

令和 5 年 5 月 22 日現在

機関番号：12613

研究種目：若手研究

研究期間：2019～2022

課題番号：19K13848

研究課題名（和文）日本企業における経営者能力 - 測定・原因・帰結 -

研究課題名（英文）Managerial Ability in Japanese Firms

研究代表者

河内山 拓磨 (KOCHIYAMA, Takuma)

一橋大学・大学院経営管理研究科・准教授

研究者番号：70733301

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、日本企業における経営者能力を定量的に測定し、その決定要因や経済的帰結を多角的に検討することにあった。日本企業における経営者能力はその効率性という面において包絡分析と回帰分析から得られる経営者能力スコアによって測定することができること、また、測定された経営者能力は業績予想の正確性や配当政策のシグナリング効果といった将来予測能力と関連することが分かった。また、企業経営の効率性や意思決定の改善を企図するコーポレートガバナンス改革に着目し、こうした制度改革が当初の目的とは相いれない帰結を生じさせる可能性があることが示された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

経営者能力に関する研究は主として米国を中心に蓄積されてきたため、日本企業における測定方法や経営者能力がもたらす影響については未解明な側面が多く残されていた。こうしたなか、本研究は、業績予想や配当政策など日本企業に特徴的な実務に注目し、経営者能力の影響や役割について他国では検証し難い実証的証拠を提示している。また、本研究の成果は制度改革に対する企業経営者の反応を解明したという点で政策的示唆を持つほか、援用した経営者能力スコアが株主をはじめとする利害関係者にとって企業経営者を評価するうえでの有用なツールのひとつとなり得ることを提示している。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study was to quantitatively measure managerial ability in Japanese firms and to examine its determinants and economic consequences. I found that managerial ability in Japanese firms, at least in terms of efficiency, can be measured by managerial ability scores obtained from data envelopment analysis and regression analysis, and that measured managerial ability is related to managers' forecasting ability, such as the accuracy of earnings forecasts and the predictive ability of dividend policy for future earnings. Moreover, I focus on Japanese corporate governance reforms that aim to improve the efficiency of corporate management and decision making, and show that such institutional reforms can produce unintended consequences that are incompatible with the original objectives.

研究分野：会計学

キーワード：経営者能力 経営者予想 コーポレートガバナンス 財務政策 取締役会

## 1. 研究開始当初の背景

所有と経営とが分離している現代の株式会社を想定した場合、委託者である株主は受託者である経営者の能力に強い関心を持つ。経営者が当該企業を効果的あるいは効率的に経営できるか否かは株主の富に大きく影響するためであり、経営者の能力は資本市場における効率的な資源配分を実現するうえで重要な要因となるためである。

経営者の能力を測定・評価しようとする試みは、主として米国を中心に行われてきた。初期の研究では、株式リターン、総資産利益率、経営者の報酬金額や在任期間、あるいは、メディア言及度などが利用され、これらの測定尺度を経営者の能力を示し得る代理変数として活用されてきた。一方で、これらの測定尺度は、経営者ではなく企業全体の能力を示し得ること、経営者の能力を示していると考えためには相応の仮定を要すること (e.g., 在任期間を経営者の能力の代理変数とみなすためには、有能だから当該経営者の任期は長いという仮定を置く必要がある)、あるいは、広くデータが取得可能ではないこと (e.g., メディア言及度などは特定の大企業経営者に集中しがちであること) などの問題点が指摘されてきた。近年では、Demerjian et al. (2012) がデータ包絡分析と回帰分析を組み合わせることによりこれらの問題を克服し、経営者能力スコアを開発している。これ以後、多様な研究領域においてそのアイデアならびに測定尺度が利用され始めている。

