

## 経済に資する金融・資本市場とは？

淵田 康之

### 安倍政権は経済成長に資する金融・資本市場を構築できるのか？

2006年9月26日、安倍政権が発足した。新政権においては経済成長を重視する路線が明確となっている。「成長なくして財政再建なし」との発想である。この経済成長重視路線は、実際には安倍政権発足前の2006年6月26日に発表された自民党政務調査会財政改革研究会による「財政改革研究会最終報告書～活力ある「経済・財政一体改革」の設計図～」及び、7月6日に財政・経済一体改革会議<sup>1</sup>が発表した「経済成長戦略大綱」において打ち出されている。そしてこれらを受けて7月7日に発表された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」（骨太の方針2006）においても、「成長力・競争力強化」が、「財政健全化」、「安全・安心で柔軟かつ多様な社会の実現」と並ぶ三つの優先課題の一つに位置づけられた。経済成長重視路線に限らず、これら一連の報告に盛り込まれた各種の施策は、自民党総裁選における安倍氏の政権公約と通じるものが多い。わが国の今後の経済政策運営は、2006年前半より、既に安倍政権誕生を見越して構想されていたとあって良いのかもしれない。

新政権における金融・資本市場行政の位置づけは、どうなるのであろうか？まだ政権発足間もない段階ではあるが、上記の各報告書や安倍首相の政権公約等を見る限りでは、経済政策全体における金融・資本市場面の施策の位置づけは、小泉政権の時に比べて低下する可能性が高いと評価せざるをえない。

小泉政権においては、金融・資本市場改革が構造改革全体の最重要の柱であった。この点は、政権発足直後の2001年6月26日にとりまとめられた、最初の骨太の方針にも表れている。すなわち、「経済再生の第一歩として、不良債権の処理を急ぐべきである」として、不良債権問題対応が何にもまして優先課題とされていた。また「21世紀にふさわしい安定した

<sup>1</sup> 与党と政府と一緒に歳出削減に取り組む新たな協議の場として、2006年5月22日にスタートした会合。政府側から小泉首相、安倍官房長官、竹中総務相、谷垣財務相、二階経済産業省、与謝野経済財政相ら経済関係閣僚、与党側から自民党の武部幹事長、公明党の神崎代表、冬柴幹事長らが出席。

金融システムを構築」する、との方針が掲げられ、「直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する。」とされた。いわゆる「貯蓄から投資へ」という方針がスタートしたのである。

この骨太の方針 2001 に応じて、金融庁は証券市場の構造改革プログラムを実施したほか、一連の証券投資優遇税制も導入された。懸案の不良債権処理については、2002 年 10 月 30 日に金融再生プログラムが策定され、本格的な取組が進展した。

小泉政権二期目にまとめられた 2004 年の骨太の方針は、2005 年 4 月から 2007 年 3 月までの 2 年間を重点強化期間と位置づけたが、ここでは「金融重点強化プログラム」（仮称）を策定し、不良債権問題への対応から脱却して、金融・証券市場の構造改革と活性化により、わが国金融センターを更に強化・充実させ、経済社会の新たな成長に向け、国際的にも最高水準の金融機能が利用者のニーズに応じて提供されることを目指す。」とされ、引き続き、金融・資本市場行政が一つの柱となっていた。

この「金融重点強化プログラム」（仮称）を策定するという骨太の方針 2004 を受けて、2004 年 12 月 24 日に金融庁が発表したのが「金融改革プログラム」であり、この下で利用者の保護と利用者の利便性の向上を柱とした改革が進展した。金融商品取引法の制定や保険金不払い問題、貸金業問題への取組がその成果の一端である。

さて、この金融改革プログラムがあと数ヶ月で終了するわけであるが、その後の金融・資本市場行政については、新たなパッケージを策定しようという議論は今のところ聞かれない。自民党財政改革研究会の最終報告書、経済成長戦略大綱、そして骨太の方針 2006 に盛り込まれた金融・資本市場関連の施策を抽出すると、付表にまとめたように既に取り組みが進んでいる項目や断片的ないし漠然としたアイデアにとどまるものが多い。厳しい言い方をすれば、経済成長を通じた財政再建というシナリオがまずありきであり、それに少しでも関係がありそうな既存の施策や抽象的アイデアを、点景として散りばめたという観がある。経済成長重視は結構としても、ではそのためには日本の金融がどうあるべきか、という問題意識から出発し、必要な施策を体系的に検討するという姿勢は感じられない。金融・資本市場行政は、一つの柱という位置づけにもなっていないのである。

骨太の方針 2006 が、今後の 10 年間で「新たな挑戦の 10 年」とし、経済成長を通じた財政問題の軽減という点を大きな目玉としている以上、本来、求められるのは経済成長に寄与する金融・資本市場の構築を正面から検討していくことであろう。

金融・資本市場とは本来、経済成長に寄与する機能を発揮する仕組みで

ある。しかし、わが国の場合、過去 15 年というもの、不良債権問題に象徴されるように、金融・資本市場は、むしろ経済成長を抑制したり、経済の不安定をもたらす存在であった。この問題が一巡した今日、ようやく、金融・資本市場を通じた経済成長への寄与が期待される局面に入ってきたといえる。金融・資本市場制度面でも、経済成長促進につながる仕組みを導入し、また成長抑制的に働く仕組みを見直していく作業が、当然、必要なのである。

以下に見るように、今日、米国では、資本市場の競争力が低下し、米国産業の資本形成が危うくなっているという議論が高まっている。圧倒的な規模を持ち、金融センターとして磐石な地位を誇っていると思われる米国においてすら、金融・資本市場の競争力維持・強化に細心の注意が払われ、日々対応策が議論されているのである。1996 年 11 月 11 日、故橋本首相が日本版ビッグバンを打ち出して 10 年が経つが、ようやく健康体に近づいたばかりのわが国も、十年一日のごとく、「ニューヨーク、ロンドンに比肩する金融センター」と漠然と唱えているだけで良いはずがない。

