

経営者の時間志向性とフリーキャッシュフロー

加 藤 崇 徳

I. はじめに

本稿の目的は、経営者の時間志向性とフリーキャッシュフロー（FCF）の関係を考察し、実証することにある。多くの企業経営の意思決定において、意思決定主体は、彼らの意思決定がもたらす短期的な効果と長期的な効果の双方を考慮に入れなくてはならない（Marginson & McAulay, 2008）。しかしながら、経営者はこの種の短期・長期の問題を常に的確に判断できるわけではなく、短期志向や、あるいは反対に長期志向になることが論じられてきた（Laverty, 1996; Hayes & Abernathy, 1980; Marginson & McAulay, 2008; Souder & Bromiley, 2012）。

経営者の時間志向性に影響を与える要因の1つとして、企業の財務状態があるだろう。例えば、これまで、フリーキャッシュフローが多い状態では、経営者は短期的な自己利益を追求し、企業価値を下落させてしまうことが議論されてきた（Jensen, 1986）。すなわち、資金的な余力が豊富にあることは、企業経営者を短期志向性にさせてしまうのではないかと考えられる。しかしながら、経営者の時間志向性をどのように測定するのがかという困難性（Nadkarni *et al.*, 2014）から、企業の財務状態と経営者の時間志向性の関係は、十分に実証的な検討がされてこなかったように思われる。

本稿では、米国のイーストマン・コダック社を分析対象として、FCFと経営者の時間志向性の関係を実証的に検討する。本稿の分析結果として、フリーキャッシュフローが多いほど経営者はより現在、つまり短期的な問題に意識を向けるようになるが、経営者の在職年数が高い状態でフリーキャッシュフローを多く持つと経営者は将来、つまり長期的な問題に意識を向けるようになることが示唆された。

II. 先行研究と仮説構築

本節では、第1に時間志向性の概念定義を行う。第2に、フリーキャッシュフローが経営者の時間志向性に与える影響を議論し、フリーキャッシュフローの効果をより一層高める要因として経営者の在職年数の効果を議論する。

II. 1. 時間志向性の概念定義

経営者の時間志向性は、異時点間選択 (intertemporal choice) の問題として捉えられてきた (Marginson & MacAulay, 2008; Shipp *et al.*, 2009; Souder & Bromiley, 2012)。⁽¹⁾ すなわち、経営者が現在・短期的な経営問題と将来・長期的な経営問題のどちらをどの程度重要視するのかという問題を、経営者の時間志向性とみなしてきたのである。本稿においても、経営者の時間志向性を、異時点間選択における経営者の選好であるとみなして議論を進めていこう。

こうした経営者の時間志向性に対して影響を与える要因の1つが、企業の財務構造や財務状態であると考えられる。例えば、Bushee(1998)は、株式の売買が多く、短期的な株式トレードを好む機関投資家が株式を多く保有している企業ほど、短期的な利益目標を達成するために R&D 投資を削減する傾向があることを実証している。ただし、この研究では、必ずしも経営者の時間志向性の変化を分析対象としてはいない。そこで以下では、フリーキャッシュフローを採り上げて、より直接的に企業の財務状態と経営者の時間志向性との関係を検討することにしよう。

II. 2. 時間志向性とフリーキャッシュフロー

企業が保有する資金が豊富であることは、短期的な余裕を生み出し、長期的な経営問題に取り組む猶予を与えてくれるように思われる。しかしながら、Jensen(1986)のフリーキャッシュフロー理論によれば、経営者が比較的自由に利用できる資金が増加することは、経営者が短期的な問題に注力するようにさせることを示唆している。

フリーキャッシュフロー (FCF) とは、正味現在割引価値 (NPV) が正である投資プロジェクトを全て実行した後に残るキャッシュフローを指す。このフリーキャッシュフローは、経営者の意思決定に影響を与えることが議論されて

きた。例えば、Jensen(1986) は、多量の FCF を保持する企業経営者は、最適な企業規模を超えた成長を追求しやすいことを指摘している。1970 年代に原油価格が高騰した際に、石油企業は多くの FCF を保持したが、彼らは余剰キャッシュを株主に還元するのではなく、資本コストを下回るような活動へと投資し続けたのである (Jensen, 1986)。

こうした FCF を持つことによって生じる企業経営者の行動は、しばしば経営者による自己利益の追求であることが知られている (Bukit & Iskandar, 2009)。例えば、成長策を打つことで、経営者は自身がコントロールできる資源や業績連動報酬の増大を達成することができる。それゆえ、現在の自身の立場をより望ましい状況にすることにつながっているのである。したがって、FCF を保持した企業経営者は、企業利益ではなく自己利益を追求しやすいのだと考えられている。

