

2010 年  
金融市場信頼性（FMI）指数  
日本

## CFA 資格者と専門家としての信頼性

CFA協会は、世界130カ国で活躍している99,000人のアナリスト、ポートフォリオ・マネジャーやその他投資業務にかかる専門家が所属し、87,000人のCFA資格者を含む非営利団体である。その中で、基準・金融市場信頼性調査部 (The Standards and Financial Market Integrity Division)は、CFA協会に所属する調査、政策提言を担当する部門である。

CFA資格は、世界的に認められている専門資格であり、取得するためには、3回におよぶ厳格な試験に合格しなければならず、試験では、倫理・職業規範を含む多くの金融分野の原則に関する理解度が問われ、さらに最低4年間の実務経験を有していることが条件となる。そして、その資格を維持するためには、毎年CFA協会が定める倫理基準および職業行為の遵守を誓約することが求められる。

2002年、CFA協会と英国証券アナリスト協会 (*the United Kingdom Society of Investment Professionals partnered*) との間で提携がなされ、資格取得に必要な基準が同等であることを前提に、UKSIPの会員をCFA協会所属として受け入れ、対応するFSIPおよびASIP資格者についてCFA会員として認めることとなった。ただ、CFA会員は、全て倫理基準を遵守することになっているが、CFA, FSIP, ASIP資格者に限っては、一定の高い水準の投資規範に基づいた模範を示してきたことから、本調査の対象は、CFA協会の全会員ではなく、CFA, FSIP, ASIP資格を保有する会員のみとし、以下では、「CFA資格者」と総称することとする。

©2010 CFA Institute

**Financial Market Integrity Index<sup>®</sup> is a registered trademark of CFA Institute.**

**Translated and reprinted from 2010 Financial Market Integrity Index: Japan with permission from CFA Institute, Charlottesville, Virginia USA. All rights reserved.**

当資料はCFA協会が発行した”2010 Financial Market Integrity Index: Japan”を日本CFA協会が翻訳したものであり、著作権はCFA協会が有している。日本語版および英語版で内容の相違が生じている場合は、英語版の内容を優先する。

日本CFA協会広報部翻訳小委員会－翻訳チーム  
中瀬康彦 大浜匠一 橋田亮 保泉昌範 森田智弘

日本語版翻訳完了日：2010年6月8日

## 目次

目次.....	3
はじめに.....	4
FMI 指数の考え方.....	4
指数の構成方法.....	5
要約.....	7
調査結果から得られた重要な考察.....	9
個人の倫理的行動.....	9
規制と投資家保護の効果.....	11
日本への投資意欲.....	14
調査結果から得られた他の重要な考察.....	16
国内外の認識比較.....	16
市場固有の質問.....	18
回答者によるコメント.....	20
規制・規制制度.....	20
株主権.....	20
透明性.....	21
コーポレート・ガバナンス.....	21
投資家教育.....	21
内部者取引・内部情報.....	21
回答者の属性.....	23
付属資料－2008年から2010年までの時系列推移.....	26

## はじめに

### FMI 指数の考え方

金融市場信頼性指数（The Financial Market Integrity Index、以下FMI指数）は、CFA協会の「基準・金融市場信頼性調査部」（the Standards and Financial Market Integrity Division、旧CFA Institute Centre for Financial Market Integrity）が、世界主要6市場における倫理や信頼性に対する投資専門家の評価と、その経年の変化を調査したものである。具体的には、カナダ、ドイツ、香港、日本、英国、米国において活動している専門家が、それぞれが所属する各市場について感じている信頼性の水準および、その信頼性を促進する上での規制や投資家保護の有効性に関する評価をとりまとめている。このように、実際の現場で業務に携わっている専門家からの忌憚のない声を集めた調査であることから、その内容は、今資本市場においてどんな課題が重視されているのかについて気づきを与え、規制当局に対する活動や職業基準の向上促進におけるCFA協会が果たしている役割について幅広く伝えている。

FMI指数は他の市場アンケートと一線を画しているが、それは、CFA会員の意見や見解の提供を受けることが可能な唯一限られた立場を活用できるからである（詳細は表紙の内書きを参照）。しかも、CFA資格者はCFA称号を取得し厳格な倫理規範を遵守することが義務付けられている投資の専門家である。その意味で、この特別な調査対象グループの事情に通じた見解を通して、世界の主要な市場における倫理的慣行や基準の現在の実態についての貴重な識見を得ることができるとともに、規制当局や他の金融業界の指導者たちに、専門職としての投資業務の向上のためにどんなことが可能なのか認識してもらうことができるのである。

CFA協会が、調査結果に関する報告を公表する目的は、実務経験豊富な投資専門家の見解や意見を通して金融市場における倫理や信頼性の種をさらに育てるためであり、そのことによって、以下を目指すものである。

- 投資家および規制当局に、市場の専門家が認知している倫理や信頼性、そして規制の枠組みの有効性について周知させること
- 投資家に、市場に投資する場合に、公正かつ倫理に反しない取扱を受けるかについて考えてもらうこと
- 特定の国や市場に、規制当局が対処すべき信頼性にかかる課題があるかを検証する上で参考にってもらうこと
- 市場の専門家には、外部者が一般的に、その行為や誠実性についてどう感じているかの情報を提供し、必要であれば是正する行動を促すこと

各FMI指数は、特定市場における倫理基準や投資家保護に関する調査回答者の認識を横断的に呈示している。本報告で議論の対象としている評点は、日本における実務専門家、規制当局、投資家に関する質問に対するCFA資格者という特定の専門家のグループの見解を示したものであるため、今回は、特に日本市場だけに的を絞った意見を集約することを狙っている。当然、市場によって回答者たちの反応が大きく異なってしまうものであることから、複数の国を横断的に比較するよりも、個別に各国の状況を評価するほうがより正しくかつ意味のある調査となるはずである。

## 指数の構成方法

基準・金融市場信頼性調査部が、Harris Interactive によるコンサルティングの下で開発した金融市場信頼性指数は、最高水準の職業倫理責任が課せられている投資専門家たちの見解や考え方を明確に反映させることを意図したものである。そこでは、CFA資格者やASIP

ならびにFSIP資格者たちに対して、セルサイド・アナリスト、ヘッジファンド・マネジャー、取締役などを含む多くの金融「市場参加者」、そして、コーポレート・ガバナンス、株主権や透明性を含む市場関連規制や投資家保護といった「市場制度」などその他の項目について評価と評点を実施してもらうわけであるが、質問は、どれくらい市場参加者や市場制度が金融市場の信頼性に貢献しているかといった内容に関連したものである（図表1参照）。回答者は多数の質問に回答していきながら、市場参加者の倫理的行動や市場制度などについて5段階評価で採点していくという仕組みとなっている<sup>1</sup>。

