

短期的サイクルの打破に向けて

企業経営者、資産運用マネジャー、投資家
およびアナリストが、長期的な企業価値
の向上に焦点を合わせることを、再び可能と
する方策についての議論と勧告

本シンポジウムについて

2005年9月以来、CFA Centre for Financial Market Integrityおよびビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所は、「短期主義」——すべての利害関係者にとっての長期的価値創造ではなく、短期的な収益ガイダンスに基づく企業・投資判断——の問題について、グループ横断的なユニークな視点から議論するため「短期主義についての連続シンポジウム」を共催してきました。

共同スポンサー:

CFA Centre for Financial Market Integrity

ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所

共著者

ディーン・クレマイアー

ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所 専務理事

マシュー・オーサグ、CFA

CFA Centre for Financial Market Integrity 上級ポリシーアナリスト

カート・N・シャハト、CFA、JD

CFA Centre for Financial Market Integrity 常務理事

パネル参加者

ジェフリー・J・ディーマイヤー、CFA

CFA協会

プレジデント& CEO

スティーブ・ガルブレイズ

マーベリック・キャピタル社

ルイス・M・トンプソン・ジュニア

全米IR協会

CEO

ニール・ブラウン

シティグループ・オールターナティブ

・インベストメンツLLC

商品・顧客サービス部門

国際販売部長

マネージング・ディレクター

トーマス・A・キング

プログレッシブ社

財務部長

ピーター・ソートン

アンタージュニクス社

シニアバイスプレジデント兼

最高財務責任者 (CFO)

スティーブ・ペプラー、CFA

キャピタル・リサーチ社

シニアバイスプレジデント

ジェームズ・H・レスコ

ゼロックス社

投資家広報担当バイスプレジデント

ウェイン・A・ソープ、CFA

全米個人投資家協会

コンピューターライズド・インベストメン

グ編集者

金融アナリスト

チャールズ・ベレンツ・ジュニア、CFA

ノース・アメリカン・マネジメント社

シニアバイスプレジデント

サミュエル・J・レベンソン

センダント社

法人・投資家広報部門

シニアバイスプレジデント

ジョン・C・ウィルコックス

TIAA-CREF

コーポレート・ガバナンス部長

シニアバイスプレジデント

ジョン・C・ボーグル

バンガード・グループ

ジェル・メンソニダス

ABP・インベストメンツ・US社

アン・イエルガー、CFA

機関投資家評議会専務理事

ジョン・イード

プレジデント

アーガス・リサーチ

テッド・セーズ、CFA

プロテージェ・パートナーズLLC

投資担当取締役

ジャスティン・フォックス

フォーチュン誌

総合編集者

デビット・W・スミス

米国総務部門部長・ガバナンス専門家協会

プレジデント

©2006年 CFA協会、ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所

CFA Centre for Financial Market Integrity の使命は、グローバルな資本市場における公平性、効率性および投資家保護の問題について指導的

な声をあげ、投資コミュニティにおいて高い水準の倫理、インテグリティおよび専門的優秀性を促進することにあります。

当センターの後援組織であるCFA協会は、83,000名の会員を有し、全世界で認定証券アナリストの称号を授与する非営利組織です。CFA協会は1990年から2004年初めまでAssociation for Investment Management and Research (AIMR)として知られておりました。さらにそれ以前は2つの別団体として存在し、その起源は1947年まで遡ります。

ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所は、ビジネス・ラウンドテーブルならびにアメリカの最高のビジネススクールの主要な研究者らと協力して設立された独立機関です。ビジネス・ラウンドテーブルとは主要企業の最高経営責任者の協会で、参加企業をあわせると総従業員数は100万人以上、年間収益は4兆5000億ドルにもなります。

バージニア大学のダーデン経営大学院にあるこの研究所では、実業界と学界のリーダーを集め、経営者教育プログラム、実務家に焦点を絞った研究、および奉仕活動を通して、倫理的行動とビジネス活動との繋がりを一新し、強化するという使命を果たしています。この研究所についてのより詳細は、www.corporate-ethics.orgを参照ください。

概要および勧告の要約	5
勧告	6
序論および行動の呼びかけ	7
収益ガイダンス	9
インセンティブと報酬	13
リーダーシップ	15
コミュニケーションと透明性	18
教育	21
注記	23

短期的サイクルの打破に向けて

企業経営者、資産運用マネジャー、投資家およびアナリストが
長期的観点での企業価値向上に焦点を合わせることを再び可能とする方策についての議論と勧告

*CFA Centre for Financial Market Integrity*および
ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所による
短期主義についての連続シンポジウム議事録

概要

2005年9月以来、CFA Centre for Financial Market Integrityとビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所は「短期主義についての連続シンポジウム」を共催してきました。これらのシンポジウムの目的は、「短期主義」——すべての利害関係者にとっての長期的価値創造ではなく、短期的な収益ガイダンスに基づく企業・投資判断——の問題について、グループ横断的なユニークな視点から議論することでした。

私たちのシンポジウム参加者（以下「パネル」）～発行体、アナリスト、資産運用マネジャー、ヘッジ・ファンド・マネジャー、機関投資家、および個人投資家コミュニティのオピニオン・リーダー～の見方は、学術研究の示唆を確認するものでした。すなわち、投資家、資産運用会社および企業経営者による短期的業績への強迫観念が相俟って、長期的価値の破壊、市場効率性の低下、投資リターンの減少、そしてコーポレート・ガバナンス強化の取り組みへの阻害といった予期せぬ結果をもたらしているというものです。

勧告の要約

企業経営者、資産運用マネジャー、投資家およびアナリストは：

1. **収益ガイダンス(収益予想の提供)の慣行を改革すべきである：** 一点集中型の四半期収益ガイダンスの提供や、これに依存することの利点と影響、ならびに各グループの「収益ガイダンスゲーム」への関与について再考すべきです。
2. **長期的インセンティブ報酬制度の全面的な導入をはかるべきである：** 企業経営者や資産運用マネジャーへの報酬は、長期的戦略目標と価値創造の目標を達成できるように体系化されるべきです。
3. **長期的な価値創造に焦点を移行させるため、リーダーシップを発揮すべきである。**
4. **コミュニケーションと透明性を向上させるべきである：** 企業戦略と長期的価値を前進させる要因について、より有意義に、かつ、できればより頻繁にコミュニケーションをとることにより、収益ガイダンスに対する金融業界の依存度を低くすることができます。
5. **長期的思考の利点と短期的思考による損失について、全市場参加者への幅広い教育を推進すべきである。**

パネルは、～発行体、アナリスト、機関投資家、資産運用マネジャーおよびヘッジ・ファンド・マネジャーのコミュニティに焦点を合わせた～私たちの幅広い勧告が、短期的パフォーマンスへの現在の偏重を緩和するものであると主張しています。

CFA Centre for Financial Market Integrityとビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所は、多くのコメントーターと参加者の貢献に対し感謝の意を表します。

パネルは、企業経営者、資産運用マネジャー、機関投資家およびアナリストに以下のことを奨励します：

収益ガイダンス

1. 四半期収益ガイダンスの提供を停止すべきである。
2. 但し、収益ガイダンスを提供する戦略上のニーズがある企業の場合は、長期的に企業価値を高める経営目標と戦略を反映する一貫した形式、予想レンジおよび適切な測定基準に則した収益ガイダンスを採用すべきである。
3. より質が高く、長期的かつファンダメンタルな収益ガイダンス慣行へ企業が移行するのをサポートする。この結果、非常に熟練したアナリストは自分自身、そしてクライアントに提供する価値を差別化することができる。

インセンティブと報酬

1. 企業経営者の報酬を長期的な経営目標や戦略ならびに長期的な株主利益と連動させ、報酬は長期的戦略目標と価値創造の目標を達成できるように体系化されるべきである。
2. 資産運用マネジャーの報酬を、長期的パフォーマンスならびにクライアントの長期的利益と連動させる。
3. 資産運用マネジャーのインセンティブ**算定方法、手数料体系、および自ら運用するファンドへの個人としての出資状況**についてのディスクロージャーを改善する。
4. 資産運用マネジャーや機関投資家が、投資先企業に対して有効かつ長期的な成果報酬基準を用いて役員報酬を決定するような制度の採用を働きかけることを奨励する。

リーダーシップ

1. 四半期ごとの収益ガイダンスの提供よりも、むしろ長期的な経営目標と経営戦略、それに関連する業績評価基準（パフォーマンス・ベンチマーク）を伝えようとする企業のリーダーシップを支持する。
2. アナリストや資産運用マネジャーが長期的視点に立って分析や投資判断を行うようにサポートする。
3. 機関投資家が自ら長期的な投資収益に焦点を合わせるよう、またその資産運用マネジャーを評価する際にも、そうした観点に基づく評価制度を採用するよう働きかける。

