

第6回 コーポレート・ガバナンス研究会議事録
(平成25年3月4日)

〔池尾座長〕本日のテーマは「独立系の運用会社からみた日本の資産運用業界」です。本日はゲストスピーカーとして、株式会社 GCI アセット・マネジメントのファウンダーであります山内英貴様に来ていただいておりますので、お話をお伺いしたいと思います。

〔山内氏〕

私はあくまでも実務の一プレーヤーでございます。今日の本題「独立系の運用会社からみた日本の資産運用業界」という大上段のタイトルではございますけれども、あくまで一プレーヤーとしての生の声を率直に申し上げまして、皆様のご議論の一助になればと考えております。

お手元の「独立系の運用会社からみた日本の資産運用業界」という資料に沿ってお話を 45 分程度させていただくつもりです。それから「GCI アセット・マネジメントのご紹介」という会社概要がございます。次に、原稿の抜粋ですが、「第 9 章 これからのヘッジファンド」と書いたものがございます。これは宣伝というわけではないのですけれども、たまたま今月の 25 日に東洋経済さんから、実は初稿は 2002 年に刊行しているのですけれども、『オルタナティブ投資入門』の第 3 版ということで出版させていただく予定です。その中で、これは最後の章ですが、今日のテーマにもちょっとかぶるかなと思うような内容がございましたので、ご参考までにお手元にお配りさせていただいております。

それから、英語の表がございますけれども、これは EurekaHedge といいまして、シンガポールにあるヘッジファンドのデータベースの会社ですが、そこから日本関連の戦略というくくりでソートしまして、年率リターンの上位から並べたもの、2 枚目はアジアにおけるマルチ戦略ヘッジファンドの同様なリストをご参考ということで添付させていただいております。日本、アジアにどんなヘッジファンドがあるのかということをご覧いただくにはちょうどよろしいかなということでおつけてしております。

最後に「GCI Global View」は、これは私どもが投資家さん向けに毎週お送りしている市場レポートですけれども、その中に巻頭レポートということで、今日のテーマにも一部かぶるかもしれない内容について書かせていただいたものがございまして、これもあわせてご参考になればということで配らせていただいております。

では、簡単に自己紹介させていただきます。会社概要の 3 ページをご覧くださいと思います。私ども GCI アセット・マネジメントというのは、社名はアルファベット 3 文字ですけれども、完全に独立系、本邦系の資産運用会社でございます。設立が 2000 年の 4 月ですので、丸 13 年になります。

ちょうど1年前くらいにAIJの問題が起こりまして、あのときに話題になりましたのが、独立系運用会社、デリバティブ、ケイマン籍ファンド、この3点セットがやり玉に上がったように記憶しているのですけれども、私どもが運用しているものは、まさにそれに該当いたしまして、なおかつ、社名までアルファベット3文字ということで、結構大変な思いをいたしました。

今、契約資産600億円ほどで、9割超が実は日本国内の年金基金様からお預かりしています。昨年はあの報道が出ましてから2週間くらいの間に、当時あった600億円くらいの資産のうち、100億円くらい問答無用の解約が出ました。要するに一回現金化しないと危ないのではということでの解約だったのです。一時はどうなるのだと思う状況がございましたが、その後落ち着き平常な状態に戻りつつあります。

この業界をやって10年ちょっとの短い期間ですが、忘れたころに突発的に予想もしないようなイベントが起こるなというのを感じておる次第でございます。

当社の簡単な10年の歴史ということで、次の4ページをご覧いただきたいと思います。私自身は、この仕事を始めるまでは、旧日本興業銀行で市場関係の仕事をやっておりました。2000年に退職して、当社をスタートさせたのですけれども、普通の日本の銀行員でしたので、当時、投資一任の免許をいただくためには、財務構成要件で1億円の資本金とか、それなりに高いバーがありました。当初、助言の形でスタートいたしまして、2001年の暮れに丸紅さんから資本と人的なサポートをいただきました。シードマネーも出していただきまして、2002年から投資一任業務を始め、当初はファンド・オブ・ヘッジファンズを運用しておりました。

その後、2003年から、ここに「先進国金利裁定戦略運用開始」と書いてございますけれども、いわゆるインハウスのシングル戦略のヘッジファンドで、完全に自社で行う運用でございますが、これをスタートさせまして、今に至っております。

銀行員生活が14~15年ありまして、ほぼ同じくらいの期間、今の業務に携わってきたというのが私の簡単な経歴でございます。

銀行自体は、次の5ページに私及び仲間の簡単な概要をおつけしていますが、いわゆるトレーディングというのでしょうか、他人資産の運用ではなくて、あくまでも銀行の中でのトレーディング、自己勘定及びカスタマー・トレーディング、お客様とのお取引を中心にやっておりましたので、資産運用業の経験というのは、銀行時代はございませんでした。当社を設立してから、資産運用業務、サービスに携わっているということでございます。

当社の特色をご紹介させていただきますと、8ページ以降にあるように、ヘッジファンドに特化しているのが大きな特色でございます。それから、リテール、公募投信とか、いわゆる個人投資家のお客様はいらっしゃいませんので、100%機関投資家さん向けにやらせていただいています。

もう1点は、東大の経済学部の高橋明彦教授が興銀時代の同僚でありまして、私どもの顧問ということで、当社創業以来、いろんな形でお世話になっております。そこでいくつか共同研究を行いまして、学術論文でも取り上げられたようなものを実際の実践の場で運用に活用していくことを行っております。

例えばヘッジファンドのリスク・リターンを複製するような、ヘッジファンドのパッシブ運用ということもできるのですが、レプリケーションのモデルとか、ダイナミック・ポートフォリオ・マネジメントとして、リスク管理の切り口からモデル的に最適な、統計的な分析を施して、最適ポートフォリオをダイナミックに運用していくようなモデルで、為替のオーバーレイとか、USトレジャリーやJGBのテール・リスクヘッジといったことをフラッグシップのヘッジファンドに加えて手がけております。これは、上場先物や為替スポット取引など、市場規模の大きな投資対象を使ってHFのリスク・リターンを複製することを試みる手法であるため、HF投資で問題となりがちな、原資産の流動性・透明性を大きく改善することが可能です。HFの投資パターンを模倣する手法（パターン・アプローチ）、HF運用を市場ファクターに分解してパフォーマンスを追いかける手法（ファクター・アプローチ）が代表的だが、リスク・リターンの分布を複製する手法（ディストリビューション・アプローチ）を新たに開発しました。

一般的に独立系のヘッジファンドといいますと、創業者がずっと運用で腕を磨いてきて、独立して会社をつくって、オーナーシップも持ち、経営の最高責任者であり、運用の責任者でもあるというような会社ですが、我々は一線を画しております。私自身は、主にビジネス周りとか、どういうポートフォリオ・マネジャーに来てもらって、どういう戦略を手がけていくかというようなことをやっております。

運用は比較的若い、具体的には私どものフラッグシップ・ファンドを運用しているのは、年齢的にはまだ34歳です。若い運用者に、とにかく運用に専念してもらおうという形でのビジネスモデルを構築しようということでやっております。

以上が私及びGCIアセット・マネジメントの簡単なご紹介です。

資料のほうに戻らせていただきまして、今日の議題ということでは、まず創業の経緯と

今までにあったことを簡単にお話しさせていただきたいと思います。その上で、日々感じております現状認識、問題意識、懸念といったようなことをキーワードということでお話しさせていただければと思っております。

