

短期投資は悪なのか 対話強えられる企業と投資家

アベノミクスの成長戦略で企業統治改革が掲げられ、「ガバナンス元年」などといわれる。役割が期待されるのは投資家だ。だが、実効性は疑わしい。

鈴木 裕
(大和総研主任研究員)

「企」

業の長期的成長をサポートするために投資家も長期投資を行うべき

である」との主張には、誰もがうなずく。では、長期投資とは具体的にどのような投資だろうか。十中八九は、「株式などを購入したら何年、何十年と保有し続けることだ」と答えるのではないだろうか。

しかし、現在アベノミクスにおいて伊藤邦雄一橋大学院教授が座長を務めたプロジェクトの報告書（伊藤リポート）をはじめとして提唱されて

いる長期投資は、単純な長期保有とは異なる。投資をしながら企業価値の増大に向けた対話を行うこと、それを長期投資と呼んでいる。

官主導で作られた指針の中で企業と投資家は対話の舞台をしつらえられ、対話のテーマもほめかされているが、強いられたい対話では、互いの心に響きあうはずはない。対話の主役たちは、台本を踏み越えた創意

を発揮できるだろうか。

四半期開示がやり玉に

機関投資家の指針であるスチュワードシップ・コードも、上場企業の指針であるコーポレートガバナンス・コードも、企業と投資家の対話に力点を置いている。単なる長期保有、つまり株式持ち合いや政策保有は、企業経営を弛緩させるものであり、むしろ企業価値の増大を損なうものと批判される。

一方で、株式投資家の平均的な保有期間が短期化していることをとらえ、「短期志向が蔓延し、長期投資が損なわれている」という議論を聞くことは多い。平均的な保有期間とは

時価総額÷年間取引高で計算され、近年確かに短縮傾向にある。ただ、コンピュータがプログラムに基づいて自動的に行う高頻度取引（HFT）が増えれば平均保有期間は短縮

し、HFT以外の株主構成に変化がなくても短期志向が広がったことになつてしまう。

HFTなどなしに保有期間の短期化が確認されたとしても、それは流通市場の話であつて、発行市場で企業の資金調達に難くなるわけではない。平均保有期間が短くなつて何か不都合を引き起こしているかどうかは疑わしい。企業と投資家の対話の成果が持続的に企業価値に対してポジティブな影響があれば、投資家の保有期間が短期であつても何も問題はなはずだ。しかし、短期志向の証拠として、平均保有期間の短期化を示すグラフが必ずといっていいほど用いられる。

伊藤リポートなどによれば、長期的な企業価値増大に向けた投資家と企業の対話という意味での長期投資が日本であまり行われていないのは、投資家・経営者がともに短期的な利益の実現を目指すインセンティ

ブ（報酬体系）の中にあり、そのような長期投資に役立つ情報が開示されていないからだ整理される。

報酬体系については、長期的な成果に連動させることが容易に思いつく解決策だ。しかし、資産運用を例にとると、短期で見ても振るわない運用業者との契約を維持したまま運用報酬を払い続けるのは面白くないだろう。「長い目で見る」というのは、時に問題の先送りにしかならない。

短期の成果に無頓着であれば、想定される投資期間の途中で成果が上がっていない場合、吉と出れば運用実績が整うが、凶と出れば資産全体を脅かす、いわばくちを打つような投資判断を誘発する危険さえある。

後者の情報開示については、この秋から金融庁主導で、企業の情報開示ルール見直しが始まる見通しだ。そこでは、重複のある開示制度の整理とともに、四半期開示の在り方などが検討の俎上に上るだろう。

四半期開示情報は短期志向を生んでいると批判されている。「短期情報を開示しなければ、長期投資が行われるようになる」となれば、縮小・任意化という方向もあり得よう。

しかし、企業の短期的な成果を見ることが、長期的経営のラップタイムを測ることに似ている。現に利用者が数多くいる四半期開示をなくすことが投資家と企業の間の信頼を

高めることになるとは思い難い。

アクティビストの貢献

「投資家と企業との対話」というと、物言う株主であるアクティビストファンドが、一定割合の保有株式を裏付けとして企業に無茶な要求を押し付けようとするところを思い浮かべる人も多いだろう。配当を増やせ、不採算な事業を売却せよという圧力だ。

これに対して、長期投資を求める政策提言は、対話の主体として長期投資家を想定している。典型的には年金基金やミューチュアルファンド（投資信託）、保険だ。こうした長期投資家が対話の主役に躍り出れば、短期の利益をむさぼろうとするアクティビストファンドを駆逐し、企業の長期的経営を実現できるとの期待は膨らむのかもしれない。

しかし、こうした想定は二重三重に誤っているように思える。まずアクティビストファンドが短期的に利益をむさぼり企業を破壊して去っていくとの見方は正しいのだろうか。次期米大統領を狙うヒラリー・クリントン前国務長官が、アクティビストに対抗する政策公約を出してはいるものの、アクティビストの行動を一概に悪だとはしていない。大方の見方は、アクティビストの影響をボ

ジティブに評価している。

OECD（経済協力開発機構）が2007年に出した調査リポートは、アクティビストファンドの投資期間はいわれているほど短くないと指摘している。また、短期利益を志向して、会社の経営方針をゆがめることもなく、逆にターゲットとなつた会社の長期的計画の欠如を修復している可能性を示唆している。

