

## 年金資産運用の原点：歴史と実践

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者  
加入協会

関東財務局長（金商）第430号  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
日本証券業協会

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京 2015.04.14  
大阪 2015.04.20  
名古屋 2015.04.21



# 目次

概要	3-6
1990年4月1日よりも前の古き良き時代	7
1990年4月1日に施行された厚生年金保険法の改正	8
1997年以降の金融危機	9
危機を機会へ - 2000年まで	10
再び危機へ	11
危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ	12
2008年、国際的な金融危機	13
投資の原点への回帰	14
「簿価主義」の一定の真実	15
ガバナンス改革の要諦としてのフィデューシャリー・デューティー	16
産業資本の形成と成長を支える年金を核とした資金循環	17
年金制度に替わる個人退職貯蓄制度と社会的重要性を増す投資信託	18
信頼の連鎖と資金循環	19
フィデューシャリー・デューティーによる責任関係の包摂	20
フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンダント	21
統計の誤用に陥らないための戦略的発想	22
長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と短期の評価	23

# 目次

---

総合収益の分解 .....	24
業としての投資を成り立たせる条件 .....	25
人的要素と組織的要素 .....	26
人的要素と組織的要素と経済的要素 .....	27
運用会社の評価ということ .....	28
付加価値の獲得と同じだけ、付加価値の喪失がある .....	29
運用者の技術 .....	30
運用会社の所有構造(株主) .....	31
競争力/環境/組織 .....	32

# 概要①

## 信託銀行と生命保険会社の独占

企業年金には、適格年金と厚生年金基金がありました。企業年金の資産運用は、1990年3月31日まで、法律上、信託銀行と生命保険会社とによって、独占されていました。歴史的に、長期産業資金の確保や、企業年金制度の普及という政策課題が優先されたためだと考えられます。一方、変化の兆しは、1985年の外銀信託の認可、1986年「投資顧問業法（「金融商品取引法」に統合）」の施行に表れはじめていました。

## 1990年4月1日施行の厚生年金保険法の改正

1990年4月1日に、改正厚生年金保険法が施行され、厚生年金基金の資産運用について、初めて規制の緩和が行われました。具体的には、極めて限定的ながら、投資顧問会社との投資一任契約が認められたのです。以後、漸次、規制が緩和されるにつれて、投資顧問会社への委託額も増えていきますが、信託銀行と生命保険会社の優位は、大きくは変わりませんでした。

## 1997-1998年の金融危機

1997年4月、日産生命に対する業務停止命令、同年11月には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券と、大型の破綻が続きました。以後、1998年10月には日本長期信用銀行、同年11月には日本債券信用銀行が特別公的管理に移行するなど、日本は深刻な金融危機に見舞われました。金融制度を揺るがす地殻変動は、企業年金の運用にも大きな影響を与えました。自己責任原則ということがいわれ、運用規制の完全撤廃が行われました。以後、この危機のなか、投資顧問会社の利用が一般的となり、現在の年金運用の基本となる形が一気に普及していきます。

## 2000年に始まる企業年金の危機

1997年以降の急激な自由化のなかで、企業年金の内外株式への資産配分は、大きく引き上げられます。当時の米国の企業年金の平均とされた、60-70%株式/30-40%債券、という形に近い資産配分が一般化していきます。株式のうち、少なくとも半分は国内株式だったと思われ、2000年から2003年初めにかけての国内株式の大幅な下落が、年金財政に深刻な影響を与えることとなります。この時期に退職給付会計、時価評価など重要な改革が行われたこともあり、企業年金という制度そのものの持続可能性にすら疑問が呈せられる状況が生まれます。そのなか、2001年に、確定拠出企業年金法、2002年に、確定給付企業年金法が、相次いで制定され、資産運用の改革よりも、代行返上、給付減額、確定拠出への移行、キャッシュ・バランス・プランへの移行、解散など、制度自体の見直しが進行します。

## 2003年以降の危機からの回復と、運用の保守化、オルタナティブの普及

2003年以降、急速に投資環境は好転し、制度変更も一段落してきます。しかし、退職給付会計の下でのリスク管理が一般化するにつれて、資産運用の期待収益率は、低下していきます。結果として、資産配分の基本形も、概ね30%株式/70%債券を中心にした形に移行していきます。低金利状況が変わらないなか、債券部分が拡大する仮定で、いわゆる「債券代替」としてのオルタナティブ投資が急速に普及していきます。

## 概要②

### リーマンブラザーズの衝撃と世界的金融危機

2007年初より、サブプライムの危機が始まります。2008年9月には、リーマン・ブラザーズが破綻しました。大きな、しかも世界的な金融危機の発生です。この期間、企業年金の運用収益は、相当程度、保守化が進んできた割には、予想外に大きな損失を計上しました。「予想外」ということが問題です。従来のリスク管理では、測定され得ないリスクの顕在化です。日本の企業年金の資産運用の変革の進行の間に、世界の資本市場の構造は劇的に変貌を遂げていたのです。1990年以降、進化してきたはずの日本の企業年金の運用の姿が、実は、環境変化に対応できていなかった可能性があるのです。

### 2010年ソブリンの危機

サブプライムの危機は、稀有な金融の危機といわれましたが、それからわずか3年後、先進経済圏は深刻なソブリンの危機に見舞われました。一方、エマージングは、もはや、中国に見られるように、先進国以上の存在感です。投資の環境は、大きく、変わってしまいました。

### 厚生年金基金の事実上の廃止

今、多くの誤解のなかで、厚生年金基金は、事実上の廃止に追い込まれています。確定給付企業年金もまた、確定拠出への流れのなかで、逆風にさらされています。企業年金は、企業の人事政策のなかに正当な地位を得るべきものであり、それが、財務的に成り立たないわけはありません。誤解と無理解のなかで、企業年金の危機が起きつつあります。経営からの信頼の回復のためには、経営の視点での年金管理への移行が急務です。

### 原点への回帰

オルタナティブは、もはや、「その他」というような中途半端なものではあり得ません。伝統資産とオルタナティブ、先進国とエマージング、というような区別自体が、意味を失っています。いまこそ、資産運用の原点に帰って、企業年金の持続可能性を維持するために、基本に忠実な(ありきたりの理論に忠実な、ではなく)資産運用のあり方を考えるべきです。

### フィデューシャリー・デューティー(受託者責任)

制度の受益者である加入員・受給者の利益を守ること、専らに、そのことのためだけに企業年金が存在していることの確認が求められています。企業年金自身の責任と運用会社の責任の連帯性を確立しなければなりません。

## 概要③

### 論理と賭け

合理的な意思決定は合理的推論の結果です。資産運用における運用者の責任というのは、このような合理性に立脚した投資判断を行うことと考えられています。しかし、投資判断が不確実な将来に関する判断である以上、合理性を超えた賭けの要素は、必ず残ります。

### 賭けと信念

賭けの決断については、合理的推論によるわけにはいかないのです。完全な自由意志のもとでの決断においては、自由であることの厳しさが露呈します。自分自身だけが支えです。その支えが信念です。信念の形成は、練磨された科学的手法の実践、長年の経験、修行としかいいようがない訓練を経てのみ、可能なのです。ここに、専門家の職業倫理の厳しさがあります。

### 説明責任と結果責任

信念の根拠は説明できません。説明できないから、決断なのです。専門家としての知見と経験を総動員しても残る不確実性については、専門家としての誇りを賭けて、決断するしかないのです。説明が問題なのではなく、結果が問題なのです。業者である運用者は、結果責任を負い得ない。ここは変えようがない。だからこそ、説明責任の内容に関して、業者には厳しい職業倫理が課されるべきなのです。

### 真のリスク(損失の可能性)管理能力と説明責任

リスク管理とは、管理できるリスクを管理することが最終的な目的ではなくて、管理できないリスクの所在を明らかにすることが最終的な目的だったはずですが、説明責任とは、管理できるリスクの説明にではなく、管理できないリスクの説明にあるのです。つまり、説明できない賭けの要素に対する運用者としての信念の表明こそが、説明責任の対象なのです。

### 職業倫理(プロフェッショナリズム)

運用会社においては、運用の技術的な巧拙以前に、運用の腕前の良し悪しの判断以前に、運用組織の中にプロフェッショナル倫理が貫徹していることが、最低限の要件となるのです。

### 運用手法の社会的必要性

運用会社が自己の運用手法として選択したものが、論理的に収益を生むべき、社会的必然性に裏打ちされたものであること、これが重要です。金融の社会的機能に対して忠実であって、社会的な必要性に裏打ちされている限り、収益の確実性は高くなります

