

第1回 拡大版コーポレート・ガバナンス研究会

(平成26年1月29日)

(池尾座長)

では、ちょうど定刻になりましたので、ただいまからコーポレート・ガバナンス研究会を開催いたしたいと思いますが、投資顧問業協会も直面する課題が非常に多いようで、拡大版でやらないと対応し切れないのではないかとということで、拡大版で今回はやらせていただきますということです。その趣旨とか詳細に関しましては、後ほど協会事務局より説明していただきます。それではまず、岩間会長から開会の辞をいただきたいと思います。

(岩間会長)

お忙しいところ、この研究会に大変御協力いただきまして、本当にありがとうございます。7回終了して、これで8回目ということで、たまたま年末に金融・資本市場活性化有識者会合の提言が出ましたので、その中に、具体的には、機関投資家・運用機関の運用力といった総合的な金融力を飛躍的に高める施策を戦略的に講じられる必要があるということなどが盛り込まれておりまして、さらには、金融商品・サービスを多様で魅力あるものにしていかなければいけないということがうたわれております。私ども、参加させていただいておりますので、私の立場でいろいろ申し上げておりまして、そういうことも含めて、これからうちの業界でやっていかなければいけないことは結構出てくるものですから、そういう観点で、先生方の御意見も頂戴しながら、我々が今後どのように動いていったらいいかという方向性のアドバイスをいただきたいということでございます。

そういう中でこの研究会は、先ほど先生がおっしゃいましたようにコーポレート・ガバナンスを中心にやってまいりましたけれども、今回、業界がこれからどう対応していったらいいかということに広げて検討したいということでございますので、ひとつ多面的な角度から御意見、アドバイスをいただければと思っています。よろしく願いいたします。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。それでは、拡大版でやることの趣旨とか、専門メンバー、開催頻度等について協会の事務局より御説明をいただきたいと思います。

(岡崎企画部部長)

今、岩間会長が、我が国の資産運用業界が抱える課題などについて、この研究会の場を活用して活発な議論を行ってまいりたい旨、またその背景について、昨年の金融・資本市場活性化有識者会合の提言などについて説明をされましたので、事務局からは、専門メンバーの方々を御紹介し、また、今後の開催頻度などについて説明したいと思いますので、お手元のA4横の資料の4ページをおあけいただきたいと思います。

こちらの4ページに、メンバー、開催頻度等ということで、上から2つ目でございますけれども、従来のコーポレート・ガバナンス研究会のメンバーに加えて、資産運用業のあり方等について深い議論を行うことを目的として、資産運用会社の現役の経営者の方を専門メンバーとして数名迎えるということで、専門メンバーの方々のお名前を記してございます。五十音順でございますけれども、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社の猪股社長、野村アセットマネジメント株式会社の岩崎CEO、そして、きょうお忙しい中、御参加いただいておりますが、東京海上アセットマネジメント投信株式会社の大場社長、HCアセットマネジメント株式会社の森本社長に御就任をいただいております。専門メンバーの方々につきましては、可能な限り、この拡大版の研究会に御参加をいただいて、経営者の立場として資産運用業界などが抱える課題などについて積極的に御発言、御議論いただく予定でございます。この拡大版の開催頻度は、一番下のところでございますが、でき得れば、今後、3カ月に1回の頻度で開催をしていきたいと考えております。

事務局からの説明は以上でございます。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。何か御質問とか、これは違うというのがありますか。

(岩間会長)

ちょっと補足させていただいてもいいですか。実は、有識者会合はことしも続くことになっておりまして、ちょっと申しおくれましたけれども、今回のこの場の議論、それから今後の議論を踏まえて、私としては、そういうものもバックに持って参加させていただきたいと思っておるのが1つ。

そういう観点で、この4人の方々をお願いしたのは、池尾先生とも御相談いたしまして、投資顧問会社もいろいろなグループがございますので、そのグループを代表するような社長に出ていただき、業界の中でも割に多面的な角度で議論ができるようにしたということでございます。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。特に御質問等ございませんか。

従来やってきたコーポレート・ガバナンス研究会も継続するということですが、冒頭にも申しましたけれども、協会もいろいろと課題を抱えられていて、それに少しでもお役に立てたほうがいいだろうということで、拡大版を間に挟んで開催したいということですので、よろしく願いいたします。

それでは、本日は、資産運用業界に関する課題等について、今御紹介があった専門メンバーの方からヒアリングを協会事務局がしていただいて、それをまとめていただいております。その内容を御説明いただいた上で、フリーディスカッションに移りたいと思いますので、ヒアリング等の結果について御説明をお願いいたします。

(岡崎企画部部長)

それでは、同じくお手元の資料の5ページからが専門メンバーの方々にヒアリングをした結果でございます。資産運用業界や金融資本市場などにおいて課題と皆様が考えておられること、あるいは問題意識をまとめてございますけれども、ポイントを説明したいと思います。

まず、5ページの1つ目と2つ目、こちらはきょう御参加いただいております大場社長の問題意識でございます。まず1つ目は、日本の投資信託の残高は80兆円で、米国の1,400兆円の20分の1の規模しかない。GDPで見ますと、日本のGDPはアメリカの約3分の1でございますので、そうした経済の規模に比べて資産運用の額の存在感が低いということで、その原因と考えられるのは、①個人の資金を自動的に投資に流す仕組みが充実していない、すなわち確定拠出年金の税の恩典の規模が小さいですとか、あるいはアメリカにございま

す個人退職勘定、Individual Retirement Account——IRAがないですとか、あるいは、始まりましたNISAについても規模が小さいといったようなことが1つ考えられるのではないか。②日本においては、個人が、過去の投資・運用において成功体験がない。例えば1987年にNTTが民営化されて上場されたときに個人投資家が大挙して株式市場に来たんですけども、結果として損をして、もう二度とやりたくないというようなこと、これが原因ではないか。そして、このことと関連してまいりますけれども、③個人はもう投資をやりたくないで、必然的に金融リテラシーも低いですし、あるいは、年金といった、本来、運用会社を厳しく見るべきアセットオーナーのリテラシーも低い。この3つが、日本において資産運用業界が伸びない理由ではないかという問題意識でございます。

それと関連いたしますけれども、2つ目のポイント、日本においては、世界一厳しいと言われる消費者、これは個人あるいは企業がメーカーですとかサービス業を厳しく指導して品質を高めるんですけども、金融、投資運用という分野になりますと、リテラシーの低さもあり、本来、運用会社を鍛えるべき個人あるいはアセットオーナーが鍛えていないのではないかというような御意見でございます。

1つ飛んで4つ目と5つ目のポイント、運用会社は投資家のエージェントとしてというところでございますけれども、そもそも運用会社は、いい運用成果を提供して、そして顧客の資産をふやすことでさらに運用報酬がふえて、顧客とウイン・ウインの関係で繁栄していく、すなわち顧客とベクトルの方向が同じはずなんですけれども、例えば金融コングロマリットの中の1つとしてある運用会社は、そういうことを意識して顧客のために活動しているのかどうか、また、そうしたことをチェックする体制があるのかどうか、そういった問題意識でございます。その下のところは、運用会社の経営者はそういった問題意識を持って運用会社を経営しているのかどうかといった問題提起でございます。

次に、6ページの上から2つ目、3つ目のポイント、運用投資対象についての問題意識でございますけれども、日本の社債市場には厚みがない。債権の運用というとほとんど国債の運用ではないか。したがって、債権のクレジット分析を行える人材が育っていない。

それから、ほぼ国債の運用でございますので、グローバルな視点で債券市場を分析して、それに基づいて運用できる人材がないではないか。その1つ下、今度は資金の調達サイドでございますけれども、資金需要が旺盛な非上場企業に、低格付ではあっても社債の発行を認めれば、社債市場が育成されるのではないかといった御意見がございました。

それから、その下2つでございますけれども、そもそも運用会社というのはリスクをとって運用すべきですけれども、ほとんどの運用会社がみずからリスクを分析して、リスクをとって運用していないではないか。パススルーという言葉を使っていますけれども、リスクをとった運用をしていない、したがって、運用機関、年金ですとか運用会社に人材が育たない。

その下でございますけれども、日本の公募投信の多くが海外の運用会社が提供するファンドを組み入れている、これは運用を放棄している、すなわちリスクをとった運用をしていない、運用能力がないということのみずから認めているようなものではないかという御意見がございました。

