

平成 28 年度 第 4 回 拡大版コーポレートガバナンス研究会

アセット・オーナーとして果たすべき役割と  
アセット・オーナーから見たアセット・マネジャーへの期待

上智大学 特任教授 引間雅史氏

2016 年 11 月 11 日 (金)

(池尾座長)

ただいまから平成 28 年度第 4 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催したいと思います。本日はご多用中のところ、お集まりいただき誠にありがとうございます。それでは、まず岩間会長から開会の辞をいただくことにしたいと思います。

(岩間会長)

本日はお忙しいところ、どうもありがとうございます。引間先生、本当にありがとうございます。

これで 4 回目になります。今年はアセット・オーナーの方々、特に基金、endowment の方々に我々に対するご注文と申しますか、運用をめぐるいろいろな問題についてアセット・オーナーとしてのお立場からの問題提起と申しますか、そういうことをしていただいて議論させていただいて 4 回目となります。

引間先生はとにかく一番長く深く広くご経験されておられて、そういう意味では今日私も非常に期待してお話を伺いたいと思います。ぜひよろしくお願ひしたいと思います。ありがとうございます。

(池尾座長)

ただいまご紹介がありましたが、本日はゲストスピーカーとしてお迎えした上智大学特任教授の引間雅史様に、「アセット・オーナーとして果たすべき役割とアセット・オーナーから見たアセット・マネジャーへの期待」と題してお話をいただいて、その後、いつものように自由討論としたいと思います。それでは早速ですが、引間様、よろしくお願ひいたします。

(引間氏)

ご紹介いただきました引間です。よろしくお願ひします。

前回の濱口さんのお話はかなりガバナンスに特化したお話だったかと思ひます。私のほうは当初いただいたお題が、こちらのテーマにあるような「アセット・オーナーとして果たすべき役割とアセット・オーナーから見たアセット・マネジャーへの期待」ということです。そういう意味ではかなり資産運用業全般にわたるお話を今日はさせていただこうかなということですが。

2 ページに今日の内容、主に 3 点お話ししようと思っています。一つはアセット・オーナーとしての学校法人というような立場からお呼びいただいた面もあろうかと思しますので、最初に簡単にわが国の学校法人の財務と資産運用というところをお話し申し上げます。それから機関投資家向けの資産運用業について、3 点目はリテール向け資産運用業についても触れようかと。

こちらは投資顧問業協会ということなので、主に機関投資家向けの資産運用業がメインかと思っています。ただ、やはり片方だけだとなかなか問題が浮き彫りにならない面もあろうかと思っています。要は **institutional** と **retail** というのは資産運用業の車の両輪ですから、そういう意味では **retail** のところの資産運用業も触れないわけにはいかないのかと考えています。

この順番に沿って、最初にわが国の学校法人の財務、それから資産運用ということです。4 ページをお開きいただいて、端的に今のわが国の大学を取り巻く環境をチャートにすると、こんな感じになるのかなということで、一言でいうと非常に厳しくなっている。上に 3 点挙げていますが、18 歳人口の減少。当然ながら、われわれ大学の間ではよく 2018 年問題とか 2020 年問題といっていますが、2018 年ぐらいからさらに 18 歳人口の減少、またガクッと一段下がってくると想定されているわけです。

それから家計の負担感が非常に高まっているとか、あるいは貧困率。これは世界の定義の貧困率で言うと、確か日本はすでに OECD の中のトップ 5 の貧困率の高さだと記憶しています。そういったことから、当然、学費の値上げ余力が小さくなったり、あるいは奨学金のニーズが非常に高まっているというようなことがある。

それから言うまでもなく政府の巨額の債務、財政赤字というようなところで、補助金も傾向的な減少を示している。

もう片方では、我々は海外の大学とのグローバル競争が激化しています。いささか類型化して申し上げますと、例えば欧米の有力大学は非常に膨大な寄付基金、**endowment** を持っていて、そこからの資産運用収入が財務基盤を支えているという構図。あるいはまたアジアの有力大学は非常に政府の補助金が手厚いということで、その辺りが財務を支えている。翻って日本の、特に私立大学ですが、補助金ないしは寄付金というところも非常に心もとない。資産運用収入も微々たるものだと。そういう中で今後の財務戦略が大学経営の大きな要になっているということかと思っています。

次のページから若干データが出ていますが、5 ページ目になるところ、これもご案内の

通り、いま私立の全体の約 45%が定員割れということです。このチャートでいうと左側の紫色っぽいところが定員充足しているところ、これが約 55%。その右側が定員割れということですが、特に黄色のところ以下は充足率が 8 割以下というような厳しい状況になっている。

次の 6 ページ、これを大学の規模で分けてみたのがこのチャートです。当然、規模の小さい大学の定員割れが非常に顕著になっている。一方、首都圏の大手の私大は逆に定員超過になっています。赤い丸印で囲んであるのが規模の大きいところが定員超過ということです。従来、ここはだいたい定員の 1.2 倍までは定員超過して OK ですよと。つまり、それを超えると補助金が減らされるということがあったわけです。

しかし、昨今の文科省の方針としては、この定員を厳格化してくださいということで、限りなく 1.0、定員に近づけるようにしてくださいと。その趣旨は、左側の特に地方の大学に学生が集まらないのは、どうも大手の都心の私大が学生を定員オーバーして集めすぎているからではないか。そういうこともあって、むしろ都心の私大は定員を厳格に管理してくださいと。ですから、今まで 1.2 を超えないと補助金を減らされなかったのが、今度 1.1 倍、さらに 1.07 倍という形でだんだん非常に厳格になってくる。

一方では定員割れをすると、これはこれでまた補助金を減らされますので、そういう意味ではぎりぎり厳格に定員は 1 倍から 1.05 ぐらいの感じを狙っていかなければいけない。これが実は至難の業で、余談になってしまいますが、各大学とも非常に苦勞している部分です。何人合格を出したか、合格を出せばいいか、あるいは補欠を出せばいいかという辺りを、過去の統計などを見ながら予測するわけですが、だいたい外れるのです。

私どものケースなどでも語学系の学科などは 60 人とか 70 人の定員と非常に小さいところがありますので、そうするとこのぐらいだろうと思って出したところが、予想外に歩留りが高くて、倍ぐらい集まってしまった。それで補助金を億単位で減らされたという事例もあり、最後は神頼みみたいな状態で（笑）、定員管理をやっているということがあります。

ただ、いずれにせよ定員管理厳格化ということは、いま実員が定員×1.2 倍ぐらいですから、それが 1 倍に限りなく近くなるということは当然、学生数が減る。学費の収入が減ることになるので、その面での財務に与えるインパクトも非常に大きいということになります。

7 ページ、授業料の推移も日本の場合は完全に頭打ち。アメリカの場合などはかなり急

激に右上がりな強烈な学費の高騰を示していますが、日本は先ほど申し上げたような家計の学費の負担感の高まりもありますし、なかなか学費はそうそう上げられないという形になっている。

8 ページは補助金の推移です。下の棒グラフの白いところがいわゆる経常費のトータルです。経常的な経費。大学もやはり教育・研究、お金がどんどんかかっていますので、経費は増加傾向を示している。それに対し、下のブルーの棒グラフが実際の補助金ですから、増加する経費に対して補助金はほとんど横ばいです。したがって補助割合、補助金の割合を線で示していますが、緩やかに低下傾向を示しています。

9 ページは、よく出てくる公財政支出の中でどれだけ教育に関して支出をされているかということですが、これは OECD の中で日本は非常に低いということになっています。日本は教育関係でお金あまり使われていないということですが、このデータは特に出所が私大連になっています。そういう意味では右側、特に私立大学はというところで、日本の大学の約 8 割の学生がいる私立大学の公財政支出は OECD の中でももちろん最低だし、国立と比べても圧倒的に低いと。国立より、公財政支出の割合が低いのはある意味、しょうがないとは思いますが、ここまで違わなくてもというような思いが、この私大連のデータにはあるのかと思います。

そんな状態ですから、次の 10 ページにあるように大学会計、学校会計でいうと昔は帰属収支差額、今は基本金組入前収支差額とっていますが、例えば企業でいえば経常利益に当たるようなところ。一番下にその割合を示していますが、赤字の大学がもう 3 分の 1 以上という形になっているということです。

11 ページは日米の収支構造を比較した円グラフです。上が日本の大学で、学生納付金、全大学の平均をとると収入に占めるいわゆる学費、学納金の割合は 53% となっています。病院あるいは医学部があるようなところは病院収入が相当大きくて、そこが左側の事業収入に入ってきますから、逆に病院のない大学、医学部のない大学だけで、この比率をはじめと学生納付金の比率が 7~8 割となっています。

それに対し、下のアメリカの私立大学は学費の依存度が 36% ですから、ほとんど 3 分の 1 になっているということで、この辺りは非常に大きな差がある。日本の私学の場合は学納金の依存率が極めて高いということが一つあります。

もう一方ではほかの収入源として、アメリカの私立大学は例えば資産運用収入が 17%、それに対して日本は 2%。寄付の割合がアメリカは 11%、日本はやはり 2%。この二つを

合わせてもアメリカは 28%、資産運用収入や寄付金で収入があるわけですが、その部分に関していうと日本はたったの 4%と、極めて大きな違いがある。補助金をとってアメリカは 15%、日本は 10%という形で、財源の多様化という意味では日本はいま学納金の一本足打法に近い。このような形になっているということです。

そんなことで、先ほど申し上げた家計の負担感もあって学費がなかなか上げられない。あるいは学費の依存度を上げないためにも、収入の多様化・多角化を進めていかなければいけない。そういったときに当然、寄付金も限界があるし、補助金も減少傾向ですから、資産運用収入の占める重要性が高まってくるわけです。

