

金融サービス業のガバナンスを考える

首藤 恵

はじめに

早稲田大学の首藤でございます。今日は、金融サービス業のガバナンスにつきまして、お話をする機会を与えていただきましたことを大変うれしく感じております。

私は、日本証券経済研究所に随分昔おりましたけれども、実務に関しては余り詳しくはございません。この証券セミナーは、制度改革とかその方向性とかに関して、非常に詳しく、いろいろな資

料を用いてお話をされる方がたくさんいらっしゃいますが、今日はやや抽象的なお話になるかと思っています。そもそも金融サービス業のガバナンスをどのように考えるべきかという観点から、私の考えを述べさせていただきたいと思います。今後どういう方向にいくかというところまでは、恐らくお話はできないでしょうが、本質は一体どこにあるかということをお話したいと考えております。

今も御指摘がありましたように、最近の大きな流れとして、金融規制は世界的に強化の方向に

行っています。一月二一日にも、アメリカの金融規制の方向が明らかにされ、直接的な行為規制に向かっていることが明白になってきているわけでございます。

まずエンロンのスキヤンダルの後、規制・監督が強化され、法制度の整備等が進められました。が、基本的には、これまでのアメリカのルールベース型のガバナンスをさらに強化するという方向であったかと思えます。それが一時頓座いたしまして、ルール強化だけで縛っているのは、柔軟な監督行政ができないということで、プリンシプルベースの規制という方向に変わってくる状況があった。その後、グローバルなサブプライム問題を端緒とする危機が始まると、自己資本比率規制、あるいは直接的なレバレッジ規制とか、自己勘定のリスクウエイトを厳格化するとか、そういう方向に大きくかじを切っているわけです。

金融機関のガバナンスについても、リスクを反映した役員報酬のあり方とか、あるいは役員報酬に上限規制を設けるとか、取締役会とリスク管理委員会との間の関係を明確にするといった行為規制のほうに大きく傾いてきているということでございます。

規制の強化はやむを得ないとしても、過度な行為規制が導入されると、当然のことながら、自由闊達な金融市場での競争が大きく制約されるわけでございます。規制の一定の強化あるいは再構築は必要ですが、市場規律を高めるといふこと、その方向での自律的な動きがこの金融サービス業界になれば、こういった規制の強化の方向性が一層強まらざるを得ないと考えております。自由な競争を支えるのは、金融サービス業者の自己規律であり、自己規律こそが、市場規律を支える最も重要なファクターだということを、今日は

申し上げたいと思います。

金融サービス業のガバナンスに関しまして、今日は三つのポイントを考えております。

第一に、「金融の経済機能」と、及ぼす「外部効果」の大きさを十分に把握すること。もちろん認識しているというお答えが大部分かと思いますが、けれども、その点で、金融というのは特別な産業だというふうに考えていただきたいと思うのです。波及効果と外部効果の大きさでは、ほかの産業に比類のない、そういった理解に立って金融業者の競争を考えると、内部ガバナンスに関しては、それぞれの組織の中のインセンティブ・システムの再構築が一つの柱になるはずだと思います。

第二に、今、市場の不完全性を市場で解決し、市場機能を支える自律的メカニズムをいかに引き出すかという視点をお示しいたしましたけれど

も、外部ガバナンスとしては、市場の中でビジネスとしての商品やサービスの評価に関する情報を、いかに十分に供給していくかが重要であり、この観点から「ゲート・キーパー」の役割を再考するべきだと考えます。

第三に、金融サービス業者は、ほかの産業に比べて波及効果と外部効果において特殊だという点を十分認識した上で、専門業者としての「自己規律」を、そして、自己規律の基盤になる「職業倫理」を再考する必要がある。職業倫理とは、ある種のコストだとか、金融に倫理は不要だとか、そういう反論が来るような気もいたしますけれども、専門業者としての競争の基盤は、職業倫理にあると考えるべきである。職業倫理をどうとらえるべきかに関しては、追ってお話したいと思います。こういう大まかな筋を考えております。

一、金融サービス業の産業特性

まず、金融サービス業の産業特性です。教科書的な表現になりますが、金融とは、異なる時点間の資金の取引であり、資金とは、要するに購買力です。異なる時点間の購買力の取引です。不確実性に伴う購買力価値の変動がリスクであり、リスクと取引コストをいかに小さくするかが取引の課題です。

不確実性に対する対応として出てきたのが、金融ビジネスです。金融ビジネスは、市場の不完全性、情報の不完全性があるから、あるいは情報が偏在しているから成り立つ。つまり、専門業者は情報を持っているからビジネスが成り立つわけで、ビジネスの基盤は情報だということを、まず強調したいと思います。資金を供給する、あるいは

は資金を需要する際、市場の利用者は、二つの不確実性に直面する。一つは、商品に伴う不確実性です。貸し付けとか、証券を買ったとき、どれだけ将来購買力として実現するのかどうかに関する不確実性。もう一つは、専門業者をどういうふうを選ぶか、業者の選択に關しての不確実性。この二つの不確実性に直面する。

(1) 金融サービス業の経済機能と影響力

不確実性や情報の偏在があるから、証券ビジネスあるいは金融ビジネスは成り立つ。そこにビジネスの源泉があり、差が大きければ大きいほど、ビジネス・チャンスが大きいわけです。

そこで、金融市場における専門業者、金融仲介機関と証券市場関連業者を含む広い意味での「専門業者」を指しますが、これは三つの役割を担っている。

第一に、金融取引の資金にアクセスするときのコストの軽減と、リスク管理。

第二に、金融取引を行ったときの成果の配分。これはどういうことかというと、リスクが適切に評価されているか、リスクにリターンが対応しているか。いわゆるリスクプレミアムの評価。これが成果の配分に結びつくわけです。

第三に、金融業者は、経済における潜在的なビジネス・チャンス、取引機会を見出す情報活動を担っている。取引機会の発見・探索に密接に結びつくさまざまな情報の生産、収集・分析によって、金融イノベーションの担い手となり、ダイナミックな経済活動を支える役割を担っているということです。したがって、金融サービス業は、経済と社会を支えるインフラストラクチャーと考えるべきだ。

通常言われている経済資源の効率的な配分の担

い手であると同時に、社会のさまざまなニーズを実現するための手段として金融サービスが決定的な役割を果たす。経済に対する外部効果を自覚し、社会のニーズにこたえていけるような資金の流れを生み出すことができるかどうか、あるいは、社会の変化に対応して、新たなニーズをとらえることができるかどうか。これが「金融の社会的責任」だと思います。金融業者の社会的責任というのは、大きな外部効果の担い手としてどういう行動をするべきなのか、社会のニーズの実現にどういうふうにかかわっていくべきなのか、これが問われるということです。

(2) 金融サービス・金融市場・社会

金融サービス、金融市場と社会との間の関係を考えるポイントは、三つに分けることができる。

第一に、急速な社会経済の変化に応じて潤沢な

流動性を供給しつつ、システムミック・リスクをいかに小さくするか、回避するかということ。

第二に、最近の技術変化の大きな流れの中で、かつてとの違いは、市場間の連動性の急激な上昇であり、それによってシステムティック・リスクが巨大化し、分散不能リスクが大きくなったこと。第三に、金融ショックが实体经济に迅速に波及し、社会の需要構造というのが大きく変わっている中で、金融のあり方が社会の資源配分を左右することが明確に認識されつつあることです。