経営者が企業利益を犠牲にして自己利益を追求する背後には、経営者の短期合理性が存在し、経営者を動機づけているように思われる。なぜなら、こうした行動は長期的には合理的ではない可能性が高いからである。企業規模の拡大は、短期的には経営者の報酬あるいは権力を高めるかもしれない。しかし、資本コストを下回るような投資を続ければ、企業業績が悪化する可能性を高め、長期的には経営者の報酬や権力を低下させやすいだろう。それゆえ、長期合理性に基づいていたならば、短期的な報酬は減少するかもしれないが、最適規模を超えるような成長施策は行われなかった可能性が高いのである。以上から、次の仮説がたてられる。

仮説 1：FCF が多いほど、経営者の時間志向性はより短期志向を強めやすい。

II. 3. フリーキャッシュフローと在職年数の交互作用効果

多くの FCF を持つことによって、経営者の時間志向性は短期志向を強めやすい。この FCF が経営者の時間志向性に与える影響は、経営者の在職年数によってより一層高められると思われる。

長い期間企業のトップを務めることによって、経営者は盤石な社内経営基盤を得ることができる (Hill & Phan, 1991)。経営者が就任した直後の取締役会のメンバーは、前任者が指名した人物であるけれども、その後、自身に好意的

な人物を取締役に任命することができるからである（Finkelstein & Hambrick, 1989）。その結果として、経営者の在職年数が長くなるほど、彼らの裁量権を大きく高まり、経営者の特性がより企業行動に反映されやすくなる（Barker & Mueller, 2002）。

この経営者の在職年数の長さ自体が、経営者の時間志向性を将来に向けさせやすいのか、あるいは現在に向けさせやすいのかは判断の分かれるところである。²⁾しかし、大きな裁量権は、自身の持つ時間志向性を経営施策に対してより強く反映させやすくすることにつながるものである。したがって、FCFを多く持ち、短期合理性に基づいた成長施策を行う動機が強くなった経営者にとって、彼らの自由裁量度が増大することは、より一層自己利益のための経営施策を追求しやすくなると考えられる。それゆえに、次の仮説が考えられる。

仮説2：在職年数が長い経営者がFCFを多く持つと、経営者の時間志向性はよりいっそう短期志向を強めやすい。

Ⅲ．方法

Ⅲ．1．事例記述と量的研究

本稿では、1975年から2006年までの米国のイーストマン・コダック社（EK社）を調査対象としている。EK社をサンプル企業として選択した最大の理由は、調査期間中のEK社にとって、経営者の時間志向性が重要な要因となっていたと思われるからである。1990年代までは、EK社は豊富な資金を用いて、コア事業とは関連性の薄い事業へと進出した。しかし、その後まもなく事業が売却されてしまったことから、これらの事業拡大は長期的な意図に基づいていたわけではなかったと推察される。1990年代以降は、短期的に重要な事業と長期的に重要な事業のどちらをどの程度優先させるのかという異時点間選択にEK社は直面していた。これら2つの時期それぞれにおいて、その状況は異なるものの、経営者の時間志向性が重要な役割を果たす余地があった企業であるといえよう。

本稿では、事例記述と量的分析を組み合わせることで仮説を検証する。事例を記述する目的は、仮説の検証というよりは、むしろ、FCFの多寡と経営者の時間

志向性との関係をEK社という現実の事例を記述することで理論的考察と現象を対応させ、分析の妥当性を向上させることにある。仮説の検証においては、後述する内容分析を用いた定量分析を行っていく。

Ⅲ. 2. イーストマン・コダック社：事例の記述

1975年から2006年までのEK社は、前半の旺盛な事業拡大と、その後の選択と集中で特徴付けられる。事業拡大や選択と集中は、比較的大きな金額が動くことと、容易には引き返せない企業の経営方針を含んでいる。こうしたEK社の事業展開や選択と集中に焦点を当てて記述することで、FCFによる経営者の自由裁量拡大が経営者の時間志向性に与える影響についての示唆を得るのが、事例記述の目的である。

1970年代から1980年代において、EK社は旺盛な研究開発活動と、それによって生み出されてきた技術を活用した事業展開を行ってきた。このような積極的な事業展開を支えていたのは、フィルム事業から得られた利益であった。当時、米国のアナログフィルム業界はEK社による事実上の独占状態にあった(Gavetti *et al.*, 2005)。実際に、1975年から1980年までの平均ROSは21.3%と、EK社が高収益企業であったことがわかる。その結果として、EK社は、財務的な余力が大きい企業であった。