## 金融・資本市場の競争力低下を懸念する米国

米国ではエンロンやワールドコムを始めとする企業不祥事を受けて、2002 年 7 月に企業改革法が成立したが、特に同法 404 条に規定された内部統制の強化の結果、企業の規制遵守コストが大幅に高まるのが当初より問題視されてきた。こうした批判は、企業不祥事に対する庶民の反感が強かった時期には散発的なものにとどまってきたが、しだいに表面化し、議会や行政レベルでも議論されるようになってきた。大企業以外への 404 条の適用も、数度にわたって適用が延期されてきた。

2005 年 4 月には、SEC 主催の内部統制報告・監査に関するラウンドテーブル（Roundtable on Second-Year Experiences with Internal Control Reporting and Auditing Provisions）が開催されたが、ここでは、内部統制実務に多大なコストがかかることが指摘され、とりわけ中堅・中小企業について、過度にその負担が大きくなる可能性が指摘された。

またこれに先立つ 2005 年 3 月、SEC は、中堅・中小公開企業に関する諮問委員会（Advisory Committee on Smaller Public Companies）を設置し、米国の中堅・中小公開企業に対する証券規制のあり方について検討を重ね、2006 年 4 月 23 日に最終報告書を発表した<sup>2</sup>。ここでは、中堅・中小公開企業に対する内部統制のあり方のみならず、開示制度や会計基準、財務報告規則のあり方など広範な提言が行われた。

<sup>2</sup> 小立敬「企業規模に応じた証券法規制を模索する米国」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。

同諮問委員会では、404条をはじめとする企業改革法へのコンプライアンス・コストが高い結果、国内発行企業が非公開化したり、海外発行企業が米国での上場を忌避するような事態が生じているとの懸念が示されている。こうした懸念は、同諮問委員会の場以外でも、頻繁に指摘されている。例えば、ニューヨーク証券取引所のサイン社長は、2006年6月、「昨年の大型IPO上位25社のうち23社は米国外に上場した。本年も10大IPOのうち9つが米国外で行われた。」と述べ、企業改革法を批判したが<sup>3</sup>、この発言はその後も様々な各方面で引用されることとなっている。規制強化の結果、米国資本市場の競争力が低下し、米国におけるイノベーションや資本形成、ひいては米国経済に損失を与えているという問題意識が高まっているわけである。

こうした主張については、どの程度、エンロン後の規制強化のせいなのかは不明であるという議論もある。例えば中国系の企業において、米国市場を敬遠する傾向が生じているのは確かであるが、これは内部統制コストの問題というより、米国市場における証券関連訴訟への対応が忌避されているという指摘もある。

株式を公開するコストが高まったため、非公開化の動きも強まっているという指摘については、図表1に見られるように、確かに2003年に比べれば、ここ数年非公開化の件数は増えている。しかし、件数を問題とするなら、非公開化の件数は、1999年や2000年の方がはるかに多かったのである。また、非公開化した企業の平均規模はここ数年大型化していること

図表1 米国における株式非公開化の動向

年	件数	平均規模(100万ドル)
1995	6	339.03
1996	10	142.99
1997	26	231.83
1998	19	171.76
1999	40	238.85
2000	43	204.70
2001	19	303.58
2002	18	331.88
2003	15	138.64
2004	21	838.70
2005	28	740.96

(注) 平均規模は2005年価格で実質化されている。

(出所) Thomas Boulton, Kenneth Lehn, Steven Segal "The Rise of the Private Equity Market", mimeo.

<sup>3</sup> Jenny Anderson and Heather Timmons, "NYSE Group Reaches Deal to Acquire Euronext," *New York Times*, June 2, 2006 参照。

は確かだが、もし規制負担コストの上昇が非公開化の原因であるとする、むしろ小規模の企業の非公開化が続出するはずであるという指摘もある<sup>4</sup>。

このように、問題の程度やその原因についての議論の余地はあるが、過去数年の規制強化の影響に留まらず、米国資本市場の競争力や資本形成への寄与度を問う議論が活発になっている点は、大いに注目される点である。

こうした動きの中で特に注目されるものとしては、「21世紀の米国資本市場の規制に関する委員会」(Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century)と「資本市場規制に関する委員会」(The Committee on Capital Markets Regulation)の二つがある。

前者は米国商工会議所が2006年2月に設置したもので、「米国が世界最強の経済大国であり続けるためには、資本市場を近代化しなければならない<sup>5</sup>」という発想の下、米国資本市場の競争力向上、米国企業の成長や雇用創造のための資本供給促進、投資家保護、貯蓄促進といったことを議論中である。同委員会の設置に伴い発表された報告書では、企業改革法404条批判の他、会計監査法人のあり方、金融業者への規制・監督のあり方(連邦と州に分かれた規制の問題も含む)、訴訟コストの問題、後述する経営者の短期主義問題等、広汎な問題が指摘され、「システムは危機にある」と結論づけられている<sup>6</sup>。

同委員会は2006年9月から10月にかけて全米主要都市でタウンホール・ミーティングも行っている。一連の議論を踏まえ、2007年2月に改革提案をとりまとめることが構想されている。

一方、「資本市場規制に関する委員会」は、ハーバード・ロースクールのハル・スコット教授を座長とし、元大統領経済諮問委員会委員長のグレン・ハバード氏と元ゴールドマン・サックス社長のジョン・ソントン氏を副座長に据え、他のメンバーにもそうそうたる人物を集めて2006年9月にスタートしたものである<sup>7</sup>。同委員会の発足にあたり、ポールソン財務長官が好意的なコメントしたことも話題を呼んだ。同委員会は、2006年11月末までに提言を取りまとめるとされている。

<sup>4</sup> 東京国際研究クラブ主催、ブルッキングズ研究所-野村資本市場研究所、資本市場コンファレンスでの議論より(2006年9月12日)。もっとも、404条はまだ中小企業には適用されていないため、中小企業には影響が及んでいないだけであるという反論も可能かもしれない。

<sup>5</sup> U.S. Chamber of Commerce プレスリリースより(2006年2月13日)。

<sup>6</sup> U.S. Chamber of Commerce, *Capital Markets, Corporate Governance, and the Future of the U.S. Economy*, February 2006