まず「1. 創業の経緯とショート・ヒストリー」です。当社設立後の簡単な沿革については、そもそもなぜ銀行を退職して、この仕事を始めたのかということに遡ります。実は、96年の9月から、当時在職していました興銀のシンガポールに赴任しました。当時はアジア危機の前夜です。ASEANが絶好調だったころです。アジアのキャピタル・マーケットの仕事を立ち上げろというミッションをいただきまして、前任者がいなかったのですけれども、行きました。当時はタイバートの為替レートも知らなければ、アジアのマーケットは何も知らない。日本対アジア、中国を含めてアジア全体で見た場合に、恐らくGDP比で5:1くらいでしょうか。日本が5。株式市場の時価総額で言えば10:1くらいの感じだったと思います。圧倒的に日本の存在感が大きくて、アジアは非常に小さかった。NIESとか、ASEANが離陸しようという中で、そこでのキャピタル・マーケットの仕事を何か見つけて、つくりなさいということで赴任いたしました。

ところが、ご案内のとおり、97年の4月からアジア通貨危機が起こりまして、アジアを買いに行っただけだったのですけれども、ポジション的にはアジアを売る、ショートするようなトレードをし、プロダクツをつくったりということで、3年ほどやらせていただいたのですが、そのときに非常に貴重な経験をさせていただきました。

当時、まだそれほど大きくなかったヘッジファンド業界のプレーヤーの人たちとも知り合う機会がございましたし、もう1つは、これは金融に限らないのですが、新興国、新興市場、新興経済というものを肌で感じる事ができた結果、直感的にこれはグローバル化というものが相当大きなインパクトをもたらさそうだなと。市場化といいますか、規制緩和でグローバルな各国の経済の基準がより収斂し、1つのグローバル・マーケットというプラットフォームが生まれてきたと。それから、IT革命。これも投資において相当インパクトがあるということで、私が現役でいる間は物価と金利が上がらないのではということを感じました。

もう1つ、私は銀行におり、要はベンチマークがなくて、一定のリスクキャピタルを使い一定の収益を上げるということをやっておりましたので、その当時の株式市場が下落する中で、マイナスのリターンでも、対ベンチマークの相対リターンで評価されるということがどうしてもぴんときなかつたのです。もしこういう環境がこれからも続くのだとする

と、絶対リターン的な考え方、プロダクツというものが、特に日本においては大変重要になるのではないかと感じたのが、この会社を始める背景、きっかけです。

2000年に当社がスタートしたこの時期というのは、ヘッジファンド業界の機関化の初期でございました。機関化（インスティテューショナルライゼーション）と申しますのは、10年前、2002～2003年の当時もヘッジファンドの多くは小さなブティックでございまして、友達1人と Bloomberg 1台とペット1匹いればヘッジファンドはできるとなどと冗談を言われていた時代でございました。投資家は個人富裕層（Family office）が主体で、これは日本の個人の富裕層というよりも、もう1桁、2桁大きい、スーパーリッチと言われるところだと思いますが、こういうのがヘッジファンドでございました。

ところが、98年のLTCMの問題があり、ITバブルの崩壊以降、欧米の機関投資家も大学のエンダウメントや年金基金を初めとして、ロングオンリーだけのポートフォリオではなくて、絶対リターンでダウンサイドに強い戦略というものに非常に関心が向く中で、投資家層は大きく変化してまいりました。機関投資家主体になってきた。

それに対応する形で、運用者側も小規模ブティックだときちんとした投資家からご投資いただけないということで、変わり始めたのが2000年前半であったと感じております。

当時、日本では生保さんがファンド・オブ・ヘッジファンズ投資を本格化されたのを皮切りに、年金基金というより金融機関がヘッジファンド投資を本格化させた時期でございました。

その後、さらにいくつかのイベントがあり、アメリカですとマドフ、日本でも AIJ、あるいはリーマン危機も起こる中で、規制についても議論されてまいりましたし、ヘッジファンドを取り巻く第三者のサービス・プロバイダーであるところの、プライム・ブローカー、アドミニストレーター、ローファーム、そういったところが、特にヘッジファンドのスタートアップ、あるいは小規模の運用会社に対する評価を厳しくしてきております。

大規模ヘッジファンドに資金が集中的に流入しているという統計がいろんなところに出ております。大規模というのは、ワンビリオンクラブと俗に言うのですけれども、10億ドル以上の運用資産を持つマネジャーへの資金集中が起こっており、中小規模のヘッジファンドは、経営的には日本に限らずなかなか厳しい環境に置かれております。

それからこの2～3年、ヘッジファンドのパフォーマンス自体もさほど芳しくない。大規模な有名ファンドに資金が流入するものの、2008年以前のようなパフォーマンスはなかなか上げられずにいる。大きくやられているわけでもないのですけれども、低迷している

という言い方が正確かもしれません。そういったことが起こっております。

運用に共通することかもしれませんが、特にヘッジファンド的なアルファを求めるといふ運用になりますと、運用キャパシティの問題が非常に重要で、大きくなりすぎるとパフォーマンスが出なくなるということが起こっているのです。一方で、機関化の負の側面として、ブティック的なところが大きくなってきますと、今までブティックの感覚で経営をやってきた者にとってみると、非常にいろんな負担がある。コンプライアンス、投資家対応、そういったビジネス面の負担が多くなってまいります。いわば経営と運用の分業体制がパフォーマンスのカギになってきたのかなと感じております。

ヘッジファンド自体は、メイクマネーといいますか、資本がそれほどいらぬということも含めて、マネジャーが大きな収益を上げて稼ぐには非常にすばらしいビジネスモデルというところがございます。それはなぜかといいますと、成功報酬がビジネスモデルに取り込まれているからでございます。

普通ヘッジファンドの場合ですと、一般のロングオンリーの運用サービスに比べますと、運用報酬料率は高めであり、いろんな批判、議論が出ております。管理報酬が運用資産に対して1.5%から2%、成功報酬が運用で上がったリターンに対して20%というのが一般的なモデルかと思えます。これはほかの伝統的な運用に比べますと、料率自体は明らかに高いのですけれども、メリットもあると思っております。ヘッジファンドの経営にとっては、管理報酬よりも成功報酬のインパクトのほうが通常はるかに大きいのです。当社の場合もそうです。AUMをどんどん大きくしてまいりますと、どこかでキャパシティの壁に突き当たります。LTCMがまさにそうだったと思いますが、サンショウウオのようになり、身動きできなくなって、突然、大きなドロウ・ダウンを出してしまうということが起こり得ます。

恐らく大規模ファンドの多くで起こっていることは、巨大になりすぎたがゆえに、なかなかパフォーマンスを出せなくて低迷してしまっているという状況であり、余り大きくなりすぎない、適切な運用規模を維持する、肥大化する前に資金流入をクローズする、ファンドをクローズするというのが非常に大事です。長期的に20年、30年と長くすばらしい結果を出している欧米のヘッジファンドのほとんどは、新規の投資家に対してはクローズされております。中には半分以上が自己資金になっている、チューダーなど、そうだと思います。

ある意味、ビルトイン・スタビライザーとしてリスクリターンを適切に維持するための

メカニズムが成功報酬という仕組みであり、これ自体は投資家にリターンを提供できたときに、初めてマネジャーも売り上げが上がるという意味において、利益相反なく、利害関係が一致した非常にいい仕組みなのではないかなと思っております。

3ページに戻っていただきまして、機関化の流れというのは、今も現在進行形で進んでおります。その中で、2004年くらいから日本のヘッジファンドにも、私どもも含めて非常にいい時期が4年ほどありました。小泉政権のころです。あのころは、日本株が中小型を中心に活況だったということもありまして、和製ヘッジファンドと呼ばれるような日本株のロングショートヘッジファンドがたくさん生まれまして、そこに海外からの資金がファンド・オブ・ファンズ経由でそれなりに流入いたしました。一番早く成長したところは、運用開始後、2～3年で2000億くらいまで行ったところがあったと記憶しております。ただ、今そのファンドは後戻りで、1桁台のAUMになっております。

