

拡大版コーポレート・ガバナンス研究会

(平成27年9月9日)

(池尾座長)

それでは、ただいまから平成27年度第3回拡大版コーポレート・ガバナンス研究会を開催させていただきたいと思います。本日は、お忙しいところ、また、台風が来ている中、御参集いただきまして、誠にありがとうございます。

それでは、恒例ですが、まず、岩間会長から開会の辞をいただくということで、お願いします。

(岩間会長)

今日はありがとうございます。今年、このテーマで始めて3回目ということで、最初に三井住友アセットマネジメントの横山社長にお願いしまして、2番目に日興アセットマネジメントの柴田社長にお願いいたしました。狙いとしまして、運用業界が大事だと言われている中で、これから現役のトップの方々がこの業界をどういう具合にご覧になって、どう変えていくべきかということと、それから、個社としてどういうことをこれから展開されるということを、クローズドの中なので、忌憚なくフランクに言っていただいて、先生方と御一緒に議論させていただきたいということでございます。本日はぜひ忌憚のないところでよろしくお願ひしたいと思います。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。それでは、早速ですが、本日はゲストスピーカーとしてお迎えしました、DIAMアセットマネジメント株式会社代表取締役社長の西恵正様に「日本における資産運用業の現状と将来の展望－DIAMの戦略－」と題しましてお話をいただきたいと思います。その後自由討論とさせていただきたいと思います。早速ですが、西社長、よろしくお願ひいたします。

(西氏)

御紹介がありました西です。よろしくお願ひいたします。

のちほど資料に沿ってお話をさせていただきますが、最初に、私どもの簡単な紹介をさせていただきます。DIAMという社名ですが、DとIとアセットマネジメントという組み合わせに

なっており、Dが第一生命、IがIBJ、旧日本興業銀行を表しています。当社は設立して16年目ですが、ちょうどみずほの統合の直前に第一生命と旧日本興業銀行がそれぞれのアセットマネジメント部門を合併させたというのがこの会社です。旧日本興業銀行においては当時としては調達コストが高いという背景から、運用或いはディーリングに相当力を入れてやっていました。それらの運用人材の多くがDIAMに移り、また、保険会社はもともと運用がコア業務であるため第一生命からもかなりの人材がこちらに来たということで、設立当初から運用が会社の中心にあって、投資顧問業で力を磨き、そこから投信にも手を広げていったという経緯です。よって、どちらかと言えば運用ありきの会社だと思います。私自身も旧日本興業銀行からみずほに至るまで一貫して市場の担当をしておりました。

日本では運用会社が自家運用商品を販売することが非常に少なく、外部委託商品が多いという話をよく言われますが、去年、私が着任したときの問題意識は全く逆で、当社は残高の85%位が自家運用商品で、外部委託しているものが十数%しかないという状況でしたので、むしろ外部委託にももっと目を向けた方がいいのではないかと考えておりました。ですから、そこが日本の他の運用会社さんとはちょっと違った門構えになっているということをお最初に申し上げて、説明に入らせていただきます。

それでは資料に沿って、現状の資産運用業界の認識と、どのような発展が期待されるかということをお説明させていただきます。

まず3ページ目ですが、これは既に皆さんいろいろな方が説明されていると思うのですが、市場環境的には、公募投信と私募投信ともかなり流入が続いております。上の表が公募投信の残高、下が私募投信でございますが、上の公募投信は、うちで言えばメディカル・サイエンスであるとか、あるいは投資のソムリエであるとか、世の中でよく売られている個人向けの商品です。私募投信は地銀さんといった機関投資家の運用ニーズに応えるものということになります。表中の赤い折れ線グラフを見ていただければ、かなりの勢いで公募投信は増えて100兆円を突破してきている。私募投信のほうも50兆を超える勢いになってきております。

4 ページ目をご覧ください。よく言われることで、貯蓄から投資へ日本が進んでいけるかどうかということなのですが、株のマーケットが強い、あるいはNISA/DCといった制度拡充によって、ようやく個人が投資へ動き始めた感があると思います。1年前と今とでは大分動きが違ってきたなど。個人の金融資産に占める投信と株式・出資金というものの数字を引っ張り出したものですが、見ていただければ、かなりの勢いで加速してきているなどということがわかると思います。

ただ、全体の中での金融資産の構成はどうかといいますと、依然として状況に大きな変化はなく、その下の図にございますように、実に日本の現預金比率というのは55%近くあって、投信というのはたった5.6%しかない。投信のウエートで見れば、欧州でも8%、アメリカでは13%弱ぐらいになっていますので、やはりまだまだこれからという感じですね。

よく言われていることですが、5 ページは各国のGDP対比でみた投信の伸び余地の話です。例えば日本を1とした投信残高が米国においては15倍ぐらいになる一方でGDPのサイズは4倍強ですので、いかに何でも少ないよねと。これを同じぐらいの比率に伸ばせば、日本の投信残高は500兆円まで伸びる可能性はあるのではないかとということで、あと300兆、400兆という規模で今後10年の間に増えてくるのではないかと予測しています。今の100兆の投信残高というのは、比較的年齢が高い方がキャピタルゲインをねらって短期間で回転している状態なのですが、残高が3倍、4倍に増えていく段階では、これまで運用してこなかった層の預金が投信等に入ってくるということですので、期待される投資手法とか、彼らが望むニーズというのは今と違ってくるでしょうということで、運用会社において大きな議論のポイントになっているとともに、金融庁の議論の中にもそれは反映されているのだろうと理解しております。

これはアメリカとだけの比較ではなくて、オーストラリア、イギリスと比較してもGDPのサイズであれば日本の方が大きいにも係らず投信残高はむしろそれらの国のほうが大きいわけで、やはりどう見てもまだまだ日本の投信残高は少なく、現預金の比率が高いとい

うことだと思えます。

6 ページ目の表は、我々の営業戦略のエッセンスが入っているという表でございます。図にある通り日本の所得別人口構成が展開されています。100万円未満から一番お金持ちの2,000万円以上まで、それに対してどれだけの世帯数があるのかという棒グラフです。大体平均所得金額は530万弱でございますので、ちょうど点線のあるところが平均所得金額の境目ということになります。それで、それより下の所得層をMass層と呼ぶとすれば、これは約300万世帯ぐらいで全体の58%を占めるわけなのですが、このMass層と次のMiddle層、それからUpper Middle層、このあたりが今後の大きな投信顧客になると思えます。

一番端に非常にお金持ちのHigh Net Worth層がありますが、このHigh Net Worth層の投資ビヘイビアというのは、今のところ不動産のウエートが多くて、金融資産というのは、やはりどちらかというと、Middle、Upper Middleの層の方が多いと言われております。

これから投信残高が300兆、400兆増えていく時に、資産の多くが預金であるMass層が投信をどのような経路で投資するかということを考えた場合に、従来どおり証券や銀行の窓口から投信を買うというのも当然あり得るのですが、やはりMass層の年齢が若いことを踏まえると親和性や手数料の低さからインターネット経由の比重が高まると思えます。更に言えば、よくFinTechと言われていますが、その1つの象徴でもあるロボ・アドバイザーと相性のいいセクターだと思われれます。よってMass層の預金取込に対しては、インターネットとか、あるいはロボ・アドバイザーに対してどう考えるかということが求められてくると思えます。

真ん中のあたりのMiddle層とUpper Middle層にはSMAとかIFAと書いてあるのですが、この人たちの投資ビヘイビアというのはMass層とは違ってくると思えます。個人個人が相当色々な金融資産の戦略を持っていますので、ラップ口座や独立ファイナンシャルプランナーといった人たちに相談し、インターネットというよりは、個人の人との向かい合ったOTCでのアドバイスを聞きながら投資額を増やしてくるのではないかと考えています。

ただ、私ども運用会社として非常に注意しないといけないのは、ラップ口座とかロボ・アドバイザーというものは一任契約になりますので、投信販売というよりは、むしろ年金営業、投資顧問業の個人バージョンみたいな形になります。ですから、法律の契約形態自体が違ってくることになりますので、我々のインフラが追いついていかない。特に普通銀行は個人顧客と一任契約を結ばせんから、場合によっては我々みたいな運用会社が代理契約で入っていくことになります。折しもマイナンバー制が導入されましたが、運用会社が直接的に顧客情報管理をすることになりますので、ラップ口座やロボ・アドバイザーと一言で言ってみても、それを可能とするインフラという意味で言うと、かなり従来型の会社とは違ってくる可能性があるということだと思っています。

