

## 「いい運用会社」とは

- 個人のスキルとスキルを活かす組織的条件 -

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 関東財務局長（金商）第430号  
加入協会 （社）日本証券投資顧問業協会

2009.12.17

今日のポイント	2
解約が難しい	3
「中間分野」の二極解体	4
個人に帰属する技術と、技術を持つ個人の集合としての組織管理	5
委託構造の伝統的方法と、個性の強い運用会社(サテライト)の組合せによる方法	6
いわゆる「マネジャ評価」の解体	7
絶対リターン型の運用	8
絶対リターン型の運用会社の選択基準	9
投資機会の創出・発見・獲得	10
スキル/組織/ビジネス	11
付加価値の獲得と同じだけ、付加価値の喪失がある	12
プロの運用者の技術	13
収益源泉としてのスキル	14
他人の基準がわかる冷静さ(客観性)	15
オポチュニスティック/徹底した銘柄の厳選	16
絶対評価基準	17
市場リスク(=流動性)と二つのリスク管理モデル	18
オーナーシップ	19
運用技術の「評価」の方法	20
チャレンジ = 賭けの構造	21
競争力/環境/組織	22
完全な自由・自治/高度なリスク管理/厳しい品質管理	23
プロフェショナルの要件とアトラクション/リテンション	24

# 今日のポイント

## 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、収益の確実性は高い。

## 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らない。リターンの高さではなく、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ならない。そのようなリターンに、持続可能性はない。

## 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らない。

## 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らない。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、自己の価値観への確信度をもたねばならない。確信度は、徹底した調査と経験からしか生まれえない。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、厳格でなければならない。確信度は思い込みではない。判断の偏向を排除できる、徹底した論理性と社会常識をもたねばならない。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。

## 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つ。運用会社の所有構造、世代交代と事業の継承、利益のアラインメント(運用報酬体系と役職員報酬体系)、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。

## 難しい解約

運用会社を選ぶことで、運用が終わるのではなく、運用が始まるのです。運用委託後のモニタリングの方法が重要です。実際、採用よりも、はるかに難しいのが解約です。

## 解約の条件

難しい問題ですが、倫理規範と確信度を貫ける組織的条件の崩壊、確信度の揺らぎなどは、おそらくは、絶対的な解約事由です。

## 委託の実務

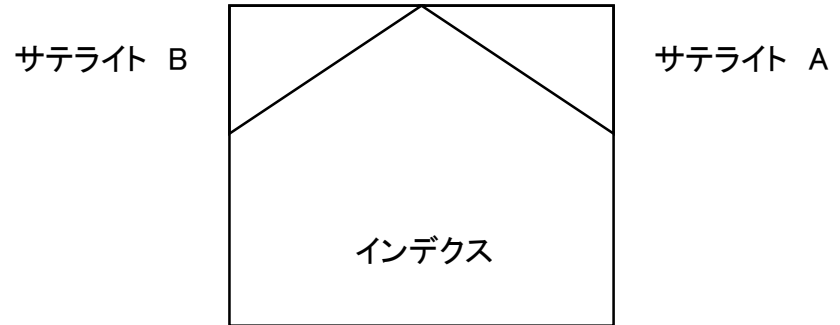
選択は重要ですが、選択して委託するという、実行の技術的問題も、同じく重要です。ファンドの利用など、効率的な工夫が必要です。

## 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。

- オーナーシップの変更
  - ・被買収、買収、合併、株式公開
  - ・大手金融資本などからのMBO(PEファンドの支援によるもの、その他)
  - ・創業者の引退に伴う被買収やMBO(PEファンドの支援によるもの、その他)
- 幹部の退職
  - ・引退、他の分野への転進
  - ・他社への異動
  - ・集団離脱による別会社の設立
- いわゆる「一貫性」ということ
  - ・「一貫しない」ことと、「直すべきは直す」ということ
- 成績不振
  - ・戦略の性格上、投資環境に照らして、やむを得ない不振かどうか
  - ・勝ち続ける運用者などいないのではないか、良いものは悪くなり、悪いものは良くなるのか
- 過度な事業野心と疑われるような行為
  - ・運用戦略の多角化
  - ・積極営業による資産額拡大
- 運用資産の大幅な減少による事業継続性への疑義
- 戦略の有効性そのものの評価
- 成績の大幅な悪化により、当面、成功報酬が出ないことが明らかな状況

# 「中間分野」の二極解体



コスト



リスク/リターン特性デザインの柔軟性



プロフェッショナリズム



評価(要因分析)の容易さ



コア・アクティブの運用会社が、少数の巨大なインデクス運用会社と、多数のサテライト型運用会社(=ブティック)に解体していく傾向

## 外部要因

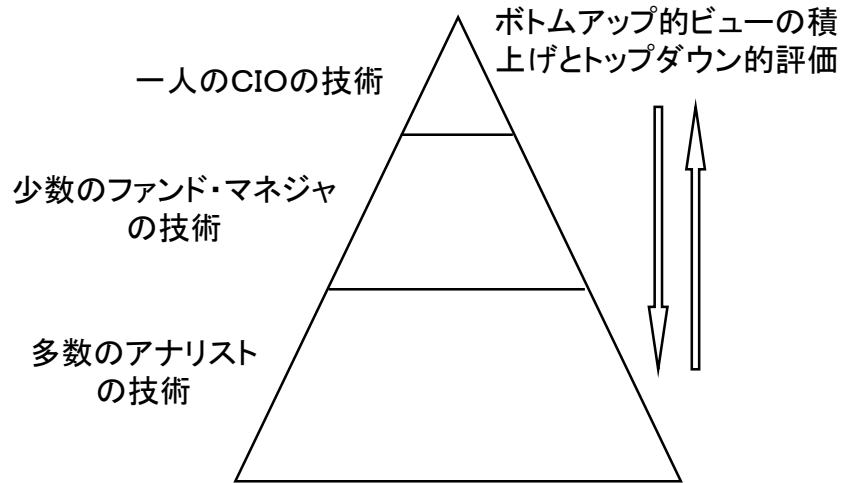
- 総合金融サービス構想を突き進む巨大金融資本による買収攻勢
- インデクス運用の価格破壊力
- 「受託者責任」の枠組みで、コスト効率化を迫られる機関投資家

