

～資本市場調査本部情報～

2008年3月17日全6頁

## オッターヴァで聞く、 証券市場の焦点 No. 47

資本市場調査本部  
常務理事  
吉川 満

ラジオ局オッターヴァ【毎朝8時頃から3分間】

### 【要約】

- オッターヴァで聞く、証券市場の焦点【3月10日(月)～3月14日(金)】
- 各日のテーマは次の通り
  - ①3月10日(月)～ソブリン・ウェルス・ファンドの問題点!
  - ②3月11日(火)～「貧困大国アメリカ」
  - ③3月12日(水)～検討急がれる、ソブリン・ウェルス・ファンド!
  - ④3月13日(木)～「内部統制報告制度に関する11の誤解」
  - ⑤3月14日(金)～日銀副総裁は誰に?

### 【オッターヴァで聞く、証券市場の焦点】

- ・ ラジオ局オッターヴァは、TBSの子会社で、気軽に聴ける環境の中でクラシック音楽を提供することを目標にしています。
- ・ 大和証券グループ本社がその趣旨に賛同し、スポンサーになっています。その関係で月曜日から金曜日の毎日朝8時10分から3分間、【証券市場の焦点】として、大和総研資本市場調査本部でおしゃべりさせていただく事になりました。
- ・ 毎日のシナリオは、吉川 満(資本市場調査本部 常務理事)が書きますが、朗読はアドリブを含めて、大和総研の若い社員が務めます。  
3月は鳥毛 拓馬がおしゃべり相手を務めます。どうぞよろしくお願い申し上げます。
- ・ 肩がこらないように、それでいて、勘所は伝わるような、おしゃべりを目標にしています。個人投資家のために、個人投資家の立場に立ってお話しようと思っています。
- ・ オッターヴァの放送は次のようにして聞くことができます。

○デジタルラジオを内蔵した KDDI(au)の携帯電話の一部機種で、202チャンネル  
「DR@TOKYO92/OTTAVA」に合わせて聴くことができます。

○インターネットラジオでも番組を同時に放送(<http://ottava.jp/index1.html>)しています。

- ・ どうぞ初めての皆様も、是非、オッターヴァにチャンネルを合わせてみて下さい。

2008年3月10日(月)

お早うございます。大和総研の吉川 満です。

本日は、ソブリン・ウェルス・ファンドの拡大に対して私の抱えている懸念を説明しておきます。もちろん、産油国、資源国などが経常収支の黒字を利用してファンドを作り、外国株に投資するのは悪い事ではありません。それにより、経常収支の不均衡がバランスされ、赤字国でも豊かな国民生活を送る事ができるのですから。ただそれだけでは話が終わらないのは、株式には所有を示す証券、支配証券としての部分があるからです。

具体的に何が懸念されるのかと言うと、主に次の二点です。第一に、ソブリン（政府当局）と言っても、不正取引を行う可能性が無いとはいえません。日本では最近まで相場操縦、インサイダー取引などが少なかったのでピンと来ない人も多いでしょうが、米国のように違反例が多い国では、SECのウェブサイトなどでも盛んに論じられていますし、議会で公聴会も行われています。もっとも米国はサブプライム問題で財務状況が悪化した金融機関が続出して、細かい問題はどうか、今は、結論としてソブリン・ファンドの出資の申し入れを、ありがたく受けざるを得ないという状況となっています。しかし、すぐには、結論は出ないのですが、そこはさすが米国で、根本的に論じなければならない問題があるという事は、はっきりと意識しているわけです。

もうひとつ懸念される問題点というのは、現在既に推定2.5兆ドルあると言われているソブリン・ウェルス・ファンドの成長がこのまま続けば、いずれ世界の主要企業は、ソブリン・ウェルス・ファンドの支配を多かれ少なかれ受けるようになってしまうという事です。そうなっても果たして問題がないだろうか、という事です。そうすると今日では私企業である世界の大企業の多くが、いずれかの政府によって直接支配されてしまう事になる可能性が出てきます。このことは3月5日に、『米国経済金融に対する外国政府からの投資』と題して行われた、SEC国際問題局のエティオピス・タファラ氏も指摘している所です。

私有経済を前提として咲き誇ってきた米国・欧州経済（そして日本も？）に突きつけられた思わぬ難問といえましょう。

2008年3月11日(火)

