

# 広告と市場競争への影響

春日 教 測

## 要旨

本稿では、広告が種々の市場競争、具体的にはメディア間競争や企業間競争、消費者獲得競争、投資家行動と株式市場に与える影響に関する最近の研究動向について概観し、異なる分野で進展してきた研究が、メディアを媒介とした企業・消費者・株式市場間の繋がりが強く意識されるよう変遷してきている状況について確認する。さらに日本市場でのテレビ広告に対する企業意識と最近の広告出稿動向等についてデータに基づき検討することで、現在取り組んでいる実証研究の位置付けを明確化する。

キーワード：情報財、テレビ広告、外部性、投資家、株式市場

JEL Classification：G14, M37, L82

## 目次

はじめに

- I メディア間競争および企業間競争に与える影響
- II 消費者獲得競争に与える影響
- III 投資家行動と株式市場に与える影響
- IV 日本におけるテレビ広告の動向

おわりに

はじめに

広告の機能と役割に関する論点は、伝統的に産業組織論における重要なテーマの一つとして扱われてきた。Waldman and Jensen (2012), Pepall et al. (2014), Belleflamme and Peitz (2015) など最近のテキストを紐解いてみても、広告の情報提供的側面と説得的側面、品質やシグナルとしての広告といった情報の経済学的視点からのアプローチ、企業における広告支出の決定要因

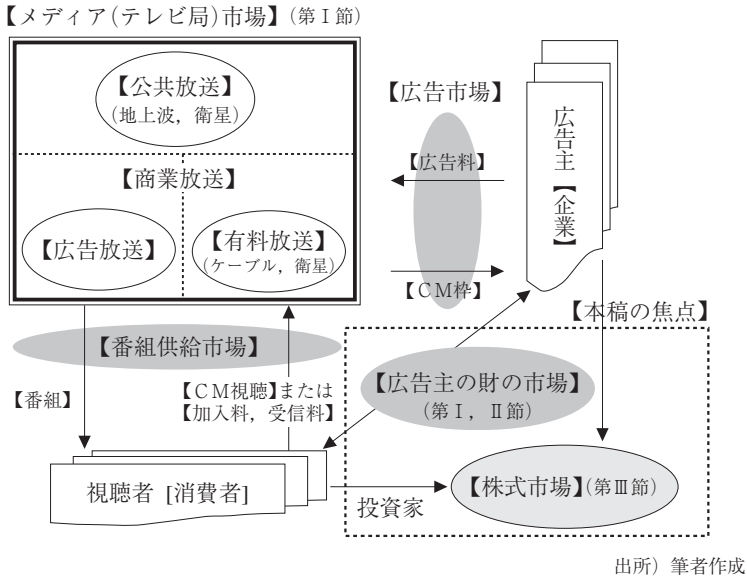
や新規参入に対する影響（参入障壁となるか、または参入手段として機能するか）、広告の社会的厚生への影響など市場における非価格競争としての側面からのアプローチが、トピックスとして挙げられている。包括的なサーベイである Bagwell (2007) においても、内容はほぼ同範囲を扱っていると言って良いだろう。

一方、同論文の第10節では、「新しい方向性とその他の論点」として、伝統的ではあるが新しい観点から脚光を集めてきた「広告とメディア市場」に関する幾つかの先駆的研究が紹介されている。その後彼の指摘どおり本分野の研究は発展を遂げ、10年弱が経過した本年 Anderson et al. ed. (2016) が刊行されたが、類似のタイトルを冠する書籍が数多く存在する中で、メディア市場を中心に据えて、経済理論やマーケティング、ファイナンスなど種々の角度からの研究を集めた第一級のハンドブックに仕上がっている。本稿では主として2007年以降のメディア研究、なかでもテレビ放送に関連する研究に焦点を当て、広告が市場競争に与える効果に関する研究を複数の角度からサーベイすることで、我々が近年取り組んでいる実証研究の位置付けを明確化する一助としたい。

本稿の構成は以下のとおりである。第I節では広告がメディア間競争および企業間競争に与える理論研究を、第II節では消費者獲得競争に与える影響分析を、第III節では特に投資家行動と株式市場の反応に与える分析を概観する。図1は各市場間の関係を示しており、第I～III節の順にそれぞれ産業組織論、マーケティング、ファイナンスの分野を中心に研究が進展してきているが、近年の傾向として、次第にメディアを媒介とした企業・消費者（＝視聴者）・株式市場間の繋がりが強く意識され、掲載される雑誌区分も曖昧になってきている状況に注目されたい。第IV節では、日本市場におけるテレビ広告に対する企業意識と最近の広告出稿動向を概観し、最後に現在我々が取り組んでいる研究内容を紹介しつつ今後の方向性を展望する。

## 広告と市場競争への影響

図1 メディアを媒介にした各市場間の関係



### I メディア間競争および企業間競争に与える影響

最初に広告の「効用」について確認しておこう。<sup>(1)</sup>

広告に対する効用は利用者によって異なり、同じ広告でも利用者嗜好とのマッチングの成否によって、効用は正にも負にもなりうる。広告は情報財の一種であり、その消費において利用者は「時間」という機会費用が必要なことから、自らの嗜好に一致しない広告の消費は利用者<sup>(2)</sup>に負の効用をもたらすし、一方で嗜好にあった広告に対しては正の効用をもたらす。また効用は、

(1) 本節前半については、春日他(2014)第4章および第8章に、理論モデルの展開を含むより詳細な解説がある。

(2) 例えば専門誌の広告は、特定の購買層に向けられており正の便益をもたらすことも多いと考えられる。

消費の強制性もしくは選択可能性にも依存する。消費の強制性を伴わなければ、広告は必ずしも負の効用をもたらすわけではない。<sup>(3)</sup>一般に利用者数が増加するほど選好が多様化し嗜好と一致しない利用者が増加するため、全体として消費者効用は負になると考えられる。

Bagwell (2007) は、売手が広告メッセージを消費者に送る際、それまでの理論モデルでは外生的に与えられると設定されてきた広告費用を、二面市場の枠組みで内生化したモデルについて注目している。即ち、プラットフォームたる商業放送メディアは、広告および視聴者という直面する2市場の需要が相互に影響を受け合うという「間接ネットワーク効果」を内部化する役割を果たしていると捉えることができるが、彼はそのようなモデルの代表例として Anderson and Coate (2005) を挙げている。

彼らの基本モデルでは、広告は各製品の存在を消費者に知らしめる効果を持つため社会的便益を有するが、他方で視聴者は半強制的に広告視聴を強制されることから不効用を感じる、という設定になっている。この時、放送局が広告水準を決めれば視聴者数も決定され、それによって企業が選択された広告水準に対して出稿する広告価格も内生的に決定される。均衡広告水準は、視聴者に対する迷惑 (nuisance) 費用、番組間の代替性、視聴者への接触から得られる広告主の期待便益に応じて、過小または過大になる可能性がある。均衡番組量もまた、社会的最適水準より過小または過大になる可能性があることを示している。同様の設定は視聴者から対価を徴収する有料放送へも拡張でき、例えば Crampes et al. (2009) は、広告と視聴者双方から収入を得るプラットフォームの広告量について検討している。彼らは視聴者が Salop 型の選好を有すると想定し、広告収入が視聴者規模に対して収穫一定もしくは収穫逓増である場合、情報財の供給に過剰な参入が生じ、広告量が過小に

