短期指向機関投資家の下での攻めの会社利益管理戦略

高　寺　貞　男

経済短期主義（economic short-termism）に関する議論は経営者，研究者や政策立案者が過去20年間に〔アメリカ〕合衆国に起った経済的沈滞を説明し，かつ逆（向き）にしようと努めるにつれて激化した。

――Laverty, p. 826.

Ⅰ　攻めの会社利益管理戦略を推進する短期主義的公正価値（増分）測定

「過去およそ20年間における機関株主の世界的急増は機関〔投資家〕が演じえた……会社統治〔上の役割〕について多くの関心を引き起した」（Hsu and Koh, p. 809.）といわれるように，「機関投資家は公開〔市場で〕取引される株式の半分以上を保有して……〔アメリカ〕合衆国株式市場における支配的株主となった」（Liu, p. 6.）結果，「全体として，機関投資家が〔投資先の会社会計と〕財務報告過程を含む会社業務に重大な影響を与えていることが見出される」。

あらためて指摘するまでもなく，「機関投資家は〔熟練（ソフィスティケーテッド）した，特に新情報の入手と解釈に精通した投資家として〕個人投資家よりも〔会社〕利益管理をよく認識できる」ので，「彼らの投資戦略……は〔会社の〕短期利益の最大化と必要とあらば利益押し上げ（upward）管理または長期価値と収益性の最大化のいずれかに集中するよう経営者を誘導すると考えられる」（Mitra and Cready, p. 262.）。

確かに，「現存する証拠は機関〔投資家〕が経営者の短見性（managerial myopia）を悪化するのか，それとも緩和するのかはっきりしない」（Liu, p. 1.）が「機関所有と利益管理の関連を調査した新しい」「文献は機関投資家〔による株式〕保有の会社利益管理に対する影響について〔相互に排他的な〕２つの競合する見解を提示している。第１の見解は，機関投資家は短期指向であるので，そうした機関投資家が過度に当期利益業績に関心を集中するよう，経営者が高圧的に利益を〔押し上げ〕管理する動機を創出すると主張し，それとは対照的に……〔第２の見解では〕機関投資家の長期指向と……会社統治に対する活発な参加は経営者の自由裁量を制限して，高圧的に利益を〔押し上げ〕管理する動機を弱める」（Koh, p. 124.）と説かれている。

いずれにしても，「これらの発見は，短期的（transient）機関投資家と長期指向機関投

資家が共存するので，将来の研究は機関投資家を短期的または長期指向のいずれかの同質グループと想定しないことによって便益を享受できるということを示している」（Koh, p. 125.）。

そこで，以下，本稿においては，そうした実証研究を開発した（2000年にペンシルヴァニア大学ウォートン・スクール会計学科へ移るまで，1997年からハーヴァード・ビジネス・スクールで教えていた）Brian J. Bushee に倣って，「過去の取引行動にもとづいて機関投資家を〔短期指向と長期指向に〕分類する」と，短期指向「機関〔投資家〕の存在は会社証券の株式市場〔価格〕不安定性（stock market volatility）を大いに増加して，経営者が短期目標に応じる強力な動機を創出する」という長期指向機関投資家との「重要な相違が捕えられる」（Bushee, 1999, p. 18.）ので，そうした論理過程または筋道を追跡する作業を通じて，短期指向機関投資家の急増によってもたらされる経営者による攻めの（aggressive）会社利益（押し上げ）管理戦略の採用が短期指向機関投資家の投機的市場行動を支援しながら「会社の……個別株価，特に不安定な〔資本〕市場における広範な変動」（Jin and Kogan, p. 1.）をもたらす動態を解明する所存である。

よって，本稿が攻めの会社利益（押し上げ）管理戦略またはそれを推進する公正価値（増分）測定を短期主義的利益測定とみなす試みによって会社金融（市場）安定性を復元するために攻めの会社利益（押し上げ）管理戦略またはそれを推進する公正価値（増分）測定を制限する運動に少しでも貢献することができれば幸いである。

Ⅱ　機関投資家の分類

すでに述べたように，「機関投資家は1980年半ば以来〔アメリカ〕合衆国会社〔組織〕における支配的株式保有者と有力な〔会社〕統治要因となった」（Mitra and Cready, p. 260.）が，「1990年代」後半に入ると，「アカデミックな研究は異なる類型の機関投資家が株式市場と〔会社利益管理戦略〕決定に影響する仕方に整然とした相違があるかどうかを調査し始めた」。