お早うございます。大和総研の吉川 満です。

岩波新書で3月5日に刊行された、「ルポ貧困大国アメリカ」(堤未果・著)が話題になっています。米国が「大国」であることは異論の無いところで、「歴史の終焉」で、冷戦を続けてきたソ連が、ロシアに姿を改めて以後も、米国は世界唯一の超大国として、君臨を続けている、というのが一般の認識です。その米国を「貧困大国」と呼んでいるのですから、これはショッキングな表題です。

どうしてそういう事が言えるのかというと、有名な機関投資家の運用者、ウォーレン・バフェット氏(彼は直近の調査で、2008年の資産家ランキングナンバー1になったのです。)、ビル・ゲイツ氏(彼は入れ替わりに、トップから第三位に後退しましたが、)のような大富豪は、米国には事欠かないのです。しかし、問題なのは、従来の中間層が解体して、低所得者層への転落が急速に増加している事である、と著者は述べています。言うまでも無く平均では、米国は世界の富裕国です。著者によれば、医療サービスレベルのランキングは、世界で37位、乳幼児死亡率は43位であるという事です。

米国の政策の重点が、低所得者にも「健康で文化的な生活を保障する」というところから、離れてしまっているので、こうした事が起こるのだと言います。

つまり「格差問題」です。日本でも最近「格差問題」の拡大が問題になっていますが、(ちなみに3月10日のNHKニュースは、働く人全体のうち非正規労働者の比率は三分の一を超えたと報じていました。)、著書は米国では移民などを、這い上がろうとしても這い上がれないシステムに組み込んでしまっている、と言います。ニュー・オーリンズを襲った、ハリケーン・カトリーナでも、襲来が予想されていたのに、対策が遅れ、復旧も迅速に行われなかったのは、被害地域の中心が貧困者の居住区だったからだと言っています。

こうした指摘を読むと、米国で進行している「新自由主義」も、行き過ぎた場合には少なからぬリスクがあるのだと、感じないわけにはいきません。早くから医療保険メディケアの問題に取り組んできて、夫のビル・クリントン前大統領とともに、日本式の国民皆保険制度(結局実現しませんでした)の提案をした事もある、クリントン候補は、奮戦していますが、結果はどうなるかわかりません。

2008年3月12日(水)

お早うございます。大和総研の吉川 満です。

ソブリン・ウェルス・ファンドへの対応が、市場関係者の大きな課題になって来ています。

もともと、企業の財務内容が極端に悪化し、そのままでは危機を脱出できないが、出資を受ければ危機を脱出できるという場合は、とりあえず受け入れを決めて問題があるなら後から考える、という対応になっています。

欧米ではサブプライム問題で、幾つかの銀行・証券会社の財務内容が悪化し、窮地を脱するために、各国の政治家、当該企業のトップなどは、感謝の言葉を述べて、ソブリン・ウェルス・ファンドの出資を受け入れています。しかし、将来問題が生じた時に、どう解決するのかは、しっかりと筋道を固めておくべきだと思われまます。

例えば米国では議会で公聴会が行われ、最終結論は出していないものの、次の点ははっきりと確認しています。

ソブリン・ウェルス・ファンドがインサイダー取引、相場操縦などの違法行為をする可能性は否定できませんが、その場合は、不公正取引防止規定などを通常の規制を適用できます。しかし、ソブリン・ウェルス・ファンドの保有主体は外国政府なので、普通には入手できない情報を入手する可能性があるため、その点は注意する必要があります。

通常とは異なり、国の安全保障に関係するような情報を、株主としての地位に基づいて入手する動きが出る可能性もあります。

しかし、多くの他国同様、日本もソブリン・ウェルス・ファンドを単に受身においてのみ考えていけば済むという問題でもないと考えられます。経常黒字の効果的な運用手段として、新しい選択肢を考えた方が、効率的と考えられる可能性があるからです。

ソブリン・ウェルス・ファンドはいわば双方向の問題として、考える必要がある事になります。そう考えたほうが、そもそも、まとまりやすい問題ともいえます。

本年1月、英国のヘッジファンド・ワーキング・グループが、ヘッジファンドについてのベスト・プラクティス基準を作成して発表しました。米国では大統領作業部会が同様の作業を行うことになっています。ヘッジファンドについてのこうした自主規制の枠組を、ソブリン・ウェルス・ファンドにも拡大して、世界の国々が理解を一つにして、不必要な懸念や心配なしに、相互にソブリン・ウェルス・ファンドを利用していけるようにしたいものです。

2008年3月13日(木)

