

金融危機下の資産運用

と き 2008年12月11日
と ころ 日本証券アナリスト協会会議室

《出席者》（敬称略、発言順）

四 塚 利 樹

（早稲田大学大学院ファイナンス研究科 教授 ）

喜 多 幸之助

（ラッセル・インベストメント株式会社
エグゼクティブ コンサルタント
日本証券アナリスト協会検定会員〈CMA〉）

山 田 洋 暉

（元・DIAMアセットマネジメント副社長
本誌編集委員）

《司会》大 場 昭 義

（みずほ年金研究所 社長
本誌編集委員
日本証券アナリスト協会検定会員〈CMA〉）

はじめに

大場 本日のテーマは「金融危機下の資産運用」です。ご出席の方々がそれぞれ経験されてきた立場からご意見を披露していただきたいと思えます。議論のポイントを四つに絞って進めていきたいと思えます。

第1は、今までいろいろな市場混乱期があったと思いますが、今回の市場混乱、金融危機は何故に100年に1度と言われているか。この混乱の最大の特徴は何か。さらに、どうしてこんなこと

が起こったのか、これに対する対処方法としてはどういふことがあるのか、ということです。

第2に、最近のマーケットでは、現金を持っている以外は何に投資しても全部マイナスで、分散効果など何も得られていないとよく言われています。こうした混乱期の資産運用をどう考えるべきか、運用面で考えておかななくてはいけないことは何か、ということです。

第3に、投資家は大きく分けると個人と機関投資家の二つですが、特に個人投資家から「せっかくの退職金を投資したが全く期待はずれだった」



大場昭義 氏

という戸惑いの声が運用会社や販売会社に多く寄せられていると聞きます。個人は資産運用をどのように考えたらいいのか。また個人だけではなく、大学も運用がうまくいかないと報道されています。年金基金の運用状況も、日本だけではなく世界的に大変なマイナスになってきています。機関投資家の資産運用は何に意を用いることが重要なのか。個人と機関投資家、それぞれについてご意見を頂ければと思います。

最後に、こういった状況の中でどのような役割を果たすことが証券アナリストに期待されているか、ご意見を頂きたいと思います。

今回の金融危機の特徴と改善すべき点

大場 まず最初に、今回の金融危機の特徴をどのようにとらえたらいいか、それぞれご意見を頂きたいと思います。四塚さんからお願いします。

四塚 今回の金融危機は単なる不動産バブルの崩壊ではありませんが、まずは不動産バブルを抜きにして語ることはできないと思います。例えばS&Pケース・シラー住宅価格指数によると、インフレ調整後の米国の実質住宅価格は、1996年の

ボトムから2006年のピークまでの10年間に全国平均で86%も上昇しています。この間の実質賃料の上昇はわずか4%にすぎませんから、住宅価格の上昇はほとんどファンダメンタルズで説明できない。まさに住宅バブルと呼ぶべきものだったと思います。

住宅バブルの拡大と並行して急増したサブプライム・モーゲージの返済が行き詰まったことで、当初「サブプライム危機」という名前が付けられたわけですが、サブプライムと関係のない高級住宅地や商業地域においてもバブルが広範囲に発生していて、さらに国境を越えてグローバルな規模で同時進行していました。したがって、バブルもその後に起きた信用危機も、サブプライム・モーゲージだけで説明できる問題ではないと言えます。

98年のLTCM危機の時とは違って、今回の危機は一過性の流動性危機ではありません。住宅バブルが崩壊して、ABS (Asset-Backed Securities: 資産担保証券)、MBS (Mortgage-Backed Securities: モーゲージ証券)、CDO (Collateralized Debt Obligations: 債務担保証券) など、さまざまな証券化商品の過大評価が修正されたために金融機関やヘッジファ



四塚利樹 氏

ンドが被った損失は、市場流動性が回復しても取り戻せるものではないわけです。取り戻せない巨額の損失が発生する事態は、単なる流動性危機ではなく、信用危機と流動性危機が絡み合った複合的な金融危機だと言うべきでしょう。信用危機による金融システムの機能不全が实体经济に深刻なダメージを与えて、それがさらに信用危機を悪化させるという負のスパイラルが進行している状況だと思います。

大場 四塚さんのご意見は、背景にはやはりファンダメンタルズでは説明できない不動産バブルがあった。これがそもそもの起点である。今回の危機は、そう簡単に取り戻せない巨額の損失が発生していることから、一過性ではなく、信用危機と流動性危機がダブルで来ている複合的な危機という特徴があるのではないかということでした。

喜多さんはコンサルタントの立場でマーケットを見ておられると思いますが、いかがですか。

喜多 今回のような相場下落は、冒頭大場さんが言われた「100年に1度」という言葉がまさに大げさでないような規模と理解しています。ただ、われわれ年金の世界では、つい5年ほど前、2000年から03年前半のころにも「100年の1度の損失」という表現を使っていたので、「100年に1度」という言葉を軽々しく使い過ぎているという反省もあります。今回起きた株価下落を統計的に処理すると、190年に1回ぐらいの確率だという話もあります。こう言うと言葉の遊びのようですが、金融経済が实体经济に対してかなり肥大化していることを背景として、リスクが過去の想定よりも大きくなっているのではないかと、そして「100年に1度」しか起きないはずの大きな損失がたびたび起きようになっているのではないかと、と考えています。

金融経済が实体经济に対していかに肥大化して



喜多幸之助 氏

いたかを端的に示すこととして、07年末でOTCデリバティブの市場規模が世界のGDPに対して11倍に達していたという事実があります。言うまでもなく、金融資産は实体经济に対する請求権と言えますので、それが实体经济よりも過大になり過ぎているのは、明らかに正常ではないと言えるでしょう。しかし、結局はほとんどの年金基金は信用バブルの崩壊を予見した行動をとれず、今回のようなリーマン・ショック以降の危機を避けられなかったわけです。今までの運営管理方法に反省すべき点があるかないかということをお社内で常々議論しているところです。

大場 反省すべき点についてのお話はあとでまたお聞きするとして、喜多さんのご意見は、实体经济に対する金融資産の肥大化に最大の特徴があるのではないかと、实体经济との対比で信用バブルが発生していたことは否めない事実だろうということでした。

山田さんは長い間、運用会社の経営の立場におられたわけですが、今回の金融危機でお客さまは恐らく大変厳しい状況になっているのではないかとお考えかもしれませんが、運用会社の立場から見ると、今回の危機の特徴はどのようにとらえられる



山田洋暉 氏

でしょうか。

山田 運用会社の立場で言うと機関投資家等に対する話になると思いますが、今回の危機の背景には、先ほどお話がありましたように、確かに流動性が過剰になったことがあります。そうなった理由は既にいろいろなところで言われていますが、アジア諸国の経常収支の黒字による過剰な資金が、アジアの資本市場が未発達のこともあり、投資機会を求めて欧米に流入し米国の流動性を高めたことです。その結果、必然的に米国では投資機会が増えて、サブプライムローン問題まで行ってしまったわけです。過剰流動性と、本来取ってはいけないリスクが証券化という形で増えていく中で、実際に貸出した人が資金の回収の責任を全く負わないというスキームができ上がっていった。これによっておのずと金融が膨張してしまい、喜多さんのお話のように、实体经济と金融がバランスを欠いてしまっているわけです。

なぜここまで来たのかを歴史的に振り返ってみますと、どうもこのような問題が起こる必然性のようなものがあつたのではないかと思います。1929年に起きた世界恐慌後、金融商品の価格をどのように評価したらよいのかとファイナンスの

理論の研究が始まり、50年代、60年代に投資理論が確立し始め、90年代にはノーベル賞を与えられるレベルまで金融工学が発展してきたわけです。一方、金融工学の発展とともにリスクを取るレベルも並行して高くなってきたのではないかと思います。