こちらの棒グラフは一番左側が本学で、それ以外はよく私どもと比較されるような私立大学です。関東、関西を含めて、その収入構造の割合を示しています。一番下の青いところは学納金の占める割合で学費依存度になります。これをできるだけ高めないようにということで、こちらの有力私大の平均が 7~8 割の学費依存度になっているわけですが、上智の場合は 64%とやや低くなっている。それに一番貢献しているのが赤いところで、資産運用収入がほかの私大の平均でいうと 2%、2.5%ぐらいですが、この年についていうと本学は 12%の比率になっています。この部分を何とか強化して、財務基盤を強くしていけないといけない。

次の 13 ページがわが国の大学資産運用。青いところが大学のインハウス運用で、赤いところは一部外部委託をしている、グリーンは全部外部委託をしている。こういうところで示していますが、ご覧のとおり日本の大学の資産運用は、外部委託モデルは主流にならなかった。直近でも 85%が自分のところでやっている、インハウス運用しているということです。

欧米の **endowment** はほぼ外部委託モデルになっていますし、当然ながら欧米の年金基金も外部委託中心でやっているわけですが、事、日本の大学についていうと、外部委託モデルは主流になってこなかったということです。当然、内部に専門家なり経験者がいればインハウス運用でいいわけですが、ほとんどいないのが現状です。ですから、ほとんどそういう方々がない中で証券会社とやりとりをして、場合によっては仕組債でやられたりというようなことが起きたのが、過去の歴史になっているわけです（笑）。

ただ、もう一つ着目いただきたいのは、ようやくというか、私がずっと見てきた中でこの 2 年ぐらいで初めてと言っていいぐらいの変化が起きつつあるのかなというのが、2013 年から 15 年くらい。そんな大きく目立ちはしませんが、赤いところが 7.3%から

11.1%と少し増えています。これは今まで債券を中心にインハウスでやっていたのが、ご案内のとおりゼロ金利ですから、もうどうにもならんというようなことで、お尻に火がついて初めて外部委託に踏み込みました。そういうところが、私が見ている限り初めてと言っていいぐらいの傾向で、この2年ぐらいで出てきているような状況です。ただ、それもまだ限定的といえはやはり限定的な動きかと思います。

14 ページは U・MA、21 世紀大学経営協会が隔年で学校に聞いている資産運用に関するアンケートです。一番上は「目標リターンの設定がありますか」というようなシンプルな質問ですが、このシンプルな質問に対して「設定しています」と答えているのが直近で 33%しかない。3分の1しかないということです。何をやるにしても、目標をしっかり設定してやるというのは当然の話ですが、ここでも特段の目標設定なしで証券会社なりの提案してきた証券を積み上げて買って行く。このようなパターンが一般的には見てとれるということです。

下のところは基本資産配分、GPIF 等の基本ポートフォリオのような「こういった資産配分でベースラインいきますよ」というようなものを設定しているかどうか。これに対する回答としても「基本資産配分あり」というのが 4 割以下となっていますから、そういう意味ではまだまだ大学の資産運用は、ポートフォリオ運用自体が全体としては根付いていないことを示しているということです。

15 ページ、上の段は目標リターンを聞いています。「目標リターンどうですか」と聞いているのに対して、1%以下がブルーで、1~2%が赤です。当然ながら、専門家や経験者がいないと「株はちょっと無理だね」ということになって、債券中心で組んでいますから、目標リターンも当然、非常に低くなるということです。

ただ、ここでも先ほどの傾向と若干似通っているのは 2013 年から 15 年にかけて、グリーン率の 2~3%を目標にしているということが結構増えてきています。その辺りが先ほどの若干外部委託が増えているところと、やや整合的かなと思います。

下はリスクに対するスタンスを聞いているのだと思いますが、単年度の損失の発生は許容できないということになると、これは資産運用をやらないと言っていることに等しいわけです。あるいは満期償還見込みがあれば単年度評価損は許容、これもそうですね。そういうところがまだ大宗を占めているというようなことです。

16 ページは、私が見る限り、運用機関が学校法人といったマーケットにどういった取り組み方をされているか。全体として見ると、やはり一部は結構一生懸命やっていたい

ているのですが、そんなに活発にやっておられるところは多くないのかなという印象です。それはなぜかというのをいくつか、ここに書いておきました。

一つはいま見てきたように、もともと外部委託が根付いていないので、あまりマーケットとして魅力がないと見られているのかなと。一方で証券会社にとっては非常に魅力的なマーケットらしくて、一般的にこちらの営業は積極的に行われていると思います。

学校法人の運用資産が一部を除いて、そんなに大きくないとか、意思決定が遅いとか、この辺りも、年金であっても一つの運用機関を採用するというのはそれなりの時間をかけてやっているわけですから、本質的な問題ではないと思います。

リスク許容度が低いとか、専門家がないので、適合性の観点から提案できる商品に限りがある。あるいは簿価会計ですから固有のニーズがある。後ほど少し申し上げます。

それから、学校法人にとって一番問題なのは、基本的にはあまり資産運用はなじみのない世界なので、それに対するコミットメントが低いことは否めないのかなと思います。例えば募金活動や寄付は大学、学校法人にとってメインストリームの業務で明確に位置付けられているわけです。しかし、資産運用業は、資産運用で財務基盤強化をというようなスタンスにはマネジメントとしてなかなかないという部分がありますので、その辺りは大きなハードルとしてあるということです。

ただ、一方では、これは資産運用会社にとってみると、非常に大きなビジネス機会を抱えているのかなと私は思っていて、要は未開拓部分が多いわけです。年金などだとほとんどが外部委託をやっているわけですが、先ほど見たように大学は 15%ぐらいしかやっていないということですから、それ以外のところは完全に未開拓と。どこでもそうですが、新興国のマーケットは非常にビジネスオポチュニティが高いわけですが、大学というところは、資産運用業にとってみるといまだに新興国みたいな部分があるかと思います。

それから、先ほど申し上げた非常に厳しい財政状況、そしてマイナス金利と、いわばあぶりだされるように外部委託に踏み込む学校法人が、ようやく増えつつあるというようなところがあります。

17 ページで学校法人の立場からアセット・マネジャーに期待したいことを挙げていますが、これは若干虫のいいお願いかもしれません。我々は教育をつかさどっていますが、先ほど申し上げた財務基盤が弱くなりますと、これが教育パフォーマンスに、あるいは教育・研究のパフォーマンスに影響してくるのです。最近、大学ランキングなどもよく出て、日本がどんどん地盤沈下しているというようなデータも出てしまっていますが、いずれに

せよ、そういうことで日本の教育を社会全体で支える必要がある。

つまり教育パフォーマンスが悪くなるということは有為な人材の世の中に対する輩出力が弱まるということですから、翻って、それは社会的なリターンにとって、非常にマイナスになる。そういう意味では日本の大学の教育をある程度、側面的に支える、あるいは人材育成を側面的に支える、というような温かい気持ちでサポートしていただけたらなと思うわけです。

そして、短期的なビジネス成果よりは長期信頼関係。よくありがちなのは、いきなりやってきて商品提案を、「こういう商品はどうですか」と始めるケースが多々見受けられるわけです。しかし、先ほど申し上げたように学校法人の置かれた状況やレベルというようなものをよく見ていただく。そして、むしろパートナーとして、あるいはアドバイザーとして、はじめに運用目標やリスクについての考え方とか、そういうことについても気付きやヒントを与えていただける。そんなお付き合いの仕方をされたらいいのかなと思います。

特に大学にとって一番ハードルが高いのが理事会で決裁を受けるという部分です。理事会もまた専門家がいないわけではほとんどありませんから、そういう意味では理事会の理解を深めるような、極力分かりやすい資料をご提示いただいて、そのハードルをクリアするというようなことが必要かと思います。

それから、学校法人固有のニーズとしては、会計が簿価会計なので、どうしても実現益というものも必要になってくる。年金のようにずっと収益を留保して年金自体の成長を目指すということと異なって、毎年毎年、運用の果実を奨学金に当てたいというのがあります。そういう意味ではインカム重視、インカム収入あるいは実現益、そういうものがどうしても必要になってきますから、例えば外部委託でも分配型のファンドをお願いして、そこから収益の分配を受けて、それを運用の果実として奨学金に回すと、こんなようなことでやっています。ですから、そういったニーズに対応したような商品提案をしていただけるといいのかなと思います。

最後に高度金融人材育成というのは日本にとっても大きなテーマになっていると思いますが、そういう面で一層、大学と企業の間の連携を強化したいと思っているわけです。特に私どもでも資産運用会社に興味、関心、志望を持っている学生が結構います。ただし、やはり非常に狭き門です。資産運用業界は採用する人数も少ないですし、特にインターンなどもできるだけ多くの学生に経験してもらいたいのですが、インターンのオポチュニティすら非常に少ない。あったとしても倍率が高くて、インターン自体になかなか通らない

というような状況があります。

ただ、たまたま今年度、某運用機関で私のところの学生だけ専属でインターンを受け入れてくれたところがあり、こちらも見学に行ったり、その後で学生に聞くと、ともかくたった 3 日間でしたが、学生は人が変わったようになっていました。要するにこの 3 日間で、こんなに勉強をしたことはない。あるいはグループ学習なり、最後はグループの発表で終わったわけですが、人生の中で一番ぐらい非常にいい経験をしたとか、そういうコメントがたくさん返ってきたのです。

そういう意味では普通の大学でやっていること、教えていること、勉強していること、それと短期間であれ、企業に入って集中的に皆さんのようなプロの人たちと一緒にやっていくというのは、やはり全然違ういろいろな効果があるのだなということであらためて実感したような次第です。ぜひそういった機会をできるだけ多くの学生に経験してもらって、そういう人たちがまさに資産運用会社に入るのか、あるいはほかの金融機関に入るのか、いろいろなところに行くでしょうが、そういう人たちが今後の日本の、それこそ高度金融人材という形で、世の中で活躍してくれるのかなど。そういうオポチュニティをぜひ与えていただけたら大変ありがたいなと思っています。

