きな値となっている。このモデルによる $t+1$ 期の残余利益は常にゼロとなるので、検証期間中の残余利益の実現値は平均してマイナスとなっていたことを示している。この結果についてDechow et al. (1999) は、彼らが検証に使った資本コスト (12%) が適切ではなく、実際の資本コストより高かった可能性があるとしている。この点については彼らの検証結果を見ていくうえで注意し

(図表 2) 残余利益と株価水準の予測精度

・パネルA: t+1期の残余利益の予測精度			
	符号付誤差	絶対値誤差	二乗誤差
$\omega=0$	-0.029	0.087	0.033
$\omega=1$	0.006	0.081	0.032
$\omega = \omega^U$	-0.008	0.077	0.030
$\omega = \omega^U \& \gamma = \gamma^w$	-0.032	0.052	0.015
・パネルB: 株価水準の予測精度			
	符号付誤差	絶対値誤差	二乗誤差
$\omega=0$	0.291	0.445	0.284
$\omega=1$	0.378	0.519	0.363
$\omega = \omega^U$	0.320	0.461	0.284
$\omega = \omega^U \& \gamma = \gamma^w$	0.259	0.419	0.241

Dechow et al. (1999) を元に作成。

なければならないことである。またAR1モデル ($\omega = \omega^U$) の符号がプラスであるにも関わらず、アナリスト予想を使ったモデル4 ($\omega = \omega^U \& \gamma = \gamma^w$) は符号がマイナスでその値も最も大きくなっていることが分かる。Dechow et al. (1999) はここにこれまでの実証研究でも良く知られているアナリスト予想の楽観的なバイアスが反映されていると解釈している。予測の精度を表す絶対誤差と二乗誤差は、純粋競争市場モデル ($\omega=0$) とランダムウォークモデル ($\omega=1$) の値が大きく、AR1モデル ($\omega = \omega^U$) では予測精度が改善しており、またアナリスト予想を使ったモデル4 ($\omega = \omega^U \& \gamma = \gamma^w$) では更に予測精度が大きく改善している。これは線形情報ダイナミクスをより完全な形で用いるほど残余利益の予測精度が向上していることを示している。第2節で、線形情報ダイナミクスは残余利益の時系列特性を必ずしも的確に表していないことを指摘したが、以上の結果は限定的にはあるが、線形情報ダイナミクスの有効性を示す証拠だといえることができるであろう。

では各モデルによる残余利益の予測精度の違いは、株価の予測精度にどのような形で反映されているだろうか？(図表2)のパネルBは、4つのモデルごとに導き出された理論価格と実際の株価との誤差を示したものである。この結果によると、4つの全てのモデルで符号付誤差はプラスの値をとっており、モデルによる株価の推定値が過小であることが分かる。ここからもDechow et al. (1999) が用いた資本コスト(12%)が適切な値よりも過大である可能性を指摘することができるであろう。また4つのモデルのうちで最も予測精度が悪かったのは $\omega=1$ である。これはパネルAにおいてランダムウォークモデル($\omega=1$)の残余利益の予測精度が劣っていたこと、また $\omega=1$ は現在の残余利益の水準が半永久的に継続すると仮定されたモデルであり、長期間に亘る残余利益は次第にゼロに近づくという想定から最も遠く離れたモデルとなっていることもその原因であると推測される。その証拠に1期先の残余利益の予測では最も精度の低かつ

た $\omega=0$ は、株価の推定誤差に関しては $\omega=1$ よりも良いパフォーマンスを示している。また残差利益の予測精度と株価の推定誤差との関係を見ると、残差利益の予測精度が最も高かったモデル4 ($\omega=\omega^u$ & $\gamma=\gamma^w$) が、株価の推定誤差においても最も高いパフォーマンスを示しているものの、 $\omega=0$, $\omega=\omega^u$, $\omega=\omega^w$ & $\gamma=\gamma^w$ の各モデルの間で大きな差は認められない。したがって残余利益の予測精度を市場は十分に反映していない可能性があると言えそうである。

3.3. 株価のミスプライシングの可能性に関する検証

以上、純粋競争モデル ($\omega=0$)、ランダムウォークモデル ($\omega=1$)、AR1モデル ($\omega=\omega^u$) モデル、そしてその他情報も含めたモデル4 ($\omega=\omega^u$ & $\gamma=\gamma^w$) の予測精度を比較してきたが、その結果、残余利益に対する予測精度は、線形情報ダイナミクスを取り入れたAR1モデル、およびその他情報も含めたモデル4がより高い精度を持つことが分かった。しかし残余利益の予測精度が高いモデルが、それに見合った高い株価の予測精度を示した訳ではなかった。その原因としては、①Ohlson (1995) モデル自体が株式のバリュエーションをミススペシファイしている可能性、②市場の株価形成が合理的でなくミスプライシングされている可能性が考えられる。このうち②の可能性を検証するために、将来の市場の株価が情報ダイナミクスによるOhlson (1995) モデルの推定値に近づくかどうかを検証すればよい。ここではDechow et al. (1999) による検証結果をみていこう。

具体的な検証方法は次の通りである。4つのモデルによる株価の推定値 V_t を市場の株価 P_t で割って、 V_t / P_t という指標を計算する。この指標は、値が高いほど市場の株価はモデルによる株価推定値よりも割安であり、反対に値が低いほど市場の株価はモデルによる株価推定値よりも割高だと言う関係を表している。したがって、もし市場が短期的にミスプライシングしているのであれば、 V_t / P_t が高い銘柄ほど将来の株式リターンが高く、この値が低い銘柄ほど将来の株式リターンは低くなるはずである。(図表3)は V_t / P_t の大きさで10に分けたポートフォリオの1年後のリターンを表している。またヘッジポートフォリオのリターンは、第10分位のポートフォリオ(株価が最も割安)のリターンから第1分位のポートフォリオ(株価が最も割高)のリターンを差し引いたものである。この値が大きく、統計的に有意であれば市場の株価はミスプライシングされているという②の仮説が支持されることになる。

その結果を見ると $\omega=0$, $\omega=1$ のモデルはヘッジポートフォリオのリターンが0.072と0.076でほぼ同じ、統計的な有意性は $\omega=0$ がやや劣るものの両モデルとも有意水準5%で有意である。さらに $\omega=\omega^u$ のモデルをみると、ヘッジポートフォリオのリターンが0.094と最も高く統計的な有意性を表すt値も一番高い。ところが株価の推定誤差が最も小さかった $\omega=\omega^u$ & $\gamma=\gamma^w$ のモデルでは、ヘッジポートフォリオのリターンは0.062で最も低く統計的にも有意ではなかった。この結果はどう解釈したら良いのだろうか? Dechow et al. (1999) は、その原因を市場は楽観バイアスのあるアナリスト予想をナイーブに反映しており、残余利益の持続性を表す ω の値を過大に評価しているためだと考えた。そしてこの点について検証するために、次のような方法を用い

(図表 3) V/P比率の株式リターン予測力

	$\omega=0$	$\omega=1$	$\omega = \omega^u$	$\omega = \omega^u \& \gamma = \gamma^{\omega}$
1分位	0.143	0.159	0.14	0.162
2分位	0.171	0.143	0.174	0.159
3分位	0.153	0.161	0.152	0.154
4分位	0.169	0.158	0.162	0.158
5分位	0.181	0.16	0.17	0.171
6分位	0.17	0.166	0.181	0.175
7分位	0.191	0.182	0.18	0.185
8分位	0.196	0.202	0.197	0.203
9分位	0.206	0.222	0.203	0.204
10分位	0.215	0.235	0.234	0.224
リターンズブレッド	0.072	0.076	0.094	0.062
(t値)	(1.94)	(2.24)	(2.39)	(1.34)

Dechow et al. (1999) を元に作成。

て株価にインプライされた ω を推定した上で、過去のデータから計算した ω と比較をしている。

その他情報のないOhlsonモデルは、残余利益の定義とクリーンサープライス関係を使えば、次の様な会計利益ベースのモデルに書き換えることができる。

$$V_t = \alpha + \beta_1 b_t + \beta_2 x_t \quad (\text{式 9})$$

ただし

$$\beta_1 = 1 - k\omega / (1 + k - \omega)$$

$$\beta_2 = (\omega + k\omega) / (1 + k - \omega)$$

この(式9)にしたがって、クロスセクションの株価データ、純資産データ、残余利益データを回帰分析すれば、市場の株価によってインプライされた ω の値を求めることができる。これを ω^M と表すことにしよう。もし市場が楽観バイアスのあるアナリスト予想をナイーブに反映しているために、残余利益の持続性を表す ω の値を過大評価し、そのために株価がミスプライシングされているのであれば、過去のデータを用いた自己回帰分析によって計算した ω の値と ω^M の間には $\omega < \omega^M$ という関係が成り立つはずである。Dechow et al. (1999)の検証結果は $\omega = 0.62$ に対して、 $\omega^M = 0.85$ となり、市場の株価形成が合理的でなく株価がミスプライシングされているという仮説を支持するものであった。

ここまでDechow et al. (1999)の概要を紹介してきたが、概要をみるだけでも彼らの研究が大変広範囲の課題を対象としており、Ohlson (1995)モデルが実証研究に対して持つ様々なインプリケーションを数多く引き出すなど、貴重な貢献をした研究であることが分かる。そこで次に彼らのリサーチデザインを参考にしつつ、日本の市場におけるOhlson (1995)モデルの有効

性について検証していこう。

4. 日本市場における分析

4.1. 日本市場に関する先行研究

日本市場を対象としたOhlson (1995) モデルの実証研究は、あまり多く存在しない。そうしたなかで奥村・吉田 (2000)、太田 (2000) は、欧米におけるOhlsonモデルの実証研究の方法を取り入れて分析を行った比較的早い時期の研究である。しかしこれら2つの実証研究では、(式7a) (式7b) における「その他情報」が考慮されておらず、残余利益は過去の1次の自己回帰過程から導き出される ω^u によって低減していくというモデル、すなわち3節で紹介したDechow et al. (1999) のモデルのうち $\omega = \omega^u$ (v なし) のモデルのみでしか検証が行われていない。またOta (2002) では、過去の残余利益の残差に存在する自己相関関係から、統計的な手法を使って「その他情報」を算出して、その他情報を含むOhlson (1995) モデルの検証を行っている。この方法は統計的な手法を上手く利用した斬新なものであったが、その後この研究をフォローするものがおらず、特殊な研究方法のひとつに留まっている。そうしたなかで新谷 (2009) は、Ohlson (2001) およびDechow et al. (1999) にしたがって、アナリストのコンセンサス予想を使ってその他情報を推定してOhlson (1995) モデルの検証を行っている。新谷 (2009) はDechow et al. (1999) と同じく8つのモデルを使って日本市場の分析を行って日米の比較をした結果、次の事実を発見した。

① 残余利益の自己相関構造

Dechow et al. (1999) では2次の自己相関までしか認められなかったが、新谷 (2009) では4次の自己相関係数までが統計的に有意であり、情報ダイナミクスが想定するような1次の自己相関構造を見出すことはできなかった。

② 残余利益と株価に対する予測精度

各モデルによる予想精度の優劣は日米ともに大きな違いはなかった。またアナリスト予想を使ったモデルの残余利益の符号付誤差がマイナスとなり、日本においてもアナリスト楽観バイアスが存在することが明らかとなった。

③ 純資産と会計利益の株価説明力

株価に対してクロスセクションで純資産と会計利益を回帰分析 (式9参照) からは、米国と比べて日本では純資産の株価説明力が2倍程度も大きい。しかし2000年以降はしだいに会計利益の説明力が高まって、米国に類似したパターンになってきていることを示している。

④ 株式リターンの予測力

理論株価が純資産と等しくなる $\omega=0$ のモデルは株式リターンの予測力が高かったものの、純資産を無視して会計利益の情報だけを使う $\omega=1$ のモデルでは株式リターンの予測力に統計的な有意性は認められなかった。これは $\omega=1$ でも高い予測力が認められた米国の結果と異なる点である。さらにアナリスト予想を使った $\omega=\omega^u$ 、 $\gamma = \gamma^m$ は、検証対象としたモデルのうち最も株式

リターンの予測力が高かったが、米国ではこのモデルの予測力は統計的に有意な結果が得られておらず、そこには大きな違いが存在した。

このように新谷（2009）は、Dechow et al.（1999）の方法を忠実に再現して日本市場を分析している。しかしDechow et al.（1999）では、市場にインプライされた ω の推定を行って株価のミスプライシング仮説の検証が行われたが、新谷（2009）ではそれが行われてない。また日米では、モデルによる株式リターンの予測力に大きな差がでたものの、その原因については十分な説明が行われていない。そこで本稿では、残りの紙数を使って新谷（2009）の追加検証を行うとともに、残された課題について説明を試みていくことにしたい。

4.2. 実証分析の方法

本稿で検証対象としたモデルは、全部で5つある。まずは3節で説明した次の4つのモデルである。

（モデル1 or 純粋競争市場モデル） $\omega=0$, v なし

（モデル2 or ランダムウォークモデル） $\omega=1$, v なし

（モデル3 or AR 1モデル） $\omega = \omega^u$, v なし

（モデル4） $\omega = \omega^u$ & $\gamma = \gamma^w$

もうひとつのモデルは、残余利益の低減率 ω を各銘柄の特性によって変化させるモデルである。ここでは将来の残余利益の水準に影響を与える要因として、これまでの研究で知られてきた5つのファクターを取り上げ、これらのファクターに条件づけられた ω の推定を行った。こうした手法をとることにより、銘柄ごとの特性にしたがって残余利益の低減率（ ω ）を変えることができるので、残余利益の予測精度が上がるのが期待できる⁴⁾。条件付き ω の推定を行うために、本稿で用いたファクターは次の通りである。

- ・現在のROE（自己資本利益率）の水準⁵⁾
- ・BP（純資産株価）比率⁶⁾
- ・会計発生高⁷⁾
- ・配当性向⁸⁾
- ・業種要因⁹⁾

条件付 ω の推定は、次の2つのステップを踏んで行われる。まず残余利益に関する1次の自己

4) Dechow et al.（1999）と新谷（2009）は、こうしたファクターとして残余利益の絶対値、特別損益の絶対値、会計発生高、配当性向、業種要因の6つを使って条件付き ω を求めている。しかし本稿では単なる新谷（2009）の追加検証としないため、将来の残余利益に影響を与える要因と知られているROEの水準、BP比率などを用いて検証を行った。

5) Fama&French（2000）参照

6) Fairfield（1994）参照

7) Sloan（1996）参照

8) 配当性向はクリーンサープラス関係を通じて純資産額に影響を与える。

9) 日経36業種に0と1のダミー変数を与えたものを業種要因とした。

回帰モデルを次のように拡張した上で、各回帰係数 $\beta_1 \sim \beta_6$ を求める¹⁰⁾。

$$X^{\omega}_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 \cdot X^{\omega}_{i,t} + \beta_2 \cdot (X^{\omega}_{i,t} \cdot |ROE_i|) + \beta_3 \cdot (X^{\omega}_{i,t} \cdot |BP_i|) + \beta_4 \cdot (X^{\omega}_{i,t} \cdot |AC_i|) + \beta_5 \cdot (X^{\omega}_{i,t} \cdot |PAYOUT_i|) + \beta_6 \cdot (X^{\omega}_{i,t} \cdot |INDAV_i|) + \varepsilon \quad (式10)$$

ただし

ROE：自己資本利益率

BP：純資産株価比率

AC：会計発生高

PAYOUT：配当性向

INDAV：業種要因

なおACすなわち会計発生高は、Sloan (1996) の方法により求めている。ちなみに本稿による分析では、(図表4)に示すように、5つのファクターの回帰係数の符号は全て理論的に想定される符号と一致し、統計的な有意性も全て1%水準で有意であった。

最後に(式10)により求めた回帰係数を、次の(式11)に代入して条件付 ω を計算する。

$$\omega^c = \beta_1 + \beta_2 \cdot |ROE_i| + \beta_3 \cdot |BP_i| + \beta_4 \cdot |AC_i| + \beta_5 \cdot |PAYOUT_i| + \beta_6 \cdot |INDAV_i| \quad (式11)$$

こうした求めた条件付 ω を ω^c と表し、 ω^c を使ったモデルを5つ目のモデルとする。

(モデル5) $\omega = \omega^c$

なお検証対象となるユニバースは、金融関連(銀行、証券、保険)を除く東証1部上場企業で3月決算のもので、連結決算データを利用した。データベースは財務が東洋経済財務データ(連結・一般事業会社)、アナリストの予想データが東洋経済予想データ(連結)を用いた。検証期間は1988年7月～2003年7月で、モデルのパラメータはDechow et al. (1999)と同じく全期間のプールデータを使って計算した。資本コストには、検証期間を通じた株式の平均リターンである3.5%を全ての銘柄に一律に適用している。また不均一分散の問題に対処するため、会計データは全て総資産で基準化¹¹⁾し、データの両端1%についてウィンザー化をして外れ値の処理をした。

4.3. 残余利益の自己相関構造および残余利益と株価水準の説明力

まず残余利益の自己相関構造であるが、(図表5)にあるように、1次の自己相関過程を前提とした場合の回帰係数 ω_1 は0.78であり統計的な有意性も非常に高かった。また競争市場において残余利益が低減するという仮定から $0 \leq \omega_1 < 1$ となるが、この条件も満たされている。しかし自己相関のラグを増やしてゆくと、1次の自己相関係数だけでなく、2次と3次の自己相関係数

10) 用いたファクターは若干異なるが、条件付 ω の推定方法はDechow et al. (1999)と同じである。

11) Dechow et al. (1999)および新谷(2009)では時価総額で基準化しているが、市場動向により大きな影響を受ける時価総額ではなく、本稿では総資産を使って基準化した。ちなみに新谷(2009)によれば、基準化を行う際に時価総額を使っても総資産を使っても結果に大きな違いはみられない。

(図表 4) 条件付 ω を求めるための回帰分析結果

	β_1 (κ^*)	β_2 (ROE)	β_3 (BP)	β_4 (AC)	β_5 (PAYOUT)	β_6 (INDAV)	R ²
理論上の符号	+	-	-	-	-	+	
回帰係数	0.341 (7.50)	-0.036 (5.03)	-0.102 (8.11)	-0.314 (3.33)	-0.173 (5.20)	0.670 (12.38)	0.562

()内の数値はt値

(図表 5) 残余利益の自己相関構造

	β_1	β_2	β_3	β_4	R ²
AR1	0.78 (123.4)				0.549
AR2	0.83 (90.0)	-0.07 (6.5)			0.550
AR3	0.84 (91.1)	-0.15 (11.9)	0.12 (10.9)		0.555
AR4	0.84 (91.0)	-0.15 (11.7)	0.11 (7.7)	0.02 (1.4)	0.557

()内の数値はt値

も統計的な有意性が高く、残余利益はAR 1にしたがうという仮定は満たされていない。しかし2次以降の係数の値が小さいことと、ラグを増やしても決定係数がほとんど改善しないことから、2次以降のラグをとっても追加的な説明力は限定されていることが分かる。

次に残余利益の予測精度についてみていこう。(図表6)のパネルAは5つのモデルごとに残余利益に関する符号付誤差、絶対値誤差、二乗誤差の結果をまとめたものである。各誤差は次のように計算している。

- ・符号付誤差 = t+1期の残余利益 - 各モデルによる予測値
- ・絶対値誤差 = |t+1期の残余利益 - 各モデルによる予測値|
- ・二乗誤差 = (t+1期の残余利益 - 各モデルによる予測値)²

モデルの予測値の偏差を判断する尺度である符号付誤差をみると、まず目に付くのは $\omega=0$ が大きくプラスとなっていることである。 $\omega=0$ におけるt+1期の残余利益の予測値は常にゼロとなることを考えると、本稿の分析の結果は、この期間における残余利益は平均的にゼロよりも大きかったことを示している。ただし残余利益が負の値をとるか正の値をとるかは、計算に用いる資本コストの水準によっても大きく左右される。ちなみに本稿では前述のように資本コストは3.5%としているが、Dechow et al. (1999)では12%の資本コストが用いられている。

また $\omega=\omega^u$ & $\gamma=\gamma^w$ の符号付誤差は、Dechow et al. (1999)や新谷(2009)と同様に大きなマイナスとなった。このモデルではその他情報にアナリスト予想を使っているため、本稿による

(図表6) 残余利益と株価水準に関する予想誤差

	符号付誤差	絶対値誤差	二乗誤差
$\omega=0$	0.036	0.102	0.256
$\omega=1$	-0.003	0.064	0.124
$\omega = \omega^U$	0.006	0.063	0.115
$\omega = \omega^C$	0.003	0.062	0.115
$\omega = \omega^U \ \& \ \gamma = \gamma^W$	-0.017	0.057	0.104

・パネルB: 株価水準の予測精度

	符号付誤差	絶対値誤差	二乗誤差
$\omega=0$	0.434	0.525	0.633
$\omega=1$	0.200	0.597	0.738
$\omega = \omega^U$	0.410	0.500	0.577
$\omega = \omega^C$	0.391	0.487	0.549
$\omega = \omega^U \ \& \ \gamma = \gamma^W$	0.406	0.499	0.420

分析においてもDechow et al. (1999) が指摘するようなアナリストの楽観バイアスが認められたと解釈することができるであろう。

予測精度を判断する尺度である絶対誤差と二乗誤差をみてみよう。この2つの尺度でみた予測精度は、残余利益とその他情報の低減過程を取り込んだ $\omega = \omega^U \ \& \ \gamma = \gamma^W$ が最も高かった。次に予測精度が高いモデルはその他情報を用いずに残余利益の低減過程のみを取り入れた $\omega = \omega^U$ 、 $\omega = \omega^C$ であった。この2つのモデルは、絶対誤差で測定しても二乗誤差で測定しても予測精度はほぼ同等であることから、銘柄ごとに同一の ω を適用しても、銘柄の特性に合わせて ω の値を変えても、予測精度に大きな差がないことが明らかとなった。しかしこれら3つの情報ダイナミクスを取り入れたモデルは、 $\omega=0$ と $\omega=1$ と比べると絶対値誤差、二乗誤差で測定した予測誤差が大きく改善している。こうした結果は、日本市場を対象とした新谷 (2009) や、米国を対象としたDechow et al. (1999) とも一致したものであり、情報ダイナミクスモデルが日本でも米国でも残余利益の時系列的な動向を予測するモデルとして一定の役割を果たし得ることを示している。

次にモデルによる株価の予測誤差についてみていこう。(図表6) のパネルBには株価の予測誤差をまとめてある。3つの指標、符号付誤差、絶対値誤差、二乗誤差は、前ページに掲載した残余利益の予測誤差の計算式にある変数のうち、t+1期の残余利益をt期の株価に置き換えて計算したものである。符号付誤差は全てのモデルで大きくプラスとなっており、各モデルの株価予測値が過小な値をとっていることが分かる。Dechow et al. (1999) でも同様の結果が示されているが、これは計算に使った資本コストの水準が高すぎる可能性を示唆している。また本稿の分析では、残余利益の予測精度が最も高かった $\omega = \omega^U \ \& \ \gamma = \gamma^W$ が、株価についても最も予測精度高かった。この点はDechow et al. (1999) や新谷 (2009) と同様の結果である。また情報ダイナ

ミクスを取り入れていない $\omega=0$ や $\omega=1$ と比べて残余利益の予測精度が高かった $\omega=\omega^u$, $\omega=\omega^c$ は、株価の予測においても、 $\omega=0$ や $\omega=1$ よりも予測精度が高いことが分かる。これは米国市場を分析したDechow et al. (1999)とは大きく異なる結果である。なぜならDechow et al. (1999)では、情報ダイナミクスモデルを取り入れた $\omega=\omega^u$, $\omega=\omega^c$ の株価の予測精度が、情報ダイナミクスモデルを取り入れていない $\omega=0$ や $\omega=1$ とほとんど差がないという結果が示されているからである。そしてDechow et al. (1999)は、残余利益と株価の予測精度の間に、こうした一見矛盾した関係が見出された原因として、①Ohlson (1995)モデル自体が株式のバリュエーションをミススペシファイしている可能性、②市場の株価形成が合理的でなくミスプライシングされている可能性が考えられるとしていることは3節で述べた通りである。

では残余利益の予測精度と株価の予測精度の間に、米国のような一見矛盾した関係がみられなかった日本市場においては市場の株価形成が合理的で株価は正しくプライシングされているといえるのだろうか？(図表6)のパネルBでみたように、日本においても大きな株価の予想誤差が認められたことを考えると、必ずしもそう結論づけることは早計であると思われる。そこで次にDechow et al. (1999)の方法にしたがってミスプライシング仮説を検証していくことにしよう。

4.4. 株価のミスプライシングに関する検証

第3節で述べたように、ミスプライシング仮説の検証では、まず割安・割高の尺度である V_t/P_t という指標を計算する。 V_t は t 時点の情報を用いて各モデルで推定された理論株価、 P_t は t 時点の株価である。もし市場が短期的にミスプライシングしているのであれば、 V_t/P_t が高い銘柄ほど将来の株式リターンが高く、この値が低い銘柄ほど将来の株式リターンは低くなるはずである。この点を検証した結果を示したのが(図表7)である。

ここでは V_t/P_t の大きさによって5つに分けた分位ポートフォリオの月次平均リターン(年率換算してある)と、両端ポートフォリオ(第5分位と第1分位)のリターンスプレッドの平均値、およびそれらの t 値が表されている。これによると5つ全てのモデルにおいて分位ポートフォ

(図表7) V/P比率の株式リターン予測力

	$\omega=0$	$\omega=1$	$\omega=\omega^u$	$\omega=\omega^c$	$\omega=\omega^u \& \gamma=\gamma^w$
1分位	-4.83	-3.74	-5.47	-5.21	-5.66
2分位	-2.01	-1.60	-1.72	-1.75	-1.58
3分位	0.89	0.33	0.38	0.36	0.18
4分位	1.63	1.59	2.67	2.00	2.21
5分位	4.31	3.56	4.13	4.86	4.85
リターンスプレッド	9.15	7.30	9.60	10.07	10.50
(t 値)	(2.96)	(2.80)	(2.93)	(3.05)	(3.24)

りの平均リターンは単調増加しており、その結果両端ポートフォリオのリターンズプレッドは正の値をとり、統計的にも有意となっている。しかも良くみていくと、情報ダイナミクスを取り入れた $\omega = \omega^u$ 、 $\omega = \omega^c$ 、 $\omega = \omega^u$ & $\gamma = \gamma^w$ のリターンズプレッドは、情報ダイナミクスを取り入れない $\omega = 0$ や $\omega = 1$ よりも大きな値をとり、統計的な有意性も高くなっている。こうした傾向は米国におけるDechow et al. (1999)でも確認することはできるが、そこには2つの大きな違いも存在する。ひとつめは米国においては $\omega = 0$ と $\omega = 1$ ではリターンズプレッドの大きさも統計的な有意性も $\omega = 1$ の方が大きいものに対して、日本ではそれが逆転しているということである。もうひとつは、その他情報にアナリスト予想を使った $\omega = \omega^u$ & $\gamma = \gamma^w$ のリターンズプレッドは、米国においては統計的な有意性が認められなかったのに対して、本稿における分析ではリターンズプレッドも統計的な有意性も一番大きなものとなっていることである。Dechow et al. (1999)は米国における結果を、市場がアナリストの楽観バイアスをそのまま株価に反映させているため、 $\omega = \omega^u$ & $\gamma = \gamma^w$ は将来の株式リターンの予測力が弱いのだと主張している。しかし日本においては、前述したようにアナリストの楽観バイアスがはっきりと認められたもの、 $\omega = \omega^u$ & $\gamma = \gamma^w$ は将来の株式リターンの予測力は最も高くなった。こうした日米の違いは、新谷 (2009)においても確認されているが、こうした点をどう解釈したらよいかは今後の課題である。

いずれにしても V_t / P_t という指標が株式リターンの予測力を持つということは、効率的市場仮説に反する現象であり、市場が合理的な期待から逸脱した株価形成をしていることを示唆している。この点を検証するために、Dechow et al. (1999)は過去のデータから推定された ω と、株価にインプライされた ω である ω^M の水準を比較して、 $\omega < \omega^M$ であることを示し (本稿3.3.参照)、市場は残余利益の持続力を表す ω の水準を過大評価しているために、株価はミスプライシングされているのだと主張している。こうした主張は日本市場においても成り立つであろうか¹²⁾ ?

このミスプライシング仮説に関する検証は次のように行われる。3.3.で述べたようにクロスセクションでの理論株価と純資産、会計利益との間には次のような関係が存在する。

$$V_t = \alpha + \beta_1 b_t + \beta_2 x_t \quad (\text{式9再掲})$$

ただし

$$\beta_1 = 1 - k\omega / (1 + k - \omega)$$

$$\beta_2 = (\omega + k\omega) / (1 + k - \omega)$$

b_t : 時点 t の純資産

x_t : 時点 t の会計利益

k : 資本コスト

この式の V_t に現在の株価を代入して回帰分析をすれば、回帰係数 β_1 と β_2 が計算できる。ここか

12) この点については新谷 (2009) においても分析はされていない。

ら資本コスト（本稿では3.5%）を使って逆算すれば、株価にインプライされた ω^M を求めることができる。ここでは各年ごとに（式9）を使ってクロスセクションの回帰分析を行い β_1 と β_2 の平均値から逆算して ω^M を求めた。また資本コストと ω から求めた β_1 、 β_2 の理論的な値を β_1^* 、 β_2^* として、マーケットから得られた β_1 と β_2 が理論的な値からどの程度離れているか、それによってマーケットは純資産、会計利益のいずれの情報を正しく認識していないのかを推定することとした。その結果が（図表8）のパネルAである。これによれば過去の残余利益から求めた ω の値（これを理論的な ω の値とする）は0.786であったのに対して、株価から推定された ω^M は0.856で、確かに $\omega < \omega^M$ という関係は見出されるものの、その差はそれほど大きなものではなかった。このことから、米国と違って日本においては、少なくともプールデータを使った分析によれば、市場は ω の水準を必ずしも過大評価しているとは言えないと判断できるであろう。ちなみに米国におけるDechow et al.（1999）では、 $\omega = 0.62$ 、 $\omega^M = 0.85$ であり、両者の値には大きな差が存在し、市場による過大評価仮説を裏付ける結果となっている。また株価から計算した β の平均値は、 $\beta_1 = 0.990$ 、 $\beta_2 = 4.816$ であり、その理論的な値である β^* は $\beta_1^* = 0.890$ 、 $\beta_2^* = 3.260$ であった。 β_1 と β_1^* の差は平均で0.101であり、統計的に有意な差は認められなかったのに対して、 β_2 と β_2^* の差は平均で1.556であり、統計的に有意な差が認められた。これは日本の株式市場においては純資産が持つ情報は比較的正しく評価されているものの、会計利益の情報が過大評価されていることを示している。米国におけるDechow et al.（1999）では、市場は純資産の情報を過小評価し、会計利益の情報を過大評価しているという結果が示されているが、本稿における分析では若干異なる結果となった。こうした日米における違いは、新谷（2009）においても確認されている。

またその他情報にアナリストの予想利益を利用した $\omega = \omega^u$ & $\gamma = \gamma^\omega$ に対応する分析をするために、（式9）にアナリスト予想を加えた（式10）による回帰分析を行った。

（図表8）株価、純資産、会計利益、予想利益のクロスセクション回帰

* パネルA: $V_t = a + \beta_1 b_{1,t} + \beta_2 b_{2,t}$					** パネルB: $V_t = a + \beta_1 b_{1,t} + \beta_2 b_{2,t} + \beta_3 x_t + \beta_4 \gamma_t + e$						
	β_1	β_2	$\beta_1 - \beta_1^*$	$\beta_2 - \beta_2^*$	β_1	β_2	β_3	β_4	$\beta_1 - \beta_1^*$	$\beta_2 - \beta_2^*$	$\beta_3 - \beta_3^*$
88年	1.262	3.637	0.372	-0.224	88年	1.46	-13.22	17.22	0.61	-11.96	11.66
89年	1.100	3.687	0.210	-0.173	89年	1.10	6.10	-0.02	0.25	0.54	-5.58
90年	1.762	4.166	0.873	0.906	90年	1.77	-25.29	34.15	0.93	-25.29	28.59
91年	1.191	4.218	0.302	0.957	91年	1.07	-4.76	14.44	0.22	-4.76	8.88
92年	0.783	4.221	-0.106	0.961	92年	0.68	-5.61	12.61	-0.17	-5.61	7.04
93年	1.082	3.521	0.192	0.261	93年	1.07	-5.34	11.23	0.22	-5.34	5.67
94年	1.308	1.687	0.418	-1.573	94年	1.27	-8.41	12.43	0.42	-8.41	6.87
95年	0.920	2.335	0.030	-0.925	95年	0.86	-2.77	6.07	0.01	-2.77	0.51
96年	1.005	3.755	0.115	0.495	96年	0.74	-9.50	19.75	-0.11	-9.50	14.19
97年	0.723	7.878	-0.166	4.618	97年	0.54	-6.08	18.78	-0.31	-6.08	13.22
98年	0.581	7.778	-0.309	4.518	98年	0.43	-1.75	13.60	-0.42	-1.75	8.03
99年	0.847	6.209	-0.043	2.948	99年	0.44	-6.44	29.55	-0.41	-6.44	23.99
00年	0.809	9.864	-0.081	6.603	00年	0.45	-4.63	24.92	-0.40	-4.63	19.35
01年	0.740	6.341	-0.150	3.081	01年	0.52	-2.58	13.76	-0.33	-2.58	8.19
02年	0.745	4.147	-0.145	0.887	02年	0.48	-3.24	14.80	-0.37	-3.24	9.24
平均	0.990	4.816	0.101	1.556	平均	0.86	-6.23	16.22	0.01	-6.52	10.66
標準偏差	0.304	2.305	0.304	2.305	標準偏差	0.42	6.76	8.59	0.42	6.07	8.59
t値	12.186	7.818	1.239	2.526	t値	7.67	-3.45	7.07	0.09	-4.02	4.64

$$V_t = a + \beta_1 \cdot b_{t-1} + \beta_2 \cdot x_t + \beta_3 \cdot f_t + \varepsilon \quad (\text{式10})$$

ただし

b_t : 時点 t の純資産

x_t : 時点 t の会計利益

f_t : 時点 t における $t+1$ 期のアナリスト予想

また (式10) の回帰係数と、 ω との間には理論的に次の関係が存在する。

$$\beta_1 = [(1+k)(1-\omega)(1-\gamma)] / [(1+k-\omega)(1+k-\gamma)]$$

$$\beta_2 = [-(1+k)\omega\gamma] / [(1+k-\omega)(1+k-\gamma)]$$

$$\beta_3 = (1+k) / [(1+k-\omega)(1+k-\gamma)]$$

(図表8) のパネルBをみると、株価に対するアナリスト予想の回帰係数 β_3 の平均値は16.22と非常に大きなプラスの値をとる一方で、 t 期の会計利益の回帰係数 β_2 の値はマイナスとなっており、ともに統計的な有意性は高い。この結果は多重共線性の問題の影響を受けている可能性があるのものでその解釈には気を付けなければならないが、日本においては実績の会計利益と翌期のアナリスト予想は、株価に対して反対方向の影響力を持つことを示していると言えよう。同じ結果は新谷(2009)でも報告されているが、その原因については今後の課題である。一方米国におけるDechow et al. (1999)では、アナリスト予想を変数に入れた(式10)の回帰分析では、 β_3 は有意にプラスとなり、 β_2 はプラスの値を維持するものの統計的な有意性は失われている。このためDechow et al. (1999)は、実績の会計利益の情報は、翌期のアナリスト予想の情報によって吸収されてしまうのだと解釈している。いずれにしても、ここでも日米では会計情報と株価形成の関係に構造的な違いが存在する可能性が見出されたと考えて良いだろう。

4.5. 検証結果に対する若干の考察

ここまで情報ダイナミクス(LID)を取り入れたモデル(モデル3~5)とLIDを取り入れていないモデル(モデル1~2)について、残余利益の予測精度、株価の予測精度の比較と、株式リターンの予測力および株価のミスプライシング仮説について検証してきた。その結果をDechow et al. (1999)における米国での分析と比較すると、共通する部分もあるが、違いも大きいことが分かった。それらを整理すると次の通りである。

(共通点)

- ・残余利益の予測についてはLIDを取り入れたモデルの方が予測精度は高かった。
- ・アナリスト予想の楽観バイアスが認められた。
- ・株式リターンの予測については、LIDを取り入れたモデルの方がリターンの予測力は高かった。

た（ただし米国におけるモデル5を除く）。

（相違点）

- ・ 株価水準の予測については、LIDを取り入れたモデルの予測精度が高かったが、米国ではモデルによる予測精度に大きな違いがなかった。
 - ・ 株式リターンの予測については、アナリスト予想を取り入れたモデルの予測力が高かったが、米国ではリターンの予測力に統計的な有意性は認められなかった。
 - ・ Dechow et al. (1999) は、市場が残余利益の持続性を過大評価している（ミスプライシング仮説）と主張するが、本稿による分析ではそうした証拠を得ることはできなかった。
 - ・ 株価に対する純資産、会計利益、アナリスト予想の説明力が、日米では大きく異なっていた。
- こうした共通点と相違点は、日米における株価形成のプロセスや市場における情報処理に関して有益な示唆を与えるものと思われる。まだ解明すべき課題は多いが、最後にミスプライシング仮説に関する若干の補足的な分析を行ってみようと思う。

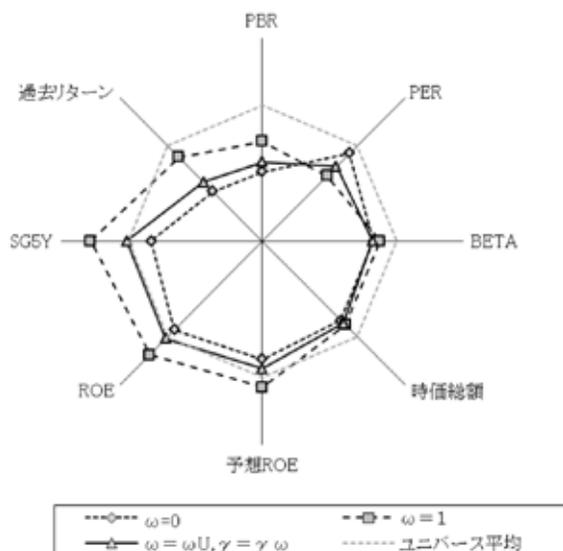
Dechow et al. (1999) は、残余利益の低減過程を反映したモデル3、モデル4が、株価の水準に関する予測力は高くなかったものの、株式リターンの予測力が高かったことから、市場は残余利益の持続力を過大評価しているために、株価をミスプライシングしている可能性が高いと考えた。そして実績値から求めた ω と株価にインプライされた ω^M を比較してミスプライシング仮説を裏付けている。しかしここで幾つかの疑問が感じられないわけではない。たとえば米国でも $\omega = 1$ （モデル2）は高いリターン予測力を持っていたが、もし株式リターンの予測力が ω の過大評価によるものであれば、 $\omega = 0$ （モデル1）やその他の情報ダイナミクスを取り入れたモデル（モデル3～4）が高い予測力をもつことは理解できるものの、実績の ω よりも高い $\omega = 1$ のモデルがリターンの予測力を持つことは、どう説明されるのだろうか？また日本市場においては、各モデルはリターンの予測力を持っていたが、 ω と ω^M との関係は必ずしも ω の過大評価を裏付けるようなものではなかったのである。

以上のことを考えるとモデル1～5のリターンの予測力の源泉を、 ω の過大評価という単一の原因だけに求めることには無理がありそうである。ここではそうした難問を解決することはできないものの、果たして各モデルによるリターンの予測力が、どのような銘柄属性と関係しているのか、それらは各モデルで同一のものであるのかどうかについて検証しておくことにしたい。

ここで取り上げた銘柄属性は、株価純資産倍率（PBR）、株価収益率（PER）、市場モデルにおけるベータ、時価総額、予想ROE、実績ROE、過去5年間の売上高成長率、過去3年間の株式リターンである。こうした銘柄属性の違いは、バリュエーション株効果、成長株効果、規模効果、リターンリバーサル効果などの投資スタイル¹³⁾の違いを表している。そして投資スタイルと将来の株式リターンとの間には、一定の関係が存在することが知られている。ここではそうした投資スタイルの観点から見た場合、情報ダイナミクスを取り入れていないモデル（モデル1と2）と情報ダイナミクスを取り入れたモデル（モデル4）がどのような投資スタイルと関係しているの

13) スタイル投資についてはBarberis&Shleifer (2003) を参照

(図表9) 各ポートフォリオの投資スタイル



か、果たして全てのモデルが同一の投資スタイルに分類されるのかどうかを検証していく。もしDechow et al. (1999) が主張するように、市場が ω の持続力を過大評価していることだけが、株式リターンの源泉だとすれば、全てのモデルは同一の投資スタイルに分類されることが予想される。

(図表9)には、各モデルによって最も割安だと判断された第5分位のポートフォリオの銘柄属性をグラフにまとめてある。これを見ると $\omega=0$ のモデルはPBRが低く、実績ROE、予想ROE、過去5年間の売上高成長率が低いなど、バリュー株に属する特徴を持っていることが分かる。これは $\omega=0$ の元での理論株価が純資産に等しくなることから、 $\omega=0$ の投資戦略はPBRを使った投資戦略と実質的には同じであるため、当然の結果だと言えるだろう。一方で $\omega=1$ のモデルは、PBRはユニバース全体と比べる低いものの、過去5年間の売上高成長率、実績ROE、予想ROEの水準はユニバース全体よりも高くなっている。こうした銘柄属性の特徴は、 $\omega=1$ によるポートフォリオが割安な成長株からなることを示しており、投資スタイルとしてはガープ (Garp) と呼ばれるものに相当する。また情報ダイナミクスを取り入れたモデル4は、こうしたバリュー株とガープの投資スタイルのちょうど中間に属する銘柄属性を持っていることができる。こうしたことから、少なくとも日本の株式市場においては、純粹競争市場に基づくモデル1、ランダムウォークに基づくモデル2、残余利益の1次の自己回帰プロセスとその他情報を取り入れたモデル4とでは、投資スタイルが異なることを確認することができた。以上の結果は、各モデルが持つ株式リターンの予測力の源泉が必ずしも同一のものではないことを示唆していると言えよう。

5. おわりに

本稿ではOhlson (1995) モデルについて、理論的な貢献、実証分析の方法上での貢献をまとめた上で、Dechow et al. (1999) の方法にしたがって日本市場における実証分析を行った。

Ohlson (1995) モデルの理論的な貢献としては、新古典派経済の枠組みを維持しつつ、将来の配当ではなく、会計情報と株価との関係を明らかにしたことがあげられる。また配当割引モデルでは整合的な解釈が難しかったModigliani-Millerの配当無関連命題の問題をクリアしたこと、更に残余利益に1次の自己回帰過程を前提とすれば、現在存在する情報のみで理論株価を推定できることを数学的な展開によって明らかにし、配当割引モデルのように無限の将来に亘る予想を不要としたことなども重要な理論的貢献である。これに伴い、配当割引モデルや残余利益モデルを使った従来の実証分析では避けることのできなかつたターミナルバリューの計算を回避できるようになったことは実証分析の方法上での大きな貢献だと言えよう。

しかしOhlson (1995) モデルには、その他情報というモデル上では具体的な内容が特定されていない変数があるため、これまでの実証分析の多くはその他情報を除いた情報ダイナミクス (AR1モデル) を用いてきた。その数少ない例外のひとつがDechow et al. (1999) であり、ここではOhlson (2001) で提案されたその他情報にアナリスト予想を利用する方法で実証分析が行われている。本稿ではこの方法にしたがって日本市場を対象とした分析を行い日米における共通点と相違点を明らかにした。

