

## Futures Japan 2002年6月

### 日本人はリスクを取る DNA が眠っているだけだ

シブサワ・アンド・カンパニー 代表取締役 洪澤 健

昨年『洪澤栄一とヘッジファンドにリスクマネジメントを学ぶ』を上梓した洪澤健氏。米大手ヘッジファンドで実績を上げ、先代洪澤栄一に日本人の DNA を再発見する氏は、「人」を軸にしたオルタナティブ（代替投資）ビジネスを展開する。

——まず、洪澤さんのプロフィールを教えてくださいませんか？

▶私は小学校2年生から大学卒業まで米国で育ったのですが、1987年にビジネススクールに行くまで金融には特に興味もなかったのです。

——87年と言えば、ブラック・マンデー（世界同時株安）の年ですね？

▶何しろ当時は、何も知りませんでしたから（笑）、特に恐いとも思いませんでした。

——ヘッジファンドの世界に入られたきっかけは何ですか？

▶米国投資銀行の東京支店で債券のトレーディングに携わっているうちに、ムーア・キャピタルという会社に出会ったのです。以前からヘッジファンドの存在は知っていたのですが、実際に彼らと接し始めてから次第にヘッジファンドで働きたいと思うようになり、96年にムーア・キャピタルに移りました。

——ヘッジファンドに興味を持たれたのはなぜですか？

▶最初の印象は一般の方と同じで、大きなロット（単位）で取引しているが正体の分からない謎のファンド（笑）、その実態を知りたかったのです。それでヘッジファンドの歴史を調べてみると、組織力だけではなく、まず一人の中心人物がいて、そこから立ち上がっていくような形態だということが分かってきました。ベンチャーのような形態なのに、大きな取引ができるのはなぜなのかと・・・。

実際に入ってみると一般に報道されていたこととかなり違ったのです。しっかりしたファンダメンタルズ分析に基づく投資行動をとり、トップの人間はリスク・マネジメントをちゃんと行っている。彼らは自己資金も投じていますから、その行動はある意味、リスク・テイクではなく「リスクの経営者」という姿勢です。

——日本のファンドとの違いは？

▶ヘッジファンドがストック・ビジネスだということでしょう。日本の一般的なファンドはいわばフロー・ビジネスで、規模が大きくなれば手数料収入も増える仕組みです。しかしヘッジファンドの場合、マネジメント・フィー（基準運用報酬）とは固定費をカバーするためのもので、それだけで儲かるような仕組みにはなっていないのです。ヘッジファンド

がビジネスとして実際に収益を上げられるのは、マネージャー自ら資金を投じているストックと、そのストックが増えた部分から得られる成功報酬からです。ヘッジファンドはストック・ビジネスでもあるのです。

## ノウハウや知識では、日本人は欧米にまけてはいない。欠けているのは「情」と「意」だ。

——昨年出版された本の中で、「日本で『リスクの経営』という概念が欠けているのは個人主義の未発達が一因だ」との主旨のことを書いていらっしゃいますね？

▶日本の運用会社で個人主義のマネージャーが育たないのは、日本人にリスクを取る DNA が欠けているからではなく、眠っているだけだと思います。日本ではあえてリスクを取って利益を上げても、その努力と成果に見合うインセンティブはなく、失敗すれば責任を問われてしまいます。利益限定、リスク無限大の「プットの売り」のような状態です。これではあえてリスクを取り高い収益を追求するマネージャーは生まれにくい。

ただ、こうして眠っていた日本人の DNA が徐々にスイッチオンされてきたと思います。特にこの1年では、自分でヘッジファンドを作りたいという相談を受けるようになり、中には実績のある人やグループが実際にアクションを起こしているケースもあります。

これは本を書いた後に見つけたのですが、渋沢栄一の教えに「常識とは智と情と意が均衡していることである」というくだりがあります。これを自分なりに現代に応用してみると、智がノウハウで情はエモーション、そして意はウィルつまり意思ですよね。知識だけを求めるのではなく、エモーションをコントロールし、ときにはひらめきも働かせて行動を起こさなければならない。日本人が最も得意とするのは智の部分であって、ヘッジファンドにしてもノウハウや知識のレベルでは欧米と大きな差はないでしょう。むしろ日本人に欠けているのは、情や意の部分だと思います。知識だけを求めてもヘッジファンドは分からないというのが私のメッセージなのです。