金融市場の特徴として、ほかの市場に比べて内的な不安定性を抱えているということも認識する必要があります。一つは、情報に対する価格調整速度の大きさ。情報が入ったときに、それに関するリパーカッションが発生して、それが瞬時に市場に波及する。市場価格が経済活動一般の意思決定に対するシグナル効果を持つから、経

済活動にも波及する。それから、効率的市場のパラドックス。市場が情報効率的に変化していくとともに、価格上昇が価格上昇を生むといった自己完結的なマーケットの動きが加速される。こういった要因が金融市場の内在的な不安定性を高め、経済や社会への直接的な影響を増幅するようになったのが最近の状況だと思います。

問題は、こういった状況にいかに対処するかであり、マクロ経済的には金融政策とか制度・規制の構築が今議論されているし、ミクロ的には、金融サービス業のガバナンスの問題が注目されている。

ガバナンスとは、個別の企業がその目的を実現するために、利益の最大化あるいは経営効率を追求するために不可欠の仕組みですが、それだけではなくて、金融の場合には、金融サービス業者のガバナンス自体が、金融市場の経済的な機

能を支える基盤であり、社会的な責任を支える基盤である。そして、それを十分に認識することが、金融ビジネスの成長の基盤になる。このように、最近の金融サービス業に対する考え方を大きくまとめてみました。

(3) 金融サービスの類型

金融サービス業は、大きく二つに分類することができますと思います。銀行・保険などの金融仲介業者と、市場関連業者。今日は、市場関連業者に焦点を当ててお話をいたしたいと思います。市場関連業者は、さらに四つに分けることができる。

利用者すなわち投資家や企業をマーケットにつないで取引を実現させる「市場仲介者」。ブローカーとかディストリビューターです。市場への参加に必要な情報を提供する「情報仲介者」。それは単なるマーケットに関する情報だけではなく

て、さまざまな評価情報、証券の発行立案やM&Aへの助言、アセット・マネージメントなど、高度に加工された情報を含みます。投資信託や年金基金などを利用して初めてマーケットに参加できるとい一般投資家がたくさんいるわけです。これら運用業者も広い意味で情報仲介業者です。

みずからのリスクを負ってリターンを追求するために、市場にプレーヤーとして参加する、「市場参加者」ディーラー、トレーダー、アンダーライター。これらは市場参加者としての専門業者です。

もう一つ、最近では、御存じのように証券取引所も市場仲介と情報仲介のサービスを提供する一つのサービス業者であるわけで、「市場運営者」も市場関連業務の中に含まれる。

今日のポイントは、情報仲介者の重要性ということです。

二、金融サービス業の利益相反 ―代理人業務と当事者業務―

金融サービスは、大きく二つの立場に分類されます。一つは「顧客勘定ビジネス」。これは顧客のエージェントとしてサービスを提供し、顧客をマーケットにつなげる、資産運用や資金調達の機会を実現していく。その対価としてフィーを受けるといことです。情報とか技術を持っている、あるいは交渉力で優位に立つ代理人が代理人として行動するかどうかに関するインセンティブの問題が出てくる。

もう一つは、市場参加者。自分がリスクをとって市場に参加する当事者としての立場であり、「自己勘定ビジネス」です。そういった専門業者は、情報優位を利用して価格操作を行ったり、不

正取引を行うインセンティブ問題に直面する。

金融ビジネスは、この二つのいずれか、あるいは組み合わせです。けれども、最近の大きな流れは、こうした組み合わせが極めて複雑化してきている。多様化したインセンティブ問題が、大きな問題につながっているわけです。

(1) 金融ビジネスに内在する五つの利益相反

一番単純なインセンティブ問題はいわゆる「エージェンシー問題」です。代理人が代理人として行動しないで、みずからの利益を優先する。

ブローカー業務、投資助言業務、資産運用業務について、この問題がしばしば指摘されます。

次に、「当事者と代理人の兼業」。このケースも多くあるわけで、古典的にはブローカー業務とディーラー・トレーダー業務の兼業。これに関しては厳格な隔壁が導入されております。それか

ら、オリジネーションとアンダーライティング、投資信託の運用と販売との関係、運用と自己売買との関係など。あるいは、長期のサービスと短期のサービスとの関係。短期的には当事者業務を行い、長期的には代理人の業務を行う。当事者と代理人を兼業する場合には、当事者業務を優先するというインセンティブが働く。

三つ目は、「依頼人と利用者が分離」して別の主体だというケース。格付け機関、セルサイド・アナリスト、会計監査人は、その典型的なケースと言われています。企業からフィーをもらって評価を行っているけれども、評価情報を利用するのは投資家というケースでは、依頼人の利益を優先するインセンティブが働きやすい。

四つ目は、「異なる顧客の代理人」であるケース。例えば大口と小口、法人と個人の場合の、特定顧客への差別的な取り扱いです。当然のことな

がら、大口と小口とではかかるコストが違うのですが、そういった合理的な範囲を超えて、特定の顧客を優先するというインセンティブが働く可能性がある。

最後に、自分の利益あるいは顧客の利益を追求する行動がもたらす負の外部効果の軽視。ここでは「顧客・業者の利益と公共の利益」と書きましたが、これはあらゆる専門業者、金融サービス業者に共通する利益相反の問題として出てくる。

金融ビジネスには、こういった五つの利益相反の問題が内在するわけで、これにどういふうに対応するかが、一つは制度・規制の課題であり、もう一つは金融サービス業者の経営とガバナンスの問題になるわけです。

(2) 金融サービスにおける依頼人・代理人関係

図表1は金融サービス業における依頼人・代理

図表1 金融サービスにおける依頼人・代理人関係

	市場仲介者	情報仲介者	市場参加者	市場運営者(取引所)
対投資家業務	ブローカー業務 取引相手の探索 売買仲介 売買執行	格付け業務 リスク評価 情報集約 投資情報サービス業務	ディーラー業務 流動性の供給 売買執行 リスク分担	市場運営業務 効率的な価格形成 流動性の供給 集中売買執行
	私設売買システム 売買執行	資産運用業務 リスク評価 リスク管理 情報発信	トレーディング業務 流動性の供給 リスク分担	自主規制業務 公正取引・市場監視 証券の質の維持
	投資家の代理人	投資家の代理人	取引の当事者	投資家の代理人 経済一般の代理人
対発行体業務	ディストリビューション 新証券の分売 取引相手の探索 売買仲介 売買執行	オリジネーション マーケティング 発行立案業務 リスク評価・管理 M&Aその他投資銀行業務 オリジネーション 助言サービス リスク評価・管理 格付け業務 リスクの認定・評価 リスク情報の発信	アンダーライティング リスクの分担 M&Aその他投資銀行業務 リスク分担	市場運営業務 効率的な価格形成 流動性の供給 集中売買執行 自主規制業務 上場・上場管理 証券の規格化 証券選別
	発行体の代理人	発行体の代理人 投資家の代理人	取引の当事者 投資家の代理人	発行体の代理人 経済一般の代理人

100125日本証券経済研究所セミナー

1

人の関係を、対投資家業務、対発行体業務に分け、さらに、市場仲介者、情報仲介者、市場参加者に分けて示しております。たとえば、オリジネーション及びその他銀行業務のところでは発行体の代理人と投資家の代理人という問題があるわけですから、投資銀行業務を対発行体業務であるからといって、企業の代理人としてのみとらえてはいけません。