まず残余利益の予測力については、情報ダイナミクスを考慮したモデル (モデル3~5) の方が、情報ダイナミクスを考慮しないモデル (モデル1~2) よりも、高い予測精度をもつことを確認することができた。これは情報ダイナミクスが、残余利益の時系列的な特性に対する付加的な説明力を持つことを示している。また株価水準の予測精度についても、残余利益の予測精度の高いモデルほど予測精度が高くなるという関係が認められたが、これは米国におけるDechow et al. (1999) と大きく異なる点である。また株価のミスプライシングの検証においては、本稿の分析ではモデル1~5の全てで株式リターンの予測力が認められ、日本市場においても株価がミスプライシングされている可能性を示唆する結果となった。しかし日本市場においては、米国市場についてDechow et al. (1999) が主張するような残余利益の持続性を市場が過大評価しているという証拠を得ることはできなかった。このように会計情報、アナリスト予想と株価形成との関係には、日米で構造的な違いが存在することが明らかとなった。また各モデルがどのような投資スタイルに属するかを調べたところ、純粋競争市場モデル ($\omega=0$) はバリュエ株、ランダムウォークモデル ($\omega=1$) はガープ (Garp)、そしてその他情報も含むモデル4 ($\omega = \omega^u, \gamma = \gamma^w$) はその中間のスタイルであることが分かった。これはそれぞれの投資戦略によるリターンの獲得が、異なるプロセスによるものであることを示唆しており、Dechow et al. (1999) のように市場が残余利益の持続性を過大評価しているという単一の要因だけでは十分に説明のできない現象である。こうした日米の違いが何故存在するのかについては、更なる分析が必要であろう。

【参考文献一覧】

- Barberis, N., and Shleifer, A., (2003) "Style investing" *Journal of Financial Economics* 68,2
- Barth, M., Beaver, W., Hand, J., and Landsman, W., (1999) "Accruals, Cash Flows, and Equity values" *Review of accounting studies* 3
- Dchow, P.M., A.P. Hutton, and R.G.Sloan, (1999) "An empirical assessment of the residual income valuation model" *Journal of Accounting & Economics*, 26
- Edwards, E.O., Bell, P.W., (1961) "The theory and Measurement of Business Income" University of California Press
- Fairfield, P.M., (1994) "P/E, P/B, and the Present Value of Future Dividends" *Financial Analyst Journal*, July-August
- Fama, E.F. and K.R. French, (2000) "Forecasting Profitability and Earnings" , *Journal of Business*, 72(2)
- Francis, R., Olsson, P., and Oswald, D., (2000) "Comparing accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates" *Journal of Accounting Research* 38
- Frankel, R., and Lee, C., (1998) "Accounting valuation, market expectation, and the book-to-market effect" *Journal of Accounting and Economics* 25
- Myers, J., (1999) "Implementing Residual Income Valuation with linear Information Dynamics" *The Accounting Review* 74,1
- Ohlson, J.A., (1995) "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, 11(2)
- Ohlson, J.A., (2001) "Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective" *Contemporary Accounting Research* 18
- Ota, K., (2002) "A test of the Ohlson (1995) model: empirical evidence from Japan" *The International Journal of Accounting* 37
- Penman, S.H., (1997) "A synthesis of equity valuation techniques and the terminal value calculation for the dividend discounting model" working paper, University of California, Berkeley
- Penman, S.T., (2001) "Financial Statement Analysis & Security Valuation", McGraw-Hill Irwin
- Sloan, R.G., (1995) "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?" *Accounting Review* 71
- 奥村雅史, 吉田和生, (2000) 「連結会計情報と長期株式リターン：EBOモデルを通じて」 *会計*第158巻第3号
- 太田浩司, (2000) 「オールソンモデルに企業評価：Ohlson (1995) モデルの実証研究」 *証券アナリストジャーナル*38,4
- 新谷理, (2009) 「日本市場における線形情報ダイナミクスの検証：Dechow, Hutton and Sloan (1999) モデルの適用」 *現代ディスクロージャー研究* 9

地域力創成のためのマーケティングの活用についての考察

「ローカルの力」の可能性を探る

和田正春

はじめに

地域活性化、地域ブランドなど、地域の力を高めることは、商業、ビジネスの側面からも、地域経済力の向上や地域産業の育成などの面からも期待されている。しかし地域力、すなわち「ローカルの力」は、グローバルの対極にあるものとして、グローバルな競争力の低下と、少子高齢化や財政の悪化など、社会経済システムの改革の必要性から、曖昧な可能性・期待の中で模索されたものであると考えられる。以来、地域を巡る探求は、その時々課題や関心に従って、極めて日和見的、場当たりのなものとして追求されてきたといえる。

その中でも、地域を巡る取り組みは創造・展開され、今日では数多くのローカルの活動が行われている。観光、産業振興、生活改善など、多様な側面で数々の実績が紹介され、成功事例を巡っては多くの視察が訪れるなど、ローカルは多くの注目を集める事項になってきた。今日では、グローバル・ビジネスの成長パラダイムに対立する新たな可能性として、ローカルを見つめる動きは非常に大きなものになってきている。

今回の東日本大震災は、そうしたローカル・シフトとでもいうべき動きにおいて、紛れもなく大きな転換点になるであろう。それは社会経済システムを一時的にであれ麻痺させ、グローバルとの断絶の中でローカルの持つ力を明示し、その回復過程において、ローカルとグローバルの接続をどのように進めるべきかということについて、多くの議論を引き起こした。現状でもまだ復旧が進まない地域もある中で、地域支援のための様々な活動が創造され、問題を抱えながらも多くの価値を生み出しつつ、新たなシステムとして地域の中に根付いている様子を見るにつけ、グローバルの補完ではない、独自の価値実現システムとして、ローカルが動き始めている様子が見取れる。グローバルのシステムが揺らぎを見せる中、ローカルの可能性は本格的に追求されるようになっていくであろう。

しかしローカルは、良くも悪くも「自己流」であり、その価値を効果的に生み出したり、継続していくことは得意とはいえない。またそれを支援しようという取り組みとうまくつながることも難しい場合が少なくない。「ローカルの力」を高め、それを継続的・安定的なものにしていくこと、さらにはクオリティを期待でき、あてにできる力として、ビジネスと競争できるだけのものに高めていくには、ローカルを活かす手法を体系的にまとめていくことが必要不可欠である。

本論は、マーケティングの視点から、「ローカルの力」をどのように高めていくべきか、ということについて、検討したものである。それは私が学生とともに長年取り組んできた「地域振興」のプロジェクトの中で学んだものをベースにしている。ローカル故の可能性と、制約、問題点、

課題を踏まえて、「強いローカル」の実現を目指すための枠組みを示しておこうと考える。ローカルは成果についても極めて多様であり、プロセスの重要性も無視できない。多様な見解があることは承知の上で、敢えて単純なマーケティングのフレームを活用して、整理をしていこうという取り組みである。

なおここでは、「ローカルの力」を、地域の人、資源、文化などの総力を結集して生み出せる力という意味で用いることにする。地域には確かに「ローカルの力」が存在するが、かなり多様なものが地域力などの言葉で語られていることが少なくない。しかしローカルであれば魅力的なわけでも、尊重されるべきでも、重要であるわけでもない。魅力的で、大切で、欠くべからざるものになるよう、「ローカルの力」を高めていかねばならないのである。「地域の産品を考える中で、人的な交流が進んでコミュニケーションが取れるようになった」といった話も良くある。その成果はそれで望ましいが、魅力的な地域産品を創るなら創るなりに、必要な方法がある。結果オーライや無責任にならない正しい方法を考え、確実に「ローカルの力」を高め、地域の価値を高めていければというのが私の思いである。

1. 競争から捉えたローカルの価値

1-1. 今日のマーケティングの概要

マーケティングは、社会一般では、顧客に受け入れられる商品を開発したり、それを販売していくための取り組みと考えられることが多い。売やすくする、売れる環境を整えていくといったマーケティングの役割は、今日でも変わらず重要であるが、競争が激化し、顧客にとっての「魅力」が具体的な物財から抽象的で個別的なサービス、価値へと変化する中で、捉えにくい価値を明示し、管理していくことと、それを支持する顧客を獲得・維持していくための活動と捉えられるようになってきている。とりわけ社会的な価値（例えばレッドリボンやピンクリボンのキャンペーンのように）を広げ、定着させていくために活用されるソーシャル・マーケティングに代表されるように、見えない価値を社会に定着させていく取り組みが、マーケティングの本業になっているのが今日の状況である。

そのマーケティングを活用して、ローカルという価値を向上させ、社会に定着させていくことを検討していこう。その際重要になるのは、「ローカルの力」を「魅力」として創り上げなくてはならない、という点である。魅力は今日の社会では、競争的に創られる、とマーケティングでは考えられている。すなわち理念的に優れているとか、時代に合っているといっただけでなく、具体的な成果が他と比較して明確に存在するようしていくことが、顧客の支持を得、長期的に発展できるようにしていく上で重要になるのである。

「ローカルの力」を、「市場価値」の向上という視点から考えていこうという取り組みは今までもなされてきたが、その多くは地域産品のような、限定的なものであった。より大きな成果を実現し、社会の中にローカルの可能性、魅力、力を確立していくためには、発想ばかりでなく、具体的な仕組みに至るまで、再検討、再構成していかねばならないのである。その概念的な整

理にも、マーケティングは有益であると考え。マーケティングの今日の姿をレビューしつつ、「ローカルの力」向上のための可能性を探っていくことにしよう。

1-2. 競争についての理解

まず社会の現状を把握する必要がある。

言うまでもなく、マーケティングのベースは競争にある。競争は、顧客に選ばれるためにしのぎを削る局面であり、それを通じてよりよいものが生まれてくるというのが競争を促進する市場主義、自由主義のテーゼである。しかし実際には、競争はよりよいものを生み出すだけでなく、それを受け取る側、すなわち顧客の市場的な価値観——何を良いものとして受け入れ、何に自分のお金、労力、関心などを注ぎ込むのかを決める原則を創りだし、また絶えず更新させ、常に何か新しい優位なものがあるという状況を作り出してきたのである。競争を通じて我々が得たものは、およそ一時的な満足であり、大半は次なる満足を追求するための焦燥と不満なのだが、それが社会の中に新たな探求と、努力（次の満足を獲得するための資金や知識が必要になる）を生み、それに応える新しい「商品」を創造させると考えられた。断片的にそのための取り組みが無駄であったり、浪費のように見えても、また時にそれが過剰消費や加重ローンのような社会問題を生んでも、総じて顧客がそれを楽しみ、社会的な価値（豊かさ）が拡大する限り、この社会の競争というシステムは容認されてきたのである。

物質的な豊かさという点において、この競争のシステムがもたらした成果は極めて大きなものである。次々に生み出される新たな商品・サービスに対し、十分な需要が用意されていく。しばらく前には夢や憧れだったものが、今は手に入れられるものになる。夢を現実に替える力が、この競争のシステムから生み出されてきたことは疑いようもない。そして現在では、その探求は単なる新しい商品（物財）にとどまらず、サービス、ライフスタイルなど、実に多方面に及んでいる。消費者がそこで求めているのは、もてなされることであったり、楽しい思いをすることであったり、納得できる経験をすることであったり、特別な待遇をされることであったりと、単純な商品の提供ではとどまらない、複雑なものになっている。

自動車为例にとれば、より大型の高級車が良いとされていたバブル期の消費は、より上位を目指して「アップグレード」した自動車を購入し続けていけば良かったが、「ダウンサイジング」の現在ではより小さなことが良いことにはならない。ダウンサイジングの背景には、環境資源問題、エコライフ、賢い家計のやりくり、ヨーロッパ的な生活、健康な生活など、多様なライフスタイルがあり、それに傾倒する消費者は、その文脈を読み解く教養、時には体力、それにふさわしい商品・サービス群の利用が求められる。ガソリン価格の国際的な暴騰以来、「脱自動車」が流行し、それに呼応する形で高級自転車の市場が急拡大しているが、自動車の消費を促進していたシステムと、自転車のそれは、それを構成する人、企業、情報、コミュニケーションなどが大きく異なっている。例えば自転車におけるコミュニケーションは、ジョギングやウォーキングなどを趣味にしている人たちのそれに近く、ソーシャルメディアに依存する部分も大きく、そこで

取り交わされている価値基準もそのネットワークに依拠するものが大きく、一次元のものさしで客観的に評価することが難しいものであることが多い。

その複雑なものを理解し、自らのニーズをそこから拾い上げたり、自分をそのネットワークに適合させていくといった活動を、消費者はインターネットなどを駆使して行っている。表面的には同じように見える消費現象も、背景では実に複雑なものへと変化しており、そこで選ばれ続けるものを生みだし、発展させていくことがマーケティングの役割なのである。

今日の市場は、そのような状況にある。もちろん市場との関係だけが生活の全てではなく、社会の全てではないが、市場がそれぞれの中心にあって、大きな影響力を有していることは疑いない。消費者が自らを高め、自らにふさわしいものを選び取っていかうとしている中で、それにふさわしいものとして定義づけられない価値は選ばれない。「ローカルの力」を高めたい、支持を集めたいと思っても、消費者に受容されなければそれは不可能である。誰かが良いというから消費者は選ぶわけではない。自分が良いと思うから選ぶのである。今まで自転車に乗らなかった人が、乗るようになったのは、その人の中で自転車を良いと思うようになったからであるが、その人がどの時点で、どのレベルで、どのような理由で自転車を良いと思うようになったかは簡単にはわからない。しかし価値を提供するサイドとしては、自転車が求められるように、消費者が重視している「見えない価値の意識」の中に求めるべき理由を示し、必要な支援を行っていかねばならないのである。

ローカルをどのような価値として、どのように位置づけるか。それにはいくつもの選択肢がある。それを整理していくことにしよう。

1-3. 価値が位置づけられる仕組み（消費者の意識構造）

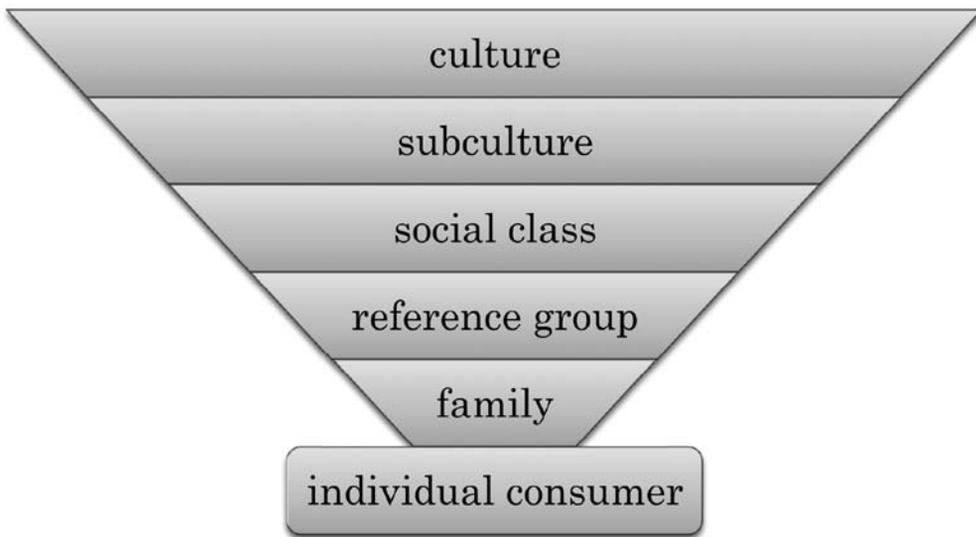
消費者が良いと思うものには段階がある。良いものでなければ消費者は支持をしないし、支持されないものは成功しない。従って、支持を獲得できるようにしていかねばならないが、そのための取り組みがマーケティングである。ただその段階によって、求められる良さが異なり、それを支持する仕方も異なってくるため、まず消費者の考え方を把握しておく必要がある。

Baker¹⁾ は次の図をあげて、消費者の購買行動に影響を及ぼす社会的マクロ要因を説明している。ここにあげられた5つの要因は、より直接的に消費者個人の購買行動に影響を与えるもの（家族）から、間接的、環境的な影響を及ぼすもの（文化）まで、個々の消費者に与えられる影響が、商品選択を左右する要因になり得ることを示しているが、これを参考に、消費者の求める価値に、それぞれがどのような影響を及ぼしているか、検討してみることにする。

1-3-1. 家族・家庭（商品レベル）

家族は個人にとって最も身近で、直接的に影響を受けるものと考えられているが、最も安定し、

1) S.Baker, 'Consumer Buyer Behavior', including in "Marketing Management: A Relationship Marketing Perspective", Cranfield School of Management 2000, Macmillan Press Ltd.,2000, pp.49-52



所与といえるような関係である。日々刺激を受けたり、検討・評価を繰り返す関係ではなく、いわば「当たり前」も存在であり、日常である。その中で新しいもの、便利なものが追求されることがあるが、それは日常の中の「工夫」や「彩り」と呼ばれるものである。

こうしたレベルに対応した価値としては、「商品」が該当する。商品は、特定の個人を対象にしたものではなく、想定されたニーズに応え得る機能を凝縮したものであり、厳密に特定の消費者の使用状況などを想定せずに提供されるものである。それ故大量生産が可能で、消費者としては自分が求めている価値との適合性から、適当に選択できる。自動車だとえるなら、購入した自動車に合った燃料を購入したり、部品を購入するというものがそれである。価格や若干の魅力に基づき購入が検討されるが、その選択の結果は長期的な影響を及ぼさない。それ故、短期的な魅力、例えば価格や評判、広告などの要因が重視されて、消費者の支持が決定されるのである。

ローカルな力として、このレベルのものが提供されていれば、それは「ローカルの力」がまだ消費者の日常の生活の中に浸透していることを意味する。しかし多くの場合、このレベルに存在する「ローカルの力」は少ない。それは商品が資本集中により、大量生産を経て提供されるものであり、それを流通する社会的なシステムに至るまで、いわゆるビジネスの支配が最も浸透しているものであるからである。「高いけれども良いものだ」といった形でローカルの産品を販売する様なものは、一時的にはともかく、長期的にはそのビジネスの仕組みに対抗していくことは難しい。日常の中に定着するものは、取り立てて特別な努力を必要とせず、当たり前が存在するものである。

1-3-2. 準拠集団（サービス・レベル）

準拠集団は、消費者にとって見本とすべき存在、憧れやこだわりの対象になる存在と捉えるこ

とができる。本来生活は個別的なものであるが、消費者は、消費に依存するようになって以来、常に望ましい消費の姿として、憧れや目標を抱くようになっていく。物質的に飽和した現代では、その目標を達成するためのツールは、商品からサービスへと変化している。画一的に提供される商品をたくさんそろえたり、高級品をそろえていくということでは「優位性」を示しにくくなった今日では、より自分のニーズに深く適合し、高い満足を追求するために、商品の範囲を拡張し、より広く複雑な価値の提供を受けていこうとする動きが見られる。それが「サービス」である。

サービスは、ホテル、金融など、非物財の提供と考えられるが、実際には物財の提供においてもサービス要素のウエイトが飛躍的に高まっている。商品の機能は充実しているが、多くの商品は競争により短命になっている。その商品を、個々の消費者にとってより意味のあるものに変えていくために、消費者とのコミュニケーションや様々な調整、アフターフォローなどに注力しなくてはならなくなる。その取り組みが優位性の確立につながり、差別性をもたらすことにつながっている。

サービスは、消費者の価値の探求という点においては、より積極的で、合理的な取り組みといえよう。消費者自身も、自らが求めるものを手に入れるために意見を言ったり、努力したりすることで、より満足いく価値を入手でき、ビジネス側も高い収益を実現できる。そこでやりとりされる価値は商品ほど明示的ではないので、消費者とビジネス双方の関わり方、経験や知識の量などによっても変化する可能性がある。その価値を安定化させるための取り組みがサービス・マネジメントであり、その成果は、カスタムオーダーの普及、顧客相談窓口の普及とその活用による問題解決型マーケティングの浸透、店頭の高高度化などが取り込まれ、非常に複雑な価値が提供されるようになっていく。一方消費者行動に対する分析も進み、特にインターネット時代に対応する形で、顧客を不満にさせない発想・仕組みの構築が進められた²⁾。マーケティングは新規顧客開拓から、顧客維持へと大きく舵を切ることになる。

この動きが進む中、消費者の間には「お客様意識」が急激に広がり、価値に対する厳しい評価眼を持つものが増え、またそれが伝達されることで、より高い価値が継続的に追求され、また提供されるというサイクルができあがっていった。「より自分に合った」「自分だけの」といったニーズが高まり、そのためにビジネスは消費者の要望を把握し、実現していくためのインタフェースを整えることになる。

「ローカルな力」をこの段階に適合させて考えていくと、そこには大きなチャンスが見えてくる。ナショナルワイドにネットワークを広げたビジネスは少なくないが、それは商品提供のため

2) Goodman, John, "Basic Facts on Customer Complaint Behaviour and the Impact of Service on the Bottom Line," *Competitive Advantage*, June 1999, pp.1-15 では、e Satisfy社が行った調査に基づき、顧客の苦情と顧客行動の関係が調査が報告されている。例えば、「企業とのビジネスに問題があると感じた顧客は、平均9～10人にその事実について話す。特にその13%は、20人以上にも話をする。」といった顧客行動の実態が明らかにされた。こうした分析は、「ハインリッヒの法則」のような経験則として広く知られるようになり、さらには「1：5の法則（新規顧客に販売するコストは既存顧客に販売するコストの5倍かかる）」「5：25の法則（顧客維持率を5%改善すると収益率は25%改善する）」といったものにも応用されている。

のものが大半である。そのネットワークを、サービス提供が可能なものに変化させるには時間も費用も少なからずかかる。それでも大手はその対応を済ませつつあるが、顧客対応の体制を十分に整備できないところも少なくない。そうした企業は、価値の低いレベルで、いわば「部品」のような存在として取り扱われることになる。結果として、そうした「部品」が低価格で散在する状況が生まれ、それを活用して、価値を実現していくサービス提供者が登場する。そうしたサービス提供者は、ローカルのマーケットに特化し、そのニーズに深く対応する形で個別対応的なサービスを提供し、ニーズとシーズを結びつける調整役として機能するようになる³⁾。

この調整役こそが、「ローカルの力」を高める存在として、非常に期待できるものと考えられる。サービスは生産と消費が不可分⁴⁾であるため、その提供体制についてはその地域地域で構築する必要がある。要求されるものを自社で、あるいは厳格に仕様を決定して外注することができるものは限られ、多くはローカルの企業（これがNPOであっても全くかまわない）に自由度を持たせた上で依存するしかない。こうした状況は、地方においてより顕著になり、地方市場にはそうした補完型のサービス提供者に対するニーズが少なからず存在する。一方、ローカルのサービス提供者は、その地域に根ざして、地域の資源を活用してその事業に取り組みば良く、独自の魅力を生み出すことが可能になるのである。

しかもこうして生み出されたローカルの価値実現のためのシステムは、ローカルに立脚したものであるが故に、模倣されることはない（逆に簡単に拡張することもできない）。良いものを生み出すことができれば、それが「ローカルの力」を体現する大きな力になり得るのである。従来の商品型の価値提供システムに接続し、その中でクリティカルな役割を担うことで、「ローカルの力」は確実に認知され、強化される。これは例えばNPOが事業収入を考えていく場合において極めて重要なポイントとなりうる。

しかしその評価は、あくまで従来型の価値提供システムとしてのものであり、「ローカルの力」を消費者が直接支持するようになるかは別問題である。消費者は、ローカルな力を従来のもとの明確に弁別しておらず、自らの求めるものを提供してくれる仕組みとして認知しているに過ぎないからである。さらに「ローカルの力」を高めていくには、次の段階を検討しなくてはならない。

1-3-3. 社会階層（リレーションシップ・レベル）

社会階層は、消費において、「守らねばならないレベル」を意味している。準拠集団が憧れを

3) 情報が急速に伝えられることもあり、都市と地方のサービスレベルの格差は容認されにくい状況が生まれている。例えば介護保険に対応する形で事業者が急速に増えた福祉機器に関連するサービス企業では、商品レベルでは既にグローバル化が進んでいるのに対し、サービス提供は地方の中小事業者依存という体制になっている。流通業でも、例えばホームセンターや家電量販店が施工・設置・相談・改修などのサービスメニューを強化し、単なる物販からサービスの提供に重点を移す「サービス・シフト」が進めた結果、各地域毎のサービス提供体制を再構築しなくてはならなくなっている。こうした変化が、どのような変化を地域にもたらしているのかについては、さらなる調査・研究が必要である。

4) Parasuraman, A., Zeithaml, V. A., and Berry, L. L., "A Conceptual Model of Service Quality and Its Implications for Future Research," *Journal of Marketing*, 49 (4), 1985, pp. 41— 50.

広げる対象であったのに対し、自らの生活のあるべき姿を確定するものが社会階層であると考えられる。

社会階層と消費の関係については、ヴェブレン⁵⁾に代表される研究があるが、制度や職業などによって定義されてきた社会階層が、資本主義の競争の中で蓄えられた「富」の程度によって定義されるものによって変わっていったことが指摘されている。放っておいても守られるものから、守ろうとしていかななくてはならないものになり、しかも人に「見せつけなくてはならない」ものになっていったのである。「見せつける」ために用いられるのが商品やサービスであり、それはまさにボードリヤール⁶⁾の指摘する記号の消費である。さらに複雑多様なものを結びつけ、自己を差別的に表現するために、商品相互を関連づけていく。これはマクラッケン⁷⁾が指摘する「デイドロ統合」だが、それが効果的に機能するためには、リレーションシップ（関係）が重要になる。

というのも、その記号がどのような意味を表すのかを理解するには、それを理解できる相手が必要になる。仲間に自分がある階層にいると認めてほしかったら、仲間がその記号から意味を解説できる力を持っていないと駄目だ。またその意味を理解して（消費者自身が求めたい意味を理解して）商品やサービスを提供してくれる提供者や、その意味の根拠を与えてくれたり、意味を象徴する記号（商品）を教えてくれる情報源、それを広げたり、共有してくれるネットワークなど、多様なリレーションシップがあって初めて、見せつけるための消費が可能になるのである。

この多様なリレーションシップは、現代の消費において、一番の購買理由を生み出すものになり得るといえる。飽和状況にあることが多い現代の消費において、「こだわり」と呼ばれるものの根底にあるのは、リレーションシップに依拠するところの多い自らの「見られ方」や「立場」に関わるものが中心である。消費者に、ある種の消費を創発したり、加速させたりするだけでなく、自分に「ふさわしい」ものであると認知させ、それを自らの消費の定常的パターンとしたり、その優先順位を高めていくといったことが、このレベルにおけるマーケティングの目標となる⁸⁾。

リレーションシップ・レベルのマーケティングでは、顧客が求めるものを把握し、長期的な関係性の中で実現していくことを目指す。そのためには、顧客にその関係を選択してもらい、コストをかけて取り組んでもらう必要が生じる。また実現しなくてはならない価値が非常に捉えにく

5) ヴェブレン, ソースティン, 高哲男訳, 「有閑階級の理論—制度の進化に関する経済学的研究」ちくま学芸文庫, 1998

6) ボードリヤール, ジャン, 「消費社会の神話と構造」, 紀伊國屋書店, 1979

7) マクラッケン, G., 小池和子訳, 「文化と消費とシンボルと」, 勁草書房, 1990

8) ラウターボーンは、リレーションシップ・マーケティング時代のマーケティング・ミックスとして支持されることになる4C (customer needs and wants, cost to the users, communication, convenience) を提示しているが、顧客にとっての価値（顧客価値）とコストは顧客が何をどこまで求めるかによって変化し、それを顧客にとって都合の良い形で実現していくことが重要になることを示している。そこで特に大きな役割を果たすのがコミュニケーションであり、マーケティング・コミュニケーションの統合 (Integrated Marketing Communication) の重要性を指摘している。Lauterborn, Bob. "New marketing litany: four Ps passe: C-words take over." Advertising age. 1990, vol.61, issue 41, p.26.

いものになっていくため、価値を実現していくための仕組みの構築が重要になる。一般的には顧客データベースを整備して、履歴に基づき、より深いニーズに対応するように努めたり、会員割引の様な特別待遇を行ったりして、リレーションシップの価値が明確になるように取り組む形が多いが、そうすることで自らの求める価値が、このリレーションシップ以外では実現され得ないという確信を顧客に与えることを目指している。

このリレーションシップを「ローカルの力」にどう活かすか、という点であるが、リレーションシップは商品、サービスと積み上がった価値をより高度な形で実現するものであり、そうした価値を実現するのにふさわしいリレーションシップとして構築されていることが多いため、それを簡単にローカルなものに切り替えることはできない。一般にリレーションシップは、東⁹⁾が言う「大きな物語」や「古いツリー型のモデル」に結びつく形で構築されていることが多い。今日では、序列化された競争志向の物語やモデルの優位性は失われたと東は論じているが、以前物語のサイドにある(と信じている)ビジネスは物語の存在を伝え、シュミラクルと化した商品、サービスを生産し続けている。多数の情報が提供され、「理想的な〇〇」「最高の〇〇」の序列を提示し、それを提唱する人、物、場所などを生み出し続けているのである。

しかしその取り組みの中で、ローカルが取り上げられることが増えている。それは主として「より特別」「より本物」を志向する限られた消費者のための新たな商材としての存在であるが、例えば「魚沼産コシヒカリ」や「馬路村のゆず」、「小川村のおやき」などの地域産品が顔を出すことがある。職人、限定、一流ブランドが信頼などのキーワードで注目されるもの、例えば本吉町の及川デニムなど、「隠れた名品」が取り上げられることもある。飽和した消費の中で、よりレアな、より特別な価値を求めて行き着いたのが、そうしたローカルのものであったということであり、裏返せばローカルの名品に依存しなくてはなかなか珍しい価値を探すことはできないという事情も見え隠れする。何よりもまずレアであることが注目の理由だとしても、彼らがそのリレーションシップの中に登場してくるのは紛れもない「クオリティ」の保証故である。ここにローカルの大なる可能性を見て取ることができる。

ここで紹介されたものは、既存のリレーションシップを補強する意味で投入された「目新しい」素材という位置づけに過ぎない。消費者にとって、目指す価値を表現する新しいきっかけに過ぎないともいえる。しかし差別性を求めて、より多様なリレーションシップを構築しようとする消費者に応える新しい商材として、こうした信頼される「ローカルの力」は極めて有力な存在なのである。選ばれるべきクオリティの高い価値を、小規模でもかまわないので提供し続けていることが重要になる。日本経済新聞に掲載されていた「名品探訪」¹⁰⁾ というコーナーがあったが、そこで取り上げられたものの多くは、その地域で実際に食べられたり、用いられたりといった根強い支持があり、材料や工法などにこだわりを持ち、敢えて全国的な展開をとらないといった共通性があった。それがネット通販を中心にした、「お取り寄せ」の時流に乗って紹介されたといえ

9) 東浩紀,「動物化するポストモダン オタクから見た日本社会」, 講談社現代新書, 2001, pp.56-62

10) 日本経済新聞 2008年7月21日 富山の鱈寿司からスタートし、2010年3月まで59品を紹介

るが、ポイントは既存の流通などでは得がたいレアであるということではなく、良いものなのに私の手に入らないという「信じられない」現象であることと、それを手にして思わず納得してしまうクオリティの高さにある。まずクオリティの高さを実現することが重要である。「ローカルの力」を結集し、高いクオリティを実現することで、ローカルに対する関心を集め、ローカルに資源を呼び込んだり、社会の関心を呼び込んだりすることができる。リレーションシップという、強くて長期的なつながりの中にそれを位置づけることは、「ローカルの力」を飛躍させていく上で極めて重要な過程ということができる。

1-3-4. サブカルチャー（コミットメントのレベル）

サブカルチャーは、ある社会の一部の人だけが支持する文化であり、オタク文化や若者文化、都市文化などを指すと考えられる。いわゆる伝統的なメインカルチャーに対比されるものと理解されることが多い。

消費者に影響を与えるものとしてのサブカルチャーとは、メインカルチャーとして存在するものから、個人の思い入れによって切り出された固有の事象と考えることができる。消費者は、通常はメインカルチャーであれ、サブカルチャーであれ、そしてリレーションシップであっても、所与として生活している。生活は常に合理的に逐次見直されるものではなく、緩やかな惰性の中で未来を見いだしていく。消費のあり方は商品、サービスレベルではめまぐるしく変化することがあっても、なぜそのような消費をしているのか、それを改めなくてはならないのではないのか、といった問いかけを必要にすることはそう頻繁に起こるものではないのである。

しかし時にそうした見直しが求められることがある。その緩やかな連続性の中から抜け出し、新しい価値を追求したいと考えることがある。そのために、ある程度の不自由を甘受し、コストを払い、積極的に取り組むといったことを行っても、その価値を求めるようになる変化が、消費の中ではまれに認めら得るのである。

とはいえ、それは従来の消費生活と全く無縁の形で生まれてくるとは考えにくい。消費生活の中で出会ったものに共感し、それをより深く探求していく中で、新しい価値やそれを生み出す仕組みに傾倒するようになっていくというのが一般的な流れのように考えられる。例えば最近古着のファッションが流行している。同様にリサイクル（再利用）や料理教室、DIYの教室なども注目を集めている。これらも、その商品をただ購入しているだけであれば、前三者と何ら変わらない。しかしそれらは、今まで当然としてきたスタイルとは異なるものを包含している。古着であれば、一点もの、品質は自分で見極め、サイズ・色などのバリエーションはない、品質・品揃えなどのばらつきなど、通常であれば望まれにくい特徴を持っている。それを話題性や目新しさで購入するのか、節約で利用するのか、それとも新しいファッションを実現したいと思って活用するのかで、同じ古着も意味が異なってくる。そしてそれを一過性ではなく、継続的なリレーションシップとして受け入れ、積極的にコミットしていくと、他の消費スタイルとは異なる、関与度の高い消費が実現されてくる。それは自分が知らなかった世界に触れて啓発され、ライフスタイ

ルの変化につながる可能性もある。

マーケティングは、こうした「新しい変化」を歓迎しつつも、多くの場合、変化の背景にあるコンテキストを取り除き、表象としてある商品やサービスのみを取り上げようとする。震災によって自転車の利用が増えたが、利用者の事情・背景に注目するのではなく、共通項となる自転車をアピールするのと同じである。コンテキストはヒットのための制約でしかないからである。しかし消費者のコミットメントが進み、コンテキストに関心が向けられるようになると、マーケティングはコンテキストを「スパイス」として取り上げ、そこに共感を創りだし、消費を加速させようとする。自転車の利用によってどれだけ生活が変わったか、「まち」の景色がよく見えるようになったか、どれほど健康でエコだったかなど、自転車の販売に際して与えられている「経験談」がそれである。しかしそうしたマーケティングに懐柔されることなく、消費者が自らそのコンテキストに目を向けるようになると、消費者の行動を左右するのはそのコンテキストとなり、コンテキストを提供している人の影響力が強くなる。大量生産・消費を助長するマーケティングは、そこで有効性を失うことになる。

一方、消費者の支持を得たコンテキスト側は、どのようなマーケティングをすることになるのだろうか。それは一言で言えば、商品としての目新しさではなく、そこにあるコンテキストの新しさ、面白さをアピールし、その「一員」になることの魅力を伝えていくというものになろう。例えば自転車に乗ることであれば、その魅力はもとより、自転車を移動手段として生活することがもたらす生活全般の変化、自転車を通じて感じる自然やエコロジーの大切さ、果ては自転車を一つのシンボルとして、新しい価値観を提示すること、といった具合に、大きく発展していくことになる。

実際にこうした展開は、今日かなり多くのところで見ることができる。今例に挙げた自転車もそうであるが、DIYや〇〇体験、マニアの存在、最近注目を集めている「勉強会」などもこの範疇に捉えることができる。基本的には身近のところにある関係を中心に、それまでとは違う自分の世界、生き方、役割を見いだし、活動していく。場合によっては、他地域の、あるいは全国的な取り組みとも結びつく。同窓会のようなものに近いともいえるが、ここで論じられているものは選択的なものであり、自己変革のような大きな目標と関連することが多い¹¹⁾。

「ローカルの力」を飛躍させていく上で、最も重要になるのはこの段階と考えることができる。ローカルはビジネスと対立して存在するものではないから、今日的な消費行動と異質な存在でなくてはならない、というわけではない。しかしその本質的な魅力や可能性を主張し、それを拡大していくためには、一般的な消費行動、一般的に「魅力」とされているものと反対のベクトルを持った要素を持ち、結果的には一般的な魅力、価値としても大きな成果を持つものであることを実証していく必要がある。

ただ先に触れたように、より新しいものを求めて、ビジネスそして消費者の探求は、積極的に

11) この背景には、「私」の存在を社会関係の中に模索する動きがあると考えられる。それについては、大塚英志、「物語消滅論」、角川書店、2004 が詳しく説明している。

ローカルなものにまで及ぶようになっていく。産直品を購入しにいったら、農業に取り組む人に出会ったり、自転車を購入しにいったら、自転車での旅行やエコロジカルな生活に取り組む人と知り合っただけで楽しむようになっていく、と、多くの場合、人との出会いによって、何らかの啓発を受け、新しい「サブカルチャー（今までの生き方とはことなる、新しい社会の「切り取り方」）」に出会うことが増えている。それは現状ではまだビジネスサイドの探求によるものであるといえるが、産直市場や道の駅¹²⁾などが増え、それが成功を取めたことで、多くのチャレンジャーが賛同し、多数の魅了が生み出されていることと、それを手に入れるためにはどのような方法があり、どこに行けば良いのかが示されるようになっていくことが背景にあると考えられる。

こうした力を伸ばしていくためには、ここで偶発的に生じたと考えられるものを、意図的に促進していく仕組みを設けることが重要になる。この仕組みについては、2-1で後述する。また最近ではFacebookのようなソーシャルメディアが活用され、見えにくかった交流のプロセスが捉えやすくなり、ネットワークを構築したり、交流頻度を上げ、その新しい交流を日常的なものにしていく上で大きな役割を担っている。

ローカルな力は、サブカルチャー的に取り上げられることが多い。それが今日の流行であるともいえる。その状況を利用して、「ローカルの力」を生活の中心になるように展開していくことが、ローカルな力を高めていくためにはまさに中心的な課題であるといえる。

1-3-5. 文化（アドボケイターのレベル）

消費者の購買行動に影響を与える最後の存在が文化である。文化は通常その存在を問われることなく、我々の日常に浸透している。しかし実際にはその文化の下に、社会が構築されており、その構造に現れている矮小化された文化のみが、消費者が文化として認知しているものに過ぎない。環境保護を意識してエコカーを購入する行為は、新しいコピーのついたホットなアイテムの購入でしかない。新たな消費を喚起する斬新な価値を、どのような形であれ実現できるのが、その社会で最も賞賛され、成功する人である。

しかし原油高とエコポイントによって生み出されたエコカーブームは、「自動車を辞める人」と「カーシェアリング」を生み出した。「電気自動車を創る人」も出てきた。エコは車作りの中の、満たすべき重要な性能として捉えられ、市場の多くの消費者は環境に良い車を求めるようになっているが、市場規模では小さいものの、自動車メーカーのマーケティングの延長から離脱する消費者が現れているのである。脱消費社会などと呼ばれるこうした現象は、その多くはイデオロギー的な基軸を持つものではなく、自らをそれ一色に染め抜こうというものではない。自動車を辞めても、レンタカーを借りることを否定するわけではない。消費そのものを手控えるわけでも、自動車会社や石油会社に反対運動を起こすわけでもない。その動きは総じてサブカルチャー的なもので、それほど劇的に社会に広がっていくことはないのが普通である。

12) 宮城県でも、「あ・ら・伊達な道の駅（大崎市）」「やくらい土産センター（加美町）」など、地域活性化の拠点となるものが多数存在している。

しかしそうした彼らが、強くその主張を訴えたり、自らの活動を「運動」として社会に広げていこうと取り組み始めることがある。彼らはある価値観のアドボケイター（提唱者）として、積極的に推進役を務めている。そのきっかけになったものは、自分や家族が病気や事故などで大変な思いをすとか、外国に旅行をして異文化を体験するといった個人的な経験であることもあれば、阪神淡路大震災などの大災害など、社会的な大事件などがあると考えられる。

今回の東日本大震災でも、被災地はもとより、日本全国、世界的に様々な活動が行われている。阪神淡路大震災以降、多数のNPOが設立され、それが東日本大震災では直接・間接に多くの支援を提供してくれたが、それらは震災直後の混乱の中で経験した不安、欠乏、善意などを活かす形で生み出されたものが多い。東日本大震災でも、既に地域的な交流会や支援活動の枠組みが進み、中には事業化されるものも生まれている。

アドボケイターが、その主張を人々に広げ、支持を集め、大きな運動にしていくためには、一般的に次のような条件が必要になる。

- (1) 強力でわかりやすいメッセージとそれを伝達する力
- (2) メッセージに共感し、協力してくれる仲間
- (3) 活動を理念的、資金的にバックアップしてくれるスポンサー

こうしたものを地道に構築していくには、長い時間がかかるが、とりわけ難しいのが(2)の仲間作りであるが、当事者意識が強い人を集めることをしやすいのが先に述べたような活動テーマであったり、状況であると考えられる。

近年、NPO活動への取り組みが増えていたり、ボランティア活動が盛んになったり、企業による社会貢献活動が数多く見られるようになるなど、現社会体制の不完全性を補い、新たな体制作りにつなげていこうとするような取り組みが数多く見られるようになってきている。そうした土壌がある中で、大きな災害が発生したことは、この動きを加速させることになるのは間違いない。とりわけ、グローバル一辺倒の仕組みを改め、ローカルの可能性を模索しようとする動きが出てきていることは、「ローカルの力」の高め方、活かし方が、地域の力を考える上で極めて重要になることを意味している。

例えば、原発事故の影響からエコエネルギーに関する関心が高まっている。新電源として期待されるものの多くは、分散型のもので、地域の中に広く電源を設置する考え方に基づいている。地域のエネルギーをどのように創り、どのように使っていくのか、という議論の下で、その電源をどのように設置、管理・運営していくのか、ということが検討されねばならない。逆に、それを進める地域の力があれば、その力を活かしながら、この問題を解決していくことが可能になる。例えば太陽光パネルを設置したとして、その管理・運営を地域のNPOなどに委託する。太陽光パネルの管理には、地域の人材を活用できる。雇用の創出につながるだけでなく、地域を巡回する彼らには、福祉や介護、地域作りなどでも様々な役割が期待できる。そうした発想は、メガソーラを建設し、電力会社が運営するという考え方とは根本的に異なっている。資金を始め、フィージビリティの問題はあるが、その可能性が検討されないのは「ローカルの力」を考える上では大

きな損失であろう。

ローカルには新たな社会の実現につながる可能性がある。地域では、「ローカルの力」は、社会の中で補完的な役割を果たすことを目指す活動が多いが、代替しないまでも、選択肢としては十分機能できるだけの力を持ちうるであろう。震災後のこれからの社会は、解決しなければならない問題が山積していることに加え、その変化の可能性が高まり、「ローカルの力」を活かすには大いにチャンスがある。良い成果を生み出し、そのプロセスをしっかりと管理する。使えるものは全て使う。ローカルの活動は、地域を越えて普遍的に利用されることを考える必要はない。特殊であっても実現できれば良いのである。ノウハウを共有し合い、同じような考え方が普及し、独自のやり方を伸ばしていってくれるローカルが生み出されることでその地位を向上させていくことになる。「ローカルの力」を、我々が選択肢として検討し、活用できるようになれば、我々はそれだけ社会の可能性を広げることができる。役に立つ仕組みを作り、それを活用してもらえ、枠組みを整備することで、「ローカルの力」は存在価値を高められるのである。実際に社会を変える力があることを実証するところから、一歩一歩始めていくべきである。

1-4. 「ローカルの力」を高めるための競争上のポイント

消費者の評価する価値の視点から、競争的に重視しなくてはならないポイントを改めて整理してみることにする。

「ローカルの力」には実に多様な側面がある。それは同時に可能性でもあるが、それを魅力として高めていくには工夫をしなくてはならないことも少なくない。力として、応用性を高めていくためにも、目的と方法をきちんと整合性を持って考えていくことが必要になろう。

