

上場企業の短期志向（ショートターミズム）と過小投資

中村 純一

企業が株式を上場する（もしくは上場を維持する）理由は数多あれ、その1つが資金調達において幅広い投資家へのアクセスが可能になるという点にあることは疑いがない。しかし意外なことに、アメリカでも日本でも、固定資産の増加率などで測った投資活動は、むしろ非上場企業の方が活発であることが最近の研究結果から明らかになっている。

例えば、Asker *et al.* (2015)*は、アメリカ企業の 2002～11 年のデータをもとに、非上場企業の投資率が平均 7.5% であるのに対し、上場企業のそれは 4.1% に過ぎず非上場企業に比べて有意に低いことを報告している。この関係は、非上場企業の方が規模が小さく若い企業が多いといった特徴や、投資機会の違い、産業特性などをコントロールしても、ロバストに観察されると言う。また、日本の法人企業統計の個票データを用いた折原(2014)**も、資本金 6 億円以上の企業を対象に分析を行い、やはり同様の結果を得ている。前出の Asker *et al.* (2015) はさらに、売上高の伸び率など投資機会の代理変数に対する投資行動の感応度が上場企業は非上場企業に比べて低いこと、そして当期の利益情報（サプライズ）に対する株価の感応度（Earning Response Coefficients, ERC）が高い産業ほどその傾向が顕著であることを推計結果から見出し、上場企業には市場からの短期志向のプレッシャーを背景とする過小投資の歪みが存在すると結論づけている。つまり、目先の減価償却費を減らすために、本来実施すべき投資を見送っているのではないか、というわけである。

* Asker, J., J. Farre-Mensa, A. Ljungqvist (2015), "Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?" *Review of Financial Studies*, 28(2), pp.342-390.

** 折原正訓 (2014), 「上場企業と非上場企業の設備投資 法人企業統計を活用した記述統計に基づく分析」, 『ファイナンス』, 2014 年 9 月号, 財務省.

アベノミクスの成長戦略の一環としての企業統治改革は、持続的な企業価値の向上を目的に掲げており、「内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&A などに積極的に活用していくことが期待されている（「日本再興戦略」改定 2014）」とあるように、本来は上場企業の短期志向に基づく過小投資を是正する役割を担うべきものだ。この観点からは、足下の ROE の水準ばかりに注目が集まりがちな現状は逆効果になるおそれもあることに対し、もっと警鐘が鳴らされるべきではないだろうか。資本収益率の向上を目指せば、投資案件の選定基準（ハードルレート）も厳しくなる。したがって、それ以上に有望な投資案件のプールを増やさなければ、投資率は従来よりも低下し縮小均衡に陥らざるを得ない。成長戦略が描くシナリオを実現するためには、企業自身の努力は当然のこととして、中長期の投資家さらには取引金融機関にも、企業との対話・協働を通じてプロジェクト・メイキングに参画していくという発想が求められている。

2015 年 4 月 27 日