私が70年代に米国で働いていた時は、銀行はキャッシュフローをベースにして、融資金額や返済期間を決めていました。また、M&Aのファイナンスへの融資は禁止していたり、BB格付けの信用リスクは絶対に取りたくないとか、格付機関を全面的には信用しないとか、基本的にサウンドバンキング的な時代だったわけです。それが80年代の後半より、BBのシンジケートローンが花盛りになりました。BBのリスクを取っているわけですが、シンジケートローンという手法で自分のバランスシートに載せないでリスクを分散し、さらなるクレジットリスクを取ってきました。また、オプション・デリバティブ、証券化という技術革新が登場し、リスクの分析・分散がかなりできるようになり、その結果、金融取引がさらに活発になってきたわけです。

そのあたりでとどまっておれば金融工学の発展の意味があつたでしょうが、経営者の報酬体系の問題もあり、収益を短期的に求め過ぎ、取ってはいけないリスクを取り始めたことが現在の混乱に至つたということではないか。米国資本主義のグリードという金欲主義の悪い面が強くなってきた結果である。ある意味で米国の金融業を優先したビジネスモデルは終わり、もう一度原点まで、原点とは何かということがあつたわけですが、そこまで戻らないと混乱はなかなか収束しないのではないかと思います。もちろん不動産価格の下落がある程度止まれば、そこが一つの見直し時点になるでしょう。金融工学自体が悪いわけではないが、そ

れが悪用されてしまった。今後金融工学の位置付けについて整理する必要があるのではないかと認識しています。

大場 山田さんのご意見は、今回の金融危機はある意味で必然性があった。米国型資本主義の報酬面も含めたグリーディさを背景に、金融が一線を越えて膨張してしまったのではないかとということでした。

皆さんのご意見をお伺いしていますと、今回の金融危機はそう簡単なものではないなという感じがします。いろいろなものが複合的に絡み合っていると思うのですが、もう少し詰めて、何が原因でこのようなことになってしまったのかということがないと、何を反省したらいいのかということにつながっていかないので、皆さんのご意見をお聞きしたいと思います。

四塚 原因については2～3のカテゴリーに分けることができると思います。

一つは、マクロ的な背景です。山田さんもおっしゃったように、アジアなどから過剰な資金が大量に米国に流入しました。金融市場が未発達で金融資産の供給が不足している新興国や産油国から、価値の保蔵手段を求める資金が米国に流入して、最初はIT企業の株式に向かい、ITバブルが崩壊した後は、より安全に見える高格付けの債券に集中するようになりました。この需要を満たすようにCDOなどが粗製乱造された面があると思います。これは米国外の要因ということになります。

一方、米国内ではITバブルが崩壊した後、03年頃から比較的安定的な経済環境が続き、投資家・企業・家計の多くが将来について楽観的になってリスクを過小評価するようになりました。これが不動産をはじめとするさまざまな資産価格の上昇につながった面があると思います。

こういった米国内外の投資家の行動によって、

ドル金利は低下しました。もちろんFedによる金融緩和の影響もあったわけですが、04年から05年にかけて米国が金融引き締めへ転じた後も長期金利は低下し続けました。グリーンスパンがコナンドラム（conundrum：謎）と呼んだ現象ですが、これも海外からの資金の集中による部分が大きかったのだらうと思います。そういった低金利環境が続くと、今度は利回りを求める年金基金や保険会社などの間で、より高いイールドを求めてリスク資産への傾斜が強まり、証券化商品やクレジット戦略系のヘッジファンドなどへの投資が増大していきました。こうしたマクロ的な背景が一つあると思います。

もう一つの大きな要因としては、証券化に伴うモラルハザードがあると思います。根本的な問題は、証券化プロセスに参加するプレーヤーのインセンティブに十分な注意が払われてこなかったことです。ローンの窓口であるオリジネーターは、基本的には貸出額が増えるほど多くの手数料を稼げるわけですから、貸出基準を甘くするインセンティブがあるのは周知の事実です。これをコントロールするためのメカニズムも一応あったのですが、十分に機能しなかった。例えば、基準に違反した質の悪いローンを売るとそれを買い戻さないといけないという買い戻し特約条項付きの契約がありますが、これはオリジネーターに十分な自己資本がなければ意味がありません。

格付会社についても、証券化商品のビジネスが格付収入の半分以上を占めるようになったために、長年培ってきた投資家の信頼を犠牲にして証券化ビジネスを推進し、短期的な利益を追求したのではないかという疑いが持たれています。最終的な投資家である個人の観点から見ると、途中のプロセスに介在するいろいろな人たちのインセンティブがゆがんでいるために、投資家にとって望

特集

ましい行動とはかけ離れた無謀な行動が蔓延し、バブルを促進する結果になったということだろうと思います。

大場 大きく分けると、マネーの動きから見たマクロ面の問題と、もう一つは、金融業に参画して証券化ビジネスを推進するに際してのそれぞれの人たちのモラルハザードの問題、この二つが大変大きな原因になっているのではないかというお話だったと思います。

喜多さんの見方としては、いろいろな要因があるとはいえ、どういうところが最大の原因だったと思われませんか。

喜多 四塚先生がこれ以上なくきっちり総括されたので、付け加えることはあまりありませんが、先ほど山田さんもおっしゃられたように、金融工学の発達が悪い影響を与えた部分があるのではないかと思います。シャドー・バンキング・システムという言い方がされますが、通常の金融機関が資金供給するルートと違って、ヘッジファンドが投資する際に派生商品を駆使してレバレッジを掛けたり、また、CDOなどの証券化商品を組成する際にレバレッジを掛けたりといったことで、投資商品に対して資金が供給されるシステムがあった。こういった金融工学の乱用によって、余った投資資金が粗悪な投資商品に流れ込み、全体のポジションを膨らませることにつながったのではないのでしょうか。

新しい形態の投資商品の市場が成長している過程においては、四塚先生が指摘されたインセンティブのゆがみが十分に見抜けなかった、CDSにしても市場が成長しているからこの取引は正当であると認めざるを得ないかと、投資家も思ってしまった面はあるのかなと思います。

大場 四塚さんのご意見に加えて、金融工学もインセンティブのゆがみの中で使われている可能性

が指摘できるのではないかということですね。

山田さんは、さらに付け加えることはございますか。

山田 言われたように経営者へのインセンティブの問題があって、リスクを非常に取りやすい状況になっていた。そのリスクを取るジャスティフィケーションが、それなりにある程度説明がつけば、経営者は「リスクを取ってもいい」と考える、そういう形のシステムになっていたと思います。

大場 歯止めが利かない。

山田 そうですね。実際に取引をやっている人たちとそれを承認する人たちの両サイドが、同じ会社の中でコンセンサスをとりやすいという部分があったと思います。現実それがオンバランスであればかなりのコントロールが利いたのですが、オフバランスになってしまったことで肥大化した。このこととモラルの問題と両方あると思います。

それでは、なぜこの時期にこの問題が起きたのかと言うと、第1には、今までの金融の自由化で証券と銀行との垣根が低くなりさらなるリスクを取りやすい環境になったことがあります。第2に、グローバリゼーションによって、米国で作られた金融商品が海外で売られたことがあります。米国国内だけで商品を作り販売していたら、これほどの状況にはなっていなかったと思われませんか。グローバリゼーションによって世界中に金融商品が出回り、米国が作った金融商品は良いのではないかと、ということでリスクをあまり分析せずに買った人たちが数多くいたということです。

第3に、先ほど言われたように金融工学の影響があります。デリバティブや証券化は高度な金融工学に基づいているので、これをベースに作られたものは格付機関の推薦もあり良いものだろうと一般の人が信用したわけです。第4には、ITの発