次に、7ページの上から2つ目、東京を国際金融センターにという昔から言われていることでございますけれども、仮に東京を国際金融センターにしたいのであれば、資産運用あるいは金融事務に係るインフラの質をグローバルスタンダードで見て向上させる必要がある。具体的には欧米、ロンドンやニューヨークで提供されているものと遜色のない事務、そういったサービス、インフラの質を高めるべきではないか、このままでは金は来ませんよという御意見でございます。裏返して言えば、現状、東京市場で提供されている事務インフラの質が極めて脆弱、低いという御意見がございました。

最後に、8ページの1つ目、資産運用に係る法律を一本化すべきとございますけれども、例えば年金運用、投資信託の運用につきましては、器や運用主体にかかわらず、資産運用は1つであるという考えのもとに、それを律する法律を一本化すれば、その役割、責任が明確になるのではないかという御意見でございます。

最後の2つは、ドイツのシュレーダー改革を見習ってはどうかという大所高所の意見で

ございますけれども、ドイツでは、企業間の持ち合いを解消し、民間企業の株式を個人投資家に開放することを促進するために、持ち合い解消による株式の売却益を、時限立法ではありますけれども非課税とした、そういったことを見習うべきではないか。持ち合いの最中は中心的な存在であった銀行の影響力が低下しますので、株式が保有されていた企業においては銀行の影響力が低下するので、企業におけるガバナンス向上を目指した政策も同時に推進をした。そして、終身雇用制度の見直し、雇用の流動化も図ったということで、資本と労働の流動化がシュレーダー改革の肝であり、この効果によって、現在、ドイツは好調な経済状態にある。日本もこうした改革を見習うべきではないかという大所高所からの御意見を頂戴しております。ポイントは以上でございます。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。それでは、自由討論としたいと思いますが、早目に退席されるということもありますので、まず大場さんから、もう少し直接御意見を伺えればと思います。

(大場氏)

岡崎さんから御説明をいただいた中にほとんど含まれているわけですが、若干つけ加えることがあるとすると、実は、8ページのドイツの改革をもう少し見習ったらどうかと申し上げたのですが、これは先生方にお聞きしないと詳しくわからないかもしれないですけれども、先進国、成熟国家と言われている国で、間接金融が中心で金融システムが構築されている国というのは一体どのくらいあるのだろうか。ちょっとこれは詳細をどこまで調べたかという問題がありますが、少なくとも間接金融というのは相対の取引が中心なので、なかなかオープンになりにくいという特性を持っていると思います。グローバルに通用する金融システムを目指すときには、どちらかというと直接金融の仕組みが前提になるような実態があるのではないか。グローバルに通用する金融システムといったときには、資本市場、証券市場がそれなりに魅力があって、よく機能するという条件が必要ではないかと思うわけでありまして、そういう観点からすると、間接金融の牙城みたいに言わ

れていたドイツが、今、気がついてみると、相当程度、資本市場中心の金融システムに移行しつつあるというのか、移行し終わったと言っていいのかわかりませんが、見事にそこは切りかわっているのではないかと思います。

家計に占める金融資産を見ても、日本は、金融ビッグバンを宣言した当初からの目的でもあったと思うのですが、貯蓄から投資へというのが遅々として進まない、相変わらず家計の半分以上が預貯金。デフレなので、理にかなっているという見方ももちろんあるわけですが、これに対し見事にドイツは家計の資産構成も変わっている。これはリターンがつかってきているというのもあるので、そこは鶏と卵の議論になってしまいますから、なかなか難しいところはあるんですが、ただ、事実はそのように見事に変わってきていると言えるのではないかと思います。

それで、私もそれなりに調べてみたのですが、やはりドイツも、日本の金融ビッグバンと並んで、金融市場を国際金融センターにしたいという意向があって、92年から順次、いろんな法律が成立している。資本市場振興法1次、2次ということで92年、94年、それから96年には投資家と雇用の流動化のためのアクションプログラムというのも制定されている。それから、ドイツの新興市場が97年に発足しているという事実もあるということで、相当意識した改革が行われてきたと思われます。偶然できたわけではないとも思います。

こういうことになりますと、ドイツの企業のガバナンスはどのように強化するのかということで、当然、問題意識が起きておりまして、新しいコーポレート・ガバナンスの強化では、98年の第3次資本市場振興法にそれが盛り込まれているということで、新しいコーポレート・ガバナンス行動を遵守するという表明等がこの時点で行われているということでもあります。今、第4次の資本市場振興法が2002年に制定されているということまで来ておりまして、コーポレート・ガバナンス倫理指針がこの時点で公表されていますので、資本市場が機能する仕組みを前提として資本市場の改革が進められてきたのではないかと思います。いずれにしろ、日本と体質が非常によく似た国民性とか、金融市場を持っている国が徐々に変わってきているということからすると、日本はまだそこには至っていない



ということでありまして、そのためには、証券投資をしたら中長期的にはリターンが得られるという実績も必要なので、これは鶏と卵の議論になって難しいのですけれども、この条件をどう整えるかということも同時に改革されないと、世の中から受け入れられないのではないかと思うところでもあります。

もう1点は、5ページで岡崎さんから指摘があったことですが、預貯金にこれだけ張りついているので仕方のない点ではないかと思うのですが、それにしても、日本の投資信託の残高であるとか年金の残高は、ここ10年、20年というトレンドで把握してみると、余りにも成長していないというか、余りにも低迷しているというか、これがグローバル比較をすると顕著だと思います。これもリターンがないからと言われるとそのとおりだと思うのですが、少なくとも、アメリカとそんなに大きな違いがなかった投資信託の残高が今20分の1になっているとか、年金の残高も同じようなことが起きていると思うんですけれども、それにかわって、日本の人口よりはるかに少ないオーストラリアであるとかヨーロッパ諸国の資産残高が相当程度積み上がっているということからすると、岩間さんが参加されている有識者会合の、新しい資産運用立国を目指すというようなことから非常に遠くなってしまっているので、ここをどのように改革していくかという問題意識です。したがって、この5ページの一番最初に書いてあることなんですけれども、自動的にお金が流れる仕組みを充実させるということと、そういう仕組みをつくった以上は、やってよかったという成功体験をどのようにして植えつけるか、そのための条件は何かということです。加えて、ここは個人と年金といったアセットオーナーの話を申し上げたのですが、これはお客様が厳しくなればなるほど業界は鍛えられるという観点で申し上げたわけで、こういうことを多面的に取り組んでいかないと、なかなか目指すべき資産運用立国は実現しにくいのではないかと思った次第であります。

では、あなたの会社はどうかと、運用会社としての決意を述べよということもあるかも知れませんが、これは、やはり運用会社がおお客様の資産をどのように増加させていくかという、その一点に追い込む仕組みが必要ではないかと思います。別の言葉で言え

ば受託者責任の徹底です。日本の運用会社の場合は、お客様の運用資金だけで成り立っている会社というのはそんなにあるわけではありません。総合的な取引の観点で資金の受託をしているということもあるので、そういうことではなくて、むしろお客様から評価されないと、もう仕事ができなくなるというような仕組みをつくっていくことが大事ではないかと思います。

(岩間会長)

ドイツが銀行の持ち株売却のキャピタルゲインを非課税にした、あれはいつでしたか。あれがすごく効いたんですよ。

(大場氏)

キャピタルゲイン非課税は2000年です。資本市場振興のための税制改革2000年というタイトルになっているんですけども、これは2000年に成立をしております、1年以上保有する株式の譲渡益が非課税という法律。

(鹿毛氏)

私も、長い間、運用機関の社長をしたり、今でも運用業界におりますが、一方で、企業連合会にもいて、いわば運用機関のお客という立場という経験もあって、両サイドの目から見た場合に、今日お聞きした専門メンバーの御意見、当然、運用機関の方の御意見だと思いますが、少々違和感があります。運用機関にもおりましたから気持ちはわかりますが、運用機関サイドの見方と運用機関以外からの見方には結構大きな差があるということだけは1つ申し上げておきたい。今日のメモだけをベースに議論を進めると、ちょっと片手落ちになる可能性があるだろうと思います。

その典型的なところは、アセットオーナーの金融リテラシーが低いから運用業界が伸びないという記述です。言いたい気持ちはわかるし、そういう面もあるかなとは思いますが、運用業界がこれを言ってはおしまいだらうと。ビジネスのイロハとして、客のニーズに合わせるのがビジネスだらう、ということから言うと、これはちょっと如何なものか。