お早うございます。大和総研の吉川 満です。

金融庁は3月11日、「内部統制報告制度に関する11の誤解」と題する文章を発表しました。ウェブサイトにも掲載されています。

内部統制報告は、米国で企業改革法(SOX法)が制定されたのに影響を受け、日本でも内部統制について、監査を経た上で、きちんと報告する制度を導入しようとして、導入されました。2008年度から上場企業で義務化されるので、事前に誤解を解いておこうとして、発表したものと思われます。

米国で内部統制報告制度が導入されたのは「エンロン」の不正経理事件などを背景に、その再発を防ぐ事がきっかけでした。米国では「エンロン」と言う、大企業の倒産をもたらした事件の印象が生々しく、そのため対策として設けられた「SOX法」は確かに内容が厳しすぎる面があり、企業の監査コストの大幅アップをもたらし、米国企業の国際競争力の低下をもたらした、として最近でも批判が集中しています。例えば一時は大統領候補に名前が挙がった、共和党のジュリアーノ議員が中心となって、「SOX法批判」の報告書を出したこともあります。

日本の内部統制報告制度も、米国の制度導入をきっかけに導入されたという事から、「日本版SOX法」と呼ばれることはありました。

しかし、日本の内部統制報告制度は、米国でそうした批判が始まってから導入されたものですし、もともと米国の内部統制報告制度ほど厳しい内容ではありません。

エンロン事件直後、日本では「米国のように開示を徹底させる国でもエンロン事件のような事件が起こった。今後は従来のような開示の徹底を追及する必要は無い。」と主張されたことがありました。このような意見を明確に否定するためもあって、日本では内部統制報告制度の導入を決めたわけですが、日本の内部統制報告制度は、企業に過度の負担をかけるものではなく、海外からの投資を呼び込んでいくためにも、これからきちんとした開示を実行していくべきであると考えます。

東アジア諸国に範を示しつつ、国際競争を有利に展開していくためにも、現行法の定める内部統制報告制度はきちんと遵守していく必要があると思われます。

2008年3月14日(金)

お早うございます。大和総研の吉川 満です。

12日、参議院は内閣の示した、武藤氏を日銀総裁に、伊藤氏を日銀副総裁に任命する案を、野党の反対多数で否決しました。白川氏の副総裁候補案だけは承認しました。

予算審議などと異なり、衆議院の議決を優先する規定はないので、与党側としては、強行突破する手段はありません。衆議院では与党が多数を握りますが、参議院では野党が多数を押さえている現在の「ねじれ国会」では、最も意思決定が難しい問題といえ、凶らずもその困難な問題が、表舞台に上ってしまったのです。

13日には、衆議院で政府提案どおり、武藤氏を総裁に、白川氏、伊藤氏を副総裁に指名する案に同意する決定が行われましたが、既に参議院は白川氏の副総裁案を除き、反対を決定しているのですから、事態が先に進むわけではありません。

そこで与党側としては、①野党に対し、政党間協議を呼びかけ、②候補者の差し替え案などの打開策を図っていくと見られています。

政府としては、7月にサミットを控え、しかもサブプライム問題の余波で、世界の金融市場にまだまだ混乱が続いている状況下で、日銀総裁が欠けることになる事態は是非とも避けたいところです。国民としても背景は十分に理解しているので、日銀総裁が空席になる事態は避けるべきだと考えています(白川氏などが、総裁代行となって仕切るという案はありますが、総裁そのものが欠けたのでは、不十分かもしれません。)。従って野党としても、無闇に決定を遅らせて与党を困らせる戦術は取りにくいのです。民主党の鳩山幹事長が、党首会談を望む世論がある事に言及していましたが、いざという場合は、党首会談で結束を図る事も、一つの選択肢かもしれません。

ただし、昨年末の党首会談で(内容が大連立という、党の存続自体と直結する問題だったためもありますが)、民主党が小沢代表の決定を支持できなかつたいきさつがあり、簡単には党首会談を選ぶ事はできないでしょう。

従って、政府が武藤氏に代わる候補を提示すれば、その方が抵抗無く手続きが進む可能性がありそうです。政府が再度、武藤候補を提示するという案は、理論的にはありえますが、民主党の牽制を考えると、それが通るとは思えません。民主党の反発を呼ぶだけでしょう。

となると現時点では①白川氏を総裁候補に格上げするか、②白川氏を総裁代行として職務に当たらせるかが最も現実的なのでしょう。もちろん、他の候補者が浮上する可能性もありますが、その場合は、野党にも抵抗が無い人というのが一つの条件となりましょう。