

短期主義問題と資本市場

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. 企業や投資家などにおいて、長期的視野ではなく短期的視野に基づく行動が蔓延する状況は、短期主義問題と言われ、経済の長期的な発展や安定を阻害しかねない悪弊として、従来から議論されてきた。英米においては、今回の金融危機も短期主義問題が背景にあるとされ、近年、改善策の提言が相次いでいる。
2. 企業における短期主義問題を正す方策としては、四半期業績への過度な注目の見直し、財務報告の改革、株主第一主義から長期株主第一主義への転換、長期株主優遇配当、長期保有株主の権利を強めた種類株の導入、報酬制度の見直しなどが提案されている。
3. 一方、資産運用セクターに関する対応策としては、取引税の導入、長期キャピタルゲイン税の優遇、HFT 規制、運用者のインセンティブ構造の見直し、長期集中投資、エンゲージメント投資、スチュワードシップ・コードの導入、受託者責任の見直しなどが提案されている。
4. 欧州においては、取引税や HFT 規制の導入の動きが見られるが、その副作用も懸念されている。短期的取引は市場に不可欠な面もあり、その抑制に焦点を当てることよりも、企業及び投資家による長期的観点からの投資を活性化することが重要と考えられる。ただし配当や税、あるいは種類株などによる対応には賛否両論がある。
5. 会社法やコーポレート・ガバナンス原則、及び機関投資家に対するスチュワードシップ・コードを通じ、長期的な企業価値向上につながる行動を要請しようというのが英国のアプローチである。米国でも、ニューヨーク証券取引所が、「取締役会の根本的な目的は、企業の株主価値の長期的で持続可能な成長を実現することにある」としたコーポレート・ガバナンス原則を策定している。
6. 金融危機後、各国で既に対応が進んだ分野として報酬改革があるが、現行制度では、株主価値の長期的増大をインセンティブ付ける構造にはなっていないという指摘もある。

短期主義批判の活発化

1. 英米で問題提起が相次ぐ

短期主義（short-termism あるいは business myopia）とは、企業や投資家などにおいて、長期的視野ではなく短期的な視野に基づく行動が蔓延する状況であり、経済の長期的な発展や安定を阻害しかねない悪弊として懸念されている。

今回の金融危機も、短期的な収益拡大を追求するあまり、過大なリスクテイクが市場参加者において活発化したことなどがその一因とされる。そこで、昨今、英米においてこの短期主義問題への対処が必要とする提言が相次いでいる。

1) 英国の動向

英国では 2009 年 2 月、ゴードン・ブラウン首相がデイビッド・ウォーカー卿に対し、金融危機を踏まえた銀行のコーポレート・ガバナンスのあり方の検討を求めた。同年 11 月に発表されたウォーカー・レビューでは、金融機関にとどまらず英国の上場企業及び機関投資家のガバナンスのあり方の見直しが提言された¹。

短期主義問題の関連で注目されるのは、同レビューが、機関投資家も短期収益指向に陥り、金融機関の株主としてガバナンスを十分発揮しなかったことが金融危機の一因であるとし、その改善を求めたことである。この指摘を受けて 2010 年 7 月、英国の財務報告協議会（Financial Reporting Council、FRC）は、長期的リターンの向上を実現するための機関投資家の責任を定義したスチュワードシップ・コード（Stewardship Code）を発表した²。

英国ではさらに、ビジネス・イノベーション・職業技能省のヴィンス・ケーブル大臣が、英国の株式市場における短期主義的傾向の広がりを懸念し、2011 年 6 月に、フィナンシャル・タイムズ紙等で活躍するジャーナリストでエコノミストのジョン・ケイ氏に対応策の検討を依頼した。ケイ氏が中心になって取り組んだこのプロジェクトの最終報告書、The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making（以下、ケイ・レビュー）は、2012 年 7 月に公表されている³。

英国ではこの他、バンク・オブ・イングランドの金融安定担当専務理事のアンドリュー・ハルデインも短期主義問題の存在を実証分析で示し、何らかの政策的対応の必要性を論じている（2011 年 5 月）⁴。

¹ A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities (July 16, 2009).

² Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code* 参照。2012 年 9 月に改訂版が発表されている。

³ ケーブル大臣の問題意識は、英国の株式市場が、英国企業のグローバル市場における競争力の維持・向上に寄与しているかという点にあり、同レポートは、短期主義問題以外に、上場企業の減少や資金調達の間ととしての役割の低下といった英国株式市場を取り巻く問題についても、幅広く議論している。

⁴ Andrew G. Haldane, "The Short Long" (May 2011).

2) 米国の動向

一方、米国では、金融危機を契機として、2009年にアスペン・インスティテュートが *Overcoming Short-termism* という提言を発表した⁵。また同年、ニューヨーク証券取引所がコーポレート・ガバナンス委員会を設置し、ここで新たにまとめられたコーポレート・ガバナンス原則は、株主価値の長期的成長を重視するものであった（2010年9月発表）。

2011年には、ノースウェスタン大学ケロッグ・スクールのアルフレッド・ラパポート名誉教授が *Saving Capitalism From Short-Termism*⁶ を出版し、2012年6月にはCFAインスティテュートが、*Visionary Board Leadership-Stewardship for the Long Term* という報告書を発表している。

米国の場合、金融危機に加えて、2010年4月、BP社のメキシコ湾原油流出事故により、大規模な海洋汚染被害が生じたことも、短期主義問題として論じられた。短期的な収益増大が目指されるあまり、十分な対策が採られていなかった、との批判である。

この他、米国の議論というよりグローバルな問題提起として、ハーバード・ビジネス・レビューの2011年3月号では、マッキンゼーのグローバル・マネージング・ディレクターであるドミニク・バートンが、「四半期資本主義」から「長期的資本主義」への転換を訴えている⁷。この他、アカデミックな立場からの問題提起も相次いでいる⁸。

2. 過去から批判されてきた短期主義

1) 1990年代初頭の米国の競争力低下論

短期主義問題は、目新しい問題ではない。米国では、90年代の初頭、国としての競争力が日本などに比べて低下しているのではないかとの問題意識が広がった際、この背景には、経営者の短期主義問題があるとの議論が活発に提示された⁹。当時、ハーバード大学のマイケル・ポーター教授やMITのレスター・サロー教授らなどは、日本の株式持合いを通じた系列経営が、長期指向の企業経営の在り方として参考にな

⁵ Aspen Institute, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management* (September 9, 2009).

⁶ Alfred Rappaport, *Saving Capitalism From Short-Termism: How to build long-term value and take back our financial future*, McGraw-Hill (2011).

⁷ Dominic Barton, "Capitalism for the Long Term," *Harvard Business Review* (March 2011). (邦訳、ドミニク・バートン「資本主義」改革論」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー』(2011年11月号)。

⁸ 最近の文献としては Lynne L. Dallas, "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance," University of San Diego School of Law, *Legal Studies Research Paper Series* (February 2012) がある。

⁹ 例えば、Michael T. Jacobs, *Short-term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press (1991) 参照。

るとの主張も展開した¹⁰。実際には、この頃から IT 革命が本格化し、2000 年代初頭のネット・バブル崩壊を挟んだものの、米国は長期の経済的繁栄を謳歌し、一方、日本経済はバブル崩壊が進行し長期の経済的低迷の時代に入ることとなる。

2) 2000 年代半ばの米国資本市場競争力低下論

米国では、2000 年代半ばにも短期主義が問題視された。当時は、米国の資本市場の競争力低下が懸念され、改善すべき問題の一つとして短期主義が論じられたのである。当時、米国資本市場の競争力低下が問題となった背景には、ロンドン市場の台頭がある。中国など新興国経済の台頭が著しくなるなか、新興国の企業が、ロンドン市場を上場先として選択することが多くなったことがある。さらにこの背景としては、SOX 法の導入により、規制負担が増加した米国市場よりも、ロンドン市場の魅力が高まったことがあるとの指摘がなされた。また SOX 法の結果、米国上場企業の非公開化が活発化したとの指摘もなされた。

従って、SOX 法の見直しが一つの論点となったが、SOX 法の制定にいたる不正会計問題、あるいは 2000 年代初頭にかけての IT バブルとその崩壊を含め、米国資本市場をとりまく問題が広範に議論され、短期主義問題の議論も再燃したわけである。

2005 年 7 月には、コンファレンス・ボードの Global Corporate Governance Research Center が、株式市場の短期主義に関する国際会議を開催した¹¹。また 2006 年 2 月に米国商工会議所が設置した「21 世紀の米国資本市場の規制に関する委員会」は、「米国が世界最強の経済大国であり続けるためには、資本市場を近代化しなければならない」として、SOX 法の 404 条（内部統制関連の規制）批判のほか、会計監査法人のあり方、金融機関への規制・監督のあり方、訴訟コストの問題等と並び、経営者の短期主義問題をとりあげた。

2006 年 7 月には、投資プロフェッショナルの資格認定団体である CFA インスティテュートの下にある CFA Center for Financial Market Integrity と経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルの Business Roundtable for Corporate Ethics が共同で、Breaking the Short-Term Cycle という報告書をまとめ、短期主義問題の改善を訴えている。

また 2006 年 9 月には、ハーバード・ロー・スクール教授のハル・スコットを座長とし、元大統領経済諮問委員会委員長のグレン・ハバードと元ゴールドマン・サックス社長のジョン・ソントンらを副座長とした「資本市場規制に関する委員会」が発足したが、同委員会も、短期主義問題を論点の一つとした。

このように 2000 年代初頭の IT バブル崩壊、企業会計不祥事、そして国際金融セン

¹⁰ Michael Porter, *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, A Research Report Presented to the Council on Competitiveness and Co-sponsored by the Harvard Business School (1992) 及び Lester Thurow, *Head to Head - The Coming Economic Battle among Japan, Europe, and America*, William Morrow and Company (1992) 参照。

¹¹ この会議は、ロンドンで開催され、株式市場の短期主義をグローバルな問題として論じている。ただし米国株式市場の事例が、その中心となっていた。同会議を踏まえた報告書が 2006 年 4 月に発表されている。Matteo Tonello, *Revisiting Stock Market Short-Termism*, The Conference Board (April 2006) 参照。

ターとしてのロンドン市場の台頭等を背景としたのが 2000 年代半ばの米国における短期主義問題議論であったが、2007 年にはサブプライム危機が勃発し、金融や資本市場を巡る議論は新たなステージに移行することとなる。柔軟な規制の結果、米国よりも競争的優位に立っていると評価されたロンドン市場も、危機に陥る金融機関が相次ぎ、取付け騒ぎも生じるなど、そのイメージを大きく低下させたあげく、グローバルな金融規制強化を先導する立場に変貌した。そして、今、金融危機を経て、短期主義問題が英米双方で注目されるに至っているのである。

3 . 最近の短期主義批判の特徴

1) 金融危機の影響

昨今の英米における短期主義批判を、こうした過去の議論と比較すると、まず言うまでもなく、グローバル金融危機への反省が背景となっている点に特徴がある。金融機関が短期主義に陥った結果、過大なリスクテイクや問題ある金融商品の販売が生じ、金融危機をもたらしたというわけである。

またグローバル金融危機の結果、各国では経済低迷が続き、回復の兆しが見えない状況にあることから、企業の投資とそれを金融面で支えるリスクマネーの供給が必要と考えられている。しかし中長期的観点に立ち、企業の成長にコミットしようという投資家が、株式市場に十分存在していないという問題意識がある。

近年、HFT (High Frequency Trading) 等の高速トレーディングが活発化していることも、そうした株式市場における短期主義傾向の高まりを象徴するものとして位置づける向きもある。

