

# 金融、経済の

# 謎



## 運用より営業中心の機関投資家

### ■ 営業部門が運用に干渉する 日本の機関投資家



平山賢一編集委員  
(アセット・アロケーター)

(質問②への回答・前号より続く)  
平山： 前は投資信託などが長期的に安定してリターンを稼いでいくためには、アセット・アロケーター（※注1）やファンドマネジャー、アナリストなどの運用側、そして顧客が意識を共にして一体化していることが重要だということをお話しをしました。

質問の②から少し話題が外れてしまいますが、ここで顧客と運用側の意識の共有について、もう少し掘り下げて触れておきたいと思います。

ファンド運用ではまずアセット・アロケーターが、「現在は国内株式に60%、外国株式に25%、債券には10%投資する。現預金は5%持つておく」といった具

合に、ファンド全体の資産配分を決定します。

そしてその設計に添って、ファンドマネジャーやアナリストが組み入れる銘柄をリサーチして選定していきます（アセット・アロケーターとファンドマネジャーが同一人物の場合も多い）。

運用の過程ではさまざまな変動が発生しますが、このアセットアロケーションや投資ポリシーを維持していくためには、顧客と運用側の信頼関係が不可欠です。

一時的な変動なのに、「今は〇〇セクターの方が儲かる」なんていって、お客さんに出て行かれてしまうと、運用ポリシーがガタガタになって、とても運用どころではなくなってしまいます。

さて、この運用側と顧客の信頼関係ですが、日本ではまだまだで、お互いに顔すら見えていないのが辛いところです。

澤上： 今までの日本の機関投資家は、受益者である顧客と運用部門の間にある営業部門が頑として存在していて、とても強い力を持っています。

この営業部門が運用部門に、「この会社、今話題だから、組み入れておくとお客さんが集まる。だから買ってくれ」とか圧力をかけたりするわけです（笑）。

「営業面でマイナスになる運用は困る」と、営業部門

(※注1) アセット・アロケーター：運用会社などで、全体の投資資産の配分を決める人

# に答える (その2)

岡本和久、澤上篤人、平山賢一、速水禎

前回に引き続き、読者から寄せられた質問に編集委員が座談会形式で回答。  
素朴な疑問も大歓迎。プリミティブ（根元的）なテーマを掘り下げていくと、  
明日の経済の姿が見えてくる。



澤上篤人編集委員  
(ファンドマネジャー)

が運用部門を引きずり回すような構図があるんですね。

平山：運用会社の経営者も、日本の金融機関では営業で力を持った人が就任するケースが多く、営業部門が会社の柱で、運用部門がサブという、よじれた構造になっているケースもあると聞きます。

その中では他のファンドと比較してまずまずの成績を出していれば、運用側の決定も許されますが、ちょっとした変動でパフォーマンスが一時的にでも下がったりすると、営業的な観点からの干渉や雑音を無視できなくなってくるそうです。

ここ数年間の傾向でいうと、もともとバリュエ投資（潜在的な価値のある銘柄への投資）を基本方針に設定されたファンドが、いつの間にかグロース投資（成長性を見込める銘柄への投資）のファンドに変わってしまっているといった例が少なくありません。

その間にITバブルなどがあったので、「ウチもIT株集中投資をやらないと乗り遅れる」などと指摘されるなどして、運用方針を鞍替えしてしまったわけです。

それで結果はどうかというと、こうした日和見したファンドは低迷してしまって、バリュエ投資路線を堅持し続けたファンドは結構着実なリターンを上

## 本誌読者より寄せられた質問

前回  
回答

- ①良い銘柄を見つける秘訣は何ですか？
- ②個別に銘柄を選択するアクティブ運用は、インデックスファンドのように市場全体を買うパッシブ運用に勝てないという説があります。私自身は個別株の選択に投資妙味があると思っているのですが、どうなのでしょう？

今回  
回答

- ③外国資本による日本企業の買収が続いていますが、日本経済にどんな影響がありますか？
- ④アジアの債券市場をつくろうという動きがありますが、これでアジアの経済の流れはどう変わのでしょうか？
- ⑤株式市場がなくなることはあるのでしょうか？

げていたりするわけです。

## ■消費者の運用意識は進んでいる

岡本：従来はよく、「欧米と比べて日本の機関投資家の運用技術は遅れている」ということが言われましたが、現在、もう日本の機関投資家の知識レベルは、向こうと比べてもほとんど変わらないです。