2010年のFMI指数調査には、80ヶ国に所在する2,700人以上のCFA、FSIPまたはASIP資格を有する専門家が参加し、2010年2月1日から3月9日までにオンラインあるいは電話インタビューでアンケート回答を集めた。なお、2010年の今回の調査では、初めての試みとして、各FMI報告で実施している他市場に対する評点やコメントを、6市場に限定せず、世界中のCFA資格者にまで対象を広げた。これによって、CFA協会は、より多岐にわたって横断的に幅広く、CFA会員からの声を集めることができたと確信している。また、CFA資格者による評点については、6市場に属していないに拘わらず大きく乖離していない点がHarrison Interactiveによる2010年の評価結果の分析でも示されていることから、市場外の評点についても2010年までの時系列比較を行うことが可能になっている。統計的に最も信頼できる評価を提供するため、本報告では、特に断りがない限り<sup>2</sup>、指数の評点などに関する場合は、市場内の評点を使うこととし、市場外の評点については、議論や比較に限って使うこととする。

FMI指数は、（1）市場参加者の倫理、（2）市場の信頼性を促進し維持していくための市場規制と投資家保護（以下「市場制度」という）の有効性 という2つの特性に対する評価について同等の重みづけをするように構成されている。また、電話インタビューで収集されたデータは、オンラインで得た回答と平仄をあわせるように調整されているので、全ての回答が正確に同一のプールに統合されるようになっている。FMI指数にかかる方法全般についてより理解を深めたい

図表1：市場参加者の倫理的行為と市場システムの有効性という2つの視点からの評価によって、最終的なFMI評点が決まる。

### FMI指数にかかる質問と評点

日本市場に参加しているそれぞれのグループの倫理的な行動全般について評点して下さい。

全く倫理的でない	やや倫理的である	いくらか倫理的である	とても倫理的である	完全に倫理的である
1	2	3	4	5

日本において市場の信頼性を確保するうえで、どのくらい市場システムが有効であるか、以下のそれぞれについて評点してください。

全く効果が無い	やや有効である	いくらか有効である	とても有効である	完全に有効である
1	2	3	4	5

<sup>1</sup>反倫理的行為や倫理的な過ちに対する厳格性に係る質問は例外であり、評点"1"は全く厳格でないこと、"5"は、極めて厳格であることを示している。ただし、この質問はFMI最終集計では考慮していない。

<sup>2</sup>本報告では、市場内評点とは、日本国内からの回答を指し、市場外評点は、海外から寄せられた回答を指している。

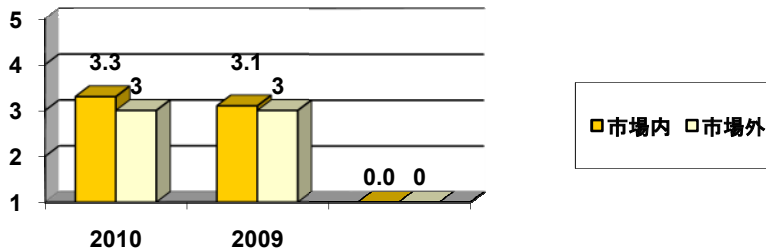
場合は、CFA Institute のウェブサイト [www.cfainstitute.org/ethics](http://www.cfainstitute.org/ethics) 上に別途記載されているので、そちらを参照願いたい。

なお、本報告は回答者からの意見を基にした調査であり、CFA協会はその正確性について保証するものではないが、それ以外は読者によるいかなる目的の使用も認める。

## 要約

図表2：2010年調査での市場内回答は、日本市場に対して、2009年の3.1点や2008年の3.1点よりも顕著に高い評価の3.3点がつけられている。

金融市場信頼性指数: 日本 2010 – 総合評価



\*統計的に2009年比有意な変化<sup>3</sup>

日本市場で勤務しかつ生活している回答者から見て、その総合評価は、昨年よりも数段向上している<sup>4</sup>。過去2年間通しても、日本市場の信頼性に対する総合的評価について、概ね増加している<sup>5</sup>。また、全ての資本市場制度に対する評点も過去2年間年々増加しており、市場参加者全体に対する評点は2008年の水準に回復している。

心象的には概ね向上が見られるものの、海外の回答者は、15項目のうち6項目において「平均以下」という評価を下している。日本の規制枠組みは、破壊的ともいえる世界的金融危機の影響をまともに食らうことを回避したものの、固有の国内問題でもがき続けている。そのため、いくつかの項目の評点は、どのような分野で投資家が不満足と感じているかも呈示している。

一方、資本市場規制と投資家保護に係る評価の中で、日本における株主権に係る基準に対しては、市場内外から最低の評価が続いている。株主権に関しては、日本市場の投資家にとって主要な問題点の一つであり続けているため、評点の低下はこの分野において一層の改善余地があると回答者が見ていることを示している。

なお、日本市場特有の質問に回答を寄せた者の大半は、真に独立した取締役会と法定監査人の設置が、今日本に最も必要なコーポレート・ガバナンスであると明確に感じている。日本における株式持合いについての質問に対して日本市場内の回答者からは、他にガバナンスの対策がきちんと取られている限りは容認できるという意見とともに、一方で日本企業の株式持合いは削減もしくは撤廃するべきだという見解も寄せられている。

<sup>3</sup>ここは、95%の信頼度とは、もし本調査を100回繰り返したとして、そのうち95回は、2つの回答グループの結果の差異がゼロでない確信できる状態を指しているが、100回のうち5回は、2つのグループ間に有意な差異が見られない可能性ということである。5%の確率は、調査が限られた人数の回答者に対して実施された場合受け入れるべき不確実性の水準を示している。

<sup>4</sup>市場に対する総合評価は、金融専門家に対する10個の評価項目と市場制度にかかる7個の評価項目から構成されている。そのうえで、最終的な総合評価は、2組の質問の評点や点数の平均が取られている。一つ目の質問は、投資専門家（市場参加者など）に関連した10個の質問の等加重平均であり、2組目の質問は、市場信頼性を担保するための資本市場制度の有効性に関する7つの質問の等加重平均である。そして、これらの2組の質問がそれぞれ平均され、それをさらに等しく平均することによって最終的な対象市場に対するFMI指数が算出されることになる。