こうしたフィルム事業から得られた資金を基にして、EK社は様々な事業展開を行った。その中で最も顕著な進出を行ったのが、医療分野である。放射線部門で医療用X線フィルムを販売していたEK社は、1978年には放射線部門から健康科学部門へと部門名を変更し、臨床診断装置分野へと進出していく。1985年にライフサイエンス部門を新たに創設し、フィルムとは関連性の薄いバイオ製品や農業分野への進出を行おうとしていた。1988年には、スターリングドラッグ社を買収することで、医薬品事業を強化するなど、フィルムを用いた放射線機器から、医療分野への事業拡大を行っていた。医療分野以外にも、多角化技術部門(Diversified Technology)ではフロッピーディスクの販売を行うなど、高分子化学技術を背景にして、EK社はフィルム技術とは異質な分野へ積極的に進出していたといえる。

しかしながら、こうした積極的な多角化は、豊富な資金的な余力を背景とした近視眼的な投資であった可能性がある。実際に、日本の富士フィルム社(FF

社)との競争が激しくなり、さらにはアナログ技術からデジタル技術への転換が訪れた1990年代以降には、こうした関連性の薄い医療分野への進出は抑えられた。1988年に買収したスターリングドラッグ社は、1994年には早くも売却された。もしEK社が長期的な展望に基づいてこれらの多角化を行っていたならば、短期的な損失を覚悟してでも事業育成を継続していたはずである。むしろ、フィルムから得られる豊富な余剰資金を持ったために生じた短期的な投資であったがために、競争環境が厳しくなった場合に真っ先に売却されたのではないだろうか。

1990年代以降のEK社は、1993年に史上初めて社外(モトローラ社)からCEOに招かれたフィッシャー(George M. C. Fisher)CEOのもとで、事業の選択と集中を行った。この「選択と集中」時代のEK社は、まさに異時点間選択の状況にあった。異時点間選択とは、短期的には大きな利益は出ないが長期的には利益が出る選択肢と、短期的には利益が出るが長期的には利益が出ない選択肢のどちらを優先させるのかという選択である。EK社の場合、それはアナログフィルム技術とデジタル技術の選択であったように思われる。

EK社は、1975年には世界初のデジタルスチールカメラを開発し、1992年にアナログフィルムのデジタル化を意味する「Photo CD」という商品を発表するなど、カメラがデジタル化していく潮流を早くから感じていた。しかし、安価なアナログカメラを販売し、利益の出やすいフィルムで稼ぐという高収益なフィルム事業を捨てることも困難であった。1996年に、既存のアナログフィルム市場を延命させるアドバンスフォトシステム(APS)がEK社やFF社、キヤノン社、ミノルタ社、ニコン社とともに開発されたことは、アナログカメラ事業に関係する企業が、アナログフィルム事業を簡単には捨てられなかったことを示唆している。デジタルカメラの脅威が現実的になり始めた1990年代以降のEK社は、将来的に重要となるデジタル化への対応と短期的な収益源であった既存のフィルム事業への対応という異時点間問題に直面していた。

この異時点間問題に際して、EK社の経営者は選択と集中を行っていった。1970年代から1980年代にかけて拡大させていった多角化事業は売却された。スターリングドラッグ社や、診断装置部門、その他の非イメージング部門を他社へと売却し、EK社のコア事業であったカメラやフィルムを中心とするイメージング部門へと経営資源を集中させていった。このときの事業売却によって、

EK 社は比較的キャッシュが豊富にある状態であったといえる。例えば、スターリングドラッグ社を売却した 1994 年には、EK 社の余剰キャッシュは 83 億ドルも保有していた。1975 年から 2006 年までの平均余剰キャッシュがおよそ 5 億ドルであったことと較べると、この金額が突出して多い金額であることがわかる。1990 年代以降の EK 社は、イメージング以外の事業を売却して得た豊富なキャッシュを、当時直面していた異時点問題、すなわち、既存の高収益事業であるアナログ事業に取り組むのか、あるいは、将来的に重要となるであろうデジタル事業に取り組むのか洗濯しなければならない状態にあった。全体の方針としては、EK 社はデジタル事業を推進していく。しかしながら、この期間におけるキャッシュの多寡が、デジタル技術推進とフィルム技術延命の比重をどう設定していくかという経営者の時間志向性に影響を与えている可能性がある。

これまでの議論から、次の 2 つのことが示唆されている。1 つ目は、1970 年から 1980 年代における EK 社の事業拡大の背後には、FCF の増加による経営者の時間志向性の変化が影響していた可能性があることである。1970 年から 1980 年代までは、フィルム事業から得られる大きな利益によって、EK 社は FCF を多く持つことができた。その結果として経営者の自由裁量が非常に高まっていた。その後の結果からみれば、この時期には無謀な事業拡大という過剰な成長策が追求されていたのである。2 つ目は、1990 年代以降の EK 社の異時点間選択に、FCF が影響を与えていた可能性である。1990 年代以降には、FF 社との競争関係や、デジタルカメラの隆盛などによって、EK 社は以前ほどの利益を稼ぐことができなくなっていた。しかしながら、この頃から、これまでの化学系技術を基にした事業拡大から、積極的な事業売買をとまなう選択と集中を行うようになった。事業売却の結果として、EK 社の FCF は比較的增加え、むしろ今後、EK 社をどのような企業にしていくのかに関する経営者の自由裁量が増大し、経営者の時間志向性に何らかの影響を与えていた可能性があるだろう。