コミュニケーションと透明性

1. 企業の経営実態を反映したより透明性のある財務報告等、戦略や長期的ビジョンについてのより有意義かつより頻繁なコミュニケーションの機会を企業が提供するよう奨励する。
2. 会計や法律の専門用語が支配的な現在のコミュニケーション方法に代えて、平易な言語によるコミュニケーションをより多く活用することを奨励する。
3. 企業の経営モデルについて ～ 現在一般的に実務として受け入れられている要件の範囲を超えて ～ 明確に説明する株主向けの長期投資方針報告書の活用を支持する。
4. 投資家およびアナリストに有用な情報を伝えるというより、むしろ彼らを混乱させている現在の多重的なコミュニケーションのあり方を多少とも是正するため、企業のディスクロージャー・プロセスにおいて投資家向け広報機能と法務機能の統合を推進する。
5. 機関投資家も彼らの受益者に対し長期投資方針報告書を策定するよう奨励する。この報告書はパネルが企業に対してその株主のために作成を求めている報告書に類似したものである。

教育

1. 資産運用マネジャーやその他の金融市場のリーダーとの継続的な対話に多くの企業が参加して、自社が市場でどのように評価されるのかをより理解することを奨励する。
2. 機関投資家と彼らの助言者（例えば、コンサルタント、受託者）に対し、短期思考の弊害および関係者に対する長期的観点での受託者責任について教育する。
3. 長期的な観点での価値創造に焦点を当てるよう奨励するため、個人投資家向け教育イニシアチブをサポートする。

2003年、米国証券取引委員会（SEC）の前委員長ウィリアム・H・ドナルドソン氏は、コーポレート・ガバナンス・フォーラムに集まった財界指導者らに対し、「長期的成果を目指して企業を経営するようにし、1株当たり利益を定期的に生み出すために事業を経営しているのだという硬直した態度は止めるようにしましょう」と呼びかけました。彼は、さらにこれらのリーダーに対し、「自分たちの事業をどう経営するつもりなのかを投資家に正確に提示する」よう奨励しました。¹ CFA協会の2005年年次総会においては、ドナルドソン氏はその懸念を敷衍するかたちで、「短期主義」は金融業界が直面する喫緊の課題であると述べました。

同様の懸念は企業経営者によっても指摘されています。ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所が行った調査では、米国の多くの大手企業の最高経営責任者（CEO）に対し、財界が直面している最も緊急な倫理上の問題を挙げるよう依頼しました。その結果最も多く挙げられた関心事の1つが「今日の投資家の短期的収益期待の中で、効率的に会社を経営すること」でした。²

400人以上の財務担当経営責任者に対する最近の調査では、回答者の80パーセントが短期的な収益目標を達成するために、研究開発、広告、メンテナンス、および雇用のような領域で裁量的支出を減らすつもりであることを示唆し、また50パーセント以上が、たとえ価値創造が犠牲になるとしても、新しいプロジェクトを遅らせると述べています。³ これらの結果は、短期主義が四半期毎の収益期待を満たすために企業が利用する単なる会計上の行為というよりはもっと大きな問題であることを示しています。すなわち、これらは企業の経営者が「四半期毎の利益の数字」を出すために採用する～資産売却、研究開発費カット、戦略的投資抑制等の～現実の行為なのです。長期的な企業価値の創造は経営者の主要な責務として広く認められていますが、短期的収益期待に重きを置いた経営は、しばしばそのような長期的価値を株主にもたらす経営者の能力を損なうことをこの調査は示しています。

このような共通の懸念は、短期主義についてこの連続シンポジウムに参集したパネルの見解とも一致するものです。経営者やあらゆるタイプの投資家が、多様な関係者の短期的期待にこたえることに執着した結果、長期的価値の創造に焦点を合わせることを妨げられているケースが非常に多いというのがパネルの一致した見解です。このように短期に固執する原因は多面的であり、シンポジウムの参加者（発行体、アナリスト、資産運用マネジャー、株主、機関投資家、監督官庁およびメディアの代表者）を含め、多くの利害関係者にかかわる改革を必要とします。

もちろん、企業の健全性にとって重要な新情報が出れば、投資家その他の市場参加者はすばやく対応する必要があります。そのような短期的な行動は実際に市場の効率性を促進します。しかしながら、このレポートで取り扱う短期主義の問題は、長期的投資決定が短期的な情報に基づいて行われる事例に焦点をあてています。中でも最も顕著なのは、四半期収益ガイダンスが「当たるか外れるか（運任せ）」といったことに過剰に反応するケースです。長期的な計画と投資が求められる場合、短期的な情報は主としてそのような長期戦略を支える形で意思決定に加味すべきである、とパネルは考えます。

短期主義とは、一部の企業経営者、投資家、およびアナリストが短期的な四半期の収益に過度の焦点をあて、長期的な価値創造のための戦略、基盤および伝統的アプローチには注意を払わないことを意味します。長期戦略へあまり関心を持たず短期的なものを過度に重視することによって、市場参加者にとっての価値が破壊されるような方向にバランスが崩れ、市場の信用性が損なわれ、長期的な価値創造や投資が阻害されかねません。そのような短期戦略はしばしば、複雑な企業経営や投資を十分に反映していない、会計テクニクにより算出された数値を基礎とします。

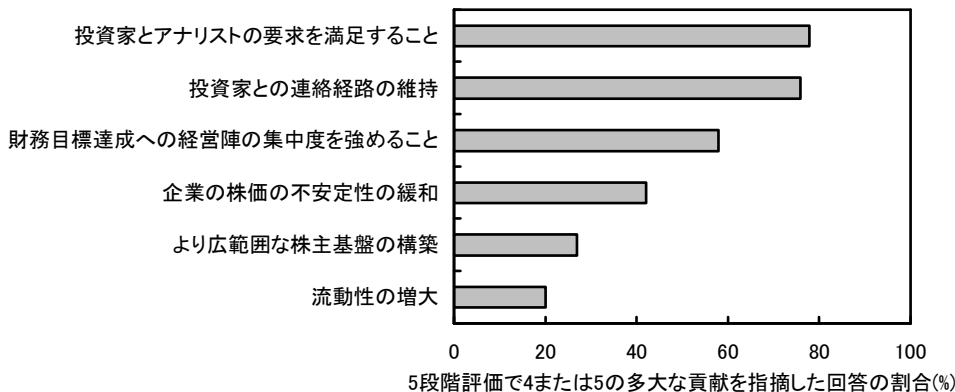
広く尊敬され手本にされているパークシャー・ハザウェイ社のCEO、ウォーレン・バフェット氏は、2000年の株主に宛てた手紙の中でこの問題を取り上げ、経営チームに対して四半期収益ではなく、長期戦略に注意と重点を置くよう奨励しました。その後、パークシャー社がかなりの株式を保有しているコココーラ、ジレット、ワシントンポスト社等の企業が、四半期収益ガイダンスの提供をやめ、代わりに年に一度の予測を行うことを選択しました。さらに最近には、一点集中型の収益ガイダンスを縮小する計画を示す企業が増加していますが、そのグループにインテル、マクドナルド、モトローラおよびファイザーが加わりました。収益ガイダンスと決別するような動きは、バンガード・グループ創業者で元CEOであるジョン・C・ボーグル氏の「経営者の役割は抽

象的な予想数値を達成することではなく、組織の運営と長期的展望を改善することにある」⁴ という言葉に要約される、最近強まりつつある志向を反映するものです。

なぜ多くの企業は収益ガイダンスを出し続けるのでしょうか？マッキンゼー社によって行われた2006年3月の調査によれば、世界の事業経営者は収益ガイダンスの3つの最も重要なメリットとして、(1) 投資家とアナリストの要求を満足すること、(2) 投資家との連絡経路を維持すること、そして(3) 財務目標達成への経営陣の集中度を強めることを挙げています(図1参照)。⁵ パネルの勧告は、これらの目的を達成するためのより良いロードマップを提供するものです。

図1: 収益ガイダンス提示のメリットと認識されている点

収益ガイダンスを提示することによってどのような結果に貢献すると思われるか？



出典：マッキンゼー季刊誌(2006年3月)

また、マッキンゼーの調査では、収益ガイダンスを最も強く求めるグループは、売り手側のアナリスト、ミューチュアル・ファンドや年金基金、および内部(企業内の)ソースであることが示されており、それらの関係者は我々のシンポジウムにも参加していました。各グループは実際に責任を共有し、最終的にそれぞれがより良い企業評価モデルに貢献しなければなりません。「収益ガイダンスゲーム」のルールに従い続けることは、そうした行動が思いがけない有害な結果、例えば、長期的価値の破壊、市場効率性の低下、投資リターン減少、そしてコーポレート・ガバナンス強化の取組みの阻害につながりかねないことを示唆する今回の調査結果に真っ向から反するものです。

短期主義の問題とそのインパクトの大きさに鑑み、CFA Centre for Financial Market Integrityとビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所は、この問題について広範な利害関係者グループが横断的に集まったユニークな連続シンポジウムを開催しました。最初は各グループが個別に召集されました。その後、すべての参加者によるミーティングが開かれ、短期主義の問題に広く対処するために提案された原則と勧告について議論がなされ、同意がえられました。短期主義の問題に対するパネルの勧告は5つの大まかなカテゴリーに分類されています：