次の表1は、1-3の内容をまとめ、マーケティングのポイントを示したものである。

列1	家族	準拠集団	階級	サブカルチャー	文化
	商品	サービス	リレーションシップ	コミットメント	アドボケイター
ポイント	目に見える良さ・新しさ	より高い満足・自分に合う	他では得られない価値	価値を創る新しい方法	価値を広げる
生活の変化	なし	ほとんどなし	関係次第では変化	大きく変化	提供者の立場に
価値の評価	新奇性・費用対効果	新奇性・クオリティの高さ	クオリティの高さ・限定性	自分を活かす・貢献	生き甲斐
マーケティングのキーワード	脱ローカル	いいね!ローカル	なるほどすごいね。ローカル	あなたもローカル	ローカルからの未来
マーケティングのポイント	新しさの追求	クオリティの高さ	理由の明確化	理念の明確化	理念の明確化
	十分な商品力	価値の「見える化」	トータル・バリューの設計	違いの明示と説明	ネットワークの明確化
	パッケージングの魅力	仕組みの重要性	継続する理由の明示	出会いと発見	共通項と独自性の明示
	「背景」の印象づけ	問題の発見と総合的解決	顧客維持のためのシステム	成長・役割分担の仕組み	仲間作りの体制構築
ローカルの力	話題性・手軽さ	きめ細やかな対応	特別な価値・自分だけ	変わる自分	新しい社会をともに創る

<表1：ローカルの価値のレベルとマーケティングのポイント>

「ローカルの力」を高める上で最も大きな問題になるのは、その活動を統合的にコントロールできる存在の有無である。ビジネスであれば当然ブランド・マネジャーなどが存在するわけだが、専門的な知識や経験を有しない人が、その業務に携わることも少なくない。昨今話題の「ゆるキャラ」も、地域興しといった美名の下に数多く登場しているが、ゆるいことは無計画や適当を意味するわけではなく、そこに投下される資金も税金であったりすることを考えると、きちんとした

戦略や計画，実践の体制が整えられていかねばならない。そうした「ゆるさ」が，ローカルの脆弱性や信頼度の低さ（ほとんどはイメージでしかないが）につながっていると考えられる。

「ローカルの力」を高めていくには、それを支援する体制が必要であることはいうまでもない。しかしNPOがそうであったように、行政が資金や営業の支援をしてくれるのが当然であるかのような意識が一部に広がってしまったように、「お上頼み」の発想はなくしていかねばならない。地域を担う力として自立し、少なくともローカルのマーケットにおいてはビジネスを含め、並ぶものがないような存在になっていこうという意識を持った人たちのために、彼らが活躍しやすい環境を整えていく発想が、行政にも、NPOや支援者達にも必要である。

しかしそうした総論的な視点からの思案ではなく、とりわけマーケティングに重点を絞ることの意味は、まず「成功体験」を創ることの重要性を感じるからである。上手くいったこと以上に、人をやる気にさせ、力を集めるきっかけになるものはない。その上でレベルに関係なく重要なことは、独善にならないことである。例えば地域の産品を悪く思う地域の間人はいない。それを使えば上手くいく、といった考えに陥りやすいのは無理からぬことであるが、それは独善に過ぎない。自分の望む結果を考え、それに合うように都合良く事実をねじ曲げるようなことが起こらないとも限らない。客観的に判断することは難しいが、第三者であるお客様が喜んでくれるようにするにはどうすれば良いのか、お客様の目線で考えていくことである。それを常にできれば、マーケティングは粗方成功したようなものである。

次に、マーケティングを活用した「ローカルの力」向上策を検討することにしよう。

2. 「ローカルの力」向上のためのマーケティングの活用

2-1. 今日のマーケティング

冒頭にも述べたが、今日のマーケティングは、「見えないものを売る」局面に入っている。すなわち形ある商品やサービスを提供する場合でも、顧客¹³⁾が求めている価値を十分に理解し、ふさわしい価値を提供できるようにしていかなければならないのである。しかも顧客の要望は極めて個別化し、顧客ターゲットを極限まで絞り込んでいかねばならない。競合は激しく、特に情報戦は極めて厳しいものがあり、ライバルだけでなく、顧客自身が発信する情報に右往左往する状態である。顧客が実質的に増えることが考えにくく、新しい顧客を獲得することが困難かつ高コストになっている状況では、顧客を維持していかねばならない。またマーケティングに使える手法も、インターネットからタウン情報、口コミに至るまで極めて多様化しており、そのノウハウも秒単位で変化している。そんなマーケティングの現状から、マーケティングを実践するもの（メーカー）が理解していなくてはならないマーケティングのミッションは、価値の実現・維持、顧客志向に基づく価値提供のシステム化、顧客基盤の拡大・保持、マーケティング・ミックスの統合的管理の4つである。

13) 本章では、マーケティングの通例にならい、消費者ではなく、顧客という言葉を使用する。不特定多数ではなく、明確に関係がある、あるいは関係が想定されている対象を顧客と呼ぶが、今日のマーケティングでは対象の特定性を重視して顧客という用語を用いるのが一般的である。

2-2. 価値の実現・維持

顧客が求める価値を実現していくこと、そしてそれを維持していくこと——これは今日のマーケティングの主要課題である。同じ商品でも顧客が求める価値は異なってくる。同じiPadでも、使う人、使い方、使う環境などによって、要求されるものは異なる。新しいものを買って自慢したい、などというニーズもあり得る。そうしたものでも、満たされるよう、価値を生み出していかねばならないのである。また価値を維持していくことも重要になる。顧客に求められる価値を実現していくことは当然必要であるが、顧客の期待を受け、その価値を常に提供できるよう維持していくことは容易なことではない。工業製品であれば品質にばらつきがあることはむしろ大きな問題であるが、価値は商品のみならず、人、物、情報などが連携して生み出されるものであり、安定的に等質のものを生み出していくことはとても難しいのである。

【ローカルの力の実現に向けての課題】

ローカルで提供される商品、サービス、イベントなどの活動（これもサービスにあたる）、さらには観光キャンペーンから地域ブランドの確立、ふるさと納税の実現まで、これらの取り組みは全て、顧客の支持を獲得するためのマーケティングの取り組みに他ならない。これらの取り組みは、ターゲット（対象顧客）が実に多様で、複合している。競合状況も実に複雑で、必要とされるマーケティング手法も多岐にわたっている。

コトラー¹⁴⁾は、こうした地域固有の問題を、「地域のマーケティング」の中で整理し、地域のターゲットを、(1)ビジター（観光客とビジネス客）、(2)住民・勤労者、(3)ビジネス、(4)輸出市場に分類している。コトラーは、それぞれの対象の評価が高まり、それが伝わってさらなる顧客が呼び込まれてくるメカニズムや、その良循環を実現するために、地域が住民満足度を高める工夫をしたり、企業誘致を目指すのであれば、ふさわしい環境整備を進める必要があることなどを指摘している。コトラーの指摘は地域のマーケティングを考える上で、最も基本的な枠組みを示したものとといえる。

しかし実際には、何がどうなって、どのように波及していくのかというプロセスについては、地域の個性性に従って考えていくしかない。同じような地域であっても、同じ方法が採れるという保証はない。住民は地域、特に自治体にとってみれば、第一に満足させていかねばならない顧客であるが、同時に他のターゲットへのマーケティングを考えるときには、労働力（従業員）としての役割を期待されたり、環境への対応では、時にはおもてなしする側、すなわちサービスの提供者側に回ることも考えられる。住民満足度の高さが全てを左右するといったことがよくいわれるが、それを高める方法もしかり、満足度の高さがどのように他の成果につながっていくのか

14) Kotler, P, Haider, D. H., and Rein, I., "Marketing Places: Attracting Investment, Industry and Tourism to Cities, States and Nations", The Free Press. 1993（前田正子他訳1996、『地域のマーケティング』、東洋経済新報社）

という過程についても、より多くの調査・研究¹⁵⁾が必要といえる。

さらに複雑になるのが、実行の過程である。仮に計画が立てられたとしても、その実行をどのように進めていくかはさらに困難な課題である。価値を生み出すことを考えるのに最も重要なのはターゲットであるが、そのターゲットを絞り込まないと目指すべき価値が見えてこない。ターゲットが複合化している状況では、その全てを網羅しようとするとう総花的なものになり、絶対的な強力な魅力を作り出すことにつながらず、結局顧客に選ばれないものになってしまうのである。

行政主導の研究調査であれば、どうしてもこうしたものを作りだしてしまう傾向がある。全体を網羅した青写真を作り、それに基づいて計画を進めていくという作業は重要であるが、報告書の作成ではなく、実際の成果を求める場合には、対象を絞り込んで小さな成功を確実に実行していくことが重要になる。成功があれば、その成功が意見を調和させていく大きな契機になるのである。

【価値を創り維持するために】

価値を作り維持することはどのレベルにおいても重要であるが、商品、サービス、リレーションシップ、コミットメントと、求められる価値が変化すると、当然価値の実現のために必要な方向や仕組みも変化する。

商品レベルでは、同様の商品との比較で、簡単に比較して、その優位性が明らかになるようにすることが重要になる。品質・味・原材料・製造方法・生産者・伝統など、アピールするポイントは多々あるが、その多くは明確な差別性につながらない。味は食べてみなければわからないし、それ以外のものも他の商品に比べてどれだけ優れているかは判断しにくいものである。品質の良さや生産者のこだわりなど、見えにくいものを見せているのは、次に述べる価値提供支援システムによるところが多い。一度利用してもらって、再利用ということになれば、その価値は明確に理解されているので価値を伝えていく必要性は薄れるが、例えば地域産の食品であれば、一般的な流通ルートでは入手することは難しいので、直販する体制を整えておく必要がある。そのためには問い合わせをしてもらえるように、問い合わせ先を表示したり（ネギヤピーマンにどうやって問い合わせ先を入れるか、さらにどの生産者のどういう食品かを間違えずに販売できるようにするにはかなり知恵を使わないとならない）、会員になってもらえるような仕掛けをし、お客様をつないでいく準備をしなければならない。すなわち大半は、価値提供システムといわれる仕組みによって、価値を伝えたり、保持していくようにしていかなければならないのである。

例えば産直品の販売所の商品は、新鮮で品質が良く、生産者の思いが伝わるといわれる。それこそが価値であるが、その価値は通常捉えようもないものである。それを見えるように、例えば

15) 地域ブランドに関する研究としては、特定非営利法人SCOPと信州大学人文学部が共同で行った調査がある。SCOPは松本・塩尻地域で、行政計画の立案や調査などに多数関わった実績を持つNPOであるが、特定地域に特化して、地域性を踏まえた調査をしている団体は多くない。彼らが行った地域の調査は、今後必要とされる調査のモデルとして、参考になるものと考えられる。北村大治・林靖人・高砂進一郎・金田茂裕・中嶋聞多、「地域ブランド構築の実践的事例 ～塩尻地域のブランド化への取り組み～」、信州大学地域ブランド研究会「地域ブランド研究 vol.2」, 2006

生産者毎の売場にして、生産者の写真やメッセージを添えるといった工夫により、そこに思いを感じられるように「仕掛け」たことで、その価値が見えてきたのである。さらには頻繁に品物を追加するためにやって来る農家の人の姿を直接見たり、話をしたりすることで、その価値を確信したりもする。生産者によっては、オリジナルのメッセージを添えたり、レシピを付けたりして販売量を上げようと工夫している。やっている人もいればそうでない人もいる、という不揃い感が手作り感を演出していると受け止められたりもする（もちろん不揃いなだけと悪い評価をされることもある）。どうすれば売れるのか、人気を博するのか、リピートオーダーをもらえる人はどういう人か、どんな工夫をしているのか、といったことを議論していく場を設けることで、産直店全体の魅力を高めることになるのである。こうしたことも、価値を生み出す仕組みの一部といえる。

見えにくい価値を見せていくための取り組みは、ビジネスを含む全ての事業者において重大なテーマとなっている。裏を返せばそれだけ差別性を伝えることは難しいのである。安さや品揃えで勝負しようという企業に対して、正面から戦えるものはそうはいない。品質であれ、作り手のこだわりであれ、見えにくい価値を伝えるには、その価値を販売時点だけでなく、「長い時間」の中で感じ取ってもらえるような仕組みにしていかなければならないのである。

具体的な姿が見えないサービスやリレーションシップを売ろうというのであれば、その価値の設計はいっそう難しいものになる。例えば地域の福祉機器提供を行う活動をする場合、最も重要なことは、自分の仕事は何であるかを定義することである。確かに機器の提供が仕事であることは間違いない。しかしそう定義してしまうことは、実際に行いうる仕事を小さくしか捉えることができず、その魅力もとても小さなものにしてしまいかねない。以前その仕事に携わった方は、「お客様に信頼されれば、どのようなものでも売れる」と言っていた。福祉機器を必要としているお客様は、それ以上に様々なことを必要としている。買い物に出かけにくかったり、電球の交換ができなかったり、書類の記入ができなかったり、話し相手がいなかったりと、多様なニーズを持っている。その人に福祉機器だけを提供するのか、それ以外のことまでしてあげるのか、で信頼の程度は変わってくる。お客様が必要としているのは、信頼できる役に立つ人であって、そのように自らが提供する価値を設計しなければ、お客様の支持を得ることは難しいであろう。もちろんやるからには責任もってできるようにしなければならぬし、違法なこと、いい加減なことをすれば信頼を損ない、お客様に危害が及ぶようなことにもなりかねない。価値を設計することは、その価値を継続的に提供していけるものとして、管理できることを意味する。いつでも確実にできるようにする仕組み作りなしに、言葉だけで価値を論じてもお客様の信頼は得られない。

2-3. 顧客志向に基づく価値提供のシステム化

顧客に提供される価値を設計することは、その価値を実現できるようにすることと同義でなくてはならない。しかし先に述べたように、価値は非常に捉え所のない、複雑なものになり、それを実現できるようにしていくことは難しいものになっている。

例えば新しいリレーションシップを実現していくために、「勉強会」を開催しようとする。しかしそれをどのような価値を提供するものにするのかを決めていかないと、最初は何となく楽しいだけで始められても、継続する有意義な勉強会を実現することは難しくなる。勉強会も多種多様存在し、顧客が期待するものも様々である。どういう価値を提示するのか、それを実現するためにどのようなことをしていかなければならないのか。そもそも提示したい価値が確かに「ある」と思ってもらえるようにするためには、どうすればよいのだろうか。「気軽な勉強会」をしたければ、「気軽」を表現しなければならない。会の名称、メンバーの構成、参加の仕方、テーマの決め方、食事の有無、場所など、色々な要件の中に、「気軽」をちりばめていかねばならない。

競争が激しくなり、求められる価値が多様化、細分化されていくと、その価値を実現していくことはますます難しくなる。「産地直送地産地消が体感できる本物の農家レストラン」を実現したければ、「産地直送」「地産地消」「体感」「本物」「農家」「レストラン」それぞれについて、自分が目指しているものがどういうものを踏まえて、それをわかる形で実現していかなければならない。何となく、適当にしていたのでは、山のようにある、同じコードを並べたレストランと差別化できない。

しかしそれはビジネスではそうであっても、実際に地域で、地域の人を使って運営していくなら、そんな堅苦しいことはできない、という意見もあろう。しかし顧客の視点から考えてみれば、その地域の人がやっているから地域性がある。価値がある、などという話は、とても聞いたものではない。お客様が求めているのは「良さ」である。「良い」と思ってもらえるように、地域の魅力がきちんと出てくるようにしていかなければ、雑然として収拾がつかないものが地域らしさで、良さであるなどということには決してならないのである。成功しているレストラン、民宿などは、その作り込みを必ずやっている。自己満足は価値作りの最大の敵である。

これは、価値を提供していくという取り組み、一般にはサービスというものを提供していくために、価値提供を「システム化」していくということである。システム化は、そこに必要とされる人やもの、情報などを密接に組み合わせ、常に安定的に同じ成果が実現できるように設計することをいう。その考え方は、大サービス企業のそれと変わらない。ローカルのは、それよりも多少「遊び」があっても許容されるであろうし、その遊びが顧客との新たな接触を生んだり、新しい魅力を創発させるきっかけにもなろう。しかし原則は価値を安定的に提供する体制が不可欠だということにある。

価値提供体制を創る時の要点として、次の表をあげておく。

これは、私が講演などで使用する、サービス・マネジメントの要点をまとめたものである。

顧客に喜んでもらえる価値を実現するには「仕組み＝システム」創りが不可欠である。なるべきこととなるようにするために、きちんと設計されていなくてはならない。その仕組みを作る上で重要になるのが、「仕込み」「仕立て」「仕掛け」「仕切り」「仕上げ」である。それを通じて、お客様に「仕える」のがサービスの仕事である。創意工夫もその「仕」の中で全て活かさねばならない。

価値提供の中に、偶然はない。全て計画されて設計され、運営されなくてはならないのである。無理なく予定通り遂行されるなかで、ゆとりが生まれたら、それをお客様の喜ぶために活用するというのが優良サービス企業の考え方である¹⁶⁾。ゆとりだけをもうけ、従業員の自由意思でだけに依存するようなサービスではクオリティは担保できないのである。ゆとりある振る舞い、臨機応変な対応を見て、我々はそのサービスのレベルの高さを感じるが、きちんと計画された大部分があればこそ、集中して自分のサービスセンスを使うこともできるのである。

価値創りの「仕事」の要

価値創りは、「仕」組み創り → お客様に「仕える」仕事

仕組み：組み立て、構造、計画

価値がきちんと提供できるよう、設計され、実施できるようにすること。

しかもその価値が、魅力を持つよう、十分な趣向がこらされていること。

仕組み作りの5要素

仕込み：準備 (人の仕付け、下ごしらえ)

仕立て：構成・実施 (作り上げること、振る舞うこと)

仕掛け：工夫 (驚かせる工夫をすること、からくり、先制攻撃)

仕切り：管理 (掌握し、処理する、マネジメント)

仕上げ：こだわり (整え、お客様に合わせてもう一つ、細部の神)

<表2：価値作りの仕事の要>

「ローカルの力」をサービスという形で活かそうとする人たちは、ポイントとなるのはその価値がクオリティの高いものであることである。具体的にどれほどの価値が提供され、それがどのように実現されているかが確認できることも重要である。そのレベルの高さを見せ、「ローカルはいいね」と思わせること。それがポイントになる。お客様の抱える問題をつぶさに拾い上げ、それを解決していく方法を提示していく。お客様の視点から、その行動がどのように見えるかをチェックしながら、クオリティが高いと受け取ってもらえるように、その提供体制を整備していくのである。経験に頼りがちで、場当たりのになりがちなのがサービスの設計であるが、「ローカルの力」としては非常に期待度の高いものでもある。その部分を改善し、クオリティの高さを生み出しているのが「ローカルの力」であるという評価を得られるようになれば、地域における存在価値は飛躍的に高まっていくだろう。

16) Berry,L.L., "Discovering the Soul of Service The Nine Drivers of Sustainable Business Success," Free Press, 1999 (和田正春訳 「成功企業のサービス戦略」ダイヤモンド社 2001年)

【事例紹介】

信州・松本の波田地区は、西瓜の名産地である。露地物の「松本ハイランドすいか」は、最高級品は高級フルーツ店で1玉8000円～1万円で販売されるものもある。中でも「下原」地区のすいかは有名で、「下原」目当てで遠方から訪れる人も多い。旧波田町下原地区の20件ほどの生産者が、独自でハート型のシンボルマークを作り、差別化をしているが、実は「下原」ブランドへの支持は既に数十年の歴史があるもので、産地ブランドなどというものが語られる以前からの「名品」なのである。

地元では知らない人がいない名品である「下原」のすいかだが、全国的には無名である。生産量が限られていることもそうだが、知っている人が買ってくれればいい、という考えと、ここで食べるのが一番おいしい、という考えが根底にあるようである。

実際収穫期の7月下旬ともなると、周辺地域の道路はすいかの露店で埋まる。近隣の飲食店ではすいかが振る舞われる。8月いっぱい、毎日収穫祭のような賑わいを見せる。上高地や安曇野といった観光地を訪れる人たちに多くのファンを作っている。すいかの名産地、と地図に書かれることはほとんどないが、すいかでまちが元気になっている事例である。

すいかは商品であり、さらに言えば地域性を有した商品である。もちろんそれが商品として売られることもあるが、この場合すいかはより大きな価値と一体となって提供されている。観光客や地元のファンが波田地区を訪れて体感するものは、おいしいすいかと露店の活気、振る舞い、語り、楽しさなどなど、実に多様である。それらの価値が、露店や町の人（生産者ではなくても、道路沿いの人はすいかを売っていたりもする）、広大なすいか畑、農協（すいかの品質管理のため、最先端の選果場を整えるといった努力をしている）、近隣の商店、飲食店などの舞台を通じて一体となって提供されているのである。それは脚本のしっかりした舞台芸術ではないが、変わることなく行われている祭りの様に、間違いなく良いものを提供している仕組みがある。その価値が変わらずにあるから、また来年も期待して、すいかを求めて波田に行く人がいる。それは商品の次元ではなく、リレーションシップの次元の価値提供であり、魅力的な地域作りの事例といえるだろう。

2-4. 顧客基盤の拡大・保持

顧客は貴重である。顧客を獲得することはますます難しい仕事になっている。一度獲得した顧客は維持していくことが、今日のマーケティングでは「鉄則」となっている。

ローカルの事業を考えたとき、従来ではローカルの市場の小ささが成長の可能性を狭めると考えられていたが、最近では都市部に比べて競争が厳しくない分、確保すべき市場として、その重要性を見直す動きが強まっている。イオン株式会社の積極的な地方展開は、「農地の真ん中にショッピングセンター」を実現させる驚きに満ちたものだったが、取れるマーケットを確実に押さえた戦略は、流通業界における同社の躍進につながったといえよう。

しかし獲得された顧客が必ず保持されるかといえばそうではない。どの企業も、リレーション

シップ志向の展開を強め、顧客の囲い込みに向かっているが、顧客がおとなしく囲い込まれることは非常に少ないのが実情である。新しい魅力的なものが次々に生み出されてくれば、それに引き寄せられるのも不思議ではない。

商品レベルでは新しいものへのスイッチはすぐに行われる。「限定〇〇個」というような商品は、発売直後に売り切れる。情報への感度は高く、めざとくお得を見つけることについて、今日の市場は極めて優れている。しかしサービスやリレーションシップのレベルになると、その動きはかなり停滞することになる。サービスやリレーションシップには、程度の差はあれ、「関与」が求められる。適合してしまったものは、簡単に他に移行しにくい。車もネットで買える時代だが、メンテナンスなどは地域で行わなければならない。サービスは顧客と離れては存在しない。その身近にあるサービスが良いものであるようにできれば、ローカルには多くのチャンスが訪れることになる。

【事例紹介】

「教室」が増えている。学習塾、資格講座、音楽などの趣味の講座など内容は様々だが、身近なところで学べる教室に通う人が多い。通信教育の様に、量産されて安く便利にできるプログラムもあるが、より多くの価値を求めて「教室」を選ぶのである。仙台にNPO法人学割netが運営する「まふまふ語学講座¹⁷⁾」がある。何回受講しても月謝は1.2万円という低価格も売りだが、ここに参加する受講者は、語学の習得を目的にするのはもちろん、留学生と交流し、異文化に触れたいとか、外国で仕事をするための情報を集めたいとか、海外の支援をするためのきっかけをみたいといった多様なニーズを持って集まっている。講師は東北大学などの留学生で、学割net本来の目的は留学生支援であった。留学生に仕事を紹介し、生活の支援をすることという第一の目的を、外国語を習いたいというターゲットのニーズと結合させ、他では得られない価値を作り上げたのである。開業5年で1000人以上の受講生がいるということからもわかるとおり、誰にとってもありがたい価値を生み出す仕組みを作り上げた効果が、安定的な顧客獲得につながっているのである。

このモデルは、「ローカルの力」を考える上で、実に優れたものである。第一に、一般にビジネスのモデルとして提供される語学学校と比べて、勝るとも劣らないサービスを実現している点である。基本的には専門家ではない留学生を講師にしているのであるが、これは留学生支援という非営利的目的があり、結果として極めて低いコストでかなり高度な専門性を入手できている。ビジネスとして価値を生むべき仕組みを、NPOのモデルを活用することで低価格で実現し、ビジネスを駆逐する力を発揮するに至った。おかげでこの地域の人は、極めて安い料金で高度のサービスを入手できるようになったのである。事業性も高く、安定した経営が可能であると考えられる。第二に、留学生と外国語を学びたい人という2つの顧客をカバーしている点である。このお客様それぞれの期待に応えるサービスを提供できたことで、それに関連した多様なサービスを提供していくことができるようになっている。留学生向けのサービスの窓口として、留学生を対象

17) <http://www.gakuwarinet.com/gogaku>

にしたビジネスを考えている人たちに便益を提供することもできる。信頼される篤い顧客基盤が構築できたことで、成功できたNPOのケースは、多くのNPOなどに刺激を与えることになるだろう。

しっかりしたシステムを構築し、価値提供を実現できれば、「ローカルの力」も十分に競争力を持ちうることが実証されたのである。この枠組みは、より多くの事業において活用可能なものである。商品という低廉な「材料」が得られやすくなっている中で、それを活用しながら、より高い価値を手に入れるための道を考えられれば、「ローカルの力」は社会の脇役ではなくメインとしての役割を担えるようになるのである。

このケースは、リレーションシップ・レベルの価値提供であると考えられる。リレーションシップは、「ローカル」の魅力を伝え、それをその消費者のライフスタイルの中心に据えていこうとする試みといえる。魅力的と思われるものが、どのような取り組みによって実現されているのかを明らかにし、作り手のこだわりを示すことが重要になる。なるほど、と思わせる魅力を示して、他では得られない価値に対する特別な思いを消費者に抱かせるようにしている。それに成功すれば、このジャンルでライバルを寄せつかないほどの存在になるであろう。

2-5. マーケティング・ミックスの統合的管理

マーケティング・ミックスは、マーケティングを実行する際に管理する要素のことを指す。価格やコミュニケーション（広告など）、販売方法など、マーケティングの目的に合わせてその要素の内容や量をコントロールし、マーケティングが全体として目的を達成できる様にするためのものである。

一般に教えられるマーケティングは、汎用性が高いものであるから、網羅的に色々な手法を紹介しているが、ローカルではその全てを活用できるわけではない。実際に地域に存在しない手法があったり、費用面で利用できないことも少なくない。しかし逆に地方故に活用できる手法があったり、工夫次第でコストを抑えることも可能である。実際にはマーケティングの網の目を細かくし、限定されたエリアや顧客に焦点を絞ったり、エリア限定のチラシなどを活用してテスト・マーケティングを行ったり、同様の立場の団体などと共同で広告を行うといったことも可能である。またイベントやキャンペーンなどの直接的なプロモーションは、ローカルで特に有効性が高まる。

提供したい価値に応じて、マーケティングの内容も変わってくる。商品売りたければ、競争に埋没しないネーミングやパッケージデザインを考えなくてはならないし、優先的に取り扱ってもらえる販路を探していかなければならない。リレーションシップを売るなら、リレーションシップの存在を継続的に伝えるよう、継続的なキャンペーンやメール配信などを行っていく必要がある。

マーケティングは、価値を競争的に、かつ魅力的に創造し、管理していく専門的な活動である。しかしそうした専門家は地域に数多くいるということは考えにくいし、いたとしても気軽に利用できるものでない場合が多い。マーケティングに限らず、法律関係、不動産関係、税務関係、金融関係など、「ローカルの力」を高めていくには、多くの専門性が必要とされる。こうし

た専門性を提供してくれる仕組みとして期待されるのが、「プロボノ¹⁸⁾」である。こうした専門性は、NPOなどの運営においては必ず求められるが、適切な形で支援を得られないケースが多い。プロボノは、専門技能を持つ人が、その時間の一部を使い、NPOなどにその専門技能を提供し、運営を支援する仕組みを指すが、こうした体制が整えられることが望ましい。またそれも「ローカルの力」そのものであり、優れたものを低廉な地域の力で提供できる仕組みができれば、それは地域の産業・生活を大きく変える可能性を持つ。東北においては、プロボノも首都圏とは違った形になろう。その多様性が市民活動の面白さであり、魅力でもある。いずれにせよこうした体制は、競争力のある地域を実現していく上で、必要不可欠なものといえるだろう。

2-6. まとめ

「ローカルの力」は、まだまだ未整備で、その可能性は極めて大きいといえる。「プロボノ」にしても、首都圏で行われるものと東北で行われるものは質量ともに異なっているだろうが、そうした整備を独自に進めて、「ローカルの力」を高めていくことが今後の産業・社会政策上重要な意味を持つことは間違いない。地域固有の力は、グローバルの力同様に、社会を豊かにする大きな役割を担うものである。

今回マーケティングの視点から、「ローカルの力」を検討する試みを行ってきたが、その過程で新しい事象に数々であった。東日本大震災が大きなきっかけになっていることは間違いないが、それについては改めて整理したい。しかしそれ以外にも、新たな取り組みが次々に誕生し、社会を変えていこうと取り組んでいる。その取り組みを、ビジネスと社会活動とに分けて考えるのではなく、お客様（市民）に貢献する一つの活動として捉え、そのレベルアップを図るためにはどうすれば良いか、というのが今回の視点である。

ローカルには数々の力が生まれている。それは今日が、過去の社会システムを改廃して新たなものを構築していくタイミングであることも無縁ではないだろう。経済の停滞、国際競争力が低迷している中で、従来あったものを見直したり、放棄したりする動きが生じている。それを「ローカルの力」を活かす形で引き継いでいることから、多様なローカルが生まれていると考えられる。

東日本大震災によって、人々の価値観には少なからぬインパクトがあった。結果として、自らが率先して新しい活動を進めたり、作り出したりしている人たちの姿が多数見られるようになっている。今まで及び腰だった人たちも含め、二足のわらじ、三足のわらじを履いて頑張っている人たちが、「ローカルの力」を新たな次元に導いてくれているといえる。彼らを支援する体制としては、前述の「プロボノ」のような専門家集団や、彼らの活動を中間的に調整し、他の活動と結びつけていくコーディネーターのような存在が必要になってくるだろう。今までもそうしたものがなかったわけではないが、ニーズが高まっている今こそ、整備を急ぐべきであろう。

その役割を担う人たちを中心に、市民活動を社会の中心に位置づけ、新しい社会・産業のビジョ

18) NPO法人サービス・グラント 嵯峨生馬氏 プロボノ・ワーカーの組織化を進め、NPOなどに専門サービスを提供している。 神奈川新聞 2010年8月23日 3面

ンを示そうという人たちも現れてくるだろう。無論社会の中心は依然としてビジネス活動であり続けるであろうが、その一部を積極的に担うNPOなどが地域に多数生まれてくることになるだろう。彼らはまさに「ローカルの力」であり、それは地域の個性、魅力を創り、地域の問題に根ざした存在であろう。彼らがビジネスと結びつくことで、ローカルへのフィッティングは高まり、グローバルなシステムの効率性とマーケティングの有効性をバランスさせる方法としても期待されるだろう。

「ローカルの力」には、高齢者や若者、障がい者や主婦などに社会参画してもらう機会を高めるといった社会政策的な意味もある。地域の資源を地域に根付かせ、地域社会を豊かにするという経済政策上の意図もある。ローカルが生活の場であり、働くことを含めて生きる場であることが、そうした意図を持たれる理由でもある。今回はそうした視点は敢えて加味せず、消費者が価値を入手する選択肢を増やすことを考え、「ローカルの力」を検討したが、「ローカルの力」を高める意図があれば、その動きは加速されることになるだろう。しかしコアとなる力が生まれていない段階、育てる方法が明らかでないような段階ではそうした取り組みも無意味になるであろう。今確実に市民活動は動き始めている。人に依存するあまり、活動が矮小化しやすいとか、派閥化しやすいといった批判もあるが、そうしたものを乗り越えて、新しい市民社会を構築するための取り組みをスタートさせるべき時である。

実体的裁量行動に関する実証研究のレビュー

－ 捕捉方法の観点から －

山口 朋 泰

1 はじめに

企業が公表する利益数値は、証券市場において株式や債券の価格、増資や起債の条件に影響を与え、契約においては経営者の報酬や交代などに影響を与える。そのため、経営者には利益を調整するインセンティブがあると言われる。経営者が利益を調整する方法には、会計的裁量行動（accounting discretion）と実体的裁量行動（real discretion）の2つに大きく分けることができる。会計的裁量行動は、会計方法を変更して利益を調整する行動であり、減価償却方法、棚卸資産の評価、貸倒引当金の見積もりの変更などがある。これに対して、実体的裁量行動は、実際の実務活動を変更して利益を調整する行動であり、押し込み販売、研究開発費や広告宣伝費等の削減、固定資産の売却などがある（岡部 1994a）。

これまでの利益マネジメント（earnings management）に関する研究では、会計的裁量行動を対象としたものが多く、実体的裁量行動を対象としたものは相対的に少ない。ただ、Graham et al. (2005) や須田・花枝 (2008) の質問表調査によれば、経営者は会計的裁量行動よりも実体的裁量行動を選好するようである。また、米国ではSOX法（Sarbanes-Oxley Act）成立前後にかけて、会計的裁量行動が減少し、実体的裁量行動が増加したという結果もある（Cohen et al. 2008）。わが国でも2008年4月1日以後に開始する事業年度から、いわゆる日本版SOX法が上場企業に適用されており、実体的裁量行動が増加した可能性がある。ゆえに、実体的裁量行動に関する研究はこれまで以上に重要になってきたと言える。

実体的裁量行動を研究するうえで重要なポイントは、当該行動の有無や程度を特定することである。現実の実体的裁量行動を把握することはできないため、分析上は事業活動の結果が反映される財務諸表の数値から実体的裁量行動を捕捉することになる。ところが、財務諸表の数値から事業活動の裁量的な部分である実体的裁量行動を識別することは容易ではない。実際、この点については試行錯誤が繰り返され、様々な捕捉方法が開発され、現在に至っている。

本論文の目的は、先行研究で用いられてきた実体的裁量行動の捕捉方法を整理し、その展開を跡付け、捕捉方法の今後の方向性を検討することである。実体的裁量行動のレビュー論文としてはすでにXu et al. (2007) が存在するが、そこにはない本論文の特徴として以下の2点がある¹⁾。第1に、本論文では実体的裁量行動の捕捉方法の観点からレビューを行う点である。会計的裁量行動を包括的に反映する裁量的会計発生高（discretionary accruals）の捕捉モデルの展開を概観

1) Xu et al. (2007) は実体的裁量行動の実施状況、経済的帰結、投資家の反応、会計発生高操作との代替関係の観点から先行研究のレビューを行っている。

した研究として榎本（1998）があるが、実体的裁量行動の捕捉について議論した研究は筆者の知る限り存在しない²⁾。これまでの研究において実体的裁量行動がどのように捕捉されてきたのかを整理することは、今後の実体的裁量行動の研究を発展させていくうえで重要になると思われる。

第2に、2008年以降の研究もレビューする点である。Xu et al.（2007）は2007年までの先行研究をレビューしたが、実体的裁量行動の研究は近年急速に進展している領域であり、2008年以降に非常に多くの研究が蓄積されている。そこで2008年からの最新の研究成果も含めてレビューし、実体的裁量行動の捕捉における今後の方向性をより明確にしたい。

本論文の構成は以下のとおりである。第2節では営業活動の操作、第3節では投資活動の操作、そして第4節では財務活動の操作に関する文献をレビューする³⁾。具体的には、以下の表1のように実体的裁量行動のタイプを分類し、タイプごとに捕捉方法を整理していく。第5節では複数の実体的裁量行動を包括的に捕捉した文献をレビューする。最後に、まとめと今後の課題について述べる。なお、文中のモデルで示される変数名や添え字はできる限り統一しているため、実際の文献とは異なる場合がある。

表1 第2節から第4節までの構成

第2節 営業活動の操作	2.1節 裁量的費用の調整
	2.2節 販売活動の操作
	2.2.1節 後入先出法における当初棚卸資産量への食い込み
	2.2.2節 一時的な値引販売や信用条件の緩和による売上操作
	2.3節 生産活動の操作
第3節 投資活動の操作	3.1節 資産売却の操作
	3.2節 株式所有比率の操作
第4節 財務活動の操作	4.1節 自社株買いの操作
	4.2節 社債の発行と償還の操作
	4.3節 デリバティブ取引の操作
	4.4節 退職給付に関する操作

注) 本論文では、上記の実体的裁量行動のタイプごとに捕捉方法が整理される。

2 営業活動の操作

2.1 裁量的費用の調整

経営者は研究開発や広告宣伝といった活動を操作することで利益を調整することができる。本節では、研究開発費や広告宣伝費といった裁量的な費用の調整を分析した先行研究について、当

2) 裁量的会計発生高には売上操作や過剰生産など実体的裁量行動の影響も含まれている。

3) この営業活動の操作、投資活動の操作、財務活動の操作という分類は、Xu et al. (2007)を参考にキャッシュ・フロー計算書の区分を利用したものである。

該行動の捕捉方法を整理しながら、レビューしていく。

(1) 裁量的費用の水準や変化による捕捉

裁量的費用の調整を分析した初期の研究は、研究開発費や広告宣伝費などの水準や変化によって、実体的裁量行動を捕捉していた。例えば、経営者交代と研究開発費の関係を調査したButler and Newman (1989) やDechow and Sloan (1991) は研究開発費の変化を利用している。具体的にはButler and Newman (1989) は、経営者交代直前の企業の研究開発費の変化がコントロール企業（同産業内で売上高が最も近い企業）よりも有意に低い場合に、交代前の経営者が研究開発費を裁量的に削減したと捉えている。Dechow and Sloan (1991) は、回帰分析において従属変数である研究開発費の変化が、独立変数である経営者交代の年度ないし前年度であれば1、それ以外は0とするダミー変数と負の関係にある場合に、交代直前の経営者が研究開発費を裁量的に削減したと捉えている。分析の結果、Butler and Newman (1989) では交代直前の経営者が研究開発費を削減した証拠は得られていないが、Dechow and Sloan (1991) は交代直前の経営者が研究開発費を削減すること、当該行動は経営者の株式保有によって抑制されることを示唆する結果を得ている。

経営者が損失回避や減益回避のために研究開発費を削減したことを示唆したBaber et al. (1991) も研究開発費の変化を利用している。そこでは、研究開発費控除前利益と前期の研究開発費の関係に着目してサンプルを3つのケースに分割した。具体的には、前期と同額の研究開発費を支出しても目標利益を達成できる場合をケース1、前期と同額の研究開発費を支出した場合は目標利益を達成できないが、研究開発費の減少額によっては目標利益を達成できる場合をケース2、前期より研究開発費を減らしても目標利益を達成できない場合をケース3と設定し、ケース2の研究開発費の前期比がケース1や3と比べて低い場合に研究開発費の裁量的な削減があったと捉えている。このようにサンプルを分割することで、単に研究開発費の水準や変化が低いということではなく、研究開発費を削減すれば目標利益を達成できる状況の特定を可能にしている。

Baber et al. (1991) と同じ手法で裁量的費用の調整を捕捉した研究として小嶋 (2004) や峯岸 (2009) がある。小嶋 (2004) は損失回避のために研究開発費が削減されたことを示唆し、峯岸 (2009) は損失回避のために広告宣伝費が削減されたことを示唆している。

岡部 (1994b) も研究開発費控除前利益と前期の研究開発費の関係に着目している。そこでは、回帰式において従属変数の研究開発費（水準、変化、及び前期比）が、独立変数である前期と同額の研究開発費を支出すると赤字になる場合に1、それ以外を0とするダミー変数と負の関連性がある場合に、損失回避のための研究開発費削減があったと捉えている。分析の結果、損失回避のために研究開発費が削減された証拠を得ている。

Bushee (1998)、木村 (2003)、及び野間 (2009) は、研究開発費が前期よりも低い場合に研究開発費が削減されたと捉え、Baber et al. (1991) と同様にサンプルを3分割している。そし

て研究開発費が前期よりも低い場合に1、それ以外を0とする従属ダミー変数を設定したロジット回帰分析をサブサンプルごとに行っている。分析の結果、Bushee (1998) は、機関投資家の持株比率が高いほど、減益回避を目的とした研究開発費削減行動が抑制されることを示唆している。木村 (2003) は、安定株主の持株比率が高いほど減益回避を目的とした研究開発費削減行動が抑制されることを示唆している。一方で、経営者による株式保有が近視眼的な研究開発費削減行動を抑制するという結果は得られていない。また、野間 (2009) は全般的にはフォローするアナリスト数が多い企業ほど研究開発費を削減する可能性が低下するが、研究開発費を削減することで経営者予想利益達成や減益を回避できる場合にはそうした傾向は観察されないことを明らかにした。

その他、報酬委員会が経営者の近視眼的な研究開発費の削減を効果的に抑制したことを示唆したCheng (2004) も、研究開発費の変化を利用している。具体的には、従属変数である経営者報酬の対数の変化が、独立変数である「経営者が63歳以上であれば1、それ以外は0とするダミー変数と研究開発費の変化の交差項」や「研究開発費の変化額によっては損失や減益が回避できるなら1、それ以外は0とするダミー変数と研究開発費の変化の交差項」と正の関連がある場合に、退任間近の経営者による研究開発費の削減や、損失ないし減益を回避するための研究開発費の削減を、報酬委員会が抑制したと捉えている。

Osma (2008) やOsma and Young (2009) は、研究開発費の変化が負の場合に研究開発費削減行動があったと捉えている。分析の結果、Osma (2008) では、前期に損失や減益の場合に当期利益に対するプレッシャーが強くなるために経営者は研究開発費を削減するが、取締役会の独立性が高いほど当該行動が抑制されることを示唆している。Osma and Young (2009) では、減益回避のために研究開発費を削減した企業は増益に対する利益反応係数が相対的に低く、特に研究開発集約度 (R&D intensity) が高い企業の研究開発費削減が市場でマイナス評価されること、そのために研究開発集約度が高い企業ほど損失回避や減益回避のための研究開発費削減を抑制することが示唆されている。

中国企業を対象としたSzczyzny et al. (2008) は、1996年に中国証券監督管理委員会が増資の適格基準として直近3年間の自己資本利益率 (ROE) が10%以上であることを求めていることから、経営者がROE10%を達成するために裁量的費用を削減したことを示唆している。そこでは従属変数に裁量的費用、独立変数にROEが10%~11%であれば1、それ以外は0とするダミー変数 (SUS) を設定した回帰分析を行い、SUSの係数が負の場合にROE10%を達成するために裁量的費用が削減されたと捉えている。

以上の研究は、裁量的費用の水準や前期からの変化を利用して、裁量的費用の削減行動を捕捉していた。裁量的費用の変化による捕捉は、当期の裁量的費用がランダム・ウォークに従うと暗黙的に仮定し、前期の裁量的費用を正常なものとみなしている。このランダム・ウォークの仮定は、前期と当期の経済環境の変動が裁量的費用に与える影響が同じであることを前提としている。ただ、裁量的費用の変化は企業の成長性によって異なるであろう。

この点を改善したのがBange and De Bondt (1998)であり、前期の研究開発費に企業ごとの指数関数的成長率 (exponential growth rate) を考慮して当期の研究開発費の正常水準を推定し、当期の研究開発費の実際値からこれを控除して研究開発費の調整を捕捉している。分析の結果、経営者がアナリスト予想利益に近づけるように研究開発費を調整した証拠を得ている。また、当該行動は投資家の株式保有期間が短いほど、株主が大きな事業リスクを負うほど、経営者の報酬が高いほど、経営者交代年度であるほど、及び研究開発費調整前の予想誤差の絶対値が大きい企業ほど増加し、機関投資家の持株比率が高いほど、経営者持株比率が高いほど、フリー・キャッシュ・フローが豊富なほど、及び研究開発費の税額控除が有効である場合ほど減少することも示唆している。

前期の裁量的費用が操作されていない正常なものであれば、裁量的費用の前期からの変化によって裁量的費用の調整をある程度把握できよう。逆に、前期の裁量的費用が操作されているならば、捕捉された裁量的費用の削減は大きな測定誤差を伴うことになる。この問題は前期のみならず過去の複数年の裁量的費用を考慮することで、ある程度緩和できるだろう。例えば、乙政 (1999) は役員賞与がゼロに落ち込んだ年度に経営者が将来の報酬増を期待して利益減少的な利益マネジメントを行うと予測し、役員賞与がゼロに落ち込んだ年度と過去4年間の研究開発費と広告宣伝費 (いずれも総資産で基準化) の平均値と差がある場合に、研究開発費や広告宣伝費の調整があったと捉えている。ただ、結果は予測に反して、当該年度に研究開発費と広告宣伝費がわずかに削減されたことを示唆した。

