

## 二〇〇三年全米アナリスト大会に出席して

—コーポレート・ガバナンスの課題を中心に—

福田 徹

### 一、はじめに

五月一日から、一四日までの四日間、アリゾナ州フェニックスで、一、〇〇〇人近くの参加者を集め、全米アナリスト大会が開催された。全米アナリスト大会とは、米国アナリスト協会（AIMR）が、会員総会のほか、教育及び会員間の友好を深めることを目的として、年一回開催しているものである。なお、会場となったビルトモア・ホテルは、米国の最も著名な建築家の一人であ

り、帝国ホテルの設計者でもあるフランク・ロイド・ライトによるものである。同ホテルは、アーテコ様式の精華としても有名であり、米国中西部特有の岩山、そして抜けるような青空、強烈な日差し等、周囲の風景に溶け込むように建てられていた。

今回の全米アナリスト大会のテーマは、企業倫理、コーポレート・ガバナンス、アナリストの独立性、情報のディスクロージャー、増加する規制の意義等、最近の資本市場における課題が中心となっていた。加えて、IT技術の進歩による情報

伝達の迅速化、投資教育の充実により、投資サービスを受ける主役が機関投資家から個人へと移行しつつあることもテーマとして挙げられていた。

具体的な大会のプログラムであるが、以下のよう  
に進行している。まず、初日は特別料金を支払って参加出来るワークショップとなっている。そして、二日目からが実際上の大会本番になる。

一日の基本的なスケジュールは、午前中が全員参加のセッション、午後からテーマ毎に分かれた分科会が開かれる形式となっていた。なお、午前中のセッションでは、ノーベル経済学賞受賞者であるロバート・マートン氏、著名な独立系調査会社の社長、バーンスタイン氏、証券会社の創業者であるチャールズ・シュワブ氏、元SEC委員長のリチャード・ブリーデン氏などが報告を行っている。内容としては、ITなどの技術革新を踏まえた上での金融商品の将来、今後の金融サービスの

あるべき姿、エンロン、ワールドコムの不祥事に代表される、昨今の資本市場の課題を克服するためのコーポレート・ガバナンスのあり方等が論じられていた。また、新聞記者、レポーター、テレビ出演の多いファンドマネージャーによる、市場報道に対するメディアの問題点についての討論も行われている。

午後の分科会は、株式分析、確定利付証券の管理、ポートフォリオ管理、個人資産管理、企業財務管理の五つに分かれ、それぞれの専門家が、現時点において注目されているトピックについて、発表を行った。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ブレゼンテーション、夕方から始まるセッションを含め、大変盛りだくさんなプログラムが組まれていた。

本稿では、午前中のセッションを中心に、報告

2003年全米アナリスト大会に出席して

図表 1 大会会場の様子



図表 2 投資関連サービス業者の常設展示場



された内容を要約してみたい。

## 二、金融工学 投資管理の将来

(Financial Engineering: The Future of  
Investment Management)

大会二日目の朝、AIMR会長による開会のあいさつの後、最も注目されているロバート・マートン・ハーバード大学教授の講演が行われた。同教授は、一九九七年のノーベル経済学賞受賞者であり、オプション価格評価モデル、及び多期間にわたるポートフォリオ選択の問題等の研究を通して金融工学へ多大な貢献をもたらした人物として有名である。この講演の内容は、昨今のファイナンス、IT技術の発展を土台にした投資管理の将来像についてであったが、大きく二つのパートに分けられていた。一つが、投資のパフォーマンス、及びリスクの計測、評価を行う上で利用され

る新しい手法を開発する必要性であり、もう一つが、それに対応した個人、企業に対する金融サービスのあり方に関するものであった。同教授は、簡単な例をいくつか示しながら、エッセンスを中心にわかりやすく説明していた。

まず、パフォーマンス、リスクの計測、評価についてであるが、まず、現実的なアセット・アロケーションに利用されるために満たすべき条件を提示していた。その条件とは、多期間モデルに対応することであり、利用者が想定する資金ニーズに合致する投資が行われるならば、一期間モデルと比較して、リスクをより低く、リスクに対する超過収益をより高く評価するものになるであろうと述べている。また、バランスシートに対する影響度の大きい企業年金の剰余の評価についても言及していた。

