

## 「いい運用会社」とは

- プロフェッショナル倫理とプロフェッショナ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  
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

2012.12.12



概要	2
概要(続き)	3
概要(続き)	4
解約が難しい	5
業としての投資を成り立たせる条件	6
人的要素と組織的要素	7
投資戦略の適格性	8
適格性の限界事例	9
人的要素と組織的要素と経済的要素	10
運用会社の評価ということ	11
付加価値の獲得と同じだけ、付加価値の喪失がある	12
運用者の技術	13
他人の基準がわかる冷静さ(客観性)	14
絶対評価基準	15
運用会社の所有構造(株主)	16
競争力/環境/組織	17

# 概要

## 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て、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なのです。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(続き)

### 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のでしょうか。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

純粹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、はじめて買けるものです。

### 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。解約の条件は、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。

## 概要(続き)

---

### **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**

過去の実績の再現性についての保証を求めるならば、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。

### **委託の実務**

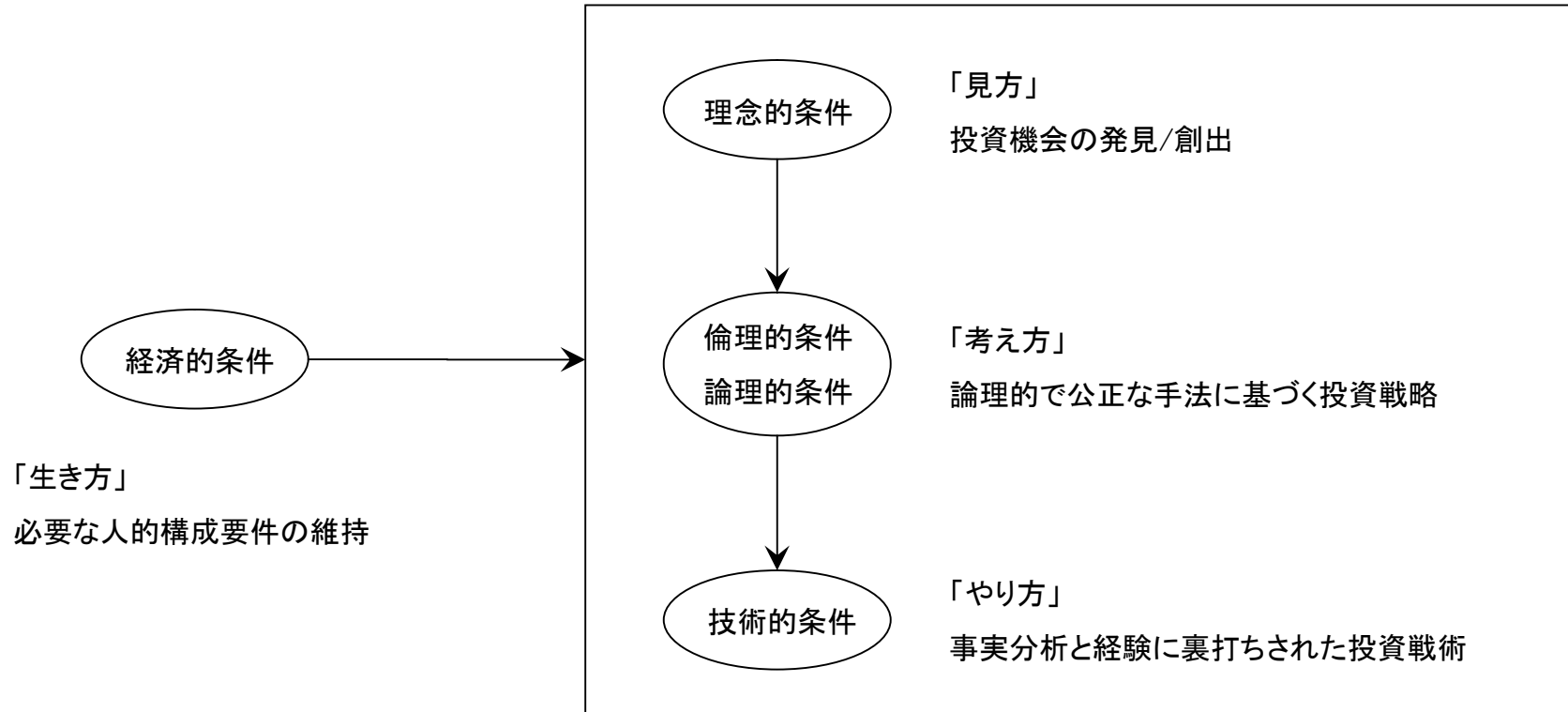
選択は重要ですが、選択して委託するという、実行の技術的問題も、同じく重要です。ファンドの利用など、効率的な工夫が必要です。

