

二〇〇九年CFA協会年次大会に出席して

～証券市場の混乱を乗り越えるための方策～

福田 徹

一、はじめに

四月二六日から、二九日までの四日間、

“Enduring Principles for Long-Term Investment

Success (長期投資は成功するという揺るぎのない法則)”と銘打ち、アメリカのオーランドでCFA協会 (CFA Institute) 年次大会が開催された。

一九二九年に始まった世界恐慌以来の深刻な不況下にあるにもかかわらず、出席者が約九〇〇人、展示業者が三〇社強を数え、ほぼ平年並みの規模

の大会となった。年次大会では、会員総会が開催されるほか、証券アナリスト業務に関わるさまざまなテーマについて、著名なゲスト・スピーカーが報告を行う教育プログラムにほとんどの時間が割かれている。開催地となったオーランドはアメリカ東海岸部では最南端となるフロリダ州に位置し、デイズニー・ワールドがあることでも知られている。なお、大会期間中に筆者が目にしたところでは、巨大テーマ・パークへと向かう家族連れの数はいくらに溢れんばかりであり、歴史的な不況の最中にあるとはとうてい思えないほどであった。

さて、今回の大会であるが、当然のことながらサブプライム・ローン問題に端を発した世界的な経済危機および証券市場の混乱に関わるプログラムがほとんどを占めていた。なお、詳細は後述するが、多くのプログラムで論じられた具体的な内容として挙げられるのは、市場の信頼を回復させるための方策、証券・金融業界の今後、これからの資産運用のあり方、経済および投資環境に対する将来の展望などであった。

なお、具体的な大会の進め方であるが、以下の通りになっている。初日の夕方の特別講演から大会がスタートする。その後の一日の基本的なスケジュールは、午前中が全員参加のプログラム、午後からテーマ毎に分かれての分科会が開かれる形式となっている。午後の分科会では、株式分析、確定利付証券分析、ポートフォリオ管理、個人資産管理・オルタナティブ投資、企業経営に関する

専門家による現時点での関心事となっているトピックについて報告が行われている。加えて、全員参加のセッションが始まる前の早朝に開かれる協賛企業主催による朝食付きプレゼンテーション、夕方から始まるレセプションを含め、大変盛りだくさんなプログラムが組まれていた。今年の大会で注目されたプログラムとしては、ヘッジ・ファンド研究で著名なマサチューセッツ工科大学のアンドリュー・ロー (Andrew W. Lo) 教授、行動経済学のパイオニアの一人であるシカゴ大学のリチャード・サーラー (Richard H. Thaler) 教授、前セントルイス連銀総裁のウイリアム・プール (William Poole) 氏、ライアーズ・ポーカーなどの証券・金融業界の内幕を暴く著作で知られる作家のマイケル・ルイス (Michael Lewis) 氏などによる講演であった。