次に機関投資家向け資産運用業というところですが、19 ページですが、私を感じるところを箇条書きにしています。

わが国の資産運用会社の機関投資家ビジネスは、どうもやはり公的資金頼みになってしまっていないかということです。あまりにも大きい公的年金が日本の場合ありますので、それと GPIF に限らず、ほかの共済を含めた公的年金は非常にサイズが大きいマーケットになっている。もう一方では企業年金のマーケットが解散なり代行返上で、どんどん縮小傾向にある。

こういう中で運用機関としても効率的に経営資源を配分するという観点で、公的資金シフトというような形に少しなっているのかなと思うところがあります。ある運用機関の経営者と話したときに、公的年金の採用案件やマネジャーの選定であるとか解約等によって、体制が振り回されているのだというようなことをおっしゃっていたケースもあって、そういうところがあるのかなど。

本来的にはといたしますか、当然、そういう大きな公的年金があるということはもちろん悪いことではない。いいことが多々あるわけですが、一方で多様な投資家のニーズに対応するというところで運用機関の総合力につながる部分があると思います。そういう意味では

その辺りの芽をつままないようになっていくといいなど。

具体的には公的年金というのはサイズも大きいので、パッシブ運用あるいはスマートベータというところに偏りがどうしても出ています。これはある程度仕方がない。規模が大きいところがパッシブ主体になるのはある程度やむを得ないということですが、もう一方では、ファンドマネジャーのアルファの創出力に徹底的にこだわるお客さんがそれなりにいて、その期待に何とか応えるべくアルファをとことん追求するようなファンドマネジャーの存在が運用機関の質を向上させるのだらうと思います。

そういう意味ではファンドマネジャーの真のアルファ創出力、創成力が試されるようなアクティブ運用の質に、こういった展開がどのように影響してくるのかなというのは、いささか個人的には心配している部分があります。

それから、運用機関のグローバル競争力。日本の運用機関もグローバルで競争できるようにということがあるわけですが、これは決して規模の面だけではなく、クオリティの面でもそういうことだと思えます。そういう観点でいうと、海外年金に例えばグローバル・マニデートで採用されるといったようなケースが出てくると、ようやくこれはグローバル競争力がついたということかと思えます。

しかし、現実には日本株のマニデートで採用されている運用機関も、全体として見るとそんなに多くない。海外の年金あるいは海外の公的といったようなところに採用されるケースは、そんなには多くないということで、この辺りがやはり課題としてあるのかと思えます。

20 ページ、そのように日本の資産運用業がさらに発展していくために大きな課題の一つだと思っているのが、運用報酬体系です。こちらは GPIF の業務概況書から取っていますが、GPIF の運用報酬が一番下のところに張り付いている緑色の線で、ほとんどゼロに近いようなレベルになっている。オレンジの線が海外の公的年金の平均ということで、当然、圧倒的に低いわけです。

GPIF がこれだけ低いのはある意味仕方がないというか、規模がこれだけ大きいので、結局、フィーのレートがとても小さくても実額としてはそこそこ入る、あるいは結構入るということはあるのかもしれませんが、ただ、問題は GPIF 以外でも、特に機関投資家向け投資顧問の分野では運用報酬率は海外と比べて非常に低い。それは企業年金にとってみても、投資顧問業全体の報酬率はやはり海外に比べて低いのだらう。

これは別に私は資産運用会社の肩を持っているわけでも何でもなくて、健全な資産運用

会社の競争力という意味ではフィーの適正化は非常に重要だと思います。一方では後で出てくる投資信託の retail のほうのフィーは、むしろ海外に比べたら高いのかなど。その辺りの institutional と retail のフィーの非常に大きな違いというところも、運用会社としては経営をやっていく上でのリソースの配分にも影響してくる話でもあろうかと思えます。日本の資産運用業の競争力という観点でマイナスに働く要素はないのかというところは気になります。

21 ページ、いま申し上げた公的年金のところのアクティブ・パッシブの割合で、パッシブが非常に高い。特に株式のところのパッシブ割合は当然、8割前後を占めているということになっているわけです。

22 ページ、この分野でアセット・マネジャーに期待したいことですが、いま申し上げた運用の収益率、フィーの違いといったようなところから、運用機関のリソースがややもすればリテールのところにシフトしてきているのではないかと。そういうことになると、先ほど言ったアルファを徹底的に追求するという観点では、なかなかリテールのほうは残念ながらそのようになっていけませんので、その辺りがクオリティに影響してこないといいなと思います。

2 点目は運用会社自体のガバナンス体制の問題ですが、運用会社のガバナンスといったときに恐らく唯一最大の項目は利益相反管理だろうと思います。運用会社自体が、最近では企業に対してガバナンス強化を強く求めているところです。社外取締役 2 名以上とか、いろいろなことを要求しているわけですが、そう言っている資産運用会社自体のガバナンスがやはり問われている状況だろうということです。

実際の利益相反事例がどれだけあるかは別にして、日本の場合は資産ベースでいうと 9割以上が金融機関系列、金融機関グループの資産運用会社となっていますから、そういう意味では構造的あるいは潜在的な利益相反の種はたくさんあるわけです。同じグループの中で、それこそ銀行、証券、投資顧問、保険、信託等々、たくさんあるという構造がありますから、そういう中でのガバナンス体制はどうしたらいいのか。

構造的・潜在的な利益相反を防止するような体制の構築ということで、こういうことを言うと怒られるかもしれませんが、例えば資産運用会社に対しても独立社外取締役 2 名以上といったルールやガイドラインがあってもよいのではないかと思います。社外取締役がおられるところは結構たくさんあると思いますが、社外というのが親会社の人だったりするケースが多いかなと思います。ですから、そういう意味では企業に対しても「独立社

外」と言っているわけですから、それこそ独立した、独立性の高い社外 2 名以上とか、あるいはさらに親会社出身の取締役が例えば 50%未満とか、利益相反管理を少なくとも取締役会構造のところで担保する。

あるいはそうはいつでも親会社からいったん来たとしても、運用機関でそれなりの実績を上げて、その後で取締役になるというのは当然ありだと思います。ですから、親会社からの異動・転籍 3 年以内の取締役が例えば 3 割未満とか、そういった資産運用会社独自のガバナンスコードがあってもいいのかなと思ったりしています。

いま金融審議会等でもこの辺の利益相反のことは議論されていると思いますし、あるいは GPIF でも資産運用会社のガバナンス体制はかなり着目している部分もあると思います。ですから、私は恐らく遅かれ早かれ、このような展開になってくのかなと。そうであるならば、むしろ資産運用会社自らというか、あるいは業界自ら、このような何らかの自主ルールなりコードなりを設定して、プロアクティブに動かれるほうがいいのではないかと思います。

一方では、例えば外部有識者を含む委員会などで、この辺のガバナンスを担保していますよというようなケースも出てきているかと思えます。それはそれで結構だと思います。ただ、どうしても委員会という形だと意思決定機関ではないので、ないよりはいいと思いますが、実効性という観点でどうなのだろうというところは見ていかないといけないだろう。

それから、いろいろな人事体系、人事政策ですが、これも大金融機関グループだと、やもすると親金融機関の人事体系にのっとった形で、運用機関の人事体系も構築されているケースもまだ多いかと思えます。その辺りはやはり資産運用会社の人事報酬体系はかなり業務の質からいっても、銀行なり証券なりと違う部分がありますので、独自性という観点から見ても再考される必要があるのかもしれない。

それから、金融機関系列以外の独立系のマネジャー、これがなかなか日本の場合は存在感を発揮しにくいような状況があるわけです。そういったものも含めた厚みのある資産運用業界になってもらうという意味での **Emerging Manager** の制度であるとか、その辺りはさらに展開していくとよいと思います。

それから、やはり DC ですね。昨今でも個人型の DC の対象者の拡大というようなことで一生懸命プロモートされていますが、これがどれだけ健全に発展していくかというところは、日本の資産運用業界にとって非常に大きいのだろうと思います。対象は拡大するの

ですが、これも販売会社や運用機関の本音を聞くと、腰を据えたコミットメントが窺えないような状況も見え隠れします。

積立 NISA とか個人型 DC とか、いわゆる長期積立型の資産運用は今後の日本の資産形成層の拡大という意味で非常に重要性が高い。アメリカのケースを見ても、投資信託の 7 割ぐらいが、あるいはそれ以上が、401k や IRA 等の積立型の資産になっている。それで拡大してきたのがアメリカのマーケットですから、日本もそういう展開になっていかないといけないわけです。

しかし、この分野でも、なかなかビジネスという観点で考えると力を入れにくいのだという声はよく聞きます。「今は 401k はやむを得ずやっているけれども、ビジネスとしては成り立たないのだ」ということであると、枠だけ拡大しても全体として力が入っていないということになりますので、この辺りはどうしたらいいのか真剣に考えないといけないと思います。

最後に、長期的企業価値向上に資するエンゲージメントやインテグレーション。この辺りは、あるいは GPIF の水野さんがすでにお話をされたかもしれませんが、次の 23 ページ、左側にあるユニバーサル・オーナーシップという考え方です。これは GPIF のような巨大な機関投資家に限らず、我々も経済社会のいろいろな課題、それは先ほど申し上げた例えば人口減少の問題にしても、あるいは貧困の問題にしても、気候変動の問題にしても、そういうものが中長期の投資パフォーマンスに跳ね返ってくる。いわゆるベータの部分に跳ね返ってくるという意識は非常に強く持っています。

そういう意味では中長期の投資パフォーマンスを改善するためにも、社会の抱えるいろいろな課題はやつつけていかないといけない。そういう考え方に基づく ESG なりエンゲージメントというものをどんどん推進していかないといけない。

アセット・マネジャーのスタンスとして、当然、ビジネス動機もあると思います。それは決して悪いことではなく、Reputation の向上につながるだろうとか、あるいは Mandate が取れるだろうとか、Product Line-up としてなければいけないとか、そういう動機があるにしても、やはり根っこのところでユニバーサル・オーナーの基本的な考え方を共有するパートナーという意識で取り組んでいただく。そうすると本当の意味での Materiality の徹底追求であるとか、あるいは真のメインストリーム化、ESG のメインストリーム化というところにつながっていくのだらうと思います。