- (1) 収益ガイダンスの慣行、(2) 報酬とインセンティブ、(3) 長期的測定基準に再び焦点をあてるリーダーシップ、(4) 長期的な評価データに関するコミュニケーションと透明性、および(5) すべての市場参加者のための教育の改善。

以下のページでは各問題について詳しく述べた上、短期的サイクルを打破して企業経営者、資産運用マネジャー、投資家およびアナリストが再び長期的価値に焦点を合わせるようにするためにパネルが行った勧告について説明します。

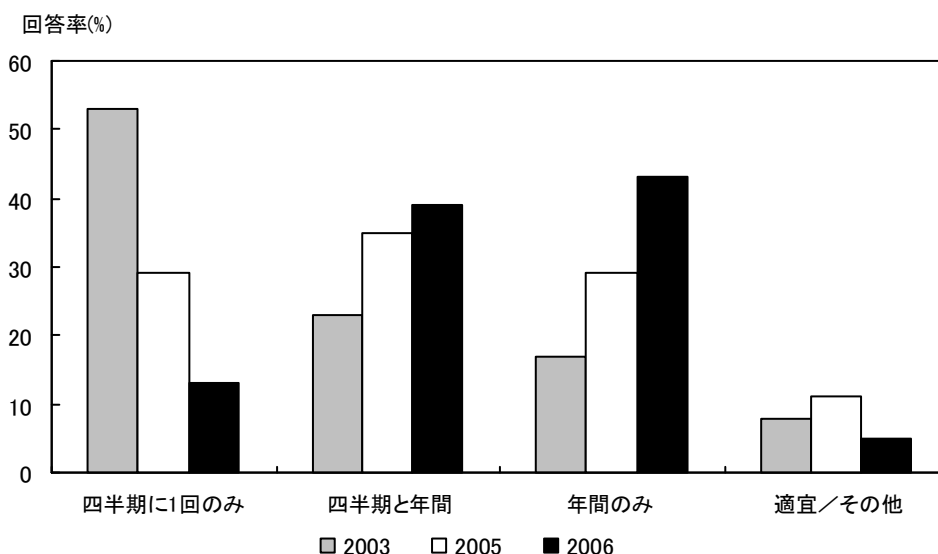
金融史の専門家ピーター・バーンスタイン氏は1998年の論文で、資本市場について、リスクを測定・緩和する方法としてコンセンサス収益予測などの中心的傾向の測定に焦点をあて過ぎるとやんわり批判しました。バーンスタイン氏は、「簡素化は私たちを罠に誘い込む・・・私達はバラつきよりも『エッセンス』を求める欲求のままに自らを駆り立てている。なぜなら、簡素化は平均値その他の中心的傾向の測定なしには不可能だからだ」と述べています。6 実際、現在の収益ガイドランスの状況は、企業の複雑な将来の見通しを「エッセンス」に集約する取り組みの中で、「バラつき」が入らないようにする傾向があります。このようなやり方のために、市場参加者が避けようとする種類のリスクがかえって永続することにつながるのではないかとバーンスタイン氏は推測しています。

収益ガイドランスを提供することには一定のメリットがあるかもしれませんが、現在の一点集中型の四半期収益ガイドランスによるコストとマイナスの影響は非常に大きく、例えば (1) そのようなガイドランスを作成するための企業の非生産的で無駄な努力、(2) 短期的な期待にこたえるための、長期的な事業の成長の無視、(3) 予期しない収益の減少や増加に対する内外のグループの過度の反応に特徴づけられた「四半期業績」重視の金融風土、および (4) 企業が収益ガイドランスによるプレッシャーを避けるために非公開市場に移行するマクロ的なインセンティブ、などが挙げられます。裏付け調査によると、短期ガイドランスを発信することの最も重大なコストは、経営陣が割かれる時間（回答者の53パーセントが非常にコストがかかると指摘）、短期収益への注力（42パーセント）、および従業員が割かれる時間（35パーセント）⁷ であることが示唆されています。さらに収益ガイドランスは、企業および投資家の双方にとって誤った前提である事業の完璧な予測可能性という幻想を抱かせることにもつながります。

最近の事例は、企業がまさに現行の収益ガイドランスの短所に対処しつつあることを示しています。すなわち、四半期から年次の収益ガイドランスに移る傾向にあり、中には完全に収益ガイドランスを止めてしまうところもあります。全米IR協会（NIRI）によって行われた調査によると、四半期収益ガイドランスを提供する企業数は2003年の75パーセントから2006年には52パーセントまで減少しました。年次収益ガイドランスを提供する企業数は同じ期間に38パーセントから82パーセントまで増加し、現在年次収益ガイドランスだけを提供する企業の割合は43パーセントになっています（図2参照）。⁸

図2: 収益ガイドランスに関するNIRIの調査

収益ガイドランスを発信する頻度はどれくらいですか？

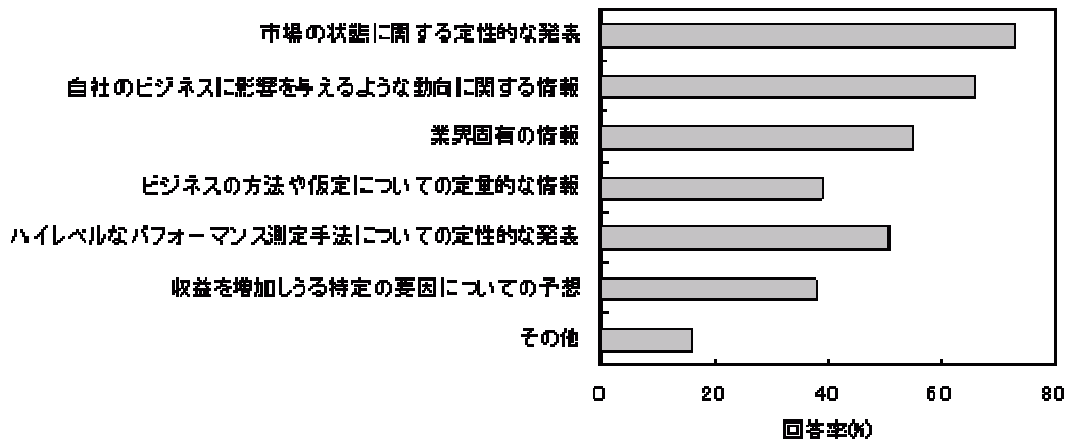


出典: 全米IR協会 (NIRI)

収益ガイダンス慣行の停止は、コミュニケーション活動の停止を意味するものではありません。実際、収益ガイダンスを提供していないNIRIの参加企業でも、アナリストや広範な投資コミュニティを支援するために、定量的、定性的な情報を数多く提供していると述べています（図3参照）。

図3：収益ガイダンスに関するNIRIの調査

収益ガイダンス以外に、アナリストが予想を行う手助けになるような収益以外の資料を出していますか？



出典：全米IR協会 (NIRI)

これらの調査結果は、各社が自社の収益ガイダンスの慣行を調査し、それらが本当に自分たちの事業について株主その他の者に知らせるための「卓越した方法」によるものなのかどうかを検討するよう奨励するものです。

企業に対する四半期収益ガイダンスの提供中止の勧告は、パネリストの過半数が支持しましたが、すべての企業にとってそのような思い切った手段が適切であるとは限らないという認識もありました。従って、企業規模および業界のライフサイクルの特性の両方に基づいて漸次移行する実務マトリックスを、1つの枠組みとしてパネルは推奨します（このセクションにおける2番目の勧告）。

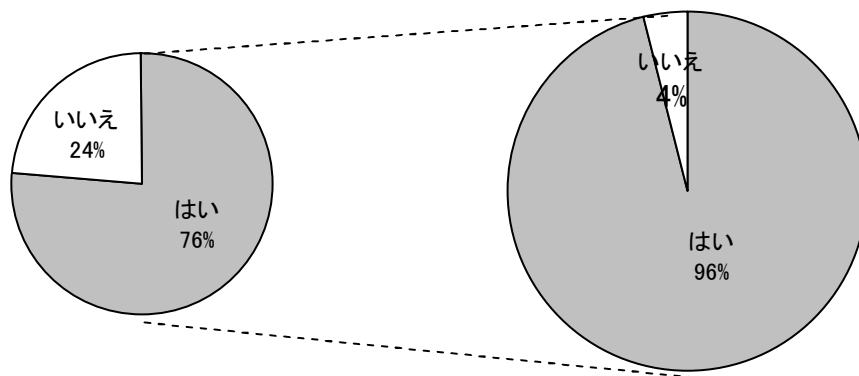
企業が収益ガイダンス慣行の調整に取り組む際は、そうした改革への支援を獲得するために、アナリストや資産運用マネジャーのコミュニティとの多大な協力およびコミュニケーションが必要となるであろう。メリル・リンチ社の国際証券調査部門の責任者によると、最近ではアナリストは、企業が提供する収益ガイダンスが「強い影響を持ち過ぎて、投資家の収益に対する議論を打ち消し、企業の経営状態や業績に関わる様々な要因を含んだメッセージが、企業の提示する単一の数字で語られてしまう」という認識を強めているとのこと。この専門家は、メリル・リンチの立場は、「企業が四半期収益ガイダンスを止めることが、投資家の利益になる」というものだと言っています。⁹