---

(3) 例えば新聞や雑誌の広告は読み飛ばすことが可能なため、不効用はテレビの場合ほど大きくないと考えられる。

## 広告と市場競争への影響

なることを指摘している。

では、異なる収入源に依存するメディア同士の競争において、広告はどのような影響を与えるだろうか。

Kind et al. (2009) は、有料放送メディアの競争について検討している。彼らのモデルでは、独占市場の場合、広告効果と利用者が広告に感じる負の効用との相対的大きさに依存してメディアの価格戦略が決定される。具体的には、広告効果の方が大きい場合には広告収入依存型の価格戦略がとられることになり、利用者の負の効用の方が大きい場合は、利用者収入に依存した価格戦略が採用されることになる。これを複占市場に拡張すると、価格戦略は競争の程度（具体的には、メディア企業の「製品」であるコンテンツの代替性）に依存することとなる。競争的な市場環境になり提供されるコンテンツが代替的なものになるほど広告からの収入割合は高まることとなり、逆に非代替的なものになるほど、利用者からの収入割合が高まることとなる。現在でも広告放送局相互間での番組の類似性が指摘されることがあるが、本モデルと整合的な状況だと言える。

広告収入に依存するメディアは、コンテンツと広告という異なる情報財同士を抱き合わせ供給していると考えられる<sup>(4)</sup>。この場合、メディア企業は広告収入を得ることによって、コンテンツの対価として視聴者から徴収する料金を低く設定する事が可能となる。Godes et al. (2009) はこのような状況を独占企業の場合について定式化した上で、これが複占市場になりメディア企業間の競争が激しくなると、広告効果の低下から広告価格の低下・コンテンツ価格の上昇という結果を導くモデルを提示している。また広告をバンドルする量が競争の程度によってどのように変化するかについて、各パラメー

---

(4) ただし、一般的なバンドリングは双方の財が（その大きさに相違はあるとしても）消費者に正の効用をもたらすことを想定しているのに対し、広告をバンドリングする場合は利用者にとって負の効用をもたらす場合もあるという相違がある。

ターがとる条件についても示している。

公共放送との競争についても、重要な関心事項の一つとなっている。Peitz and Valletti (2008) は、競争的ボトルネックの二面市場における競争をモデル化している。この場合、有料放送では空間的競争の結果として差別化が最大になり、過度の差別化が行われる。一方無料広告放送では、広告の不効用がそれほど大きくないときには差別化の程度が緩和され、より望ましい水準の差別化が達成される可能性がある。さらに、広告に対する不効用が小さいときには有料放送が望ましいが、ある程度大きくなると無料広告放送がより望ましくなること、さらに不効用が大きくなると無料広告放送は過大な広告を供給すること、等を示している。

彼らは論文の最後で、無料広告放送では広告の不効用を大きく考慮しなければならない場合過大な広告が供給されるので、それを規制することに意味があるかもしれないと述べている。ただしその場合収入源を奪うことになるためなんらかの助成措置が必要で、そのような存在として公共放送が考えられるとし、公共放送の存在意義を正当化する根拠の一つとしている。類似の視点を Nilssen (2010) も提示しているが、彼は将来的に有料放送の役割が増大すると予想しており公共放送の役割が縮小するだろうと述べている。

一方 González-Maestre and Martínez-Sánchez (2015) は、無料放送市場においてコンテンツ（水平的差別化）と品質（垂直的差別化）の2要因で競争するモデルを用い、公共放送の存在および公共放送の広告を制限することの<sup>(6)</sup>効果を検討している。彼らは、仮に広告の直接的影響が社会厚生観点から

---

(5) 放送局は視聴者と広告の2つの市場に直面しているが、視聴者は1つの放送局を選択するのに対し、広告主は利潤機会があれば重複して広告を出す状況を想定している。

(6) 世界的に見ると、公共放送の中には受信料や交付金の他に広告収入を得ているものも多い。ただし賛否は様々で、例えばRTVE（スペイン放送協会）では2010年に社会労働党政権下で広告放送が廃止された。Bel and Domènech (2009) の2002～

## 広告と市場競争への影響

有益であっても、品質と市場シェアに与える間接的効果が逆方向に働くことで、公共放送に対する広告制限が社会的に望ましい可能性があることを示している。これは、公共放送が提供するコンテンツが競争相手のコンテンツと十分類似している場合に、広告を制限することが最適であることを意味している。また、水平的差別化の程度が大きくなるほど民営化圧力が弱くなることを示しており、実質的に差別化されたコンテンツを提供している場合、公共放送は社会厚生観点から有益な役割を果たしている可能性が高いと主張している。

公共放送が広告業務に関与すると望ましくない結果を招くとの研究もある。Matsumura and Sunada (2013) は混合複占市場での広告競争を想定し、公営企業が誤解を招くような広告に携わる傾向があること、民間企業数の増加は各企業の利益水準および広告水準を上昇させることを報告している。

以上のようなメディア間競争における広告の役割だけでなく、近年では、広告主である企業の競争に与える影響についても関心が向けられるようになってきている（図1「本稿の焦点」参照）。

Simbanegavi (2009) は、情報提供的な広告に関するモデルを複占市場に拡張し、広告に関して半提携（semicollude）<sup>(7)</sup>する企業のインセンティブと厚生への影響について検討している。彼らの研究は、広告に関する半提携を行うことで、非協力の場合と比較して個別企業の利潤を高めるものの、社会全体の厚生には悪影響を及ぼす可能性があることを示唆している。また広告費用が低い場合、広告の半提携は価格の半提携よりも経済厚生に対して有害であることも報告しており、伝統的にあまり重視されてこなかった協調的広

---

06年データに基づく実証研究では、公的機関による放送局所有と広告価格との間に有意な負の相関が報告されており、あまり効率的に運営されてこなかった状況が伺える。

(7) 半提携 (semicollude) とは、製品市場においては通常の競争を行うものの、広告を行う際には共同利潤の最大化を目的として協力する状況を指す。

告が、価格談合と同様、競争政策にとって重要な課題である可能性を指摘している。

Esteban and Hernández (2011) は、ケーブル TV のような専門メディアの広告価格が、水平的に差別化された財を生産する 2 企業が価格競争を展開する市場との相互作用によって内生的に決定される状況を想定し、消費者や企業に与える影響にも焦点を当てて検討している。その結果、メディアへの加入料が無料の場合には潜在的消費者の限界効用がゼロになる水準まで高い広告料金を企業に対して要求すること、加入料が正の場合には企業と加入者の間には反対方向の外部性が発生するため結果が不明確であること、を報告している。ただし後者の場合、正の広告外部性が働く場合メディアは低い広告料金を設定する傾向があるため、企業間に強い価格競争を引き起こす可能性がある。さらに彼らは、製品差別化の程度が低いほど、また財に対する消費者評価が低いほど、企業が利潤を増加できることを示し、差別化された製品市場とメディア市場を戦略的に結び付けて考察することの有効性を示唆している。