7ページ以降は業界全体の成長ドライバーの話になるのですが、まず考えられるのはNISAです。一時期よくNISAは始まったけれど銀行で口座を開いただけで、全然投資されていませんという話が新聞に出ていたのですが、最近は聞かなくなってきました。それは何故かという、かなりNISA口座の稼働率が上がってきているためだと思います。

2015年3月時点の数字を見て頂くと投資信託と株式を足した4兆円強がNISA口座から投資されている。口座数から推測する想定可能投資額は9兆円ぐらいですので、約40%強が稼働してきているということで、口座をつくるだけではなくて、実際にNISA口座から投資されているというのがこれを見ると分かると思います。

その下の図に、NISA口座での商品の買付・売却状況が出ていますが、圧倒的に買付が多く、売却は小さいことから、やはりNISA口座からはほとんどの人が中長期的な観点で投資をされていると思われることから、制度の趣旨に徐々にキャッチアップしてきているのではないかと考えています。

もちろんNISA口座の特性である中長期投資に向けて、それにふさわしい商品というものを各運用会社で作ってしまして、後でちょっと申し上げますが、商品的にもNISA制度にマッチしたものができつつあると考えております。

8ページ目ですが、これはもう1つの成長ドライバーであるDCですね。06年3月末で2

兆2,000億円だった残高が、14年には8兆5,000億ということで、一見すると市場規模は順調に増えているように見えるのですが、実を言うと、預貯金と保険を足したものが全体の6割を占めている状況は過去から変わりなく、DC制度からは投信にあまり投資されていないというのが実態であります。今、DCの制度が改革されようとしており、特にデフォルト指定が預金と保険会社のGICから投信に移ろうとしており、これまでのDC制度における投資バイアスが非投信の世界に行くような点に手が入るので、今後、投信残高拡大に期待が持てると思っております。そんな中、DC専用の投信残高自体は4年間で1兆3,000億ぐらい増えているのですが、これまで申し上げ投信市場の100兆、200兆のダイナミズムとDCというものの持っている社会的な重みから考えれば、やはりいくら何でもこの数字は小さいなということだと思います。正直言って、NISAは始まったばかりですが非常にワークしていると思うのですが、DCが制度当初の期待どおりまだ動いていないというふうに見るべきではないかと個人的には思っています。

最近公募投信の中でラップ口座というのが流行っている状況を9ページに記載しています。証券会社さんが物凄く注力されていて確かに残高が急拡大しております。ラップには大きく分けて真正ラップと疑似ラップがあって、真正ラップは一任契約を結んだ上でお客さまのニーズを聞き、投資の商品を考えるのですけれども、疑似ラップはデフォルト的にお客さんのニーズをカテゴライズした投信をそろえていて、ちょっとリスク好きな人はこれ、リスク中ぐらいの人はこれみたいな投信をそろえています。どちらもラップという名前で販売されていますので、真正ラップか疑似ラップかというのは一般の投資家にはぱっと見るとわからない感じがあります。疑似ラップの場合は、法律形態は一般の投信と変わりませんので、一任契約は発生していないということになります。ですから、法律的に言うとは全く違う別のものになります。真正ラップというのは確かに14年から15年に向けて一気に1兆3,000億円から3兆9,000億円に残高が急増しています。当然のことながら、普通銀行では売れませんので、証券会社や信託銀行が業界を引っ張っているということです。

今、預金残高は900兆円弱あるわけですね。これがさっき言った400兆円、500兆円の投

信になると考えているのですが、その大部分は銀行預金から来るわけですね。世の中の流れで徐々に個人の投資レベルが上がって、一任契約のような投資家向けの契約を必要としてきたときに、銀行さんはそれをどうするのかという問題があると思います。投信に向かう300兆円、400兆円のお金の流れを証券会社さんがラップでとっていくのか、銀行さんがラップ類似などを使ってやはり捕捉していくのかというのが、商売の流れの大きなチェンジの一つになるかなということで非常に興味を持って見えています。ここは我々の将来の戦略を考えたり、日本の投信業界の先行きを見るに当たって大変大きな問題になると思います。

10ページ目が、主に機関投資家を相手とする私募投信の状況です。国内銀行の余資運用という観点で言うと、私募投信は相当増えてきているということでございます。これ、伸び率的には結構な伸びです。もう1つ、新聞紙上でよく出ています変額保険、第一生命グループさんが非常に増やしたという話なのですが、これ、変額保険の場合も変額部分の運用を投信会社が一部受けますので、変額保険残高は私募投信残高に影響します。変額保険全体の残高は過去に販売したものの満期等もあり足元減っていますが、ある程度過去のもの残高が落ち切りますと、今売れている新しい形の変額保険というのは増えてきていますので、どこかで上昇につながってくるのではないかと見ております。

11ページ目が、投信の販売チャネルの状況です。販売は主に証券チャネルと銀行チャネルに大別できるのですが、今、公募投信の残高はさっき言ったラップの急伸もあり、証券チャネルが牽引しており、銀行チャネルはぼちぼち増やしているというのが全体的な印象です。ところが、私募投信になりますと、これは銀行チャネルの販売が伸びていて、証券チャネル経由よりも大きい状況です。

次のページ、12ページに、販売チャネルにおける成長ドライバーということで書いております。これは将来にどうなるかということも含めて考えているのですが、ここでは米国の投信の購入経路を参考にしています。IFA（独立系ファイナンシャルアドバイザー）が日本でどうなるのだろうかということを前から非常に興味を持っております。それはなぜか

というと、先ほど申し上げたように、インターネットとか、ロボ・アドバイザーがこれからフィンテックで随分出てくるのかもしれないのですが、ある程度日本人の場合はコンサル的な方からお話を聞きながらやらないと、なかなか活性化しないのではないかという気がしています。これは逆にロボ・アドバイザー等をやっている海外の会社が、すぐに日本へ来てやろうという気持ちは実はなくて、それは各国でかなり消費者の特殊性があるからだと思います。アメリカでIFAがどのぐらい活用されているかというと、職域DCプラン以外の購入経路としては26%とかなりあります。

対面が日本の消費者の特殊性であるということ関連して言うと、昔、何かの講演会で日本の化粧品会社はビューティーコンサルタント（BC）というのがすごい力を持っているという話を聞きました。資生堂だけではなくて、日本のデパートへ行けば、欧米系も含めてみんなBCを使っているのですね。これはかなり特殊な状況で、ニューヨークとかロンドンのデパートへ行ったらBCがいますかということ、ほとんどいないのですね。この特殊性を日本の投信で考えた場合、IFAというのは投信ビジネスの1つのファクターになるかもしれないと考えています。

これはインターネット証券会社さんでも、ロボ・アドバイザー的なほうに行く会社と、IFA的なところに力を入れようという会社と色々分かれてきています。IFAもまだそんなに成熟した状態ではなくて、10年以上金融商品を扱っていたという方もいる一方で昨日まで不動産を売っていましたみたいな人がいたり非常にレベルにばらつきがあるので、IFAというものがどのように育つかによって、結構日本の投信の販売チャンネルは変わってくるような気がしております。個人的には私はロボ・アドバイザー、インターネットとIFAというものはどちらかではなくて、両方になるのだろうという印象を持っています。Mass層にいる間はどちらかということインターネットのウエートが高くて、資産が増えてくればやはりIFAが必要になってくるのではないかと。ですから、我々としては、全方位でやらないと、一点集中の経営戦略ではこれは流れに乗れないのではないかとというのが私の個人的な印象であります。

13ページは、これは投資顧問の市場ということで、これはGPIFさんなどに代表されるアグレッシブなポートフォリオの転換によってということなのですが、こちらのほうは全体のパイが増えるというよりは、どちらかというと、残高は本来横ばいなのですけれども、増えているのはむしろ時価で、投資したものが成功しているために増えているというふうに考えたほうがいいと思います。ですから、投資顧問のマーケットというのは、確定給付型は当然少なくなってきていますし、パイ自体が増えていくマーケットではないでしょうと。その中の投資の内容が変質していく世界だろうというふうに考えています。

