

## 論文

# 企業の戦略的行動が持続的な競争優位に与える影響の検証

小笠原 亨<sup>\*†</sup>, 新井康平<sup>\*\*</sup>, 井上謙仁<sup>\*\*\*</sup>

### <論文要旨>

近年、企業の戦略的な行動が財務諸表から統計的に推定可能となり、管理会計の視点からも、それら行動についての理解が深まりつつある。代表的なものとして、コストリーダーシップや差別化といった「ジェネリック戦略」、組織が見えざる資産を有して収益を獲得するための資源である「組織資本」の会計情報からの測定という研究成果がみられた。本研究では、これらの会計情報によって測定された戦略的な行動が中長期的な将来利益にどれだけ影響を与えるのかを実証的に明らかにした。

### <キーワード>

ジェネリック戦略, スタック・イン・ザ・ミドル, 組織資本, インタンジブルズ

## The Impact of a Company's Strategic Actions on the Sustainable Competitive Advantage

Toru Ogasawara<sup>\*†</sup>, Kohei Arai<sup>\*\*</sup>, Kento Inoue<sup>\*\*\*</sup>

### Abstract

In recent years, strategic behaviors of firms have become statistically estimable from financial statements, and our understanding of these behaviors is deepening from the perspective of management accounting. Generic strategies (such as cost leadership strategy, and differentiation strategy) and organizational capital (which is an invisible asset of an organization and a resource for earning profits) are examples of such behaviors. In this study, we empirically identify the extent to which these strategic behaviors affect future profits at any given time.

### Keywords

Generic Strategy, Stuck in the Middle, Organizational Capital, Intangibles

---

2021 年 9 月 12 日 受付

2022 年 2 月 26 日 受理

\* 熊本学園大学商学部准教授

† 神戸大学経営学研究科研究員

\*\* 大阪公立大学商学部准教授

\*\*\* 近畿大学経営学部講師

Submitted: September 12, 2021

Accepted: February 26, 2022

\* Associate Professor, Faculty of Commerce, Kumamoto Gakuen University

† Researcher, School of Business Administration, Kobe University

\*\* Associate Professor, Faculty of Business, Osaka Metropolitan University

\*\*\* Assistant Professor, Faculty of Business Administration, Kindai University

## 1. はじめに

企業が持続的な競争優位を得るにはどうすればよいか。この問いは戦略論における伝統的な研究課題である。ジェネリック戦略 (Porter 1980) やリソース・バースド・ビュー (Barney 1991) といった古典的な戦略理論は、企業がどのように競争的な市場において超過利潤を得るか説明する。これらの理論によれば、(1) コストリーダーシップ戦略や差別化戦略によって他社と異なる製品市場を作り出し独占市場に近い状態を築くこと、(2) 他社には模倣困難な経営資源を活用すること、といった手段により同質な他社との競争を巧みに避けることによって、企業は競争的な市場においても超過利潤を享受できる (入山 2019)。これらの理論は、完全競争市場に近づくほど企業の利潤はゼロに近づくという古典的な経済理論の予測をもとにしている。

それでは、市場が競争的であるほど、実際に企業の利潤は低下するのだろうか。平均回帰 (mean reversion) に関する一連の研究結果は、この予測を支持している。平均回帰とは、企業の利益が経済全体の平均値へと回帰する傾向を指す。例えば、Freeman et al. (1982) は当期の利益が増加した企業ほど、次期の利益が減少する傾向にあるという結果を示した。この結果は、企業が一時的に高い利益をあげたとしても次期には利益が減少し業界平均など経済全体の平均値へ回帰することを示唆している。他にも平均回帰に関する研究は、業界の参入障壁やレバレッジ (Lev 1983)、期待利益よりも高いか低い (Fama and French 2000) などの要因が平均回帰もしくは平均回帰のスピードに影響を与えることを示している。なかでも、Healy et al. (2014) は、49カ国 48,465 企業という大規模なサンプルを用いて国際間の平均回帰の違いについて調査を行った。彼らの主要な分析結果の1つとして、生産物市場が競争的な国に所属する企業ほど ROA に関する平均回帰の速度が早いということが明らかとなった。この結果は、彼ら自身が主張するように、競争的な市場ほど企業利潤が低下するという古典的な経済理論がもたらす予測と整合的である。

平均回帰を防いで高い収益性を維持する、すなわち持続的な競争優位を獲得するにはどうしたらよのだろうか。Maury (2018) では、平均回帰を防ぐ要因として規模や市場シェアなど経済レントに関する指標、および研究開発費や広告宣伝費といったブランドやイノベーションに代表される戦略上の参入障壁を生み出す要因となる指標の2種類を用いて、これらの指標が平均回帰を防ぐかを検証した。分析には、23カ国の1985～2013年における25,529企業に関するデータベースが利用された。分析の結果、経済レントに関わる指標は平均回帰を防ぐ効果が見られたものの、参入障壁を生み出す要因となる指標については有意な結果が得られなかった。すなわち、参入障壁を築くことが他社との競争を遠ざけ、企業の超過利潤獲得につながると主張する古典的な戦略論を、この分析結果は支持しなかった。

Maury (2018) の分析上の問題点は、利用した広告宣伝費や研究開発費が単年度のデータのみだったことにある。広告宣伝費や研究開発費といった販売費及び一般管理費 (以下、販管費) に関する支出は、上場時期など変化しにくい要因によってある程度決まっているとの報告もあるものの (Srivastava 2014)、単年度のデータのみを使うことは突発的な要因や実体的利益調整 (Roychowdhury 2006) などの影響を受けることも否定できない。実際、広告宣伝費や研究開発費に関する支出はコスト変動の理論モデルでも十分に説明できないとの報告もある (Hayakawa et al. 2021)。また、販管費は、会計上は費用として処理されるもののインタンジブルズへの投資という資産としての側面もある (Lev 2001; Lev et al. 2009)。そのため、単年度の数値ではな

く、会計上の固定資産と同様に投資額を積み立て、各期にわたって償却するといった処理を施すことで、販管費支出が将来リターンに与える影響を正確に検証できる可能性がある (Lev et al. 2009; Eisfeldt and Papanikoraou 2013)。つまり、単年度ではなく複数年度・複数種類の統合的な指標を用いて変数を作成し、さらなる検証を行う必要性が示唆されている。Maury (2018) も「経営学の理論で議論されている変数をカバーできるようなりッチな指標を使った研究が将来的に求められる (Maury 2018 p. 112)」と言及している。つまり、先行研究においては、戦略的な行動が、企業の持続的な競争優位にもたらす影響について、いまだに研究蓄積が求められている状況にある。

一方、近年では財務諸表データを用いることで、複数年度・複数種類の統合的な指標から、企業の戦略的な行動について統計的に推定するという研究が進んでいる。そのような先行研究として、ジェネリック戦略について推定した Banker et al. (2014) や、組織資本について推定した Lev et al. (2009) が挙げられる。これらの先行研究の方法を用いて、戦略の代理変数を推定し、その指標と企業業績の関係を分析することで、先行研究の限界を克服することができるだろう。本研究では、先行研究で提唱されているジェネリック戦略と組織資本の変数を用いて、持続的な競争優位に関する検証を行う。これにより本研究は、財務諸表データから測定された戦略的な行動が中長期的に有用なシグナルとなるのかを明らかにし、同時に、戦略的な行動がもたらす中長期的な経済的帰結を明らかにすることを研究目的とする。