<sup>7</sup> Alan Murray, "Panel's Mission: Easing Capital-Market Rules," *Wall Street Journal*, September 12, 2006 参照。

## 注目される論点

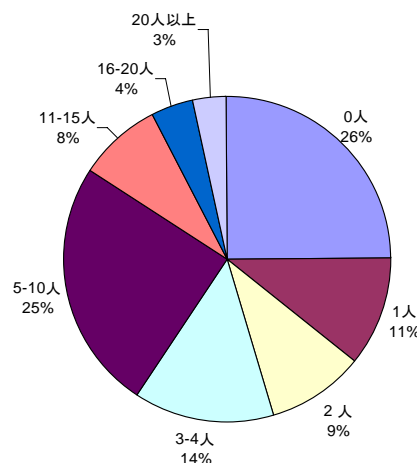
以上の議論にも見られるように、2002年企業改革法だけではなく、米国資本市場を巡る様々な分野に焦点をあてた議論が活発化しているのであるが、以下では、このうち、アナリスト問題、短期主義問題、ガバナンス問題、SECの規制導入のあり方について、それぞれ紹介することとする。

### 1) アナリスト問題

米国では、セルサイド・アナリストが自社の引受けビジネスを支援すべく、歪んだ内容の研究をアウトプットしていたことが問題視され、一連のアナリスト規制強化が実施された。とりわけ2003年4月28日の包括的和解とこれを反映したNASDルール、NYSEルールの導入により、セルサイド・アナリストに対して投資銀行部門が報酬を支払うことが禁止された点が、アナリスト業界に大きな影響を及ぼしている。

すなわち、セルサイド・アナリストの減少、報酬低下、インドなどへの研究のアウトソース等に加え、アナリストのカバレッジの低下が問題となっている<sup>8</sup>。図表2に示される通り、アナリストのカバレッジのない会社が全体の26%、1~2名のアナリストによってしかカバーされていない会社が全体の20%になっている。そして、機関投資家に人気の高い一部の銘柄やモメンタム銘柄への研究の集中や、あるいはヘッジファン

図表2 米国公開企業におけるアナリストのカバレッジ状況



(注) 公開企業を、その企業をカバーするアナリストの人数で分類したもの。

(出所) Factset Data Systems を用い、2006年9月時点で IRN が集計。

<sup>8</sup> これらの変化については、“Joint Report by NASD and the NYSE, On the Operation and Effectiveness of the Research Analyst Conflict of Interest Rules,” December 2005 及び淵田康之、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、2006年参照。

ドへのトレーディング・アイデアのサービス等へのシフトが生じるようになってきている。ちなみにリテール投資家へのセルサイドからのレポート提供も従来より減少し、リテール投資家は、エキスパート・ネットワーク（企業や業界に詳しい人のブログ等）やその他ネット上の無料の、しかしクォリティが必ずしも高くない企業情報への依存を高めている。

従来、セルサイド・アナリストの報酬の源は、投資銀行（IB）部門からのお金とブローカレッジ・トレーディング部門からの資金であったが、IB部門からの資金が、包括的和解によって断たれたことに加え、デシマライゼーション（呼び値が 1/4～1/8 刻みだったのが、0.1 刻みに縮小）の影響もありトレーディングの収益率も低下している。ブローカレッジ手数料率も過去からの低下トレンドが続いている。この結果、セルサイド・アナリストという仕組みが従来のような姿では成り立たなくなっているわけである。

この結果として生じているアナリストによるカバレッジの低下は、中堅・中小企業株の流動性の低下、資本コストの上昇につながり、まさに米国の資本形成を阻害しかねないと懸念されている。

もっともこれらの問題を認識し、アナリストに対する自主規制ルールの修正を検討した NYSE、NASD のジョイント・レポートも、上記の問題を根本的に解消するような提言をするに至っておらず、ディスクロージャーの修正やクワイアット・ピリオドの短縮など、ややテクニカルな修正を求めるに留まっている<sup>9</sup>。

従来のセルサイド・アナリストのビジネス・モデルが構造的に機能しにくくなった今日、期待されているのは発行企業によるリサーチ資金提供という新たな資金フローの仕組みである。もちろん、企業が特定のアナリストに直接お金を払ってレポートを書かせるのでは、客観性を問われるため、間に仲介機関が入り、企業に 2 年とか 3 年、2～3 人のアナリストに四半期 1 本レポートを書かせる資金を提供させるのである。アナリストは、この仲介機関の契約先で、セクター等、企業属性に適したアナリストが選択される。こうしたアナリストは、独立系アナリスト会社もあるが、証券会社のアナリスト部門もある。仲介機関は、アナリストが契約通り四半期ごとに一定分量以上のレポートを書いているかどうかに加え、レポートのクォリティを外部機関の評価も使いながらチェックする。

発行会社にとって、こうした仕組みにお金を払うインセンティブはあるかどうかであるが、アナリストのカバレッジが上がると流動性が上がり、資本コストも低下するという点は実証されている。また IR などを使って

<sup>9</sup> 注 8 のジョイント・レポートでの議論に基づき、2006 年 9 月、NASD、NYSE はそれぞれ SEC に自主規制ルールの変更提案を提出した。

いるお金の一部をこちらにシフトさせるほうが、投資家に対してより客観性が高く有益な情報が提供できるし、株価にもよりインパクトがあるという指摘もされている。

発行会社が証券発行の際に投資銀行に支払ってきたお金の一部を、仲介機関に支払うこととし、この仲介機関が、数社のアナリストにレポートを2~3年契約で書かせるということもある。従来、投資銀行に支払うお金には、アナリストに対する報酬という部分もあったとすれば、発行会社としては、その分のお金を使って、従来とは別の形で発行後のアナリストのカバレッジを確保しようというのは合理的な判断と言える。