14ページがそのまとめでございます。アベノミクスのフォローの風もあり、今後投信市場に牽引される形で日本の運用市場はどんどん拡大していくという方向にあると思っておりますが、運用会社には運用力とマーケティング力が今後も求められると思います。公募投信では我々は主に販社さんによって投資家に商品提供をしているわけなのですが、今後どういうマーケティングをして投資家にアクセスしていくか。その1つとしてロボ・アドバイザーとかIFAを考えているわけなのですが、こういったマーケティング力。それともう1つは、パフォーマンスを含めて他にはない商品を作れるといった運用力。やっぱり個人の方も徐々にレベルが上がってきますので、それに応じた商品をクオンツなりいろいろなノウハウを使って提供していかなければいけないと思っており、運用力をどうやって強化していくかというのが大きなポイントになってくると思います。

運用力の強化という点で言うと、先ほど申し上げたように、当社は結構運用者の数が多いのですが、この人たちは主に年金顧客の運用をしてきた人たちです。こうした年金運用の世界においては、お客さんのパフォーマンスへの要求が非常に厳しいといえますか、どのような市場環境でも負けないといった様々なニーズの中から、商品を提供していくわけですね。そういった年金運用のノウハウを投信の商品に展開していく。それで投信の商品性を上げていくというのが我々みたいな会社の課題だと思っております。これは投信と年金の両ビジネスを手掛けている会社というのはそういう傾向が強いと思います。一方で、投信と年金を分離した会社になってきますと、どちらかのビジネスで培った運用力をレバレ

ッジとして活用することがなかなか難しいのではないかと思っています。もともと当社設立時の投信と投資顧問の運用と商品開発を1つの会社でやっていくというコンセプトはむしろこれからの時代に合っているのだろうなと思っています。

一方で運用力強化に向けて難しい問題としてフィーの問題があります。当局サイドからは高いという話が出るのですけれども、運用会社のフィーというのはそんなに高くないのですね。当社で約18兆円のAUMを抱えていて、利益は80億、90億円の世界です。それでは、20兆円の残高に対して80億円の利益はどうかというと、私はみずほ銀行で二十何年ぐらいいずっと市場ばかりやっていたのですけれども、その経験からみると比較的低いと思います。かつて外部の方に運用残高18兆とお話したら、どのくらい儲かるのですかと訊かれたので、80億円ですと答えたら、その方が絶句して、何でそんなに効率悪いのですかと言われたことがあります。アウトライトでポジションをとるのと、お客さんに販売してフィーインカムでとるのとは全く違う世界ではあるのですが、運用力の強化と一言で言っても、腕のいいファンドマネジャーをキープするためには良い報酬が必要であることから、今の運用業界のフィー水準でクオリティーの高い運用者をたくさん維持していくというのは、これはなかなか大変ですね。

私が非常にラッキーだと思っているのは、もともと運用に拘りがある会社が2つあって、たまたま認識が合って、当社が設立されたので会社自体のDNAが運用に向いているのですけれども、明日から同じコンセプトで新しく会社をつくれと言われても、なかなか運用の人材が集まらないと思います。

次の問題は、今いる人はいいのだけれども、質の良い運用を維持していくためにどうやって次世代を育てるかという問題があって、これもなかなか難しい問題で、銀行ではポジションを細分化して、全体に影響しないようなポジションを各自に持たせていたりしました。一般的には為替のディーラーには、ポジションを持つ前に必ずペーパー 트레이ディングをやらせるのですけれども、実はこんなものを10年やっても何の役にも立たないです。全く意味がないのですね。そのぐらいポジションを張るといのはプレッシャーがかかる

ので、自分でやらないといけないのですけれども、お客さんとの関係もあるので若手にこのファンドを是非やらせてみようということができないのですね。トラックレコードも必要なのです。そうすると、シーズマネーを入れたようなものをたくさんつくって、そこでトライさせていかないと、なかなか人材を成長させられないということで、実を言うと非常に頭が痛い状況です。

その次の問題は、運用会社のフィー水準はそれほど高くないとは言っているのですけれども、世の中的にはどんどん投信の手数料は下がる傾向にありますので、これに対する対応をどうするかという問題が出てくると思います。

それが次のページで出ているのですが、15ページ目にグローバル運用分布の収益と成長率をグラフにしています。これを見ていただくと、オルタナティブプロダクトが一番右にあり、これが物すごくフィーが高いのですね。200ベース。真ん中にあるソリューション、これが50ベースぐらいある。一番左にあるパッシブであるとかETF、これは非常にローマージンということです。バンガードさんなんかはETFをすごい規模でやっておられるのですけれども、彼らに聞くと、ETF事業が採算に乗るまで9年かかったと言っています。過去に何度も儲からないのでETFなんてやめろという話に社内になったとのことです。ブラックロックなんか非常にETFが強いのですけれども、ブラックロックのETF残高だけで90兆円から100兆円ありますので、実に1社の1部門の投信残高が日本全体の全ての投信残高より大きいぐらいあります。そのぐらい持っていないと儲からないのです。

じゃあ、どうかということなのですが、16ページ目に最近のグローバルの運用の中身を書いていますが、ここで結論だけ申し上げますと、ソリューションとか、オルタナティブというものが増えてきているのですね。ポイントは何かというと、単純なETFで手数料の低いものも売るのだけれども、やはりインフラだとか、ヘッジファンドとか、そういったものを富裕層に、アフルエントマスと呼ばれていますが、投資してもらって、そこでフィーをしっかりといただく、この2つのビジネスに分かれて展開してきているというのが世の中の流れなのだろうなと考えています。

それは本当かどうかということ調べるために、17ページに欧米の運用フィー水準を記載しています。この表を見ていただければおわかりなのは、例えば米国のA銀行とE銀行のフィー水準ではそれぞれ52ベースと5ベースといった違いがあります。E銀行のビジネスモデルというのは、ETFカストディービジネスモデルですので、さっき言ったオルタナ運用と、ほど遠いところにあるのです。A銀行はその逆です。これを見ていただくと、やっぱりお客さんのニーズに合わせたフィーベースというのがある程度確立されているので、全体としてそれで収益性が下がるということにはなっていない。欧米もロボ・アドバイザー等でどんどんマージンが低くなっていると新聞等で言われていますが、それは低コスト運用を志向するお客さんに対してのシェアがロボアドへ移ったりしているだけの話だと思います。日本はどのぐらいかという、欧州の平均値が大体25ベースで出ていますが、当社を見た感じでは大体こんなものだと思います。当社は自家運用がメインですが、それでも25ベースぐらいということです。ここでいう25ベースには公的年金のフィー水準を入れていません。入れれば更に低くなってしまいます。公的年金である程度プレゼンスを確保して、会社のブランドイメージを上げないと、私的年金に採用してもらえないという考えもあるので、ある程度のシェア維持を目指していますが、公的年金のフィー水準というのは非常に小さい。今後は投信の世界でフィーが小さくなっていくということになると、オルタナのような違った形での顧客ビジネスを展開していかないと、収益性は維持できなくなるだろうと考えています。

そうは言いつつ、16ページで国内でのオルタナティブ商品というのは徐々には増えてきていることが分かりますが、一番先進的なところである私的年金さんの話なので、これが一般の個人投資家にどうやって入っていくかは、プライベートバンクなり何なりの形でやっていくことになろうと思いますが、そこで収益性を持たせないと、投信運用の収益性が出にくくなるのだろうと、問題意識を持っています。

18ページ以降は当社の戦略ということなのですが、やや宣伝でございますので聞き流していただいて結構です。これまで申し上げた通り我々は運用にこだわった会社ですので、

クオンツといった金融工学的なリソースを社内に相当持っていて、更にグループ会社にも金融工学に特化したファイナンシャル・テクノロジー社というのがありますので、こことキャッチボールしながらいろいろな商品を作っています。今、我々の足元でやっていること、並びにこれが成長していこうと思っているのは、ここに書いてあるクオンツアクティブ運用、要するにクオンツの数量的なモデルにプラス、ジャッジメントを入れるという、銀行のポートなんかでもずっとやってきたことなのですからけれども、クオンツだけに頼ると収益性が弱くなってくるので、そこにジャッジメントを入れるものです。ジャッジメントの入れ方もクオンツ的にやることもあります。

