

論文内容の要旨

本研究では、世界的に問題となっている金融業界の成果主義に基づく高額報酬問題と株式市場における非合理的な株価形成であるバブルの関係性について着目した。特に金融業界の中でも高額報酬である機関投資家の実際に株式売買を行うトレーダーの報酬体系の問題点を解明し、ファンダメンタルバリューと言われる公正価格を知っているはずの機関投資家が取引の多くを占める株式市場において何故バブルが起こるのかについて、実験経済学の観点より明らかにしたいと考えた。機関投資家で働いているトレーダーに対し、成果主義全般に係るノルマ（予算）や成果報酬の有無、労働環境と心理などについて、インタビュー調査を行った。その調査によりノルマや高額報酬といった強すぎるインセンティブが、トレーダー達の精神面への強いプレッシャー、強迫観念により過度に成果を追い求めて公正価格を無視した取引を助長する可能性があるのではないかと考えた。機関投資家が置かれている状況を再現し、機関投資家のファンドの運用成績のランキングと高額報酬の多くを占めているインセンティブ報酬が競争心を過剰に形成し、財の取引価格を高騰させることがあるのではないかと仮定し、実験を行った。実験経済学に基づき学生被験者を用いた実験からは、社内の評価制度を想定したトレーダー間の競争を煽るようなインセンティブ設定があるときに、非合理的な価格での取引が増加することが示された。事実関係の確認を目的として、機関投資家で実際に働いている人を対象にインタビューとアンケートを実施し、トレーダーが実際に直面している成果主義に基づく成果報酬制度であるインセンティブ報酬や出背競争により公正価格を無視した取引を行うこともあることを検証し示した。

研究の背景

1990年以降の日本におけるバブル崩壊により「失われた10年」と言われる経済後退期を経験し、2000年から2001年に起こったITバブルの崩壊により更に経済の低成長期が持続することとなった。経済が成長しない中で、企業はコスト削減のために人事評価で成果主義に基づく報酬制度の導入を行い人件費の大幅な削減を行った。高度経済成長期の賃金構造では、年功序列の賃金体系を導入している企業が多数であったが、現在の企業の多くは年功序列の賃金制度よりも成果報酬制度による賃金体系へシフトした。企業に勤務する多くのサラリーマンは、毎年一定額の給料上昇を望めなくなった。その結果、多くの社員が成果による給料の上昇や昇進を望むべく成果を出すことに執着し、競争による強いプレッシャーを抱える社会構造となった。

特に金融業界の成果主義に基づく成果報酬制度では、個人に必達予算（以下ノルマという）を設定し、ノルマを達成した個人の収益部分の一部をインセンティブ報酬として、賞与や月額給与に加算されて提供される仕組みを導入しているケースが多くある。このことが、社員間の過当競争や過剰な利潤獲得意欲を生みモラルの欠如となり社会問題に至ることもあった。企業で勤務する個人が収益目標を達成し、インセンティブ報酬を獲得するため株式市場で取引する株の公正価値の基準となるファンダメンタルバリュー（以下FV）を上回る価格でも取得を行うような社会システムに大きな悪影響を与えるのではないかと考えた。

研究の目的

1633年から1637年にかけてオランダにおいて人類で最初に起きたバブルといわれているチューリップバブル以降、何度も繰り返し起きているバブルについて、それを抑制するための方法を見出したいと考える。そのバブルの起きる要因の一つを解明すべく、昨今の金融業界における行き過ぎた成果主義に基づく成果報酬制度が株価の取引価格に与える影響を分析し、行き過ぎた成果報酬制度を見直す機会を提案することを目的とする。

成果主義に基づく、行き過ぎた報酬制度などにより、トレーダーの取引心理に影響し成果を追い求めるあまり、逸脱した取引価格でも取引を行うことを示しバブルの抑制と成果主義制度の抑制を図る。

研究方法

実験経済学に基づく実験により被験者に財の取引を実際に行ってもらい、平常時の財の取引価格の推移、順位付けをした場合の財の取引価格推移、順位付けと成績上位者にインセンティブ報酬を与えた場合の取引価格の推移をそれぞれ確認し検証する。

研究の具体的な方法は以下の順序で執り行う。

研究の全体的な構成は、実験による量的研究→実験結果からの推論としての質的研究→実務者へのインタビューによる質的研究→実務者へのアンケートによる量的研究（量→質→質→量）としている。

- ① 過去のバブルの事例を示し、どのような株価変動があるのか事例を収集する
- ② 実験経済学を用いて、被験者に財の取引を行ってもらい、通常の財の取引を行った場合、財の取引の成果に応じた順位付けを行った場合、財の取引の成果に順位付け更にインセンティブ報酬を支払った場合にそれぞれ財に与える影響を検証する
- ③ 機関投資家に勤務するトレーダーへアンケートを取得する際の要点の整理を目的として、自ら株式売買のシミュレーションサイトであるトレダビ (<https://www.k-zone.co.jp/td/>) のバーチャルトレードを行い売買の意思決定を検証する。さらに機関投資家に勤務する株式売買を行う実務者へインタビューを行う
- ④ 実際に証券会社、運用会社等で働く株式売買を行うファンドマネージャーやトレーダーにアンケートを行い、実験結果を検証する
- ⑤ 投資家の売買の意思決定メカニズムをモデル化し、検証する