Wang and D'souza (2006) は、当期の研究開発費から過去3年間の研究開発費の平均値を差し引いた額が負の場合に研究開発費が削減されたと捉えている。分析においてはBaber et al. (1991) と同様にサンプルを分割して検証を行い、研究開発費を前年度よりも削減すれば増益を達成できる状況にある企業 (TARGET企業) に注目している。分析の結果、会計的裁量行動で利益を増やす余地が小さいTARGET企業ほど、増益を達成するために研究開発費を削減する可能性が高くなることを示唆している⁴⁾。

(2) 過去の裁量的費用をベースとした裁量的費用の推定モデル

ここからは、裁量的費用の調整を捕捉するために裁量的費用の正常水準を推定するモデルを用いた先行研究をレビューしていく。なお、推定手順に関してはJones (1991) などの会計発生高の推定モデルと同様の方法が取られている。すなわち、まず裁量的費用の推定モデルを回帰して得られた係数を用いて裁量的費用の期待値を推定し、これを裁量的費用の正常水準とする。次に、裁量的費用の実際値から期待値を控除することで裁量的費用の異常水準を測定する (小嶋 2005 だけは実際値÷期待値という相対的な比率で測定している)。そして、この裁量的費用の異常水準を裁量的費用の調整部分として捕捉する。例えば、裁量的費用の異常水準が低いほど、裁量的

4) 会計的裁量行動で利益を増やす余地の代理変数としてはBarton and Simko (2002) で示された期首の純営業資産が利用されている。

費用が削減されたと捉えるのである。それでは、過去の裁量的費用をコントロールした推定モデルから見ていこう。

小嶋（2005）は、前年度の研究開発費に過去3年間の平均変化額を加えたドリフト項付きランダム・ウォーク・モデルを採用している。具体的には、以下のモデルを回帰して得られた係数から研究開発費の期待値を推定し、研究開発費の実際値÷期待値の比率が低いほど研究開発費が裁量的に削減されたと捉えている。

$$R\&D_t = \beta_1 R\&D_{t-1} + d + \varepsilon_t \quad (1)$$

ここで、

R&D = 研究開発費

d = ドリフト項：過去3年間の研究開発費の平均変化額

ε = 誤差項

t = 年

分析の結果、研究開発費の実際値÷期待値の比率について、「前年度と同額の研究開発費を支出した場合は経営者予想利益を達成できないが、研究開発費の削減額によっては目標利益を達成できるケース」の方が、その他のケースよりも有意に低いことから、予想利益を達成するために研究開発費が削減されたとしている。

Mizik and Jacobson（2007）は、以下のモデルから測定されたマーケティング費用の異常水準によってマーケティング費用の削減行動を捉えている。

$$\begin{aligned} (\text{Mktg}_{i,t} - \overline{\text{Mktg}}_t) = & a_{mi} + \beta_1 (\text{ROA}_{i,t-1} - \overline{\text{ROA}}_{t-1}) + \beta_2 (\text{ROA}_{i,t-2} - \overline{\text{ROA}}_{t-2}) \\ & + \beta_3 (\text{Mktg}_{i,t-1} - \overline{\text{Mktg}}_{t-1}) + \beta_4 (\text{Mktg}_{i,t-2} - \overline{\text{Mktg}}_{t-2}) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

ここで、

Mktg = マーケティング費用（販売費及び一般管理費 - 研究開発費）÷ 総資産

ROA = 総資産利益率

$\overline{\text{Mktg}}(\overline{\text{ROA}})$ = 各期のMktg(ROA)の平均値

a_{mi} はマーケティング費用の時系列における企業固有の定数であり、 β_3 と β_4 はマーケティング費用の持続性を示し、 β_1 と β_2 はマーケティング費用に対する過去のROAの影響を意味している。分析の結果、経営者が増資前にマーケティング費用を削減して利益を増やしたこと、当該行動をとった企業がその他の企業と比べて将来のROAと異常リターンが有意に低くなることを示唆している。

四半期利益ベースで分析を行ったCohen et al.（2010）は、Foster（1977）による四半期利益の時系列モデルを参考に、広告宣伝費の月次の時系列モデルを設定し、推定された広告宣伝費の異常水準によって広告宣伝費の削減行動を捕捉している。

$$ADS_m = \theta_1 ADS_{m-12} + \theta_2 (ADS_{m-1} - ADS_{m-13}) + \varepsilon_m \quad (3)$$

ここで、

ADS = 前年度の年間売上高で基準化された月次の広告宣伝費

m = 月

分析の結果、損失回避、減益回避を目的とした広告宣伝費の削減行動が観察された一方で、アナリスト予想利益達成を目的とした広告宣伝費の削減は観察されていない。また、ライフ・サイクルの後期にある成熟企業は、平均的には広告宣伝費を減らす傾向にあるが、損失回避や減益回避を目的とした短期売上増大のために広告宣伝費を増やすことが示唆されている。さらに、前年同四半期と比べた減益回避のための広告宣伝費の増大が各四半期の最終月に生じる傾向にあることを示している。

上記の研究は、単に過去の裁量的費用を控除するのではなく、過去の裁量的費用をベースとした裁量的費用の推定モデルを使用することで、裁量的費用の持続性のコントロールを可能にしている。

(3) Berger (1993) による研究開発費の推定モデル

企業の裁量的費用に影響を与える要因として、過去の裁量的費用の他にも様々な要因が考えられる。そのため、Perry and Grinaker (1994), Gunny (2005, 2010), 小嶋 (2008), 新美 (2009) や Athanasakou et al. (2011) では、企業とマクロの経済状態をコントロールした Berger (1993) に依拠したモデルが使用されている。

まず、Perry and Grinaker (1994) と小嶋 (2008) は以下のモデルを用いている。

$$\frac{R\&D_{i,t}}{S_{i,t}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{R\&D_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{INT_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_3 \frac{CAP_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_4 IR\&D_{i,t} + \beta_5 ICAP_{i,t} + \beta_6 \frac{GNP_{i,t}}{S_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

ここで、

S = 売上高

INT = 内部資金：特別項目控除前利益 + 研究開発費 + 減価償却費

CAP = 設備投資額

IR&D = 研究開発費 ÷ 売上高の産業平均値

ICAP = 設備投資額 ÷ 売上高の産業平均値

GNP = 実質国民総生産

i = 企業

前期のR&Dは当期のR&Dの投資機会集合を、INTは内部資金の利用可能性を、CAPは研究開発費と設備投資の間にある資源の競合関係を、それぞれコントロールする。また、研究開発費と設備投資の産業効果をコントロールするためにIR&DとICAPを含めている。さらに研究開発費はマクロ経済全体の影響も受けると考えられるためGNPを含めている。

上記のモデルを使用したPerry and Grinaker (1994) はアナリストの予想利益について、小嶋 (2008) は経営者の予想利益に関して、ともに予想利益に近づける研究開発費の調整が観察されている。

また、Gunny (2005) が使用したモデルは以下のとおりである。

$$\frac{R\&D_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + \beta_1 \frac{R\&D_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{INT_{i,t}}{S_{i,t}} + \beta_3 \text{Tobin's } Q_{i,t} + \beta_4 CAP_{i,t} + \beta_5 MV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

ここで、

A = 総資産

Tobin's Q = トービンのQ：企業の市場価値 ÷ 企業の資産の取替原価

MV = 株式時価総額の対数

このモデルの特徴は、独立変数としてTobin's QとMVが入っている点にある。Tobin's Qは新規設備を追加的に設置した際の費用対効果をコントロールするために含まれている。また、Gunny (2005) では明記されていないが、MVを含めることで研究開発費に影響する企業の成長性をコントロールしていると考えられる。分析においてGunny (2005) は、会計上のフレキシビリティが低い場合の異常な事業活動を実体的裁量行動と考え、純営業資産の値が高い場合に会計上のフレキシビリティが低いというBaron and Simko (2002) の結果を踏まえて研究開発費の削減を捉えている。具体的には、推定された研究開発費の異常水準が第1五分位でかつ純営業資産が第5五分位にある場合に、裁量的費用を削減したと捕捉している。分析の結果は、研究開発費の削減が将来の業績 (ROA, CFO) にマイナスの影響を与えることを示唆した。

また新美 (2009) は、Perry and Grinaker (1994) と小嶋 (2008) が用いた式 (4) の独立変数である実質GNPを実質GDP (国内総生産) に変更したモデルを採用し、経営者が経営者予想利益を達成するために研究開発費や広告宣伝費を裁量的に削減すること、経営者予想利益を大幅に上回ると予想される場合には研究開発費や広告宣伝費を裁量的に増加させることを示唆している⁵⁾。

Gunny (2010) は、Gunny (2005) による推定モデルからCAPを除いて基準化切片を含めた研究開発費のモデルを採用し、損失回避や減益回避のために研究開発費が削減されたこと、当該行動が将来の業績 (ROA, CFO) にプラスの影響を与えることを示唆した。

裁量的会計発生高の測定誤差が業績と関連するというKothari et al. (2005) の実証結果を実体的裁量行動の捕捉に応用し、裁量的費用のモデルのコントロール変数として前期ROAを含めたのがAthanasakou et al. (2011) である。具体的には、Gunny (2005) が用いた式 (5) の独立変数に前期ROAを加え、Tobin's Qの代わりに簿価時価比率 (BTM) を入れた裁量的費用の推定モデルを利用している。ただ、Athanasakou et al. (2011) はアナリスト予想利益を達成するために研究開発費が削減されると予測したが、そういった行動を示唆する結果は得られていない。

以上が、Berger (1993) による研究開発費の推定モデルに依拠した先行研究である。Berger (1993) をベースとしたモデルの利点は研究開発費に影響を与える企業と国の経済状態をコント

5) なお、経営者予想利益を大幅に下回るような場合には広告宣伝費の削減行動は観察されなかった。このことについて新美 (2009) は、広告宣伝費は外部の広告代理店やマスコミ企業との間の契約に基づいて執行されるため、削減できる額が相対的に小さい可能性を指摘し、広告宣伝費を削減しても経営者予想利益を達成できないような状況においては、経営者が実体的裁量行動に踏み切るインセンティブを失うものと解釈している。

ロールした点である。また、Berger (1993) のモデルを修正した先行研究も確認できた。例えば、Gunny (2005) はMVを独立変数に加えることで企業の経済状況をさらにコントロールしていた。また、Athanasakou et al. (2011) は、裁量的会計発生高の測定誤差が業績と関連するというKothari et al. (2005) の実証結果を考慮して前期ROAをコントロール変数に含めている。

(4) Anderson et al. (2003) による販売費及び一般管理費の推定モデル

販売費及び一般管理費の削減行動について、いくつかの先行研究は販売費及び一般管理費の下方硬直性 (stickiness) を考慮したAnderson et al. (2003) のモデルを利用している。ここで、販売費及び一般管理費の下方硬直性とは、売上高増大時の販売費及び一般管理費の増加率よりも、売上高減少時の販売費及び一般管理費の減少率の方が小さいことを意味している。そのため、売上高の減少を示すダミー変数が推定モデルに含められている。

Anderson et al. (2003) によるモデルは以下のとおりであり、Gunny (2005) はこのモデルを忠実に用いている。

$$\log\left(\frac{SG\&A_{i,t}}{SG\&A_{i,t-1}}\right) = \alpha_0 + \beta_1 \log\left(\frac{S_{i,t}}{S_{i,t-1}}\right) + \beta_2 \log\left(\frac{S_{i,t}}{S_{i,t-1}}\right) * DD_{i,t} + \beta_3 \log\left(\frac{S_{i,t-1}}{S_{i,t-2}}\right) + \beta_4 \log\left(\frac{S_{i,t-1}}{S_{i,t-2}}\right) * DD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

ここで、

SG&A = 販売費及び一般管理費

DD = 前期と比べて売上高が減少していれば1、それ以外は0

Gunny (2005) は上記のモデルを用いて、販売費及び一般管理費の異常水準が第1五分位でかつ純営業資産が第5五分位にある場合に、販売費及び一般管理費の裁量的な削減があったと捉え、当該行動が将来の業績 (ROA) にマイナスの影響を与えることを示唆した。

Lin et al. (2006) はAnderson et al. (2003) のモデルにおけるSG&AとSをそれぞれの前期の値で基準化しないモデルを採用し、販売費及び一般管理費の異常水準が負の場合に裁量的な削減があったと捉えている。分析の結果、販売費及び一般管理費の裁量的な削減がアナリスト予想利益の達成確率を増加させることを示した。また、販売費及び一般管理費を削減してアナリスト予想利益を達成した場合には、その達成に対する市場からのプレミアムが減じられることも示唆している。

Gunny (2010) はAnderson et al. (2003) のモデルを一部修正して用いている。修正点は、自身の研究開発費の推定モデルと同様にMV, Tobin's Q, INT, 及び基準化切片を含めた点と期首総資産で基準化した点である。分析の結果、損失回避や減益回避のために販売費及び一般管理費が削減されたこと、当該行動が将来の業績 (ROA, CFO) にプラスの影響を与えることを示唆している。

Athanasakou et al. (2011) は、Anderson et al. (2003) のモデルをベースとして、自身の研究開発費の推定モデルと同様にKothari et al. (2005) の実証結果を考慮して、前期ROAをコントロール変数に含めて販売費及び一般管理費の推定モデルを設定した。なおAthanasakou et

al. (2011) では、アナリスト予想利益を達成するために販売費及び一般管理費が削減されていると予測したが、当該行動を示唆する結果は得られていない。

以上がAnderson et al. (2003) による推定モデルに依拠した先行研究である。これらの推定モデルは、売上高に対する販売費及び一般管理費の下方硬直性をコントロールしているため、過去の販売費及び一般管理費のみを考慮した捕捉方法と比べて、販売費及び一般管理費の異常水準をより精緻に捕捉していると考えられる。

また、Anderson et al. (2003) による販売費及び一般管理費の推定モデルに関して、研究開発費の推定モデルと同じような改善が見られた。すなわち、Gunny (2010) のようにMV, Tobin's Q, 及びINTなど企業の経済状況をさらにコントロールした修正や、Athanasakou et al. (2011) のようにKothari et al. (2005) を考慮して前期ROAをコントロール変数に含めた修正などである。

(5) Roychowdhury (2006) による裁量的費用の推定モデル

研究開発費や広告宣伝費といった個別の項目ではなく、これらの裁量的な費用を包括的に推定するモデルを提示したのがRoychowdhury (2006) である。

Roychowdhury (2006) は、損失回避やアナリスト予想利益達成のために研究開発費や広告宣伝費といった裁量的な費用の削減が行われたことを示唆している。また、裁量的費用の削減は有利子負債がある場合ほど、流動負債比率が高いほど、そして成長性が高いほど増加し、機関投資家の持株比率が高いほど減少する傾向にあることを示唆した。

裁量的費用の削減を捕捉するにあたりRoychowdhury (2006) は、費用を売上高の線形関数としたDechow et al. (1998) のシンプルな仮定に依拠し、以下の裁量的費用の推定モデルを設定している⁶⁾。そして、同産業・同年度に属する企業群ごとに裁量的費用の期待値(正常水準)を推定し、裁量的費用の実際値から期待値を控除することで、裁量的費用の異常水準を算定している。そして、この裁量的費用の異常水準が低いほど裁量的費用が削減されたと捉えたのである。

$$\frac{DE_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

ここで、

6) Roychowdhury (2006) による裁量的費用のモデルは次のように導出されている。

Dechow et al. (1998) の仮定の下で、費用は同時期の売上高の線形関数となるため、裁量的費用は以下のようにモデル化できる。

$$\frac{DE_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

しかし、当期売上高 ($S_{i,t}$) を増やす操作が行われた場合、裁量的費用が削減されていないにもかかわらず、異常に低い裁量的費用を示すという問題が生じる。そのため、Roychowdhury (2006) は、前期売上高の線形関数として裁量的費用をモデル化している。

$$\frac{DE_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

DE = 裁量的費用：研究開発費 + 広告宣伝費 + 販売費及び一般管理費⁷⁾

Roychowdhury (2006) による裁量的費用のモデルは、費用を売上高の線形関数とした Dechow et al. (1998) のシンプルな仮定に依拠して裁量的な費用を包括的にモデル化している点で画期的であり、その後の研究に大きな影響を与えている。また、Roychowdhury (2006) では明示されていないが、前期の売上高の多寡によって当期の裁量的費用の予算を組むということは企業の意思決定プロセスにもある程度マッチしていると思われる。

Roychowdhury (2006) による裁量的費用のモデルを用いた研究としてCohen et al. (2008), 岩崎 (2009), 山口 (2009a, 2011), Pan (2009), Cohen and Zarowin (2010), Demers and Wang (2010), Ge and Kim (2010), Leggett et al. (2010), Kim et al. (2011), 及びZang (2011) がある⁸⁾。それらの分析結果は次のとおりである。

Cohen et al. (2008) はSOX法成立後に裁量的費用の削減行動が増加したことを示唆した。岩崎 (2009) は、Roychowdhury (2006) によるモデルから推定された裁量的費用の異常水準の絶対値を裁量的費用調整行動の代理変数とし、監査役会の独立性が高いほど裁量的費用調整行動が抑制されることを示唆している。また山口 (2009a) は、損失回避のために裁量的費用が削減されたことを示唆している。要因分析を行った山口 (2011) では、裁量的費用の削減は負債比率が高い企業ほど、経営者交代前年度の企業ほど、および会計上のフレキシビリティが低い企業ほど実施され、規模が大きい企業ほど控えられることが示唆されている。さらに、裁量的費用の削減行動は経営者持株比率が0%～16.12%の範囲では持株比率に応じて減少し、16.12%～28.04%の範囲では増加し、28.04%超の範囲では再び減少する傾向にあることを示唆している。

Pan (2009) は損失回避のために裁量的費用が削減されたこと、当該行動は有利子負債がある場合や流動負債比率が高いほど実施されることを示唆した。また、Cohen and Zarowin (2010) は増資年度に裁量的費用が削減されたことを示唆する結果を得ている。Demers and Wang (2010) は、経営者の年齢が低いほど裁量的費用を削減せず、アナリストの予想利益を達成する手段として利益増加的な会計発生高の調整を選択することを示唆している。

Ge and Kim (2010) は裁量的費用の削減が負債コスト（イールド・スプレッド）を低下させ

7) 裁量的費用の定義は、先行研究によって異なる。Roychowdhury (2006) では、本文に記載したように研究開発費、広告宣伝費、販売費及び一般管理費の合計として定義されている。他には、例えばPan (2009) は販売費及び一般管理費のみを裁量的費用として定義し、山口 (2009a) は、『日経NEEDS企業財務データ』上の項目から研究開発費、(販)広告宣伝費、(販)拡販費・その他販売費、(販)役員報酬・賞与、(販)人件費・福利厚生費の合計として定義している。

8) 先行研究によってはRoychowdhury (2006) による裁量的費用の推定モデルに含められている非基準化切片 (α_0) ないし基準化切片 ($\alpha_1(1/At-1)$) を除いて使用されている。具体的には、Cohen et al. (2008), Cohen and Zarowin (2010), Demers and Wang (2010), Ge and Kim (2010), 及びKim et al. (2011) は非基準化切片を除き、Pan (2009) やLeggett et al. (2010) は、基準化切片を除いている。

ることを示唆した⁹⁾。Leggett et al. (2010) では、経営者が損失回避のために裁量的費用を削減した場合に将来のROAとCFOが低下することが示唆されている。またKim et al. (2011) は、純資産に関する財務制限条項が厳しく設定された企業、条項違反に接近した企業ほど裁量的費用を削減することを示唆した。Zang (2011) は、損失回避、減益回避、アナリスト予想達成、及び経営者予想達成のために裁量的費用が削減された証拠を得ている。

Bartov and Cohen (2009) は、以下の推定モデルを用いて販売費及び一般管理費の異常水準を測定し、販売費及び一般管理費の削減を捕捉している。なお、Bartov and Cohen (2009) では明示されていないが、このモデルはRoychowdhury (2006) による裁量的費用の推定モデルにおける前期売上高の影響を、売上高変化と当期売上高に分けたものに等しい。

$$\frac{SG\&A_{i,q}}{A_{i,q-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,q-1}} + \beta_1 \frac{\Delta S_{i,q}}{A_{i,q-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,q}}{A_{i,q-1}} + \varepsilon_{i,q} \quad (8)$$

ここで、

ΔS = 売上高の変化

q = 四半期

分析の結果、SOX法成立前と比べてSOX法成立後に、アナリストの予想利益を達成するための手段として、販売費及び一般管理費の削減行動が増加したことを示唆している。

以上のようにRoychowdhury (2006) による裁量的費用のモデルは、多くの研究で採用されている。ただ、Berger (1993) やAnderson et al. (2003) のモデルと比べて修正が進んでいないようである。今後の発展のためにはRoychowdhury(2006)によるモデルを修正していく必要がある。

2.2 販売活動の操作

経営者は販売活動の操作によっても利益を調整することができる。例えば、後入先出法における当初棚卸資産量への食い込み (LIFO layer liquidation) や、一時的な値引販売や信用条件の緩和を通じた売上操作によって、利益を増やすことが可能である。本節では、後入先出法における当初棚卸資産量への食い込みと、一時的な値引販売や信用条件の緩和を通じた売上操作について、それぞれ捕捉方法を整理しながら先行研究をレビューしていく。

2.2.1 後入先出法における当初棚卸資産量への食い込み

後入先出法における当初棚卸資産量への食い込みを分析した研究としては、Dhaliwal et al. (1994) とHunt et al. (1996) がある。いずれも、後入先出法で棚卸資産を評価している企業による食い込みの有無や利益への影響によって捕捉している。

9) この結果についてGe and Kim (2010) は、債券投資家が企業の実体的裁量行動を効率的な事業活動として認識していると述べている。なお、イールド・スプレッドとは一般的には長期国債などに対する株式や債券の利回りの差であり、投資意思決定に利用される指標である。Ge and Kim (2010) は発行日時点の社債の金利から米財務省長期財務証券の金利を引いてイールド・スプレッドを算定している。

具体的には, Dhaliwal et al. (1994) は, 食い込みをしていれば 1, していなければ 0 とするダミー変数, 及び食い込みによる税引後EPSへの影響を示す変数によって, 食い込みによる利益マネジメントを捕捉している。そして, それらを従属変数とした回帰分析を行い, 後入先出法を選択している企業が, 租税最小化のため, 減益を回避するため, 利益の変動性を減少させるため, 及び財務制限条項違反の回避のために, 食い込みを利用して利益を増やしたことを示唆している。

また, Hunt et al. (1996) は, FIFOとLIFOの在庫金額の差額である後入先出法引当金 (LIFO reserve) を用いて食い込みによる利益への影響を算定し, 食い込みによる利益マネジメントを捉えている。分析の結果, 利益平準化のため, 財務制限条項違反の回避のために, 後入先出法における当初棚卸資産量への食い込みが利用された証拠を得ている。

2.2.2 一時的な値引販売や信用条件の緩和による売上操作

(1) 売上総利益率の変化による捕捉

Jackson and Wilcox (2000) は, 一時的な値引販売による売上操作を調査した初期の研究であり, 年次の減収回避, 減益回避, 損失回避のために, 第 4 四半期に一時的な値引販売による売上操作が行われたことを示唆している。そこでは, 以下のように売上総利益率の変化を算定することで, 第 4 四半期に売上操作があったか否かを識別している。

$$GPPD_A = GPP \text{ (当年度の第 3 四半期)} - GPP \text{ (当年度の第 4 四半期)} \quad (9)$$

$$GPPD_Q = GPP \text{ (前年度の第 4 四半期)} - GPP \text{ (当年度の第 4 四半期)} \quad (10)$$

ここで,

$$GPP = \text{売上総利益率}$$

当期の第 4 四半期に値引販売による売上操作があった場合, 両式の第 2 項のGPPは低くなると考えられるため, GPPD_AとGPPD_Qが高いほど売上操作があったと捉えている。この方法は, 当年度の第 4 四半期のGPPがランダム・ウォークに従うと暗黙的に仮定し, 前年同四半期ないし前四半期のGPPを正常なものとしなしている。したがって, 前年同四半期ないし前四半期にも売上操作が行われるなどのためにGPPが正常ではない場合, 捕捉された当年度の第 4 四半期の売上操作の程度は測定誤差を伴うことになる。

(2) Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデル

売上総利益率の変化によって売上操作を捕捉したJackson and Wilcox (2000) に対して, 先述のRoychowdhury (2006) は, 売上操作についてもモデルを推定することでその程度を捕捉している。そこでは, 一時的な値引販売や信用条件の緩和による売上操作を行うと, 売上高を所与とした場合に, 営業キャッシュ・フローが異常に低くなり, 製造原価が異常に高くなるとし, Dechow et al. (1998) によるシンプルな仮定に依拠して営業キャッシュ・フローと製造原価のモデルを導出している。

まず、営業キャッシュ・フローのモデルは以下のとおりである¹⁰⁾。

$$\frac{CFO_{it}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

ここで、

CFO = 営業活動によるキャッシュ・フロー

ΔS = 売上高の変化

- 10) Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローのモデルは次のように導出されている。
Dechow et al. (1998) の仮定の下で、利益(E)は売上高(S)の一定割合(π)で示される。

$$E_t = \pi S_t$$

また、売上債権 (AR) は売上高の一定割合 (a) で示される。

$$AR_t = a S_t$$

期末の目標棚卸資産は次期の予測売上原価の一定割合 (γ_1) で示される。売上高はランダム・ウォークに従うと仮定しているため、目標棚卸資産 = $\gamma_1(1-\pi)S_t$ ただし $\gamma_1 > 0$ と表現できる。

売上高の変化 ($\Delta S_t = S_t - S_{t-1} = \varepsilon_t$) があつた場合、棚卸資産を $\gamma_1(1-\pi)\Delta S_t$ 分だけ増やせば目標棚卸資産は維持される。実際売上高と予測売上高は異なるので、実際の棚卸資産は目標棚卸資産と乖離する。その差は以下のように示される。

$$\gamma_2 \gamma_1 (1-\pi) [S_t - E_{t-1}(S_t)] = \gamma_2 \gamma_1 (1-\pi) \varepsilon_t$$

ここで γ_2 は、棚卸資産を目標水準に調節する速度を捉える定数であり、その値が0なら目標から乖離せず、1なら在庫調整を全くしないことを示している。

実際の棚卸資産残高 (INV) は、目標棚卸資産 - 目標棚卸資産からの乖離で示される。

$$INV_t = \gamma_1(1-\pi)S_t - \gamma_2 \gamma_1(1-\pi) \varepsilon_t$$

仕入高 (P) は売上原価 + 期末棚卸資産 - 期首棚卸資産として示される。

$$P_t = \gamma_1(1-\pi)S_t + INV_t - INV_{t-1} \\ = \gamma_1(1-\pi)S_t + \gamma_1(1-\pi) \varepsilon_t - \gamma_2 \gamma_1(1-\pi) \Delta \varepsilon_t$$

仕入債務 (AP) は仕入高の一定割合 (β) で示される。

$$AP_t = \beta P_t = \beta [\gamma_1(1-\pi)S_t + \gamma_1(1-\pi) \varepsilon_t - \gamma_2 \gamma_1(1-\pi) \Delta \varepsilon_t]$$

そして、運転資本は「売上債権 + 棚卸資産 - 支払債務」であり、Dechow et al. (1998) の仮定の下では、運転資本の変化のみが会計発生高 (ACC) となる。

$$ACC_t = [a + (1-\pi) \gamma_1 - (1-\pi) \beta] \varepsilon_t - \gamma_1(1-\pi) [\beta + (1-\beta) \gamma_2] \Delta \varepsilon_t - \gamma_1 \gamma_2 (1-\pi) \beta \Delta \varepsilon_{t-1}$$

ここで、第1項の $[a + (1-\pi) \gamma_1 - (1-\pi) \beta]$ を δ と置く。また、上記の式の第2項と第3項は、過去の在庫調整と信用取引に起因する一時的なキャッシュ・フローであるため、経験的に0に近づくと考えられる。本質的に、 δ は長期的に期待される営業資金回転率 (operating cash cycle) であり、このモデルにおいてACCは「売上高の変化 (ε_t) × 営業資金回転率 (δ)」として示すことができる。

$$ACC_t = \delta \varepsilon_t$$

利益はCFOとACCの和であるので、CFOは以下のように示すことができる。

$$CFO_t = E_t - ACC_t = \pi S_t - \delta \varepsilon_t = \pi S_t - \delta (S_t - S_{t-1})$$

Roychowdhury (2006) は上記モデルを期首総資産で基準化して、CFOのモデルを次のように導出した。

$$\frac{CFO_{it}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

また、製造原価のモデルは以下のとおりである¹¹⁾。

$$\frac{PD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

ここで、

$$PD = \text{製造原価} : \text{売上原価} + \text{期末棚卸資産} - \text{期首棚卸資産}^{12)}$$

推定の手順は裁量的費用の推定モデルと同様であり、同産業・同年度に属する企業群ごとに営業キャッシュ・フローと製造原価の期待値を推定し、それぞれの実際値から期待値を控除した営業キャッシュ・フローと製造原価の異常水準を売上操作の代理変数とした。具体的には、営業キャッシュ・フローの異常水準が低いほど、また製造原価の異常水準が高いほど、売上操作が実行されたと捉えている。Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデルの利点は、売上高や売上高変化などによって経済環境の変化をコントロールしている点である¹³⁾。

Roychowdhury (2006) の分析結果は、経営者が損失回避やアナリスト予想利益達成のために売上操作を行ったことを示唆している。また、売上操作は有利子負債がある場合ほど、流動負債比率が高いほど、成長性が高いほど増加し、機関投資家の持株比率が高いほど減少することが示唆された。さらに売上操作は、売上債権及び棚卸資産の合計水準が高いほど利害関係者や規制当局に検出される可能性が低下するために、増加することを示した。

裁量的費用の推定モデルと同様に、Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデルは、後の実体的裁量行動研究に大きな影響を与えている。Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローや製造原価の推定モデルを用いて売上操作を捕捉した研究として、Gunny (2005), Cohen et al. (2008), 山口 (2009a, 2011), Bartov and Cohen (2009), Pan (2009), Demers and Wang (2010), Ge and Kim (2010), 及びKim et al. (2011) があ

11) Dechow et al. (1998) の仮定の下で、費用を同時期の売上高の線形関数とすると、売上原価 (COGS) は以下のように表すことができる。

$$\frac{COGS_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

また、棚卸資産の変化のモデル (ΔINV) は以下のように表すことができる。

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

ここでRoychowdhury (2006) は、製造原価 (PD) = 売上原価 (COGS) + 棚卸資産変化 (INV) と定義し、上記2つのモデルから製造原価のモデルを以下のように導出している。

$$\frac{PD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

12) この製造原価の定義は文字通りの製造原価ではなく、非製造業においても代理変数としての製造原価が算出される。多くの先行研究ではRoychowdhury (2006) に従って、この定義が用いられている。
13) ただ、営業キャッシュ・フローのモデルに対しては、裁量的費用の削減や過剰生産の影響も含まれるため、売上操作の影響を正しく捉えきれていないという批判もある (岡部 2008)

る¹⁴⁾。それらの分析結果は以下のとおりである。

Gunny (2005) は、推定された製造原価の異常水準が第5五分位で、かつ純営業資産が第5五分位にある（会計上のフレキシビリティが相対的に低い）場合に、売上操作を行ったと捉え、売上操作が将来の業績（ROA, CFO）にマイナスの影響を与えることを示唆した。Cohen et al. (2008) はSOX法成立後に売上操作が増加したことを示唆した一方で、Bartov and Cohen (2009) はSOX法成立後にアナリストの予想利益を達成するための手段として売上操作が増加すると予測したが、予測どおりの結果は得られていない。

山口 (2009a) は、損失回避のために売上操作が実施されることを示唆している。実体的裁量行動の要因を調査した山口 (2011) では、売上操作は負債比率が高いほど、経営者交代前ほど、及び損失を回避するために実施され、企業規模が大きく、金融機関の株式保有比率が高いほど抑制されることを示唆している。Pan (2009) は、製造原価のモデルを用いた場合には、損失回避のために一時的な値引販売や信用条件の緩和による売上操作が行われたこと、当該行動は成長性や流動負債比率が高いほど行われることを示唆した。一方で、営業キャッシュ・フローのモデルを用いた場合には、そうした結果は得られていない。

Demers and Wang (2010) は、経営者の年齢が低いほど売上操作を実施せず、アナリストの予想利益を達成する手段として売上操作よりも会計発生高の調整を選択することを示唆した。Ge and Kim (2010) は営業キャッシュ・フローの推定モデルを用いた場合には、売上操作が負債コスト（イールド・スプレッド）を低下させることを示唆したが、製造原価のモデルを用いた場合にはそうした結果は得られていない。また、Kim et al. (2011) は、純資産に関する財務制限条項違反に接近した企業ほど売上操作を実施することを示唆した。

(3) Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデルの修正

一時的な値引販売や信用条件の緩和による売上操作を捉えるRoychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価のモデルは多くの先行研究で用いられているが、近年は少しずつ修正が施されている。

例えばLin et al. (2006) とAthanasakou et al. (2011) は、裁量的会計発生高の測定誤差が業績と関連するというKothari et al. (2005) の証拠を考慮し、Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローのモデルの独立変数に前期ROAを加えてモデルを設定している¹⁵⁾。分析の結

14) 売上操作の捕捉に関して、いくつかの研究ではRoychowdhury (2006) の営業キャッシュ・フローや製造原価の推定モデルから非基準化切片 (a_0) ないし基準化切片 ($a_1/(1/A_{t-1})$) を除いて使用している。具体的には、Gunny (2005), Cohen et al. (2008), Bartov and Cohen (2009), Demers and Wang (2010), Ge and Kim (2010), 及びKim et al. (2011) は非基準化切片を除き、Pan (2009) は基準化切片を除いている。

15) Roychowdhury (2006) では、営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデルの両方が売上操作と過剰生産を捉えるために利用されているが、Lin et al. (2006), Athanasakou et al. (2011), 及び先述のKim et al. (2011) などでは、営業キャッシュ・フローの推定モデルで売上操作を捕捉し、製造原価の推定モデルを用いて過剰生産を捉えるとしている。

果、Lin et al. (2006) は売上操作によってアナリスト予想利益を達成した企業は予想利益達成のプレミアムが減じられること、売上操作がアナリスト予想利益を達成する確率を減少させることを示している。また、Athanasakou et al. (2011) はアナリスト予想利益を達成するために売上操作が行われると予測したが、当該行動を示唆する結果は得られていない。

Gunny (2010) は、売上操作を捉えるためにRoychowdhury (2006) による製造原価のモデルにMVとTobin's Qを独立変数に加えたモデルを用いて、損失回避や減益回避のために売上操作が行われたこと、当該行動が将来の業績 (ROA, CFO) にプラスの影響を与えることを示唆した。

本節では、Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデルを修正した先行研究を概観したが、売上操作の捕捉に関しても研究開発費や販売費及び一般管理費の推定モデルと同様の発展が確認できた。すなわち、Lin et al. (2006) やAthanasakou et al. (2011) は、Kothari et al. (2005) の実証結果を考慮して、営業キャッシュ・フローの推定モデルに前期ROAを加え、Gunny (2010) は製造原価の推定モデルにMVとTobin's Qを加えることで企業の経済状況をさらにコントロールしていた。

(4) 実際の価格変化データによる捕捉

財務諸表から得られた数値ではないが、米国のスーパーマーケット・チェーンから家計の購入データを入手したChapman (2008) は、商品ごとの実際の価格変化を「1週間の平均価格 ÷ (1週間の最高価格 - 1週間の平均価格)」として計算して一時的な値引販売による売上操作を捉え、売上操作が短期的には利益を増加させるが、値引販売終了後に売上高が低下し、長期的な利益を減少させることを示唆した。この捕捉方法は回帰モデルによる推定ではなく現実の値引額を把握できるという利点があるため、一見すると測定誤差がないように思われる。ただ、価格の変化を計算しただけでは、観察された一時的な値引きが、企業の経営努力の一環であるのか、それとも利益を調整するための売上操作であるのかを識別されていない可能性が高いと考えられる。したがって、実際の値引額を把握できた場合においても、値引きの正常水準を推定し、異常水準を測定するという手順を踏むことが望まれる。それによって現実の価格データを入手した利点がより活かされることになろう。

2.3 生産活動の操作

生産活動の操作によっても利益を調整することは可能である。例えば、予測需要よりも多くの製品を生産し、1単位当たりの製造原価ひいては売上原価を低減させることで、利益を増やすことができる。本節では、こうした生産活動の操作による利益マネジメントについて、当該行動の捕捉方法を整理しながら先行研究をレビューしていく。

(1) 棚卸資産の変化による捕捉

生産活動に関しても初期の研究は財務数値の変化を利用して実体的裁量行動を捕捉していた。

例えば、退任前経営者の利益マネジメントを調査したButler and Newman (1989)は棚卸資産の変化率を調べ、経営者交代直前の企業の棚卸資産の変化率がコントロール企業（同産業内で売上高が最も近い企業）よりも有意に高い場合に、交代直前の経営者が過剰生産を行ったと捉えている。分析の結果、経営者交代直前の企業とコントロール企業の間には棚卸資産の変化率について有意な差はなく、過剰生産を示唆する証拠は得られていない。棚卸資産の単なる変化による捕捉では、過剰生産を捕捉できないのかもしれない。

(2) Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデル

Roychowdhury (2006) では、過剰生産を行った企業は、売上高を所与とした場合に営業キャッシュ・フローが異常に低くなり、製造原価が異常に高くなるとし、売上操作の捕捉と同様に式(11)の営業キャッシュ・フローの推定モデルと式(12)の製造原価の推定モデルを用いて、過剰生産を捉えている。分析の結果、損失回避やアナリスト予想利益達成のために過剰生産が行われたことを明らかにしている。また、過剰生産は有利子負債がある場合ほど、流動負債比率が高いほど、そして成長性が高いほど増加し、機関投資家の持株比率が高いほど減少する傾向にあることを示した。また、製造業ほど過剰生産を行うことを示唆した。さらに、過剰生産は売上債権及び棚卸資産の合計水準が高いほど利害関係者や規制当局に検出される可能性が低下するために増加することを示唆している。

2.2.2節でも論じたように、Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価のモデルは、後の実体的裁量行動研究に大きな影響を与えた。本モデルを用いて過剰生産を捉えた研究として、Gunny (2005), Cohen et al. (2008), 山口 (2009a, 2011), Pan (2009), Demers and Wang (2010), Ge and Kim (2010), Kim et al. (2011), 及びZang (2011) がある¹⁶⁾。

実体的裁量行動の経済的帰結を分析したGunny(2005)は、製造原価の異常水準が第5五分位で、かつ純営業資産が第5五分位にある（会計上のフレキシビリティが相対的に低い）場合に、過剰生産を行ったと捉えている。分析の結果、過剰生産が将来の業績（ROA, CFO）にマイナスの影響を与えることを示唆した。また、Cohen et al. (2008) は、SOX法成立後に過剰生産が増加したことを示唆している。

山口 (2009a) は、損失回避のために過剰生産が行われたことを示唆している。Pan (2009) も損失回避のために過剰生産が行われたこと、また当該行動は成長性や流動負債比率が高いほど実施されることも示唆している。さらに山口 (2011) は、過剰生産は、負債比率が高い企業ほど、経営者交代前年度の企業ほど、及び損失を回避するために実施され、規模が大きい企業ほど、金融機関の持株比率が高いほど抑制されることを示唆した。

16) なお、過剰生産の捕捉に関して、いくつかの研究ではRoychowdhury (2006) の営業キャッシュ・フローや製造原価の推定モデルから非基準化切片 (a_0) ないし基準化切片 ($a_1(1/A_{t-1})$) を除いて使用している。具体的には、Gunny (2005), Cohen et al. (2008), Demers and Wang (2010), Ge and Kim (2010), 及びKim et al. (2011) は非基準化切片を除き、Pan (2009) は基準化切片を除いている。

Demers and Wang (2010) は、経営者の年齢が低いほど過剰生産を実施せず、アナリストの予想利益を達成する手段として利益増加的な会計発生高の調整を選択することを示唆している。Ge and Kim (2010) は、営業キャッシュ・フローのモデルを用いた場合には、過剰生産が負債コスト（イールド・スプレッド）を低下させることを示唆したが、製造原価のモデルを用いた場合にはそうした結果は得られていない。Kim et al. (2011) は、純資産に関する財務制限条項が厳しい企業ほど過剰生産を実施することを示した。Zang (2011) は、損失回避のために過剰生産が行われたことを示唆している。

(3) Roychowdhury (2006) による営業キャッシュ・フローと製造原価の推定モデルの修正

Lin et al. (2006) と Athanasakou et al. (2011) は、利益マネジメントの代理変数の測定誤差が業績と関連するという Kothari et al. (2005) の証拠を考慮し、Roychowdhury (2006) による製造原価のモデルの独立変数に前期ROAを加えて推定モデルを設定している。分析の結果、Lin et al. (2006) は、過剰生産がアナリスト予想利益を達成する確率を減少させること、過剰生産によってアナリスト予想利益を達成した企業に対する市場からのプレミアムが減少する証拠はなかったことを示している。Athanasakou et al. (2011) は、アナリスト予想利益を達成するために過剰生産が行われると予測したが、予測どおりの結果は得られていない。

Gunny (2010) は、過剰生産を捉えるためにRoychowdhury (2006) による製造原価のモデルにMVとTobin's Qを独立変数に加えたモデルを使用している。分析の結果、損失回避や減益回避のために過剰生産が行われたことを示唆する結果を得ている。また、当該行動が将来の業績（ROA, CFO）にプラスの影響を与えることを示唆した。

四半期データを用いて検証を行ったBartov and Cohen (2009) は、Roychowdhury (2006) による製造原価のモデルから前期の売上高変化を除いた推定モデルを用いて、SOX法成立前と比べてSOX法成立後に、アナリストの予想利益を達成するための手段として、過剰生産が増加したことを示唆している。

製造業の製造原価報告書を用いて過剰生産を分析した田澤 (2010) は、Roychowdhury (2006) のモデルを改良し、経営者の需要予想（予想売上高）、需要シフト、及び過剰生産をコントロー

ルした棚卸資産残高のモデルを開発し、以下の製造原価のモデルを導出した¹⁷⁾。

$$\frac{PD_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \frac{INV_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} - k_{i,t-1} * \frac{FS_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{k_{i,t-1} * (S_{i,t} - FS_{i,t-1})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{INV_{i,t-1} - k_{i,t-2} * FS_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

ここで、

INV = 棚卸資産

FS_t = 当期における次期の経営者予想売上高

$$k_{i,t} = \text{次期予想売上高に対する棚卸資産保有率の2期平均} = \left(\frac{INV_{i,t}}{FS_{i,t}} + \frac{INV_{i,t-1}}{FS_{i,t-1}} \right) \div 2$$

過剰生産は予測される需要よりも多くの製品を製造する行動であるから、田澤（2010）の推定モデルは経営者の需要予想を考慮することで、より精緻に過剰生産を捉えることができたと考えられる。ただ田澤（2010）では、上記モデルを用いた場合には過剰生産を示す証拠は得られておらず、Roychowdhury（2006）による製造原価のモデルを使用した場合には過剰生産を示唆する結果が得られている。

17) Roychowdhury（2006）はDechow et al.（1998）に基づいて製造原価の推定モデルを導出しているが、田澤（2010）はDechow et al.（1998）が依拠しているBernard and Stober（1989）の棚卸資産のモデルに遡り、製造原価の推定モデルを以下のように導出している（田澤 2011, 26-27）。まず、すべての費用が変動費であると仮定し、t期の売上高をS_t、売上総利益率をπ（売上原価率は1-π）とする。そして、t期の期末棚卸資産INV_tが、適正水準INV_t*と、適正水準からの差異D_tとする。と期末棚卸資産は以下のように表される。

$$INV_t = INV_t^* + D_t$$

適正水準は、経営者の次期予想売上高E_t(S_{t+1})の原価に対する一定割合γ₁(γ₁≥0)であると仮定する。

$$INV_t^* = \gamma_1(1-\pi)E_t(S_{t+1})$$

適正水準からの差異は、需要シフト、前期末における差異、及び当期の利益マネジメントEM_tという3つの部分から構成されると仮定する。

$$D_t = -\gamma_1\gamma_2(1-\pi)[S_t - E_{t-1}(S_t)] + \gamma_3D_{t-1} + EM_t$$

第1項のS_t-E_{t-1}(S_t)は、当期の実際売上高とそれに対する前期予想値との差であり、需要シフトを表している。第2項は、前期末の差異D_{t-1}が、γ₃の割合で当期末までに持続あるいは反転することを表している。第3項のEM_tは当期の利益マネジメントに伴う棚卸資産計上額のゆがみを表している。