市場に提供される情報や投資銀行自体の行動は、少なくともマーケットに大きな影響を与える。専門業者がオリジネーションを行ったり、発行助言を行うことによって、広く一般投資家の選択に影響を与える。この意味で、専門業者は、「市場の参加者全体の代理人」としてとらえられるということです。業務の違い、顧客の違いが、最終的に市場の機能とどのように結びついているのかを考えなければいけないということになるわ

けです。

三、金融機関のガバナンスとイン センティブ問題

—標準的な考え方

次に、金融機関のガバナンスです。ガバナンスについて、実際には一定の合意が得られていない。ガバナンスというと、一時は株主利益の追求とか株主価値の最大化であるという見方が大勢を占めていました。もちろん、かつて日本では、株主以外のステークホルダー、例えば従業員とか地域に対して厚くて、株主は軽んじられていたという背景がありましたので、そういう振振は当然です。

ガバナンスとはそもそもどういうことなのか。特定のステークホルダーの利益を最大化すること

ではなくて、合意された目的を実現するために組織をどういうふうに運営するかということです。

その組織が、例えば企業であれば、企業価値最大化の目的を実現するために、企業組織をどういうふうに経営したらいいかということです。

企業で株主が大きな役割を果たすのは、株主が残余利益の請求者として、最も強く経営を監視するインセンティブがあり、それが制度的に担保されているからといえます。株主がガバナンスに大きな役割を果たすことは間違いないのですが、ガバナンスとは、理論的には目的実現のための組織の運営を方向づける仕組みととらえなくてはならない。

それは二つのメカニズムが働くと考えられます。一つは、経営への監視、モニタリング。企業であれば付加価値を最大化するように、責任と権限が分担されているのか、「経営の規律づけ」の

メカニズム。もう一つは、企業活動に参加したステークホルダーが、貢献に応じた付加価値の配分を受けているか。株主であれば、リスクに見合ったリターンを得ているかどうかであり、そのための「経営の動機づけ」のメカニズムです。

ガバナンス・システムとは、企業という組織が目的を実現するための経営の規律づけと動機づけの組み合わせということになるわけです。この二つの側面を持つということを、まず申し上げたいと思います。

(1) コーポレート・ガバナンス・メカニズム

―三つのチャネル

では、企業の経営が付加価値最大化に向けてきちんと経営されているかどうか。規律づけと動機づけのメカニズムには、三つのチャネルがある。

第一に、「内部ガバナンス」。一つは、企業とい

う組織の中で、経営の評価と監督の仕組みが整えられているか。もう一つは、外から経営を評価できるように、外部者に対する透明性、つまり情報を提供する仕組みが企業の中に形づくられているのか、あるいは説明責任を担保するような社内体制がつくられているかどうか。内部者自身による規律づけと動機づけの仕組みです。

第二に、「外部ガバナンス」。外部者による経営の評価と監視の仕組み。これは二つのメカニズムがある。

市場メカニズムとして、株式市場や債券市場だけでなく、生産物市場や労働市場における評価が直接・間接に経営を規律づける。つまり、株式市場をコアにして、他のマーケットも含めて市場メカニズムによる経営の監視が働いているとみるべきです。

最近の外部ガバナンスについてもう一つ注目す

べきは、情報の提供という面で非市場のメカニズムが市場のメカニズムの強化に影響を与えていることです。社会の企業に対する評価です。社会が企業に対して、金融機関に対して、証券会社に対して求めているものは一体何なんだろうか。NGOとかNPOなどの非市場組織が、消費者、投資家とか市場利用者の代理人として活動し、社会的観点からの情報の発信主体として大きな影響を持ち、その評価が資本市場の評価にはね返ってくる。

もちろん株主は代表的な監視者として、議決権行使、対話、エンゲージメントの手段を用いて経営に直接的にかかわってくるようになった。

第三に、最近のグローバル金融危機の中で注目されたのは、「プロセス・ガバナンス」。エンロン等の不祥事後、組織の中の業務プロセスにまたがる権限と責任の配分の仕組み自体に問題があった

たことが明らかされた。それが内部統制の強化につながってきたわけです。最近の一つの注目すべき流れは、証券化商品のように、商品の組成が複雑化し、多様な業者が生産プロセスにかかわってきていることです、一般にサプライ・チェーン、供給の連鎖に関する透明性が求められており、商品の組成と、それに対する説明責任とか情報の提供あるいは監視の仕組みへの関心が高まっています。

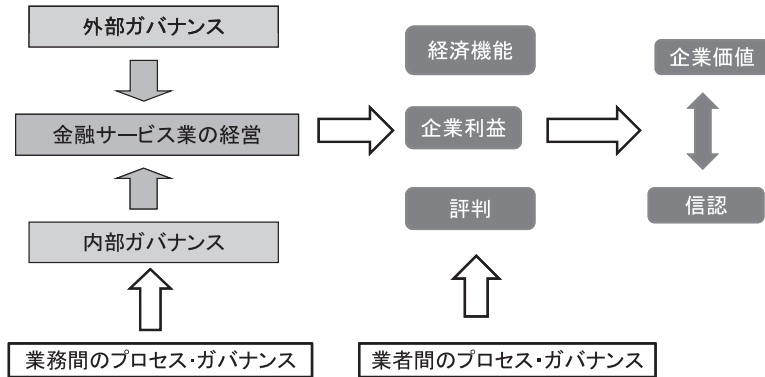
すなわち、「内部ガバナンス」、「外部ガバナンス」、「プロセス・ガバナンス」、それも異なる業者にまたがるプロセス・ガバナンスが、最近極めて重要になってきているわけです。

(2) 金融サービス業の目的とガバナンス

— 企業価値と資産 (信託 Trust) —

図表2は、金融サービス業のガバナンスをどの

図表2 金融サービス業の目的とガバナンス
－企業価値と資産(信認 Trust)－



100125日本証券経済研究所セミナー

2

ように考えたらいいかを図で示したものです。

金融サービス業者は企業であり、当然、最終的な目的は、企業価値の最大化ということでしょう。しかしながら、先ほど申しましたように、金融サービス業は、他の産業に比類のない大きな経済的な外部効果、社会に対する影響力を持っているので、金融サービス業の経営は企業利益の追求という目的と同時に、担っている経済機能を果たすことが問われている。資金の流れを円滑にする、流動性を供給する、あるいはリスクを管理する、そういう機能を果たしているかどうかをチェックをされる。

社会に対する影響の大きさから、社会的な「評判」が経営の大きな課題として出てくるわけで、最終的に企業としての価値の追求と信頼性の確立が、金融サービス業の場合は一体化している。この図では「信認」（取引相手を裏切らないという

信頼」という言葉を使っていますが、信頼性、信頼が、無形資産として企業の価値の追求の裏側に張りついているのが金融サービス業というふうを考えるべきだ。

(3) 金融サービス業の内部ガバナンス

— 自己規律と外部者への説明責任

金融サービス業の経営に対する、内部ガバナンス、外部ガバナンスと、プロセス・ガバナンスは、経済機能とか社会的な評判とに決定的な影響を与える。最近では、業者間の「関係」に関するプロセス・ガバナンスが非常に重要になってきていると考えるべきだろうと思います。