# 解約が難しい

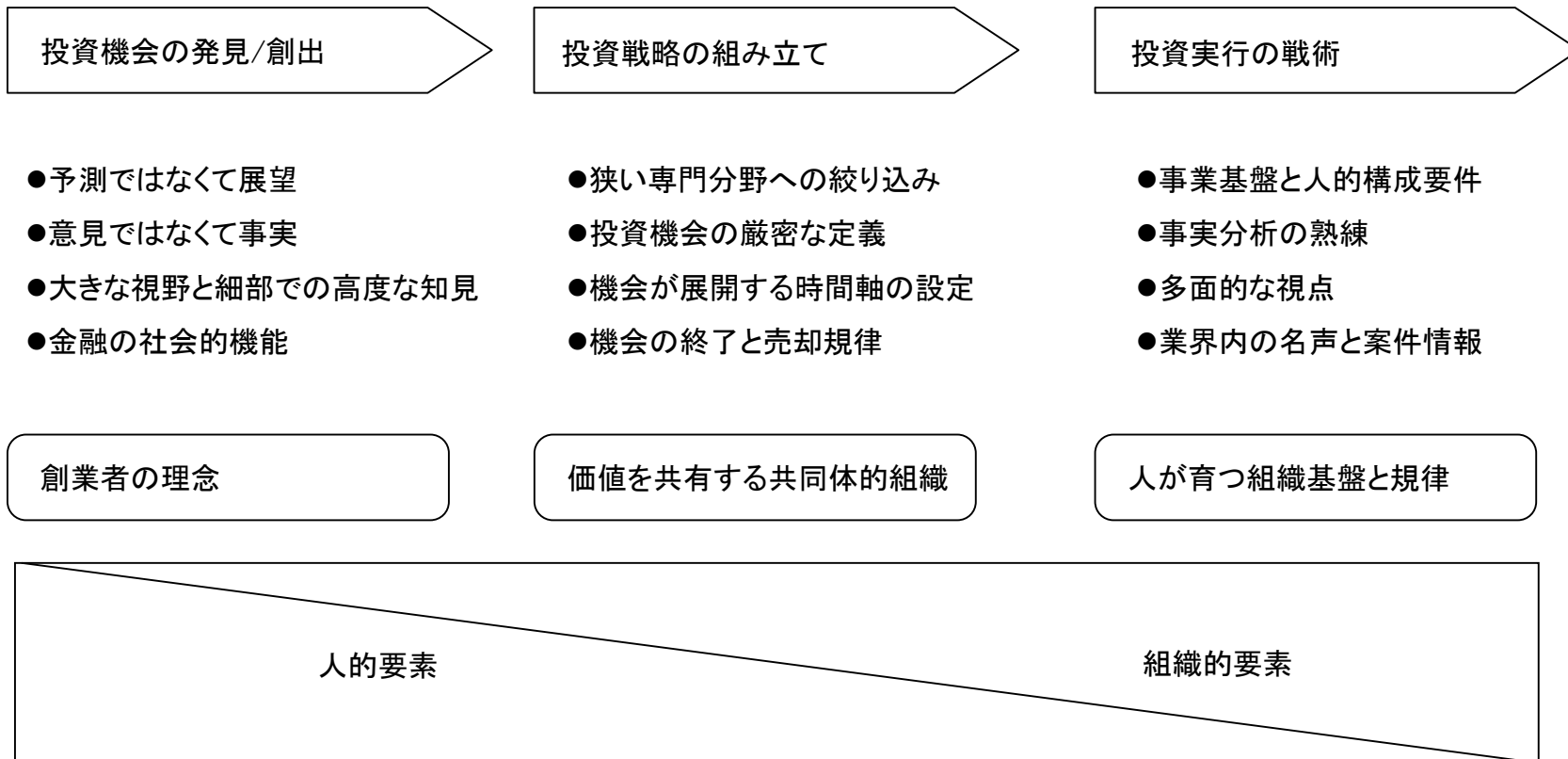
- 所有構造の変更
  - ・被買収、買収、合併、株式公開
  - ・大手金融資本傘下の会社の独立(プライベートエクイティを使ったMBOなど)
  - ・創業者の引退に伴う変動
- 幹部の退職や分離独立
  - ・引退、他の分野への転進
  - ・他社への異動
  - ・集団離脱による別会社の設立
- いわゆる「一貫性」ということ
  - ・「一貫しない」とこと、「直すべきは直す」ということ
- 成績不振
  - ・戦略の性格上、投資環境に照らして、やむを得ない不振かどうか
  - ・勝ち続ける運用者などいないのではないか、良いものは悪くなり、悪いものは良くなるのか
- 過度な事業野心と疑われるような行為
  - ・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