——日本の投資家サイドにも自らリスク対峙しようとする動きが現れ始めているように感じるのですが？

▶多分、二極化しているのではないのでしょうか。年金の資金運用にしても、アクティブ運用のパフォーマンスが出ていないため、それなら手数料の低いパッシブ運用の方がいいと、資金がシフトしている傾向があるようです。それはそれでいいのですが、それでは投資ビジネスではなく「保管ビジネス」になってしまい、プロフェッショナルな運用者の責任を放棄していることになります。

実はパッシブ運用だからリスクが低いかというとそうではないのです。一般にヘッジファンドはハイリスク・ハイリターンだと言われていますが、過去の実績を比較すれば、ヘッジファンドの方がダウンサイド・リスクに強くボラティリティも小さい。こうしたヘッ

ジファンドの真の姿を日本の投資家にもっと理解してもらいたいと思っています。

———今後はブティック型、つまり小規模専門店型のヘッジファンドの日本参入が増えると言われてますね？

▶そう思います。米国では近年規模の小さいヘッジファンドの設立が相次いでいますが、それは98年後半に大きなファンドの破綻や規模縮小が続いたことで、優秀なマネジャーやアナリストが多数独立したからです。彼らが持っていた運用の「タネ」が業界にまかれ、新たな世代が生まれるきっかけとなったのです。

90年代後半にはヘッジファンドの規模の限界も明らかになりました。10億ドル以上を抱えるようなヘッジファンドの運用が行き詰まっていたのです。市場の流動性や安定性を考えれば、規模の小さいプレーヤーがたくさんいる現在の方が健全ではないかと思います。

## デリバティブはいわば「豆腐」。株や債券の旨みだけを取り出したものだ。

———ヘッジファンドやオルタナティブ、デリバティブなどは正しく理解されていないところがありますね？

▶一つは先入観が強いのでしょうか。破綻企業を買い漁るディストレストなどは、「ハゲタカ・ファンド」などと呼ばれたりしていますからね（笑）。

デリバティブは「豆腐」だと考えれば分かりやすいでしょう。つまり大豆の旨みだけを取り出したものが豆腐であり、株や債券などの原市場の旨みだけを取り出したものがデリバティブです。ただ、豆腐は崩れやすく、腐りやすい。デリバティブもこのように考えると、大枠の概念が分かるのではないのでしょうか。

———扱い方や管理の仕方に注意すれば、原市場の旨みを存分に味わえる・・・。

▶そうです。それとデリバティブは「約束」だということです。すぐに現物の交換で決済するのではなく、将来の決まった時点で受け渡ししましょうという約束。ですから、約束ばかりが膨れ上がると收拾が付かなくなり、ときに破綻してしまう。

もう一つは信用リスクですね。私も大企業から独立して改めて痛感したのですが、信用というのは築き上げるのが大変で、いったん失うと取り戻すのも容易ではありません。ヘッジファンドも淘汰するのはマーケットで損したときではなく、投資家からの信用が崩れてしまったときです。投資家の方々が投信に投資するのも、その会社の看板を知っているという信用からではないのでしょうか。しかし、これからは「401k」の導入などをきっかけに、看板だけで判断するのではなく、個人がリスクについてもっと考えなければならぬ時代になると思います。

———現在のお仕事の概要は？

▶仕事のフィールドであるオルタナティブとしては、ヘッジファンドのほかにプライバー

ト・エクイティーやバイオのベンチャーキャピタル、そしてディストレスト、つまり不良債権ファンドなどが含まれます。そうしたオルタナティブのファンド・マネジャーを日本の機関投資家に紹介していくことが私のしごとです。

——機関投資家に対するコンサルティングということですね？

▶そうです。あるいは紹介業務と言った方が分かりやすいかもしれません。世界のさまざまな分野から自分の判断で極めて優秀なリスク・マネジャーやマネジメント会社を見つけ出し、日本の機関投資家と関係を築いていただいて、リスク・マネジメントをアウトソースする。従来のピラミド型ではなく、そうしてパブ型の組織を構築する上でのスポークの役割が担えればと思っています。