もともと、発行会社においては、引受証券会社は証券を引受け、引受手数料を手にしてしまうと、その会社のレポートを必ずしも継続的に書き続けなくなってしまうという批判があった。上記の仕組みを導入することで、発行会社は数年間、数社のアナリストによるカバレッジを確保できる。現在、大手の投資銀行もこの仕組みの利用に関心をもっていると言われる。大手投資銀行としても、自社以外の優良な複数のアナリストが、発行後、リサーチ・カバレッジを続けるという仕組みにすることで、発行会社に対してアピールすることができるからである。この場合、引受投資銀行の方が、引受手数料の一部を仲介機関に支払い、他のリサーチ・プロバイダー（独立系や他の証券会社のセルサイドのアナリスト）を確保することになる。

現在、こうした仲介機関としては IRN (Independent Research Network) と NRE(National Research Exchange)の二社がある。IRN はナスダックとロイターが折半出資した会社、NRE はナスダックの幹部が独立してスタートさせた会社である。どちらも発足して1~2年と、まだまだベンチャー企業の段階であり、成功するかどうかは、見極め難い。しかし、こうした試みもうまくいかないとすると、セルサイド・アナリストの構造的苦境が続くということになるのかもしれない。

## 2) 短期主義問題

米国資本市場の構造的問題を巡る議論としては、短期主義問題も注目される。米国では90年代初頭、米国の生産性の低下は、経営者の短期指向（ショートターミズム）とかマイオピア、つまり近視眼的経営によるものだとの議論が盛んに行われ<sup>10</sup>、マイケル・ポーターやレスター・サローらが、日本の株式持ち合いを通じた系列経営が長期指向の企業経営のあり方として参考になるといった主張を行っていた経緯がある<sup>11</sup>。もっともその

<sup>10</sup> 例えば、Michael T. Jacobs, *Short-term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*, Harvard Business School Press, 1991

<sup>11</sup> Michael Porter, *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, A Research Report Presented to the



後米国経済は、日本の株式持合いをまねるまでもなく、生産性の向上により力強く回復に向かった。

最近になり、米国では再びショートターミズムが批判されている<sup>12</sup>。400社の企業の財務担当幹部に対するサーベイによると、回答者の80%が、短期的な収益ターゲットを達成するためには、R&D等、裁量的な支出を削減すると答えたという<sup>13</sup>。

今回、短期主義問題が再び注目されるようになった背景の一つには、企業の会計不祥事が頻発したことがある。すなわちストックオプションの普及もあり、企業経営者が短期的業績を従来以上に気にするようになり、不正会計を行ってしまいがちになっているというわけである。

また今回の特徴として、投資家構造がかつてよりも短期指向型となっている点も指摘できよう。すなわち確定拠出型年金の普及により投資信託が市場の重要なプレイヤーとなったが、投資信託の回転率は伝統的な年金基金よりも高い傾向にある。また、過去との大きな違いはヘッジファンドの影響力が格段に高まったことである。長期のバリュウ重視のヘッジファンドも無いわけではないが、取引を頻繁に行い、あらゆる収益機会をムダにしない姿勢をとるヘッジファンドが多い。インターネットを通じた一部の個人デイトレーダーの動きも、投資家構造全体の短期指向化につながっていると見えよう。図表3に見られるように、ニューヨーク証券取引所における売買回転率は、近年急上昇している。

90年代初頭においても経営者の短期指向が問題視されると同時に、その一因として機関投資家やアナリストが短期指向となっており、そのプレッシャーによって経営者が短期指向となっている点が指摘されたが、この問題は、今日、従来以上に深刻化している可能性があるわけである。

この短期主義問題に関する最近のまとまった提案としては、投資プロフェッショナルの資格認定団体であるCFA Instituteの下にあるCFA Center for Financial Market Integrityと経営者団体であるビジネス・ラウンド・テーブルの下にあるBusiness Roundtable Institute for Corporate Ethicsが、2006年7月に共同でまとめたBreaking the Short-Term Cycleという報告書がある<sup>14</sup>。

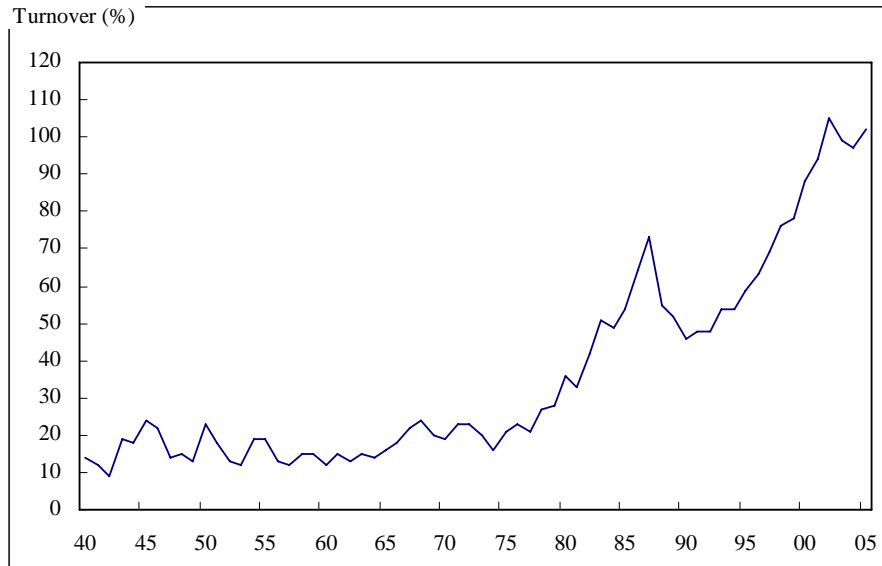
Council on Competitiveness and Co-sponsored by the Harvard Business School, 1992、及びLester Thurow, *Head to Head – The Coming Economic Battle among Japan, Europe, and America*, William Morrow and Company, 1992

<sup>12</sup> 例えば、ドナルドソン SEC委員長(当時)が、ビジネスラウンドテーブルのコーポレートガバナンスフォーラムで行ったスピーチ“The New Environment in Corporate Governance: Taking Stock and Looking Ahead,” September 10, 2003。またBusiness Roundtable Institute for Corporate Ethicsの研究によると、米国の最大手企業のCEOにとって最も差し迫った倫理上の問題の一つは、短期的な投資家の期待にどう対処するかというものであったという(“Mapping the Terrain” survey, Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, 2004)。