# 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」)

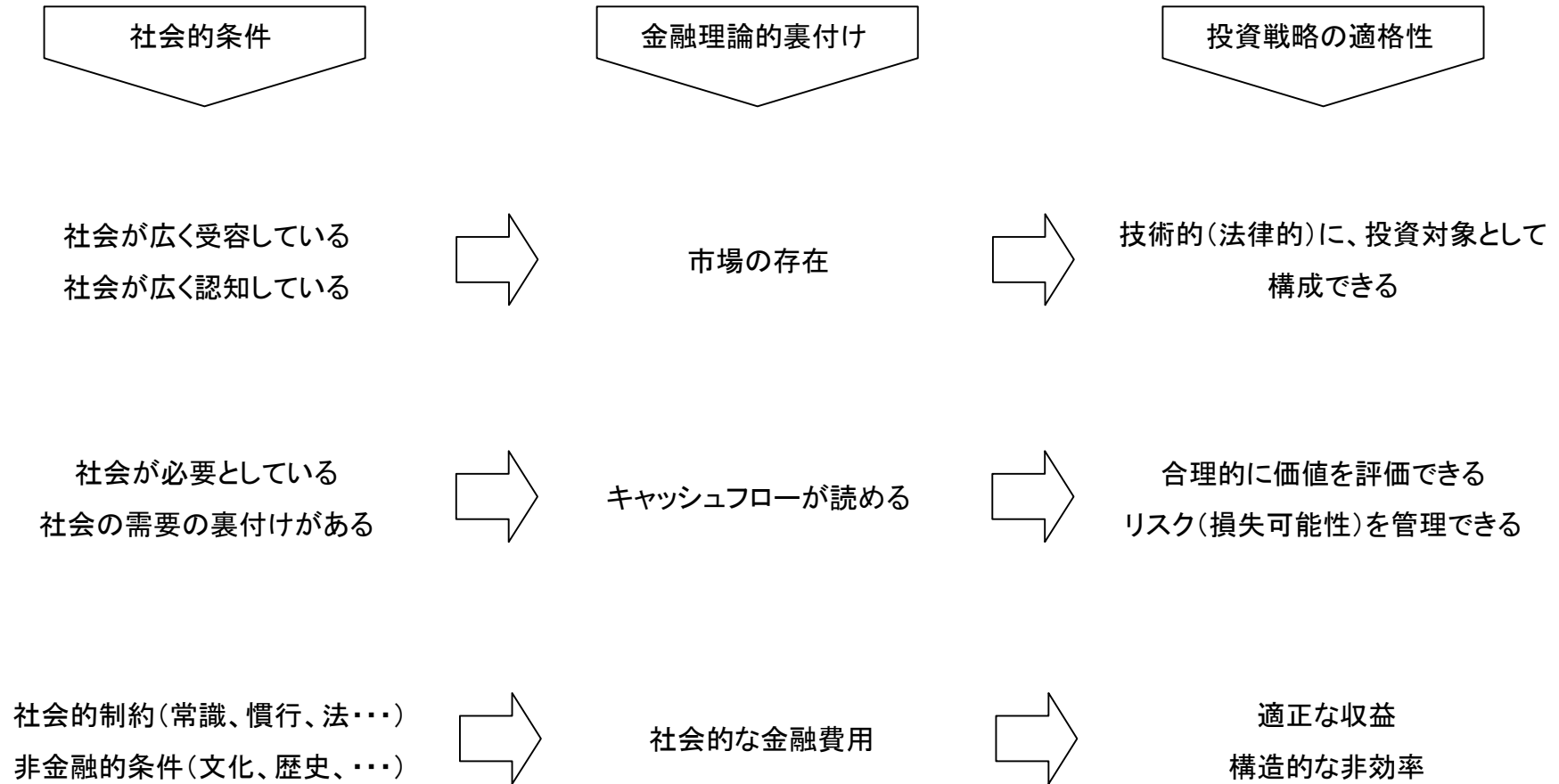


# 人的要素と組織的要素

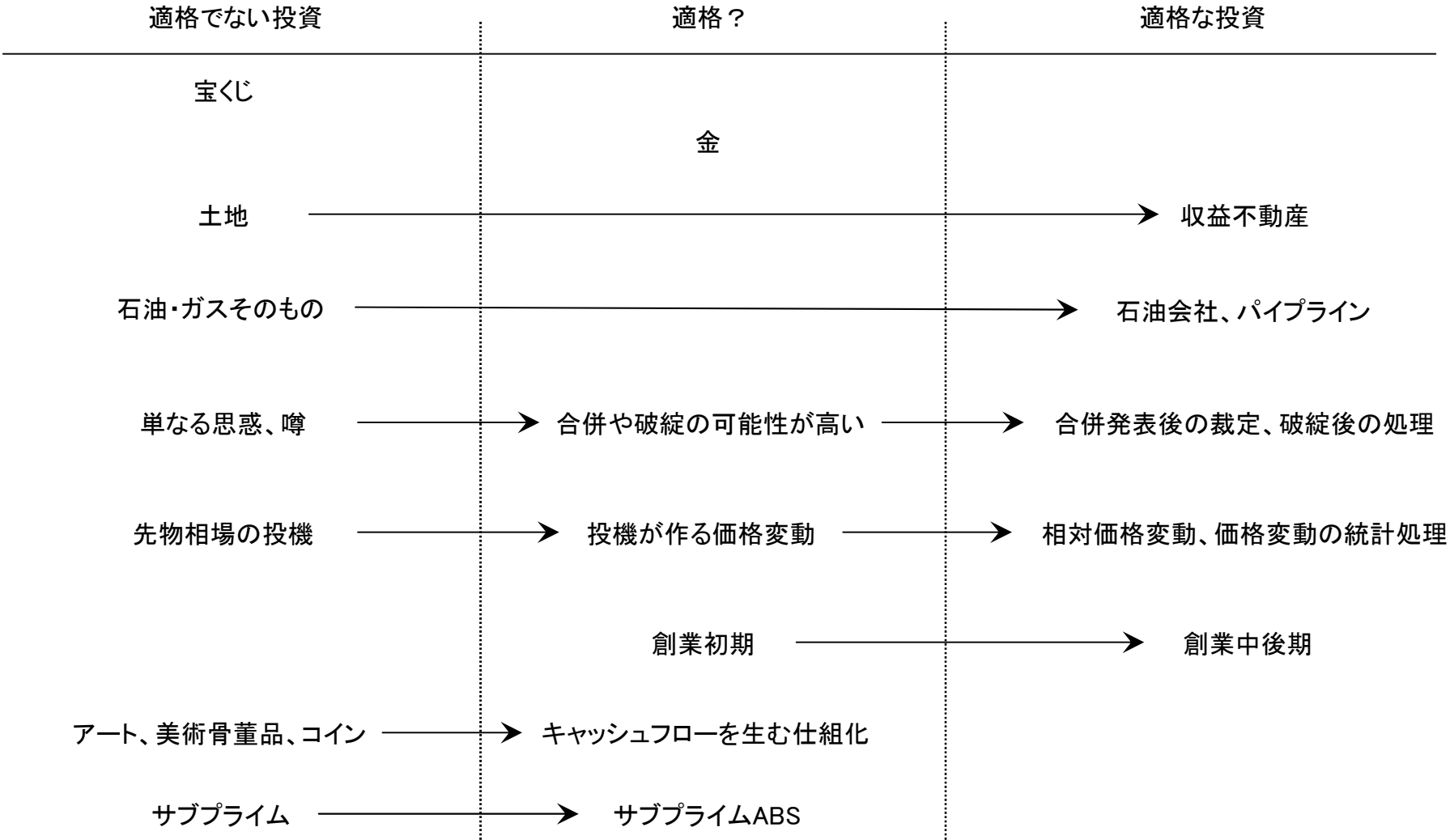




# 投資戦略の適格性



# 適格性の限界事例



# 