メインストリーム化になっているかどうかというのは、通常の例えば日本株のアクティ

ブの会社と面談をしていて、「御社のエンゲージメント活動の具体例を直近のケースでちょっと教えてください」という話をすると、「別の担当者を連れてきます」という話になるのです（笑）。

「通常のアクティブ運用では知らないよ」ということであるならば、それはメインストリーム化になっていないことを露呈しているようなものです。通常のアクティブ運用の人が、あるいは理想論を言えば営業の方やクライアントサービスの方が、エンゲージメントなどの事例を具体的に語れるようになると、「いや、この会社は本当にすごいな」ということになろうかと思えます。そういう意味ではマネジメント全体、会社全体のコミットメント、あるいはマネジメントの理念というところが必要になってくると思えます。

あと、リテールのところに少し触れます。26 ページ、投信のところはかねてから言われていることですが、日本の場合、販社主導で展開してきたと。系列重視や乗り換え営業、あるいは次から次に新規のファンドが大量設定されて、当初の募集が残高のピーク、そしてその後、どんどん解約による資金流出に見舞われる、というようなパターンが続いてきたわけです。

これは運用機関にとってはとても運用がやりにくい。パフォーマンスが上がりにくいわけです。コンスタントなキャッシュフローアウト、解約に対応して、資金、ポートフォリオを取り崩さないといけないわけですから、いいパフォーマンスが上がるわけもないというような状況。そんな中で高品質で長寿のファンドが少ないという問題です。

それから、販社主導で商品企画をされていたので、どうしてもいわゆる売れ筋商品に集中してしまうような傾向。あるいはまた商品構成のゆがみといったところで分配型の商品への偏りであるとか、手数料や運用報酬率の高いハイリスクあるいは複雑な商品、エマージングであるとか、3 階建て、4 階建てといわれているような通貨選択型商品、そんなものに非常に偏った商品構成になっていたり、あるいは売れ筋になっていたりする。

この辺りは、最近はずがに金融庁の指針も出て、課題の是正が徐々に進んでいる傾向は見えます。ただ、それが一時的におとなしくなっているのかどうかというのはちょっとまだ分かりません。

それから、やはり国内株式の長期パフォーマンスの低迷は投信のマーケットにとっても非常にネガティブに作用してきただろうと。要するに長期投資で成功体験を持った投資家が全般的には少ないということはあると思えます。

投信のところは先ほどの投資顧問と逆で、相対的に手数料や運用報酬が高いということ

で、投資顧問報酬との間に大きなギャップがあると思います。このギャップはどうやって正当化できるのだろうかと思います。

一方では投資信託の、例えば信託報酬といった中での販売会社と運用会社への配分。いわゆる委託者報酬を運用会社が取って、代行報酬を販売会社が取っているわけですが、代行報酬というのは何の報酬だろうかという、恐らく一般の個人はほとんど知らないのではないですか。代行業務というのは何だろう、どういう業務に対して、このフィーは支払われているのだろう。

「こういった業務に対して正当な対価なのだ」というところがある程度明らかになってこないといけませんし、お客さんにとっての総コストの内訳についての透明度と説明力がこれから問われてくるのかと思います。

この後は何ページか、例の金融庁の金融レポートです。これを見ると、なまじっかのレポートを見るより非常に論点の多い、そういう意味ではいいレポートだなと感心しておりますが、皆さんもご覧になっていると思います。

27 ページは日本と米国の比較で、純資産の上位 5 銘柄の投信です。一番左側がその平均の規模、これが日本は 1.1 兆で、米国は 22.6 兆。設定以来の期間の平均が日本は 13 年、米国 31 年。販売手数料や信託報酬もこれだけ圧倒的に違う。収益率が違う。

ただ、もちろんこれは金融庁も若干、意地悪だなと思うのは、アメリカのトップ 5 といったら全部インデックスファンドです。日本のトップ 5 はインデックスが 1 本か 2 本あるかもしれませんが、基本的にアクティブなので、アクティブ運用とインデックス運用の違いなどもあります。ですから、これだけを見てどうのこうのというのもいささかどうかという部分はありますが、それにしてもこれだけ大きな違いがある。同じアクティブならアクティブで比べてみても、恐らくこれほどではないけれども、こういった日米の違いは同じように出てくると思います。

28 ページは同じく日米の比較ですが、ファンドの数。アメリカ、ブルーの棒はほとんど横ばい。日本は相変わらず徐々にですが、本数が増えている。1 本当たりの残高を見ると、アメリカは増えている。日本は 1 本当たりの残高はほとんど横ばいという形で、先ほど申し上げたように、日本はどんどん新しいものを出す。最近はずが、今年辺りは新規の本数はだいぶ減っていると聞いていますが、どこかが出して売れると、ほかの金融グループの運用会社がこぞって同じような商品を出す。ですから、同じような商品が×何倍にもなる。全体の本数も多くなると、こういうことのようにです。

そうすると運用会社の経営としては本数が多ければ多いほど、いろいろなところでコスト、手間がかかるわけですから、経営効率としてもよくないし、運用のクオリティという肝心なところにリソースが向かわないで、そういう周辺のところでもコストをかけざるを得ない。そうなっているとすれば、こういったファンドがどんどん増えて、そして一つ一つの規模が小さくてという辺りは、かなり構造的な問題だろうと思います。

29 ページ、お客さんの運用方針にかかわらず、収益分配頻度の高い商品を提案してきた実態が窺えます。左側にいろいろなお客さんの声、選好、ニーズが書いてあります。それに対して右側で、収益分配頻度の高い商品が紫、低い商品を提案したのがオレンジとなっていますが、要はどんなニーズが出てきても、分配頻度の高い商品が 5 割以上になっているというデータです。特に真ん中ぐらいに中長期の資産形成を目的とした運用をしたいというニーズに対して、53%が分配の頻度の高い商品を勧めているという辺りが、金融庁も問題の本質をつく良いデータを出しているなという印象です。

30 ページ、やはり売れ筋商品への集中が顕著ということで、純資産の上位 10 銘柄、日本の場合はこの上位 10 銘柄のうちのリートが 6 本、半数以上が米国や海外リートという、これもすごいデータだなと思います。一般の人はリートというのがどういうものか、どれだけ知っている人がいるのか、よく分かりませんが、トップ 10 のうちの 6 割がそういう海外リートの商品になっている。この辺りは一般の人のリートに対する認知度を考えると、恐らくこれは販売会社が提案しているのだろうなと普通に思うのです。

その前の 5 年間はだいたい海外債券がトップ 10 で多く入っていましたが、海外債券が、金利がこれだけ低下して利回りがなくなってくると、今度は「リートのほうが、利回りが出ますよ。分配も高いですよ」。こういうことで販売会社がお客さんに提案して、こういう形になっているのだろうと思います。

それに対して、下のアメリカのトップ 10 を見ると、これは完全にど真ん中の商品。米国株式、つまり国内の株式インデックス、あるいは世界の株式インデックスといったど真ん中の商品がトップ 10 になっていて、それは現在を見ても、5 年前を見ても、10 年前を見ても、アメリカはほとんど安定している。あまり大きな変化がない。それに対して、日本の場合はその時その時で売れ筋がガラッと変わっているというようなデータになっている。

31 ページ、今度はラップですが、ラップも非常に伸びているということです。特に 2015 年の初めぐらいから大きく伸びているわけですが、ちょうどこの時例のファンドの

乗り換えのようなものに対する金融庁の注意喚起なり、規制が非常に厳しくなったのと同じようなタイミングで、ラップが伸び出してきている。これをどう考えたらいいのか。

一つ言えるのは、ラップは証券会社の一任勘定ですから、証券会社でやっている投資顧問業です。資産運用会社としては受託者責任を当然ながら負っていて、それに準拠してやっているわけです。証券会社は必ずしも受託者責任ということになっていないのだけでも、同じような資産運用業をやっている。この辺りをどう考えたらいいのかということです。

32 ページにあるように、これも金融庁のデータですが、ラップの商品と同じようなものを投資信託を組み合わせさせた場合のコストの違い。確かラップの平均報酬だと 2.2~2.3%ぐらいだったと思います。投資信託は平均 1.5%ぐらいということですから、年間のそれだけの差で 10 年間保有すると、4%ぐらいラップのほうが同じような運用をしていてもコストが高くなる。もちろんそこにはいろいろなアセットアロケーションをうまくやりますよとか、そういう付加価値があるということにはなっているわけです。しかし、この辺りが、乗り換え規制の回避とか高収益確保といったような供給側の論理でラップが伸びているとすると、少し危ういものもあるのかなと思います。

33 ページ、最後に近いですが、今まで見てきたように大型投信を日米で比較しても、アメリカはど真ん中の商品が中心なのに対して、日本は海外証券、あるいはテーマ型アクティブファンドというようなものが中心で、比較的短期間のうちに入れ替わっている。海外リートといった若干ニッチなところに資金が集中している。この辺りが販売会社のテーマ型営業というようなところを反映しているのかもしれない。

こうして見てみると、日本の投信市場はかなりいびつだと言わざるを得ない。本来あるべき中長期の資産形成層の割合が圧倒的に少ない。この辺りは先ほど申し上げた積立型や個人型 DC などがどのようにこれから伸びていくのか、そしてこれらを育成していくのかというところが非常に大きなポイントだろうと思います。

販社主導の商品企画や外部委託の商品が多い。こうなってくると、資産運用会社自体の差別化要因が問われることもあまりない。資産運用会社の運用の高度化につながるのかとか、あるいは資産運用業自体の社会的認知が高まるのかという観点では、こういう傾向は決して好ましくはないだろうと思います。