<sup>13</sup> John R. Graham, Campbell R Harvey and Shivaram Rajgopal, “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, 2005

<sup>14</sup> CFA Center for Financial Market Integrity / Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, *Breaking the Short-Term Cycle: Discussion and Recommendations on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can*

図表3 ニューヨーク証券取引所における売買回転率（1940～2005年）



（出所）NYSE Fact Book

同報告書の基になったのは、上記の投資プロフェッショナル団体傘下の機関と経営者団体傘下の機関が、2005年9月よりスタートさせた、短期主義に関するシンポジウム・シリーズである。このシンポジウムでは、発行体、アナリスト、ファンドマネジャー（ヘッジファンドを含む）、基金、個人投資家団体の代表が参加し、短期主義の問題を議論したが、総論として、短期主義が、長期的なバリューの破壊、市場効率性の低下、投資リターンの低下、コーポレート・ガバナンス強化の努力の阻害につながるという点について意見の一致をみたという。

その上で、同報告書は、以下の提案を行っている。

#### （1）収益ガイダンス

収益ガイダンスの慣行を見直す。

- ① 企業が四半期ごとに、アナリストに対して収益ガイダンスを提供する慣行をやめる。
- ② ただし収益ガイダンスを提供することが戦略的に必要という企業については、一貫したフォーマットの採用、レンジによる推定値の提供、長期的な目標や戦略を反映した適切な指標の導入といった収益ガイダンスのプラクティスを採用する。
- ③ 企業が、より質の高い、長期的かつファンダメンタルズ重視のガイダンス・プラクティスを採用していくことが望ましい。これにより、能力の高いアナリストは自らを差別化し、より価値のあるリサーチを顧客に提供できる。

## (2) 報酬のあり方

企業経営幹部とファンドマネジャーの報酬体系を、長期の戦略的かつ価値創造的な目標の達成度と関連付ける。

- ① 企業幹部の報酬を、長期的戦略と目標、及び長期的株主の利害に沿ったものとする。報酬は、長期的戦略と価値創造の目標の達成度に対応するような構造とすべき。
- ② ファンドマネジャーの報酬を、長期的パフォーマンスと顧客の長期的利害に沿ったものとする。
- ③ ファンドマネジャーの報酬構造、手数料構造、及び自己が運用するファンドの保有状況についての開示を向上させる。
- ④ ファンドマネジャー及び基金が、自らの投資先の企業において、パフォーマンスに応じた幹部報酬の決定に関する、効果的かつ長期的な基準が使われることを促すプロセスを開発することが望ましい。

## (3) リーダーシップ

長期的な価値創造に焦点をシフトさせるべく、関係者がリーダーシップを発揮する。

- ① 経営者は、四半期の収益ガイダンスを提供することではなく、長期的・戦略的目標や、それに関するパフォーマンス・ベンチマークについて対話していくことに、リーダーシップを発揮していくことが望ましい。
- ② アナリストとファンドマネジャーが、分析や投資意思決定において長期的な視点を採用することを促進する。
- ③ 基金自らが長期的価値に焦点を置くように心がけ、同時にファンドマネジャーの評価においても同様の姿勢をとるようにしていく。

## (4) 対話と透明性

企業経営者が、企業の戦略や長期的なバリュー・ドライバーについてより意味のある対話をより頻繁に行うことを通じて、金融業界の収益ガイダンスへの依存を低下させる。

- ① 財務報告は、事業内容をより明確に反映する透明性の高いものとする。
- ② 現状の会計的及び法律的言語であふれた形ではなく、簡明な言語による対話がより活発に行われていくことが望ましい。
- ③ 企業が、現状、要請され、また容認されているレベルを超えて、自らの事業モデルについてのより明確な説明を盛り込んだ長期的投資方針を株主に対して示すことを支持する。
- ④ 企業の全てのディスクロージャー・プロセスにおき、IR という観点からの情報発信と、法的要請への対応として行われている情報開

示業務の統合を促進し、現状、二系統に分かれがちで混乱を呼んでいる投資家やアナリスト向けコミュニケーションの問題を軽減する。

- ⑤ 基金においても、受益者に対して長期的な投資方針を示すことが望ましい。

### (5) 教育

長期的に考えることのメリット、短期的に考えることのコストについて、全ての市場参加者に対して幅広い教育を推進する。

- ① 市場における個々の企業の評価に関するファンドマネジャーや他の金融市場関係者の間の議論に、企業経営者がより広く参加していく。
- ② 基金やそのアドバイザー（コンサルタントやトラスティなど）に対して、短期主義の問題や長期的な受託者責任について教育する。
- ③ 長期的な価値創造に焦点を置くよう、個人投資家に対する教育を推進する。

この報告書が発表されて数ヶ月が経つが、CFA センターでは、同報告書について企業や投資家への説明を続ける一方、現状のような業績ガイダンスとは異なる、長期のバリュードライバーにも焦点を当てた四半期業績発表のモデルを策定するプロジェクトにとりかかっているところである。

### 3) ガバナンス問題

以上の短期主義問題においては、基金やファンドマネジャー、そしてアナリストが短期指向であるため、企業経営者も短期指向になってしまっているとの議論がなされていたわけである。しかし投資家がそれほど企業経営に影響を持ちうるようになってきているのなら、コストのかかる規制を通じてではなく、市場規律や株主のガバナンスがより発揮されることを通じて、各種の企業経営者の問題も従来以上に是正されやすくなるという効果は期待できないのであろうか。

実際には、機関投資家による伝統的なアクティビズム活動は、限界的な成果しかあげていないという評価もあるようである<sup>15</sup>。すなわち、機関投資家にとっては、個々の企業の活動をモニターするにはコストがかかる。機関投資家が共同でプレッシャーをかけるにしても、相互の意見調整には時間やコストがかかる。またアクティビズム活動を行うことで企業価値が向上しても、このメリットは活動に参加していない投資家も享受することになるというフリーライディング問題もある。さらに機関投資家が経営の