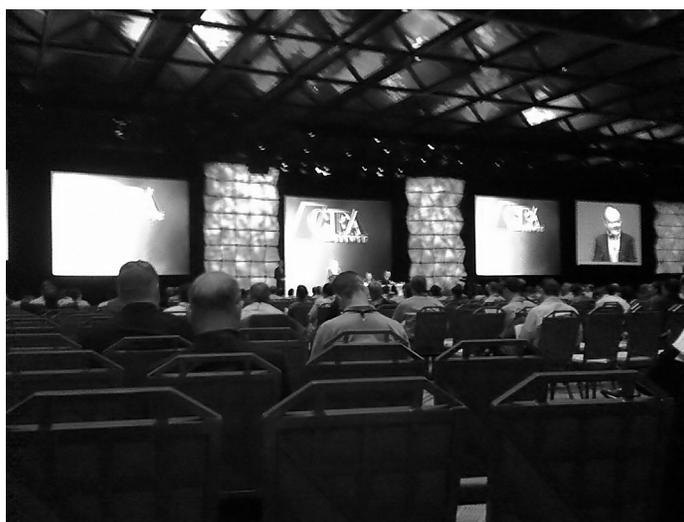
本稿では、筆者が興味深く感じたプログラムを

2009年CFA協会年次大会に出席して～証券市場の混乱を乗り越えるための方策～

図表1 会場となったディズニー・コンテンポラリー・リゾート



図表2 大会の様子



中心に、そこで報告された内容を要約する。さらに、欧米の投資運用業界が、現時点において注目している事柄を整理して盛り込もうと思う。

二、市場の信頼を回復するために

サブプライム・ローン問題に端を発した今回の未曾有の混乱は、証券市場に対する信頼を著しく傷つけたといえるだろう。つまり、これまで拡大続けてきた証券市場における資金運用および資金調達は調整期間を迎えているのである。正常な状態へと戻すためにはどうすべきなのかを論じた多くのプログラムの中から、いくつかをここで紹介したい。

ノーベル賞受賞者のダニエル・カーネマン教授と共に行動経済学の大家とされるシカゴ大学のリチャード・サーラー教授は「行動ファイナンスの

実的な応用 (Practical Applications of Behavioral Finance)」という題目で、市場の信頼性を回復させるために有用とされる手段の方向性を示している。なお、同教授は二〇〇八年の米国大統領選挙においてバラク・オバマ現大統領側で経済政策のアドバイスを行ったことでも知られている。

まず、同教授は行動経済学を主流である新古典派経済学と対立する概念ではなく、人間の行動に関する前提条件をより現実的にした上で問題にアプローチするものであると定義づけた。さて、どのような前提条件へと変更されたのであろうか。それらについては、限定的な合理性、限界のある自制心、抑制された利己心、その結果としての制約された市場機能を挙げている。そして、このような前提条件は望ましい選択を行う上での障害となるが、よりそれに近づけるためには選択構造が

2009年CFA協会年次大会に出席して～証券市場の混乱を乗り越えるための方策～

図表3 午前のプログラム

27日	28日	29日
<ul style="list-style-type: none"> ・ Global Systemic Risk: What We've Learned and the Way Forward Nouriel Roubini ・ Corporate Governance and Transparency: Of Mice and Men James B. Stewart ・ A Perspective on Value Michael J. Mauboussin 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Practical Applications of Behavioral Finance Richard H. Thaler ・ Moral Hazard: The Long-Lasting Legacy of Bailouts William Poole ・ Alpha and Beta in the New Financial Order Andrew W. Lo 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Managing Geopolitical Risks in the Portfolio - Focus on Energy, Commodities, and Emerging Markets Marvin Zonis ・ Finding Opportunity throughout the Credit Cycle Max Holmes ・ Where Do We Go from Here? Liz Ann Sonders

図表4 午後のプログラム

22日	23日
<ul style="list-style-type: none"> ・ Drivers of Returns for Alternative Investments vs. Traditional Asset Classes ・ Overcoming our Credibility Crisis ・ The Evolution of Financial Advisory Services in Today's Market Environment ・ Solutions for the Pension Crisis ・ Risk and Reward across the Public and Private High-Yield Credit Markets 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Understanding Islamic Finance: Investment Opportunities and Challenges ・ Sea Changes in Global Credit Markets ? Winners, Losers, and Best Bets ・ The State of the Union for the Alternative Investment Industry ・ Assessing Valuation Levels in Times of Market Uncertainty ・ How Investment Firms Can Rebuild Trust by Out-Behaving
<ul style="list-style-type: none"> ・ The Use and Misuse of Models in Investment Management ・ The Municipal Industry in an Era of Illiquidity, Volatility, Ratings Ambiguity, and Market Manipulation ・ Sustainable Growth at an Asset Management Firm: Keeping Clients' Interests First ・ Asset Allocation in the Presence of Fat Tails ・ Fair Value Accounting: Where Are We and Where Are We Going? 	<ul style="list-style-type: none"> ・ The Future of Financial Services: Where's the Value? ・ Identifying Market Inflection Points ・ The Next Stage in the Life Cycle for Alternative Investments ・ Taxes and Investment Management ・ An Overview of the Housing/Credit Crisis: Is There Value amidst the Rubble?

