

## (年金運用)：短期志向を克服する開示力の革新

証券市場における短期志向が、経済発展を抑制しつつあるという懸念が世界的に広がりつつある。こうした問題を克服するためには、投資家と企業経営者の間に発生しつつあるコミュニケーション・ギャップを解消することが不可避であり、開示力に対する投資家の評価がそれを変えるトリガーとなる。

株式市場における短期志向 (short-termism) や近視眼経営 (Myopia) が経済発展に向けた大きな課題となりつつある。たとえば、世界経済が直面する課題を経営者や有識者などで議論する世界経済フォーラム (World Economic Forum) では、2011年、2012年と続けてレポートをまとめており、年金基金や保険会社など証券市場においても長期投資を實踐できる状況にあるアセット・オーナーが十分にリターンを獲得できていないことを指摘している。長期投資を實踐できるアセット・オーナーが少ないことが、企業が長期的に實踐すべき価値創造活動に負の影響を与え、世界経済全体の発展を抑制することを懸念する声が高まっているのである。

そうした懸念を増幅させるような3つの経済事象が発生しつつある。第1は、企業の持続可能性に対して懸念を生じさせるようなリスク事象が頻発していることがあげられる。エンロンやリーマンブラザーズなどの会計不祥事、BPによる石油流出事故、東日本大震災など枚挙にいとまがない。こうした中で、かつてに比べて企業には持続可能性を意識した活動を展開することが求められる。しかしながら投資家などからのプレッシャーもあり、経営者は目先の業績を優先せざるを得ない状況に陥りがちとなっているとの指摘もある。

第2は、会計基準の国際的統合化・収斂化が進展する中で、短期志向と密接にかかわりがある公正価値会計のプレゼンスが増大していることが指摘できる。四半期決算や業績予想に加えて、公正価値会計のプレゼンスが増大することにより、巨額の長期投資をバランスシートに計上し続けることのリスクが増大している。

第3に地球規模での経営資源の枯渇化などが深刻化し、ビジネスや人権に関わる問題も世界規模での克服が求められる中で、それに大きな影響を与える可能性のある企業に対しても、そうした活動を徹底せよという声が強まっている点である。このため目先の業績のみではなく、長期的な視点での企業経営を求める声が増大しつつあるのである。

こうした声にもかかわらず、現時点では株式市場における短期志向が克服される気配はない。それは、株式市場における構造的な問題と深くかかわっていると考えることもできる。たとえば、金融機関の多くでは、個人投資家や機関投資家による株式の取引手数料を収益源としている機関も少なくない。そうした機関の多くでは、安定した企業経営よりはむしろ変化を求める傾向がある。企業が個人投資家や機関投資家に対して何らかのサプライズを起こせば、それに基づき株式取引が増大し、当該金融機関への手数料が増大するためである。そうした傾向が四半期業績開示などサプライズの基軸となる情報開示を促進させ、ひいては安定的な企業経営の壁となっている可能性もある。

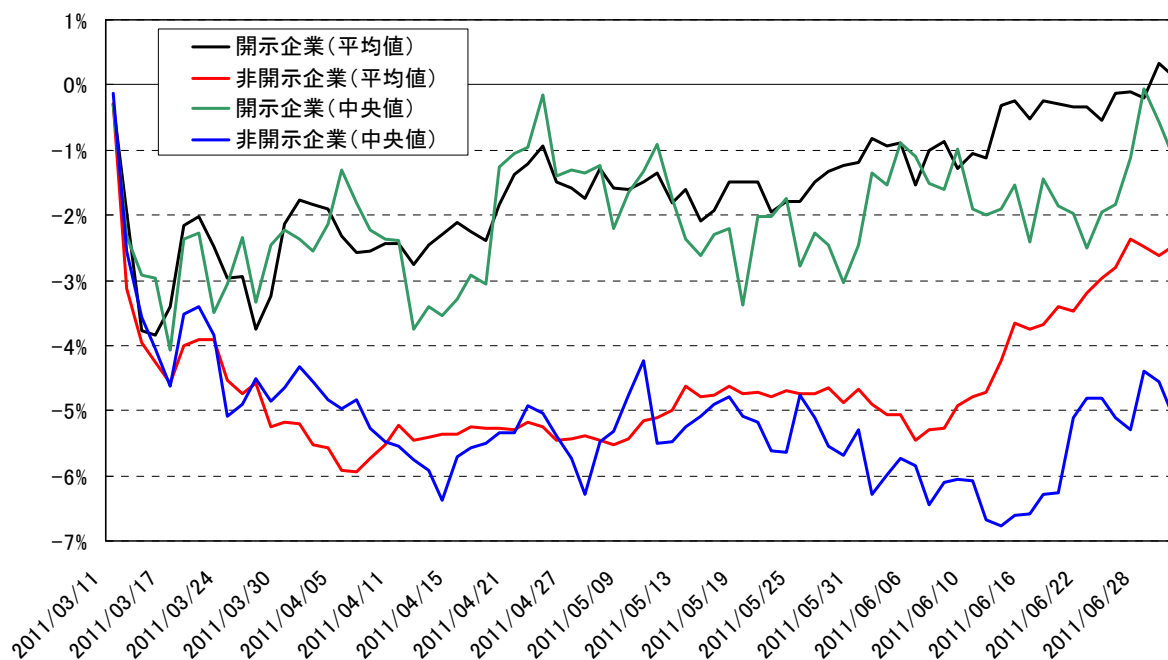
機関投資家の多くは、四半期、半期、ないしは年次における運用実績で評価されるケースが多い。こうした評価期間に基づくリターンを求められることになれば、上述した長期の時間軸で求められる企業活動に消極的にならざるを得ない。