最後のページですが、34 ページ、その他の論点として、冒頭申し上げた機関投資家の資産運用業とリテールの資産運用業は車の両輪ですから、切っても切り離せないというこ

とだろうと思います。そういう観点でいうと、余計な話かもしれない……（笑）、投資顧問業協会と投信協会、これもそろそろ一体化して、名前は何でもいいのですが、資産運用業協会とか衣替えしたらいいのではないかと個人的には思います。

いろいろ個人個人の立場もあるので、そう簡単ではない面もあろうかと思いますが、私も両方の協会、投信協会なり投資顧問業協会の理事や監事を務めたのはもう 10 年ちょっと前になります。そのころから感じていたことですが、資産運用業としての共通のテーマをそれぞれのところで扱っているのです。ですから、何でこれは別々にやっているのかと。

業界の抱える課題としては、今日もさらっと申し上げた中でもたくさんあるわけです。これは業界として、いろいろ声を上げていかなければいけない部分とか、規制当局や行政に対して、より強いアドボカシー活動と申しますか、この辺りが必要な部分は多々あると思います。販社に対しても強く言っていかなければいけない部分などもいろいろあるかと思えます。

そうなってくると、それぞれ投資顧問だの投資信託だのというような形で分けているよりは、一体として大きな声を上げていく。そして、必要な改革をしていくということが必要ではないか。それはいろいろなことで言えるわけで、例えば直接的ではないですが、最近の日銀の ETF の大量購入とか、あぁいったことに対しても、業界としてどう考えるのか。価格形成をゆがめているとかというような話もありますし、それに対し、「いや、そんなことはない。マーケット全体を買っているのだから」という意見もありますが、マーケット全体を買っていたらゆがめないのでしょうか。あるいは出口のことを考えると、どういことが起きるのだということもある。あるいはまた一方では「やれ、エンゲージメントでガバナンスを強化していこう」と言っているそばから、そういうのは一切関係ない日銀の資金がどっと入ってくる。そういうことをどう考えるのだとか、いろいろなことに対して、業界として、あるいは業界団体として、声を上げることは必要ではないかと思っています。その辺りも一緒になって大きな声を上げたらいかがでしょうかと。

最後に販社を含めた形での受託者責任の貫徹。これも運用会社だけが受託者責任といっけていても、もう通らないというか、欧米ではすでにこの受託者の責任の範囲を拡大するような展開になってきています。日本も遅かれ早かれそういうふうになるのだろうという観点では、販社を含めた受託者責任の貫徹ということがあって、初めて日本の資産運用業の信頼が高まっていくのかなと思います。

雑ばくな話でしたが、以上です。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。それではただいまのお話を受けて、フリーディスカッションということにさせていただきたいと思います。どなたからもでも結構ですが、いかがでしょうか。

(岩間会長)

いちいちピンピン刺さるという感じですが、それでは私が口火を切らせていただくということ。

先ほどの金融グループの中の一つのアームとしての投資顧問と、投資信託も併営していると、こういう会社が多い。それが大宗を占める。こういうことは現実としてそうだと私も思いますが、そのときの利益相反、顧客投資家に対する利益を考えなければいけない。それを阻害するような相反関係がグループの中で生じるとか、親子の関係で生じるとか。

それをどういう具合に整理して、外部に対して分かるように説明するかというのは、私是一个のパターンでは律せられないというか、それぞれの置かれた状況で抱えている問題をクリアにして、それをどういう具合に対処するかということを説明できれば、ある意味でいいのではないかと思います。

私が元いたところでもそういうことを日ごろ考えながらやってきて、それで株主としてのガバナンスは親が持っていないといけないわけです。ただ、親が株主として子である会社に対して、顧客との利益相反を強要するようなことがないようにしなければいけない。そこがはっきりすれば、グループとしての子会社である投資顧問を親が 100%コントロールすると、いわゆる株主としては、それも有り得るのではないかと思います。

そこが監督と執行の区別が必ずしもはっきりしていなくて、そこもはっきりさせればいいのではないかというので、私は自分なりにトライアルでそういうことにしようということで親の了解をもらったのです。それは一例であって、いまここにお見えになっている経営者の方々はかなり真剣にそれを考えていらっしゃる。格段に私が協会に来たころに比べれば進んでいる。

これは役所に言われたからというよりも、そもそも業界発展のためにどうしたらいいかという、原点からの問題意識を持っていらっしゃるところが増えていると私は思っているのです。そのときに、ただ、確かに全体として動いている、あるいは投信も含めて、こう

だという方向で一緒になって動けるということは、やや、まだメッセージ性として弱いのではないかと感じています。

引間先生は非常に広いご経験なので、そういう意味で今日のレポートの中にそういうことが入っていると思うのですが、そういう状況に置かれている企業、運用会社として、どういう具合に発信していったらいいか。協会もある意味で限界があるわけです。協会が全部引っ張るわけではありませんから、それぞれの経営が動いていかなければいけない。その辺、何かございますか。

(引間氏)

おっしゃるとおり、利益相反を防止する、あるいは管理する体制は必ずしも一つベストがあるわけではなく、それぞれの会社の置かれた状況であるとか人間であるとかに対応して、いろいろなパターンがあり得るのだらうと思います。ただ、そういう中でおっしゃるとおりに、基本はそれがしっかりと納得性を持って説明できればいいということだらうと思います。

やはり一番分かりやすく説明できるのは、それこそ企業に対して常日頃言っているような **Board structure** というところが、ガバナンスの観点でいうと一番分かりやすい。それだけではないけれども、ただ、そこにある程度の **discipline** を導入すること自体が、分かりやすいメッセージとしては一番かなという観点で考えているわけです。

(池尾座長)

だから、コードをつくって、**comply or explain** にすればいいのではないですかということですかね (笑)。

(鹿毛氏)

いま利益相反の問題が金融庁だけでもいくつかの会議で議論されています。投資顧問業界に絞ると、私はいま会長がおっしゃったように、この問題への対応はかなり進んでいると思います。

ところが、例えば大金融グループにおける運用事業との利益相反の問題は、投信、信託、生保等を含めて、全体として議論されています。提起されている問題点のかなりの部分は、投資顧問業界なり個別投資顧問会社として、カバーされていると思いますので、その点を

明確に発信されることがいま一番大きいテーマだと思います。

一つは先ほどおっしゃったように共通コードをつくってということもありますし、同時に各社ごとの「これだけちゃんとやっています」と情報発信されることだと思います。もう少し具体的に申しますと、例えば前回のワーキンググループで金融庁が利益相反の実例を示しています。

投資顧問業に関しては、株式運用について二点。一つは、投資判断に関する親会社との利益相反問題。親会社の取引関係が投資判断に影響していないか。もう一つは議決権行使に親子関係が響いているのではないか。

私もそのときに申し上げたのですが、そんなことをやっていたらパフォーマンス競争でまったく勝てないのです。一般的に言ってパフォーマンス競争で勝つためには、親会社の取引関係を考える余裕はないはずである。各社とも明確な内規があつて、また、お客である年金等からはすぐ聞かれることですから、運用プロセスの中に十分組み込んで、お客さんにもその部分をきちっと説明しているはずです。

その辺のことが世の中の利益相反議論の中に全然反映されなくて、どこかの業界では何かそんなところもあるらしいからどうかというような形で、この業界にも何となく疑問が出てくる。ですから、むしろそうした疑問に関しては協会各社ベースの明快な説明がされることが一番大事だと思います。

(岩間会長)

議決権行使のガイドラインは長い間実行されていて、それにはいま鹿毛さんがおっしゃったことは、議決権行使という範囲ではありますが、完全に守られています。それをメンバー会社はちゃんと拳拳服膺して、自社のガイドラインも公表して、結果もレポートするという形になっています。

一つはそれが世間ではあまり知られていないのです。それだけがすべて利益相反の生じる場面ではありませんから、いろいろなことをトータルに見て利益相反を排除しなければいけないということで、引き続き努力しなければいけない。しかし、フォローアップ会議に出て、いろいろ聞いていますと、出てこられている委員の方も、それは全然理解されていないことが多いのです。「協会のホームページを見ていただければ分かるのではないですか」などと申し上げたこともあるのですが、やはりそこは我々もしっかりやらなければいけない。

それと投信をめぐる相反関係ですね。これがちゃんと投信協会というか、投信のビジネスも我々の **institutional business** も一緒に見られることは当然です。そこがどういう具合にこれからちゃんと理解してもらえるようにやっていくのかというのは、あまり時間も残っていないのでちゃんとやらなければいけないという話だと思います。

(引間氏)

まさに私のポイントもそこで、ですから、最後で「協会是一緒になったほうがいいんじゃないの?」と言った辺りは、実はその部分です。いろいろなお話が出た中での、本当に投資顧問業に特化した部分は、おっしゃるとおりにだいぶもう進んでいるなど。そんな大きな問題はないのかなと実態としては私も思っているのです。

ただ、投信に関するところ、つまり販社に関するところとか、そういうところについては、これは資産運用会社自体がいかにかに律していても、外側から何らかの力で崩されるような部分がどうしてもありえます。そこは自らの部分だけがちゃんとしていても、どうにもならないというようなところをいかにブロックしていくか、守っていくか。そういう辺りが、会長が言われるとおりに、一番大きな課題ではないかと思います。

(西氏)

引間先生のお話の中に、例えばグループから社長や役員が来るということもおかしいのではないかということがあります。印象論として外形的に良くないというのは理解できるのですが、ただ、本質論ではないのですよね。資産運用会社としての独自性を保ち資産運用会社の社長なり、投資家としてのプロフェッショナルリティがあれば、出資母体はまったく関係ないわけです。

ただ、問題の一つに、資産運用会社というものが社会的にきちっとした形で認められていないこともあるような気がするのです。例えば今回、ようやく **FSA** も資産運用会社の実態を把握するために監査体制を強化されました。それまでは、正直言って、それほど注目されていなかったのかもしれませんが。

資産運用会社の人たちがきちっと社会的に認められた存在で、自分で自分がやっていることを口に出していったら、あまり変なことにはならないと私は思っているのです。また、優秀な人材である人はそんなにいっぱい世の中にいないので、たまたまグループ内にいた人が **OB** であろうが **OG** であろうが、使われるということは十分あり得ると思います。