その後、サブプライム、リーマン危機が起こり、ヘッジファンドもリターンが低迷し、大きなドロー・ダウンも出しまして、20%強のマイナスになってしまい、投資家の期待を裏切るような局面もあり、その結果としてマドフ、AIJのような問題も起こり、蓋をされていて見えなかったものがいろいろ出てきてしまったという時期がございました。業界としてヘッジファンドも終わったのではないかという懸念もございましたが、2010年以降でしょうか、それなりにAUMも回復して、昨年の中末くらいの統計ですと、リーマン前のピークであります2兆ドル程度の契約資産を回復したと伝えられております。

そういう意味では、過度な期待も禁物と皆さんご認識された一方で、それなりの使い方、ヘッジファンドに対するニーズというものが定着したのかな、評価が定着したのかなと考えております。

5ページですが、「2. 現状認識」ということでは、「日本の資産運用業界は顧客に対していかなるバリューを提供してきたか？」と、ちょっとこれはヘッジファンドに対しての思い入れもあるということで、少し割り引いて聞いていただければと思います。ここで書いています「投資家利益と運用者利益の潜在的相反」というのは、先ほど成功報酬の仕組みのメリットのところでも申し上げたとおりです。

ロングオンリーの伝統的な運用の場合ですと、もし経営者の立場で業績を向上させようとしますと、成功報酬がない以上、運用規模を大きくしていくことが当然求められることになり、どうしても今後リターンを上げるためにはどうするかというよりも、販売的な観点、営業的な面が出やすいという欠点があるかなと感じております。

1つの例ですが、2008年のリーマン危機の前後、例えば地銀のような投資家層がいろんな事情で、ヘッジファンド投資から撤退したこともあり、ピークで2006年に600億円近くあった運用資産が2008年では200億円強くらいまで大きくAUMも減りました。

その当時、当社にはまだ大株主として丸紅を初め、大手の金融機関、機関投資家に入っただけでございました。そのときに強く勧められたのが、実は事業撤退だったのです。できるだけ株主価値が毀損しないうちに返還すべしという意見がございました。当時はリーマン・ショック後の非常に真っ暗な環境の最悪の局面、2008年の秋くらいです。

そのときに私どもが考えていたのは、当社のフラッグシップのGCI Japan Hybridsというファンドをまさに立ち上げることでした。このファンドはコアのポートフォリオに、日本の4メガ、プラス保険会社のいわゆる優先証券、劣後債などを入れ、それにいろんなデリバティブとか、現物株のポジションなどを使ってヘッジをかけながらトレーディングしていくという手法で、その当時、邦銀メガは経営的にはそれほど問題になっていたわけではないにもかかわらず、欧米市場において需給要因から安く売られていたのです。そういうディープバリューの投資機会がそこら中にございましたので、今まさに逆張りの踏ん張りどころだと考えていたのですけれども、外部株主の皆様からはなかなかご理解いただきにくいという事情がありました。

結果的に2009年の10月にMBOのような形でバイアウトする以前は、私は筆頭株主であったのですけれども、50%未満のシェアでしたので、言ってみれば未公開企業でありながら、周りの株主を非常に意識しながらやっていたのです。MBO後は、こういった新戦略の立ち上げとかを、果敢に決断できるようになっています。

運用会社にとっての投資家利益と株主利益の相反問題というのは、非常に難しいなというのを痛感しております。今は当社は完全にプライベートです。この先、運用会社として将来像を描いたときに、株式公開のようなエグジットを今のうちから考えるのかということになりますと、多分そうではないと思っております。今私が一人で100%ですから、具体的な絵を描いているわけではありませんが、恐らく今後は一緒にやっている仲間を中心にパートナーシップのような形で、資本政策をやっていくことになるかと漠然と考えています。いわゆる独立系の運用会社にとっては、資本政策のところは、投資家利益との相反問題も含めて、非常に悩ましい問題かと思っております。

もう1つあるのは、リターンに対するコミットメント、この戦略を立ち上げれば、どの程度投資家に来ていただけるかではなくて、最初は小規模でも構わないので、いかにいい

トラックレコードをつくっていきけるか。あるいはこの人材にポートフォリオ・マネジャーとして任せることによって、いかにいい結果を出していきけるかという、そのコミットメントの強さが非常に大事だなと感じております。しかもそれが1年や2年で結果の出るものではなくて、最低でも3年、5年、10年見ないと、本当の結果は出ないということだと思います。そういう意味では、我々もまだ試行錯誤の途上にあるわけですが、その辺が非常に重要なポイントなのかなと考えております。

それから、ガバナンスということも書いていますけれども、ヘッジファンドに関しては、ファンド・ガバナンスということでは、非常に定型化されています。今新たにヘッジファンドを立ち上げて、そこでプライム・ブローカーにも入ってもらい、機関投資家にも投資してもらおうということになりますと、マドフ、AIJのようなことはもう起こり得ない。逆に非常にシンプルでパッケージ化されておりますので、ケイマン籍の問題を含むヘッジファンドのファンド・ガバナンスということでは、この10年でかなり完成度は向上したかなと思っております。

一方で、マネジャー側のコーポレート・ガバナンスという問題がありまして、ここで「優秀な運用者は一般的に経営者に向かない」と書いていますけれども、感覚的には結構こうなのかなというところがございます。要は運用だけに集中したい。バックオフィスだ、レポートिंगだ、コンプライアンスだ、面倒くさいことはやりたくないというマインドがないと、なかなか差別化された運用者にはなれないという逆説的なところもあると思います。ですので、ビジネスと運用の分業(専念)が今後の私どものパフォーマンス・ドライバーになっていくのだろうと考えていますし、多分気持ちよく運用に専念できて、長期的に経営的なぶれもなく、安心して、心地よく運用をやっていけるような環境であれば、いい人材も来てくれると思っております。

シンガポールで昨年の8月新しい規制が導入されました。私どもはシンガポールに100%子会社があり、そこがケイマン籍ファンドのエグゼキューションとか、事務管理をやっているのです。そこで日本で言うところの資産運用業者と同じ形でアプリケーションを出しているところですが、日本の資産運用業者の要件と非常に似ている、ある意味、今までは非常にやりやすかったシンガポールが、それなりのバーを引いて、クオリティーの底上げを図っているという意味で、先進主要国の金融センターがある各国のレギュレーションのスタンダードというものが随分収斂してきているような印象は持っております。

ただ、その中で、コーポレート・ガバナンスの観点で言えば、いかに社内的な牽制を効

かせるかというところが大きな課題で、私がオーナーシップを持っていますので、それに対して、社長は別の者がやっていて、ファンド・マネジャーが別にいる。そこでいかに牽制をかけて、どこかが暴走することのないようにブレーキをかける仕組みを工夫できるかというところがポイントになるのかなと考えております。

6 ページの「3. 現状に対する問題意識」ということでは、現状認識と同じようなことですが、(ヘッジ産業の場合は特に) 輸入産業」と書いているのは、日本で実際に運用をやっているヘッジファンドの存在感が、独立系に限らず、非常に小さいということを申し上げております。日本の年金を初め、投資家の皆さんは、オルタナティブ投資、ヘッジファンド投資をする場合に、そのほとんどは日本国内におけるゲートキーパーと呼ばれる商品のセレクション、あるいはモニタリングをやる金融機関、これは銀行、証券、運用会社の場合もございます。信託銀行もございまして、ゲートキーパーを通じて、海外のマネジャーに運用を委託しているというのが実態かと思えます。

この日本関連のヘッジファンドの表を見ていただいても、右から2列目に Fund Size の数字がございまして、これがいわゆる契約資産、運用規模を示しています。当社の旗艦ファンドで US ドルで 223 ミリオン、200 億円ちょっとくらいです。見ていただいても、欧米のファンドに比べますと、規模が非常に小さいということが一目瞭然かと思えます。アジアはそういう意味ではまだ非常に小さくて、鶏と卵でございまして、小さいから入らない、投資家に来ていただけないと、いつになっても成長できないというような悪循環といえますか、好循環に入っていない歯がゆさがございまして。