次に、EM_tが実体的裁量行動(RM_t)と会計的裁量行動(AM_t)で構成されるとし、上記3つの式をまとめると、棚卸資産は以下のように表される。

$INV_t = \gamma_1(1-\pi)E_t(S_{t+1}) - \gamma_1\gamma_2(1-\pi)[S_t - E_{t-1}(S_t)] + \gamma_3[INV_{t-1} - \gamma_1(1-\pi)E_{t-1}(S_t)] + RM_t + AM_t$
AM_tは期末時点の見積りに依拠するが、RM_tは過剰に生産された在庫の積み増しを意味する。ゆえに、RM_tは製造原価の構成項目となり、製造原価(PD_t)は以下のように示される。

$$PD_t = (1-\pi)S_t + \gamma_1(1-\pi)E_t(S_{t+1}) - \gamma_1\gamma_2(1-\pi)[S_t - E_{t-1}(S_t)] + \gamma_3[INV_{t-1} - \gamma_1(1-\pi)E_{t-1}(S_t)] - INV_{t-1} + RM_t$$

ここでPD_tは、売上原価(1-π)S_tに、AM_tを除く期末棚卸資産を加え、期首棚卸資産を差し引いて求められている。最終的に田澤（2010）は、上記の製造原価の式におけるE_t(S_{t+1})をFS_t（当期における次期の経営者予想売上高）で代理させ、次期予想売上高に対する適正な棚卸資産保有率を示すγ₁(1-π)をk（次期予想売上高に対する棚卸資産保有率の2期平均）に置き換え、期首総資産で基準化して、以下のように製造原価のモデルを導出している。

$$\frac{PD_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \frac{INV_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} - k_{i,t-1} * \frac{FS_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{k_{i,t-1} * (S_{i,t} - FS_{i,t-1})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{INV_{i,t-1} - k_{i,t-2} * FS_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

以上、過剰生産の捕捉についても、研究開発費や販売費及び一般管理費の推定モデルと同様の発展が確認できた。すなわち、裁量的会計発生高の捕捉方法の発展に依拠した修正 (Lin et al. 2006; Athanasakou et al. 2011)、及び企業の経済状況をさらにコントロールした修正 (田澤 2010; Gunny 2010) である。

(4) その他のモデルによる捕捉

生産活動による利益平準化を検証した國村 (2008) は、会計発生高の個別項目である棚卸資産変化の裁量的な部分を生産活動の調整の代理変数としている。具体的には前期会計発生高を正常な会計発生高とするDeAngelo (1986) の仮定と、会計発生高を売上高に回帰させたJones (1991) によるモデルを単純化して統合した以下のモデルによって算定された棚卸資産変化の異常水準によって裁量的な生産活動を捕捉している¹⁸⁾。

$$\frac{\Delta \Delta \text{INV}_{it}}{S_{it}} = \frac{\Delta \text{INV}_{it}}{S_{it}} - \frac{\Delta \text{INV}_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} \quad (14)$$

「在庫増分 (ΔINV) は売上高 (S) に比例すると仮定し売上高で割る」とする部分が単純化したJones (1991) のモデルと言える部分であり、前年度の在庫増分を正常な在庫増分とするのがDeAngelo (1986) の仮定に依拠した部分である (國村 2008, 43-44)。分析の結果、トヨタグループ以外のグループでは生産調整による利益平準化が観察されたが、トヨタグループではそうした傾向は観察されなかったことから、トヨタ生産システムのもとではジャスト・イン・タイムが在庫調整による利益平準化を抑止した可能性があると論じている。

3 投資活動の操作

3.1 資産売却の操作

投資活動の操作を通じた利益マネジメントとしては、固定資産や有価証券などの資産売却損益に関する先行研究が多い。ここでは、そうした資産売却を通じた利益マネジメントについて、当該行動の捕捉方法を整理しながら先行研究をレビューしていく。

(1) 資産売却損益の水準や変化による捕捉

前節までの営業活動の操作と同様に、資産売却の操作においても初期の研究は、財務数値の水準や変化による捕捉が行われていた。資産売却損益の水準や変化によって、資産売却の操作を捕捉した研究としては伊藤・会計政策研究会 (1992)、Bartov (1993)、乙政 (1997)、Black et al. (1998)、Wells (2002)、Hermann et al. (2003)、中内 (2007)、中村 (2008)、矢瀬 (2008)、Szczeny et al. (2008) などがある。

伊藤・会計政策研究会 (1992) は、鉄鋼業大手5社の3タイプの資産売却項目 (有価証券売却損益、投資有価証券売却損益、及び固定資産売却損益) の金額によって資産売却による実体的裁

18) 分析上は、算定された値に365を掛けた裁量在庫回転期間増分という指標で検証が行われている。

量行動を捉えている。分析の結果、実体的裁量行動は利益を増やすために用いられることが多いこと、利益を増やすためには3タイプの中で有価証券売却益が最も利用されること、また利益を圧縮するためには固定資産売却損が利用されることが多く、他の手段はほとんど用いられないことを示唆している¹⁹⁾。

Bartov (1993) やBlack et al. (1998) は、資産売却益を従属変数、そして利益変化と固定負債比率を独立変数とした回帰分析を行い、利益変化と負の関連があった場合に利益平準化のために資産売却があったと捉え、固定負債比率と正の関連があった場合に財務制限条項違反回避のための資産売却があったと捉えている。分析の結果、Bartov (1993) は利益平準化と財務制限条項違反回避のために資産売却が利用されたことを示唆した。Black et al. (1998) は、オーストラリアとニュージーランドの企業 (ANZ) と英国企業 (UK) を対象に、資産再評価制度が資産売却行動に与えた影響を調査している。分析の結果、資産再評価後も取得原価を基準として資産売却益を計上できる1993年より前のUKでは利益平準化のために資産売却が行われた証拠が得られた一方で、資産再評価後には再評価後の簿価を基準として資産売却益を計上することが求められるANZや1993年以降のUKではそういった結果は得られなかった。この結果から、ANZや1993年以降のUKにおける資産再評価制度が利益平準化のための資産売却行動を抑止したとしている。

乙政(1997)や中内(2007)は、特別損益項目のうち有形固定資産処分損益とその他資産処分損益・評価損益を裁量的な資産売却として捉えている²⁰⁾。分析の結果、乙政(1997)は極端に業績の悪化した企業が特別損失を通じて利益を圧縮するビッグ・バス (big bath) を行うこと、またビッグ・バスによる損失を特別利益によって穴埋めすることを示唆した。また、中内(2007)は退任経営者が強制的交代でかつ新任経営者が外部出身者の場合に、新任経営者が資産処分損・評価損によるビッグ・バスを実施したことを示唆している。

Wells (2002) は、固定資産売却損益を含む特別損益項目によって資産売却の操作を捉えている。そこでは、経常的交代と強制的交代のサンプル間で比較を行い、前任経営者が経常的交代となった場合と比べて、強制的交代となった場合に特別損益項目が有意に負であることから、新任経営者が固定資産売却を通じてビッグ・バスを行ったとしている。

経営者が資産売却行動を通じて報告利益を経営者予想利益に近づけたことを示唆したHermann et al. (2003) は、回帰式において各企業一年の資産売却損益から同産業・同年度の資産売却損益を控除して従属変数EISAを設定し、当期利益から当期利益に対する前年度の経営者予想を控除して独立変数CPを設定し、CPの係数が負の場合に経営者が資産売却行動を通じて報告利益を経営者予想利益に近づける操作をしたと捉えている。

19) 伊藤・会計政策研究会(1992)はこの他にも鉄鋼業大手5社について多くの調査を行い、各企業の特徴を明らかにしている。なお、伊藤・会計政策研究会(1992)では、本論文で言う実体的裁量行動を実質的会計政策、また会計的裁量行動を技術的会計政策としているが、それらは実質的に同義である。

20) なお、資産売却は実体的裁量行動の手段になるが、資産評価は会計的裁量行動の手段になる。

米国基準を採用しているわが国企業を対象とした中村（2008）は、その他有価証券売却損益÷当期純利益の絶対値として、その他包括利益項目による実体的裁量行動を捕捉している。ここでは、SFAS第130号によってその他の包括利益項目の開示に関する透明性が高まるため、SFAS第130号の適用後にその他包括利益項目による実体的裁量行動が減少すると予測し、その予測と整合的な結果を得ている²¹⁾。

銀行業を対象に分析を行った矢瀬（2008）は、有価証券売却損益と非裁量的利益（税引前利益－有価証券売却益＋貸倒引当金繰入額）が負の関係にある場合に、利益平準化のために有価証券売却行動があったと捉えており、当該行動を示唆する結果を得ている。

中国企業を対象としたSzczeny et al.（2008）は、従属変数に固定資産売却損益を含む営業外利益（net operating income）、独立変数にROEが10%～11%であれば1、それ以外は0とするダミー変数（SUS）、及びその他コントロール変数を含めた回帰において、SUSの係数が正の場合にROE10%達成のために固定資産が売却されたと捉え、当該行動を示唆する結果を得ている。

(2) 資産売却損益の推定モデルによる捕捉

資産売却行動についても、推定モデルによる捕捉が行われている。先述のBartov（1993）やHermann et al.（2003）においてメインの検証に用いられたモデルを参考に資産売却損益の推定モデルを設定したのがGunny（2005, 2010）である。

まずGunny（2005）は、以下のように資産売却損益をモデル化し、資産売却損益の異常水準が第5五分位で、かつ純営業資産が第5五分位にある（会計上のフレキシビリティが相対的に低い）場合に、過剰生産を行ったと捉えている。分析の結果、利益増加的な資産売却行動が将来の業績（ROA, CFO）にマイナスの影響を与えることを示唆している。

$$\frac{\text{GainA}_{i,t}}{\text{MVE}_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{\text{Asales}_{i,t}}{\text{MVE}_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\text{ISales}_{i,t}}{\text{MVE}_{i,t-1}} + \beta_4 \log S_{i,t} + \beta_5 \Delta S_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

ここで、

GainA = 資産売却損益

Asales = 固定資産売却額

ISales = 固定投資売却額

logS = 売上高の対数

MVE = 株式時価総額

またGunny（2010）は、MV, Tobin's Q, INTを資産売却損益の推定モデルに含めている。

21) 具体的には、SFAS第130号の適用後の期間を1999年～2001年、2002年～2004年、2005年～2007年に分割して検証した結果、2005年～2007年の期間についてのみ、SFAS第130号の適用以前（1995年～1998年）と比べて、純利益に占めるその他有価証券売却損益の割合が有意に減少していた。この傾向は、その他包括利益項目全体（その他有価証券売却損益、外貨換算調整勘定、及びデリバティブに関わる実現損益）についても同様であった。このことに関して中村（2008）は、経営者はSFAS130号の適用後すぐに裁量行動を抑制したのではなく、徐々に抑制した可能性があるとしている。

$$\frac{\text{Gain}A_{i,t}}{A_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_1 MV_{i,t} + \beta_2 \text{Tobin's } Q_{i,t} + \beta_3 \frac{\text{INT}_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\text{ASales}_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\text{ISales}_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

上記のモデルから推定された資産売却損益の異常水準を資産売却による利益マネジメントとして捉え、損失回避や減益回避のために資産売却が行われたか否かを検証したが、当該行動は観察されなかった。Gunny (2005, 2010) による資産売却損益のモデルの利点は、企業の経済状況がコントロールされている点である。ただ、利益マネジメントの捕捉に特有のコントロール変数(例えば、Kothrari et al. 2005が示したROA)が含まれていない。今後さらにモデルが改善されていくことが望まれる。

3.2 株式所有比率の操作

株式所有比率の操作を分析したComiskey and Mulford (1986) は、株式所有比率の分布を調べることで株式所有比率の操作を捕捉している。分析の結果、株式所有比率が持分法適用の閾値である20%付近に極端に大きく集中していること、被投資企業が利益の場合には株式所有比率が20%以上になるように、被投資企業が損失の場合には株式所有比率が20%未満となるように投資を裁量的に変更させる傾向があることを示唆している²²⁾。

4 財務活動の操作

財務活動の操作を通じた利益マネジメントとしては、1株当たり利益(EPS)に影響を与える自社株買いや偶発転換社債(contingent convertible debt)の発行、デット・エクイティ・スワップ、社債の実質的デフイーザンス、あるいはデリバティブ取引などがある²³⁾。

4.1 自社株買いの操作

EPSに影響を与える自社株買いについては、Bens et al. (2002, 2003), Hribar et al. (2006), Xu and Taylor (2007) がある。それぞれ捕捉方法が異なるため、ここでは研究ごとに捕捉方法を整理していく。

Bens et al. (2002) は自社株買いと従業員ストック・オプション行使の間に正の関連があった場合に、EPS希薄化回避のための自社株買いとして捉え、当該行動を示唆する結果を得ている。

Bens et al. (2003) は、自社株買いの水準と潜在株式調整後1株当たり利益(diluted EPS)に対するストック・オプションの希薄効果に正の関連があった場合に、希薄効果を相殺するた

22) Accounting Principal Board (APB) 第18号の下では、投資企業が直接的または間接的に被投資企業の議決権株式の20%以上を保有している(20%未満の場合)には、反証がない限り、重要な影響力を行使する能力がある(ない)とされる。

23) 「実質的デフイーザンスとは、社債発行企業(原債務者)が、社債の元利返済(原債務)にのみ充当されるように現金その他の資産につきirrevocable trust(取消不能条件付信託)を設定することによって、実質的に社債の一括償還を図る取引をいう」(古市 1998, 129)。

めの自社株買いがあったと捉えた。また、自社株買いの水準と前年度EPS成長率を達成するのに必要な自社株買いの水準との正の関連を前年度EPS成長率達成のための自社株買いとして捕捉した。分析の結果、経営者がストック・オプションの希薄効果を相殺するために自社株買いを増やし、前年度diluted EPS成長率を達成したことを示唆している²⁴⁾。

Hribar et al. (2006) は、自社株買いがなかった場合のEPSの期待値を推定し、EPSの実際値から期待値を控除して、その値が正であればEPS増加的な自社株買い、負であればEPS減少的な自社株買いとして捉えている。自社株買いがなかった場合のEPSの期待値は以下の3つのモデルでそれぞれ推定されている。

$$\text{ASIF_EPS1} = \frac{\text{NI}_q}{\text{Shares outstanding}_{q-1} + 0.5 * \text{Share issued}_q} \quad (17)$$

$$\text{ASIF_EPS2} = \frac{\text{NI}_q + C_q}{\text{Shares outstanding}_{q-1} + 0.5 * \text{Share issued}_q} \quad (18)$$

$$\text{ASIF_EPS3} = \frac{\text{NI}_q + C_q}{\text{Shares outstanding}_{q-1} + 0.5 * \text{Share issued}_q - 0.5 * E(\text{Repurchase}_q)} \quad (19)$$

ここで、

NI = 当期純利益

Shares outstanding = 発行済株式総数

Share issued = 当期に発行された株式数

C = 当期の自社株購入額と国債利回り平均の時間加重値

E (Repurchase_q) = 自社株購入額の期待値²⁵⁾

24) SFAS第128号では、基本1株当たり利益 (basic EPS) と潜在株式調整後1株当たり利益 (diluted EPS) の開示を求めている。basic EPSは、普通株主に帰属する利益 ÷ 発行済み加重平均株式数、で計算されるが、diluted EPSは、(普通株主に帰属する利益 + 転換を仮定した場合の影響) ÷ (加重平均株式数 + 希薄化性のある潜在普通株式数) として計算される。diluted EPSの計算における分母の「希薄化性のある潜在普通株式数」には、ワラント、転換社債、従業員ストック・オプションなどが含まれる (Bens et al. 2003)。

25) 自社株購入額の期待値の推定にはHeckman (1976) の2段階推定法が利用されている。第1段階は以下のプロビットモデルによって、自社株買いを実施する確率を推定する。第2段階は、自社株買いが実施されることを所与として、以下のプロビットモデルの従属変数を自社株買いの金額に置き換えて、自社株買いの期待値を推定する。

$$\text{Repurchase}_{i,q} = a + \beta_1 \text{Repurchase}_{i,q-1} + \beta_2 \text{Repurchase}_{i,q-2} + \beta_3 \text{Cash}_{i,q-1} + \beta_4 \text{CapEx}_{i,q-1,q-4} + \beta_5 \text{Dividend Yield}_{i,q-1} + \beta_6 \text{Debt}_{i,q-1} + \beta_7 \text{Size}_{i,q-1} + \gamma_k \text{Industry}_{i,k} + \delta_j \text{Year}_{i,j} + \varnothing_q \text{Qtr}_{i,q} + \varepsilon_{i,q}$$

ここで、

Repurchase = 自社株買いをしていれば1、していなければ0

Cash = 現金及び現金同等物 ÷ 総資産

CapEx_{q-1,q-4} = 過去4四半期にわたる設備投資額 ÷ 総資産

Dividend Yield = 1株当たり配当 ÷ 期首の株価

Debt = 負債 ÷ 総資産

Size = 総資産

Industry = 産業ダミー

Year = 年度ダミー

Qtr = 四半期ダミー

分析の結果、アナリストの四半期EPS予想達成のために自社株買いが実施されたことを示した。また、投資家はEPS予想達成のために自社株買いを実施した企業を割り引いて評価するが、EPS予想未達による株価のペナルティを軽減することも示唆している。

Xu and Taylor (2007) は、自社株買いでアナリスト予想EPSを達成したケースを自社株買いによる利益マネジメントとして捉えている。分析の結果、会計発生高で利益を増やす余地が小さい企業ほど、アナリスト予想EPSを達成するために自社株買いを実施することを示唆した。

4.2 社債の発行や償還の操作

経営者は社債の発行や償還によっても利益を調整することができる。例えば、社債を買入償還することで社債償還益を獲得できる可能性がある。ここでは、社債の発行や償還による利益マネジメントについて、文献ごとに捕捉方法を整理していく。

デット・エクイティ・スワップを対象としたHand (1989) は、デット・エクイティ・スワップが生じた四半期の前後における四半期EPSの時系列について、スワップ利得前EPSとスワップ利得後EPSを比較している。そして、スワップが生じた四半期においてスワップ利得前EPSが一時的に下落し、スワップ利得がそれを緩和している場合に、EPS平準化のためのデット・エクイティ・スワップがあったと捉えている。分析の結果、EPSを平準化するために、デット・エクイティ・スワップが実施されたことを示唆した²⁶⁾。

Hand et al. (1990) は、Hand (1989) による捕捉方法を社債の実質的デフイーザンスに適用した。すなわち、実質的デフイーザンスが生じた期の前後におけるEPSの時系列について、デフイーザンス利得前EPSとデフイーザンス利得後EPSを比較している。そして、デフイーザンスがあった期においてデフイーザンス利得前EPSが一時的に下落し、デフイーザンス利得がそれを緩和している場合に、EPS平準化のためのデット・エクイティ・スワップがあったと捉えている。分析の結果、年次利益を平準化するために実質的デフイーザンスが実施されていることを示唆した。また、財務制限条項の違反を回避するため、及び過剰な手元現金を利用するために、社債の実質的デフイーザンスが行われる傾向にあることを示した。さらに、社債の実質的デフイーザンスの公表に対して、証券市場において債券価格はプラスに、株価はマイナスに反応することを示唆した。

Marquardt and Wiedman (2005) は、diluted EPSに対する転換社債の希薄化の影響と偶発転換社債の発行の間に正の関連がある場合に、diluted EPSの希薄化を避ける行動があったと捉え

26) Hand (1989) によれば、デット・エクイティ・スワップは1980年代初期に重要な企業の財務ツールであった。典型的なスワップ取引において、企業は低利の長期負債を買い戻し、普通株式を新たに発行する。そのさい、企業は買い戻した長期負債の額面価額と市場価格の差で利得を得ることができる。なお、IRC Section 108(e)(8)に規定された条件を満たした場合には、そのスワップによる利得は非課税である。

ている²⁷⁾。分析の結果、経営者がdiluted EPSの希薄化を避けるために転換社債を偶発転換社債として発行することを示唆している。また、EPSベースの報酬契約がある場合ほど、経営者は転換社債を偶発転換社債として発行する傾向にあることも示唆している。

4.3 デリバティブ取引の操作

デリバティブ取引によっても利益を調整することは可能である。例えば、固定金利支払・変動金利受取の金利スワップを締結することで、利益の構成要素であるキャッシュ・フローのボラティリティを小さくすることができる。したがって、デリバティブ取引は利益を調整する手段として利用される可能性がある。先行研究ではデリバティブ取引によるヘッジと裁量的会計発生高の代替性が調査されており、当該行動の捕捉のためにデリバティブ取引と裁量的会計発生高について同時方程式が設定されている。

Barton (2001) や野間 (2001) は、デリバティブ取引の程度と裁量的会計発生高の絶対値について同時方程式を設定し、それらが相互に負の関連性を有する場合に、利益のボラティリティを減らすためにデリバティブ取引と裁量的会計発生高が代替的に利用されたと捉えた。分析の結果は、利益のボラティリティを減らすために、それらが代替的に利用されたことを示唆している。また、Hausman (1978) 検定を行い、Barton (2001) はデリバティブ取引の程度と裁量的会計発生高の程度が同時に決定されたことも示唆している。

石油関連企業及びガス関連企業を対象としたPincus and Rajgopal (2002) は、ヘッジの水準と裁量的会計発生高による平準化尺度（裁量的会計発生高と特別損益項目前の四半期利益の標準偏差）について同時方程式を設定し、それらが相互に負の関連性を示した場合に、企業が利益を平準化するために裁量的会計発生高とデリバティブ取引によるヘッジを代替的に利用したと捉えている。分析の結果、利益を平準化するために裁量的会計発生高とデリバティブ取引によるヘッジが代替的に利用されたことを示唆した。またHausman (1978) 検定の結果、経営者はまずヘッジの程度を決定し、その後（第4四半期）に異常会計発生高を利用して残りの利益変動を調整することが示唆された。

4.4 退職給付に関する操作

退職給付に係わる実体的裁量行動としては、例えば退職給付のカットや確定拠出年金制度への移行などがある。先行研究において、これらの行動は刊行されている統計資料などを利用して捕捉されている。

例えば岡部 (2002) は、『商事法務資料版』（商事法務研究会）からデータを集計し、信託への

27) 偶発転換社債とは、事前に指定された株価に達するまでは普通株式に転換できない転換社債である。SFAS第128号では、diluted EPSを算定する際に転換社債の影響を含めることを要求しており、転換社債はdiluted EPSを減少させる可能性がある。しかしながら、一定の条件を満たした場合には、diluted EPSの算定式に偶発転換社債の影響を除外することができる（Marquardt and Wiedman 2005, 206）。

持合株式の現物抛出や退職給付のカットを実体的裁量行動として捉えている。そこでは、1998年6月公表の退職給付会計基準について、2000年4月1日以降に始まる会計年度に適用が開始されるまでの裁量行動を調査し、会計基準変更時差異を事前に圧縮するために、引当金設定基準の変更など会計的裁量行動の他に、信託への持合株式の現物抛出や退職給付のカットなどの実体的裁量行動が行われたことを明らかにしている。

また、『会社の決算と開示 1993年版』（中央経済社）や『退職金・年金事情 2001年度版』（労務行政研究所）等からのデータを集計した上野（2004）は、確定拠出年金制度への移行、厚生年金の代行返上などを実体的裁量行動として捉えている。調査の結果、退職給付会計基準適用後に、それ以前と比べて、確定拠出年金制度への移行、厚生年金の代行返上などの実体的裁量行動を行う企業が増加したことを明らかにしている。

5 複数の実体的裁量行動の影響を包括的に捕捉した研究

実体的裁量行動には企業の事業活動に応じて様々なタイプが存在する。そのため、前節まで見てきたように、多くの先行研究では個々の事業活動ごとに実体的裁量行動を捕捉している。ただ、いくつかの先行研究では分析対象とした実体的裁量行動の全体的な影響の捕捉を試みており、本節ではそうした先行研究をレビューしていく。

(1) Roychowdhury (2006) による推定モデルを利用した合成尺度の作成

実体的裁量行動の全体的な影響を捕捉するために最も広く利用されている方法は、測定された各種の実体的裁量行動の水準を合成尺度として集約するというものである。実体的裁量行動の合成尺度を作成するために、Roychowdhury (2006) による裁量的費用、営業キャッシュ・フロー、及び製造原価の推定モデルを利用して、裁量的費用の削減、売上操作、及び過剰生産を包括的に捕捉した研究としてCohen et al. (2008)、山口 (2009b)、Kim and Sohn (2009)、Cohen and Zarowin (2010)、Ge and Kim (2010)、Taylor and Xu (2010)、Kim et al. (2011)、及びZang (2011)がある。なお、合成尺度によって包括的に捕捉された実体的裁量行動のタイプとその計算方法を表2に要約したので、そちらも参照されたい。

Cohen et al. (2008) は、営業キャッシュ・フロー、裁量的費用、及び製造原価の異常水準を標準化して合計した合成尺度を作成し、SOX法成立後に会計的裁量行動が減少する一方で、実体的裁量行動が増加したことを示唆している。

山口 (2009b) は、Gunny (2005) に依拠して、営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準が第1五分位、及び製造原価の異常水準が第5五分位にある場合にそれぞれ1を設定し、それ以外の場合にそれぞれ0を設定し、合計して3で割ることで0～1の値をとる合成尺度を作成している。分析の結果、実体的裁量行動が将来の業績に悪影響を与えること、特に利益ベンチマーク達成を目的とした場合や会計上のフレキシビリティが低い場合に実施された実体的裁量行動が将来業績に与える悪影響が顕著であることが示唆されている。

表2 複数の実体的裁量行動を包括的に捕捉する合成尺度の作成

先行研究	営業活動の操作					投資活動の操作	合成尺度の計算方法
	裁量的費用の削減			売上操作	過剰生産	資産売却	
	研究開発費	広告宣伝費	販売費及び一般管理費				
Gunny (2005)	○	-	○	○	○	○	研究開発費と販売費及び一般管理費の異常水準について第1五分位、及び資産売却益と製造原価の異常水準について第5五分位にある場合にそれぞれ1、それ以外の場合にそれぞれ0を設定し、合計して4で割った0~1の値。
Cohen et al. (2008)		○		○	○	-	営業キャッシュ・フロー、裁量的費用、及び製造原価の異常水準を標準化して合計。
山口 (2009b)		○		○	○	-	営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準が第1五分位、及び製造原価の異常水準が第5五分位にある場合にそれぞれ1、それ以外の場合にそれぞれ0を設定し、合計して3で割った0~1の値。
Bartov and Cohen (2009)	-	-	○	○	○	-	販売費及び一般管理費の異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計してRM1とし、営業キャッシュ・フローの異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計してRM2とした2つの合成尺度。
Kim and Sohn (2009)		○		○	○	-	営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準のそれぞれに-1を掛けた値、及び製造原価の値を、標準化した後に十分位にランク付けて合計。
Chen et al. (2010)	○	-	○	-	○	-	業績調整済み異常研究開発費と業績調整済み異常販売費及び一般管理費に-1を掛けた値と、業績調整済み異常製造原価を合計。
Cohen and Zarowin (2010)		○		○	○	-	裁量的費用の異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計してRM_1とし、営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準に-1を掛けた値を合計してRM_2とした2つの合成尺度。
Ge and Kim (2010)		○		○	○	-	営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準のそれぞれに-1を掛けた値、及び製造原価の値を合計。
Gunny (2010)	○	-	○	○	○	○	製造原価の異常水準に-1を掛けた値と、研究開発費の異常水準、販売費及び一般管理費の異常水準の値の合計が第1五分位にあれば1、それ以外を0とする合成尺度。
Taylor and Xu (2010)		○		-	○	-	裁量的費用の異常水準について五分位の低い方から4, 3, 2, 1, 0を当て、製造原価の異常水準について五分位の高い方から4, 3, 2, 1, 0を当て、それらを合計した0~8のランキングが5以上であれば実体的裁量行動と捕捉。
Kim et al. (2011)		○		○	○	-	営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準の標準化値にそれぞれ-1を掛けた値と、製造原価の異常水準の標準化値を合計。
Zang (2011)		○		-	○	-	裁量的費用の異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計。

注) 合成尺度によって捕捉しているタイプの実体的裁量行動であれば「○」、そうでなければ「-」を挿入している。
各異常水準を測定するために用いられたモデルについては、本文を参照されたい。

Kim and Sohn (2009) は、営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準のそれぞれに-1を掛けた値、及び製造原価の値を、標準化した後に十分位にランク付けして合計した合成尺度を設定している。分析の結果、実体的裁量行動と会計的裁量行動の両方が資本コストを高くするが、実体的裁量行動の方がより資本コストを高くすることを示唆している。

Cohen and Zarowin (2010) は、裁量的費用の異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計してRM_1、営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準に-1を掛けた値を合計してRM_2という合成尺度を作成し、それらが中央値以上なら1、それ以外は0とする従属ダミー変数をそれぞれ設定して要因分析を行っている。分析の結果、BIG8に監査された企業ほど、会計監査人の在任期間が長いほど、訴訟リスクが高い産業に属するほど、及び会計上のフレキシビリティが低いほど、実体的裁量行動を行うことが示唆された。また、利益増加的な会計的裁量行動と実体的裁量行動の両方が将来の利益成長にマイナスの影響を与えるが、その影響は実体的裁量行動に関してより大きいことも示唆している。

Ge and Kim (2010) は、営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準のそれぞれに-1を掛けた値、及び製造原価の値を合計した合成尺度を作成し、実体的裁量行動が負債コスト（イーロード・スプレッド）を低下させることを示唆している。

Taylor and Xu (2010) は、裁量的費用の異常水準について五分位の低い方から4, 3, 2, 1, 0を当て、製造原価の異常水準について五分位の高い方から4, 3, 2, 1, 0を当て、それらを合計した0～8のランキングが5以上であれば実体的裁量行動を行ったと捕捉した。分析の結果、会計上のフレキシビリティが低いため、損失を回避するため、あるいはアナリストの予想利益を達成するために実体的裁量行動を行った企業とコントロール企業の間で、将来のROA, CFO、及び規模調整済みリターンに有意な差はないことを示唆している。

Kim et al. (2011) は、営業キャッシュ・フローと裁量的費用の異常水準の標準化値にそれぞれ-1を掛けた値と、製造原価の異常水準の標準化値を合計した合成尺度を作成している。分析の結果、純資産に関する財務制限条項が厳しく設定された企業、及び条項違反に接近した企業ほど実体的裁量行動を行うことを示唆した。

Zang (2011) は、裁量的費用の異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計してRMという合成尺度を設定し、裁量的費用の削減と過剰生産を包括的に捕捉している。分析の結果、実体的裁量行動は、損失回避や減益回避のために実施されていること、市場シェア、財務健全性、及び会計的裁量行動のコストが高い（会計上のフレキシビリティが低い、営業サイクルが短い）ほど実行されること、機関投資家の持株比率や限界税率が高いほど抑制されることが示唆されている。さらに、会計的裁量行動の前に実体的裁量行動が実施されること、それらが代替的に利用されることも示唆されている。

(2) Roychowdhury (2006) 以外の推定モデルを利用した合成尺度の作成

Roychowdhury (2006) 以外のモデルを用いて推定された異常水準によって合成尺度を作成し

た研究にGunny (2005, 2010), Bartov and Cohen (2009), 及びChen et al. (2010) がある²⁸⁾。

Gunny (2005) では、研究開発費と販売費及び一般管理費の異常水準について第1五分位、及び資産売却益と製造原価の異常水準について第5五分位にある場合にそれぞれ1、それ以外の場合にそれぞれ0を設定し、合計して4で割ることで0～1の値をとる合成尺度を作成している。そして会計上のフレキシビリティが低い場合の異常な事業活動を実体的裁量行動と考え、この合成尺度と低い会計上のフレキシビリティを示すダミー変数との交差項によって包括的な実体的裁量行動を捕捉している。分析の結果は、実体的裁量行動を行うと、将来の業績 (ROA, CFO) が低下することを示唆している。

Bartov and Cohen (2009) は、販売費及び一般管理費の異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計してRM1とし、営業キャッシュ・フローの異常水準に-1を掛けた値と製造原価の異常水準を合計した値をRM2とした2つの合成尺度を作成している。分析の結果は、SOX法成立後に、アナリスト予想利益の達成手段として、会計発生高の調整やアナリスト予想利益の誘導が減少し、実体的裁量行動が増加したことを示唆している。

また、Gunny (2010) は、製造原価の異常水準に-1を掛けた値と、研究開発費の異常水準、販売費及び一般管理費の異常水準の値の合計が第1五分位にあれば1、それ以外を0とする合成尺度を作成し、実体的裁量行動が将来の業績 (産業調整済みのROAとCFO) にプラスの影響を与えることを示した。

Chen et al. (2010) は、まずGunny (2010) で使用された研究開発費、販売費及び一般管理費、及び製造原価の推定モデルを用いて各異常水準を測定した。次に、Kothari et al. (2005) に依拠して、各企業-四半期の異常水準から同産業・同四半期の中でROAが最も近いサンプルの異常水準を控除するパフォーマンス・マッチの手法を用いて、業績調整済みの異常研究開発費、異常販売費及び一般管理費、及び異常製造原価を推定した。そして業績調整済み異常研究開発費と業績調整済み異常販売費及び一般管理費に-1を掛けた値と、業績調整済み異常製造原価を合計して合成尺度を作成している。分析の結果、アナリストの予想利益を達成するための会計的裁量行動や実体的裁量行動が、将来のROAとCFOにマイナスの影響を与えること、実体的裁量行動よりも会計的裁量行動の方が将来業績への悪影響が大きいことを示している。また、アナリスト予想利益を達成したことに対する株式プレミアムが、会計的裁量行動をした企業よりも実体的裁量行動をした企業に対して大きいこと、実体的裁量行動をした企業と利益マネジメントをしていない企業の間で差はないことを示唆している。

以上、実体的裁量行動を包括的に捕捉する試みとして、合成尺度を作成した研究を概観した。合成尺度の作成には、複数の実体的裁量行動の総合的な影響を捕捉することができるという利点がある。ただ、問題点がないわけではない。第1に、どのタイプの実体的裁量行動が検証結果に影響を与えたのかが明らかにならない点である。この問題点については、Cohen et al. (2008) やGunny (2010) などのように、合成尺度のみならず、各行動の代理変数についても個別に検証

28) 使用されたモデルについては、第2節から第4節までを参照されたい。

を行うことで解消することができる。第2に、これまでの合成尺度では、各種の実体的裁量行動の影響を一律に扱っている点である。この問題点は、各異常水準を重み付してから加算する主成分分析などを行うことで緩和される可能性がある。

第3の問題点は、複数の実体的裁量行動が利益を増やす方向と利益を減らす方向で用いられた場合に生じる。このようなケースでは、Gunny (2005) などのように分位数の合計で合成尺度を作成すると、複数の実体的裁量行動による利益への影響がゼロになるような場合でも利益マネジメントが行われたように捕捉される可能性がある。逆にBartov and Cohen (2009) などのように異常水準を合計して合成尺度を作成すると、ある実体的裁量行動が実施されているにもかかわらず、異常水準が相殺されて、実施されたはずの実体的裁量行動が捉えられない可能性がある。この問題点の影響を軽減するには、検証課題に応じて分位数の合計と異常水準の合計を使い分けることが求められる。例えば、利益ベンチマーク達成行動を分析したいのであれば、利益への影響を捕捉できる異常水準の合計による合成尺度を使用し、実体的裁量行動の要因や経済的帰結を分析したいのであれば、1つの実体的裁量行動でも反映される分位数の合計による合成尺度を用いた方が適しているだろう。

なお表2を見ると、合成尺度に反映されている実体的裁量行動は営業活動の操作に関するものが多く、投資活動の操作に関しては資産売却の操作だけであり、財務活動の操作に関するものは確認できない。今後、投資活動や財務活動の操作の影響も反映した合成尺度の発展が望まれる。

(3) その他の包括的な尺度による捕捉

実体的裁量行動を代理するその他の包括的な尺度として、Bhojraj (2009, 2369) は研究開発費の削減、広告宣伝費の削減、及び利益増加的な会計発生高の調整を利益の質 (earnings quality) の指標として集約し、利益マネジメントの代理変数としている。具体的には、研究開発費の変化が中央値以上であれば1、それ以外は0とし (広告宣伝費も同様)、裁量的会計発生高が中央値以下であれば1、それ以外は0とし、それらを合計して利益の質の指標を作成している。そして、当該指標が2ないし3であれば利益マネジメントが相対的に行われていないため利益の質が高く、0であれば利益マネジメントが相対的に行われているため利益の質が低いとしている。分析の結果は、研究開発費の削減、広告宣伝費の削減、ないし裁量的会計発生高を利用してアナリスト予想利益を達成した企業が、利益マネジメントを行わずにアナリスト予想利益未達となった企業と比べて、短期的には高い異常リターンを示すが3年間の間に逆転されること、将来ROAがマイナスの影響を受けることを示唆している。

合成尺度を作成してはいないが、実体的裁量行動の全体的な影響の捕捉を考慮している研究にMatsuura (2008) がある。Matsuura (2008) は、営業キャッシュ・フローが売上収入や販売費及び一般管理費の支出など実体的裁量行動の影響を反映する項目で構成されていることから、営業キャッシュ・フローの異常水準を実体的裁量行動の包括的な尺度としている。そこでは、営業キャッシュ・フローの異常水準を推定するためにRoychowdhury (2006) による営業キャッシュ・

フローのモデルに当期ROAを加えた推定モデルが使用されている。分析の結果、実体的裁量行動の後に会計的裁量行動が意思決定されることが示唆された。また、利益平準化のために実体的裁量行動と会計的裁量行動が補完的に利用されたことと整合的な結果も得ている。

6 まとめと今後の課題

本論文では、実体的裁量行動に関して捕捉方法の観点から先行研究をレビューした。本節では、まとめと今後の課題について述べる。

初期の研究では、対象となる実体的裁量行動を反映する財務数値の水準や変化を利用して実体的裁量行動の有無が捕捉されていた。しかし、その後は推定モデルを利用して実体的裁量行動の程度を捕捉するという発展が見られた。特に、Roychowdhury (2006) が事業活動の異常水準によって実体的裁量行動を捕捉するモデルを提示して以降、当該モデルを用いた研究の蓄積が急速に高まってきたようである。さらに、Roychowdhury (2006) による推定モデルを修正した研究も存在した。修正モデルとしては、Roychowdhury (2006) によるモデルの独立変数にROAを加えたものや、モデルから異常水準を測定した後にパフォーマンス・マッチの手法を用いて業績調整済みの異常水準を算定する方法などがあった。

こうした実体的裁量行動の捕捉方法の発展は、会計発生高の中から裁量的会計発生高を捕捉する方法の発展と相通じるところがある。つまり、初期の研究における実体的裁量行動を反映する財務数値の水準による捕捉はHealy (1985) の総会計発生高による捕捉と符合し、実体的裁量行動を反映する財務数値の変化や前期の当該財務数値を利用した捕捉はランダム・ウォークを仮定したDeAngelo (1986) による裁量的会計発生高の捕捉と合致している。売上高の水準や変化をコントロールし、事業活動の異常水準によって実体的裁量行動を捕捉するRoychowdhury (2006) による推定モデルは、売上高の変化と償却性有形固定資産など経済環境の変動をコントロールし、会計発生高の異常水準によって裁量的会計発生高を捕捉したJones (1991) の推定モデルと相通じるところがある。また、独立変数にROAを加えた推定モデルや、パフォーマンス・マッチの手法を用いて異常水準を捕捉する背景には、Kothari et al. (2005) が裁量的会計発生高の推定においてROAをコントロールする必要性を主張したことがある。

以上のことから、実体的裁量行動を捕捉するモデルは、裁量的会計発生高を測定するモデルの発展に追随している部分があるとも言える。実体的裁量行動と裁量的会計発生高のモデルは、いずれも経営者の利益マネジメントを捕捉しようとするものであり、その意味で共通する部分も多いのであろう。したがって、実体的裁量行動を捕捉するモデルを発展させるためには、裁量的会計発生高の測定モデルの発展を注視していく必要がある。

ただ、実体的裁量行動は会計的裁量行動とは異なり、事業活動を通じた操作であるため、捕捉モデルにおいては事業活動に影響する要因をコントロールすることも求められよう。例えば、Berger (1993) に依拠したPerry and Grinaker (1994) による研究開発費のモデルは、投資に利用可能な内部資金、設備投資額、及び国民総生産などがコントロールされていた。したがって、

今後の展開としては、裁量的会計発生高の捕捉モデルの展開と事業活動に影響する要因の両方を考慮することが必要であろう。その意味で、Roychowdhury (2006) による製造原価のモデルに、経営者の需要予想や需要シフトなどを考慮した田澤 (2010)、あるいは株式時価総額の対数やトービンのQをコントロール変数に加えたGunny (2010) による推定モデルは一定の方向性を示していると思われる。

さらなる課題としては、捕捉された実体的裁量行動の中から、機会主義的な部分と効率的な部分を識別することが挙げられる。経営効率を高める目的で行われる効率的な実体的裁量行動と、経営者が自己の富を増やす目的で行う機会主義的な実体的裁量行動を区別することは重要である (岡部 1997)。本論文の中で、実体的裁量行動が将来業績に与える影響について、山口 (2009b) やCohen and Zarowin (2010) はマイナスの影響を示唆し、Gunny (2010) はプラスの影響を示唆し、Taylor and Xu (2011) は影響がないことを示唆している。これらの相反する結果は、現行のモデルで捕捉された実体的裁量行動には機会主義的な部分と効率的な部分が混在している、あるいはどちらかのみを暗黙のうちに捕捉していることを示唆する。したがって今後は、これらを明示的に識別するモデルを開発することが求められる。

参考文献

- 伊藤邦雄・会計政策研究会. 1992. 「会計政策の実態とインセンティブー鉄鋼業の実証分析を中心としてー」『商学研究』31: 169-293.
- 岩崎拓也. 2009. 「監査役会と取締役会の特徴が利益調整に与える影響」『六甲台論集ー経営学編ー』56 (1) : 77-105.
- 上野雄史. 2004. 「退職給付会計基準による実体的裁量行動」『商學論究』52 (2) : 85-99.
- 榎本正博. 1998. 「実証会計研究における会計発生高モデルの展開」『大阪大学経済学』48 (2) : 123-139.
- 岡部孝好. 1994a. 『会計報告の理論ー日本の会計の探求ー』森山書店.
- 岡部孝好. 1994b. 「会計情報のプーメラン効果と研究開発費」『JICPAジャーナル』470: 23-27.
- 岡部孝好. 1997. 「利害調整会計における意思決定コントロールの役割」『企業会計』49 (5) : 4-10.
- 岡部孝好. 2002. 「退職給付会計基準の適用における裁量行動の種類」『国民経済雑誌』185 (4) : 51-66.
- 岡部孝好. 2008. 「公表利益を歪める実体的裁量行動の識別と検出」『會計』174 (6) : 1-12.
- 乙政正太. 1997. 「日本企業の利益圧縮行動ービッグバスの実証分析に向けてー」『會計』151 (4) : 67-79.
- 乙政正太. 1999. 「会計ベースの経営者報酬と利益調整行動ー会計的裁量行動と実体的裁量行動の観点からー」『阪南論集ー社会科学編ー』35 (2): 123-136.
- 木村史彦. 2003. 「経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造ー研究開発投資水準の決定をめぐってー」『管理会計学』11 (1) : 43-55.
- 國村道雄. 2008. 「わが国自動車産業における利益平準化ー在庫回転期間とジャスト・イン・タイムー」『産業経理』68 (3) : 38-54.