### 適正な利潤

運用手法は、資本市場の構造に照らし、適正な利益を追求する戦略でなければなりません。収益率の高さではなく、その「質」、即ち、確実性と反復継続性が、問題なのです。決して、他人の損失の下に利益をあげる戦略であってはならない。そのような収益に持続可能性はあり得ません。

## 概要④

### 職人的な経験知

自己の投資手法を実践できるだけの、知識と経験の裏打ち、および市場での優位な地位が、運用者の経歴上、明らかでなければなりません。

### つきと技術

運用者は、資産の本源的価値の変動と、市場要因による価格変動とを明確に区別できなくてはなりません。価値より低い価格での投資、投資対象の価値の上昇は、投資の技術に属するでしょう。しかし、単なる価格の上昇は、多くの場合、つきにすぎないのかもしれない。

### 確信度の高さ

資産価値についての、自己の確立した評価基準をもたねばなりません。自己の定義する価値と、市場がつける価格との差に賭けることが資産運用の本質である以上、自己の価値観への信念が、確信度が、不可欠なのです。信念は、徹底した調査と経験からしか生まれません。同時に、顧客からの変わらぬ支持、顧客との信頼関係も重要です。

### リスク(損失の可能性)の管理可能性についての認識

確信の反面として、リスクの管理可能性の判断について、厳格でなければなりません。確信度は、思い込みであってはならず、判断の偏向を排除できる、徹底した論理性と社会常識に裏打ちされない限り、危険なものとなります。社会常識、社会の必要性からの逸脱こそが、リスクであるとの、健全なる精神をもたねばならないのです。

### 倫理規範の組織的客観化

純粋に投資家の利益のためだけに行動する倫理規範は、組織的条件に客観化されて始めて意味をもちます。運用会社の所有構造、世代交代と事業の継承、投資家の利益との共通化(運用報酬体系と役員報酬体系)、適切な規模、運用戦略に相応しい効率的組織、など重要な論点が多く、運用会社の評価の一番難しいところです。

### 経済的条件

簡単に解約しない友好的な顧客基盤と、顧客を選べるだけの名声は、不可欠です。確信度も、顧客の支持があって、はじめて貫けるものです。

### 過去の実績

実績は、測定期間や測定の基準を変えると、実績自体が動いてしまいます。しかも、過去の実績の再現性については、なんら具体的な保証があるわけではありません。実績で選ぶのではなく、実績で確認するしかありません。過去の実績の再現性についての保証を求めらば、それは、プロフェッショナルを活かす組織的条件以外にはあり得ません。

# 1990年4月1日より前の古き良き時代

- 厚生年金基金と適格年金
  - ⇒ 規模の大きな企業は厚生年金基金は、中小企業等は適格年金と、総合型厚生年金基金
- 信託銀行と生命保険会社の完全な独占(全体平均で概ね信託銀行2/3、生命保険1/3のシェア)
  - ⇒ 長期産業資金の確保のための金融機関保護という戦後の高度経済成長を支えた金融政策の名残(企業年金資金は代表的な長期安定資金)
  - ⇒ 企業年金制度の普及(新規設立と事業所編入)のために信託・生保の強力な営業力を利用
- 厳格な規制の下における資産運用
  - ⇒ 大蔵省銀行局長通達による信託銀行の資産配分規制
    - ・ 「5・3・3・2」=元本保証資産(債券・貸付金等)50%以上、国内株式30%以下、外国証券30%以下、不動産20%以下
    - ・ 信託銀行の口座ごと(基金全体についてではなく)の運用規制
  - ⇒ 原則として財政再計算時に限った委託先の変更
  - ⇒ 「資産運用の委託」の委託ではなく「給付の委託」
    - ・ 「シェアの三位一体」=給付シェアと掛金シェアと資産シェアの一致
  - ⇒ 簿価主義の下、時価は省みられず、実現利益だけが評価(運用規制も簿価に基づく割合規制)
- 昭和の古き良き時代の資産運用
  - ⇒ 高い長期金利、上昇を続ける株式市場
  - ⇒ 生命保険一般勘定契約の5.5%保証と高い配当
  - ⇒ ほとんど横並びの信託銀行のバランス運用、「お任せ運用」
- 変化の前兆
  - ⇒ 1985年 外銀信託9行の営業開始(いわゆる「外圧」)
  - ⇒ 1986年 旧投資顧問業法施行

# 1990年4月1日に施行された厚生年金保険法の改正

- 厚生年金保険法のなかの厚生年金基金の資産運用にかかわる部分の初めての改正(厚生年金基金の運用規制緩和)
  - ⇒ 「給付の委託」から「給付の費用(即ち資産)の委託」へ
  - ⇒ 投資顧問会社への運用委託の解禁
    - ・ いわゆる「ニューマネー」(新規掛け金)に限定した極めて限定的なもの
    - ・ 委託額の上限は総資産の1/3まで
- 外部環境の激変
  - ⇒ 国内株式市場の急落(バブルの崩壊)
  - ⇒ 1990年9月3日 「年金情報」(日本公社債研究所、現在の格付投資情報センター)創刊
  - ⇒ コンサルタントの活動開始
- 機が熟すまでの、極めて緩やかな変化の始動

# 1997年以降の金融危機

- 金融危機までは段階的な規制緩和
  - ⇒ 1994年 「ニューマネー」と「オールドマネー」の区別廃止
  - ⇒ 1996年 運用機関ごとの「5・3・3・2」規制の廃止(基金全体についての「5・3・3・2」規制は残る)
  - ⇒ 1996年7月1日 厚生年金基金連合会(現在の企業年金連合会)について「運用規制の適用除外」認可。以降、厚生大臣の特別な認可を得た基金についての「適用除外」が認められる
  - ⇒ 1996年「シェアの三位一体」がなくなる
- 1997年金融危機
  - ⇒ 1997年4月 日産生命に業務停止命令
  - ⇒ 1997年11月 三洋証券と北海道拓殖銀行が破綻、山一証券が自主廃業
  - ⇒ 1998年10月 日本長期信用銀行が、翌11月には日本債券信用銀行が、特別公的管理
- 金融危機に端を発した急激な規制緩和
  - ⇒ いわゆる「自己責任原則」と、年金基金の「受託者責任」
  - ⇒ 1997年3月 運用規制を定めた大蔵省銀行局長通達の廃止(適格年金についても運用規制撤廃)
  - ⇒ 1997年3月 厚生年金基金の運用委託先変更の完全自由化(6月には、適格年金についても国税庁長官通達で完全自由化)
  - ⇒ 1997年10月 適格年金の資産運用への投資顧問会社の参入(法人税法施行令改正)
  - ⇒ 1997年12月 厚生年金基金の運用規制の完全撤廃
- 厳しさを増す投資環境
  - ⇒ 金利の急低下と、下落続く株式市場
  - ⇒ 1994年4月 生命保険一般勘定契約の保証利率5.5%⇒4.5%へ(以後、漸次低下)

# 危機を機会へ - 2000年まで

- 1997年の金融危機をきっかけとした本格的変化の始まり
- 株式市場の大幅下落に伴う巨額含み損の発生(簿価主義の限界)
  - ⇒ 1998年3月末をもって時価評価を導入
  - ⇒ 時価主義への移行による「トータルリターン」指向の定着(簿価主義の終焉)
- 運用機関の選択における「系列取引」の後退
  - ⇒ 受託運用機関を襲った金融危機の下、「信用リスク」が意識されたこと
    - ・ 保全され得ない生命保険契約の問題
    - ・ 信託口座にも「三つの信用リスク」(有価証券信託の登記省略、外国為替、銀行勘定貸し)
  - ⇒ 受託者責任が意識され始めたこと
- 運用規制撤廃を受けて、「マネジャストラクチャ」というコンセプトの導入
  - ⇒ 外資系運用機関の急成長
  - ⇒ 運用会社選択におけるコンサルタントの役割が定着
- 運用規制撤廃を受けて、資産配分の変更
  - ⇒ 当時アメリカで普及し始めた「インデクスコア」と特化型委託による「サテライト」の急激な導入
    - ・ 株式の組み入れ比率上昇(60株式/40債券、65株式/35債券あたりが平均的配分になる)
    - ・ 受託者責任論のもと、ALMが定着