それから、ここでの議論は、大場さんのご指摘通り、資産運用業界としてこれから事業

をどう発展させるかという観点と、それをもう1歩離れた資産運用立国というか、マーケットそのものを発展させる上の意見と、2つに分かれると思います。まず、運用業界発展の条件という観点では、ここにいろいろな問題提起があります。しかし本質的な問題として、結局資産運用業として、ついこの間まで、日本株も日本債券も十分なリターンが上げられなかった。つまり投資家から見れば、単年度は別としても、少なくとも3年、5年で見ればリターンが得られるという付加価値に対してフィーを払う事業であるはずなのに、日本の運用機関のコアビジネスである日本株と日本債券の運用が付加価値を提供できていなかったという事実があります。この点が、資産運用業の困難さの最大の理由で、そこを避けて通れないのではないかと。確かに現象的にはご指摘のような問題は山ほどあると思います。ただ、先ほどのドイツやアメリカのお話にしても、コアのビジネス、コアのプロダクトが付加価値を提供してきたので、業界としても発展してきたと思います。

一方で、世の中では、商品は別に日本株と日本債券だけではなくて、外株もあれば外債もあります。つまり、グローバルの投資家はそれなりのリターンを過去20年得ているわけです。グローバルの投資家はリターンを得ているのに、日本の投資家が日本の商品にだけフォーカスしている、これを選んできたのは日本の投資家です。日本株、日本債に大部分の資産を配分してきたのが、専門家のアドバイスはあったと思いますが、日本の投資家のディシジョン。日本の投資家の責任ではありますが、フィデューシャリーとしての運用機関は、結果論としてはリターンを上げるべき投資政策を提案してこなければいけなかった。この点、私の反省でもあるわけです。端的に言えば、外株なり外債をもう少し余計に持っていれば、長期的にもプラスであり得たわけですが、結果から見る限りそういうポリシーを持っていなかった。この状態を投資家のリテラシー不足と言えるのか、ちょっと次元が違う気がします。もう少し基本的なポリシーの問題ではないかと思います。要するに、投資家サイドが、日本株・日本債への強い志向を持ち、サプライサイドも日本株と日本債券中心の事業をしていたわけだから、運用の付加価値はあまり提供できなかったと思います。

この背景として、運用機関側の人材の問題もあると思います。例えば、今、大場さんが

会長をされているアナリスト協会、日本の証券アナリストは2万5,000人ぐらいいるわけですが、そのうちの多分9割以上の方は日本株と日本債のプロフェッショナルであって、それ以外の運用のエキスパートはほとんどいないと思います。結局、投資家サイドではもう少しリターンが出る、言い換えれば、結果的にはグローバル運用を期待しているのに対して、供給サイドがそれに十分対応できなかった面もあったと思います。例えば本日の事務局メモにリスクテイクの問題が指摘されていますが、結局、長期的にリスクとリターンが見合っていれば、リスクテイクは正当化されるし、行われるわけで、要するに、リスクに見合ったリターンがない状態が長く続いているとしたら、リスクをとらないのが合理的であった。さらに、機関投資家がリスクをとらなかった背景には、先進各国政府の政策の影響があると思います。例えば、生命保険に対しても年金に対しても、さまざまな会計基準、数理基準等の非常に厳格な規制を導入することによって、結果的には、民間の株、債券ではなくて、国債にお金が行くような政策が世界中でとられてきたわけです。そういう政策を一方でとりながら、一方で、年金とか機関投資家、生保にもっとリスクをとれというのは、かなり矛盾していると思います。この点は、例えば資産運用立国という点を考えていく上で、重要な論点になると思います。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。

(松尾氏)

私、来月に「人生のリスク管理」(金融財政事情研究会)という私の写真入りの本を出すんですけど、その中で投資について持論を展開しています。

この研究会で投資家と言う場合、最終的には個人に帰着するのかもしれませんが、市場型間接金融における、池尾先生のおっしゃる担い手である機関投資家を想定するのか、私みたいな個人を想定するかによってちょっと違うと思うんですけど、私は、ちょっと個人で、弁護士から離れて申し上げたいんですけど、大場さんのおっしゃることはごもっともですが、私は鹿毛先生と同じく③は賛成できないです。やっぱり投資家のせい

にしてはいけないと思います。

私の問題意識は、まず第一に、商品に問題がある。2番目に、売り方に問題がある。これは運用業界というより販社の問題です。

最近、1月に私が何を買ったか、個人向け国債です。もう損したくない、損ばかりしてトラウマになっています。それで、私がよく証券会社の人に言っているのは、利回り数%でいいから、ただ、個人向け国債は0.5%ぐらいなので、もうちょっと一、二%でいいからいい商品はないかと言っています。あることはあるんですけども、販売手数料が高いから、販売手数料を引くと、初年度はほとんどゼロです。そんなものは買いません。私の好みなので、もっとアクティブなものが好きな人もいられるかもしれませんが、販社の手数料と相まって、やっぱり個人向けの国債よりも投資したいと思える投資信託が現状は少ない。もうちょっと相場が下がったら買おうと思っています。

あと、外債の話が出ましたけれども、円高のトラウマがあるんです。これもトラウマなんです。買ったなら円高になってしまって、75円になりえらい目に遭った。これはもう日本国債、将来的にリスクあるかもしれませんが、個人向け国債は変動金利ですから、いいなと思って、インフレ連動型が出れば、もっといいなと思っているんです。

もう1つは、売り方の問題で、結局、何でそうなっているかというのと、売れやすい商品を販社が運用会社に要請をして、運用会社がつくって売りますけれども、売れやすいのは上がっているときなんです。去年上がって、いっぱい買った人はいるみたいですが、私はどうせすぐ下がるだろうと思ったら、案の定、下がっているわけです。私はもっと下がるとしています。なので、まだ買うつもりはないんですけども、下がっているときは、やっぱり怖いから、販社が勧誘しない。上がっているときのほうが勧誘しやすいので勧誘するんですけども、結局高値づかみで損をするので、またトラウマになるという悪循環なんです。

ですから、構造的に、多少改善はされていると思うんですけども、販社優先の商品開発がまだ残ってしまっていて、それで、販社のほうは短期的収益優先で、やっぱり中長期的に、

鹿毛先生がおっしゃったような、リスクをとってリターンがちょっとぐらい得られるというのを余り考えずに短期的に売ろうとするから投資家がもうからないので、日本国債や預金でいいということになってしまふんだと思います。この問題は昔から言われている話で、状況はよくなっていると私は思うんですけども、もうちょっと改善していただきたいと思います。

あと、東京国際金融センターの件については、有識者の報告書を見たんですけども、やっぱり税制に触れていないので、外資系の人とつき合っていると、最近も、ある外資系投資銀行は事務部門を香港に移すことになりましたけれども、やはり日本はコストが高いんです。税金としては、法人税だけの問題じゃなくて所得税の問題もあるんです。ただ、これは言っても絶対変わらなくて、個人所得税は多分上がる一方だと思いますので、なかなか根本的な解決は難しいと思っています。解決できるとすれば、大場さんがおっしゃった個人向け401k、私もやっているんです。あれを拡大するというのはメリットはあると思いますけれども、私的年金の新しい税制とか、ああいうのは期待したいと思っていますので、そういうのをできる範囲でやっていくことかなと思います。

(大場氏)

③については、原因が個々にあるということを行っているのではなくて、こういう現状が全体を低下させているということを私は申し上げたかったわけで、むしろ鹿毛さんが言われるように、これに合わせた営業を行っていると思います。なので、AIJ問題が起きるんです。つまり、接待をすればお金が受託できるというマインドがあるからああいうことが起きてしまうので、そういうのに合わせたことをやっていて、この業界が発展するはずがないだろうと、むしろそういう指摘です。なので、業界全体が発展しないのは、お客さんのせいだということを申し上げたいのではなくて、資産運用を健全に発展させるには、こんなことをやっていたのでは先進国型の成熟した資産運用業界にならないということなんです。

AIJもよく考えると、何であんなことが起きたのかというと、年金基金の理事が担うべき

受託者責任ガイドラインという立派なものがあるのに、ガイドラインに沿ってしっかりとやっていたら多分排除できたんだと思うのですが、そういうことが実際には働かないわけです。

(鹿毛氏)

それはよくわかります。

(大場氏)