そして，その際に，「過去の〔株式〕取引行動にもとづいた機関投資家の分類技法を開発した」（Bushee, 1999, p. 13.）B. J. Bushee は「重要な異質性を示す」（Bushee, 1998, p. 310n.）機関投資家を「３つのグループ」（Bushee, 1999, p. 15.）に分類したばかりではなく，さらに「利益を操作すべく経営者に対する圧力を増やすと主張されてきた」（Bushee, 1998, p. 105.）「短期的機関」投資家と「その他の２つの類型の〔長期指向〕機関」（Bushee, 2001, p. 214.）投資家に大別した。

その類型区分を説明すると，次の通りである。

《短期指向機関投資家》

「過去少なくとも20年の間に」「家計から投資する主たる経路として銀行部門（セクター）にとって代わった」「ミューチュアル・ファンド事業」においては，「長期利益に優先した短期取引利益の追求」のために「株式の取引数量の実質的増加」に伴い「株式の保有期間がどんどん縮減して，多くの事例で一年以内となった」（Jin and Kogan, p. 1.）が，そうしたミュー

チュアル・ファンド事業に最も多くみられるように，

1）株式の保有期間の短期化による保有株式の高い回転（率），多数の会社の株式への分散投資，（過去３ヵ月ないし12ヵ月の間に業績の良かった銘柄群（Winners）を買い，悪かった銘柄群（Losers）を売る）趨勢（順張り）（モメンタム・トレーディング）取引戦略の採用によって特徴づけられる（Numeric Investor I.P. に代表される）短期的機関投資家

《長期指向機関投資家》

2）株式の保有期間の長期化による保有株式の低い回転（率），少数の会社の株式への集中投資，短期の新事象（ディヴェロップメント）に対する取引反応性の完全に近い欠落によって特徴づけられる（少数の会社に関心を集中して関係投資戦略を続ける Warren Buffett によって経営される保険／持株会社 Berkshire Hathaway に代表される）ひたむきな機関（Dedicated institutions）投資家

3）保有株式の低い回転（率），多数の会社の株式への分散投資，（パーフォーマンスが悪いので，他の投資家が売りに出ている銘柄群（Losers）を買い，パーフォーマンスが良いので，他の投資家が買いに出ている銘柄群（Winners）を売る）逆張り（コントラリアン）取引戦略の採用によって特徴づけられる（会社内部に大きな変化が生じ，株価が指数を下回った時にのみ取引する California Public Employees' Retirement System（CalPERS）に代表される）準指数連動型運用機関（Quasi-indexer or Quasi-indexing institutions）投資家

なお，全機関投資家に対するこれら３グループの構成割合はそれぞれ 1）1983年から1994年までの12年間における26％から2002年までの20年間における31％へ，2）４％から８％へ増加し，3）70％から61％へ減少した（Bushee, 1999, p.15; 2004, pp.30-31.）。

Ⅲ　機関投資家の短期主義から会社経営者の短期主義へ

以上分類したように，「短期的機関〔投資家〕と長期指向機関〔投資家〕は共存して，……〔株式保有〕企業の利益に相異なる影響を与える」（Hsu and Koh, p.809.）が，２つの類型の「機関〔投資家による会社〕所有と〔会社経営者による〕攻めの利益〔押し上げ〕管理の間の因果関係〔またはその欠如〕を認定する」（Lu, p.4.）ためには，「機関投資家の会社統治への参加」（Gillan and Starks, p.3.）仕様の違いに注目しなくてはならない。

そこで，そうした接近方法をとると，「長い投資展望をもった株主〔として機関投資家〕は〔会社経営者を〕モニターする大きな動機をもっている」（Gasper, Massa and Matos, p.162.）のに対して，「短い展望をもった〔機関〕投資家は〔会社経営者の〕モニタリングに〔経済〕資源を費やす動機をごくわずかしかもっていない」（Gasper, Massa and Matos, p.137.）ことがわかる。

いずれにしても，会社「経営者をモニターして，終極的に企業価値を破壊する攻めの〔会社〕会計政策の採用を引き止める動機をもつ」（Liu, p.3.）「長期指向機関〔投資家〕は……〔経営者による攻めの利益押し上げ〕……管理を防止する」（Hsu and Koh, p.820.）のに対して，「短期的機関〔投資家〕は……経営者に〔短期利益に関心を集中するよう外部から圧力をかけて〕高圧的に利益を〔押し上げ〕管理する動機を与える」（Liu, p.24.）。

なぜなら，「短期的機関〔投資家〕は他の〔長期指向〕機関〔投資家〕よりも会社の〔利益〕情報発表にもとづいて活発に〔株式を〕取引するので，期待されたよりも悪い利益を発表した企業は売られ，もし短期的機関〔投資家の会社〕所有が多ければ，株価は極端な下落を経験する」（Liu, p. 26.）からである。

