

二〇〇五年CFA協会年次大会に出席して

—証券・金融サービスの将来像を考える—

福田 徹

一、はじめに

五月八日から、一一日までの四日間、ペンシルバニア州フィラデルフィアで、CFA協会(CFA Institute) 年次大会が開催された。今回は証券ビジネスの中心地ニューヨークから近いこともあり、出席者が一〇〇〇人超、展示業者が三八社を数え、ここ数年で最も盛況な大会となった。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多様なテーマについ

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。開催地となったフィラデルフィアは、独立宣言が行われるなど「合衆国誕生の地」として知られる最初の首都であり、現在でもアメリカ東海岸の主要都市の一つである。大会期間中は晴天に恵まれ、インディペンデンス・ホールなどのレンガや石造りの歴史的な建築物に新緑が映える季節を満喫できた。

今回の大会は、初日の夕方に行われたドナルド・ソンSEC委員長の講演で始まった。詳細は後述

するが、主な内容はアナリストの企業分析における長期的な視点の重要性を説くものであった。二日目以降、投資銀行業務への関与が規制されたアナリストの新たなビジネスの在り方、個人顧客の資産運用におけるヘッジ・ファンド等オルタナティブ投資の有効性、高齢化と年金の問題等が多くのプログラムで論じられたほか、コーポレート・ガバナンス、証券や銀行など金融仲介業の今後、証券市場に対するマスコミの影響力なども課題として取り上げられていた。今回の大会は座談会形式のものが多く、それぞれのテーマの抱える問題についての多様な見方を知ることができ、大変参考になった。

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。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る。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、企業経営の五つのトラックに分かれており、それぞれの専門家が現時点における関心事になっているトピックについて発表している。なお、今年の大会で注目されていた午前中の全員参加のプログラムとして、著名なファイナンス分野の研究者であるケネス・フレンチ氏の講演、前SEC会計問題担当官 (chief accountant) リン・ターナー氏が出席する座談会が挙げられていた。また、午後の分科会では、米国の投資信託運用会社最大手の一つであるバンガード社の創設者のジョン・ボーグル氏、元ウィンザー・ファンドの運用担当者のジョン・ネフ氏の講演も人気を集めるだろうと言われていた。加

2005年 CFA 協会年次大会に出席して

図表1 フィラデルフィア市中心部



図表2 大会の様子



図表3 午前のセッションの内容

9日	10日	11日
<ul style="list-style-type: none"> • Evolving Clients : Who is Our Profession Really for Now ? Charles D. Ellis, CFA • The Challenge of Global Aging Richard Jackson • Equilibrium Financial Markets: A New Perspective on Market Efficiency Kenneth R. French 	<ul style="list-style-type: none"> • The Future of Investment Management Research Martin S. Fridson, CFA Jack L. Rivkin Lisa A. Shalett Lynn E. Turner • Reinventing Social Security for The 21ST Century Jose Pinera • Positioning Institutional Funds for the Future Mark J. P. Anson, CFA 	<ul style="list-style-type: none"> • The Institutional Origin of World Prosperity and What it Means to Investors William J. Bernstein • Oil Supply, Oil Dependency, and Global Politics Peter Tertzakian • The Economic Impact of Growth in Asia Donald H. Straszheim

図表4 午後のセッションの内容 (題目のみ)