## 内部要因

- 買収・合併による「文化」の変化がプロの離脱を誘発する
- 組織運用に飽きたプロの離脱
- 巨大金融資本の文化と、職人的プロフェッショナリズムと対立

# 個人に帰属する技術と、技術を持つ個人の集合としての組織管理

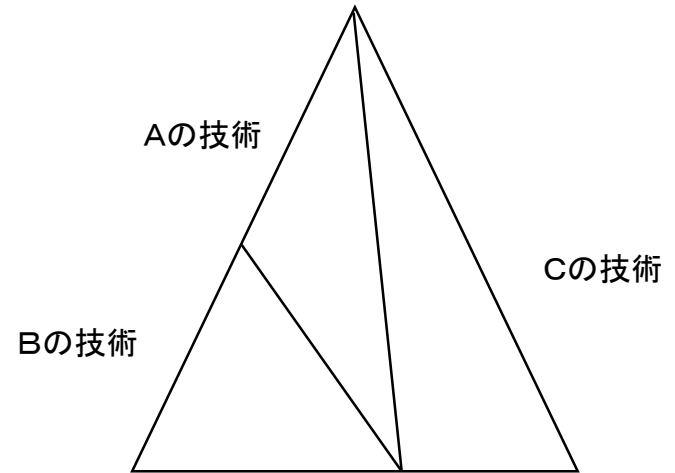
大手運用会社のアクティブ・コア



大型の組織形態・意思決定体制の中に、「各プロフェッショナル・レベルでの技術のリスク分散」が構造化される

プロフェッショナルを組織構造で管理するしくみなので、完全にはフラット組織にできず、自由なスキルの発現が抑制されるリスクと、個人の逸脱を阻止し、全体統一を保つメリット

サテライト集合



独立した技術を持つ小さい会社を複数組み合わせることで、「各プロフェッショナル・レベルでの技術のリスク分散」を構造化する

小規模なプロ集団(ブティック、サテライト)の自由なフラット組織の利点を活かしながら、委託構造のレベルに「組織」を導入することで、全体のバランスをとる仕組み  
プロ集団の内部組織に介入せずに、自由自在に外部組織を構造化できるメリット

# 委託構造の伝統的方法と、個性の強い運用会社(サテライト)の組合せによる方法

## 伝統的方法

委託構造の決定 = 「箱」の決定

(例) 世界株式

米国	欧州	日本 アジア	エマ ジング
世界全体を対象とした小型株			

各「箱」について候補運用会社の「ショート・リスト」作成

(例) 米国株式の専門家の「ショート・リスト」(ベンチマーク追  
随度の高いコア3社程度)

