



2016年1月28日 森本紀行はこう見る

## 資産運用に携わる君よ、賭けているか

---

資産運用は、本質的に、不確実な将来に対する賭けの要素を含みます。過去の事実の延長において論理的に推論できることには、限界があるからです。論理を超えた判断は、定義により、賭けです。また、合議は合理的な根拠の共有を前提にしている以上、組織としての賭けはあり得ません。賭けは、個人の孤独な営為です。さあ、資産運用に携わる君よ、賭けているのか、賭けられるのか。

別に、資産運用だけの問題ではないのです。金融の全ての領域について、経営全般について、より根源的に、人が生きるについては、常に、複数の選択肢のなかから、一つの具体的な行動を選択する判断が積み重ねられているのですが、その選択には、程度の差こそあれ、賭けの要素があるのです。確実性のもとで論理的に選択が一義的に決まることは、むしろ、例外だからです。

ただし、賭けとはいっても、それが賭けとして強く意識されることは、おそらくは、滅多にないのです。論理的な演繹で一義的に決まることは稀であっても、多くの場合、過去の経験等を用いて推論を行うことにより、十分に合理的な解に到達し得る、即ち、不確実性は不可避でも、それは、通常は、一定の蓋然性のなかに制御されているからです。

逆に、不確実性を合理的に制御できているからこそ、人は、どの局面でも適切な決定をすることで、経済生活を成り立たせているのですし、企業などの人間の組織が機能し得るのも、合理的推論のうえに議論がなされ、合意が形成されて、組織としての意思決定が可能になっているからです。

しかし、決定があるということは、そこには、必ず、不確実性があるのです。確実性のもとでの演繹は、答えが一つしかなく、人が決定するまでもなく、既に決まっているのです。不確実だからこそ、決定があるのであって、決定には、必ず、賭けの要素があります。不確実性が大きくなれば、合理的推論の精度が下がり、一定の範囲を超えれば、合理性を超えたところでの決定となるでしょう。そうなれば、むしろ、決断という用語のほうが相応しいわけです。

さて、組織として、意思決定のあり方を定めるとき、当然のことながら、権限移譲の構造は、より小さな賭け、即ち、より小さな不確実性のもとでの決定は、より下部へ移譲し、逆に、より大きな賭け、決断といえるような賭けは、より上部にとどめることになるでしょう。

## 決断こそ、経営者の仕事だというわけですか。

結局、下部組織で決められないことは、経営者によって決められるほかないのです。逆に、下部で合理的に決められることは、極力、下部に権限移譲することで、経営者が専管する責任範囲を明確化さ



せなければなりません。経営とは、そういうものです。

では、経営者は、何を決断するのか。それは、革新以外の何物でもあり得ません。革新とは、過去の延長にはなく、過去からの断絶であり、未来への飛躍ですから、論理的に決まるのではなく、究極の不確実性のもとでの決断になるほかないのです。そして、革新こそ、成長の原動力ですから、経営者の仕事は、決断によって革新を主導することで、成長を実現すること、その一点に尽きるわけです。

そのような経営者の役割は、資産運用についても、同じだということでしょうか。

いえ、そうではなくて、資産運用においては、全く逆で、権限移譲の末端にこそ、大きな賭けがあるのであって、組織の上層へいけばいくほど、より合理的な判断、より小さな賭けが求められるということです。これは、奇異なことのようにですが、資産運用に限らず、いわゆるプロフェッショナル業においては、共通の意思決定の構造です。

プロフェッショナル業というのは、組織として結果の責任を負えないが故に、プロフェッショナル個人として、専門家としての最善を尽くし、自己の専門的能力の全てを投じ、常に自己研鑽に励み、専らに顧客のために働くことをもって、質を保証する業のあり方です。代表的には、弁護士や医師の業務ですが、資産運用に携わるものも、結果を保証し得ない以上、プロフェッショナルでなければなりません。

これは、医師を例に考えれば、すぐにわかることです。医療行為においては、いかなる治療方法の選択も、程度の差こそあれ、患者に対する不確実な危険を内包しています。危険が大きくなれば、決断の域にも達するでしょう。しかし、その決定の責任は、病院組織の上層へ吸収されることなく、どこまでもプロフェッショナルとしての医師個人に帰属します。

大きな法律事務所に属している弁護士も、事務所としてではなく、弁護士個人として、依頼人から受任します。訴訟戦術については、訴訟結果の帰趨を左右する危険を内包しているのですが、その決定の責任は、どこまでもプロフェッショナルとしての弁護士個人に帰属します。

もちろん、プロフェッショナル個人の責任といっても、結果の責任は顧客が負う以上、専門家としての全能力を傾注し、専らに顧客の利益のために、最善を尽くすことの責任です。結果の責任を負えない分、プロフェッショナルとして、最善を尽くす義務は重いのです。

資産運用においては、投資の判断は不確実な将来へ向けてなされ、そこには賭けの要素があるにもかかわらず、判断の結果は顧客に帰属する以上、その業務に携わるものは、プロフェッショナル個人としての重い責任のもと、賭けをなすのでなければならぬのです。

しかし、資産運用の場合は、弁護士事務所や病院とは違って、組織が一体になって、運用をしているのではないのでしょうか。

日本の資産運用の根本的な欠陥は、組織的意思決定という幻想のもとで、プロフェッショナル個人の



賭けが排除され、合議という妄想の所産、即ち、誰がやっても同様な結論に達するような常識的な推論によって運用がなされるので、個性も付加価値もない資産運用の横行をもたらしていることです。

