

二〇一〇年CFA協会年次大会に出席して

～サブプライム危機後の課題を乗り切るために～

福田 徹

一、はじめに

五月一六日から、一九日までの四日間、

‘Refocus: Your Thinking, Your Networks, Your Profession (再注目～あなたの思考、人脈および専門性)～と銘打ち、アメリカのボストンでCFA協会 (CFA Institute) 年次大会が開催された。

实体经济が回復基調を示す中、出席者が約一三〇〇人超、展示業者が四〇社強を数え、例年と比較するとかなり規模の大きい大会となった。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。開催地となったボストンはアメリカ北東部ニューイングランド地域のマサチューセッツ州に位置し、清教徒によって築かれたという古い歴史を持つ都市であることでも知られている。また、フィデリティ・インベストメントやステート・ストリート銀行が本社を構えており、金融サービスの一大集積地でもある。

さて、今回の大会であるが、世界的な経済危機および証券市場の混乱後の課題に関するものが中心であったように思われる。具体的には、望ましい規制のあり方や経済危機への対応によって急激に悪化した財政状態への対処などが挙げられる。

また、投資家の行動の非合理性に焦点を当てたプログラムが組み込まれていたのも目を引いた。当然ながら、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を論じるものも少なからず用意されていた。

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、オルタナ

ティブ投資、企業経営、個人資産管理、規範・倫理・制度の七つの分野に関する専門家が現時点において関心事になっている主題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、ノーベル経済学賞受賞者でカリフォルニア大学バークレー校のジョージ・アカロフ (George A. Akerlof) 教授、アメリカ証券取引委員会委員長のメアリー・シャピロ (Mary L. Schapiro) 氏、金融史の専門家として著名なハーバード大学のニール・ファーガソン (Niall Ferguson) 教授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中心に、そこで報告された内容を要約する。ま

図表1 午前のプログラムの内容

17日	18日	19日
<ul style="list-style-type: none"> ・ Understanding Financial Crises Kenneth Rogoff ・ Why African Markets Are More Profitable Than You Thought Dambisa Moyo ・ Bailouts, Ballyhoo, and New Betas: Managing Portfolio Risks and Rewards Clifford S. Asness 	<ul style="list-style-type: none"> ・ The U. S. SEC's Investor-Focused Agenda Mary L. Schapiro ・ Opportunities for Patient Investors Seth A. Klarman ・ The End of the Free Market: Who Wins the War between States and Corporations? Ian Bremmer 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Animal Spirits and the Economy George A. Akerlof ・ The Way Forward: Rebuilding the Financial Services Industry John C. Bogle ・ History in the Making: Lessons and Legacies of the Financial Crisis Niall Ferguson

図表2 午後のプログラムの内容（題目のみ）

17日	18日
<ul style="list-style-type: none"> ・ Risk Management Revisited ・ The Future of Securitization ・ Investment Management Leadership: Creating a Culture of Excellence ・ Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports ・ The Art and Science of Hedge Fund Manager Selection 	<ul style="list-style-type: none"> ・ The Hidden Costs of Asset Owner/Asset Manager Relationships ・ Understanding the Inflation/Deflation Debate Specialty Focus Area: Fixed-Income Analysis ・ Lessons from Japan: Fighting a Balance Sheet Recession ・ International Wealth Planning for Families ・ Carbon Exposure and Strategic Opportunities in Energy Markets
<ul style="list-style-type: none"> ・ Inputs to Monetary Policy Decisions ・ The Questions That Keep Bond Managers Up at Night Specialty Focus Area: Fixed-Income Analysis ・ Adding Value through Corporate Governance ・ Trends in Family Offices ・ The Half-Global Crisis: Long Term Investment Opportunities in Emerging Markets 	<ul style="list-style-type: none"> ・ Managing Investments through Turbulent Times ・ The Power of Negative Thinking: A Short Seller's Perspective ・ The Daily Grind: An Examination of Our World Economy ・ Techniques for Managing Your Clients' Behavioral Biases ・ Next Generation Asset Management: Competition, Compensation, and Consolidation

た、アメリカの投資運用業界が、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、証券市場の信頼を回復するために

証券市場の信頼を回復させるために行動すべき主体の一つは、監督当局であろう。この大会では、アメリカ証券取引委員会委員長のメアリー・シャピロ氏が「アメリカ証券取引委員会の投資家に焦点を合わせた議案」(The U. S. SEC's Investor-Focused Agenda) という題目で講演を行っている。ただし、金融規制改革法案が上院で採決される直前という時期に当たっていたために、同氏の講演はビデオ会議システムを利用してワシントンからの中継という形式で行われた。なお、その内容であるが、証券取引委員会の組織に対する