	9日	10日
Equity Analysis	<ul style="list-style-type: none"> • Electronic Convergence of the Securities Markets • Conversation with a Money Master: Wisdom from the Renowned Manager of the Windsor Fund 	<ul style="list-style-type: none"> • Investment Trends for the Next Decade • How to Follow the Economy When the Media Leads You Astray
Fixed-Income Management	<ul style="list-style-type: none"> • Optimizing Portfolios of Fixed Income Managers...with Style • Global Opportunities in Structured Finance 	<ul style="list-style-type: none"> • Opportunities in Global High Yield • Managing and Investing in Collateralized Debt Obligations (CDOs)
Portfolio Management	<ul style="list-style-type: none"> • Managing Foundations and Endowments: Balancing the Challenge of Required Payouts in a Lower Return Environment • On Benchmarks, Alpha, and Building Portfolios of Managers 	<ul style="list-style-type: none"> • Infrastructure: A Developing Asset Class • The Evolving Role of Financial Intermediaries
Private Client Management	<ul style="list-style-type: none"> • Open Architecture: the Question or the Answer ? • Hedge Fund Returns: Just Rewards for the Risks Incurred or True Alpha ? 	<ul style="list-style-type: none"> • Approaching Private Wealth Portfolio Management as a Distinct Investment Discipline • Using Venture Capital to Enhance Portfolio Returns
Firm Management	<ul style="list-style-type: none"> • Managing Firm Growth • Socially Responsible Investing (SRI) and the Investment Process 	<ul style="list-style-type: none"> • Understanding the U. S. SEC's Code of Ethics Requirement • Corporate Governance: Issues for Institutional Investors

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。

本稿では、筆者が興味深く感じたプログラムを中心に、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、ドナルドソンSEC委員長の講演内容

今年の大会の冒頭は、ドナルドソンSEC委員長による私見を交えたアナリストの在り方についての講演であった。ドナルドソン氏は、アメリカの証券会社ドナルドソン・ラフキン・アンド・

ジェンレット（二〇〇〇年にクレディ・スイス・ファースト・ボストン社が買収）の創業者の一人であり、二〇〇二年二月からSEC委員長の要職にある。なお、ドナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレット社はリサーチを重視する証券会社として有名であり、同社のアナリストは毎年行われるインステイチュショナル・インベスターズ誌のアナリスト人気ランキングにおいて常に上位を占めていた。従って、規制当局のスタンスだけでなく、今後のアナリストのビジネス・チャンスに関するアイデアについても、注目が集まっていたと言えるだろう。講演の内容については、包括的和解（内容は後述）での取り決めの実施状況、債券アナリストの問題、長期的な視点に基づきリサーチの必要性等であった。以下では、それらについて、簡単にまとめようと思う。

まず、包括的和解での取り決めの実施状況につ

いてである。包括的和解とは、アナリストの利益相反問題の解決に向けて、二〇〇三年に規制当局と当該証券会社間で結ばれたものであり、いくつかの和解の取り決めがそれら証券会社に課されることになった。その一つとして、和解に応じた証券会社は、独立系アナリストによるリサーチ・レポートを顧客が利用できるよう用意しなければならぬというものがある。これについては、既に昨年の七月から実施されているとしていた。また、包括的和解における取決めに関する各社の実施状況を、独立系の監視機関がレポートを作成、発表する件については、来月から証券会社に対する論評が始まると述べていた。なお、包括的和解について、同氏は投資銀行業務からの圧力からアナリストを解放したことで、本来的なリサーチ業務に専念できるようになるとの評価を与えていた。

続いて、同氏は債券アナリストが置かれている状況について懸念を示す発言を行っている。この背景には、債券アナリストの業務内容の見直し、包括的和解の取決めの対象外であったことがある。同氏は、かつての株式アナリストと同様に彼らに対して、発行体や所属する投資銀行からの圧力がかかっている状況にあるのか、特に専門知識の少ない個人投資家を相手にビジネスを行う場合、客観的な判断が下せるのか等の疑問を投げかけた。そして、この問題について、アナリストの利益相反問題が惹起した歴史的背景を当てはめるべきであると結んでおり、暗になんらかの規制が必要であることを示唆する内容であったと解釈されよう。

なお、長期的な視点に基づきリサーチの必要性に関する議論は、同氏の思い入れが最もあったと感じさせるものであり、長い時間を費やしてい

る。同氏は、この議論を切り出すに当たって、投

資家、経営者、アナリストの全てが短期的なパフォーマンスを追及し過ぎていると苦言を呈した。その具体的な例として、ダウ工業株三〇種に採用される企業が一九九九年から二〇〇四年の間に発表した一株当たり利益の実績値がアナリスト予想と同等、もしくは一セント上回る水準となっている場合が全体のほぼ半数を占めたとする研究成果を挙げている。つまり、予想と実績の比較にアナリストの注目が集まっており、もし予想を下回るものなら株価が大きく下落するため、経営者が目先の決算数字を整えようとするインセンティブを高める結果になっているとの指摘であった。また、七八%の経営者が順調な一株当たり利益の増加を実現できるなら、より経済的な価値を生み出すと思われる試みを放棄すると回答したアンケート結果も紹介して