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

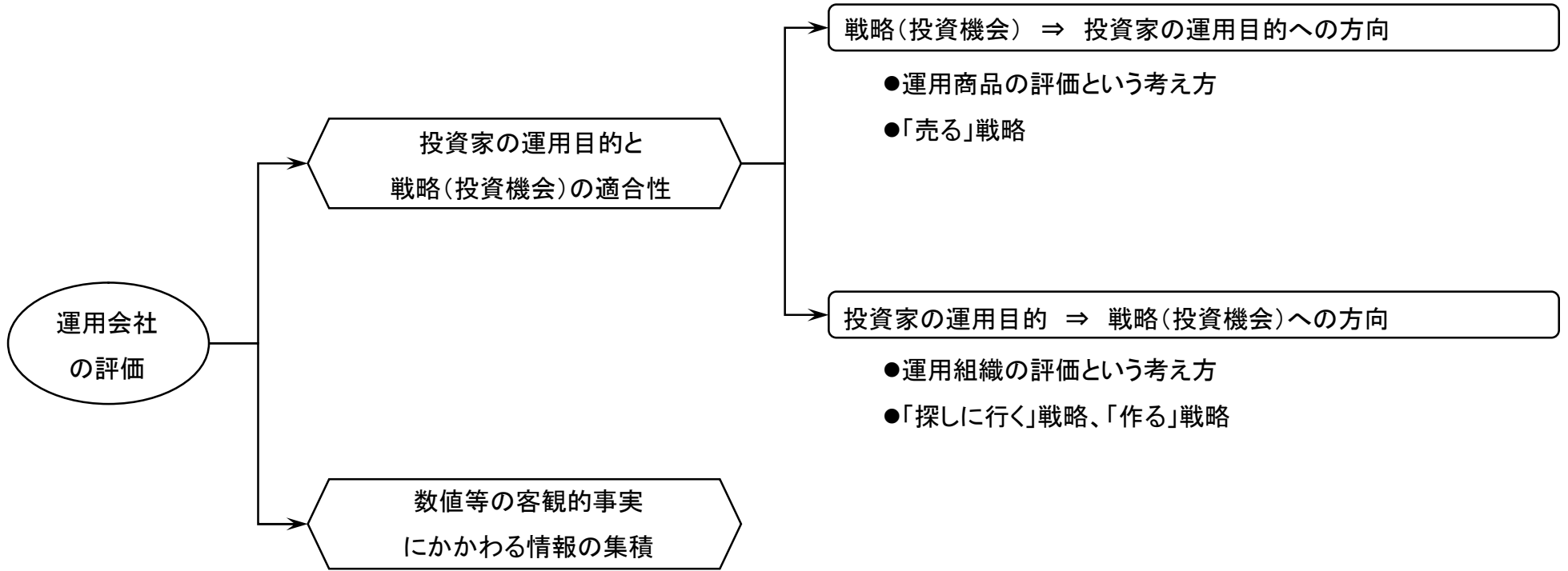
## 組織的要素

- 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

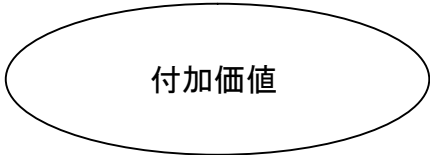
# 運用会社の評価ということ



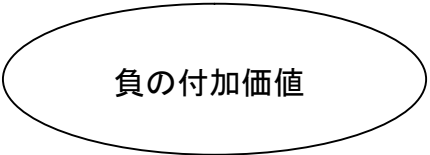
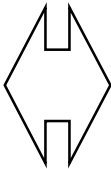
- 網羅性・正確性・迅速性・低価格が鍵(逆に、他に付加価値はない)
- 評価以前の基礎的作業
- 事実上の標準化、公共財化、ネット化は不可避にして、業界全体の利益

