

RESEARCH

著者

Kelly Tang, CFA
Director
Global Research & Design
S&P Dow Jones Indices
kelly.tang@spglobal.com

Christopher Greenwald, PhD
Head of Sustainability Investing
Research
RobecoSAM
christopher.greenwald@robecosam.com

ロングターミズムとショートターミズム： ロングターミズムに移行する時期が到来しているか？

論点

- ショートターミズムは確かに存在しています。企業センチメントや投資家の保有データ、長期的トレンドを見る限り、企業が短期的圧力に直面していることは明らかであると言えます。企業が短期志向の経営にとらわれる一方で、長期的な経営戦略が軽視されていると考えられます。
- 投資のバリュー・チェーンには主に3つの参加者(企業、資産保有者、資産運用会社)があります。機関投資家が株式を短期保有し、アクティビスト投資家が短期的な収益の獲得を狙っている中で、企業の行動だけに注目したとしても、ショートターミズムの問題を解決することは困難であると考えられます。
- 具体的な変化を起こすためには、パラダイム・シフトが必要になります。真の変化をもたらす上では、資本をコントロールしている資産保有者が大きな影響力を有していると考えられます。
- 巨額の資産保有者は変化の必要性を認識しており、資産保有者から成るコミュニティはロングターミズム原則の採用に関して提案を行っています。
- ロングターミズムに移行する上では、長期的指標を組み入れることが重要なポイントとなります。長期的指標は業界固有のものであると同時に、サステナビリティを重視するものであり、価値を創造する長期的な投資プロセスにおいて、GAAP(一般に公正妥当と認められる会計原則)に基づく財務尺度と同じように重要なものとなります。
- ガバナンスは持続可能な指標であり、ほとんどの投資家は企業の業績に影響を及ぼす最も重要な要因としてガバナンスに注目しています。ガバナンスの問題は長期にわたり高い関心を集めてきたため、投資家はガバナンスに関してある程度の知識を持っています。一方、環境や社会の問題はガバナンスほどの注目を集めていませんが、近年では関心が高まっています。

はじめに

長期的な思考を持ち、全体像を常に念頭に置くことは重要であると言えます(短距離走ではなく、マラソンのような長距離走の考えを持つ必要がある)。しかし、

ショートターミズムに陥れば、長期的投資が不足し、将来の経済的成長が損なわれ、最終的には国内総生産(GDP)の減速や失業者の増加、貯蓄者の投資リターン低下などにつながる恐れがある。このように、皆が不利益を被る結果となる可能性があるため、ショートターミズムは大きな問題であると考えられる。

長期的な視野で行動することが必ずしも人間の本質であるとは限りません。公開企業についても全く同じことが言えます。多くの公開企業は短期的な思考に陥っており、近年ではこのことによる悪影響について議論が高まっています。ショートターミズム(四半期資本主義とも言う)とは、企業が短期志向の経営にとらわれ、四半期ごとの利益追求を経営判断の最優先課題とする一方、長期的投資を疎かにする経営姿勢と定義されます。ショートターミズムに陥れば、長期的投資が不足し、将来の経済成長が損なわれ、最終的には国内総生産(GDP)の減速や失業者の増加、貯蓄者の投資リターンの低下などにつながる恐れがあります。このように、皆が不利益を被る結果となる可能性があるため、ショートターミズムは大きな問題であると考えられます。

本稿では、ショートターミズムとロングターミズムの議論について分析し、短期的思考を改める上で機関投資家がどのような提案を行っているかについて検証します。また、ロングターミズムに移行する上で長期的指標を取り入れることが極めて重要なステップであることについても考察していきます。

ショートターミズムとは何か？ショートターミズムは問題なのか？

マッキンゼーとカナダ年金制度投資委員会(CPPIB)は2013年、1,000名以上の取締役と経営幹部を対象にマッキンゼー四半期グローバル・サーベイを行い、企業経営における長期アプローチについて調査しました。¹サーベイの担当者(Bailey 及び Godsall)は、今日の企業の思考においてショートターミズムが浸透しているとの結果を確認しました。

- 回答者の63%は、過去5年間において、短期間で優れた結果を出すことを求める圧力が強まったと回答しました。
- 79%は、2年以内に優れた財務実績を上げることを求める圧力を感じたと回答しました。
- 44%は、戦略を設定する期間が3年未満であったと回答しました。
- 73%は、3年以上の期間が必要と回答しました。
- 86%は、長期の時間をかけて経営判断を行うことにより、財務リターンの向上やイノベーションの促進など、様々な方法を通じて企業業績を高めることができると回答しました。
- 46%は、短期間で優れた財務実績を上げることを求める圧力を取締役会メンバーから感じたという一方で、取締役会メンバーは、機関投資家から感じる短期的圧力を単に伝えているに過ぎないと回答しました。