達でいろいろなシステムを作り複雑な金融商品をタイムリーに作れるようになったことがあります。私が投資の理論を学んでいた70年代には一つ一つパンチカードを使いプログラムを作りましたが、今はPCの発達でセキュライゼーションもすぐできてしまうわけです。

これらの要素が絡み合って、2000年以降のどこかの時点でこうしたことが必ず起こっただろうということを私は再確認しました。この四つの要素がなければ、こんなに極端な、世界恐慌的な経済状況にはならなかったのではないかと思います。

大場 今のご意見は、こんな金融危機が起こってしまった背景には、金融機関の組織の中におけるリスク管理の問題、オフバランスを許容させてしまっている仕組みの問題、そして金融自由化、グローバル化、金融工学の持つ摩訶不思議さへの信奉、コンピュータやインターネットの発展があるということでした。そういうものが非常に複雑に絡み合って今回の危機が生じているということではないかと思います。

皆さんからご指摘がなかった点で、私が多少気になっているのは、今回の金融危機は米国発と言われていることです。そこを考えてみますと、99年のグラム・リーチ・ブライリー法の制定も、一つの大きな背景としてあるのではないかと感じております。大恐慌の反省を踏まえ、金融機関の規律をどのように高めるかということでグラス・ステイガル法が制定されました。それを全面的に見直したのがグラム・リーチ・ブライリー法で、山田さんも少し触れられましたが、これがある意味で米国の金融業の規制緩和、自由化を促進したわけです。

自由化するのはいいのですが、自由化した後にそれをどのように管理監督するか。これがセット

で動かなくてはいけないと思うのですが、ここに多少抜けがあった可能性があるのではないかという気がしています。今回は米国発と言われているので、米国の中を探っていくと、どうも米国の政策として、金融業を次なるフロンティアとして育成していくということが、今回の危機を生み出している可能性が指摘できるのではないかと。この点について皆さんのご意見を頂ければと思います。

四塚 大場さんがおっしゃったことはもっともだと思います。ただ、金融危機は19世紀から頻繁に起きています。かなり大規模なものもありますし、日本でも、いわゆる金融ビッグバン以前の強い規制に縛られていた時代に大きなバブルを経験しているわけですから、規制緩和が大きな比重を占める要因かということに関しては、ちょっと懐疑的です。

先ほど山田さんがおっしゃった、「グリードが暴走して歯止めが利かなかった」という点については、金融政策によってマクロ経済が過剰に安定化されていたために、見掛け上のリスクが減少し、リスクに対する健全な警戒心が失われていたことも原因の一つではないかと感じています。金融機関やヘッジファンドの内部においても、安定した市場環境で過大なリスクを取った人々が成功し、彼らの発言権が次第に増大する一方で、リスク管理を担う人たちの発言力が低下し、リスク管理の弱体化を招いたように思います。

大場 今、皆さんからご指摘いただいたことを前提にして、どこをどのように修正していけばいいかという対応策が当然考えられなくてはいけないと思います。これは非常に複合的で簡単ではないのですが、まずどこを修正すべきとお考えでしょうか。

喜多 金融機関の側については、先ほどよりたび

特集

たび指摘されているようにグリーディさを抑制するための規制は避けられないと思います。また、投資家の側も、投資先、投資商品に内包されているリスクに対しより関心を払う必要があると思います。私がアドバイスしている先は年金基金ですが、リスク源泉のほとんどが株式のリスクで、これを分散していかなければならない宿命を負っています。分散する対象として出てきているさまざまな商品がどのようなリスクを内包しているのか、注意を払っていく必要があると感じています。

大場 もう少し分かりやすい言葉で言うと、分かりづらい商品がたくさん出てきたと言われていいますから、投資家は、分からない商品については徹底して調べ上げる気構えが必要だということでしょうか。

喜多 そうですね。例えば、最近の事例で、不動産に投資する私募ファンドが解散に追い込まれ、年金の投資資金が全損になるということが起きたのですが、投資時には不動産自身の価格変動リスクや賃料収入の低下を主なリスクと認識していたわけです。しかし、実際には信用危機のためにファンドのリファイナンス、すなわち、資金繰りがつかなくなり、ファンドを解散せざるを得なくなった。すなわち、投資家は、ファンドの資金調達能力にも目を配っておかなければならなかったということです。もちろん、実際にすべてのリスクを事前に把握するのは難しいかもしれませんが、投資家が自衛の気構えを持つことは大事です。

大場 山田さんは、今回の金融危機を前提にすると、まずどこを修正すべきと思われませんか。

山田 先ほど大場さんが言われたように、これは米国発であることは事実です。米国の資本主義のままに強欲主義的な悪い面が極端に出てきたということなので、おのずとまず米国が反省して、米国内で金融監督、リスク管理を強化するとか、経

営者のモチベーションを少しコントロールするとか、いろいろな形でこれを収めようとするのではないかと思います。われわれ日本人がいろいろアドバイスするまでもなく、米国政府としてもそれなりのことをやるのではないかと思います。

先ほども申し上げたように、日本の金融、特にわれわれの運用の世界について言えば、80年代、90年代に、われわれは投資の理論、デリバティブ、オプション、証券化等、欧米の運用のやり方を一生懸命学び、ここまで来ました。日本は既に欧米と変わらない金融のノウハウを持っていると思います。

ただ、グリーディという点については、幸いなことに日本の倫理観は必ずしも米国のそれと同じベースにはなっていません。この倫理観の下で、日本発と言ったら極端ですが、健全なリスク分析、健全な資産運用方法などの日本的なやり方を構築できるのではないかと。日本の製造業界は明治時代に欧米から習ったことを基に日本的でかつ世界に通用するものを作ってきました。製造業と同じように、金融業界も、今回米国で起きたことを反面教師として学びながら、日本の監督機関、証券金融業界、資産運用会社、アナリスト、そのほか関係者が協力して、「日本」のマーケットをベースにした健全な資本市場づくりを考える時期ではないかと。そんなことを考える良い機会だと思っております。

大場 米国発であることは事実なので、米国でもいろいろ反省した上で修正点を加えられることが想定されるけれども、日本はこれを教訓として、金融管理監督のあり方、リスク管理のあり方、運用者の気構えといったことを日本流のやり方で新しく作り上げていくことが大事ではないかということですね。

山田 そうということです。

大場 四塚さん、最大の修正点は何かということについて、付け加えることはおありですか。

四塚 今まで日本が金融の世界で重要なイノベーションを提供してきたという実績は皆無に近いので、「新しい日本流のやり方」をつくれるかということについても、私としてはあまり楽観的にはなれません。また、グリードは資本主義の原動力でもあるので、それを非難しても仕方のない話であって、グリードが正しく発揮されるような制度設計、あるいはインセンティブ設計にエネルギーを注ぐことが、より生産的なものではないかと思えます。

山田 今までではそうだったと思いますね。米国のグリードをベースにしたものではなく、日本の倫理観をベースにして、今言われた生産的なものを今後どうやってつくり上げていくのが日本の課題かと思えます。

市場混乱期の資産運用

大場 二つ目のポイントに移ります。

ここまでマーケットが混乱してくると、いろいろな投資家がいるのですが、投資家はみんな傷んでいるわけです。特に世界の通貨の中で日本の円だけが相対的に高くなってしまいましたから、日本から海外に投資している人は円ベースで考えたらみんなマイナスで、日本円で持っているしかない。事実としてはこういうことになっているわけです。分散をしても分散効果は何も享受できない、分散している意味がない、こんなことが起きてしまっているわけですが、運用についてどう考えるべきか、これはだれもが聞きたくなると思うのです。