それともう1つは、より金融工学にシフトしたソリューション提供型運用をやろうと。これは我々の中で一番よく売れている商品にダイナミックヘッジというのがあります。これは1990年代半ばぐらいからやり始めていて、相当長期間のトラックレコードを持っていますが、こうした金融手法を用いたヘッジ等を提供しています。それからマルチアセットの運用にクオンツを入れた運用です。パッシブの運用は相当収益性が低いので、パッシブにこれを加えることで、他社との違いを出していきたいと思っています。

それらの具体的な商品が次ページです。1つはGRiPSとありますが、通常は株の資産は幾ら、金利の資産は幾らとリスク量で振り分けていくのですけれども、考え方を変えて、バリューに感応するファクター、つまり、インフレでもいいですし、金利でもいいですし、株でもいいのですけれども、リスクの要素自体に着目して配分するという、新しい運用手法です。そこにさらにダイナミックヘッジなどでダウンサイドの抑制を図る。これまで年金運用にあった考え方を、NISA向けファンドとして公募投信向けに“投資のソムリエ”として販売しました。最初は全く売れなかったのですけれども、最近投資家から理解されはじめ売れてきました。まさに年金運用と投信運用との間をミラーにして、両サイドにまたがった商品提供の一例です。

先程申しましたダイナミックヘッジも同様です。機関投資家さんには相当古くから採用頂いており、為替だけではなくて、株のダイナミックヘッジをやっていたのですが、その

戦略を今度投信商品に展開しまして“クルーズコントロール”という商品に仕上げました。NISA向けのファンドというのは長期運用に適したものだと思いますので、ダウンサイドに強くリターンも稼ぐといったこうした商品によって、将来の400兆円なりの預金の受け皿になれば良いなと思っています。ある意味で言うと、証券会社さんがラップの運用で捕捉しようとするものを、我々はこうした商品でお客様のニーズを捕捉しようとして頑張っているということでございます。

20ページは、運用人材の育成の観点です。人材育成の難しいところというのは、専門性が高い優秀な人をつくっていかないといけないのですが、その一方向だと、たこつぼにはまったような状態になってしまうこともあり得ます。今みたいな市場環境ではJGBでも為替でも横の連関というのが必要になって、その多様性を持たないとクオンツジャッジメンタルとか、そういうようなことができないのですね。ですから、専門性だけでなく多様性をどうやって求めていくかというのが大事になっているかと思います。

あと、最後の21ページで、ここが我々は一番大事だと思っているのですけれども、どうやって一般の個人投資家の人たちを教育していくかという問題があるのですが、各社さん、いろいろなことをやっておられて、横山さんのところでもああいう漫画をつくってやられるとか、アライアンス・バーンスタインさんは、朝倉さんの小説を使って、その小説の中にライフターゲットという、彼らの商品を入れて小説を出したりとかされているのですけれども、我々はちょっとやり方のフォーカスが違って、我々は販社さんの販売員の方にメインフォーカスしています。

もう2～3年前の発刊になりますが当社の営業部門の部長が投信セールスに関する本を書きました。販社に商品を採用してもらったら、商品の売り方の説明に行くわけですが、その本などを使って、商品内容だけでなくお客さまへのコンサルティングの仕方なども含めて説明しています。また、2005年ぐらいから営業支援に特化したチームを作っていますが、その活動を徐々にIFAにも広げていっています。個人投資家の方の教育に一番効果的なのは販社さんの販売員の方やIFAからの教育だと理解しているので、それら販売員やI

FAへのアドバイス・教育の拡充が我々みたいな運用会社に求められているのかなと考えています。

あとは、マーケットが悪くなってきたときに、投資家への説明責任が重くなってくる訳ですが、その状況では販社の販売員は大変苦しいわけなので、実は販売支援と言っているのですが、マーケットが悪い時のサポートが重要だと思っています

22ページには、銀行のディーラーを育てるに当たって、こういう発展過程が銀行ではあったので、この発展過程に応じてディーラーの得意技というのがかなり限定されてくるということもあって、こうした歴史を見ながらやっていかないと特性というのは見えてこないと思っています。

最後にフィデューシャリー・デューティーのことが出ているのですが、私なりにどういうことかなということはずっと考えてはいるのですが、理解するにあたってアメリカの法律上のフィデューシャリー・デューティーを考えた場合に、デューティ・オブ・ロイヤルティーとデューティ・オブ・ケア、注意義務と忠実義務みたい2つの概念があって、時代によって非常にエクスパンダブル、内容が変化しやすい概念だと思います。また、対象についてもどんどん広がってきていると思います。

そういう意味で、時代の要請に応じて動いていく、非常に捉えどころの難しい概念なのですが、最近のPRIのペーパーの議論をみると、ESGの概念がやっぱり入ってきていて、まさにガバナンスを含めた企業責任というものがないところに投資するというのは果たしてどうかという状況のようです。これはやや行き過ぎかなという感じがしないわけではないのですが、そういう議論が出てきていること自体には目を向ける必要があります。もう1つは、ブラックスワン・リスクと言われるテールリスクですけれども、リーマンショックを経験して、フィデューシャリー・デューティーの中ではそうしたマーケットのテールリスクもある程度カバーされてくるのではないかという議論がちょっとあって、これはかなり厳しいなと思うのですが、ただ、方向性として、ガバナンスであるとか、社会責任みたいなものが相当フィデューシャリー・デューティーの中に特に欧州なんかでは入

り始めているというのが事実なので、我々はそれも頭に置いておかないといけないなという気がしています。

そういう意味では、さっき言った販売支援チームが直接お客さんに向かってセールスしている弊社の方にいろいろな説明をするというのは、これからだんだん大事になってくるだろうと思っており、特に売りっぱなしではなくて、その後のマーケットの状況に応じて、マーケットがどうしてそうなったかとか、あるいは商品の想定と何が違って、ここがこうなっているということはやはりきっちり説明していく必要があるので、そこが今後のフィデューシャリー・デューティーの根本のところにつながっていくのだろうなということを考えているということでございます。

ちょうど3時になりましたので、以上で終わります。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。

それでは、自由討議のパートに移りたいと思いますので、どなたからでも結構ですので、発言をされたい方は、お願いします。

(岩間会長)

大変広範に革新的なお話をいただきまして、ありがとうございます。

銀行で収益を確保するための運用と、投資顧問会社の顧客の満足度を高めるための運用というのは、共通項もあるかもしれませんが、違ったところもあるのではないかと想像するのですが、そこら辺の両者を比較されて、特に日本の弱い運用業が強くなるために、今御指摘になったところがまさに問題なのだと思うのですけれども、人材の育成、あるいは人材を揃えるというときに、多分ちょっと違った観点が必要なのではないかという漠然とした感想を持っているのですけれども、そこら辺はご覧になっていかがでございますか。

(西氏)

これはおっしゃるとおり、共通部分も結構あって、例えば情報収集といったマーケット

に対する向かい方や、あるいはさっき言った金融工学ですね、これはほとんど同じと言ってもいいぐらいです。ダイナミックヘッジというのは90年代ローン・リーシングさんなどが創設して銀行でもやり始めたものですが、もともとは運用の世界の概念を銀行で活用したということもあって、ほとんど同じだと思っています。

人材的にも、銀行のポートとか、ディーラーをやっていた人をこっちへ持ってきてファンドマネジャーへということは、1年ぐらい慣れるまでかかるかもしれないのですが、銀行で儲かった人だったらいい運用マネジャーになれると思います。両者では目的の部分が違って、銀行のポートというのは、期待収益というものが単年度であることやキャピタルの制約があるので、かなりマネーゲームに近いものというイメージです。キャピタルの制約とターゲットがあるものをどうやって下の確率を消してそこにたどり着くか、こういったゲームをやっているというのが銀行のポートのイメージです。ところが、ファンドマネジャーのほうは、投資ホライズンがもっと長いはずなので、トラックレコードも年金さんでも3年、5年出してやっているので、今年のターゲットというものは、確かにベンチマーク対比という概念はあるのですが、それが本当のターゲットにならないのです。その目的がそもそも違って、一定期間安定的なリターンを出すというのがファンドの目的だとすると、極端な話、8年間マイナスで、あとの2年で上がれば良いかという、それもちょっと違うわけですね。安定的というのは、ある程度投資家が我慢できるものでないといけない、逆に銀行のポートのほうは、1月から11月まではマイナスで、12月で全部とったら勝ちだということになります。よってファンドマネジャーはある程度常識的な範囲内で損益を積み上げていながら、一定期間のリターンにもマッチしないとけないということなので、ここのビヘイビアが物すごく違ってくるということだと思っています。