——特定のオルタナティブ商品を紹介されるわけではないのですね？

▶「商品」ではなく、より根本にあるリスク・マネジャーという「人」を紹介する仲人さん（笑）。これが貢献したいことの第一ステップです。

——マネジャーを評価するうえで重視されるのはどういう点ですか？

▶私が重視しているのは、マネジメント会社のブランドだけではなく、その会社の運営戦略、そしてカルチャー（文化）です。トップがどういうカルチャーでマネジメント会社を運営しているか。例えば米国のあるディストレストのマネジメント会社は85年前後から一人も社員が辞めていないのです。人の出入りの激しい金融関係の会社で、日本では「ハゲタカ・ファンド」などと呼ばれる分野の会社なのに、実はそれだけしっかりしたコーポレート・カルチャーを持っている証だと思います。

——渋澤さんの第二ステップは？

▶ちょっと遠い夢になるかも知れませんが、「眠っている」日本人のDNAを目覚めさせたいのです。看板の下でマネジャーが実績を上げていくような仕組みとは別に、マネジャーが個人で実績を上げていくようなプラットフォームを作っていきたいと考えています。一言で言えば、リスク・マネジャーのインキュベータ（創業支援）ですね。

——日本人マネジャーが情と意を發揮できるような土台作りですね？

▶そうです。例えばバイオ事業を取ってみても、日本にはそのタネはあっても、米国のようにバイオのタネを生産ラインに乗せるとそのまま上場まで行き着くような仕組みが確立されていません。ですから、時間はかかるかもしれませんが、リスク・マネジメント・ビジネスの企業を支援するようなプラットフォームを作っていきたいのです。

——一方で大多数の投資家にとってはヘッジファンドと接する機会が限られているのが現状ですね？

▶従来、ヘッジファンドの世界というのは、まずプロフェッショナル・マネジメントの世界があって、そこに個人対個人のプライベート・インベストメントのような形で富裕層の投資家資金が入ってきたことで成長してきました。しかし、この5年間に起こっていることは、そこにファンド・オブ・ファンズ（FOF）という形態が生まれたことによって、極めてインスティテューショナルな世界、つまり FOF などの「機関」を介した業態に変わってき

ました。その「機関」は個人も含む投資家を抱えているわけで、最近ではこれが個人投資家にとってのインターフェイスとしての重要な役割を帯びてきています。閉鎖的とも言われたヘッジファンドのディスクロージャー（情報開示）が改善されてきたのも、それが一因でしょう。

ただ、ヘッジファンドの本来の目的はあくまで絶対収益の追求にあります。ディスクロージャーやリスク管理が重要であることは当然ですが、そういった「手段」が必要以上に重視されすぎると、運用においてベストを追求するという本来の「目的」が二の次になる恐れがあります。

そうした中で、伝統的投資との二者択一ではなく、併用する投資手段としてオルタナティブを活用するようになるべきだと思います。運用者のリスク・マネジメントは、いわば「自然食品」であり、ファンドの仕組みや構成は「加工食品」です。ファンド・マネジメントの世界でも、今の日本のように一方に偏るのではなく、今後は「自然食品」と「加工食品」を賢く使い分けられるように多様な品揃えを提供できるような環境を作っていくべきです。ですから先ほどのインターフェイスも、マネジメントのオルタナティブだけではなく、それを提供するプラットフォーム、言い換えれば「お店」のオルタナティブも作っていきたい。そうなれば日本の投資家も、「デパート」だけではなく、自分の好きな「専門店」に足を運んで自分に合った商品を探せるようになります。

——投資家の意識もこの10年でかなり変わってきたと思うのですが。

▶日本では「失われた10年」と言われますが、これは構造変化の中で「やっぱり変わんなきゃいけないんだ」ということをしっかり認識するために必要な期間だったのではないのでしょうか。その意味で、これからの10年で「変わろう」という意識が定着し、新しい種をまいていけば、花が咲く季節が来ると思います。

——逆にもし、今後10年でオルタナティブが定着しなければ、日本は完全に世界から取り残されてしまう・・・。

▶そうですね。ここで「まあ、いいか」となってしまうと、淘汰されていくだけでしょうね。ただ、あまりにゆっくりした淘汰だと誰も感じないんですね。危機感も全くない。それが一番恐いですね。

——いわゆる「ゆで蛙」ですね。そして今、「熱いつ」と言ってお湯から飛び出す投資家が出てきた。

▶私は思うのですが、今の日本ほど資金や人材というストックをこんなに豊富に蓄え、かつそれを全く利用していない社会というのは、人間の歴史の中で後にも先にもないのではないのでしょうか。ですからこれからの10年は変革への舵取りができるかという意味で非常に重要で面白い時代になると思います。（5月8日）

【取材】梅田直人

【写真】山本博道