いる。

このような傾向に対して、サーベンス・オークスリー法が決算数字を整えるインセンティブを減少させる効果があったとする一方、投資家、アナリストがこの状況を変革するよう行動する必要もある、というのが同氏の主張である。特に、アナリストについては、企業分析を行うに当たって、経営戦略、財務内容、コーポレート・ガバナンスなど長期的成長をもたらす要因に対して一層の注意を払うべきであると述べている。そして、短期的なスタンスから抜け出すことで、企業が長期的な戦略に基づいて経営されるようになり、結果として投資家により多くの利益をもたらすことになるだろうと結んでいる。

投資家やアナリストにとって、一株当たり利益の推移を追いかけるのは、わかりやすい。経営者の方も投資家のニーズに合致させるため、決算数

字を整えるという傾向が広まったのだろう。従って、専門性を有するアナリストが長期的成長をもたらす要因に評価を加えることで、企業の将来性をもっと知らしめるべきとするドナルドソン氏の主張は、多くの市場関係者が短期的スタンスをとる現在、納得性のあるものである。しかし、それら要因の評価の困難さを考慮すると、理想論に感じるのも確かであろう。また、市場関係者を長期的スタンスに変更させるためには、短期的スタンスで投資をしても長期投資と比較して利益が挙がらない状況を作る必要があるだろう。つまり、政策当局は企業の実態に関する情報の透明性を高める仕組みを作り、経営者は長期的なビジョンを十分に説明すべきだと思われる。確かにサーベンス・オークスリー法では、その取り組みがなされていたが、これをより改善する余地があるかもしれない。

三、アナリストを巡る話題

今回の大会では、アナリストの新たなビジネスの在り方についてのプログラムが多く用意されていた。これは、投資銀行業務への関与の規制、機関投資家が運用する資産のインデックス化の進展などにより、アナリストのビジネスの内容が変化し始めた表れであろう。以下では、二日目の午前中に行われた座談会「投資運用向けリサーチの将来 (The Future of Investment Management Research)」の内容を中心に説明して行こうと思う。

なお、パネリストとして、フィナンシャル・アナリスト・ジャーナル誌の編集委員でもある債券アナリスト、投資顧問会社の運用責任者、セルサイド向け独立系リサーチ会社のCEO、前SEC

会計問題担当官が出席している。

まず、最初の質問は、投資銀行業務からの収益が無くなった現在、セルサイドのアナリストは、十分に付加価値をもたらせるのかというものであった。これについては、パネリスト全員から、リサーチに対する対価が委託手数料に含まれていること、つまりソフト・ダラーとして扱われることに問題があるとの指摘がなされた。なお、ソフト・ダラーとは、機関投資家がリサーチ費用や電子情報端末の使用料などを証券会社に肩代わりさせる代わりに、有価証券の委託手数料を多めに支払う取引慣行のことである。ソフト・ダラーの解消については、リサーチに関する新たなコストの発生に対する抵抗、内容に対する評価の困難さから、時間のかかるプロセスになるだろうとされた。従って、ソフト・ダラーの解消へ向けて戦略的に行動するべきとの意見が示されている。具体

的には、大手資産運用会社に対してリサーチ費用と委託手数料の分離、政策当局に対してソフト・ダラーの解消に向けての環境整備を要求すべきであるとのアイデアが提示された。また、ヘッジ・ファンドもリサーチの主要な購入者と期待されるとした。