(岩間会長)

基本的には人材を強化するときの強化目標というか、強化すべきポイントというのは一緒だと。

(西氏)

さっき言ったように、多様化と専門性があるって、この専門性はどこでも結構同じなのですね。例えば外債のチームをつくるのだったら外債を集中的にやらないといけない。ところが、米債に強い人というのはモーゲージ債を知らないでできますかと言ったらできないですね。それで、そこでつくる人は、ある程度米債の常識的な範囲内で積み上げていくわけですね。一方で、今求められるのは、さっき言ったクオンツを活用しながら、全体的なパフォーマンスを維持向上していく人、さっき言ったみたいなアセットミックスとか、証券会社さんなんかのラップでもそうですが、ある程度商品を横断的に見れる人が必要になってきています。多様化に余り引っ張ってしまうと、各マーケットの底の浅い分析しかできない。これはこれで危ないので、このバランスが結構難しいと思います。

投信会社で一番難しいなと思うのは、さっき言ったみたいに為替のディーラーだったらブックトレーディングやらせてもだめで、実際に1円でも2円でも張らしてみてもやらせないとなかなか痛い目に遭って成長していかないのですけれども、トライ・アンド・エラーというのが、銀行と違って環境的に非常にできなくて、ファンドマネジャーでもスタープレイヤーになったら、お客様はその名前で寄ってくるんですね。インターネットのユーザーは、例えばみずほだとか、住友だとか、こういうふうな1社から来る商品を嫌がる傾向にあると思います。非常にオープンで、そこに行けば、アウトレットみたいなものですが、色々なブランドのものを見たい。それで、いろいろな商品が横断的になってくるので、運用者の顔というものが見えれば見えるほど人気が出る。そうすると、DIAMでもないし、第一でもみずほでもない、例えば僕が運用したら、僕はこういうコンセプトで人生を生きてきて、こういうコンセプトでやっているのだというふうに言うとインターネットで非常にリアクションがあって、その商品が売れることになります。ですから、ますます運用者の顔というのが大事になってくるのですけれども、一旦人気運用者ができってしまうと、それを変えられないのですね。

(岩間会長)

従来の育て方というのはそういう育て方をしていないというところがありますよね。

(西氏)

そうすると、若い連中がいて、徒弟奉公みたいなことをやりながらやっているのですけれども、いつ僕がファンドマネジャーになれるんですかという話が出てくるのですね。ですから、私の答えは、自社のシーズを使っていっぱいトライアルファンドをつくろうじゃないかという話をしているのですけれども、銀行の資本が運用会社に入っていると、例のボルカールールといった制約も出てきてそれも難しい状況です。ボルカールールは非常によくできているという言い方もできるのですが、いろいろなところでプロップのポジションがとりにくいような仕組みがうまくかかっている。

ただ、そうやっていっぱいトライアルのファンドをつくったとしても、数の限界があって、経験してトライさせられる人数は少なくなってきましたね。これはかなりしんどいところですね。正直言ってあまりこれといった解決策がありません。

(池尾座長)

ファンドマネジャーの仕事は何年ぐらい将来まで残る仕事なのでしょうか。

(西氏)

年金自体のニーズというのはなくなることはないのですが、そういう意味で言うと、ファンドマネジャーというのは、投信業務、運用業務がある限り続いていく仕事ではないかと思っています。

(池尾座長)

今私が言ったのは、まだ半分は空想的なのですからけれども、AIとかの発展で、ビッグデータを処理するというふうな形で運用が行われて、これまでは人間しかできない仕事とされていたものが急速に機械、マシンにとってかわられるみたいな動きがある中で、資産運用というので人間が果たす役割というのがどこまで残るのだろうかというのが。

(西氏)

典型的な例は、僕も個人的に非常に興味を持っているロボ・アドバイザーなのですが、

インターネットでまずプロファイリングが行われるわけですが、ゴルフの診断みたいに、あなたのヘッドスピードはどのくらいですかとか、よく右に曲がりますか、よく左に曲がりますかという相性診断みたいな形で、リスクはどうですか、株はどうですかと出てきて、このプロファイリング調査のところにビッグデータが活かされるわけですね。

その次の過程に今度それを運用する、結局、ある程度ニーズに従ってリスク度はこのくらいで、収益性はこのくらいで、10年ぐらいのライフスパンでやりたいということだったら、それに向けた運用商品が出てくるわけですね。その運用商品というものは、大抵パッシブ的なもので、当社で言えば日経225ノーロードという、販売手数料のないやつとか、それから、ETFですね。それはなぜかという、運用リスクが2階建て、3階建ての商品を入れると、そもそも運用のポートが何かよくわからないという問題、プラス、手数料が高くなってしまうので、それだったらやらないという話になってしまうので、極力、手数料を低くするために、単純な部品のレゴみたいな商品を組み込むことになると思います。そのようなポートをつくるものが人工知能的なものになってくるのですね。

そんな状況の中で人間がジャッジする部分がなくなるかというアメリカの状況をみてもやはり銀行だとか、証券だとか、IFAだとか、人間の力がついたところが引き続き入ってきていることを踏まえて、全部が人工知能的なものに置き換わることはないと思います。また、ファンドマネジャーがジャッジメントをしてやっていく運用の仕事が駆逐されるかという、やはり多分そうはならないだろうと思います。アメリカの場合、やはりMass層の個人で、手数料を極めて小さくしたいという人は、限りなくこのロボ・アドバイザーに近いところに行くのですけれども、ある程度の資産を運用しようとする人は、やっぱりIFAであるとか、証券であるとか、そちらにとどまる。だから、アメリカのアセットマネジメント会社で50ベース以上収益をとっているところはまだ残っていて、その収益の状況も変わっていないというふうに僕は思っているのです。ただ、いずれにしても、日本のアセットマネジメント業界にとってみると、ロボ・アドバイザーは生まれたばかりの分野ですので、それに対する対応は考えていかないといけない。

(池尾座長)

私は5年、10年ですぐそんなふうになるというふうには思わないのですけれども、10年以後だと、例えば18ページのところで、クオンツ的なことでジャッジメントを入れてというふうなお話をされていましたが、クオンツ的なことだけだったら機械化されてしまいそうな気がするのです。例えばチェスとかでも、世界チャンピオンがプログラムに負けるようになりましてけれども、ソフトウェアを利用しながら人間がやるという、人間とマシンが組んでやるというのが今のところ一番強いみたいなので、ジャッジメントのところは本当に重要だと思います。しかし、逆に言うと判断力とか、決断力のレベルが物凄く高い人間でないと残らないという感じがしますが。

(西氏)

確かに私もずっとそれは思っています。たまたまさっき取り上げたソリューション型というのはほとんどクオンツなのですが。クオンツにジャッジメントを入れたのですけれども、パフォーマンスを考えると結構良いのが多いです。その理由は、ジャンプリスクといった、最近の日経平均なんかは典型的なのですが、始値と終値とで500円飛んだりするわけですね。これをモデルにしろと言っても、それはなかなか難しいのですね。また、為替の介入をクオンツ化するといっても、なかなか難しく、逆にジャッジメントのディーラーにしたら、だから俺たちがいるのだというところがあるわけですね。僕もニューヨークでディーリングを始めたので、あの当時のプライムディーラーみたいなスメル・ザ・マーケットといった独特の勘の世界はあると思います。やっぱりどこかでマーケットが飛び上がるリスクがあるのを何とかしないといけないですからね。クオンツの世界の人はどうするかといったら、キャプチュレーションというか、マーケットにアジャストする形でモデル自体をいじるのですね。一度作ったモデルをずっとそのままなんて、そんなことしているやつは世界にいない、LTCMでもみんなやっていたというのは、常にファクターをいじって、マーケットにアジャストしているのですね。余り頻度を上げ過ぎると同じではないかなということになりかねないので、年に1回とかのアジャストメントをしているよう