運用力をどう評価するかということは大変に難しいと思います。良く事例で出てくるのですが、松尾さんが言われたように、上がっているときはそのファンドを売りやすいわけです。運用会社を選ぶ場合も同じで、アルファの出ている運用会社を選択し、アルファの出ていない運用会社が解約対象になる。だから、常に安値売りの高値買いをやるという結果になり易い。それがわかりやすいといえればわかりやすいんだけど、そのあたりを見極めるリテラシーをどう高めるかということが大事だということなんです、申し上げたいのは。これは難しいんだけど、このためにだめになっているとか、そういうことではないので、そこは誤解があったら、説明不足で済みません。

(岩間会長)

鹿毛さんがおっしゃった点なんですけれども、要するにホームカントリーアセットがだめであると。

(鹿毛氏)

少なくとも過去については、過度のホームカントリーバイアスが問題だったと思います。

(岩間会長)

そのときに、一方で、長いホライズンで運用しなければいけないということが厳然としてあって、グローバルに見れば、緩和するということは当然あり得て、しかし、それは進まなかった。これはどうしてなのでしょう。

(鹿毛氏)

結局、年金基金自身も含めて、年金運用の視点は長期であるという一般的なパーセプション

ョンがありますが、実は、特に企業年金の場合は、経理基準とか数理基準の強い制約がありますし、公的年金についても、四半期ごとに運用成果が公表され、損失が出ればその都度批判されるなど皆さんが一般的に考えているほどの長期運用ができないという、制度的に長期運用を妨げるような条件が厳然としてあります。そのため年金運用もそれに引きずられる面があると思います。

(岩間会長)

さらに追加の質問ですけれども、そういうことが問題だという問題意識がかなり広くあったと思うんですが、それがそのままいってしまった。要するに、それに縛られたまま、本来なら是正すべき方向に動かないまま来てしまったということはあるんじゃないかと思うんです。それをどうするか、そこのところを解明して、対応を打たないと、同じことの繰り返しになって、とどのつまり、何も変わらないということになってしまうという危惧を持つ人が結構いると思うんですけれども、それはどうしたらいいと思われませんか。

(鹿毛氏)

問題は、おっしゃられたとおり、はっきりしていると思うんです。これは日本だけの問題ではなくて、むしろ英米では、企業の確定給付年金は急速に減少しつつあるわけです。その理由の最大のもの、やはり厳しい会計基準であり、数理基準です。日本もそれなりに厳しいのですが、今のところは、企業がコストを負担しながら終身雇用とかいろいろな雇用条件・慣行のもとで、確定給付企業年金制度を例外的にキープしていると思います。

そういう意味で、確定給付年金を維持することがいろんな意味で必要であり、望ましいのであれば、そして、資産運用立国を目指すのであれば、やはり会計基準、数理基準という制度的な桎梏に正面から取り組むことが非常に大きなポイントになってくると思います。しかも、日本では、実は国際基準といわれたものを各国に先駆けてやってきたことも否定できないと思います。だから、国際会計基準などの国内適用についてのさじ加減もかなり重要なテーマになると思います。

(岩間会長)



例えば、オーストラリアが非常に大きな投信の残高を持っている。人口はずっと少ないけれども、日本の倍あるんです。これはやっぱり401kというか、確定拠出の制度が非常に普及していて、それに合った仕組みがつくられている。世の中の流れは、企業経営から見ても、確定給付から確定拠出のほうに行かざるを得ない。確定給付はできるだけ維持したほうがいいと思いますけれども、それはやはり環境によって左右されるだろう、一方で確定拠出は充実していかなければいけない、こういうことだと思うんです。それがどうして意図したほど普及しないか。これはいろいろな問題があると思いますけれども、逆にそういう普及を妨げるようなことがあったものを前提に考えて、どうしたらよくなるかということはかなり突っ込んで整理するというのは大事なんじゃないかなと。運用業界も、そういうことであるなら、それを受けて、そういったものに沿った商品開発なり、売り方なり、いろいろ考えることができると思うんですけれども、そこら辺はいかがでしょうか。

(鹿毛氏)

全く御指摘のとおりだと私は思います。オーストラリアの場合は、言うまでもなく、基本的には確定給付を廃止してしまったわけです。廃止したところで確定拠出を持ってきて、一部復活というのはあるようにも聞いていますけれども、基本的には確定拠出ということで、これを官民挙げてプロモートしているというのがあります。

それから、アメリカの場合に、これもよく言われることですがけれども、確定拠出が爆発的にふえてきたのは、株式相場が非常に好調になったときに、個人がそれに追随する形で増えてきた。逆に言うと、日本では10年前ですか、確定拠出を入れた時も、やっぱり株式市場が吹くまでは横ばいだよねという話になっていました。ですから、昨今のような状況になってくれば、確定拠出型年金制度の成長・発展の条件が整ってきたともいえるでしょう。一方では、これも御存じのように、制度そのものが、今の日本の確定拠出は、かなり制限的に、拠出上限も含めて非常に小さくできていますから、この辺の制度設計を将来を見据えて見直すことが重要な課題だと思います。ただ、基本的には、税制優遇枠の配分の問題でもあるので、確定給付を一方で維持して、確定拠出にも、税優遇も含めて広げていく

という議論をどういう形で進めるか、ちょっとややこしさはあるかもしれません。

(大場氏)

鹿毛さんの言われたことで1つだけコメントがあるとすると、日本中心の運用会社がマーケットのリサーチをやっていて、日本の市場が低迷しているので、グローバルに対応できなくなっているのが低迷を招いているという御指摘がありましたよね。実際は、そのことによって、日本の運用会社がすごく変質してきていると思うんです。どういうことかという、自分たちが運用するマーケットが長期にわたって低迷していたので、海外のいいファンドを探すというところに、ものすごく経営資源が割かれたんです。これは各社そうだと思います。なので、今売られているファンドといたら、実際は海外のものがすごく多くなっていて、それをどうやって紹介しているかという、日本の運用会社がどのファンドがいいのかということを目効きする、その部隊がすごく多くなってしまっている。コンサルタントもそこにすごく戦力を張っているということで、やっぱり母国のマーケットが低迷すると、運用会社が相当変質してしまっている現実がある。海外のいいファンドをどうやって探すかというところに、すごくどこの運用会社も経営資源が張られているという現象が起きているということではないかと思うんです。

(松尾氏)

大場さん、私、最近、ある小さな運用会社の社長さんに会ったんですけども、どこかわかってしまうかもしれませんが、この運用会社は、自社で小規模な投信で、自分で外国株とかを運用している。どうして日本の運用会社はそれができないんですか。やっているところはあるわけです。自分で外国投信を運用しているんです。

(大場氏)

当社もやっていますよ。

(松尾氏)

だから、自分で運用すればいいじゃないですか。

(大場氏)

自分で運用すればいいんだけど、個人向けの投信ですと、そういうことは可能なのかもしれないですけども、機関投資家である年金基金なんかに対してプレゼンテーションをするときに、限られた経営資源の投下をしているファンドと、向こうが母国で、相応の経営資源を投下しているファンドを比べられると、まず、定性的に太刀打ちできないかと年金基金から評価されてしまうんですよ。

(鹿毛氏)

それはそうですね。

(大場氏)

三、四人でやっているファンドですかと、こういう評価になってしまうんです。向こうは何十人単位で、そればかり見ている部隊を前提としてファンドをつくっていますと言われると、やっぱりアセットオーナーもそっちのほうを選択するので、当社の場合は、欧米のマーケットでやるのは、さすがにそこまで経営資源を投下できないので、アジア、シンガポールでそれぐらいの戦力を投下して、アジア株とか、アジアの債券をプロダクトとして提供しているという状況です。そのほうが定性的に見て納得感があるというか、なるほどとだけ思っただけだと。

(松尾氏)

それは現状なんでしょうけれども、それを言うと何も変わらないので、結局アセットオーナーが、リターンよりもそういうところばかり見るという問題ですよ。

(岩間会長)

私の乏しい経験で言いますと、基本的に、日本の運用会社というのはホームアセットの運用に強い。当然ながら、一番競争力がある。実際に今どうなっているかという、世界中どこにも日本株というマンドेटがないんです、機関投資家からも。要するに、バブルがはじけてウエートが低くなってしまった。それで、実際にどうなっているかという、カントリーマンドेटはどこもほとんどないわけですよ。アメリカぐらいですよ。今どうなっているかという、グローバルエクイティなんです。グローバルエクイティと