以上に加え、CSR (Corporate Social Responsibility) や ESG 投資 (Environment, Society, Governance に配慮した投資) といった考え方が普及してきたことも、短期主義への問題意識の高まりにつながっている。長期のサステイナブルな社会を目指した企業経営を行おうという発想と、短期主義的な行動は相容れないからである。前記の通り、BP 社のメキシコ湾原油流出事故のような具体的イベントが生じたことも、こうした観点からの短期主義批判の高まりにつながった。

2) 英国の議論の特徴

英国においては、以上のような背景に加え、短期主義的な経営判断によるとされる一部の M&A への批判も強い。すなわち企業の真の成長を意図したというより、ディールを行なうことで市場から手っ取り早く注目され、評価されようという発想の M&A が目立つというわけである。事例として、RBS が ABN アムロに M&A を行い、その後経営危機に陥ったことや、ICI や GEC など英国を代表する企業が M&A を繰り返し、衰退していったことなどが、引き合いに出される。2010 年 1 月に、キャドベリーがクラフトに買収されたことも、目先の財務的判断で、英国の優良企業が失われ

たとの批判があり、この事件が、ビジネス・イノベーション・職業技能省が、短期主義問題の調査に乗り出す契機の一つとなったとされる。この点も含め、英国では、英国産業の競争力低下の一因として、短期主義問題が扱われている面もあり、その意味で、1990年代初頭の米国と似たところがある。

3) 資本主義のサステナビリティ

一方、最近の議論の中には、バートンのように、短期主義問題を一国の競争力の問題というよりも資本主義の危機として捉える見方もある。この考え方では、金融危機も金融・資本市場の問題というよりも、そうした資本主義の問題の表れとして位置づけられる。さらに格差の拡大も、短期主義に陥った現代の資本主義によって生み出されているとされる。この場合、改革の方向としても、必ずしも企業の競争力向上を強調するのではなく、企業の社会的責任の全うが重視されている。

こうした立場からの動きとして代表的なものが、2006年、アナン国連事務総長（当時）のイニシアティブで制定された責任投資原則（Principles for Responsible Investment、PRI）であろう。この原則は、資産運用プロセスにESGへの配慮を組み込むことを宣言するものであるが、冒頭で「機関投資家として、我々は、受益者の長期的利益を最大化するように行動する義務がある」としている。

短期主義は、このように背景や問題意識の相違はあるものの、時代を超え、また国境を超えて問題にされている共通テーマである。そして対策として提示されていることも、各時代及び各国で共通の内容も多い一方、新たなアイデアも生まれている。

そこで以下では、過去からの議論も振り返りながら、昨今の短期主義議論を紹介することとする。

短期主義の事例と問題点

まず、短期主義問題として批判される事例として、どのようなものがあげられているか、またなぜそれが問題なのかを整理してみよう。

1. 短期的収益追求とそれによる過小投資

短期主義の結果、短期的な収益を上げることが重視され、長期的な利益につながる投資が本来あるべき水準より過小となる可能性がある。現在価値がより大きくても、収益貢献が何年も後になるプロジェクトよりも、短期的に投資回収できるプロジェクトが選好される。すぐには利益につながらない出費も抑制される。例えば、R&D、従業員トレーニング、ブランドの維持・向上に関連した支出などが削減される。

経営者が短期主義的でなくても、株主が短期主義的であれば、株主のプレッシャーにより、こうした問題が現実のものとなる。売買回転率が高い、あるいはモーメンタム・ト

レーディングを行う投資家は、企業の長期的成長よりも、短期主義的な売買益を重視する投資家と考えられるが、こうした投資家の持株比率が多い企業ほど、業績低下時に、R&Dを削減する傾向が強いことを示した実証研究もある¹²。

短期主義が支配する企業においては、本業で長期的な観点で投資を行なうよりも、例えば、M&A や事業売却などの財務的活動の方が、市場の受けが良く、目先の企業価値の向上につながるとして選好されやすいことも指摘されている（ケイ・レビュー）。

また最近、バンク・オブ・イングランドの金融安定担当専務理事のハルデインは、短期主義問題を、長期のキャッシュフローほど過剰にディスカウントされる問題ととらえ、こうした状況が 1996 年以降目立つようになっていることを、実証的に確認する論文を発表している¹³。

2．ハイリスク、ハイレバレッジの追求

短期的収益追求は、長期的な過少投資につながるだけでなく、目先の収益機会を最大限に活用しようという行動を生み、長期的に見て過大なリスクテイクにつながる可能性もある。このリスクテイクは、過大なレバレッジを伴うこともある。この結果、企業経営が中長期的に不安定となる恐れがある。

もともと株式がオプションの性格を持つため、短期の株価を重視した経営が行われる場合、ハイリスク・ハイリターン追求に陥りやすい面がある。

また意思決定のタイム・ホライズンが短い場合、過去の短期間のサンプルのリスク・リターン・プロファイルをベースに判断が行われ、結果として、長期的なリスク、とりわけテイル・リスクが見過されやすくなる。

金融機関が短期主義に陥り、こうしたハイリスク・ハイレバレッジを追求する場合、金融危機、経済危機の問題が生じやすくなる。今回の金融危機においても、銀行が SPV を通じ、短期の市場資金借り入れでレバレッジを効かせ、サブプライム関連の証券化商品に積極的に投資し、金融危機の一因を作ったが、これは長期的リスクの過小評価の例と言える。

サブプライム問題においては、証券化商品に投資した側だけではなく、商品を組成・販売した側も長期的なリスクを十分考慮していなかった。あるいは、長期的にリスクがあることは承知の上で、目先の収益を上げることが優先された場合もあるかもしれない。証券化商品の原債権には、当初 2 年は低金利で、その後、高金利になるローンもあったが、借り手も貸し手も、住宅価格の上昇によって返済が可能になると考え、長期リスクを無視していた。これも短期主義が、金融システム全体のリスクの増幅につながる事例といえる。

¹² Brian J. Bushee, "The Influence of Myopic Investors on R&D Investment Behavior," *The Accounting Review* (July 1998).

¹³ 前掲 Haldane (2011)。

3 . 四半期開示を意識した経営と株式市場

1) アーニングス・マネジメント

短期的収益の追求という場合、特に問題となるのは、四半期ごとの業績開示を意識した経営活動が行なわれることである。こうした活動はアーニングス・マネジメント（earnings management、利益操作）と呼ばれるが、これは会計上のアーニングス・マネジメントと実態的なアーニングス・マネジメントの二つがある¹⁴。

会計上のアーニングス・マネジメントは、エンロンやワールドコム事件などで問題となった不正会計が典型例であり、実態が変わらないのに、会計上の操作で、アナリストの予想に合うような期末の財務数字を作ることである。必ずしも明確な不正ではなくても、四半期決算を意識し、会計上の見積もりや収益認識のタイミングを調整するといったこともこの範疇に入る。

これに対して実態的なアーニングス・マネジメントは、企業活動そのものを変えることで、四半期決算を都合の良い内容にしようという行動である。一時的に売上げを伸ばすためにディスカウント販売をしたり、製造原価を下げるために過剰生産を行なうといった事例が指摘される。前記したような短期に成果のあがるプロジェクトの選好、及び R&D 投資の削減のような裁量的支出の削減も、実態的なアーニングス・マネジメントの範疇に入る。

株式市場が、このような企業の長期的な価値向上につながらない行動を見透かし、企業の短期主義的動機に基づくアーニングス・マネジメントを評価しないのであれば、市場メカニズムで問題は是正される可能性がある。しかし実際には、株式市場は企業の短期主義的行動を反映した四半期決算発表に単純に反応する傾向があるという。結果として、短期主義的行動を行なった企業の株価は、長期的にアンダーパフォームしているという結果も示されている¹⁵。

2) 四半期業績を重視する企業の実態

企業の財務担当者 401 人に対するサーベイ結果によれば、回答者の大多数が、キャッシュフローよりも利益を業績測定の数値として最重視し、特に、前年同期の四半期利益及び期末利益に関するアナリストのコンセンサス推計値をベンチマークとしているという¹⁶。

そして、アナリストのコンセンサス推計値を達成する、あるいはそれを上回ることが重視される。これをわずかでも達成できないと、株価に大きくマイナスのインパクトがもたらされるからである。また毎期の利益が大きく振れないような経営を行うこ

¹⁴ Natalie Mizik, "The Theory and Practice of Myopic Management," *Journal of Marketing Research* (August 2010).

¹⁵ 前掲 Mizik (2010)。

¹⁶ John R. Graham, Campbell R. Harvey and Shivaram Rajgopal, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* (December 2005) 参照。

とが重視される。これも、その方が市場に評価されるからということである¹⁷。

そして企業は、実績がコンセンサス推計値を下回り、市場にサプライズを与えるようなことがないよう、適宜、業績に関する予想情報を提供すること（アーニングス・ガイダンス）に注力している。さらにコンセンサス推計値をクリアし、また四半期ごとの利益の変動を小さくするよう、その期の投資や支出を調整しているという。

このサーベイでは、企業の CFO の 80% が、利益のターゲットを満たすためには、R&D、広告、メンテナンス等、裁量的支出を削減すると回答し、また 55% が、利益のターゲットを満たすためには、企業価値が犠牲になるとしても、新規のプロジェクトの開始を遅らせると回答した。さらに 78% が、毎期の利益の振れを小さくするためには、多少なりとも、企業価値を犠牲にすると回答したという。

何らかの形でアーニングス・ガイダンスを行っていると回答した企業は、81% に上る。アーニングス・ガイダンスにおいては、実績がアナリストのコンセンサスを上回りやすいように、実態よりも控えめな情報が提供されることも多い。決算発表時に、コンセンサスを下回る場合、経営者は、今後のビジョンを語ることも、予想を達成できなかったことの原因を説明することに、膨大な時間を割かれるとの声も紹介されている。

CFO らは、このアーニングス・ガイダンスの慣行により、経営者がアナリストのコンセンサスを達成するとか上回ることに注力する結果、長期の成長を考えることを阻害していると嘆いている。しかしながら、こうした慣行を必要悪と考えているという。

マッキンゼーの調査によれば、経営者は、アーニングス・ガイダンスが、バリュエーションや流動性の向上、及びボラティリティの低下につながると考えているが、実際のところ、こうした効果は確認できないという。一方、経営幹部がその準備に多大な時間を投入することや、ガイダンス内容を過剰に意識した短期的視野の経営が行われるといった明確なコストが生じているとして、この慣行を批判している¹⁸。

4. 資産運用者の短期主義問題とガバナンス問題

1) 短期主義的株主によるアクティビズム

業績低下時の R&D 削減の問題や、四半期開示を巡る企業と株式市場の問題にも示されるように、投資家が短期主義的行動をとる場合、企業経営者もこれに影響された経営を行うことになりやすい。

¹⁷ 最近発表された別の調査では、約 2 割の企業がアーニングス・マネジメントを行ない、そのうち 40% が実態よりも業績を下方に操作することで、次の四半期が増益となりやすいようにしている。利益操作の程度は、EPS の約 10% とのことであった。Iliia D. Dichev, John R. Graham, Campbell R. Harvey and Shivaram Rajgopal, "Earnings Quality: Evidence from the Field," (September 9, 2012), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2103384>.