# 再び危機へ

---

- 2000年初から始まる厳しい投資環境
  - ⇒ 超低金利の定着(ゼロ金利政策)
  - ⇒ 株式市場の急落(2003年3月には日経平均8000下回る)
- 2000年4月1日から始まる会計年度より退職給付会計の導入
  - ⇒ 巨額な積み立て不足の認識
    - ・ 資産価格下落による資産評価額減少と、超低金利による債務評価額の増大
- 2001年10月1日 確定拠出企業年金法施行、2002年4月1日 確定給付企業年金法施行
  - ⇒ 厚生年金基金の「代行返上」
- 企業年金制度の危機
  - ⇒ 企業経営マインドの後退
  - ⇒ 解散と減額の嵐
  - ⇒ 資産改善よりも債務減少が急務
  - ⇒ 急速に進む運用の保守化

# 危機を乗り越えてオルタナティブの時代へ

---

- 2003年4月以降の株式市場の回復と経営マインドの回復
  - ⇒ 債務の問題から、改めて資産運用の問題へ
- 定着した退職給付会計の下での資産運用
  - ⇒ 企業年金基金の運用の保守化
    - ・ 会計へのインパクトを重視した運用(30%株式/70%債券あたりへ保守化が進行)
    - ・ 超低金利の下、割引率の低下と、運用目標の平行な低下
    - ・ 年金資産管理の企業財務への統合
- いわゆる「オルタナティブ」の普及
  - ⇒ 超低金利のもとで、いわゆる「債券代替」として定着

# 2008年、国際的な金融危機

---

- 2007年初より始まる「サブプライム」に端を発し、2008年リーマン破綻で頂点に達した世界的金融危機
  - ⇒ 見直しを迫られる「オルタナティブ」
  - ⇒ もはや「代替」ではない「オルタナティブ」
- 企業経営との統合が進む企業年金資産管理
  - ⇒ 企業の財務リスク管理へ統合
- 資本市場の構造変化に対応した資産管理の技術
  - ⇒ 「サブプライム」の背景にある全く新しい金融ビジネスモデル
  - ⇒ 銀行の資本規制(バーゼル体制)
- グローバル一体化
  - ⇒ 世界のなかの日本株の位置付け
  - ⇒ 危機的状況の頻発のなかでの資産管理
- 世界的金融危機から、わずか3年、2011年の先進経済圏のソブリンの危機
  - ⇒ 先進経済圏の行詰まり
  - ⇒ もはやエマージングではない、エマージング経済の存在感

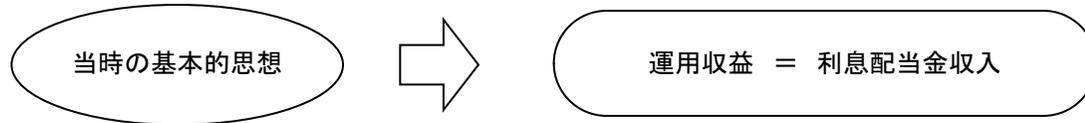
# 投資の原点への回帰

---

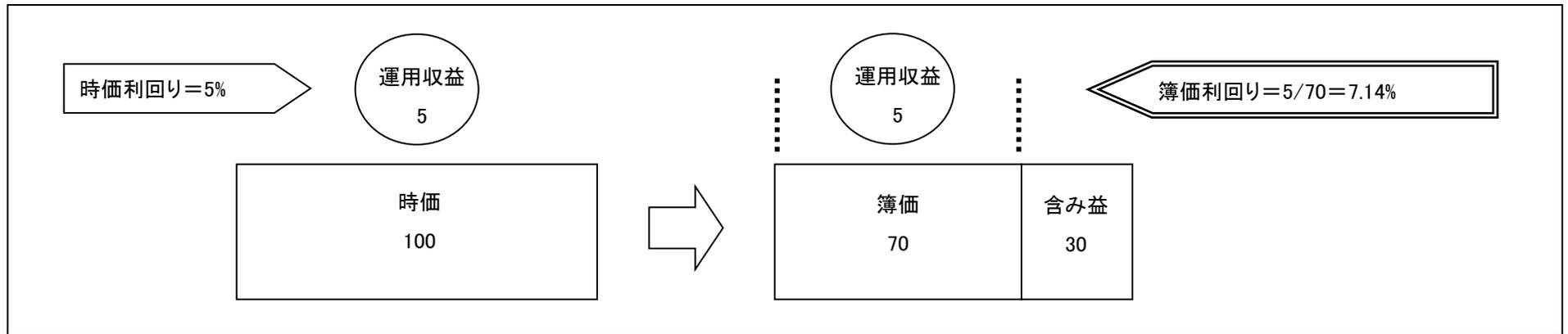
- 日本の現実の再認識
  - ⇒ 英米型の資本市場中心の金融システムへ移行していない現実
  - ⇒ 資本市場の機能しない日本での「資本市場理論」限界
  - ⇒ 「構造改革30年の遅れ」という認識から、「20年以上先行しているデフレ・低金利定着の超成熟経済」
  
- キャッシュフローが流出する年金運用のあり方
  - ⇒ キャッシュを生む力としての資産という投資の原点への回帰
  - ⇒ 資産配分から、投資の機会の選択へ
  
- 改めて、フィデューシャリー・デューティー(受託者責任)

# 「簿価主義」の一定の真実

80年代初頭の「含み益」経営ということ



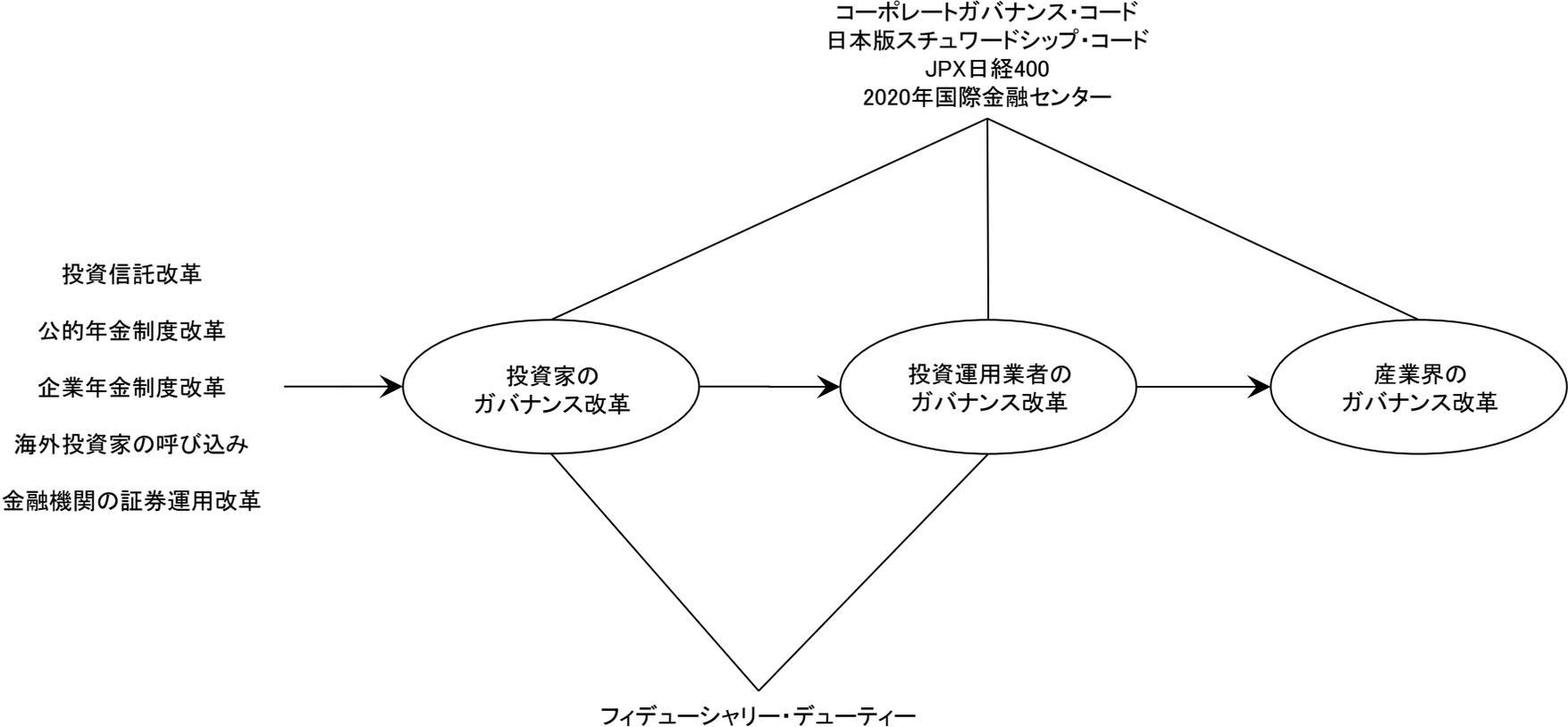
- 70年代に米国で形成された現代資本市場理論以前の伝統的枠組み
- 古い会計制度に基づく簿価主義
- 総合収益の考え方は全くなかった