これは、日本の投資家にとっても、我が国にとってもよろしくないと思われる点がございまして。資料の 7 ページをご覧くださいなのですが、R&I さんが『オルタナティブ投資年鑑』というのを毎年出されていまして、そこから年金向けのオルタナティブ戦略の国産比率をカウントしてみました。青は実際に国内の運用業者が運用している、要はエンジンにもなっているというもので、縦軸はファンドの数です。赤は海外運用者に再委託しているもので、国内株のロングショートとマーケットニュートラル、日本株絡みの運用は、さすがに国内運用者のほうが多いわけですが、それ以外はほとんどが外出しになっているのが実態です。

資料の 10 ページまで進んでいただきたいのですが、先ほどヘッジファンドのビジネスモデルのいい点に成功報酬があると申し上げました。成功報酬というのは、オプションのようなペイオフ、損益曲線の効果がございまして、これは横軸が運用リターン、右に

行けば行くほど、それだけプラスのリターンが上がりました。縦軸が実際にその結果、投資家ないしはマネジャー、運用者が得る、あるいは被る損益と見ていただきたい。通常はリターンが上がれば、当然、益が右肩上がり 45 度で上がっていきます。損した場合は、直線的にリニアにマイナスが出ます。投資家は成功報酬 20%を支払うことで、アップサイドの 20%をギブアップしている形になっています。

逆にマネジャーは、損をしたとしても、当然その分補てんするわけではありませぬので、ダウンサイドのリスクは言ってみればありません。もちろん運用が悪ければ解約が出て、管理報酬も減ってしまうということを通じて、間接的には経営にマイナスにはなるわけですが、直接的には運用からのマイナスが影響されることにはならない。

一方でリターンが上がった場合は、その 20%のアップサイドについては成功報酬としていただくことができるという形ですので、このマネジャーのペイオフのところを見ますと、コストを払わないでコール・オプションをロングしているような経済効果があると言えなくもないのです。逆に言えば、投資家はプレミアムなしにオプションをショートしていると言えなくもない。これは個別の運用会社、投資家との関係でもそうですが、日本全体で考えてみますと、全体としては圧倒的にこういった成功報酬付きの運用については、海外のエンジンに委託されていますので、日本全体として見れば、プレミアムをもらわないでオプションをショートしている。海外のマネジャーは何兆円ものジャパンマネーでコール・オプションをもらって、無リスクでベットさせてもらっているというような経済効果があると言えなくもないと思います。

ですので、成功報酬がいかにも日本に落ちるような形をつくるか。そのためには日本に運用エンジンがいる必要がありますし、そうすることで、当然税金も日本に落ちますし、その周辺のサービス・プロバイダー、産業も日本で伸びるというプラス、マイナスがあるのではないかなと考えています。

6 ページに「成功報酬の輸出はプット売り」と書いているのは、そういうオプションをショートをしているということで、今申し上げたようなことです。

「シードマネー/DAY1 インベスター」「大手金融機関と離職者」と書いています。欧米のヘッジファンドがどうしてシードマネーが集まるのかということと考えますと、1 つには大手金融機関在籍時にたくさんボーナスをもらって稼いでいる、個人としてお金を持っているということがあるかと思えますけれども、機関投資家がそういったリスクキャピタルを積極的に出すケースが多いのです。これは大学のエンダウメント、たとえばハーバード、

イエールだと2兆円、3兆円くらいの規模でバリバリの運用をされていますので、そういうところが出すケースもありますし、あるいは運用機関の中でやっていたトレーダーが、そこをやめてスピンオフして独立しますというときに、やめる本体から、そこに投資をするというケースも結構あったと思います。これからは規制の関係で、自己勘定投資がどうなるか、難しいところがあるかもしれません。

私が思うには、運用会社と大手金融機関、ヘッジファンドのスポンサー的な立場の金融機関の間で人材の交流も非常に密ですし、その中でギブ・アンド・テイクでWin-Winの形というものが結果的に非常に活発にできているなという印象もございます。

翻って、我が国はということで考えますと、私は元興銀の出身ではございますけれども、その後の出身母体とのビジネス自体は実は一度もやったことがないのです。どちらかといいますと、日本の金融機関には優秀な人材がたくさんいると思いますけれども、それを我々のような国内の業者に外出しすることはよしとしないようなところがある。それは君の仕事なのではないのかということになってしまったりする。ところが、外出し先が海外であれば、説明はしやすいということが本音ベースではあるのかなと残念に思っています。

それから、私どもは東大との関係もありまして、アカデミックな世界との協業を一生懸命やりたいと思ってやってきていますけれども、そういう動きというものがもっともっと盛り上がってもいいのかなと。そういうものがパフォーマンス・ドライバーになり得るのではないのかなということも感じております。

11 ページ、「4. 懸念-キャピタル・フライト」と書いてございます。アベノミクス以降、一部究極の悲観論みたいなことも言われておりますが、インターネットを使って、直接海外のファンドないしはマネジャーに運用を任せるような動きが加速してこないとも限らないと、将来的なリスク・シナリオということでは感じております。

私もある時期、2000年初頭に、持株会社のもとで、FX というビジネスをゼロから立ち上げてやっていたことがあるのですが、インターネットの世界というのは非常に想像を絶するようなところがございまして、一度大きな流れができてしまうと、なかなかだれかがどっかでブレーキを踏んでも止まらない、制動が効かないということがあり得る。機関投資家がそういうことにはならないと思いますけれども、今行われている年金問題の今後も含めて、より個人投資家が直接的に自己判断で投資していくという機会が増えていくとした場合に、1つの方向性として、海外にいい運用マネジャー、ファンドがあるのだ、そこにダイレクトに投資をしようということを考える比較的若い、海外になじみがあり、

英語もさほど苦にならず、ネットも使いこなすような世代が台頭してきますと、こういった問題が潜在的にはあるかなと感じております。

その前に、日本国内にしっかりしたエンジンをもっとももっとつくり、日本国内の投資家の評価を確立していくことが必要なのだろうなと感じている次第です。

最後に、12 ページですけれども、「5. キーワード」ということで6つ書いてあります。当たり前ですけれども、「1. 金融資本市場に国境はなく、資産運用業は最も厳しい競争にさらされる産業のひとつ」ということですが、直感的には日本国内だけでやろうとしてもなかなか難しいなど。ですから、本当に強くなるためには、もしかしたら野球やサッカーみたいに、まず外に出て行って成功するしかないという感じもしております。

結論ですけれども、「6. 資産運用業における独立系セクター成長に必要なこと」としては、グローバル規模の成功事例というものが出てくれば、雁行型で、それに続く志の高い人たちがどんどん出てくるでしょうし、投資家の見る目も変わってくる。そういう形ですか、なかなか成長経路は描けないのかなという感じもいたします。だれかが野茂とか、イチローとか、中田や香川のように、外に出て行って、勝負して、そこで認められるということをするのが、最も重要なのかなと。

では、「5. 独立系運用会社の存在意義」は何なのか。これは多様性ということも必要だと思いますし、新規性を生み出すためには、セクターとしての独立系、ファット・テール、あるいはニッチ的なところにコミットして、我慢強く踏ん張りながらやり続けるという存在がないと、5年、10年タームで勝負して結果を出していくというのは、海外との競争の中でなかなか難しいのかなと感じております。

「2. 産学連携を含めた基礎研究と人材育成の循環が必要」という意味では、そういう競争力をつけていくためにも、産学連携を含めたオールジャパン、若い世代のまだ経験が浅い時代からの育成も含めての連携、人材の活用、理論を実践に移して、そこで実際にリスクをとってやっていくということを通じた人材育成が必要なのではないかなと。