個人に対する将来の金融サービスのあり方とし

2003年全米アナリスト大会に出席して

図表3 午前のセッションの内容

12日	13日	14日
<ul style="list-style-type: none"> <li>Financial Engineering : The Future of Investment Management Robert C.Merton</li> <li>Points of Inflection Peter L.Bernstein</li> <li>Japan, Korea, and China: Will the True Communist Economy Please Rise? Robert G.Zielinski, CFA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bubble Trouble: The Role of the media in Investment Reporting Herb Greenberg Hilary J.Kramer Dagen McDowell Andrew Willis Jason Zweig</li> <li>Advancing Good Corporate Governance—What’s Next? James E.Heard</li> <li>The Future of Financial Services: A Conversation Charles R.Schwab</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Companies in Crisis: Will the WorldCom Workout Work for Others? Richard C.Breeden</li> <li>Debate: How Useful(Really) Is Behavioral Finance for Investment Practitioners? Michael J.Brennan Terrance Odean</li> <li>Restoring Trust after the Perfect Storm in Financial Reporting and Analysis Marianne M.Jennings</li> </ul>

図表4 午後のセッションの内容 (題目のみ)

	12日	13日
Equity Analysis	<ul style="list-style-type: none"> <li>Financial Reporting: What Analysts Can Uncover</li> <li>The Magic of Pension Fund Accounting</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entering the Twilight Zone—Beyond Value and Growth</li> <li>The Power of Negative Thinking: The Value of the Short-Selling Perspective</li> </ul>
Fixed-Income Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>Emerging Market Bonds: Still Worthwhile?</li> <li>A Practitioner’s Guide to Core-Plus Management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Do Corporate Bond Prices Underreact to Equity Market Information?</li> <li>The European High-Yield Bond Market: Recovering after the TMT Meltdown</li> </ul>
Portfolio Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>Iceberg Risk and Portfolio Theory: The Challenge for 21<sup>st</sup> Century Finance</li> <li>The Market Outlook for Hedge Fund Investing</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>International Investing: The Problem of Home-Country Bias</li> <li>Benchmarking Alternative Investments: From Theory to Practice</li> </ul>
Private Wealth Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bubbles and Portfolios: Investing Lessons from 2002 Nobel Prize Winners Kahneman and Smith</li> <li>Are You Prepared for Review by Regulators and Clients (and their Lawyers)?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>New Wealth in Extended Families: Lessons from Investment Advising for Native Americans</li> <li>Separately Managed Account Programs: Fiduciary Responsibilities and the Need for Industry-Accepted Best Practices</li> </ul>
Firm Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>Managing Dwindling Plan Surpluses</li> <li>Investment Risk, Business Risk, and Lost Opportunities</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trading Places: Managing Institutional Desks for Best Execution</li> <li>Responsible Shareholder Participation in Corporate Governance: A Global View</li> </ul>

ては、最近の傾向である非結合化 (disaggregation) への対応が重要になるとしている。非結合化とは、確定拠出型の年金プランの増加に見られるように、複雑な投資決定が専門家から個人へ移譲されることを指す。しかし、このような問題を個人の能力で解決するのは難しいため、金融工学の研究者、CFA等の協力の下に、個人にとって利用しやすい商品を開発すべき、つまり金融サービスの再結合へ向けて行動する必要があると指摘した。そして、理想的な商品を開発するには、広い意味での資産配分を決定しなければならないが、マーコピッツ流の一期間モデルでは限界があるとし、新たなモデルのコンセプトを提示している。このモデルは、以下の条件を考慮したものになるだろうとしている。その一つは、個人の人的資本の価値やリスクの特徴である。もう一つは、再投資リスクである。三番目は、今後予想される

個人の消費水準である。そして、多期間モデルを利用することによって、上記の条件から発生する資金ニーズを満たす個人のライフ・サイクル・ファンドを設計し、値付けを行い、取引をすることが出来るのではないかと語った。つまり、より広い概念に基づいた確定給付型個人向けファンドと解釈されよう。

企業に関しては、年金資産の部分も考えながら、財務構造を変化させることで、リスクを低減させることが可能であるとし、そのような観点からの金融サービスが必要であることを示唆した。

### 三、コーポレート・ガバナンス を巡る議論

一昨年来米国では、エンロン、ワールドコムなど、企業の経営者、及びそれを取り巻く投資関連

業界における不祥事が相次ぎ、今回の大会では、コーポレート・ガバナンスに関連した講演がいくつか行われた。

まず、三日目の午前中、ISSのCEOであるジェイムス・ハード氏による「前進する適切なコーポレート・ガバナンス―次に来るものは？ (Advancing Good Corporate Governance—What's next?)」という題目の講演が行われた。なお、ISSは、Institutional Shareholder Serviceの略称で、内外の機関投資家に対し、代理議決権行使、及びコーポレート・ガバナンスに関する問題についての分析やアドバイスをを行う企業である。