例えば親会社から見た場合に、僕らの年格好の OB は一番うるさいわけで、なかなかそんなに簡単にコントロールはできないです。逆に外から採ってきたら、その人は採ってもらった恩があるわけですから、外部からというだけで **neutrality** を高めることにならないわけです。

だから、形式的にグループから人が来ているかどうかということでは判断するのではなく、「資産運用会社の社長として、本当にあなた、やる気あるのですか」とか「資産運用会社の取締役やボードメンバーとして、**professionalism** を持っているのですか」という、その観点がいましっかりしてくればかなりの問題は解決するのではないかと、私は個人的にずっと思っていますが、いかがですか。

(引間氏)

おっしゃるとりだと思います。本質は別に中から来たか、外から来たかということではなく、まさに資産運用としての専門性なり知見なりがいましっかりしているかどうかということだろうと思います。

ただ、やはり内部で切磋琢磨してやってきた人がたくさんいるという中で、いかに優秀な人であったとしても、資産運用業の経験のない方がポツといきなり親から社長に来ることが、その資産運用会社の組織にとってどうかという問題は確かにあると思うのです。

親金融機関から優秀な方が来られるケースでも、先ほど言ったようにいったんは何らかのポジションで 2 年でも 3 年でもそこでそれなりの実績を積んでから役員になったりトップになったりするとか、同じ金融といっても、資産運用というのは資産運用固有の **professionalism** がありますから、その部分を十分に把握された上でトップになる。そういう観点でやれば、周りの一生懸命やってずっと実績なり専門性を高めていた人たちにとっても、それはそれで納得がいくという話になると思います。しかし、優秀な人かどうかは別にして、いきなり来るという構図自体がどうかと私などは思っています。

(西氏)

ですから、そこは先ほどおっしゃった 3 年以内とか何らかの基準をつくるということは、あるかもしれません。それはよく分かります。

(松尾氏)

私はどういう立場から発言するかというのがありますが、一つはいまガバナンスの話。私は弁護士として、あらゆる業界、金融業界の人に会っているのですが、仕事もしていますし、例えば銀行と証券会社と資産運用会社は、同じグループであろうとなかろうと、やるべきことは違うのです。カルチャーも違い、人の性質も違うのです。

私はよく銀行の人に言っているのですが、「証券会社は違いますからね」。「銀行流でやったらうまくいきませんからね、よく気をつけてください」。コンプライアンスも全く違いますから。銀行の人は細かいルールは知らないですからね。だいたい証券会社に出向して違法行為をやるのは銀行の人です(笑)。細かいルールを知らないから。細かいルールを知って、それを守るのが証券会社で、銀行は健全かつ適切な業務運営で細かいルールがないのです。

それで、資産運用会社はまずやっていることが違う。販売ではないですからね。販売ではなく、お客さまにできるだけ良好な運用成績を上げる。そこに尽きるわけで、先生がおっしゃったとおり、いきなり行って無理だと思います。どっぷり元のカルチャーに漬かって、違う世界に行ったら引きずられますよ。自分がそう思っていなくても、外から見ても分かります。「あ、この人、銀行出身だな」とか、一発で分かりますから(笑)。「この人は証券会社」、全然違います。

今日あるお客さんに会っていたのですが、「あ、この人、銀行の出身らしいな」と、よく思いました。「ちょっと落とし穴があるよね、こういう人はな」とか思っていたのです(笑)。ここでだいぶ厳しくなりましたが、「これじゃあ駄目ですよ」と言って(笑)、本人はそれを自覚していないのです。

だから、全然違うので、おっしゃるとおりだと思います。だから、そこは関係あるのです。行った人がどうしても過去に、私だって元役人なので、役人にいまだにとらわれています(笑)。でも、お客さんはそれを求めているので、私は全然矛盾はないのです(笑)。「おれは元役人で、上から目線だよ」と言っていますから(笑)。でも、あまり言うともまずい(笑)。資産運用会社はそれでは駄目です。

だから、出身母体は関係ないというのはそうですが、本当に過去を引きずらずに一から考えられる人だったらできる。いいと思いますが、私から見るとやはり違います。

2番目は投資家サイド、私も、前も申し上げたのですが、リテール投資家ではあるのです。最近、投資しません。利益が上がらないから。

私が運用会社の人に申し上げたいのは、「本当に受託者責任を果たしてお客さんに収益を上げさせようと思っているのですか」。「販売会社はお客さんに単に収益を上げさせようと思っているのではなく、手数料の道具として思っていないか」ということを問いたい。

ラップ口座、やりません。手数料、高いから。勧誘を受けました。やりません（笑）。  
「何だ、これは」、やらないと。

今はネット証券に口座を開いて、忙しすぎて、金だけ突っ込んで放ってあって運用できないのですが、申し訳ないですが、ネット証券にしよう（笑）。

リテールは、問題は販売会社です。大半は投信です。一任業者の姿は見えません。リテール投資家には何をやっているか、よく分かりません。こういう場に参加させていただいても分かりません。

だから、おっしゃるとおり、大半が投信です。その投信の収益が上がらないところが問題なので、いや、収益を上げれば、もっと投資が増えると思います。それだけの話でパフォーマンスがよくないのです。しかもボラティリティがものすごく高いので、金融庁の言うことは間違っていて、長期投資、分散投資は割に合わないです。あれは右肩上がり前提にしているのです、こんな世界では下がったところで、買って上がったところで売るしかない。私はいまそう思っています。

金融庁の言うことを私は疑問に思っているのです。長期分散積立がいいなんて、「うそつけ、おまえ」と言って（笑）。私は一時期やっていました。儲からない（笑）。だから、金融庁もいいかげんなので、あまり信じないほうがいいと思います。

すみません。言いたいことを言ったのですが、一つはやはり業態ごとに違うということとです。もう一つはリテール投資家目線で見ると、投資したいものがない。やはりETFを買おうかと思っています（笑）。正直いって、ETFを買おうと思っています。でも、あまりにも数が多いので、何を買えばいいか分からない。個人的にはそういう感じです。ですから、何かもうかる商品を出してください（笑）。

（山内氏）

利益相反という観点で言いますと、我々、独立系ですが、これは資本構成に関係なく、資産運用会社のビジネスモデルの問題だと思います。株主価値を追求すると、規模を追わざるを得ないのか。それとも投資家に対して、いかにパフォーマンスを提供するというと

ころに経済的な **alignment of interest** といいますか、そこに利害関係を合致させることができるかどうか。そういうところが非常に重要ではないかと思っています。

我々の場合だと成功報酬の存在が非常に大きいのです。これがあると、成功報酬がもちろん業績にも非常に大きなインパクトを与えるし、大きくなりすぎると、キャパシティを超えてしまうと、逆にパフォーマンスは急激に悪化するということで、**built-in stabilizer** みたいに、そこを抑えようということになります。

ですから、先だって GPIF の水野さんがいらっしゃったときに、GPIF も外株のアクティブから成功報酬を導入すると。アルファを求める以上は、当然、キーマンリスクがあるでしょう。キーマンリスクがないところにアルファなんてないと。したがって、そのキーマンが誰かというのを登録してもらって、キーマンと会社がその戦略にどれだけ投資しているかということも確認しますとおっしゃっていて、椅子から転がり落ちそうでした。

そういう意味では、もちろん成功報酬も万能ではありませんが、いまこの運用の世界で起こっている、特に投信の世界がそうかもしれませんけれども、低コストのパッシブ化の流れ。一方で究極のアクティブというか、アルファだけで勝負してくれるという。それが専門性ということだとしますと、一つにはビジネスモデルとして成功報酬をいかに活用していくかというのは、運用会社側としても、あるいは投資家側としても、そこはいろいろ考える余地があるのではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

(引間氏)

私は、成功報酬は妥当性があるし、**interest** 自体を両者 **align** するという、おっしゃるような効果は当然あると思います。

一方で、何でもかんでも成功報酬でいいかというのは、それはちょっとどうかと思うところがあります。成功報酬もスキームの設計の仕方が当然いろいろあるわけです。例えば単年度で測るのかとか、あるいはもう少し長いスパンで測るのかとか、いろいろあるし、スキームの設計は結構難しい点はあるのだろう。

そのスキームの設計の仕方によっては、例えば海外のヘッジファンドなどでよくあるように、今年はまだ成功報酬は入らないとなると、そこで過剰なリスクを取ってイチかバチかをやってしまう。そういうインセンティブが逆に働いたりというケースにもなり得るわけで、その辺りは設計の仕方も含めて、いろいろ検討しないといけないのかなという感じがします。

(渡邊氏)

こちらで利益相反の防止ということで社外取締役も複数名等々といういろいろ書かれています。実際、それをやり始めて1年半ぐらいたっていますが、これは基本的にかなりワークするのではないかと実感としてはあります。

ただ、すべて細かい事例について一つ一つご説明するわけにはいかないなので、それを担保するために、これでは何も隠し事のしようがありませんという状況をつくって、それを対外的に発表するということは、自分を律するという意味でもかなり効果があるのではないかと思います。

ですから、形式基準かもしれませんが、何らかの形でこういうものを、みんながみんな同じルール上で動くことは難しいかもしれませんが、アセット・オーナーのほうから、こういうものが満たされているかどうかというようなメッセージをいただくことに対しては、かなり効果があるのではないかと思いますし、ここ1年ぐらいでずいぶん変わってきているのではないかという気がします。

それと弊社のことでいくと、ちょうどいま、中の比率、つまり野村グループから過去来たような人は2割ぐらいしかなくて、40%がプロパー、40%が途中で入ってきた人です。何を申し上げているかというと、ステージ的にはほぼ現場を仕切っている人たちは、もともと運用業務を最初からやっている人たちが会社の全体の真ん中のところをそういう人たちが動かしているような状況、やっとなんかそういうステージになってきたということで、たぶんこれからはだいぶ変わってくるのではないかと。