です。10年後にそのアジャストメントの部分もAIが全てやれるようになるかどうかという問題があるのですが、一番厄介なマーケットの要素で残るのは流動性リスクだと思うのですが、それはクオונツの世界の中で見ると常に定量化しにくい。実際には流動性リスクもカウントするという方向にはなっているのですが、なかなか定量化しにくい世界だと思います。

(上村氏)

今おっしゃったように、金だけの世界であったとしても、基本的な要素を繰り返すことがあるでしょうけれども、株の場合だと、ずっとロボットの仕事をしても、最後の1日だけ持っていれば名義書き換えで議決権を行使するわけですね。つまり、そこはデモクラティックな世界で、世の中の人間の動きを支配するという話になるわけです。そうすると、人間社会を支配する要素としてプロセスに正当性がないといけないわけです。今の高頻度取引なんかでも、1日中取引してますが、そこでは議決権なんて誰も考えてもいないわけですね。議決権を考えていないということは株じゃないということです。株じゃないということは株主じゃないということです。ですから、それをずっとやっていて、最後だけ突如として株主ですと出てきて、それで、それが人間社会を支配するという、そういう構造に1つなりますよね。そういう問題が1つ。それから、もう1つは、例えば今の中国でロボットは可能かといったら、無理でしょう。

規制の水準が余りにも落差があり過ぎる。じゃ、日本がそういう問題がないほど立派かといったら、そんなことは全くないと思うのですね。ですから、今やっていることだって、金財分離だったはずなのが、同じ人が大臣を兼ねて、しかも、副総理でしょう。だから、その大臣に成長戦略をわーっとやられたら、金融庁だって、内心やりたくないと思うことでもやらざるを得ないとか、そういうことが現実にあるのですね。

それから、規制の水準はすぐ動きますので。ですから、通達だとか、解釈だとか、司法判断なんかもしょっちゅう動きます。それを考えないと、さっき最後のところでフィデュ

ーシャリー・デューティーのガバナンスとか、社会的責任とおっしゃいましたけれども、ガバナンスとか社会的責任まで考えてフィデューシャリー・デューティーをやるとしたら、それと、クオンツというか、ロボットとは全く整合しない面が必ず出てくると思うのですね。ですから、そこはやっぱりファンドマネジャー、10年たってもいなくなることはないのではないかと。

(西氏)

本質がご指摘のあたりにあると思います。株に関して、私は祖父から遺産で受けた株券があって、今の一部上場企業の恐らく創業近くの株券だったと思うのですが、金商法で売ったり買ったりできないので、相続したらすぐ売るわけです。日本はそういう世界なのですね。以前、外国の記者の若いお嬢さんと話をして、実は私は小さいときにお父さんからバースデープレゼントで、ある航空会社の株をもらったと。それで、夏にバケーションに行くと、この前株をあげた航空会社の飛行機なのだよ、みんな楽しそうだろ、みんなあなたの持っている株の会社でバケーションを楽しんでいるんだよと言われて、ふーんと思ったというのですね。本来、投資というのはマネーゲームではなくて、自分が資金を投じた会社の成長を楽しむためにあるのだらうかと僕は思っているのですけれども、残念ながら、今出てきているのは、インデックスとか、株の個性を極力払拭してしまって、ある金額が上がったり下がったりするだけのそういうマネーゲームの媒体にしているのですね。やっぱり日本の個人資産が預金から動くというのはすごく大事なのですけれども、悲しいことに、株に関して言うと、マネーゲームとしての入り口しか用意されていないことになっていて、そこがなかなかちょっと苦しいところです。原則論に立ち戻って言えば、株というのはそもそも1つ1つ顔があって、先生がおっしゃられたように株主が議決して、それで上がったり下がったりするものなのですけれども、ここで、特にロボ・アドバイザーなんかで見られている株というのは、インデックス化された個々の銘柄の個性のない、価値の集合としての株投資で、マネーの変数という存在になっていると思います。

(上村氏)

そうだと思います。財産権の部分だけで見ているのですね。ヨーロッパで株式会社制度が発展する過程というのは、マーケットと財産権の世界と、デモクラシーの世界、議決権の世界ですね。それをいかに調和させるかというので苦勞してきたわけで。ですから、株主イコール市民社会であることにこだわる、デモクラティックのところはそれで行く、でも、金の世界とマーケットの世界は存分に活用するのだと、苦勞してきたわけですね。両者を調和させることで。今、そうした苦勞を放棄したと。放棄は言い過ぎかもしれないけど、そういう感じがしています。

(西氏)

ややテレビゲーム的になってしまったのは事実なのですね。特にハイ・フリークエンシー・トレーディングになってしまうと、為替でも株でも何でもいいので、とにかくちょこちょこ動くものだったら何でもいいわけなのですね。本来の投資は、中長期的に考えるというのが大事だと思うのですが、もう1つ大事なのは、自分がここに投資するということの納得感がないといけないと思います。

ただ、ちょっと世の中が変わってきているなと思っているのは、当社でメディカル・サイエンスというファンドが売れ筋になったのですけれども、「医療」に対する個人投資家の思い入れというのがあるということでした。当社だけではなくて、三菱UFJ国際投信さんのメディカル系ファンドも売れています。個人投資家の意識が変わってきた部分というのがあると思いますが、投資したことに対する納得感がないとマーケットが下がる時に、持ちこたえられないですよ。だから、それはこれからまさに開発していかないといけないところなのだろうなという感じを持っていて、そういう意味で言うと、ロボ・アドバイザーというのがどのぐらい日本で流行るかというのは、おっしゃる点も含めて非常に興味を持っているという感じです。

(上村氏)

DIAMのアセットは自力商品が80%を超えていて、そういうものを販社で売るということは、そうではない会社に比べて、利益相反の要素が低いのでフィデューシャリー・デュー

ティーの問題は小さいのかですね。最近、フィデューシャリー・デューティーという言葉
を余り聞きませんで、スチュワードシップコードはやりですか、とにかくひどいのです
よ。早稲田の商学部でイギリス人とセミナーをやったのですけれども、日本人はフィデュー
ーシャリー・デューティーとスチュワードシップの区別がわかっていないと言われまし
た。スチュワードシップは別に守っても守らなくてもいい話ですけど。厳格なフィデュー
ーシャリー・デューティーがある、その上にプラスアルファでスチュワードシップがあるの
です。ガバナンスコードも会社法改正に物凄く熱心にやっていて、ガバナンスコードがあ
るのですね。そこが全然消えてしまっているの、私も文句ばかり言ってるのですが。話
を戻しますと、このDIAMのアセットの場合は、そういう商品の組み立ての仕方がこれに影
響するかということと、保険会社、第一生命がということですが、保険会社はフィデュー
ーシャリー・デューティー、否定してきましたよね。スチュワードシップはやるけど、フィ
デューシャリー・デューティーについては、これは保険の金は預かっているわけじゃなく
て、俺の金だからと。フィデューシャリー・デューティーを言わないできましたよね。で
すから、私は、最後におっしゃったように、フィデューシャリー・デューティーというの
は非常に幅広い概念なので、こういうフィデューシャリー・デューティーですというふう
に保険会社が言ったって別に構わないと思うのです。だけど、親会社が、保険会社がそう
いう概念を、基本的にはイエスとは言ってこなかったと思うのですね。そのことと、こ
ういう商品の高さというのは、これは何かほかの会社とその辺の違いが出てくるのでしょ
うか。

(西氏)

DIAM自体は、第一生命さん50%とみずほさん50%の会社なので、保険でも銀行でもない
アセットマネジメント会社なので、そこはアセットマネジメント業務としてのフィデュー
ーシャリー・デューティーを考えています。

その中で、自家運用が80%超なので、そういう意味で言うと、自分たちなりのフィデュー
ーシャリー・デューティーを果たしているだろうという商品を作っているのは事実なので