¹⁸ Peggy Hsieh, Timothy Koller and S.R. Rajan, "The misguided practice of earnings guidance," *McKinsey on Finance* (Spring 2006) 参照。

この場合機関投資家は、市場における企業の株価の評価を通じてだけでなく、株主としての議決権の行使などガバナンス行動を通じて、経営に短期主義的行動へのプレッシャーを与える可能性がある。いわゆるアクティビストの一部などに見られる行動である。

米国のバイオテック産業では、アクティビストの投資家であるカール・アイカーンが相次いで新薬開発ベンチャー企業の株を取得し、役員を送り込むなどして、大手の製薬会社への身売りを実現し、短期的に利益を上げていることが批判された¹⁹。こうしたバイオ・ベンチャーが開発する新薬は、失敗の確率が高く、成功したとしても、市場に出るまで10年以上かかるのが普通である。短期指向の投資家が、株主としてのプレッシャーを行使し、既存の経営者に対抗するような構図は、好ましくないとの指摘である。

2) 短期主義によるガバナンスの低下

逆に、資産運用者の短期主義が、企業へのガバナンスを低下させるという問題も指摘されている。企業のファンダメンタルズには関心がなく、気配や流動性の動向を睨んで、瞬時に株の売買を繰り返すHFTも活発化しているが、こうしたトレーディング指向の投資家が増大すると、株主の間で、企業の長期的発展という観点からガバナンスを発揮しようという意識が低下するのではないかとの指摘である。

もともとアクティブな投資家の間では、気にいらぬ企業の株は売却すれば良いという、いわゆるウォールストリート・ルールと呼ばれる考え方があるため、ガバナンスにリソースを割くインセンティブは高くない。本来は、すばやく売却行動を起こす投資家ほど、企業の問題を的確に理解し、適切なガバナンス圧力を発揮する潜在力を持つはずなのであるが、ウォールストリート・ルールによりそうした機会が失われるのである。

一方、インデックス投資を行うパッシブな投資家が、長期指向の投資家かというところではない。彼らはインデックスをトラックするよう、個別株のウェイトを調整するのであり、良い企業をより長く、より多く保有しようという投資スタンスではない。インデックス構成銘柄を保有せざるをえないという観点から、問題ある企業にガバナンス上の圧力をかけることを重視する大手機関投資家も一部に存在するが、企業へのガバナンス行使にはコストがかかることもあり、積極的ではない投資家が多い。

機関投資家によるヘッジファンド等への貸株の活発化も、市場における短期的取引の増大につながっている。ヘッジファンドの台頭は、借株のニーズを高めることにつながった。一方、機関投資家は毎期のリターンを少しでも上昇させるため、貸株による手数料拡大を目指すようになったのである。このこともガバナンス低下という問題を生んでいるという指摘がある。というのも、貸株を行っている間は、議決権行使が

¹⁹ ハーバード・ビジネス・スクール教授のビル・ジョージによる寄稿、“Another view: Can Biotech Survive Icahn?,” *New York Times* (June 3, 2010) 参照。

できないため、ガバナンス発揮の機会が失われるからである。

投資家が、企業の株式を長期に保有すれば問題が無くなるわけでもない。企業が毎期の業績最大化を目指して行動し、それに満足して、短期指向の投資家が結果としてその企業の株を長期に保有するという事も生じるかもしれない。しかしこの企業は、長期的観点で経営を行った場合に比べて、長期のパフォーマンスは劣っている可能性がある。投資家も長期的観点で企業の成長を支えていった方が、より高いリターンを得られた可能性があるわけである。

前シティ担当大臣のマイナズ卿は、短期的投資家の増加によるガバナンス低下の結果、「所有者不在の企業 (ownerless corporations)」の状況が生まれていると批判する。長期的視点を持つステークホルダーである労働組合の減少も、この傾向を強めている。

5. 貯蓄者にとっての投資効率の低下 「所有と所有の分離」

機関投資家のうち年金基金などが運用する資金は、老後や教育費用に備えて資産形成を行っている個人の貯蓄が原資となっている。すなわちこれら個人は、長期のタイム・ホライズンで、資産価値の最大化を目指しているわけである。しかしこの資金を、上記のように機関投資家が短期指向で運用し、またこの影響も受けて、企業経営者が短期指向の経営をする場合、長期指向の運用・経営が行われた場合に比べて、個人にとってのリターンの低下、リスクの上昇という問題が生じる。

こうした最終的な資金の出し手の意図と、その資金を運用する機関投資家の行動が分離することは、「所有と経営の分離」ならぬ「所有と所有の分離」として批判されている²⁰。

6. 市場の歪みと不安定性の拡大

資産運用者の短期主義問題は、以上のように企業経営に影響を与え、また最終的な投資家に不利な結果をもたらす可能性があるが、その市場の価格形成への影響はより広範なものとなり、経済全体に悪影響を及ぼす可能性がある。

例えば、短期の売買に向けた流動性の高い資産が過大に評価され、一方、長期保有される流動性の低い資産が割安に放置される状況が生じる可能性がある。このことが昨今のIPOの低迷に関係しているとの議論もある²¹。

また売買が、証券のファンダメンタルな価値を見極めようとする投資家主導で行われるのではなく、他の投資家が買うから買う、価格が上昇するから買うといった動機で参加する投資家が多くなると、価格のファンダメンタルズからの乖離が生じる。短期的に収益が

²⁰ Leo E. Strine, "Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Management and Labor in a More Rational System of Corporate Governance," *Iowa Journal of Corporate Law* (2007) 参照。

²¹ ケイ・レビューや Sal Armuk & Joseph Saluzzi, *Broken Markets: How High Frequency Trading and Predatory Practices on Wall Street are Destroying Investor Confidence and Your Portfolio*, FT Press (2012) など。

実現することが、投資家の過剰な自信を生み、長期的なリスクが過小評価され、さらなる投機を生む。低金利や過剰流動性の持続といった金融環境が伴えば、過大なレバレッジを伴う投機も活発化する。

こうした状況下、前記のような、企業、金融機関、投資家におけるハイリスク・ハイレバレッジの追求が、同時進行的に活発化することになる。その結果、バブルの拡大とその崩壊が生じ、金融危機、経済危機につながることは、昨今の経験が示すところである。

活発な売買が市場全体の問題につながるのではないかという議論は、2010年5月6日に米国でいわゆるフラッシュ・クラッシュが生じたこともあり、HFT等を巡っても展開されている²²。

7. 企業及び経済・社会の長期的サステナビリティへの影響

短期主義問題は、短期の成果がオーバーバリュースられることとも言えるが、その結果、アンダーバリュースられるのは長期の経済的利益に留まらない。企業経営に関わる様々な外部性にも配慮が及ばなくなる可能性がある。目先のリターンに貢献しないということで、従業員への教育投資、環境への配慮、地域経済への配慮等が軽視されれば、いわゆるサステナビリティの低下という問題が拡大することになる。短期主義の結果、前記のようにガバナンスが十分発揮されなくなることも、こうした観点を重視した経営が行われにくくする。

このように企業がサステナビリティを重視しない行動をしていくことは、個々の企業のレピュテーションの低下をもたらすことはもとより、企業活動全般、ひいては資本主義経済への信任の低下といった問題にもつながっていく可能性もある。

短期主義の背景

1. 情報の不確実性と非対称性、市場経済の発展と複雑化

先述のように、将来のキャッシュフローの価値が、現時点で余計にディスカウントされてしまうことが、短期主義問題の現れであるが、これは言い換えれば、将来のキャッシュフローが、そのファンダメンタルズな価値から大きく乖離しがちとみなされていることを意味する。

この背景の一つとして、本来、無リスクの裁定取引であっても、ノイズ・トレーダーというファンダメンタルズ・バリュースと無関係に取引を行う投資家が存在すること、また借入制約等があることから、長期の裁定取引になるほどリスクが大きくなることが指摘されている。従って、株価等のファンダメンタルズからの乖離が長期間にわたり修正されにく

²² Andrew G. Haldane, "The race to zero," speech at the International Economic Association Sixteenth World Congress, Beijing (July 8, 2011)、及び前掲 Sal Armuk & Joseph Saluzzi (2012) など。

くなる²³。

また行動経済学の立場からは、人間はたとえ期待値が高くても、確率の低い将来の利益よりも、少額でも確実な利益を好むという傾向が指摘されている。また近い過去に高い利益の実績があると、それが今後も続くと考える傾向（recency bias）もあるという。

こうした将来の不確実性に由来する問題に加え、経済主体間の情報の非対称性の問題がある。ファンダメンタルズな価値をより知っている立場の者とそうでない立場の者がいる場合、後者は前者からの情報を割引いて評価しがちとなる。そこで両者の取引が成立するためには、前者は追加的な情報を提供する必要がある。この場合、最近の実績や当面の見通しを示すことが、将来の夢を語るよりも成約しやすいことになる。

こうした問題は今に始まったことではないが、短期主義が問題視されるようになったのは、市場経済化が進み、金利や為替等、各種の価格が自由化され、将来への不確実性が高まったことがある。企業の資金調達も銀行との相対取引の部分よりも、市場型金融の部分が増えた。

また、企業の巨大化や複雑化が進んだ結果、企業と投資家の情報の非対称性が高まった。投資家も最終的な受益者から、個人の貯蓄を管理する年金基金などのアセット・ホルダー、その運用を委託されたアセット・マネジャーと重層化が進み、情報の非対称性は大きくなった。

市場経済化が進展するなか、競争も活発化するが、将来への不確実性の高まりや情報の非対称性の拡大の下では、競争に勝つには、より短期に、より確実な実績を示すことが有効となる。

従って例えばアセット・マネジャーの選別や評価、そして報酬において、短期の実績が重視されることになる。そしてこうした投資家からのプレッシャーもあり、企業も短期主義的行動を強める結果となる。

2．所有権の拡散、資産運用の重層化、トランザクション指向

1) 株式の流動性と企業経営のコントロール

以上は短期主義問題の背景を概括的に説明したものであるが、より資本市場の実態に則した形で考えてみよう。まず株式という仕組みに注目してみる必要がある。

株式は、株主が企業に小口の単位で出資でき、さらに株主がその持分権を流通市場で転売できるという流動性を持ったことから、今日に至る企業の成長、経済の発展を支える重要な金融イノベーションとなった。

しかし株式のこの根源的な特徴こそが、短期主義問題を生み出す背景ともなっている。すなわち、出資持分の小口化により生まれた多数の株主は、有限責任であり、また途中で株を売却できるということもあり、必ずしも企業の長期的成長には関心を持たない。企業の長期的な成長に期待して株式を保有する株主が存在したとしても、経

²³ 以上、アンドレ・シュレイファー『金融バブルの経済学』東洋経済新報社、2001年など参照。

営者が長期的指向で経営しないかもしれない。株式の流動性と企業経営のコントロールはトレードオフ関係にあり²⁴、流動性の向上が選好される一方で、エージェンシー問題が表面化するようになったのである。

2) 機関化の進展とパフォーマンスの追求

第二次大戦後になると、年金基金等の発達により、機関化、すなわち株式が主に個人によって保有されるのではなく、機関投資家によって保有される状況が一般化した。年金基金は、当時、急速に精緻化が進んだ投資理論を背景に、個別の銘柄に焦点を当てるといよりも、広範な市場ポートフォリオを保有することを重視する投資姿勢を追求するようになった。この一環として、市場の変化に応じた機動的な持分のリバランスも重要となった。

一方、市場制度の発展、テクノロジーの発展により市場の流動性が高まったが、途中転売の取引コストも低下に向かった。さらに、変動相場制への移行や金利の自由化などもあり、経済・金融の日々の変動が顕著になったことから、バイ・アンド・ホールドではなく、機動的な売買を行なうことが重要となった。

年金基金や大学基金等は、長期のタイム・ホライズンで投資を行なう主体とされてきたが、彼ら自身が超過リターンを求めて、ヘッジファンドや短期的な収益の実現を目指す LBO ファンド、アクティビズム・ファンド等に運用委託することも増えてきた。さらに米国では、確定拠出型年金の拡大も背景に投資信託も急成長を遂げた²⁵。長期保有中心の機関投資家でも、運用パフォーマンスをあげる手段として、貸株を積極的に行うようになった。

これら機関投資家は、マーケット・インパクトを含む執行コスト削減も徹底的に追求したため、ブローカーや取引市場は、取引システムの高速化、高度化を競うようになった。昨今の HFT の活発化も、この潮流の延長線上にある。

機関化がもたらしたことは、売買の活発化だけではなく、エージェンシー問題の高度化もあった。すなわち、単に株主と経営者の利害の不一致の可能性だけではなく、最終受益者である個人と年金基金等のアセット・ホルダー、そして年金基金の運用を委託されたアセット・マネジャー、そして企業経営者、という形で、利害の不一致が重層的に生じうるようになったわけである。

従って、個人は老後のために長期の資産形成を期待していても、アセット・ホルダーあるいはアセット・マネジャーが短期のパフォーマンスを追求し、企業経営者もそれに影響されて短期主義経営をする可能性が生じたのである。

²⁴ John C. Coffee Jr., "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor," *Columbia Law Review*, Vol. 91, No.6 (1991).