また、幅広い金融専門家もそのような変化を支持しています。CFA協会によるメンバー（そのかなりの部分は資産運用マネジャーやアナリストである）に対する調査では、回答者の76パーセントが四半期収益ガイダンスを企業が中止することを支持しています。また、それらの支持者のうちの96パーセントはさらに、企業がファンダメンタルかつ長期的な事業推進要因についての追加情報を提供するべきであるという点に同意しています（図4参照）。¹⁰ 収益ガイダンスを中止すれば、熟練したアナリストと資産運用マネジャーが自分たちを差別化し、またその顧客のために洞察に満ちた調査を行って優れた評価モデルを築き上げることで、自分たちの価値を高める機会が提供されます。

図4: 収益ガイダンスに関するCFA調査

企業は一点集中型の四半期収益ガイダンスを止めるべきだと思いますか？

「はい」とお答えになった場合、企業は、ファンダメンタルかつ長期的な事業推進要因について、追加情報を提供するべきだと思いますか？



出典: CFA協会(2006年)

収益ガイダンスの改革についてのパネルの勧告は、現実の事業の複雑さに再び注意を向けることを願うものです。主要な想定、事業推進要因および総合的な戦略目標に焦点を合わせることは、より貴重で洞察ちたディスクロージャー、分析、投資および意思決定に通じるでしょう。

収益ガイダンスについての勧告

1. 四半期収益ガイダンスの提供を停止すべきである

幅広い支持を集めたパネルのコンセンサスは、株式公開企業が四半期収益ガイダンスの提供をやめるべきであるというものです。そのようなガイダンスでは企業の複雑な動きや長期的な価値増進要因をうまく説明できない、とパネルは考えます。

四半期収益の数字合わせに過度に執着した風土を変える行動を企業が先んじて行うことによって、アナリストが自分自身やその分析を効果的に差別化するよう動機づけ、そしてその結果、機関投資家および個人投資家の双方の投資コミュニティが長期的な見方をするよう推進することができます。

2. 但し、収益ガイダンスを提供する戦略上のニーズがある企業の場合は、長期的に企業価値を高める経営目標と戦略を反映する一貫した形式、予想レンジおよび適切な測定基準を含んだ収益ガイダンスを採用すべきである

一部の企業では四半期収益ガイダンスを急に停止することが難しいことを考慮し、パネルは現在の「フリーサイズ」的な四半期収益ガイダンスモデルを代替する手法として、また事業や業界固有の特徴を踏まえて開示の質を企業が改善するための手法として、「収益ガイダンス・ライフサイクル」の概念を導入しました。「収益ガイダンス・ライフサイクル」は図5に説明されています。

企業の役員報酬には現在かなり関心が向けられていますが、短期主義に対するより徹底したアプローチにおいては、企業経営管理職、資産運用マネジャー、アナリストその他の人々について適切なインセンティブの指針を策定し、これを実践することが必要となります。

フォーチュン500にランクされる企業のCEOの現在の在職年数の中央値（メジアン）は約5年ですが、¹¹ これらのCEOの行為と決定はしばしばその年数よりも長期に及ぶ結果をもたらします。インセンティブを適切に体系化するためには、経営行動の可能性（プラス面）とリスク（マイナス面）を反映し、かつ経営陣の利益を株主利益と一致させる必要があります。企業が長期的価値創造を奨励する一つの方法は、役員報酬の過半部分を長期的な成果の測定に基づいて定める方法で、その判定期間が経営陣の任期を超えてもかまいません。（「長期」の定義は業界によって大きく異なり、従って、インセンティブ措置は具体的な業界の事業特性を反映したのになります。このような文脈においては、長期とは通常3～5年の範囲と考えられ、2年未満とすべきではありません。）

長期的な「成果に応じた報酬」の導入は前進しつつあります。2006年にはビジネス・ラウンドテーブル参加企業の57パーセントが、役員報酬全体の構成要素の一つとして成果基準の利用が増えたと答えています。これは2005年の49パーセント、および2004年の40パーセントと比べると、注目に値する増加です。さらに、成果により大きな力点を置く企業の中で、20パーセントは主として長期目標を使用し、73パーセントは長期と短期の目標を組み合わせて使用し、7パーセントだけが短期目標のみを強調しています。¹² パネルの勧告はこの変化をさらに推し進めるためのものです。

2006年1月、SECは米国の上場企業が最高額の報酬を受けている経営責任者の報酬に関して作成しなければならない開示の内容をかなり強化する役員報酬に関する新ガイドラインを提案しました。開示をより充実することで、資産運用マネジャーやすべての投資家は、企業の役員報酬パッケージが長期間の経営に対する適切なインセンティブを提供するものかどうかをより理解しやすくなります。パネルは、資産運用マネジャーや機関投資家が企業の役員報酬パッケージの徹底的な評価のための厳格なプロセスを開発することを奨励しています。

同様に、資産運用マネジャーの実績を四半期のベンチマークに基づいて評価するのは、彼らを長期的な投資家にする上で逆効果になります。資産運用マネジャーが主として四半期の数値に基づいて評価され、報酬が与えられる場合、彼らは同様の短期的な考え方をその企業に押しついたり、あるいは短期的な利益を得ようとして企業の有価証券の売買を定期的にくりかえし、ボラティリティを増加させたりするかもしれません。従って、資産運用マネジャーのインセンティブ報酬の大部分は、投資先企業で使用されているものと同様の長期的な（3～5年の）数値に基づいて算定されるべきであるとパネルは考えます。このような長期的な焦点を確認してもらうために、資産運用会社は自社のインセンティブ体系に関するより詳細な情報を投資家に提供すべきです。

インセンティブと報酬についての勧告

1. 企業経営者の報酬を長期的な経営目標や戦略ならびに長期的な株主利益と連動させ、報酬は長期的戦略目標と価値創造の目標を達成できるように体系化されるべきである。

役員報酬に関してSECが提案している開示義務は、経営者の報酬の構成についてより高い透明性を株主に提供するものですが、経営陣の利益を株主のそれと連動させるかどうかは、結局は企業自身、その取締役会および株主次第です。3つのパネルの全てが、短期主義をもたらす主要な要因は、過度に短期的目標に狙いを定める経営者へのインセンティブであると特定しています。

加えて、株式保有ガイドラインは、すべての経営者および取締役が、自社の株式の有意な割合を保有することを要求しています。ここで「有意な」とは、企業を長期的に成功させることが、その個人にとって経済的に重要になってくるほどの株式数を意味します。

2. 資産運用マネジャーの報酬を、長期的パフォーマンスならびにクライアントの長期的利益と連動させる

資産運用マネジャーを四半期毎に評価する場合、予測できない短期的な出来事、株式市場の短期的変動、さらには投資家の投資リターンを最終的に減少させる取引手数料のため、多くの資産運用マネジャーの成績がベンチマークより下回るのはほぼ確実です。

資産運用マネジャーのインセンティブ報酬は、長期的な観点での投資判断を促進するためにも、できるだけ長期間の運用成績指標に基づいて算定するべきです。企業の役員報酬が長期的パフォーマンスをよりよく反映するよう見直すことを企業に働きかけるのと同様に、パネルは、資産運用マネジャーが自身の報酬をパフォーマンスに連動させる方法を探るよう勧めています。一例として、複数年のパフォーマンスにマネジャーのインセンティブを関連づけるということも考えられます。資産運用マネジャーの報酬と長期的パフォーマンスの間により透明性のある関係を持たせることは、資産運用マネジャーの報酬が資産を集めたことではなく、パフォーマンスに基づいて支払われていることを資産運用会社がファンド出資者に保証するのにも役立つでしょう。

また資産運用マネジャーは、自分がファンド株主にもたらす財産と自分の報酬が直接結びつくよう、自身の財産の有意な部分を自身の運営するファンドに預け入れるよう奨励されるべきです。

3. 資産運用マネジャーのインセンティブ算定方法、手数料体系、および自ら運用するファンドへの個人としての出資状況についてのディスクロージャーを改善する

資産運用マネジャーおよび投資家は長い間、自分たちが評価・投資する企業に対して、特に役員報酬の領域において、より高い透明性を求めてきました。ところが、ファンド運用業界ではインセンティブについての同様の開示の欠如が深刻です。

パネルは、資産運用会社が、インセンティブ報酬を長期的成果とより密接に連動させるよう呼びかけます。ミューチュアル・ファンドに対する投資家の大半は長期的な投資運用期間を持っているので、資産運用会社は、資産運用マネジャーのインセンティブ算定方法およびインセンティブ体系に関する詳しい情報を投資家に提供するように努力するべきです。資産運用マネジャーのインセンティブ体系の透明度を高めることは、資産運用マネジャーの利益が投資家のそれと一致していることを投資家に確信させるのに非常に役立ちます。