金融サービス業に関しては、企業利益の追求は企業としては当然なのですが、本来、経済機能、社会的役割を十分に認識するという前提の上での利益の追求が求められる。その点から、内部のガ

バナンスに三つの要素があると考えるべきだと思います。

一つは、いわゆる「機関設計」。取締役会とか監査役会のあり方とか、コンプライアンス部門、CSR部門のあり方、あるいは、人事・報酬制度など、内部の組織設計です。次に、リスクを洗い出して、所在を外に対してちゃんと説明できるかどうか、中で情報の共有が十分なされているかどうか、内部の「リスク管理体制」です。もう一つは、企業としての行動規範。経営のみならず組織の中で、守るべき「行動規範・倫理」がきちんと共有されているかどうか。この三つが、内部ガバナンスの柱と考えるべきだろうと思います。

(4) 金融サービス業の外部ガバナンス

— 非市場メカニズムが市場メカニズムを支える
外部ガバナンスに関しては、先ほど申しました

ように、株式市場で日々どういう評価を受けるか、それだけではなくて、多様な市場の間の関係、評価の連動性に注意しなくてはならない。金融機関であれば、金融機関の株主や債権者にどう評価されるかだけではなくて、金融サービス（生産物）市場における利用者の評価が、情報として株式市場に入ってきて、企業の経営の評価にはね返ってくる。

また、先ほど言った非市場のメカニズムが、情報発信の源泉として非常に大きくなってきているわけで、それがさまざまなマーケットの評価にはね返ってきている。最終的にそれが企業経営に対する外部評価につながってくる。こういう仕組みになっているということを十分認識すべきだと思います。

(5) 証券化とプロセス・ガバナンス

次に、証券化の例でプロセス・ガバナンスを見てみたいと思います。

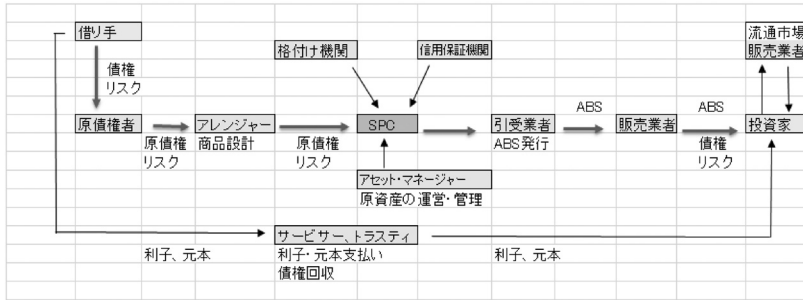
図表3は、最終的資金の借り手から、どのような証券化のプロセスをたどって商品が提供され、最終的に投資家がそれを手にするか。このプロセスに多様な専門業者が介在しているのが、証券化の大きな特徴であり、商品組成のプロセスで専門業者が、それぞれどういう権限をもち、責任を負っているかが、プロセス・ガバナンスの重要なチェックポイントになるわけです。

例えば、原債権者としての金融機関、アレンジャーや引受業者としての投資銀行、リスク評価情報を提供する格付け機関など、それぞれのサービス業者のインセンティブがゆがんでいたら、もっと平たい言葉で言うところ、何らかのモラルハザードが生じていたら、この複合商品の「質」を

図表3 証券化とプロセス・ガバナンス

- ・商品組成プロセスにおける専門業者の権限と責任
- ・専門業者のインセンティブの歪みと市場の劣化

⇒ 複合商品・サービスの「質」を担保するには、
各専門業者のガバナンスとプロセス・ガバナンスが必要



100125日本証券経済研究所セミナー

3

担保することはできないわけです。専門業者のインセンティブのゆがみは、中身がわからない商品売ることにつながりますので、当然のことながら、市場の劣化を生み出すことになる。

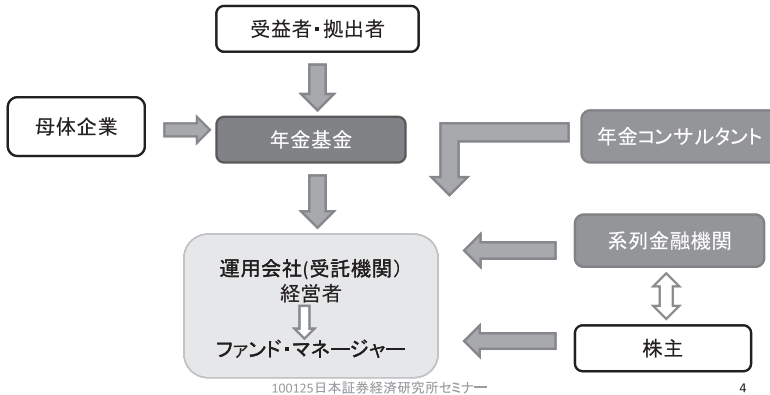
商品やサービスが複雑化して、最終的な需要者と供給者の間に多様な業者が介在し、その距離が長くなればなるほど、質を担保するための業者それぞれのガバナンスが重要となると同時に、プロセス全体に関して、どういう権限と責任が対応しているのかについて何らかのガバナンスの仕組みが必要になる。個々の専門業者のそれぞれのガバナンスだけではなくて、プロセス全体ということになれば、一定の規制や外部による監督はやむを得ないということになるかもしれません。

(6) 資産運用とプロセス・ガバナンス

もう一つのプロセス・ガバナンスの例として、

図表4 資産運用とプロセス・ガバナンス

- ・運用サービスを取りまくエージェンシー関係の複雑化
- ・基金と運用機関のインセンティブ問題が、運用機関の経営に歪みをもたらす可能性



4

資産運用のケースとを見ていきます。(図表4)

年金基金を例にとりますと、運用サービスに関して、専門業者の活用にとまなうエージェンシー関係が非常に複雑化してきている。例えば年金基金は、受益者・拠出者の代理人として、利益を最大化するという使命を負っているだけでなく、母体企業の代理人でもあり、母体企業やその株主から監視を受ける。さらに、運用プロセスで年金コンサルタントや多様な運用機関を使っている。

運用機関は、受託機関として顧客である年金機関からサービスに関して監視を受けるといっただけではなく、それ自体に株主があり、系列金融機関が大株主だったりするわけです。年金コンサルタントは、年金基金との間の代理人関係を結んでおりますから、そのチェックを受ける。そういった他の金融サービス業との間の関係に直面するだけではなくて、運用会社自体の内部で依頼人・代

理人関係がある。どういうことかという点、経営者とファンド・マネージャー、要するに内部の専門家とその監督者であるところの経営者、この間のインセンティブ問題は、ファンド・マネージャーの運用努力を引き出せるかどうかという点では大きな要因となります。

四、資産運用会社の内部 ガバナンス

このように、年金の運用機関を例にとれば、年金基金と受益者とか年金基金と母体企業といったさまざまな主体と「関係」を持ちながら運用サービスが提供される。年金運用に関して三つのガバナンスの問題がかかわってくる。年金基金自体の運営に関するガバナンス問題。運用会社の経営に関するガバナンス。それから、運用会社内部のイ

ンセンティブ構造（インセンティブ報酬とキャリア・コンサーン）が問題となる。運用会社はファンド・マネージャーの努力をいかに引き出すかといった面での動機づけとモニタリングの問題を抱えているが、運用会社の経営とガバナンスには、取引関係とか所有関係、顧客関係が大きく影響している。