の見直し、金融規制改革および今後の会計基準の改善について言及するというものであった。

まず、同氏は最近一〇年間の証券市場においてIT企業の株式や住宅ローン債券などでバブル発生と破裂が繰り返されたため、实体经济が悪影響を受けることとなったと切り出している。また、その結果として個別企業の正確な財務情報から証券の取引や保有に関する情報などの重要性が、投資家や市場関係者および監督当局に再認識されるようになったと指摘した。そして、それらの情報を分析する技能や不正確な情報の提供者を罰するための能力を保有できるように証券取引委員会の組織自体を見直すことが目標の一つとなっているとした。また、証券市場を透明化すべく議会と共同で包括的な改革に着手していると主張している。会計基準の改善についても、会計監督委員会や財務会計基準審議会と共に活動していると述べ

た。

さて、証券取引委員会の組織に対する見直しに関する内容は以下の通りである。最初に同氏は各部署間で十分な情報交換が行えるように内部の組織構造の変革を行ったとした。また、新たな情報技術の導入が可能となるだけの予算を割り当てられるようになった結果、膨大な情報や調査の手掛かりを追跡して分類を行った上で相互に関連付けるようなシステムを開発できるようになったと述べている。加えて、現在取り組んでいる課題をいくつか紹介している。それらは、格付け会社に対するより強力な規制の枠組み、マネー・マーケット・ファンドの安全性を高めるための制度、一任勘定による資産運用を第三者による監査を介することで信頼性を高める制度、株主に対する一層の説明責任を求めるための制度、証券化商品に組み込まれている資産の透明性を高める制度、変化の

著しい株式流通市場に関するコンセプト・リリースであった。

包括的な金融制度改革については、議会で議論が行われており、これが成立すればシステムミック・リスクの最小化や証券市場の透明性向上および投資家保護に関する基準がもたらされるであろうと述べた。具体的な金融制度改革の課題としては、制度の違いや裁定余地を無くすよう店頭デリバティブ市場に関する法律を強化すること、投資アドバイザーの行動規範に対する改善、規模の小さい投資アドバイザーへの監督権限について証券取引委員会と比肩できる基準に高めた上で州政府に移管すること、を列挙した。以上については、CFA協会会員が直接的に関わるものを選別していたと思われる。なお、これを実行するためには、証券市場の実態に見合うように証券取引委員会の財源が計上されるような仕組み（同氏は

“Independent Funding”と呼んでいる）が組み込まれるべきであるとも主張した。

会計基準については、証券取引委員会が国際会計基準への一元化に消極的であるという見方に対する反論という形式をとったものとなっていた。

具体的には、証券取引委員会の国際会計基準に対する取り組みは十分であること、アメリカは国際会計基準の採用を渋っている訳ではないこと、アメリカは国際会計基準を定める過程について理由なく固執しているのではないこと、アメリカは偏差な利害を守ろうとしてはいないこと、に関して説明を加えながら指摘していた。そして、高品質で世界的に受け入れられる会計基準の設定がアメリカおよび世界の投資家の利益になると結んでいる。

最後に、質疑応答の時間が取られていたが、その中で興味深いものをいくつか紹介しようと思

う。フラッシュ・クラッシュからは二週間後ということもあり、高頻度取引についての質問があった。これに関しては、フラッシュ・クラッシュについての中間報告書が公表されていると紹介した上で、膨大な数のデータを利用して未だ多くの問題を分析している途上であると述べた。また、サーキット・ブレーカーの導入が取り敢えずのところ重要であるとしている。さらに、証券取引委員会は、既に今年の一月時点で株式市場の構造に関するコンセプト・リリースを公表しており、その中で高頻度取引のみならずマイクロシオンやフラッシュ・トレード、ダイレクト・マーケット・アクセスなどについて、意見を求めているとした。また、同氏が証券取引委員会に予算と人員がさらに必要であると主張したことに対して、もっと詳しく説明して欲しいという質問もあった。これについては、新たに多くの問題が表

面化しており、これらに対処するためには情報技術の導入および異なった種類の専門的な知識を持ったスタッフの雇用が重要になっているとされている。

さて、個人的な感想であるが、証券取引委員会は二つの点で自らの限界を意識せざるを得ない立場にあると思われた。その一つが、証券市場の安定を追求する上での権限の限界である。今回のサブプライム危機で目の当たりにしたように、証券、金融、先物市場は複雑に関連しあっており、証券取引委員会の守備範囲のみでリスクを見出すうとしても困難になっているのである。CFA協会会員向けの講演ということがあるものの、証券市場の安定化に資する金融制度改革への取り組みに関する中心的な議題についての言及がほとんどなかったのは、そのためではないかと推察された。また、もう一つの限界はここ数年の証券市場