今まではどうしてもある程度、トップの人事も含めて、マネジメントができるような人をどこかから連れてくる必要性は若干あったのではないかと思います。しかし、これからは必ずしもそういうことを絶対しなければいけないという感じでは、人員構成上はなくなってきたのではないかと思います。

それから、販社との間のということですが、我々の的にいうと結構、販社からはいじめられていますし、これも皆さんが思っているほど、何でもイエス・サーとやっているわけではないということ、どうやったらうまくご説明できるかという話になっています(笑)。ただ、今後は分かりませんが、現状でいうと、昔やっていた直販はいまやっていません。したがって、今後、特に非対面のチャネルなどに関しては検討の余地がきっと出てくるのではないかと思います。

しかし、実際には本当にお客さんに毎日会ってニーズを聞いているわけではないので、

その人たちの意見を聞かないというのはまた不合理でもあります。ただ、適合性というのでしょうか、最近、欧州でもまたそういう枠組みが強化されるような方向だと思いますが、商品を出すプロセスについては、本当にこういうスキームがいいのかというようなことについて、かなり議論をされています。

特に公募投信の場合は中身をかなり開示しているような形になっているので、やりづらいいと思います。私募のファンドなどについても、要は投資信託というストラクチャーだから投信という形にしてやりたいというような話は根っこにあたりします。そういうものについてはかなり精査してプロダクトを出しているという状況にもなっていますし、勝手にそういうことができるようなプロセスには会社の中はほとんどなっていないです。

「何でこんなことをやるのだ」という話にすぐなりますし、このプライシングの正当性を、例えばあるインデックスについて、こういうフィーをチャージして、こういう箱をつくってやりたいと言っても、そのインデックスの付加価値について、このフィーを見いだせないから、これができないと。こういう議論がきっちりされているようなプロセスが見せられれば、その辺の疑問も払拭できるのではないかと思っています。

(引間氏)

今の話の追加で、お伺いしたいのですが、例えばどういう商品を取り上げるかとか、販社は販社でもって当然、お客さんに一番近いところにいるので、お客のニーズという線が来ると。それはそれで当然必要なことで、運用機関は運用機関として、本当に中長期の投資家にとって、例えば必要な商品は何だとか、あるいは今後のマーケット環境みたいなものを踏まえた上でベストだと思うのは何だというような観点で議論する。そこでいろいろな議論が交わされて、最後に意思決定をする、あるいは例えばフィーの設定をするときに販社としてのニーズがある、運用機関としてのニーズがある。

当然おっしゃるとおりいろいろな意味、激しい議論もあるのかもしれないといったときに、最後にそういう意思決定、「じゃあ、こうしよう」となる。その意思決定をするときに、運用機関の中で、例えば本当のトップマネジメントなりボードなり何らかのところ、販社出身あるいは親会社出身の人が多数いるか、いないかというのは、影響するのでしょうか、どうでしょうか(笑)。

(渡邊氏)

現実的には、実は昔自分がやっていたことを必ず肯定して入るかというところ、そうでもないというところもあると思います(笑)。したがって、本来こうであるべきでないと思っている人もたくさんいるので、「今は立場が違うのだから、意見が違って当たり前である。したがって、こうである」と、このような話になることが多いのではなかろうか思います。

要は知り合いだからゆえに、例えば証券会社の IB 部門などで働いていて、その人が運用会社の運用調査部門みたいなのところにそのまま来ているといったケースについては、日々、個人経由でどういう会話をしているかまでチェックしたりすることはできない。ですから、そういう疑われるようなことはやめましょうというようなことも、利益相反の管理指針に入れたり、できるだけそういうことはやっています。特に販社出身の人がいるから、これは認めてあげたほうがいいのではないかとというふうにはあまりなっていないと思います(笑)。

あとは部門時代の重要性が明らかにここ何年かで変わってきています。当然のことながら、仮に「フィデューシャリーです」と、あるいは「利益相反ということについてやっていますが、もう少し分かりやすいように説明したほうがいいのです」と 5 年前に言ったのと、いま言っているのはまったく受け取られ方が違います。ですから、「当然そうであるよな。したがって、こうしましょう」となりやすくというか、もうそうなっている。

そこについて「問題があるのだけ？」ではなく、問題があるから、あるいは問題があるように見えるのが当たり前だから、それについて対処しましょうというスタンスになっていると思います。

(松下氏)

私などは特に 6 月に社長に就任して、ど真ん中のキャリア的なバンカーそのものです(笑)。ゼロから物を考えるというのは人間の当然の職務なので、私は CEO として、経営者としてトップに就いているわけで、運用のプロとして就いているわけではない。さきながら、自分のところの商品が分からないわけではないということでもあります。

先ほどもありましたが、わが社でも株主会社の出身者は 30% 以下です。だから、完璧な diversity です。いろいろ系列のご懸念はあるのだけれども、資本系列はありますが、人的には完璧に diversity なので、そこにまさにマネジメントの業務がありますし、それ

それぞれの利益対立はまた違う形で起こっています。やはりプロとしての議論がなされていますから、商品のところでも極めて経済合理性本位の議論となっています。例えば販社に対しても、「為替ヘッジありとなしで一緒だというのはおかしいじゃないか」と、そういう議論をやっています。

特にわが社でいえば、7月にSMBCに株が6割行って、10月にSMFGに6割行って、まさに先祖返りしているではないかというご批判も受けていますが、FD第三者委員会をつくって、その内容を、取締役会にも報告し、10月には取締役会の承認も得てアクションプラン実施状況を全部公表しています。そういう意味で非常に思いきった開示をしています。中には過去、株主間でいろいろな協定があったが全部破棄したということも書いています。

私がCEOに就任してから1回目のFD第三者委員会の議事が、SMAMのCEOの選考プロセスが不透明だと。これが委員会の議事です。取締役会に報告しています。

そういう意味では資産運用会社は非常に流動性の高い職種で、プロフェッショナルの人が動いているというのが実感としてあります。すごくdiversityで、資本関係はあるのだけれども、経営実感としてあまりそういう意識はない。

ただ、唯一あるとすれば、自分の給料は自分で決める。この点だけは譲れないということかなという気がしていますが、これはまさに親とどうなるかという問題はあります。しかし、実感としてはそういう現状、137日目のCEOの意見として、そういうところでず（笑）。

(柳川氏)

いまいろいろな方からご意見があったのですが、この利益相反の話やガバナンスの話は、実態の話と、それからどう見せるかという話を、明確に分ける必要があるのだと思います。恐らくここにいらっしゃる方の実態は、そのところはきちりやっているというのはそのとおりだと思います。自分たちはきちりやっている。

ただ、それがどう見えるかということは、また別の問題として考えないといけないのだろうと思います。特に私はこの利益相反の議論は今までとは違うステージに入ったと実感していて、それは金融庁がかなりここを強力にいろいろ検討するという事になった。そのことがいいことか悪いことかというのは微妙だとは思っているのですが、ただ、いいか悪いかは別にして、かなり利益相反のところや利害関係のところを細かくいろいろ見るよ

うになった。

そういう前提の中で、どう外にアピールしていくのか、何が明確に分かるようにしていくのかということは、今まで以上に、あるいは今までの 200%ぐらいのつもりで何かいろいろなことをちゃんと示してアピールしていかないと、実は信頼が得られないという不幸な状況になっているのだと思います。

先ほど会長がお話しになったように、かなりいろいろなことが書いてあるのだと思います。書いてあって、見せてもらえば分かるのだと思います。しかし、現状でいくと、たぶん見てもらえば分かるはずだというのは、ちょっと通用しない状況に入ってきているのだと思うのです。

「それは書いてあるじゃないか」と言ったときに、顧客側からすると「そんなの知らないよ」というような声の感じだと思うのです。金融庁も少しそういう方向にシフトしているので、実態としてちゃんとやっていることをいかに分かりやすい形で見せるかというのが、たぶんこのガバナンスなどの話のポイントです。

社外取締役何人とかという話も実はいたからどうなのかという話は、実態として見ればあるわけです。しかし、そういうことではなく、これだけのことをやって、ある種の IR 活動だろうと思えば、「やっています」ということが外に見える、分かりやすい話が社外取締役だったり、コードだったりということだと思います。

そうすると、資産運用業として、いかにちゃんとやっていることをちゃんとアピールできるにはどうしたらいいのかというスタンスで、たぶん考えていくことが正しいことかなと。特に資産運用業に関して言えば、先ほどだいが西社長からも明確に見えるようになってきたという話があったと思います。

しかし、外側から見て何をやっている会社なのかよく分からないとか、極端に言えば資産運用業と販社とそこの区別がついていない人もいます。そういう中で、そういう人にもちゃんと分かってもらえるという必要が、残念ながらというか、出てきているのだと思います。ですから、そこをどうアピールしていくかというところにフォーカスしていただくのがいいのかなと。

グループ内の話もまさにおっしゃるとおりで、昔とずいぶん変わっているし、実態としては全然違うのだと思うのです。そのことをいろいろな人にどうやってアピールして、どうやってちゃんと分かってもらうかというところが、今日いただいたお話の大きなポイントだったのではないかと。

(渡邊氏)

先ほど言いませんでしたが、別に自分はそのポジションにしがみつきたいということで申し上げているわけではないのですけれども、やはり全体のグループ人事のローテーションの中で、いくら適切な人が来るといってもタームが非常に短くなるという傾向はあると思います。実際、弊社についてもほとんどが3年ぐらいでトップの人事が替わっています。そうすると資産運用業のタイムホライズンには少し合わないかなという感じはします。

したがって、それはその人の努力の問題ではありますが、実際には弊社でいえばホールディングスのCEOは、どちらかというともっと長いタームでやっています。独立したentityとしてとらえるのであれば、まったく業が違うわけなので、そういったことがグループの中の異動で阻害されないということであればいいと思います。しかし、もう少しある程度コミットしたような形でマネジメントが続いているというほうが、業としては適切ではないかという感じはします。