具体的な研究課題は、コストリーダーシップ戦略や差別化戦略といったジェネリック戦略、組織資本といった多様な戦略的な行動についての代理変数が、次期から7期先までの将来にわたりどのように業績に影響を及ぼすのかを明らかにすることである。日本企業の23,226企業・年からなる財務諸表データにより分析を行った結果、コストリーダーシップ戦略よりも差別化戦略がより高い将来業績と関連していること、差別化戦略は向こう7年間にわたって将来業績に正の影響を及ぼしていること、などの結果を得た。これらの結果は、(1) 戦略別の将来業績の影響を明らかにしたという戦略論研究に対してのインプリケーション、(2) 会計学において戦略を財務諸表から測定しようという試みが一定程度の有用性を有すること示したというインプリケーション、(3) 戦略的な支出が経済的なアウトカムに結びつくまでには相当程度の時間がかかるという実践的インプリケーション、という3つの研究上の貢献をもたらした。

このような議論を、本論文は、次のような構成で展開する。まず次章では先行研究をレビューし、同時に仮説を設定する。第3章では、本研究のサンプルと戦略的な行動の会計的測定の方法について述べる。第4章では、分析結果とその解釈を、第5章では、結論として本研究の貢献を明らかにする。

## 2. 先行研究と仮説

### 2.1 ジェネリック戦略

ジェネリック戦略とは Porter (1980) で提唱された企業の戦略を分類するための古典的なフレームワークである。ジェネリック戦略のなかでも大企業が採用する戦略として、コスト面で優位に立とうとする「コストリーダーシップ戦略 (cost leadership strategy)」, 製品やサービスを

特異だと見られるようにする「差別化戦略 (differentiation strategy)」の2点が挙げられる。これらの戦略は業界内でよりよいポジショニングをとることで、他社との競争を避け、市場独占に近い状態を作り出し、超過利潤を創出することが目的である (入山 2019)。コストリーダーシップ戦略のための大規模な設備投資や差別化戦略をもたらす新製品の開発やブランドなどは、競合他社が追随できないポジションを確立するための参入障壁となる。有効なジェネリック戦略を採用している企業は、こうした参入障壁により同じ業界内のなかでも他社との競争を避けることができ、持続的な競争優位を確立できるとされている。こうしたジェネリック戦略が企業のパフォーマンスに与える影響について統計的な検証も行われてきた。

例えば、Allen and Helms (2006) では 25 項目の質問票を用いて企業の戦略を分類し、ジェネリック戦略とパフォーマンスの関係について検証を行っている。Allen and Helms (2006) では、この質問票を MBA 生に回答してもらい、最終的に 221 のサンプルを対象に分析を行っている。分析の結果、すべての戦略がパフォーマンスと有意に相関していた。Teeratsirikool et al. (2013) ではジェネリック戦略に関する独自の質問項目を作成し、タイの上場企業 101 社のサンプルを対象にジェネリック戦略、業績指標およびパフォーマンスの関係について検証を行っている。

これらの研究はジェネリック戦略を測定する方法として質問票を採用している。企業の戦略を質問項目で捉える研究は研究者の想定する概念を捉えるように操作化できるという利点は存在するものの、(1) 回収率が低くサンプルサイズが小さい (もしくは歪む)、(2) クロスセクションでデータを収集するため時系列の分析を実施するのが難しいケースがある、といった問題もある。まず、回収率については経営学分野でも様々な議論がされている (Annsel et al. 2010)。Cycyota and Harrison (2006) によれば、トップ・マネジメントを対象にした質問票の回収率の平均値は 34% (中央値は 32%) であり、回収率は年々下がっている。企業の戦略を測定するためには、当然ながら戦略に対する最終的な意思決定を行うトップ・マネジメント宛に質問票調査を行う必要があるものの、その回収率は決して高くなく、特にトップ・マネジメントの回収率は他のセッティングにおける回収率と比べて有意に低い (Baruch and Holtom 2008)。次に、時系列分析の必要性については、Richard et al. (2009) で提唱されている。Richard et al. (2009) は、2005 年から 2007 年の経営学分野の学術雑誌に掲載された論文をレビューし、単年度のパフォーマンスではノイズに左右されること、戦略の効果が長期的に出るようなパターンを検証できないなどの限界から時間縦断的なデータ (longitudinal data) の利用が推奨されている (Richard et al. 2009, 741)。

このような問題点を克服したうえで、ジェネリック戦略が企業の持続的な競争優位に与える影響を検証する方法として、企業の戦略を財務指標から捉えるというアプローチの研究も存在する。Banker et al. (2014) では、売上高に対する研究開発費の比率や有形固定資産投資の回転率など 6 つの財務指標の過去 5 年間の平均値に対して因子分析を実施し、コスト因子と差別化因子を特定するという方法で、戦略変数を作成した。この戦略変数を用いて、Banker et al. (2014) では 1989 年～2003 年の米国企業 12,849 企業・年度を対象に、コストリーダーシップ戦略および差別化戦略が持続的な競争優位をもたらすかどうかについて検証している。分析の結果、コストリーダーシップ戦略の変数は企業の 1～2 年といった短期的な収益性の持続性にのみ影響を与えるのに対して、差別化戦略の変数は 1～5 年といった中長期的な収益性の持続性を実現していた。これらの戦略変数を実質的な参入障壁を表す変数として考えると、参入障壁が持続

的な競争優位をもたらすか検証した点では Maury (2018) と同様である。しかし、単年度・単一ではなく、直近5年分の企業内平均かつ複数の財務指標を採用している点で相対的にリッチな戦略変数であるといえる。ただし、財務指標から推定される戦略は企業の「意図した戦略」ではなく、「実現した戦略」にのみ焦点をあてている点には注意が必要である。企業が戦略的行動をとることで、実現した戦略が財務諸表に反映される (Banker et al. 2014, 877)。その結果、財務諸表の数値から実現した戦略を推定することが可能となる。そのため、財務諸表から戦略を推定するというアプローチではあくまで実現した戦略のみが推定可能であり、意図した戦略を測定することはできない。

本研究では、こうした財務諸表から推定される戦略変数をもちいた Banker et al. (2014) の結果をもとに下記の仮説を設定し、ジェネリック戦略が持続的な競争優位に与えるのかについて検証する。

#### H1.1: コストリーダーシップ戦略は企業の持続的な競争優位に正の影響を与える

#### H1.2: 差別化戦略は企業の持続的な競争優位に正の影響を与える

Banker et al. (2014) は、ポーターのジェネリック戦略の各戦略がどのような持続的な競争優位をもたらすかについて明らかにした有用な研究である。しかし、コストリーダーシップ戦略の変数と差別化戦略の変数が双方に高い場合、いわゆるスタック・イン・ザ・ミドルと呼ばれる状態に企業があるとき、企業は持続的な競争優位を獲得するかどうかについては検証されていない。