鍵となると述べた。選択構造とは、選択を行うための手順の設計図である。例えば、レストランのメニューの構成などのイメージである。なお、同教授はより望ましい選択構造を構築するのに必要な原則をいくつか挙げている。最初に指摘されたのが、ある選択肢が初期設定されていることである。これによって、容易に選択が行えるようになる。また、選択が導く結果を提示することも原則の一つとした。さらには、必ず失敗に結びつく選択肢を無くすよう工夫するという原則も挙げている。

さて、行動経済学が主張する望ましい選択構造を構築する重要性をいかにして市場における信頼の回復に結びつけていくべきなのだろうか。同教授はXBRL (eXtensible Business Reporting Language)、各種財務報告用の情報を作成・流通・利用できるように標準化されたXMLベース

のコンピュータ向け言語)の普及を具体的な方策として挙げている。XBRLが一般的に利用されることで、多くの企業の発表する財務情報をコンピュータ上で素早く効率的に分析できるようになると述べた。例えば、銀行の財務情報を監査するために費やす期間がこれまでの七〇日から二日にまで短縮できるとしている。また、多くのモーゲージを抱えるCDOの情報開示にも有効な手段になると述べている。そして、今回の証券市場における混乱の原因を情報の非対称性による部分が大いとして、高まっている規制強化論で解決するのは困難との見方を示した。同教授の言葉を借りれば、選択肢を減らさずとも、選択を改善することは可能なのである。

続いて、前セントルイス連銀総裁で、現在はリバタリアンの牙城であるCATO研究所の主任特別研究員などを務めるウイリアム・プール氏が

行った「モラル・ハザード…企業救済がもたらす長期的な遺産 (Moral Hazard: The Long-Lasting Legacy of Bailouts)」の内容を説明する。これは、今回の大規模な銀行などに対する企業救済は将来に対して禍根を残すとの主張で、リバタリアンの立場を色濃く映し出すものであった。

同氏は政策当局が銀行救済を行う問題点としていくつかを挙げている。最初に指摘されたのは、市場機能が働かなくなるという点である。つまり、政策当局が倒産すべき銀行に対して救済を行うことによって、市場で行われるはずであった効率的な資源配分が損なわれるとしたのである。また、倒産するには大き過ぎるとされる企業が過剰にリスクを取るようになる恐れがあると述べている。次に問題点とされたのが、民主主義の観点から不公平であるということである。税金を支払っている有権者が自分の借金を返済しようと絶えず

努力している一方で、大企業は税金によって救済されてしまうからである。さらには規制強化についても否定的な見解を示しており、多くの問題点を生み出すに過ぎないと主張している。なぜなら、議会が規制の実行に対して口を挟む恐れや国際競争力の低下が懸念されるからである。また、規制当局自体が市場より巧みに銀行救済が発生しないよう行動する能力があるとも考えづらいと述べている。

さて、同氏が提案する解決策とはなんだろうか。基本的には、銀行と投資家のインセンティブを変化させる政策を採用することで、銀行のパラシス・シートを強化させる考え方といえるだろう。その一つとして挙げられたのは、金利を損益計算書上の費用項目からはずすことである。この解決策によって株式と負債それぞれの資本コストが同一となり、株式を用いて資金調達を行う意欲

が相対的に増加するとしている。従って、過小資本を解消させることにつながる効果が期待されるのである。もう一つは、資産総額の割を一〇年物劣後債で賄うようにした上で毎年全発行額の一割ずつを借り替えるよう義務付けるよう提案している。これによって、負債サイドのデュレーションの長期化が可能となるのである。また、毎年行わなければならない劣後債の借り換えは投資家による規律付けにつながるものと期待できるとした。

銀行への政策当局による資本注入がそれほど抵抗もなく社会的に受け入れられる現状において、同氏の主張は異色といえるだろう。ただ、米国においては多様な考え方が存在しており、それらが経済政策を決定する上で幅広い選択肢を与えていると解釈できる。その観点から同氏の報告は大変貴重なものであったと思われる。