ヘッジ・ファンドはミューチュアル・ファンドと同じ規制を受けるわけではありませんが、ヘッジ・ファンド・マネジャーは、自分たちがインセンティブ報酬および長期的成果と報酬を結びつけるその他の手法を用いて、長期的実績に基づき公正に報酬を受けていることを長期投資家（例えば、自己のファンドを長期間預託して動かさないことに同意する者）に保証するように努めるべきです。

4. 資産運用マネジャーや機関投資家は、投資先企業が有効かつ長期的な成果報酬基準を用いて役員報酬を決定するような制度の採用を働きかけることを奨励する

役員報酬の開示に関する新しいSECガイドラインは、企業の役員報酬パッケージが報酬と成果を適切に連動させているかどうか、また長期間の経営に対するインセンティブを経営者に提供しているかどうかを評価するためのより良いツールを全ての株主に提供しています。パネルは、資産運用マネジャーおよび機関投資家が企業の報酬パッケージを綿密に調べ、インセンティブ・プランを株主の長期的利益と合致させることを勧めています。

パネリストの中には、一定の投資家層が短期主義という考え方を持つのは、彼らが総じて企業経営者を信用していないからだと主張する者もいました。企業経営者やその長期的価値創造の公約を信用しなくなった投資家は、長期的な価値の増加ではなく、短期的な利益を求めらることを選択するのかもしれない。

米国最大の金融サービス組織の1つT I A A - C R E Fは、「健全なコーポレート・ガバナンスは長期的企業業績に大きく貢献する」という原則を発表しました。¹³ パネルも、財界および投資家コミュニティの隅々において、大衆の信頼を取り戻すことに改革努力の重点がおかれるべきであると考えているので、T I A A - C R E Fのような考え方を支持するものです。企業およびその投資家は全体として、企業の長期的な事業戦略に傾注することによって、企業のリーダーシップをより良く示すことができるでしょう。

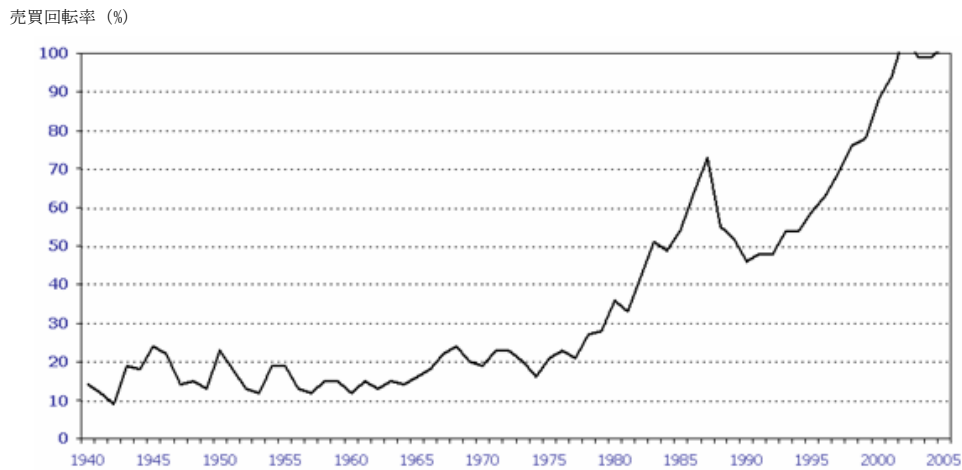
あるシンポジウム参加者は、「企業というものは、それに相応しい株主を得るものだ」とまとめています。次の推論も成り立つでしょう：すなわち、株主もそれに相応しい企業を得るものです。言い換えれば、長期の株主は所有者らしく行動して、自分たちの資産の適切な長期的管理を要求する必要があります。これは、双方向の関係です。投資家は、より大きな影響力を持つことを期待して当然ですが、同時に真の所有者としての振る舞いを示し、また一般に所有者らしく行動しなければなりません（例えば、より長い間株式を持ち、取引回数を減らす等）。同様に、企業はより長い期間にわたる資本投資を認められるべきですが、これは企業が質の高いコミュニケーションとガバナンスにおける公平な意見を投資家に提供している場合に限りです。

企業は、投資家とのコミュニケーションやディスクロージャーの重点を、中期経営戦略、その実践状況および長期的な成長の持続性に置くことによって、投資期間が企業の長期的な企業価値向上を目指す経営戦略と合致する株主基盤を獲得する努力を積極的に行うことができます。また、企業は単純に短期的成果を強く要求する株主からの圧力に抵抗すべきです（さらなる議論に関して、次のセクション「コミュニケーションと透明性」を参照のこと）。別の言い方をすれば、先導的立場にたつ企業とその株主は、適切な長期的価値創造戦略を核として連合する必要があります。

現在、多くの企業が、短期的投資家層からの強い短期的圧力に遭遇しています。ニューヨーク証券取引所の上場企業の株式の年間売買回転率は劇的に増加し、1940-80年の期間には10パーセントから30パーセントの間であったのが、2005年には100パーセントを超えるようになりました（図6参照）。このような売買回転率は、間違いなく企業やその投資家にコストを負担させるものであり、かかるコストとして軽視できないものとして、より高い取引手数料、あるいは長期的戦略投資が社内的に差し控えられる可能性などを挙げることができます。

対照的に、フォーチュン誌の「2006年の最も賞賛に値する企業」として、特に「長期的投資」のカテゴリーで選ばれた企業群では、2005年の平均売買回転率は約60パーセントでした。¹⁴ これらの結果から、不適切な圧力をかける短期的な株主や投機家の代わりに長期的株主を中核的基盤とすることで、企業の健全な長期投資が可能となっていることがわかります。

図6:NYSE売買回転率、1940-2005年



出典: ニューヨーク証券取引所ファクトブック (2006年)

企業の取締役は、より長期的な視点を生み出す上で、リーダーとしての役割を果たさなければならない影響力を持ったグループの1つです。2006年3月、ディレクターズ&ボーズ誌はイーブリーフィング購読者に「企業は収益ガイダンスを提供する行為を止めるべきか？」と尋ねました。回答者のおよそ74パーセントが「はい」と答えました。同様に興味深かったのは質問への全体的な関心で、同誌の編集者によると、「(どの質問に対しても) 今までで最も高い回答率と追加コメント」が得られたということです。¹⁵ 最近、コカコーラの取締役は、ユニークな方法で短期主義に関する株主の懸念に対処しました。同社の取締役会は、全ての取締役報酬がエクイティ・ベースの株式投資信託だけで構成され、長期の企業業績目標が達成された場合にだけ報酬が支払われるという、「オール・オア・ナッシング」の報酬方式を採用しました。最初の業績評価期間は3年です。¹⁶

また、リーダーシップは企業戦略の実現に長期的かつ積極的に関与する機関投資家にも期待することができます。機関投資家の株式保有高は2005年には8兆ドルにまで増加し、これは米国での発行済株式の60パーセントにあたります。¹⁷ このように影響力のある機関投資家は、長期的で価値を創造する企業戦略を支援する主要な擁護者になるチャンスがあります。

上場企業、資産運用マネジャーおよび機関投資家が、長期的な戦略、投資、そして最終的には価値創造を目指してリーダーシップを発揮すれば、すべての市場参加者にとって長期的パフォーマンスが改善する結果につながるでしょう。

リーダーシップについての勧告

1. 四半期ごとの収益ガイダンスの提供よりも、むしろ長期的な経営目標と経営戦略、それに関連する業績評価基準（パフォーマンス・ベンチマーク）を伝えようとする企業のリーダーシップを支持する。四半期指標を提供する現在のやり方では企業はあまり得るものではなく、むしろ長期的なことに注力することによって自分たちや自分たちの株主により良く役立つことができる、とパネルは考えます。

収益ガイダンスの提供を中止する企業は、貴重な経営資源のうちガイダンス提供に割く分を減らすことによる長期的なメリットを示す先駆者となることができます。

リーディング企業は、キャッシュフローと幅広い業績評価基準に専ら着目した、より充実した報告を行うことで、長期的な事項に関心を向けることができます。これらの企業は、長期的成長見通しに焦点を合わせるように「会話方法を変更」という点で、先駆者となることができます。かかる変更は結局のところ、四半期利益予測における1株あたりのお金の額よりも、継続的な成功にとっては重要なことです。

2. アナリストや資産運用マネジャーが長期的視点に立って分析や投資判断を行えるようにサポートする。アナリストと運用会社が長期的な事項により集中し、そのインセンティブ体系を長期的な職責と関連づけるためには、アナリストと運用会社がリーダーシップを発揮する必要があります。そのようなリーダーシップがなければ、そのような変化が起こるかどうか疑わしいものであります。

「アナリストの質が最近落ちている」等のパネリストのコメントは、CFA協会が教育カリキュラムにおいて、引き続き短期的財産評価モデルよりもディスカунテッド・キャッシュフロー（DCF）評価モデル等の長期的手法を重視する必要性を裏づけるものです。CFA協会は、そのような長期的評価モデルの有効性を引き続き支持し、かつ適宜カリキュラムを見直して、長期的な株主価値の創造にとって有害な短期投資戦略が不当に強調されていないか、またどこでそれが行われているのか確認します。