²⁵ Aspen Institute(2009).

3. 株主第一主義

エージェンシー問題に対応するため、コーポレート・ガバナンスが強調されるようになった。市場インデックスに近いポートフォリオを保有し、ウォールストリート・ルールに訴えることができない大手機関投資家の一部も、アクティビズムを通じたパフォーマンス向上を重視するようになった。この結果、株主が長期的経営を望んでいるのに、経営者が自らの利益を追求するために短期的経営を行うことは、株主のプレッシャーによって阻止されることが期待される。

しかしこのことは、短期主義的な株主が優勢である場合、経営者がその要求に従わざるをえなくなる局面も増えることも意味する。短期的収益を追求するために、経営者にプレッシャーをかけて、高額の配当支払いや、有望な事業の売却の実現を目指す株主も登場する。こうした要求に不用意に抵抗することは、コーポレート・ガバナンスの観点から問題とされる風潮もある。

株主といっても、経営者に対して直接的にガバナンス上の影響を及ぼすのは、アセット・ホルダーや、その運用を託されたアセット・マネジャーである。彼らの投資ホライズンは、最終的な受益者であり、退職後を視野にした資産形成を望んでいる個人とは必ずしも一致していない。

従って株主の短期主義的傾向が強まる中で、株主第一主義という観点で、コーポレート・ガバナンスが強化されてきたことは、企業の短期主義問題につながったとの指摘がある²⁶。

4. 資産運用業界におけるパフォーマンス評価と報酬構造

機関投資家が、短期の収益を重視する背景には、資産運用業界において、四半期単位の評価が重視されていることがある。先述のように人間には recency bias があり、短期の実績が過度に重視される傾向がある。一般に資産運用業界では、運用資産に応じたフィー構造となっているため、長期的に成功する戦略と考えても、短期的に評価されなければファンドへの資金フローの減少につながるため、そうした運用は行いにくい。

評価においては、ベンチマーク・インデックスとの比較が重視されるため、分析に基づく個別銘柄の取捨選択よりも、インデックス銘柄に偏った運用 (closet indexing) が行われがちとなる。

アセット・マネジャーの報酬も、短期実績に大きく影響される姿となる。また他のアセット・マネジャーとの相対パフォーマンスが重視されることもあり、テイル・リスクをとってリターンを高めたり、他のアセット・マネジャーと同様な投資に走るといった「群れ (herd)」の行動の問題が生じやすくなる。これらの結果、資産価値の長期のファンダメ

²⁶ Lawrence E. Mitchell, "Protect industry from predatory speculators," *Financial Times* (July 8, 2009)、及び Lynn Stout, *The Shareholder Value Myth*, Berrett-Koehler Publishers (2012) など。

ンタルズからの乖離も起きやすくなる。

5．企業経営者における短期主義の背景

一方、企業の短期主義の一つの背景としては、コーポレート・ガバナンスが重視されるようになったこともあり、こうした投資家サイドの短期主義が、従来以上に経営者に強く影響するようになったことが考えられる。多くの投資家が短期の売買を繰り返す存在であり、短期の収益にばかり関心を持っているようであれば、経営者も長期のプロジェクトを遂行しにくくなるからである。

投資家サイドのプレッシャーだけではなく、企業経営者自身が、ストック・オプションなど、株価に連動した報酬構造を背景に、短期主義に陥っている面もある。業績報酬も、短期間の業績に基づき決定されるのが通常である²⁷。

株式による報酬支払いやストック・オプションは、もともと株主の利害と経営者の利害を一致させ、経営者が株主価値の最大化につながるような経営を行うことに寄与するという趣旨で導入が広がってきた経緯がある。

しかし必ずしも長期的な株価上昇ではなく、短期的な株価上昇によって、経営幹部が報酬を増大させることが可能な仕組みであったため、短期的な株価上昇を重視する経営や、極端な場合、短期的な業績を良く見せる不正会計につながった。

また経営者の任期は、数年に過ぎない場合が多い。このため、この短期間に報酬を最大化するような意思決定を行うインセンティブが生ずるわけである。

以上のようなインセンティブ構造のため、例えば長期的な競争力を高めるために必要な投資であっても、それが目先の ROE 等の低下につながり、報酬の算定において不利になるならば実施されないということが生じうる。この結果、企業の長期的価値の最大化が実現しなくなるのである。

株主が短期の成果を重視しているのであれば、こうした企業経営者の利己的動機に基づく近視眼的な行動を、正すどころか助長することになってしまう。

投資家からのプレッシャーと企業経営者自身のインセンティブという二つの要因の結果、前記のような四半期開示を意識した経営の問題が生じている可能性が指摘されている。

6．その他

1970 年代初頭、米国においては、個人所得の最高限界税率が 75% だったのに対して、長期（保有期間 1 年以上の場合）キャピタルゲインへの税率が 25% であった。しかしその後、通常所得の最高限界税率の切下げが続き、2003 年のブッシュ減税では 35% にまで

²⁷ 米国におけるストック・オプションの拡大には、1993 年、IRS が 100 万ドルを超える給与払いの法人所得からの控除を禁止した際に、ストック・オプションなどの業績ベースのインセンティブ報酬を適用除外としたことも寄与している。

低下した。これに対して長期キャピタルゲイン税は 15%である²⁸。このため、相対的に、株式等を長期的に保有するメリットが低下したとの指摘がある²⁹。

また株式委託手数料の自由化により、証券会社のアナリストが企業や産業を深く分析しなくなり、証券会社は新たな収益源として、トレーディングや敵対的な M&A 等に注力するようになったことも、短期主義問題の背景として指摘されている³⁰。

企業セクターにおける改革案

1. 業績の評価・開示の改革と投資家との長期的観点からのコミュニケーション

1) アーニングス・ガイダンス慣行の見直し

投資家が企業の四半期ごとの業績に注目し、企業もそうした投資家の評価を強く意識した経営を行うことが問題とされた。そこでケイ・レビューは、四半期財務報告義務を廃止すべきと主張している。

一方、CFA・ビジネス・ラウンドテーブルの報告書は、特にアーニングス・ガイダンスの慣行が問題であるとし、以下のような提言を行っている。

- 四半期ごとのアーニングス・ガイダンスの慣行を廃止すべきである。
- アーニングス・ガイダンスを提供することが戦略的に必要と考える企業においては、一貫したフォーマットの採用、レンジによる推定値の提供、長期的な目標や戦略を反映した適切な指標の導入といった、アーニングス・ガイダンスのプラクティスを採用すべきである。
- 企業は、より質の高い、長期的かつファンダメンタルズ重視のガイダンス・プラクティスを採用していくことが望ましい。これにより、能力の高いアナリストは自らを差別化し、より価値のあるリサーチを顧客に提供できる。

2) 長期のビジョンや戦略に関する株主とのコミュニケーション

近年、四半期のアーニングス・ガイダンスをとり止めた企業は、コカコーラ、アルコア、AT&T、サンマイクロシステムズ等多数ある。ただし、アーニングス・ガイダンスを取り止める一方、他の形で企業の将来に関する情報開示を充実させなかった企業に関しては、アナリストのカバレッジが低下し、予測エラーが増えたとの指摘もある³¹。

²⁸ ブッシュ減税では、国内企業からの配当所得に対する最高税率も 15%とした。オバマ政権下でブッシュ減税は 2 年間引き継がれたが、2012 年末に期限が切れるため、いわゆる「財政の崖」が生ずることが懸念されている。

²⁹ 前掲 Tonello (2006) 参照。

³⁰ 同上。

³¹ Joel F. Houston, Baruch Lev and Jennifer Wu Tucker, "To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance," *Contemporary Accounting Research* (Spring 2010).

その意味でも、上記の提言の最後に掲げられているような、長期的でファンダメンタルズを重視した情報を、企業が市場に発信していくことが重要とされる。同報告書は、経営者は、長期的・戦略的目標や、それに関するパフォーマンス・ベンチマークについて市場と対話していくことに、リーダーシップを発揮すべきとも指摘している。

CFA インスティテュートが 2012 年 7 月に発表した報告書³²は、企業の短期主義問題を解決する上で、取締役会の役割が重要であることを強調している。アーニングス・ガイダンスについても、監査委員会がアーニングス・ガイダンスをレビューし、取締役会が設定する企業の長期的戦略を反映しているかどうかを確認することなどを提言している。また取締役は株主との間で、企業の長期のビジョンや戦略についてコミュニケーションする仕組みを確立すべきとしている。

3) 財務報告の改革

財務報告の在り方そのものの改革が必要との議論もある。現状では簿価の情報は、企業の市場価値の 25% しか説明できていないという³³。これは財務報告書は主として過去の取引の記録であり、また無形資産やオフバランスシート取引など、財務諸表に現れない項目が増えているためである。これでは投資家は企業のファンダメンタルな価値を把握しにくく、また経営者はアーニングス・マネジメントをしやすくなる。

この問題に対応するため、財務情報のみならず非財務情報を含めた企業情報の開示を進める Enhanced Business Reporting がロバート・エクレスらによって提唱されている。エクレスは「Enhanced Business Reporting により、短期的な収益予想を重視する市場の見方を変えることができる。」としている。

非財務情報としては、既に事業等のリスク、財政状態および経営成績の分析、コーポレート・ガバナンスについては開示が進んでいるが、サステナビリティ情報や知的資産情報の開示も重要とされる。さらに、これらを含む各種の情報開示を一本化する統合報告の国際標準化の動きもある³⁴。

ケイ・レビューは、前記のように四半期財務報告義務の廃止を提言しているが、時価会計についても、市場価格というものが、資産が生み出す収益やキャッシュフローではなく、他の参加者がどう考えるかで決まるならば、企業経営者や資産運用者の長期意思決定に適切ではないと批判している。そして、財務数値よりも記述的 (narrative) なレポーティングが重要としている。また企業活動の環境や社会に与える影響等の情報については、その重要度はセクターや企業によって異なるとして、情報開示を義務づけるよりも、投資家と企業の対話の中で情報が提供される姿が望ましいとしている。

³² 前掲 CFA Institute (2012)。

³³ “Enhanced Business Reporting Consortium Releases Framework to Promote Greater Transparency in Corporate Reporting,” *PR Newswire* (October 18, 2005) におけるロバート・エクレス氏のコメントより。

³⁴ 2010 年 8 月に国際統合報告委員会 (International Integrated Reporting Committee, IIRC) が創設され、2013 年末までに統合報告のフレームワークの作成を目指している。統合報告については、ロバート・エクレス、マイケル・クルス『ワンレポート - 統合報告が開く持続可能な社会と企業』東洋経済新報社、2012 年参照。

一方、ラパポートは、四半期業績報告に換えて、コーポレート・パフォーマンス・ステートメントという新たな報告書を導入することを提言している。これは、アーニングスではなく、確実性の高いキャッシュフロー部分と、不確実性を伴う推計値であるアクルーアル（会計発生高）を分けて記載するものである。各種のアクルーアルの項目は、推計の不確実性に依りて、“Most likely”、“Optimistic”、“Pessimistic”の値がそれぞれ表示される。