「このことは，長期指向機関〔投資家〕が〔経営者による〕攻めの利益〔押し上げ〕管理を緩和する会社統治機構として行動しうるということを意味する」（Hsu and Koh, p. 809.）ばかりではなく，さらに機関「投資家の短期主義（short-termism）が〔高圧的に会社利益を押しあげ管理する〕経営者の短期主義を引き起こす」ので，機関「投資家から……経営者への短期主義の伝達（トランスミッション）機構」（Jin and Kogan, p. 3.）として機能しうるということも意味する。

Ⅳ　資本市場短期主義から会社会計短期主義へ

では，機関投資家が体得する株式市場または「資本市場短期主義」（Mauboussin, p. 1.）は経営者が体得する「会社短期主義」（Froot, Scharfstein and Stein, p. 1481.）に沿って決定される攻めの会社会計政策を介して株式市場にどのような影響を及ぼすのであろうか。

この問題に取り組んだ論者が異口同音に認めているように，資本「市場は短期利益の期待される変化に関してのみ効率的に働き，……長期価値のための効率的市場は存在しない」（Laverty, p. 833.）ので，「短い投資展望をもった投機家〔的機関投資家〕が短期情報を集める」（Bushee, 2001, p. 213.）のに呼応して，「株式市場が企業価値の合理的予測をするために〔会計〕利益を利用する」「ことを知っている」「経営者が当期利益の押し上げ（boosting）によって市場をだます動機をもっている」（Stein, p. 656.）としても，それは当然の成り行きである。

換言すると，「完全に効率的な市場でさえ株価に配慮する経営者を短見的に行動するよう誘導できる」（Stein, p. 655.）ので，「短見的行動に『引き込まれ』る」「経営者は予測価値を引き上げるために利益押し上げ（pumping up earnings）という株主あてのシグナル操作を試みる」（Stein, p. 656.）方策として，機関「投資家が正確に見分けられない利益の期間配分（au intertemporal allocation of earnings）にたずさわる」（Jacobson and Aaker, p. 385.）「経営者は内在的（インプリシット）利子率で〔当期末現在において未実現評価益ではあるが〕次期〔以降に実現すると予期される〕利益の〔当期への〕『借り入れ』によって追加的当期利益を生みだすことができる」（Stein, p. 657.）。

事実，会社会計を市場の作用にさらす形で「短期利益を表示する〔外部〕圧力の下では」（Narayanan, p. 1469.），経営者によって「将来の取引条件〔に関する期待〕が無視される」（Barton, p. 406.）ことなく，（未実現評価益を市場が市価または金利上昇を通じて認定した増分価値または株主に対する付加価値と解釈して）将来（に期待される）利益を（割引き）繰り上げまたは先取りして「将来〔利益〕の過小評価」（Laverty, p. 831.）と現在利益の過大評価が（市場原理に従い設計された）短期主義的公正価値（増分）測定として行われる。

その点では，市場原理があまねく貫徹する株式市場の世界において「将来利益が投下資本に対する正常利子率を超えると期待される金額を意味する」「超過利益（スーパー・プロヒット）」（Leake, p. 13.）の割引き現在価値（に相当するのれん）を株主が資本利得として先取りできる事態と少しも変わりはない。

もちろん，その場合には，「特定の〔会計〕期間の利益はいくらかの真のまたは本来の利益（some ‘true’ or natural earnings）水準プラス将来利益から借り入れられた利益額マイナス……借り入れられた利益の〔利子〕費用によって決まる」（Jacobson and Aaker, p. 83.）。

このことは「企業の真の長期価値がこれら〔将来利益の〕借り入れがゼロの時に最大となる」（Stein, p. 657.）ことを意味するが，実現した純利益とその他の包括利益が区分表示されないかぎり，「投資家は〔利益〕測定〔数値〕を本来的要素と借り入れられた要素に分解できない」（Jacobson and Aaker, p. 385.）。

したがって，「問題は〔機関〕株主がこの種の〔短期主義的会計〕行動に従事している経営者とそうでない……経営者を区別できない点にある」が，「この問題は株式市場参加者の側に固有の短期指向……から生じないで，むしろ彼らが企業業績を評価する〔公正価値（を継続的にリマークして未実現評価益を認識する増分）測定という会計〕方法から生じる」（Jacobson and Aaker, p. 386.）と考えられる。

