

(続紙 1)

京都大学	博士（経済学）	氏名	三好秀和
論文題目	日本の投資運用業の生成、発展と課題		
（論文内容の要旨） 日本の投資運用業（金融商品取引法における名称であり、かつて投資顧問会社や投資信託委託会社として呼び習わされていた業態全般の呼称で、現在はアセットマネジメント会社との名称を付与する組織が多い）は、年金ファンドや個人金融資産の運用の担い手として期待され続けている。その一方、日本の投資運用業のホームマーケットである日本の株式市場が低迷を続けていることは、投資運用業の発展の阻害要因となっている。これに加え、2008年9月のリーマン・ショックは投資運用業に大きなダメージを与えた。債券市場も、現在、10年満期の日本国債の利子率が1%を割れる超低水準にある。つまり、株式市場や債券市場に専門知識を駆使して投資しても、そこからの投資収益率に多くを期待できず、通常の投資手法の間に大きな差異が生まれない状況にある。このため、日本の投資運用業の存立基盤が脅かされている。 このような外部環境下において、日本の投資運用業の経営が成り立つのかどうか。投資運用業として年金ファンドや個人から期待されている機能をどの程度果たしている（もしくは果たしうる）のか。もしも、あまり果たしていないとすれば、経営として何が求められるのか。以上の観点からの分析は、金融資産残高がGDPの3倍の規模まで達している日本において、重要なテーマである。しかし、投資運用業に関するデータ制約の問題もあり、学術的に十分な研究がなされてこなかった領域である。本論文は、日本の投資運用業に関してデータ分析を試みているが、このこと自身、学術的に新しい知見を導き出しうる試みである。 本論文の問題意識は、投資運用業が社会的に認知された時期まで遡り、その時に期待されていた機能を再確認することから始まる。その機能提供に向けた投資運用業の発展が、リーマン・ショックによっていかなる影響を受けたのか。また、将来の発展に向け、投資運用業の経営には何が求められているのか。本論文の目的は、これらの点を明らかにすることにある。以上から、本論文の構成は、（1）投資運用業を最初に規定した1986年の投資顧問業法の法的特徴を、主要国との比較を交えながら、整理を行い、（2）1990年代に年金ファンドの運用機関として認知される過程で期待された社会的役割を再確認したうえで、（3）2008年のリーマン・ショックによって投資運用業が受けた影響と、それによって浮かび上がってきた経営体制と戦略に関する問題点を整理し、（4）今後の投資運用業の方向性を提示することとなっている。 第1章「問題の所在」では、金融システムの中での証券投資と、投資の専門家であり担い手であるべき投資運用業の社会的な位置づけが示される。これに加え、現在の日本経済の状況を金融の視点から鳥瞰したうえで、証券投資と投資運用業の重要性が増大している事実も明らかにしている。ここで論じられているポイントは、実物経済に対する相対的な規模拡大に象徴されるように、金融の果たすべき役割とそれへの期待の増大である。一方、金融の内部構造において、銀行をコアとする間接金融の機能は低下している。この事実だけからすれば、直接金融と、直接金融の主役の一翼を形成している投資家および「投資家への仲介機能の提供者である投資運用業」に対する社会的な期待は増大こそすれ減じないことが示される。 第2章「1986年投資顧問業法の誕生とその前夜」では、1986年まで明確な法規制が存在しなかった投資運用業の一形態として、投資顧問業（大口投資家に対する投資助			

言と一任運用業務を行う業態）が誕生した背景と、その法規制の特徴を論じている。当時、詐欺的事件が多発していたことへの対応が社会的に急務だったことと、1984年の「日米円ドル委員会報告書」以降の本格的な金融自由化が底流となり、投資顧問業法が制定された。この投資顧問業法の特徴を主要国のものと比較すると同時に、投資顧問業が新たな業態として法的に認知された当初から銀行、保険会社、外資が一斉に参入、競合したことを、当時の特質すべき効果として指摘している。

第3章「1990年代の契機」では、投資運用業（当時の投資顧問業）が、年金ファンドの運用機関として認知されたことによって発展した経緯を示している。投資顧問業法が制定された当初、投資運用業が運用するファンドは「財テク資金」だった。その財テク資金が1990年代以降のバブル崩壊によって細る中、（1）1990年に厚生年金基金の委託先としての参入が認められ、（2）さらには1995年、投資顧問業が投資信託委託業を併営することも可能となった。このことにより、投資運用業の運用資金の対象が拡大するとともに、社会的にも本流に位置する地位が与えられた。裏返せば、投資運用業の社会的使命に注目が集まるようになる。この象徴が、株主総会において投資運用業が積極的に議決権を行使するよう求められている事実である。