すが、会社なので商品が売れないと仕方ないですね。フィデューシャリー・デューティー100%で全然売れませんでしたと言えないので、なかなか辛いです。正直に言いますと、自分たちでこれがいいと思ったものを作っているのは事実なのですが、ただ、ある程度やっぱり売れ筋のものが気になるというのも事実です。

(上村氏)

私も研究者として、1つのモデルとして考える場合と、実際に商売になったら、現実の訴訟リスクというものを考えないと、やっぱりアメリカとかヨーロッパでフィデューシャリー・デューティーを議論する場合は、現実に訴訟リスクがあって、負けたらとんでもないことになるから、だから、やらざるを得ないというのがあって、社会投資のレベルでもそうですよね。やっておかないと負けたら大変なことになるというのが基本にあるので。そこは日本の場合、まだまだ全然そこまで来ていないから、今のうちはこちらまでやれるとか、そういうことを現場で考えるのは、私は当然だと思います。

(西氏)

モラルハザードに近い意味で、フィデューシャリー・デューティーを捉えている部分があると言ったほうがいいのかもしいかなのですが、過去に設定したものを簡単に償還するわけにはいきませんので、売り出したときには非常にいい商品であったものが、今の環境でどうかということも出てきているというのが実態です。

(柳川氏)

いろいろありがとうございました。投信と年金と同じ会社でやるというのは非常に重要なところだなと思ったのが1つと、今の話とちょっと関係するのですが、21ページのところで、金融リテラシーの向上で、初級、中級、上級ということで情報提供を変えられていて、やっぱりこういうきめの細かい情報提供というのが1つこれからの鍵になるのではないかと。そうすると、上下だけではなくて、もう少し水平的なところですね。先ほどロボ・アドバイザーのところでちょっとおっしゃったような形で、ある種、それぞれの顧客のタイプだとか、あるいは過去の経験だとか、そういうものに合わせた情報提供な

り、商品販売というのが多分本当はもう少しできるはずで、現状、そこはMass向けのところで、販売とかなり引き離されてしまっている部分があるので、そこはもしかするともう少しうまくやりようがあるのかなという感想です。

質問なのですが、先ほどの池尾先生のお話にあった、将来、AIとかが進んだらどうなるかというところにちょっと関係するのですけれども、例えばですけど、そうやってだんだんコンピューターとか、人工知能で処理ができると、おっしゃっていたように、多分一番のポイントは、ある種のそこで処理できない勘のようなものが、人間ならではの部分であったりするわけですね。それは多分今でもそうだと思うのですね、かなりの部分。そうしたときに、勘の部分の評価とか、それから、先ほど会長がおっしゃったような育成とか、そういう話になったときに、結局、勘の育成とか、評価は一体どうするのだと。究極的に育成の問題はそこに結構戻ってくるのではないかと。そうすると、ある意味、結果がよければこいつが一番いいのだという割り切りになってしまうのかなというふうなのも思いつつ。ただ、それだけでは多分ないような気がしていて、会社として、何かある種のものをつくったときに、勘の部分の育成とか、評価とかをどういうふうに考えたらいいかというのが、多分、ファンドマネジャーの将来みたいなのを考えるとすごく大事な気がするのです。ちょっと難しいあれなのですけれども、何か御意見なり感想を教えていただければと思うのです。

(西氏)

以前に銀行で市場に携わっていたときに、銀行のポートでも同じような問題があって、毎週1回、社長と相場に関するミーティングをやるのですけれども、同じ事象に対して、例えばFEDの金利が上がるから株が売られると言う時があれば、FEDの金利が上がるから株が上がるという時もありました。それは1つの事象に対してマーケットの絡み方が違ってくるので、同じことに対してリアクションが違おうと思うわけですね。でも、第三者的に聞いている人から見ると、FEDの利上げ、ダウの動き、日本株の動きといった、こういう状態のファクターは同じなのです。その中で株が上がるというのは、株の収益が強いから上

がるのですとか、あるいは売られるというのは、株自体の状況が悪いところなので、これは売りたいとか、そういうのがくつつくわけですね。でも、その情報自体は常に同じような情報なので、第三者的に見ると、何で先週はこっちの情報をとったのに、今度はこっちの情報をとるのだとなります。これが勘の部分になるのですね。ですから、その勘の部分で科学化しないと、他の人の納得感が得られないでしょうと思い、それをやり始めたのが金利予兆モデルです。それは何をやったかという、ディーリングルーム、600人ぐらいいるのですけれども、600人の各地でやっているミーティングで注力している指標等を出させて、それに出てきた結果をマトリックスにさせて、ポイントを全ての項目につけて行って、それで、全体で何点ぐらいというのをつくって、それがマーケットの変質に寄与するかどうかを見ました。勘とか判断というのは、マーケットの何に注目するかをとってきて、統計的に定量化することで対応できないかなということ、商品化してやっているのですけれども、まだ完全ではないです。ある程度までは定量的な科学的な分析まで持っていけるのですけれども、100%はとても難しいのが実態です。クオンツの人はジャッジメントのコアになる部分をどうやって科学的に抽出して、いいものにできるかという繰り返しです。

(上村氏)

それは科学的に抽出できたら、それは勘とは言わないのですよね。説明の問題としてですよ。

(西氏)

説明の問題ですね。

(上村氏)

ぎりぎりまで詰めました、不確実な要素はあります、詰めましたと言えば、納得してもらえますね。ここから先は勘ですと言ったら、誰も買ってくれませんね。その話であって、勘は、私は最後は、昔の相場師みたいに、罫線を引いてこうやっていた、相場師に戻

るという話ではないかと思えます。

(西氏)

その部分は残ると言えば残るのですけれども、逆に言うと、その部分をできるだけ詰めるみたいな作業にはなりますね。将来的にどこまで行くのかというのが分かりませんが、このぐらいのかなという気もしますし、27年前と今とは大分違うよねというのはあります。昔は全部勘みみたいなもので、スメル・ザ・マーケット、それで説明が終わりかよ、みたいな世界でした。今はさすがにそういうことではないですね。

(柳川氏)

先生おっしゃるように、基本的に数量化できて、客観化できると、ある意味で、勘ではなくてコンピューターができてしまうので、結局、昔、名人芸と言っていたものが、どんどん客観化されてきて、コンピューターがやるようになっていって、この繰り返しで、これが、ある意味、ジレンマですよ。結局、それがうまくできればできるほどコンピューターにやがて置きかわってしまうのだけれども、少なくとも置きかえるまでのことを今やっていたら、その過程のところではそこで大きなバリューが出てくると、そういうことですね。

(西氏)

あと、マーケットに対してネガティブな側面が1つあって、みんなそうやってモデル化してくるのですけれども、人間の考えることはそんなに大きく変わらないで、世界中でみんな同じことをやっているのです。いいものがあつたら、すぐ人材は流動化していますから、そうになってしまうのでみんな同じ方向に行くようになるのです。ですから、マーケットの荒れ方がすごく激しくなってくるのです。ハイ・フリークエンシー・トレードで今すごいマーケットが荒れると言っているのですけれども、ハイ・フリークエンシー・トレードだけではなくて、そもそもマーケットのオペレーション自体がクオンツ化されているために、同じようなポジションをとりがちになって、昔のソロスだとか、ジュリア・ロバートソンがやっていたような、信念で、逆サイドのポジションを張るような人は、余り

最近、マーケットでは見かけなくなってしまうので、マーケットがすごくぶれるのですね。

(上村氏)

やっぱり勘ですと言うと、人間だから勘なんですね。コンピューターの勘というのはないと思うので。ですから、最後に、人間だからなと言って納得してくれる要素があると、みんな同じ仲間、人間なのだみたいに、最後まで、ぎりぎり詰めた上での話ですけど。だけど、その要素があるから、ほっとするというのがやっぱりあるのではないかと思うのです。そうでないようなふりをすると、今度は、本当は詰められるべきものが詰めていないみたいに勘違いしてしまって、詰められないものは詰められない、最後は人間だと、善管注意義務を尽くしているのだからいいのだみたいな、法律家的な言い方ですけども。

(鹿毛氏)