における著しい変化への対応である。これが、フラッシュ・クラッシュへの対策などに表れているように感じられる。

三、経済危機に対処するための

処方箋

行動ファイナンスの認知などによって効率的市場仮説の呪縛が崩れたのは、最近のこととあって良いであろう。情報の非対称性がある市場の研究でノーベル経済学賞を受賞したカリフォルニア大学バークレー校のジョージ・アカロフ教授の講演「アニマル・スピリッツと経済」(Animal Spirits and the Economy)も、この流れを肯定するものであった。なお、同教授は、イエール大学のロバート・シラー (Robert J. Shiller) 教授との共著 *Animal Spirits: How Human Psychology*

Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism (『アニマル・スピリッツ』山形浩生訳 東洋経済新報社) に基づいて議論を進めている。

アニマル・スピリッツとは、メイナード・ケインズ教授が『*The General Theory of Employment, Interest, and Money* (『雇用・利子および貨幣の一般理論』塩野谷祐一訳 東洋経済新報社) で用いた言葉である。その意図するところは、人間の行動に影響を与える感情や情緒の表現であった。つまり、同教授は、人間が冷静に分析して導かれた将来の利益の期待値に基づいた行動をするというだけでなく、アニマル・スピリッツにも影響を受けると考えていたのである。

アカロフ教授は、アニマル・スピリッツの特性を「信頼」(Confidence)、「公正」(Fairness)、「腐敗」(Corruption)、「貨幣錯覚」(Money

Illusion)、「物語」(Stories)の五種類に分類した。「信頼」については、情報を十分に分析した上で到達する合理的な結論を超えるような場合が存在しており、これがバブル発生時に観察されるとしている。そして、「公正」の説明は行わずに、「腐敗」へと話題を移行させた。まず、企業が利益を稼げるのであれば、人々が欲しいものだけでなく人々が欲しいと思っているものをも生産してしまう点から「腐敗」が発生すると述べている。例えば、病気に効果がないにもかかわらず、人々が望むならば蛇油(「ほら」の意味がある)を平気で販売してしまうかもしれないと指摘した。そして、これは今回のサブプライム危機における格付け会社の行動に当てはまるとしている。「物語」については、人々が行動を起こす際の根拠になっているものではあるが、誇張される傾向にあることを指すとしている。これについては、ドットコ

ム・バブルを一例として挙げていた。

続いて、アニマル・スピリッツの特性を利用して、サブプライム危機を解消する上での問題点や解消方法について論じている。まず、同教授はこれまで存在していた「信頼」が消え去った現状にあると述べた。具体的には、「物語」が素晴らし、持ち家から蛇油に転じてしまったことやシャドウ・バンキングが機能不全を呈していると指摘した。また、シャドウ・バンキングの「信頼」が取り戻せない中で、銀行の資本状況が改善されても実体経済の回復は困難であるとした。そして、実体経済を回復させるために、二つの処方箋を提案している。その一つは、完全雇用を可能とするような需要水準の達成である。これは、通常の財政および金融政策を利用すべきであるとした。もう一つは完全雇用を可能とするような信用供与水準の達成を挙げている。そして、これを実現するた

めには、拡張的な連銀貸出や政府による銀行への直接的な資金注入、政府援助法人を通じた信用供与が必要であると述べている。

個人的な感想としては、アニマル・スピリッツの特性の分類について大変興味深く感じられた。実体経済を回復させるための処方箋については、信用供与に対する警戒感を緩和させる政策が必要であるということ強調するものになっていたと思われる。

四、先進各国における財政赤字の行方

サブプライム危機以降、先進各国では金融機関の救済や景気対策の一環として巨額の財政出動が行われた。その結果として、それらの国々の財政赤字の水準は大幅に悪化している。この財政赤字

の行方については、これからの投資戦略に関わる
ことでもあり、興味を惹かれるところであろう。

今大会では、ハーバード大学のニール・ファーガ
ソン教授が「歴史的瞬間〜金融危機からの教訓と
遺産〜 (History in the Making: Lessons and
Legacies of the Financial Crisis)」という題目で
報告を行っている。なお、同教授の専門分野は、
金融史および経済史、植民地の歴史であり、最近
では *The Ascent of Money: A Financial History of
the World* (『マネーの進化史』 仙名紀訳 早川書
房) を発表して話題となった。