スタック・イン・ザ・ミドルは、Porter (1980) で示されたコストリーダーシップ戦略と差別化戦略の両方をとる場合に生じる。Porter (1980) では、コストリーダーシップ戦略と差別化戦略では必要な要素が根本的に異なると考えており、2つの戦略をどちらも選択することはコストリーダーシップ戦略でも差別化戦略でもない中途半端な戦略をとってしまうことで平均以下のパフォーマンスしかあげられないとされている。なお、ポーターは後に低価格で高品質な企業の登場を説明するために生産性フロンティアという概念を取り出してコストリーダーシップ戦略と差別化戦略の両取りの可能性があると認めるなど、スタック・イン・ザ・ミドルと企業の収益性については様々な議論が行われてきた (與那原 2008)。

スタック・イン・ザ・ミドルに関連する実証分析として、Thronhill and White (2007) は、第三者サーベイを用いて、戦略に関する14項目の回答結果から2つの因子 (Operating Excellence および Product Leadership) を特定し、戦略とパフォーマンスの関係を検証した。検証の結果、戦略とパフォーマンスの関係は Porter (1980) が提唱するようなU字の関係になっており、どっちつかずの戦略を取っている場合はパフォーマンスが低下するという結果が得られた。Parnell (2010) は、米國小売業の管理職277人を対象に16項目の質問を用いて戦略を分類し、企業の採用する戦略の明快さ (strategic clarity) とパフォーマンスの関係について検証を行った。分析の結果、戦略の明快さが中途半端な企業ほどパフォーマンスが低いという傾向が見られた。これらの研究はいずれもスタック・イン・ザ・ミドルの企業ほどパフォーマンスが低いという傾向を示しているものの、いずれも時系列での分析ではしておらず、中長期的にどのような傾向が見られるかは検証されていない。しかし、Banker et al. (2014) の戦略変数を利用することで、

コストリーダーシップ戦略と差別化戦略を両取りしている企業が、平均的に戦略の両取りに成功しているのか、成功（あるいは失敗）しているとしたらその影響は何年期先まで継続するのかと時間縦断的な検証も可能である。そこで本研究では、スタック・イン・ザ・ミドルが企業に持続的な影響に与える影響についても検証を行う。

そのためには、コストリーダーシップ戦略と差別化戦略の相互作用に注目する場合の仮説を導出する。Porter (1980)によれば、コストリーダーシップ戦略もしくは差別化戦略のどちらか一方が高い場合に収益性が高くなり、反対にどっちつかずの戦略をとる場合には収益性が低くなる。しかし、どっちつかずの場合とは両方の戦略が高い水準にある場合とどちらの戦略も低い水準にある場合の2通りが考えられる。スタック・イン・ザ・ミドルの一連の議論にもとづけば、前者は生産フロンティアの効率線上にいて両戦略を高い水準で実現している低価格・高品質の製品・サービスを提供している企業の可能性がある。一方、両方の戦略が低い水準にある場合は、Porter (1980)の想定するどっちの戦略も中途半端な状態であるため、収益性を低下させるかもしれない。これらの議論から次の2種類の仮説を設定する。

H1.3：コストリーダーシップ戦略と差別化戦略がどちらも高い水準にあることは、企業の持続的な競争優位に追加の影響力を及ぼさない

H1.4：コストリーダーシップ戦略と差別化戦略がどちらも低い水準にあることは、企業の持続的な競争優位に負の影響を与える

## 2.2 組織資本

複数期間・複数指標の財務指標から作成し、持続的な競争優位をもたらすことが期待される他の変数として、Lev et al. (2009)によって考案された組織資本 (organization capital) を取り上げる。ジェネリック戦略がポジションニングについての戦略論だったのに対して、組織資本は企業の内部の戦略的な特徴を反映した概念であり、Barney (1991)などで提唱されている、いわゆる「リソース・バースト・ビュー」の戦略論で議論されている概念に近いだろう。組織資本はインタンジブルズにおける構成要素の1つと考えられており (Lev 2001; 櫻井 2014)。Lev et al. (2009)では、インタンジブルズを①発見と学習のインタンジブルズ (Discovery/learning intangibles)、②顧客関係のインタンジブルズ (Customer-related intangibles)、③人的資源のインタンジブルズ (Human-related intangibles)、④組織資本 (Organization capital) の4つに分類している。このうち、組織資本は「持続的な競争優位を生み出す独自の構造・組織設計とビジネスプロセス」と定義されている (Lev et al. 2009, 276)。

この組織資本という概念の測定方法について、Lev et al. (2009)では、コブ・ダグラス型の生産関数を仮定し、有形固定資産および従業員数から推定される売上や費用の予測値と実際値の差を利用することで組織資本の変数を作成した。推定における特徴的な点は、(1) 生産関数の推定に直近3年間の販管費を追加的に用いること、(2) 組織資本の変数を5年償却の資産として作成すること、の2点である。Lev et al. (2009)では、この組織資本の変数を用いてポートフォリオ分析を行い、組織資本の値が高いグループの方が売上高や利益の成長性、および株式リターンが高いことを明らかにした。Lev et al. (2009)の主たる関心はインタンジブルズとファンダメンタル分析の関係にあったため、組織資本が企業の持続的な競争優位に与える影響につ

いて直接は検証されていない。しかし、組織資本が持続的な競争優位をもたらすことを示唆する研究は他にも存在する。

Venieris et al. (2015) では Lev et al. (2009) の提唱した組織資本の変数を用いて、組織資本とコストの下方硬直性の関係について検証した。分析の結果、組織資本の割合が高い企業ほどコストの下方硬直性の程度が高いことが明らかとなった。この分析結果は、組織資本の割合の高い企業が組織資本を長期的な成長への投資とみなす場合、これらの企業が売上高の減少に応じて組織資本への投資削減を嫌うという仮説を支持する (Venieris et al. 2015, 81)。Hansan and Cheung (2018) では、企業ライフサイクルと組織資本の関係について検証を行った。Dickinson (2011) の企業ライフサイクル分類に基づき組織資本の値を比較した結果、導入期や衰退期において組織資本の割合は高く、成長期や成熟期などにおいては組織資本の割合は低いことがわかった。これらの結果は、新しいビジネスを確立させようとする企業ほど組織資本への投資が高いことを示唆している。また、組織資本の増加率が高い企業ほど淘汰期や衰退期に遷移しにくいことも示している。さらには、組織資本を積み立てている企業ほど、成長期や成熟期を維持していることを示しており、組織資本への投資が活発な企業ほど持続的に高い収益を上げている可能性が高いだろう。つまり、これらの先行研究の結果を踏まえると、組織資本が企業にとって長期的な収益をもたらす資産への投資とみなされていることを示している。

組織資本はその特性上、市場で売買できない。そのため、組織資本は他社にとって模倣が困難な経営資源であり、リソース・バースト・ビュー (Barney 1991) の観点から組織資本は持続的な競争優位をもたらすと予測される。したがって、下記の仮説を設定する。