三、証券・金融業界の今後

世界的な経済危機や証券市場の混乱によって欧米の証券・金融業界の地図はこれまでなかったほどに大きく塗り替えられてしまった。リーマン・ブラザーズの破綻、バンク・オブ・アメリカによるメリル・リンチの買収などからみられるように米国の投資銀行業は壊滅状態にある。他の業態に関しても、大きく経営環境が変化する中で将来のあり方について暗中模索にあるといっても過言ではなからう。今大会では、証券・金融業界の今後を示唆すべくいくつかのプログラムが企画されていた。

最初に紹介したいのは、IBMのダニエル・ラチモア (Daniel W. Latimore) 氏によって行われたプログラム「金融サービスの今後…付加価値を

上げ得る分野とは。(The Future of Financial Services: Where's the Value?)」である。なお、この報告は、CFA協会とEIU (Economist Intelligence Unit) の協力を得たIBMが二〇〇八年九月から二〇〇九年四月の間に世界中の証券・金融市場関係者に対して行った対面調査に基づいたものである。

同氏は、この対面調査によって明らかになった内容を五つの要点にまとめて順番に説明している。一点目から三点目は最近の証券市場の混乱に関するものである。まず一点目であるが、証券・金融業界の利益の多くが前例のないようなビジネスから上げられていたということである。二〇〇七年に稼いだ利益のかなりの部分はその内容があまり知られていないヘッジ・ファンドやSIVによるものであった。ただし、このような利益は歴史的に見て不安定であったと述べた。二点目とし

ては、CDOやCMOなどより精巧な商品を取り扱うには我々の能力が未成熟であったことを挙げた。この帰結として、証券市場の混乱の発生するペースが最近になって高まっている事実があると指摘している。そして、三点目としては、政策当局と証券・金融業界は安定性と技術革新の間の釣り合いを確保しなければならないということに気がつくべきであると述べた。なぜなら、証券・金融業界は高い収益力を維持するために技術革新の導入を急ぎ過ぎる傾向にある一方、政策当局はそれが必要以上に規制しようとするからであるとした。

続く四点目と五点目は今後の金融サービスの方向性に関するものである。その四点目であるが、日常的な業務によって顧客の満足度を上昇させることで、ブランドとしての信頼性を高めなければならぬということを挙げている。これは、金融

サービスを提供する側が顧客のニーズを十分に把握できていないと推察されるためである。具体的には、提供する側がワンストップ・ショッピングできる環境の整備を優先すべきであると考える一方、顧客側は内容のある投資アドバイスを求めているという調査結果などに基づいている。従って、他者に先駆けて顧客のニーズに対応することが成功を導くはずであるとした。最後となる五点目については生き残るための新しい独自性を打ち出す必要があるということを描いている。これは、調査の対象となった企業の多くが現在のビジネス・モデルの存続性について疑問を持っているという結果に対する回答となっている。具体的な方向性としては、将来的にヘッジ・ファンドのような新たな価値を創造するアルファ追及企業、証券取引所やカストディー・サービス等の金融サービスの基盤を提供するベータ処理企業、アドバイ

ス専門企業に分化し、それぞれで寡占化傾向を示すと予想しており、これを参考にビジネス・モデルを構築すべきであるとした。

次に説明するのは、ジェンスプリング・ファミリー・オフィス (GenSpring Family Offices) の CEO であるマリア・エレナ・ラゴマシーノ (Maria Elena Lagomasino) 氏による「今日の市場環境における投資アドバイス・サービスの進化 (The Evolution of Financial Advisory Services in Today's Market Environment)」は、主に個人顧客向けビジネスに焦点を当てたものである。

まず、同氏は投資アドバイス・サービスを取り巻く環境が大きく変化していることを強調した。その一つが、昨今の新たな金融商品の出現による投資アドバイスと顧客間の情報ギャップの拡大である。もう一つが利益相反の増大である。これは、投資アドバイスへ支払われる手数料が顧客