ではなぜパフォーマンスが上がらないところが多いのかというと、やはり日本の金融専門のポートフォリオ・マネジャーはサラリーマン的な横並び意識の人が多



岡本和久編集委員  
(投資顧問会社経営)

い事もある理由だと思います。

みんなと違うことをするからこそリターンが得られるのに、異端者リスクを取りたくないという意識が働いて、隣を見て運用をしてしまうこと

が多いように思います。

澤上：ところが実はこの辺、金融業界の人間が思う以上に、消費者や、一般投資家の意識の方が進んでいるところがあるんです。

いろいろな場所で個人投資家の方とお会いしますが、長期運用をやりとうという方向性に対して、共鳴してくれる人が多いことに、逆に驚かされるのが少なくありません。

日本各地の思いがけない場所で、「こういう考え方を待ってたんです」なんて言われたりして。

速水：同感ですね。

私はSRI（社会責任投資・※注2）の運用で、「ファンドの運用報酬の一部を環境保護団体などに寄付しています。

その方向の中で長期でリターンを目指します」ということをやっているんですが、これは今までの投資の通念からするとかなり変わっています。

でも「良い考えだ、大いに賛成。それにしてもどうしてもっと早く、こういうのがあることを教えて

くれなかったんだ」なんて言われたりするんです。

世の中には僕たちの意識よりも10歩くらい先を行っている人たちが、たくさんいるんだということをつくづく感じます。

澤上：そうそう。そうすると価値観の多様化はアツという間なんです。今はまさに人それぞれの価値観が、ウワッと噴出するように芽生えてきている時代なんじゃないでしょうか。

## コンセプトの明確な商品で 価値観を盛り込んだ運用が可能に

速水：そんな中、投資信託もいろいろな投資コンセプトのものが始まっています。

5年、10年といった長期投資を運用方針に据えたもの、SRIをテーマにしたもの、それから冷徹な資本の論理を追求してM&A（※注3）を積極的に仕掛けるようなものもあります。

それはもう、価値観はさまざまです。

そんな中、受益者である顧客も、自分の価値観に合わせてファンドを選べる可能性が出てきていると思います。

たとえば100万円運用に回せるお金があったら、全額を一つのファンドに投資する必要はないわけです。資金を三つとか四つに分けて、「基本な運用方針として長期投資ファンドに50万円、そして環境保護にも興味があるからSRIファンドに30万円、でも利益も追求してみたいから20万円はグロース型（成長性追求型）のアクティブファンドに投資する」といった具合に、自分の中にあるさまざまな価値観とか欲求に合わせて、ファンドが買えるわけです。

岡本：それは、まったく新しい形のアセットアロケーションですね。

ある意味で、個人個人の投資目的に合わせて、満足度を最大化することができます。

速水：一人の人間でも、その中には実に多様な価値観があると思います。

（※注2）SRI（Socially Responsible Investing：社会責任投資）：社会の持続的な発展のために、単に企業の財務的な側面だけでなく、環境問題への取り組みや、社会性も考慮して行う投資。1900年代初期に、アメリカのキリスト教会がアルコールやギャンブルに関係した企業の株を排除して投資したことが起源といわれている。

（※注3）M&A（Mergers and Acquisitions）：企業の合併・買収。従来はいわゆる「企業乗っ取り」のようなマイナスのイメージが強かったが、現在は企業間の合意のもとに、経営効率化のために合併したり、事業部門を売却・買収したりするケースが増えている。最近盛んになっている資本提携や業務提携も、M&Aの形態のひとつといえる。

「兵器産業はいけない」「原子力産業は重大な危険性をはらんでいる」ということは感じていても、現実問題としてインターネットは軍事産業から出てきた技術だし、エネルギーのかなり多くの部分を原子



速水禎編集委員  
(ファンドマネジャー)