H2：組織資本は企業の持続的な競争優位に正の影響を与える

### 3. 研究方法

本研究では、日本企業（全上場企業）の公表財務データを用いて、ジェネリック戦略および組織資本が持続的な競争優位に与える影響についての仮説検証を行う。分析対象期間は、2000年3月～2019年3月に決算期末を迎える年次決算である。分析で用いる財務データ（連結データ、なければ単独データ）と株価データは、日経 NEEDS-FinancialQUEST 2.0 から取得した。業種分類には日経業種中分類を採用した。金融業に属する企業は除外し、Lev et al. (2009) にならい売上高と総資産が5億円以上の企業のみ限定して分析を行う。さらに、ジェネリック戦略もしくは組織資本の測定に使用される変数のいずれかが欠損である場合、分析対象から除外した。最終サンプルは、23,226 企業・年度で構成されている。

#### 3.1 ジェネリック戦略

ジェネリック戦略に関する変数は、Banker et al. (2014) に従って作成する。Banker et al. (2014) では、①売上高販管費比率 ( $SG\&A/SALES$ )、②売上高研究開発費比率 ( $R\&D/SALES$ )、③売上原価率の逆数 ( $SALES/COGS$ )、④有形固定資産への設備投資額に対する売上高の比率 ( $SALES/CAPEX$ )、⑤有形固定資産の帳簿価額に対する売上高の比率 ( $SALES/P\&E$ )、⑥総資産に

対する従業員数の比率 ( $EMPL/ASSETS$ ) といった6つの財務指標に対して因子分析を利用することでジェネリック戦略に関する変数を作成した。Banker et al. (2014) によれば、①～③が差別化戦略に関わる因子、④～⑥がコストリーダーシップ戦略に関わる因子とされている。Banker et al. (2014) では、戦略変数の信頼性を検証するため、1989～2003年の米国企業12,849企業・年度について探索的因子分析および信頼係数の算出も行っている。探索的因子分析では、Banker et al. (2014) が予想した通りの符号をもつ因子負荷量が推定され、信頼性係数であるクロンバックの  $\alpha$  は基準となる0.7を超えていた。

しかし、本研究の対象とする2000年以降における日本企業のデータを用いて同様の検証をした場合、コストリーダーシップ戦略に関する項目の信頼係数が基準となる0.7を超えないと報告されている(小笠原・井上2020)。小笠原・井上(2020)の分析では、⑥総資産に対する従業員数の比率 ( $EMPL/ASSETS$ ) がBanker et al. (2014) の予測および結果とは異なるために、コストリーダーシップ戦略に関する因子が正しく識別されなかった。このような違いが生じた要因の1つとして、小笠原・井上(2020)は分析期間の違いをあげている。Banker et al. (2014) の分析では1989～2003年、小笠原・井上(2020)では2000～2019年が分析対象サンプルとなっている。2000年以降に上場した新しい企業ほど総費用に占める販管費の割合が高く、この傾向は日米共通で確認されている(Srivastava 2014; 小笠原2016)。この新しく上場した企業ほど総費用に占める販管費の割合が高いという傾向は、企業を取り巻く環境が有形の資産から無形の資産を重視するものへと変化したことが原因の1つだとされている。また、米国と日本という国の違いも影響している可能性がある。Banker et al. (2014) では従業員数を産出量の代理変数として捉えているが、この点について日米における雇用保護規制の違いが重要となる。日本は米国に比べて雇用保護規制が強く、こうした法制度の違いはコスト変動への影響という形式で財務諸表に反映されている(Banker et al. 2013)。Banker et al. (2013) によれば、雇用保護規制の強い国ほど従業員の解雇が難しくなるため、コストが下方硬直的になる。この結果をもとに考えれば、雇用保護規制の強い日本企業において、従業員数は増減させるのが比較的困難な固定費的な性質をもつため、従業員数を産出量の代理変数として捉えるのは不適切である可能性が高い。

そこで本研究では、⑥総資産に対する従業員数の比率 ( $EMPL/ASSETS$ ) を総資産に対する売上高の比率 ( $SALES/ASSETS$ ) で置き換えて戦略変数の測定を試みる。従業員数を売上高に置き換える理由は、Banker et al. (2014) で従業員数が産出量の代理変数とされているためである。コストリーダーシップ戦略に関わる財務指標のうち④および⑤において売上高が産出量の代理変数として利用されているため、これらの変数にならない本研究では⑥においても産出量の代理変数を売上高で代用することにより、コストリーダーシップ戦略に関する因子の識別を行う。もちろん、このように置き換えた財務指標について適切にコストリーダーシップ戦略に関する因子が識別されるか事前には不明であるため、コストリーダーシップ戦略および差別化戦略に関する因子についてBanker et al. (2014) と同様に探索的因子分析および信頼係数の確認を行う。

ジェネリック戦略に関する因子の検証を行い信頼性の確保がされた後に、差別化戦略に関する変数 (*Differentiation*) およびコストリーダーシップ戦略の変数 (*CostLeadership*) を因子得点で測定する。また、スタック・イン・ザ・ミドルに関する変数は差別化戦略とコストリーダーシップの交差項 ( $Differentiation \times CostLeadership$ ) で操作化する。ただし、各戦略変数は因子得点で測定されるため、交差項 ( $Differentiation \times CostLeadership$ ) の符号が正のとき、(1) 差別化戦



略およびコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも正の値である、(2) 差別化戦略およびコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも負の値である、といった2つのケースが考えられる。(1)のケースは両戦略がどちらも高い水準にあること、(2)のケースは両戦略がどちらも低い水準にあること、にそれぞれ該当する。本研究では、これらのケースを区別するために、(1) 差別化戦略およびコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも正の値であるときに1をとるダミー変数 (*Pos\_Dummy*) (2) 差別化戦略およびコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも負の値であるときに1をとるダミー変数 (*Neg\_Dummy*) を採用して、仮説の検証を行う。

### 3.2 組織資本

組織資本に関する変数を Lev et al. (2009) や Venieris et al. (2015) にしたがって作成する。他にも Hasan and Cheung (2018) で使われている継続記録法を用いた測定方法なども存在する。本論文では組織資本の概念を確立した Lev (2001) の理論フレームワークに依拠して議論を行うため、直接の系譜である Lev et al. (2009) の測定方法を採用する。まず、年度  $t$ 、業界  $j$  に属する企業  $i$  のコブ・ダグラス型生産関数を (1) 式のように設定する。

$$SALES_{i,t} = a_{0,j,i,t} PPE_{i,t}^{b_{2,j,t}} EMP_{i,t}^{b_{3,j,t}} e_{i,t} \quad (1)$$