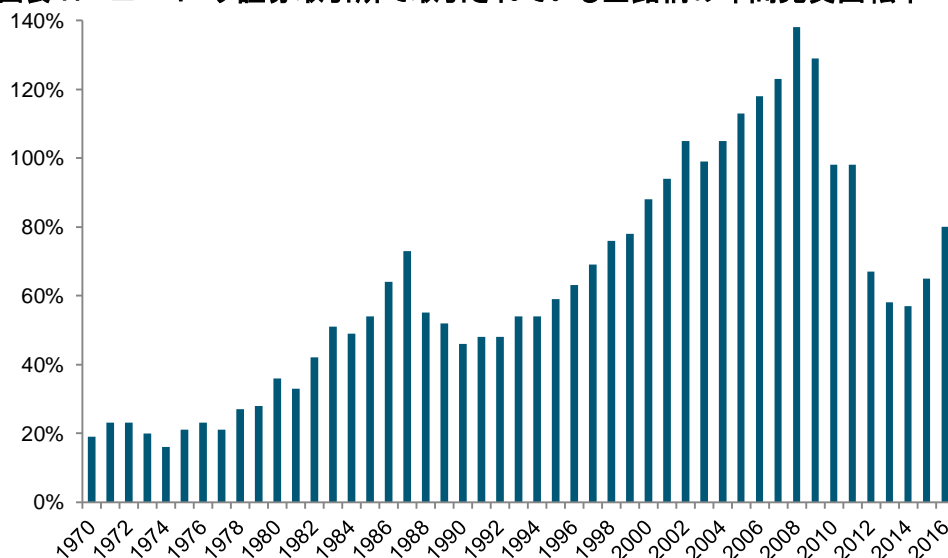
これは衝撃的な調査結果であり、短期的思考が企業文化に深く浸透していることを物語っています。公開企業は短期的な成果を最大化するように金融市場から常に大きな圧力を受けており、このことがこの問題の主な原因となっているよう

¹ Bailey, Jonathan 及び Godsall, Jonathan による「[Short-termism: Insights from business leaders. Findings from a global survey of business leaders commissioned by McKinsey & Company and CPP Investment Board](#)」2013年12月、CPPIB 及びマッキンゼー

ニューヨーク証券取引所で取引されている銘柄の年間売買回転率は1980年の36%から1996年には63%に上昇し、2008年には138%の最高水準まで上昇した。

に思われます。このように短期的な成果に注目せざるを得ないといったセンチメントや調査結果だけではなく、このことをサポートするような経験的データも存在しています。個別銘柄の所有者は頻繁に変わっており、変化のペースは加速しています。このことは、米国の機関投資家が“バイ・アンド・ホールド”の考え方ではなく、“トレーディング”の考え方を採用している証拠であると言えます。これにより、企業には短期的な実績を上げるよう圧力ががかかっており、仮にそれが不可能であるならば、投資家を失うリスクにさらされることとなります。実際に、売買回転率の上昇の一因は、高頻度電子取引によるものである可能性があります。しかし、高頻度電子取引以外にも、年間売買回転率を上昇させている要因があると考えられます。ニューヨーク証券取引所で取引されている銘柄の年間売買回転率は1980年の36%から1996年には63%に上昇し、2008年には138%の最高水準まで上昇しました。

図表 1: ニューヨーク証券取引所で取引されている全銘柄の年間売買回転率



出所: ニューヨーク証券取引所ファクトブック。2016年2月現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

最後に、アクティビスト投資家の果たす役割が大幅に高まっており、このことが長期的思考を疎かにして短期的行動を促すような長期的トレンドを形成するさらなる証拠として見られています。歴史的に見ると、アクティビストは規模の小さな企業を標的としていましたが、アクティビストのプレゼンスが高まるに従って、より規模の大きな企業や、いくつかの大型株の会社を標的としています。マクドナルドやアップル、J.C.ペニー、デュポンは、大手アクティビスト投資家との公開市場での対立に巻き込まれています。

アクティビストは通常、短期の構造的コーポレート・アクション(例えば、スピンオフ)、または財務行動(例えば、自社株買い)を実施している企業に焦点を絞ります。実際に、Yvan Allaire が行った調査(米マサチューセッツ工科大学(MIT)2015

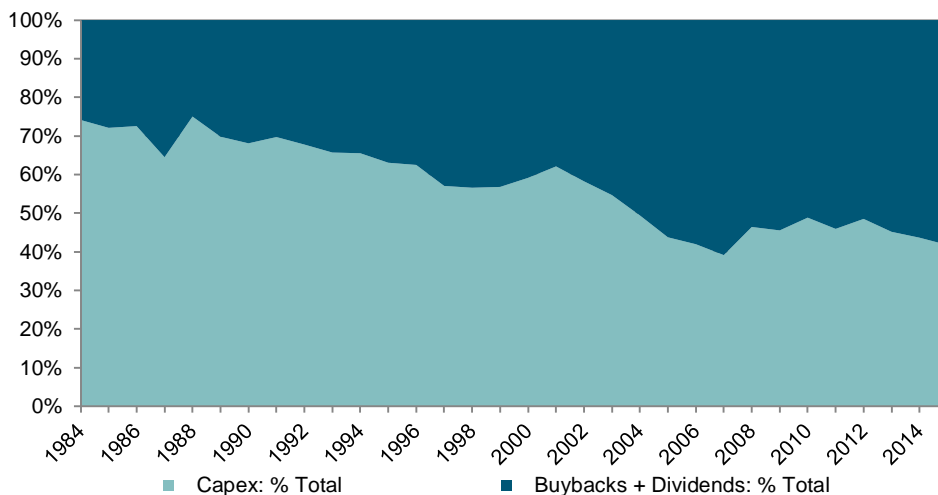
年)では、アクティビストの目的を追跡調査した結果、ほぼ 75%の確率で、アクティビストが公に述べた目的は次の 3 つの点に集中していました。²

1. 会社の売却、または資産リストラあるいはスピンオフなど(全体の 31%)
2. 取締役会メンバーの交代(全体の 25%)
3. 株主還元方針の変更(自社株買いまたは増配など)(全体の 17%)