最終的には3番、4番のところですが、運用業務というのは非常に知識集約的で、資本はそれほどいらないことから、人的資本が最も重要です。特にヘッジファンドの場合は、アルファを期待される投資家が多いということで、これは本当に属人的です。ですから、ヘッジファンド投資における一番のリスクというのは、キーマン・リスクでございまして、今この運用をしている私どもの旗艦ファンドでしたら中川君、彼のキーマン・リスクをどう考えますかと、投資家からいつも聞かれるのですけれども、万が一彼が運用で

きなくなった場合はご相談しておそらくファンドを清算することになります、そういうものです。逆にだれかがすぐ交代できるような運用であれば、それほど付加価値のない、差別化できない運用でしかありませんとお答えしています。

特にヘッジファンドということでは、そういう産業だということです。すぐれたリスクリターンを提供し続けるためにも、運用と経営の分担、運用者が安心して運用に集中できるような環境をいかに整えるかということがより必要になってくるのだろうと感じております。

〔池尾座長〕

どうもありがとうございました。

では、後半のフリーディスカッションに入りたいと思います。まだ1時間弱くらいはありますので、活発に議論をお願いしたいと思います。どなたからでも結構です。

〔鹿毛氏〕

議論の前に会長さんにお伺いしたい点があります。資産運用業は前回のときにお話ししましたように、欧米でも独立系として出発したものが多くて、今後の業界の発展ということを考えていく上では独立系の問題は極めて大事だろうと思いますし、GCI さんも難しい環境で非常に頑張っておられるなど、感慨深くお伺いしました。

今のご説明にあったように、かなりの部分はビジネスマネジメントの問題で、コーポレート・ガバナンス委員会で取り上げて、コーポレート・ガバナンスのご専門である先生方のご意見を伺うという場面でどういう点を期待されて、これを議題にされたのでしょうか。

あるいは、コーポレート・ガバナンスは、横に置いても、協会にとっては恐らく非常に重要な問題なので、もう少し幅広くお聞きしたいということなのか、その点をお伺いしたい。

〔岩間会長〕

それは私のほうから申し上げておきます。今、鹿毛さんがおっしゃったことは、まさに正鵠をうがっご指摘でございまして、この会というのは、コーポレート・ガバナンスを我々としてどう考えていくかということテーマにしているわけですけれども、AIJ の事件をきっかけに、運用会社自体のガバナンスをどうするか。一方で、独立系がどういう環境の中で、どういうことをやっているか、何を目指してやっているかということについて、非常に逆風の中でやってこられている。

一方で我々の協会としても、業界をどういうぐあいにしていっていいのかということ

がありまして、社会の負託に応えるために何をやっていくかということが、ある意味では協会の使命でもあります。そういった意味で、今回のガバナンス研究会は、もちろんガバナンスの問題も当然視野に入れているわけですが、もう少し広げまして、今の世界の中の、あるいは社会の中の動き、世の中の動きで苦闘されておられる、しかも、前を向いて動いていらっしゃる生の姿、生のご意見を出していただく。これは規制環境とか、そういうことについても非常にヒントになる、ある意味ではコンプライアンスというか、そういうことにもつながってくると思ひまして、今回、こういう形でお話を伺ったということでございます。

〔鹿毛氏〕

多少幅広くということですね。

〔岩間会長〕

ええ、少し幅広くということになります。そういう前提で今回のプログラムを立てさせていただいたと。こちらの事前のご説明がおろそかだったかもしれませんが。恐縮です。

〔鹿毛氏〕

1つは、大金融機関の子会社という形が日本では圧倒的に多い中で、独立系、特に経営者の方が100%お持ちで運用についても最終的には責任をお持ちになる場合、それ以外に遠慮するところがない。したがって、運用成績を上げていくことに最重点を置いて経営できるというお考えは、金融機関子会社型のビジネスモデルと比べて、投資家の側から見れば、他の条件が同じなら、望ましいといえるでしょう。そういう観点から独立系運用機関をできるだけ日本としても、あるいは協会の立場でもエンカレッジしていく必要があるのではないかという感じはいたします。

同時に、一般のコーポレート・ガバナンスの議論と違って、運用機関の場合は、最終的には投資家のベネフィットになることが必要なので、投資家サイドのインプット、考え方が反映されることが経営のガバナンスの中にもう少し必要だと思います。

今、ある商品の運用成績が、日本でも1～2位を争うほど素晴らしいが受託資産がなかなか増えない、と伺いました。こんなに成績がいいのに、なぜもっと増えないのだろうか、なぜ理解されないのかということが、経営のポイントだと思います。それを論理的に考えますと、成績のいい分野が投資家のニーズにちゃんと合っているかどうか、という検証も必要ではないか。

年金の場合であれば、10億円、20億円という形で、かなりとれていらっしゃるというこ

とは感じますけれども、日本でビジネスが伸びて大きくやっておられるのは、どっちかという金法ですね。金法の場合ですと、巨額のポートフォリオの中で、多様な戦略を自分で選んでいく。そういうニーズの中にこのすばらしいものが入っているかどうかという検証があって、入っていれば、もうちょっと伸びる可能性もある。そうすると、投資家サイドのニーズの情報が経営の中にどれくらい入っているかどうかという点も、1つガバナンスの問題としてはあるかなという気がします。

逆に、ニーズのある分野を発見しても、社内にそこで期待されているケーパビリティを十分持っているかどうか。これも別の意味で、投資家情報が経営の中に入っているかどうか、ということです。。この点が、成長性に関して決定的な要因だと思います。。

逆にいいますと、独立系の場合、オーナーシップと運用と経営が三位一体となっていて行われているわけですから、例えば5年後とか、10年後の経営方針、経営目標をどこに置くか。仮に今資産残高600億円として、近未来、1000億円とか、1500億円とか、そういうところであれば、今頑張っておられる流れのとおり行って、それほど難しいことではないかもしれない。しかし、日本で出てきている金法も含めた大手、海外大手と戦って、それと伍してやっていこうと、仮にそういう目標を立てるとすると、その目標に合った投資なり戦略が必要になりますね。

ですから、今申し上げたようなことも経営目標をどこに置くか、それによって決まってくるのではないかなと感じました。

〔池尾座長〕

今日は率直に独立系運用会社の状況をお伺いするという事で、非常に参考になることをいろいろと伺えたのですけれども、この研究会の問題関心からすると、5ページのところにガバナンスを書かれているのですが、ご説明はやや簡単だった感じで、例えばマドフ、AIJみたいなことは、もう起こり得ないのですというふうにご説明いただいて、どうしてそうなのか。ちゃんとした人から出資してもらおうと思うと、出資者に対しては、ある程度運用状況とかを開示しなければいけない仕組みができていますからとか想像したのですが、起こり得ないのですということだけでは。そのあたり、今の鹿毛さんの話も含めて、ガバナンスのところのご説明を敷衍していただければと思います。

〔山内氏〕

5ページで、「ファンド・ガバナンス」「定型化」と書かせていただいていますのは、要はヘッジファンドの仕組みの中では、定型化された仕組みの中では運用会社のできること

というのは非常に限定的になっているのです。例えば AIJ の問題でも、突き詰めていくと、粉飾を許してしまうような、マネジャーが情報のビジネスフローに介入できるような形になっていたというところが問題でありまして、そこがあくまでも運用会社は、運用指図、運用権限を行使するという役割だけに限定されるという仕組みになっていけば、ああいった問題は起こり得ないという意味で申し上げました。

欧米でも、例えば Bayou とか、90 年代から似たような粉飾まがいの問題というのが数々起こっては、その部分が修正されるということを繰り返してきたわけですがけれども、今ヘッジファンドのストラクチャーとしては、マネジャーのやれることが非常に制限されるような形態が定型化されて、それに基づいて、ファンドも組成され、第三者であるサードパーティーもそれぞれプライム・ブローカー、事務を行うアドミニストレーターとか、監査が必ず入りというような形ができ上がってきております。