# 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)

### 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

- ・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

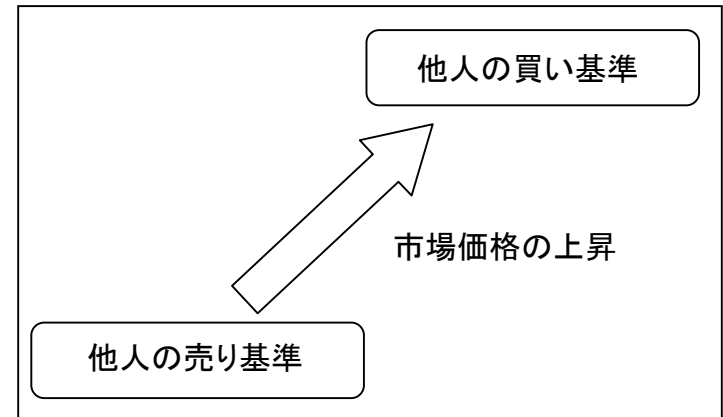
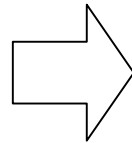
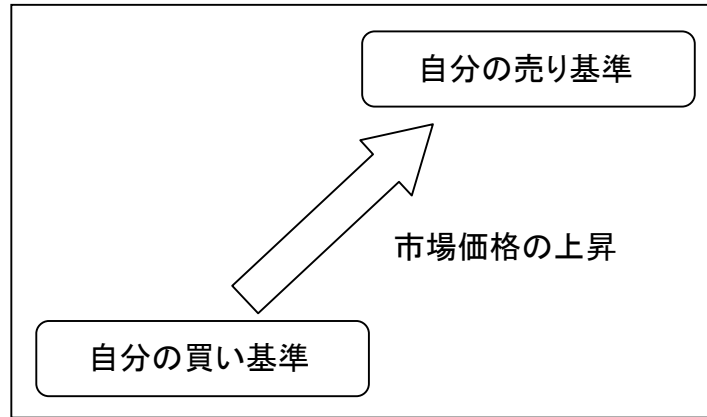
## 運用技術(=弱点の克服)

- ・自信⇒実績⇒自信……
- ・論理志向
- ・挑戦的、攻撃的、信念……

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

- ・感性
- ・理念
- ・人格的力

# 他人の基準がわかる冷静さ(客観性)



自己の価値判断に基づいて買いたいものを買う

- ⇒ 価値判断の誤り
- ⇒ 割安(バリュー)の罠の可能性

自己の価値判断に基づいて価値より下の価格を探す

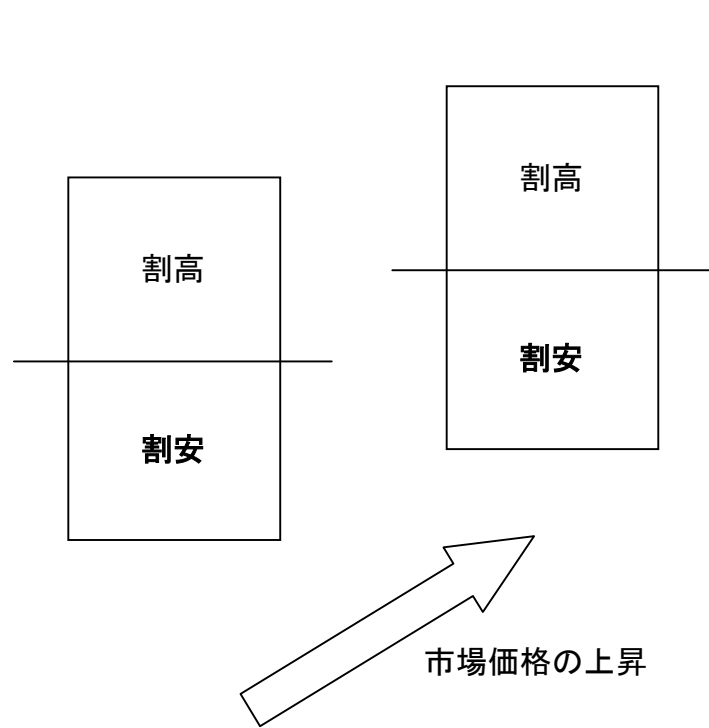
- ⇒ 他人が売る理由の確認
- ⇒ 確度の高い割安(バリュー)