コンティンジェントな負債については、現行の会計基準では、相当程度確実でなければ関連費用は損益計算書に計上されず、脚注扱いとなるが、投資家にとっては重要な情報であるため、アクルーアルの欄に記載される。一方、裁量の幅が大きい、あるいは企業のキャッシュフローのサステナビリティや成長ポテンシャルを評価する上で、あまり有益ではないということで、減価償却やアモチゼーション、減損損失、特別損失、中止した業務に関する経費、会計変更の影響等は除外される。一つの数字で企業のパフォーマンスを表すのは不適切であるため、ボトムラインの発想はない。

ラパポートが、キャッシュフロー中心の財務報告が望ましいとするのは、長期的な株主のための価値創造にとって有効なのは、短期のアーニングスのマネジメントではなく、長期のキャッシュフローの最大化であると考えためである。

2. ガバナンス改革

1) 長期株主第一主義

必ずしも投資家の短期主義の影響ではなく、経営者自身が短期的利害を追求することにより、企業価値が損なわれる問題に対しては、株主によるガバナンスを強化することも一つの対応策となる。

しかしガバナンス強化は、株主一般による経営者行動の監視の強化につながるが、株主自体が短期主義的指向を持っている場合は、逆効果となりかねない。このため、そもそもガバナンス強化の発想自体が間違っており、株主の権限を削減することが望ましいという主張すらある³⁵。

一方、問題は短期主義的株主であるから、重要なことは、長期株主価値の最大化を目標とした企業経営を行うことであると主張（Long-term shareholder primacy）がある³⁶。

こうした経営は、長期株主だけでなく、他のステークホルダーを含めた全ての会社関係者の長期の利益を保護することにつながる事が考えられる。この場合、長期

³⁵ Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, “A New System of Corporate Governance; Quinquennial Election of Directors,” *The University of Chicago Law Review* (Winter 1991) や Lawrence E. Mitchell, “The Legitimate Rights of Public Shareholders,” *GWU Legal Studies Research Paper* No. 461(March, 2009)、Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford University Press (2012)など。

³⁶ Emeka Duruigbo, “Tackling Shareholder Short-termism and managerial myopia,” (April 4, 2011), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1802840>.

株主に焦点を当てれば、ストックホルダーかステークホルダーか、という長年の議論は解消することとなる。この点は既にマイケル・ジェンセンが示唆している。すなわち彼は、長期の市場価値の増大が経営者や取締役の成績表であるとし、ステークホルダーの利益を無視すれば、企業はその価値を最大化することはできないと指摘した。彼はこの考え方を enlightened value maximization と呼んでいる³⁷。

長期株主価値を第一に考える経営は、会社法等で要請する他、取引所等のガイドライン、あるいは個々の企業が自主的に宣言したり、総会で採決するといった対応も考えられるという。また後述するように、配当や株主の権利で優遇するアイデアも提示されている。

2) 英国会社法及び英米のガバナンス原則

英国では、2006 年会社法 172 条 (1) において、取締役は、企業の構成員全体の利益のために、企業の成功を促進するよう誠実に行動するものとされ、その過程において、(a) あらゆる意思決定の結果として長期的に生じうること、(b) 会社の従業員の利益、(c) サプライヤーや顧客等とのビジネス上の関係を発展させる必要性、(d) 企業の事業がコミュニティや環境にもたらすインパクト、(e) ハイスタンダードな事業活動を行なっているという評判を維持することの重要性、(f) 企業の各構成員を公正に扱うことの必要性、について考慮しなければならないと規定した。

この条文の背景にある考え方は、「啓蒙的株主価値 (enlightened shareholder value)」と呼ばれており、前記のジェンセンの考え方と通じるものである³⁸。

また冒頭でも紹介したように、英国のウォーカー・レビューは、企業の長期的価値の向上という観点から、各種のガバナンス改革を提案し、これを踏まえて英国ではコーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが策定されている。

米国ではニューヨーク証券取引所が、2010 年 9 月に発表したコーポレート・ガバナンス原則におき、原則 1 として「取締役会の根本的な目的は、株主価値の長期的でサステイナブルな成長を実現することにあるべきである」と規定した。また同原則についての報告書では、受託者責任と整合性を持ちつつ、長期的な所有者を優遇する政策を、意識的かつ透明な形で採用することは、取締役会の自由とされるべき、としている。

米国ではドッド・フランク法においても、コーポレート・ガバナンス強化の規定が盛り込まれているが³⁹、これは従来型の株主権限強化の発想による改革であるとして、

³⁷ Michael C. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance* (Fall 2001) 参照。一方、前掲 Stout (2012) は、そもそも株主価値という一つの尺度の最大化を目的とすること自体が、現実的でない」と主張する。株主価値重視への疑問を巡っては、Joe Nocera, "Down with Shareholder Value," *New York Times* (August 10, 2012) 参照。

³⁸ Andrew Keay, "Tackling the Issue of the Corporate Objective: an analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach'," *Sydney Law Review*, Vol 29 (2007).

³⁹ 具体的には、役員報酬に関する株主の勧告的投票 (say-on-pay) や、株主が取締役メンバー指名に関する提案を委任状勧誘書類に含めることを可能とする SEC 規則 (proxy access ルール) の導入など。

批判もある⁴⁰。

3) 長期株主優遇の正当性

長期株主第一主義に対しては、他の株主にとって不公平ではないかとの批判が考えられる。しかしこれに対しては、第一に長期の株主は、短期に収益を得てエグジットできる短期株主や経営者に比べ、損害を被りやすい存在にあることが指摘される⁴¹。効率的市場仮説に立てば、このリスクに見合ったリターンが期待されるはずであるが、同仮説が現実には成り立たないことは様々な事例で示されている。

第二に、企業に対する意味のあるガバナンスの役割を担うのは、長期保有の投資家であるが、ガバナンス行動にはコストがかかる。長期保有の投資家のみが負担する、こうしたコストを踏まえ、長期投資家を優遇する意味があるとの主張がある。

第三に、長期株主を優先した経営とは、短期的利益に配慮しないということの意味せず、長期的な企業の健全性を損ねないようにするということである。この結果、企業の長期的価値が向上することは、短期の企業価値にも反映されるため、短期保有の株主にとってもプラスであるとの議論がある。

3 . 長期株主優遇配当

企業が長期に株式を保有する株主を優遇する目的で、これら株主に追加的な配当を支払う、ロイヤルティ配当 (loyalty dividend) というアイデアがある⁴²。優遇配当の権利を得るためには、定められた期間以上、株式を保有することに加え、貸株を行わないことが求められる。

フランスでは、こうした優遇配当を行なう企業は、珍しくない。大手建設会社のラファージュの場合、1999年より2年以上保有の株主に対して、通常の配当の10%を追加で支払っている。EDF (フランス電力公社) も、2011年に同様の仕組みの導入を決定した。

オランダにおいては、化学会社のDSMが2007年に優遇配当の導入を試みた。このプログラムの株主として登録した株主が、3年間保有した時点で、その3年間の通常の配当を平均した額の30%に相当する優遇配当が支払われ、その後毎年、通常の配当の10%分の優遇配当が支払われる、という仕組みであった。

金融危機の教訓を踏まえた銀行改革の一環として、銀行に対して長期優遇配当制度を導入しようという提案もある。すなわち、オランダ銀行協会が設置した、銀行の将来に関するオランダのアドバイザー委員会は、2009年4月に、安定した銀行株主を確保するため、4年以上保有の株主に対して、追加的な配当ないしは追加的な議決権を導入すること

⁴⁰ 前掲 Bainbridge (2012) など。

⁴¹ 以下の議論は、前掲 Duruigbo (April 2011) による。

⁴² 長期株主優先配当の議論は、前掲 Duruigbo (April 2012) による。

を提案している⁴³。

長期株主優遇配当への反対論としては、追加的な配当を行なうよりも、その資金を投資にまわした方が良い場合もあるとの指摘がある。しかしより重要な批判として、株主権の平等に反するという点がある。

実際、前記の DSM 社による長期株主優遇配当の計画の場合、フランクリン・テンブルトン等、米系の運用会社が反対し、オランダの裁判所に対して、同社がこの計画に関する提案を株主総会に提出することを差し止めるよう求めた。裁判所は、この配当は、株主平等の規定に反し、認められないとしたため、同社は株主総会への提案を見送った。この決定の背景にある判断については、その後、オランダの最高裁が見直すべきとの決定を示しているが、長期株主優遇配当自体を、積極的に合法とする判断をしたわけでもない。

他の国でも、長期株主優遇配当の合法性については明確になっておらず、この仕組みが広く普及するには至っていない。

また配当を優遇する程度で、企業の行動のあり方を変えられるほど、まとまった割合の長期安定株主を確保できるのか、という指摘もある。多少の優遇配当が約束されても、短期で売買した方が、より高いリターンを獲得できるとの期待があれば、優遇配当に魅力を感じない投資家も多いであろう。キャピタルゲインに比べ、配当所得に対する税率が高くても、優遇配当の効果は低下する。

4．種類株の導入

長期保有株主への優遇策として、通常よりも大きなガバナンス上の権限を与えようという考え方もある。フランスやスウェーデン等、上場企業による複数議決権株の発行が珍しくない国もあるが、多くの国では一株一議決権の原則に反するとして機関投資家の抵抗が強い。

欧州委員会は、2007年に、将来的に一株一議決権原則を EU 上場企業に義務付けることを念頭に、実態及び理論面の調査を行なった。しかし、その結論は、一株一議決権からの乖離が企業価値の破壊やガバナンスの悪化につながることは確認できない、というものであった⁴⁴。このため、欧州委員会は、同原則の導入を断念した経緯がある。

ケイ・レビューは、英国では異なる議決権の株式の導入は法的に自由であるとした上で、機関投資家からの反対が強いものの、この問題は今後も検討・議論されるべきとしている。

米国では、SEC のプロキシ・アクセス・ルールにおき、議決権の 3%以上を 3年以上保有する者に対してのみ、プロキシ・アクセスを認めることが提案された。このように、株式の保有期間に応じて、株主の企業経営への関与の権限をより大きく認める工夫を導入していく余地があるとの見方がある⁴⁵。

⁴³ Advisory Committee on the Future of Banks in the Netherlands, *Restoring Trust* (April 7, 2009).