同様の問題意識に基づき、彼らは続く Esteban and Hernández (2014) でも、従来型のマス広告と近年成長著しい新メディアによる直接的広告との併用が企業間競争に与える影響について考察している。2 段階ゲームの枠組みを用い、1 期目にマス広告を利用した競争を行い、その販売記録データを用いて 2 期目に潜在的顧客に対して直接的なターゲット広告を利用した競争が行われる状況を想定している<sup>(8)</sup>。彼らのモデルでは、マス広告のみ利用する場合に比べ直接広告を併用した場合はより高い広告効果を生み出すこと、市場

---

(8) 現実の世界でも、インターネットや SNS を利用した広告は、従来型のマス広告と併用して用いる場合が多い。日本コカコーラ社が 2015 年 10 月に発売したフレーバー水「い・ろ・は・す もも」の SNS 利用型マーケティング紹介記事でも、「発売後の全方位的な認知はやはりテレビが必要だ」との認識が示されている（日本経済新聞 15.11.21）。



## 広告と市場競争への影響

支配力と利潤双方とも第1期から第2期への再配分が行われること、が示されている。また、マス広告を用いて潜在的市場にアクセスすることが高価な場合には、直接広告の利用により社会的に最適な広告水準を達成できること、一方安価な場合には、企業は第1期に過少広告、第2期に過大広告を行う傾向があること、を報告している。

メディア市場における競争の激化が、広告を出稿している企業間の競争に影響を与える可能性についての研究も行われている。Brekke and Nilssen (2015) は、ネットワーク外部性を有する市場において、広告へのアクセスを確保することが、lock-in された市場へ新規参入を行う際に不可欠な手段として捉えたモデルを提示し、メディア市場が競争的であればあるほど広告価格を低下させることが可能となり、新規性があり優れた製品を有する企業の新規参入が進展する可能性があることを報告している。

以上のような理論モデルはそれだけで完結している場合がほとんどだが、モデルにおける仮定、例えば「消費者が広告に対して消極的な場合には」のような条件は、それがどの程度か、どのような消費者層に対して生じるのか、等について実証的に解決可能な問題だと考えられるため、推計式の提示だけでなく、理論との繋がりを意識した研究を行っていく姿勢が肝要であろう。

## II 消費者獲得競争に与える影響

企業が自社製品の顧客獲得競争においてどのように広告を利用するか、消費者はその広告に対してどのように反応するか、は経済学においても重要な課題の一つだと言って良く、最近でも Jeziorski and Segal (2015) のような論文<sup>(9)</sup>が発表されている。しかし、それ以上にマーケティングの領域で膨大な

---

(9) 彼らは消費者レベルのデータに基づき、スポンサー付き検索型広告に対する利用者反応について研究している。利用者が検索の結果表示される順位とは関係なく広告をクリックする傾向があること、クリック率は競合する広告の性質に依存する

研究が存在し、種々の角度から検討が行われている。<sup>(10)</sup>ここでは第Ⅲ節の区分では蓄積が少ないテレビ広告に関するもの、また第Ⅲ節の問題意識と近い株式市場との関係を意識したものに焦点を絞って、最近の動向を展望したい。

まずテレビ広告の有効性について、Wilbur (2008a) は「テレビはマーケティング担当者によって唯一の最も重要な広告メディアとして残るだろう」、Binet and Field (2009) は「テレビを含むメディアミックスは、売上・利潤の点で広告効果を増加させた」、Sharp et al. (2009) は「テレビは傑出した迅速で巨大な広告メディアであり続けるだろう」と述べている。その後の研究動向を見ても、インターネットを利用した直接的広告のシェアが伸長しているとはいえ、テレビ広告を単体で、もしくは複合的に利用することの効果は大きいと、近年でも認識されていると言うことができよう。

一方でテレビ広告は、消費者に実際に視聴してもらわないと効果が期待できない。録画機器の普及と高機能化が見られ広告スキップが問題になり始めた2010年前後は、この点に関心が向けられた研究が行われている。

Wilbur (2008b) は、アメリカで普及が進んだ DVR (Digital Video Recorder) が視聴者の広告回避に与える影響を4種類に区分し<sup>(11)</sup>、zipping が最も多いことから、少なくともスキップ中はCM終了のタイミングを探して集中していること、そのためスキップ中でも潜在的影響を与えており映像・音声を圧縮した形で利用しているとも言えること、等を指摘し、そのような

---

こと、等から、競争に直面していることで広告のクリック率がどのように変化するか、ターゲティング広告によってどのくらい厚生が改善するか、等を独自の予測モデルに基づいて推定している。

(10) 起用されるタレント好感度のような内容面に関するもの、AIDMAのような消費者の心理プロセスに関するもの、消費者の視線を機器でトレースし分析する行動分析的な要素を含むもの、など多様な研究が存在する。

(11) CM時にチャンネルを切り替える“zapping”，他メディアを併用し注意をそらす“multitasking”，席を外す“physical zapping”，消音・テレビを消す・早送り等の“zipping”の4種類。なお同論文では、アメリカにおけるDVRの世帯普及率は2007年10月時点で17%程度だとされている。

## 広告と市場競争への影響

特性を利用する CM 提供を提案している。また Wilbur (2008a) では放送局が二面市場に直面している状況に鑑み、視聴者と広告主の需要ギャップを推定し、広告主の選好が視聴者の選好よりも強く放送局の選択に影響を与えることを報告している<sup>(12)</sup>。また、zipping のような広告回避技術を視聴者が利用できると想定した実験を行い、このような技術が普及すると均衡広告量を増加させる一方で、広告収入に依存する放送局の収益を減少させる可能性が高いとしている。

その他、購買実態からテレビ広告の効果が高い業種を判別しようとするもの(鈴木・生田目(2012))、広告が入るタイミングで他チャンネルへ切り替える行為を放送局の「損失」と捉え広告提供順序の改善を提案するもの(Wilbur et al.(2013))、脳波を測定することで広告視聴時の心理変化について読み取ろうとするもの(野村・満倉(2015))等、対象を限定した詳細な研究が行われてきているが、何か特定の傾向を把握できている状況とは言い難く、結果はケース・バイ・ケースで異なっているのが現状である。

Liaukonyte et al. (2015) でも類似の問題意識に基づき、2010年に米国で放送された20ブランド・1224本の CM に関して放送前後のオンラインショッピングへの影響を検証している。彼らはテレビ広告を4タイプに分類した上<sup>(13)</sup>で、放送後2時間以内のウェブサイトへのアクセスと製品売上変化を調べ、行動喚起型広告は両者を増加させるが、情報提供型や感情訴求型広告は多く

---

(12) 視聴者に最も選好される二つの番組ジャンル「アクション」と「ニュース」が、ネットワークが提供する時間の約16%を占める一方、広告主に最も選好される二つの番組ジャンル「リアリティ」と「コメディ」は約47%を占めていたと述べている。