力に依存して生活しています。ですから、これらを完全には否定できない面があるのです。

でも、そういう自分自身の価値観の対立や矛盾も、ファンドの選択という方法で両立することができます。

ですからサービスを提供する金融業界も、お客さんを選んでもらえるように自分たちの投資哲学を明確にして、それを徹底して追求していく姿勢が必要になりますね。

運用商品にしても、これまでのようにたくさんの人に受けようとする、結局、だれにも受けられないものになってしまうということが起こります。

パッシブなら徹底してパッシブに徹した商品のコンセプトに忠実な運用を、貫かなければならないわけですね。

## 外資の進出は脅威か？

### ■いずれにしろ、国民の利益が第一

澤上：次に③の質問、外資の日本企業買収について考えてみましょう。

これについては「<sup>はげたか</sup>秃鷹ファンド」と呼ばれるように、外資の日本企業買収を危険視する見方があります。でも、そのうちわかることですが、日本に自分の価値観を持って行動できる個人投資家が増えてくるほど、外資も市場のプレーヤーの一人ということで、特に特別視する必要もなくなってくるはずですね。

何か、日本が無防備に搾取されるみたいな感情論を含めた恐れがあるけれど、別にそうとは限らない

んですね。

判断する力のある人がたくさんいて、多様な価値観が存在することによって、市場経済は厚みと深みが出てきます。

すると落ち着いて外資を利用することもできれば、カウンターパンチを出すこともできます。

それに、力のバランスでいうと、もうこれは比較にならないくらい、国内の個人の資本力の方が大きいんですから。

岡本：また外資であろうと、国内資本であろうと、企業を再生できるのはあくまで経営能力にかかっているわけです。

外資が経営に行き詰まった日本の企業を買収するのは、うまく再生させて十分収益を上げる自信があるからです。

逆に、日本にそうした企業を買う人がいない方が問題ですね。

よく、イギリス経済の「ウインブルドン化現象（※注4）」ということが言われますが、要はウインブルドン化によって、利益を得たのはイギリス国民ですね。

外資の進出は、資本の流入が自由化している時代には仕方がないことです。

ですからそれによって、金融機関などのサービスの供給サイドが、より厳しい競争にさらされるのは当然ですね。

ポイントは消費者、サービスの受け手である日本国民が、実質的にどのように利益を享受できるかが、重要な点だと思います。

### ■分厚い「個」の層があれば脅威ではない

速水：また企業にはそれぞれ土壌があって、いきなりそれまで続けてきた方法を外国のやり方に切り替えようとしても、かならずしもうまくいくとは限りません。

従業員の意識も消費者の指向も、大分異なる部分があるので、日本企業が外国に進出した時と同様、成功もあれば失敗もあるといったところではないでしょうか。

(※注4) ウインブルドン化現象：ロンドン郊外のウインブルドンで行われる全英テニストーナメントの出場者が、英国人よりも外国人によって多く占められるようになったことから、経済活動などで現地人よりも外国人が活躍するケースをウインブルドン化現象と呼ぶ。

ただし金融のように、従来、政府の規制によって守られて来た分野では、外資が画期的なサービスを提供することで、消費者が新しいサービスの質に目覚めるという現象が起きています。

たとえば今まで日本では「銀行」というと、「サービスを提供してくれる」というより、顧客側が願って「サービスをしてもらう」、みたいなイメージがありましたよね。

ところが外資系の銀行が入ってきて、「365日、24時間、手数料ゼロ」「インターネット経由なら送金手数料も無料」「店舗は7時まで営業」といったことを始めています。

これは便利だし得だし、従来の日本の顧客に「銀行ってサービス産業なんだ」という驚きと感動をもたらしていて、外資の参入によって国民が利益を得ている側面だと思います。

澤上：ですから感情論や政策がどうのといった議論よりも、ここでもやっぱり「個人」がどういう意識を持って行動するかということに帰結してくるのではないかと思います。

横並び意識ではなく、分厚い個の層があって、それらがそれぞれ自由自在に試行錯誤を繰り返す。それが外資を取り込んだり、利用することで自分たちの利益に結びつけることにつながってくるのではないかなと思うんですね。



## アジア債券市場の出現で何が変わる？

### ■アジア経済の安定性が増す

平山：次に質問の④の、アジアの債券市場について考えてみましょう。

もともと、このアジアの債券市場を作ろうという発想は1997年に起きたアジア通貨危機への反省が始まりですね。

それまでのアジアではドル建ての資金調達を中心に、自国通貨建ての長期性資金の調達がほとんどできませんでした。そのような環境では、欧米の巨額資金の流出入があると、あっという間に経済が混乱してしまうわけです。

そのため、長期の資金を調達することが求められるようになり、長期性の資金供給が可能になると、経済の基盤が大分安定してきます。

ですから僕は基本的に、これはアジア経済にとって利益になると考えています。

アジアの企業も、これまでは業務を拡大しようとしても、なかなか資金調達が難しかったのですが、きちんとしたマーケットが作られたら、公正な形で資金調達がしやすくなります。