このように米国を中心に経営者能力に関する研究流れが生じつつあるが、その一方で、日本ではこうした試みがまだ進展しておらず、未解明の研究課題が多く残されている。経営者の能力をいかにして測定・評価するかは、経営学・会計学における中心的課題のひとつであり、国や産業を問わない普遍的で重要な研究課題であると言える。また、近年、日本ではスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが矢継ぎ早に公表されるなど、効率的な企業経営を促そうとする制度改革や環境整備が進んできたが、その背景には経営者の受託責任ないし業務遂行能力の見直しが企図されている。こうしたなか、日本企業を題材に経営者能力の測定手法を検討すること、および、これがどのような企業経営上の帰結や役割を持つかについて検討することは、学術的・政策的・実務的に意義を持つ重要な研究課題であると考えに至った。

## 2. 研究の目的

本研究課題の目的は、日本企業における経営者の能力を定量的に測定し、その決定要因や経済的帰結を多角的に検討することにある。経営者の能力をどのようにして測定・評価すべきなのか。能力が高いと考えられる経営者はどのような特性を持つのか。また、経営者の能力は企業行動にどのような影響をもたらすのか。

これらの問いを明らかにするため、本研究課題では、日本企業における経営者能力の測定方法について検討し、そのうえで、妥当であると認められる測定尺度がどのような企業行動と関連し得るかを実証的に解明することを狙いとした。くわえて、上記の背景のもと、効率的な企業経営を促そうとする一連の制度改革にも注目し、制度改革がもたらす影響やこれに対する経営者の反応についても発展的に着手した。

## 3. 研究の方法

上記の研究目的に対して、本研究課題では、アーカイバル・データを活用した実証分析を行った。とりわけ、Demerjian et al. (2012) が開発した経営者能力スコアを援用し、日本企業経営者の能力を測定した。本研究課題が採択される以前から着手してきた研究論文において、日本企業の経営者能力は同論文が提示したスコアによって相対的にうまく説明できることが判明したためである (Chang et al., 2018)。具体的には、広く上場企業を対象にデータ包絡分析を実施し、当該企業の産業内における相対的な効率性スコアを算出した。そして、この効率性スコアを経営者とは無関係であると想定される一連の企業特性に回帰させることで企業要因を排除し、得られた回帰残差を経営者能力スコアとして抽出した。

そして、この経営者能力スコアに関するデータセットをベースに、検証仮説を多角的に構築した。仮説検証にあたっては、当該データセットと他の商業用データベースとを併用・統合し、多変量解析を実施した。以下に詳述するように、これにより経営者能力がもたらす企業経営への影響やその役割について検証を行った。

## 4. 研究成果

本研究期間中に得られた主要な研究成果は、下記のとおりである。

### 【学術論文】(計5件)

Souhei Ishida, Takuma Kochiyama, Akinobu Shuto. 2021. Are More Able Managers Good Future Tellers? Learning from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40 (4): 106815.

Hsihui Chang, Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama. 2021. Management Forecasting Ability and Predictive Ability of Dividend Changes for Future Earnings.

*Journal of Accounting, Auditing & Finance*, online early view.

河内山拓磨・岩田聖徳 .2021 .取締役選任に関する株主行動の実態と影響 .『会計』199 (6): 71–85 .

Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama. 2023. Unnatural Selection of Outside Directors: Consequences of Japanese Corporate Governance Reforms. *European Financial Management*, 29 (2): 487–516.

Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama. 2023. Institutional Shareholder Services' Proxy Voting Guidelines and ROE Management. *European Financial Management*, online early view.

## 【学会報告】(計5件)

Hsihui Chang, Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama. 2019. Managerial Ability and Information Content of Dividend Policy. The 42nd European Accounting Association Annual Congress. May 2019. Paphos, Cyprus.

Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama. 2019. Managerial Ability and Information Content of Dividend Policy. The 17th International Conference on DEA. July 2019. Calgary, Canada.

甚内俊人・石田惣平・河内山拓磨 .2019 .議決権行使助言基準と ROE マネジメント .日本会計研究学会第 78 回全国大会 .2019 年 9 月 .神戸大学 .

河内山拓磨・石田惣平・甚内俊人 .2019 .コーポレートガバナンス改革に伴う社外取締役の登用と帰結 .日本経営財務研究学会第 43 回全国大会 .2019 年 9 月 .神戸大学 .

Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama. 2022. ISS's Proxy Voting Guidelines and ROE Management. JFA-PBFJ Special Issue Conference. March 2022. Online.

### (1) 経営者能力がもたらす影響

本研究では、Demerjian et al. (2012) および Chang et al. (2018) の知見にもとづき、まず経営者能力スコアがどのような経済的影響をもたらすかについて検討した。とりわけ、能力の高い経営者は、自社および所属産業に精通し、したがって、より適切な資源配分を行うことができるという先行研究における議論を発展させ、能力の高い経営者は優れた予測能力を持っているかを検証した。

上記学術論文「Are More Able Managers Good Future Tellers? Learning from Japan」では、次期業績予想の公表が実質的に強制的である日本独自の開示制度に注目し、経営者能力と経営者予想の正確性の関係性について検証した。その結果、能力の高い経営者は、正確な期首予想を公表する傾向にあること、期中の予想修正回数が少なく、また、予想改訂幅も小さい傾向にあること、そして、利益調整によって予想の正確性を高める行動はとらない傾向にあることが分かった。これらの発見事項は、先行研究における議論に実証的証拠を提示しただけではなく、能力の高い経営者が利益調整といった機会主義的な方法ではなくその予測能力の高さゆえに正確な予想を公表することを解明した点で文献に貢献したものである。くわえて、当該論文の発見事項は、経営者能力が予想の正確性に大きく影響する重要な要素であることを示しており、投資家をはじめとする資本市場参加者にとって有用な示唆をもたらすものである。

上記学術論文「Management Forecasting Ability and Predictive Ability of Dividend Changes for Future Earnings」(および学会報告と)は、経営者の予測能力と配当変化額の将来業績に対する示唆の関係性を検討したものである。従来、配当額の変化は将来業績に関する有益なシグナルとなり得ることが広く議論されてきたものの、これに関する実証的証拠は一貫性を欠いていた。本研究では、その一因が、経営者が将来業績を正確に予測できるという暗黙の前提にあると考え、予測能力の程度によって配当変化額と将来業績の関係性は変化し得ると仮説立てた。そこで、本論文では、過年度の経営者予想の正確性と経営者能力スコアの2つを経営者の予測能力の代理変数として採用し、日本企業を対象に分析を行った。その結果、配当の変化、とりわけ、配当の増加は将来業績と正の関係性を持つこと、そして、この正の関係性は予測能力の高い経営者がいる企業においてより顕著となることが分かった。本論文の発見事項は、配当変化に関するシグナリング理論を支持する実証的証拠となるほか、理論のもっともらしさを経営者の予測能力という観点から検証した点で独自性を持つものである。

以上のふたつの研究論文は、経営者能力が将来予測能力と関連していることを示唆する点で共通しており、本研究課題で採択した経営者能力スコアが企業効率性だけではなく異なる能力的側面も捕捉したものであることを解明した点で有益な示唆を持つ。

### (2) 発展的に着手した研究論点

上記学術論文の～は、本研究課題を進めていくうえで発展的に着手してきたものである。とりわけ、国内外の学術誌の動向を確認しながら、既存文献に対してより大きな貢献が見込まれると期待されるテーマを選定していく過程で着手してきたものである。

上記学術論文「取締役選任に関する株主行動の実態と影響」は、本研究課題の背景に関連するものであり、委託者である株主の経営者に対するモニタリング機能を議決権行使および株主提案の観点から検討したものである。これまで委託者である株主は議決権や株主提案をつうじ

て経営者の適格性・正統性に疑義を提示することが想定されてきたが、こうした株主行動が狙い通りの結果にむすびついているかは定かではなかった。そこで、本論文では株主による議決権行使および株主提案の実態が取締役の進退に作用するかを検討した。その結果、日本では取締役選任にあたってはほとんどのケースにおいて 90%以上の賛成率をもって会社提案が総会で可決される傾向にあること、また、株主提案は総会において棄却される傾向にあることが分かった。他方、株主総会における賛成率や株主提案は当該取締役の翌期退任と関連し得ることが示された。これらの発見事項は、株主行動は取締役の進退に直接的あるいは額面通りに影響するものではないものの、当該取締役の適格性・正当性に公的な形で疑義を提示することで間接的なプレッシャーをもたらしている可能性があることを示唆している。