というのは、ホームカントリーのアセットの運用力が強くて、それが横にぐっと広がっていけばちゃんと成長するんだけど、こっちはぐっとなくなってしまって、外をやる暇もなくなってしまって、結局薄っぺらなものになってしまっているという、そんな会社ばかりじゃないと僕は思いますけれども、かなりそういうところがあるんじゃないかと思います。だから、そこら辺は運用会社の経営判断が間違ってしまったところがあるなと反省するんだけど。

(松尾氏)

結局、零細投資家は、そういうグローバルな相場はいいのに、日本が悪いから果実を得られていないわけです。損ばかりしているわけです。それは、結局日本の運用会社がグローバル化できていないからですよ。今、個人金融資産はこんなにあるのに、本当に個人金融資産が回ってグローバル運用ができるようになれば、結構できるはずなのに、どっちが先かわかりませんけれども。

(岩間会長)

実際には、いろんなところに拠点を張ってグローバル化する必要はないわけです。情報は非常にふえていますから。東京にいながらできるはずですから、確かに、おっしゃるようにそういうところが出てきていますよ。

(松尾氏)

私の議論は、どうして日本の投資家はグローバルなリターンが得られないか、最近は選べば何とかあるんですけども、私がよく言っているのは、現役世代は忙しいんです。投資なんて考えている暇はないです。

(岩間会長)

そのために我々がいるわけですからね。

(松尾氏)

そうです。任せたいんです。私はファンドラップにも関心があるんですけども、手数料ばかり取られてで終わらないようにする必要があります。本に書いたんですが、ファン

ドランプへの投資を考えているんですけれども、今はまだ高いなと思っているんです。だって、任せて損をするなら、誰がやりますか。それだけの話です。

(大場氏)

だから、グローバル投資も、円高が相当きいているんですよ。

(松尾氏)

それがトラウマです。白川総裁時代の日銀が悪いんです。

(大場氏)

グローバルにやったんだけど、結局為替でみんななくなってしまったんです。

(松尾氏)

私は日銀の責任だと思っているんですけれども。

(岩間会長)

それも本当に順張りになってしまっているんです。

(松尾氏)

私も、外貨建て投信を買ったら途端に円高になってしまった。世の中、そういう人はいっぱいいるわけです。だから、投資しないんです。

(大場氏)

そこは本当に残念ながら、成功体験がものすごく乏しくなっちゃってしまってます。

(岩間会長)

逆張りをやった人は、それなりに儲けていると思います。

(松尾氏)

でも、残念ながら、そんな逆張りする才覚はないわけです。本当は専門家に任せたいんです。大場さんとかに任せて、良しなにと思いたいんです。大場さんのところには相手されないかもしれませんが。だから、意見を言えそうだったら、販社との関係ですよ。運用の仕方というより、商品の作り方とか、売り方の問題が大きいように私は思うんです。なぜかという、運用業者は、機関投資家は別ですが、個人と接触しないです。

(岩間会長)

機関投資家の場合は、要するにリテラシーが低いとか何とかいう話は置いておいて、現実には、非常にリテラシーが高いところもあるわけです。それぞれに鍛えられているところはあるから、これはいいんだけど、やっぱりリテールのお客様というのは、結局セールサイドが全部決めてしまうわけです。運用会社に入ってくるフィーは非常に薄くて、セールスフィーが高い。しかも、アップフロントのウエートが高いということですよね。そうするとどうなるかというと、回転してしまうこともあるわけです。

(松尾氏)

残念ながら、証券会社のコンプライアンス部門の悩みも、いまだにそこはあるんです。昔よりはだいぶよくなっているんですけども。あとは、私は個人的に、年金は金融庁が監督していないからだめなんだ、受託者責任を厳しく監視されていないから、あと、訴訟がものすごく少ないです。訴訟のプレッシャーがないですよ。訴訟がないんだったら、行政が厳しく監督しないとイケない。

(大場氏)

訴訟というのは、誰に対する訴訟のことを言っているんですか。

(松尾氏)

いろいろあって、年金基金への加入者による訴訟があります。あと、一任業者への訴訟があります。それがものすごく少ないです。訴訟が少ないんだったら、行政が監督しないとイケないです。厚労省はできていない。ただ、民主党政権時代に厚生年金基金のAIJ事件があって、一部の先生はやろうとしたんですけども、やっぱりできない。今言ってもしようがないけれども、言うだけなら言ってもいいと思いますけれども、厚労省がちゃんと監督できていないです。金融庁が監督すべきだと私は思っています。

(池尾座長)

アメリカとの比較とか、オーストラリアとの比較という話がありましたけれども、今の話ともちょっと絡みますけれども、日本の場合に、巨大な公的年金制度が存在していると

いう事情がありますよね。オーストラリアにしても、アメリカにしても、そんなものは存在していないわけで、個人年金とか企業年金がメインの国ですが、我が国の場合は、普通の家計の最大の資産は公的年金受益権だと思います。それがメインであって、今、ずっと議論されてきたものは、あくまでもサブでしかないわけで、メインがどうなるかという心配、関心と、サブがどうなるかということではウェイトが全然違って、日本の場合は公的年金は大丈夫かというのが最大の関心事になるわけです。そういう以上にあるから、いろんところで、おっしゃっているような問題が起きているような感じがするんです。

正確には知らないんですけども、ドイツにおいても、急速に投信とかの規模が拡大したんですけども、それはドイツ政府が公的年金制度で十分将来面倒を見られるわけではないみたいなことを率直に国民に対して表明して、その分、自助で積み上げてもらわないとやっていけないんだというふうになった結果として、まさに自助努力としての投信みたいなことが拡大した。それに対して、我が国は、100年間公的年金は安心なんですということを今なお言い続けているわけで、そうしたら、公的年金でいいじゃないですかということで、企業年金とかは付録みたいなものだから、付録にそんなにエネルギーをかけてどうのこうのということにはならないので、GPIFの運用とかの話もありますけれども、私は公的年金制度をこのまま維持しているという大前提がある中で資産運用の話をして、すごく限界があるような感じが根本のところなんですけれども、そういう認識はおかしいですか。

(岩間会長)

でも、現実に1,600兆円がどうなっているかという話と、それから、公的資金の運用先がどうなっているかということが現実としてあって、実際問題として、それがそのままいけるかどうかという客観情勢があるわけですよね。

(池尾座長)

例えば、長期運用が制度的にできないようになってきているというようなことを鹿毛さんは御指摘になっていましたけれども、公的年金というか、公的なスキームでやっていたら、

そうならざるを得ないです。やっぱり国民の金を預かってとかいうことになると、毎年毎年ちゃんと経理をして、その年々で収益が上がったか、上がらないかというのをチェックするのが、国民のお金を預かっている以上責任があるという話になって、そうならざるを得ないわけです。そこも、公的な制度でやっているということの帰結の面が随分あると思うんです。プライベートなお金を預かってやっているんじゃないという。

(岩間会長)

ただ、どういうタイムホライズンで本当は見るべきなのかと。即時に認識しなければいけないものと、それから、そもそも5年なりかけて成果を見なければいけないもの、そういうのがごちゃごちゃになっているわけです。

(池尾座長)

それはそうなんですけれども、例えば予算制度にしても、単年度予算でやれるものばかりじゃなくて、もっと長いスパンでやらなければいけないようなものがあるのは明らかなんだけれども、でも、それは国の財政制度となると、そこでいや応なしに形式的に、たがみみたいなのがはまってしまうところがある。

(岩間会長)

例えば、ロイズの再保険マーケットの決算というのはどうなっているかというのと、ポリシーイヤーで見ているんです。単年は見ないわけです。要するに、それで間尺が合っているかどうかというのを見ていくわけです。これは極めて透明性が高く、説明力があるわけです。年金の評価だって、運用の評価だって、そういうことはやろうと思えばできなくはない。要するに、透明性があって、説明力があるものにすればいいわけで、即時認識して、四半期ごとに滑った転んだというのは、透明性が高いかというのと全然そんなことはないんです。それは非常に矛盾しているわけです。

(柳川氏)