(13) (1) 行動喚起型(特定の行動(複数可)を喚起するもの、決定を促すための情報支援等)、(2) 情報提供型(視聴者評価に資する製品・価格・ブランド情報を提供する)、(3) 感情訴求型(視聴者を惹きつけるため、創造的な物語や温かさとユーモア等感情的に豊かなコンテンツ)、(4) イメージ型(消費者イメージを豊かにするため複数の知覚的・感覚的要素を利用)。なおこれら4分類は相互に排他的ではない、としている。

のブランドで売上を増大させるもののウェブへのアクセスは減少することを報告し、多数のメディア同時利用する消費者に対しては、広告を流す媒体だけでなく内容にも注意する必要があるとの警鐘を鳴らしている。

一方、Esteban and Hernández (2014) で想定されているようなメディアミックスの形で利用する場合の効果についても強い関心が向けられており、その効果が検証されてきているが、概ねテレビ広告との連携を意識することにより高い効果が得られることを指摘している。

例えば Binet and Field (2009) は、受賞歴がある CM 事例880について調査し、TV を含むメディアミックスの広告効果は大きく売上や利益を増大させること、オンライン広告を組み合わせることでTV 広告の有効性を増大させること、等を示している。また Joo et al. (2014) は、テレビ広告と Google 検索との連動性について金融サービスの事例を用いて検証し、テレビ広告によって金融サービスに関する検索が増加するが、一般的用語よりもブランドに関連した用語の増加が大きいこと<sup>(14)</sup>、その弾力性は0.17で朝にピークを迎える効果であること、等を報告している。また鶴見 (2015) では、テレビ広告出稿量が消費者の購買行動に与える影響について、Twitter の書き込み件数等とともに検証を行っている。

本節の最後に、広告と製品価格および株式市場との相互関係に焦点を当てた最近の研究を見ておこう。テレビ広告を対象とはしておらず、市場もかなり限定的ではあるが、各市場の相互関係を検討しており本稿の問題意識に近い研究となっている。

Van Heerde et al. (2015) は、通常の価格競争と比べた大幅で恒久的な価格引き下げ (price wars, 以下「価格戦争」と言う) に関する先行研究を引

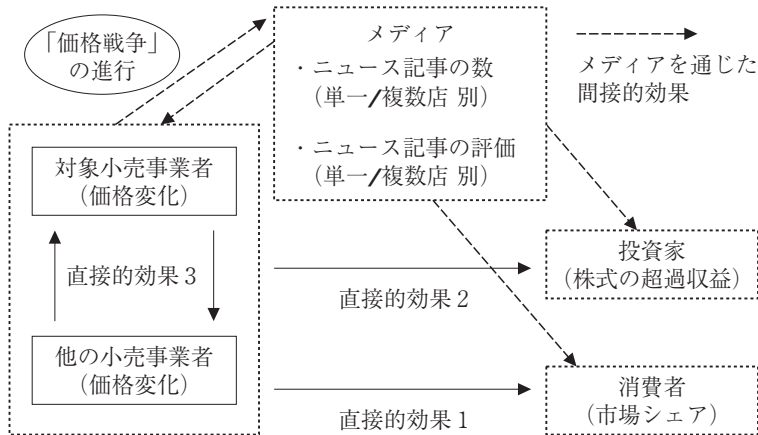
---

(14) 一般的用語として 401K, Annuity, Liquidity など50個を、ブランド関連の用語として CITI- GROUP, ETRADE, FIDELITY など38個を例示し、テレビ広告が放映されると後者のキーワードに関する検索数がより増加することを指摘している。

## 広告と市場競争への影響

用しつつ、投資家や消費者、他事業者への直接的影響だけでなく、メディアの関心をも集めていることに注目した。実際2003～05年に発生したオランダのスーパーマーケットの事例では、激しい価格競争の様子が新聞でも報道されており、<sup>(15)</sup>この報道が市場を取り巻く各プレーヤーに追加的な情報を提供し競争に間接的な効果を与えるのではないかと考えた（図2）。特に、記事の量と評価（valence）<sup>(16)</sup>、また記事が複数店舗の動向に触れているか否かをテキストマイニングによってカウントし、各市場への影響を Granger 因果性の手法を用いて検証している。その結果、複数店舗の動向に言及した新聞記事

図2 「価格戦争」におけるメディアの役割



出所) Van Heerde et al. (2015), Figure 1 on p. 676 より作成。

(15) 合計シェアが62%以上を占める4大全国紙（De Telegraaf, De Volkskrant, NRC Handelsblad, and Het Financieele Dagblad）で、顔への平手打ち（slap in the face）、致命的打撃（death blow）との用語とともに報道された様子が記されている。

(16) 記事に掲載された用語のうち、肯定的な用語数から否定的な用語数を引いたものとしてカウントしている。例えばある週の複数店舗について言及した記事のうち、肯定的なメッセージが3、否定的なものが1、中立的なものが2だった場合、複数店舗に言及した記事数は6、評価は $3-1=2$ となる。なお2002～07年の記事を Lexis-Nexis から収集し、新聞の発行部数で加重平均して用いている。

が各市場における追加的反応を引き起こすこと、しかしその影響は非対称的であり、消費者は価格低下に関連した記事の評価にのみ好意的な反応すること、一方小売業者や投資家は報道された記事数にのみ反応し、更なる価格低下や超過リターンの低下をもたらすこと、等を報告している。またメディア報道によって、小売業者の価格低下に拍車がかかること、しかしその効果は次第に減衰していくこと、等を大規模データの複合的利用によって明らかにしている。

### Ⅲ 投資家行動と株式市場に与える影響

「メディア」という単語の意味を辞書で調べると、「媒体。手段。特に、マスコミュニケーションの媒体。」のように、情報を伝達する手段としての機能が説明されている。また「媒体」という言葉は「人と情報を結ぶもの」とも解釈できるから、ある事実を伝えるために必要な言葉や映像、表現技法等も「メディア」という用語で表現できる。広告は、テレビを中心とするメディアに掲載されることが多いが、前者は情報提供的側面、後者は説得的側面をより重視した説明だと捉えることもできる。

株式市場におけるマスメディアの機能・効果に関する研究の展開を、阿萬(2015)は、企業経営者と市場・投資家に与える影響に区分して計6種類提示しているが、このうち後者には①ファンダメンタル情報提供、②投資家センチメント、③注目度向上効果が含まれている。①はメディアが投資家にとって有益な企業の将来収益性やリスクに関連する情報普及を促進し、迅速な株価形成や取引コストの削減に寄与する効果をさしており、②はメディアが提供する情報に対して、投資家が適正レベルを超えて過剰反応し、情報非効率な株価形成を引き起こす効果をいうが、それぞれ情報提供的側面、説得的側面と近い内容だと解釈できる。さらに③は、①②双方で起こりうることであり、すでに公開されている情報への投資家認知を高めることを指しているが、

## 広告と市場競争への影響

広告の基本的機能はこの③に分類されると考えられる。

この分野の研究は、現在までのところ新聞・雑誌等の活字媒体を中心とするものが多く、また広告そのものよりもニュースのような報道が与える影響について関心が向けられてきていると言える。