山田さん、運用会社の立場から、お客さまにこのように言われたら何と答えればいいのかとお考えで

すか。

山田 確かにリスクを分散しろ、分散しろと言って分散したけれども、リスク分散の効果がなかった。

大場 オルタナティブ投資などいろいろな言われましたがね。

山田 そうですね。それから、リスクをコントロールすればリターンもある程度コントロールできるのではないかといったリスク・リターンの関係もなくなってしまった。これは運用会社の基本的なものがなくなってしまうということではないか。先ほどもお話がありましたけれども、運用会社のこうした根本的な理論は、マーケットの中である商品からある商品へ、ある国からある国へと、資金のフローを自由にできるという前提条件があるわけです。ところが流動性の問題が出て実際に取引が成立しなくなり、すべてミスプライシングになってしまったわけです。

この状態が続くのであれば、今までのベースの理論で投資することは成り立たないということは当然あるわけですが、その点についてはあまり悲観的ではありません。流動性の問題はある時期になれば恐らく解決されるのではないかと思えますので、運用の対象となる商品は変わっていくでしょうが、今までの理論、リスク・リターンというベースのものの考え方については変える必要はないと思います。基本的には今までの考え方は間違っていないと思いますし、今後もこれで資産運用を続けられるのではないかと考えています。できるだけ早く流動性の問題が解決され、物事が正常に戻れば、正常なプライシングになり、論理的なものも、元に戻っていくのではないかと思います。

大場 要は、流動性危機の状態ではなかなか解決策は難しいけれども、それが元に戻ってくれば、

特集

今までの運用の理屈を見直すということではなくてもいいのではないかということですね。

喜多さん、それについてはどうでしょうか。

喜多 今回の信用危機においては、国債を除くほとんどの資産価格が暴落した、すなわち分散投資に効果がなかったということになるわけです。しかし、既にいろいろ議論があったように、資本市場の背景にある信用問題が大きく膨れ上がってそれが一気に収縮ということが起きたので、あらゆる投資資産のマーケットがそれに巻き込まれてしまった、市場性資産は全部やられた、ということで今回は特殊なケースであると考えます。山田さんがおっしゃられたように、市場の正常時にはやはりそれなりの分散効果が働くと考えます。

ただ、資産運用管理に当たって今回の反省として言えることは、市場のリスクが一時的に著しく高まる可能性があるという事実を、どのように受け止めるのか、そしてそれを今後のリスク管理に反映させるべきなのか、深く議論していく必要があるのではないかということです。

大場 それは具体的に何かありますか。

喜多 まだ議論が尽くされていない状態ではないのですが、年金の運営では、「長期運用」として、基本ポートフォリオを策定しそれをずっと維持することが正しいと一般的に言われてきました。そのプロセスにおいては、過去の市場の平均的なリスク水準が一定のまま推移するという前提でポートフォリオを組んでいるわけです。しかし、実際は一時的にリスクが大きく跳ね上がることが起きるわけです。100年に1度と言われながら、ここ20年で90年のバブル崩壊、2000年のITバブル崩壊、そして今回の3回観察されています。

大場 ボラティリティが非常に高まっているということですね。

喜多 はい。それを事前に予測するのは難しいか

もしれないですが、実際に急激にボラティリティが高まる事態が起きるということを認識した上で、運営体制の構築をやり直す必要があるのかどうかは議論すべきかと思います。

具体的には、ダウンサイドプロテクション戦略をとるかどうかが、すなわちダウンサイドリスクを限定するような損益点をつくることを機関投資家である年金基金も選択肢として検討するべきなのではないか、ということです。ポジションの取り方としては、プットオプションの購入、ないし、先物を用いて同様のポジションを構築するダイナミックヘッジなどが考えられます。ただし、後者はブラックマンデーの元凶となったということもあり、使い方には注意が必要です。87年には、市場参加者の多くがこのポジションを取っていたことから、大暴落を誘発したとされています。

これまでは、ダウンサイドプロテクション戦略はポートフォリオ全体のリターン期待値を下げるため、長期投資を前提とした年金運用の中では採用するべきではないと考えられていました。しかし、現時点のような大規模な市場の急落が起きれば、母体企業が大きな財務リスクを持つ年金制度を維持しない、という判断に傾く可能性も出てくるわけです。制度がなくなれば長期投資の前提が崩れてしまいます。そこまで追い込まれる前に工夫できる選択肢の一つとして、ダウンサイドプロテクション戦略が考えられるのではないかと思います。

大場 分散投資を原則にする今までの考え方を変える必要はないのではないかと。しかし、市場が急速に変動することが最近よく起きることを踏まえ、リスク管理面で新しいアイデアを出す必要性が高まってきている可能性があるということですね。

喜多 はい。しかし、高いフロアを設定して、常時導入し続けるのはとてもコスト高です。現実的

にワークするような導入方法を考える必要があります。

大場 四塚さんはどう思われますか。

四塚 金融危機が起きた場合、リターンの変動係数が非常に大きくなるとともに、さまざまな資産のリターンの相関が非常に高くなるという、二つの現象が同時に起きます。そういったことが一定の確率で起きることを前提として、平常時のリターン分布と金融危機時のリターン分布を組み合わせるリスク管理を行っていくことが望ましいのではないかと思います。

大場 具体的にはどのようなアイデアがありますか。

四塚 統計学の世界では混合分布 (mixture of distributions) というモデルがあります。異なる分布を組み合わせ、ファットテールあるいは相関係数のジャンプなどの性質を持たせるテクニックですが、他のアプローチと比べていろいろなメリットがあります。実際、私が以前アドバイスしていたファンドにおいても、98年以降はそういう形でリスク管理をやっていました。

リスク管理そのものは直接的には運用会社の問題ですが、年金・生保などの機関投資家においても、どのような運用戦略に資金を配分するのか、より注意が必要だろうと思います。よく見られる問題は、過去のトラックレコードを追いかける投資家が多いために、直近のパフォーマンスが好調な戦略に資金が集中するということです。しかし直近のリターンが高かった戦略というのは、期待リターンが既に低下しつつある場合が多い。市場のゆがみが最も大きい時期に投資し、そのゆがみが縮小しつつあるから儲かっているわけなので、まねしてあとから入ってきたのではもう遅いわけです。

しかもその場合、リターンの低下を補うために

ヘッジファンドなどの運用会社はレバレッジを高めている可能性が高いわけです。そこに何か大きなネガティブイベントが起きると、多くのファンドが一斉に出口を求め、市場が混乱して流動性危機が起きやすいということになります。ですから、流行を追って群れるのではなく、投資機会が今どこにどれだけあるか、リスク要因は何かといったことを自分で分析評価する姿勢が不可欠だと思います。

付け加えると、投資戦略の偏りについては98年のLTCM危機以降、各国の中央銀行やBIS、IMFなどが継続的に市場をモニターして、金融安定性報告書などの形で検討材料を提供しています。証券化商品にかかわるリスクについても、BISなどが数年前から警告を発していました。投資家もこういった情報を活用して自立した判断を行うことが求められていると思います。また、運用機関はそうした面で投資家をサポートする役割を拡充する余地があるのではないのでしょうか。

大場 四塚さんから大変示唆に富むお話がありました。要は、リターンの分布が変わったり、相関が高まったりすることが間々あるので、そうしたリスクをどのようにして抑え込むか。往々にして、過去のトラックレコードを追いかけて運用商品を選ぶことが見られるけれども、今までリターンが得られていたのは、そこに何らかの投資機会があったからである。リターンが得られているということは、それが縮小しているはずなので、自ら判断してそういったものを分析評価していく姿勢が非常に大事になる。自ら分析評価することが大切であるという姿勢を持っていれば、いろいろなヒントを与えてくれる世界の調査機関の分析や情報をうまく活用していくことが一つの突破口になるのではないかと。こんなご意見だと思います。

個人投資家の対応

大場 自ら分析評価することが大切だという点はその通りで、恐らく機関投資家ですと、そういったことにチャレンジしていこうということになってくると思うのですが、個人にとってはなかなか難しい問題です。次のテーマに行っていますが、個人としては、どんな構え方がまず大事になるのでしょうか。