<sup>5</sup>2008年から2010年までの評点については付属資料を参照のこと。

## 結論

- 過去2年間、日本市場の信頼性、金融専門家、資本市場制度の有効性に関する全体的な評価は向上している。
- 2010年の日本における金融プロフェッショナルの倫理的行動全般に関して、回答者は、2009年よりも、幾分満足度を高めている。専門家グループに対する評点も、ほぼ半数の項目で昨年より格段に向上しており、2008年比では全項目について同点あるいは高い評価がなされている。
- 資本市場制度全般に関する評点のうち半数の項目で、2009年調査よりも著しい改善が見られる。ただ、株主権については、投資家保護に関する項目の中では、2010年だけでなく2008年、2009年も同様に最低点であった。
- 市場における倫理性と信頼性に対する認識だけを見ると、日本市場への投資を推奨するかも知れない、あるいはとても推奨するとの回答者の2010年の割合は、2009年の63%、2008年の55%に対して、凡そ62%となっている。
- 調査参加者は、さらに日本に関する特有の市場関連に関する3つの質問が問われている。まず、優先すべき行政面の改善については、中立的な取締役会と法定監査役の必要性が最も高いと感じており、さらに、上場会社の株主が自ら企業にとって最適な取締役会構造を決めることができるような仕組みを導入することを望んでいる点も示している。株式持ち合いについては、適切なガバナンスの下ならば容認できるという意見と、大幅に削減すべきであるとの意見がほぼ拮抗している。
- なお、自由な意見を求めたところ、回答者からは、株主権、規制の仕組み、金融面での透明性に関する問題意識が非常に多く寄せられており、この点は、2009年の調査結果から変わっていない。

## 調査結果から得られた重要な考察

### 個人の倫理的行動

金融市場信頼性指数調査の第一セクションでは、過去1年の間に様々な金融の専門家（以下「市場参加者」）が示した市場での倫理的行動に対する評価を集計した。全体的にみると、「金融専門家」全体では3.6という平均超の評価を受けた。この評価は、特定の9分野の専門家の倫理的行動に対する評価を単に平均したものではない。別途回答を求めた質問に基づいている（9分野の専門家への評価平均値は3.4）。

全ての市場参加者の2010年の評価は、2009年に比べわずかに改善した（図表3参照）。このうち4つの評価が顕著に改善した。ヘッジファンド・マネジャー、プライベート・エクイティ・マネジャー、セルサイド・アナリストは、それぞれ0.3ポイントと最大の評価改善幅となった。ヘッジファンド・マネジャーへの評価は、顕著な改善を示した一方で、依然3.0を下回る評価、つまり「やや倫理的」である。

年金ファンド・マネジャーは最近いくつかの問題を抱えているが、3.8の高い評価を受けた。日本の年金ファンド・マネジャーは、彼らが議決権を行使しないこと（アジア・コーポレート・ガバナンス協会（ACGA）によって改革の焦点とされたガバナンス分野である）で最近批判されている。しかしながら、ここ数年で議決権行使について大きな改善がなされた。特に、10年前くらいから、日本の企業年金連合会（PFA）が、投資マネジャーに議決権の行使を義務付け始めており、実際2001年には既に、PFA（日本で2番目に大きい年金ファンド）が連合会の外部マネジャーに対して、どのように議決権を行使すべきかを示した議決権行使のガイドラインを発表していた。さらに、これら外部マネジャーはPFAに対し、実際の議決権行使記録を報告することになっている。

なお、CFA資格者に、関心を持つ倫理的な問題についてコメントを求めた際、回答者が最も頻繁に引き合いに出した項目は、金融アドバイザーによる助言が独立性と客観性を欠いていること、それから不適切な投資商品を、それら进行评估するだけの知識を持たない顧客へ売りつける慣行、などであった。

日本の資本市場にとっての最も大きな倫理的な課題は、銀行や証券会社、他金融機関のセールスマンによる詐欺や不正行為から、いかにして経験の浅い投資家を保護するかということにある。

—国内のチーフコンサルタント

真に独立した金融アドバイザーがない。これは一つには、学校での投資教育の水準が低いことが原因である。政府は各個人のリスク許容度に応じて適切に投資するにはどうすればよいか教

**図表 3:** 回答者には特定の金融専門家の倫理的行動のほかに、金融専門家全体としての倫理的行動に対する評価を求めた

市場参加者個人の倫理的行動		
専門的職業区分	2010	2009
<b>金融専門家全体</b>	<b>3.6*</b>	<b>3.4</b>
バイサイド・アナリスト	3.7*	3.5
上場企業取締役会	3.4	3.2
上場企業経営者	3.4	3.2
個人向け金融アドバイザー	3.0	2.9
ヘッジファンド・マネジャー	2.9*	2.6
投資信託ポートフォリオ・マネジャー	3.6	3.5
年金ファンド・マネジャー	3.8	3.7
プライベート・エクイティ・マネジャー	3.1*	2.8
セルサイド・アナリスト	3.3*	3.0

る必修コースを設けるべきだ。

－国内の役員

また、調査回答者は企業の取締役会と上場企業の役員の行いについてもしばしば批評していた。批評は株主に対する一層の説明責任および透明性の確保を主眼にしていた。

上場企業の役員は株主に重きを置いていない。

－海外の投資アドバイザー

会社経営者は、株主に対する経営戦略と付加価値についての説明責任をより重くみるべきである。

－国内の役員

多くの回答者は日本の金融専門家の倫理水準を高く評価しているが、回答者が日本の市場参加者全体に対して平均超の評価を与えたことからすれば、驚くに当たらないだろう。

投資専門家の多くは規制に厳密に従っている。

－国内のシニア・バイスプレジデント

多くの専門家が規制に十分に従おうとする...

－国内のエグゼクティブ・ディレクター

調査参加者には、日本の上場企業にはどのタイプの取締役会の仕組みが望ましいか、という市場固有の質問も同様に行った。国内の回答者と海外在住の回答者の約3分の1が各企業の株主が取締役会の構造を決められるようにすることを支持した（この論点の詳細な批評については「市場固有の質問」セクションを参照）。

## 規制と投資家保護の効果

FMI指数調査の第二セクションでは、回答者に過去1年の市場における規制と投資家保護（以下「市場制度」）の有効性を評価するよう求めた。資本市場制度全般の評価を求める質問をし、投資家保護全体のグループとして3.3の評価を得た。これは、グループにおける個別の評価の平均3.0よりわずかに高い値である。2009年の調査では、この質問による評価は3.0であり、すべての市場システムの平均評価もまた3.0であった。（図表4を参照）。さらに、その評価は、2008年以降向上している。（2008年の評価では2.9であった）。

今年度の調査では、昨年に比べ、市場制度の半分において顕著な改善が見られた（会計基準、コーポレート・ガバナンス基準、財務上の透明性基準のすべてにおいて顕著な評価改善が見られた）。