例えば Barber and Odean (2008) は、個人投資家という、プロの投資家に比べて一定の限定合理性を有する主体の投資行動に着目し、選択肢が多く探索費用が高いことを理由に、注目度の高い株式に対する非対称な<sup>(17)</sup>購買行動が発生するという仮説を検証している。彼らは、個人投資口座での買い-売りバランスのデータを利用し、ある銘柄について大きなニュースが発生した場合、それが銘柄への注目度を高め、買い注文を相対的に強く誘発する一方、すでに認知されている保有株の売りへの注意度向上効果は小さいことを報告している。同様の視点から Engelberg et al. (2012) は、株式推奨を行う CNBC の人気テレビ番組「Mad Money」に注目して、主な視聴者である個人トレーダーの行動を検証している。その結果、番組での株式推奨が一晩での株価急上昇とその後数ヶ月に渡る反転を導くこと、この傾向は裁定困難な小規模かつ非流動的な株式において強く表れること、等を報告している。また日次視聴率を代理変数として測定した結果、視聴率が高い場合この傾向が強く表れ、さらに年収6万ドルを超える高所得者層の視聴率が高い場合により顕著な結果が観察されること、等を示し、個人投資家の過剰反応に対してメディアが潜在的な役割を果たしている可能性を指摘している。

メディアによって報道される企業の評判が株式市場に与える影響を調べる研究もある。Sinnewe and Niblock (2015) は2004～12年間のオーストラリアの株式市場において、オンラインニュースおよび印刷媒体で報道された企業の評判が、リスク調整後の超過リターン獲得に影響を与えるか否かについて

---

(17) 例として、ニュースなった株式や取引量が極端に多い株式、極端な1日のリターンを伴う株式を挙げている。

検証している。その結果、評判の良くない企業に対して逆張り取引戦略をとることによって超過リターンを獲得できることを発見しており、投資家による過剰反応仮説とも整合的だとしている。通常のファイナンス系学術誌ではなく、メディアの役割に焦点を当てた学術誌に掲載されている点にも注目したい。

企業が行う広告投資が株式市場での企業価値に与える影響についての研究もある。Joshi and Hanssens (2010) は、広告投資が短期的に売上や利潤に影響を与えるだけでなく、長期的に企業価値自体へも影響を与える可能性に着目した。彼らは、PC とスポーツ用品 2 業種の企業群を調査し、広告支出は自企業の時価総額に対して売上や利潤へ与える影響以外にも正の長期的影響を持っていること、同規模の競争相手が行う広告投資から負の影響を受けること、広告投資を短期的に変動させるのではなく最適規模に維持し続ける方が有効であること、等を報告している。一方 Lou (2014) は、このような広告投資は小売部門の売上を伸ばし株式の超過リターンをもたらすものの、その後の反転をもたらすことを報告している。さらにインサイダーへの株式売却前後に広告支出が逆V字型の動きを示すことを示し、経営者が株式市場で一時的な利益を得ようと広告支出を調整する機会主義的な行動をとっている可能性を指摘している。

新聞や雑誌と異なるテレビの特徴として、タイムリーな情報提供が可能であることが挙げられるが、株式市場に与える影響を速報性の観点からだけ捉えたと、ニュースワイヤの方に優位性があると言えるだろう。Groß-Klußmann and Hautsch (2011) は、ロイター社提供のニュース情報から言語パターン認識によって投資家感情に関する情報を分類し、ロンドン証券取引所における20秒単位の高頻度取引データとの関連性を検証している。その結果、このような情報の分類がリターンや取引量等に関する有意な影響を特定するために非常に重要であること、また将来価格トレンドの予測にも有効な



## 広告と市場競争への影響

ことを示している。また Riordan et al. (2013) も、電子指値注文市場での日中の取引活動に対するメッセージの影響について検討し、マイナスのメッセージが特に有益で強力な市場反応を誘発することを指摘している。さらに Brzeszczynski and Kutun (2015) は、ポーランド中央銀行が独立性を確保し金融政策を変更した2000-03年に焦点を当て、中央銀行の発表が外国為替市場での不確実性を減少させ取引量を増大させたことを報告している。

一方、ニュースが必ずしも追加的な新しい情報をもたらさない場合でも、投資家行動に影響を与えるという指摘もある。Tetlock (2011) は、ニュースの「陳腐さ (staleness)」を過去のニュースとの類似度から定義し、株式リターンが新しいニュースにより反応すること、しかし古い情報も投資家反応を確実に誘発し、その後の株価反転を伴うなど過剰反応仮説と統合的な特徴を有していること、等を報告している。テレビ広告の場合、最新の情報提供だけでなく、繰り返し情報提供を行うことによって投資家反応を促している可能性も考えられる。さらに Billett et al. (2014) は、高級ブランドを有する企業は相対的に高い時価簿価比率を有していること、この高級ブランド効果は知名度上昇とともに減少すること、一般投資家の株式所有割合が高い場合にこの傾向が強く将来リターンとは負の相関を有していること、等から、製品市場における顧客認識の低さが株式市場の投資家に過剰反応をもたらす可能性を指摘している。この結果は、テレビ広告が製品の知名度上昇に貢献する場合には、個人投資家の過剰反応を鎮静化させる効果が期待できることを示唆している。

最後に、日本のテレビ情報を用いて株式市場との関係性に言及した研究について触れておこう。

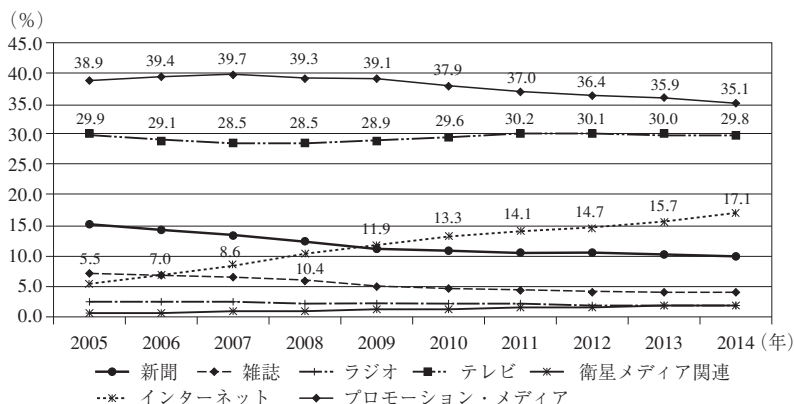
Aman et al. (2013) は日本の株式市場に焦点を当て、一定の期間内にテレビ番組で企業名が報道された回数と株式市場の流動性との関係について調べ、新聞や企業情報開示サイトでの報道回数を制御した上で、流動性尺度との関

係を実証的に検証している。その結果、テレビ報道の増加はスプレッドの増加をもたらしており、TVを通じた新たな情報流入が投資家間の情報非対称性（不確実性）を増幅させる効果と整合的であること、他方で取引サイズはTV情報流入に際して増加傾向があり、投資家による企業情報への認知度増加と整合的な結果であることを報告している。また春日他（2014）は、テレビのニュースや番組で報道された企業ほどその株式はよく反応し、株価変動や売買高が大きくなる傾向が見られるという仮説を検証し、予想と整合的な結果を得ている。