Ⅲ. 3. 量的分析

本節では、仮説を実証するための量的分析で用いる測定尺度を議論する。

Ⅲ. 3. (1). 測定尺度

①経営者の時間志向性

本稿では、従属変数である経営者の時間志向性は、『アニュアルレポート』の「株主の皆様へ (letter to shareholders)」を文書サンプルとした内容分析によって操作化した。内容分析とは、文章データから、文書作成者の注意の焦点を定量的に推論するために用いられる手法の1つである (Weber, 1990)。内容分析は、人々が使用する言葉の違いは、人々の認知や知覚された現実の違いを反映しているという想定を置いている (Duriau *et al.*, 2007)。先行研究では、内容分析を用いて経営者の注意の焦点を測定し、その妥当性を確かめてきた (Abrahamson & Hambrick, 1997; D'Aveni & MacMillan, 1990; Yadav *et al.*, 2007)。

例えば、経営者が将来に注意配分している程度と、イノベーションとがどのような関係にあるかを調査した Yadav *et al.* (2007) は、次のことを報告している。それは、ある銀行において、経営会議のアジェンダで将来の出来事を議論していた割合と、「株主の皆様へ」で表れる将来を意味する単語の出現率は相関していたことである。これは、「株主の皆様へ」で記述される内容は、印象操作や他の要因によって社内の議論とは全くの無関係に作られているということではないことを示唆している。⁽³⁾

本稿では、センテンス水準の内容分析を用いて、経営者の時間志向性を次のように操作定義する。

$$\text{経営者の時間志向性} = \frac{\text{将来に言及したセンテンス数}}{\text{総センテンス数}}$$

これは、測定された経営者の時間志向性の値が高ければ高いほど、将来のことを意識し、長期志向であることを意味する。これとは反対に、測定された時間志向性の値が低いほど、現在・過去のことを意識しており、短期志向であること表している。

コーディングの手続きでは、2人の評価者が、それぞれ独立に、「株主の皆様へ」に記述されている全てのセンテンスを、「将来に言及したセンテンス」かそれ以外の「現在あるいは過去に言及したセンテンス」のいずれに属するかを評価した。⁽⁴⁾

評価者間信頼性係数は、Holsti(1969)と Krippendorff(1980) の評価者間信頼性係数を用いた⁵⁾。評価者間信頼係数は、Holsti の係数では 0.825, Krippendorff の係数では 0.778 であった。評価者間信頼性係数には明確な基準がないけれども、探索的研究ではしばしば 0.70 以上が受け入れられている (Lombard *et al.*, 2002)。そのため、信頼性が十分に高いとはいえないものの、受容可能な水準であると思われる。ただし、年度毎の評価者間信頼係数において、1977 年と 1995 年は著しく低い評価者間信頼性係数であったために (Holsti の係数で 0.69 以下であり、Krippendorff の係数で 0.59 以下)、その後の分析からは除外した。したがって、これらの 2 つの年度と欠損値の 1993 年と 1994 年はその後の分析からは除外され、最終的なサンプルサイズは 28 である。

②フリーキャッシュフロー

本稿では、フリーキャッシュフロー (FCF) を次のように操作化した。

FCF=獲得キャッシュ (Total funds provided) - 使用キャッシュ (Total funds used)

獲得キャッシュとは、当期純利益に減価償却費などのキャッシュアウトフローと、負債の増加を加えたものであり、営業キャッシュフローに近いものである。使用キャッシュは、株主への配当に資本支出などを加えたものであり、投資キャッシュフローに近い。Jensen(1986)の定義にしたがえば、FCF とは、NPV が 0 以上の投資案件を全て行った後に残るキャッシュフローのことである。そのため、本稿の操作定義は、FCF の厳密な定義と一致するわけではない。しかしながら、一般的には FCF は営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを差し引いた値とみなされる (伊藤, 2010)。本稿でも、FCF の近似値として上述した操作化を行っている。