以外からもたらされるなど多様化したためであるからとした。また、ここ二〇年間に頻発した証券市場の混乱が顧客の信頼を低下させたのも環境変化の一つであるとした。その結果として、顧客は信用できる投資アドバイザーをあらためて探し始めていると述べた。

その結果として、同氏は顧客の信頼を勝ち得るために業界の構造が変化するだろうと主張している。これまでは、生産業者である資産運用会社、卸業者に位置づけられる証券会社や銀行、小売業者である投資アドバイザーの三者が一体となってサービスを提供してきた。しかし、利益相反を避ける観点から、それぞれを分離独立させた上でお互いにチェックし合う形態に移行するのではないかと述べている。さらには、卸業者の地位が低下して生産業者と小売業者が直に取引するようになるかもしれないと推測している。

四、これからの資産運用はどうあるべきか

今回の証券市場の混乱によって大きい打撃を受けたのは、資産運用業界も同様である。世界中の株式市場の暴落やCDOなど証券化商品の価格急落は、彼らが運用するファンドに対して想定し得ないほどの大幅な損失を与えたのである。従って、資産運用を行う上で当たり前とされてきたような常識に対してまで疑いの目が向けられるようになった。

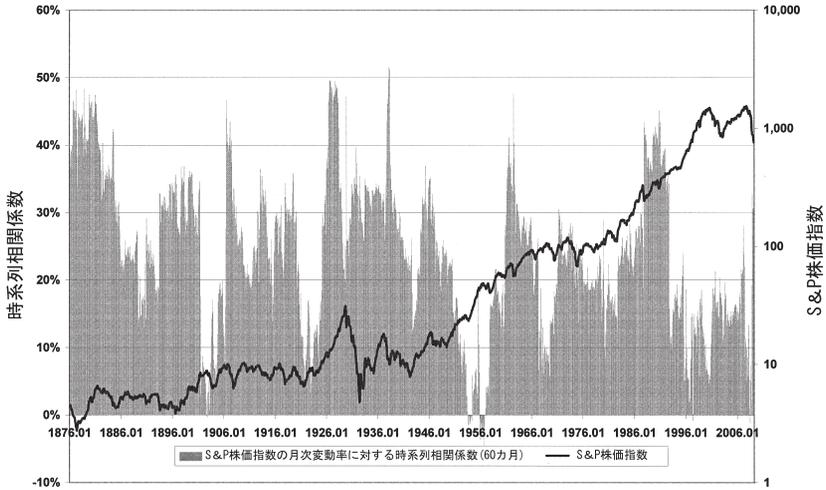
まず、ヘッジ・ファンド研究の第一人者であるマサチューセッツ工科大学のアンドリュー・ロー教授による報告「新しい金融秩序におけるアルファとベータ (Alpha and Beta in the New Financial Order)」を紹介しよう。この報告では、

ヘッジ・ファンドなどが利用している新たな手法を採用することによって、伝統的な方法論を改良すべき時期にあるとの主張がなされた。なお、伝統的な方法論とは年金基金など多くの機関投資家が採用している分散投資、買い持ち戦略、バリューストック／グロース戦略を指している。分散投資に關しては、流動性の多寡などこれまであまり考慮されていなかったリスク・ファクターにも注目しながら、より多様な資産に対して行うべきであるとした。買い持ち戦略については、それを見直すべきであり、暴落に備えてなんらかのヘッジをするなどの工夫をした方が良いと述べた。バリューストック／グロース戦略については、バリューストックとグロース株の間で循環的な価格形成がなされていることが実証的に認められるものの、そのタイミングを予想するのは極めて困難であって利用価値がないと結論づけた。

さらに同教授は、今回のサブプライム・ローン問題をきっかけとした世界的な金融危機についての見解も披露している。その見解とは、今回の金融危機もこれまで何度も繰り返されてきた市場における循環的な動きの最終局面に過ぎないというものであった。この見解自体はありがちなものといえようが、それを説明するために利用した「進化論的市場仮説」は大変独創的なものであるため、簡単に紹介しておきたい。