ですから、そういう定型化された仕組みどおりのものであるということを投資前にデューデリジェンスで確認する、これはオペレーショナル・デューデリジェンスが必要なのですけれども、当たり前機関投資家としての投資行動ができるのであれば、そういう問題に引っかかることはないであろうという意味で申し上げた次第です。

〔池尾座長〕

おっしゃることは非常によくわかったのですけれども、最後のところの条件はなかなか日本の現状において……。結局、そういう定型化された枠組みに従ってきちっとやっているかどうかというか、きちっとやるということのエンフォースメントは委託する側の投資家がそれなりのモニタリング能力とか、何かを持っていないと保証されないことになるわけですね。

〔山内氏〕

それはおっしゃるとおりですね。そういう意味では、まさにそのとおりです。

〔池尾座長〕

5 ページの下の「コーポレート・ガバナンス」のところで、「優秀な運用者は経営者に向かない」というのはおっしゃるとおりだと思います。そこで役割分担のようなことが必要だと。そうすると、投資家からの意見を聞くようなことも経営者の大きな仕事になるはずだと思うのです。経営者がそういう仕事を果たすとして、分業するのはいいのですけれども、ファンド・マネジャーと経営者の間のとり方というのか、それはどんなふうな感じですか。

〔山内氏〕

これはいろんなケースがあると思います。私どもの場合ですと、運用者は、大きな金融機関で自己勘定運用をやっている運用者の役割に近い役割分担になっているという形で、我々はよくビジネスと一言で言ってしまうのですが、バックオフィス、狭義のリスク管理、いわゆるミドルオフィスと呼ばれている機能、投資家との対応、コンプライアンスといった部分は、経営者の仕事ですので、いかにきちんと規制に準拠して、投資家からの信頼をいただいて、投資家からの資金を投資していただけるように持ってくるか。運用者は、要はリターンを上げる、いいリスクリターンを出すことに集中していれば、結果的に自分の運用するファンドも徐々に成長して、そのファンド・マネジャーとしての個人的なリターンも大きくなるという関係が成立するということだと思います。

〔岩間会長〕

顧客の利益と運用業者の利益が全く利益相反なく合っているということが、最も独立系の場合には成立しやすいというのが1つのおっしゃりたいことだと思います。一方で、運用者は、自分で思いどおりにやれ、できるだけ快適な環境で自由にやれと。それはどういう条件のもとでそういうことが成立するのかというのは当然おありになるわけですね。それは会社の中の権限をどれだけ自由に与えるかという話と別のところで、顧客がどういうマニフェストで頼むかということに一番優先順位があって、それがどういうぐあいに守られるかということコンプライアンスのほうでマネジメントもちゃんと監視するという話だと思いますが、そういう理解でよろしいのですか。

〔山内氏〕

はい、そのとおりです。ですから、当然新しい戦略をスタートするということには、運用を行うことになる人材がおまして、彼にどういう範囲、一定の制限の中で自由にやっ
ていいよ、思う存分やってくれというような、最初の設定が非常に重要ですね。そこが間違ってしまうと、そもそも顧客のニーズと合わない、あるいは応えられないということでしたら、ビジネスになりませんし、お客様のニーズがこうだとしても、そういう条件だとうまくリターンを出せない人材だとしますと、結果的にいい運用成果が出ないということ、これまたニーズに
応えられないということになりますので、そこをどうやってつないで設定するかということが入り口としては非常に大事だと思います。

〔岩間会長〕

もう1点よろしいですか。先ほどのファンド・ガバナンスの点で定型化が進んでいる、よって再発防止はできると。ただし、発注するほうがちゃんとしっかりした目でもって流入できることが条件だと、こういうことですね。では、今どの程度の定型化が進んでいて、ここまできたのだから大丈夫だというのを、例えばAIJの事件とか、マドフの事件とか、Bayouの事件だとかの経過の中で、例えばポンチ絵にして示していただくと、先生方に対しても、山内さんからご覧になって、これだから大丈夫だ、残って留意しなければいけないところはここだというのを示していただくと、非常にいいのではないかなと。

〔山内氏〕

かしこまりました。

〔上村氏〕

今の点に関連して、「優秀な運用者は経営者に向かない」ということは、経営者の言うことを聞かないということだと思っております。運用者は属人的でその人がいうことを聞くのはなぜかという、山内さんという属人的な経営者の経営だ、となりますとそれがガバナンスだということにはならないだろうと思っております。

パフォーマンスがよければガバナンスはいりませんということはないと以前も私は申し上げたのですが、それは法律家が上品だからじゃない、ということをお願いしたいと思います。

そういう意味では、運用者も経営者も、つまりコンプライアンスやガバナンスに専念する経営者もやはり属人的なんだという話になると、ガバナンスは1つのシステムですから、制度や規制やルールとしてのガバナンスはないけれども、自発的、自律的に組み合わせによってうまくガバナンスも効く場合があるということかもしれませんが、それをガバナンスとは呼ばないのですね。

〔山内氏〕

機関化というのは、一人ひとり責任者は個人だとしても、機関決定をきちんとやり、その機関決定には組織としての牽制が何らかの形で効くようなものは絶対必要であると。

〔上村氏〕

それは自律的、自発的に形成するわけですか。それとも制度によって外から強制されるものですか。

〔山内氏〕

自律的につくって、それがきちんと機能するようなものであれば、それでもいいのでは

ないかなとは思っています。

〔上村氏〕

日本の老舗企業なんて、1000年の会社とか、500年の企業はいくらでもありますけれども、あれは規制も何もなくて、自律的にやって、それだけ立派な成果を上げてきたのです。そういう意味では、それこそ1000年間、自律的にちゃんとやってきた会社に対して、やれガバナンスだ、内部統制だと言うほうが品が悪いと思っているのですけれども、資本市場の老舗というのはいないので。

〔池尾座長〕

規模との兼ね合いの話をされていましたね。余り大きくなってしまうと、今のような話ではすまないところがあって、そこを誘惑があっても、規模を大きくしないという節度が働くかどうかみたいな。

〔上村氏〕

もう1つは、外で大活躍するすごいプレーヤーが出てくるのが望ましいというのはおっしゃるとおりだと思いますけれども、外で大活躍すればするほど、日本と英国とか、アメリカとの規制やルールの格差をものすごく感じるだろうと思うのです。相当違うと思います。アメリカとの違いだけ見ても、日本にはなくて、アメリカにはある怖い制度がいくらでもあるわけです。ヨーロッパを見ても、イギリスにも日本にないきわめて強い共同体的規律があるわけです。

外でプレーヤーをするにしても、こういう仕事はこういうルールのもとでやっているのだと初めて知るようでは、プレーすらできないのではないかと。やはり日本の国内でも、そういうことがある程度規律づけされていて、それを知っていて、プレーヤーとして活躍できる。つまりイチローもオリックスやなんかで大活躍していたのですね。だから、外でもいけた。日本ではだめだけれども、外でなら活躍するということにはなかなかかならないのかなと思います。

例えばシンガポールでやっているとしたら、そこにあるのは英国のシティのキャピタル・マーケット・ルールというか、それを可能にしているシティの強烈な村八分的なものの自主規律のない英国法なのですね。外でプレイをするにしても、プレイをする際のバックグラウンドとしての法制度について、ある程度体にしみついていないとなかなかできない。

そこで初めて、日本のルールと諸外国のルールの間には落差があるということを知るよう

では困るし、逆に言うと、シンガポールだったら、そういうことを知らなくてもできるというのでも困るという、その辺は実感として感じておられるのかどうか。

〔山内氏〕

私ども、アメリカ、ヨーロッパではまだ拠点ありません。ただ、ロンドンにおける AIFMD とかといったことは勉強しているというか、試算している段階です。当然差はありますけれども、かなり収斂してきているのかなという印象を持っております。以前は本当にシンガポールではエグゼンプト・ライセンスでやってしまえば、それこそ1人か、2人でもできちゃうという状況があったと思いますが、そこがぐっと底上げされてきて、ある程度は収斂してきていると感じているのが1つ。あとは、外で活躍するようなプレーヤーと申し上げたのは、どこにいてもリターンは出し続ける、パフォーマンスを出し続けるというのは前提条件であり、むしろ海外の投資家に評価されて、投資をしていただけるような存在になることで、日本の投資家の見る目も変わっていくのかもしれないという意味です。