③経営者の在職年数

在職年数は、経営者(CEO)が就任した年を 1 年目とし、当該年度で就任してから何年目であるかで操作化している。本稿の文書サンプルである『アニュアルレポート』は、通常期末に作成され、翌期の期首頃に発表される。それゆえに、例えば 2006 年に CEO に就任したペレス (Perez) は、2005 年の『アニュアルレポート』では既に CEO として登場している。本稿は経営者 (CEO) の時間志向性を調査しているため、『アニュアルレポート』に CEO として正式に紹介されている人物を CEO とみなしている。⁽⁶⁾⁽⁷⁾

④統制変数

本稿における分析で考慮する統制変数は、(1)平均株価と、(2)競合他社との競争、(3)売上成長率の他社比較、という 3 つである。第 1 の平均株価は、株式市場の圧力を代替するものとして考慮している。株式市場の圧力が高い状態では、経営者は短期志向になると考えられるからである。Bhojraj & Libby(2005)は、公開企業 19 社で勤務している 19 人の財務マネージャーを被験者として、株式市場の圧力が投資プロジェクトの選定にどのような影響を与えるのかを実験している。その実験の結果として、株式市場の圧力がある場合には、財務マネージャーは総キャッシュフローを最大化させるプロジェクトよりも、短期的利益を最大化するプロジェクトを選択しやすいことが示されている。したがって、株式市場の圧力を統制しておくことが望ましいように思われる。平均株価は、『Form 10-K』から得られたデータを参考にして、四半期毎の最高株価と最低株価の平均値を四半期株価平均とし、それら四半期株価平均 4 期分の平均値を当該年度の株価平均値として操作化した。

第 2 に、競合他社との競争の程度である。競合他社との競争が激化すれば、株式市場からの圧力と同様に、経営者は短期的な戦略を重視するようになるかもしれない。競合他社との競争は、FF 社の海外売上高を EK 社の売上高で割った値で操作化する。EK 社と FF 社の競争は、日本以外の市場で行われてきた。1998 年に、日本のフィルム市場が排他的であるとして EK 社が WTO の提訴したことから示唆されるように、日本のフィルム市場は FF 社を筆頭とした日本企業の寡占状態にあった。したがって、日本以外の市場における FF 社の売上高が、EK 社の売上高と比較して大きくなればなるほど、グローバル市場での競争が激しくなっていることを示唆する。

第 3 に、他社との成長率の比較である。企業行動理論では、マネージャーは、自社の業績が希求水準を下回る場合には、問題解決活動を促進することが述べられている (Cyert & March, 1963)。実際に、Greve(2003)は、日本の造船産業をサンプルとして、希求水準と比較した企業業績が低下した場合には、R&D 比率を高めていることを実証している。R&D 活動は、通常長期的活動に含まれるから、自社の業績が希求水準を下回った場合には、経営者の時間志向性が長期志向になると考えても差し支えないだろう。本稿のサンプルである EK 社にとって、希求水準とは富士フィルム社 (FF 社) の成長率であるように思わ

れる。フィルム産業は、事実上の寡占状態にあり、EK社とFF社はお互いに最大のライバル企業として認識してきた。このFF社と比較して、自社の成長率が低い場合には、さらなる成長機会を探すよう経営者の意識が将来の事業機会探索に向けられると考えられる。他社との成長率の比較は、EK社の前期比売上高成長率を、FF社の前期比売上高成長率で割った値で操作化した。

IV. 分析結果

表1は、本稿で用いる変数の記述統計と変数間の相関マトリクスを示している。表1をみると、時間志向性とFCF、在職年数はほとんど無相関であることがわかる。しかしながら、FCFと在職年数との交互作用項は、時間志向性と正の相関を示していることがわかる。統制変数間の関係では、平均株価とFF社との競争が比較的高い負の相関(-0.659)を示している。これは、FF社との競争によって、これまでEK社の独占に近かった世界のアナログフィルム市場の利益ポテンシャルが減少したことが、株価に表れていることを示唆しているように思われる。

表1 記述統計

	平均値	標準偏差	相関係数						
			1	2	3	4	5	6	7
1 時間志向性	0.20	0.07	1						
2 FCF	499.41	1832.70	-0.003	1					
3 在職年数	4.34	2.72	-0.086	-0.290	1				
4 FCF*在職年数	-1398.75	3804.22	0.193	-0.449	-0.117	1			
5 平均株価	55.60	19.03	-0.158	-0.118	0.249	-0.004	1		
6 FF社との成長率比較	0.98	0.31	-0.164	-0.201	-0.030	0.080	-0.063	1	
7 FF社との競争	24.90	20.56	-0.164	0.062	-0.221	0.220	-0.659	-0.185	1

表2は、経営者の時間志向性を従属変数とした重回帰分析の結果をまとめた表である。⁽⁸⁾ モデル1は統制変数のみを、モデル2は説明変数を、モデル3は交互作用高を含む全ての変数を投入したモデルとなっている。以下では、モデル3の結果にしたがって議論する。