最初にファーガソン教授は、世界各国が発行し
た国債の価格形成に影響を与えるような出来事や
国債利回りの推移について一八〇〇年前後までさ
かのぼって言及した。それらから与えられるメツ
セージは、過去からのデータを眺めると国債価格
を大きく変動させる出来事が頻繁に発生し、それ

に伴って国債利回りも激しく上下するという現象
が起こっているというものであった。さらには、
国債への投資だからといって、安心できるもの
はないという意味も含んでいたと思われる。

具体的には、一九カ国が発行した国債それぞれ
に関してコンソル債(イギリス国債の一種)の利
回りに対する上乗せ金利分の推移を一八七〇年以
降についてグラフ化したものを提示しながら、多
くの国々の国債において大幅に高い上乗せ金利を
要求される時期が何回か存在していたことを指摘
した上で、このような国債利回りの上昇を引き起
こす理由について言及していた。これについて詳
細にまとめられた表は大変興味深いので、簡単に
紹介したい。図表3はヨーロッパ各国についてデ
フォルト・リスクの指標とされる国家債務不履行
や繰延の期間およびインフレ・リスクの指標とさ
れるインフレ率についてまとめたものである。

図表3 ヨーロッパにおける国債の価格形成に影響を与えるような出来事

	独立後または1800年以降			1800年以降		
	銀行危機の 期間の割合 (%)	国家債務の 不履行や繰 延の期間の 割合(%)	国家債務の 不履行や繰 延の回数	インフレが 20%超の期 間の割合 (%)	インフレが 40%超の期 間の割合 (%)	ハイパー・ インフレの 年数
オーストリア	2	17	7	21	12	2
ベルギー	7			10	7	
デンマーク	7			2	1	
フィンランド	9			6	3	
フランス	12		8	6	2	
ドイツ	6	13	8	10	4	2
ギリシャ	4	51	5	13	5	4
ハンガリー	7	37	7	16	4	2
イタリア	9	3	1	11	6	
オランダ	2	6	1	1		
ノルウェー	16			5	2	
ポーランド	6	33	3	28	17	2
ポルトガル	2	11	6	10	4	
スペイン	8	24	13	4	1	
スウェーデン	5			2		
イギリス	9			2		

(出所) ファーガソン教授の講演資料を利用して筆者作成

ユーロ危機で焦点となっているギリシャを例にとると、全期間のおよそ半分が国家債務不履行や繰延を行っていた時期に当たっていた訳である。また、現在話題のピッグス（ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペイン）のうちで、イタリア以外の国々が問題を起こしている期間の割合が高いのが見て取れる。二〇%を超えるインフレを経験した期間についても、半数の国々で一〇%を上回っている。つまり、二〇年間程度はかなりのインフレ期であったのである。さらには、国家債務不履行や繰延を行っていた期間の長さともインフレ期の長さにはある程度の相関性が観察できよう。

続いて、同教授は国債決済銀行が今年二月に公表したワーキング・ペーパー“*The future of public debt: prospects and implications*”を下敷きにして、国内総生産に対する公的債務の割合に焦点を当てながら、先進各国の財政状態の見通しについ

ての説明を行った。このワーキング・ペーパーによると、財政政策を見直さずに現状維持で二〇四〇年まで継続した場合、アメリカ、イギリス各国の国内総生産に対する公的債務の割合はそれぞれ四〇〇%超および五〇〇%超まで上昇し、その時点におけるビッグスのそれを上回るほどに悪化するとなっていると述べ、警鐘を鳴らした。また、国内総生産に対する国債利子の割合についても言及しており、二〇四〇年におけるアメリカ、イギリスのそれは他国と比較して高水準になると予測されていると述べていた。