次に、リサーチの質に関する話題となった。これについては、ここ数年の規制強化の流れが、膨大なコンプライアンス・コストをリサーチ・セクションに強いていること、コンプライアンスを恐れてアナリストが十分に主張できなくなっており、リサーチの質の低下が懸念されるとの指摘がなされた。加えて、リサーチの利用者と見込まれるヘッジ・ファンドの担当者等顧客の知識水準が高い場合も多く、現状での対応を改善する必要性があるとの主張がなされた。一方、アナリストの行った株価レーティングを吟味すると、ITバブ

ル崩壊前と比較して正確性が高まったとの見方も提示されている。また、顧客サイドも意識を持って、優良なリサーチのみを選択し、購入して欲しいとの意見も出された。

経営者とのミーティングをセッティングすることに関しても、議論が行われている。これまで、セルサイドの証券会社が顧客のために費用を負担して行ってきたが、受託者責任の観点から問題があるとし、投資運用業界全体で負担する仕組みを作るべきだとの指摘がなされた。

以上の議論は、投資運用業界におけるアナリストの地位低下を懸念して企画されたものと見ることもできるが、CFA協会では「二〇〇五年 投資運用業界報酬額調査 (2005 Investment Management Compensation Survey)」のレポートを作成し、報告を行っている。これは、CFA協会会員を対象とした報酬額に関するアンケート調

査であり、二年毎に行われている。今回は、一万六千件超の回答を得たが、これを集計したレポートの内容を簡単に紹介する。まず、全体で見ると、投資運用業界に携わる会員の報酬額の中央値は一七万ドルであり、二〇〇三年のそれと比較して一七%増加した。但し、ピークであった二〇〇一年の一八万二千ドルには及ばない結果となっている。また、アメリカの会員に限って、所属する組織、職種、性別などに分けた集計も行なわれている。所属する組織毎では、ヘッジ・ファンドに所属する会員が最も多額の二五万ドルの報酬を得ているが、その内訳を見るとボーナスにより押し上げられていることがわかる。職種別では、国際株式や債券運用ポートフォリオ・マネージャーが高い報酬を得ている一方、ストラテジスト、国内アナリストが相対的に低水準となっている。これ以上の詳細な内容については、CFA協会のホー

ムページ上に掲載されているので参照されたい。¹⁾

四、証券・金融・保険業の将来像

一九九〇年代から加速している、証券・金融・保険業の今後の行方、生き残るための戦略について、いくつかのプログラムが用意されていた。その中から大会二日目の企業経営の分科会で行われた、前財務省次官であるピーター・フィッシャー氏による講演「金融仲介業者の進化する役割 (Evolving Role of Financial Intermediaries)」をまとめる。なお、同氏は、金融仲介業者を取り巻く環境の変化について簡単に説明した後、それが与えた影響について論じた。そして、将来的に生き残るためのポイント、高手数料率を得るための戦略の順に議論を進めている。

まず、金融仲介業者を取り巻く環境の変化とし

て、一九八〇年から九〇年代にかけて行われた、過去からの慣習に過ぎなかった規制に対する緩和措置、九〇年代に加速した情報技術の革新を挙げている。前者については、マクファデン法に代表される地域の分離、グラスステイ・ガル法に代表される機能の分離を意図した規制を指している。

後者は、規模の経済の追求および世界的な市場の統合をもたらしたことを意味している。これらの影響によって、金融仲介業者の機能が、投資銀行などの資産のオリジネーター、証券リテール業者などの資産の販売者、ファンド運用業者などの資産の保有者に再編され、現在の姿になったと述べた。また、この再編を支えたものとして、金融仲介業従事者の職能区分の改良、証券化商品の組成から販売のプロセスで観察されるような、取引されるリスクの種類に関する革新的な再構成があるとした。そして、機能の再編によって、資金余剰

主体、資金不足主体共にメリットを受けたのみならず、金融仲介業者の利益が大幅に拡大したと指摘している。また、最近の一〇年間を見ると、リスクが高いビジネスとされて来た資産の保有が、低インフレ等を背景に大幅な利益拡大を示す一方、情報技術の革新等を背景とした競争の激化により、手数料ビジネスが容易に利益を上げ得るものでなかったことが特徴的であったと述べている。