「進化論的市場仮説」とは資産運用業者を生物の種と見立てて、それが出現して繁栄した後に淘汰に会うというプロセスが市場に対して循環的な動きをもたらすとするものである。もう少し詳しく説明すると以下の通りとなる、まず、賢い資産運用業者によって独創的な運用手法が開発され、これが模倣されながら野放図に普及するというプロセスが現れる。市場では、その運用手法に多額

図表5 進化論的市場仮説を実証する



(出所) アンドリュー・ロー

の資金が流入するために、自己実現的に高い収益を生み出すこととなる。ただし、独創的な運用手法は当初、アルファ（超過収益率）を生み出すが、それを多くの資産運用業者が利用する結果としてベータ（リスク・ファクター）へと変化しており、高い収益は市場の価格形成の歪みによってもたらされる。そして、最終局面において市場の価格形成が正常化に向かうために、多くの資産運用業者が破滅に向かうこととなるのである。さらには、資産運用業界が生き残った賢い生存者に占められる状態となって振り出しに戻るのである。

図表5はその説明に用いられたグラフであるが、S & P 五〇〇指数ベースの投資収益率について時系列相関を求めたものである。これによると、時系列相関が高い時期が続いた後に急低下する繰り返しとなっていることがわかる。つまり、時系列相関が高い時期が普及期に当り、低下期が

正常化に向かうポイントとなる訳である。

ただし、同教授はこの一連のプロセスは新たな運用手法に対する考え方を生み出しているとも解釈しており、それまでの伝統的な方法論を改良する上での原動力に利用できるとしている。前述した買い持ち戦略を見直した上で暴落に備えてなんらかのヘッジをすべきとの主張は、ヘッジ・ファンドの運用戦略に範を求めたものであろう。

運用戦略に言及したもう一つのプログラムとして、資産運用コンサルタント会社であるストラテジック・インベストメント・グループ (Strategic Investment Group) の主任投資ストラテジストであるデレク・サスベルド (Derek Sasveld) 氏による「金融危機時におけるアセット・アロケーションの在り方 (Asset Allocation in the Presence of Fat Tails)」の内容について説明したい。これは、資産運用業者が現在直面して

いるような金融危機時においてアセット・アロケーションを決定するため考慮しなければならぬポイントについて論じたものである。

まず、債券の利回り格差や株式の月次投資収益率などの長期統計を提示して、各種証券の現状の価格形成は金融危機時にしか観察できない状態にあるとした。そして、このような環境下ではアセット・アロケーションを決定するモデルについて柔軟に運用すべきであると主張した。なぜなら、金融危機を境にしてモデルに影響を与える様々な要因が変化していると考えられるためだからである。従って、経済や市場に関わる情報やモデルを構築する上で課されている多くの前提条件間の整合性についても注意を払うべきであるとした。また、ヘッジ・ファンドのような特殊な構造を持った運用資産は金融危機時に始めて露わとなるようなリスクを抱えている恐れがあるので、そ

の観点からあらためて評価し直すべきと指摘している。さらには、金融危機時においては、運用に利用される証券の収益率間の相関係数が高水準になるといふ現象について考慮すべきであると述べた。最後に、流動性の確保についても十分に注意を払うべきであるとしている。

五、終わりに

今年も、多くの協賛企業の常設展示が行われていた。企業のバラエティも幅広く、証券会社、資産運用会社、運用評価会社、情報端末サービス会社、投資分析ソフトウェア提供企業、出版社、データ・ベース提供会社などが出展し、活発にセールスを行っていた。様々な計量分析に利用するためのソフトウェアやデータを提供する企業の半比率が高まっているのは相変わずで、全体の半

分以上を占めるまでになっている。これは、機関投資家のポートフォリオ管理に関わる多くの場面において、このようなツールの利用が一般化していることを示す証左いえよう。

なお、来年の大会は、多くの資産運用会社が本拠を構えるポストンで開催される。新たな投資運用のパラダイムや証券規制に対する考え方についての方向性など現地でしか得られない情報にふれられる良い機会になると思われる。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)