四塚 常識的な言い方ですけども、よく分からないものには手を出さないというのが原則だと思います。

大場 分からないものには投資しない。シンプル・イズ・ベストで、分かりやすいプレーン・バニラの商品に投資することが原則ではないかということですね。

四塚 そうですね。例えばウォーレン・バフェットが言っていることは非常にシンプルで分かりやすいですから、基本的にはそういったものを参考にしていけばいいのではないかと思います。

大場 「オマハの賢人」と言われるバフェットの考え方ですね。

四塚 はい。

大場 喜多さんは、どちらかというとプロ的な色彩を持った方が多い年金基金のコンサルタントですけども、最近、個人向けに、投資をどう考えたらいいかという本も出されました。そうしたお立場でご意見を頂きたいと思います。

喜多 まず、投資に臨むスタンスが重要です。儲けようと思って投資を始める人が多いと思うのですが、それが失敗のもとです。そうではなくて、長期の資産形成を目的に投資する、投資と長く付き合っていく心構えが大事です。目先の儲けに目がくらむと無理なレバレッジを掛けて、予測が外れると大損することになってしまいます。長期の

資産形成を目標におれば、立ち直れないぐらいやられることもないですし、株が下がった時でも、安く買えるチャンスが来たと思えるようになります。長く取り組むことを前提に、落ち着いて投資と向き合っていくことが個人にとっては必要ではないかと思います。

個別銘柄の選択はちょっと難しいな、と考える個人向けのツールとして、ETFといったインデックス的な商品も出ておりますので、そういったコストの安いものを使って分散投資することが原則になるのではないかと思います。ただ、四塚先生がおっしゃられたバフェットのように、長期的に付き合えるような企業の株を長く持つというやり方も一つの手ではあると思います。長期期間、投資と向き合うのだという心構えがないと、ちょっと株価が下落したら売るべきではないかと不安になってしまったり、逆に株価が上昇したら自信過剰になってしまう。直感で売買して一度成功しても、何度も続くことはありません。また、老後の心配がないお金持ちは別として、多くの人は仕事をしながら限られた時間で運用して老後のための資産形成をしなければなりません。多くの国民が、長期的に資本市場と向き合って投資をしていく姿勢を持たなければならないようになってきているのではないかと考えています。

大場 これも個人投資家の方にとっては大変分かりやすい説明だと思います。まず、向き合う姿勢が大事だと言われました。投資をしてリターンをすぐ得ようなんていう気持ちをまず捨ててください。長いお付き合いをするんだという構えが大事であるということですね。これは言ってみれば結婚みたいなものですね。

もう一つ言われたのは、コストに注意して、安いコストで運用することも大事ではないか。ETFのように、コストをかなり意識しても十分耐え得

るような商品も登場しているので、長いお付き合いをするという観点でこうしたものに分散投資をしていく。こういったことをもう一度確認するということですか。

喜多 コスト面というよりも、個別銘柄の選択ができないのであれば、市場全体を簡単に買えるETFのような商品もある、という意味です。コストよりも分散の方に主眼があります。

大場 市場全体を買っていく商品も新しく登場しているので、そうしたものを利用して分散投資をするということですね。

喜多 はい。外国株式の銘柄選択は、日本株式よりも難しいと思います。個人の方が外国株式へ投資する際には、ETFや投資信託が有力な選択肢になるのではないのでしょうか。

大場 今は個人投資家の方も結構、運用会社に対していろいろ注文があるというお話をよく聞きます。山田さんは個人にも商品を提供されていたと思いますが、そうしたときはどのようにアドバイスされますか。

山田 「貯蓄から投資に」という流れの中で投信が増えてきたところ、このような状況になってしまったので、実はその流れが止まるのではないかと心配しています。先ほどお話があったように、個人の教育ということで、自立するとか、長期的に物事を考えると、よく分かるもの、ETFなどをやるというのはいいのですけれども、運用会社の立場からすると、販売会社はもう少し個人投資家の目線で物事を考えていかないといけないと思います。

今回のような場合には、個人向けのセミナーを頻繁に開いて状況を説明し、どうすればいいのか、このまま回復するまで持つのか、売するのか、それともほかのものに換えるのかという判断ができるような情報をできるだけ提供する努力をするわけ

です。

投信会社は、現状のマーケットをベースに、割安の株を勧めたり、新しい商品を作って売ったりしている。どちらかと言えば短期的な商品売っていて、長期で持ちなさいというスタンスでは必ずしもない。そこにミスマッチがあるわけです。個人投資家には長期的に投資してもらいたいのですが、販売する方にあまりにもそういう配慮がないのではないかと。年金を含む機関投資家の場合だとフィデューシャリー・レスポンシビリティがあつていいのだけれども、個人への販売については、まだセルサイドというか、供給している側の都合のよい部分が残っている。この点は少し反省する必要があるかもしれない。投信会社はもっと個人投資家サイドの目線でやらないといけない。そうしないと、「貯蓄から投資に」という流れがスローダウンしてしまうのではないかと心配しているわけです。

個人投資家サイドの目線を持つということは、もちろん教育をするのも大切なことですし、年金などの機関投資家と同じように、個人の方の資金ニーズや投資動機、ポートフォリオ、さらにどういう状況で投資をするのかということにもっともつと意を用いた体制を社会的につくる必要があると思います。個々の会社もそうですが、業界全体でこれをお互いに教育していかないと、ミスマッチになってしまつてなかなかうまくいかない。こんなことが起きると不満だけが残ってしまうわけです。預金ではなくて投資をしないと国は活性化しないわけです。

それから投信会社について言うと、過去にも起きたケースですが、このようにマーケットが悪くなると、既存のファンドの規模は縮小しそのファンドに良いファンドマネージャーがつかなくなり、そのまま放置されて投資家がさらに損をしてしま

特集

い、マーケットが回復してもそのファンドのリカバリーは大変遅くなるわけです。01年、02年にはそうしたケースがあったので、きちっとリカバリーできるようにファンドマネジャーの教育を徹底していかなければいけない。そうした、個人投資家離れを防ぐ、つまり個人のお客さんを失わないような努力が必要だと強く思っています。

大場 今のお話は、供給者の理屈で商品を提供するという色彩がまだ残っているので、可能な限り個人投資家の目線で運用していく工夫がいろいろ求められるのではないかと。その具体的な対応策として、そもそも運用とはどういうことか、原点から教育していくことも必要だろうし、それぞれの個人の資金ニーズ、運用目標やなぜこのおカネをこの商品に投資したいのかといったことについて、話をよく聞くといったことから見直していかないといけないのではないかと、というお話だったと思います。

山田 不満が出ているというのは、言われたように、退職金をエマージングマーケットに投資したり、外債を買ったり、本当にそんなことをしているのかという問題が実はあるのです。

大場 現に起きているわけでしょう。

山田 そうです。それで今、窓口で「何だ、こんな変な商品売って」と怒っていらっしゃるわけです。銀行へ行っても何の説明もない、証券会社に行っても取り合ってくれないということが結構あるわけです。

これは次の話題になりますが、機関投資家の場合には、フィデューシャリー・レスポンシビリティということもあるのですが、いろいろな角度から、ライアビリティサイド、リターン目標などについても聞き、コンサルタントもいて商品を勧めるといことで、お互いに理解を高めて同じ視点で物事を進めていくということがあるわけです。

しかし個人の場合は、セルサイドとバイサイドになっちゃって、マーケットが悪くなっても手数料は変わらず同じです。そういう全体のことを少し考えないといけない。マーケットの悪化のたびに同じことを繰り返してはだめだと思います。