13年の米国SEC（証券取引委員会）委員長のスピーチでは、アクティビストに批判的な意見があることを承知しつつも「アクティビストを巡る風景が、変化したことは疑いない」と述べており、破壊者というイメージは過去のものといっている。

また、近年のアクティビストの成功は、年金基金などの協力なしではありえない。さほど多くない株式を保有するアクティビストのキャンペーンに、大量の株式を持つ年金基金などが賛同するようになっていく。年金基金なども投資先企業に要求することは、企業の財務構造の適正化や事業内容の見直しであって、アクティビストと変わらない。長期投資家とアクティビストの境目はおぼろげになっている。

ネクタイと防弾チョッキ

では、企業と投資家の「対話」で

の自社株購入権）や業績連動報酬といった報酬体系が設けられているかもテーマとなる。欧米で企業と投資家が対話する際の中心的なテーマである。欧米では、莫大な額の業績連動報酬がもたらす格差拡大や、報酬目当てに経営陣が逸脱した行動に走るなどの問題までテーマに含まれてきているが、日本はまず、株主との利害の一致を目指す成功報酬要素の導入自体が焦点となるだろう。

独立取締役（一般株主との利益相反が生じない社外取締役・監査役）の複数選任は「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきだ」として日本のコーポレートガバナンス・コードが求めていることだが、機関投資家がこれに強い関心をもっているとは思えない。確かに株主総会における取締役選任議案では、機関投資家は取締役の独立性を吟味して時に反対票を投じているが、だからといって社外取締役の多さや独立性が企業価値を高めるツールになるとは思っていないだろう。

米国企業に多くの社外取締役がいることがよく例に挙げられるが、それは社外取締役が経営者を訴訟リスクから守る「防弾チョッキ」となるからだ。米国企業に対し、日本では株主代表訴訟が提起された場合、争点に利害関係がなく、かつ被告の

米国	英国	日本
1988年 エイボンレター（労働省の見解。年金基金に議決権行使義務）	1980年代 企業不祥事の続発（マクスウェル事件など） ↓ 1992年 キャドベリーレポート（ガバナンス強化をうたう） 1998年 統合規範	1981年 株主議案提案権導入 1993年 社外監査役制度導入 2002年 委員会等設置会社導入（経営者指名、報酬、監査など。60社程度で頭打ちに） 2010年 スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード 2012年 ケイレビュー 2013年 日本再興戦略 2013~14年 伊藤レポート 2014年2月 日本版スチュワードシップ・コード策定 2015年6月 コーポレートガバナンス・コードの適用開始
2001年 エンロン事件 ↓ 2002年 SOX法		
2003年 ニューヨーク証券取引所等におけるガバナンス開示の改正 2008年 金融危機 ↓ 2010年 ドッド・フランク法		

30年前から検討されているガバナンス

どのようなことが語られるのか。

中心的なテーマは、配当政策・資本政策や事業戦略の最適化だ。日本企業の特徴としてROE（株主資本利益率）の低さが指摘されているので、この点は重点的に取り上げられるだろう。利益（R）を資本（E）で割った数値を上げるには、利益を

高めるか、資本を小さくするかだ。利益については経営者が日々知恵を絞っているところであり、投資家がより効果的な方策を提示できるとは思い難い。投資家によつては、コンサルタントのように事業戦略を助言することもあられるかもしれないが、極めて例外的だ。

CEO（最高経営責任者）などから独立している取締役が、「その訴訟は会社の最善の利益にならない」と言えば、裁判所はその判断を尊重して訴訟を打ち切ってしまう。

米国企業に多くの社外取締役がいることは機関投資家が望んだ結果ではない。取引所ルールが取締役の過半を独立社外とすべきと定めるはるか以前から、訴訟対策として、経営者から一歩離れた視点で経営判断の適切性を示す証跡となるように、独立性があり、かつ経営判断のプロセスを知る立場にある社外取締役の選任が進んだのである。

これに対して日本における社外取締役とは、世界標準の会社組織であることを示すために身だしなみを整えるネクタイのようなものだ。

英米では30年前から議論

英国や米国でも投資の短期志向を問題視する検討は行われている。

よく知られるのは、英国のケイレビュー（12年）だ。英国政府の要請を受け、ジョン・ケイ氏が英国株式市場の構造分析を行った。伊藤レポートもこれに触発されたものである。

ケイレビューは「英国企業が諸外国の企業に比べてさえないのは株式市場にも問題がある」として、その

改善の方向を検討している。英国株式市場における短期志向の問題、市場が資金調達に果たさなくなっている事実、英国企業の株式保有構造とガバナンス上の問題点など、多くの問題に取り組んでいる。

しかし、似たような検討は企業不祥事を契機として1990年代から続けられている。現在の英国スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードに先立つ統合規範（98年）も市場の機能不全に対処しようとするものであった。つまり、30年近く同じことが問われ続けているのが英国の状況だ。

米国では、01年に発覚したエンロン社の不正会計事件や08年の金融危機以降にSOX法（02年）やドッド・フランク法（10年）でリスク管理や経営者報酬などさまざまな情報を投資家に開示し、投資判断の材料を提供するようになっていく。短期志向の問題やアクティビストの影響の功罪についても、研究者やシンクタンクから分析が提示されている。

機能不全の原因が同じなら処方箋が同じでもいいだろうが、日本の場合には「稼ぐ力」を高めるという文脈の中での短期志向克服策の検討である。企業スキャンダルを露端とする米英での政策をそのままのみ込むことはできないだろう。