また、機関投資家はインデックス運用が中心であり、ポートフォリオが大きく分散化されているため、各社へのコミットメントが小さくならざるを得ない。このため「機関投資家は企業や経済に対して問題の発生源となっているのか、それともソリューションを導き出しているのか」と問いを投げかけている論者も存在する。

では、こうした問題を克服するためには何が求められるのか。問題の発生源となっている投資家と経営者の意識ギャップを克服することが重要であると考え。株式市場におけるプレイヤーの多くが長期投資に向かえない一つの原因は、企業が長期にわたって利益を継続的に生み出し、それが投資家に長期的に大きな株式リターンをもたらすという確信を持たない点にある。

この結果、投資家がインデックス投資などの手数料や流動性を重視した取引を繰り返すと、長期的な企業価値創造にプラスに作用しないメッセージを企業経営サイドに投げかけることが多くなる。四半期決算の導入や業績予想、公正価値会計の導入はそうした潮流に拍車をかけることになった。企業経営者からすれば、そうした投資家は信頼できず、積極的にコミュニケーションしなくなってしまう。両者の意識格差を克服することで、持続的な企業価値創造を促進する余地が出てくる。実際に開示活動に熱心な企業は、その効果を楽しむことを示唆する研究も提示されている。有事にその傾向が顕著になる可能性もある。

図表1：東日本大震災時における BCM 開示の有事価値関連性



資料：加賀谷哲之「BCMの開示が株式市場からの評価に与える影響」伊藤邦雄『企業会計研究のダイナミズム』中央経済社、2012年、310頁。

たとえば図表1は、事前にリスク管理活動としてのBCM(Business Continuity Management)を開示していた企業と非開示企業に区分して東日本大震災で被災した企業の被災前後における株価を分析している。事前開示企業は株価を早期に回復できているのに対して、事前に非開示の企業は株価が低迷したままであることが確認できる。

近年、こうしたコミュニケーション・ギャップを埋める取り組みが世界各地でスタートしている。たとえば、欧州では、国際統合報告審議会(International Integrated Reporting Council)、イギリスやEU、アメリカで実施されつつある開示報告フレームワークの見直しの議論はこうした取り組みの1つと位置付けられる。日本では投資家と企業サイドがギャップを埋める情報共有の場として企業報告ラボ(Corporate Reporting Laboratory)が設置された。企業の開示力には、単に情報提供の量を示しているだけではなく、企業経営者が持続的・長期的に企業価値創造を実践していく覚悟があるかが投影されているケースが多い。そうした意味で開示力の有無を切り口に投資活動を行うことが、上述した持続的な企業価値創造を促し、経済発展を促進させる株式投資に結びつくことになる。そのためにはスチュワードシップの起点となるアセット・オーナーである年金基金の意識変化が不可欠である。投資家の意識変化に期待したい。

(一橋大学大学院 商学研究科 加賀谷哲之)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

[http://www.nli-research.co.jp/report/pension\\_strategy/index.html](http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html)

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。