多分どこでやるかということは直接関係なく、きちんと法制に準拠してやるというのが当たり前ですので、その上でパフォーマンスを上げて、投資家ニーズを汲むことによって、ビジネスとして成長していけるかどうか、そこがすごく大事なのだという趣旨です。

〔柳川氏〕

ある程度の機関化ということで、かなり規制は入ってくる中で、ファンド・マネジャーの方がやれることは限られてきているというか、自由度が阻害されている面はないのかなと。極端に言えば、すごく透明性を高めれば高めるほど、ある意味でオートマティックなことしかやれなくなってきはしないのか。そうすると、本来のパフォーマンスが上げられなくなりはないのかと、そのあたり、現状どうお考えなのかというのが1点。

それから、逆の話ですけれども、例えば法の抜け穴的なところで儲けたという実例も過去にいろいろあるので、そういうことをしないと儲けられないのではないかと思っている投資家とか、一般の人も多いのだと思います。そういうことでなくても、ある程度きちっとした形で儲けられるのだということをどうやって投資家の人たちにわかってもらうか、あるいは示すかということが非常に大事になってくるのだと思います。

3点目は、先ほどガバナンスが定型化されてきたというお話があったのですが、ある程度ルールはできるのですが、そのルールがあっても、AIJ の問題が本当にそうだったかよくわからないのですけれども、極端な詐欺的な行為、完全に報告書を改ざんするようなことが出てきちゃうと、お手上げなのではないかなという気がするのですけれども。

〔山内氏〕

1点目はおっしゃるとおりで、08年のリーマン危機後、とにかく機関投資家は透明性、流動性最優先で、ヘッジファンドは従来3カ月に1度解約ができますという条件だったものが、月次ではないとだめ、デイリーでないだめと。日本の公募投信のような解約条件を求めるような。あるいは100%開示してくださいというような、流動性、透明性がすべてという動きがあったのですけれども、今やや揺り戻しが起こっているところがありまして、そこまで行ってしまいますと、結果的にパフォーマンスを犠牲にする面も当然出てくるのです。

投資家によってもケース・バイ・ケースですけれども、毎日、毎日、運用状況が送られてきても、どう反応すればいいのか。そもそも長期的に委託しているものであるのに。一時はそっちのほうに行ったのですけれども、今は逆にそういう運用をしないでくれ、もう少し流動性に対して安売りするようなことはせずに、その一方でパフォーマンスに対してコミットするような形でやってほしいというような投資家が増えてきているというのも現状かと思います。

2つ目は、いかに投資家に説明するかということですが、ここは非常に悩ましくて、やはりパッシブ的な運用であればあるほど、あるいは市場との相関が高いような運用であればあるほど、わかっていただけやすいと思いますが、そうでない運用で、なおかつ、例えばモデルを使ったり、あるいは運用者の長年の経験と勘に基づきということになりますと、そこを事前にご理解いただくのは簡単ではない。ある程度のトラックレコードが必要だと思いますし、それを運用者個人としても、あるいは提供する運用会社としても、今後も継続して再現していけるということに確信を持っていただけるようなご説明が必要なのだろうとは思っております。

3つ目の詐欺的行為ですけれども、どの業界でもそうだと思います。必ず悪知恵の働く人はいると思いますが、最低限の投資家、顧客側の事前のチェック・ポイントの段取りを踏めば、それはイコール、何度か申し上げている定型化されたでき上がったフォーミュラに乗っかっているということですが、そこができれば、例えば運用報告、あるいはファンドのネット・アセット・バリュウの報告に運用者が全く介在できないような形で投資家ないしは投資家の代理人が確認できるようなフローというものが定型化されていますので、そういう仕組みであるということさえ確認できていれば、AIJ、マドフのような本当に悪質な詐欺的行為といえますか、粉飾的なことは、まず難しいであろう。

〔松尾氏〕

まず1点目で、経営と運用の分離というお話があったのですけれども、実務的にはファンド・マネジャーもリスク管理やコンプライアンスを意識せずに仕事ができないというか、してはいけないという環境にあると思いますので、やや限界はあるのではないのでしょうか。特にミドルやバックが最初に基準をつくったとしても、ファンド・マネジャーが暴走しないように、ちゃんとモニタリングする必要があると思います。そのモニタリングをするに当たっては、余り遠くからモニタリングしてもうまくいかないの、近くに行ってモニタリングしなければいけない。やはりある程度介入せざるを得ないのではないのでしょうか。恐らく御社の場合、規模が小さいので、実際非常に近くにおられるので、モニタリングしやすい環境にあるのかなと想像はするのですけれども、その辺のところをちょっと教えていただきたいというのが1点目です。

2点目は、よくシンガポールと香港と競争して、日本の資産運用業界の競争条件の問題として、1に税金、2に規制環境と言われています。グローバルに規制環境が収斂したと指摘されましたが、そこはレギュレーションとエンフォースメントを分けて考える必要があり、レギュレーションは同じだけれども、エンフォースメントが違うとか、その辺のご感想を教えていただければと思います。

3点目は、昨今のAIJ絡みの金融庁の規制が今年の4月、あるいは7月から施行されるのですけれども、要は特に厚生年金基金はプロではない、素人であるという前提の規制になっており、投資一任業者が分散投資義務を年金が果たしているかどうかチェックしないといけないとか、適合性原則というのが入っていて、その辺のご見解と、それに関連して、こんな現状ですと、日本の年金は将来がないのではないのでしょうか。恐らくパフォーマンスのいいファンドは日本の機関投資家はもはや相手にしない。逆に日本の年金基金などの資金はいらぬといつて、日本の将来にとってマイナスになるのではという危惧もあって、その辺のご見解をお伺いしたい。

〔山内氏〕

1つ目の運用者のモニタリングですけれども、運用者は経営ノータッチというのは言葉が過ぎたかもしれません。要は、私が運用者に言っているのは、後ろめたいことは絶対するなど、この一言なのです。当然そういうような予備知識と職業倫理観は持った上で、日々の業務としては運用に集中するというのをやってもらっています。

小規模組織であり、運用監督に当たる立場の人間が、当社ですと、運用部門を管掌する

社長はリスク管理的な観点で、何か変なことをやったらオーバーライドもできますし、運用権限を剥奪するということもできる立場で、半径 10 メートル以内くらいに座って常時見ているという形です。

さらに、シンガポールの子会社がインベストメント・マネジャーという立場でポートフォリオ・マネジャーの指図に基づいて、実際のトレーディングを行っており、当社のシンガポール法人の代表者が最終的な運用執行権限を持っているということで、要はその枠組みから外れるようなことが起こったら、執行しないという形での枠をはめてやっております。

2つ目のタックス、規制の話ですけれども、完全に欧米と同じような環境になっているのかと考えると、運用としては定型化されたオフショア籍のファンドでもって、一般的なヘッジファンド運用をやるということだけで考えれば、これは日本にいても、ロンドンにいても、シンガポールにいても、同じような運用ができるようになっていると思います。

ただ、現実的に日本の投資家とのビジネスで考えてみますと、それぞれの業態によって運用の中身よりも個別のニーズがあり、金融機関、例えば地銀でしたら、国内籍投信でないと投資はできない。オフショア物だと英文の書面を全部デューデリジェンスして読んで、検査官が来られたときにはそれを役員が全部説明してということは現実にはできないので、国内籍の箱にしてくれと。国内籍の投信委託会社で、オフショアのヘッジファンドと同じような運用ができるかという、プライム・ブローカーもいませんし、信用の出し手もいませんし、デリバティブその他複雑なものが入ってくると、そもそもブックもできないということで、国内籍になると非常に限られるという問題があります。