アクティビスト・ファンドでは株式を購入し、取締役の席を手に入れ、次に彼らの戦略を導入することで、企業価値を高めようとします。大抵の場合、企業価値を高めるには何らかの金融工学を利用し、これにより株価が吊り上げられます。その結果、アクティビスト・ファンドは最終的に当初の投資から収益を上げることが可能になります。Allaire のリサーチによると、アクティビストが標的とする企業に対して長期的な戦略目標や、業務目標、または成長目標が定められた事例はほとんどありませんでした。結局、こうしたアクティビストの行動により、多くの企業は景気下降局面においてほとんど回復力を示さない脆弱な体質となり、長期投資を疎かにする傾向が強まりました。アクティビズムを裏付ける一つのポイントは、時価総額の大きな企業による記録的な自社株買いです。図表 2 及び図表 3 では、自社株買い及び配当支払い活動を設備投資と比較しています。株主還元活動は過去最高、またはそれに近い水準となった一方、設備投資は過去最低、またはそれに近い水準となりました。

大抵の場合、企業価値を高めるには何らかの金融工学を利用し、これにより株価が吊り上げられます。その結果、アクティビスト・ファンドは最終的に当初の投資から収益を上げることが可能になる。

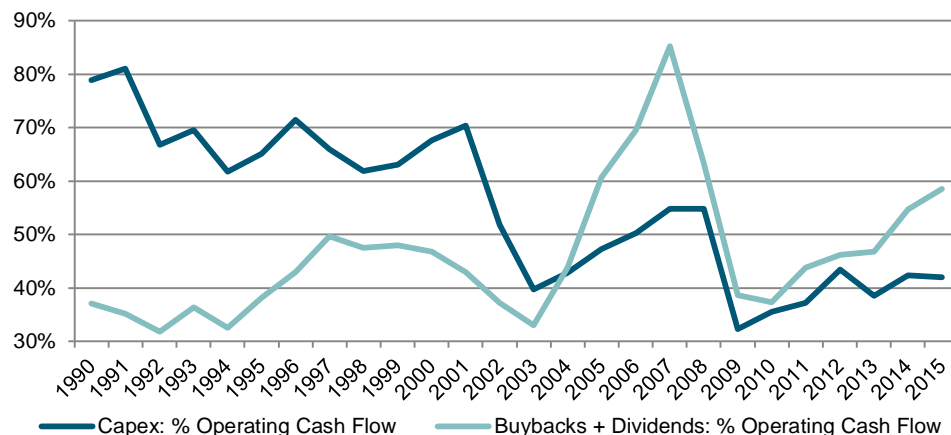
図表 2: S&P 500®構成企業の設備投資と、自社株買い及び配当支払いの比較



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2015 年 12 月現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

図表 3: S&P 500®構成企業の営業キャッシュ・フローに占める設備投資及び株主還元の割合

² Allaire, Yvan et al., 「[Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence](#)」 2015 年 4 月。民間及び公的機関のガバナンス研究所



出所: S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2016年2月現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。

一部の企業では、長期的視点から業績数値の改善に取り組むことで、競合相手よりも良い営業成果を報告し、高い市場バリュエーションを得ている。

Henderson 及び Rose (2015 年)によると、多くの研究において、一部の経営者は、アナリストの予想に見合う業績を挙げるために、投資プロジェクトから生じる将来のキャッシュフローのプラスの正味現在価値を犠牲にしていることが確認されています。³ しかし、このリサーチでは、企業がアナリストの業績予想を達成することに注目することをポジティブなサインとして支持しました。一部の企業では、長期的視点から業績数値の改善に取り組むことで、競合相手よりも良い営業成果を報告し、高い市場バリュエーションを得ているとの研究成果が示されています。業績予想に見合う成果を達成することに対する圧力が強まる中で、投資家サイドにおける短期的成果への過度の注目ではなく、企業の健全性や経営陣の能力を測る上で、短期的な成果がとりわけ信頼におけるシグナルになっている可能性があります。

業績予想に見合う成果を達成することに対して様々なモチベーション(そうしたモチベーションが信頼を得たいとの願望から生じるか、または短期的な圧力に応えるものであるかどうかは別にして)が存在していますが、そうした中でも、長期的な目標への取り組みが疎かになっている一方で、短期的な収益の達成が優先されていることには変わりはありません。

注目すべきこととして、企業はショートターミズムに関与し、トレードオフを行っている経験的証拠が存在しているにもかかわらず、ローレンス・サマーズ氏などの著名なエコノミストは行き過ぎた“四半期資本主義”の改革に対して警告しています。⁴ ローレンス・サマーズ氏は、米国経済を“日本の系列システム”に向かって後押しすることなどについてのリスクに言及しています。日本の系列システムで

³ Henderson, Rebecca 及び Rose, Clayton による「Investor “Short-Termism”: Really A Shackle?» 2015年1月。ハーバード・ビジネススクール・ケーススタディ

⁴ Summers, Lawrence, “Corporate Long-Termism is No Panacea—But it is a Start.” August 2015. Financial Times. Summers, Lawrence による「Corporate Long-Termism is No Panacea—But it is a Start」2015年8月。フィナンシャル・タイムズ