また、現在の「コンセンサス収益」の風潮は、企業の提供する収益ガイダンスと異なる予想を行うアナリストには多大なプレッシャーを与えるため、アナリストの見方が画一化することを助長します。CFA協会は、最良のアナリストの勤勉さ、専門知識および独立した評価が報われる市場が生み出されることをサポートします。

3. 機関投資家が自ら長期的な投資収益に焦点を合わせるよう、またその資産運用マネジャーを評価する際にも、そうした観点に基づく評価制度を採用するよう働きかける

短期主義問題の一つとして、機関投資家と年金基金の行動に言及したパネリストもいました。機関投資家のパネルのメンバーは、多くの年金基金が企業およびアナリストに厳しくフォローアップを求めている同じ四半期業績データをあまりに過度に重視していると述べています。これらの年金基金は、時に四半期実績に過度に依存して資産運用マネジャーのパフォーマンスを評価し、その結果、まさに自分たちが嘆いている短期主義の問題を悪化させて、短期主義に基づいた四半期格付の重視を助長しています。

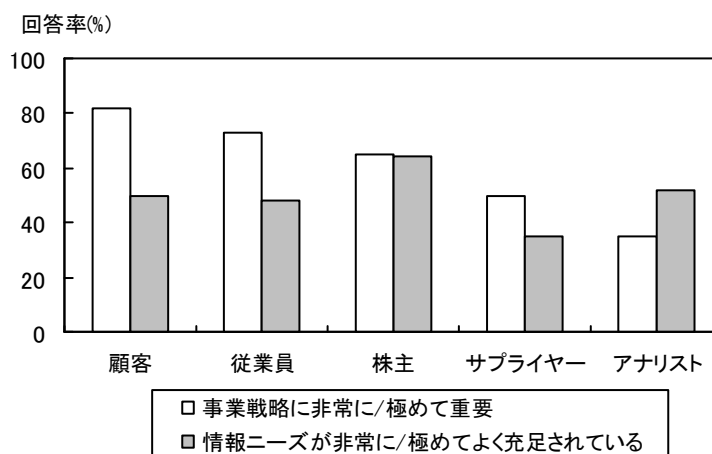
パネルは、年金ファンド・マネジャーが長期的に自分たちの資産運用マネジャーを評価して、長期の測定期間（3～5年）に基づく成果報酬制度を作り出すよう奨励します。パネルは、機関投資家が自分たちの長期的収益目標を達成するためには、資産の配分とコストの抑制に注力した方がよいだろうと考えます。

機関投資家は、世界の株式の相当な部分を究極的にコントロールしており、役員報酬、経営計画および長期的な視点を育むその他の企業行動についての決議を支持することによって、長期的な考え方を奨励できる立場にあります。

私たちのシンポジウムに参加したすべての投資家グループが、意味のあるコミュニケーションとパフォーマンス報告を求めており、その要請の度合いは、ディスクロージャーにおける透明性や平易な言語を求める現在の要請を上回るほどのものでありました。SECが公平開示規則（2000年8月に採択されたレギュレーションFD）を承認したとき、その明白な意図は、アナリスト、資産運用マネジャーおよび機関投資家がもはや特権的に企業情報を受領できないようにすることでした。しかし、私たちのシンポジウムの議論では、その予期せぬ結果として、企業、投資家およびアナリストの間で交換される情報の質が低下したことが示唆されました。パネルは、企業が求められていると信じている情報と、投資家、アナリストその他の利害関係者が本当に必要とする情報との間にあるギャップを埋めるよう勧告しています。

企業経営者を対象とするプライスウォーターハウスクーパーズの最近の調査では、企業の提供する情報の質と、彼らの主要な利害関係者グループが求めるものとの間にあるギャップが例証されています（図7参照）。調査対象者によると、株主とアナリストのグループだけが、彼らが企業の総合的な戦略を理解するのに重要と考える情報の提供を受けています。しかし、最もニーズを満たされているグループ、つまり株主でさえ、彼らが必要とする情報の62パーセントしか受領していません。¹⁸ この調査結果は、すべての投資家とアナリストが企業の長期的価値を高める要因をより良く理解するには情報コミュニケーションの改善が必要であるというパネリストの勧告を裏づけるものです。

図7:利害関係者の情報ニーズの分析



出典: プライスウォーターハウスクーパーズ(2006年)

企業が自己の最も重要な利害関係者グループ、すなわち顧客、従業員、株主、サプライヤーおよびアナリストの満たされていない情報ニーズを充足することに注力する必要があることは明らかです。おそらく企業経営者の最も重要な責務の一つは、自分たちの企業の価値を伝え、それに基づいて行動し、企業の長期戦略および「価値計画（バリュー・プロポジション）」にそれらの価値を組み込むことでしょう。短期的な利益目標は、本質的に不安定で大きく変動しやすく、企業経営者が企業の長期価値についての見通しを伝えるにあたっての障害になります。短期的目標を過度に重視し、その達成にとりつかれている経営者は、従業員、投資家その他の重要な利害関係者グループから持続的な支持を受けることができなくなる可能性があります。

株主とアナリストによる事業の正確な分析と明確な理解を促進するためには、そのようなコミュニケーションはその大部分が（会計上や法律上の用語ではなく）平易な言葉で行われなければなりません。適切かつ質の高い業績関連数値が頻繁に提供されれば、これらのグループが企業の四半期収益ガイダンスに依存する度合いは低下するでしょう。

収益ガイダンスという習慣を断ち切りたいと考える株式公開企業は、社内で計画立案のために使用している質の高い業績関連数値をより多く他の者と共有することによって、それを実現できるでしょう。あるパネリストは、彼の企業では四半期収益ガイダンスを提供せず、その代わりに、社内で長期計画の為に使用しているのと同じ月次

経営データをウェブサイトを開示していると述べました。同社の経営陣は、業界および企業の事業要因に関してアナリストを教育することに注力できます。このコミュニケーション戦略は、別々の収益ガイダンスの提供のために必要なリソースの垂れ流しをなくし、かつ企業が長期的にどのように経営されるかという点に焦点を絞った情報をより頻繁に提供するものです。

コミュニケーションと透明性についての勧告

1. 企業の経営実態を反映したより透明性のある財務報告を含む戦略や長期的ビジョンについてのより有意義かつより頻繁なコミュニケーションの機会を企業が提供するよう奨励する。

パネルは、企業が自分たちの事業のことを金融業界にもっと理解してもらうように努力するべきであると考えます。企業は、その財務状況および長期的な価値創造についての見通しを明確に伝える非常に透明性の高い財務諸表を提供することによって、金融市場に長期的展望を生み出すことができます。

例えば、各四半期決算発表に要約版の貸借対照表およびキャッシュフロー計算書を含めることによって、株主は四半期決算発表に必ず含まれている損益計算書の各項目と、それに直接関連した貸借対照表またはキャッシュフロー計算書の項目とを容易に照合することができます。また、定例の四半期決算発表では、企業の長期的価値を高める要因について株主がより良く理解できるように、貸借対照表およびキャッシュフローへの影響についてより詳細な記載をするべきです。

さらにパネルは、企業が補足的な株主価値に関する情報を投資家に提供することは、企業にとって有益であると考えます。株主価値に関するたくさんの文献が、株主価値の変化を数字で表す確かなツールを使用して投資家とのコミュニケーションを改善する方法を提供しようとしています。シンポジウム参加者が一例として述べたのが、ノースウェスタン大学ケロッグ経営大学院のアルフред・ラパポート氏によって開発された「企業業績計算書」です。これは、現在株主が与えられているものよりも有意義な企業業績の計測手段を株主に提供し、市場が収益ベースの評価モデルに過度に依存するのを防ぐ手助けになります。¹⁹ ラパポート氏は、多くの市場参加者がDCFは株式評価のための正しいモデルであることに同意しているけれども、このモデルは収益ベースのモデル（PER等のマルチプルベースの指標など）が提供する単純な適正株価算出よりも時間がかかってしまうと主張しています。残念ながら、企業経営者および短期投資家は、いずれも収益ベースの評価モデルが本当は将来の成長率、マージン・トレンドおよび再投資率といった多くの暗黙の仮定に基づくDCFモデルであることをしばしば忘れていています。これらの仮定は、本当の企業成績をあいまいにする可能性のある会計処理を明確化する必要のあるDCFによるモデルでの検証を通じて明確に述べられる必要があります。

2. 会計や法律の専門用語が支配的な現在のコミュニケーション方法に代えて、平易な言語によるコミュニケーションをより多く活用することを奨励する

あるパネリストは、多くの者を代弁し、「・・・現在、委任勧誘状は法律文書、責任文書とみなされているが、これはコミュニケーションのための文書であるべきです。」と述べました。

届出財務諸表に付随する「経営者による財務・経営成績の分析」（MD&A）の記述は、本来の意図である投資家への情報提供という幅広い目的を果たしていないと広く認識されています。SECがフォーチュン500にランクされた企業の年次報告書について2001年に行った調査では、「企業が財務諸表情報をくりかえすだけでその分析を述べていなかったり、あるいは事業見通しに関する意見を含まない決まり文句だけの分析を提出した為、（SECは）一般により多くの分析を求めるかなり多数のコメントを發した」ことが明らかになっています。²⁰