おっしゃるように、公的年金でも、私的年金でも、いずれにしても長期的にきちっとリターンが出るような運用をすれば、どちらだって、それで回るはずだというのがあって、



理論的にはそのとおりだと思うんです。だからこそ、GPIFの改革が出てきて、もう少し自由度を上げようという方向が出ているんですけれども。さっき池尾先生がおっしゃったポイントの1つは、理屈はそうなんだけれども、やっぱり公的年金という枠がかかった途端に、国民のお金を預かっているという制約が意外なところできいてきて、岩間会長がおっしゃるような方向とは逆の手かせ、足かせがどうしてもかかる。結局、その繰り返しで、ちょっと緩められないか、いや、そんなのダメだとか。おっしゃるように、短期的に大きく下がってしまったからとか、本当なら、そんなことで見られても困るんだけど、途端に新聞の一面に載るわけですよ、国民の資産、こんなに大きく目減りとかと。そうすると、1つの改革は、公的年金でもそうやって自由にできるようにするという話と、もう1つは、池尾先生のポイントは、そもそも公的についた途端に限界があるので、公的というところをもう少し縮小していくということを考えないと、やっぱり自由度はなかなか獲得できないんじゃないかというのはありますよね。

(岩間会長)

そうだと思います。ドイツだって、受給年齢を引き延ばしたり、インフレ連動を抑制するといった事を実行したと聞いているんです。

(池尾座長)

そういう意味でいうと、ドイツ政府のほうが賢明であって、撤退せざるを得ない面が政府としてもあって、だから、可能な範囲では撤退するかわりにいろいろ制度整備をして、国民の自助に委ねるみたいな、ある意味すごく賢明です。ところが、我が国政府は、ずっとやっていける根拠とかがあるわけでもないのに全然撤退は考えないという形になっているので、どうしても、お役所という枠組みから完全に自由になれるかという、なり得ないですよ。さっきの厚生労働省がちゃんと監督できないとかの話です。

(岩間会長)

結果的に、1つの数字だけが全てを物語る、決めてしまうということは、それを解剖したものは何もなく、少しはあるというんでしょうけれども、ダイナミズムは何もわから

ないわけです。静止画像しか。そんなので判断するというのは、国民のためにならんですよ。

(池尾座長)

ならないんですけれども、語弊がありますけれども、そういうことを役人に言って通じますかという話です。

(松尾氏)

先ほどの話は政治の問題ですから、問題の先送りをずっとしている。私は年金のことも今度の本に書いているんですけれども、私なんかは個人的に将来年金をもらえないと思っています。自分はもらえないだろうと、自助努力するしかないと覚悟していますけれども。そういう時代になると私は思っていて、ただ、それにもかかわらず、いまだに支給開始年齢引き上げの議論を具体的に始めないわけです。65歳でもつはずがないです。70歳ぐらいになるだろうと個人的には見えています。それで、私はもらえないと。

問題を先送りしているので、それは政治と、厳しいことを言うと、選挙権を持つ国民性の問題で、それは幾ら言っても変わらないと思います。そういう中で資産運用業界はどうするか考える必要がある。変わらないと思います、民主主義ですから。なので、資産運用業界としてできることは、今回の有識者会議でいいことは、先ほど来、議論が出ている401kの拡大とか、新しい私的年金、企業年金よりさらに上の私的年金の拡大とかはいいと思います。私はそういうものをやります。自助努力型です。ただ、世の中は自助できない人もいますので、そういう人に社会保障で費用をちゃんと賄うためにどうするかということがあって、国民年金だけの人、私も国民年金です。上乘せで401k、昔、公務員だったから、共済年金に入っていますけれども、国民年金だけでは生活できないです。非正規は多いです、だから、結構深刻な事態だと思っています。そういう人たちに回すお金をどうするかというのは、やっぱりグローバルの運用の恩恵を通じて少しでも還元するのが大事だと思いますので、運用力の強化というのは、抽象論で具体論はないんですけれども国民全体にとって非常に大事だと思っています。

(柳川氏)

ずっと議論にあるように、この話は、結局、為替も含めてマクロ的な状況に大分左右されるので、鶏と卵みたいな関係がずっとあるわけなんですけれども、ただ、それを言っても切りがないというか、この話は、そういうマクロ関係は余りよくなかったとしても、資産運用のところで何か伸ばして、良循環をもたらせないかというのが、もともとの有識者会合の目的だと思うんです。

そうすると、ある意味でマーケットが余りいい風が吹いていない中で、資産運用業界としてどれだけバリューを出していけるかということで考えると、前にも申し上げたことですが、やっぱり運用のエキスパートをきちっとつくっていくということなんですけれども、そのエキスパートがなかなか外から客観的に評価しにくいという問題があって、簡単にいえば、マーケットが良かったから、あるいはたまたま運がよかったからすごくもうかったという人と、本来ならば、能力があってもうけられた人とは違うはずですが、そこを顧客側がどこまで判断できるか、その十分な情報が実はない。それは、顧客側だけでもないんだと思うんです。業界内部でも、ある程度の分はわかるけれども。

だから、本当は先ほど言ったように、円高になったり、あるいはマーケットが悪かったから全体が沈んでしまうんですけれども、ただ、そんな中でも、ベターにやれる人は少しましなパフォーマンスが本当は出せるはずですよ。それが、結局わからない、その区別が余りできないということは、エキスパートであることと、そうであることとで、外側からすると余り区別がつかないという状態になってくるんだと思うんです。そうすると、評価をしようにも、いい人に預けようと思っても、結局はマーケット頼みなのか、マクロパフォーマンスが悪ければみんなだめなのかという話になると、お金を出すほうは、ここに本気で預けてみようとならない。だから、やっぱり大きなポイントは、本当にエキスパートであるというちゃんとしたリターンが、もちろん100%、常にみんなよりベターオフできるわけではないので、そこは難しいところだと思うんですけれども、外側にきちっとわかるようなところで評価を出していくという、そこに結構かかっているんじゃないだろう

かと。

(岩間会長)

大場さん、トラッキングレコードは、チームのトラッキングレコードだけじゃなくて、プレーヤーのトラッキングレコードをディスクローズしようという話があるじゃないですか。どういうチームがやっていて、誰々がどうなっていて、どういう経験年数で、どれだけコンシステントにパフォーマンスが出ているか、そういうことをもう少しきっちり出す必要はあるかもしれませんね。

(大場氏)

投信協会で、今、外部の方々との意見交換をしています。その中でいろいろな御意見をいただいているんですが、今、柳川先生から御指摘された点は、多くの方から指摘されていまして、要するに、外から見てどうやって評価したらいいんだということなんです。それで、本当に能力があるかどうかというのは、そんなに簡単なことではないので、まずその前の段階で、今、岩間さんが言われたように、どういう人が運用しているのか、その人のキャリアはどういう人で、トラックレコードはどうなのかだとか、そういうこと自体のディスクローズを充実させるというところから始めたらどうかと。

(柳川氏)

そうですね、それは大事だと思います。

(大場氏)

こういう話を結構いただいているんです。それで、松尾さんからのお話があった販売会社の問題についても、どの販売会社がどういうファンドをどのぐらい販売しているか、ディスクローズする必要性が高くなっているということです。これは運用会社に言われてもなかなかわからないことなので、証券業協会とか全銀協など販売会社の課題だと思うんですけども、こういうディスクローズの充実をする必要性も強く訴えたいというお話もいただいているんです。なので、販売会社に対してのディスクローズの充実、それから、運用会社の実際にどういうキャリアの人がやっていて、どういう実績だったのかというディ

スクローズの充実は、今後検討する課題ではないかと思います。

(岩間会長)

わかりやすくする工夫なんていうのは思いつきますか。

(大場氏)

投信協会で実施した意見交換会で、より投信を普及させるにはもう少しレピテーションを高める必要がある、すごく印象が悪いと外部の方から言われているんです。松尾さんのお話と同じなんだけれども、手数料が高くて全然リターンがないというように、いい印象を持ってないと。手数料の安いノーロードのファンドなんかもあるんですけども、そういう事実よりも、手数料ばかり取られてというイメージをものすごく植えつけてしまっている。

(松尾氏)

リターンがあれば、手数料は高くてもいいんです。リターンがないのが問題なんです。

(大場氏)

それと、もう1つ言われていたのは、去年の投信の話なんですけれども、リターンが高い順番のリストがよく出てくるのですが。ところが、3年とか5年になるとどうなのかという中長期の観点のディスクローズももうちょっと必要なんじゃないのかと。特にNISAなんかは中長期的な商品なので、そういうことについての充実の話も出ていました。