表2 FCFと経営者の時間志向性

従属変数:時間志向性	モデル1	モデル 2	モデル 3
FCF		-0.0000085 [0.00001]	-0.00003** [0.00001]
在職年数		-0.003 [0.004]	0.002 [0.004]
FCF*在職年数			0.00002*** [0.000006]
平均株価	-0.002** [0.0009]	-0.002** [0.0009]	-0.003*** [0.0007]
FF社との成長率比較	-0.180* [0.094]	-0.209* [0.115]	-0.259** [0.105]
FF社との競争	-0.002*** [0.0008]	-0.002*** [0.0008]	-0.003*** [0.0007]
定数項	0.564*** [0.132]	0.608*** [0.144]	0.674*** [0.126]
F値	3.27**	2.23*	5.46***
R ²	0.284	0.3055	0.4379

(注) 1. N=28

2. *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

3. 括弧内はロバスト標準誤差

表2からわかることは3点ある。フリーキャッシュフローは、時間志向性に負の有意な影響を与えている。仮説1の通り、フリーキャッシュフローが豊富にある状況であるほど、経営者の時間志向性は長期志向というよりも短期志向になる。第2に、FCFと経営者の在職年数との交互作用項も、時間志向性に対して正の有意な影響を示している。これは、仮説とは対照的な結果であり、在職年数が長い状態で多くのFCFを持った経営者は、短期志向ではなく長期志向になっている。第3に、コントロール変数については、いずれも経営者の時間志向性に対して負の有意な影響を示している。

V. 議論・インプリケーション

前節での分析結果から、仮説 1 は支持されている。つまり、FCF を多く持った経営者は、短期志向になりやすいことが本調査から示唆されている。経営者は、自身の自由裁量度が向上すると、短期的な利益を重視しやすくなる。それゆえに、多くの FCF は、経営者による過剰な成長施策の追求を促進させるのだと思われる。実際に、1980 年代の EK 社による積極的な多角化施策や、1990 年代からのデジタル事業への邁進は、彼らが長期的な展望を持っていたのではなく、短期志向的な成長施策であったことも本稿の分析から示唆されている。

本稿の分析からは、Jensen(1986)が議論していた FCF と過剰な成長施策の追求とを媒介する 1 つの要因が、経営者の時間志向性である可能性を示唆している。従来、FCF に由来するエージェンシー問題は、FCF を減少させるような配当政策の実施によって軽減されることなどが示唆されてきた (Short *et al.*, 2002; Ullah *et al.*, 2012)。しかし、経営者の時間志向性に働きかけることで、エージェンシー問題を緩和させることが可能かもしれない。

また、仮説構築で議論したように、在職年数そのものは、経営者の時間志向性に正の影響も負の影響も与えていなかった。安定的な経営環境を構築すること自体は、経営者の自由裁量度を高めはするけれども、その自由裁量をどのように経営者が活用するかは動機付けは行わないことが示唆される。

仮説 2 は支持されなかった。仮説 2 は、多くの FCF を持つことによって生じた経営者の短期合理性に基づいた経営施策を、在職年数が長いことは促進するというものであった。しかしながら、仮説 2 の想定とは反対に、在職年数が長い状態で多くの FCF を持った経営者は、短期志向というよりは長期志向になることが分析結果からは示唆されている。在職年数の長さは、FCF の影響を促進させるのではなく、正反対の影響へと変化させている。このような結果が得られた理由としては、少なくとも次の要因が考えられる。在職年数が長く、安定した社内経営基盤を構築できたために、個人利益の獲得を短期的に追求する必要がないというものである。安定した社内経営基盤を持っている経営者は、大きなミスが無い限り解任される可能性は低い。この状況を理解している経営者にとって、短期合理性に基づいて過度な成長策を追求するよりも、長期合理性に基づいて総利益が最大になるように経営することが最適であろう。

3つの統制変数は、経営者の時間志向性と全て負の相関を示している。平均株価が減少し、株式市場からの圧力があると経営者に認識された場合には、経営者の時間志向性が将来よりも現在に向けられる。ライバル企業（FF社）の方が自社よりも成長率が高いと、経営者は成長率を向上させようと時間志向性を将来へと向ける。最後に、ライバル企業との競争が激化するにつれて、経営者は将来のことを考える余裕が無くなって、時間志向性が現在により向けられる。これらの分析結果は、経営者を長期志向にするためには、一般には株式市場や競争環境からの圧力を緩和させることが必要なことが示唆している。