は、日本の大手コングロマリット間で株式の持ち合いを推進することで、企業の経営陣は株価に対する圧力が及ばないようにしました。

系列は、日本の大きな強みであると広く見られていました。しかし、サマーズ氏は、日本ではマクロ経済環境が厳しいにもかかわらず、多くの日本企業は市場規律が欠落しており、電子機器セクターから自動車セクター、情報技術セクターなどのセクターにおいて資金を浪費していると述べました。日本企業は極端な例かもしれませんが、米国やその他の地域では、現在の成果を生み出すことと、将来のための投資を行うことの間企業レベルで真のトレードオフが存在しており、このバランスでは短期的事項により大きなウェイトが置かれているように思われます。

ショートターミズムに取り組むための合同グループ

ここ数年、ショートターミズムの問題は投資において最も関心の高いテーマになっています。投資家、学者、シンクタンク、または経済団体を問わず、様々な市場参加者がこの問題にどのように取り組むべきかについて、多様な意見を表明しています。

世界経済フォーラムは2011年、「The Future of Long-Term Investing(長期投資の将来)」と題したレポートを発行しました。このレポートでは、長期投資に対する障害を取り除き、長期的投資戦略に対するプラスの影響を高める上での、投資家及び規制当局に対する推奨が紹介されています。⁵ 国際通貨基金(IMF)は2013年、「Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges(最近の金融危機時における機関投資家の循環的行動:原因、影響、課題)」と題するレポートを発行しました。このレポートでは、循環的行動の背後にあった理由が調査されています。⁶ さらに、長期投資に沿った方法で行動することにより、長期的に高いリスク調整後リターンを上げることが可能であり、重要なこととして、機関投資家の循環的投資行動が世界の金融安定性に悪影響を及ぼす恐れを少なくさせる可能性がある」と結論付けています。

マッキンゼーとカナダ年金制度投資委員会(CPPIB)は2013年、投資業界やビジネス業界において長期的視点に基づく行動を促すための実践的な枠組みや指標、アプローチなどを開発するため、「Focusing Capital on the Long Term(長

⁵ “[The Future of Long-Term Investing](#),” 2011. World Economic Forum

⁵ 「[The Future of Long-Term Investing](#)」 2011年。世界経済フォーラム

⁶ Papaioannou Michael G., Joonkyu Park, Jukka Pihlman, 及び Han van der Hoorn による「[Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges](#)」 2013年9月。IMF

FCLTにおける
機関投資家の
合同グループ
は、長期的視
点に注目する
ように経営陣に
提言すること
や、それによ
り、経営陣に全
体的な責任を
負わすことはと
もに非現実的
なことであり、
また効果のな
いことであると
認識しつつあ
る。

期目標優先の資本活用)」(FCLT)を設立しました。⁷ それ以来、100以上の年金基金や資産運用会社、企業がこのイニシアティブに参加しています。

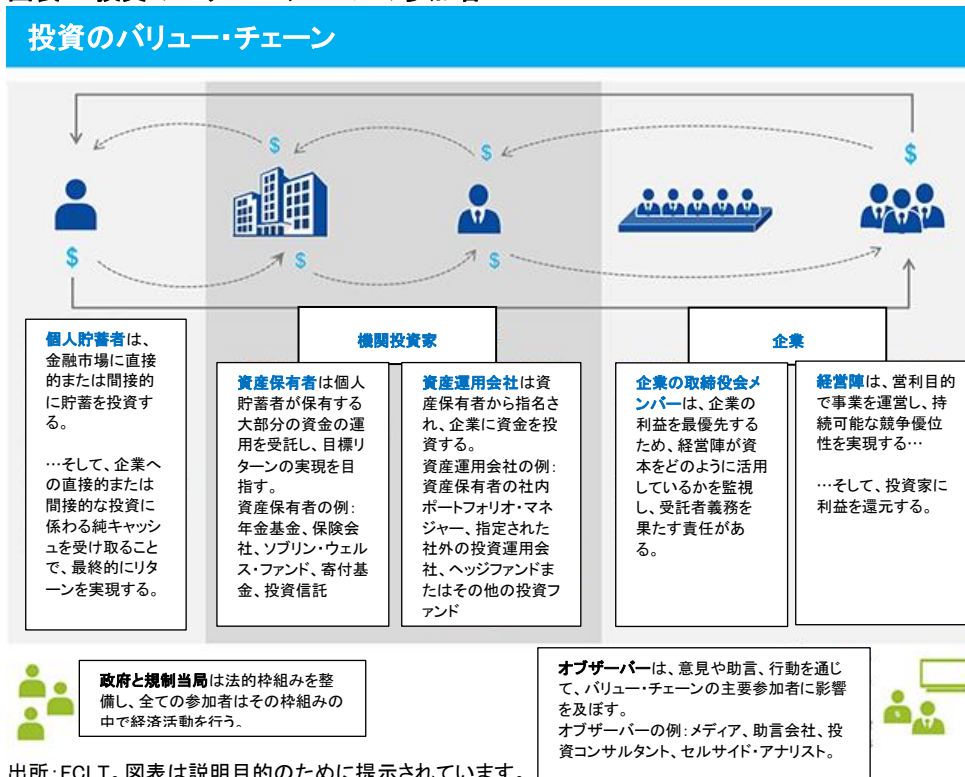
過去における思慮深い推奨では、企業がショートターミズムから脱却するためにはどうすればよいか議論が集中しがちでした。例えば、四半期業績を公に予想することを控えることや、経営幹部の報酬の対象期間を延長することなどに議論が集中していました。その一方で、資産保有者に何ができるかについては十分に議論されませんでした(Pozen, 2014年)。⁸ しかし、FCLTにおける機関投資家の合同グループは、長期的視点に注目するように経営陣に提言することや、それにより、経営陣に全体的な責任を負わすことはともに非現実的なことであり、また効果のないことであると認識しつつあります。