⁴⁴ 岩谷賢伸「一株一議決権原則は貫徹されるべきか」『資本市場クォーター』2007年夏号参照。

⁴⁵ Aspen Institute (2009)。ただしこの SEC ルール 14a-11 は、連邦控訴裁判所によって無効とされた。

ドルイグボは、クラス T 株という種類株の導入を提唱する⁴⁶。この株主は 10 年間売却や貸株ができず、またデリバティブ等によるヘッジができない一方、企業の長期戦略の策定プロセスに参加できる。企業の取締役会にクラス T 株主用の取締役の枠が用意され、クラス T 株主のみがその選任に関与できるようにすること、クラス T 株主は、一定数の取締役候補を推薦でき、指名委員会における選任プロセスにも参加できることとすること、クラス T 株主には、プロキシー・アクセス、すなわち取締役候補者を委任状勧誘書類によって指名する権利が与えられることなど、いくつかの案が示されている。

ガバナンスにおける取締役の役割としては、モニタリングとアドバイスがあるが、ガバナンスの議論では、前者が強調されることが多かった。しかし最近、専らアドバイスの役割を担うアドバイザリー・ディレクターという存在を、明確に位置づけるべきとの主張がある⁴⁷。アドバイザリー・ディレクターは、専門的知識や経験を背景に、CEO に対して戦略的な助言を行なう社外取締役である。クラス T 株主が推薦する取締役は、アドバイザリー・ディレクターにふさわしいと指摘されている。

クラス T 株は、長期株主優遇配当や後述する長期キャピタルゲイン税の優遇、あるいは取引税といった措置よりも、短期主義問題の是正に有効とされる。配当や税の導入で、株式を短期売買することに比べて長期に保有した方が、多少メリットがあるようにしても、このメリットを受けるのは、必ずしも真に企業の長期的発展にコミットしようという株主とは異なるかもしれない。売却の機会を探りつつ、結果として長期に保有しただけの株主にも恩恵が及ぶ。一方、短期で売却した株主は、長期保有のつもりが、必要に迫られて売却を余儀無くされたのかもしれないが、それでも不利な扱いを受けてしまう。また、多少の優遇では、目に見える効果は期待できないかもしれない。

これに対してクラス T 株では、最初から株式を 10 年間売却できないのを承知の上で、企業の長期的発展にコミットしようという株主を特定し、彼らを他の株主と区別して扱うことができるのである。何らかの優遇制度を導入する場合も、クラス T 株主のような株主のみを対象とすることが考えられる。

クラス T 株は、年金や教育資金のための資産運用など、本来、長期的な視野で投資を行なうべき投資家にとってふさわしい投資対象として期待できるという。

企業が乗っ取りに直面した場合には、流動性を持たないクラス T 株主が不利にならないよう、買収者がプレミアム付きで T 株を買い取ることを義務付ける案も示されている。これは、ポイズン・ピルと似た効果を持ちうるが、ポイズン・ピルが経営者の防衛策に使われるのに対し、T 株の買取り義務は長期株主の保護を目的とするものである。

種類株を巡っては、株主の公平性という観点で批判も考えられる。この点について、クラス T 株の提唱者は、やはりプロキシー・アクセス・ルールの例に言及し、法的にも許容されうるのではないかとする。また基本的に、この仕組みが企業、他の株主、他のス

⁴⁶ Emeka Duruigbo, "Stimulating Long-Term Shareholding," (October 5, 2011), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1939502>.

⁴⁷ Olubunmi Faleye, Rani Hoitash and Udi Hoitash, "Advisory Directors," available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=18666166>, June 2012.

テークホルダーにとってもメリットがあることを強調する。

なおクラス T 株主は、企業のインサイダー情報に接する可能性が高く、その行動がインサイダー規制に抵触しないかが問題となりやすい。この点については、長期に株式を保有し、ガバナンスの機能を発揮する株主に対しては、インサイダー規制のあり方を見直すべきとの議論がある。

5 . 報酬制度の見直し

1) これまでの改革の動き

報酬構造を背景とした経営者の短期主義問題の是正には、報酬に対するガバナンスを強化するのみならず、報酬制度を見直すことも重要と考えられている。

ストック・オプションについては、既にエンロン事件の反省もあり、リストラクテッド・ストックに移行する動きが進んできた⁴⁸。

CFA・ビジネス・ラウンドテーブルの報告書は、企業幹部の報酬を、長期的戦略と目標、及び長期的株主の利害に沿ったものとし、長期的戦略と価値創造の目標の達成度に対応するような構造とすべきと提言した。

また前記のようにニューヨーク証券取引所のコーポレート・ガバナンス原則では、長期的な株主価値の向上を掲げているが、この一環として、短期的に株価を上げようと過剰なリスクテイクを行なうことは、健全なコーポレート・ガバナンスに反するとした上で、取締役会と経営陣は、長期的価値創造のための目標を織り込んだ報酬プランを確立すべきと論じている。

またドッド・フランク法では、公開会社は、委任状勧誘書類において、実際に支払われた役員報酬額とその業績との関係を示す情報等の開示の義務付け、財務報告規制の重要な非遵守で会計上の修正再表示が必要になった場合のインセンティブ報酬のクローバック、ストック・オプションのヘッジが許容されているかどうかの情報の開示等が規定された。

さらに金融機関については、そのインセンティブ報酬フレームワークを規制当局に開示することが求められ、それが過大である、あるいは不適切なリスクを助長すると判断されるものである場合は、そのまま実施することは認められない。

英国では、ウォーカー・レビューを受けて、金融機関の役職員報酬に関し、繰延べ払いや、高額報酬の株式による支払い、高額報酬者数の開示、報酬委員会の役割強化などが実現している。

⁴⁸ マイクロソフトが、2003年にリストラクテッド・ストックを採用したことが象徴的であった。2006年には、リストラクテッド・ストックの採用企業数がストック・オプションを上回った。2005年にFASBがストック・オプションの費用計上を義務付けたことも、この変化を促した。

2) 現行の報酬制度の問題点

ラパポートは、インセンティブ・プランとして重要なことは、長期的な株主価値増大への貢献に報いることであると、マクロ的要因で市場全体が上昇しただけでも報酬が増えるリストラクテッド・ストックは、ストック・オプションと同じ問題を抱えるという⁴⁹。また会計上のアーニングスが、株主価値と必ずしも連動していない以上、例えば単に報酬の評価尺度を1年のEPSの伸びではなく3年間の伸びというように複数年にしても意味がないし、こうした不適切な評価尺度をベースにしたクローバックを導入しても問題は解決しないという。

安全、品質、新規事業といった非財務的な指標を評価尺度に盛り込むことは、長期的な価値創造への取組みを促す効果があると考えられ、実際に導入している企業もあるが、それらが真にサステナブルな業績や株主価値につながっているかの検証が不十分とする。

長期の企業価値創造に報いるためのCEOや経営幹部向けのインセンティブ・プランとして彼が提唱するのは、インデックス・オプション・プラン (Index Option Plan) とエクイティ・プレミアム・オプション・プラン (Equity Premium Option Plan, EPOP) という仕組みである。前者は、当該企業の競合会社の株で構成するインデックスに基づいて行使価格が変動するストック・オプションである。競合相手を上回る企業価値上昇を実現してはじめて報酬が与えられるのである。

EPOPは適切な競合会社がない場合に用いられる仕組みで、行使価格が「10年国債最終利回り+エクイティ・リスク・プレミアム-配当率」で変動するストック・オプションである。現在の株価が50ドル、国債利回りが4%、エクイティ・リスク・プレミアムが5%であれば、来期の行使価格は時価の9%増しの54.5ドルとなる。ただしこの間、一株当たり1ドルの配当支払いがあれば、行使価格は53.5ドルとなる。

いずれのストック・オプションにおいても、権利行使をして株式を入手しても、相当期間、その株式を売却できないこととする。

ラパポートは、経営幹部だけでなく、部門のマネジャーやフロントの従業員に関しても、それぞれ企業の長期価値への貢献を促すような評価・報酬制度のあり方を提案している。

資産運用セクターにおける改革案

1. 短期投資の抑制、長期投資の優遇

1) 取引税の導入

短期主義問題への対応として、取引税を導入すべしという提案は、ケインズに遡る。彼は『一般理論』の中で、投資家の短期的な売買の問題を論じた上で、ロンドン証券

⁴⁹ 以下、ラパポートの報酬制度に関する議論は、前掲 Rappaport (2012) による。

取引所がウォール街に比べて過大な流動性の問題が少ない一因として、取引税の存在があると指摘している。そして、米国における投機の横行を緩和する上では、取引税を導入することが考えられるとしている。また、短期的な外国為替投機の抑制策として提案されたトービン税の構想も、同様な発想に基づくものである。

今回の金融危機を契機に、金融市場における投機的取引への批判が強まり、金融取引税の導入論が急速に支持を集める展開となった。フランスは既に、2012年8月に株式の購入やHFTにおける大量の注文キャンセル等に対する取引税を導入している。また2012年10月には欧州委員会が、ユーロ圏の10カ国における金融取引税の先行導入を欧州連合理事会に提案した。

ロンドンに本拠を置く経済政策研究センターが、金融取引税の支持者のリストをまとめているが、そこには欧州主要国の首脳やFSAのターナー長官、ボルカー前FRB議長、クルグマン、スティグリッツ、サマーズ、サックスら著名エコノミスト、アスペン・インスティテュートの報告書の関係者（パフェットやボーグルら）など多くの著名人の名前がある。

取引税の提唱者は、多少の取引税を導入することで、短期の思惑による取引や十分な情報を持たずに取引するノイズ・トレーダーが排除され、長期の投資戦略やファンダメンタルズ・バリューの観点から投資をする投資家の割合が高まると主張する。この結果、市場の効率性が向上するが、この便益は市場流動性の低下のコストを上回るという⁵⁰。そもそも短期的売買は、もともと流動性の高い銘柄に集中する傾向がある。そうした売買は、流動性が最も重要になるストレス時には一気に縮小してしまい、流動性供給の役割を果たさないことが多い。HFTなどに対しては、台風の時にさらに雨を降らせ（adding liquidity during a monsoon）、旱魃の時にそれを吸収する、との批判もある⁵¹。

また、経済リソースが、投機的活動や行き過ぎた金融イノベーション等に向かうよりも、より生産的な活動に向かうことは、経済効率性の向上につながるとの指摘、市場の短期主義が是正されれば、企業の短期主義問題を改善する効果も期待できる、と言った主張もある⁵²。以上に加えて、税収増の効果が期待されていることは言うまでもない。

一方、市場の流動性を低下させる効果は無視できないとする反論もある。賛成論者も、あるレベルを超えるとそうしたデメリットが大きくなることを認めている。また、短期の売買で値ざや稼ぎを狙う投機的投資家だけでなく、換金ニーズで株を売却するケースなど、通常の投資家に対しても税が課されるのは問題であるとの意見もある。また取引税の導入がボラティリティの低下につながるかどうかについては、これを否

⁵⁰ Lawrence H. Summers & Victoria P. Summers, "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax," *Journal of Financial Services Research* (1989).

⁵¹ 前掲 Haldane (2011)。

⁵² Joseph E. Stiglitz, "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading," *Journal of Financial Services Research* (1989)。同論文への commentary では、Stephen A. Ross が Stiglitz の議論を厳しく批判している。

定する実証研究もある。

以上に加えて、取引税は実務上の問題として、税回避のインセンティブを生み、取引が他の市場にシフトしてしまうという問題がある。こうした税回避行動を実現できるのは大口投資家であり、小口投資家ばかり課税により不利を被るとの指摘もある。

結局、短期主義問題への対策としての取引税導入については、メリットもデメリットも十分確認できていない段階といえよう⁵³。

2) 長期キャピタルゲインへの税優遇

前記のように、米国では、長期保有の場合のキャピタルゲイン税が所得税に比べて相対的に優遇されなくなったことが、短期の売買の活発化につながったとの指摘がある。そこでキャピタルゲイン税を修正することにより、短期主義問題に対応しようという発想が生まれる。すなわち、保有株を短期間で売却した場合よりも、長期に保有した場合の売却時のキャピタルゲインに適用される税率を低くすることで、短期の売買を抑制し、短期主義問題の是正に役立てようという考えである。

米国の場合、既に長期キャピタルゲインは所得税より税率が低く設定されているが、短期キャピタルゲイン税率をより高くすべき、長期キャピタルゲイン税率をより低くすべき、あるいは保有期間に応じて徐々に低い税率が適用されるようにすべきといった案がある。また短期の区分を現行の12ヶ月から24ヶ月、あるいはそれ以上にしようという提案もある。キャピタルロスの通常所得からの控除額の上限を、保有期間が例えば10年以上と長期である場合は撤廃すべき、との案もある。現状、保有期間に関わらず、損失控除枠は最大3,000ドルとなっている。

長期キャピタルゲインへの税優遇の主張者は、取引税の賛成論と同様、長期に株式を保有する株主が増えることで、企業も長期的経営戦略が可能となること、そして、投資家が企業に対してガバナンスを発揮するようになることのメリットを強調する。