財務書類やその他の企業のコミュニケーションは、決まり文句や法律用語ばかりを使って書くべきではありません。そのような書類が平易に書かれるならば、投資家の不信感は減少するとパネルは考えます。

3. 企業の経営モデルについて ～ 現在一般的に実務として受け入れられている要件の範囲を超えて ～ 明確に説明する株主向けの長期投資方針報告書の使用を支持する

バークシャー・ハザウェイの年次報告書では、毎年ウォーレン・バフェットCEOが、同社の状況とその長期的見通しに関する意見を提供することによって、バークシャー社の投資家に対して大きく貢献しています。また、バフェット氏は数十年にわたり、長期投資のメリットについて株主を教育し、長期的投資家基盤の形成を支援しています。これは一つには、バフェットCEOが自分の企業やコミュニケーションの焦点を長期的な事柄に合わせているからです。

パネルは、企業経営者がこの例に倣って、自分たちの企業の長期投資見通しについてより多くコミュニケーションをとるよう奨励します。現在典型的な株主へのレターでは、企業が過去に行った正しかった行動について説明することに多大な時間を費やし、また、限られたスペースを計算上の誤り、あるいは当てが外れたことの説明に割いています。レターの残りの部分では、長期的な「株主価値の創造」という使命に漠然と言及して、来年度への期待を述べるだけのことが多いようです。

何故その企業が長期投資を行う投資家の利益に貢献するのかを、そのようなレターで株主と議論するならば、それはもっと役立つものになるでしょう。もちろんパネルは、誰もがバフェット氏と同じくらい長期投資のメリットについて説得力をもって述べることができるわけではないことは承知している（あまりにわずかしか試みられた例がないので、これは立証しにくい前提ですが）。それにもかかわらず、企業経営者は、株主に対しそうした努力を実践する義務があります。

4. 投資家およびアナリストに有用な情報を伝えるというより、むしろ彼らを混乱させている現在の多重的なコミュニケーションのあり方を多少とも是正するため、企業のディスクロージャー・プロセスにおいて投資家向け広報機能と法務機能の統合を推進する

パネリストらは、企業の投資家向け広報活動（IR）部門によって作成・配布される投資家向けコミュニケーションと、年次報告書や委任状勧誘書類などの、主として決まり文句と法律用語から成る多くのコミュニケーションとの間で、企業のコミュニケーション・プロセスが分裂状態になっていると指摘しました。

企業のIR部門出身の執行役員が企業の企業開示委員会の委員となることによって、現在ディスクロージャー関連のコミュニケーションで支配的となっている決まり文句・法律用語よりも、企業の企業メッセージを上手に伝えることができるディスクロージャー用言語を作り出す一助となる、とパネルは考えます。

5. 機関投資家も彼らの受益者に対し長期投資方針報告書を策定するよう奨励する。この報告書はパネルが企業に対してその株主のために作成を求めている報告書に類似したものである

パネルが推奨するいくつかのコミュニケーションの改善は、企業のコミュニケーションに関するものですが、パネルに参加する機関投資家らは、自分たちも長期投資戦略を受益者に伝える上でより良い仕事をする必要があることを認めました。

この勧告が生まれたのは、パネリストが「おそらく、（受託者の長期ビジョンの欠落に対する）1つの解決策は、受託者に長期投資説明文書を作らせ、受益者のお金が長期間にわたりどう管理されるかについて、受益者がより良く理解できるようにすることです」と述べたのがきっかけでした。そのような説明文書においては、当該機関の長期債務や、かかる債務に見合った長期資産を確保するための当該機関の戦略的投資プランに焦点をあてるべきです。

さらにパネルは、各機関がこの長期投資説明文書を利用して、短期的思考がいかに長期利益を蝕むものであるか（売買回転率、取引コスト、および経営者の交代にかかるコスト）を受益者に教育するよう勧めています。

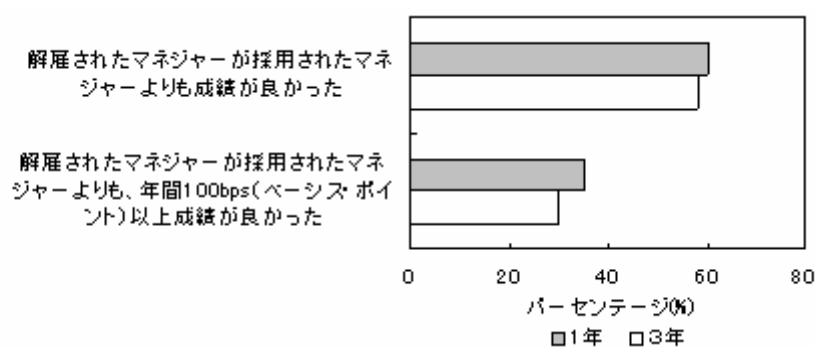
資産運用マネジャーのグループに属する何人かのパネリストは、あまりに多くの企業経営者が自社に対する市場の評価を誤って解釈し、そのため1株当たり利益などの短期的な評価手段を過度に重視していると述べました。これらのパネリストは、多くの株式公開企業がヘッジ・ファンドの影響を過大評価している（恐らくこれらのファンドがビジネス関連のメディアで誇張されて報道されているために）ということも示唆しました。パネリストらは、すべての重要な関係者（企業経営者、投資家、アナリスト、監督官庁およびメディア）への教育の強化が、複雑な性質を持った短期主義に対処するために不可欠であるという点に同意しました。

パネルに参加した機関投資家は、特に、年金基金プランのスポンサーと年金基金受託者に対するより良い教育の必要性を指摘しました。このような見方は、ある年金基金コンサルタントにも支持されています。そのコンサルタントは、年金基金受託者の中には、短期主義の問題にとどまらず多くの問題において、ファンド受益者に対する受託者責任を適切に履行するのに必要な金融関連のバックグラウンドを持たないものがあると示唆しています。

パネル参加者は、資産運用マネジャーを採用し解雇することの本当のコストが必ずしも全ての年金基金およびその受託者に適切に理解されていないという懸念を口にしました。彼らは、直前の実績への過度の依存が、年金基金とその最終受益者の利益にはほとんど役立たない短期的マインドセットの存在を示すものである可能性があると指摘しました。

財団、基金その他の大規模機関の投資コンサルティング企業であるケンブリッジ・アソシエイツが自己の顧客を分析したところ、1996年から2001年までの間に92の機関が資産運用マネジャーの交替を決定したが、かかる決定はしばしば短期的基準に基づいて行われ、たいていの場合、価値の破壊につながったことが分かりました。²¹ この分析によれば、交替事例の58パーセントで、解雇されたエクイティ・マネジャーの翌年度の成績は採用されたエクイティ・マネジャーを上回り、また、交替事例の60パーセントで、次の3年間の成績が採用されたエクイティ・マネジャーを上回りました。さらに、もし企業が（マネジャーを交替させたことによるコストや中断を正当化するため）新しいエクイティ・マネジャーに前エクイティ・マネジャーより少なくとも年間100ベース・ポイント良い成果を要求したとすると、1年後にその交替が成功であったとみなされるのはわずか35パーセントであり、3年後に判定しても成功率は31パーセントにすぎないことがこの調査で判明しました。

図8: 採用・解雇されたエクイティ・マネジャーのパフォーマンス



出典: ケンブリッジ・アソシエイツ (2003年)

2006年に国際的なコンサルタント業者であるワトソン・ワイアットによって発表された同様の調査も、これらの調査結果を裏付けています。その報告によれば、年金基金や保険会社は、パフォーマンスが改善する直前にしばしば資産運用マネジャーを解雇し、パフォーマンスが下降する直前にしばしばマネジャーを雇っているということです。²²

最後に、パネリストは、金融教育を十分に受け、長期的価値を犠牲にして短期的価値を重視することの結果をよ

り良く理解している個人投資家が、短期主義の問題を緩和する助けになるだろうと考えています。より博識な投資家は、長期的な事業・投資戦略を理解する準備がより整っており、企業経営者、ファンド・マネジャーおよび機関投資家による長期的な観点での投資の傾向をさらに強化することができるでしょう

残念ながら、米国ならびに世界における金融教育レベルは全体的に低いと言えます。50の州のうち8州だけが、現在、個人金融に関する課程を高校で教えることを要求しており、そして、9つの州だけが個人金融の知識についてのテストを行っています。²³ パネルは、金融に関する理解力を高めるプログラムをもっと学校で行うよう要求する等の投資家教育のための努力が役立つだろうと考えます（もちろん、そのような課程の要求だけでは、短期主義の問題に対処するワンステップにすぎませんが）。実用的な個人金融知識を持つ人々は、短期的な影響で容易に動揺することのない、より我慢強い投資家に将来なりうると思います。

教育についての勧告

1. 資産運用マネジャーやその他の金融市場のリーダーとの継続的な対話に多くの企業が参加し、自社が市場でどのように評価されるのかを理解することを奨励する

投資専門家がどう企業を評価するかに関して、多くの企業経営者が現実とかけ離れた見方をしているために、長期的な事業運営に焦点を合わせる代わりに、1株当たり利益などのような短期的な数値に焦点を合わせています。

