

## 二〇〇四年 CFA Institute 年次大会に出席して

— 自信を取り戻し始めた証券市場 —

福田 徹

### 一、始めに

五月九日から、一二日までの四日間、コロラド州デンバーで、昨年と同様の一、〇〇〇人近くの参加者を集め、CFA Institute 年次大会が開催された。なお、CFA Institute とは、世界中で認定ファイナンシャル・アナリスト資格の教育及び試験を行っている AIMR（資産運用・調査専門家協会）が五月九日付けで名称を変更したものである。年次大会では、会員総会が開催される他、多

くの著名なゲスト・スピーカーを招いて資産運用等に関する今日的なテーマを論じるプログラムにほとんどの時間が割かれている。開催地となったデンバーは「マイル・ハイ・シティ」と呼ばれ、ロッキー山脈のふもとの都市であり、海拔一六〇〇メートルの高地に位置している。州内で竜巻が発生したり、前週末に雪が降るなど、季節の変わり目特有の不安定な天気となる時期に当たっていたようだが、幸いにも、年次大会の期間中はほぼ晴天が続き、高地特有の清冽な空気を満喫できた。

今回の年次大会においては、「変化する経済環

境の中での証券投資の在り方」をテーマに据え、世界の政治情勢、上昇を続ける原油価格の行方、カントリー・アロケーション、ヘッジ・ファンド等が論じられたほか、コーポレート・ガバナンス、リスク管理の考え方、情報のディスクロージャーなども課題として取り上げられていた。昨年は、エンロン事件等の不祥事が相次いだことがあり、証券市場の信頼回復を中心にプログラムが組まれていたが、今年は、かなり幅広い内容となっていた。

次に、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。まず、初日は特別料金を支払って参加でき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プログラム、午後からテーマ毎に分かれて、分科会が開かれる形式となっていた。なお、午前

中のプログラムでは、米国の投資信託運用会社最大手の一つ、バンガード社の創設者であるジョン・ボーグル氏、ジョージ・ソロス氏とともにクァンタム・ファンドの運用に当たったジム・ロジャース氏、証券市場に関する計量分析家として著名なロバート・アーノット氏等による報告が行われた。午後の分科会は、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、企業経営の五つのトラックに分かれ、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の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。

本稿では、筆者が興味深く感じたセッションを

図表1 大会会場の様子



中心に、そこで報告された内容を要約する。また、米国の投資運用業界が、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、コーポレート・ガバナンスは機能しているのか？

昨年の大会においては、エンロン社、ワールドコム社など、企業の経営者及びそれを取り巻く投資関連業界の不祥事が相次いだことを背景に、コーポレート・ガバナンス等の証券市場に対する信頼回復に関連するテーマを持つプログラムが最も多かった。今年の大会では、それについて多くの時間が割かれなかったものの、興味深い二つのプログラムが用意されていた。

大会二日目の朝、CFA Institute 会長による開会のあいさつの後、この大会の白眉と言えるバン

2004年 CFA Institute 年次大会に出席して

図 3 午前のセッションの内容

10日	11日	12日
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Creating Sound Corporate Governance: The Shareholder's Perspective <b>John C.Bogle</b></li> <li>• The Real Bull Market <b>Jim Rogers</b></li> <li>• Prospective Returns and Trends in Securitized Real Estate Investing <b>Samuel Zell</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Global Politics Strikes Again? <b>Marvin Zonis</b></li> <li>• Ethics, Earnings, and Equity Valuation <b>Robert D.Arnett</b></li> <li>• The Changing Face of the Investment Management Business <b>Raymond T.Dalio</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The Outlook for Energy <b>Thomas A.Petrie</b></li> <li>• Risk Management for Institutional Investors <b>Craig Ueland</b></li> <li>• The Pension Fund Crisis <b>Ronald J.Ryan</b></li> </ul>