自己の価値判断と、市場に聞く謙虚な態度の融合

# 絶対評価基準

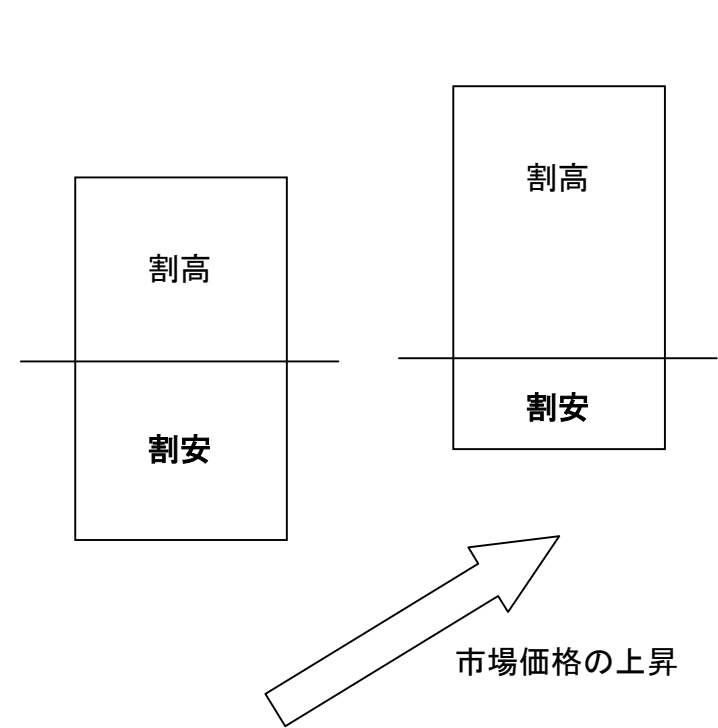
## 相対評価基準

「常に、半分は、相対的に安い」



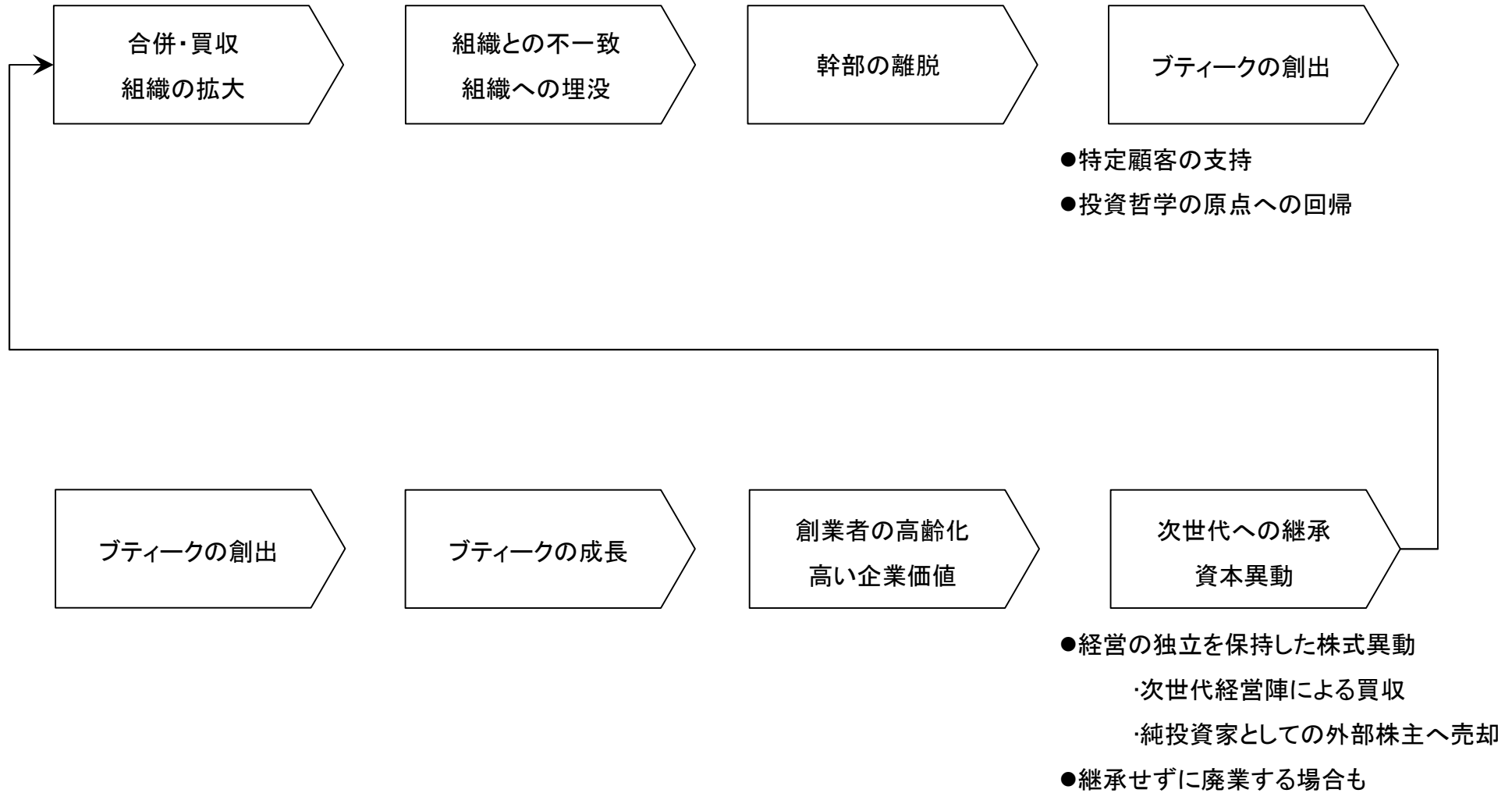
## 絶対評価基準

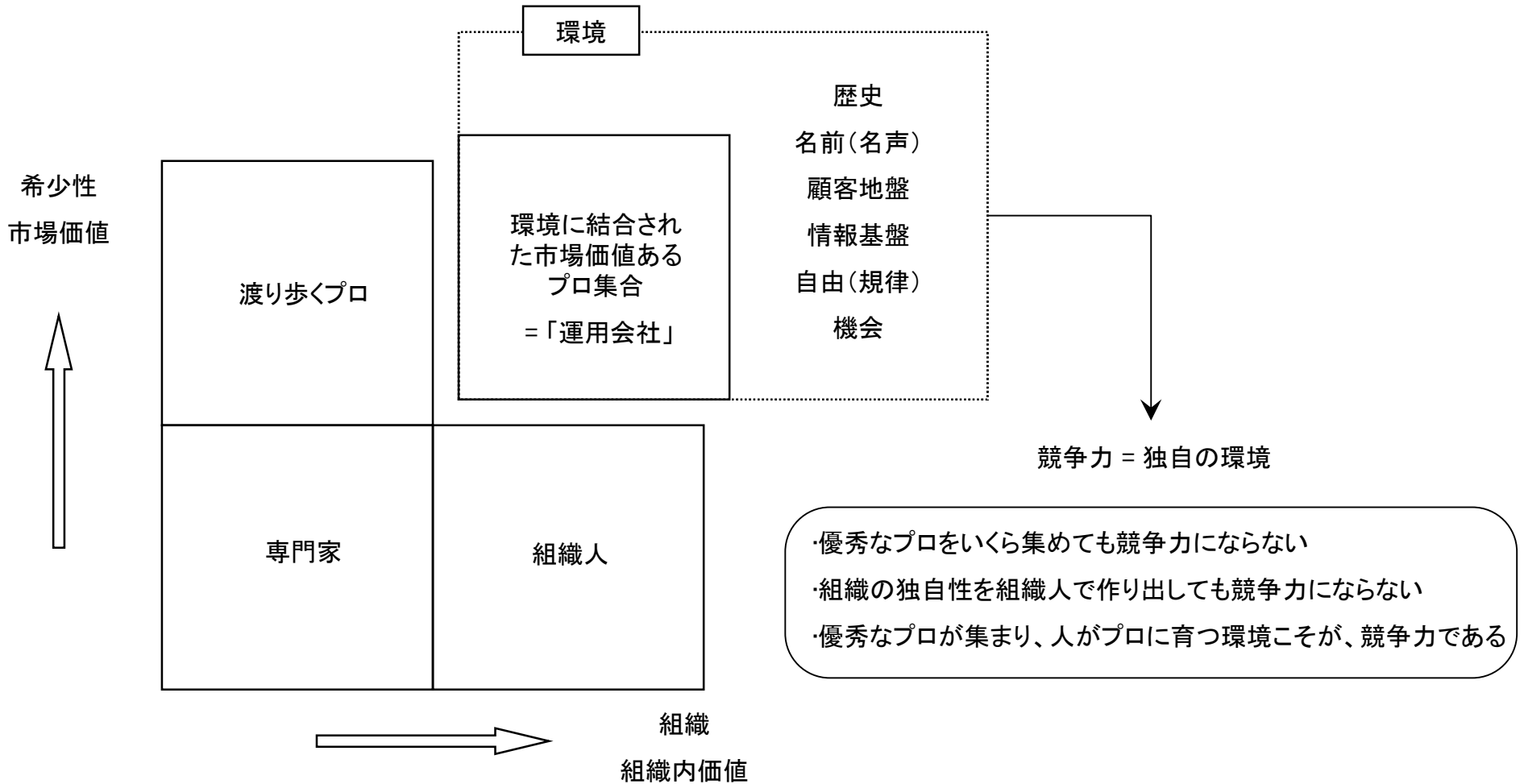
「割安に買えるものが少なくなる」





# 運用会社の所有構造(株主)





- 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、当社が行う投資運用業、投資助言・代理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。