図表 4: 回答者には特定のシステムと基準の有効性のほかに、全体の有効性について評価を求めた

規制および投資家保護の有効性		
	2010	2009
市場制度		
資本市場制度全般	3.3*	3.0
会計基準	3.4*	3.1
コーポレート・ガバナンス基準	3.0*	2.7
財務上の透明性基準	3.2*	3.0
投資家の法的保護	3.2	3.2
規制制度	3.2	3.1
株主権基準	2.8	2.7

コーポレート・ガバナンスと会計の基準に対する評価が最も大きな変化を示し、それぞれ0.3ポイント改善した。それでも、この分野での継続的な改革を求める声を反映し、コーポレート・ガバナンスは、3.0（「やや効果的」）またはそれ以下の評価を受けた投資家保護グループ二つのうちの一つである。他の資本市場制度と比較して、その評価が大きく見劣りすることからも明らかのように、株主権もまた主要な関心分野である。

日本市場が直面している重大な問題についてコメントした調査回答者は、株主権

や、規制制度そして、透明性の問題について最もよく批評していた。これらは、2009年のFMI指数調査においても最大の関心事であった。

株主権は引続き日本における回答者の大きな懸案事項となっている。日本の株主は、株主の承認なく新株が発行されることで彼らの株式が希薄化されたり、非公開の第三者への新株発行による買収防衛策に出資するよう強制されることを含め、歴史上いろいろと不利な条件に置かれてきた。

日本の株主はまた、彼らの投票権に関する課題に直面している。日本企業はその会計年度の終了（ほとんどの企業は3月31日）後90日以内に年次株主総会(AGM)を開催しているが、昔から、これらの年次総会の開催日はその90日間の最後の数週間内に集中しており、しかも株主に対しほとんど何も通知しない。日本企業は、AGMの議題と投票用紙を開催日のわずか14日前に発送すればよいとされているため、株主が株式を保有する全ての企業について十分な情報を集めた上で決定したり、多くの企業の年次株主総会に出席したりするのは難しい。

『単元株制度』も、最低取引コストが比較的高めに設定されやすいため、株主の参加を妨げている。この制度の下では、ほとんどの企業が1000株を一つの『単位株』として指定していることから、保有株数が1単位、つまり1000株より少ない株主には投票資格が与えられないようになっていく。

日本企業の株主権に関する配慮は口先だけである。

—海外のコンサルタント

問題は、現在の規制が圧倒的に、発行会社側に都合良くできていることだ。

—国内のCEO兼社長

日本の規制制度についてのコメントには、(企業とファンド・マネジャーに対する規制から個人株主に影響を与える規制についてまで) 数々の懸念事項が含まれていた。

ファンド・マネジャーが議決権の代理行使をするよう法律で義務づけておらず、任意となっている...しかし私は、それを義務化すべきであると思う。

—海外のトレーダー

規制の力点は、専ら個人投資家の保護に向けられてきた。しかし、それは資本市場そのものよりも個人投資家向けの販売手続きに集中したものであった。結果として、販売手続きは極めてうんざりするほど長ったらしいものとなり、多くの投資手段が日本の個人投資家には利用できなくなっている。

—国内のCEO兼社長

日本市場にとって透明性は継続的な課題である。回答者が懸念を表明したのは、資本市場における商品のリスクに関する適切な情報開示や、多くの場合、企業間の株式持合いに関して、企業の株主が入手可能な金融情報ではあまり明瞭に理解できない点についてであった。

株式持合いについては、特に戦略的に関連のない事業間であっても、日本では広く行き渡っており、持合い株を通じて、日本の一般事業会社と金融機関は東京証券取引所で取引される株式の市場価値の約半分を所有しているの見積もられるほどである。一方で、これら株式持合いは外部の投資家に余り開示されていない。海外と国内の投資家の間で不満があっても、この慣習はこれまで以上に日本の市場で浸透している。

企業と投資家の間の情報格差、それこそが大きな懸念である。

—国内ポートフォリオ・マネジャー

金融商品に伴うリスクの開示と説明について懸念している。

—国内ディレクター

市場制度の個々の要素に対する評点の論拠をさらに明らかにするために、回答者には資本市場システムについて二つの市場固有の追加質問がなされた。これら最終的な評価の算出対象に含まれない最初の市場固有の質問は、日本の上場企業にどのタイプのコーポレート・ガバナンス改革がもっとも必要であると思うかを尋ねたものである。その結果は、32%の回答者が、最も不満な点として取締役会と法定監査役の独立性の欠如を挙げ、次に企業の取締役会構造の改善(24%)が続いた。

二番目の質問では、日本の上場企業と金融機関の間での株式持合いについて回答者の意見を求めた。40%以上の回答者が、株式持合いは大幅に削減又は解消すべきとした一方で、ほぼ同数がこの慣行は適切なガバナンス監視があれば許容できると考えていることが分かった(この論点の詳細な批評については「市場固有の質問」のセクションを参照)。

回答者は、二つの資本市場制度に関する小問についても問われたが、これは評価の最終的な計算には入れていない。

最初の小問では資本市場の規制方針自体を取り扱った。特にここで回答者の見解を求めた事項は、日本の市場における規則と投資家保護策が業界基準や最良実践を表しているか、仮に正しく履行された場合、これら市場制度は投資家の権利を守る強固な枠組みを提供するかについて、であるが、これら規制と政策に対する回答者の評価は平均2.8であった。（2009年度のこの評価は3.0だった）。

二番目の小問ではそういった規制と政策の履行又は強化することの有効性に焦点を合わせた。この評価は1年前と同じ2.9に留まった。

## 日本への投資意欲

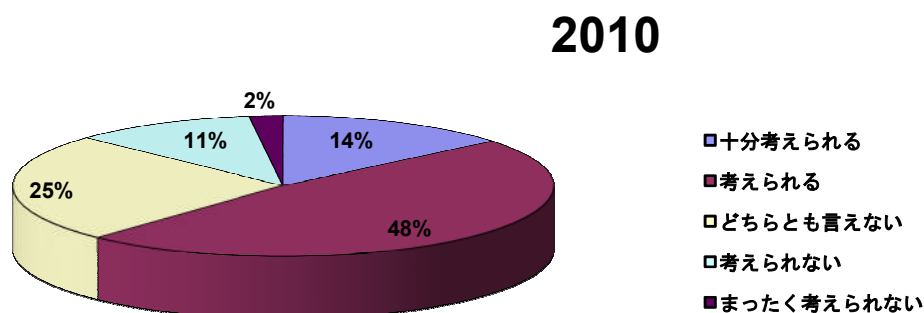
調査のこのセクションでは、市場参加者の倫理的行動と資本市場制度の有効性に対する認識という基準に着目した場合、果たして、回答者がそれだけを根拠として日本市場への投資を薦める可能性があるかという点について回答を求めた。