(岩間会長)

ここに社長さん方がたくさんおられるので、運用会社のCEOのSuccession planはどういう具合にあるのがいいのか。これも個社によって個性があると思うのですが、いまおっしゃったようなことを「そういうことだなあ」と納得してもらう必要が、柳川先生のご意見でもたぶんあるのだと思います。

私は自分のことを棚に上げて言うということになってしまうのだけれども、この業界の社長、CEOの選任というか、過去、もちろんそれなりのすべて妥当な理由があったのだと思うのですが、専門的な業態のCEOのあり方はどういうことなのかとあまり議論されていなかった。さらに言うと、外から見えないということもあったと思うのですが、その辺、皆さんはどんな具合にお考えでしょうか。

(西氏)

どういう業種の企業でもCEOのSuccession planをディスクローズするというのはいくではないですか。究極的に社長を代えるのは株主の権限ですよ。

そのSuccession planをつくるというのは、自分で自分を……(笑)、私は企業を経営しているわけですから、自分のbest effortでやっているのです。

(岩間会長)

いや、要するに後継者のあり方というか、役割については。

(西氏)

後継者のあるべき姿というものを書くことはできると思うのですが、ただ、資産運用業といっても、運用サイドと営業サイドとガバナンスサイド、コーポレートサイド、これは全部、専門家が違う会社であるわけです。その中で場合によったら、すごくいい人もいるかもしれないし、外から来たほうがいいことがあるかもしれない。そういう状態なので、あるべき一般論を書くことはできるのですが、それ以上の CEO の Succession plan をもって走るというのは難しいような気がするのです。

(鹿毛氏)

別にこれは日本だけの問題でもなくて、世界の大手運用会社にとっても、トップ選任は、大きな課題です。トップの要件として、運用の専門家であることが望ましいという点が一方あります。ところが、特に会社が大きくなればなるほど、やはりトップはビジネスマネジメントの専門家でなければならないと。

運用とマネジメントは、全く異なるスキルセットなので、一人で兼ね備えることはなかなか難しい。

世界の最大手の運用機関などでもなかなか理想的なトップは見つからないことが多くて、トップの仕事を2-3人で分担している例も少なくない。現実にはさまざまな制約条件の中で一番いい方が見つかったという形で決めているようです。ほかの業種もそうかもしれませんが、トップの選任について、こうでなければいけない、といった厳格なルールをつくるというのはあまり現実的ではない、と思います。

(柳川氏)

今の議論はたぶん二つの話が入っていると思っています。一つはいまおっしゃるように、運用会社のようなプロフェッショナルのトップは難しいという話は、たぶんグループだとかグループ内とかは無関係に発生する問題ですよ。だから、独立系であつてもある問題で、その話とグループ内の会社のとときにそこにどういう人を連れてくるかという、もとの会長の話はちょっとそのニュアンスがあったのだと思います。

その話はそれに加えてグループ内のある種のガバナンスみたいな話があり、ここがまさに典型的にグループ。やはり株主なので株主のガバナンスという話を重視するのか、それとも顧客がいて、顧客のフィデューシャリーという話を重視するのかというところのせめぎ合いがわりと具体的に出てくる話なので、先ほど渡邊社長がおっしゃったように3年で替わるのが顧客のほうからどう見えるというような話。別に3年で替わったから悪いということでもないのだと思うのですが、典型的に表れてくる話です。

そういう話とそもそもプロフェッショナルカンパニーみたいなところのトップは難しいという、両方の話がある気がします。この話は、おっしゃるように何かこういうルールでとか決められる話ではないし、個々の会社の事情が考えられる話だと思います。

ただ、会長の先ほどの発言はたぶん協会として、そういうところをある程度少し整理した上で何か考えられないかという話だったのだと思います。そうすると、今のお話でプロフェッショナルファームとしてどう考えるかは難しいのですが、グループの中のグループが株主として何かを言うことと、フィデューシャリーのことを聞くのは、どっちをどういうふうにと考えたらいいか。そういうようなことで、答えはないのですが、いろいろなところできっと出てくる問題だと思うので、そこは議論する価値はあるのかなと思います。

(西氏)

みずほの場合はグループとしてフィデューシャリー宣言をできてしまっています。

では、グループとしてのフィデューシャリーは法律的にどうかというと、これは販社も全部入ってしまっていますから、そこが少し難しいところはあるのです。でも、そうするとグループとして筋を通したいと、話がなかなか落ちていかないでしょうということになってくる。それで、グループ内で統一してフィデューシャリー宣言をやってしまったという状態です。

(松尾氏)

法律的には会社の取締役が善管注意義務を負っているのは会社に対してです。だから、アセマネ会社の取締役にとっては、アセマネ会社が一番大事ですね。

もちろん親会社が株主権を行使すれば取締役は替えられますが、ホールディングといえども、上場会社です。その背後には多数の株主がいます。ホールディングには、自己本位の株主権の行使は事実上許されないでしょう。

たぶん一般論ですが、フィデューシャリー宣言をしているグループがそういう自己本位の行動をとると、合法的とはいえ、それは批判されるでしょう。だから、あるべき姿としては、フィデューシャリーであるアセマネ会社は、投資家的視点に立ってフィデューシャリーを尽くしてほしいですね。フィデューシャリーとして全うするのがベストだと思います。

その上で販社との関係をお伺いしたいのですが、先ほどから販社からニーズなどと言うけれども、そのニーズというのは何ですか。売れるからですか。売れるからというのはお客さんにとっていいとは限らないのです。私はつくづく経験しているので（笑）。

多くの投資家はそうでしょう。「過去に散々損をしているから、もう投資はけっこうです」という感じです。当然、投資するのに、損をしたくないです。銀行預金にして放っておくのが一番いい。少なくとも損をしませんからね。投資家としては、マイナスになる可能性は知りつつも、プラスが出ないと運用をする意味はないのです。この会合でもずっと言い続けています。何でプラスを出してくれないのか。

ですから、販社の問題が大きく、販社が言ってくるお客さまのニーズというのは、これは売れそうだからのですか。キャッチーだから。それともお客さまにとってリターンが得られてお客さまにプラスになるから、そういう商品を出してくださいということではないのですか。そうでなかったら、問題ではないかなと思うのですが（笑）。

（渡邊氏）

でも、どうでしょうか。営業活動をされている方はお客さんがもうかるというか、それなりに利益が上がらないとその後の営業活動には支障をきたすわけです。もちろんまったく同じもので、あるいはまったく同じリターンが上がるもので、こちらのほうが、フィーが大きいとか少ないとかということ判断されるような人もいるかもしれません。

でも、基本的にはお客さんの利益が上がるように、あるいは自分なりのマーケットの見方なのか、それはハウスビューか分かりませんが、そういうものをベースに、あとはきつと営業活動ですから、こういう話をしてもご理解いただけないだろうなという話については、もう少し分かりやすいものをご案内するとか、そういうことの組み合わせだと思います。

したがって、何か利益が上がるものとか、そういうものだけを推奨しようとするとか、そういうことではまさに通用しないと思いますし（笑）、それはそういうことでは

ないと思います。

(松下氏)

継続的に商売をしなければいけないので、抽象的になりますが、やはりご納得いただくというのが、一つの答えです。得てして説得しようとして中途半端になっているというのはいっぱいあると思うのですが、やはりご納得いただくというレベル感をどのように維持するかということだと思います。

弊社でいまグローバル AI ファンドが 2 カ月で 1700 億円も売れているのですが、販社や実際の販売現場に聞いてみますと、パフォーマンスというよりはお客さんとこれから将来の夢を共有できるというような商品としてご納得いただいていると聞いています。

(鹿毛氏)

お客さんは夢を持っているのです。その夢に応えるのもビジネス…… (笑)。

(松尾氏)

いや、夢じゃない。収益が上がる (笑)。

(松下氏)

ただ、これがいま売れている理由は夢を共有できるという観点で売れていると理解をしています。

(松尾氏)

成長性でしょう？

(松下氏)

そういうことです。そういうことにご納得いただいている。

(松尾氏)

夢ではなく成長性で将来、企業価値が向上して収益が上がるという見通しの下で販売されるのではないのでしょうか。もちろん結果を保証できないのですが、そういうことだと

思うのですが。

この議論は、少なくともリテールの投資家サイドからしますと、そこに尽きると思えます。もちろん結果を保証できないのはよく分かるのですが、何を指して商品開発や販売をしているかという点、私もお客さん仕事ですから、よく分かるのです。お客さんの役に立たないと駄目なので、弁護士報酬をもらおうと思って仕事をしたら、うまくいきません。どういう目的で業務を行うかをよく考えることが大事です。

ですから、実際の営業スタイルが顧客本位の業務運営という目的についてきていないのではないのでしょうか。どうしても販社では営業の目安があるからではないのでしょうか。アセマネではないですよ。

(池尾氏)

そろそろ時間で、私は何もしゃべらせていただけない状態ですけれども（笑）。そのうち、またしゃべる機会を設けることにして、そういうことでまだまだ議論は尽きないところですが、予定の時間になりましたので、この辺りで本日の研究会は終了させていただきますと思います。引間様、どうもありがとうございました。

この場の議論について、議事録はつくらないのですが、協会広報誌やホームページに概要は掲載します。掲載する内容については、事前にチェックして、必要に応じて割愛する部分は割愛するというので、皆さまにお目通しいただきます。よろしくお願いします。

それでは最後に岩間会長から締め言葉を。

(岩間会長)

どうもありがとうございました。まだまだ尽きないと思いますが、本当に先生、ありがとうございました。また、この種のことを続けていきたいと思っているので、よろしくお願いいたします。

(池尾座長)

次回の研究会は12月7日（水）午後2時半から、今日と同じ時間です。オブザーバーで来ていただいていますセコム企業年金基金顧問の八木博一様からお話をいただいて、また議論したいと思います。詳細については協会事務局よりあらためてご連絡します。

それでは、本日はどうもありがとうございました。