それに対して、本来の資産運用においては、組織として行われるべきことは、資産運用そのものの判断、即ち、不確実性への賭けではなくて、賭けの諸制約の設定にすぎないのです。

例えば、投資対象として、ある株式の銘柄を選択することは、それを担当しているプロフェッショナル個人の専管事項です。組織としては、その選択を了承することはあり得ても、その銘柄を選定することなど、できるはずもないのです。銘柄選択は、あくまでも、個人の決定であり、個人の賭けでしかありません。

ただし、組織は、投資額や売却基準等を定めることができますし、また、定めるべきでしょう。複数のプロフェッショナルから提出される多数の銘柄について、その構成の偏り等を調整することも、組織にしかできないことです。業界では、こうした組織的統制を、リスク管理と称しています。まさに、リスク、即ち、危険とは、プロフェッショナル個人における賭けにあるのですから、賭けの制御という意味で、妥当な名称です。

しかし、これらの組織的行動としてのリスク管理は、統計的手法等を用いてなされるもの、即ち、合理的推論の結果としてなされるものだけに、賭けの要素を排除できないとしても、それは小さな賭けです。大きな賭けは、常に、プロフェッショナル個人の次元にあるのです。

**賭けを組織的に統制する以前の問題として、プロフェッショナル個人の次元において、賭けの自律的統制が必須だと思っ**のですが、それは、どのようなものでしょうか。

飛行機に乗ることができるのは、飛行機が墜落しないという信念のもとでのみ可能です。この信念、経験によって飛行機の墜落が極めて稀であることを知っていることに基づくのです。ところが、微小な確率のもとではあれ、飛行機は墜落します。ですから、飛行機に乗ることは賭けです。

そもそも、誰が損失を前提にした資産運用を行うでしょうか。損失は避け得る、そのような信念のもとでのみ、資産運用は可能になるのです。その信念の形成のためには、投資対象の徹底した調査分析が必要です。信念は、思い込みではなく、絶えざる経験的帰納と論理的演繹の結果として、常に新たなものとして、持続的に形成されるものでなければならないのです。

信念は生きているのです。あるいは、プロフェッショナルとして生きることは、新たな信念の形成とともにあります。信念が、信念として意識されないくらい深く硬くなると、賭けの自覚はなくなります。資産運用における賭けは、賭けの自覚に基づくものでなければなりません。故に、信念は、日々、新たにしなければならないのです。

信念の形成は、それ自体が賭けです。しかし、その賭けは、合理的推論のなかにありますから、リスク管理の賭けよりは大きいとしても、小さな賭けです。小さな賭けからは、大きな飛躍も創造も革新も生まれません。いいかえれば、そこにとどまる限り、資産運用の大きな付加価値は生まれません。



大きな付加価値を得ようとするれば、信念のうえに、合理的推論を超えた大きな賭けを行わなければなりません。それは、もちろん、合理的な推論を極めた先に開かれるもので、プロフェッショナルが目指すべき最高の境地でありながら、実際には、少数のみが到達し得る境地です。

プロフェッショナルとしての賭けの自律的統制とは、こうして、絶えざる自己鍛錬、無限の高みを目指す挑戦の連続でなければならないのです。

では、プロフェッショナルとしての賭けがなされていない日本の現実について、どうすれば、変わり得るのでしょうか。

金融庁は、資産運用の高度化という表現で、抜本的改革を求めているのですが、その柱は、プロフェッショナル化ということにならざるを得ないと思います。では、どのようにしてプロフェッショナル化を実現するかといえば、プロフェッショナルが個人である以上、別に、妙案や奇策があるわけでもなく、資産運用に携わるもの全てに対して、プロフェッショナルとしての覚醒を促し、厳しい自己統制のもとで、賭ける能力を養ってもらわなければならないでしょう。

もちろん、一方で、個人の覚醒があるにしても、他方で、組織のなかで、あるいは経営の次元において、資産運用の本質的要素としての賭けが理解されない限り、そして、その理解のうえで組織管理とリスク管理の革新がなされない限り、資産運用の高度化は実現しません。しかし、それでも、原点における個人の意識の覚醒こそ、鍵であることに変わりはありません。

顧客の資産を運用する投資運用業者だけでなく、自己財産を運用する金融機関等も含めて、資産運用に携わる個人全てについて、プロフェッショナルとしての意識改革が求められるということですね。

金融庁は、資産運用の高度化というとき、銀行や保険会社等の金融機関自身による資産運用も含めています。なぜなら、日本の金融構造では、投資運用業者全体の運用資産額よりも、金融機関の資産運用額のほうが大きく、その高度化は、資本市場の機能強化による資金の好循環を目指す政府にとって、政策的に大きな意味をもつからなのです。

実は、銀行等の本業である融資業務においても、賭けの要素は不可避ですよ。

銀行等の融資は、社債への投資と同じ金融機能を演じています。融資は、広義の資産運用における一つの投資対象にすぎないのですから、融資にも賭けの要素があります。このことは、実は、金融庁自身が強調していることです。

金融庁のいう事業性評価に基づく融資というのは、過去の経営指標等から高い蓋然性で信用審査



ができる融資を超えて、将来の不確実な収益性を評価して行う融資のことですから、資産運用の理念と同じことで、明らかに、大きな賭けの要素を含むのです。

ならば、この賭け、銀行等の組織としてなされるものではなく、融資の現場において、プロフェッショナルとしてのバンカー個人の誇りのもと、高度な経験に基づいて、なされるのでなければなりません。金融庁の目指す金融の高度化は、非常に、奥が深いのです。

以上

次回更新は2月4日(木)になります。