資本市場や投資のバリュー・チェーンに注目した場合、主要な当事者は企業や資産保有者、資産運用会社となります(仲介業者は含まれるが、上述した主要な当事者が資本フローをコントロールする)。圧力の増加に直面しているのは企業だけではなく、例えば、資産保有者も規制圧力や資金調達圧力を受けています。一方、資産運用会社は、“新規雇用と解雇”モデルで事業を続けています。圧力が増加する中で、資産運用会社に対してベンチマークを上回るために与えられる時間枠は、これまでよりも短くなっています。

⁷ 「[Long-Term Portfolio Guide: Reorienting Portfolio Strategies and Investment Management to Focus Capital on the Long Term](#)」 2015年3月。Focusing Capital on the Long Term

⁸ Pozen, Roberによる「[Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation](#)」 2014年5月。ブルッキングス研究所

図表 4: 投資のバリュー・チェーンの参加者



出所: FCLT。図表は説明目的のために提示されています。

資産保有者は、真の変化をもたらす上で重要な構成要素であり、彼らの長期的思考への取り組み姿勢により、その他の重要な関係者のプロセスが促進されると考えられる。

FCLT によると、状況を改善する上で最も現実的かつ効果的な方法は、資本主義制度の土台を形成している参加者(大手の資産保有者)の投資戦略やアプローチを変更することです。⁹ 資産保有者は真の変化をもたらす上で重要な構成要素であり、資産保有者が長期的思考を取り入れることができれば、その他の重要な関係者(資産運用会社や企業の取締役員、経営幹部など)がショートターミズムから脱却することにつながると考えられます。

資産保有者の行動プラン

FCLT では、9つの資産保有者が団結し、詳細な行動プランを策定しました。これらの資産保有者は合計6兆ドル以上の運用資産残高を有しています。この行動プランでは、世界中の資産保有者が投資プロセスを通じて長期的思考を特定の実行戦略に組み込むことを目標としています。彼らの推奨は、全ての機関投資家が考慮する必要のある5つの主要行動分野を中心に展開しています。

1. 投資に対する考え方
2. リスク選好の表明
3. ベンチマーク化のプロセス
4. 評価及びインセンティブ

⁹ Barton, Dominic 及び Wiseman, Mark による「[Focusing Capital on the Long Term](#)」2014年1月-2月。ハーバード・ビジネス・レビュー。

5. 投資マナデート

| 図表 5: 資産保有者の行動プラン | |
|---|--|
| 機関投資家の 5 つの主要行動分野 | 機関投資家は以下の行動を取るべきである.. |
| 1. 投資に対する考え方 投資哲学を設定するとともに、投資戦略を選択し、短期的な混乱を乗り切るための指針を提供すること | 投資に対する考え方を明確に述べることで、自らのポートフォリオの結果を重視し、長期的投資戦略を持続させるための基盤を提供すべきである |
| 2. リスク選好の声明 慎重にリスクを取り、不確実性を受け入れる上での資産保有者の意欲や能力を明確にすることにより、リスクの枠組みを確立すること | 組織に見合った長期的指向の重要なリスクや、リスク選好、リスク測定に対する包括的な声明を開発すべきである |
| 3. ベンチマーク化のプロセス 投資戦略やその執行の成功について長期にわたり測定すること | 長期的な価値創造に重点を置くベンチマークを選択し、構築すべきである。戦略自体の評価と資産運用会社の戦略の執行の評価を区別すべきである |
| 4. 評価とインセンティブ 資産保有者と資産運用会社との間の長期的な金銭的利害の一致を確保すること | プロセスや行動、長期予想との一貫性を重視する観点から国内外の資産運用会社を評価すべきである。長期的パフォーマンスに大きなウェイトを置く成功報酬体系を策定すべきである |
| 5. 投資マナデート ポートフォリオ・アプローチや、資産保有者と資産運用会社との関係を定義し、正式に決定すること | 単に法的な契約としてではなく、相互のメカニズムとして投資戦略マナデートを活用することで、資産運用会社の行動と資産保有者の目的を一致させるべきである |

出所: FCLT。表は説明目的のために提示されています。

S&P 長期的価値創造グローバル指数は、ロングターミズムを具体化している企業を特定し、同様な考え方の企業のパフォーマンスに連動することを目指す指数を長期投資家に提供するための手段として設計された。

5 つの分野すべてにより、機関投資家のポートフォリオや被投資会社、最終的には全ての利害関係者の長期的成果を改善するための枠組みが機関投資家に提供されます。機関投資家の手引書は FCLT のウェブサイトで見ることができ、包括的な書類となっています。FCLT は詳細な方法を規定しており、本稿ではそれについて分析することを控えます。

本稿の推奨全体を通じて、共通のテーマが絶えず強調されています。そのテーマとは、一般に公正妥当と認められている会計原則 (GAAP) に基づく標準的な会計数値の範囲を超える長期的指標を投資分析プロセスに組み入れることの必要性です。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは CPPIB と広範囲にわたり協働し、長期的な価値創造のベンチマークを策定しました。このことは、資産保有者に対するポートフォリオの手引書における 3 番目の必須事項です (図表 5 参照)。S&P 長期的価値創造グローバル指数は、ロングターミズムを具体化している企業を特定し、同様な考え方の企業のパフォーマンスに連動することを目指す指数を長期投資家に提供するための手段として設計されました。弊社では、フォローアップ・レポートを発行する予定であり、その中でこの指数の構築に至った目的やプロセス、構造に関する掘り下げた概要を提供します。