前年の調査を行ったのは、世界的な金融危機がピークに達した2009年初めであったが、日本の株式市場がサブプライムによる危機的状況に曝されたのはわずかであり、他の市場が経験したような急激な意欲の落ち込みは経験しなかった。その結果、回答者の日本の株式市場への投資を推奨する意欲が、2009年の調査からほとんど変化しなかったのは驚くに当たらない。

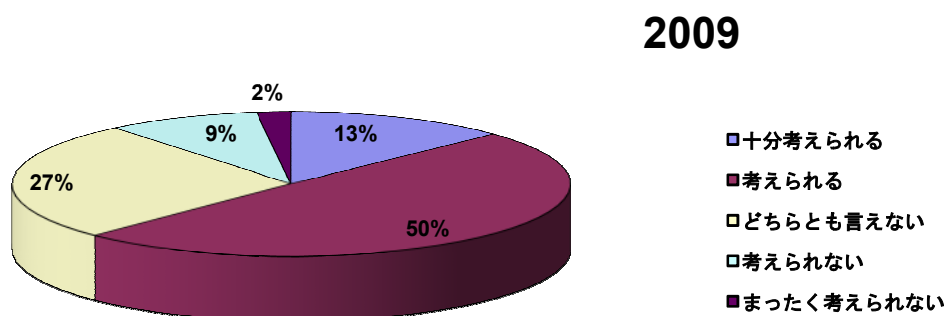
2010年の調査では、回答者の62%が、市場参加者の倫理的行動と資本市場システムの有効性のみに基づいて、日本への投資を推奨する見込みがある、またはとても見込みがあると答えたが、2009年の値は63%であった。（2008年は55%だった。）一方、同じ設問でも、日本以外の国々の回答者となると、結果ははっきりと異なっている。今年度の調査では、海外の市場参加者のうち、日本への投資を推奨する見込みがある、またはとても見込みがある、としたのはたった33%で、2009年の調査での36%からわずかに下がっており、2008年での42%からは著しく低下している。海外の市場参加者が日本の株式市場への投資に対して徐々に躊躇し始めていることは明白である。

図表5:市場参加者の倫理的行動と資本市場制度の有効性にのみ基づき日本市場への投資を国内回答者が薦める可能性

倫理的行動と資本市場制度のみに基づき、あなたは日本への投資を薦めますか？



注：四捨五入の関係上、数値合計が100%にならない場合がある。



国内外の回答者間のこの見解の相違は、日本の投資環境に対する評価を下げているいくつかの根強い問題点（例えば、株主権や、著しく国際基準に対し大きく遅れをとっているコーポレート・ガバナンスの基準）の他に、しばしばその投資環境が海外の投資家にとって、敵対的であると映っている結果であると思われる。

2009年後半、東京証券取引所はガバナンス水準を高めようと新しい規則を提案したが、アジア・コーポレート・ガバナンス協会は、脆弱で概して効果がないと見なした。ACGAは日本に対し取締役会への独立取締役の導入や年金ファンド・マネジャーによる議決権の代理行使における透明性の改善を促す『大胆なアプローチ』をとるよう求めた。グローバルな株式市場の多くが、世界金融危機後の意欲の立ち直りによる恩恵を受けている中であって、日本が自国内の難題にもがき続けているのは明白である。

## 調査結果から得られた他の重要な考察

### 国内外の認識比較

このFMI指数の趣旨に沿って、世界中の他市場のCFA資格者に対し自国市場と日本市場の両方を評価し、意見を述べる機会が与えられた。(なお、回答者は、自分が不案内だと考える市場についての質問については回答を省略しても差し支えないとされた。)

2010年調査では、国内の回答者は、日本市場の参加者の信頼性(図表6参照)と日本の資本市場制度の有効性(図表7参照)の両方に、海外の回答者よりも高い評価を与えている。

また、いくつかの項目では、市場参加者の倫理的行動に関する評価の差異が大きい場合が見られた。評価差がもっとも大きいのが企業の取締役会や企業経営者、年金ファンド・マネジャーに関する評価である。それぞれの場合において、国内の回答者は、これらの専門家に海外の回答者の評価に比べ0.4ポイント高い評価を与えている。取締役会や経営者に対する評価差は、コーポレート・ガバナンス問題に原因があると考えられ、海外の回答者のコーポレート・ガバナンスに対する評価は依然として相当低い。年金ファンド・マネジャーに対する評価差は、おそらく、年金ファンド・マネジャーが議決権行使を行わない、あるいは議決権行使状況を公表しないことに対して、非日本人投資家が抱いている不満を浮き彫りにしているのであろう(海外の回答者の年金ファンド・マネジャーに対する3.4という評価はそれでもかなり好意的な評価ではあるが)。

図表 6

市場参加者個人の倫理的行動		
専門的職業区分	国内	海外
<b>金融専門職全体</b>	<b>3.6*</b>	<b>3.3</b>
バイサイド・アナリスト	3.7*	3.4
上場企業取締役会	3.4	3.0
上場企業経営者	3.4	3.0
個人向け金融アドバイザー	3.0	2.9
ヘッジファンド・マネジャー	2.9*	3.0
投資信託ファンド・マネジャー	3.6	3.3
年金ファンド・マネジャー	3.8	3.4
プライベート・エクイティ・マネジャー	3.1*	3.0
セルサイド・アナリスト	3.3*	2.9

規制および投資家保護については、そのほとんどの項目に対し国内回答者は平均あるいは平均以上と評価している。対照的に、海外の回答者が平均と評価したのは、6項目中わずか2項目に過ぎず、コーポレート・ガバナンス基準と財務上の透明性、投資家の法的保護がそれぞれ2.8の評価、株主権が海外の回答者から全項目中最低の2.6の評価を得ている。

会計基準と財務上の透明性、投資家の法的保護については、国内の回答者が海外の回答者に比べ好意的に評価しており、各項目につき0.4ポイント高く評価している。

図表 7

規制および投資家保護の有効性		
市場制度	国内	海外
資本市場制度全般	3.3*	3.0
会計基準	3.4*	3.0
コーポレート・ガバナンス基準	3.0*	2.8
財務上の透明性基準	3.2*	2.8
投資家の法的保護	3.2	3.0
規制制度	3.2	3.0
株主権基準	2.8	2.6