第4章「2008年の経験」では、年金ファンドの運用機関として順調に発展してきたかに見えた投資運用業がリーマン・ショックによって受けた影響の分析と、それによって明らかになった日本の投資運用業の経営的な特徴の抽出に充てられる。この目的のために、開示資料によって財務諸表が5年間継続して得られる投資運用業者36社（日本の投資運用業者のすべてではないが、主要な会社は含まれている）の経営を分析している。その結果、（1）リーマン・ショックによって投資運用業の契約資産残高が大幅に減少し、とくに外資系投資運用業者では海外顧客による投資資金の日本国外への流出が顕著だったこと、（2）投資家が、リスク性資産よりも安全資産とみなされる国債へと資金シフトさせ、同時に、アクティブ運用よりもパッシブ運用を好むようになったため、投資運用業に支払われる運用委託料率が低下し、（3）契約資産量と料率の両面において投資運用業が危機的なダメージを受けたこと、（4）投資運用業で働く高度専門職に対する人事政策において、外資系や証券系は業績連動型の報酬体系を採用しているが、保険系ではそうではなく、今後の経営のネックとなりかねないこと等を分析によって示している。

第5章「投資顧問業の組織と役割」では、日本の投資運用業（投資信託部門を除く）がかかえる組織的、経営的課題が抽出される。主に、（1）投資運用業の人材に対して最新の知識と理論および倫理を継続的に習得させる仕組みが、業界として確立していない、（2）投資運用業に運用委託されるファンドに関して、ファンドマネジャーに与えられた裁量がきわめて限定的であり、その能力を活用するものとなっていない、（3）国内系投資運用業者での報酬体系は親会社の影響を受けがちであることが示される。そのうえで、（4）投資運用業に対する委託料率が低いため、株主総会における議決権行使のコストさえ委託先に十分転嫁できない状況にあること、（5）一方で海外に目を転じれば、イェール大学の寄贈ファンドの運用において、大学自身がファンド全体のリスク管理を行いつつ、多様な投資運用業の能力を十分に使っていることを例示し、日本の問題点を浮き彫りしている。

第6章「日本の投資運用業の課題」は本論文全体から得られたインプリケーションのまとめであり、インプリケーションから得られる今後の投資運用業に対する提言が示される。投資運用業を取り巻く国内外の環境が大きく変化していることに対応し、投資運用業の経営もパラダイムシフトする必要があるとする。とくわけ、今後の投資運用業の資源配分を考えた場合、ファンドマネジャーの裁量が重んじられ、委託料率も低くない新興国投資や、プライベート・エクイティをはじめとする代替的（オルタナティブ）投資などに積極的に取り組む必要があるとする。

(論文審査の結果の要旨)

本論文の特質として最初に指摘すべきことは、全体の論旨が、投資運用業の人材、組織、経営、意思決定プロセスを熟知した上に展開されていることである。筆者が、興銀第一ライフアセットマネジメント（現在のD I A Mアセットマネジメント）や日経Q I C K情報（現在の日経メディアマーケティング）において資産運用システムの構築や投資情報の提供業務に従事し、日本の投資運用業の実態を経験したことによる知識と知見が生かされている。その豊富な知見と知識に基づき、投資運用業36社の開示データを集め、分析することによって、日本の投資運用業（とりわけ、かつての投資顧問業）の経営状況変化、問題点、および将来に向けた課題が提示されていることに、本論文の本質がある。

本論文の意義は次のとおりである。

第一に、個別の投資運用業者の財務諸表等、経営実態に関するデータを収集し、計量的に分析したことである。投資運用業者の投資パフォーマンス（投資運用業者が運用委託されたファンドの投資収益率、リスク、売買タイミング等）に関する分析は数多くある一方、投資運用業者の経営に関するデータ分析は皆無に等しかった。その大きな理由は、日本の投資運用業者の株式が上場されていないことにある。このため、データ収集には労力が必要となる。本論文の執筆以前に、筆者は『ファンドマネジメントのすべて』（東京書籍、2007年）を編著として上梓し、その中で投資運用業者の経営実態に関するデータを収集、分析している。この分析の蓄積が本論文でも活かされている。当時のデータ分析はリーマン・ショック以前のものであり、現時点での投資運用業者の分析には必ずしも結びつかない。とはいえ、企業経営の本質が短期間に変化するわけでもないから、多くの投資運用業者の経営は、当時の分析の延長線上にあるものと考えていいだろう。この意味で、本論文での分析に基づく示唆は、過去からの経営分析に裏打ちされたものであり、日本の投資運用業の真相に迫りうるものである。