続いて、将来的に生き残るためのポイントについてであるが、三つの点を挙げている。一つは、資産のオリジネーター、資産の販売者、資産の保有者それぞれの機能について、コスト競争力を維持する必要があることである。これは、情報技術の革新によって、規模の経済の拡大が可能となり、十分にコストを低下させる余地が残っていると考えられるためである。もう一つは、上記の三

つの機能のうち、一つに特化すべきであるとしている。同氏は資産の保有者として同様の機能を持つヘッジ・ファンドと銀行の比較によって、単一の機能を持つ組織は、明確な目的を共有し、個々の従事者の貢献を評価しやすいために、優位性があると説明した。そして、最後の一つがリスク認識の最先端に位置することである。これは、取り扱っている資産に対して、多種多様な要因がどのような影響を与えているかを把握する能力を持つことである。

講演の最後であるが、金融仲介業者が受託者のように高い手数料率を得るべきなのに、電話会社のように価格競争に陥ってしまう現状を変えるための、三つの改善点を挙げている。その一つは、サービスの価値を信用させることである。そのためには、有無を言わさぬサービスの専門性と希少性を維持する必要がある。二番目の点として、他

人のみならず我々金融仲介業者自身から顧客を守るべきことが指摘されている。これは、金融仲介業者による顧客に対する情報の優位性を利用した自己利益の追求を防がなければいけないということとを意味している。そして、三番目の点として、上記の二つの改善点を達成しながら、規模の経済の優位性を獲得するために、世界全体で事業を行うべきであると述べている。

筆者の個人的感想としては、金融仲介業者が顧客の信頼性を高める行動をとることが、高い手数料率に結びつくとする観点が興味深かった。我が国の場合、コンプライアンスは法規制を破らないためのチェック項目のイメージが強いが、この議論では高収益を得るための手段なのである。我が国の証券会社においても、このような戦略を取り入れることを一考する余地があるかもしれない。

また、金融仲介業者の三つの機能のうち一つに特

化すべきとの意見は、我が国のコングロメタリット化の流れと逆行するものである。今回の大会では、投資信託の販売戦略について、オープン・アーキテクチャの優位性を論じるものもあつた。このオープン・アーキテクチャとは、全ての投資信託を公平に評価し、顧客に販売するために、自ら運用する商品を持たず、運用会社からのインセンティブを受け取らず、顧客からの手数料のみが収益源となる販売会社のビジネス・モデルである。シティ・グループが傘下の資産運用会社レック・メイソンの売却を検討との報道がなされていたが、アメリカでは振り子が反対に動き始めているかもしれない。

五、終わりに

今年は、例年以上に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、取引所、証券会社、運用評価会社、情報端末サービス会社、投資分析システム提供企業、出版社などが出展し、活発にセールスを行っていた。ユニークなものとしては、独立系リサーチ会社やアナリスト評価会社が挙げられる。独立系リサーチ会社は、定性的、定量的な手法を駆使し、利益の内容やコーポレート・ガバナンスなどの評価に関するサービスを提供していることであった。

最後となるが、今回の大会は、運営面においてかなり充実しているように感じられた。特に、ほとんどのプログラムに資料が用意されていたのは有難かった。また、夕方のレセプションをフィラデルフィア美術館で行うなど、凝った趣向にも驚かされた。これは、大都市で開催されており、地区協会の会員が多いため、行き届いた対応が可能になったのであると推測される。また、ペンシ

ルバニア州は、アメリカの大手投資信託運用会社であるバンガード社のお膝元であり、二人の同社出身者それぞれが分科会で講演したことなどから見ても、同社のサポートがあったように思われる。なお、来年の大会は、スイスのチューリッヒで開催される。初めてヨーロッパで開かれるとのことだが、EU市場についての積極的な議論が行われることを期待したい。

(注)

(1) http://www.cfainstitute.org/pressroom/05releases/20050506_01.html

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)