一時期それで外国籍投信をリパッケージするようなことがありましたけれども、これも昨年、いくつかいわゆる‘箱貸し’問題が出ましたが、現実には難しいということで、間接的に投資家行動から非常に制限されていると感じることはございます。

3つ目の投資家の適合性ですが、一口で年金と言いましても、大手企業の企業年金もあれば、総合型の厚生年金基金もあり、そこが今は厚生年金の議論になっていると思いますけれども、非常に習熟されている投資家がいるのも、また事実だと思います。それをカテゴリーとして一律にこうだという形で進めてしまうのは、弊害もあると感じております。

〔鹿毛氏〕

何人かの方がおっしゃった 5 ページの定型化に関してコメントします。要は投資家がきちっと判断している限り、ああいう AIJ のようなものは起こらないということですが、実

態を見る限り、年金基金の現場で運用している人たちで、金融証券のプロという人はあまり多くないと思います。

多分 20~30 程度はどこかの信託銀行にいた、証券会社にいたという人がいるのですが、日本株をやった、債券をやったという程度の専門性であれば、ヘッジファンドのデューデリジェンスはなかなか大変だと思います。では基金がどうやって受託者責任を果たしているかといいますと、大体 500 億円以上残高がある年金基金というのは、いわゆる大企業の年金と総合型と合わせて、150 前後あるのです。この 150 くらいの基金は、大雑把に言いますと、コンサルタントを雇っているというユニバースとほぼダブっているわけです。ですから、基金内にヘッジファンドのプロがいない以上は、結局は外部の専門家の判断に依拠して動くことになります。

つまり、大手 150 基金程度はコンサルも使い、あるいは信託その他、外部の専門家の意見のデューデリジェンス機能を活用するという形で受託者責任を果たしている。今回の AIJ 事件でも、2~3 の例外を除けば、大手基金はあまり被害を受けていません。被害基金は、そのユニバースの外側の、専門性が十分でないにもかかわらず、自分で決めてしまったところが大部分です。

問題は、そういう大手のコンサルを使うところは、グローバルなユニバースの中でどこが一番ふさわしいかという判断をしていくので、長期のトラックレコードや、残高が重視され、新しい独立系は、その中に入りにくいというのが現実です。別に日本に限らず、独立系か大手金融機関子会社かに限らず、要は歴史の短いところが成長軌道に入るには時間がかかる。独立系だから採用しないのではなくて、長期トラックレコードなり、実績が必要であるという議論ですね。

一方で、コンサルにも頼まない、組織内に専門家はいないといった基金で、説明に来たから、先輩がいたから、といった理由で投資したのが、AIJ の実態であるわけです。だから現状の、実績のない独立系には慎重に、という傾向が見られる背景には、そうした事実があると思います。

顧客がちゃんと見ている限り問題は起きませんということは、相手がちゃんと見なければ、問題が起きる可能性が高い、ということになる。結構根が深い問題ですね。逆に大手基金の、プロ的な選別プロセスにどうやって入っていくか。あるいはどういう形で相手の理解を得ていくか。これからの独立系を見ると、従来と比べるとその点でちょっと門が狭くなっている、どうやってそこを越えていくかという議論が 1 つあるような気がします。

〔上村氏〕

コンサルタントがいても、厚労省出身者とかが多いのではないですか。

〔鹿毛氏〕

確かに総合型基金の中にはたくさんいますけれども、厚労省出身者でも、優秀な人は少なくないと思います。何万人という厚労省の組織を維持してきた人たちですから。

〔上村氏〕

ただ、厚労省は詳細な監督権限を持っているわけですから。そこに厚労省のOBがコンサルタントとしているわけですね。

〔鹿毛氏〕

現実には聞いた話ですけれども、例えば大阪の厚生年金基金では、AIJが来たけれども、1件も引っかかっている。社会保険庁出身の常務理事がずらっといて、例のコンサルであった人は、奈良にいたこともあった。当時部下だった人が、そのコンサルタントにいろいろ質問したら来なくなったというケースもあったようです。

〔上村氏〕

今、事件になっているケースを見ていると、その金融機関はたまたま被告になっているけれども、ほかの金融機関はみんな断っているとか、そういう話は結構多いのですね。

〔鹿毛氏〕

今申し上げた150とか、ある程度以上のサイズがあるところでは、いろんな意味でデューデリジェンスなり、意思決定の経験も5年、10年としてきて、多少の失敗もしてきたので、個人個人は専門性がなくても、それほど変なことはしていないと。

〔上村氏〕

問題は、そうであっても、厚生年金保険法上は運用受託機関への委託義務があるわけです。たとえこちらにいくらプロがいようと、何であろうと、投資顧問とか、信託銀行に委託しなければならないと法律はなっている。それはなぜかという、基本的な受託者責任というか、フィデューシャリー・デューティを負っているのは、やはり顧問とか信託銀行だという観念がそこにあるのですね。それは委託者に負っているという面と、委託者に委託している末端の労働者というか、ここに直接負っているという面と両方あるわけです。アメリカですと、そのことがはっきり書いてあったりする。

そういう意味では、ここにいくらプロがいても、プロであるがゆえに、かなりハイリスクなことをやったとすれば、この人はこの人のための考えで末端の労働者のために考えて、

誠実に運用しなければならないことになっていると思うのです。

金融庁がものすごく責任を感じていろいろやっていますけれども、あれは業者一般としての規律ですから。やはり年金のスキームは、厚生年金保険法の委託義務というところからあるので、

こちらが、たとえ相手にプロがしようと何であろうと、やめているというのはいっぱいあるのです。だから、真っ当なほうの業者は、顧問業協会が注意義務研究会をつくって議論してきたことが効いているという面もたくさんある。そこは評価できると思います。

〔山田氏〕

オブザーバーの立場で恐縮ですけれども、私どもは明治安田生命の子会社ということで、山内さんと全く違う。例えば運用についても、グループ運用やチーム運用とか、継続性を非常に重視しています。山内さんの会社では、自由にやっつけらっしゃるという意識を持っています。

我々の会社ですと、親会社がいろいろとチェック機能、モニタリング機能という、かなり厳しいやりとりがあるのですけれども、御社の場合、2009年、MBOをなされた。今後、お仲間の中で株を持っていこうというお話がありましたけれども、独立系の会社でモニタリングというか、ガバナンスのところのチェック機能についてはどのようにお考えでしょうか。

〔山内氏〕

それが生命線だと思っていまして、いかに組織の中で牽制のメカニズムを入れていくかということに尽きるのだらうなと思っています。突き詰めていけば、会社としてのリスク・マネジメントをどうするか、そのフレームワークをどういう形でつくっていくのかということに尽きるのかなと思っています。私は代表取締役ではあるのですが、社長は別に代表取締役社長がおりまして、主に業務運営を担当し、運用権限を会社から与えられたポートフォリオ・マネジャーを管理監督するということをやっております。それから、シンガポールにいる別の取締役がポートフォリオの中身について、リアルタイムでチェックし、問題がないかどうかを常時監視監督するという立場です。

代表権を持っている社長を含めた役員中心にリスク・コミッティのようなものを設けて、その中で運用戦略の採用、ポートフォリオ・マネジャーの起用及び継続、あるいは停止の判断というものを定期的にやるような形で、その機関決定に基づいて回していくという立て付けにしています。これはもっともっと深化させていかなければいけないという問題

意識は持っております。

〔池尾座長〕

まだまだ議論は尽きないところですが、予定の時間がほぼ来ておりますので、このあたりで第6回のコーポレート・ガバナンス研究会は終わりにしたいと思います。

以上