図表 4 午後のセッションの内容

	10日	11日
Equity Analysis and Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quality Financial Reporting-Grading Financial Reporting, Disclosures, and Accounting Standards <b>Lynn E. Turner</b></li> <li>• Multifactor Investing: Theory and Practice <b>Eugene Fama, Jr.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The Japanese Bear Market: The Only Relevant Model or an Irrelevant Exception? <b>Alexander Kinmont</b></li> <li>• Combining Technical and Fundamental Analysis <b>John Bollinger</b></li> </ul>
Fixed-Income Analysis and Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>• High-Yield Strategies <b>Martin S.Fridson</b></li> <li>• The Search for Yield: A Global Perspective <b>Bill Muysken</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• New Tools in Credit Research <b>Paul F.Ciasullo, Jr.</b></li> <li>• Asset-Backed Securities-Separating Fact from Fiction <b>Susan Wisialko</b></li> </ul>
Portfolio Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Portable Alpha and Pension Fund Management <b>Peter S.Jarvis</b></li> <li>• Practitioners' Behavioral Finance Panel <b>Meir Statman - Moderator</b> <b>David N.Dreman</b> <b>Russell J.Fuller</b> <b>Jonathan Scheid</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Critical Investment Policy Issues in 2004 <b>Louis R.Morrell</b></li> <li>• Managing for Real Return <b>Robert J.Greer</b></li> </ul>
Private Wealth and Alternative Investments	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asset Allocation and Alternative Investments <b>Brian D.Singer</b></li> <li>• Evaluating and Classifying Taxable Account Managers <b>Douglas S.Rogers</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A Perspective on the Municipal Bond Market <b>Mark V. McCray</b></li> <li>• Asset/Liability Matching for Individuals and Families <b>Zvi Bodie</b></li> </ul>
Firm Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trends in Firm Management <b>James W.Ware</b></li> <li>• Quality vs. Quantity: Building an Enduring Enterprise <b>E.David Coolidge III</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Succession Planning <b>Melody L.Hobson</b></li> <li>• Sarbanes-Oxley: Is It Working? <b>Rebecca T.McEnally - Moderator</b> <b>Nancy Hoi Bertrand</b> <b>Anthony T.Cope</b> <b>Helmut Henschel</b> <b>Patricia A.McConnell</b></li> </ul>

ガード社創立者、ジョン・ボーグル氏が「健全なコーポレート・ガバナンスの創造に向けて…株主による展望 (Creating Sound Corporate Governance: The Shareholder's Perspective)」を演題として講演を行った。まず、同氏は、ITバブル期及びエンロン社等の不祥事の背景として、株主資本主義が経営者資本主義に取って変わったこと、目先の収益を重視した投機的な株式売買の蔓延を挙げた。前者がもたらした現象としては、CEOと取締役会議長を兼務することで可能となる多額の経営者報酬の他、株主利益と一致させようと導入したストック・オプションですら経営者の株価操作を生み出す結果を示した。後者については、このような売買手法が機関投資家にも広がっており、コーポレート・ガバナンスが軽視されていると指摘した。

続けて、同氏はこれらに対するいくつかの解決

策を提案している。その中で、まず挙げられるのは、独立取締役候補の選出を株主が行うことであつた。また、具体的な経営方針に対して、株主が議決権を行使できるようにすべきとしている。

これを利用することで、長期的な企業価値の向上を経営者に実行させ、経営者報酬もその結果にリンクさせることが可能となると語っていた。加えて、ポイズン・ピルのような敵対的買収に対抗する手段を無くすべきだともいった。投機的な売買を抑制する手段としては、短期の売買益に対して課税すべきと述べている。また、企業が配当性向を高めることも効果があるかもしれないとした。

そして、ミューチャル・ファンド業界における同氏の名声を高める役割を果たしたインデックス・ファンドの優位性を強調して講演を終了している。なお、その優位性として、投資姿勢が長期の買持ち型であること、实体经济の拡大が収益の源

泉となっていること、運用コストが安いこと等を挙げている。ただ、コーポレート・ガバナンスを促進するために、インデックス・ファンド保有者の団体を設立すべきとしていた。

大会三日目の午前中には、『Financial Analyst Journal』誌の編集者ロバート・アーンソット氏により、「倫理、収益、そして株価評価 (Ethics, Earnings, and Equity Valuation)」との題目で講演が行われた。まず、彼は企業の倫理性に注目する動機として、収益性の向上、規制の緩和、リスク・プレミアム等を低下させて投資収益を高めること等を挙げた。そして、続けてこれらの理由を解説したが、その中で興味深いものとして以下のものがある。企業側の倫理性の欠如により、公表される財務データの正確性を投資家が疑えば、信頼プレミアム (Credibility Premium) が発生して、株価を押し下げている。一

方、過剰に法的な規制を強めれば、企業はそれに対応する資源を過大に増加させるため、生産的な仕事がおろそかになってしまふ可能性も指摘している。結論として、倫理性を高める教育を行うべきであること、民間、公的を問わず関係機関が協力しあって、コーポレート・ガバナンスの手順等を見直すべきであるとした。

また、大会三日目の午後、企業経営に関する分科会において、「サーベンス・オクスリー法…実効性があるのか? (Sarbanes-Oxley: Is it Working?)」と題するテーマで座談会が行われている。パネリストとして、米国における証券法制の専門家、国際会計基準委員会のメンバー、CFA Institute コーポレート・ガバナンス特別委員会の欧州担当者、CFA Institute 国際財務報告書作成委員会議長が出席し、フロアからの質問を交えながら議論を行った。