<sup>15</sup> Frank Partnoy and Randall Thomas, “Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”, [http://www.brook.edu/es/research/projects/t5/2006tc\\_partnoy.pdf](http://www.brook.edu/es/research/projects/t5/2006tc_partnoy.pdf)、本ペーパーは、2006年9月12日に開催された東京国際研究クラブ主催、ブルッキングズ-野村資本市場研究所、資本市場コンファレンスで発表された。

あり方に強く関与しようとすることは、インサイダー取引問題を引き起こす恐れもある。多くの機関投資家にとっては、特定企業に対して大株主となって影響力を行使することは、分散投資の要請上困難であるという問題もある<sup>16</sup>。

このため議決権を行使する、株主提案を行う、パフォーマンスに問題のある企業をフォーカスリストに掲載して公表する、企業不正に対するクラス・アクションを主導するといった形で、一部の機関投資家が熱心に企業経営を正そうとしても、いくつかの成功例が語られるとはいえ、なかなか本格的な影響力を持ちえていないということである。

投資家は、目先の四半期業績という短期的な株価に密接に関わる部分においては、関心が一致し、経営者にも（悪）影響を与えうるが、それ以外の企業活動については、意見がまとまりにくいということなのかもしれない。

Partnoy and Thomas は、こうした機関投資家による伝統的なアクティビズムはあまり有効でなかったが、代わりに昨今、ヘッジファンドによるアクティビズムが企業経営に大きな影響力を持つものとして期待できるのではないかと指摘する。すなわちヘッジファンドには、マーケット・ニュートラルやマクロ経済の歪みなどをついた取引とするものなど各種の形態があるが、従来は、個別企業の経営に関与するような行動は目立たなかった。しかし、近年はヘッジファンド市場が拡大する中で、アクティビズムや買収ファンド的活動を行うヘッジファンドも目立ってきているのである。

ただし、ヘッジファンドの企業経営への関心は、短期的な利益の極大化であるかもしれず、前記の短期主義問題を悪化させるおそれもある。また、ヘッジファンドは、ある企業に大きなポジションを持ち、影響力を行使すると同時に、投資銀行とエクイティ・スワップ契約を結ぶことで、同企業株を保有することの経済的リスクをヘッジするような取引をすることもある。すなわちロング・ポジションを保有するだけの他の通常の投資家よりも、実質的に低コストで議決権を行使することが可能となっている場合があるのである。ヘッジファンドによるアクティビズムは、こうした状況をどう考えるべきかといった、新たな問題を惹起している。

#### 4) SECの規制導入のあり方

市場規律や株主によるガバナンスに過大な期待を抱けないとするならば、

<sup>16</sup> 投資信託の議決権行使の開示が実施されるようになった結果、最近、投資信託がどのように議決権行使を行っているかについての実証研究も発表されつつあるが、これによると、投資信託も、経営者側の提案をそのまま支持することがほとんどである。Tom Lauricella and Kaja Whitehouse, "No Secrets: How Funds Vote Your Shares," *Wall Street Journal*, October 3, 2006 及び Roben Farzad, "Fidelity's Divided Loyalties," *Business Week*, October 16, 2006 参照

引き続き法規制による企業活動への直接的介入や、規制を通じて市場規律やガバナンスがより有効に発揮されうる構造を整備していくことが重要となる。後者の例としては、最近、14年ぶりに見直された経営幹部に対する報酬開示の強化があげられよう。しかし企業改革法に関する批判に見られるように、昨今の金融・資本市場関連の規制導入のあり方については、批判が高まっている。

企業改革法については、前記のような404条を中心としたコスト負担の問題に留まらず、同法によって設立されたPCAOBについては、事実上の政府機関であるにもかかわらず、政府や議会が人事権を持たないのは違憲であるとの訴えが、2006年2月に監査法人らによってなされている。

またここ数年導入されたSEC規則も重大な批判にさらされている。すなわち、ヘッジファンドへの登録制の導入を目玉とした規則に対しては、2006年6月、連邦高裁がSECは同規則において「顧客」の定義を恣意的に再定義しているとして無効判決を下した。さらに、投信不正に対応して投信の社外取締役による監視を強化しようという規則が2003年6月に成立したが、連邦地裁は2005年6月に、同規則が競争や効率性や資本形成に与えるコストに関する分析や代替案の検討が不十分だとして差し戻した。ドナルドソンSEC委員長（当時）は、同月末の退任ぎりぎりのタイミングで、同規則を再び採択したが、これもまた2006年4月に連邦高裁によって差し戻されている。

こうした事態に対して、元SEC委員長のハーベイ・ピット氏は、規制のコストや経済的分析の欠如を批判している<sup>17</sup>。例えば、投信で指摘された問題を解決するうえで、社外取締役のウェイト増大や取締役会会長を社外役員が担うことが、本当に効果的であることは実証されているのかどうか。またヘッジファンドの経済的実態は、洗練された投資家向けの商品であるにもかかわらず、限られたSECのリソースをその保護のために費やすのが合理的なのかどうか、といった検討が不足しているというのである。またピット氏は、SECの役割は投資家保護だけではなく、効率性やイノベーション、そして資本形成の促進であるとの指摘もしている。ほぼ同種の批判は、他の専門家からも表明されている<sup>18</sup>。

規制のコストが十分勘案されていなかったのではないかと、という点は、企業改革法の404条を巡る問題を議論した先述の中堅・中小公開企業に関する諮問委員会の最終報告書の問題意識でもあったわけであり、SECの規則制定プロセスだけではなく、議会の立法プロセスのあり方にも、改善の余地があるということかもしれない。

<sup>17</sup> Harvey L. Pitt, "Over-Lawyerred at the SEC," *Wall Street Journal*, July 26, 2006

<sup>18</sup> Ronald A. Cass and Henry G. Manne, "SEC à la Donaldson," *Wall Street Journal*, July 1, 2005