ABCアセット・マネジメント社

XYZインベストメント社

β キャピタル社

各「箱」について「ベスト」の運用会社を選択

米国 ABCアセット・マネジメント社

欧州 ……社

日本/アジア ……社

……

## 個性の強い運用会社集合

端的に、大まかに、運用対象を特定

(例) 世界株式

世界	世界	世界
----	----	----

個性の強い運用会社の発掘と組み合わせ案の作成

複数の個性強い運用会社(サテライト)の集合によるリ  
スク管理

組合せ1 A社40% + B社30% + C社30%

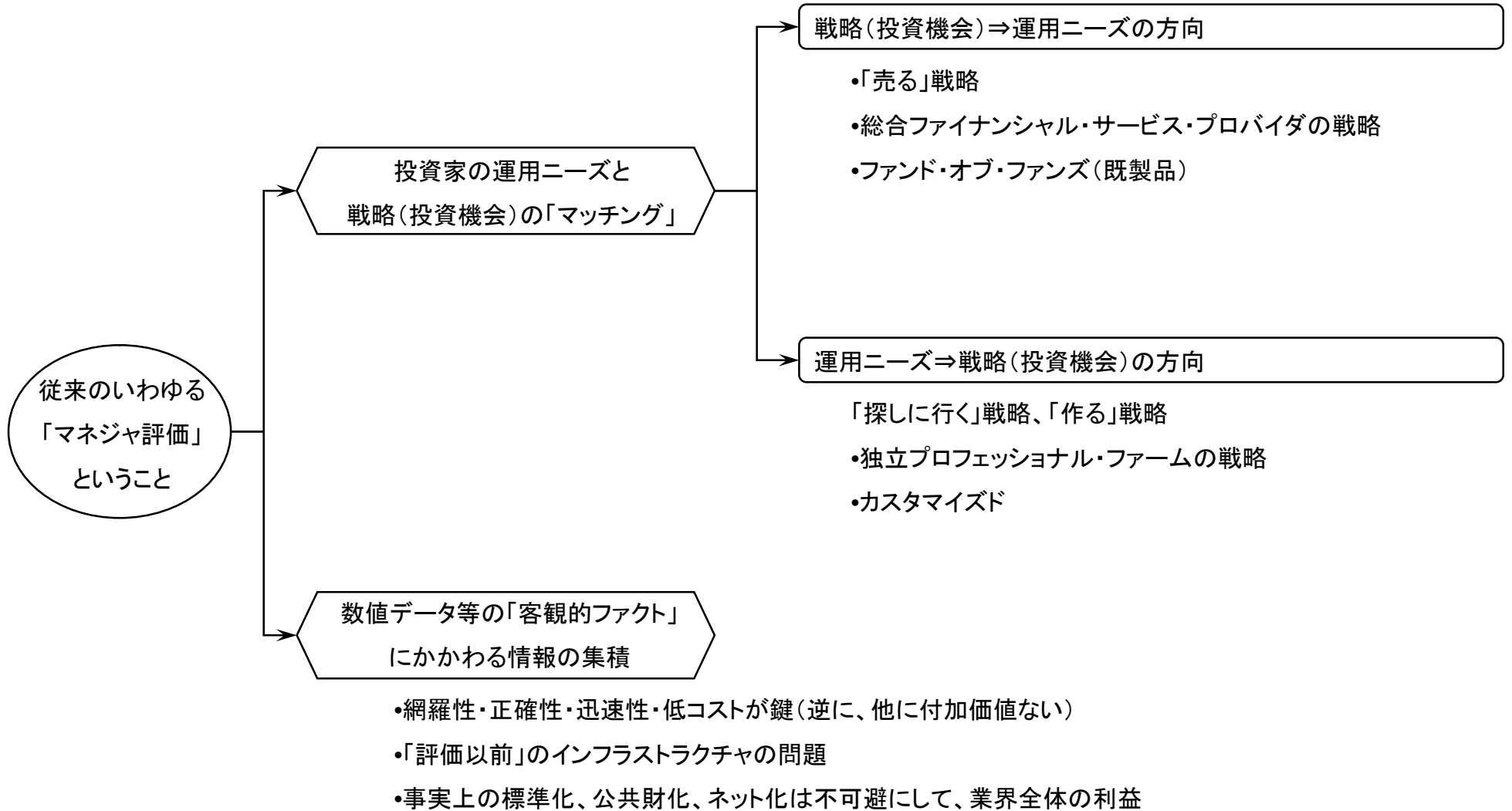
組合せ2 A社50% + D社30% + E社20%

組合せ3 B社60% + F社25% + G社15%

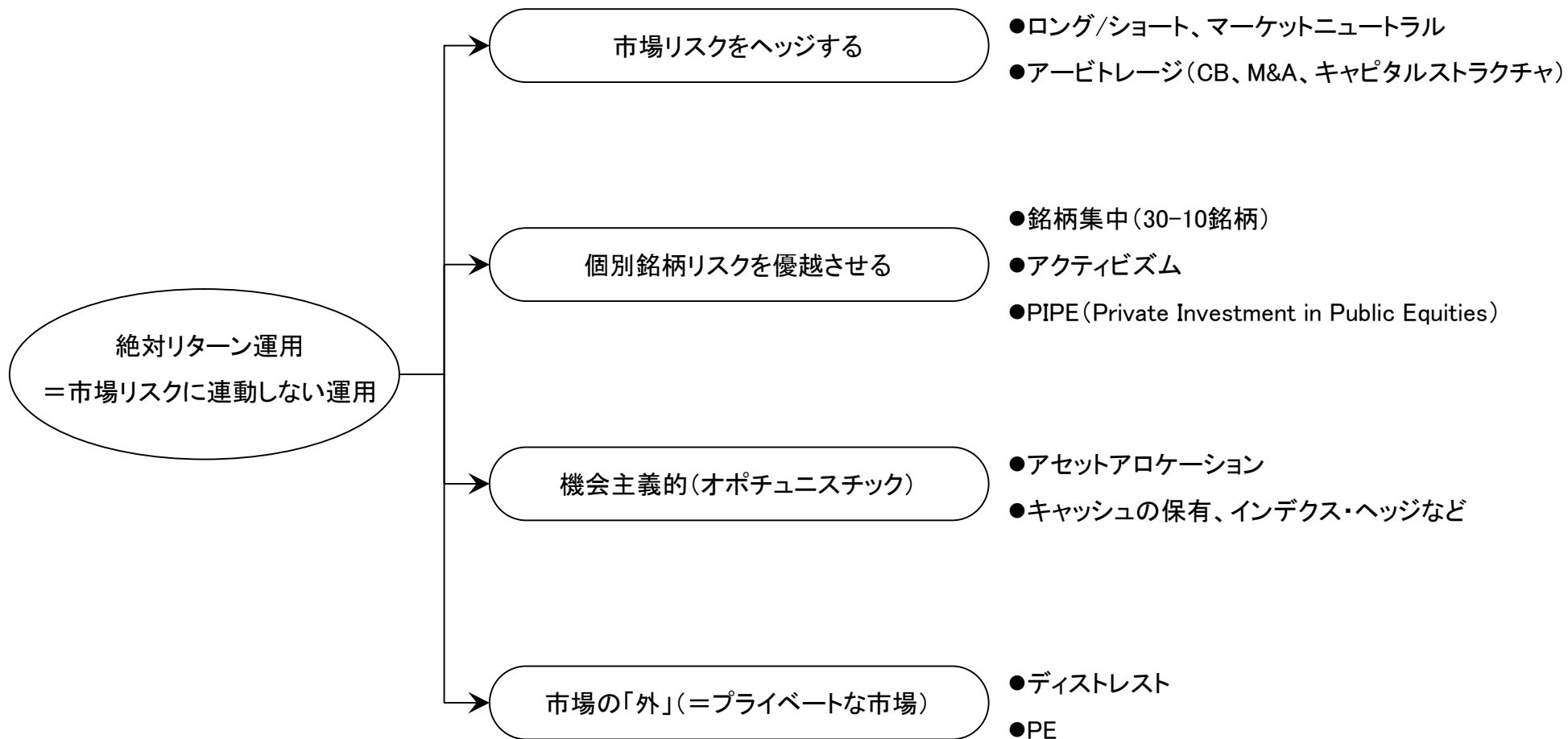
組合せ案の中から一つの案を選択

組合せ3 B社60% + F社25% + G社15%

# いわゆる「マネジャ評価」の解体



# 絶対リターン型の運用



# 絶対リターン型の運用会社の選択基準

狭く特定

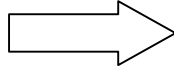
厳格に責任範囲を特定の狭いベンチマークの中に限定する

「枠」に固守

厳格にベンチマークの中でのフル・インベストメントに徹する

厳格なリスク管理

与えられたベンチマークに対する追従度(相対リスク=トラッキング・エラー)を管理する



自由に広く

積極的に、より範囲の広いベンチマークの採用を提案し、責任分野を拡大する

オポチュニスティック

事前に決めた範囲で、機動的に、ベンチマークの外の領域へも投資する

リターン獲得

ベンチマーク追従を意識せず、厳選された銘柄へのみ投資する

## 投資機会の創出

- “forced to sell” (制度的売却)
  - 資本規制、資本再編...
- 心理的弱さ
- エキゾチック (新奇なもの)