- 小嶋宏文. 2004. 「研究開発費における裁量的調整行動の実証分析」『六甲台論集－経営学編－』50 (4) : 59-73.
- 小嶋宏文. 2005. 「経営者の業績予想と研究開発支出の調整による裁量行動」『会計』168 (6) : 919-927.
- 小嶋宏文. 2008. 「期待外利益の回避と研究開発支出の裁量的調整」『会計』174 (1) : 89-100.
- 須田一幸・花枝英樹. 2008. 「日本企業の財務報告－サーベイ調査による分析－」『証券アナリストジャーナル』46 (5) : 51-69.
- 田澤宗裕. 2010. 「棚卸資産を通じた報告利益管理－実体的操作と会計的操作の識別－」『現代ディスクロージャー研究』(10) : 21-44.
- 中内基博. 2007. 「日本の製造業における社長交代と企業競争力の関係性－事業再構築の観点から－」東洋大学経営力創成研究センター編『企業競争力の研究』中央経済社.
- 中村美保. 2008. 「包括利益と経営者の裁量」『会計』174 (1) : 75-88.
- 新美一正. 2009. 「わが国企業の実体的裁量行動に関する研究－期待外利益と研究開発・広告宣伝支出の実証分析」*Business & economic review* 19 (12) : 215-253.
- 野間幹晴. 2001. 「利益平準化の二つの方法と資本コストの関係－デリバティブと会計政策の相対的影響－」『一橋論叢』125 (5) : 527-544.
- 野間幹晴. 2009. 「研究開発投資とアナリスト・カバレッジ」*会計・監査ジャーナル* 21 (2) : 115-124.
- 古市峰子. 1998. 「負債のオフバランス化の条件について－デット・アサンプションを中心に－」『金融研究』17 (6) : 123-156.
- 峯岸正教. 2009. 『新しい管理会計論』泉文堂.
- 矢瀬敏彦. 2008. 「日本の銀行における裁量的会計行動の分析－BIS規制導入以降の銀行の行動－」*オイコノミカ* 45 (2) : 65-88.
- 山口朋泰. 2009a. 「利益ベンチマークの達成と実体的裁量行動」『研究年報経済学』69 (4) : 133-154.
- 山口朋泰. 2009b. 「機会主義的な実体的裁量行動が将来業績に与える影響」『会計プロGRESS』(10) : 117-137.
- 山口朋泰. 2011. 「実体的裁量行動の要因に関する実証分析」『管理会計学』19 (1) : 57-76.
- Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. N. Janakiraman. 2003. Are selling, general, and administrative costs “sticky”? *Journal of Accounting Research* 41 (1) : 47-63.
- Athanasakou, V., N. C. Strong, and M. Walker. 2011. The market reward for achieving analyst earnings expectations: Does managing expectations or earnings matter? *Journal of Business Finance & Accounting* 38 (1-2) : 58-94.
- Baber, W. R., P. M. Fairfield, and J. A. Haggard. 1991. The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development. *The Accounting Review* 66 (4) : 818-829.
- Bange, M. and W. De Bondt. 1998. R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance* 4 (2) : 153-184.
- Barton, J. 2001. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The*

- Accounting Review* 76 (1) : 1-26.
- Barton, J. and P. J. Simko. 2002. The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review* 77 (Supplement) : 1-27.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68 (4) : 840-855.
- Bartov, E. and D. A. Cohen. 2009. The “numbers game” in the pre-and post-Sarbanes-Oxley eras. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 24 (4) : 505-534.
- Bens, D. A., V. Nagar, and M. H. F. Wong. 2002. Real investment implications of employee stock option exercises. *Journal of Accounting Research* 40 (2) : 359-393.
- Bens, D. A., V. Nagar., D. J. Skinner, and M. H. F. Wong. 2003. Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3) : 51-90.
- Berger, P. G. 1993. Explicit and implicit tax effects of the R&D tax credit. *Journal of Accounting Research* 31 (2) : 131-171.
- Bernard V. L. and T. L. Stober. 1989. The Nature and amount of information reflected in cash flows and accruals. *The Accounting Review* 64 (4) : 624-652.
- Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M., McInnis, J., 2009. Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. *The Journal of Finance* 64 (5) : 2359-2386.
- Black, E. L., K. F. Sellers, and T. S. Manly. 1998. Earnings management using asset sales: An international study of countries allowing noncurrent asset revaluation. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (9-10) : 1287-1317.
- Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3) : 305-333.
- Butler, S. and H. Newman. 1989. Agency control mechanisms, effectiveness and decision making in an executive's final year with the firm. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145: 451-464.
- Chapman, C. J. 2008. The effects of real earnings management on the firm, its competitors and subsequent reporting period. Working paper.
- Chen, J., L. Rees, and K. Sivaramakrishnan. 2010. On the use of accounting vs. real earnings management to meet earnings expectations-a market analysis. Working paper.
- Cheng, S. 2004. R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review* 79 (2) : 305-328.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review* 83 (3) : 757-787.
- Cohen, D. A. and P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50 (1) : 2-19.
- Cohen, D. A, R. Mashruwala, and T. Zach. 2010. The use of advertising activities to meet earnings benchmarks: Evidence from monthly data. *Review of Accounting Studies* 15 (4) : 808-832.

- Comiskey, E. E. and C. W. Mulford. 1986. Investment decisions and the equity accounting standard. *The Accounting Review* 61 (3) : 519-525.
- DeAngelo, L. E. 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61 (3) : 400-420.
- Dechow, P. M. and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1) : 51-89.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25 (2) : 133-168.
- Demers, E. A. and C. Wang. 2010. The impact of CEO career concerns on accruals based and real earnings management. Working paper.
- Dhaliwal, D. S., M. Frankel, and R. Trezevant. 1994. The taxable and book income motivations for a LIFO layer liquidation. *Journal of Accounting Research* 32 (2) : 278-289.
- Foster, G. 1977. Quarterly accounting data: Time-series properties and predictive-ability results. *The Accounting Review* 52 (1) : 1-21.
- Ge, W. and J. B. Kim. 2010. Real earnings management and cost of debt. Working paper.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3) : 3-73.
- Gunny, K. 2005. What are the consequences of real earnings management? Working paper.
- Gunny, K. 2010. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research* 27 (3) : 855-888.
- Hand, J. 1989. Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? *The Accounting Review* 64 (4) : 587-623.
- Hand, J. P. J. Hughes, and S. E. Sefcik. 1990. Insubstance defeasances: Security price reactions and motivations. *Journal of Accounting and Economics* 13 (1) : 47-89.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (6) : 1251-1271.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3) : 85-107.
- Heckman, J.J., 1976. The common structure of statistical models of truncation, sample selection and limited dependent variables and a simple estimator. *Annals of Economic and Social Measures* 5 : 475.
- Herrmann, T., T. Inoue, and W.B. Thomas. 2003. The sale of assets to manage earnings in Japan. *Journal of Accounting Research* 41 (1) : 89-108.
- Hribar, P., N. T. Jenkins, and W. B. Johnson. 2006. Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics* 41 (1-2) : 3-27.
- Hunt, A., S. E. Moyer, and T. Shevlin. 1996. Managing interacting accounting measures to meet multiple

- objectives: A study of LIFO firms. *Journal of Accounting and Economics* 21 (3) : 339-374.
- Jackson, S. J. and W. E. Wilcox. 2000. Do managers grant sales price reductions to avoid losses and declines in earnings and sales? *Quarterly Journal of Business and Economics* 39 (4) : 3-20.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2) : 193-228.
- Kim, B. H., L. Lei, and M. Pevzner. 2011. Debt covenant slack and real earnings management. Working paper.
- Kim, J. B. and B. C. Sohn. 2009. Real versus accrual-based earnings management and implied cost of equity capital. Working paper.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1) : 163-197.
- Leggett, D., L. M. Parsons, and A. L. Reitenga. 2010. Real earnings management and subsequent operating performance. Working paper.
- Lin, S., S. Radhakrishnan, and L. N. Su. 2006. Earnings management and guidance for meeting or beating analysts' earnings forecasts. Working paper.
- Marquardt, C. A. and C. I. Wiedman. 2005. Earnings management through transaction structuring: Contingent convertible debt and diluted earnings per share. *Journal of Accounting Research* 43 (2) : 205-243.
- Matsuura, S. 2008. On the relation between real earnings management and accounting earnings management: income smoothing perspective. *Journal of International Business Research* 7 (3) : 63-77.
- Mizik, N. and R. Jacobson. 2007. Myopic marketing management: Evidence of the phenomenon and its long-term performance consequences in the SEO context. *Marketing Science* 26 (3) : 361-379.
- Osma, B. G. 2008. Board independence and real earnings management: The case of R&D expenditure. *Corporate Governance* 16 (2) : 116-131.
- Osma, B. G. and S. Young. 2009. R&D expenditure and earnings targets. *European Accounting Review* 18 (1) : 7-32.
- Pan, K. C. 2009. Japanese firms' real activities earnings management to avoid losses. *The Journal of Management Accounting, Japan* 17 (1) : 3-23.
- Perry, S. and R. Grinaker. 1994. Earnings expectations and discretionary research and development spending. *Accounting Horizons* 8 (4) : 43-51.
- Pincus, M. and S. Rajgopal. 2002. The interaction between accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review* 77 (1) : 127-160.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3) : 335-370.
- Szczesny, A., A. Lenk, and T. Huang. 2008. Substitution, availability and preferences in earnings

- management: empirical evidence from China. *Review of Managerial Science* 2 (2) :129-160.
- Taylor, G. K. and R. Z. Xu. 2010. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance. *Research in Accounting Regulation* 22 (2) : 128-132.
- Wang, S. and J. D'Souza. 2006. Earnings management: The effect of accounting flexibility on R&D investment choices. Working paper.
- Wells, P. A. 2002. Earnings management surrounding CEO changes. *Accounting and Finance* 42: 169-193.
- Xu, R. Z., G. K. Taylor, and M. T. Dugan. 2007. Review of real earnings management literature. *Journal of Accounting Literature* 26:195-228.
- Xu, R. Z. and G. K. Taylor. 2007. Economic cost of earnings management through stock repurchases. Working paper.
- Zang, A. 2011. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review* (forthcoming).

〈付記〉本論文は筆者が2010年11月に東北大学大学院経済学研究科に提出した博士論文「日本企業の実体的裁量行動に関する実証分析」に含まれる「先行研究のレビュー」を踏まえながら、最新の研究成果を加え、新たな視点から論究したものである。

固定収益会計における差異分析の体系とその課題

松岡孝介

固定収益会計は、関係性マーケティング戦略の実行を促すマネジメント・コントロール・システムである。本研究では、固定収益会計における中核概念である顧客関係性に基づく顧客セグメントとして新規客、固定客、非固定客、離反客があることを示す。次に、それらの顧客セグメントごとに財務データを集計することにより把握される財務業績として収益性、成長性、安定性があり、それぞれの測定のために顧客セグメント別損益計算書、Bathtub Model、顧客セグメント別キャッシュ・フロー計算書という技法が役に立つことを述べる。さらに、それらの技法のうち顧客セグメント別損益計算書およびBathtub Modelを用いた差異分析の体系について検討する。最後に、固定収益会計における差異分析の今後の研究課題として、利速会計との関係、責任会計との関係、非財務指標の差異分析方法の3つが考えうることを論じる。

Key Words: 固定収益会計, 顧客関係性, 差異分析, Bathtub Model

1. はじめに

関係性マーケティングの重要性が指摘されるようになってから久しい。関係性マーケティングにかかわる諸研究は、1980年前後に隆盛してきたスカンジナビア諸国におけるビジネス・マーケティング研究および北欧とイギリスを中心とするサービス・マーケティング研究に源流がある(南 2005, p. 7)。

1990年代以降、この概念はさらに注目を集めるようになった。この当時に関係性概念が注目を集めるようになった背景として、嶋口(1994)は次の7つを挙げている。①企業を取り巻く環境全体が複雑かつ不透明になったこと、②二割程度の顧客で八割近い売上が構成することが多いこと、③商品が高度化しシステム化したものが増えた結果として、企業が顧客と継続的・長期的に関係を持たざるを得なくなっていること、④関係性を構築しうるインフラストラクチャーが発達した情報技術が進展したこと、⑤社会変化の早さにつれ、商品ライフサイクルが短縮化していること、⑥サービス商品が増大してきたこと、⑦売り手と買い手の境界は一律に規定しえないところがあり(たとえば、卸売業者は買い手であると同時に売り手である)、関係概念でとらえる方が包括的マーケティング行動の説明に適切となる場合が多くなっていること。

このような状況を認識している企業は、顧客との関係性を構築することを狙いとした戦略(以下、関係性マーケティング戦略)を立案することになるだろう¹⁾。しかしながら、企業が関係性マー

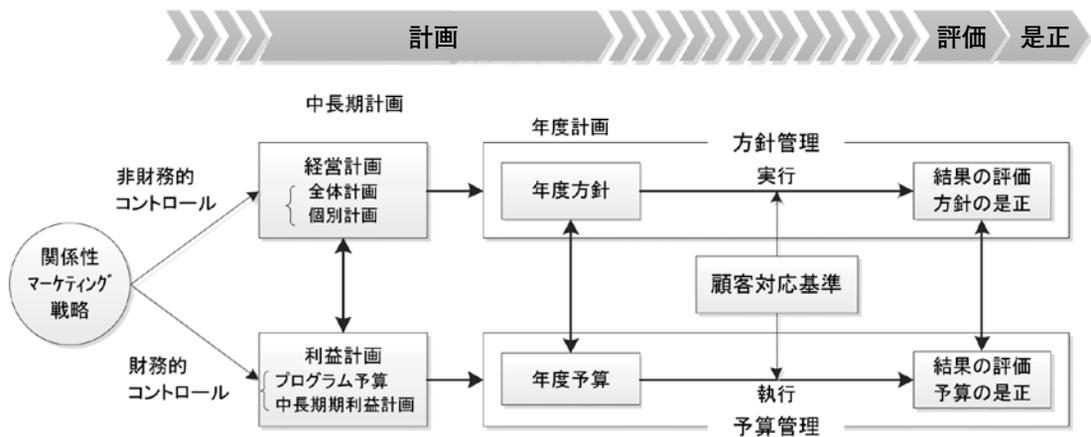
1) 関係性マーケティングの狙いは、「取引を開始し維持するために主要な関係者—顧客、供給業者、流通業者、その他のマーケティング・パートナー—と相互に満足のいく長期的な関係を築くことである」(Kotler and Keller 2006, 邦訳 p.22)。このように、関係性マーケティングにおいては顧客との関係性だけが対象とされるわけではない。しかし、本稿では顧客との関係性に焦点を絞って議論を進めていく。

ケティング戦略を立案するようになったとしても、その実行を促すためのマネジメント・コントロール・システムがそれに適した形式になっていなければ、その戦略の実行はおぼつかないものとなってしまいうだろう。

そのような背景を受けて考案されたマネジメント・コントロール・システムが、固定収益会計である。その特徴は、顧客を関係性の強さにもとづいてセグメントを分けることで、顧客関係性が財務業績に及ぼす影響を把握しようとしていることである。具体的には、企業との取引を始めたばかりの顧客は「新規客」、その後企業と強い関係性を持つようになった顧客は「固定客」、弱い関係性しか持たない顧客は「非固定客」、関係性を持たなくなった顧客は「離反客」というようにセグメントを分ける。そして、これらのセグメントごとに利益やキャッシュ・フローなどの財務情報や、顧客満足度やロイヤルティといった非財務情報を表示する。

固定収益会計を前提にしたマネジメント・コントロール・システムのフレームワークは図表1の通りである。この内容は固定収益会計の発案者である鈴木研一教授によるマネジメント・コントロール・システムに関わる著作（特に鈴木 2006；鈴木・佐々木 2005a, b, c）にもとづいている。

図表1 固定収益会計のフレームワーク



出典：鈴木（2006, p. 116）にもとづいて作成。

このフレームワークは、方針管理と予算管理の両方において評価・是正のプロセスが示されている。評価・是正を効果的に行うためには差異分析が欠かせない。本研究では、特に予算管理における評価・是正のために必要な差異分析に焦点を絞り、固定収益会計における差異分析の体系を整理し、今後検討すべき課題を示す。

本稿の構成は次のとおりである。まず、第2節と第3節では、先行研究にもとづいて、固定収益会計における中核概念である関係性に基づく顧客セグメンテーションと、それにより把握される財務業績について整理する。第4節から第6節では、固定収益会計における差異分析の体系について検討する。最後に、固定収益会計における差異分析にかかわる今後の研究課題を示す。

2. 固定収益会計における顧客セグメント

企業と顧客との関係性は人間関係によく似ている。2人の人間が出会い、仲良くなったりならなかったりして、いずれ別れが訪れる。企業と顧客との取引関係も同様に、企業と顧客とが最初の取引を行い、頻繁な取引を行うようになっていたりならなかったりして、いずれ取引を行わなくなる。固定収益会計においては、先述のように、このような顧客関係性の移り変わりにもとづいて顧客を新規客、固定客、非固定客、および離反客に分ける。

2.1. 新規客

新規客とは、「一定の会計期間の中で新たに取引が始まった顧客」である。一定の会計期間という条件をつけている理由は、顧客の中に昔取引のあった人々、いわば出戻り客がいるからである。出戻り客をすべて新規客とするのが適当な場合もあるし、一定期間、たとえば2期間以上取引がなかった出戻り客を新規客とするのが適当な場合もあるだろう。

2.2. 固定客と非固定客

新規客のなかには、最初の取引の後、一定の取引関係を継続する蓋然性の高い人もいればそうでない人々もいる。固定収益会計では前者を固定客、後者を非固定客と分類し、特に固定客から得られた収益を固定収益と呼んでその他の顧客セグメントから得られる収益とは区別する。

ここで、「一定の取引関係」とは、企業のマーケティング戦略の意図にしたがった関係をさしている。それは、何らかの取引結果によって測定できると考えられる。鈴木（2008）は2006年に社会人院生8名に対して聞き取り調査を行い、取引結果をあらわす指標として取引回数、取引金額、取引期間などが挙げられたと述べている（図表2）。これらの取引結果が一定の水準を超えた顧客は、その取引関係を継続する蓋然性が高い「固定客」とみなされることとなる。なお、こ

図表2 顧客との取引関係を識別する指標についての聞き取り調査結果

業種	売上高	主要顧客	顧客関係性を高めたい顧客の識別尺度	尺度の分類				
				取引回数	取引金額	取引期間	その他	
サービス	消耗品卸	20億円	ホテル	5年・年間120万円以上 主要5商品系列全ての購買		√	√	
	食品卸・販売	18億円	小売店	掛売り ※取引金額と取引期間に基づく		√	√	
	人材派遣	2億円	小規模事業者	社長判断				√
非サービス	洋服製造	400億円	小売店	取引継続期間			√	
	業務用ソフトウェア開発	100億円	企業の 経理部門	地域営業責任者の判断				√
	治具製造	5億円	部品製造会社	年間取引回数9回以上	√			
	部品製造	720億円	自動車部品 製造会社	3年間で10億円以上の売上		√	√	
	医薬品製造	2,000億円	病院	5年以上の取引			√	

出典：鈴木（2008, p. 97）

の聞き取り調査はサンプルに作為性があり、サンプル数も8つと少ないので一般化はできないことには注意しておきたい。

2.3. 離反客

離反客とは、「一定の会計期間の中で取引がなくなった顧客」である。一定の会計期間と条件づける理由は、当期に取引がないとしても、将来、取引が復活する出戻り客がいるかである。当期に取引がなかった顧客をすべて離反客とするのが適当な場合もあるし、一定期間、たとえば2期間取引以上がなかった顧客を離反客とするのが適当な場合もあるだろう。どのような基準を設けるにしても出戻り客をどのように位置づけるかを決めなければならない。

2.4. 記名式取引データ

ここで、顧客を上述のような顧客セグメントに分けるための条件について付け加えておきたい。顧客をその取引関係にもとづいて区分するためには、記名式の取引データが必要である。つまり、固定収益会計は記名式取引データがなければ実施することができない。

このことについて鈴木（2008）は、記名式取引データの入手可能性は取引形態によって大きく異なると述べ、企業間（BtoB）取引と企業消費者間（BtoC）取引とに分けて説明している。まず、企業間取引では、取引は顧客に紐付けて記録されているため、多くの場合記名式取引データは入手しやすいだろうと述べている。次に、企業消費者間取引では記名式取引データを入手しやすい業種とそうでない業種とがあり、たとえば、航空旅客、宿泊、医療、通信、通販などの業種では記名取引が前提となっている一方で、小売業や飲食業は一般的に無記名取引であると説明している。ただし、小売業や飲食業においてもFMP（frequency marketing program）を実施していれば主要な顧客の記名式取引データを収集できると付け加えている。

3. 固定収益会計により把握される財務業績

固定収益会計を用いれば、新規客、固定客、非固定客、離反客という顧客セグメントの構成やそれぞれの顧客セグメントにおける顧客数や顧客あたり売上高などを測定することをとおして、顧客との取引関係が財務業績にどのような影響を及ぼすのかを把握できる。これまでの研究によれば、収益性、成長性、安定性という財務業績に及ぼす影響を把握できる可能性が示唆されている。

3.1. 収益性

固定客は非固定客よりも収益性が高いと考えられる。鈴木（2007）は、このことを小売業へ固定収益会計を導入した事例研究により明らかにしている。

この小売業はハウスカードを発行しており、過去の取引実績が高いほど大きなポイント付与率を得られる制度を実施している。この事例では過去2年間の取引回数にもとづいて固定客と非固定客を分けており、2年連続で低い取引回数を示したセグメントは非固定客I（友達）、前年度

は低かったものの当年度に高くなったセグメントは固定客Ⅰ（恋人）、2年連続で高かったセグメントは固定客Ⅱ（ファミリー）、前年度は高かったものの当年度に低くなったセグメントは非固定客Ⅱ（元カレ・カノ）と定義されている。友達、恋人、ファミリー、および元カレ・カノという表現は、人間関係の変化になぞらえて実際にこの小売業において利用された呼称である。

図表3 小売業における損益計算書²⁾

〇〇店 2004.4.1-2005.3.31		計	非固定客Ⅰ (友達)	固定客Ⅰ (恋人)	固定客Ⅱ (ファミリー)	非固定客Ⅱ (元カレ・カノ)
売上高	売場A(商品系列A)	304,000	15,000	227,000	45,000	17,000
	売場B(商品系列B)	897,000	52,000	640,000	145,000	60,000
	・・・					
	計	5,299,000	503,000	4,110,000	206,000	480,000
変動費	商品原価	3,322,000	312,000	2,585,000	127,000	298,000
	ポイント還元	489,000	28,000	413,000	14,000	34,000
	計	3,811,000	340,000	2,998,000	141,000	332,000
限界利益		1,488,000	163,000	1,112,000	65,000	148,000
個別固定費	会報・DM費	19,000	10,000	6,000	2,000	1,000
	会員サービス費など	75,000	37,000	24,000	8,000	6,000
	計	94,000	47,000	30,000	10,000	7,000
貢献利益		1,394,000	116,000	1,082,000	55,000	141,000

出典：鈴木（2007, p. 222）を一部修正。

図表3は、上述の顧客セグメント別にもとづいて作成した損益計算書である。これを見ると、固定客Ⅱの売上高および貢献利益額は全体の8割程度を占めることが分かる。図表3には示されていないが、固定客Ⅱの人数は3割程度に過ぎなかったため、彼らの貢献利益額はその他のセグメントに分類される人々に比べて相当に大きいことが分かる。

また、図表3からは固定客Ⅱは売上高に対する貢献利益の割合も高いことが分かる。単純に考えれば、ポイント付与率は固定客Ⅱよりも変動客Ⅰの方が高くなるため前者は後者よりも貢献利益率が低いはずである。しかし、たしかに売上高からポイント還元を含む変動費を差し引いた限界利益の対売上高比率については5ポイント低くなっているが、限界利益から個別固定費を差し引いた貢献利益の対売上高比率についてみると3ポイント高くなっている。このようなことが生じるのは、固定客Ⅱは売上高に対する個別固定費の割合が低くなるためである。

3.2. 成長性

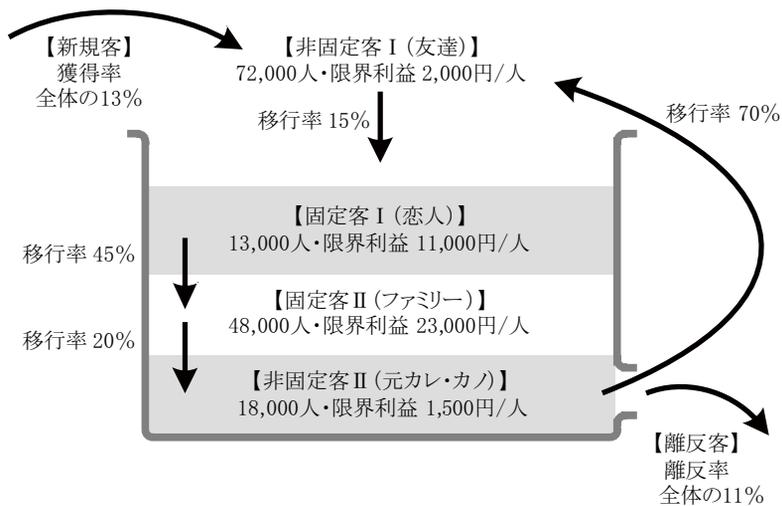
上述のように固定客は収益性が高いので、顧客に占める固定客比率を高めることのできる企業は成長を果たすことができるだろう。しかし、そもそも顧客の総数が増えなければ、固定客比率を高めることが成長性に及ぼす影響は短期的なものとなるだろう。中長期的な観点に立てば、新規客を増やし離反客を減らす、すなわち顧客数それ自体を増やしていくことが重要となってくる。

2) この損益計算書では新規客と離反客が省略されている。

鈴木（2007）は、これらのことを同じ小売業の事例によって説明している。

同社では、図表4に示すBathtub Modelを作成しこのことを検討した。Bathtub Modelとは、顧客の獲得率や離反率によって顧客数の変化を、顧客セグメント間の移行率によって顧客構成の変化の様子を描写するモデルであり、このモデルを通して顧客の獲得率、移行率、離反率の変動が将来の限界利益の推移にどのような影響を及ぼすのかを検討できる³⁾。検討の結果、限界利益を増加させるための方向性として、短期的には固定客Ⅱから非固定客Ⅱへの移行率を引き下げることが効果的であるものの、中期的には新規客の獲得率を改善することの方が効果的であることが明らかとなった。

図表4 小売業におけるBathtub Model⁴⁾



出典：鈴木（2007, p. 223）を一部修正。

3.3. 安定性

先に定義したように、固定客は取引関係の継続性が高い顧客である。そのため、顧客数に占める固定客の比率が高まれば、言い換えれば収益に占める固定収益の比率が高まれば収益の安定性も高まる可能性がある。鈴木・松本・松岡（2006）は、このような想定が成り立ちうるかどうかについて、レストランチェーンのデータを用いた重回帰分析と、モンテカルロ・シミュレーションを用いた実験によって検討している。

レストランチェーンにおける重回帰分析では、傘下にある各レストランを対象にして、固定客比率が限界利益の変動係数を抑制する効果があるかどうかを検証し、実際にそのような効果があ

3) Bathtub Modelの作成に当たっては、図表3の損益計算書を作成するためのデータとは別にデータを抽出した。このデータでは、新規客と離反客の人数も把握できている。

4) 図表4では主要なルートのみ描いてある。たとえば、固定客Ⅱと非固定客Ⅰとの間の移行状況については省略している。

りうる事が明らかとなった。

固定客の比率が高まることによって収益や限界利益の変動が抑えられるとすれば、将来獲得されると期待される収益や限界利益の分布も狭い範囲に収まるはずである。もし収益や限界利益がすべて現金により得られると仮定すれば、将来における収益や限界利益に対応するキャッシュフローの現在価値の分布も狭い範囲に収まることになる。このことは、モンテカルロ・シミュレーションによって検討された。モンテカルロ・シミュレーションでは、キャッシュフローの標準偏差が低いケース（5%）と高いケース（30%）とで、5期後の現在価値の分布がどのように異なるのかを調べた。その結果、標準偏差が低いケースの現在価値の99%の確率範囲は、そうでないケースの5分の1程度の幅しかないことが明らかとなった。

鈴木・松本・松岡（2006）は、さらに数理モデルによる考察も行っている。そこでは、固定客がキャッシュフローの安定性に貢献するならば、固定客比率を増やすことによって資本コストが低減されるので、企業価値に大きな正の影響をおよぼすことが示されている。

このような示唆に基づいて、鈴木（2008）は図表5のような営業キャッシュ・フロー計算書を提案している。この計算書は、固定客比率を高めることによって収益や限界利益に対応するキャッシュ・フローが安定化するとすれば、さらに固定費、非現金取引、運転資本増減などの項目を加算減算することで営業キャッシュフローの安定性をも測定できるという考えにもとづいている。

図表5 営業キャッシュフロー計算書

	計	新規客	固定客	非固定客	離反客
売上高					
変動費					
顧客セグメント個別固定費					
顧客セグメント貢献利益					
非現金取引調整					
運転資本増減					
税金					
顧客セグメント・キャッシュフロー					
顧客セグメント共通固定費					
非現金取引調整					
営業キャッシュフロー					

出典：鈴木（2008, p. 103）を一部修正

残念ながら、この計算書はまだ事例による検討がなされていない。この計算書の実務的な有用性については、今後の研究の進展を待つこととしたい。

3.4. 固定収益会計における差異分析の必要性

ここまで、固定収益会計では顧客を関係性の強さにもとづいてセグメント分けし、そのセグメントごとに会計情報を集計することによって顧客関係性が収益性、成長性、安定性に及ぼす影響

を把握しうることを説明した。また、そうした財務業績を把握するための技法として顧客セグメント別損益計算書、Bathtub Model、顧客セグメント別キャッシュ・フロー計算書があることを説明した。したがって、ここまで説明した各種の技法を用いれば、顧客関係性の構築をとおした財務的な計画を立てることができ、また計画と実績との差異を計算することにより評価・是正のサイクルを回していくことが可能となる。そして、評価・是正の段階では、差異分析を行うことにより計画を達成できなかった原因をより詳細に把握でき、より適切な是正活動へと結びつけられるようになると考えられる。

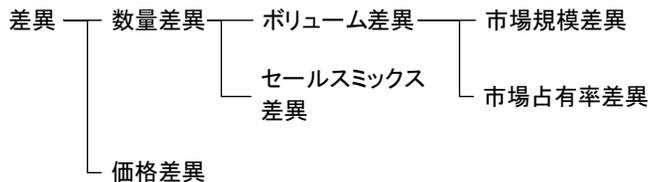
そこで次節では、これらの技法のうち顧客セグメント別損益計算書を用いた差異分析について検討していく。

4. 顧客セグメント別損益計算書を用いた差異分析

4.1. 一般的な差異分析の体系

固定収益会計における差異分析を検討するために、まずは一般的な差異分析の体系について検討しておきたい。今日においてもっとも一般的と思われる差異分析の体系は、Backer and Jacobsen (1964) によって示された(図表6)。この体系の利点は、ボリューム差異が市場占有率差異という管理可能な部分と市場規模差異という管理不能な部分とに分割できる点にある(*Ibid.*, p.491)。

図表6 一般的な差異分析の体系



出典：Backer and Jacobsen (1964, p. 491) にもとづいて作成

その後、差異分析の体系にかかわる研究の中心課題は、セールスマックス差異に移っていった。たとえば、Chumachenko (1968), Malcom (1978), Peles (1986), Bastable and Bao (1988), Govindarajan and Shank (1989)⁵⁾がある。しかしながら、これらの研究はセールスマックス差異の計算方法や解釈の仕方について検討したものであり、図表6の体系に根本的な修正を加えようとしたものではない。1960年代に示された体系に根本的な修正がくわえられなかったという事実は、一般的な差異分析の体系はそれだけ完成度が高いものであることを示しているといっ

しかしながら、この体系は固定収益会計の狙いに照らしてみると、満足できるものではない。

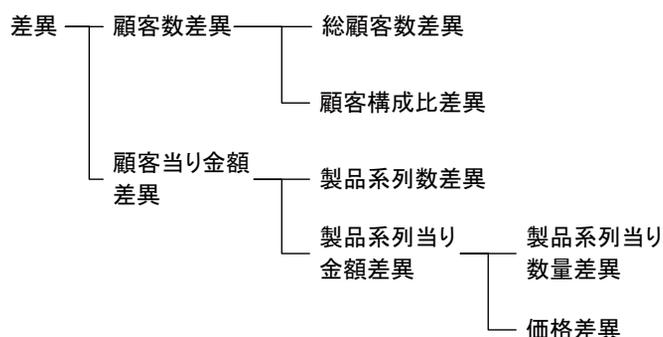
5) 彼らは、数量差異から直接的に市場占有率差異と市場規模差異とに展開するケースを示した。

固定収益会計は顧客関係性を構築するための活動を促すことを狙いとしている。したがって、そこにおける差異分析は、顧客関係性の変化が財務業務に及ぼした影響を適切に表現することのできる形式であることが望ましい。そのような差異分析は、固定収益会計がそうであるように、記名式取引データを用いることが前提となるだろう。しかしながら、一般的な差異分析の体系は、製品の販売数量と販売価格とに差異を分解するという形式をとっており、そのようなデータを用いることが前提となっていない。したがって、一般的な差異分析は顧客関係性の変化が財務業績に及ぼした影響を十分に表現することはできていない。

4.2. 顧客関係性差異分析の体系

松岡・鈴木（2008）は、上述のような問題意識のもと、記名式データの利用を前提とした差異分析の体系を検討した。そこで示された体系は図表7のとおりである。この体系を松岡・鈴木（2008）は顧客関係性差異分析と呼んでいる。

図表7 顧客関係性差異分析の体系



出典：松岡・鈴木（2008, p. 88）を一部修正

顧客関係性差異分析では、まず、差異を顧客数によって「顧客数差異」と「顧客当り金額差異」とに展開する。

次に、顧客数はすべての顧客数（総顧客数）と顧客セグメント別の顧客数の割合（顧客構成比）の積である。この関係を利用して、「顧客数差異」を「総顧客数差異」と「顧客構成比差異」とに展開する。前者は顧客の量的な変化による差異であり、後者は顧客の質的な変化による差異と位置づけられる。

さらに、顧客当り金額は顧客が購買した製品系列数と製品系列当り金額との積である。この関係を利用して、「顧客当り金額差異」を「製品系列数差異」と「製品系列当り金額差異」とに展開する。このうち、製品系列数は顧客が何種類の製品を購入したかを表しているため、製品系列数差異は顧客の製品選好の変化による差異と位置づけられる。

最後に、製品系列当り金額は顧客が購買した製品系列当り数量と価格との積である。この関係

を利用して、製品系列当り金額を「製品系列当り数量差異」と「製品系列当り価格差異」とに展開する。このうち、製品系列当り数量差異は顧客の購買数量の変化による差異と位置づけられる。

4.3. 一般的な差異分析との関係

前述のように、一般的な差異分析において差異はまず数量差異と価格差異とに展開される。そして、これらの差異のうち数量差異は、顧客関係性差異分析における総顧客数差異、顧客構成比差異、製品系列数差異、および製品系列当り数量差異の合計額に等しいという対応関係がある。数量差異が総顧客数差異、顧客構成比差異、製品系列数差異、および製品系列当り数量差異の合計額に等しいことは、数量が次のように表現できることから明らかとなる。

$$\begin{aligned} \text{数量} &= \text{総顧客数} \times (\text{顧客数} / \text{総顧客数}) \times (\text{延べ製品系列数} / \text{顧客数}) \times (\text{数量} / \text{延べ製品系列数}) \\ &= \text{総顧客数} \times \text{顧客構成比} \times \text{製品系列数} \times \text{製品系列当り数量} \end{aligned}$$

この対応関係は、前節で示した顧客関係性差異分析の差異展開フレームワークが、一般的な差異分析における数量差異を顧客の量的変化、質的变化、および製品選好の変化といった顧客関係性にかかわる視点から分析できるという特長をもつことを意味している。

4.4. 事例研究

顧客関係性差異分析の体系は、従来の一般的な差異分析に比べてマーケティング活動の実行結果の評価・是正に役立つと考えられる。松岡・鈴木（2008）はこのことを、ホテル業A社における事例研究により検討した。図表8はA社における顧客セグメントであり、図表9はこのセグメントにもとづいて顧客関係性差異分析を適用した結果である。

まず総顧客数差異と顧客構成比差異を見ると、前者は562百万円（有利）、後者は45百万円（不利）であった。つまり、顧客が増えることにより売り上げ増加がもたらされた一方で、顧客の質が悪化していた。この結果を受けて、A社は顧客の質の向上を重点目標として掲げた。

次に製品系列数差異（顧客が利用したホテル数差異）は355百万円（不利）であり、顧客が利用するホテル数の減少が売上高を減少させていることが明らかとなった。この不利差異のうち、124百万円（不利）は重要顧客セグメントである固定客Ⅱにおいて起きていることを、A社はブランド・ロイヤルティの弱体化の兆しであると解釈した。この弱体化を食い止めるために固定客Ⅱに対するFMP（frequency marketing program）の見直しをすることと全社的な観点から顧客政策を実行するため責任担当部署の設置に向けて検討することが決定された。

この導入事例研究は、顧客関係性差異分析が具体的マーケティング意思決定につながる可能性を持つことを示唆していると考えられる。

図表 8 2007年時点におけるA社の顧客セグメント⁶⁾

顧客セグメント	年間の利用回数
固定客 I	12回
固定客 II	6-11回
非固定客	1-5回

出典：松岡・鈴木（2008, p.91）を一部修正

図表 9 ホテル業A社における顧客関係性差異分析の結果⁷⁾

売上高(百万円)		計	固定客 I	固定客 II	非固定客	
	当期売上	10,000	4,000	3,400	2,600	
売上高差異	顧客数	800	200	300	300	
	総顧客数差異	517	-25	283	259	
	顧客構成比差異	562	210	198	154	
	顧客構成比差異	-45	-235	85	105	
	顧客当り売上高差異	-226	94	-161	-159	
	ホテル数差異	-355	-74	-124	-157	
	ホテル当り売上高差異	129	168	-37	-2	
	その他調整	509	131	178	200	
		前期売上	9,200	3,800	3,100	2,300

出典：松岡・鈴木（2008, p.94）を一部修正

5. Bathtub Modelにもとづく差異分析の体系

5.1. 顧客数差異の獲得差異，離反差異，移行差異への展開

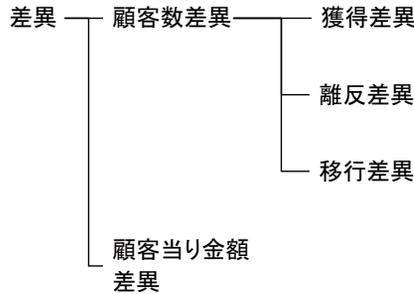
上述のように，顧客関係性差異分析には一定の有用性があるものの，顧客数差異の展開方法には検討の余地があると考えられる。具体的には，総顧客数差異は全体として顧客がどの程度増減したかは表現できているものの，それが新規客の増加によるものなのか，離反客の減少によるものなのかは分からない。また，顧客構成比差異は固定客比率の増減はわかるものの，それが非固定客を固定客へと育成することに成功したためなのか，固定客が非固定客へと衰退することを防いだためなのかは分からない。

6) 2007年時点では，A社は新規客及び離反客のセグメントを設定していなかった。

7) 図表9における「その他調整」とは，新規ホテル差異およびその他前年対比不能差異である。これらは，2005年度あるいは2006年度の実績がなかったために，前年対比の差異を計算できなかった部分である。新規ホテル差異は，2006年度に開業したホテルの売上高である。一方，その他前年対比不能差異とは，改修工事などによって2005年度および2006年度の実績が存在しないホテルの売上高である。これらの差異は，本稿の考察には直接的にかかわらないため省略する。

顧客数差異を、顧客関係性の変化をより詳細に表せるような形式に展開するためには、Bathtub Modelにおける獲得率、離反率、移行率という指標を用いることが有用であると考えられる。Bathtub Modelはこれらの指標を用いて総顧客数の増減や固定客と非変動客の人数の増減を表現する。したがって、これらの指標を用いることにより顧客数差異は獲得差異、離反差異、移行差異⁸⁾へと表現しなおすことができる(図表10)。

図表10 Bathtub Modelを用いた差異分析の体系



5.2. 獲得差異、離反差異、移行差異の計算方法

獲得差異、離反差異、移行差異の計算方法を示すのに先立って、顧客の獲得率や離反率、移行率を次のように定義しておく。顧客の獲得率とは、前期末におけるすべての顧客数に対する当期の新規客数の比率である。t期の獲得率は次のように定義される。

$$\text{獲得率}_t = \text{新規客数}_t / \text{総顧客数}_{t-1}$$

ここで、添字tはt期をあらわしている。

顧客の離反率とは、各顧客セグメントのうち当期に離反客となった顧客数の比率である。t期の離反率は次のように定義される。

$$\text{離反率}_{i,t} = \text{離反客数}_{i,t} / \text{顧客数}_{i,t-1}$$

ここで、添字iは移行する前の顧客セグメントn個のうちi番目であることを示している。なお、離反率は顧客数の減少を意味するので負値で示される。詳細は後述の計算例を参照されたい。また、実際にはt期の新規客がt期のうちに離反することがあるが⁹⁾、以下では説明を簡単にするために、t期の新規客はt期のうちに離反しないと仮定する。

8) 移行差異は非固定客が固定客へと育成されることによる差異と、固定客が非固定客へと衰退することによる差異の合計額である。移行差異の内訳をみることによって、育成による移行差異と衰退による移行差異を把握することができる。

9) たとえば、会員割引を実施している企業において、入会金および初年度年会費が無料だが2年目からは年会費が有料になるといった場合には、新規顧客が当期のうちに離反しやすくなると考えられる。

顧客セグメント間の移行率とは、前期の新規客、固定客、変動客のうち、当期の固定客あるいは変動客に移行した顧客数の比率であり、次のように定義される。

$$\text{移行率}_{ij,t} = \text{顧客数}_{ij,t} / (\text{顧客数}_{i,t-1} - \text{離反客数}_{i,t})$$

ここで、添字jは移行した後の顧客セグメントm個のうちj番目であることを示している。顧客数 $_{ij,t}$ はt期に顧客セグメントiから顧客セグメントjへと移行した人数をあらわしており、移行率 $_{ij,t}$ はt期における顧客セグメントiから顧客セグメントjへの移行率である。

これらの変化率を用いて獲得差異、離反差異、移行差異を計算できる。まず、獲得差異とは当期新規客から獲得された金額であり、次のように定義される。

$$\text{獲得差異} = \text{総顧客数}_{t-1} \times \text{獲得率}_t \times \text{新規客の顧客当り単価}_{t-1}$$

なお、獲得率は必ず正の値をとるので、獲得差異は必ず有利差異である。

離反差異とは当期の離反が離反しなければ獲得された金額を各顧客セグメントについて合計したものであり、次のように定義される。

$$\text{離反差異} = \sum_{i=1}^n [\text{顧客数}_{i,t-1} \times \text{離反率}_{i,t} \times \text{顧客当り金額}_{i,t-1}]$$

なお、離反率は負値なので、離反差異は必ず不利差異となる。

移行差異とは顧客の顧客セグメント間の移行によって増減した金額を移行前および移行後のすべての顧客セグメントについて合計したものであり、次のように定義される。

$$\text{移行差異} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m [(\text{顧客数}_{i,t-1} - \text{離反客数}_{i,t}) \times \text{移行率}_{ij,t} \times \text{顧客当り金額}_{j,t-1}]$$

なお、移行率にはより収益性の高いセグメントへの移行もあればそうでない移行もあるので、有利差異にも不利差異にもなりえる。

5.3. 顧客関係性差異分析との関係

Bathtub Modelを用いた差異分析と顧客関係性差異分析は、どちらも顧客数差異を展開することにより顧客の量的変化および質的变化が財務に及ぼした影響を把握できる点で共通している。松岡・鈴木（2008）の差異展開では顧客数差異は総顧客数差異と顧客構成比差異とに分解されるが、顧客の量的な変化の影響は前者により、顧客の質的な変化による影響は後者により把握できる。一方、Bathtub Modelを用いた差異展開では顧客数差異は獲得差異、離反差異、移行差異に分解されるが、顧客の量的な変化は獲得差異および離反差異により、質的な変化は移行差異により把握される¹⁰⁾。