図表 8

市場参加者個人の倫理的行動：海外の回答者		
専門的職業区分	2010年	2009年
金融専門職全体	3.3	3.3
バイサイド・アナリスト	3.4	3.5
上場企業取締役会	3.0	3.0
上場企業経営者	3.0	3.0
個人向け金融アドバイザー	2.9	3.0
ヘッジファンド・マネジャー	3.0	2.8
投資信託ファンド・マネジャー	3.4	3.5
年金ファンド・マネジャー	3.8	3.5
プライベート・エクイティ・マネジャー	3.0	2.9
セルサイド・アナリスト	2.9	2.9

すべての評価が、2008年調査と等しいか、あるいはそれ以上となっている。2008年調査では、コーポレート・ガバナンスと透明性、株主権に対する評価が極めて低かった。評価が改善傾向にあるのは、おそらく海外の回答者が、改革実施努力を認識しつつも、さらなる改革を進める努力が必要であるとのシグナルを送っていることが示唆されているためであろう。

図表 9

規制および投資家保護の有効性：海外の回答者		
市場制度	2010年	2009年
資本市場制度全般	3.0	2.8
会計基準	3.0	2.8
コーポレート・ガバナンス基準	2.8	2.6
財務上の透明性基準	2.8	2.8
投資家の法的保護	2.8	2.7
規制制度	3.0	2.8
株主権基準	2.6	2.5

## 市場固有の質問

2010年のFMI指数調査では、市場ごとに特有の設問を用意し、当該市場について参加者が特に重要視している問題を掘り下げている。すべての調査に市場固有の質問項目を含めたわけではないが、日本市場に関するFMI指数については、国内外の回答者に対して、コーポレート・ガバナンス改革や株式持合いに対する許容度、最適な企業取締役会の仕組みについて意見を求めた。

最初の市場固有の質問では、日本の上場企業にもっとも必要なガバナンス改革の優先順位付けを求めた（図表10）。

図表 10

以下のコーポレート・ガバナンス改革のうち、日本の上場企業にもっとも必要だと考える項目はどれですか。

改革	国内	海外
取締役会と法定監査役の真の独立性の確保	32%	34%
企業取締役会の仕組みの改善	24%	18%
年次株主総会開催日の分散化	22%	5%
委任状の送付から年次株主総会における議決権行使までの間の期間を長くすること	6%	1%
単元株制度の撤廃	5%	1%
その他	3%	2%
コーポレート・ガバナンス改革は特に必要ではない	1%	1%
よくわからない	6%	40%

国内のCFA資格者はおそらく、より明確に、独立した取締役会と監査役の必要性を意識している。というのも、回答者の3分の1近くが、独立した取締役会と監査役会の設置を上場企業が早急に取り組むべき改革として挙げているからである。同様に、海外の回答者の3分の1強も、独立した取締役会と監査役会の設置をもっとも必要なガバナンス改革として選んでいる。また、国内の回答者の4分の1近くが、企業取締役会の仕組みの改善を他のガバナンス改革に優先しており、若干少ないが、海外の回答者も同じような割合（18%）でそれを最も必要な改革としている。さらに、年次株主総会の開催日の集中化の是正は、国内の回答者から3番目に重要な改革として挙げられており、最優先課題として回答した割合も22%に上っている。ただ、この点について、海外の回答者の間でガバナンスの最優先課題に挙げる人は少なかった。実際、海外の回答者の回答で最も多かったのが、「よくわからない」の40%であった。

二番目の市場固有の質問では、日本の上場企業間の株式持合いについて、回答者に意見を求めた（図表11）。

図表 11

日本の上場企業と金融機関の間の株式持合いについて、以下の選択肢からあなたの考えにもっとも近いものを選んでください。

意見	国内	海外
株式持合いはガバナンスの仕組みが講じられている限りは許容できる	46%	27%
株式持合いは大幅に削減もしくは撤廃すべきである。	43%	42%
株式持合いは日本に根付いた慣行であり許容できる	6%	2%
よくわからない	4%	29%

日本の株式持合いに関する質問に対して、回答者の多くは、この慣行は大幅に削減もしくは撤廃すべきだと考えており、そのように回答した国内外の回答者の比率は拮抗していた（それぞれ43%と42%）。しかしながら、それよりもわずかに高い比率（46%）の国内のCFA資格者の回答者が、他のガバナンスの仕組みが講じられている限り株式持合いは許容できると考えている。一方、海外の回答者でこの選択肢に同意しているのは、わずか27%に過ぎず、29%は株式持合いが許容できるかどうかわからないとしている。

最後の市場固有の質問は、日本の上場企業にとって、もっとも好ましいと考える取締役会の仕組みについて、回答者に意見を求めた（図表12参照）。

図表 12

日本の上場企業にとってもっとも好ましいと考える取締役会の仕組みはどれですか

取締役会の仕組み	国内	海外
委員会設置型単一取締役会	16%	23%
法定監査役会併設型二階層取締役会	15%	15%
企業の経営者が適切な取締役会の仕組みを企業ごとに選択すべきである	27%	4%
株主が適切な取締役会の仕組みを企業ごとに選択すべきである	30%	30%
わからない	10%	27%

国内と海外の回答者の約3分の1は、株主が適切な取締役会の仕組みを決定すべきであるとしている。差が最も大きかったのは、企業の経営者が適切な取締役会の仕組みを企業ごとに選択すべきと感じている回答である。国内の回答者の27%が、経営者が取締役会の仕組みを選択すべきだと感じているのに対し、海外の回答者で同意見であるのは4%にしか過ぎない。また、委員会設置型単一取締役会については、好ましいとしている国内の回答者の約16%である一方、海外の回答者では23%がそれを最も適切な取締役会型と考えている。法定監査役会併設型二階層取締役会に関しては、国内外とも回答者の15%が好ましいとしている。

## 回答者によるコメント

100名以上の回答者からは、現在の日本の金融市場の信頼性に関してコメントも寄せられた。いくつかの質問項目については、各々の見解や懸念を記載してもらうような場も用意したからである。特に、個人市場参加者や市場制度については、追加的なコメントを記載してもらうようにした。さらに質問状の末尾には、その他懸念事項があれば追加で記載してもらった。

こうした手順を踏んで、「回答なし」「追加事項なし」を除外して、実質的に150件以上のコメントを得るに至ったのである。

それぞれのコメントは、そこで提起された、たとえば、規制、株主権、透明性といった問題項目ごとの分類・分析も実施された。図表13は主要な問題項目を集計したものである。コメント中で複数の問題項目が提示されていた場合には、分離集計の上、それぞれのコメント数として加算されている。

図表 13：規制、株主権、透明性が回答者の主要な問題項目

問題項目	コメント数	国内回答者	海外回答者
規制・規制制度	14	11	3
株主権	14	11	3
透明性	13	10	3
コーポレート・ガバナンス	12	10	2
投資家教育	12	12	0
内部者取引・内部情報	11	10	1