またこの延長線上には同時に、アジアの消費者もお金を借りやすくなるだろうというメリットもあります。

やはり消費が伸びるには、ある程度、国民がローンを組んだり、借金をしたりしやすい環境が必要なんですね。

企業も資金調達しやすくなる、個人もお金を借りやすくなるということが、車輪の両輪になって経済が拡大発展していくというイメージです。

速水：それともう一つのメリットは、こうした国際的な市場ができると、債券の価格形成がかなりこなれたものになってくることです。

たとえば日本の製紙会社とマレーシアの製紙会社では、現状ではやはり日本の製紙会社の方が安く資金調達しやすいわけです。

でも、国際的なマーケットができあがると、企業の信用力そのものが直接比較されるようになってきます。すると、マレーシアの製紙会社の方が経営基盤が安定していて、安く資金を調達できるというこ

とが起きます。

これは日本人としては残念なことですが、でももっと広い目と、長いスパンで考えてみると、経済全体が安定的に発展するためには、とても良いことなんです。

## ■合理性があれば大きく育つ

平山：同感ですね。

注意したいのは、アジア債券市場を契機に、円の国際化を進めようとする動きもあることです。

たとえばアジア債券市場に円を入れることによって、「円の国際通貨化への道をつけよう」といった発想があります。でもこういうことを初めからことさら人為的にやろうとするのは、<sup>よこしま</sup>邪な考えだと思えます。

岡本：「自分の国にだけ有利な方向に持っていきたい」という一国のエゴが支配すると、結局、歪んだ市場しかできなくなってしまいます。

グローバル化した金融市場においては、自国のみに都合の良い状態を作ろうとしても、それは歪んだ市場という形で、その国に不利益を生むことになります。

澤上：ユーロはその点、うまく成長してきていますね。勃興期は懐疑的な意見も多かったけれど、一歩一歩ねばり強く足場を固めながら、ここまで拡大してしまいました。

マーストリヒト条約（※注5）では通貨統合への参加条件として、単年度あたりの財政赤字がGDPの3%以下ということが定められたけれど、国家財政が火の車だったイタリアも、東西統合で大変なハンディキャップを負っていたドイツも、とうとうこの条件をクリアしてしまいました。

それで、ヨーロッパのほとんど全域で、為替変動も為替手数料もなくなってしまったのですから、「エーッ、こんなこともできるのか」という本当に驚きの連続です。

市場・経済のシステムというのは、自然発生的に出てきて、合理性や時代性を備えていれば、大きく育っていくということなんです。

## 株式市場がなくなることはあるか？

### ■市場の形態は変化し続けている

岡本：最後に⑤の「株式市場はなくなることはあるのでしょうか？」という質問。非常に本質をついた問いですね。時に我々も立ち止まって、こういう大きな問題を考えなければいけません。

平山：おそらく、『直接金融の時代だ』とはいうけれど、果たして投信とか株式投資に、そんなにドラスティックにお金をシフトしても大丈夫なんだろうか」という不安から発せられた質問で、これは誰しもが抱えていることだと思います。

結論から言いますと、今後も株式市場の形態は変化していくと思いますが、資本市場はやはりなくなることはないと思います。

今から4000年近く前に書かれたハムラビ法典にも貸し借りの記述が見られるくらいで、太古から財貨の貸し借りは存在しているんですね。

それから、12世紀のベネチアで公債が発行され、これが本格的な債券の先駆けとなっています。

さらに17世紀の初頭にオランダで東インド会社が設立され、現在の株式資本主義が発生しました。

資金を融通し合って事業を営むということは、いろいろな形態を取るものの、人間の経済活動において普遍的な姿といえると思います。

岡本：では、これからはどのように資本市場が変化していくかということですが、まず、従来は生産設備や不動産など、ハードなものを中心に企業価値を評価するところがありました。

ところがここに来て、特許だとかビジネスモデルといったソフトな、人間の頭の中にあるものが付加価値を生むようになってきました。

ということは、新しく事業を展開するといっても、今までのように必ずしも大きな資本を外部から調達して大きな工場を建設する必要は減ってきているということです。

この傾向は先進国といわれる経済が成熟している

（※注5）マーストリヒト条約：EU（ヨーロッパ連合）成立をめざして、1991年12月にオランダのマーストリヒトで開かれたヨーロッパ共同体首脳会議で結ばれた条約。外交・安全保障政策、司法・内務協力のほか、経済面では統一通貨ユーロ導入のために、参加各国の単年度あたりの財政赤字をGDPの3%以内に抑えることなどが合意された。