しかし、Bathtub Modelを用いた差異分析の体系は、顧客が獲得され、維持され、より上位の

10) ただし、総顧客数差異の金額は獲得差異と離反差異の合計額とは一致しない。また、顧客構成比差異の金額も移行差異の合計額は一致しない。概念的にそのような対応関係があるということである。

顧客セグメントへと移行を促進されるという顧客関係性構築のプロセスを明確に把握できるという点で、顧客関係性差異分析の体系よりも優れていると考えられる。

5.4. 事例研究

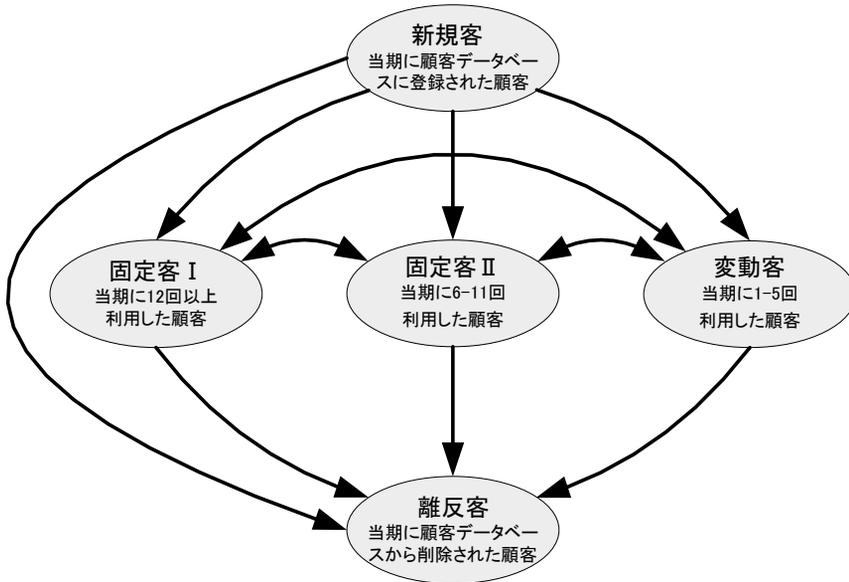
獲得差異と離反差異，移行差異を変化率による発生額と変化率の変化による発生額とに展開することが、実務的にどのような意味を持つかを探るために、ホテル業A社への適用事例研究を行った。この研究は、A社において顧客セグメントごとの費用を収集することができなかつたため、3期の顧客別取引データに基づいて実施された。

実施手続きは以下の通りである。まず、顧客セグメントを図表11のように定義した。次に、これらの顧客セグメントごとに、売上高の獲得差異，離反差異，移行差異を計算した。

図表12は、直近2期における差異の計算結果である。売上高差異は1,518百万円（有利）であった。その内訳は、顧客数差異が621百万円（有利）および顧客当り売上高差異が896百万円（有利）であった。これらの差異のうち、顧客数差異をさらに展開すると、獲得差異が507百万円（有利）、離反差異が431百万円（不利）、移行差異が820百万円（有利）であった。

これらの結果から、顧客数差異の有利差異は、顧客獲得と上位顧客セグメントへの移行による売上高獲得が、顧客離反による売上高喪失を上回ったためであることが明らかとなった。

図表11 A社における顧客セグメント



出典：松岡・鈴木（2009, p. 54）

図表12 差異の分析結果¹¹⁾

(百万円)	計	新規客	固定客 I	固定客 II	変動客	離反客
当期売上高	10,000	656	3,450	3,287	2,233	374
総差異	1,518	261	570	490	196	0
顧客当り売上高差異	621	335	140	53	92	0
顧客数差異	896	-74	430	437	104	0
獲得差異	507	507	0	0	0	0
離反差異	-431	-37	-137	-142	-115	0
移行率差異	820	-544	567	579	219	0
その他調整	-110	-192	0	0	0	82
前期売上高	8,593	587	2,880	2,797	2,037	293

出典：松岡・鈴木（2009, p.54）

6. 獲得差異，離反差異，移行差異の展開

6.1. 予定変化率による差異と予定変化率からの乖離による差異

第5節で示した獲得差異，離反差異，移行差異の計算式では，前期の総顧客数あるいは顧客セグメント別の人数に，当期の獲得率，離反率，移行率を乗じることによって顧客数の変化を表していた。つまり，獲得率，離反率，移行率は当期の実績であった。これらの変化率の実績は，次のように前期の変化率と前期の変化率からの乖離との2つに分けることができる。

$$\text{獲得率}_t = (\text{獲得率}_t - \text{獲得率}_{t-1}) + (\text{獲得率}_{t-1})$$

$$\text{離反率}_t = (\text{離反率}_t - \text{離反率}_{t-1}) + (\text{離反率}_{t-1})$$

$$\text{移行率}_t = (\text{移行率}_t - \text{移行率}_{t-1}) + (\text{移行率}_{t-1})$$

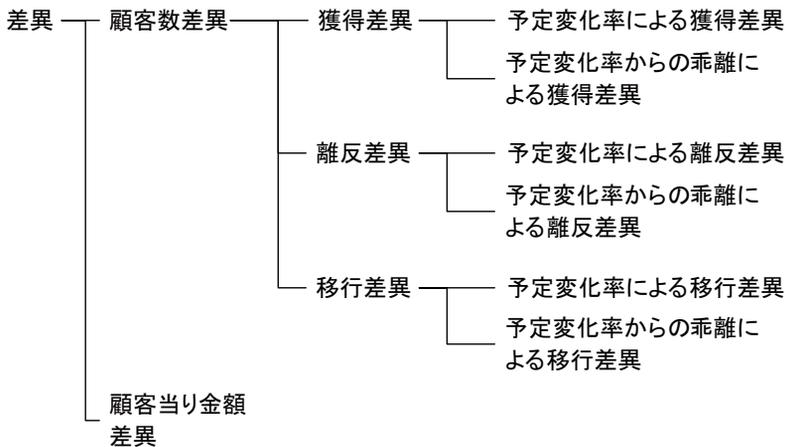
仮に前期の変化率が予定変化率であるとすれば，当期における各種の変化率をこのように表現することによって，獲得差異，離反差異，移行差異は予定変化率による差異（変化率の水準が前期と同じであったときの発生額）と，予定変化率からの乖離による差異（変化率の水準が変動し

11) 売上高差異の計算からは，調整項目である「その他調整」の110百万円（不利）が除いてある。「その他調整」は，次の3つの項目からなる。まず，「新規客」セグメントの実際単価と予定単価との差額から生じる差異である。「新規客」セグメントの顧客当り金額は，顧客を期中のどの段階で登録するかによって左右される。そこで，「新規客」セグメントの差異の計算には合理的な手続きによって算出した予定単価を用いた。そのため，最後に実際単価と予定単価との差異を調整した。次に，「離反客」セグメントの売上高差異である。「離反客」セグメントの売上高差異を調整項目に含める理由は，離反客について顧客数差異を計算すると，離反客の人数が増えた場合に有利差異となり不自然な結果になるためである。最後に，差異を計算するためのデータがそろわなかったホテルの調整額である。一部のホテルについては，新規開業，閉鎖，あるいは改修による一次閉鎖などにより差異分析を行うためのデータがそろわなかった期間があった。そのため，そのような期間は予定額を設定して差異を計算した後に，実際額との調整を行った。

たことによる発生額) とに分解することができる。このような展開をする場合の差異分析の体系は、図表13のとおりである。

たとえば、新たな顧客の獲得によって売上高が増加したとしよう。顧客1人当たりの売上高が変わらなるとすれば、この売上高の増加額は、予定変化率による獲得差異（顧客の獲得率が前期と同じ水準で推移したために発生する増加額）と予定変化率からの乖離による獲得差異（顧客の獲得率が増加したために発生する増加額）とに区分できる。これらは、前者はこれまでと同じ変化率であったと仮定した場合の売上高増加額であり、後者は実際に変化率が高まったことによる売上高増加額であると解釈できる。このような方法により、Bathtub Modelを用いて算出された差異は、さらに詳細にその原因を検討できるようになると考えられる。

図表13 予定変化率による差異と予定変化率からの乖離による差異



6.2. 計算方法

以下では、獲得差異、離反差異、移行差異のそれぞれについて予定変化率による差異と予定変化率からの乖離による差異の計算方法を示しておく。まず、獲得差異は次のように展開される。

$$\text{予定獲得率による差異} = \text{総顧客数}_{t-1} \times \text{獲得率}_{t-1} \times \text{新規客の顧客当り単価}_{t-1}$$

予定獲得率からの

$$\text{乖離による差異} = \text{総顧客数}_{t-1} \times (\text{獲得率}_t - \text{獲得率}_{t-1}) \times \text{新規客の顧客当り単価}_{t-1}$$

なお、予定獲得率による差異は必ず有利差異となるが、予定獲得率からの乖離による差異は有利差異と不利差異のいずれにもなりえる。

次に、離反差異は次のように展開される。

$$\text{予定離反率による差異} = \sum_{i=1}^n [\text{顧客数}_{i,t-1} \times \text{離反率}_{i,t-1} \times \text{顧客当り金額}_{i,t-1}]$$

予定離反率からの

$$\text{乖離による差異} = \sum_{i=1}^n [\text{顧客数}_{i,t-1} (\text{離反率}_{i,t} - \text{離反率}_{i,t-1}) \times \text{顧客当り金額}_{i,t-1}]$$

なお、予定離反率による差異は必ず不利差異となるが、予定離反率からの乖離による差異は有利差異にも不利差異にもなりえる。

最後に、移行差異は次のように展開される。

$$\text{予定移行率による差異} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m [(\text{顧客数}_{i,t-1} - \text{離反顧客数}_{i,t}) \times \text{移行率}_{ij,t-1} \times \text{顧客当り金額}_{j,t-1}]$$

予定移行率からの

$$\text{乖離による差異} = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m [(\text{顧客数}_{i,t-1} - \text{離反顧客数}_{i,t}) \times (\text{移行率}_{ij,t} - \text{移行率}_{ij,t-1}) \times \text{顧客当り金額}_{j,t-1}]$$

なお、予定移行率による差異と予定移行率からの乖離による差異のいずれも、有利差異と不利差異のどちらにもなりえる。

前項で定義した獲得差異，離反差異，移行差異との違いは，各種の変化率がt期の変化率とt-1期の変化率の差になっていることである。

6.3. 事例研究

図表14は，第5節で示した獲得差異，離反差異，移行差異を予定変化率による差異および予定変化率からの乖離による差異へと展開した結果である。

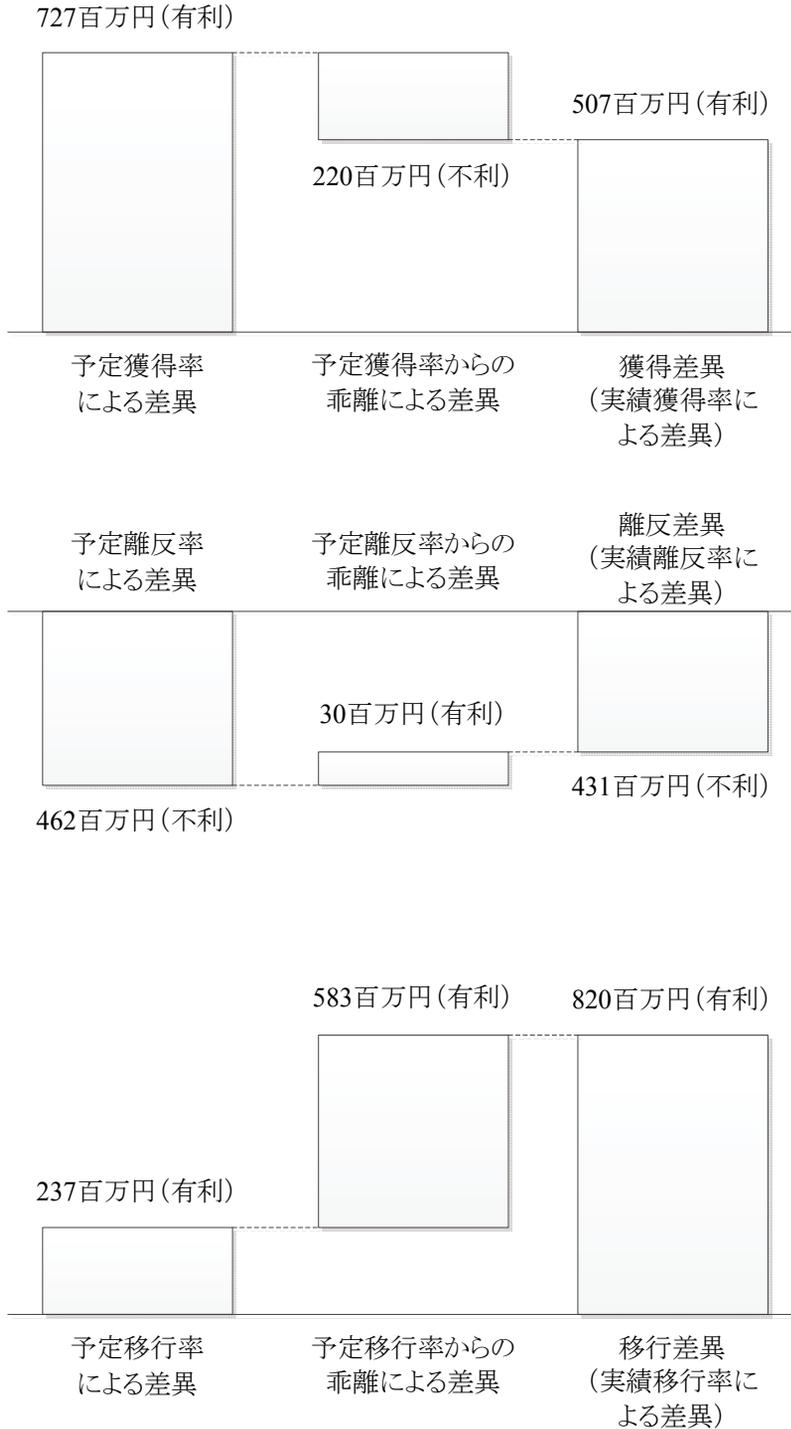
獲得差異507百万円（有利）を予定獲得率による差異727百万円（有利）と比較して，予定獲得率からの乖離による差異は219百万円（不利）と計算された。したがって，新規客の獲得は予定を30%（=219÷727）と大きく下回ったことが明らかとなった。

離反差異431百万円（不利）を予定離反率による差異462百万円（不利）と比較して，予定離反率からの乖離による差異は30百万円（有利）と計算された。したがって，顧客の離反はおおむね予定通りの水準で進んでいることが明らかとなった。

移行差異820百万円（有利）を予定移行率による差異237百万円（有利）と比較して，予定移行率からの乖離による差異は583百万円（有利）と計算された。したがって，上位顧客セグメントへの移行は予定の246%（=583÷237）もの非常に大きな改善があったことが明らかとなった。

この分析から，新規客の獲得が507百万円もの売上高成長に貢献していたものの，その勢いは予定よりも219百万円つまり30%も落ちこんでいたことが明らかとなった。その結果，A社では，新規客獲得に向けてのマーケティング政策が必ずしも十分な効果があげていないという認識が広がった。

図表14 予定変化率による差異および予定変化率からの乖離による差異計算結果



出典：松岡・鈴木（2009, p.55）を元に作成。

また、新規客獲得の勢いが落ちている一方で、顧客の上位セグメントへの移行の勢いが予定の246%と大幅に上がっていることが明らかとなった。このことから、顧客の質が改善することにより短期的な売上高成長には結びついているものの、顧客の量の伸びが落ち込み始めていることから中長期的には事業が成熟傾向に向かっているという危機感がもたれるようになった。そして、新しいコンセプトのホテル開発や新しい顧客ターゲットの開拓への投資が必要であるという合意が形成された。

この事例は、獲得差異と離反差異、移行差異を予定変化率による差異と予定変化率からの乖離による差異とに展開し、予定変化率からの乖離による差異を見ることによって顧客の獲得と離反という顧客の量的変化要因と顧客セグメント移行という顧客の質的变化要因の「勢い」を評価することができ、それが顧客政策のより精度の高い評価や新商品開発や新市場開拓という将来への投資の判断材料になることを示唆している。

7. むすび

本研究では、顧客関係性にもとづく顧客セグメンテーションと、そのようなセグメンテーションにより把握できる財務業績について、先行研究にもとづいて整理した。そして、それらの財務業績にかかわる評価・是正のプロセスを行うために不可欠である差異分析の体系について検討した。その結果、Bathtub Modelを用いた差異分析を行うことにより、顧客関係性の変化が財務業績に及ぼした影響を明確に把握できることを明らかにした。

しかしながら、固定収益会計における差異分析に関しては、いくつかの課題が残されていると考えられる。ここではとりわけ次の3点を研究課題として示し、本稿を閉じることとしたい。

第1に、利速会計との比較検討による差異分析の理論的精緻化である。予定変化率による差異および予定変化率からの乖離による差異は、それぞれ井尻（1990）が示した利速会計における「利力」および「作力」という概念に類似している（細田 2011, pp. 87-90）。とすれば、利速会計というより完成度の高い理論との比較検討を行うことによって、Bathtub Modelにもとづく差異分析はさらなる精緻化がなされるものと期待される。

第2に、本研究で示した差異分析の体系をいかに責任会計に結び付けるかである。各種の差異を計算したとしても、それにもとづいた実際の是正活動を起こすためには、それらの差異に責任を割り当てることが不可欠である。松岡・鈴木（2008, p. 95）は、本稿で示したような記名式取引データを用いた差異分析においては、製品別組織や機能別組織を横断する顧客関係性を担当する組織に責任を割り当てるべきであると論じている。しかしながら、固定収益会計の先行研究ではそのような組織を前提とした責任会計についてはまだ検討されていない。

第3に、非財務指標の差異分析の体系化である。本稿は、図表1で示したフレームワークのうち、予算管理における評価・是正のプロセスに焦点を絞って議論を進めてきたが、方針管理における評価・是正を効果的に行うためにも、差異分析は有用であると考えられる。方針管理の中で用いられる非財務指標に対する差異分析の研究は数少ない。例外としては松岡・鈴木（2010）が挙げ

られる。そこでは、顧客満足度の差異を、それに影響を及ぼすドライバーに跡付けることにより、差異分析が行えることを示した。しかしながら、そこでは顧客セグメントを用いずに顧客満足度の差異分析を実施しているという課題が残っている。顧客満足度のドライバーは、固定収益会計における新規客、固定客、非固定客、離反客のセグメントごとに異なる可能性が高い。したがって、今後、顧客セグメント別の顧客満足度の差異分析の方法を検討していく必要があるだろう。

【参考文献一覧】

- Backer, B., & L. E. Jacobsen, *Cost Accounting: A Managerial approach*, New York, NY: McGraw-Hill, 1964.
- Bastable, C. W., & D. H. Bao, The Fiction of Sales-Mix and Sales-Quantity Variances, *Accounting Horizons*, 2 (2), pp.10-17, 1988.
- Chumachenko, N. G., Once Again: The Volume-Mix-Price/Cost Budget Variance Analysis, *The Accounting Review*, 43 (4), pp.753-762, 1967.
- Govindarajan, V., & J. K. Shank, Profit Variance Analysis: A Strategic Focus, *Issues in Accounting Education*, 4 (2), pp.396-410, 1989.
- Kotler, Philip, & Kevin L. Keller, *Marketing Management, 12th edition*, New York, NY: Pearson Education, Inc, 2006. (恩蔵直人監修・月谷真紀訳『コトラー & ケラーのマーケティング・マネジメント 第12版』ピアソン・エデュケーション, 2008.)
- Malcom, R. E., The Effect of Product Aggregation in Determining Sales Variances. *The Accounting Review*, 53 (1), pp.162-169, 1978.
- Peles, Y. C., A Note on Yield Variance and Mix Variance. *The Accounting Review*, 61 (2), pp. 325-329, 1986.
- 井尻雄士『「利速会計」入門』日本経済新聞社, 1990年。
- 佐々木郁子・鈴木研一「顧客関係性評価のための収益概念:固定収益の提唱」『原価計算研究』第31巻第2号, 1-10頁, 2007。
- 嶋口充輝『顧客満足型マーケティングの構図』有斐閣, 1994年。
- 鈴木研一・佐々木郁子「顧客関係性プロセスの評価モデルの考察」(門田安弘『企業価値と組織再編の管理会計に関する研究』日本会計研究学会特別委員会最終報告書, 115-125頁, 2004年に所収)。
- 鈴木研一「マネジメント・コントロール」(根本孝編著『経営入門(ビジネス・マネジメント) - 価値創造と企業経営』学文社, 111-124頁, 2006年に所収)。
- 鈴木研一「固定収益会計の適応可能性についての考察」『會計』第171巻第2号, 218-229頁, 2007年。
- 鈴木研一「固定収益会計の現状と課題」経営論集(明治大学)第55巻第4号, 91-109頁, 2008年。
- 鈴木研一・佐々木郁子「固定収益マネジメントの背景」(浅田孝幸・鈴木研一・川野克典編著『固定収益マネジメント』中央経済社, 1-29頁, 2005a年)。

鈴木研一・佐々木郁子「顧客関係性評価のフレームワーク」(浅田孝幸・鈴木研一・川野克典編著『固定収益マネジメント』中央経済社, 31-72頁, 2005b年に所収)。

鈴木研一・佐々木郁子「顧客関係性構築計画の策定のフレームワーク」(浅田孝幸・鈴木研一・川野克典編著『固定収益マネジメント』中央経済社, 73-125頁, 2005c年に所収)。

鈴木研一・松本有二・松岡孝介「固定収益化の及ぼす財務的效果についての考察」『会計プロGRESS』第7号, 46-58頁, 2006年。

細田雅洋「Bathtub Modelにおけるモメンタム概念の考察に関わる研究－固定収益会計と利速会計との接点の探索を通じて－」明治大学大学院経営学研究科2010年度修士学位請求論文, 2011年。

松岡孝介・鈴木研一「固定収益会計における差異分析－顧客関係性差異分析のフレームワークと事例研究－」『原価計算研究』第32巻第1号, 85-97頁, 2008年。

松岡孝介・鈴木研一「固定収益会計における差異展開の研究－Bathtub Modelの適応－」『原価計算研究』第33巻第2号, 45-58頁, 2009年。

松岡孝介・鈴木研一「顧客満足度の差異分析にかかわる研究」『原価計算研究』第34巻第2号, 79-89頁, 2010年。

南知恵子『リレーションシップ・マーケティング』千倉書房, 2005年。

ニッチ戦略とは何か？

村山 貴 俊

【要旨】

本稿では、企業行動としてのニッチ戦略の意味を問い直す。そのため、まず生態学でのニッチの意味を考察し、生物の特性に適合する局所環境と理解されていることを確認する。次いで経営戦略としてのニッチ戦略が、一般的には、狭い市場や特定の事業領域への集中と理解されていることを確認する。しかし、生態学では、生物に適合的な局所環境が狭い範囲や領域（スペシャリスト）だけを指すとは考えられておらず、より広い範囲（ジェネラリスト）を指す場合もある。すなわち、生物の特性に適合する居場所がニッチであり、その空間の広さや特性は多様であると理解される。そのような生態学のニッチ理解に則して企業行動としてのニッチ戦略を捉え直すと、企業が独自の資源や体制に適合する市場や事業領域を選択しないし構築する行動と捉えられる。結論として、ニッチ戦略のみならず経営戦略を考える際に、企業の独自性と環境との適合性を強く意識することが重要であると指摘する。

Key Words: ニッチ戦略, ニッチ, 独自性, 適合性, 多様性

1 はじめに*

「ニッチ戦略」(niche strategy) は、どのような企業行動を意味するのか？ そもそも「ニッチ」(niche) は、何を意味するのか？ これまでのニッチ戦略の一般的理解は、妥当なのか？ 仮にこれまでの理解に何らかの修正を加える必要があるとすれば、そこから何を学ぶべきなのか？ こうした疑問に一定の解答を付していくことが、本稿の狙いとなる。

まず、一般の辞書を使ってニッチの意味を調べてみると、例えば『広辞苑』(第5版)には、「①西洋建築で、壁面の一部をくぼめた龕状の部分。キリスト教会堂の内壁などに設け、彫像などを置く。壁龕。②〔生〕生態的地位のこと。エコロジカル・ニッチ」と簡潔に記されている。次に、英語の“niche”であるが、『ランダムハウス英和大辞典』によれば、その語源は、「巣を作る」という意味のフランス語“nicher”に由来し、さらにラテン語“nidicula”にまで遡れるという。同辞書には、英語“niche”の意味が、名詞で「1. ニッチ, 壁龕(へきがん): 像・花瓶などを置くために壁などに設けた装飾のなくぼみ。2. (人・物に) 適した地位, 適所。3. 〔生態〕生態的地位: 生物社会で個体の占める位置またはその果たす機能。4. 〔経営〕ニッチ: (収益可能性の高い) 特定市場分野, (経営戦略の) 集中領域, 市場のすき間。5. 〔医学〕ニッシェ: 胃などの内壁の X 線像に

*本稿は、文部科学省科学研究費補助金若手研究(B)(課題番号21730312)による成果の一部である。

見えるくぼみ；潰瘍（かいよう）などの診断に使う」、さらに他動詞で「1. 〈像などを〉壁龕に収める。2. …を（奥まった場所や目立つ位置などに）置く、安置する、落ち着かせる。3. 壁龕にする、壁龕を設ける」と記される。さらに『ロングマン現代アメリカ英語辞典』(Longman Advanced American Dictionary)で、英語“niche”の現代的意味を調べると、「1. 自分が有する技能、能力、性格などに最適な仕事や活動、2. ニッチ市場、市場ニッチ、特定の製品を購入したり、特定のサービスを使ったり、あるいは今後それらを購入したり使ったりしそうな集団の一部、3. 壁にある小さなくぼみ、そこには彫像がよく置かれる」と記される。

以上のような意味を有するニッチであるが、語源は「巣を作る」というフランス語に由来するとされ、その語源を重視しながら意味を把握すると、例えば「生態的地位：生物社会で個体の占める位置またはその果たす機能」、もしくは生物と巣の関係からの類推として「(人・物に) 適した地位、適所」などと捉えられよう。他方、現代英語では、経営学用語としての「(収益可能性の高い) 特定市場分野、(経営戦略の) 集中領域、市場のすき間」あるいは「特定の製品を購入したり、特定のサービスを使ったり、あるいは今後それらを購入したり使ったりしそうな集団の一部」という意味が定着していることが分かる。加えて、英語・日本語それぞれにおいて建築用語として「壁面の一部をくぼめた龕状の部分」、あるいは「壁龕（へきがん）：像・花瓶などを置くために壁などに設けた装飾のなくぼみ」という意味が定着していることも分かる。

なお本稿の構成は、以下の通りである。まず2節では、「ニッチ戦略」は何かという問題を検討する前に、そもそも「ニッチ」が何を意味するのかを考察する。ここでは語源に近いと思われる「生態的地位」という意味でのニッチが、生態学や生物学の研究のなかで、どのように捉えられているかを確認する。次いで3節では、経営学において「ニッチ戦略」が、どのような企業行動と捉えられているかを考察する。特にここでは、経営戦略論やマーケティング論における一般的な定義や理解を明らかにしたうえで、生態学と経営戦略論でのニッチの捉え方の共通点や差異点を見出す。4節では、ニッチ戦略をどのように理解すべきか、という問題を考察するが、特にここでは生態学のニッチの捉え方に則してニッチ戦略の再解釈を進める。最後に、そのようにニッチ戦略を再解釈することで、経営戦略研究にどのような意味や意義がもたらされるかを検討する。

2 ニッチとは何か

まず、生態学や生物学の既存研究において、語源「巣を作る」の意味に比較的近いと考えられる「生態的地位」としてのニッチが、どのように捉えられているかを確認していきたい。なお、ここでの理解は、主にOdling-Smee, F.J. *et al.*, *Niche Construction: The Neglected Process in Evolution*, Princeton University Press, 2003 (佐倉統ほか訳『ニッチ構築—忘れられていた進化過程』共立出版, 2007年) およびMayhew, P., *Discovering Evolutionary Ecology: Bringing Together Ecology and Evolution*, Oxford University Press, 2006 (江副日出夫ほか訳『これからの進化生態学—生態学と進化学の融合』共立出版, 2009年) という文献を参考にする。

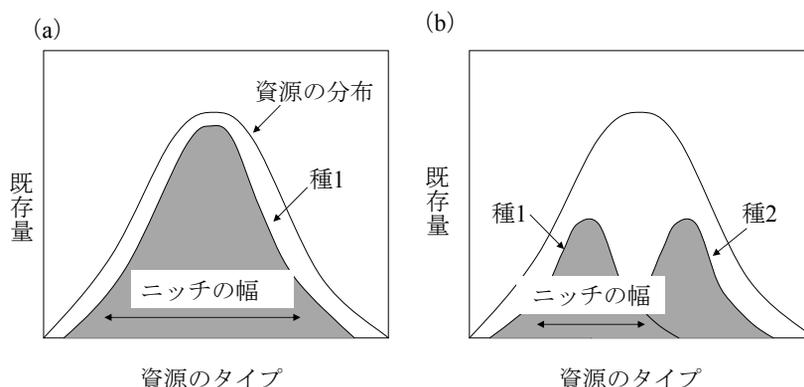
2.1 ニッチ

ニッチとは、生物が生息する環境や空間と理解されよう。これら環境や空間は、「局所環境」(local environments) (Odling-Smee *et al.*, 2003, p.1; 邦訳書, 1頁) ないし「選択的環境」(selective environments) (*Ibid.*, p.1; 7頁) と呼ばれ、具体的には「巢, 穴, 隠れ場, 網, 蛹殻, 化学的環境」(*Ibid.*, p.8; 1頁) などとなり、また生物の「アドレス」(住所) (address) (*Ibid.*, p.40; 34頁) と表現されることもある。すなわち、ニッチは、地球規模で広がる全体環境のなかで、生物が自らの居住のために選択した部分環境を意味する。

さらに、生態学では、それら部分環境としてのニッチを、「基本ニッチ」(fundamental niche) と「実現ニッチ」(realized niche) に区別する。基本ニッチは、「ある種が正の生殖率 (positive growth rate) を維持できる〔つまり理論上存続できる〕環境の集合」(Mayhew, 2006, p.95 ; 120頁) (なお引用文中の〔 〕は筆者による加筆。以下、同様) であり、実現ニッチは「基本ニッチよりも小さい範囲であり、野外で実際にその生物が占めている基本ニッチの部分集合」(*Ibid.*, p.95; 120-121頁) である。すなわち、生物が理論上存続できる環境が基本ニッチであり、そのなかで実際に生物が生息する環境が実現ニッチとなる。このことから、実現ニッチは、基本ニッチの部分集合となるのが一般的である。

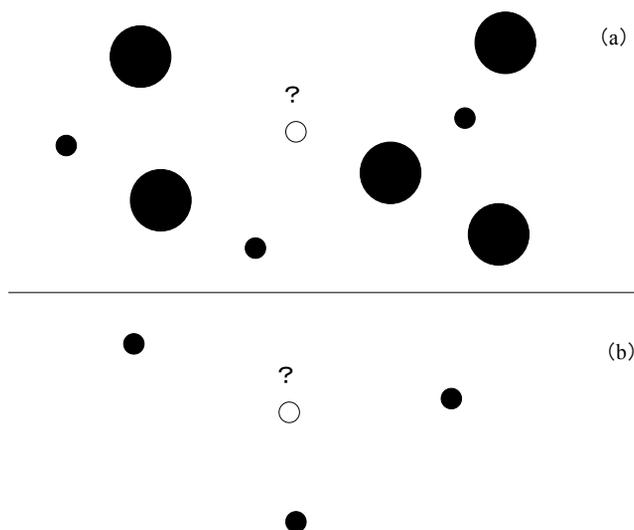
生物が自らの生息空間を基本ニッチから実現ニッチへ狭める理由は様々であるが、例えば「種間の競争」や「資源の最適利用に関する生物の意思決定」が考えられるという。図1では、種間競争に起因するニッチ縮小が描かれており、(a) のように「1種だけが存在しているときは、種のニッチは種内競争下で最も環境収容力が大きくなるように進化する」(*Ibid.*, p.100; 124頁) が、(b) のように2種が存在し基本ニッチが重複するときは「競争種が先住種に置き換わり、先住種のニッチ幅を縮小する傾向がある」(*Ibid.*, p.100; 125頁) ことを示している。競争によって先住種がニッチを縮小し (すなわち、理論上存続できる環境の一部を放棄し)、競争種と棲み分けをおこなうことを意味する。

図1 種間競争とニッチ選択



(注) 原図をみながら筆者が書き直したため、原図とは大きさや形がやや異なることを断っておきたい。
(出所) Mayhew (2006), p.101 (邦訳書, 125頁) のFig.9.2を転載。

図2 最適餌選択



(注) 原図をみながら筆者が書き直したため、原図とは大きさや形がやや異なることを断っておきたい。
 (出所) Mayhew (2006) , p.102 (126頁) のFig.9.3を転載。

図2では、資源最適利用の意思決定によるニッチの縮小が示されている。ある生物が低質の資源（小さな○）に出会ったとき、その生物はその資源を利用すべきか、より高質な資源（大きな●）を期待して他に移動すべきか、という選択を迫られる。(a)のように「〔他に〕価値の高い資源が豊富にあるときには、そこにとどまることによって良い資源に出会う機会が失われるため、移動する方がよい」(Ibid., p.102; 126頁)ということになる。その際、生物は、理論上利用できる低質な資源（小さな○）、すなわち基本ニッチの一部を放棄することになる（基本ニッチからの縮小を意味する）。しかし、(b)の場合は、他に良い資源が乏しく、最初に出会った低質な資源に「とどまることによって失うものはない」(Ibid., p.102; 126頁)ので、最初の場所にとどまり、その低質な資源が利用されることになる。つまり生物は、当該資源を放棄しない。このように資源の分布状況と生物の最適化行動により、(a)のように理論上利用できる資源の一部が放棄されることになる。ただし同説明では、生物が自らを取り囲む環境資源の分布状況を正確に把握していることが前提になっており（経済学の完全情報下で最大化の意思決定をおこなう経済人モデルに近い）、こうした前提が現実的なのか、という疑問が残ることも付言しておこう。

以上のように、ニッチは、生物が生息する局所環境を意味する。また、基本ニッチと実現ニッチという2つのニッチがあり、ある生物が理論上存続できる環境が基本ニッチと呼ばれ、競争や資源最適利用によって生物は自らの生息範囲を狭めることがあり、このように実現された居住環境が実現ニッチと呼ばれる。

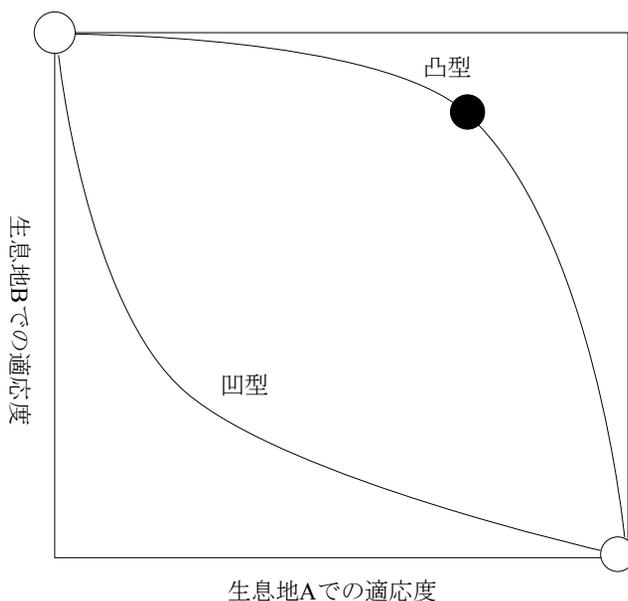
2.2 ジェネラリストとスペシャリスト

環境への適応度の違いが、生物に「ジェネラリスト」(generalist)と「スペシャリスト」(specialist)という2つの型の進化を生み出す。「2つの生息地における生物の適応度は、生息地Aでの適応度が高ければBでの適応度が低く、その逆も同様であるというようなトレードオフによって決まって」(Ibid., p.98; 121頁)くるとされ、図3のように、適応度のトレードオフが認められる場合は凹(すなわち、生息地Aに適応した生物は生息地Bに適応できない。その逆も同様)、トレードオフが緩やかな場合(すなわち、生息地Bに適応した生物が生息地Aにも適応できる)は凸の曲線となる。

それでは、ある生物が「この環境全体での適応度を最大化したい」(Ibid., p.98; 121頁)とすると、曲線のどの位置が最適になるのか。生態学の研究でも未だ十分に検証が進んでいないことから「解はかなり直感的」(Ibid., p.99; 121頁)になるとされるが、トレードオフがある凹型では、最もありふれたタイプの生息地(すなわち、生息地の頻度が $A > B$ であればA、 $A < B$ であればB)への適応を最大化するスペシャリストの進化が促されるという(図3の両端の○のいずれかが選択される)。他方、トレードオフが緩やかな凸型で、またAとB両方の生息地がそれなりにありふれている場合は、AとBの生息地をうまく利用するジェネラリストの進化が促されるという(すなわち●が選択される)。しかし、トレードオフが緩やかであっても、生息地の分布状況に偏りがみられる場合、例えば生息地Aに比して生息地Bが極端に少ない環境下では、生息地Aに特化するスペシャリストの進化が促されることがあるという。

以上のように、環境適応度のトレードオフや生息地の分布頻度によって、生物にジェネラリス

図3 ジェネラリストとスペシャリスト



(注) 原図をみながら筆者が書き直したため、原図とは大きさや形がやや異なることを断っておきたい。
(出所) Mayhew (2006), p.98 (122頁) のFig.9.1を転載。

トとスペシャリストという2つの異なる型が生み出される。また同分析は、生物の生息地（すなわちニッチ）の幅や広さだけでなく、生物の生き残り戦略も示しているといえよう。つまり、生物は、自らを取り囲む外部環境の有り様、すなわち環境間のトレードオフや環境の分布頻度により、ジェネラリスト、スペシャリストという生き方を選択させられるのである。

2.3 ニッチ構築

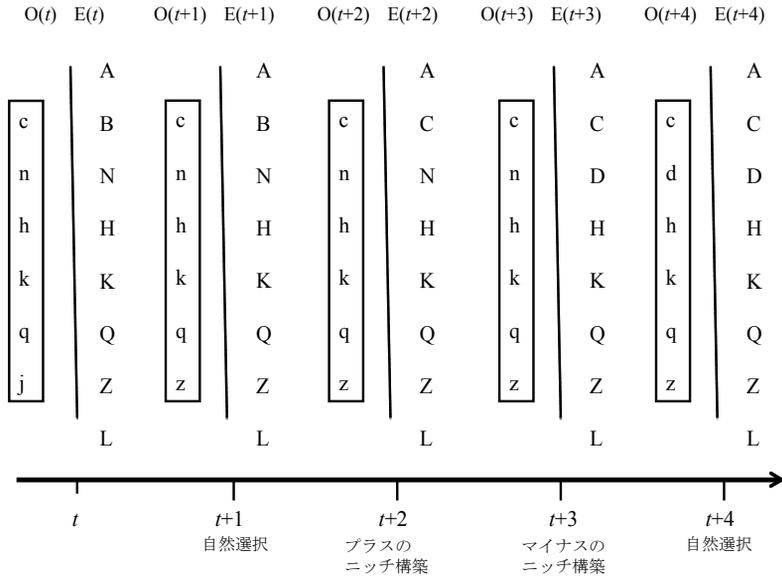
実は、前項までの議論において、生物と環境の関係は、環境が生物に選択圧をかける関係（すなわち環境⇒生物）として捉えられていた。確かに図2で示された最適餌選択モデルには、生物による最適化の意思決定が含まれていた。しかし、そこでの生物による最適化の選択は所与とされ（すなわち生物に他の選択肢は与えられていない）、とどまるか、移動するか最終結果は、やはり生物を取り囲む資源の分布状況（高質な資源が他にどれほどあるか）に依存する、という環境決定論的な考え方であった。また、ジェネラリストとスペシャリストというニッチの広さや生き残り戦略の類型についても、生物の適応力の差によってどちらかが選ばれるという考え方ではなく、むしろAとBという2つの生息地の環境の有り様（すなわち環境間のトレードオフや環境の分布頻度）が生物の行動に差をもたらし、それによって生物の生息地（ニッチの広さや内容）や生物の生き方（ジェネラリストとスペシャリスト）が決定されると捉えられていた。すなわち、いずれの議論においても外部環境こそが生物の生息範囲や行動を決定すると捉えられ、「この〔環境の〕役割はほとんどの進化理論の基盤」（Odling-Smee *et al.*, 2003, p.1; 1頁）になってきたとされる。

しかし、「生物は環境とも相互作用をして」（*Ibid.*, p.1; 1頁）おり、「環境からエネルギーや資源を取り込み、環境のマイクロやマクロの生息場所を選び、環境のなかで加工物を構築し、デトリタス（detritus）を排出し、死ぬ。そして、そのような行為によって、自身の局所環境やたがいの局所環境の自然選択圧に、少なくともある程度の変更を加える」（*Ibid.*, p.1; 1頁）ことになるという。すなわち、環境から生物へと一方向的に自然選択圧が加わるだけでなく、生物が局所環境を変化させ、それにより環境の自然選択圧が変容することになる。そして、環境⇒生物という関係は「自然選択」（natural selection）（*Ibid.*, p.1; 1頁）、生物⇄環境の相互作用は「ニッチ構築」（niche construction）（*Ibid.*, p.1; 1頁）と呼ばれる。

生物によるニッチ構築は、当該生物の局所環境を変化させたり、また直接的ないし間接的に関係を持つ他の生物の局所環境を変化させたりすることで、環境から生物にかかる選択圧を変容させ、その結果として当該生物や他の生物の特性の変化、すなわち生物の進化に影響を及ぼしていく。さらに、「その場合の環境は、気温、湿度、塩分濃度といった物理的に静止した標準的な要素を通して自然選択の『実行者』としてふるまう存在ではなく、生物のふるまいのために、みずからが選択的に働きかける生物とともに変化し、共進化する（coevolving）存在とみなされる」（*Ibid.*, p.2; 2頁）のである。

それら生物と環境との共進化の過程を単純に図解したものが図4である。そこでは「各時点の生物体はそれぞれ両眼視、樹上生活、果実食などに関係する1セットの特徴ないし特性であるも

図4 ニッチ構築による生物と環境の共進化



(出所) Odling-Smee *et al.* (2003), p.49 (41頁) のfig. 2.1.を転載。

のと仮定する。このような各生物体の特性は、一連の小文字 (c, n, h, k, q, j) で示されている。同様に生物の環境も、たとえば局所の気温、木の存在、捕食者の存在などの因子に分解できると仮定する。これらは大文字 (A, B, N, H, K, Q, Z, L) で示され」(*Ibid.*, p.48; 40頁) ている。また、文字の一致により生物の特徴と環境因子の適合が示され、文字の不一致により不適合が示される。