上記学術論文「Unnatural Selection of Outside Directors: Consequences of Japanese Corporate Governance Reforms」(および学会報告 )は、日本におけるコーポレートガバナンス改革に注目し、経営陣の独立性という観点から日本企業経営者の特性を検討したものである。具体的には、社外取締役の選任を強く推奨するコーポレートガバナンス・コードおよび会社法改正が 2015 年に公表・施行されたが、これに対する日本企業の対応を社外取締役の出自の観点から解明した。取締役会の構成は企業行動と深く関係し、なかでも、その独立性に焦点を当てた研究が蓄積されてきた。一方で、規制主導での社外取締役の導入は、特に独立性を重視するという伝統に乏しい日本企業にとっては相いれない可能性があり、規制目的とは整合しない社外取締役の登用を促す可能性もある。分析の結果、コーポレートガバナンス改革後に日本企業では社外取締役の登用が急速に進展したものの、当該企業での勤務経験を持つ元監査役が社外取締役に就任するケースが増加したことがわかった。また、こうした登用は、2015 年に新設された監査等委員会設置会社採用企業において顕著であり、当該会社形態が従来の慣行維持のために活用されている可能性があることが示された。本論文の発見事項は、経営者の能力と深く関連する取締役構成に関する洞察を提示しているほか、規制当局や利害関係者に対して有益な示唆を持つと考える。

上記学術論文「Institutional Shareholder Services' Proxy Voting Guidelines and ROE Management」(および学会報告 と )は、議決権行使助言会社による議決権行使基準の改訂が機会主義的な財務報告を誘発したかを検討したものである。議決権行使助言会社の最大手である Institutional Shareholder Services は、日本企業の資本効率性を改善させる目的のもと、自己資本利益率 (ROE) にもとづいて経営トップに関する選任推奨を実施するガイドラインを新設した。他方、こうしたガイドラインの設定は、自身の進退を懸念する経営者に ROE を裁量的に調整するインセンティブももたらし得る。本論文では、この予測を検証し、ガイドラインに抵触しそうな企業は、改訂ガイドライン施行後に利益調整などの手法をもって当該ガイドラインを達成する傾向にあることが示された。本論文の発見事項は、ROE などの業績指標がその裁量性から経営者能力の適切な測定尺度とは言い難いことを示唆しているほか、議決権行使助言会社の影響力とその立場の難しさを示唆している点で貢献があると考えられる。

### (3) 貢献と今後の展望

以上の内容を要約すると、日本企業における経営者能力は、少なくとも効率性という面においては経営者能力スコアによって測定することができ、経営者能力スコアは将来予測能力などと関連し得ることが示されたと言える。また、企業経営の効率性や意思決定の改善を企図する制度改革や環境整備は、当初の目的とは相いれない帰結を生じさせる可能性があることも示唆されたと考える。

これらの研究成果は、大きく 3 つの方向性で貢献を持つものと期待される。

第 1 に、学術的貢献として、上記の研究成果は、これまで日本では検討されることが少なかった経営者能力の測定方法やそれがもたらす影響について解明したことが挙げられる。これまで米国を中心に研究蓄積が進展してきた一方で、米国以外の企業を用いた実証研究はいまだ数が少ない。本研究成果は、業績予想や配当政策など日本企業に特徴的な実務に注目することで、他国では検証し難い論点について有益な示唆を提示している。

第 2 に、政策的貢献である。本研究課題では、経営者能力と関連するコーポレートガバナンス改革の影響もあわせて検討した。本研究成果は、効率的な企業経営を促そうとする制度改革もたらす帰結や企業の反応を理解するうえで有益な示唆を持ち、今後の経済政策の立案や改善に寄与する実証的証拠になるものと考えられる。