ここで、 $SALES_{i,t}$  は売上高、 $PPE_{i,t}$  は有形固定資産の純額、 $EMP_{i,t}$  は従業員数である。ここで、販管費を操作変数として用いると、生産性のパラメータである  $a_{0,j,i,t}$  は以下の (2) 式のように示せる。

$$\log(a_{0,j,i,t}) = b_{0,j,t} + b_{0,s,j,t} \log(SGA_{i,t}) \quad (2)$$

ここで、 $SGA_{i,t}$  は3年で償却されると仮定する販管費資産である。販管費は情報システム、従業員のトレーニング、研究開発、コンサルタントへの報酬、およびブランドの宣伝のような組織資本の構築にかかる費用を含む。ゆえに、Lev et al. (2009) は、組織資本が販管費からもたらされると仮定している。この前提から (2) 式では、すべての企業に共通して生産性に貢献する  $b_{0,j,t}$  と、企業固有の組織資本から生産性に貢献する  $b_{0,s,j,t} \log(SGA_{i,t})$  が識別される。この (2) 式を前提として、(1) 式のパラメータを推定するために、(3) 式を提示する。

$$\begin{aligned} \log(SALES_{i,t}/SALES_{i,t-1}) = & b_{0,j,t} + b_{1,j,t} \log(SGA_{i,t}/SGA_{i,t-1}) + b_{2,j,t} \log(PPE_{i,t}/PPE_{i,t-1}) \\ & + b_{3,j,t} \log(EMP_{i,t}/EMP_{i,t-1}) + \log(e_{i,t}/e_{i,t-1}) \end{aligned} \quad (3)$$

次に、(3) 式から推定したパラメータと (1) の式をもとに、年度  $t$ 、業界  $j$  に属する企業  $i$  の売上高の推定値 ( $SALES_{i,t}^*$ ) を (4) 式で算出する。

$$SALES_{i,t}^* = b_{0,j,t}^* PPE_{i,t}^{b_{2,j,t}^*} EMP_{i,t}^{b_{3,j,t}^*} \quad (4)$$

(4) 式は組織資本の投資となる販管費の影響 ((2) 式の  $b_{0,s,j,t} \log(SGA_{i,t})$ ) を除外した、有形固定資産と従業員数というインプットのみから推定される売上高である。組織資本の影響のみを取り出すため、(4) 式の推定売上高と実際売上高の差をとることで余剰売上高 ( $AbSALES_{i,t}$ ) を算出する。営業費用についても同様に、(3) 式の従属変数を営業費用としてパラメータを求め、(4) 式により推定営業費用を算出し、これと実際営業費用との差をとることで余剰営業費用 ( $AbCOST_{i,t}$ ) を求める。以上の余剰売上高と余剰営業費用から余剰利益 ( $AbProfit_{i,t} = AbSALES_{i,t} + AbCOST_{i,t}$ )

を求める。この余剰利益をもとに、組織資本 ( $OC_{i,t}$ ) は耐用年数5年の償却性資産と想定して、(5)式のように算出する。

$$OC_{i,t} = \frac{\sum_{k=0}^4 (1 - 0.2k) AbProfit_{i,t-k}}{Asset_{i,t}} \quad (5)$$

### 3.3 分析モデル

分析モデルは、持続的な競争優位について検証を行っている Banker et al. (2014) を参考にした(6)式のとおりである。

$$\begin{aligned} ROA_{i,t+y} = & \gamma_0 + \gamma_1 ROA_{i,t} + \gamma_2 ROA_{i,t} \times Differentiation_{i,t} + \gamma_3 ROA_{i,t} \times CostLeadership_{i,t} \\ & + \gamma_4 ROA_{i,t} \times CostLeadership_{i,t} \times Differentiation_{i,t} \\ & + \gamma_5 ROA_{i,t} \times OC_{i,t} + contrlos + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

ここで、 $ROA_{i,t+y}$  は  $i$  社の  $t$  期から  $y$  期後の総資産経常利益率を表している。(6)式は各戦略変数が ROA の持続性に与える影響について検証を行う分析モデルである。例えば、 $ROA_{i,t} \times Differentiation_{i,t}$  の回帰係数である  $\gamma_2$  が正であるならば、差別化戦略が当期から  $y$  期後にかけての ROA の持続性を強めると解釈できる。一方、 $\gamma_2$  が負に推定された場合、差別化戦略は ROA の持続性を弱めると解釈できる。すなわち、回帰係数が負の場合、高い ROA は低くなり、低い ROA は高くなるという平均回帰の傾向を示すことになる。なお、その他のコントロール変数はすべて Banker et al. (2014) に依拠している。

また、スタック・イン・ザ・ミドルの検証において、(1) 差別化戦略およびコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも正の値である、(2) 差別化戦略およびコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも負の値である、といった2つのケースを区別する必要がある。そこで、(1) 差別化戦略とコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも正の値であるときに1をとるダミー変数 ( $Pos\_Dummy$ )、および(2) 差別化戦略とコストリーダーシップ戦略の変数がどちらも負の値であるときに1をとるダミー変数 ( $Neg\_Dummy$ ) を採用して、(7)式モデルでも仮説検証を行う。

$$\begin{aligned} ROA_{i,t+y} = & \gamma_0 + \gamma_1 ROA_{i,t} + \gamma_2 ROA_{i,t} \times Differentiation_{i,t} + \gamma_3 ROA_{i,t} \times CostLeadership_{i,t} \\ & + \gamma_4 ROA_{i,t} \times Pos\_Dummy_{i,t} \times CostLeadership_{i,t} \times Differentiation_{i,t} \\ & + \gamma_5 ROA_{i,t} \times Neg\_Dummy_{i,t} \times CostLeadership_{i,t} \times Differentiation_{i,t} \\ & + \gamma_6 ROA_{i,t} \times OC_{i,t} + contrlos + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

## 4. 分析結果

はじめに、戦略変数の妥当性を検証するため、Banker et al. (2014) の変数について探索的因子分析を行った。分析結果は表1に記載している。分析の結果、総資産回転率 ( $SALES/ASSETS$ ) を代用した本稿の分析モデルは、コストリーダーシップ戦略の因子負荷量が0.48となっており、クロンバックの  $\alpha$  も0.70と基準を満たしている。したがって、この変数を用いて戦略変数を策定する。なお、このコストリーダーシップ戦略の変数は、産出量と各資産 ( $CAPEX, P\&E$ ,

表1 ジェネリック戦略に関する探索的因子分析

	Banker et al. (2014)		本論文	
	コスト	差別化	コスト	差別化
① SG&A/SALES	-0.19	<b>0.89</b>	0.01	<b>0.92</b>
② R&D/SALES	-0.04	<b>0.77</b>	-0.22	<b>0.48</b>
③ SALES/COGS	0.23	<b>0.87</b>	0.02	<b>0.95</b>
④ SALES/CAPEX	<b>0.88</b>	0.03	<b>0.64</b>	-0.13
⑤ SALES/P&E	<b>0.91</b>	-0.11	<b>0.88</b>	0.09
⑥ EMPL (SALES) /ASSETS	<b>0.68</b>	0.04	<b>0.48</b>	-0.24
因子寄与	2.16	2.15	1.49	2.09
クロンバックの $\alpha$	0.77	0.80	0.70	0.82

コストはコストリーダーシップ戦略の因子負荷量、差別化は差別化戦略の因子負荷量を表している。⑥の変数については、2000年以降の日本企業データをもちいた場合の問題点が小笠原・井上(2020)で指摘されているため、本稿ではBanker et al.(2014)とは異なり、EMPLの代わりにSALESを用いた。日本企業のクロンバックの $\alpha$ は、コストリーダーシップ戦略を①～③、差別化戦略を④～⑥で測定した場合の信頼性係数を表している。また、Banker et al.(2014)と同様、各変数は5期前までの企業内平均をとって平滑化している。また、異常値処理として各変数の上下5%をウィンゼライズしている。