長期的指標

一般に、長期的指標は 2 つの一般的なカテゴリに分類されます。(1) セクター毎に異なる業種固有の指標、(2) 環境・社会・ガバナンス (ESG) の評価基準を包含しているサステナビリティ指標

指標の新たなステイタスや、データ及び基準の統一性の欠如、堅固なバックテスト・ポートフォリオ・モデルを構築する上での限定的な過去履歴などにより、ESG サステナビリティ指標を広く受け入れることが妨げられている。

最初のカテゴリーに関しては、統一性の欠如や業種ごとに違いがあるものの、資産保有者や資産運用会社は投資分析プロセスにおいてこれらの数値の重要性を理解し、企業の経営陣と協力してこれらの指標を特定し、入手する必要があります。例えば、ブラジルの化粧品会社であるナチュラは、成長戦略を追求しています。この戦略では、質の高い販売担当者を維持しながら、分散して戸別訪問を行う販売員の規模を拡大することを目標としています。この重要な指標のパフォーマンスに関して投資家の理解を深めるため、同社は販売員の離職率や、従業員一人当たりのトレーニング時間、販売員の満足度、友人にこの仕事を勧めようとする販売担当者の意欲などに関するデータを公表しています。

サステナビリティ指標の2つ目のカテゴリーでは、アナリストは長期的ファクター（ESG のリスクや機会の長期的影響など）に適切なウェイトを付与することが求められます。環境基準では、企業のエネルギー使用、廃棄物、汚染、天然資源の保護に注目するとともに、企業のビジネスモデルに内在している環境リスクや、企業がそれらのリスクをどのように管理しているかを評価します。社会的基準では、企業のビジネスや従業員、コミュニティとの関係などを評価します。コミュニティとの関係については、企業が同様な価値を所有しているサプライヤーと協働しているか、企業自体をコミュニティに関与させているか、従業員の健康や安全に高い関心を示しているような職場環境を有しているか、その他の利害関係者の利益を維持しているか、などについて判断するように努めています。最後に、ガバナンスの問題については、企業のリーダーシップや、役員報酬、監査、内部統制、株主の権利などに取り組みます。

指標の新たなステイタスや、データ及び基準の統一性の欠如、堅固なバックテスト・ポートフォリオ・モデルを構築する上での限定的な過去履歴などにより、ESG サステナビリティ指標を広く受け入れることが妨げられています。しかし、ESG データについて教育・公表・標準化することを目指している業界の合同グループがますます増加しているため、ESG 指標に対する支持が強まっています。カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (CDP) や、G20 諸国による金融安定理事会、サステナビリティ会計基準審議会 (SASB)、グローバル・レポーティング・イニシアティブ (GRI)、投資家主導による国際統合報告評議会 (IIRC)、国連の責任投資原則 (PRI) などのグループは、投資コミュニティが投資プロセスにおいてサステナビリティ指標を理解・受け入れ・実行することを支援しています。

3つの ESG ファクターの内、ほとんどの投資家は企業の業績に影響を及ぼす最も重要な要因としてガバナンスに注目しています。確立された歴史はガバナンス要因が最も古く、環境要因と社会要因がこれに続いています。ただし、投資家の投資期間が長くなればなるほど、環境リスク及び機会や、社会的影響といった要因が重視される傾向があるように思われます。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスはサステナビリティ指標に関して、RobecoSAM と提携しています。RobecoSAM はコーポレート・サステナビリティ評価 (CSA) で良く知られている投資データ会社です。CSA はグローバル企業のサ

ステナビリティ・パフォーマンスの年間サーベイと分析から成っています。CSA は 1999 年以降、毎年実施されています。RobecoSAM は、財務関連の長期的指標の他にも、様々な題材の調査や分析を長年にわたり手掛けており、豊富な経験を有しています。RobecoSAM のデータにより、長期的指標やロングターミズムを投資のバリュー・チェーンにどのように上手く定着させることができるかについて、企業レベルで把握することが可能となります。

次のセクションでは、堅固なリサーチの枠組みの開発に関する RobecoSAM の見方を説明することで、長期的価値創造の要因を捉えます。

リサーチ・フレームワーク及び投資家エンゲージメントに関する RobecoSAM の見方

企業が長期的視野に立って意思決定を行うためには、長期的指標やインセンティブ(成功報酬体系など)を導入する必要があると RobecoSAM は考えています。これにより、企業の経営幹部や従業員は長期的戦略に沿った意思決定を行い、それを投資家に報告するような企業体質が整うと考えられます。

[2015 年のダウ・ジョーンズ・サステナビリティ指数](#)の評価結果に基づくと、3 年以上の業績に基づいて CEO の成功報酬が決定されている企業は、評価した 1,845 社の内 18%にとどまりました。¹⁰ 経営陣が長期的な課題を見据えて意思決定を行うようにするためには、長期的な成功報酬制度の採用などを通じて、経営幹部や従業員の意識を変えていく必要があると考えられます。

この変更を促すために、投資家のリサーチの枠組みも長期的な企業戦略や、その指標により注目することなどに適用することが重要です。これには、伝統的サステナビリティ、または ESG の重要業績評価指標 (KPI) の範囲を超えることや、過去の実績を測定すること、長期的な計画や将来指向の KPI、指標、長期的価値創造を測定する目標などを評価することに大いに注目する方法を導入することが求められます。