大場 要は、この金融危機で個人投資家も大変傷んでおられると思うけれども、これをいい教訓にして、業界全体として、個人の資産形成にどのように役立っていかかという観点で取り組みを再点検していかなくてはいけない。そのぐらい大きな問題になっているというご認識ですね。

山田 そうです。

大場 私も今まで資産運用の仕事を経験してきましたが、個人を相手にして運用の話をするというのは、金融商品の場合、物売る商品ではないので、個人が非常に実感しにくいという特性があると思うのです。車であれば、この車は加速がいいとか、エンジンが静かだとか実感できますし、食べ物であれば、これはなかなか素材がいいとか、おいしいとか実感できますが、金融商品は手にとって感触が分かるわけでもないし、食べられもしないし、コンサルタントが「いい」と評価した場合でも、本当にいいのかどうか実感することが難しいという事実があります。先ほどの四塚さんのお話ではありませんが、過去はこんなに良かったといって買った途端におかしくなるとか。これを個人の方に理解してもらうのは非常に難しい。これが金融商品の最大の特徴ではないかと私は思います。

したがって、どのようにして金融商品を個人投資家に説明していくか。これは、日本にある金融資産をいかに有効に活用していくかという観点で大変重要だと思います。山田さんからのお話があったように、業界全体、学界も含めて、もう一段

知恵を出し合うことが必要でしょう。

機関投資家へのアドバイス

大場 一方、機関投資家も年金基金をはじめ大変苦しんでいます。年金制度を見直さなくてはいけないのではないかといった議論まで出かねない状況になっているわけです。機関投資家向けのアドバイスとしては、先ほど四塚さんから大変示唆に富むご意見を頂きましたが、喜多さん、コンサルタントの立場でどんなことが付け加えられますか。

喜多 市場がここまで大きく下がり、いわゆるベータリスクが顕在化したということになると、資産運用管理のプロセスのうち、より上位のプロセスにおける議論、すなわち、アセットアロケーション、運用目標やリスク許容度の設定、ということに再度目を向けなければならないと思います。

私の方で最近、年金基金の方々にお話しているのは、今回のようなことを逆に機会ととらえて、プランスポンサー、すなわち、年金制度提供者の立場にある母体企業とのコミュニケーションを強めるべきということです。母体企業の財務状況と年金基金の規模を照らし合わせて、今まで取っていたリスクが適切だったのかどうかということも当然議論しなければなりませんし、適切でないのであればリスクを下げることも選択肢の一つだろう。ただ、リスクを下げるとよりコストがかかることを理解してもらわなければいけない。こういった議論を具体的な数字を出して行う必要があるわけです。

その背景として、従来は代行部分を抱えた厚生年金基金として、どちらかという企業から独立した存在であった基金が、代行返上を経て、企業の退職給付制度の一部としての色彩が強くなった

ことが挙げられます。さらに、会計基準の中に退職給付会計が導入されることで、一つの金融子会社的に見られるようになってきています。

企業としては、決算の中で年金も含めて評価され、バランスシートに簡単に言えば、年金の資産と債務の差額分を計上しなければなりません。国際会計基準のコンバージェンスという流れの中で、年金制度で取っているリスクについて母体企業と年金基金が認識を共有し経営問題の一つとして議論していくことが、年金が存続する上で必要条件になってきているのではないかと考えています。そういった議論を始めることがまず必要で、その後どうするかという先ほどのダウンサイドプロテクション戦略のような選択肢があるということ。

大場 まず前提として、特に年金基金の場合は、これをよい機会として、まずプランスポンサーである母体企業とのコミュニケーションを深めるべきだ。これがないと、リスク許容度から始まってすべての考え方が成り立たない。原点に立ち返って母体企業とのコミュニケーションを深めることを問題意識を持って進めていくことが大事ではないか、こういうことですね。

喜多 はい。

大場 山田さんからは、運用会社のお立場からすると、機関投資家の方は個人に比べると会話も進んでおり、大きな問題はないのではないかというご意見もあったわけですが、あえて課題を言うと、どんなことがあるでしょうか。

山田 運用会社としては、今まで機関投資家に対して単品で売って、そのパフォーマンスがインデックスに勝つか勝たないかということをやってきたところがあります。

大場 ワンプログラクトを提供して。

山田 ええ。私どもでワンプログラクトを運用して

特集

いるケースと、私どもの運用商品と他の運用会社の商品を含めて、トータルのポートフォリオのリスクを見ているケースと二つのタイプのお客さまがいるわけです。

全体のポートフォリオを見ていたところは、まさにいろいろな角度からアドバイスできます。運用会社としては、コンサルタントを使って客観的な評価もしてもらい、インベストメントバンクを使って新しい商品を作ってもらったり、トレーディングデスクに株価の暴落に備えてダイナミックヘッジのオペレーションをしてもらう、海外で投資して為替問題が出てくると、為替オーバーレイというプロダクトを作ったりする。そういうことで、全体のポートフォリオを見ているお客さまに対しては、四塚先生がおっしゃいましたが、正常の時のリスク管理と、異常になった時のリスク管理を、混合分布という状況で、リスクとリターンを管理しているわけです。

そうした総合的なアドバイスをさせてもらっているところでは損失は少なくなっています。しかし、単品でやっているところは、当事者が見ているけれども必ずしも損失のリスクをマネージできていない。私ども運用会社としては、できるだけ総合的にアドバイスするような形で機関投資家と接していきたい、そうするべきではないかと思っております。

大場 事例をお話いただきましたけれども、運用会社としては、プランスポンサーの立場に立ってトータルのリスクの管理をする、つまりトータル的に見てどのようなリスクプロファイルになるから、こういう商品をその中の一部として活用したらどうかとか、こういうアプローチをするべきである、ということですね。

山田 それは実は個人も小さな規模ではあるけれども同じなのです。そういうところを本当にぎっ

ちりとアドバイスできる人が増えてくれば、世の中が結構よくなるのかなと思います。

大場 その前提として、その人が信頼されないといけないですね。先ほど言ったように金融商品の評価は難しいですから、信用されないと、いいことを言ってもなかなか聞いてもらえないですね。

山田 そうですね。運用する人は社会でも尊敬され、信頼される人でないと。そういう人材を多く育てる必要があります。

大場 そういうことにつながってくるのだと思います。

四塚さん、機関投資家向けに、この混乱のさなかのアドバイスとしてさらに付け加えることはございますか。

四塚 アドバイスということでもないので、振り返ってみると、サブプライム関連の証券化商品はハイリスク・ハイリターンではなくて、もともとハイリスク・ローリターンだったのではないかと思います。特にクレジット系のヘッジファンドは、大きなリスクに対して十分なリターンを要求せずに買い進みました。それが結果的には、不透明でハイリスクな商品の大量供給を促進する役割も果たしてしまったわけです。

それはファンドの運用者だけの責任ではないと思います。と言うのは、資金を提供する投資家がいなければ運用者は何もできないからです。中身が不透明で分析困難な証券化商品や、それらに投資するヘッジファンドに対して、安易に多額の資金を提供した機関投資家がたくさんいたことが、危機の根本的な要因の一つあるとさえ言えるのではないかと思います。それはもちろん受託者責任の観点からも問題であるし、大規模な機関投資家の場合ですと、社会的責任という側面もあると思います。

大場 機関投資家向けのメッセージとしては、大

変重要なメッセージではないかと思いますが、喜多さんは何かございますか。

喜多 以前は、下手に市場予測をするよりも現代投資理論に従って機械的に投資した方がよいという姿勢でアドバイスをしていました。例えば、基本資産配分構築時に、株式や債券市場においてタイミングを計ろうとしても無理なので、一気に買うべきとアドバイスした時期もありました。しかし、最近では資産分散をより進めていく過程の中で、より市場規模の小さい資産も投資対象になってきました。そのような中で明らかに市場が過熱気味であることが見て取れることがあります。例として、一時期の中国株、商品、不動産が挙げられますが、市場によって明らかに割高であることが推察される際には、少し投資を控えるべきというように、アドバイスを徐々に変えてきています。