## 投資機会の発見

- 長年の経験
- 専門分野の高度な知識
- ディール・フローへのアクセス
  - コミュニティ

個人レベルのスキル

## 投資機会の獲得

- 顧客基盤
- 少人数の組織
  - 組織一体性、迅速な判断
- コミットメント

組織レベルの設計  
ビジネスの基盤

## スキル(プロフェッショナル個人)

- 専門性
- 経験の長さ
- コミュニティにおける名声
- ディールへのアクセス

## 組織

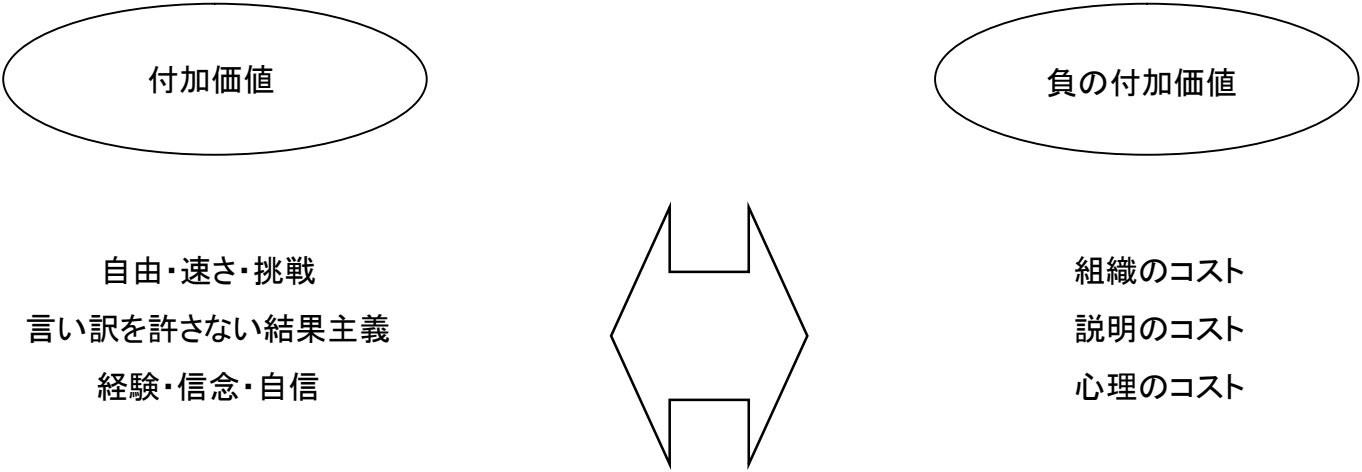
- オーナーシップ
- 意思決定
- 処遇制度
- 文化

## ビジネス

- 親密な顧客基盤(コミュニティ)
- 分散された顧客基盤
- 控えめな事業野心
- 適切な投資ストラクチャ

# 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、  
他人に付加価値を貢がねばならないものの制約された行動がある



# プロの運用者の技術

運用会社のプロとしての技術によって、付加価値を傾向的に出せるとしたら、その安定的源泉は、恐らくは、技術の反対側にある人間の弱点にあるのである

## 付加価値源泉(=人間の弱点)

### 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

### 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

### 知性の限界

- 頭脳のデータ処理能力の限界
- 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

## 運用技術(=弱点の克服)

- 自信⇒実績⇒自信……
- 論理志向
- 挑戦的、攻撃的、信念……

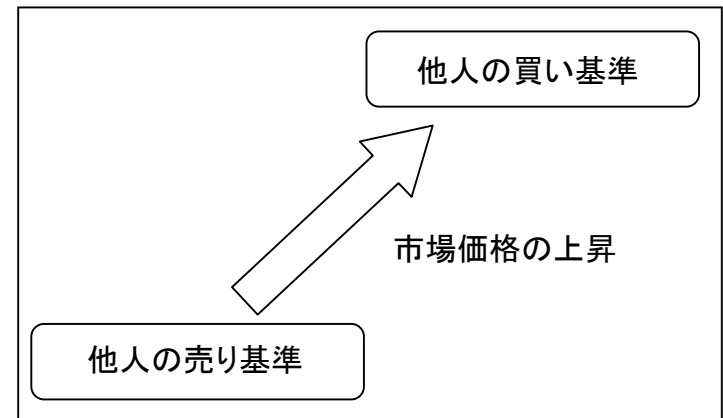
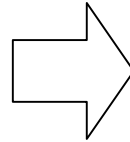
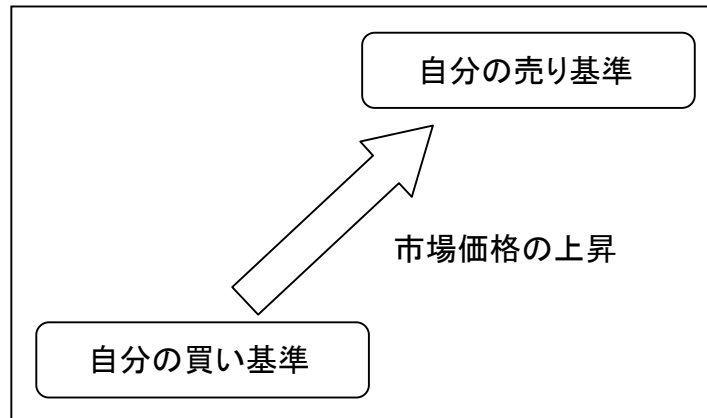
- 個人レベルでの意思決定と組織的な意思決定リスクの分散
- 個人に賭ける構造
- フラット構造と相互牽制(クロス・ピア)

- 感性
- カリスマ
- 人格的力

# 収益源泉としてのスキル

バリュエーション	安いものを発見し買う力 伝統的バリュエーション、および市場リスクのヘッジによるバリュエーション純粹化
オプション	抽象度の高いものの解析力 ボラティリティのボラティリティ、コンベクシティ、インベッティド・オプションなどのプライシング
アービトラージ	高度な執行能力 一物一価の法則に基づくトレーディング(瞬時に消える機会)
リーガル・エキスパティーズ	回収する力 複雑な契約内容の精緻な理解と権利の行使力
リクイディティ	リスクが大きくて普通の投資主体では買えないものを買う力 債務性ある(あるいは社会的監視を強く受ける)資金では投資し得ないリスクをとる真の資本力
ディレクション	トレンドにつく機動力 コントラリアンになりやすいバリュエーションに対するヘッジ
マネジメント	ビジネス・ジャッジメントの力 企業経営判断にかかわるようなプロアクティブな運用(ハンズオン、バリューアップなど)