第 3 に、実務的貢献である。本研究では、主に経営者能力スコアにもとづいて経営者の能力を測定したが、この測定尺度が経営者の効率性や将来予測能力を評価するうえで有用であることが確認された。このことは、株主をはじめ、企業をとりまく利害関係者が企業経営者を評価するうえでの有用なツールのひとつとなることを示している。

一方で、本研究期間中に着手できなかった論点も多く存在する。第 1 に、本研究課題で取り扱った経営者能力は、効率性という観点から測定されたものであり、経営者の革新性やリーダーシップといった他の側面については取り扱いきれていない。今後は、こうした経営者の資質や能力の他の側面を広く測定する試みがなされるべきかもしれない。第 2 に、本研究課題で取り扱った論点は網羅的ではない。すでに諸外国では経営者能力に関する検討が多角的になされているが、そこで得られた知見が日本企業に応用できるかを追認する余地も残されている。最後に、経営者能力のドライバーの検討である。経営者の能力を個人固有の固定的なものとして捉えるの

か、あるいは、在任期間中ないしそれ以前の経験などによって変化し得るものとして捉えるのかについてはいまだ決定的な議論がなされていない状況にある。しかしながら、経営者能力を改善する方策など、より実務的な示唆を得るためには、これがどのような要因によって形成され得るかを解明することが重要になるだろう。

#### 【引用文献】

- Chang, H., S. Ishida, and T. Kochiyama. 2018. Evaluation of Managerial Ability in the Japanese Setting. *The Japanese Accounting Review*, 8 (1): 1–22.
- Demerjian, P., B. Lev, and S. E. McVay. 2012. Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58 (7): 1229–1248.

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 4件/うち国際共著 1件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 Ishida Souhei, Kochiyama Takuma	4. 巻 29 (2)
2. 論文標題 Unnatural Selection of Outside Directors: Consequences of Japanese Corporate Governance Reforms	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 European Financial Management	6. 最初と最後の頁 487-516
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1111/eufm.12361	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Chang Hsihui, Ishida Souhei, Kochiyama Takuma	4. 巻 -
2. 論文標題 Management Forecasting Ability and Predictive Ability of Dividend Changes for Future Earnings	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Journal of Accounting, Auditing & Finance	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1177/0148558X211063247	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する
1. 著者名 河内山拓磨、岩田聖徳	4. 巻 199(6)
2. 論文標題 取締役選任に関する株主行動の実態と影響	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 會計	6. 最初と最後の頁 71-85
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Ishida Souhei, Kochiyama Takuma, Shuto Akinobu	4. 巻 40 (4)
2. 論文標題 Are More Able Managers Good Future Tellers? Learning from Japan	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Journal of Accounting and Public Policy	6. 最初と最後の頁 106815
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jaccpubpol.2020.106815	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Ishida Souhei、Kochiyama Takuma	4. 巻 -
2. 論文標題 Institutional Shareholder Services' Proxy Voting Guidelines and ROE Management	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 European Financial Management	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1111/eufm.12418	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計5件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件)

1. 発表者名 Souhei Ishida、Takuma Kochiyama
2. 発表標題 ISS's Proxy Voting Guidelines and ROE Management
3. 学会等名 JFA-PBFJ Special Issue Conference (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 Souhei Ishida、Takuma Kochiyama
2. 発表標題 Managerial Ability and Information Content of Dividend Policy
3. 学会等名 The 17th International Conference on DEA (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hsihui Chang, Souhei Ishida, and Takuma Kochiyama
2. 発表標題 Managerial Ability and Information Content of Dividend Policy
3. 学会等名 The 42nd European Accounting Association Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 河内山拓磨・石田惣平・碓内俊人
2. 発表標題 コーポレートガバナンス改革に伴う社外取締役の登用と帰結
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第43回全国大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 碓内俊人・石田惣平・河内山拓磨
2. 発表標題 議決権行使助言基準とROEマネジメント
3. 学会等名 日本会計研究学会第78回全国大会
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関		
米国	Drexel University		