同氏は、前置きとして、最近の米国におけるコーポレート・ガバナンスについての改革は、印象的であるが十分でないとし、投資家の信頼を取り戻すためには、一層の行動が必要になると主張

した。その上で、実行すべき五つの改革があるとしている。まずその一つとして、機関投資家を企業の所有者であると自覚させ、行動させる方策の重要性を挙げている。そのためには、機関投資家の意識改革、企業の情報開示に関する一層の透明性、及び多くの政府機関を巻き込む必要があると述べた。二番目として、会長職とCEOの分離を指摘している。米国においては、会長職とCEOは兼務されることがほとんどであるが、取締役会の独立性の観点から、問題があるとした。そして、会長職を株主の代理人、CEOを経営に専念させ、権力の分散を図るべきであると述べている。三番目として、監査法人のローテーションの制度化を挙げている。これは、コンサルティング業務などを通じた監査法人と企業の癒着を防ぐことを目的としている。なお、ローテーションを行う期間として、五〜七年間が望ましいと考えてい

ると語った。四番目として、経営者に対する過剰な報酬に対する抑制策を指摘している。成果に見合った報酬を与えるために、独立した報酬委員会の設置、情報開示、ストック・オプションの付与条件などについて株主の承認の必要性等を提案した。最後に、ノミニーに対する代理議決権行使の許可をすべきであると主張している。

また、同社の作成しているコーポレート・ガバナンス格付けを紹介している。コーポレート・ガバナンス格付けとは、コーポレート・ガバナンスの実行、及び取締役会のあり方について、その効力、欠陥、そして全体的な質を評価したものである。この格付けは、代理議決権行使の際の意志決定、株価評価モデルの外生変数、リスク・マネジメントの指標等に利用されることを目的に開発したと述べている。なお、格付けの水準は、全体、及びその企業が所属する産業内の相対評価で決定

されるとしていた。

続く四日目の午前中、元SEC委員長のリチャード・フリーデン氏による講演「危機状態にある企業、ワールドコム社の試験は、他企業に生かされるのか? (Companies in Crisis: Will the Worldcom Workout Work for Others?)」が行われた。なお、同氏は、SECが、ワールドコムを相手取ってニューヨーク州の連邦地裁に訴えた民事訴訟に関連して、地裁からワールドコムの監視役に任命され、証拠保全や資産の外部流出防止が適正に実行されているかを報告する役目を果たしている。

同氏は、我々は資本市場についての多くの課題にさらされていると、講演をスタートさせた。全体として、同氏が関ったワールドコムのケースに照らしながら、それらを解説している。コーポレート・ガバナンスの観点からは、いくつかの問

題点を指摘している。その一つが、経営者の高額な報酬を得る一方、同社の資金を流用して個人のサイド・ビジネスの運営を行っていたことを挙げた。また、給与以外の多様な手当も問題があるとしている。解決策としては、情報開示の徹底、チェック・システムの充実の一環として、会長職とCEOの分離も提案している。但し、我々は、一層の規制強化を実行するか、民主主義的な手法を採るかを選択すべきであると述べている。そして、長期間の企業リスクの計測を強化すること、及び投資家の共同体による分析が、強い企業を手助けするであろうと結んでいる。

なお、三日目の午後、企業財務管理のワークシヨップにおいて、「コーポレート・ガバナンスにおける責任ある株主の参加、国際的な視点 (Responsible Shareholder Participation in Corporate Governance: A Global View) と銘打つ

た討論会も行われている。討論者は、AIMRの国際コーポレート・ガバナンス基準作成委員会のメンバーで、アジア、米国、カナダ、欧州の担当者であった。

まず、昨年から米国で施行された、サーベンス・オクスリー法に関して、各地域での反応について話し合われた。その後、コーポレート・ガバナンスを妨げる犯罪に対する罰則の各国比較、社外取締役導入状況など取締役会のメンバーの構成状況、欧州等に存在するクラス株式（付与される議決権数が異なる）の問題、企業経営者の株主に対する意識、代理議決権行使の現状、各地域のディスクロージャーなど多岐にわたる議論が展開された。そして、最後に国際分散投資を行っている投資家が、他国においてコーポレート・ガバナンスを、いかにして実行すべきかと言う質問がなされた。これに対して、欧州の担当者から、時間をか