CFA協会およびビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所を含めた影響力のある団体は、企業経営者のための教育セミナーを開催したり、あるいは、フォーラムで資産運用業界と発行体の経営者達を引き合わせて理解を促進したりすることで、企業がどのように評価されているかについて、より良い情報を株式公開企業に提供する役割を果たすことができます。これらのミーティングはレギュレーションFDに従ったものになります。なぜなら、企業経営者が自社の資産運用責任者やヘッジ・ファンド運用者の話を聞くことになるからです（これは、多くの企業経営者が歓迎するであろうとパネルが示唆している価値の逆転になります）。

2. 機関投資家と彼らの助言者（例えば、コンサルタント、受託者）に対し、短期思考の弊害および関係者に対する長期的観点での受託者責任について教育する

年金基金受託会社の教育の必要性は、シンポジウムでの議論において何度も示唆されてきました。短期主義を生み出す市場の力を理解している受託会社は、短期主義を止めさせる上で役割を果たす準備がよりできています。

パネルは、年金基金が、自己の受託会社が既に利用可能である教育プログラムや資料を利用して、受益者の長期的な利益のために適切に職務を遂行するのに必要な知識を受託会社が得られるようにするよう勧めています。

3. 投資家およびアナリストに有用な情報を伝えるというより、むしろ彼らを混乱させている現在の多重的なコミュニケーションのあり方を多少とも是正するため、企業のディスクロージャー・プロセスにおいて投資家向け広報機能と法務機能の統合を推進する

個人投資家が金融市場についてもっと学び、より良い長期的投資家になるならば、自己の長期的投資目標に反するような決定をすることがより少なくなるでしょうし、また（経営者か投資専門家による）長期的価値を破壊するような行動を許すことも少なくなるでしょう。

CFA協会は適切なパートナーと協力して、教育的な取組みおよび大衆投資家のための金融教育イニシアチブの支援を拡充します。また、CFA協会は、大衆投資家の教育を目指す投資家フォーラムその他のイベントの後援を通じて、投資家教育を促進します。

1. 「コーポレート・ガバナンスにおける新たな環境：株をもって先を読む」、ビジネス・ラウンドテーブルのコーポレート・ガバナンス・フォーラム（2003年9月10日）。
2. 「マッピング・ザ・テラン（論点整理のための）」調査、ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所（2004年）。www.corporate-ethics.org 参照。
3. ジョン・R・グラハム、キャンベル・R・ハーベイおよびシバラム・ラゴバル、「企業財務報告の経済的含意」、ジャーナル・オブ・アカウンティング・アンド・エコノミクス、第40巻（2005年）：3-73頁。
4. ジョン・C・ボーグル、資本主義の魂のための戦い、(コネチカット州ニューヘブーン：エール大学出版社、2005年）：43頁。
5. マッキンゼー社、マッキンゼー・クォーターリー(2006年3月)。ウェブ限定。www.mckinseyquarterly.com 参照。
6. ピーター・バーンスタイン、「根源的なリスク」、マーケット・リーダー誌(NTCパブリケーションズ)、No.2(1998年秋号)：40-43頁。 www.risk-analysis-center.com/scripts1/aboutR.asp#a2 参照。
7. マッキンゼー社、前掲書。
8. 収益ガイダンスについてのN I R Iの調査、2003年12月10日、2005年3月30日および2006年4月6日のニュースリリース。www.niri.org 参照。
9. カンダース・ブラウニングの発言(メリル・リンチ社シニアバイスプレジデント兼国際証券調査・経済部長)、「資本市場、保険および政府出資法人に関する米国下院小委員会による、財務報告の正確性と透明性の醸成」についての公聴会(2006年3月29日)。
10. C F A協会の2006年3月の調査では、「企業は一点集中型の四半期収益ガイダンスをやめるべきだと思いますか?」という質問への回答者の数が2,686人に達しました。このうち76パーセントは「はい」と答え、24パーセントが「いいえ」でした。「あなたが『はい』と答えた場合、企業はファンダメンタルかつ長期的な事業推進要因についての追加情報を提供するべきだと思いますか?」という質問への回答者は2,106人でした。回答者の96パーセントは「はい」と答え、4パーセントが「いいえ」と答えました。調査はオンラインで行われました。
www.cfainstitute.org/aboutus/press/release/03releases/03financial_disclosure_qlty.html 参照。
11. スペンサー・スチュアート、「トップへの道、2005」(2005年11月11日)www.spencerstuart.com 参照。
12. ビジネス・ラウンドテーブルによるガバナンス調査における主要な調査結果、ビジネス・ラウンドテーブル(2006年3月)。www.businessroundtable.com 参照。
13. T I A A - C R E F コーポレート・ガバナンスに関する方針発表。
www.tiaa-cref.org/pubs/pdf/governance_policy.pdf. 参照。
14. フォーチュン誌(2006年3月6日)。
15. ディレクターズ&ゴーズ誌、イーブリーフィング第3巻3号(2006年3月)。
16. 「コカコーラ社が新しい役員報酬プランを発表」、同社ニュースリリース(2006年4月5日)。
www.coca-cola.com/flashIndex1.html 参照。
17. キャロリン・K・ブランカートおよびステファン・ラビモフ、「2005年機関投資報告書：米国および世界の動向」、報告書R-1376-05-RR、コンファレンス・ボード。
18. プライスウォーターハウスクーパーズ(2006年)。
19. アルフレッド・ラパポート「短期的パフォーマンスに取りつかれた経済学」、ファイナンシャル・アナリシス・ジャーナル、第61巻3号(2005年5/6月)：65-79頁。
20. 米国証券取引委員会。「フォーチュン500企業の定期報告の審査において取組み対象となった重要問題についての法人金融部門による要約。」(2003年2月)www.S E C.gov/divisions/corpfm/fortune500rep.htm 参照。
21. ケビン・スティーヴンソンおよびレベッカ・フェンダー、「マネジャーの雇用と解雇」、ケンブリッジ・アソシエイツ(2003年)。
22. 「最悪の時に『雇用され解雇された』マネジャー」、ファイナンシャル・タイムズ紙(2006年1月16日)。この調査は米国およびイギリスの情報源を引用し、資産運用マネジャーの雇用前3年間のアウトパフォーマンスは平均4.4パーセントであったが、雇用後の同じ期間では、統計的にゼロと同一視できる数字にまで低下したと述べています。
23. 全米経済教育協議会、「各州調査 - 2004年の我国の学校における経済・個人金融教育」(2005年3月)。
www.ncee.net/about/survey2004/参照。

<p>カート・N・シャクト、CFA、JD - 常務理事</p> <p>会員・下部組織担当</p> <p>・ロバート・M・ラック・ジュニア、CFA、CPA - 理事</p> <p>アジア太平洋</p> <p>・カー・ルーン・リー、CFA - 代表</p> <p>・アーネスティン・チャン、CFA - ポリシーアナリスト</p> <p>ヨーロッパ・中東・アフリカ</p> <p>・ジョン・バラス - 代表</p> <p>資本市場</p> <p>・レベッカ・T・マカナリー、CFA、博士 - 理事、資本市場ポリシー担当</p> <p>・リンダ・L・リッテンハウス、JD - シニアポリシーアナリスト</p> <p>・ジェームズ・C・アレン、CFA - シニアポリシーアナリスト</p> <p>・トーマス・H・ラーセン、CFA - シニアポリシーアナリスト</p> <p>・ゲオルギン・B・パラツキー、CPA - シニアポリシーアナリスト</p> <p>・マシュー・オルサグ、CFA - シニアポリシーアナリスト</p>	<p>投資パフォーマンス基準</p> <p>・アレシア・L・リカータ - 理事、投資パフォーマンス基準担当</p> <p>・シンシア・S・ケント - シニアポリシーアナリスト</p> <p>・キャロル・A・リンゼイ - ポリシーアナリスト</p> <p>専門職業規範</p> <p>・ジョナサン・A・ボーエルスマ、CFA - 理事 職務規範担当</p> <p>・ジョナサン・J・ストークス、JD - シニアポリシーアナリスト</p>
--	--

より詳細は

メディアからの連絡先:

米国・ヨーロッパ

キャシー・バレンタイン、+1 (434) 951-5348

または、ジェシカ・ゲールハウス、+1(434)951-5376

香港

ヘンリー・チュア、852-2868-2700

その他の方からの連絡先:

CFA協会

米国 +1 (434) 951-5499

イギリス +44 (0) 20-7712-1719

香港 852-2868-2700

ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所スタッフ

ディーン・W・クレマイアー - 専務理事

ブライアン・モリアーティ - コミュニケーション担当副理事

より詳細は

メディアからの連絡先:

ブライアン・モリアーティ

+1 (434) 982-2323

moriartyb@darden.virginia.edu

その他の方の連絡先:

ビジネス・ラウンドテーブル企業倫理研究所

+1 (434) 982-2177

info@corporate-ethics.org

www.corporate-ethics.org