#### IV 日本におけるテレビ広告動向

一般に広告費はその国の商習慣に強く依存しており景気の拡大・縮小に応じて増減すると言われるが、日本の広告費も例外ではなく、この10年ほど対名目GDP比1.2~1.4%の範囲内で推移している。ただし媒体別の内訳を見ると、インターネットの割合が急激に増加してきており、2009年には新聞を抜き、2014年には漸減傾向にあるプロモーション・メディア全体の約1/2

(19)  
図3 媒体別広告費の推移



出所) 電通『日本の広告費』各年版より作成。

## 広告と市場競争への影響

にまで迫るなど、各媒体に期待される役割は大きく様変わりしていると言える。その中でテレビ広告費は約30%のシェアで安定的に推移してきており、依然として広告媒体として大きな役割が期待されていると言って良い(図3)。

実際、広告宣伝費支出が上位の企業に対する意識調査<sup>(20)</sup>においても、「特に重要視する媒体」としてテレビ(地上波)が1位にランクされており、2位のインターネット広告、3位の自社ホームページを上回っている。さらに、<sup>(21)</sup>広告の「目標達成のために最も重視した媒体」では、企業や商品・ブランドの知名度を高める、広告の認知、注目度を高める、等の点でテレビへの期待は依然として高く、理解度を深めるツールとしてのインターネットとの使い分けをしている状況が読み取れる(図4)。その意味で、阿萬(2015)の分類による知名度向上効果は、現時点においてもテレビ広告で最も期待が大きいといえることができる。

もう少しテレビ広告に焦点を絞って見てみよう。テレビ広告の契約形態は、局が定める時間に挿入されるCM枠内で放送する「スポット」が多くの国で主流となっているが、日本の場合「タイム」という、個別番組を提供しその番組に含まれるCM枠内で放送する広告も、同様に重要な位置を占めている点の特徴となっている。一般にタイム広告では、多くが2クール(6ヵ月)を基本としており、広告料金には番組の制作費も含まれる場合が多いと

---

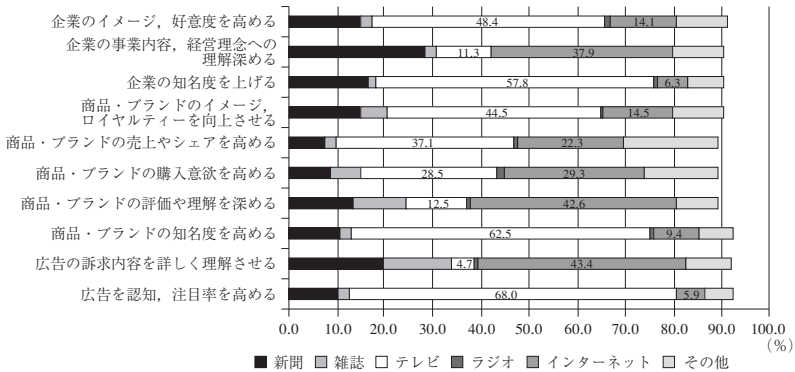
(18) 屋外広告や交通広告、チラシ等の折込広告やダイレクト・メール、展示・映像他が含まれる。

(19) 2007年に推定範囲を2005年まで遡及して改訂されているため、前後のズレを回避するためここでは改定後の数値に基づき議論することとする。

(20) 日経広告研究所『2015年版 広告動態調査』による。同調査では、広告宣伝費が多い企業486社を対象としてアンケートを実施し、256社(52.7%)から有効回答を得ている(実施期間:2014年11~12月)。

(21) 順に52.0%, 40.2%, 29.7% (上位3つまでの複数回答)。一方「あまり重要視してしない」は順に9.0%, 2.0%, 0.4%となっており、期待度の差で見るとかなり肉薄されてきている。

図4 目標達成のために最も重視した媒体（単数回答）



出所) 日経広告研究所『2015年版 広告動態調査』より作成

(22)  
されている。

テレビ放送事業収入に占める両者の割合はほぼ半々で均衡しているが、変動幅はスポットの方が大きくほぼ景気に連動して増減している（図5）。一方タイムは長期契約であるため短期的な変動幅は小さく、また景気に若干遅行して動くことが読み取れる。このことから、テレビ広告を利用する企業は、「タイム」によって長期的な企業イメージを形成し、「スポット」によって新商品発売等の短期的成果を得ようとして行動するなど、何らかの使い分けをしている可能性が高いと考えられる。<sup>(23)</sup>

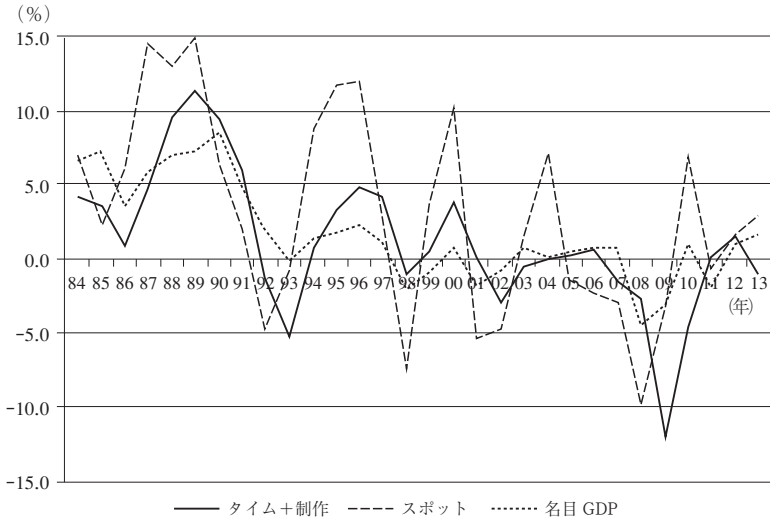
マクロレベルでは経済情勢に沿って支出額を微調整しているだけのように

(22) タイム契約では、番組内容から視聴者層を特定しやすく広告のターゲティングが行いやすい、番組前後に提供スポンサーの紹介枠（提供クレジット枠）があり、15秒単位で流されるCM以外にも企業名などの露出効果がある、等のメリットがあるとされる。なおタイム契約では番組制作費を同時に提供してもらっている場合も多く、参照した資料では2種類の費用を分離把握していないため、ここでは制作費も含んだ形で図示している。