(1) 運用機関の取引関係とグループ経営

運用機関がグループ経営を行っているときには特に問題が複雑になる。所有関係と経営の独立性の問題、関係会社、特に親会社との取引関係。グループの中での、人的資源の育成や、人事政策。企業組織の中での評価システムとグループ全体としての評価システムの関係。グループの内部資本市場でどういうリスクの配分や転嫁が行われているか。運用機関を例にとったとき、組織効率とグ

グループ全体の利益の調和の問題が大きくかかってくる。

(2) 運用会社の経営とファンド・マネージャーが直面するインセンティブ問題

ファンド・マネージャーが直面するインセンティブ問題に関して、運用会社の経営方針とか戦略、内部の監督メカニズム、人事政策・評価は、所有関係とか取引関係から影響を受けることになる。親会社の経営管理方針、関係会社との間の力関係、運用市場での競争力が、受託機関の経営に影響を与えるわけで、それが今度は、受託機関の中の組織でのインセンティブ・システムに影響を与える。そのもとで最終的にアウトプットである運用サービスに適切な努力が投下されているか、が問われなくてはならない。そういったインセンティブ・システムとして、一つはインセンティブ

報酬、すなわち、成功報酬体系、成績評価と報酬の連動性など。もう一つは、人事、内部昇進、長期雇用など、キャリア・コンサーン。それらが最終的に投資行動に影響を与えているのではないかということです。

(3) 資本関係・取引関係と運用会社の経営

そうすると、資本関係や取引関係と運用会社の経営との間の「関係」をきちんと見ていくというのが、ガバナンスの面で重要になってくる。運用会社の経営方針と組織の内部の人事・報酬制度に、親会社との関係とグループ内部の関係が影響し、ファンド・マネージャーの運用行動に合理的なゆがみや心理的なゆがみを引き起こす可能性がある。短期的な利益を追求する。低い評価を避ける、あるいはペナルティーを回避するために、短期志向、群れ行動、過度のリスク回避とか過度の

リスク・テイキングという問題を引き起こす可能性がある。

(4) 資産運用と顧客関係―顧客からのプレッシャーと株主利益

もう一つは、顧客との「関係」です。顧客のプレッシャーが、運用機関の経営に大きな影響を与える。年金運用と投資信託運用を比べると、年金運用の責任者は運用機関と直接的に対峙をするので、運用機関にプレッシャーを与える可能性が高い。年金の背後には、母体企業や母体企業の株主がいて、それぞれ立場での要請が直接的に年金運用に影響を与える可能性がある。それに対して、投資信託委託会社は、顧客投資家から直接影響を受けるというより、むしろ間に立つ販売会社からの影響を受けやすいそういった違いがあります。

(5) 顧客のプレッシャーとファンド・マネージャーの行動バイアス

顧客からのプレッシャーにどのくらい適切に対応できるかという問題は、別に日本だけではなく、アメリカの運用会社でもこれまで大きな問題として取り上げられて、さまざまな分析も行われております。顧客が頻繁にパフォーマンスをチェックすると、資産運用が短期化するバイアスがかかるわけでありまして、ファンド・マネージャーは顧客のプレッシャーを軽減する、あるいは評判リスクを回避するために、トレンドに従うといった同調行動をとってしまう。あるいは、一時しのぎのパフォーマンス改善という行動をとる可能性がある。顧客の要請と圧力が、資産の運用をゆがめる可能性がある。

図表5 機関投資家行動の国際比較
-分析の参考例-

アンケート結果の抜粋			
	日本	ドイツ	米国
有効回答者数	488	263	148
投資の個人的な予測期間			
数日	6.7	0.8	2.0
数週間	16.8	13.2	0.7
2-6ヶ月	49.2	59.3	20.8
6-12ヶ月	19.1	21.3	38.9
数年	8.2	5.4	37.6
合計	100.0	100.0	100.0
顧客の要請に応じて短期売買する傾向がある			
完全に肯定	1	2.3	0.4
	2	11.6	4.2
	3	18.0	12.6
	4	13.6	18.0
	5	25.8	31.8
完全に否定	6	28.7	33.0
合計	100.0	100.0	100.0
投資決定に際してトレンドに従う方だ			
完全に肯定	1	2.3	2.3
	2	27.2	13.5
	3	32.8	34.4
	4	17.3	24.3
	5	15.3	17.0
完全に否定	6	5.2	8.5
合計	100.1	100.0	100.0

出所:Suto, M., Menkhoff, L. and D. Beckmann (2005)

100125日本証券経済研究所セミナー

5

(6) 機関投資家の行動バイアスの国際比較分析の 主要結果

一つの国際比較分析を例にとると、日本の機関投資家のファンド・マネージャーは、バイアスが大い。短期の行動バイアスと、同調行動が非常に大きいという特徴が見出されています。取引関係とか顧客関係の影響で、内部の組織とか経営がゆがめられている可能性があるのでないかが懸念されるといふ、分析の結果が得られております。(図表5)

(7) もうひとつのインプリケーションー資産行動 と株主行動の齟齬

議決権行使など、運用会社の株主行動は、最近ではきわめて積極的に行われています。一方で、運用面で顧客のプレッシャーとか取引関係の影響を大きく受けるということになりますと、議決権

行使だけではなくて、運用機関のガバナンスについての検討が必要だということがわかったわけです。

(8) 運用会社内部のインセンティブ構造に関する
実証研究（図表6、7）

運用会社のインセンティブに関する、もう一つの実証結果を簡単に紹介いたします。ファンド・マネージャーの努力水準を、リサーチ時間と投下される労働時間ではかつて分析を行った結果、運用努力が大きいほど、ファンド・マネージャーの行動のゆがみが少ない、視野の短期化や顧客の圧力を回避するための群れ行動が緩和される、そういう結果が得られております。つまり、運用機関内部のインセンティブ・システムの設計がいかに重要か。経営へのさまざまなプレッシャーとか、取引関係によるゆがみがいかに問題

かということになるわけです。

そういう行動のバイアスを小さくすることが、運用会社の経営とガバナンスの問題の一つの柱であると言えます。

(9) わが国機関投資家の課題―行動バイアスと
プロフェッショナルリズム

まとめると、日本の機関投資家、資産運用会社の経営には三つの課題がある。①専門業者としての経営の独立性と内部のインセンティブ設計。②運用会社の代理人としての経営理念。プロフェッショナルとしての経営理念をいかに埋め込んでいくか、③専門的能力の育成。これらの視点から内部組織の設計と内部ガバナンス・メカニズムの強化が課題であると言えます。

図表6 投資行動と努力水準(1)

運用努力は視野の短期化や顧客圧力を回避

2005年		被説明変数															
説明変数		投資視野				アクティブ運用の可能性				実際のアクティブ運用度				顧客の意向で損失最小化			
		1 数日		5 数年		1 アクティブ		6 インデックス		1 アクティブ		6 インデックス		1.完全に同意、6.全く同意でない			
		M2				R1				R2				L2			
労働時間	E1	****				-				+			+				
リサーチ時間	E2		****				-***				-***			****			
リサーチ集中度	E3			+				-				-			***		
投信ファンド	FD1	-	+	+		-	-	-		-	-	-	+	+	++ *		
年金ファンド	FD2	+	+	+		-	+	-		***	+	+	+	+	++ *		
年齢	P1	+	++	***	+	***	++		+	***	++		+	+	+		
資産運用勤務年数	P2	+	+	-	+	-	-		+	+	+		-	+	+		
最終学歴	P3	+	+	+	+	***	++		++	****	***		+	+	+		
役職	P4	+	-	+	-	-	-		-	-	-		+	+	+		
転職回数	P5	-	-	-	-	-	-		-	-	-		++	+	++ *		
所属機関勤務年数	P6	**	+	++	-	-	-		+	**	+		++	++	++ *		