具体的には、リサーチの枠組みでは、企業のパフォーマンスを評価する上で 3 つの重要な分野に注目すべきです。最初に、コーポレート・ガバナンスの評価では、リサーチの枠組みは経営幹部の報酬の水準だけではなく、より重要なこととして、時間枠や、上級幹部の報酬に使われているパフォーマンス指標も測定すべきです。

長期的なインセンティブ計画の存在や範囲を評価することは、企業が経営幹部の行動を長期的目標や戦略的ターゲットに向かわせているかを測定する上で不可欠です。さらに、リサーチの枠組みでは、企業が長期的価値の重要な牽引役となる戦略に向かわせるために経営幹部に対してインセンティブを設けているか

2015 年のダウ・ジョーンズ・サステナビリティ指数の評価結果に基づくと、3 年以上の業績に基づいて CEO の成功報酬が決定されている企業は、評価した 1,845 社の内 18%にとどまった。

¹⁰ [ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ評価 \(2015 年\)](#)。2015 年 9 月、RobecoSAM

どうか、またどの範囲までインセンティブを設けているかを評価するために用いられるインセンティブ・スキームについて、その本質のより細かい評価を提供すべきです。また、経営幹部のパフォーマンスのターゲットや結果の観点では、企業の透明性も長期的パフォーマンスに関連するコーポレート・ガバナンスの質を判断する上で不可欠な要素です。

リサーチの枠組みでは、長期的な価値創造の源泉を特定し、報告することができる企業の能力を評価する方法が開発されるべきである。

2つ目として、リサーチの枠組みでは、企業が採用するリスク管理の枠組みに対してだけでなく、企業がFCLTの長期的リスクや投資家に対する訴訟行動を批判する程度に関してさらに詳しく注目すべきです。投資家は、3年以上の長期にわたり事業に影響を及ぼす恐れのある新たに出現するリスクを特定し、報告することができる企業の能力を評価することが重要です。また、リスク管理の評価では、そうした長期的リスクに関する企業の認知度や透明性を考慮すべきです。また、リスク管理を評価するリサーチの枠組みでは、企業のリスク管理システムにおけるリスク文化や、リスクのレポート、革新などに関するリスク管理の定性的要素にも取り組むべきです。

3つ目として(おそらくこれが最も重要)、リサーチの枠組みでは、長期的な価値創造の源泉を特定し、報告することができる企業の能力を評価する方法が開発されるべきです。企業は、長期的な価値創造の源泉に関して明確に開示する必要があります。企業が長期的ビジョンに基づいて戦略的意思決定を行っているかを投資家が判断できるのは、このように情報開示を徹底している企業だけと考えられます。したがって、投資家のリサーチでは、企業が業績の根底にある長期的価値をもたらしている要因を特定しているかどうかを評価すべきです。また、長期的な時間枠においてこの業績を測定するための指標の使用についても評価すべきです。

グローバル・レポート・イニシアティブ(GRI)や、米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)、国際統合報告評議会(IIRC)、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト(CDP)といったサステナビリティ・レポート・イニシアティブは、サステナビリティの問題やパフォーマンスの方向性における企業のレポートを正しく判断する上で助けとなっています。このことは正しい方向に向かう上での不可欠な一歩と言えます。ただし、伝統的なサステナビリティ問題の範囲を超え、企業戦略の時間枠や方向性を評価する幅広い範囲を網羅するためには、サステナビリティの枠組みやバイサイド及びセルサイドのリサーチ内でさらに掘り下げた作業が必要となります。これにより、投資家はより詳しい情報に基づいた判断が可能となり、最終的に長期的価値創造に関する企業の行動についてより詳しいレポートを提供するように企業を奨励することが可能となります。

FCLTに関するマッキンゼーのリサーチによると、上級管理者がビジネスを効率的に管理するために費やしていると示した時間枠と、彼らが現在、正しい判断を行う上で使っている実際の時間枠との間には大きなズレがあることを示していま

す。¹¹ 企業によると、こうしたズレが生じる要因は、投資家から受ける圧力により、企業が短期的な成果に注目するためであるとしています。

こうしたズレを克服し始めるためには、異なる視点で企業実績を分析することだけでなく、長期的実績についての質問に関して企業に關与することも投資コミュニティに課せられた責務であると言えます。一般に、サステナビリティのリサーチ担当者やバイサイド及びセルサイドのアナリスト、投資家などが長期的な戦略や指標に関する明確な情報を求める際には直接企業に關与する必要があります。投資家が適切な質問を持ちかけた時だけ、企業は長期的戦略に関する判断を再び行わざるを得ない圧力や、長期にわたり重要である問題に対する企業情報を発信せざるを得ない圧力を感じ始めると考えられます。

大手の資産保有者は、投資戦略や、資本をコントロールしている参加者へのアプローチを変更することにより、ショートターミズムに対処することが最も単純で効率的な方法であることを認識しつつある。

まとめ

ショートターミズムの問題は新しい現象ではなく、実際に 30 年前のウォール・ストリート・ジャーナルの社説において、ピーター・ドラッカー氏は「米国企業の経営に携わっている者は誰でも、次の四半期に、より高い業績を上げることに對する年金基金のマネージャーからの要求を満たす必要性や、企業買収家からのパニック的な恐怖感により、自滅的ではないにしても、経営トップは高くつく過ちであると分かっている判断を常に行わざるを得ないと証言できる」と述べました。ロジャー・マーティン氏（ハーバード・ビジネス・レビュー誌（HBR）、2015 年 10 月）が述べたように、「ショートターミズムは、基本的に答えを導くことができないため、結論を出すことが難しい論議である」と言えます。コントロール・グループが存在しないため、ショートターミズムを実践している企業国家アメリカのパフォーマンスとショートターミズムを実践していない企業国家アメリカのパフォーマンスを比較することはできません。¹²