ASSET)との比率を見るという点でBanker et al. (2014)と理論的には対応関係にある。そのため、以下ではBanker et al. (2014)と同様の概念を測定しているものとして取り扱う。しかし、⑥の産出量を従業員数(EMPL)ではなく④および⑤と同様の売上高(ASSET)を用いているため実証的には異なるものであるため、結果の解釈をするうえでは注意が必要である。

次に、(6)式の推定結果を表2に示した。表2の結果によれば、コストリーダーシップ戦略と当期ROAの交差項に関する回帰係数は、0.018, 0.030, 0.011, 0.009, 0.027, 0.024, 0.016といずれも正ではあるものの、2期先のみ5%水準で有意であるが、それ以外の期間では有意な影響はみられなかった。以上の結果は、コストリーダーシップ戦略は持続的な競争優位に影響を与えていないことを示唆している。ゆえに、H1.1は支持されなかったといえるだろう。この点について、コストリーダーシップ戦略が短期的には持続的な競争優位をもたらすというBanker et al. (2014)の結果を支持しなかった。この原因についてはBanker et al. (2014)と本研究でもちいたコストリーダーシップ戦略の測定方法が異なる点が当然考えられるものの、それ以上に分析対象期間の違いが見逃げせない。前述したように、Banker et al. (2014)の分析では1989～2003年が分析対象サンプルとなっている一方で、本研究では2000～2019年を対象期間としている。Srivastava(2014)や小笠原(2016)の結果をもとに考えれば、本研究におけるサンプルの方が総費用に占める販管費の割合が高い。この費用構造の違いは、企業を取り巻く環境が有形の資産から無形の資産を重視するものへと変化したことが原因の1つだとされており(Srivastava 2014)、この予想が正しいとするならば、現代では有形の資産を重視するコストリーダーシップ戦略の強みが薄れつつあるとも考えられる。

一方、差別化戦略と当期のROAの交差項に関する係数は0.027, 0.047, 0.047, 0.058, 0.071, 0.065, 0.066といずれも正かつ有意な影響が見られた。この結果は、Banker et al. (2014)の分析結果と整合的である。したがって、差別化戦略が企業の持続的な競争優位を与えていることが確認され、H1.2は支持された。また、表3では(7)式の推定結果が示されているが、上記の(6)式と同様の結果が示されている。

差別化戦略が将来業績に与える影響である係数を可視化したものが、図1である。差別化戦略はすべての期間において有意な影響がみられた。さらには、その影響のピークは5期先と中期的な影響であるばかりか、7期先においてもその影響力は減衰せず、中長期的な影響力があ

表2 (6)式の推定結果

	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+2}$	$ROA_{i,t+3}$	$ROA_{i,t+4}$	$ROA_{i,t+5}$	$ROA_{i,t+6}$	$ROA_{i,t+7}$
$ROA_{i,t}$	0.633*** (0.029)	0.402*** (0.043)	0.311*** (0.038)	0.264*** (0.039)	0.196*** (0.041)	0.182** (0.037)	0.223*** (0.030)
$ROA_{i,t} \times$ $Differentiation_{i,t}$	0.027* (0.011)	0.047*** (0.010)	0.047*** (0.009)	0.058*** (0.010)	0.071*** (0.011)	0.065*** (0.012)	0.066*** (0.014)
$ROA_{i,t} \times$ $CostLeadership_{i,t}$	0.018 (0.010)	0.030* (0.015)	0.011 (0.013)	0.009 (0.012)	0.027 (0.016)	0.024 (0.018)	0.016 (0.018)
$ROA_{i,t} \times$ $Differentiation_{i,t} \times$ $CostLeadership_{i,t}$	-0.018*** (0.004)	-0.030*** (0.006)	-0.023** (0.007)	-0.019* (0.008)	-0.022* (0.011)	-0.024 (0.016)	-0.019 (0.016)
$ROA_{i,t} \times OC_{i,t}$	0.338*** (0.075)	0.401*** (0.106)	0.398*** (0.080)	0.338*** (0.085)	0.310** (0.095)	0.260** (0.083)	0.154 (0.096)
$Size_{i,t}$	0.000 (0.000)	0.001* (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
$LEV_{i,t}$	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.001** (0.000)
$BM_{i,t}$	-0.000 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002** (0.001)	-0.003* (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003* (0.001)
$AGE_{i,t}$	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
N	18,628	16,557	14,593	12,723	10,943	9,247	7,632
自由度調整済み決定係数	0.605	0.400	0.318	0.263	0.220	0.197	0.188

\*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 0.1%, 1%, 5%水準で有意であることを意味する。括弧内は標準誤差を表す。なお、標準誤差には Petersen (2009) の提唱する企業および年度を2要因とするクラスタリングに対して頑健な標準誤差を使用している。Size<sub>i,t</sub>, LEV<sub>i,t</sub>およびBM<sub>i,t</sub>はBanker et al. (2014)と同様の統制変数であるが、それぞれ対数変換を行っている。異常値処理として各変数の上下1%をウィンゼライズしている。上記の結果は、年度効果および産業効果を固定効果モデルとしてコントロールしている。なお、切片はモデルの推定に含めているが省略している。

表3 (7)式の推定結果

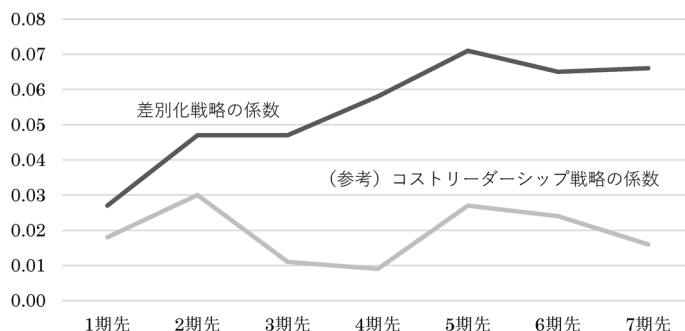
	$ROA_{i,t+1}$	$ROA_{i,t+2}$	$ROA_{i,t+3}$	$ROA_{i,t+4}$	$ROA_{i,t+5}$	$ROA_{i,t+6}$	$ROA_{i,t+7}$
$ROA_{i,t}$	0.647*** (0.028)	0.425*** (0.045)	0.334*** (0.040)	0.294*** (0.038)	0.234*** (0.042)	0.225*** (0.040)	0.262*** (0.032)
$ROA_{i,t} \times$ $Differentiation_{i,t}$	0.024** (0.009)	0.043** (0.013)	0.038** (0.013)	0.041** (0.014)	0.051*** (0.015)	0.046** (0.016)	0.050** (0.019)
$ROA_{i,t} \times$ $CostLeadership_{i,t}$	0.019 (0.010)	0.030 (0.018)	0.004 (0.017)	-0.006 (0.016)	0.010 (0.019)	0.009 (0.020)	0.003 (0.020)
$ROA_{i,t} \times Pos\_Dummy_{i,t} \times$ $Differentiation_{i,t} \times$ $CostLeadership_{i,t}$	-0.021* (0.009)	-0.033* (0.014)	-0.017 (0.015)	-0.007 (0.017)	-0.018 (0.021)	-0.033 (0.028)	-0.039 (0.026)
$ROA_{i,t} \times Neg\_Dummy_{i,t} \times$ $Differentiation_{i,t} \times$ $CostLeadership_{i,t}$	-0.106 (0.057)	-0.167* (0.071)	-0.185* (0.085)	-0.279** (0.093)	-0.353*** (0.089)	-0.385*** (0.086)	-0.356*** (0.089)
$ROA_{i,t} \times OC_{i,t}$	0.333*** (0.075)	0.392*** (0.105)	0.390*** (0.080)	0.331*** (0.084)	0.305*** (0.092)	0.255** (0.081)	0.155 (0.093)
N	18,628	16,557	14,593	12,723	10,943	9,247	7,632
自由度調整済み決定係数	0.605	0.400	0.318	0.264	0.224	0.203	0.193