(23) ただし個別企業単位でのスポット・タイム別広告費データは利用可能ではないため、この仮説を検証するには何らかの代理変数を用いる必要がある。

## 広告と市場競争への影響

図5 名目GDPとテレビ広告費（前年比）の推移



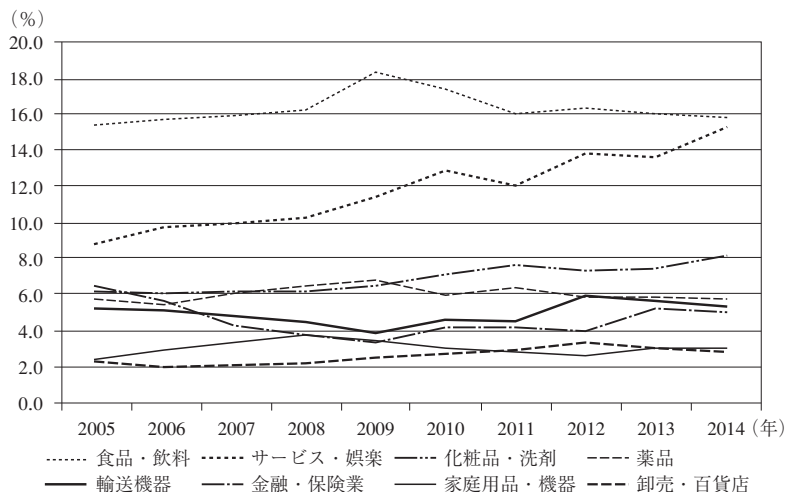
出所) 日本民間放送連盟 (2015) より作成

見えるテレビ広告費であるが、個別企業・産業レベルでは比較的大きな支出額の変動が生じている。図6は関東地区で放映された産業別のテレビ広告費推計額から上位8業種の推移を抜粋したものであるが、必ずしも景気と連動している訳ではなく、支出増減の方向もタイミングも大きく異なっている状況を読み取ることができる。特に金融・保険業の変動幅が最も大きく、サービス・娯楽産業のテレビ広告が近年増加傾向にあることが分かる。

より詳細なテレビ広告と株式市場との関係を検証するためには、個別企業ごとにテレビ広告がどの程度放映されたかというデータが必要になる。我々は(株)エム・データ社が提供しているテレビ広告のデータベースに注目し<sup>(24)</sup>。一般にテレビ放送は、過去に放送された内容についての記録を得ること

(24) 東京キー5局が放送した広告を、放送日時や放送局、業種や会社名、出演タレントや初回放送日の情報とともに記録している。なお業種は大・中・小別に三分類

図6 産業別テレビ広告費の推移（上位8業種，前年比）



	食品・飲料	サービス・娯楽	化粧品・洗剤	薬品	輸送機器	金融・保険業	家庭用品・機器	卸売・百貨店
最大値	12.6	14.9	10.6	10.3	30.9	29.4	23.2	15.9
最小値	-7.9	-7.0	-5.3	-12.6	-13.3	-24.7	-11.0	-15.4
標準偏差	5.9	7.7	5.8	7.3	12.7	17.9	12.5	10.5

出所) (株)ビデオリサーチ『テレビ広告出稿量』各年版より作成。

が通常極めて困難であり先行研究が限定されているが、本データセットはこれを補完するものとして非常に有用である。表1は2010年1年間に放送された広告数を業種別にカウントし多いものから順に並べたものであり、おおよその傾向を見ることができる。ただし実際に利用する際は、放送された時間帯別に視聴率の影響を加味する必要がある。

されており、(株)エム・データ社独自の産業分類に基づいて整理されている。ここでは大分類に基づいてカウントした頻度を掲載しているが、分析の目的に応じてもう少し詳細な区分を用いることも可能である。

広告と市場競争への影響

表1 製品分類別テレビ広告放送回数(2010年)

製品分類(大分類)	頻度	製品分類(大分類)	頻度
車両	68,793	石油・タイヤ	4,746
衛生医薬品	53,739	スポーツ用品	3,809
食品	51,321	電気・機械	3,713
パソコン・AV	42,432	ドリンク B	3,455
その他	36,098	食品 B	3,260
化粧品	34,398	インテリア	2,145
流通	31,375	タバコ	2,000
ドリンク	26,392	カメラ・時計	1,907
洗剤・入浴剤	21,692	パソコン・AV(ソフト)	1,746
ロードショー	21,008	生CM	1,030
玩具・文房具	16,697	服飾	414
家電	16,367	金融・保険 A	214
不動産	12,054	酒類 A	207
流通 A	11,952	その他 A	194
菓子	11,639	通信販売直売	32
通信	11,638	金融・保険	7
運搬	10,129	酒類 A	5
家庭用品	9,782	テレビ番組	5
		Total	516,395

出所) (株)エム・データ社提供によるテレビ広告データより作成。

おわりに

本稿では、広告がメディア間競争や企業間競争、消費者獲得競争、投資家行動と株式市場に与える影響に関する最近の研究動向について概観してきた。広告をとりまくこのような問題意識を踏まえ、我々は現在、Aman et al. (2015)において、テレビ広告の株式市場への影響を、時間間隔(毎日/週)、視聴率と投資家の注目との関係、製品売上高対企業イメージ、企業のニュースやテレビ広告放送との間の相互作用、個人投資家への効果、など種々の角度から検討している。

第Ⅰ節後半ではメディア間競争が広告主である企業の競争に与える影響について考察している理論研究を見たが、その一部は実証研究によって解決していくべき問題である。また我々の研究は株式市場への影響を全体的な視点から捉えようとする研究であるため、第Ⅱ節のような細分化をあまり行いすぎると本来の目的を見失うことになりかねない。ただし既にみたように、有効な示唆を得られる先行研究は意外に多いため、可能なものは積極的に採用<sup>(25)</sup>していきたい。何より第Ⅲ節で見たように、テレビ広告が投資家行動と株式市場に与える影響に関する研究があまり蓄積されていないことから、この分野の研究を引き続き深めていく予定である。

#### 【謝辞】

本研究の一部に対して、(公財)放送文化基金からの援助を受けている。また(株)エム・データ社からはテレビ放送データの学術利用に関してご協力をいただいた。記して感謝の意を表します。

#### 参考文献

- 阿萬弘行 (2015) 「企業情報の伝達プロセスと株式市場」 内田交謹・多和田眞・成生達彦・山田光男編『トピックス応用経済学Ⅰ：貿易，地域，産業，企業』勁草書房，232-48.
- 春日教測・阿萬弘行・森保洋 (2014) 「メディア情報と利用者行動」日本民間放送連盟・研究所編『スマート化する放送 - ICTの革新と放送の変容-』第6章，三省堂，130-51.
- 春日教測・宍倉学・鳥居昭夫 (2014) 『ネットワーク・メディアの経済学』慶応義塾大学出版会
- 鈴木元也・生田目崇 (2012) 「消費者の異質性を考慮したテレビCM効果の分析」『情報科学研究』(33)，1-19.
- 鶴見裕之 (2015) 「複数データを融合した購買データ分析：Twitter 書き込み件数，テレビ広告出稿量，テレビPR露出量が消費者購買に与える影響について (特集 コミュニケーション・データと購買履歴データの融合)」『流通情報』，47(2)，25-

---

(25) 例えば Xu et al. (2014) は、米国のピックアップトラック市場を事例に、価格広告の効果がメーカーと販売業者との間で非対称な効果を持つことを指摘しているが、このような効果を検証することも有益かもしれない。



31.