### 規制・規制制度

2009年、2010年の調査を通じて、回答者の主要な懸念事項は、日本の規制制度環境に関する問題であった。さらにこの問題は他の項目と比較して、より詳細で広範なコメントが寄せられた項目であった。その中でも、特に関心が高かった懸念事項は、当局による過剰規制と金融職種毎に異なる規制の基準であった。

問題点は基準の施行面というよりは、基準そのものにある。また、個人投資家は当局による官僚主義的な過剰な保護下に置かれていることにも着目すべきである。過剰な規制は時として、十分に規制が実施されなかった場合より悪い影響を与えうるということを認識すべきである。

—CEO兼社長を務める国内の回答者

規制があまりにも杓子定規で柔軟性に欠けている場合がある。このため、機関投資家の運用担当者には多大な事務負担が生じ、外国からの対日投資も阻害される結果となっている。

—国内のポートフォリオ・マネジャー

### 株主権

株主権に関する懸念も昨年、今年とも主要な問題項目であり、規制・規制制度とほぼ同じ件数のコメントが寄せられた。それらのコメントの多くは、株主権が発行体や規制当局から十分尊重されていないという点でほぼ共通している。

株主権の保護は日本市場の重大な問題点である。

—国内のチーフ・ファンド・マネジャー

株主権こそ最も尊重されるべき権利である。

－海外の運用方針決定

## 透明性

2009年のFMI指数調査でも、透明性に関する懸念はコメント数として3番目に多い問題項目であった。とりわけ、より詳細な財務諸表の透明性や開示が一層必要であるとする回答が大半であった。また複数の回答者からは、投資商品に関する適切なリスク開示が必要との意見が寄せられた。

財務情報に関する透明性の欠如が主要な問題点である。

－海外からの回答者

複雑な金融商品に関する透明性の欠如を懸念している。

－国内の海外顧客サービスを担当するパートナー

## コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスについてコメントを寄せたほとんどの回答者は、この問題項目について詳細な意見を述べてはいない。というのも、別途他の質問項目において、喫緊に改善が必要なコーポレート・ガバナンスの課題を評価する機会があったからであり、およそ半分以上の回答者は、取締役会と監査役会に対しより高い独立性を求める点を最優先課題として示した。

企業統治や企業の資本政策は未だに発行体の利害や大口市場参加者の意向で決定されているように見られる。しかもこのような状態を変革しようという意思が企業内に乏しいため、アジア・コーポレート・ガバナンス協会（ACGA）やCFA協会の提唱する改善の方向に動機づけられているようにはまったく見えない

－国内のCEO兼社長

## 投資家教育

この問題項目には12件の回答が寄せられたが、それらは、投資家教育の改善を提言するものと、投資助言者や職業運用者自身に対する教育を拡充すべしとの意見にほぼ二分された。多くの回答者は政府が責任を持って投資家教育を推進し、もって個人投資家の金融知識の向上を図り、責任ある投資を行えるよう教育することが肝要と考えている。

個人投資家の投資意思決定においてあまりに短期の投資成果を期待しすぎる傾向があるが、その背景には、往々にして取引証券会社の積極的な営業姿勢が見受けられる。そして、これは倫理に反した投資行動の原因にもなっている。我々は熟慮された投資教育計画を推進することをもっと意識した方がよい。

－国内の副チーフ・マネージャー

金融専門家自身にも運用業界に関する専門知識が欠如した人物も少なくない。政府は教育政策を見直すべきである。

－国内のファンド・マネージャー

## 内部者取引・内部情報

この問題項目にコメントした回答者の多くが、躊躇なく内部者取引は懸念すべき事項であると回

答した。また、その他の回答者の中には、大手金融機関に勤務する金融専門家と個人投資家の間に情報の格差が存在しているため、個人投資家が不利益を被っているのではないかとの懸念を表明するものがあった。

個人投資家は、大手金融機関に所属する運用者が自分たちより情報面で有利な立場にあるということを常に認識していなければならない。さらに、市場は根拠のない噂を発することがあり、このことがファンダメンタルズに基づかない株価変動の要因ともなる。

－国内のCEO兼社長

コーポレート・ガバナンスについては企業経営者自身に対する懸念もある。例えば内部者情報を一部の個人にのみ漏洩するなどして株主の権利を蹂躪するケースも見受けられるからである。

－国内のCEO兼社長

## 回答者の属性

以下の図表では回答者の属性分布を示す。(より詳細な属性、分類方法に関しては[www.cfainstitute.org/ethics](http://www.cfainstitute.org/ethics)を参照のこと)

### 日本からの回答者の概略と海外から回答者の概略

項目	市場内		市場外	
	件数	比率	件数	比率
総回答件数	201		182	
地域				
南北アメリカ	—	—	59	32%
アジア・太平洋	—	—	53	29%
欧州・中東・アフリカ	—	—	70	38%
バイサイド・セルサイド				
バイサイド	115	57%	93	51%
セルサイド	29	14%	16	9%
双方	6	3%	10	5%
該当せず	51	25%	63	35%
未回答・未確定	0	0%	2	1%
投資家属性				
機関投資家	101	51%	69	38%
個人投資家	19	10%	32	18%
機関投資家類似個人投資家	23	12%	22	12%
資産運用に非関連	57	29%	59	32%
機関投資家区分 (投資家属性での機関投資家を細分化)				
銀行・投資銀行	27	22%	16	18%
遺贈・寄贈基金	1	1%	2	2%
資産運用会社	1	1%	2	2%
中央・地方政府	2	2%	0	0%
ヘッジファンド	4	3%	10	11%
保険会社	18	15%	12	13%
組織内資産運用部門	1	1%	2	2%
投資信託・投資会社	21	17%	18	20%
年金基金	40	33%	26	29%
未公開株ファンド	5	4%	2	2%
その他	2	2%	1	1%

上記の数字からは”資産運用に関連しない”、”不明”との回答は除外してる。

運用資産残高

(投資家属性での機関投資家のみ  
で構成)

2.5 億米ドル未満	12	9%	25	20%
2.5 億米ドル以上 10 億米ドル 未満	4	3%	17	14%
10 億米ドル以上 50 億米ドル 未満	17	12%	26	21%
50 億米ドル以上 200 億米ド ル 未満	17	12%	14	11%
200 億米ドル以上 500 億米ド ル 未満	20	14%	7	6%
500 億米ドル以上 2500 億米 ドル 未満	34	25%	15	12%
2500 億米ドル以上	34	25%	20	16%