V　短期主義的利益測定の会社金融市場に対する影響

そこで，最後に，そうした見方に沿って，「経済的短期主義の症状」（Laberty, p. 831.）について結論的所見を述べる作業に移ると，市場原理に従い設計され，攻めの会社利益（押し上げ）管理戦略を推進する「公正価値〔（増分）測定〕は非常に不安定な市場条件を反映する」（PSA Bank Group, para. 1. 1. 2.）形で市価変動につれて会社会計における「利益と資本の不安定性（the volatility of earnings and capital）の不自然な増加をもたらす」（CB and BdF, para. 36.）ので，「1990年代後半にますます普及した」（*The Economist*, 29 April 2006）四半期利益指針（quarterly earnings guidance）とあいまって，「会社の株価を不安定化する」（Bushee, 1999, p. 13.）ことになった。

それゆえに，攻めの会社利益（押し上げ）管理戦略を短期主義的に遂行する「公正価値〔（増分）測定〕の熱心な利用は，マクロ経済レヴェルで，〔景気〕循環に同調〔して，その振幅を拡大〕する影響（a pro-cyalical impact）を与えるという懸念が表明されてきた」が，そうした景気「循環同調〔増幅〕効果〔という悪影響〕を緩和する」（Large, p. 109.）ことによって会社金融市場の安定性を取り戻すためには，（適度な守りの会社利益（切り下げ）管理戦略を受容してきた長期主義的歴史的原価（発生基準）会計を擁護しながら）攻めの会社利益（押し上げ）管理戦略の採用が困難となるように，「短期〔利益または〕業績にあまねく取りつかれている」（Rappaport, p. 77.）公正価値（増分）測定をできるかぎり（適用範囲または取引を狭める形で）制限する措置をとらなくてはならない。

《参　考　文　献》

Barton, Allan D[ouglas], *The Anatomy of Accounting*, 3rd ed., University of Queensland Press. 1984.

Bushee, Brian J., "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior," *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 3, July 1998.

Bushee, Brian J., "A Taxonomy of Institutional Investors: How Investor Behavior Matters," *Investor Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 4, 1999.

Bushee, Brian J., "Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?" *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 2, Summer 2001.

Bushee, Brian, "Identifying and Attracting the 'Right' Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, No. 4, Fall 2004.

Commission Bancaire and Banque de France (CB and BdF), "Over View on the Draft Standard Developed by Joint Working Group of Standard Setters," 2 October 2001.

The Economist, 29 April 2006, "Earnings Guidance: The Sound of Silence."

Froot, Kenneth A., David S. Scharfstein and Jeremy C. Stein, "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation," *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, September 1992.

Gaspar, José-Miguel, Massimo Massa and Pedros Matos, "Shareholder Investment Horizons and Market for Corparate Control," *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, No. 1, April 2005.

Gillan, Stuart L., and Laura T. Starks, "Corparate Goverance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective," Working Paper, Lenner College of Business and Economics, University of Delaware, 2003.

Hsu, Grace C.-M., and Ping-Sheng Koh, "Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Austraria," *Corporate Governance*, Vol. 13, No. 6, November 2005.

Jacobson, Robert, and David Aaker, "Myopic Management Behavior with Efficient, but Imperfect. Financial Markets: A Comparison of Information Asymmetries in the U. S. and Japan," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, No. 4, October 1993.

Jin, Li and Leonid Kogan, "Managerial Career Concern and Mutual Fund Short-Termism," Working Paper, December 2005.

Koh, Ping-Sheng, "On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia," *The British Accounting Review*, Vol. 35, No. 2, June 2003.

Large, Sir Andrew, "Financial Instrument Accounting," *Financial Stability Review* (Bank of England), Issue 17, December 2004.

Laverty, Kevin J., "Economic 'Short-Termism': The Debate, the Unresolved Issue, and the Implications for Management Practice and Research," *The Academy of Management Review*, Vol. 21, No. 3, July 1996.

Leake, P. D., *Commercial Goodwill: Its History*, Value, and Treatment in Accounts, Sir Issac Pitman and Sons, 1921.

Liu, Laura Yue, "Does Institutional Investor Composition Influence Managerial Myopia? The Case of Accounting Restatements," Working Paper, Lundquist College of Business, University of Oregon, December 2005.

Mitra, Santanu, and William M. Cready, "Institutional Ownership, Accrual Management and Information Environment," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 20, No. 3, Summer 2005.

Mauboussin, Michael J., "Long-Term Investing in a Short-Term World: How Psychology and Incentives Shape the Investment Industry," *Mauboussin on Strategy* (Legg Mason Capital Management), May 18, 2006.

Narayanan, M. P., "Managerial Incentives for Short-Term Results," *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 5, December 1985.

PSA Bank Group (Banque PSA Finance-BPF), Comments on the Draft Standard Issued by the JWGSS Regaiding 'Financial Instruments and Similar Items," October 2001.

Rappaport, Alfred, "The Economics of Short-Term Performance Obsession," *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 3, May/June 2005.

Stein, Jeremy C., "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, Issue 4, November 1989.