- 資産価格の上昇=含み益の形成
- 不動産の減価償却

簿価基準の高い利回り

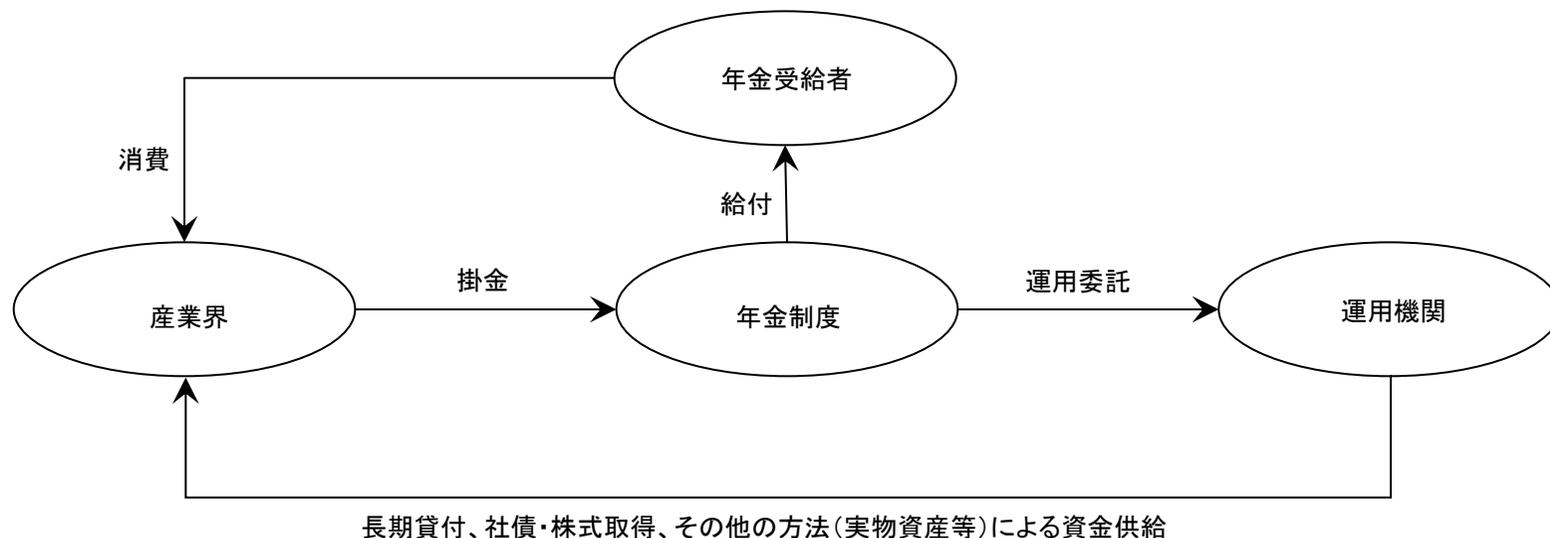
# ガバナンス改革の要諦としてのフィデューシャリー・デューティー



# 産業資本の形成と成長を支える年金を核とした資金循環

今、公的年金と企業年金とを合わせた年金資産は、日本のなかでは、唯一ともいえるリスク耐性の高い長期資本の供給源である。同時に、年金給付は、日本経済の消費を支える重要な意義を担っている。

- ⇒ 年金資産の活用は、成長資本の調達に不可欠。
- ⇒ 年金資産運用の収益率の改善は、年金給付費の実質的削減となる効果がある(少ない費用で、豊かな給付)。

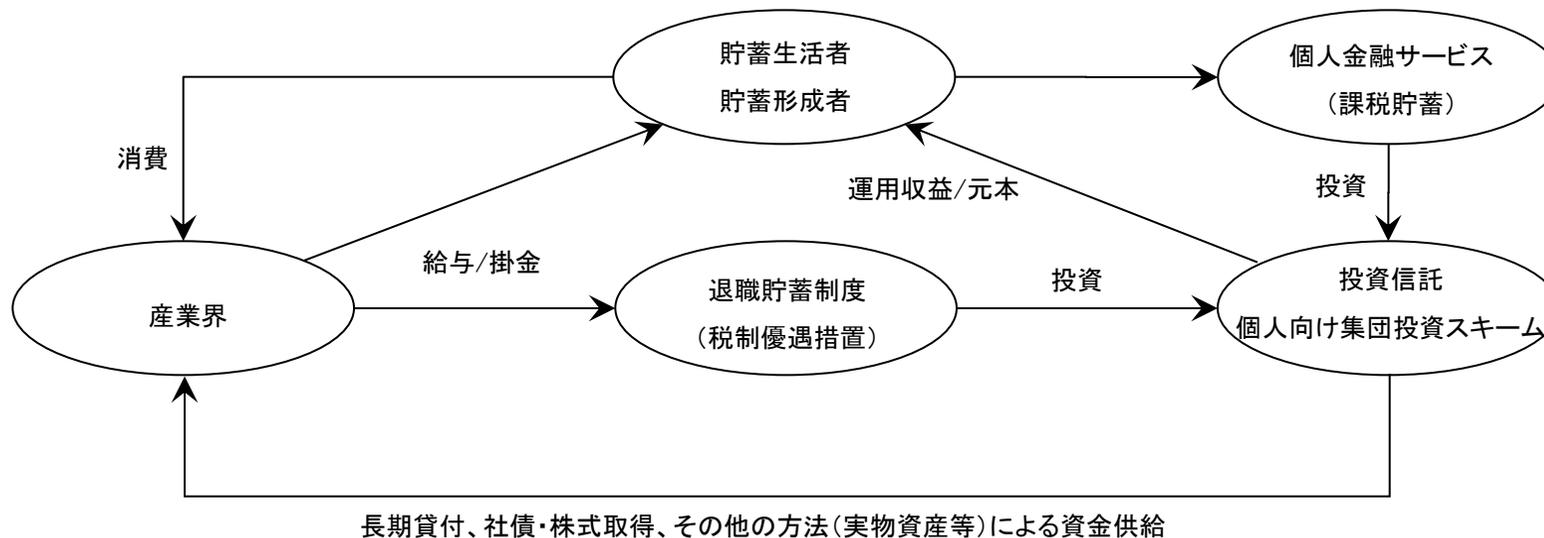


- ⇒ 常に、海外に投資機会を求め続けてきた日本の年金運用の歴史は、日本における投資機会の縮小の効果として、やむを得ないが、ならば、日本に新たな投資機会を創出しようとするとき、当然に、日本回帰があつてしかるべきではないか。
- ⇒ 日本の企業年金制度は、長期産業資本の確保という政策のなかで始まり、発足後の長い間、信託銀行と生命保険会社(ともに、当時の金融政策では、長期金融機関と位置付けられていた)の独占受託が認められてきた経緯がある。そのマクロ政策的意義は、今日も有効。

# 年金制度に替わる個人退職貯蓄制度と社会的重要性を増す投資信託

公的年金制度や企業年金制度は、制度運営者の確定債務となり、また、世代間をも超える相互扶助的性格を有する。故に、人口動態と社会構成の変動、また国民意識の変化にともない、逡増する維持費用や経済的負担の公平性等の見地から、相対的な縮小に向かうことは避け難い。替わって、年金制度と同等の税制優遇措置が講じられたうえで、個人の自己責任型の貯蓄を基礎とした制度への移行が進むと考えられる。