VI. 結論

本稿では、経営者の時間志向性とフリーキャッシュフローの関係を実証的に調査してきた。本稿の分析結果として、フリーキャッシュフローが多いほど経営者はより現在、つまり短期的な問題に意識を向けるようになるが、経営者の在職年数が長い状態でフリーキャッシュフローを多く持つと経営者は将来、つまり長期的な問題に意識を向けるようになることが示唆された。

ただし、多くの限界が存在しているのも事実である。第1に、時間志向性の測定妥当性問題である。本稿では、内容分析を用いて時間志向性の測定を試みた。その信頼性や妥当性は、本稿の知見を無意味にするほど低いわけではない。しかしながら、今後研究が蓄積される際に、より信頼性と妥当性の高い指標の開発が望まれる。

第2に、EK社のみを扱ったために、一般化可能性に問題が残るのは否めない。他の企業あるいは他の産業においても、同様の関係が確認されれば、本稿の知見はより一層応用範囲の広いものとなるだろう。

第3に、より詳細な概念定義が望まれる。本稿では、短期的な経営問題と長期的な経営問題のどちらを重視するのかという時間志向性に焦点を当てた。しかしながら、時間志向性の概念と関連しているように思われる他の時間概念として、どれくらい遠い将来を考慮できるのかという思考の時間枠がある（Das, 1987）。他の時間にかかわる概念との違いを議論し、それら諸概念とフリーキャッシュフローの関係を議論していくことは意味があるだろう。

こうした限界が数多くありながらも、これらの知見は、これまで十分に焦点

が当てられてこなかった時間志向性研究の発展に貢献できたように思われる。

-
- (1) 時間志向性は、各論者によって様々に名付けられているが、異時点間選択を対象としている点は共通している。
 - (2) 経営者の在職年数が長いことは、イノベーションのような比較的長期志向の経営施策を好むようになったり (Musteen et al., 2010), R&D 支出や資本支出といった短期的には業績を減少させやすい支出を促進させたりする (Chatterjee & Hambrick, 2011)。しかしながら、在職年数が長い経営者はど保守的になり、将来のための新しい変化を好まなくなると考えることもできる (Miller, 1991)。これらの知見は、在職年数そのものは経営者を動機づける要因ではないことを示唆している。
 - (3) 『アニュアルレポート』の記述と社内資料との記述が相関していないことを報告している研究も存在する (Fiol, 1995)。そのため、印象操作などのコンタミネーションが完全に排除されているわけではない。
 - (4) コーディングは、合計すると 3 人で行った。評価者 A は、1975 年から 2006 年までの全期間の「株主の皆様へ」を評価している。評価者 B は、1975 年から 1999 年まで評価している。評価者 C は、2000 年から 2006 年まで評価している。
 - (5) Holsti(1969) の評価者間信頼性指標とは、次の式で表される。

$$\text{評価者間信頼性指標 } \alpha = \frac{2 \times A}{N_a + N_b}$$

ここで、 N_a と N_b とはそれぞれ評価者 a と評価者 b が「将来のことに言及している」と評価したセンテンス数を示す。A は 2 者間で一致して「将来のことに言及している」と評価したセンテンス数を示している。

Krippendorff(1980) の評価者間信頼係数の具体的な計算手順については、<http://www.asc.upenn.edu/usr/krippendorff/dogs.html> 参照。

- (6) 本稿の調査期間中では、EK 社の CEO は合計すると 6 人である。
- (7) FCF と在職年数との交互作用項は、双方の変数を中心化した値を掛け合わせている。
- (8) 全てのモデルにおいて、F 値は統計的に有意な値を示した。それゆえに、モデルが無意味であるという帰無仮説は棄却されている。系列相関の指標である DW 比は、2.59 であった。サンプルサイズが 28 で定数項を含む説明変数の数が 7 の場合に、負の系列相関が生じていると判断できるのは、約 3.05 以上であるから、系列相関の影響が大きいとは言い難い。DW 比が系列相関を生じさせているかどうかの判断は、スタンフォード大学の web ページ (<http://www.stanford.edu/~clint/bench/dw05a.htm>) を参照した。

また、全ての変数において、多重共線性の指標である VIF は 2.30 以下であり、多重共線性の影響は小さいといえる。

参考文献

- 伊藤邦雄 (2010) 『ゼミナール 現代会計入門』日本経済新聞出版社。
- Abrahamson, E. and Hambrick, D. C. (1997). "Attentional Homogeneity in Industries: The Effects of Discretion". *Journal of Organizational Behavior*, 18/S1, 513-532.