けて企業、規制当局との関係を築くことにより、良い変化を促すための機会を作ることが重要であるとの回答がなされていた。なお、アジアの担当者が日本に関してあまり詳しく無いと思われ、日本の状況にとって参考となる意見は、ほとんど提起されなかった。また、カナダの担当者から米国が活発なコーポレート・ガバナンス活動を輸出しているとの指摘があった。

#### 四、将来の金融サービスについて

三日目の午前中、チャールズ・シュワブ社の創業者であり、現会長のチャールズ・シュワブ氏による「将来の金融サービス、チャールズ・シュワブとの会話 (The Future of Financial Service: A Conversation with Charles Schwab)」というセッションが持たれた。同社は、一九七一年に

設立され、一九七四年の株式手数料自由化と同時に、割引専門のブローカー業務を始めた。その後一人店舗の設置、インターネットによる金融商品の取次ぎへの進出等、制度変化、技術革新を利用して顧客のニーズを取り込み、大手証券会社の一 corner を占めるまで成長している。セッションは、今後の資本市場に関する多くの課題について、司会が質問を行い、それに回答する形式で進められた。

内容としては、リサーチ、金融サービス、コーポレート・ガバナンスなど広範な分野にわたっている。その中でいくつかの質疑応答を紹介しよう。まず、「ウォール・ストリートにおけるリサーチ、及びCFAの今後は、どのようなものか?」と言った質問があった。これに対して、シュワブ氏は、「リサーチは、経済全体の適正な資金配分の背後に存在して、経済を活性化させて、投資家を幸福にするべき。」と答えている。また、

「透明性の促進、IT技術の進歩は、処理しきれない程大量な情報を個人投資家に与えることにならないのではないか？」と尋ねられている。この回答は、「私はそう思わない。情報を整理し、系統立てること、及びアナリストによる分類によって、検索しやすくすることが必要であるが。」であった。「これからの金融サービスは、投資の決定などについて、どのように顧客にかかわって行くべきか」との質問に対しては、「大変複雑な問題だ。世代によって、リスクの所在が異なる。将来的には顧客毎のニーズに合致したポートフォリオを作成するべきだろう。」次に、「機関投資家は、コーポレート・ガバナンスにおいて中心的な役割を果たすべきか？」と質問を受けている。これについては、「短期では無く、長期投資を前提にする投資家が行うべきである。」との見解を示した。その他、ヘッジファンドの今後等、多くの質疑応答

が活発に行われていた。

## 五、終わりに

全米アナリスト大会において、最も印象的であったのは、投資顧問業、証券会社等の実務界とファイナンスを中心とした学界との距離の近さだった。チャールズ・シュワブ氏が、顧客のニーズに最も合致したポートフォリオを作成するとした、これからの金融サービスのコンセプトを提示する。一方、ロバート・マートン教授の講演に見られるように、多少現実離れした部分があるものの、理論に沿ってそれを解決しようとする。このように、両者の関係が多くのセッションで見られた。

また、二〇〇〇年前後のIT関連企業の株価が乱高下したことに對する総括と言える動きもあった。市場の信頼を取り戻すために、コーポレート

・ガバナンスのあり方が、最も強調されていたし、株価の上昇を煽ったとされるメディアの対応についても、活発な議論がなされていた。

なお、ナスダック、ブルムバーグ、バーラ、ウイリーなどの取引所、情報端末サービス会社、投資分析システム提供企業、出版社など三〇社が、常設展示を行い、活発にセールスをしており、米国における投資関連サービス産業の裾野の広さを感じさせるものであった。

さて、今回の全米アナリスト大会における議論で、日本の証券市場の改革へ生かすことの出来る部分について考えてみたい。まず、挙げられるのは、個人の金融サービスにおける総合的な資産運用コンサルティングの重要性であろう。個人の将来の支出、収入を把握した上で、それらに対応したアセット・アロケーションの決定が、顧客ニーズを最も満たすであろうことは、日本も同様であ

る。但し、現時点においては、アセット・アロケーション・モデルの開発、それに利用される多様な金融商品の設計、情報を安心して与えるだけの顧客とセールスの信頼関係の構築等、解決すべき課題が多いのも確かであろう。加えて、コーポレート・ガバナンスについても、示唆を受ける点がある。理念的には、機関投資家を企業の所有者であると自覚を促すことが、日本においても必要である。そのためには、一層の情報開示を促進させて情報の非対称性を縮小し、機関投資家がコーポレート・ガバナンスを通じて、企業をより良い方向へ導けると言う自信を持たせるべきであろう。また、企業に意見を反映させるための重要な手段である議決権行使に、積極的に対応することも重要であると考える。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)