注:Ordered Probit Regressions (定数項を除く)

*有意水準10% **5% ***1%

出所:首藤[2007]

出所: 首藤[2007]

図表7 投資行動と努力水準(2)

運用努力は同調行動を縮小

2005年	被説明変数											
説明変数	他の市場参加者の行動に依存				業界オピニオンリーダーに左右				公開情報に動かない			
	1 完全に同意 6 同意しない				1 完全に同意 6 同意しない				1 完全に同意 6 同意しない			
	H2				H3				H5			
	H6											
労働時間	E1	+			***			***	+			
リサーチ時間	E2		***			***					+	-**
リサーチ集中度	E3			***			+			+		-
投信ファンドD	FD1	-	-	-	+	+	+	-	-	-	+	+
年金ファンドD	FD2	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+
年齢	P1	***	***	***	***	***	***	+	***	***	-**	-*
資産運用勤務年数	P2	-	+	+	-	-**	-	-	-	-	***	***
最終学歴	P3	-	+	+	+	+	+	+	+	***	-	-
役職	P4	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
転職回数	P5	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+
所属機関勤務年数	P6	+	***	***	***	+	+	-	-	-	-	-

注: Ordered Probit Regressions (定数項を除く)

有意水準*10% **5% ***1%

出所: 首藤[2007]

五、運用会社の外部ガバナンス ―市場規律と第三者評価

次に、外部のガバナンスです。先ほどお話ししたように、金融サービス業者の経営に対する市場からの評価は、単に直接的な株式市場での投資家や株主からの評価だけではなく、運用サービスという提供する商品の市場評価、それから、原資産市場の価格形成が関わってくる。サービスや商品の質の評価が困難な市場ほど、専門業者による中立的な評価・鑑定機能が、金融機関とか金融サービス業者に対する市場規律を支える要因として重要になる。

(1) ゲート・キーパーの役割の再考

そこで、ゲート・キーパーの役割に注目したい

と思います。ゲート・キーパーとは、「市場と投資家の間に介在して、投資決定に重要な影響を与える情報をビジネスとして提供する情報仲介者」と定義できます。

CoRo(2006)によれば、狭義には信頼性を保証する者と定義され、専門職が担う「評判の仲介機関」というとらえ方をしている。評判によって信頼性を保証する。具体的には、①証券アナリスト、②格付け機関、③会計監査人が、典型的なゲート・キーパーです。評判をベースに情報に一定の信頼性を保証するという役割を担っている金融サービス業者です。

しかしながら、近年さらに広がって、ゲート・キーパーとしての役割を担っているのは、①、②、③だけではなくて、新しい商品、サービスを市場に提供していく役割を通じて情報生産している業者として、⑤投資銀行、特に証券引受業者、

⑥機関投資家が注目され、上場による選別を行う
⑦取引所も含められる。ゲート・キーパーは非常に広がってきて、多段階の評価情報の供給が投資決定に影響を与えて、金融市場全体としての価格形成の信頼性に影響を与えたと考えられる。

(2) ゲート・キーパーと市場の「質」

ゲート・キーパーの情報仲介機能は、三つに分けることができる。商品・サービスに関する「情報の生産・分析機能」。評価情報として認定してお墨つきを与える「鑑定評価機能」。みずからの評判を、資本あるいは無形の資産とし、その裏づけで保証を与える「保証機能」。

この三つの機能を担っているゲート・キーパーもあれば、その中の一つしか担っていないものもあります。ゲート・キーパーは、市場で良い商品を発掘し、あるいは選別して、悪い商品を市場

から退出させる、市場のスクリーニング機能を担っている。

商品の質に関する情報の格差が大きい金融市場では、ゲート・キーパーの存在自体が価格の形成の適正性に影響を与えるだけではなくて、スクリーニング機能を向上させ市場規律を担っていく存在である。例えば運用会社に関して言えば、運用サービスの評価あるいは運用資産の評価も含めて、ゲート・キーパーの存在が、運用会社のガバナンスを機能させる条件になってきている。ゲート・キーパー自体の「専門能力」と、「情報の中立性」が不可欠であり、ゲート・キーパーである情報仲介者自身のガバナンスが重要になってきていると考えるべきであると思います。

(3) 証券化とゲート・キーパーのガバナンス—格付機関のケース

証券化を例にして、ゲート・キーパーのガバナンスに関して、野村資本市場研究所の小立さんという方が非常にうまくまとめたペーパーがありますので、ちょっと御紹介したいと思います。(小立2009) 証券化商品の格付けに関しては、三つの大きなガバナンス上の問題がある。

第一に、格付け市場の構造。格付け機関は極めて「寡占化」されたマーケットで、上場会社もムーディーズのみで、透明性が決定的に欠けていたこと。

第二に、内部組織。「発行者支払い型のビジネス」で、評価の独立性に問題があったこと、審査・評価の能力に限界があり、急速な格付け需要拡大に十分に対応できなかったこと。

第三に、格付けプロセスにおける「検証」が全

く行われておらず、それが責任体制をあいまいにしてしまったこと。

この三つが格付け機関のガバナンス上の大きな問題を生み出した要因で、ゲート・キーパーとして提供する情報の中立性を損ない、内容の劣化を生み出してきたということです。

格付け機関のガバナンスに関しては、外部ガバナンスとしては格付けプロセスの透明性が求められ、内部のガバナンスとしては、格付けプロセスにおける監督責任とインセンティブの分離が求められる。

それから、証券化商品の質を担保するためには、検証も含めたプロセス・ガバナンスがきちんとして行われることが必要だということになる。ゲート・キーパーとしての独立性の確保、格付け情報の中立性、客観性を担保するにはどうしたらいいか。外部の監視や情報開示は、当然、必要な制度

対応として出てくるだろうと思います。

内部のガバナンスに関して、報酬のねじれの解消が大きな課題であり、利用者による支払い・選択という仕組みがうまくできるかどうかにかかってくる。

もう一つは、先ほどの寡占市場というのが非常に大きなゆがみをもたらした要因であるとすれば格付け市場の競争の促進が重要な課題になってくるということです。

六、市場規律と自己規律 — むすび —

金融サービス業のガバナンスをどうとらえるかについて、内部ガバナンス、外部ガバナンス、プロセス・ガバナンスの三つのメカニズムをお話しました。

外部のガバナンスについては、金融サービス業者の中で、特に情報仲介機能を担う業者の中で、実質的に評価・鑑定情報を提供するゲート・キーパーの役割に注目しました。情報サービス業者のガバナンスが、他の業者が提供する金融サービスの質と経営の効率性の向上という点で不可欠だということ。いかにゲート・キーパーを健全に機能させるかが、市場の規律づけを高める上での重要なポイントだということです。