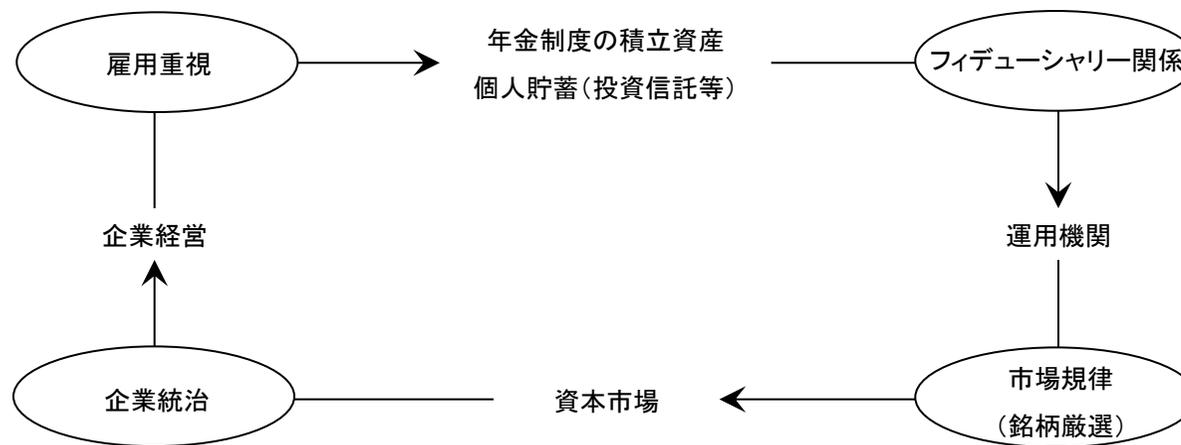
- ⇒ 企業年金では、確定給付から確定拠出の方向。
- ⇒ 公的年金では、何らかの税制優遇貯蓄制度（英国ISAや米国IRA）への転換（NISAの発展形）。
- ⇒ 課税貯蓄では、投資信託の「販売」から、個人金融サービス（個人信託等）へ



- ⇒ 長期産業資本の形成という側面から見れば、退職貯蓄としての投資信託等の運用は、年金資産運用と同等の質と性格を維持してはならない。
- ⇒ 退職所得の投資信託だけでなく、多様な個人向け集団投資スキームが統一的な法制・税制のもとに統合されるべきである。

# 信頼の連鎖と資金循環

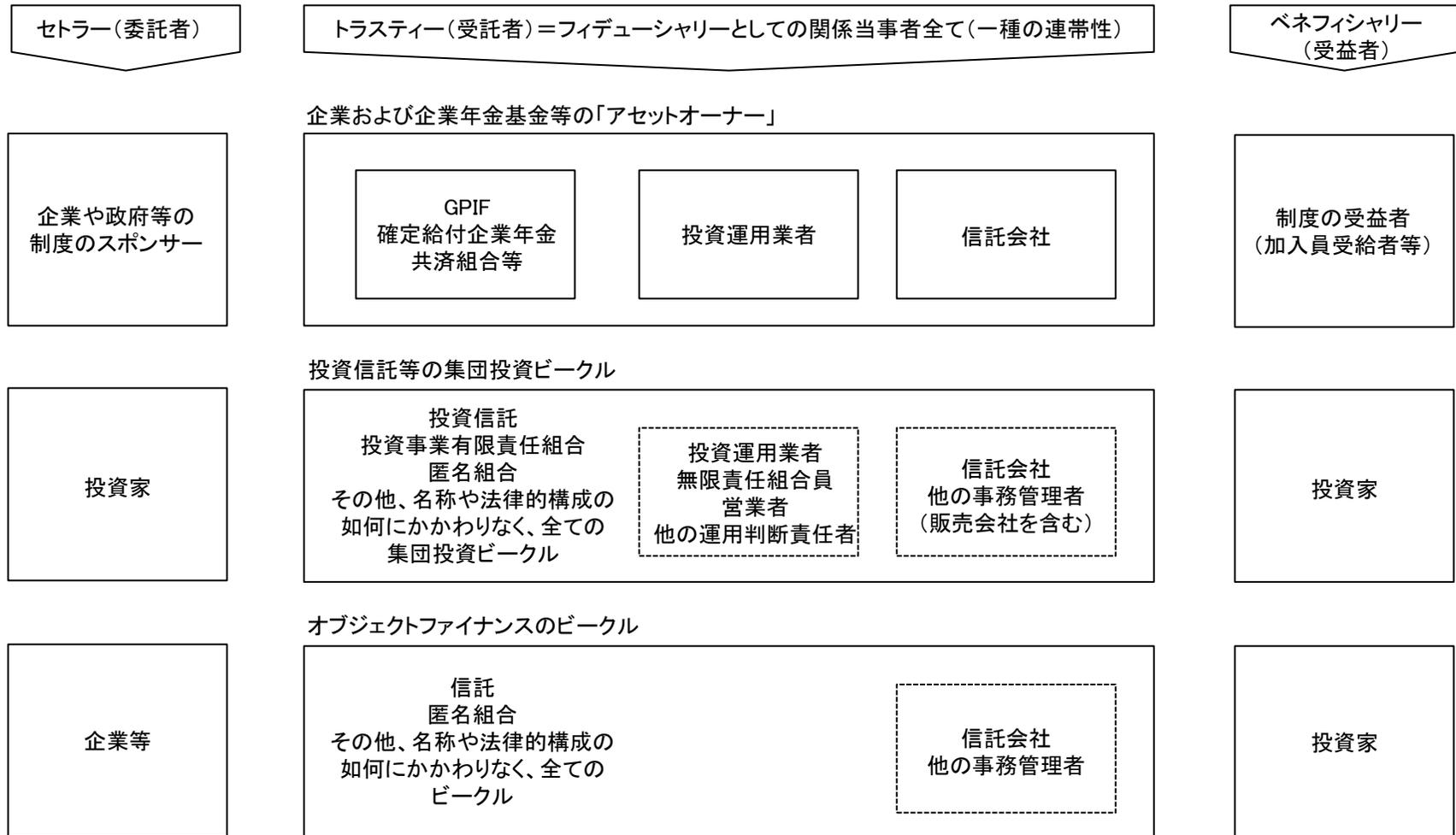
熟練による人材価値の上昇がある限り、そして、産業界が年金制度の人事政策としての意義(安定雇用)を認める限り、年金制度がなくなることはない。しかし、それが財務上の理由で否定される(現実におき始めている)のならば、そうならないような資産運用のあり方へ抜本的に転換しなければならない、他方で、老後資金形成においては、相互扶助型の年金制度から、個人貯蓄型へ移行も不可避であり、その受け皿としての投資信託等の改革が急務。



- ⇒ これまでは、残念ながら、信頼の連鎖ではなく、不信の連鎖であったのではないかと。今こそ、変革のときであり、信頼の連鎖の再構築のときである。まさに、「フィデューシャリー「信認」の時代」(1999年刊の樋口範雄先生の著書のタイトル)の到来。
- ⇒ 金融庁が2014年9月に公表した「金融モニタリング基本方針」において、初めて、投資信託を念頭において、「フィデューシャリー・デューティー」という用語を採用。
- ⇒ 信頼の連鎖は、他を批判することからは生まれない。当事者自身の自己変革と、他との協調が不可欠。

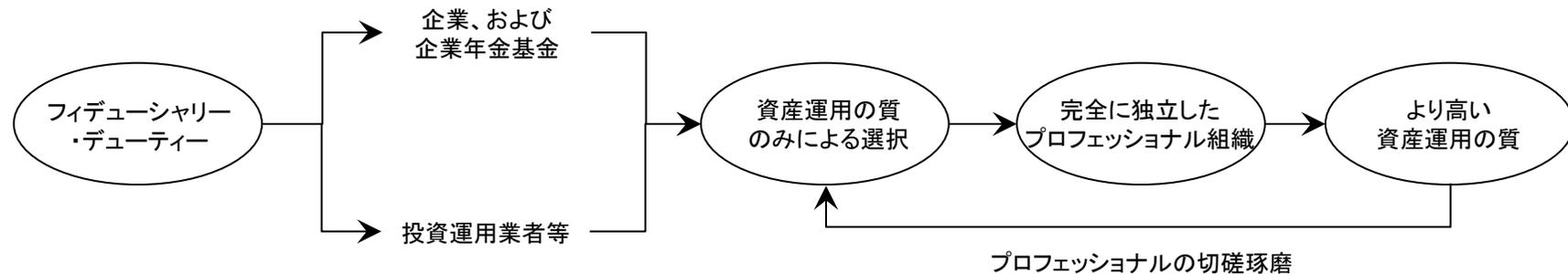
# フィデューシャリー・デューティーによる責任関係の包摂

多種多様な関係諸法を統合的に短時間で抜本改正することは、事実上、不可能である。しかし、現行法制の骨格をそのままにしても、フィデューシャリー・デューティーの理念を上からかければ、関係当事者をフィデューシャリー群として、その責任をトラスティーの責任のもとに包摂することができるのではないか。