まず、各パネリストが、自分の専門分野に関連したサーベンス・オクスリー法の現状について報告した。証券法制の専門家は、サーベンス・オクスリー法が制定された背景及びその内容を簡単に説明した後、SOX 404 について比較的詳細に解説した。SOX 404 とは、自社の財務報告に係る内部統制 (Internal Control) について、その有効性の評価を義務付けるものであり、大企業は今年の六月一五日以降に決算日が到来する事業年度から年次報告書に内部統制報告書を記載しなければならぬ。よって、それら企業は、作成するために必要となるコスト増に頭を抱えているとのことであった。続いて、CFA Institute 国際財務報告書作成委員会議長が、この法律によって全てが解決したと安心するべきではないとし、CEO 並びに CFO が年次及び四半期報告書上で行う適正性についての宣誓が必ずしも信頼性回復につ

ながらないこと、PCAOB (公開会社会計監督委員会) 設置による政府の権限増大の懸念、資金調達先の変更による FASB (米国財務会計基準審議会) の独立性縮小の可能性等を指摘した。CFA Institute コーポレート・ガバナンス特別委員会の欧州担当者は、この法律の意義を認めるとしながらも、行き過ぎた法によるコントロールが相互信頼を減じる恐れ、コンプライアンス・コスト増大に見合う効果への疑念等を提示した。また、サーベンス・オクスリー法の欧州における問題点として、ドイツの株主・従業員の代表から構成される監査役会にとって、CEO・CFO の財務情報の適正性についての宣誓に意味がないこと、米国で制定された法律をあまり吟味もせず自国のそれに取り入れてしまう傾向が強まっていることなどを挙げた。最後に、国際会計基準委員会のメンバーにより、サーベンス・オクスリー法施

行以前の、不正会計処理に対する取組みが紹介された。

最初の質疑応答は、サーベンス・オクスリー法によるプラス効果を説明して欲しいというものであったが、これについては、コーポレート・ガバナンスに対する認識が高まったこと、会計監査の重要性に注目が集まったこと等が挙げられていた。特に、後者を肯定するものとして、内部統制報告書の作成等により新たなコストが発生しているが、CEOの報酬と比較すれば、微々たるものだとの意見もあった。そのほか、ストック・オプションの会計処理の考え方、イタリア企業パルマ社のスキャンダルについての欧州での扱われ方等多くの質疑応答がなされた。

より優れたコーポレート・ガバナンスを目指し、多くのアイデアが現在も提案されていることを印象付けられた。また、どちらのプログラムに

おいても、経営者の高報酬に対して、かなり批判的なトーンが感じられた。一方、一昨年に証券市場の不信感を払拭するために急遽制定されたサーベンス・オクスリー法については、実務家からいくつかの問題点が指摘され始めているようである。その多くは、同法を運用した場合の費用対効果についての疑問であった。やはり、コスト無しに、コーポレート・ガバナンスを飛躍的に高める具体的な策を見出すことは難しく、フリーライダーにならずに意識を高め続けることが重要であると思われる。

### 三、より高い運用収益を得るためのアイデア

今年の大会で目立ったのは、資産運用に関連するプログラムの多さであった。株式市場が回復

する一方で利上げも視野に入りつつある環境の下、運用方針に迷いが生じる時期にさしかかっているからである。なお、これらプログラムについては、運用手法に関するものと、今後の資金運用を取り巻く環境に関するものに大別できる。以下では、その内容について、簡単に紹介したい。

まず、前者に属するプログラムとして、大会二日目の午前中に催された「変化に直面する投資運用業界 (The Changing Face of the Investment Management Business)」を挙げたい。これは、市場環境にかかわらず、安定した投資収益を得るために利用されるアルファ戦略を解説するものであった。具体的には、相関性の低い資産を組み合わせることでアルファをベータから分離し、かつ高いアルファを引き出す考え方を提示している。そして、アクティブ・ファンドのマ

ネージャーは、高いアルファを獲得するように努力すべきであると述べていた。なお、ヘッジ・ファンドがよく利用する戦略でもあると解説していた。今後の証券市場において、金利上昇、株価下落のパターンに対する懸念を持つ投資家にとつては、有用な運用戦略の紹介であったと思われる。

また、大会二日目の午後のポートフォリオ管理に関する分科会において「実務家による行動ファイナンスの座談会 (Practitioners' Behavioral Finance Panel)」が行われた。この座談会では、研究者、運用コンサルタントなどがパネリストとなつて、行動ファイナンスの成果を実務に生かすアイデアを議論していた。そこで挙げられたのは、市場平均を上回る運用成果を得るために利用する、感情的な投資判断によつて運用パフォーマンスが低下することを知らしめるために利用す

る、専門家の必要性を個人投資家に認識させるために利用する等であった。但し、実際の運用に対する具体的な応用例は提示されず、若干の不満が残るものであった。

次に今後の資金運用を取り巻く環境についてのプログラムであるが、政治リスクを論じた「国際政治が再び証券市場を襲うのか?」(Global Politics Strikes Again?)、上昇を続ける原油市場についての「エネルギー市場の見通し」(The Outlook for Energy)などが用意されていた。