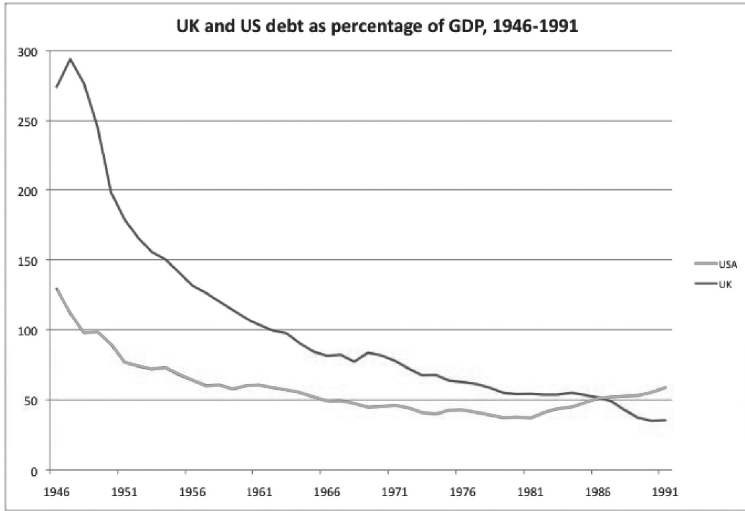
なお、同教授は財政状態の悪化が債務危機へと至る道筋として六通り挙げられると指摘した。それらについては、①過剰債務。具体的には、国内総生産に対する公的債務の割合などで推計できる。②過剰な返済額。具体的には、国内総生産に対する元利金の返済額の割合などで推計できる。

③海外資本に対する依存度合い。具体的には、輸出額に対する公的債務の割合などで推計できる。

④経済の衰退。具体的には、労働生産性の伸び悩みなどで示される。⑤政治的指導力の欠如。迎合主義的で過剰歳出や不合理な税制を修正できないなどの現象から推察できる。⑥市場における根拠なき熱狂状態。とされていた。

一方、債務危機から脱出する方法に関して、同教授は六種類の処方箋を挙げている。それらは、①国内総生産を高成長させる。②公的債務に関わる金利水準を低下させる。③海外等からの資本移転。④歳入の増大および歳出の削減。⑤中央銀行による国債の買い入れ（実際にはインフレ）。⑥債務不履行（繰延や整理なども含む）。である。ただし、一般的には最初に挙げた三つの処方箋を採用するのは極めて困難であるとも述べている。なぜなら、①については公的債務が大きくなると

図表4 アメリカ・イギリスにおける公的債務の対国内総生産比(%)



(出所) ファーガソン教授の講演資料を利用して筆者作成

国内総生産の成長が鈍化する傾向にある。②については財政状態が悪化すると金利水準が上昇する。③については巨額過ぎることが多い。といった理由からである。また、④について過去の例として指摘できるのは、産業革命期に当る一八一五〜一九一四年のイギリスの場合のみであり、例外的存在とした。したがって、ほとんどの場合、⑤と⑥になったと結論付けている。ただし、⑤を採用するためには、通貨主権を保持した上で公的債務が自国通貨建てによるものである必要があるとした。そして、⑤に該当しない国々が⑥に陥らざるを得ない状態になってしまう訳である。

さて、債務危機の手前から逃れた具体例としては、第二次世界大戦後のアメリカとイギリスを挙げて説明を加えている(図表4)。実際は、第二次世界大戦後(一九四六年)から一九九一年までに公的債務の対国内総生産比を減少させた要因に

ついでに分析を行うという手法を取っている。これによると、アメリカは、全体で九〇%ポイント減少させており、そのうち五六%ポイントが国内総生産の成長、五三%ポイントがインフレの増進、▲二一%ポイントが公的債務の増加によるものとしている。続いてイギリスについてであるが、全体で二二%ポイント減少させている。その内訳は九八%ポイントが国内総生産の成長、二二%ポイントがインフレの増進、▲一二四%ポイントが公的債務の増加によるものであったと述べた。

個人的な感想としては、英米における将来の公的債務が大変な水準になると予想されていることに驚いた点が挙げられる。今年の主要国首脳会議で公的債務が中心議題となったのも、このような背景があったのかと納得した。また、我が国の公的債務も厳しい状態にあるが、どのような過程を

経て緩和されるのであろうか。やはり、将来的にはインフレが増進するというシナリオの可能性が高いのであろうかと邪推してしまった。

五、終わりに

個人的に興味深かったものとしては、投資運用の専門家であるジョン・ボーグル (John C. Bogle) 氏などに対する「商品市場での資金運用を投資と考えるべきか。」という質問である。これについては、各識者とも「考えるべきではない。」と述べ、「投資とは、あらたな付加価値を生み出すように資金を融通するものである。」とした。商品市場への大量の資金流入に対して疑問を呈するものとも受け取ることができらるだろう。

さて、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、信託銀

行、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比率が高まっているのは相変わらずで、全体の七割近くを占めるまでになっている。また、ヘッジ・ファンドの運用評価会社も登場しており、時代の要求を反映しているように思われる。

なお、来年の大会は、久しぶりに大西洋を渡ったイギリスのエジンバラで開催される。ヨーロッパの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に触れる上では格好の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)