# 他人の基準がわかる冷静さ(客観性)



買えるものを探す

⇒ 売れるかどうかのリスク

安いがゆえに買う

⇒ バリュートの罠のリスク

市場価格の誤りをとる

⇒ 誤りの是正 = 全体市場均衡の正しさ

市場に対峙する外部の運用者

売れるものを探す

⇒ 着実な売却益の積み上げ

売れるがゆえに安い

⇒ 確度の高いバリュー

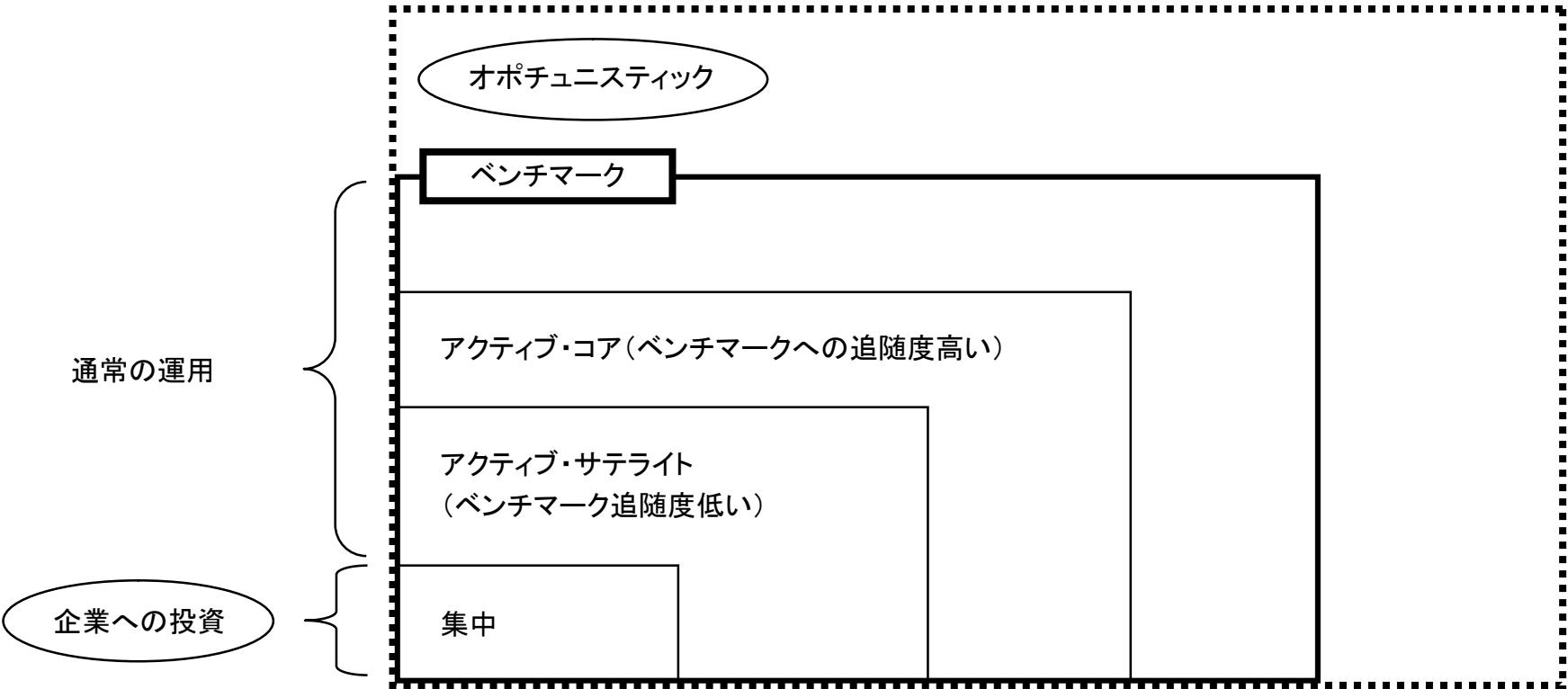
市場価格の正しさをとる

⇒ 正しさは動く = 全体市場均衡の誤り

市場の中の一要素としての運用者

# オポチュニスティック/徹底した銘柄の厳選

オポチュニスティック=ベンチマークの外側にアクティブであること

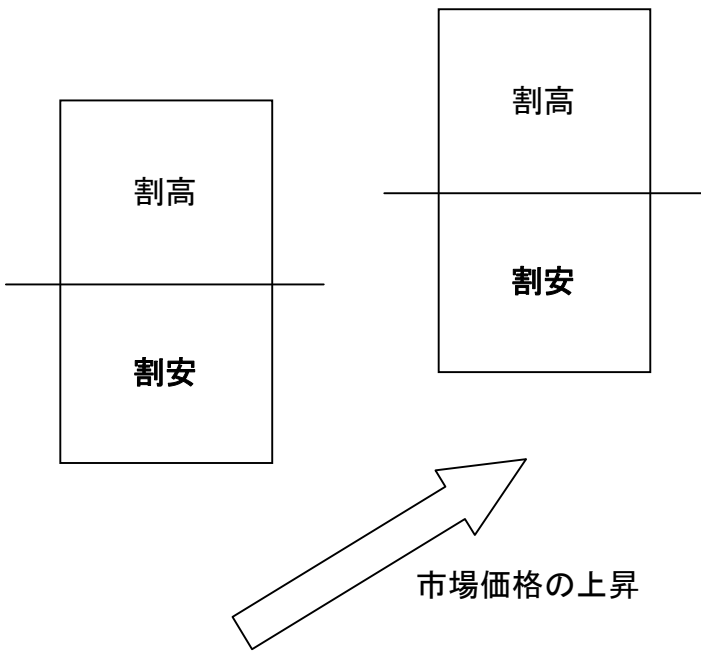


徹底した銘柄の厳選=市場へ投資するのではなく、個別銘柄へ投資すること

# 絶対評価基準

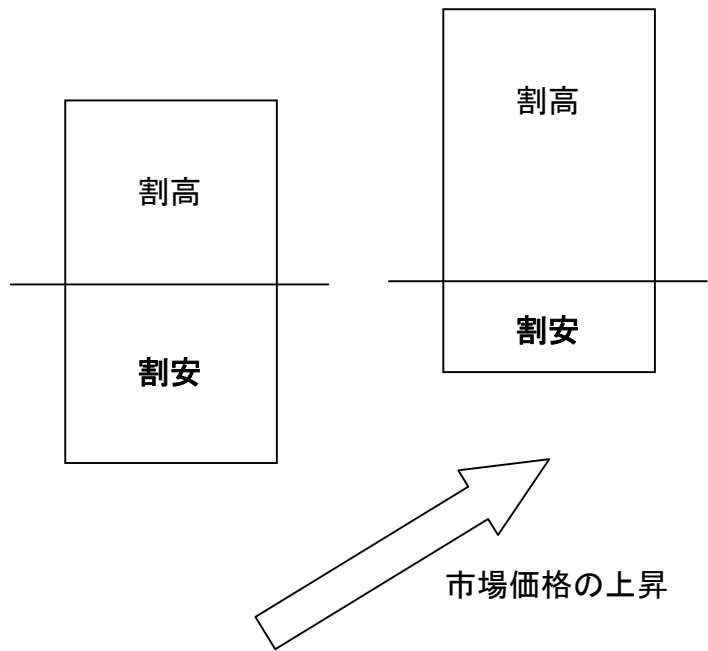
## 相対評価基準

「常に、半分は、相対的に安い」