上記の数字からは”不明”との回  
答および未回答のものは除外し  
ている。

投資業界における経験年数

5 年以下	7	4%	24	14%
6 年から 15 年	71	37%	88	51%
16 年から 30 年	114	59%	58	34%
31 年以上	2	1%	3	2%

## 回答者の主たる職種

学術研究	1	1%	6	3%
会計士／監査人	3	2%	4	2%
評価査定担当	0	0%	2	1%
証券会社	1	1%	0	0%
コンプライアンス・オフィサー	1	1%	0	0%
コンサルタント	5	3%	13	7%
企業財務アナリスト	6	3%	5	3%
クレジット・アナリスト	6	3%	3	2%
エコノミスト	4	2%	1	1%
株式営業	5	3%	3	2%
経営者 (CEO, CFO, CIO, COO, CMO 等)	13	7%	12	7%
金融アドバイザー	6	3%	6	3%
債券営業	2	1%	2	1%
機関投資家営業	4	2%	1	1%
投資銀行部門アナリスト・職員	7	4%	5	3%
IT 専門職	0	0%	1	1%
経営アナリスト	3	2%	1	1%
上級管理者	7	4%	2	1%
マーケティング・マネジャー	6	3%	0	0%
パフォーマンス計測専門職(GIPS 専門職)	4	2%	2	1%
ポートフォリオ・マネジャー	42	21%	47	26%
プライベート・バンカー	1	1%	2	1%
商品企画	11	6%	4	2%
広報	0	0%	1	1%
規制監督官	1	1%	0	0%
リレーションシップ管理・営業・マーケティング	6	3%	3	2%
調査アナリスト	15	8%	22	12%
リスク・マネジャー	9	5%	11	6%
退職者	2	1%	1	1%
ストラテジスト	1	1%	4	2%
経理	0	0%	2	1%
トレーダー	4	2%	6	3%
失業中	4	2%	2	1%
その他	20	10%	8	4%

付属資料 - 2008年から2010年までの時系列推移

	日本からの回答			日本外からの回答		
	2010年	2009年	2008年	2010年	2009年	2008年
	A	B	C	D	E	F
総合的判断	3.3BC	3.1	3.1	3.0	3.0	2.8
全職種	3.6B	3.4	3.5	3.3	3.3	3.3
バイサイド	3.7B	3.5	3.6	3.4	3.5	3.3
取締役	3.4	3.2	3.3	3.0	3.0	2.9
金融アドバイザー	3.0	2.9	2.9	2.9	3.0	2.5
ヘッジファンド	2.9B	2.6	2.9B	3.0	2.8	2.5
投資信託	3.6	3.5	3.6	3.3	3.5	3.4
年金基金	3.8	3.7	3.8	3.4	3.5	3.4
未公開株	3.1B	2.8	2.9	3.0	2.9	2.9
経営者	3.4	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9
セルサイド	3.3B	3.0	3.3B	2.9	2.9	2.6
全項目	3.3BC	3.0	2.9	3.0	2.8	2.7
会計制度	3.4BC	3.1	3.1	3.0	3.0	2.8
企業統治	3.0BC	2.7	2.7	2.8F	2.6F	2.1
透明性	3.2BC	3.0	3.0	2.8F	2.8	2.4
投資法制	3.2C	3.2C	2.8	2.8	2.7	2.6
規制	3.2C	3.1C	2.7	3.0	2.8	2.7
株主権	2.8C	2.7C	2.5	2.6	2.5	2.2

数値横に付記されたアルファベットは信頼区間 95%で有意に前年比上昇が認められることを示す。たとえば、A列上の数値に付記されたBとはB列上の同じ項目の数値から有意に前年比上昇したことを示している。

仮に倫理態度と資本市場の制度のみを評価して投資するとした場合、日本への投資は推奨に値すると考えられますか？

	市場内			市場外		
	2010年	2009年	2008年	2010年	2009年	2008年
	A	B	C	D	E	F
回答総数	(201)	(194)	(167)	(182)	(61)	(49)
まったく考えられない	2%	2%	1%	4%	2%	0%
考えられない	11%	9%	9%	10%	10%	11%
どちらともいえない	25%	27%	36%A	53%	52%	48%
考えられる	48%	50%	46%	25%	26%	33%
十分考えられる	14%	13%	9%	8%	10%	9%

数値横に付記されたアルファベットは信頼区間 95%で有意に前年比上昇が認められることを示す。たとえば、A列上の数値に付記されたBとはB列上の同じ項目の数値から有意に前年比上昇したことを示している。

# CFA 協会

## 金融市場信頼性 指数報告書スタッフ

**カート N. シャフト(Kurt N. Schacht), JD, CFA**

基準・金融市場信頼性調査部、マネージング・ディレクター

**チャールズ・クロニン(Charles Cronin), CFA**

基準・金融市場信頼性調査部、欧州・中東・アフリカ地区ヘッド

**リー・カ・ルーン(Lee Kha Loon), CFA**

基準・金融市場信頼性調査部、アジア太平洋地区ヘッド

**ジェームズ C. アレン(James C. Allen), CFA**

資本市場政策グループ、ヘッド

**マシュー・オーサグ(Matthew Orsagh), CFA, CIPM**

資本市場政策ディレクター

[www.cfainstitute.org/ethics](http://www.cfainstitute.org/ethics)

### 問い合わせ先

メディア関係者の連絡先:

米国: キャシー・ヴァレンティン(Kathy Valentine), +1 (434) 227-2177

英国: スティーブ・ウェラード(Steve Wellard), +44 (0) 20-7531-0755

香港: テリー・リー(Terry Lee), +852 3103-9383

## 米州地区

560 Ray C. Hunt Drive  
P.O. Box 3668  
Charlottesville, VA 22903-0668 USA

**Phone:** +1 (434) 951-5499  
**USA and Canada:** (800) 247-8132  
**Fax:** +1 (434) 951-5262

21<sup>st</sup> Floor  
477 Madison Avenue  
New York, NY 10022-5802 USA

## アジア太平洋地区

Suite 3407  
Two Exchange Square  
8 Connaught Place, Central  
Hong Kong SAR

**Phone:** +852 2868-2700  
**Info Hotline:** +852 8228-8820  
**Fax:** +852 2868-9912

## 欧州地区

10th Floor  
One Canada Square  
Canary Wharf  
London E14 5AB United Kingdom

**Phone:** +44 (0) 20-7531-0751  
**Fax:** +44 (0) 20-7531-0767

Square de Meeûs 38/40  
1000 Brussels, Belgium

**E-mail:** [info@cfainstitute.org](mailto:info@cfainstitute.org)  
**www.cfainstitute.org/ethics**