あと、マスコミの報道では残高が1,000億円以上の投信のパフォーマンスが中心のようです。残高が1,000億円以上だとみんなインデックスが勝ってしまっているんです。そうすると、アクティブマネジャーはだめかという、実はそうではなくて、残高が100億円から500億円ぐらいのファンドで、立派なリターンを上げているアクティブファンドは結構あるんです。これが対象外になってしまっているの、それもイメージを悪くしているんじゃないか。そういう問題も指摘されていました。

要はディスクローズをもっと充実させて、事実をちゃんと理解してもらおう努力をもっとすべきだという御指摘をいただいています。

(柳川氏)

そこはおっしゃるように、短期で見てもらっても困るので、長期で見てほしいということですね。それはさっきの公的年金の話もそうでしたけれども。そうだとすると、やっぱり短期のパフォーマンスのディスクロージャーじゃなくて、長期のパフォーマンスのディスクロージャーをみずからしていかないと、長期で評価してほしいといっても、じゃ、長期のデータはどこにあるんだということにはなると思うので、実は見てほしいというところがきちんとディスクロージャーされていくことが必要かなと。

(松尾氏)

大場さん、ライフサイクルファンドは、一時期はやって、最近はやらないように私は思うんですけども、こういうニーズはあると思うんです。私、ちょっと運用は素人で申しわけないんですけども、ああいうファンドで、相場は、今、ボラティリティーが非常に高まっていて、なかなか難しいんですけども、運用は、例えば相場が下がるときに空売りをかければリターンが上がるはずじゃないですか。でも、何となく順張りが多いですよ。どうしてそうなんですか。

(大場氏)

それは大変難しい議論で、売ればリターンが上がるんだけど、売るということは、逆に投資行動をとっている人がいるから売れるんです。だから、逆に投資行動をとっている人は相当やられているはずなんです。そこはゼロサムだから、ロングで上がっていかないとやっぱりだめだと思います。自分だけの話になってしまうから、自分だけがうまくやっても、競馬と同じですよ。失敗したことは余り言わないけれども、もうかったときは、皆さん話したがりです。

(松尾氏)

そうすると、日本株とかに注目していると……。

(大場氏)

だから、日本株が中長期的に右肩上がりじゃないというのが決定的な問題だと思います。

(松尾氏)

それは残念ながら将来も期待できないと私は思っているんですけども、そうすると、グローバル運用するしかないですよ。

(大場氏)

これは私の理解ですけども、今起きているいろんな改革は、30年株価が低迷している状況をいかに脱するかという条件をどう整えようかということで、右肩上がりのマーケットにしないと、世界の投資家も注目しないので、この改革をやっていこうということじゃないかと私は理解をしております。

(松尾氏)

目先のことですよ。今の政治で構造的にはそんなことは考えられないと私は思います。だから、グローバルで利益を得るしかないんじゃないかと。

(大場氏)

そう言ってしまうとそこで終わってしまうんですけども。

(池尾座長)

だから、日本企業自体が日本市場だけで利益を上げる存在ではないですから、本社機能を日本にとどめるという努力をしなければいけないんですけども、企業のほうにグローバルに稼いでもらって、国内株式市場で還元してもらえれば。

(岩間会長)

やっぱり企業が付加価値を高めてくれないと、結局よくならない。そのために何をするかという話ですよ。

(大場氏)

東証一部でも200社くらいは、ちゃんとこの30年でも、株価も配当も含めて考えると、投資家にリターンをもたらしていますので、全くだめかという、そうでもないということだとは思いますが。

(岩間会長)

そういうディスクローズが足りないよね。最近、ちょっと出るようになった。

(大場氏)

私も一生懸命やっているんですけども、それがまた、みんなオーナー系だと、リターンも。柳川先生のレポートじゃないですけどもね。だから、うちは、別に宣伝するつもりはないけれども、オーナーズファンドというのをつくったんです。売り出しているんです。オーナー会社ばかり集めているんです。

パフォーマンスは悪くないんだけども、売れるのですが増えていきにくい。何でだろうと思うんだけども、結局、これも成功体験がないので、ちょっと上がると売ってしまうんです。長期で持つとリターンがあるという経験がないでしょう。

松尾さんが言う販社の問題なんですけれどもね。長期で成功体験がないというのは、いろんなところに影響が起きている。

(山田氏)

3点ほどあるんですけども、先ほどから成功体験がないという話があって、資産運用という概念の理解が非常に薄いのかと。我々業界のプレゼンスが低いというのがあるのかなと思うんですけども、大体、投資というと、FXとかCFDとか、一般的に、我々から見ると投機みたいなものという理解が多いと思います。先ほどおっしゃられたように、上がればすぐ売るというのがありましたけれども、うちの会社でも、大体ローンチして2割上がると、あっという間に残高がガサッと下がるというのがありまして、そういうところから、例えば、私は協会に出向しているときに、大学の寄附講座を担当していて、学生さんのアンケートを見ていると、証券会社と資産運用会社を混同しているようなケースが多いというのがありました。我々としては、資産運用とはどういうものなのか、投機というのはどういうものか、リバランスを行っていく中で時価総額が上がるようなものが資産運用であるということを啓蒙することで我々のプレゼンスを高めることが1つ必要なのかなと、先ほどの皆様の話を聞いて、また、過去の経験とか、動きを見て思いました。

あと401kの問題ですけども、401kはすごくたくさんの方が絡みます。そうすると、最



初に受益者、要は加入者の方の教育というのは、基本的に導入企業しかできないという形になっていて、販社も、実際の加入者を把握していない。実際の加入者の方の記録を持っているのは運営管理機関であり、企業さんであるというところで、企業さんはおのおののファンドについてはそれを宣伝してはいけないということになっています。加入者の方は、先ほど松尾先生がおっしゃったように、皆さん忙しいと。そうすると、わからないから、とりあえず預金に入れてしまうということで、結局はそこのところで寝ていて、最終的には、そこでどどんフィーだけを負担して、時価ベースでは持ち分が下がっているというのが401kの現状なのかと思います。これも全くの乱暴な議論かもしれませんが、そこのところに投資一任のラップのような形で、リスクを取るような運用を行う形で、我々の業界が絡ませていただければ、仕組みをどうするかとか受託者責任とか非常に難しいところはありますけれども、そういったところはある程度お手伝いできるんじゃないかなと、ちょっと思いました。

もう1つは、運用会社自身の問題ですけれども、2000年の半ばぐらいからちょっと認識が変わってきていますけれども、我々は、ベータリスク、いわゆる市場の動きに関してはお客さんが選んでくださいとして、我々は各資産のアクティブ運用で、超過リターンをとるのがファンドマネジャーの習性としてしみついているというようなどころがありまして、それをだんだん改善してきてはいますけれども、かといって、会社としてだんだん時価総額を増やすというような運用をどうするかというのは、まだ試行錯誤なのかなというのが現状かと思います。以上3点です。

(池尾座長)

問題の構造はわかっているんですよね。ずっとわかっていて、全く新しい論点がないというわけではないんだけど、大筋のところは随分昔から繰り返して言われてきたことであって、だから、どういう糸口からそういう構造を壊すかという、取り組んでいく戦略的手順みたいなものを考えることが重要というか、大切だと思います。

(松尾氏)

私は、資産運用業界は非常に重要な、日本がお金があるうちにいかに稼ぐかということで、金融審で池尾先生がやられていた国際化スタディグループのころから言っていた話ですけれども、だんだんお金がなくなる。今のうちに、キーワードとして、私はプロフェッショナル化と思っけていまして、販社との関係もその一環なんですけれども、ファンドマネジャーのディスクロズもそうで、プロなんだから、個人個人がプロで、受託者責任でやっていくと。ですから、大場さんみたいに系列の枠を超えたプロフェッショナル経営者が出て、個人名を上げて申しわけないですけれども、野村の柴田さんが日興に行ったり、非常にいいことだと。だんだんそういう動きが出てきて、資産運用業界もプロ化が進んでいると思うんです。これをさらに後押ししていくのが大事かなと。それが切り口です。そのときに障害になるのが、1つは池尾先生のおっしゃった公的年金の世界で、それもプロ化を進めようとしているんですけれども、政治とか、役所とか、役人出身の私が言うのは申しわけないですけれども、うるさいやからがプロにいちやもんをつけてくるのをいかに防ぐかとかいうことです。あとは、依然として系列内にいる販社の人たちとの関係を、我々はプロなんだからと言って遮断する。

(岩間会長)