なお提案では、マーケット・メーカー等には短期のキャピタルゲイン税を免除するなど、市場の流動性維持にも配慮することとされている。

一方、反対論としては、短期キャピタルゲイン税の負担が高まる場合、アービトラージ取引を抑制することを懸念するものがある。取引税が売買そのものへの課税であるのに対し、キャピタルゲイン税は、売却益に対する課税であるため、短期で利益をあげようという取引を抑制する効果があり、流動性ニーズや損切りなどの動機により、損失覚悟で短期の売買する場合には課されない。短期で売却益を狙う取引としては、アービトラージ取引があるが、こうした取引は一時的なミスプライスを正す働きがあり、市場の効率性の向上に欠かせないという観点から、短期キャピタルゲイン税の強化論を批判する。

以上の賛成論も反対論も、あくまで理論(ないしは理屈)にもとづくものであるが、実際の市場に適用した場合の影響については、取引税同様、不確かである。

⁵³ 以上の取引税を巡る議論、及び次のキャピタルゲイン税に関する議論は、前掲 Durrigbo (April 2011) による。

3) HFT 規制論

HFT をはじめとする高速トレーディングに対しては、前記のような問題を指摘する立場から、より直接的に規制しようという動きもある。HFT 等のリスクへの対応については、G20 ソウル・サミットでも要請され、IOSCO が 2011 年 10 月にガイダンスを示している。最近の各国の動きは、より明確な規制を指向している観がある。

米国では 2012 年 9 月に、議会上院銀行委員会において HFT に関する公聴会が開催されたが、一部の上院議員や伝統的な運用会社からは、取引所と HFT 業者への規制を強化すべきとの意見が示された。10 月 2 日には、SEC でも HFT を巡るラウンドテーブルが開催された。

ドイツでは、2012 年 9 月 26 日の閣議で、HFT を制限する法案が承認された。また 2012 年 10 月にまとまった EU の金融商品市場指令の改正 (MiFID2) に関する欧州議会案にも、HFT 規制が盛り込まれている。前記のように、フランスでは、HFT による大幅な注文キャンセルに対して取引税を導入している。この他、カナダ、オーストラリアなどにおいても HFT 規制の動きがある。

現行の HFT 等に関しては、シカゴ連銀のレポート⁵⁴も指摘するように改善すべき点もあるとの見方がある一方、HFT の相当部分は、マーケット・メイク型の取引であり、取引税や直接的規制のみならず副作用も懸念されている⁵⁵。

2. 資産運用関係者のインセンティブ構造に関する改革

1) 運用関係者のインセンティブのあり方

資産運用セクターにおける短期主義問題に対しては、企業セクターにおけると同様、その評価や報酬のあり方の見直しも重要とされる。

すなわち、本来、長期的観点の運用を行うことが期待されている資産運用関係者に関しては、その報酬を、長期的パフォーマンスをベースに決定するような方針を採用していくことが考えられる。また企業幹部に関する報酬の開示が義務付けられているのと同様、ファンドに対しても報酬の開示を義務付けていくべきとされる⁵⁶。

CFA・ビジネス・ラウンドテーブルの報告書は、以下のように提言している。

- ファンドマネジャーの報酬を、長期的パフォーマンスと顧客の長期的利害に沿ったものとする。
- ファンドマネジャーの報酬構造、手数料構造、及び自己が運用するファンドの保有状況についての開示を向上させる。

⁵⁴ Carol Clark, "How to keep markets safe in the era of high-speed trading," *Chicago Fed Letter* (October 2012).

⁵⁵ Björn Hagströmer & Lars Nordén, "The diversity of high frequency traders," (September 27, 2012), available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2153272>.

⁵⁶ Aspen Institute(2009).

2) フィー構造の改革

運用報酬を長期パフォーマンスと連動させるべきと提案されているわけであるが、ヘッジファンド等を除き、運用報酬は運用資産に連動し、パフォーマンスによってフィーが変動する形となっていないことが多い。米国の投資信託の場合、1940年投資会社法により、高いパフォーマンスに対して、より高いフィーを徴収する構造は原則として認められていない。追加的なフィー獲得を目指し、過剰なリスクをとることを防ぐためである。

ラパポートは、パフォーマンスではなく運用資産で報酬が決まる運用業界の構造は、経営者の報酬を企業の利益よりも規模で決めるようなものであるとして、長期パフォーマンス・フィーの導入を提案している⁵⁷。

投資会社法が禁じているのは非対称的なフィー構造であるため、この案は、手数料率に上限と下限を設け、パフォーマンスがベンチマーク以下では下限のフィーが適用され、ベンチマークを上回る度合いに応じて、手数料率が上限まで上昇する仕組みとなっている。

このフィー構造では、ベンチマークを上回ることが目指されるため、インデックスと同様の運用は避けられる。調査によれば、インデックスと異なる運用をする部分（アクティブ・シェア）が多いファンドほど、インデックスをビートできているとされる⁵⁸。またこの手数料率決定に使われるパフォーマンスとしては、36ヶ月ないし60ヶ月移動平均値を用いることにより、短期的なパフォーマンス向上を目指した行動を回避することが工夫されている。

3) リターン vs. リスクの評価

ファンドや運用者のパフォーマンスを比較する場合、標準偏差で見たリスクに対して、どの程度の超過リターン（リターン - リスクフリーレート）が実現したか、というシャープ・レシオや、超過リターンではなくアクティブ・リターン（リターン - ベンチマーク）と対比するインフォメーション・レシオが用いられることが多い。

しかし投資家にとってのリスクを、標準偏差でとらえて良いのか、という議論がある。標準偏差は、平均値を中心とし、そこからの乖離度合いを、上下ともに対称的に扱って計算されている。しかし、例えば退職後の資産形成として長期的運用を期待している投資家にとって重要なのは、退職時点において資産が老後に必要な金額を下回ってしまう可能性を小さくすることであり、そのために最低必要となるターゲット・レートに比べ実際のリターンが下回ってしまうことがリスクである。これはベンチマークからの上下の乖離度合いとして測定されたリスクとは異なっている。

インフォメーション・レシオ等に代わる新たな指標としてラパポートが提唱するの

⁵⁷ 前掲 Rappaport (2012) 参照。

⁵⁸ Martijn Cremers and Antti Petajisto, "How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance," *Review of Financial Studies* (2009).

は、Excess Return to Shortfall Ratio (ERS) で、ターゲット・レートを下回った度合いをリスクとし、これで(ターゲットを上回った時のリターン期待値 - ターゲットを下回った時のリターン期待値)を除いたものである。

4) インセンティブ構造の開示

前記のように、CFA・ビジネス・ラウンドテーブルの報告書は、ファンドマネジャーの報酬構造、手数料構造、自己が運用するファンドの保有状況についての開示を向上させるべきとしているが、ケイ・レビューもこうした資産運用セクターにおけるインセンティブ構造の開示の充実を求めている。

投資家の投資行動の背後にあるインセンティブの開示が望まれるのは、報酬分野に限られない。アクティビスト・ファンド等が、空売りによるヘッジやデリバティブを用い、企業に対して経済的利害を持たぬまま、議決権行使を行うエンpty・ボートティングも問題となっているが、これに対しては、投資家に新たな開示ルールを導入することが考えられる。企業とその関係者に、株主のモチベーションがよりよく理解されるような仕組みが重要なのである。

3. 長期集中投資、エンゲージメント投資

1) 長期集中投資

前記の長期パフォーマンス・フィーは、短期でインデックス並みの運用をすることではなく、インデックスと異なるポートフォリオでの運用を長期的に行うことを促進する効果を期待したものであるが、そうした運用のあり方として、最近、長期集中投資、すなわち、少数銘柄に長期的、かつ集中的に投資することが注目されている⁵⁹。

幅広く分散されたポートフォリオのファンドよりも、少数銘柄に集中投資を行うファンドの方が、パフォーマンスが良いことは、実証研究でも確認されている。こうした運用においては、個々の銘柄のファンダメンタルズなバリューについての分析に、より多くの時間が投入されるため、「群れ」の行動によってバブルの拡大に加担する恐れも低下する。

長期集中投資においては、投資対象先企業に対するガバナンスも発揮されやすくなると考えられる。長期集中投資が実績を伴いつつ広がれば、企業側もこうした運用の対象に組み入れられることを意識し、経営の在り方を改善していく効果も期待されよう。

2) エンゲージメント投資

ベンチマークを上回るリターンの追求としては、積極的なガバナンス行動を通じて投資リターンの向上を目指すアクティビズムの手法が以前より知られている。しかし

⁵⁹ 例えば『証券アナリスト・ジャーナル』2012年6月号は、株式集中投資を特集している。

一部のアクティビズム・ファンドの場合、必ずしも長期的な企業価値の向上ではなく、短期主義的な行動が目立っていた。

これに対し、長期的な企業価値の向上を目指す観点から、積極的なガバナンス行動を行なうエンゲージメント投資という考え方が一部で注目されつつあり、後述するように英国では、機関投資家の責任の一つとして位置づけられるようになっている。

エンゲージメント投資においては、議決権行使等の通常のガバナンス行動に留まらず、エンゲージメント、すなわち投資先企業の経営陣と直接的な対話を行ない、企業の長期的な価値向上を促すことに株主としてコミットしていくことが重視されている。

こうした活動は、投資家が単独で行っても影響力には限界があるため、ケイ・レビューは、複数の機関投資家が集団で行っていくことが望ましいとし、そのために投資家フォーラムを設立することを提唱している。

なお前記のように長期保有株主に対するインサイダー取引規制の在り方を巡る議論があるが、英国ではエンゲージメント投資を奨励しているだけに、この点を明確化することが重要とされている（ケイ・レビュー）。

4．投資原則と受託者責任

1) スチュワードシップ・コード

以上のように資産運用セクターにおける短期主義問題への対応としては、税や直接的な規制という案もあるが、その効果や副作用を巡る批判がある。また資産運用関係者のインセンティブ構造の見直しの案があるが、具体的な動きにつながっているとは言いがたい。長期集中投資やエンゲージメント投資も、試行段階というところであろう。機関投資家間の競争が活発に展開される中、ある程度の期間内に明確な実績につながらなければ、いくら長期的に望ましいと考えられる手法でも定着は難しいかもしれない。

資産運用セクターの全くの自主的な取組みに任せていても、事態の改善はなかなか望めないとすれば、業界団体あるいは公的なレベルで、あるべき方向性を打ち出すことが考えられる。先述の国連主導による責任投資原則は、ESG の分野にフォーカスしたものであるが、この一例と言えよう。

OECD のコーポレート・ガバナンス原則も、従来は、企業に対して株主の権利を重視することを求めてきたが、金融危機後、ガバナンス改善に関する株主としての機関投資家の責任も重視する方向での改訂が検討されているという。また ICGN (International Corporate Governance Network、1995 年に創設されたガバナンスに関する機関投資家の団体) も、2007 年 4 月に投資責任ガイドラインを作成している。

英国における取組みも進んでおり、2010 年に FRC がスチュワードシップ・コードを規定し、運用会社に comply or explain、すなわち、コードを遵守するか、遵守しな

いならばその説明を求めるといふ枠組みを導入した⁶⁰。

スチュワードシップとは、スチュワード⁶¹のように、主人（資金の出し手）の利益のために、誠実さと高い専門性を持って資金を管理することを意味し、企業が株主のお金を有効に活用し企業価値を高めることや、運用者が最終的な資金の出し手である貯蓄者等の利益に沿うような運用をすることを指して使われる。お金の管理や使い方に焦点が当てられている点で、コーポレート・ガバナンスや受託者責任に包含される概念と考えられる。