- 日本民間放送連盟 (2015)『2015年度のテレビ、ラジオ営業収入見通し』No. 60, 日本民間放送連盟・研究所
- 野村知美・満倉靖恵 (2015)「脳波を用いたテレビCM視聴者の無意識の心理変化抽出」『日経広告研究所報』49(4), 24-31.
- Aman, H., N. Kasuga and H. Moriyasu (2013) “The Mass Media Effects on the Stock Market in Japan,” *paper presented at Midwest Finance Association, The 62<sup>nd</sup> Annual Meeting, at Chicago, U.S.A., March 14.*
- Aman, H., N. Kasuga and H. Moriyasu (2015) “Investor Attention Effect of Corporate Advertisement: Evidence from the Television Commercials,” *paper presented at The 28<sup>th</sup> Australasian Finance and Banking Conference, at Sydney, Australia, December 18.*
- Anderson, S., J. Waldfogel and D. Strömberg ed. (2016) *Handbook of Media Economics*, 1A & 1B, North Holland.
- Anderson, S. and S. Coate (2005) “Market Provision of Broadcasting: A Welfare Analysis.” *Review of Economic Studies*, 72(4), 947-72.
- Bagwell, K. (2007) “The Economic Analysis of Advertising,” in Armstrong, M. and R. Porter ed., *Handbook of Industrial Organization*, Vol. 3 chap, 28, North Holland, 1701-844.
- Barber, B. and T. Odean (2008) “All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors,” *Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.
- Bel, G. and L. Domènech (2009) “What Influences Advertising Price in Television Channels?: An Empirical Analysis on the Spanish Market,” *Journal of Media Economics*, 22(3), 164-83.
- Belleflamme, P. and M. Peitz (2015) *Industrial Organization: Markets and Strategies*, 2<sup>nd</sup> edition, paperback, Cambridge University Press.
- Billett, M., Z. Jiang and L. Rego (2014) “Glamour Brands and Glamour Stocks,” *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107, 744-59.
- Binet, L. and P. Field (2009). “Empirical Generalizations about Advertising Campaign Success.” *Journal of Advertising Research* 49(2): 130-33.
- Brekke, K. and T. Nilssen (2015) “Media Competition Enhances New-Product Entry: On the Market for Fake Observations,” *Information Economics and Policy*, 31, 59-66.
- Brszczzynski, J. and A. Kutan (2015) “Public Information Arrival and Investor Reaction During a Period of Institutional Change: An Episode of Early Years of a Newly Independent Central Bank,” *Journal of Comparative Economics*, 43(3), 727-53.
- Crampes, C., C. Abalet and B. Jullien (2009) “Advertising, Competition and Entry in Media Industries,” *Journal of Industrial Economics*, 57(1), 7-31.
- Engelberg, J., C. Sasseville and J. Williams (2012) “Market Madness? The Case of Mad

- Money,” *Management Science*, 58(2), 351–64.
- Esteban, L. and J. Hernández (2014) “Endogenous Direct Advertising and Price Competition,” *Journal of Economics*, 112(3), 225–51.
- Esteban, L. and J. Hernández (2011) “Specialized Advertising Media and Product Market Competition,” *Journal of Economics*, 106(1), 45–74.
- Godes, D., E. Ofek and M. Sarvary (2009) “Content vs. Advertising: The Impact of Competition on Media Firm Strategy,” *Marketing Science*, 28(1), 20–35.
- González-Maestre, M. and F. Martínez-Sánchez (2015) “Quality Choice and Advertising Regulation in Broadcasting Markets,” *Journal of Economics*, 114(2), 107–26.
- Groß-Klußmann, A. and N. Hautsch (2011) “When Machines Read the News: Using Automated Text Analytics to Quantify High Frequency News-Implied Market Reactions,” *Journal of Empirical Finance*, 18(2), 321–40.
- Jeziorski, P. and I. Segal (2015) “What Makes Them Click: Empirical Analysis of Consumer Demand for Search Advertising,” *American Economic Journal: Microeconomics*, 7(3), pp. 24–53.
- Joo, M., K. Wilbur, B. Cowgill and Y. Zhu (2014) “Television Advertising and Online Search,” *Management Science*, 60(1), 56–73.
- Joshi, Amit and D. Hanssens (2010) “The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value,” *Journal of Marketing*, 74(1), 20–33.
- Kind, H., T. Nilssen and L. Sørgard (2009) “Business Models for Media Firms: Does Competition Matter for How They Raise Revenue?” *Marketing Science*, 28(6), 1112–28.
- Liaukonyte, J., T. Teixeira and K. Wilbur (2015) “Television Advertising and Online Shopping,” *Marketing Science*, 34(3), 311–30.
- Lou, D. (2014) “Attracting Investor Attention through Advertising,” *Review of Financial Studies*, 27(6), 1797–829.
- Matsumura, T. and T. Sunada (2013) “Advertising Competition in a Mixed Oligopoly,” *Economics Letters*, 119(2), 183–85.
- Nilssen, T. (2010) “The TV Industry as a Market of Attention,” *Nordicom Review* 31, 115–23.
- Peitz, M. and T. Valletti (2008) “Content and Advertising in the Media: Pay-TV versus Free-to-Air,” *International Journal of Industrial Organization*, 26(4), 949–65.
- Pepall, L., D. Richards and G. Norman (2014) *Industrial Organization: Contemporary Theory and Empirical Applications*, 5<sup>th</sup> edition, paperback, Wiley.
- Riordan, R., A. Storkenmaier, M. Wagener and S. Zhang (2013) “Public Information Arrival: Price Discovery and Liquidity in Electronic Limit Order Markets,” *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1148–59.
- Sharp, B., V. Beal and M. Collins (2009) “Television: Back to the Future,” *Journal of Advertising Research*, 49(2), 211–19.

## 広告と市場競争への影響

- Simbanegavi, W. (2009) “Informative Advertising: Competition or Cooperation?” *Journal of Industrial Economics*, 57(1), 147-66.
- Sinnewe, E. and S. Niblock (2015) “Trial by Media: An Empirical Investigation of Corporate Reputation and Stock Returns in Australia,” *Journal of Media Economics*, 28(1), 41-60.
- Tetlock, P. (2011) “All the News That’s Fit to Reprint: Do Investors React to Stale Information?” *Review of Financial Studies*, 24(5), 1481-512.
- Van Heerde, H., E. Gijbrecchts and K. Pauwels (2015) “Fanning the Flames? Flow Media Coverage of a Price War Affects Retailers, Consumers, and Investors,” *Journal of Marketing Research*, 52(5), 674-93.
- Waldman, D. and E. Jensen (2012) *Industrial Organization: Theory and Practice*, 4<sup>th</sup> edition, paperback, Prentice Hall.
- Wilbur, K. (2008a) “A Two-Sided, Empirical Model of Television Advertising and Viewing Markets,” *Marketing Science*, 27(3), 356-78.
- \_\_\_\_\_ (2008b) “How the Digital Video Recorder Changes Traditional Television Advertising,” *Journal of Advertising*, 37(1), 143-49.
- Wilbur, K., X. Linli and D. Kempe (2013) “Correcting Audience Externalities in Television Advertising,” *Marketing Science*, 32(6), 892-912.
- Xu, L., K. Wilbur, S. Siddarth and J. Silva-Risso (2014) “Price Advertising by Manufacturers and Dealers,” *Management Science*, 60(11), 2816-34.