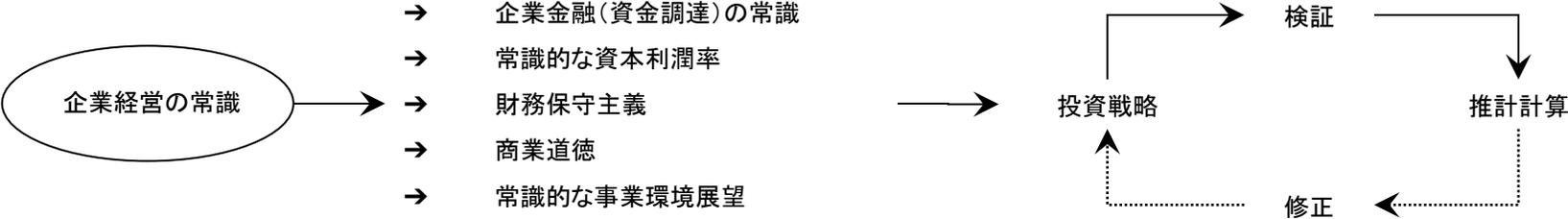
# フィデューシャリー = プロフェッショナル = インデペンダント

- フィデューシャリーとしての責任が、プロフェッショナルとしての資産運用の質を支える基礎にある。
- 銀行、保険会社、証券会社等の子会社の投資運用業者および信託兼営銀行がフィデューシャリーとしての責務を全うできるためには、経営の完全独立が絶対に必要な要件である。
  - ⇒ フィデューシャリーは、プロフェッショナルであり、プロフェッショナルは、独立し、プロフェッショナルによる自治のもとにななければならない。
  - ⇒ 親会社との役員職員の人事交流などは、フィデューシャリー・デューティーのもとでは、大きな制約がかかるはずである。
  - ⇒ フィデューシャリーとしての投資運用業者と信託会社が子会社として存立できる条件は、純投資としてのみである。逆に、純投資として経営の独立を認めるが故にこそ、子会社の企業価値が高まり、使用資本が小さいこともあって、連結ROEに大きく貢献するのである。
  - ⇒ 純投資として保有しないのならば、プロフェッショナルによるマネジメントバイアウト等の分離独立を認めるか、結果的にそうなるほかない。
- 企業および企業年金基金がフィデューシャリーとしての責務を全うできるためには、母体組織からの経営の完全独立が絶対に必要な要件である。
  - ⇒ 企業および企業年金基金は、フィデューシャリーとして、母体組織の利害を一切考慮できない。
  - ⇒ 故に、銀行、保険会社、証券会社等は、母体組織との関係を利用して子会社の営業を支援することはできない。



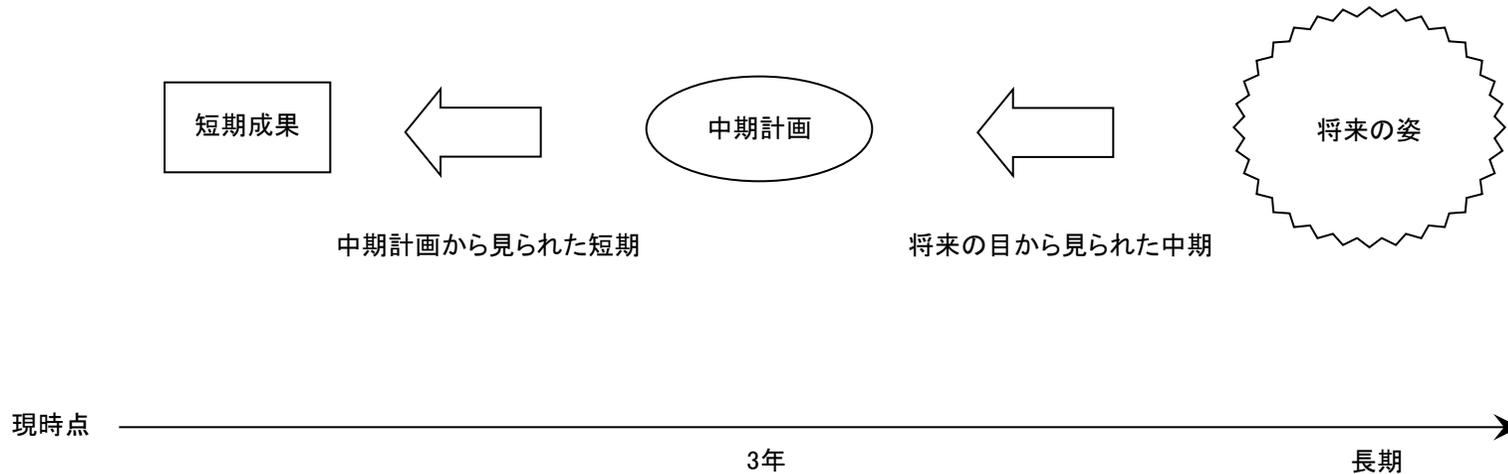
# 統計の誤用に陥らないための戦略的発想

- 統計からは何も創造されない。過去の数値の統計からは、投資戦略も資産配分もでてこない。過去の数値を使った検証ができるにすぎない。
- 検証に先立って、検証されるべき投資戦略がある。
- 投資戦略は、企業経営の延長としての戦略的発想からしか生まれ得ない。そのことに、資産運用の高度な専門性は不必要である。むしろ、企業経営の常識が必要なのである。
- 投資戦略は、必ずしも伝統的資産配分と同じではない。
- リスク管理から、リターン管理へ。



# 長期的に設定された将来像に基づく中期計画の執行と短期の評価

- 企業経営においては、3年という中期が、具体的計画を立てるときの一番長い時間である。
- 企業の経営戦略は、3年よりもずっと長い時間軸で展開されている。
- つまり、長期に設定された将来像のもとで、中期(3年)の計画管理があり、更に3か月、単年度という短い期間での評価と調整がなされている。
- 資産運用も、同様な時間軸で行われるべきである。それこそが、真の長期の視点である。