ヘッジファンドが内包する信用バブルの影響を想定できていなかったことから、十分であったかと言われると甚だ心もとないのですが、タイミングを見るなどと言っていたのを、投資判断に当たって割高割安指標を確認するなどの注意深さを持つようにしようという言い方をするようになったわけです。

大場 話が元に戻ってしまうかもしれませんが、今、機関投資家の話なので、ちょっとお話しさせていただけますと、今回の金融危機の原因は一体どんどこにあるのかという質問を最初にさせていただいて、皆さんからいろいろご意見を頂いたのですが、年金基金も原因をつくっているのではないかというご指摘もあるのです。

先ほど四塚さんからお話がありましたが、世界の長期金利が低下していく、グリーンスパンが謎と言ったことですが、こういう状況の中で、そうは言っても高いリターンを求めたい。そうすると、年金基金は運用会社に対して相対的に強い立場に

あるものですから、どうしても「より高いリターンが期待できる商品を作ってほしい」と言いがちになる。こんな状況の中では期待される商品を作るのが難しいので、レバレッジを掛けたり、デリバティブを活用したりして、ファンダメンタルな成長リターンと乖離したようなリターンが期待できるものを持ち込んでくる。このようなことも現実には起きたということからすると、年金基金の過大な高リターン要求もこの金融危機に加担したのではないか。こういうご指摘もあるのですけれども、それについてはどうでしょうか。

四塚 そういう面はあると思います。ないものねだりというか、無理なことを要求しているケースも少なくないようです。ヘッジファンドであつても毎月解約できないといけないとか、そんなむちゃなことを要求すると、当然クオリティの高いヘッジファンド、あるいはファンドオブファンズを組成することなどできないわけです。もともと両立できないことを要求していて、それに対して運用会社も何とか応じようとして妥協してしまうために、いろいろな問題が起きています。その辺は、投資家も勉強することが必要ですし、運用会社も、言いにくいけれども、できないことは「できない」と言うことが必要ではないかと思います。

大場 そこでコンサルタントの果たす役割も大変大きいと思います。

喜多 年金基金の肩を持つ発言になるかもしれませんが、年金基金側の要求リターンは、実は金利低下とともに結構下げてきているのです。昔は、ご存じの通り、予定利率5.5%というところから始まっているのですが、最近では2.5%ぐらいが平均的な水準になってきているかなと思います。

大場 新確定給付型企業年金(DB)はそうですね。

喜多 はい。年金基金の中にいろいろな方がいらっしゃるのとは確かですけれども、多くの場合、年

金基金側はヘッジファンドに対し何が何でも高いリターンを求めるといよりも、ある程度リスクを抑えた運用で金利プラスアルファぐらいのものが出来ればいいかなと期待しています。日本で求められるヘッジファンドは、米国で求められるヘッジファンド類よりははるかに保守的な設定になっています。運用機関と年金基金の間にあるわれわれのような立場の目から見て、投資家の要求が度を越えているという感じではないように思うのです。

大場 日本よりも、むしろ海外の基金でそういうことがあったかもしれないということですね。

喜多 そうですね。

四塚 日本でも、国際的な大企業の企業年金はおおむね合理的な意思決定をされているのではないかと思います。ただ、ある種のタイプの年金基金には、知識も不十分なのに、かなり無謀なことをやっているところもあるという印象を持っています。

喜多 確かに厚生年金基金の方が予定利率も高く、要求リターンも高めになる傾向があると思いますが、すべての厚生年金基金がそうではありません。それは多分一部で、かつ目立っているところもあるということではないかと思います。

証券アナリストの役割

大場 最後の話題に行きたいと思います。

証券アナリストには、企業アナリスト、マーケットアナリストなど、いろいろなタイプがありますが、金融市場をウォッチしているという意味で、こうした状況の中、アナリストの役割については一段と高い期待が寄せられていると思います。証券アナリストは、リサーチアナリストに限らず、資本市場のよきアドバイザーとして、また資本市

場に主体的にかかわる者として、資本市場の健全な発展に役立つという観点から、こうした金融危機にどのような姿勢で臨むべきか、アドバイスを頂けるとありがたいと思います。

四塚 証券アナリストといってもいろいろなタイプの人がおられるので、一概には言えないと思いますが、この種の金融危機に対応できるような形でアドバイスをすることであれば、かなり広いグローバルな視野を持っている必要があると思います。自分の狭い専門だけではなくて、マクロ経済学の発展とか、あるいはコーポレートファイナンス分野の新しい研究の流れなどについても、ある程度アンテナを張って見ていくことが望ましいと思います。

喜多 私は投資家にアドバイスする立場なので、投資家に近いところで仕事をする人たちに必要なこととして申します。山田さんから既に示唆に富んだご意見をお示しいただいているのですが、個人投資家の対応をされる方々へは、各個人の資金ニーズをよく理解した上で、長期的な視野を持てるような資産配分の考え方を適切にアドバイスできる、そういったことが必要ではないかと思えます。

機関投資家である企業年金の対応をされる方々へは、最初に企業年金の置かれている環境が大きく変わってきていることを理解することが必要かと思えます。すなわち、企業との関係や会計基準も変わろうとしていますし、資本市場もグローバルな資金シフトが起きているという意味で変わってきていますので、そういった環境の変化に対応するようなアドバイスが必要となります。当然ながら、変えてはいけない根本を守りながら、変えるべきところは柔軟に変えていく。環境に適応するためのアドバイスができることが必要になるのではないかと考えています。

大場 山田さんのお立場からはどうでしょうか。

山田 運用会社の中でのアナリストをよく考えてみますと、証券アナリストと言えば主に日本株のアナリストなのだと思います。今後成長する日本株をどのように正確に見付けられるか。先ほど四塚先生がおっしゃったように、グローバルな観点から物事を見られないと、その能力を身につけることは無理ではないか。その役割、機能が果たせないのではないかと思います。

マクロ的に考えても、日本人も含めて日本株に投資してもらわないと、日本の経済の発展は今後期待できなくなります。日本株の魅力をどれだけ世界の投資家にメッセージとして出せるかも大切なことです。実際に海外の投資家に対して、英語で説得力ある説明をできるアナリストは非常に限られています。日本株は日本の経済の基礎になる場所です。世界中の人に買ってもらうといけない。日経平均株価8,000円前後で推移すると、日本のほとんどの金融機関の自立は大変難しくなりますから、今申し上げたような能力をぜひ高めたいと思います。

当然のことながら、日本株をよく分析できて海外にも売ることができるということだけではなく、中国をはじめとするアジアの株、欧米の株も扱える能力が欲しい。その意味では語学が非常に大事です。私は、入社してきた人に、英語はmustだ、話せないとだめだと言って海外にも行かせています。これはぜひやらないと、日本の運用会社として成り立たなくなるし、今後の日本の経済成長に寄与できなくなるのではないかと強く思っています。

大場 今回の金融危機の中でも、日本企業のバランスシートは相対的に健全ではないかと言われてます。今の山田さんのお話は、こうした実情も含めて、日本企業の実体、価値創造力を日本だけ

ではなくて、海外の投資家にも発信していく能力がアナリストには求められてきている、このように解釈すればよろしいでしょうか。

山田 そうですね。ちなみに、つい最近、米国よりカルパスを含めた年金の機関投資家が日本に来た時に、経済産業省の方が、「日本の強みは、自動車、家電などの最終製品だけではなく、多分野にわたって世界一の部品メーカーが多いことだ。これらの会社を国としても支援していくのでよろしく」という話を流暢な英語で説明されましたが、こういう話をもっと証券アナリストから海外に発信してもらいたいと思います。