最後に、再び最初に申し上げたことを繰り返しますけれども、金融サービス業は、情報の格差と交渉力の格差とか、市場の不完全性自体がビジネスの源泉である。そういう特殊な産業であることから、そこで信認とか評判が、「評判資本」とか無形資産と申し上げましたが、それらの形成がいかに重要かです。もしも外からの過度の規制や監督の強化を望まないのであれば、自己規律の強

化を競争して行うことが、金融サービスのビジネス自体の基盤を強化し、そしてビジネス・チャンスを広げる決定的要因であるということを申し上げたいと思います。

(1) 金融の不祥事と企業倫理の低下

二〇〇〇年代に入ってからのアメリカの金融不祥事、そして、最近のグローバルな金融不祥事は、金融サービス業への信頼と金融市場に対する信頼を大きく損なってしまった。これらの事実の後で、「職業倫理」の問題が取り上げられています。

職業倫理というのは、社会道德とかそういうことではなくて、「専門業者が、その専門能力をベースにして、いかに適正なサービスを提供するかに関する自己規律」ととらえるべきだろうと思います。なぜ金融の職業倫理が二〇〇〇年代に

入ってアメリカで低下したのか。九〇年代から既にそういう問題が出てきたことを、アメリカの研究者はとらえています。一九九九年 Janis 論文の指摘から、その後、二〇〇〇年代に起きたことをそのまま説明できる。

なぜ二〇〇〇年代に入ってアメリカで金融の倫理が低下したか。第一に、金融機関の競争が非常に激しくなると、技術進歩が進み新しい商品やサービスがどんどん出てくる。もちろん金融イノベーションがダイナミックに金融市場を発展させるという点で望ましいけれども、その背後に一体どういう問題が生じたかというと、金融サービス業者の組織の中で、金融サービスの提供に際してそれまで培ってきた教育とか指導が、技術進歩に置きかわってしまった。それまでは取引者の間での相互監視と、信頼性を重視されていたが、パッケージ化した商品の登場によりそういった基

盤となっていた考え方が軽視された。いわゆる関係性の希薄化というのが、商品の質に対する責任を非常にあいまいにしてしまったということが一つ。

それから、金融自由化のもとで、金融業界での公正性と社会の中での公正に対する考え方が、ずれてきてしまった。例えば、グレーな取引の行動に対する社会の評価はどんどん厳しくなってきたにもかかわらず、証券業者、金融業者の間の公正性はいわゆる機会均等、自己責任の重視に留まり、倫理基準の乖離に鈍感になってしまったということが挙げられています。

最後に、社会の規範とか公正のルールは、この一〇年、二〇年大きく変わってきている。グローバル化とともに、企業や金融サービス業者は多様な社会やマーケットに進出するようになり、しかも金融取引はリアルタイムで行われるになった。

そういった変化に対する認識のおくれです。社会構造の変化に応じて、評判資本をどのように蓄積していくのか。対応行動がおくれがちになってしまった。このことが、二〇〇〇年代に入ってからさまざまな不祥事を引き起こした背景にある。

これら三つの点は、私はそのまま日本にも当てはまるのではないかと思いますし、これから証券市場への信頼、金融システムの活性化、金融ビジネスの成長を考える上で、改めて行動の基盤となる「職業倫理」と、みずからの「ガバナンス体制」を振り返る必要があるだろうと思います。

(2) 金融サービス業のリスク管理と倫理

次に、金融サービス業の「リスク管理と倫理」についてです。Statman (2004) は次のように述べています。「金融サービス業者は社会規範に敏感であり、市場リスクと同様に社会の公正ルール

に反するリスクを管理していかなければいけない。金融サービス業者は、社会的公正ルールをあざけるリスクを、デリバティブ証券、グローバルボンド、商品のリスクと同様に理解し、評価しなければいけない」。要するに、社会的規範を軽視することが金融サービス業者にとっては特に注意すべきリスクなんですよということを指摘しているわけです。ですから、そのための内部のガバナンスの仕組みをいかにしていくか。投資家初めとする外部ステークホルダーに、いかに情報をきちんと出していくかということが重要になってくる。

(3) ガバナンスと職業倫理

職業倫理という言葉は聞きづらいかもしれませんが、専門業者がみずからの行動規範を明確にしてサービスを提供すること、これこそ金融

サービス企業の競争の核心です。今まで、行動規範や職業倫理はコストととらえられていた。これは非常に大きな間違いである。コストなら、なるべく軽減しようということになる。

職業倫理とは、金融サービス業者が担っている社会経済的な機能を果たすこと。これが十分に認識されなかったがために、自分たちが起こした行動が社会経済に与えた影響の大きさに改めて驚くということになる。専門業者の職業倫理とは、それぞれの業者が利益を追求するための競争の核心であるだけではなくて、金融が担っている社会経済的な機能と企業としての利益追求行動を結ぶ「かぎ」と考えるべきでしょう。

これに関して、リスクの経済学の基礎を築きノーベル経済学賞を授与された理論経済学者Arrow (1973) は、自己規律、行為規範こそが市場機能の基盤である強調しています。「どのよ

うなマーケットであっても、マーケットを機能させるための基盤になるのは、市場参加者の自己規律。自由度を追求しようとすれば、自己規律を厳しくしなければいけない」と。これは市場に最も造詣の深い経済学者の言葉として、非常に重たいのではないかと思います。

少し時間をオーバーしました。今日のお話はここで終えたいと思います。

若林常務理事 首藤先生、どうもありがとうございます。
いました。

これから、皆様方から御質問なり御意見なりをお受けしたいと思います、いかがでしょうか。

質問者 大変明快なお話をありがとうございます。
た。

ちょっと二つほど気になったんですが、一つは三七ページ、この最初に「金融ビジネスの利益

の源泉は、情報の非対称性と市場の不完全性」と書いてあるわけですね。ですから、情報の非対称性と市場の不完全性がなくなるということは考えられないわけですね。つまり、金融ビジネスをやっている人は、それがなくなったら利益がなくなっちゃうわけで……。

首藤 そういうことです。

質問者 ですから、職業倫理とかガバナンスとかいっても、しょせんここまでは及ばないというふうに考えざるを得ないという、やや悲観的な考え方ですけれども。

首藤 いやいや、そういうことではございません。確かに、経済学の完全競争市場では、金融業者が出てくる余地はないのです。金融業者は要らないんです。金融業者は、一般の市場参加者や取引者の情報が足りない場合に、専門業者として情報をより多く持っている立場にあり、あるいは、

取引を行うのにいろんな知識が必要でコストがかかるという現実の状況のもとでは、重要な役割を果たすわけです。そのような状況では、専門業者なしには効率的な金融取引が行えないのです。現実には、情報の非対称性とか市場の不完全性がなくなり得ないわけで、なるべくそれを小さくするような役割を果たすのが金融サービス業者ですから。

質問者 でも、その利益の源泉だから、そういう非対称性をなくそうとか、不完全性を小さくしようとかというインセンティブは働かないんじゃないですか。

首藤 いや、情報を提供するというのは、情報の非対称性を小さくすることですよ。皆さんが例えば投資情報サービスを提供するとか、専門家として投資家にかわって資産運用を行うということ自体が情報の非対称性を小さくしていく。個