\*\*\*, \*\*, \* はそれぞれ 0.1%, 1%, 5%水準で有意であることを意味する。括弧内は標準誤差を表す。なお、標準誤差には Banker et al. (2014) の提唱する企業および年度を2要因とするクラスタリングに対して頑健な標準誤差を使用している。Size<sub>i,t</sub>, LEV<sub>i,t</sub>およびBM<sub>i,t</sub>については対数変換を行っている。異常値処理として各変数の上下1%をウィンゼライズしている。上記の結果は、年度効果および産業効果を固定効果モデルとしてコントロールしている。なお、切片およびコントロール変数 (Size<sub>i,t</sub>, LEV<sub>i,t</sub>, BM<sub>i,t</sub>およびAGE<sub>i,t</sub>) はモデルの推定に含めているが省略している。

ることがみとれる。

スタック・イン・ザ・ミドルについての結果を見ると、表2の(6)式のコストリーダーシップ戦略と差別化戦略および当期ROAの三重交差項は、回帰係数が-0.018, -0.030, -0.023,

図1 ROA にあたえる差別化戦略の係数の推移



-0.019, -0.022, -0.024, -0.019 であり, 1期先から5期先までは有意な影響がみられた。この点について詳しく検証するため, 表3の(7)式の推定結果を確認する。まず, コストリーダーシップ戦略と差別化戦略の変数が両方とも正であるときの回帰係数は, -0.021, -0.033と続き, 5%水準で負の影響がみられたが, 3期先以降ではいずれも有意な影響ではなかった。この結果は, 戦略の両取りが困難であることを示している。よって, コストリーダーシップ戦略と差別化戦略がどちらも高い水準にあることは, 企業の持続的な競争優位に少なくとも長期的には影響を与えないといえるため, H1.3は部分的に支持された。

また, コストリーダーシップ戦略と差別化戦略の変数の両方ともが負であるときの結果は, 2~7期先まで有意な負の影響となった。これらの結果は, いずれの戦略水準も低いときほど, 高いROAは低くなり, 低いROAは高くなるといった平均回帰の傾向を示している。ここから, 古典的な戦略論が提唱するように, 戦略がない(もしくはその水準が低い)とき, 企業は他社との競争を回避できないために, その収益は長期にわたって経済全体の平均値へと回帰していくことが示唆される。したがって, コストリーダーシップ戦略と差別化戦略がどちらも低い水準にある場合, 企業の持続的な競争優位は2期先程度から維持されないために, H1.4が支持されたといえる。

最後に, 組織資本については, (6)式および(7)式のいずれの結果においても当期のROAとの交差項が1~6期先まで有意な影響がみられた。この結果は, 組織資本が企業の持続的な競争優位に正の影響を与えることを示しており, Lev et al. (2009) や組織資本に関する実証研究の結果と同様である。したがって, H2は支持された。組織資本のようなリソース・ベースト・ビューの視点に基づく戦略的な行動も, 業績に対しては中長期的な影響を持つことが示唆されたといえる。ただし, その影響力は, 差別化戦略とは異なり, 明白なピークがあるというよりは, 全体としての係数の変動は小さく, また, 3期先をピークとしつつ緩やかに推移する傾向が確認された。

以上の結果をまとめると, 次の5点となる。1つ目は, コストリーダーシップ戦略は将来業績に対して影響しない。2つ目は, 差別化戦略は将来業績に対して正の影響をおよぼし, その影響期間は中長期的であった。3つ目は, コストリーダーシップ戦略と差別化戦略を両方とも追いつ求めているストック・イン・ザ・ミドルの状況は, 将来業績に追加的な影響はないか, もしくは短期的に負の影響を与える。4つ目は, いずれの戦略についても実施度が低い状況は, 将来業績に中長期的に負の影響をおよぼすことである。5つ目は, 組織資本が高い企業も, 中

長期的な正の影響が確認されたということである。なお、財務数値からジェネリック戦略および組織資本を推定するという本研究の性質上、異なる理論基盤に立脚するはずの両者の変数が何らかの影響を与え合うことも考えられる。特に、差別化戦略と組織資本はいずれも販管費から推定される変数であるため、多重共線性も懸念される。この点について結果の頑健性を確保するため、差別化戦略と組織資本の相関係数を算出したところ、相関係数は0.174とそれほど高くない値だった。また、各回帰分析のVIFを計算したところ、最高値でも3.49と基準値とされる10を下回っていた。さらに、ジェネリック戦略に関する変数および組織資本に関する変数のどちらか一方のみを説明変数として推定したときにも、ほぼ同様の分析結果が得られた。これらの結果は両変数に何らかの関係性があったとしても、その関係性が本研究における結論に影響を与えるほどは強くないことを示唆している。

## 5. 結論

企業は戦略の選択や模倣困難な経営資源を築くことで、他社との競争を避けて、市場全体の平均よりも高い利潤を得ることができる。本研究では、この古典的な経済理論や戦略論で提唱される予測について、先行研究で提唱された手法である財務諸表から戦略や資源を測定する方法を採用することで、これらの変数が企業の競争優位に与える長期的な影響について検証することができた。分析の結果は下記の通りである。まず、コストリーダーシップ戦略は競争優位にほとんど影響しない一方で、差別化戦略は長期的な競争優位をもたらすという Banker et al. (2014) と整合的な結果が得られた。次に、両方の戦略水準が低い場合には中長期的に企業の利益の平均回帰の傾向が促進されてしまい、持続的な競争優位が維持できないことも示した。この結果は、戦略の両取りは一般に難しく、スタック・イン・ザ・ミドルにより持続的な競争優位が得られないことを示唆している。最後に、組織資本については6期先までROAの持続性に影響を与えることが示された。この結果は、組織資本を5年で償却するとしている Lev et al. (2009) の想定とも一致している。

このような発見事実をもたらした本研究は、次のような3つの学術的な貢献をもたらしたといえる。まず、戦略論研究に対してのインプリケーションである。会計学において戦略を財務諸表から測定しようという試みがあり、それが一定程度の将来業績に対する影響があると確認できた点は、今後、戦略論研究においても財務諸表データの利用が進むことが期待される。次に、戦略的な行動を、実際の支出行動から検出した本研究の知見に従えば、戦略的な支出が経済的なアウトカムに結びつくまでには相当程度の時間がかかるということである。投資の意思決定などにおいて、どれくらい先までキャッシュフローを予測したら良いのか、といった論点にも本研究の成果は利用可能だろう。そして、将来的な業績への影響を、直接的な支出行動から予測するという本研究のアプローチそのものが、支出の因果関係を統計的に検証する際の基本的なモデルとなったと主張できるのではないかと。今後は、本論文で取り上げた戦略的な支出行動や資本概念以外にも、多様な支出や資本概念の経済的なアウトカムへの影響を検証していくことが期待される。