- Barker, V. L. and Mueller, G. C. (2002). "CEO Characteristics and Firm R&D Spending". *Management Science*, 48/6, 782-801.
- Bhojraj, S. and Libby, R. (2005). "Capital Market Pressure, Disclosure Frequency-Induced Earnings/Cash Flow Conflict, and Managerial Myopia". *The Accounting Review*, 80/1, 1-20.
- Bukit, R. B. and Iskandar, T. M. (2009). "Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee". *International Journal of Economics and Management*, 3/1, 204-223.
- Bushee, B. J. (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". *The Accounting Review*, 73/3, 305-333.
- Chatterjee, A., and Hambrick, D. C. (2011). "Executive Personality, Capability Cues, and Risk Taking: How Narcissistic CEOs React to Their Successes and Stumbles". *Administrative Science Quarterly*, 56/2, 202-237.
- Cyert, R. M. and March, J. G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ.: Prentice Hall.
- Das, T. K. (1987). "Strategic Planning and Individual Temporal Orientation". *Strategic Management Journal*, 8/2, 203-209.
- D'Aveni, R. A. and MacMillan, I. C. (1990). "Crisis and the Content of Managerial Communications: A Study of the Focus of Attention of Top Managers in Surviving and Falling Firms". *Administrative Science Quarterly*, 35/4, 634-657.
- Duriau, V. J., Reger, R. K., and Pfarrer, M. D. (2007). "A Content Analysis of the Content Analysis Literature in Organization Studies: Research Themes, Data, Sources, and Methodological Refinements". *Organizational Research Methods*, 10/1, 5-34.
- Finkelstein, S. and Hambrick, D. C. (1989). "Chief Executive Compensation: A Study of The Intersection of Markets and Political Processes". *Strategic Management Journal*, 10/2, 121-134.
- Fiol, C. M. (1995). "Corporate Communications: Comparing Executives' Private and Public Statements". *Academy of Management Journal*, 38/2, 522-536.
- Gavetti, G., Henderson, R. and Giorgi, S. (2005). "Kodak and the Digital Revolution". Harvard Business School Case, November 2.

- Greve, H.R. (2003). “A Behavioral Theory of R&D Expenditures and Innovations: Evidence From Shipbuilding”. *Academy of Management Journal*, 46/6, 685-702.
- Hayes, R. H., and Abernathy, W. J. (1980). “Managing our way to Economic Decline”. *Harvard Business Review*, 58/4, 67-77.
- Hill, C. W. and Phan, P. (1991). “CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay”. *Academy of Management Journal*, 34/3, 707-717.
- Holsti, O. R. (1969). *Content Analysis for the Social Sciences and Humanities*. Reading, MA: Addition-Wesley.
- Jensen, M. (1986). “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers”. *American Economic Review*, 76/2, 323-329.
- Krippendorff, K. (1980). *Content Analysis: An Introduction to its Methodology*. Beverly Hills, CA: Sage Publication (三上俊治・椎野信雄・橋元良朗訳 (1989) 『メッセージ分析の技法「内容分析」への招待』勁草書房).
- Laverty, K. J. (1996). “Economic “Short-Termism”: The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research”. *The Academy of Management Review*, 21/3, 825-860.
- Lombard, M., Snyder-Duch, J. and Bracken, C. C. (2002). “Content Analysis in Mass Communication: Assessment and Reporting of Intercoder Reliability”. *Human Communication Research*, 28/4, 587-604.
- Marginson, D. and McAulay, L. (2008). “Exploring the Debate on Short-Termism: A Theoretical and Empirical Analysis”. *Strategic Management Journal*, 29/3, 273-292.
- Miller, D. (1991). “Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match between Organization and Environment”. *Management Science*, 37/1, 34-52.
- Musteen, M., Barker, V. L. and Baeten, V. L. (2010). “The Influence of CEO Tenure and Attitude Toward Change on Organizational Approaches to Innovation”. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 46/3, 360-387.
- Nadkarni, S., and Barr, P. S. (2008). “Environmental Context, Managerial Cognition, and Strategic Action: an Integrated View”. *Strategic Management Journal*, 29/13, 1395-1427.
- Shipp, A. J., Edwards, J. R. and Lambert, L. S. (2009). “Conceptualization and Measurement of Temporal Focus: The Subjective Experience of the Past,

- Present, and Future”. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 110/1, 1-22.
- Short H., Zhang, H. and Keasey,K. (2002). “The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership”. *Journal of Corporate Finance*, 32/3, 263-292.
- Souder, D. and Bromiley, P. (2012). “Explaining Temporal Orientation: Evidence From the Durability of Firms’ Capital Investments”. *Strategic Management Journal*, 33/5, 560-569.
- Ullah, H., Fida,A. and Khan,S. (2012). “The Impact of Ownership Structure on Divided Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan”. *International Journal of Business and Social Science*, 3/9, 298-307.
- Yadav, M. S., Prabhu, J. C. and Chandy, R. K. (2007). “Managing the Future: CEO attention and Innovation Outcomes”. *The Journal of Marketing*, 71, 84-101.