スチュワードシップは、企業と株主の関係、及び資産運用者と運用委託者の関係の双方においても重要となるが、英国のウォーカー・レビューは、前者をコーポレート・ガバナンス・コードの一環として議論し、後者をスチュワードシップとして別途位置づけた。

もともと英国では、Institutional Shareholders Committee (ISC)⁶²が、1991年に機関投資家の責任に関する原則を示し、1998年にFRCが定めたコーポレート・ガバナンスに関する基準（コンパイド・コード）の中で、機関投資家がこの原則に従うことが求められていた。この中で、機関投資家の企業に対するエンゲージメント活動にも言及されていたが、金融危機の反省を踏まえ、コーポレート・ガバナンス・コードとは別建てで、スチュワードシップ・コードを導入することが必要と考えられたのである。

スチュワードシップ・コードにおいては、スチュワードシップは、最終的な資本の提供者が繁栄するような形で、企業の長期的な成功を促すことを目指すこと、このための主たる責任は企業の取締役会にあるが、投資家も重要な役割を果たすこと、スチュワードシップは議決権行使にとどまらず、モニタリングやエンゲージメントを含むとしている。

このうちエンゲージメントは、企業の戦略、業績、リスク、資本構造、コーポレート・ガバナンス（文化や報酬の問題を含む）等、及び株主総会の議案となるようなテーマに関し、株主として企業と対話し、必要な改善を求めていくものである。エンゲージメントの方針や議決権行使については、情報開示が求められる。

機関投資家は、こうしたスチュワードシップを通じて、企業の長期パフォーマンスに影響を与えていくことが期待されているのである。前記のエンゲージメント投資も、こうした枠組みを背景に、英国投資家を中心に取組みが始まっているのである。

米国の場合、英国ほど金融危機における機関投資家のガバナンス上の責任論は目立っていないと考えられるが、バンガード・グループの創設者、ジョン・ボーグルは、米国のミューチュアル・ファンドがスチュワードシップではなく、セールスマンシップに走った結果、米国市場では長期の投資ではなく、短期のスペキュレーションが横

⁶⁰ 以上の動きについては、堀江貞之「金融危機後の機関投資家の投資責任は何か」『NRI 国際年金研究シリーズ』Vol.3、野村総合研究所、2010年3月参照。

⁶¹ steward、「家令」と訳される場合がある。執事（butler）の上の立場で、財産管理を担うとされる。

⁶² 英国保険業協会、英国年金基金協会、投資マネジメント協会、投資信託会社協会の4団体から構成されるフォーラム。1973年設立。

行するようになってきていると批判している。そしてミューチュアル・ファンドが、米国企業に対するガバナンスの責任を果たすべきと主張している⁶³。

2) 受託者責任の見直し

資産運用セクターにおける改革を促す上では、受託者責任の見直しが必要との議論もある。これにはいくつかの立場がある。

第一の議論は、分散されたベンチマークとの比較に每期とらわれることのない運用を促進しようという立場からの議論である。受託者責任は注意義務と忠実義務があるが、従来は、前者のいわゆるプルードントマン・ルールに焦点が当てられがちであったとされる。プルードントマン・ルールでは、他のプロフェッショナルと同等のスキルを持って投資することが重視され、結果として他の機関投資家と同様な投資行動が助長されたとの批判がある。資産運用における「群れ」の行動や、分散されたインデックスをベンチマークとした短期のパフォーマンス評価も、こうしたルール解釈がもたらしている可能性があるというのである⁶⁴。

そこで忠実義務の観点も重視することとし、最終的な資金の出し手が長期的な資産形成を目指しているのであれば、それを踏まえた運用を行うことを正当に位置づけることが考えられるのである。

長期集中投資なども、従来の注意義務の解釈では疑義が生じるかもしれないが、忠実義務の履行にはふさわしいという判断もある。

第二の議論は、第一の延長線上ではあるが、単なる財務的リターンの向上だけではなく、環境やコミュニティ等にプラスとなる投資を促進しようという立場からのものである。

現状の受託者責任の考え方では、責任投資原則に従った投資や、インパクト投資（経済的リターンと同時に社会的問題の解決を追求する投資）などを実行しにくいという議論がこの背景にある。環境やコミュニティにプラスの投資は、最終的な資金の出し手も望むものであるから、受託者責任を果たすことにつながると主張される。

受託者責任を巡る三つ目の議論は、最終的な資金の出し手の利益を踏まえた受託者責任の考え方を、機関投資家全体はもとより、証券会社やその他の投資プロセスに係わる主体全般に適用していくべきだ、というものである。

3) 英国における受託者責任見直し論

上記の第一、第二の議論は、英国で目立つものである。前記のように英国では、会社法で「啓蒙的株主価値」の考え方が導入され、企業の取締役は、意思決定の長期的な影響、従業員、取引先や顧客、コミュニティや環境等に配慮した経営が求められる

⁶³ John C. Bogle, *The Clash of the Cultures*, John Wiley & Sons, Inc. (2012).

⁶⁴ 堀江貞之「日本株式の集中投資の現状と課題 - 原点回帰した株式の運用スタイル - 」『証券アナリスト・ジャーナル』2012年6月号参照。

ようになった。またスチュワードシップ・コードにより、機関投資家にも、長期的観点から投資を行なうことが求められた。

しかし英国勅許公認会計士会（ACCA）や FRC によれば、これらの規定はまだ大きな変化をもたらしていないという⁶⁵。そこでこの状況を変えるには、会社法の規定に対応するように、受託者責任を法的に見直すことが必要であるとの議論がある。

例えば、英国の年金加入者にとっては、将来の生活を考えた場合、将来にわたり英国経済、英国企業が繁栄しているかどうか重要である。しかし、そうした加入者の支払うお金を運用する運用者は短期のリターンを目指し、英国企業にはあまり投資しなかったり、長期的な価値の向上につながらないと考えられる英国企業への敵対的買収に賛成したり、金融危機に至る状況を生んでしまっている。また環境やコミュニティに配慮した投資も十分とは言えない。

そこで最終的な資金の出し手の利益をより反映した投資を行なうことを、受託者責任という観点から機関投資家に義務付け、これを通じて英国企業への投資を増やすと共に、その行動に適切な影響を与えていこうというわけである。

この考え方は、英国において責任投資原則を推進する団体である FairPensions や ACCA、AVIVA インベスターズ、ハーミーズなどが強く主張しているものである⁶⁶。ハーミーズ・ファンド・マネジャーズの CEO、ヌセイベは、この点においてケイ・レビューの提言は不十分であるという⁶⁷。

終わりに

短期主義を問題視し、長期の観点が重要という議論は、経営者が自らの悪いパフォーマンスを、市場や投資家のせいにするために用いられる場合もあるかもしれない。アクティビストからの攻撃をかわし、自己保身を図る経営者によっても利用される懸念もある⁶⁸。短期主義を批判する結果、大きな非効率性を抱えた企業や明らかに問題のある経営者が、いつまでも退出を迫られないのであれば、経済全体の生産性が長期的に低迷するという本末転倒の事態となる。

一方、長期主義という理念はともかく、現実の経済においては、マクロ経済環境が急変することもあれば、新興国のライバル企業が急速に台頭し、製品価格の急落が生じるなど、ビジネスを取り巻く外的環境は短期的にダイナミックに変動する。こうした中では、株式

⁶⁵ David Collison, et al, "Shareholder Primacy in UK Corporate Law: An Exploration of the Rationale and Evidence," ACCA, London (2011) 及び FRC, "Developments in Corporate Governance 2011: The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes," (December 2011).

⁶⁶ これらの団体の他、国連環境計画・金融イニシアティブなどが連名で The Times にエディターへのレターとして掲載した意見書 "Shareholders' duties must be clarified to enable enlightened capitalism," *The Times* (March 13, 2012)、及び FairPensions, *The Enlightened Shareholder* (March 2012) 参照。FairPensions は、1990 年代後半、英国の大学職員年金の運用ポリシーをサステナビリティや社会的責任に配慮したものに転換しようという運動から発展し、2005 年に設立された団体である。

⁶⁷ Saker Nusseibeh, "Something is missing from the Kay Review," *Financial Times* (September 3, 2012).

⁶⁸ Joe Nocera, "A Defence of Short-Termism," *New York Times* (July 29, 2006).

の長期保有を意図していた企業の業績が、急速に悪化していく事態も考えられる。従って、むしろ、短期的な状況の変化に応じ、企業は機動的な経営を心掛け、投資家も機敏に株式を売買していくのが当然であるという考えもあるかもしれない。

しかし本稿で示した通り、短期主義の批判者が重視しているのは、長期的な企業価値の向上を通じた国民の長期的な資産の増大という目的の達成であり、短期的に何もしないということではない。長期的な企業価値を損なうと考える事態が生じれば、それに機動的に対処することは当然である。重要なことは、こうした目的を実現するために、企業や投資家が適切にインセンティブ付けられた資本市場の姿を構築することなのである。

ではどのようなインセンティブ付けが考えられるのか？本稿では様々な議論を紹介した。

古典的なアイデアである取引税は、2012年8月にフランスで導入され、今後、欧州の他の国でも導入される方向である。果たして賛成論者の言うように、短期主義問題が是正され、ボラティリティが低下し、税収増にもつながるのか、それとも反対論者の主張する懸念が現実のものとなるのか、まずは実験の行方が注目されよう。

ただ、そこに収益機会がある限り、それをすばやく獲得しようという行動は、今後も続くことは間違いない。こうしたある意味で当然の行動を完全に抑制することは困難であり、またそうした行動には一定の合理性が伴う以上、安易な介入はやはり問題を含む。

むしろ重要なのは、こうした経済主体に既に十二分に備わっているインセンティブを人為的にコントロールしようとするよりも、何もしなければ経済全体として不足する行動をインセンティブ付けることであろう。つまり証券の短期的売買が多すぎることを問題視するよりも、それに比べて相対的に不足している長期的観点からの投資を、いかに活性化するかという点が、より注目されるのではないか。

そうしたインセンティブ付けのアイデアとして、本稿では、長期株主優遇配当、種類株の導入、長期キャピタルゲイン税の優遇といった手法を紹介した。ただこうしたやや技術的な変化が、どの程度の効果を持つかは未知数という指摘がある。

より根本的な変化を求めるアプローチは、企業に対して長期的な企業価値の増大を会社法やコーポレート・ガバナンスの規定を通じて求めた上で、この要請が正しく実現するよう、投資家に対してスチュワードシップや受託者責任の一環で、長期的な観点からの投資先の企業のモニタリングやエンゲージメントを求める、というものである。

英国が相当程度、こうした姿に近づいているわけであるが、米国でも、ニューヨーク証券取引所が、単なる株主第一主義ではなく、株主価値の長期的向上をコーポレート・ガバナンス原則で求めている点は注目されよう。

ガバナンスという点では、金融危機を経て、短期主義を防ぐ報酬制度が提唱され、各国で導入が進んだが、現状の仕組みでは株主価値の長期的増大につながるインセンティブ付けになっていないという指摘も紹介した。この他、財務報告制度のあり方なども、引き続き議論が必要な分野と言えよう。

わが国においては、かつてメインバンク制や株式持ち合いを背景に、長期的な観点からの経営が行われてきたとされる。しかしこうした構造が、バブルや不良債権問題の深刻化

につながったという側面も否定できない。

そして失われた 10 年あるいは 20 年と呼ばれる経済低迷が続く過程で、株式市場で外国人投資家が大きなウェイトを占める構造が生まれている。こうした中で、単純な株主第一主義的発想によるガバナンス議論もしばしば展開されてきた。

わが国としても、欧米における短期主義問題を巡る議論の展開に注目し、経済の構造的転換に向け、企業や投資家を適切にインセンティブ付けできる資本市場の姿を考えていく必要があると思われる。