## 日本にとっての示唆

2006年8月1日、ヘンリー・ポールソン氏は財務長官としての最初の外部講演の場にニューヨークを選び、コロンビア大学でスピーチを行った。ニューヨークを選んだ理由としてポールソン長官は、「この都市が疑いも無く世界の金融の首都であるからだ。ニューヨークは、米国のみならず世界の主要市場全てのリーディング金融機関にとって、ホームである。これは大変なことだ。私がニューヨークを選んだもう一つの理由は、私の経験からして、わが国にとってのチャレンジに対する解決策は、必ずしも常にワシントンでみつかるものではないからである。」と冒頭述べた。

ポールソン長官はこのスピーチの中で、エンロンやワールドコム等、企業スキャンダルの問題を正し、投資家の信頼を回復させたことが米国経済の回復に寄与したと評価した上で、「振り子はしばしば大きく振れ過ぎる。我々は再調整の時期を経験しなくてはならない。…今日、我々にとってのチャレンジは、今の世界において我々が競争的であり続けると同時に、過去の不正が再発することを防ぐことができるよう、規制上の正しいバランスをいかに達成するかである。」と述べている。

最初から最適な規制体系を確立することは困難であり、またあるべき規制は時代や外的環境の変化によっても変化する。従って重要なことは、健全な試行錯誤を許容し、柔軟に規制を見直していく姿勢を保つことであろう。特にエンロン事件以降、わが国で導入された規制は、米国で導入された規制の影響を強く受けていたことは否めない。米国が各種の規制を見直していくとすれば、わが国もこれまでの規制やこれから導入されようとしていく規制のあり方を再点検することを躊躇すべきではないだろう。

また、今後、規制を導入する上での基本的姿勢として、米国でも指摘されているように、規制のコスト・ベネフィット分析を十分行うことが重要であろう。内容に批判はあるものの、米国の場合はSECが規則提案する場合、必ずコスト・ベネフィット分析が行われている。わが国の場合は、こうした作業が政策意思決定のプロセスに明確にビルトインされているわけではない点は、再考の余地があろう。

本稿で紹介した、米国で議論されている個々の問題については、それらがそのままわが国にもあてはまるわけではないことは言うまでもない。例えば、中小型株についてもアナリストを増強し、カバレッジを拡大する動きがいくつもの証券会社で見られる。ただアナリストへの需要があるものの供給が不十分という状態は、わが国では米国以上に深刻かもしれない<sup>19</sup>。従って、カバレッジが不足している企業側がリサーチにお金を払うことを

<sup>19</sup> 「試練の新興株市場（中） 滞る投資情報」日本経済新聞、2006年10月13日参照。

促す仕組みは、わが国でも有効かもしれず、米国の IRN や NRE の動きなどは参考になろう。

短期主義についても、企業が年間及び中間期の業績見通しを公表することが一般的なわが国においては、四半期の業績ガイダンスは目だたない。ただこの問題についても、外人投資家のシェアの高まりや四半期報告の本格化に伴い、一部で業績ガイダンス的な動きも見られるため、今後注意していく必要がある。株式持合いが縮小する一方、ヘッジファンドやデイトレーダーの影響力が過去に比べ高くなり、売買回転率が上昇していることも、米国と相通ずる点がある。またわが国の機関投資家が、米独に比べて行動の視野が短期的であるという、興味深い指摘もある<sup>20</sup>。

米国の動向で参考にすべき点は積極的に参考にしていくと同時に、わが国特有の課題への取組も当然必要である。その最たるものは、「貯蓄から投資へ」の実現である。骨太の方針 2001 で掲げられたこの目標が、未だ達成したとは言いがたいにも関わらず、新政権の課題としてしっかりと継承されないとすれば、問題である。

わが国の金融・資本市場の問題は、不良債権問題がとりあえず解決し、株価が反転すれば解消するという性格のものではないはずである。「貯蓄から投資へ」が実現しなければ、銀行セクターにリスクが偏在する構図は変わらない。銀行がリスクに見合った金利を設定するようになったわけでも全くない。そもそも、骨太の方針 2001 で目指されたことは、先述の通り、「21 世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する」ことであつたのであるが、現状、これが実現したとは言いがたいのである。

米国を含め、世界の金融・資本市場は、自らの競争力の維持・向上に真剣に取組んでいる。わが国も世界の動向に学びつつ、自らの市場の構造問題に地道に取組み続けなければならないことを、新政権も肝に銘ずるべきである。