今、海外の機関投資家は資金繰りに困っているのです。日本の株をたたき売っています。企業の価値とは関係なく売られてしまって、極端に下がってしまっているということがあります。日本の投資家も含めて、みんなが日本株を買っていかないと、結局はいろいろな混乱に巻き込まれてしまう。先ほど大場さんがおっしゃられたように、必要以上に株価が下がってしまうことになるので、ここは証券アナリストの役割が大きいのかなと思います。

日本の課題

大場 きょうのテーマからはちょっと外れてしまうかもしれませんが、日本の企業の評価についてお話がありましたので、私がいろいろなデータで調べてみて、今、客観的にどうなっているかということだけお話ししたいと思います。

この金融危機が起こったのは07年8月からと言われています。07年度（会計年度）で世界の株価のパフォーマンスを全部チェックしたところ、07年度は世界の株式市場の半分ぐらいがプラスのリターンになっていて、半分ぐらいがマイ

特集

ナスのリターンになっています。先進国はおおむねマイナスですが、日本はその先進国の中でもマイナス約30%と最悪のパフォーマンスになっているという事実があります。

では、08年度になってからはどうかというと、08年4月から11月までは世界の株式市場全部がマイナスになっております。一番マイナスが大きいのは、よく話題になるアイスランドとかウクライナとか、IMFの支援を求めている国のパフォーマンスです。マイナス8割とかマイナス9割といった状況です。先進国も同じようにマイナスになっているのですが、大体2~4割ほどのマイナスです。イタリアがちょっと抜けて37%ぐらいのマイナスですが、日本と米国は08年度に入っても30%ぐらいのマイナスで、先進国の中ではどちらかというとマイナスの幅が大きい方に入っています。今回の金融危機は米国発だと言われているにもかかわらず、株価だけを見ると、07年度、08年度の合計で、日本の株式は先進国の中でも低いパフォーマンスになっていることが事実として見られるわけです。

今、米国では、金融機関のコーポレートガバナンスは本当にワークしていたのか、管理監督体制は本当に的確に機能するような仕組みになっていたのかということが議論されていて、この前のG20でも合意しているように、ここには具体的なメスが入ってくるだろうと思うのですが、さほさりながら、日本はこの株価の下落からしてみると何をすればいいのか、何がこういう結果をもたらしているのかということが議論になる可能性があります。米国は米国でいろいろ対応策をとる必要があると思いますが、日本の課題は一体どこにあるのか。最後に皆さんのご意見をお聞きしたいと思います。

四塚 日本の株価の動きについては、一つは、先

ほどもお話が出たように、流動性を確保するために日本株が売られた、つまり流動性需要を満たすために売られたという側面があると思います。これはファンダメンタルズとは直接関係ない話です。もう一つは、日本の金融機関の傷はそれほど深くなかったにしても、日本経済全体としてはグローバルな経済に非常に強く組み込まれている。先ほどの日本の部品メーカーが非常に強いというお話も、裏を返せば輸出に依存しているということであり、世界的な景気後退のインパクトを非常に強く受ける立場にあることになる。この二つでかなりの程度は説明できるのではないかと思います。さらに付け加えれば、これらの要因による株式市場の下落を受けて、国内においても投資家サイドでリスク回避的な動きが強まったということだと思います。

大場 経済の仕組みとして外需依存が非常に高い経済になっているので、ここをどのように修正していくか、そういったもののリスク管理をどのようにしていくかということが仕組みとしては求められるということでしょうか。

四塚 そうですね。簡単に変えられるものではないと思いますけれども。

大場 なかなか大きな課題だと思います。喜多さんはどのようにお考えですか。

喜多 株式市場の割合で言うと、先ほど大場さんがおっしゃられたように、実際、日本の地位はどんどん低下してきています。89年末では時価総額で世界の4割近い市場規模があったにもかかわらず、最近では10%を切っている状態です。今や新興国が日本以上の規模になっています。

われわれは、どちらかというと、ホームカンントリー・バイアスの修正をするべきではないか、というアドバイスを年金基金に言ってきています。世界全体の中でウェイトが10%以下の市場に対

して、典型的には株式の中の半分以上を投資している状況になっていますので、投資家としてはやや日本ベットが大きいと言えるのではないかとということで、リスク配分面からのアドバイスをしてきています。日本株式市場にとってプラスのアドバイスではないので、ここでは申しにくいことですが……。ただし、世界各国の年金基金が、同様にホームカントリー・バイアスの修正に動いていますので、資金移動としては相殺されるものと考えます。

あとこれは余談ですが、米国に出ているヘッジファンドのマネジャーに、日本株式は信用危機においては痛みが少ないはずなのになぜ買われぬのかを聞いたところ、「儲かりそうな気がしないから」という返事だったのです。

大場 期待リターンが低下しているということですか。

喜多 はい。もともと低いと見られているようです。それはなぜなのかを考えていくと、社会全体が高コスト体質なことが背景にあるかもしれません。

しかし、一方で、日本の中で評価されていない部分は確かにあるような気がしますので、そのアピールは必要ではないかと考えます。例えば物は高いかもしれないですが、安全で暮らしやすいという点では海外に勝る面があると思います。また、マカオや中国に出張した人が撮った写真では、汚れた空気の膜で覆われた状態になっている。日本に帰ってきていかに空気がきれいかを感じたと言っていました。こういった環境・安全面を含めた社会インフラは、十分評価されていないのではないかと気がしました。

大場 要は、日本のいいところが十分発信し切れていないし、理解されていないという面があるのではないかと。もう一つは、そもそも日本は儲かる

ような国ではなさそうだというイメージを外の人に持たれている。こうしたことが日本株の不振の原因ではないかということですね。

喜多 はい。

山田 先ほど米国のコーポレートガバナンスの話をされましたけれども、日本の金融機関に対するガバナンスは欧米と比較して最近はかなりよくなってきたのではないかと。これ以上規制をされると活力がなくなってしまうのではないかと懸念します。

それから、日本株については、先ほども四塚先生がおっしゃられましたが、日本の株は外需に頼っているという構造問題があります。それはグローバル経済の動向と為替動向に左右されるということです。今回はこれが不況・円高でダブルで効いてきて、日本の株価は欧米以上に大幅に下がったということです。

ただ、ネガティブサイドを考えると政治の混乱や少子化問題などもあるのですが、今おっしゃられたような強いところをあまりにもアピールしていないのではないかと。それと、これは私からのお願いでもあるのですが、日本政府は日本の株のレベルに十分注意を払うべきだと思います。例えば、株式のキャピタルゲインの課税率は現在10%です。不動産売買の課税については少し下げるとか非課税にするとかということが伝えられていますけれども、キャピタルゲイン課税については言及されていません。そういうことも考えてもいいのではないのでしょうか。

やはり株価が上がるのが、すべての問題をある程度解決するというにつながりますので、日本株の魅力のアピールと、また制度的な面について国も支援するということが必要ではないかと。そういう面で、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が少しでも株への投資比率を上げれば

特集

大変なことになるという懸念もあるでしょうが、少しでも配慮してもらえればと思います。

大場 誤解されるといけないので、あえて申し上げますけれども、実体がよくならないのに株価が上がるといえるのはバブルを意味しますので、多分山田さんが指摘されたかったのは、実体に価値がある企業をアナリストが正当に評価していく、それによって株価が上がってくる、このようになっていかなければいけないということだと理解します。そうしたことを考えると、日本政府はもう少し

し株価の動向に意を用いるべきではないか、こういったこともこれからの課題になるのではないかと思います。

今回の金融危機の大混乱の中で、個人投資家、機関投資家、それぞれ大変な思いをされているのではないかと思います。投資家の方にとって、今後を展望する上で何らかのヒントになるコメントを皆さまから頂けたのではないかと考えております。

きょうはどうもありがとうございました。