国ほど顕著で、今後の投資運用を考える上で、留意しておくべき点だと思います。

**平山：**いろいろな次元で分化、階層化が起きているということですね。

日本ではどんどん工場が海外へ移転していて、経済の空洞化が起こっているといわれています。ところが、中国、インド、東欧、中南米といった地域では、まだまだ莫大な量の鉄鋼や繊維といった基本的な工業製品が必要で、それをこしらえるための資本やノウハウはいくらでも必要としています。

ということは今度は、日本では工場が減ってしまったかもしれないけれど、鉄や繊維を作る代わりに、資本やアイデアを使って、どう富をつくり出すかを考えなければならない時代を迎えています。

## ■自分の価値観で使い分けることが大切

**澤上：**だからこの辺は使い分けなんですよ。

グローバル経済ベースで使うと都合のいいもの、国内で使うと都合のいいもの、コミュニティで使うと都合のいいものいろいろあって、それらを組み合わせて自分にとって利益となるように構築していけばいいわけです。

この、いろいろな選択肢があって、自分で選べるというのは、成熟経済の特徴であり大きなメリットです。

たとえばグローバルなマネーに乗せて利益を取るところはそうしておけばいいし、逆にうんと昔に戻って、現物の交換、バーター取引の方が効率がいいなら、こちらを利用すればいいわけです。地域のレベルだと、エコマネーというのも出ていますね。

それから市場に上場されていなくても、経営にきちんとした軸のあるプライベートカンパニーに参加させてもらうという方法もあります。

**岡本：**市場の大切な機能は、売り手と買い手が参加して、両者の希望の拮抗点で価格を形成することですが、これも必ずしも「東京証券取引所」や「ニューヨーク証券取引所」という場所に限定されるものではなくなっています。

ネットオークションやインターネットの企業間取引がその一例ですが、きちんとした情報があり、信用が確立されていれば、情報化の流れの中でいろいろな種類の市場が立つ可能性があります。

**澤上：**じゃあ、このいろいろな選択肢からどれを選

んで組み立てるかということだけけれど、結局、これは個人個人が、自分は何を必要としていて、そのために何をどう選んで組み合わせるか、その能力を磨いていくことだと思うんですね。

**岡本：**そしてそんな意識を持つ人が増えるほど、市場や経済は安定していくということです。

今までは株式でお金を儲けるといって、パッと稼いで、「海外旅行に行こう」「高級車に乗ろう」みたいなイメージだったわけです。それでデイトレーディングをやったとすると「もう二度とやるもんか」となっていた。

そうではなく、もっと多様な目線とアプローチが欲しいですね。

「海外旅行よりもずっと楽しいぞ」「高級車よりもっと豊かなものを目指すんだ」「今すぐではなく10年後でも良い」などという多様な価値観で取り組んでいくような。

**澤上：**各人がそれぞれに考えているので、一つの価値観がグラツときても、すぐにそのアンチテーゼとして別の価値観が入ってくる。さらにその次、次の次、次の次の次の主流となるであろう価値観が用意されていて、とっても強靱。

「銀行がつぶれたらおしまい」「政府が何かしてくれなかったらどうにもならない」で、もうこれがなくなったらおしまい、というのが今の日本ですね。

かつての国も貧しく経済もひ弱だった頃は、たしかに国の政策に国民一丸となって経済建設を最優先しました。

しかし、今や日本は世界第2位の経済規模を誇り、世界最大の債権国です。

一刻も早く、「何もかも国が……」の発想から乳離れする必要があります。そうしないと国が保ちません。いつまでも1億2700万人が国にブラ下がるのは無理です。

で、どうするか？ 国民一人ひとりが自助意識を高めることです。どちらにしても国や政府はあてにできないのだから、自分の足で一歩一歩、しっかり大地を踏みしめながら歩いていくことが大事です。

これは一度やってみたらわかるんです。なんだ、自分にもできるじゃないか、と。

この実感の積み重ねが、「個の確立」につながっていきます。われわれ『インベストライフ』のめざすところなんですね。