「国際政治が再び証券市場を襲うのか?」についてであるが、まず世界における米国の経済力、軍事力の存在感を強調した後、これらを利用して自由・民主主義を広めようとするネオコンについて説明した。そして、悪化するイラク情勢の解決のためには、これまでの安定化政策の失敗を認め、国際協調に基づいてより多くの軍隊を送るべ

きであると述べた。また、北朝鮮、パキスタンを中心とした核拡散の問題、権力移行期にあるサウジアラビアの政治体制の不安定性、中国経済にバブルが発生している可能性、EUへ新たに加盟した一〇カ国の欧州における影響等にも言及している。最後に、今後のエネルギー政策の重要性に触れて終了した。

次に「エネルギー市場の見通し」であるが、原油市場の需給予測に基づきエネルギー市場の今後の動向を提示している。供給能力については、採掘技術の向上等のプラス要因があるものの、大幅に増加すると考えづらいとする一方、需要見通しについては、中国、インド等の経済発展による急拡大が見込まれ、エネルギーを獲得するための競争が起こると予想した。そのような状況下、天然ガス開発が本格化し、よりコストの高い採掘方法も利用されるようになると想定している。

最後のまとめとして、エネルギー関連への投資は、引き続き注目されるだろうとし、政治要因のような外的な波乱に覚悟する必要があるものの、全体として収益チャンスが期待出来ると結論付けた。

これら以外にも、証券化された不動産への投資環境、高利回り債への投資戦略、アセット・アロケーションとオルタナティブ投資など多様な投資商品に関するプログラムが用意されていた。

#### 四、終わりに

今回の大会において、特筆すべき点として、CFA Institute がメディア関係者の教育にも力を入れようとしていたことが挙げられる。大会への参加の呼びかけ、特設ブースでの展示等において、メディア関係者向けのものが用意されていた。

た。また、証券市場に関する正確な知識を普及させることを目的とした専門誌『The Financial Journalist』も発行されている。金融専門のテレビ局であるCNBCに見られるように、米国の証券市場はメディアの影響を受けやすい体質を持っているのかもしれない。また、確定拠出型の年金プラン等を通じて、個人が証券市場と深く結び付いている状況の下、彼らの情報源のほとんどがメディアであり、責任が重大ということもあるだろう。日本においては、市場ウオッチ及び個別銘柄選択の報道が中心となっているが、米国の投資週刊誌『Barron's』のような洗練されたものが出てきて欲しいと考える。

また、日本でも著名なストラテジストである Alexander Kimmont 氏が、「(日本の弱気市場：参考)に出来る前例なのか、あるいは意味の無い例外なのか？」(The Japanese Bear Market: The

Only Relevant Model or an Irrelevant Exception?）」というタイトルで大会三日目の午後、株式分析に関する分科会において講演を行っていた。日本と米国のバブルの違いを説明した内容も興味深いものであったが、講演終了後には数十名の参加者が同氏を質問攻めにしており、彼らの熱心さにより驚かされた。確かに米国の株価動向との比較であったことによる部分も大きいであろうが、このような情報への貪欲な態度は他の講演で見られず、日本の市場に対する興味の大きさを窺い知ることができた。

なお、今年もナスダック、ブルムバーグ、バラ、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、出版社が、常設展示を行い、活発にセールズを行っていた。特色のあるものとしては、情報公開法を利用してSECの情報を入力、それらを分析してレポートを作

成、顧客に提供するビジネスを行っている企業があった。

さて、最後に今回の大会について感じた点をいくつか述べようと思う。まず挙げられるのは、地方における証券投資関連コミュニティの層の厚さであろう。地方都市の持ち回りで、これだけの規模の大会を毎年開催することは、日本においては考えられないだろう。参加者名簿を見てもビジネスの中心であるニューヨークからの参加者は一部分に過ぎず、証券投資の専門家が全米に幅広く散らばっていた。日本でも、地方公共団体の年金運用の委託先の一つとして地元の投資顧問を利用する等、証券投資関連コミュニティの拡大を図ることも地方活性化のアイデアといえよう。また、全てのプログラムについて講演内容、講演者に対する評価を記入する用紙が配布、回収されていた。いかにもアンケート調査を客観的な評価

基準にしたがる米国人らしいと感じられた。なお、来年の大会は、フィラデルフィアで開催される。証券市場の好調さが維持され一層の注目を集める中、再び盛況な大会が行われることである。

(注)

(1) 外国民間企業以外の会社で、証券取引法規則12 b-2の早期提出義務者（株式総額が七五〇〇万ドル以上で、SECに年次報告書を提出する米国会社）に該当するもの。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)