今のお話は、実は4人の社長さんにいろいろ個別にヒアリングして、その中の1人の方が、運用業界の問題というのは、要するに、人材のモビリティがプロフェッショナルとしての評価に基づいて行われることがまだ少な過ぎる。私なんかの実感では、担当者というか、プレーヤーレベルでは、あいつはよさそうだから引っこ抜こうかという動きが結構あって、これはそれなりのモビリティがあるんだけど、経営者については、系列の子会社という感覚があって、実際にそう言うと怒る人もいると思うけれども、退任役員の処遇ポストというのは厳然としてあるわけです。そういうことがどこまで許されるのかというのは、やっぱりかなりあると思います。そこは多分なくしていかなければいけないだろうと思うんです。本当にお客様のお金を預かって、一緒に命をかけてやっていくという話であれば。そこは動き出しているから、それはそれで少し動いていると思うんですけれ

ども、ただ、やっぱりずっと長く待っているわけにもいかないという、時間がないということがありますよね。

(池尾座長)

繰り返しになりますけれども、やっぱりドイツに学ばばいいんじゃないかということで、もっと自助努力をしないと本当に大変なんだということを国民の間に浸透させていく。ただし、やり方に気をつけないと、そういうことをすると財政破綻を先に引き寄せてしまうリスクもあるので。

(岩間会長)

シュレーダーさんは首をかけて、やっぱり首になってしまったんです。そういう政治家が出てこないとだめだという話だと思うんですけどもね。

要するに、これから有識者会合はまたあるわけです。そこで議論されるのは、多分、提言をある程度具体化していくのに、どういうぐあいにしていったらいいのかということをお考えのことが1つと、それから、拾い漏れているもので、どこまで拾うということがあるのかもしれないということがあって、実際に運用業界に絡むことというのは、言葉で出ているんだけど、そんなに具体的に多く出ているわけじゃないですよ。私は、最初に御意見を出したときに、ペーパーではかなり書いたんですけども、向こうには行っていますけれども、それは必ずしもそのまま取り上げられているわけではないので。やっぱり我々が業界の立場で申し上げるとするのは弱いと思うんです。客観的に皆さんの御意見をいただいた上で、そういうことを背景に、こういうことがいいんじゃないですかと申し上げるほうがいいと思っています。時間が余りなくて、羅列的になりましたけれども、4人の社長さんがどういう意識なのかということそのまますの言葉でお出しして、議論の引き金にしようかというインテンションがございました。ですから、そういう意味では、必ずしも整理がいいとか、そういうことではなくて、いろんなことがあるんですけども、それを議論していただいて、逆にどういう感想を持たれるか、あるいは、こういう方向に動いていったらいいんじゃないか、こういうことを少し詰めてみたらどうかとか、そうい

うアドバイスをいただくと非常にありがたいなと思っています。

(池尾座長)

7ページの専門メンバー意見3の2つ目のところで、事務インフラの話がありますよね。きょうのメインの話題とは少し違って来るかもしれませんが、国際金融センター化とか考えたときに、この種の問題はかなり大きいような気がしていて、先ほどからのプロフェッショナルとしてのモビリティという話を考えたときにも、バックオフィスの業務をアウトソーシングできるような体制になっているか、アウトソーシングすることができなくて、自分でそういう機能を持たないとビジネスができないかでは、モビリティは全然違ってくると思うんです。事務处理的なことは全部アウトソーシングできるということであれば、本当に有能な人は独立すればいいわけです。アウトソーシングができないと、動くといっても、そういうファシリティーを持っている別の会社に行くという形にしかならないわけで、そういう事務处理的なことを全部受けてやってくれるような、それをビジネスとするような企業みたいなものが登場することが、実は、おっしゃっていた専門性とかを鍛える上でも有益だと思うんですが、この辺の事情は、最近まで変わっていないということなんですか。

(山田氏)

そのバックオフィス業務についてアウトソースを受けるような会社は幾つかあると聞いております。外資さんなんかですと、基準価額の算出は全部そこに任せている。ディスクローズに関しても、運用報告書の一定部分については、引き受けるところがあるやには聞いていますけれども。

(池尾座長)

そうすると、独立して、お客さんを連れて、ひとり立ちしてやっていくというふうなことは可能性としては高まっているということなんですか。

(山田氏)

あとは、最終的に委託者としての責任をどこまで負うかというところの腹決めの問題じ

やないかなど。あと、イレギュラーな事故とかが起きた場合に、全部そのアウトソース先じゃなくて、委託者元がやらなければいけないですから、そういう非常時の体制をどの程度までバッファーとして持つかというところの兼ね合いなのかなと思います。

(岩間会長)

確かに、シンガポールなんかは、そういったところは、日本に比べると、規模の割に整っているということは聞いていますし、実際に、そういったバックオフィスだけでなく、例えば、クライアントサービスとか、そういうことも含めて、プラットフォーム化をしようとする会社というのは、結構欧米にはあるようです。ですから、腕だけあれば、スピノフすることが割に容易だと。そういうことも、やっぱり日本は参考にして良いのではないかなと思います。

(松尾氏)

私の経験ですと、今、独立というお話がありましたけれども、シンガポールで独立する方が多いのは、やっぱり1は税金、2は規制です。AIJ事件の後の金融庁の一斉調査に典型的にあらわれていますように、大手系列は調査されていないんです。全部独立系が調査で、小さいところが差別されているんです。それは別に資産運用業界だけじゃなくて、一般にベンチャー企業とかベンチャー振興とか、口だけ言っていますけれども、私は信じていないんですけれども、差別されるわけです。そういう意識の問題です。結局、そこは解決できないので、その事務のインフラというよりは、1に税金、2に規制。

(岩間会長)

そのほうが大きいとは思いますが。

(松尾氏)

税金はしょうがない、規制は何とかしてほしいという感じですかね。これは金融庁が何とかできる世界。差別するなということですよ。

(岩間会長)

でも、あれは大手もかなりやられていますよ。

(松尾氏)

でも、2次調査で選ばれたのは、大体独立系です。独立系の方々が集まって、そういう場を設けて、よかったんですけども、それも報道されて、洪澤さんが音頭をとって、それは非常によかったと思っているんですけども、日本で大手のファンドマネジャーを離れてしまうと差別されるから、差別されずに当局に大事にされるシンガポールに行くということになってしまいますよね。それは昔からの話なんですけれども。

(岩間会長)

信託なんかのカストディの問題とか、そういったようなことについても、特にグローバル化した中でのサービスの質の問題とか、いわゆる装置産業的などころがあるので、日本じゃ太刀打ちできなくなってきたというようなことがあって、英語じゃなければ対応できないというのが向こうの会社ですね。そういったようなことで使い勝手が悪いという、そのせめぎ合いはあると思います。

(松尾氏)

私はクライアントから相談を受けているんですけども、やっぱり外資系のインフラの業者さんが機関投資家に提供しているシステムというのはすごいですよね。日本勢は太刀打ちできないです。すごいです。

(岩間会長)

寡占がかなり進んでいますからね。やろうとすると、日系も含めて大体3つぐらいしかないです。だから、本当にグローバル化する中で、この業界は一体どうなっていくのかと、期待はされているんですけども、期待に応えられるのかというところで、期待に応えられるように、ちゃんとしっかりしろ、それにはどうしたらいいか、こうするというのを、我々が自分で考えなければいけないんですけども、厳しいアドバイス・御指導もいただきたいというのが正直なところなんです。

(池尾座長)

さっきも言いましたけれども、課題を列挙する段階ではなくて、工程表というか、優先

順位というか、段取り、どういう手順で取り組んでいくのか、一番取り組みやすい話から取り組みにくいところまでというのでもいいとは思いますが、ちょっと何か軸を入れないといけない。時間的な軸というか、戦略的な手順のような、順番を考えることが重要な感じがします。ほかはいかがでしょうか。

(岩間会長)

確かに、これは時間的な問題が本当にありますよね。

(池尾座長)

だって、2020年までにアジアで最も先進的な市場にするんでしょう。するというふうにおっしゃっていたから。

まだ予定時間より15分ほど早いですが、きょうは拡大版のキックオフとしては一応御意見をいろいろいただいたということで。

(岩間会長)

本当にお忙しいところ、積極的に御参加いただきましてありがとうございました。また御指摘を受けたところを整理しまして、これからどう取り組んでいったらいいかということも含めて御連絡させていただいて、次回にまたつなげたいと思います。変わらぬ御援助をお願いしたいと思います。ありがとうございました。

[閉 会]