人は、市場に関して専門の業者はたくさん情報を得ていないわけです。だから、金融サービスを重要視するわけです。

質問者 でも、一方で、利益を上げようとしているというインセンティブはあるわけでしょう。

首藤 企業ですから、利益を上げようとするのは当然です。自分が持っている情報をベースにして、さまざまなサービスを提供するということが金融サービス業者ですよね。情報の非対称性を利用して利益を上げるというのはビジネスとして当然です。ただ、その利益の上げ方が問題だということ。例えば代理人としてのサービスを要求されている。それに対してフィーが払われているにもかかわらず、自分の利益を優先するということがすれば、むしろその業者を利用しなくなったり、あるいは市場に参加しないという問題が出てくるでしょうと。

質問者 それはルールの問題になっちゃうのかも
しれませんね。

首藤 ですから、外からのルールだけでは十分でないということ。日本の金融機関や金融サービス業者の方は、「ルールを決めてほしい。ルールを決めたら守りますよ」と。いろんな方からお話を聞くと、そういう傾向が強いようですけれども、もしも、自分が専門業者として利益を追求しようと思ったら、自分のサービスに対する質を高める、あるいは信頼性を高めるということによって競争していくべきだろうと思います。それが本来のあり方です。それによって利益を追求するのが金融市場を活性化させるための条件になるはずだ。そうでなければ、「こういうことをやっちゃいけない。負債には上限を設けなさい。自己資本比率の範囲でやりなさい」とか、こういうことをしてはいけない、ああいうことをしてはいけないと

いうことを外からルールで決められることを選ぶか。できるだけ自由に競争して、利潤機会をどんどん追求して、企業としての利益を上げていくか。専門業者としての資産（信頼や評判という無形資産）をきちんと蓄積していかなければ、長期的には勝ち抜くことはできないでしょう、そういうことを申し上げている。ガバナンスもそういう考え方に立つてするべきであって、外からこういう規制が行われたから、それを守らなくちゃいけないとか、最近社会がうるさいようだから、みんなやってるから、CSRとかなんかもやらなくちゃいけない。それでは十分ではないでしょうということ。自己規律を強めるということとは、自分の競争力を増すというふうを考えるべきだ。

質問者 そういうふうになるといいですね。

首藤 そうです。証券業者とか金融機関の方にお

話をする、「それは机上の空論でしょう。私たちは商売をやってるんですから、そんなことを言っておれませんよ」ということを、これまでもしばしば言われました。しかし、その結果、出てきたのはどういう問題ですか。グローバルに出てきた金融業者の不祥事というものが、いかに实体经济に大きな影響を与えたかということを考えるべきです。

質問者 それはルール不足だったんです。はつきり言う。

首藤 ですから、そういう方は、これからルールをどんどん決めていただいて、それに沿ってやっていただくと。

質問者 済みません、もう一つ、三三ページのゲート・キーパーのところで、ゲート・キーパーというのは、確かにおっしゃられる面もあるんですが、もう一つ、証券市場を守るためのキーパー

でもあるんですよね。

首藤 そういうことですよ。

質問者 そうすると、どうして悪質な投資家を排除するような機能はここに書いてないのか。

首藤 いや、書いてありますよ。

質問者 つまり、ブローカーというのが入ってない。

首藤 ブローカーも一つ、それもある。ブローカーに対する評価を行うのもゲート・キーパーです。

質問者 ブローカーが、やっぱり証券市場のゲート・キーパーの最初にあるべきではないかというふうに僕は思うんですけどね。

首藤 ここで情報仲介機関に焦点を当てましたので、広くとらえればおっしゃるとおりだと思いますよ。確かに市場に投資家を直接つなぐわけですので、悪質なブローカーは、排除するべきという

ことですね。投資決定に非常に重要な影響を与える情報を提供する評価・鑑定機能を担っているサービス業者を、ここで「ゲート・キーパー」というふうに呼びましょうということで定義をしました。直接的なゲート・キーパーというのであれば、おっしゃったようにブローカーは確かにそうでしょうし、それから、もっと直接的に言えば、証券取引所もそうですよね。上場基準、上場廃止基準で、これは市場に入ってくる商品をきちんとえり分けるという機能を果たすべき役割ですの。おっしゃるとおりだと思います。

質問者 どうもありがとうございます。

若林常務理事 よろしゅうございますか。ほかにございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで閉会とさせていただきますいと存じます。

首藤先生、どうもありがとうございます。
(拍手)

(主要引用文献)

- Coffee, John (2006) 「ファイナンシャル・ゲートキーパーの課題」、淵田康之／ロバート・ライタン編
『ファイナンシャル・ゲートキーパー』東洋経済新報社 二〇〇六年第六章。
- 小立敬「サブプライム問題と格付け機関のガバナンス」首藤恵監修・著『金融サービス業のガバナンス』
金融財政事情研究会、二〇〇九年、第三章。
- Suto, M., Menkhoff, L. and D. Beckmann (2005) "Behavioral Biases of Institutional Investors: Japan and Germany vs the US", 早稲田大学ファイナンス総合研究所 *Working Paper Series*, WNIIF-05-006 (二〇〇五年十一月)
- 首藤 恵(二〇〇七)「ファンド・マネージャーの行動バイアスとインセンティブ構造」早稲田大学ファイナンス総合研究所 *Working Paper Series*, WNIIF-08-003 (二〇〇八年八月) あるいは『日本ファイナンス学会第一五回大会予稿集』pp.78-87°
- その他引用文献は、首藤恵監修・著『金融サービス業のガバナンス』二〇〇九年、第一章を参照されたい。

(すとう めぐみ・早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
当研究所理事)

(了)

(この講演は、平成二十二年一月二十五日に開催されました。)

首 藤 恵 氏

略 歴

1976年 慶応義塾大学大学院経済学研究科博士課程修了、1986年 経済学博士。

1972年4月－87年3月 財団法人日本証券経済研究所 研究員、主任研究員。

1988年4月－1993年3月 明海大学経済学部助教授

1993年4月－2004年3月 中央大学経済学部教授

2004年4月から早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

2008年9月から同研究科研究科長。

この間、Guest Scholar of The Brookings Institution (U.S.A)、Senior Associate of St. Antony's College of Oxford University、大阪大学大学院国際公共政策研究科客員教授など。

主な著書・論文等

首藤恵監修・著『金融サービス業のガバナンス』金融財政事情研究会、2009年

首藤恵編・著『日本の資産運用産業の新展開』金融財政事情研究会 2000年

首藤恵「CSR とコーポレート・ガバナンス」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』第9章、日本評論社、2008年

首藤恵 「アジア金融改革とコーポレート・ガバナンス」浦田・深川編『アジア共同体構築2 経済共同体への展望』第5章、157-190、岩波書店、2008年

首藤恵・竹原均「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス」(上・下)『証券経済研究』第62・63号(2008年6月、9月)

首藤恵「ファンド・マネージャーの行動バイアスとインセンティブ構造」『日本ファイナンス学会第15回大会予稿集』、2007年(早稲田大学ファイナンス総合研究所 *Working Paper Series*, WNIF-08-003)

Megumi Suto and Masashi Toshihno “Behavioural Biases of Japanese Institutional Investors: Fund Management and Corporate Governance”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13 No. 4 (July 2005).

M. Suto, L. Menkhoff and D. Beckmann “Behavioral Biases of Institutional Investors: Japan and Germany vs the US” 早稲田大学ファイナンス総合研究所 *Working Paper Series*, WNIF-05-006 (2005年11月).