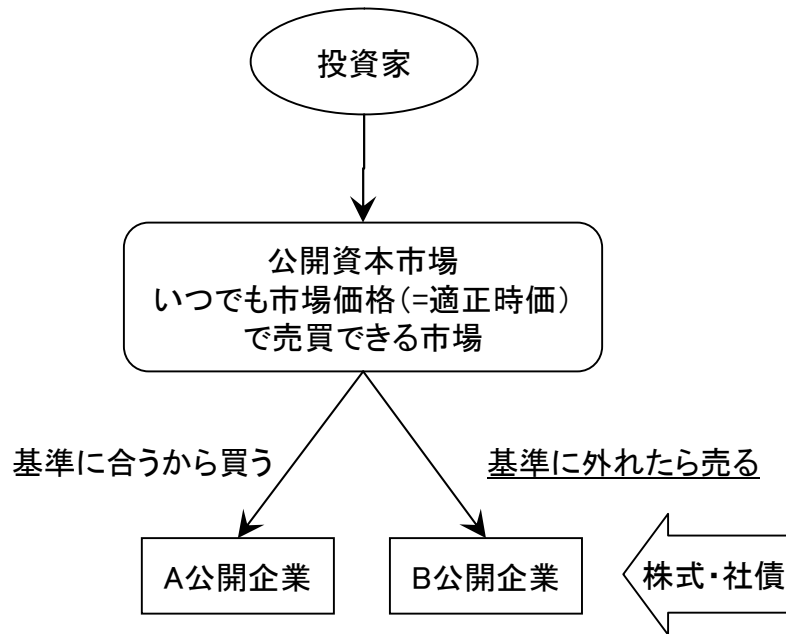


## 絶対評価基準

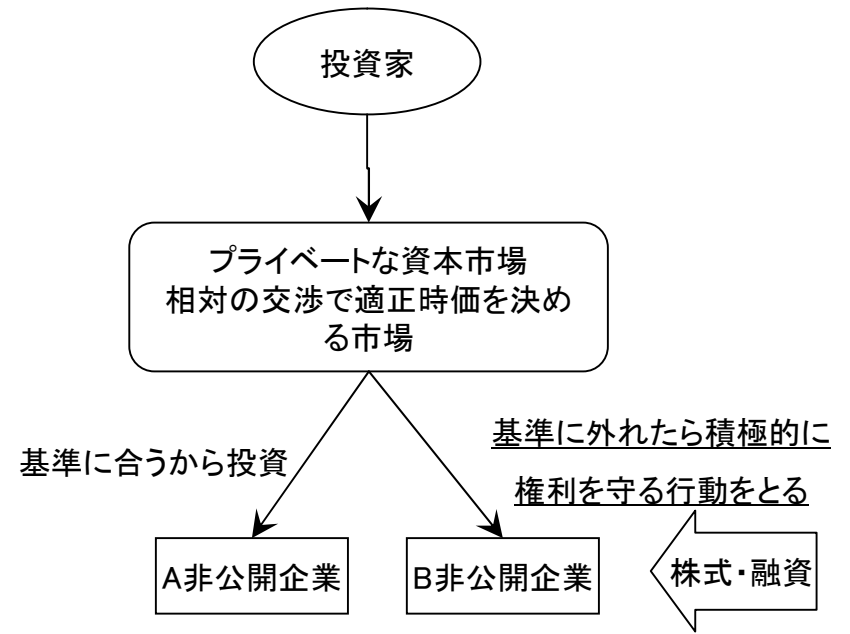
「割安に買えるものが少なくなる」



# 市場リスク(=流動性)と二つのリスク管理モデル



- ⇒ 売買によるリスク管理=いやなら売る
- ⇒ 低廉なコストで売れることが前提=資本市場の効率性を前提にするリスク管理
- ⇒ 資本市場の流動性に対してプレミアムを払う=流動性の対価
- ⇒ 資本市場の機能不全には脆い=ストレス耐性弱い、流動性の対価が無駄払い
- ⇒ 過度な時価主義等によりボラティリティが増す=不必要なボラティリティというコストの支払い



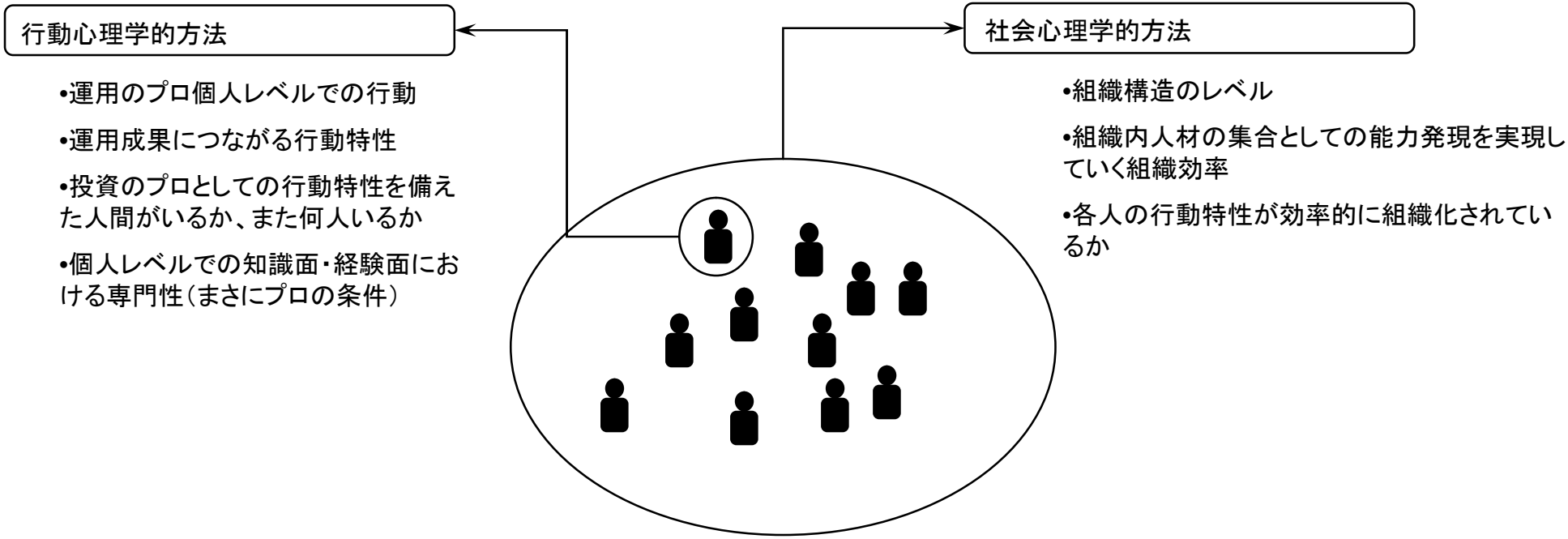
- ⇒ 積極的な行動による権利保全=経営介入、譲渡先を見つける、譲渡価格の交渉……
- ⇒ 流動性の対価を払わないかわりに、積極的行動の対価を払う
- ⇒ 資本市場の機能不全に強い=投資機会の拡大
- ⇒ 過度な時価評価の弊害を避ける