# 総合収益の分解

トータルリターン = インカムゲイン + キャピタルゲイン

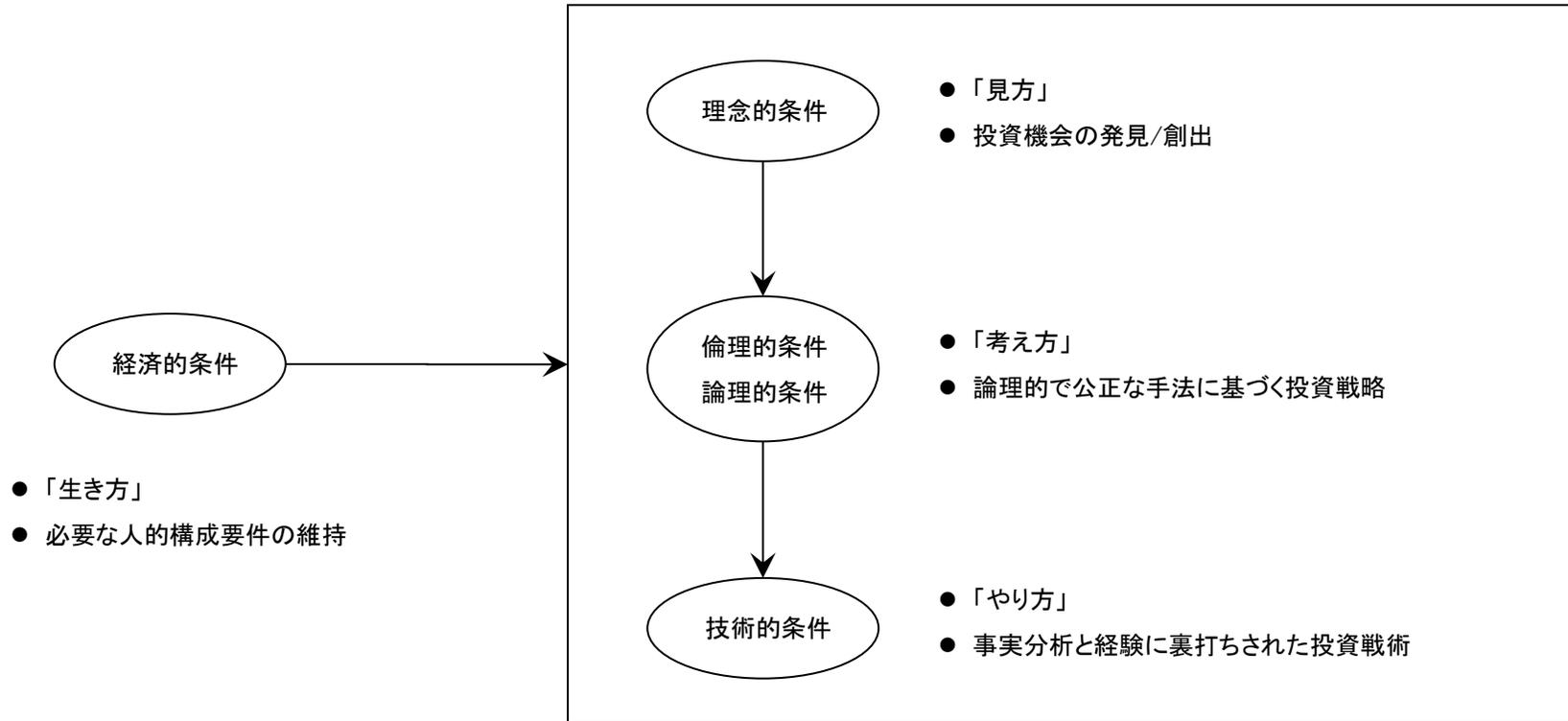
総合収益 = 利息配当金 + 将来の利息配当金の変動 + 資産価格変動

リスク = ボラティリティ

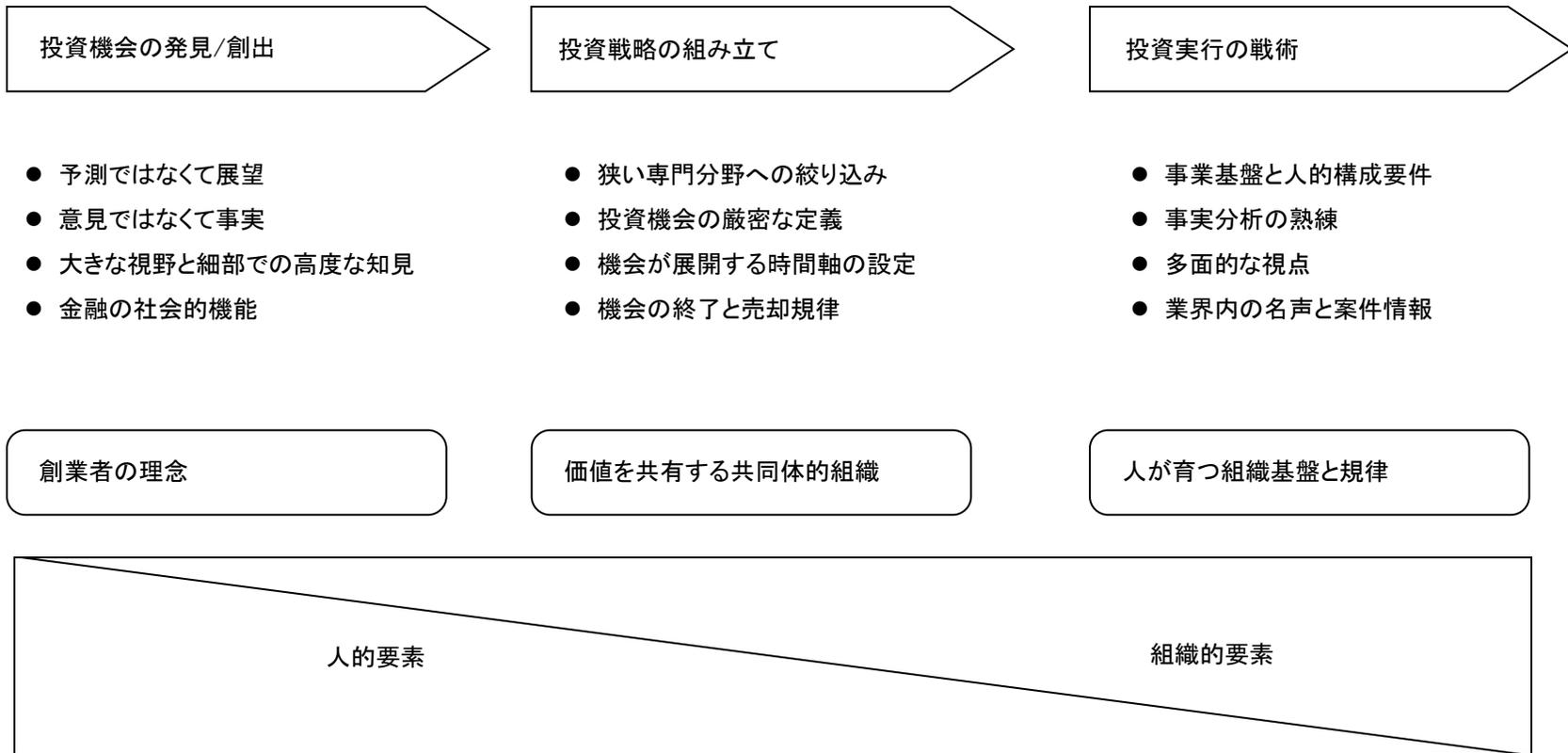
価格変動の全体 = 本源的価値の変動 + 単なる価格の変動

# 業としての投資を成り立たせる条件

業としての投資 ⇒ 金融商品の価値等の分析に基づく投資判断(「金融商品取引法」)



# 人的要素と組織的要素



# 人的要素と組織的要素と経済的要素

## 人的要素

- 高度な専門性
- 理念的共同体
- 業界内の名声
  - 社会性
  - 多様性

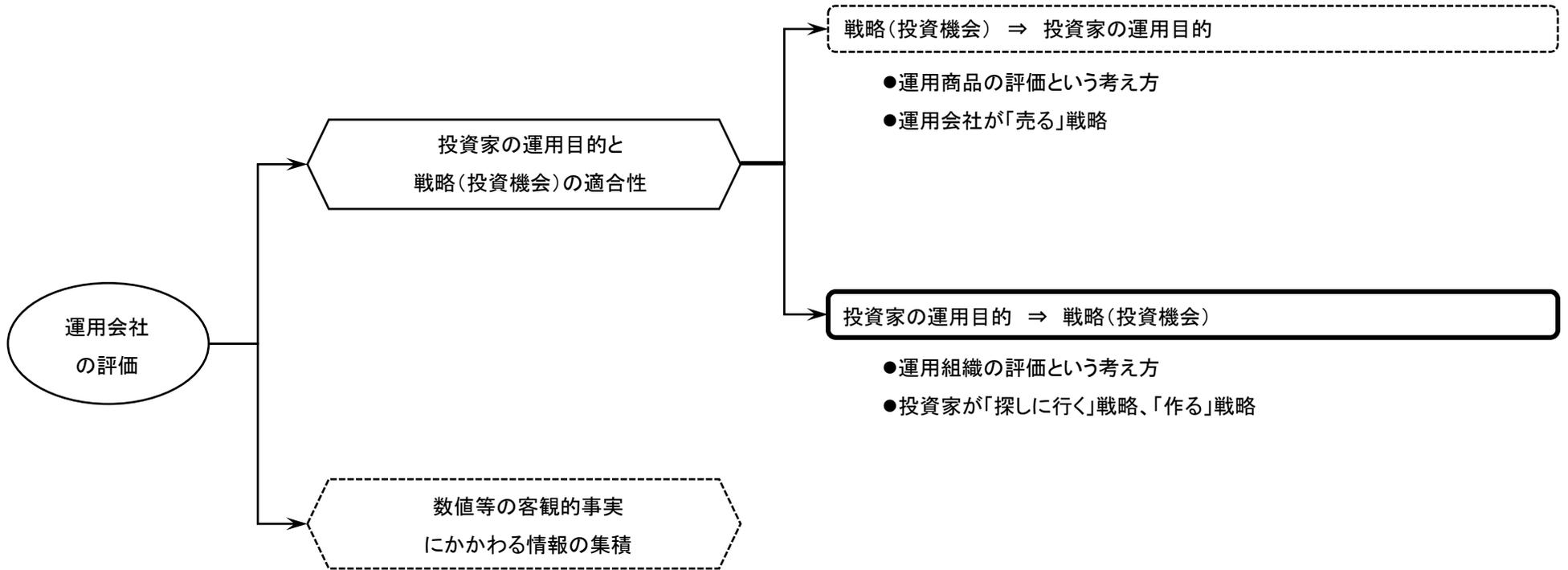
## 組織的要素

- 所有構造
- 意思決定
- 処遇制度
  - 文化
- 登用・育成・熟練

## 経済的要素

- 親密な顧客基盤
- 分散された顧客基盤
- 控えめな事業野心
- 適切な運用報酬体系

# 運用会社の評価ということ



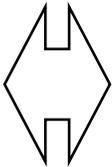
- 網羅性・正確性・迅速性・低価格が鍵(逆に、他に付加価値はない)
- 評価以前の基礎的作業
- 事実上の標準化、公共財化、ネット化は不可避にして、業界全体の利益