大変貴重なお話で、実は2点ほど衝撃を受けた点がありまして。中身もともかく、西社長さんのように、本当に日本を代表するマーケットの御専門の方が、しかも、日本を代表する投資顧問会社においでになられて、昨年おいでになられて、そして、こういう今日のお話というのは、その1つの御判断というか、御見識を示されたなという点で、二重に衝撃を受けたのですが。1つは、今日のお話の10ページを使われて投信のお話をされて、それで、投資顧問のお話は、マーケットはこれからはバリュウ以上には増えないと、ここは実は投資顧問業界の会議で、投信協会の会議ではないのですけれどもね。私なんかは逆に投資顧問業界にどっぷり浸かっていたものですから、その辺が非常な衝撃といいましょうか、結局は、これから日本の資産運用業を考えていく場合には、1,700兆円の投信には物すごい将来性があるけど、いわゆるインスティチュショナルビジネスというのは、基本的には将来性は相対的に小さいというふうに判断になっているのか、あるいはどういう点がむしろポジティブな面があるのか、この辺ちょっとお伺いしたいのが1つ。

それから、もう1つは、同じような意味で、これまで銀行でやっていらっしゃったお立場で、投資顧問業界をご覧になって、やっぱり運用力というのが決定的に違うのか、ある

いはさっきちょっと会長が伺ったような、もちろん目的の違いとかいろいろあるのですが、個人個人のエキスパートの運用力という面から見れば、大きく違うのか、違わないのか、あるいは実績に多少差があるとしたときに、どういうふうにしていけばもうちょっと上がっていくのかというような点をお伺いできればと思ひまして。

(西氏)

まず、投資顧問業界の将来についてあくまで申し上げたのは、400兆円、500兆円というロットでの規模では増えないでしょうという意味です。成長性が全然ないという意味ではなくて。これまでご説明した当社のGRiPSとか、ソムリエというのは、投資顧問業の激しい競争や高い運用ニーズの中で出てきたノウハウを生かして、投信の400兆円の投資先にしてほしいという話です。私達は投資顧問業からスタートした会社ですので、年金運用の手を抜くとか、そういうことは全然考えていません。年金運用において、より運用の複雑化とか多様化に耐えて商品設計してきたものを、その果実を投信のほうに回していきたいというのが私の考えです。

運用力の問題なのですけれども、銀行のほうはかなり大きな数字をつくってやるということなのですけれども、その世界と、投資顧問業でフィーインカムをあげる世界は別ものであって、そこは別に運用力がないから収益性がないということでは当然ないと思っています。ただし、やはり公的を含めてフィーが低いと、これは世界的に見ても低いと、思っています。結構いろいろな意見があって、確かにパッシブなんてゼロでいいのだという話もあるのですが、本当かなというところが若干あって、パッシブでも丁寧にやれば収益性は出てきますので、投資顧問業界における運用力というものをもう少し評価してもらわないと、投信の方で運用力がなくて空き箱になっていますということだけ言っただけ、投信の中で自給自足で運用力を向上できるかということそれは難しいと思います。やはり投資顧問のほうの運用力である程度、収益性を維持して、それで投信にいい商品をつくっていくという流れが必要なので、これは言っているのかどうか分かりませんが、公的のところのフィーというのも運用力向上に影響すると思います。

(岩間会長)

我々も最近言い始めた。私の立場なら言えそうなので。

(西氏)

何となく商売に影響するのかなという感じが若干あって、また戻ったら担当者から怒られちゃうかもしれない。やっぱり銀行の投資活動と全く別の話ではあるものの、もう少し評価されて、収益性がないと、私達としてもそこにリソースをどんどん注ぎ込んでいくというのが難しくなってくるので。いつも思っているのですけど。誰に言えばいいのかと考えています。

(岩間会長)

今のお話に関連するのですけれども、1つは、いい運用力を育てるといふか、強化するためには人材がまさに必須だということですね。そうすると、実際にそれを育てるためのリソースをどれだけ割けるかということについて限界がある。しかも、前よりも限界に来ている。そうすると、規模を大きくして、そういうことがもうちょっとできるような工夫をする。そうすると、基本的にはうまくいけばそれはうまくいくということなのですが、投資顧問業というのは、海外の例を見てもそうですけれども、カルチャーの違いで生体反応を起こしてしまって、ばらばらになってしまうというリスクもある。そのところをうまくマネージして行って、いいものにしていくというのは、多分経営者の最大の役割にならなければいけないと思うのですが、そこら辺どうお考えか。

それともう1つは、要するにスチュワードシップということがあるので、特にパッシブマネジャーがエンゲージメントする効果、あるいは必要があるのかという議論が結構今出ていると思うのですね。例えばブラックロックが結構それを一生懸命やっている。それから、ノルジェスバンクもそういうことに手を出し始めている。そうすると、例えば大きな規模で、ある程度リソースを割けるところは市場全体のベータを上げるためにそういう努力をすべきだという方向に行きつつあるのではないかと、兆しというかもしれません。そういう意味で言うと、日本の公的年金はまさにそういうことをやらなければいけ

ないと。そういう点についての御意見というのはいかがでしょうか。

(西氏)

なかなか2つとも答えにくいのですが、当社がどうなるかということは別にして、客観的な話をすれば、器が大きいほうが運用人材の育成がやりやすいということは当然ありますし、それより何よりETFとか低収益性のものが増えてくると、収益的にある程度面積をしっかりとらないといけないので、もしそっちの方向へ行くのだったら大きくないといけない。一方で極めてブティック的な方向を目指すのであれば、必ずしも規模の利益をそんなに追う必要はないのですが、人材の育成に関しては、なかなかそうだとすると難しい面は出てくると思います。そこはちょっとなかなか痛しかゆしのところで、今の運用業界で一番大きい野村さんで35兆円ぐらい、当社18兆円ということですから、ブラックロックといた欧米の600兆円、700兆円というところと比べると相当小さいので、その規模の利益というものが見劣りするというのはやっぱりあるのだらうなという気はします。ただ、我々がそっちのほうに行くかどうかというのは、今言ったように、チョイスがありますので、これはまだ決まっていません。

スチュワードシップのところは、これは難しいですね。正直ベースの話をする、今の我々のリソースと、今の状況を考えると、アクティブでやるのがむしろ一番社会に貢献できると今は考えています。

ただ、世界的な傾向としてここまで来てしまうと、パッシブに対する要求度合いと、発行体さんがそれに対してどう答えて真剣に向かっているかということが出てくる流れの中では、そういう方向性も出るかと思えます。今、いろいろなスチュワードシップのコードのマニフェストもやっていますが、今までの我々のアセットマネジメントのキャパで考えた場合に、そんなに何人も社会に貢献できるだけのエンゲージメントのワークフォースがあるというふうに言うのは、私ほうそだと思えます。やっぱりもう少し時間が要るので、パッシブのところまで世界的にそれが潮流になるのであれば対応しないといけないと思うのですが、さすがにもう少し時間が必要ではないかというのが私の考えです。

(岩間会長)

例えば公的年金が自分でやることはできないという建前になっているでしょう。それでどうするかということが、多分議論の課題に乗りつつあるのではないかと思っているのですけどね。それが我々のところにデマンドとして来たときに、どういう具合に答えられるのかというのはやっぱりありますよね。誠にぶしつけな質問で申しわけなかったです。

(西氏)

これはやっぱり現実的に言うと、何でもやればいいことではないと思っています

(池尾座長)

そろそろ時間が来てしまったのですが、よろしいですか。

それでは、まだまだ議論は尽きないところですが、予定の時間を過ぎてまいりましたので、このあたりで本日の研究会は終了にさせていただきたいと思います。誠にありがとうございました。

この場での議論について議事録はつくらないのですが、協会の広報誌とかホームページに概要を掲載する予定ですので、もちろん掲載する内容などにつきましては事前に皆様にお目通しいただきますので、その上でということで。

それでは、締めくくりのほうお願い致します。

(岩間会長)

つつい出過ぎた質問をいたしました。非常にまとまった、いいお話をいただきました。ありがとうございました。今後ともひとつよろしく申し上げます。

(池尾座長)

なお、次回の当研究会につきましては、12月3日(木)午前10時からということで、ゲストスピーカーとして野村アセットマネジメント株式会社CEO兼執行役社長の渡邊国夫様をお迎えして開催するというので、詳細につきましてはまた事務局から改めて連絡があると思います。

本日はどうもありがとうございました。