第二に、これが本論文の特質すべき貢献でもあるが、外資系、証券系、保険系という、親会社の業態に基づくサブグループ別の経営分析である。外資系は、人員政策（人員整理や新規採用）および業績に応じた報酬体系（役員報酬を含む）の導入に関して積極的であること、これに対して保険系は親会社からの干渉が強く非弾力的であることが、データ分析の結果として導かれている。その一方、投資運用業全体として、外資系と国内系の人件費（従業員給与）の水準の差異（すなわち外資系の優位性）が縮小しており、この背景には投資運用業の利益率の低下があると指摘している。また、外資系に関して、役員報酬の水準は国内顧客からの契約資産残高から強い影響を受けており、このことは外資系にとっての日本法人の経営者は日本顧客に対する営業拠点長としての位置づけでしかないことの反映であると結論している。これらの一連の分析結果は、日本の投資運用業と、その経営者や従業員が置かれた立場を明確にするものであり、非常に興味深い。もちろん、実務家が抱えている感覚とも合致している。

第三に、日本の投資運用業や証券市場が直面している問題点と今後の課題を、分析に基づいて的確に導き出したことである。本論文での指摘は、今後の日本の投資運用業の経営と、そのあり方を考えるうえでの参考となる。

本論文で指摘されている1つの課題として、日本の投資運用業に対する運用委託料率が極めて低く、株主総会における議決権行使のコストさえ委託先に十分に転嫁できない事実は深刻である。この背景には、世界最大級の年金ファンドであり公的

機関である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、投資の質の引き上げではなく、投資コストの引き下げに執着している事実と、他の年金ファンドも株式や債券の投資収益率が低いために、運用委託料の引き下げに必要以上に注力せざるをえない事実がある。また、そのような低い運用委託料であっても積極的にファンド運用の受託を行う投資運用業界の体質もある。いずれにせよ、その結果、リーマン・ショックのような大きな変動が生じれば、投資運用業がすぐさま経営危機に陥ることになると、本論文は指摘している。多数の上場企業を投資ユニバースして、その経営の状態を分析し、魅力的な企業を選び出し、実際に投資する投資運用業自身の経営が、実は魅力的でないことでもある。

もう1つ、本論文で指摘されている課題は、日本株式のグローバルな位置づけの変化である。海外投資家は日本の株式をグローバルなアセットアロケーションの一環として組み入れている。この日本の株式は、為替リスクを勘案するとリスクの高い投資対象である。このため、海外投資家は、日本企業の成長性が低ければ真っ先に日本から投資資金を引き上げかねない。この点は、日本をホームマーケットとする投資運用業にとっての大きなリスクとなる。さらに、これが投資運用業で働く人材への人件費を抑制し、引き下げるのであれば、有能な専門家は日本ではなく海外の投資運用業への就職を真剣に考えることになる。以上は、本論文が結論として指摘する日本の投資運用業の危機である。

本論文は日本の投資運用業とその経営を学術的に分析した画期的な試みであるが、それだけに今後の工夫に待つべき課題も残されている。

1つは、投資運用業の分析対象として、銀行系や独立系の対象数が少ないことである。より幅広く分析を行うことができれば、分析結果はより有意義で示唆に富んだものになったであろう。とはいえ、開示されているデータに制約があるため、ある意味、現時点においては無理難題である。

もう1つは、データ分析の方法に関する工夫である。たとえば、特色ある経営を行ってきた個別の投資運用業者をケース分析の対象として扱うことである。時系列的に長期間を対象として、代表的な投資運用業者の経営とその成果を追跡することにより、日本の投資運用業の特徴がより鮮明になった可能性がある。この個別企業の分析を海外の投資運用業者と比較することも有意義だったかもしれない。また、本論文で用いられたデータが年次データとして5年分であり、個数が十分ではなかったことを考えると、パネルデータとして分析することも考えられた。パネル分析を行うことにより、人材の扱いと経営や利益率との関係がより確度の高いものになった可能性がある。

とはいえ、これらのデータ分析に関する課題は、本論文の価値を削ぐものではない。本論文は、その分析対象のユニークさ、実務的に高い知見と知識に裏打ちされた分析、実務者の感覚と合致するデータ分析からの結論、以上の故に真剣に日本の投資運用業とその関係者が考えるべき今後の投資運用業に関する示唆と提言は、本論文に高い価値を与えるものである。

よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。

なお、平成24年8月10日に論文内容とそれに関連する試問を行った結果、合格と認めた。