本研究では財務諸表の数値から企業の戦略的行動を推定するというアプローチを採用した。この方法には1つの企業につき1つの戦略変数しか測定できないという限界がある。これは、

1つの企業が複数の事業において複数の戦略を採用している場合などに、企業の戦略的行動のすべてを正確に反映できないという問題が生じる。全社の財務諸表から企業の戦略的行動を推定するというアプローチは、こうした事業間の戦略の違いを捉えることはできず、あくまで企業の平均的な戦略的行動を捉えるにすぎないという点には注意が必要であろう。また、持続的な競争優位に焦点をあてた検証方法は、事業構造自体が変化する場合など一部の業種にとっては不適切である可能性もある。このような場合、過去の戦略や経営資源の蓄積よりも新事業の創出というイノベーションの方が将来キャッシュフローを説明することが考えられる。今後の研究として、こうした戦略や経営資源とイノベーションとの関連についても検証していく必要があるだろう。

## 謝辞

本研究は JSPS 科研費 JP19H01550, JP20K13659 の助成を受けた成果の一部である。本稿の作成にあたり、明治大学の大概晴海准教授、北九州市立大学の市原勇一准教授、神奈川大学の尻無濱芳崇准教授および2名の匿名のレフェリーから有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝の意を表したい。なお、あり得べき誤謬はすべて筆者の責任に帰するものである。

## 参考文献

- Allen, R. S. and M. M. Helms. 2006. Linking Strategic Practices and Organizational Performance to Porter's Generic Strategies. *Business Process Management Journal* 12(4): 433–454.
- Anseel, F., F. Lievens, E. Schollaert and B. Choragwicka. 2010. Response Rates in Organizational Science, 1995–2008: A Meta-Analytic Review and Guidelines for Survey Researchers. *Journal of Business and Psychology* 25(3): 335–349.
- Barney, J. 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management* 17(1): 99–120.
- Banker, R. D., D. Byzalov and L. (T.) Chen. 2013. Employment Protection Legislation, Adjustment Costs and Cross-Country Differences in Cost Behavior. *Journal of Accounting Economics* 55(1): 111–127.
- Banker, R. D., R. Mashruwala, and A. Tripathy. 2014. Does a Differentiation Strategy Lead to More Sustainable Financial Performance than a Cost Leadership Strategy? *Management Decision* 52(5): 872–896.
- Baruch, Y. and B. C. Holtom. 2008. Survey Response Rate Levels and Trends in Organizational Research. *Human Relations* 61(8): 1139–1160.
- Cycyota, C. S. and D. A. Harrison. 2006. What (Not) to Expect When Surveying Executives: A Meta-Analysis of Top Manager Response Rates and Techniques Over Time. *Organizational Research Methods* 9(2): 133–160.
- Dickinson, V. 2011. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review* 86(6):

- 1969–1994.
- Eisfeldt, A. L. and D. Papanikolaou. 2013. Organization Capital and the Cross-Section of Expected Returns. *The Journal of Finance* 68(4): 1365–1406.
- Fama, E. F. and K. R. French. 2000. Forecasting Profitability and Earnings. *The Journal of Business* 73(2): 161–175.
- Freeman, R. N., J. A. Ohlson and S. H. Penman. 1982. Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting Research* 20(2): 639–653.
- Hasan, M. M. and A. (W.-K.) Cheung. 2018. Organization Capital and Firm Life Cycle. *Journal of Corporate Finance* 48: 556–578.
- Hayakawa, S., T. Ogasawara and T. Sakuma. 2021. What Makes Cost Behavior Asymmetric? An Exploratory Analysis Using Detailed Data of SG&A. SSRN Working Paper.
- Healy, P. M., G. Serafeim, S. Srinivasan and G. Yu. 2014. Market Competition, Earnings Management, and Persistence in Accounting Profitability around the World. *Review of Accounting Studies* 19(4): 1281–1308.
- 入山章栄. 2019. 『世界標準の経営理論』ダイヤモンド社.
- Lev, B. 1983. Some Economic Determinants of Time-Series Properties of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 5(1): 31–48.
- Lev, B. 2001. *Intangibles: Management Measurement, and Reporting*. Washington, D. C.:Brooking Institution Press. 広瀬義州, 桜井久勝監訳. 2002. 『ブランドの経営と会計』東洋経済新報社.
- Lev, B., S. Radhakrishnan and W. Zhang. 2009. Organization Capital. *Abacus* 45(3): 275–298.
- Maury, B. 2018. Sustainable Competitive Advantage and Profitability Persistence: Sources Versus Outcomes for Assessing Advantage. *Journal of Business Research* 84: 100–113.
- 小笠原亨. 2016. 「日本企業における費用収益対応のトレンド分析：Srivastava (2014) のアプローチをもちいて」『六甲台論集』63(1): 49–59.
- 小笠原亨・井上謙仁. 2020. 「ジェネリック戦略は財務指標から測定できるか？：Banker, Mashruwala, and Tripathy (2014) の追試」『会計科学』e2020(6): 1–5.
- Parnell, J. A. 2010. Strategic Clarity, Business Strategy and Performance. *Journal of Strategy and Management* 3(4): 304–324.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *The Review of Financial Studies* 22(1): 435–480.
- Porter, M. E. 1980. *Competitive Strategies*. New York: The Free Press. 土岐坤, 中辻萬治, 服部照夫訳. 1995. 『新訂 競争の戦略』ダイヤモンド社.
- Richard, P. J., T. M. Devinney, G. S. Yip and G. Johnson. 2009. Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management* 35(3): 718–804.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42(3): 335–370.
- 櫻井通晴. 2014. 「インタangibleズは知的資産と同義か、違うとすれば何が違うのか」『専修マネジメント・ジャーナル』4(2): 13–22.
- Srivastava, A. 2014. Why Have Measures of Earnings Quality Changed Over Time? *Journal of Accounting and Economics* 57(2): 196–217.



- Teeratansirikool, L., S. Siengthai, Y. Badir, and C. Charoenngam. 2013. Competitive Strategies and Firm Performance: The Mediating Role of Performance Measurement. *International Journal of Productivity and Performance Management* 62(2): 168–184.
- Thornhill, S. and R. E. White. 2007. Strategic Purity: A Multi-Industry Evaluation of Pure vs. Hybrid Business Strategies. *Strategic Management Journal* 28(5): 553–561.
- Venieris, G., V. C. Naoum, and O. Vlismas. 2015. Organization Capital and Sticky Behaviour of Selling, General and Administrative Expenses. *Management Accounting Research* 26: 54–82.
- 與那原建. 2008. 「ポーターの「スタック・イン・ザ・ミドル」論再考」『琉球大学経済研究』(75): 151–167.