先行研究

筆者が特に金融業界で勤務していた際の問題点を感じてきた成果主義に基づく競争や高額なインセンティブ報酬の体系により本来のFV価格と乖離した価格で取引を行うことがあり得ることを再現する観点から、バブルを分析する手法として実験により事象を再現しメカニズムを解明、検証することを目的とする実験経済学の分野を調査した。その中でバブルを検証する研究手法が参考となる以下のいくつかの論文に着目した。

広田（2006）では、「株価がひとり歩きするマーケットとは？－実験ファイナンスによる考察－」、広田（2007）「ファンダメンタル投資の収益性－株式市場実験による考察－」、広田（2009）「バブルはなぜ起きるのか？－ファイナンス理論からの考察－」

先行研究を総括すると人間は非合理的な行動により長期投資ではなく、短期投資を選好することがあること及び短期の投資期間によりFVの情報の価値がなくなり、キャピタルゲイン狙いの投資家による価格変動の影響を受けること、直近の株価をアンカーとして投資を行ないFVと乖離することなど、投資期間の短いことを問題点として示している。

また、機関投資家の投資期間が短期になる理由の一つとして、資金を機関投資家へ委託する年金基金等の運用資金獲得拡大のため、機関投資家同士の競争の競争により短期のパフォーマンスを追求する構造となっていると論じられている。

本研究においては、機関投資家が短期取引を行いFVと乖離した株価で取引を行う理由の中の一つとしてそこで働くトレーダーが社内における評価制度として、成果主義に基づくインセンティブ報酬や順位付けがあると考察した。その仮説を検証する目的として、実験経済学に基づく実験を行い、さらに機関投資家で働くトレーダーにアンケート調査を行い実験結果について検証した。

実務意義

アンケートにおける検証によって、FVを知りうるはずの機関投資家も実際に売買を行うトレーダーに課す社内評価制度によって冷静な投資判断に影響を及ぼしていることが確認された。この一流投資家である機関投資家について小幡（2008）では、「投資対象の実体と関係なく、ともかく『儲かれば何でもよい』と考えている」と記している。ノルマによって冷静に判断すべき事項についても、社内の評価制度の達成や期末時点における評価のプレッシャーを理由として阻害されることもあり得るのでないかと考えられる。

本研究のアンケートにおける発見としては、被験者をノルマの有無の回答でグループ分けを行い、統計の検定を行ったところ高ノルマグループの方がFVを低ノルマグループよりも意識しているにもかかわらず成果を出すためにFVを無視した取引を行うことがあること、高ノルマグループの方が期末にプレッシャーを多く感じていることが確認された。

また、機関投資家と個人投資家を比較すると機関投資家の方がFVを意識しており、他者との競争意識も強いことが確認された。

本実験の発見から、機関投資家たる企業は社員に対する成果主義制度における過度なノルマ、成果報酬を基とした順位付け、インセンティブ報酬などの評価制度を見直すことを検討すべきである。

2019年4月23日の日本経済新聞によると、三井住友銀行が一部の職種でノルマの完全廃止を行ったことを報じている。廃止の理由としては、行員は目標額に届きそうになれば無理をしてでも達成しようとする傾向にあり、顧客の意向に沿っているとは言い難かったと報じられていた。さらに、2019年5月29日の日経新聞では、福井銀行も投資信託や金融商品の販売目標額の廃止を行い、社員に「行動ガイドライン」を作成して顧客との面談回数を目標値として収益よりも顧客満足度に視点を変えた人事考課を設定したと報じられた。その他の分野や業種においても、今年6月に日本郵便において年賀状に続き、かもめーるの販売ノルマの廃止を宣言している。郵便局員に本来の需要以上の過剰なノルマを設定し、販売数がノルマに満たない場合には、自分で大量購入していた事実が散見されたためと説明している。

この行き過ぎたノルマの評価制度廃止の流れは、大手証券会社でも近年実施され、販売数や収益ノルマの見直しを行われ顧客預かり資産の増加、減少や証券口座に入金した新規資金の獲得額などで評価する方針に変更している。ノルマ廃止後は、収益ノルマ評価制度を設定していた時よりも利益率が落ちたとされている。

このように政府が掲げる働き方改革の社会情勢もあり、様々な分野や業種において残業時間の短縮のほか、過剰なノルマの廃止や見直しが行われている。戦後の日本の経済成長を支えてきた長時間のサービス残業や過剰な予算・目標設定の改革により、企業と社員の関わり方が大きく変わろうとしている。

機関投資家に勤務するサラリーマンが成果主義による個人で負う義務を軽減、過剰なノルマと過度なインセンティブ報酬制度および行き過ぎた競争の抑制および短期間で評価する制度などの社内の評価制度全般的な見直しによりバブル抑制を行いたい。成果主義に基づく社内の評価制度の見直しだけで、金融市場におけるすべてのバブルを抑制することは難しいが、バブル抑制に資すると考えられる論点を提起し、健全な株式市場の育成にほんのわずかでも貢献したいと意を強くする。