ただし、短期的な圧力を示す明確な証拠が存在します。ビジネス戦略を実行している最も重要なマネージャーに圧力がかかっています。過去には、機関投資家やアクティビスト投資家の両方からの圧力が強まったにもかかわらず、企業はショートターミズムだけに対処せざるを得ませんでした。大手の資産保有者は、投資戦略や、資本をコントロールしている参加者へのアプローチを変更することにより、ショートターミズムに対処することが最も単純で効率的な方法であることを認識しつつあります。したがって、大手の資産保有者は、資産保有者コミュニティがどのようにロングターミズム原則を採用できるかに関して詳しい推奨を提示しています。

ロングターミズムに移行する上で、投資家にとって重要なことは、長期的指標を組み込むことです。このことは、GAAP に基づく財務尺度の重要性と同じものとし

¹¹ Bailey, Jonathan 及び Godsall, Jonathan による「[Short-Termism: Insights from Business Leaders. Findings from a Global Survey of Business Leaders Commissioned by McKinsey & Company and CPP Investment Board](#)」2013 年 12 月。CPIIB 及びマッキンゼー

¹² Martin, Roger による「[Yes, Short-Termism Really Is a Problem](#)」2015 年 10 月。ハーバード・ビジネス・レビュー

て捉えられるべきです。RobecoSAM の経験によると、企業を評価する上では、経営幹部の報酬に注目することや、詳細なリスク管理分析、株主のエンゲージメントを高めることなどにより、投資家もより詳細な枠組みを構築する必要があります。

最後に、企業の短期的行動を中止させる上で、投資家は最も大きな影響力を持っていると考えられます。投資家が長期的思考を取り入れることができれば、その他の重要な関係者(資産運用会社や企業の取締役役員、経営幹部など)がショートターミズムから脱却することにつながる可能性があるため、投資家は重要なカギを握っていると考えられます。

REFERENCES

Allaire, Yvan et al., "Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence." April 2015. Institute for Governance of Private and Public Organizations.

Bailey, Jonathan and Godsall, Jonathan, "[Short-Termism: Insights from Business Leaders, Findings from a Global Survey of Business Leaders Commissioned by McKinsey & Company and CPP Investment Board](#)," December 2013. CPPIB and McKinsey & Company.

Barton, Dominic and Wiseman, Mark, "[Focusing Capital on the Long Term](#)," January-February 2014. Harvard Business Review.

[Dow Jones Sustainability Index Assessment, 2015. September 2015. RobecoSAM.](#)

Martin, Roger, "[Yes, Short-Termism Really Is a Problem](#)," October 2015. Harvard Business Review.

"[Long-Term Portfolio Guide: Reorienting Portfolio Strategies and Investment Management to Focus Capital on the Long Term](#)," March 2015. Focusing Capital on the Long Term.

Papaioannou Michael G., Joonkyu Park, Jukka Pihlman, and Han van der Hoorn. "[Procyclical Behavior of Institutional Investors During the Recent Financial Crisis: Causes, Impacts, and Challenges](#)," September 2013. IMF.

Henderson, Rebecca and Rose, Clayton, "Investor 'Short-Termism': Really A Shackle?" January 2015. Harvard Business School Case Study.

Pozen, Robert. "[Curbing Short-Termism in Corporate America: Focus on Executive Compensation](#)," May 2014. Brookings.

Summers, Lawrence. "Corporate Long-Termism is No Panacea—But it is a Start," August 2015. Financial Times.

"[The Future of Long-Term Investing](#)," 2011. World Economic Forum.

ABOUT S&P DOW JONES INDICES

S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global, is the world's largest, global resource for index-based concepts, data and research. Home to iconic financial market indicators, such as the S&P 500[®] and the Dow Jones Industrial Average[™], S&P Dow Jones Indices LLC has over 115 years of experience constructing innovative and transparent solutions that fulfill the needs of institutional and retail investors. More assets are invested in products based upon our indices than any other provider in the world. With over 1,000,000 indices covering a wide range of assets classes across the globe, S&P Dow Jones Indices LLC defines the way investors measure and trade the markets. To learn more about our company, please visit www.spdji.com.

GENERAL DISCLAIMER

© 2016 S&P Dow Jones Indices LLC, a division of S&P Global. All rights reserved. S&P® is a registered trademark of Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P"), a division of S&P Global. Dow Jones® is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Trademarks have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution, reproduction and/or photocopying in whole or in part are prohibited without written permission. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. All information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties. Past performance of an index is not a guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index is available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment advisor, and S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. Prospective investors are advised to make an investment in any such fund or other vehicle only after carefully considering the risks associated with investing in such funds, as detailed in an offering memorandum or similar document that is prepared by or on behalf of the issuer of the investment fund or other vehicle. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice. Closing prices for S&P US benchmark indices and Dow Jones US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification.

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content.

THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE OR FREEDOM FROM ERRORS OR DEFECTS. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Dow Jones Indices keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P Dow Jones Indices may have information that is not available to other business units. S&P Dow Jones Indices has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.