時刻 t では、($n-N, h-H, k-K, q-Q$) が適合、($c-B, j-Z$) が不適合になっている。時刻 $t+1$ では、自然選択が働き、特徴 j を持つ個体が犠牲になり、特徴 z を持つ個体が選好されている。その結果、 $z-Z$ という適合が生み出され、生物と環境の適合がより進んだことを意味する。時刻 $t+2$ では、プラスのニッチ構築がおこなわれ、生物が環境因子 B を C に変更し、 $c-C$ の適合が生み出され、生物と環境の適合が促進されている。例えば「集団が、環境中の食物の欠乏 (B) を、もっと多くの食物 (C) がある新たな環境に移住して相殺する場合」(*Ibid.*, pp.49-50; 40頁) などである。しかし時刻 $t+3$ では、生物がマイナスのニッチ構築を通じて環境因子 N を D に変更したため $n-D$ という不適合が発生している。これは「巣穴を掘る哺乳類の集団で、巣穴が排泄物で汚染されて居住できなくなる程度にいたってしまったというような場合」(*Ibid.*, p.50; 41頁) を意味する。時刻 $t+4$ では、先の環境変化を受けて、特徴 d をもつ個体が選好され特徴 n をもつ個体が犠牲になるという自然選択がおこなわれている。例えば「上記の哺乳類の例で言えば、巣穴から離れた排泄場所に糞をする個体が自然選択によって選好されるようになった」(*Ibid.*, p.50; 41頁) ことを意味する。時刻 $t+1$ では自然選択によって生物の特徴が変更され、時刻 $t+2$ では生物がプラスのニッチ構築 (移住) を通じて自らに有利な環境を作り出している。しかし、時刻 $t+3$ では生物自らがマイナスのニッチ構築 (排泄による巣穴の汚染) を通じて環境との不適合を生み出した結果、時刻

$t+4$ では環境からの自然選択圧によって生物の特徴（巣穴から離れた場所での排泄）が変更されている。すなわち、環境による自然選択、生物によるニッチ構築という相互作用のなかで、環境と生物とが共に変化（共進化）していく様子が描き出されている。

また、生物のニッチ構築は、表1のように4つの相互作用に分類されるという。まず、「生物がニッチの環境因子や自身に作用する選択圧を変化させる方法には、攪乱と移住の2つがある」（*Ibid.*, p.44; 37頁）という。「攪乱」（perturbation）とは、生物が特定の場所や時間において環境内の1つまたは複数の因子を能動的に変化させることである。すなわち、生物は、自らの局所環境のなかで「化学物質を分泌し、資源を利用し、加工物を構築する」（*Ibid.*, p.44; 37頁）ことにより局所環境の特性を変更する。「移住」（relocation）は、生物が方向、距離、時刻を選んで空間を能動的に移動することである。生物は、移住を通じて、「さまざまなときに、代替的な生息場所にみずからをさらし、したがってさまざまな環境因子にみずからをさらす」（*Ibid.*, pp.44-45; 37頁）ことになる。

加えて、生物が攪乱や移住を通じて環境因子に変化を起こす場合は、「起動的（inceptive）ニッチ構築」（*Ibid.*, p.45; 38頁）と呼ばれる。他方、「すでに変化の途上にあるか、変化しおえたばかりの環境因子について、生物がその変化を妨害したり打ち消したりする場合」（*Ibid.*, p.46; 38頁）があり、これは「対抗的（counteractive）ニッチ構築」（*Ibid.*, p.46; 38頁）と呼ばれる。横軸に攪乱と移住、縦軸に起動的ニッチ構築と対抗的ニッチ構築を配置することで4つのセルが成り立つわけだが、「ニッチ構築の事例はすべて、起動的な攪乱、対抗的な攪乱、起動的な移住、対抗的な移住のいずれかにあてはめることができる」（*Ibid.*, p.46; 39頁）という。

さらに、それら4つのニッチ構築には、生物と環境の適応度を増加させる「プラスのニッチ構築」（*Ibid.*, p.47; 39頁）と、適応度を減少させる「マイナスのニッチ構築」（*Ibid.*, p.47; 39頁）が存在する。例えば、前掲の図4において、自らの排泄物で巣穴が汚染され居住できなくなるという $t+3$ 段階があったが、上記のニッチ構築の4分類に従えば、生物が自ら引き起こした局所環境（巣穴）

表1 ニッチ構築の4つのカテゴリー

	攪乱	移住
起動的	生物が、周辺の事物に物理的な変更を加えることによって、選択的環境内にある変化を起動する。 例：テトリタスの排出	生物が新たな場所に移入あるいは生育することによって、みずからを新しい選択環境にさらす。 例：新たな生息場所への侵入
対抗的	生物が、周辺の事物に物理的な変更を加えることによって、環境内の先行する変化に対抗する。 例：巣の温度調節	生物が、より適した場所に移入あるいは生育することによって、環境内の変化に反応する。 例：季節的な移動

（出所） Odling-Smee *et al.* (2003) , p.47 (39頁) のTable2.1.を転載。

の変化であり、しかもその変化によって生物の適応度が減少することになるため、これは起動的かつマイナスの攪乱となる。また、 $t+2$ 段階では、食物の欠乏という先行する環境変化に対抗し、より多くの食物が存在する環境へと生物が移住していたが、これは対抗的かつプラスの移住となる。

このように、ニッチ構築とは、生物が自らの局所環境の変更を通じて環境の選択圧を変化させ、さらに（当該種および他種の）生物の進化にも影響を与える、という生物と環境との共進化の相互作用を意味する。以上では、生態学の既存研究に依拠して、ニッチの意味、ニッチの広さや生物の生き方、さらに生物とニッチの相互作用などについて確認してきた。

3 ニッチ戦略とは何か

次に、経営戦略論やマーケティング論の既存研究に依拠して、「ニッチ戦略」がどのような企業行動と捉えられているかを確認する。

3.1 企業のニッチ戦略とその優位性

Dalgic, T.(ed.), *Handbook of Niche Marketing; Principles and Practice* (Haworth Press, Inc., 2006) (『ニッチマーケティング・ハンドブック—原理と実践』) 所収のBantel (2006) “High Tech, High Performance: The Synergy of Niche Strategy and Planning Focus in Technological Entrepreneurial Firms” (「ハイテク、好業績—技術的起業家企業におけるニッチ戦略と計画視野の相乗効果」) という論文では、ニッチ戦略が次のように説明されている。

ニッチ戦略 (niche strategy) は、特定の製品や特定の市場セグメントなど、より狭い範囲に集中することである。… (中略) …見逃された市場セグメントに照準を合わせた特殊化された高品質の製品でもって、既存の大企業が優位性を発揮する市場において価格競争を回避していくというのがニッチ戦略の合理性である。ニッチ企業は、狭い市場に競争相手よりもより良く〔製品やサービス〕供給でき、さらに高業績に繋がる高い市場占有率を達成できる、特殊化された専門能力や知識を発展させる。特に産業発展の初期段階のように他の成長機会が豊富に存在する時に、競合企業は、高度に特化した企業がうまく顧客満足を引き出している狭隘なセグメントをしばしば見逃す。

ニッチ・アプローチは、明確で一貫した企業ビジョンの創出を通じて、事業活動のなかに何を取り込み、何を取り込まないかをはっきりと定義づけることを意味する。特に〔企業成長の〕初期段階では、単眼的に1つのビジョンを追及していくことが、企業の長期存続にとってしばしば重要となる (Bantel, 2006, p.131)。

次に、マーケティングの視点として、Miller and Washington (2009), *Consumer Marketing 2009* (『消費者マーケティング2009年版』) の“Ch. 30 Niche Marketing” (ニッチ・マーケティング) では、“Niche Markets” (ニッチ市場) が以下のように説明されている。

ニッチ市場とは、主流の供給者達 (mainstream providers) がおよそ対応することがない市場、すなわち広いセグメントの中にある特殊領域となる。ニッチ市場に製品を供給することで得られる幾つかの優位性がある。

- ・マーケティングでは、狭く限定された潜在的な消費者群がしばしば標的となる。
- ・大規模な売り手 (mass merchandisers) からの価格競争圧力がないため、規模の経済性が発揮できない小規模企業でも〔大企業と〕競争できる。
- ・〔市場の〕潜在性が乏しいことから、大企業はニッチ市場を無視ないし過小評価するため、競合の度合いは低くなる

理想的なニッチ市場とは、既に成長を経験し、ゆえに接近可能な顧客基盤があり、しかも強い供給業者 (established suppliers) によって支配されていない市場である。

ニッチ市場とは集中化された市場である一方、必ずしも規模が小さいということにはならない。多くのニッチ・ブランドの年商は数百万ドルにも相当する。これは一部には人口成長の当然の結果である。アメリカ人口の1%に訴求する製品・サービス市場を獲得すれば、これは非常に大きな量になる (Miller and Washington, 2009, p.133)。

すなわち、ニッチ戦略やニッチ・マーケティングは、自社が提供する市場、顧客、製品を狭い領域に絞り込むことである。特化した市場や顧客に対して製品やサービスを提供することで、大企業からの競争圧力を回避する戦略行動といえる。また、それは自社の事業や活動の範囲 (すなわち事業ドメイン) を明確化することでもあり (何を事業に取り込み、何を取り込まないか)、事業のドメインを狭い領域に絞り込むことを意味する。

このニッチ戦略の優位性とは、具体的に何か。例えば、Bantel (2006) は以下のように説明する。

ニッチ戦略は、非常に効率的な経営資源の利用に結びつき、それは起業家的で資源制約的な企業 (entrepreneurial, resource-constrained firms) にとって重要となる。特殊化 (specialization) は、狭い製品ラインや流通システム、そして特化された生産能力を含む。企業の評判と自社が特化した製品や市場領域が明確に整合するように、広告活動では、かなりの的を絞ったイメージやメッセージを発信する。経営の複雑性は低く、相対的に簡潔かつ素早い意思決定と内部調整が進められることから、努力の重複 (duplication) は極小化される。このような特性が〔企業の〕業績

を向上させる。Hambrick, MacMillan and Day (1982) は、市場占有率で成功を収めた企業が狭い事業ドメインを持つことを発見した (Bantel, 2006, pp.131-132)。

ニッチ戦略の優位性は、製品、流通システム、生産、広告などを特定領域に絞り込むことによる資源の節約にある。これにより、資源制約を抱える企業でも、特化した狭い領域内では競合他社との競争を有利に進められる可能性がある。例えば、広告では、狭い顧客層に対して明確なメッセージを発することが可能となり、さらに事業や製品が絞り込まれるため、事業間や製品間の調整の必要性（経営の複雑性）が低下し、意思決定も迅速化され、また活動や努力の重複も回避できるという。

それら優位性に対し、Bantel (2006) は、ニッチ戦略のリスクについても次のように説明する。

広い範囲を狙うアプローチを擁護する立場として、ニッチ企業が広く積極的に参入しないということは、競合企業の広い範囲へのアピールには到底及ばないということを覚悟することであるとの議論がある。攻撃的な競争相手は、ニッチ企業が対応できないより優れた製品、例えば低価格の〔同質〕製品を提供することで、これまで無視されていた市場セグメントを狙うという決定を下すかもしれない。ニッチ内の技術や買い手の選好が変化することで、〔ニッチ企業の〕売上や利益の獲得可能性が低下し、〔ニッチ〕企業の成長が脅かされるかもしれない。ニッチ企業の差別化を生み出す基盤が浸食され、顧客に対して十分な価値を提供できなくなるかもしれない。また特化 (specialization) が、ニッチ企業が1つの市場セグメントから素早く簡単に撤退し、新しい市場に参入することを困難にする (*Ibid.*, p.132)。

ニッチ戦略の追求によって広範囲の市場や顧客への訴求を捨て去ることになるが、それに伴うリスクは、概して環境変動への脆弱性にあるといえる。攻撃的な企業の新規参入、技術や消費者ニーズの変化などにより、ニッチ企業がこれまで手掛けてきた製品や事業を取り巻く状況が変容し、既存の優位性が急激に失われることがある。しかも、ニッチ企業は狭い領域に特化して資源や能力を蓄積してきたため、新たな市場や製品への参入が難しくなる。つまり、特定の市場や顧

客向けに蓄積されてきた資源や能力が、環境変動への対応力を失わせるのである¹⁾。

さらにBantel (2006) は、「狭い範囲への参入と広い範囲への参入のトレードオフは、より確立された大企業のことを考察することで最も理解される」(p.132) とし、「広範囲戦略」(broad strategy) (p.132) を追求する大企業のリスクを次のように説明する。

確立された大企業 (large, established firms) であっても広範囲戦略の追求にはリスクが伴う。戦略の範囲の広さは、必要とされる内部能力を開発し維持するために大量の資源の利用を必要とする。多くの製品品種の取り扱い、製造、製品開発、広告への出費を増加させる。広範囲戦略を追求する企業は、多数の活動を包含するために、イメージや評判のいっそうの拡散 (more diffuse image and reputation) に苦しむ。すなわち、一貫性や独自性の欠如こそが深刻な欠点となるだろう。沢山の活動のことを考えなければならず、意思決定はより複雑になり、それによって意思決定の速度が低下する。同時に何種類もの活動を実施することから、調整の必要性和努力の重複が増える。資源が非常に薄く広く配分され、各領域の掘り下げが不十分になることが、いつも問題となる (*Ibid.*, p.132)。

広範囲戦略のリスクは、必要とされる資源量 (ないし出費) の大きさにある。また、ニッチ戦略は明確なイメージが伝え易いのに対し、広範囲戦略はイメージの拡散さらに一貫性や独自性の欠如に苦しむ。広範囲戦略では、意思決定が複雑化し、内部調整の必要性や努力の重複が増える。資源に恵まれた大企業であっても、複数の市場や事業を扱うことで、資源配分が広く薄くなり各領域を深掘りできないという問題に直面する。

以上でみたように、ニッチ戦略とは、市場、製品、顧客などを狭い範囲に絞り込むこと、すなわち特定領域や特殊領域への集中を指し、特に資源制約を抱えた企業が、資源が豊かな確立された企業との競争に対峙する際に有効な方策となる。どのような市場や製品に絞り込むのが有利かといえば、例えばBantel (2006) は、産業発展の初期段階にあり有望な成長機会を追求する大企業が見過ごす市場を挙げ、Miller and Washington (2009) は、成長を一度経験した成熟市場で一定数の顧客が存在していることが明白であるが大きな供給業者に支配されていない市場を挙げ

1) ただし、Hannan and Carrol (1992) は、「ある時期と次の時期の環境条件が類似する場合は、変化の速さに関係なく、ジェネラリスト型の組織形態が最適となる。対して、環境条件が著しく異なる場合は、最適な組織形態は、変化のスピードに依存して決まる。この場合、緩やかな変化はジェネラリズムを促進し、速い変化はスペシャリズムを促進する」(p.159)、また「資源分割モデル」(resource-partitioning model) によれば「市場集中度が低い時は、市場集中度が高い時のように、スペシャリストの組織形態が出現しないだろう」(*Ibid.*, p.160) とし、ジェネラリストとスペシャリストが出現する様々な環境条件を特定しようと試みる。そして、彼らの研究結果を踏まえれば、スペシャリストが必ずしも環境変動に脆弱とは言い切れなくなる。他方、Porter (1985) では、Bantel (2006) と同じく、特定領域への集中は環境変動に脆弱であると指摘されている。

表2 ニッチ戦略と広範囲戦略の対比

	ニッチ戦略	広範囲戦略
特徴	特定の製品や市場など狭い範囲に特化。 事業ドメインを絞り込む。 資源制約を抱えた企業に適する。	多くの製品，多くの市場を取り扱う。 広い事業ドメイン。 資源が豊富な大企業が採用可能。
利点	資源の節約。 明確なイメージと評判の確立。 内部調整が容易。 意思決定が迅速。 活動や資源の重複が少ない。	環境変化への対応力。 技術や消費者のニーズの移行に対してある程度 の柔軟性を有する。 範囲の経済性の利用*。
欠点	環境変化への脆弱性。 特化した能力や資源が柔軟性を失わせる。	イメージの一貫性や独自性の欠如。 資源を大量消費。 内部調整の複雑さ。 意思決定が遅くなる。 活動や資源が重複する。 各領域を深掘りできない。

(注) *が付されている「範囲の経済性」は，下記の文献内で明確な言及はないが，広範囲戦略の1つの重要な利点と思われるため筆者が加筆した。

(出所) Bantel (2006) を参考に筆者作成。

る。

なお，これまで述べてきたニッチ戦略と広範囲戦略の利点と欠点は，表2のように要約できるだろう。

3.2 対比

次に，これまでみてきた経営戦略論やマーケティング論の「ニッチ戦略」と，生態学における「ニッチ」や「ニッチ構築」を対比させ，両者の共通点と差異点を明らかにしていきたい。

まず共通点を見る。生態学によれば，ニッチは，全体環境のなかで生物が自らの居住のために選択ないし構築した部分環境である。それら部分環境は，具体的に，巣，穴，隠れ場，網，蛹殻，化学的環境などとなる。またニッチ構築という考え方では，環境や競争からの選択圧によって生物がそれら部分環境を受動的に選択させられるという関係（自然選択，環境⇒生物）だけでなく，生物自らが環境に能動的に働きかけることで自らに適合的な環境を作り出したり，逆に自らの働きかけにより環境との適合を破壊する，という生物と環境との相互関係（ニッチ構築，すなわち環境⇔生物）が強調されていた。

経営戦略論やマーケティング論では，広い経営環境や全体市場のなかから特定の市場や特定の

事業に集中する行動がニッチ戦略と捉えられていた。資源制約を抱えた企業が、競合企業の圧力に対峙しながら自らの存続のために特定領域に集中するという行動は、まさに環境の選択圧や他種との競争などによって生物が自らの居住空間を受動的、能動的に選択したり構築するという生態学のニッチの捉え方に類似する。当然、そこでは、資源制約を抱えた企業（内部資源）と集中化された特定・特殊市場（外部環境）との適合関係が意識されている。

つまり、生態学でも、経営戦略論でも、ニッチが、全体環境のなかの生物や企業に適合した部分環境としての居場所（address）を示す、という点で一致している。そして、それら居場所の具体的形態は、生態学では生物が暮らす巣や穴、経営戦略論では企業が活動する市場や事業領域となる。

一方、生態学と経営戦略論では、ニッチの捉え方に異なる内容がみられた。その違いは、部分環境の広さや大きさに関する両者の考え方にある。生態学では、全体環境のなかの部分環境ということで確かに全体環境よりも狭い範囲を指すわけだが、その部分環境はかなりの広がりを持つこともあれば、狭くなることもあると捉えられていた。例えば、環境間のトレードオフが緩やかで生物の適応力が高く、また種間競争が緩やかな場合などは、生物はかなり広い範囲に生息することがある。他方、トレードオフがあり、また種間競争が激しい場合などは、生物の分布はかなり狭い範囲に限定されることになる。前者のように広い範囲に分布する種はジェネラリスト、後者のように制限された範囲に分布する種はスペシャリストと呼ばれる。そして生態学では、広い範囲、狭い範囲の部分環境いずれもが生物のニッチ（居場所）と捉えられていた。すなわち生態学では、生物が生息する部分環境の広さや大きさに関わりなく、まさに生物の特性に適合した部分環境がニッチと捉えられているといえる。

他方、経営戦略論やマーケティング論のニッチ戦略では、企業が自らの市場、製品、事業、活動を狭い範囲に特化ないし特殊化することが強調されていた。すなわち、企業行動としてのニッチ戦略は、生態学でいうところのスペシャリストの行動を指すことになる。多くの市場に対して多数の製品を展開する大企業はジェネラリスト、限られた製品や活動に集中することで限られた資源を効率利用する企業がスペシャリストとされ、経営戦略論やマーケティング論では、そのスペシャリストの行動をもってニッチ戦略と捉えられていた。

以上の議論を要約したものが表3である。すなわち、生態学でも、経営戦略論でも、ニッチが、生物や企業の特性に適合する居場所と理解されていた。しかし、その居場所の広さ、大きさについては、両者に考え方の違いがみられた。生態学において、それら生物の居場所としてのニッチは、環境間のトレードオフ、生物の適応能力、資源の分布状況、他種との競合などによって、広くもなるし、狭くもなる捉えられていた。すなわち生態学では、ジェネラリスト、スペシャリストいずれの行動も、ニッチを選択し構築する行動と捉えられていた。他方、経営戦略論やマーケティング論では、自らの活動範囲を特定・特殊領域へと絞り込むスペシャリストの企業行動がニッチ戦略とされ、そこではニッチがかなり狭い範囲の居場所（例えば隙間市場など）と捉えられていた。

表3 共通点と差異点

	経営戦略論	生態学
共通点	企業の位置。 市場、製品、事業、活動など。	生物の居場所。 巣、穴、隠れ場、網、蛹殻、化学的環境。
差異点	狭い範囲への集中。 スペシャリストの行動を指す。	広い範囲、狭い範囲、どちらもニッチである。 ジェネラリストとスペシャリストがある。

(出所) 筆者作成。

4 ニッチ戦略の再解釈

さて、以上の考察を踏まえ、ニッチ戦略をどのように理解すれば良いか、という問題を検討していきたい。この問題に取り組むに際し、大きく分けて、原語の意味(巣を作る)に近いと考えられる生態学のニッチ概念に則して経営戦略論のニッチの捉え方を見直すという立場と、経営戦略論で独自のニッチ概念が既に定着しているので修正をおこなう必要がないとする立場があるだろう。本稿では前者の立場からニッチ戦略の内容や意味に再解釈を加えていくことになるわけだが、そこには、その作業を通じて経営戦略論に新しい視点が付加できるのではないか、あるいはニッチ戦略さらに経営戦略の本質を改めて確認できるのではないか、との狙いがある。

4.1 どのようにニッチ戦略を理解すべきか

まず、生態学のニッチは、生物の特性に適合的な部分環境ないし居場所であったが、この考え方を企業行動としてのニッチ戦略に適用すると、自社の経営資源に適合した市場や事業領域を選択し、自らが存続ないし成長できる場所を選択ないし構築していく行動となろう。例えば、資源の豊富な企業はより多くの市場や事業で活動することで環境変動への柔軟性を確保しようとするかもしれないし、資源制約を抱える企業はより狭い範囲の市場や事業に限られた資源を集中投下することで生き残りを図ろうとするかもしれない。また、後発企業は先発企業がまだ参入を果たしていない領域、いわゆる隙間市場を発見し、そこへの参入を狙うかもしれない。生態学による生物の特性に適合する居場所というニッチの捉え方に則して考えると、広い市場や多数の事業、狭い市場や単一の事業、そして隙間市場はすべて、企業が自社の資源や体制との適合を目指して選択ないし構築した部分環境、すなわちニッチとなる。このようにニッチを理解すると、ニッチ戦略は、自社の資源や体制が最も活かせる領域や場所に自社を位置づける行動と捉えられる。

では、なぜ、経営戦略論やマーケティング論において、ニッチを狭い領域(市場、製品、事業、活動)や隙間市場と捉え、ニッチ戦略をそれら狭い領域や隙間への特化や特殊化と捉えることになったのか。推測の域を出ないが、ニッチが全体環境のなかの部分環境(部分集合)を指し、さらに生物が基本ニッチ(理論上生息できる範囲)から実現ニッチ(実際に生息する範囲)へと生息地を狭め

ることがあるため、狭い領域への特化という見方が導き出されてきたのかもしれない²⁾。確かに生態学でも、「大抵の種は、少なくともある意味ではスペシャリストだろう」(Mayhew, 2006, p.97; 120頁)と主張されることがある。この文のなかの「ある意味」とは、大部分の生物は、全体環境すべてに生息できるわけではなく、自らの特性に適合した部分環境を選び、そこに居住する、という点でスペシャリストになるという意味であろう。しかし繰り返し述べてきように、生態学では、部分環境としての空間は広くなることもあれば狭くなることもあり、さらに実現ニッチも狭い範囲になることもあれば広い範囲になることもあると捉えられていた。

そこで本稿では、生態学のニッチの捉え方(すなわち「生態的地位」)に則し、ニッチ戦略を、自社の資源や体制さらに外部環境の有り様や他社との競合関係をみながら、自社に適合した場所や領域を選択ないし構築する行動と理解する。それは企業と外部環境とのより良い適合関係を追求することであり、まさに経営戦略論の基礎になる考え方ともいえよう。さらに、その場合、各社が多様な資源や体制を有し、それら多様な資源や体制を有効に活用できる領域を適切に選択していくことになれば、全体環境のなかで多様な企業が多様な戦略のもとでうまく相互依存(競争・協調)しながら棲み分け、という状況が作り出されることにもなる。それは、自然界において多様な生物が競争・協調しながら巧みに棲み分けをおこなう、いわゆる健全な生態系の有り様に類似することにもなる(*cf.*, Iansiti and Levine, 2004, p.76)。

4.2 戦略多様性への視点

生態学のニッチ理論は、多様な生物の多様な生き方、すなわち「生物多様性」(biodiversity)(Hubbel, 2001)を説明するための論理でもある。他方、ニッチ戦略を狭い範囲や領域への集中化行動と限定的に捉えてしまうと、ニッチ本来の意味から乖離するだけでなく、成功や存続に向けた企業行動を1つの型(すなわち集中や特化)に嵌めることを意味し、もって企業の多様な生き方を否定することに繋がるのではないだろうか。対して、ニッチ戦略を企業の資源や体制にあった市場ないし領域の選択と、それによる外部環境との適合を追求する行動と捉えるならば、適合を生み出すための戦略の内容は多様となり、もって企業行動や戦略の多様性を認めていくことになるのではないか(*cf.*, Aharoni, 1993)。

実は、社会学の組織論のなかに、組織や企業の多様性の説明を目的とした「組織生態学」(population ecology of organization)(*cf.*, Hannan and Carrol, 1992)という考え方がある。そのアプローチの出発点にある問題意識は、「なぜ、これほど多くの異なった種類の組織が存在するのか?」(Why are there so many different kinds of organizations?)(*Ibid.*, p.4)にあるが、そこでのニッチの捉え方は、生態学のそれにほぼ一致する。同アプローチの代表的論者Hannan and Carrol(1992)は、組織のニッチを説明するにあたり基本ニッチと実現ニッチの概念を用いており、例

2) 建築用語としてのニッチ、すなわち「像・花瓶などを置くために壁などに設けた装飾的なくほみ」の「広い壁のなかのくほみ」を「小さな隙間」とみることで、「ニッチ=隙間市場」と捉えられるようになったという可能性も否定できない。その場合、建築用語としてのニッチが、いつ、どこで、どのように、使われるようになり、経営学にどのように影響を与えたかを調べる必要がある。

えば生物の基本ニッチは「生物個体群が成長、そして少なくともその数を維持できる全ての環境条件の集合体」(p. 28)であるが、「それを拡大解釈すれば、ある組織形態の基本ニッチ (fundamental niche of an organizational form) は、その形態を与えられた組織が自らの役割を維持できる社会的、経済的、政治的な状況」(p.28)と理解できると述べる。また、同じく組織論の研究者Aldrich and Ruff (2006) は、組織生態学の考え方を批評するなかで、ニッチ概念を「個体群を支える独特な資源〔環境〕の組み合わせ」(p.35)と説明する。組織生態学では、ニッチが、組織や組織群を取り巻く社会的、経済的、政治的状況あるいは組織群を支える資源環境、すなわち特定の組織群が存続や成長を維持できる状況、環境、場所と捉えられ、狭い領域や隙間市場などと限定的に捉えられていない。

またHannan and Carrol (1992) は、生物と同じく組織にもジェネラリストとスペシャリストがあり、「ニッチが多様かつ豊富な資源を基礎とし、組織個体群が多様な資源のもとで生き残れる時に、その個体群はジェネラリストの性質を持つ。特殊な形態を有する組織が狭い範囲の資源に依存している時、それらはスペシャリストの性質を持つ」(p.159)と述べている。すなわち、様々な「ニッチの幅」(niche width) (*Ibid.*, p.159) が存在し、広いニッチもあれば狭いニッチもあり、また広いニッチで活動するジェネラリストの組織もいれば狭いニッチで活動するスペシャリストの組織もいるということであり、まさに生態学のニッチの捉え方に一致する。

繰り返しになるが、本稿では、ニッチ戦略を、企業の資源や体制に適した市場や事業領域を選択ないし構築し、それにより内部資源と外部環境との適合を追求する行動と捉える。その場合、企業が選択ないし構築する領域は様々な幅と広さを有し、また環境との適合を生み出すためのニッチ戦略の内容も多様となる。ただし、多様な戦略の存立可能性があるとはいえ、資源や体制の似通った企業同士はどうしても同じような戦略を追求することになるため、当然、現実のビジネスにみられるような激しい同質的競争が発生することになる。とはいえ、生態学の研究テーマの1つが生物多様性の解明にあるように、生態学のニッチの意味に則しニッチ戦略を捉え直すことが、これまで経営戦略論研究者が余り目を向けてこなかったとされる「現実の〔ビジネス〕社会の豊かさ」(Aharoni, 1993, p.42)、すなわち多様な企業による多様な戦略の追求可能性、言い換えれば戦略の多様性や企業行動の多様性を把握する第一歩となるのではないか。

5 むすびにかえて—そこから何を学ぶのか

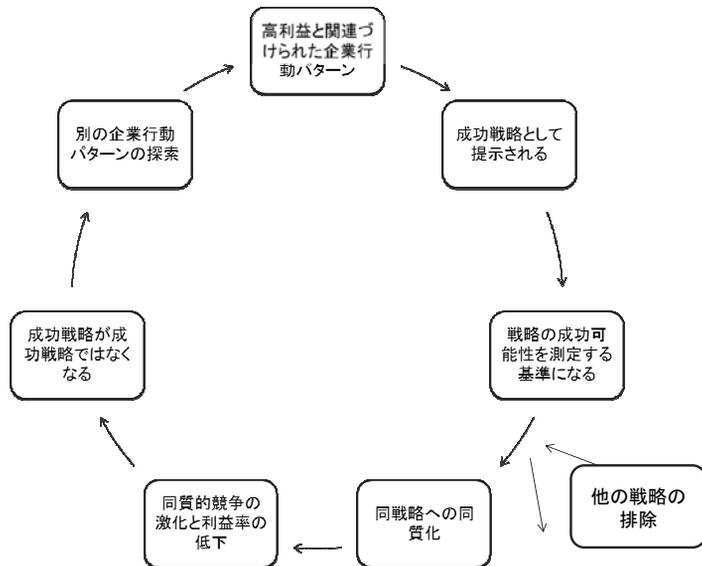
最後に、以上のようにニッチ戦略を捉え直すことが、経営戦略論やマーケティング論にいかなる意義や意味をもたらすかを検討する。

例えば、Aharoni (1993) は、“In Search for the Unique; Can Firm-specific Advantages be Evaluated?” (「独自性の探究-企業特殊優位は評価できるのか?」) という論文のなかで、「多くの〔経営戦略〕研究が、これまで重大な見過ごしをおこなってきた。理論構造やデータ特性が、時にわずかな選択肢しか許されていない企業だけを選び出すという決定論的パラダイム (deterministic paradigms) の環境下で行動する、いわゆるマーシャル流『代表的企業』(representative firm) の

説明に関心を向かわせた。僅かな研究のみが平均的かつ代表的な企業の対局にある（最高あるいは最低の業績を有する）異端企業（outlier）の調査をおこなってきた。…（中略）…結果、我われは、起業家からユニークな戦略（unique strategy）を提案されたとしても、その成功可能性を予見する適切な道具さえ持ち合わせていない。一体、どれだけの数の戦略論研究者が、新規で独自のアイデアの成功可能性を判断しなくてはならないベンチャー・キャピタリストの成功率の向上に参与してきたのであろうか？ 不幸な結果は、事業戦略の核心をなす戦略の独自性に関する研究が依然として未開拓であるということである。…（中略）…科学的厳密性を達成する試みのなかで、戦略研究は、自らの重要な存在理由ともいべき独自性への探究（the search for the unique）を放棄してしまった。…（中略）…〔今後の〕戦略研究は、競合他社が採用していない新しい戦略を構築する方法に目を向けるべき」（p.34）であると、既存の戦略論研究の問題点を指摘する。すなわち、Aharoni（1993）は、企業の経営戦略の核心は他社が採用していない独自戦略を策定し実行することにあるにもかかわらず、戦略論研究者はその独自性を評価する適切な道具を持たないし、また独自性に関する研究も未開拓なままであると指摘する。そして、Aharoni（1993）は、そのような問題を生み出す原因が、既存の経営戦略研究の「理論構造やデータ特性」（p.34）、あるいは「社会科学の研究者が、まったくランダムで特異と見られる企業行動の研究を避け、そして特定の企業の行動ではなく集団としての企業を研究するように訓練されている」（p.34）ことにあるという。

残念ながら、Aharoni自身は、既存研究の「理論構造やデータ特性」（*Ibid.*, p.34）にいかなる問題が認められ、またそれによって、なぜ、独自戦略への評価や探求が困難になるのか、という点

図5 成功戦略の悪循環



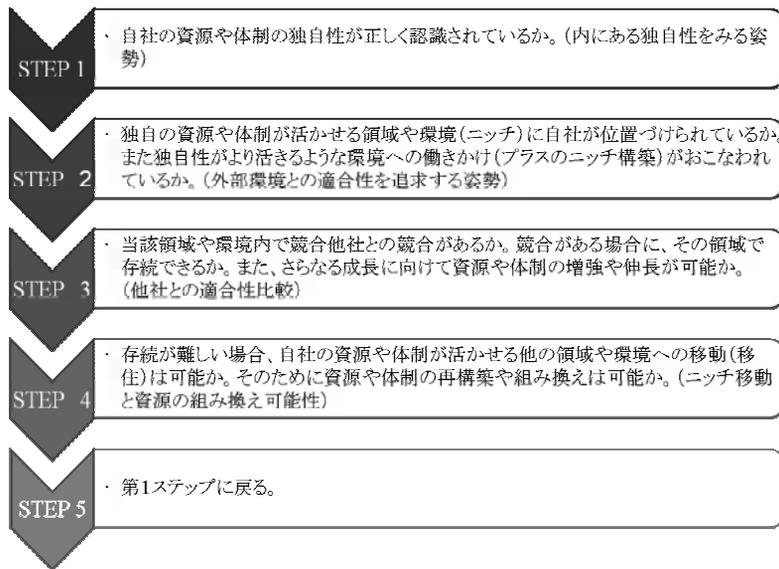
（出所）筆者作成。

について詳細な議論をおこなっていない。しかしあえてそれら問題に関して推論してみると、例えば、Aharoniが指摘する既存研究の理論構造やデータ特性とは、企業行動に関するデータを大量に収集し、そこにみられる幾つかの企業行動のパターンを導き出し、さらにそれら行動パターンと利益率（例えばROI）との相関を確認する作業を通じて成功法則へと一般化していくという構造ないし手順を意味しているのではないか。なかでも高利益率との高い相関が確認された企業の行動パターンは、成功戦略の1つとして提示されることになるだろう。そして次に、この成功戦略の内容こそが他の戦略の成功可能性を評価する基準となり、この戦略内容から逸脱した新規の戦略は成功可能性の乏しい戦略とみなされるだろう。このように新規かつ独自の戦略の成功可能性が詳細に検討されなくなるばかりか、成功戦略と位置づけられた戦略内容への戦略の同質化が促される。戦略の同質化は同質的競争そして競争激化による利益率低下へと繋がり、もって成功戦略は成功戦略としてのライフサイクルを終える。すなわち、図5にみられるような成功戦略の悪循環ともいえるべき状況へと陥るのではないだろうか。

それでは、Aharoni自身は、独自戦略の成功可能性をどのように評価するのが良い、と主張するのか。実は、彼は、多国籍企業論の研究者は以前から「企業特殊優位」(firm-specific advantages)という企業独自の強みの存在に注目していたと主張するのみで、議論の本質ともいえるべき、企業の独自戦略の評価方法に関する独自の見解を提示していない。既存理論の批判を通じて、独自性の見過ごしという経営戦略研究の本質に迫るような問題を指摘したことは高く評価できるが、彼自身は少なくとも上記“In Search for the Unique”の論文内で、自ら提起した問題を深く探求しているとはいえない。やはり独自戦略の評価方法や構築方法に関して、彼自身の所見が提示されて然るべきであった。

そこでAharoni (1993)による「独自性への探究を放棄してしまった」(Ibid., p.34)という指摘が経営戦略研究の陥穽をうまく捉えていると認めたい。本稿で提示されたニッチ戦略の再解釈、すなわち企業が有する資源や体制に合った領域の選択や構築と、それによる環境との適合関係の追求という考え方に依拠して、あくまで1つの試論に過ぎないが、図6のように戦略の独自性を評価するための枠組みを考えてみたい。自社の資源や体制が正しく把握され、そこに存在する独自性が正しく認識されているかが第一の評価ステップとなる。次に、自社の資源や体制を最大限活かせる領域（すなわちニッチ）に自社が位置づけられているか、また自社の資源や体制をより活かせるような外部環境（ニッチ）への働きかけ、すなわちプラスのニッチ構築がおこなわれているかが第二の評価ステップとなる。さらに、自社が位置する領域や環境のなかに競合他社が存在する場合、その領域内で競争を生き残ることができるのか、また存続するために資源や体制の増強や伸長が可能なのか第三の評価ステップとなる。すなわち、それは、競合他社よりも自社の方がその領域や環境に適合しているか否か、という適合性比較分析を意味する。仮に他社の方がより適合しているとなれば、自社の資源や体制を活かせる他領域や環境（ニッチ）への移動（プラスの移住）の可能性はあるのか、さらに移動のために資源や体制の再構築や組み換えが可能なのか第四の評価ステップとなる。そして、再構築や組み替えの可能性がある場合は、再構築さ

図6 ニッチ戦略再解釈に基づく戦略独自性の評価について



(出所) 筆者作成。

れる資源の独自性の評価作業が第五のステップとなる。すなわち、ここで資源や体制の独自性を評価する第一ステップへと戻ることになる。

なお、上記の評価ステップでは、どのような内容の資源や体制が独自性を有するのか、どのような領域(製品、事業など)や環境(広さ、大きさ、地域など)で成長が望めるのかという戦略の内容に関する事前の判断はおこなわれない。そこで評価されるのは、自社の資源や体制のなかに独自性を見つけ出そうとする姿勢、自社の資源や体制を最大限に活かせる領域を発見・選択しようとする姿勢、内部資源と事業領域や環境との適合を追求しようとする姿勢である。つまり、上記の考え方の特徴は、内容ではなく姿勢を評価することにあるわけだが、良い資源や体制の内容、また成功確率の高い事業領域や環境の内容を指し示すことこそが、そこへの同質化を促し、企業行動や経営戦略の多様性を阻害する要因になると本稿では繰り返し述べてきた。成長が期待できると喧伝される市場や事業領域、また流行りのビジネス・モデルに無批判に飛びつくことこそが、「競争の大混雑」(competitive overcrowding) (Aarker, 2001, p.90) を発生させ、企業や事業の短命化を加速させているのではないだろうか。

生物は、特に誰からも指示されずに、全体環境のなかで自らの居場所を見つけ出し、それによって生態系の多様性や全体バランスを維持している。ここに人間が余計な手を下すことで意図せず生態系のバランスが崩れ(例えばハブの天敵であるマングースの移入)、時に生物の多様性が損なわれることがある(マングースによるヤンバルクイナやアマミノクロウサギなど希少在来種の捕食)。企業の経営戦略では、各経営者が自らの資源や体制を精査しそこに独自性を見出し、それら独自性に適合する領域(市場や事業)を自ら適切に判断し選択していくという姿勢がまず重要となり、さ

らにより良い適合関係を目指して資源や体制の高度化や環境へのプラスの働きかけをおこなうという姿勢こそが、企業による独自戦略の追求と、それによる企業と戦略の多様化を生み出す力になると考えられる³⁾。これに対して、第三者（コンサルタント、アナリスト、研究者）が有効な戦略内容や有望な領域を指し示し、それを企業経営者が無批判に受け入れることが、意図せず、企業や戦略の多様性を損なわせる原因となってしまうことがある。

本稿では生態学の知見を参考にしながら企業のニッチ戦略の再解釈を進めてきたわけだが、ここではニッチ戦略ばかりか経営戦略の基礎ともいえるべき、企業内部の資源や体制に独自性を見つけ出す姿勢、そして独自性に適合する場所や領域を選択し構築する姿勢、すなわち「独自性」(uniqueness)と「適合性」(fitness)の重要性が改めて確認されることになった。

【参考文献】

- Aarkar, D.A., *Developing Business Strategies (6th edition)*, Wiley & Sons. (今枝昌宏訳『戦略立案ハンドブック』東洋経済新報社, 2002年)
- Aharoni, Y., In Search for the Unique; Can Firm-specific Advantages be Evaluated? *Journal of Management Studies*, vol.30, 1993, pp.31-49.
- Aldrich, H.E. and Ruff, M., *Organizations Evolving (2nd edition)*, Sage, 1999.
- Bantel, K., High Tech, High Performance: The Synergy of Niche Strategy and Planning Focus in Technological Entrepreneurial Firms, in Dalgic, T.(ed.), *Handbook of Niche Marketing: Principles and Practice*, Haworth Press, Inc., 2006.
- Hannan M.T. and Carrol, G.R., *Dynamics of Organizational Populations: Density, Legitimation, and Competition*, Oxford University Press, 1992.
- Hubble, S.P., The Unified Neutral Theory of Biodiversity and Biogeography, Princeton University Press, 2001. (平尾聡秀ほか訳『群集生態学—生物多様性学と生物地理学の統一中立理論』文一総合出版, 2009年)
- Iansiti, M and Levien, R., Strategy as Ecology, *Harvard Business Review*, March 2004, pp.69-78.
- Mayhew, P., *Discovering Evolutionary Ecology: Bringing Together Ecology and Evolution*. Oxford University Press, 2006. (江副日出夫ほか訳『これからの進化生態学—生態学と進化学の融合』共立出版, 2009年)
- Miller, R. and Washington, K., *Consumer Marketing 2009*, Richard K. Miller & Associates, Sep. 2009.
- Odling-Smee, F.J. et al., *Niche Construction: The Neglected Process in Evolution*. Princeton University Press, 2003. (佐倉統ほか訳『ニッチ構築—忘れられていた進化過程』共立出版, 2007年)

3) ただし、このように企業や戦略の多様性が実現されることによって、よりマクロの視点から経済全体や社会全体の資源利用の効率性にどのような影響が及ぶかを考察していく必要があるだろう。例えば、棲み分けによって企業間での競争が緩和されれば資源の効率利用が阻害される可能性もあるわけだが、逆に、多様性によって消費者の選択肢の幅が広がるとすれば消費者の効用が向上する可能性もある。

執筆者紹介

矢口 義教 (専任講師)

松村 尚彦 (本学准教授)

和田 正春 (本学准教授)

山口 朋泰 (専任講師)

松岡 孝介 (専任講師)

村山 貴俊 (本学教授)

東北学院大学学術研究会

会 長 星 宮 望

評 議 員 長 菅 山 真 次
編 集 委 員 長

評 議 員

文学部 遠 藤 裕 一 (編集)

佐 藤 司 郎 (編集)

辻 秀 人 (編集)

経済学部 越 智 洋 三 (編集)

泉 正 樹 (会計)

佐 藤 滋 (編集)

経営学部 菅 山 真 次 (評議員長・編集委員長)

松 岡 孝 介 (会計)

折 橋 伸 哉 (編集)

法学部 黒 田 秀 治 (庶務)

白 井 培 嗣 (編集)

木 下 淑 恵 (編集)

教養学部 吉 田 信 彌 (編集)

伊 藤 春 樹 (編集)

乙 藤 岳 志 (庶務)

金 菱 清 (編集)

東北学院大学経営学論集 第 1 号

2011年12月5日 印刷 (非売品)
2011年12月9日 発行

編集兼 菅 山 真 次
発行人 針 生 英 一
印刷者
印刷所 ハリウ コミュニケーションズ株式会社
発行所 東北学院大学学術研究会
〒980-8511
仙台市青葉区土樋 一丁目3番1号東北学院大学内

TOHOKU GAKUIN

BUSINESS REVIEW

December 2011 (No.1)

The Career and Academic Achievements of Professor Emeritus Susumu Fuji.....(1)

[Articles]

Business Ethics Education in Japanese Institutions of Higher Education : An Exploratory Study
for the Establishment of Business Ethics Education.....Yoshinori Yaguchi(7)

Linear information dynamics and equity valuation : An application of Dechow,
Hotton and Sloan (1999) to a study of the Japanese market.....Naohiko Matsumura(21)

A Consideration of the use of Marketing for Local Power Creation.....Masaharu Wada(47)

A Review of empirical research on real discretion focusing on capture methods
.....Tomoyasu Yamaguchi(73)

Deployment methods of revenue variance in fixed revenue accounting and related issues
.....Kohsuke Matsuoka(113)

[Notes]

What is the niche strategy?.....Takatoshi Murayama(135)

The Research Association, Tohoku Gakuin University
Sendai, Japan