<sup>20</sup> 首藤恵「機関投資家“短期視野“排せ」日本経済新聞経済教室、2006年10月12日参照。



(付表) 最近の政策構想における金融・資本市場関連施策

自民党財政改革研究会最終報告 (2006年6月26日)	
<p>IV. 新しい「経済成長戦略 (日本版上げ潮戦略)」</p> <p>3. 新しい「経済成長戦略 (日本版上げ潮戦略)」の具体的施策</p> <p>(2)新しい産業展開</p> <p>(3)新しい産業基盤</p>	<p>②国際競争力強化</p> <p>(A)科学技術創造立国の実現を通じた、世界のイノベーションセンターの形成 ホ)ベンチャー企業の活性化</p> <p>(D)国際競争で生き残るための産業再編の環境整備 ハ)フェアな企業買収と防衛策に係るルール整備</p> <p>③地域・中小企業活性化</p> <p>(G)中小企業の再生・再起業の支援 中小企業の事業再生、再起業を推進するため、中小企業再生支援協議会の対応力向上、融資・保証制度の創設・拡充</p> <p>④サービス産業の生産性向上</p> <p>(J)金融サービス産業のイノベーション イ)電子債権法制の整備など事業資産を担保とする金融手法の革新 ロ)事業会社の金融サービスへの参入促進 ハ)金融決済コストの低減 ニ)アジア企業によるわが国金融市場の活用促進 ホ)金融工学に関する研究・教育体制の強化 ヘ)金融イノベーションの促進と日本の金融市場の発展</p> <p>①産業インフラの低コスト化・競争力強化</p> <p>(H)民間活力を活用したインフラ整備の一層の促進 効率的かつ効果的なインフラ整備を進めるため、PFI方式等による民間の資金、能力の一層の活用を図るべく、積極的な支援。</p>
<p>V. 政府資産・負債改革</p> <p>2. 政府資産・負債改革に関する提案</p> <p>(4)証券化等の金融技術による国債残高の圧縮</p>	<p>①貸付債権の証券化</p> <p>②未利用国有地及び物納財産等の売却・証券化</p> <p>③政府保有有価証券(道路債券等)の売却・証券化</p> <p>④民営化法人に対する出資の売却</p>
経済成長戦略大綱 (2006年7月6日)	
<p>第3 地域・中小企業の活性化 (地域活性化戦略)</p> <p>第5 生産性向上型の5つの制度インフラ</p>	<p>2.中小企業の活性化</p> <p>(4)中小企業の再生・再起業の推進や女性・高齢者をいかした地域中小企業の事業展開の支援</p> <p>(5)地域活性化のための新たな金融手法や主体の活用</p> <p>3.カネ：金融の革新</p> <p>(1)金融イノベーションの実現</p> <p>①リスクを適切に評価する金融の促進</p> <p>②イノベーションを支えるリスクマネー供給の拡大</p> <p>(2)利用者の視点に立った金融の活性化</p> <p>①安心して利用できる金融商品・サービスの促進</p> <p>②公正かつ透明で魅力ある市場の整備</p> <p>(3)我が国がアジアの資金循環の中核となるための取組の強化</p> <p>①アジア企業が活用しやすい我が国金融市場づくり</p> <p>②我が国金融サービスの国際展開</p> <p>(4)高度金融人材の育成強化</p> <p>5.チエ：経営力の革新</p> <p>(1)強みとなる経営資源を最大限活用する経営(知的資産経営)による企業価値向上の実現</p> <p>(2)公正なM&amp;Aルールなど組織再編等の制度基盤づくり</p>

経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006 (2006年7月7日)	
<p>第2章 成長陸・競争力を強化する取組</p> <p>1. 経済成長戦略大綱の推進による成長力の強化</p> <p>2. 民の力を引き出す制度とルール改革</p>	<p>(3) 地域・中小企業の活性化 (地域活性化戦略)</p> <p>② 中小企業の活性化</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 中小企業の再生・再起業、女性・高齢者をいかにした事業展開等を支援する。</li> </ul> <p>(4) 改革の断行による新たな需要の創出</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「公共サービス改革法」を着実に運用するとともに、PFIの一層の活用を推進する。</li> </ul> <p>(5) 生産性向上型の5つの制度インフラ</p> <p>③ カネ：金融の革新</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 電子債権の法的枠組の具体化、資産評価データベースの整備など在庫や売り掛け債権の適切な担保評価に向けた環境整備。中小企業向け貸出債権の流動化支援の強化。金融商品取引法制の円滑な施行や適切な運用。</li> <li>・ 国際的に最高水準の証券取引所システムの構築。証券取引等監視委員会等の機能強化・体制整備。市場参加者のモラルと責任ある行動の確保に向けた自主規制機関との連携強化等を通じて市場監視機能を強化。</li> <li>・ 我が国がアジアの資金循環の中核となるよう、国内金融拠点の整備、日本型預託証券 (JDR) の活用促進等。金融工学に関する教育を行う専門職大学院等の充実の促進。金融経済教育の充実。</li> </ul> <p>⑤ チェ：経営力の革新</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 三角合併、信託制度、公正な M&amp;A ルールなど組織再編等の制度基盤を作る。</li> </ul> <p>(2) 市場活力や信頼の維持と向上 (企業のガバナンス)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 適切な情報開示の確保や市場監視機能の充実といった市場規律を高める観点から四半期報告制度を円滑に実施するとともに、平成 21 年に向けた国際的な動向を踏まえ、会計基準の国際的な収斂の推進を図る。</li> <li>・ 公認会計士監査の強化に向けた方策について平成 18 年内を目途に検討を行う。</li> <li>・ 「会社法」、「金融商品取引法」における内部統制に関する制度の円滑な実施を図るとともに、その実施状況も踏まえ、企業のガバナンス強化に向けた環境整備に取り組む。</li> <li>・ ファンドを含む広範な規制対象業者に対し、「金融商品取引法」等の新たなルールの適切な運用のための体制整備を図り、厳格かつ適切な検査・監督を実施する。</li> </ul>
<p>第3章 財政健全化への取組</p> <p>2. 「簡素で効率的な政府」への取組</p>	<p>(郵政民営化の確実な実施)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 「郵政民営化法」の基本理念に従い、平成 19 年 10 月からの郵政民営化を円滑・確実に実施する。</li> </ul> <p>(政策金融改革の推進、独立行政法人の見直し)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政策金融改革については、「行政改革推進法」等に基づき、平成 20 年度の新体制への移行に向けて着実に進める。</li> </ul> <p>(資産・債務改革)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 国有財産については、PFI を積極的に活用。</li> <li>・ 財政投融资資金貸付金を今後 10 年以内であわせて 130 兆円超の圧縮を実現。財投改革の継続、政府保証の一段の活用。オフバランス化等による。</li> <li>・ 既往の貸付金の売却・証券化等によるオフバランス化の実施。</li> </ul>
<b>安倍氏の政権構想 (自民党総裁選用パンフレット)</b>	
<p>具体的政策</p> <p>2 自由と規律でオープンな経済社会</p> <p>3. 健全で安心できる社会の実現</p>	<p>(1) イノベーションの力とオープンな社会で日本社会の新たな活力を</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 良いヒト・モノ・カネを世界から集積。そのためのインフラ整備</li> <li>○ 税と金融で中小企業を強力にバックアップ</li> <li>○ 責任ある企業経営とガバナンス強化</li> <li>○ ロンドン、NY に比肩するわが国金融市場の強化</li> </ul> <p>(1) 「日本型社会保障モデル」で安心安全のセーフティネット</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 確定拠出型年金の拡充等により、選択型セーフティネットの整備</li> </ul>

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成