# 付加価値の獲得と同じだけ、付加価値の喪失がある

付加価値を獲得できるものの自由な行動の裏には、結果的に他人に付加価値を提供するものの制約された行動がある



自由・速さ・挑戦  
言い訳を許さない結果主義  
経験・信念・自信に基づく「賭け」



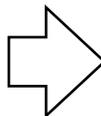
組織のコスト  
説明のコスト  
心理のコスト

付加価値源泉(=人間の弱点)

運用技術(=弱点の克服)

心理の弱み

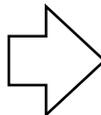
- 経済合理性を超えた選好
- 直近事象の過大評価
- 横並び(流行追随)の安心感



- 自信⇒実績⇒自信……
- 論理志向
- 挑戦的、攻撃的、信念……

組織の欠陥

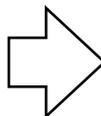
- 集団意思決定の「愚」
- 「政治的」動き(決定の遅さ、組織内部論理の横行……)
- 合議の無決定
- 「説明できること」しかできない



- 個人と組織の意思決定の構造化
- 個人に賭ける構造
- 対等構造と相互牽制

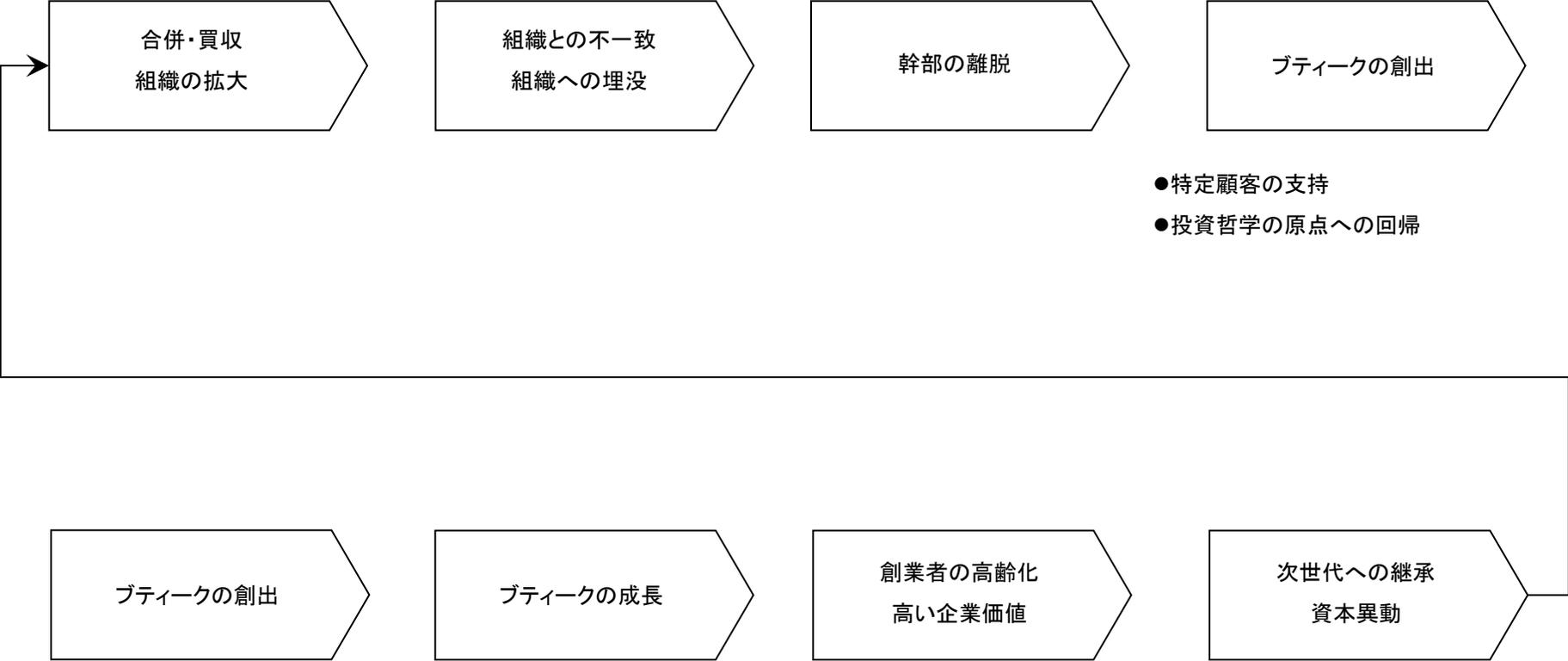
知性の限界

- 論理的な説明を求める「知性」の習性
- 知性の非創造性、論理からは真に新しいものは生まれ得ない



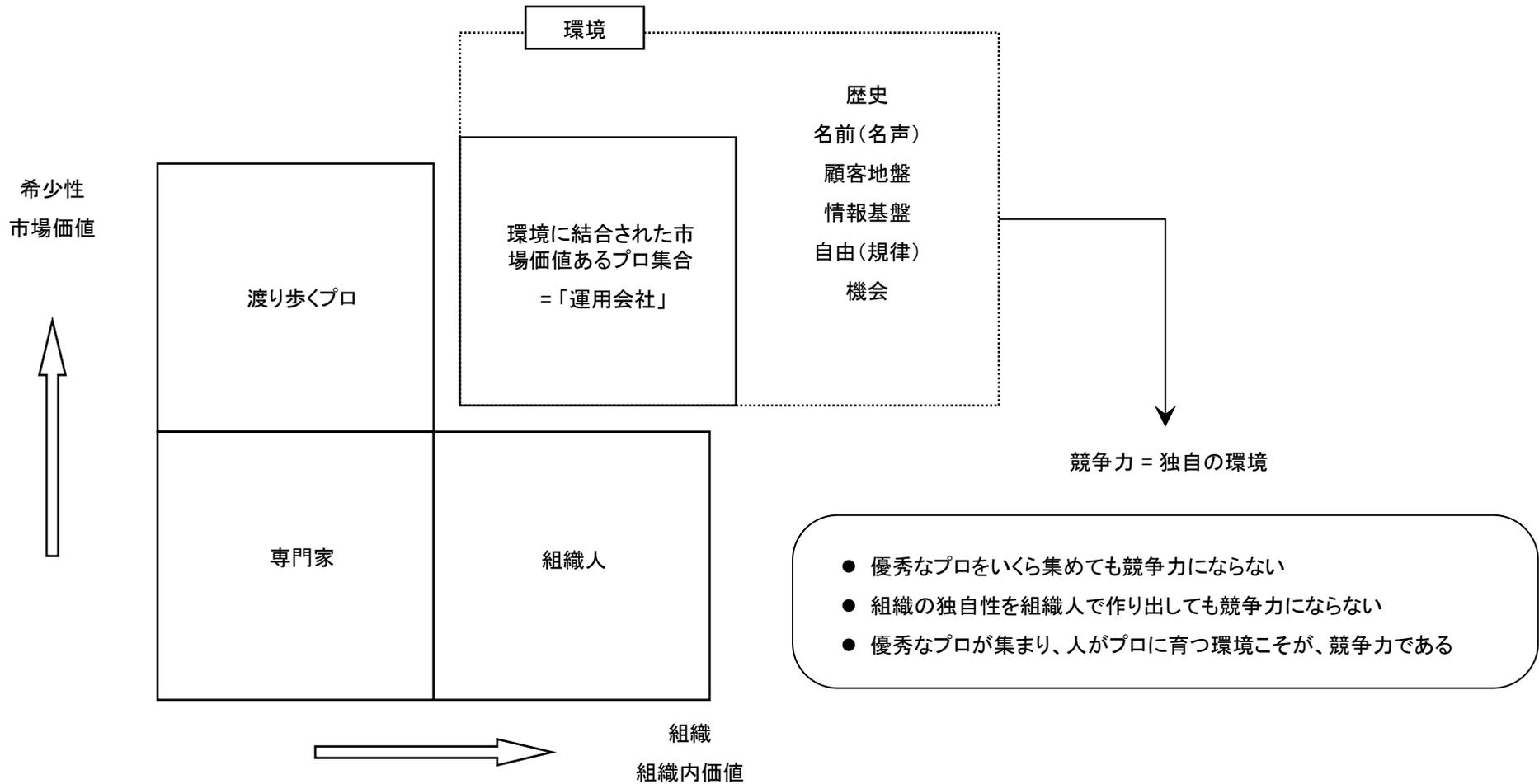
- 感性
- 理念
- 人格的力

# 運用会社の所有構造(株主)



- 特定顧客の支持
- 投資哲学の原点への回帰

- 経営の独立を保持した株式異動
  - ⇒ 次世代経営陣による買収
  - ⇒ 純投資家としての外部株主へ売却
- 継承せずに廃業する場合も



- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。