# オーナーシップ

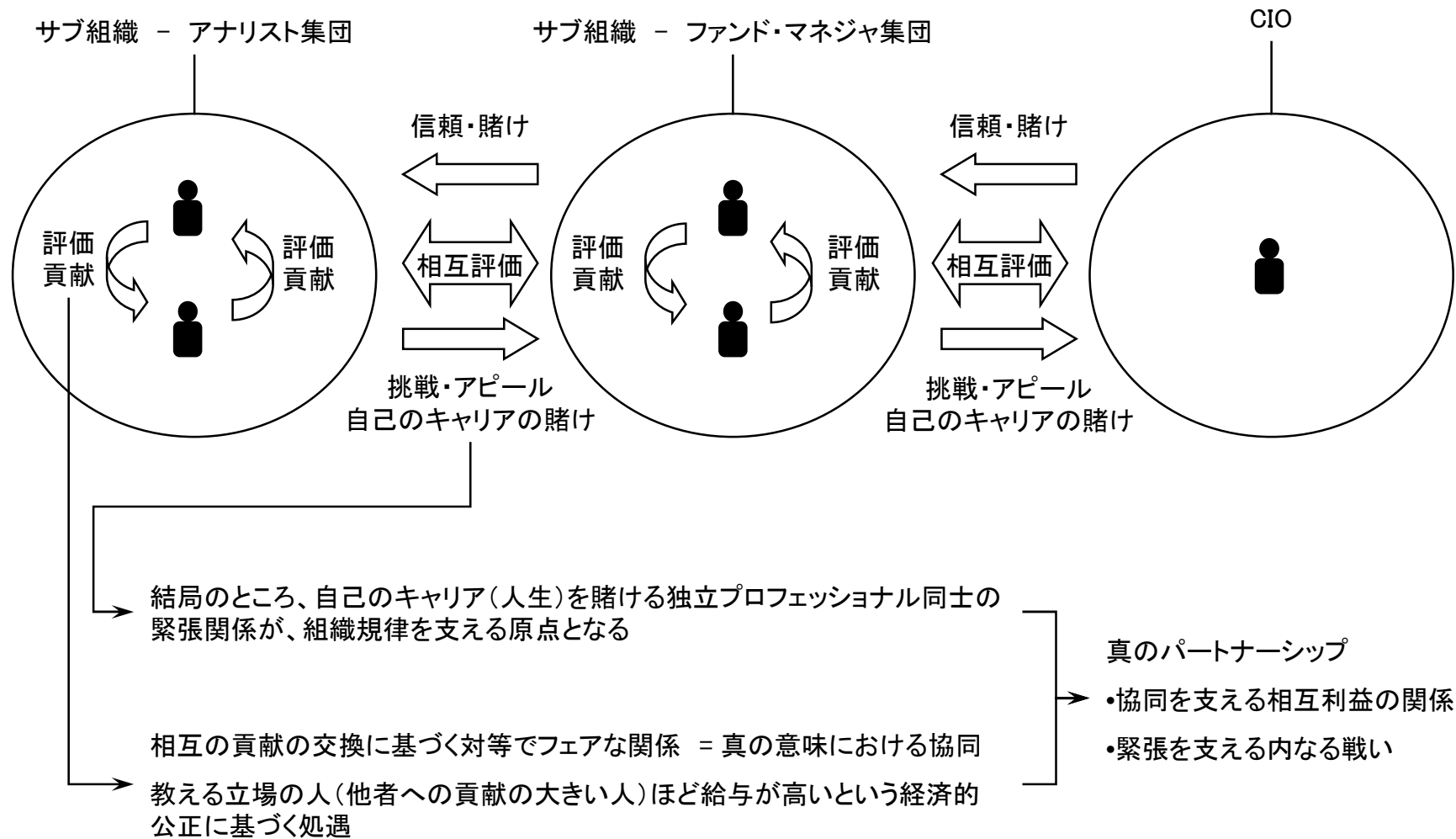


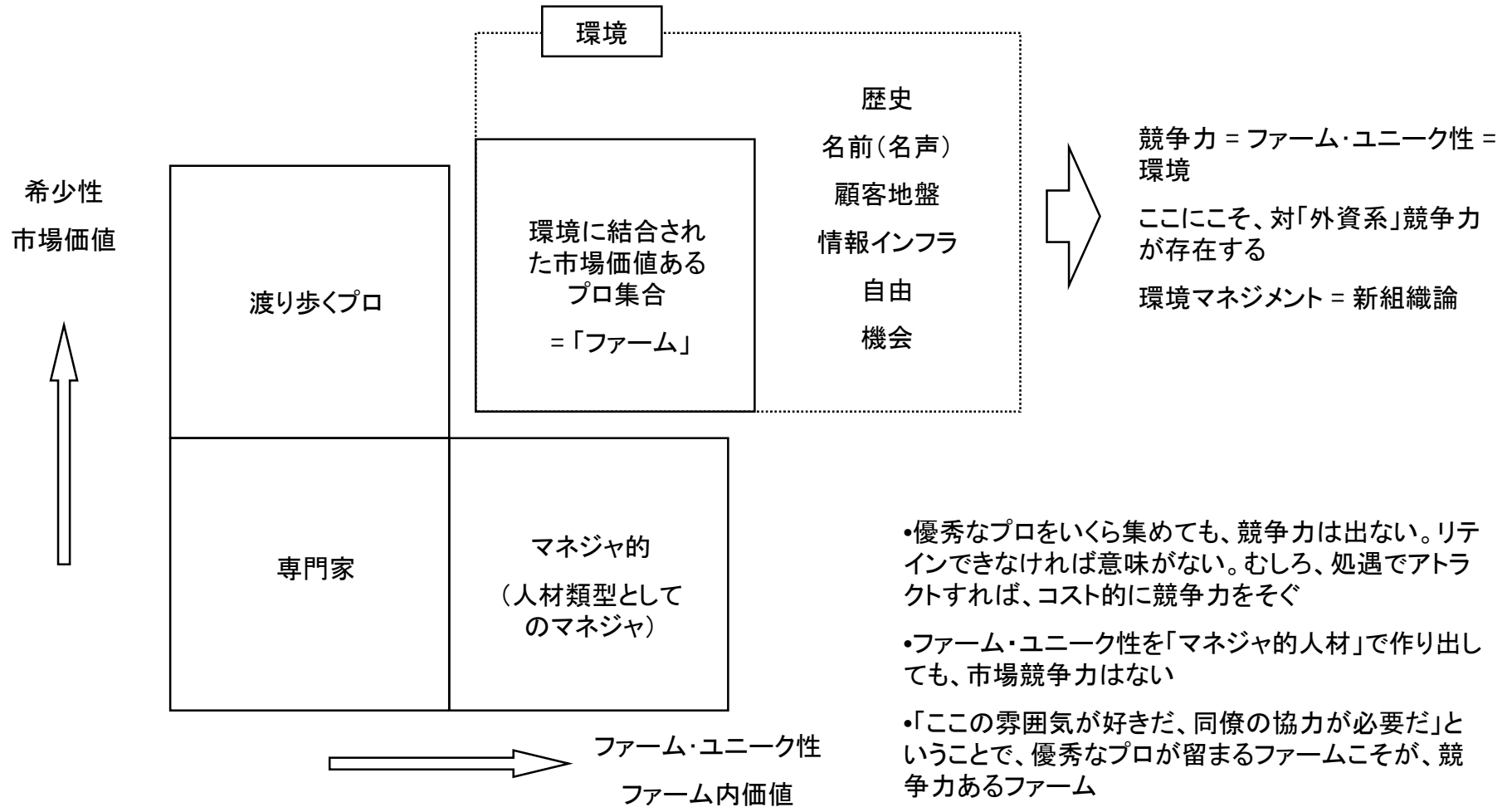
# 運用技術の「評価」の方法

資産運用の技術の実体がなんであれ、それは、人間に帰属する以上、「評価」の科学的方法は、心理学的方法になる

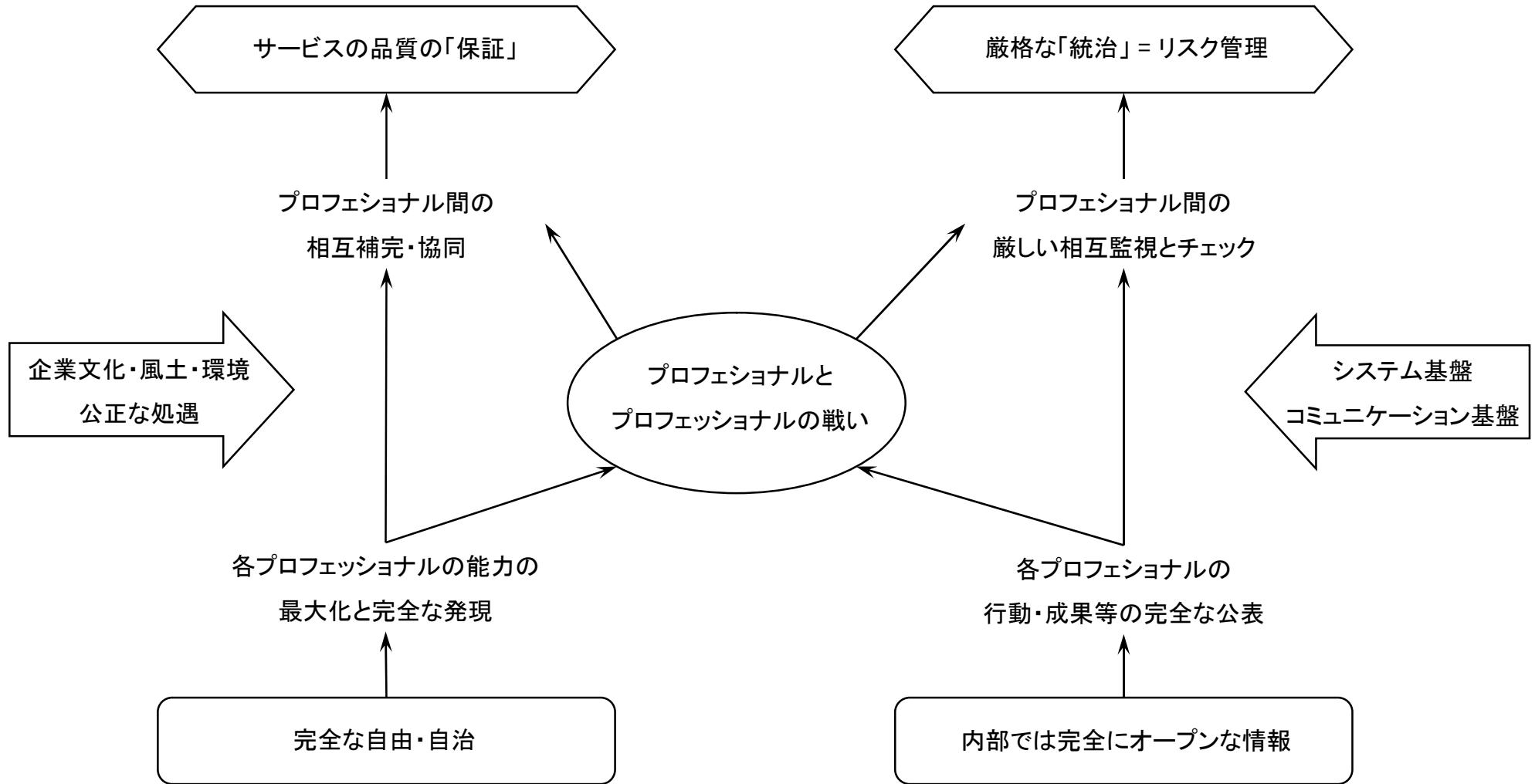


# チャレンジ = 賭けの構造



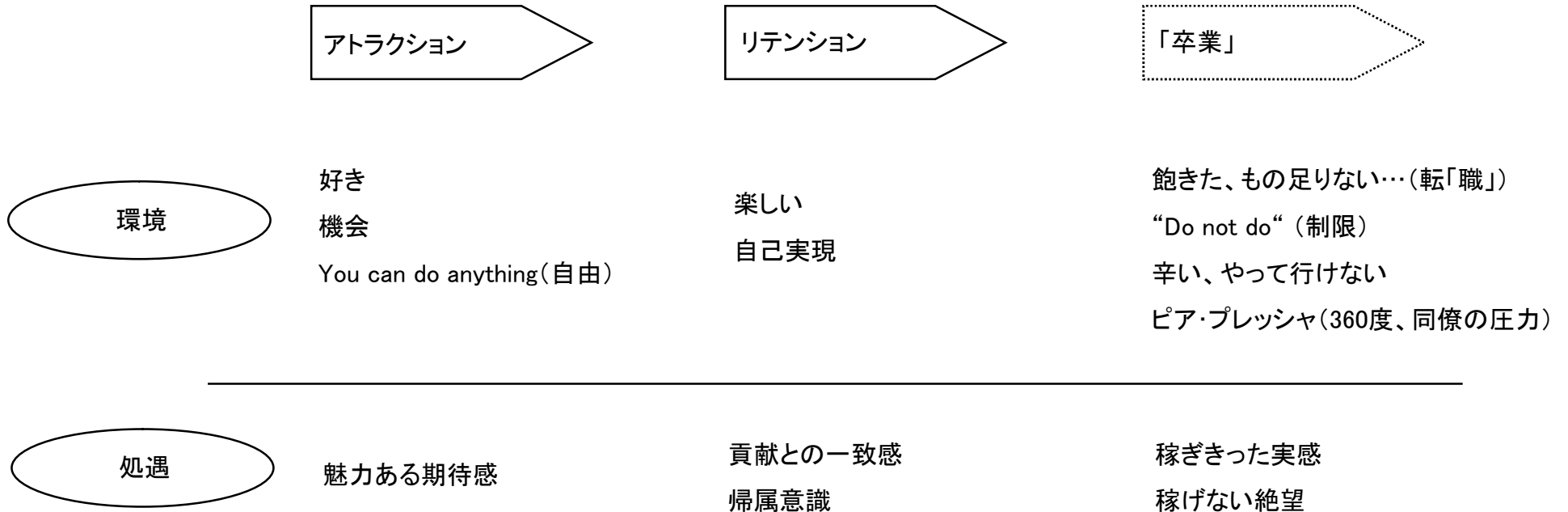


# 完全な自由・自治/高度なリスク管理/厳しい品質管理



# プロフェショナルの要件とアトラクション/リテンション

プロフェッショナル ⇒ 自分の専門分野が好きで、楽しく倦むことなく仕事ができ、仕事に賭けていける人  
組織 ⇒ 環境と処遇で、プロフェッショナルをアトラクトし、リテンションする



- 本セミナーは、運用会社の選択基準などを紹介することにより、運用会社選択の方法について解説・検討を行うものでございます。本セミナーを通じたご理解を今後の資産運用を取り巻く諸課題へのご対応にお役立て下さい。
- なお、本セミナーは、運用会社選択の方法について解説・検討を行うものであり、当社が行う投資運用業 投資助言・代理業の内容に関する情報提供を行うものではありません。また、本セミナーのテーマに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。