

GCI Global View

2009年2月9日

【目次】

● 役員報酬とガバナンスについて	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.4
2. 資金市場	P.7

【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： administration@gci.jp

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

●巻頭レポート

役員報酬とガバナンスについて

米国のオバマ大統領が矢継ぎ早に打ち出す経済、金融政策の中に、公的資金で支援する金融機関の役員報酬の上限を50万ドルまでとする、という方針が盛り込まれました。当日の街頭インタビューや専門家のコメントでは、“優秀な人材を失う”であるとか、“政府は民間企業に口出しすべきでない”などの反応がありましたが、一般米国人にとっては、“ふざけるな”という感想であったでしょう。“恥を知れ”という意味の言葉を使って、金融機関の経営者の無責任と恥知らずな強欲を諷めた新大統領なので、自国民の感情をよく理解している、と思います。ちなみに、この話題になるといつも思うのですが、日本国民は“耐える”ということに関しては本当に辛抱強いと思います。かつて政府が公的資金を大々的に使って銀行を支援した時に、外国人のアナリストから“なぜあなた方は自分たちの税金が銀行支援に使われるのを見て、文句を言わずに黙っていられるのか”と不思議がられたことを思い出します。これを論じると数時間では足りなくなりますので、ここでは深く追求しませんが、金融機関も自動車業界もあわせて眺めると、“どっちもどっちだろ”というのが冷静な感想です。ただし、言うべきことを主張する、という事をしないと、経済的に不利に追い込まれるのがこの世の仕組みになってしまっているの、自己主張はした方が良いでしょう。

かつてある国内エコノミストが、“投資銀行のトレーダーの報酬体系はコールオプション型なので、リスクを取り放題で、収益が上がればその一部を成功報酬として受け取るが、損失が出た場合でも給与としてもともと優遇されている”ために、大きなリスクをとって無謀なトレードをする傾向があった、とのたまっていました。(フォーサイト誌 2008年12月号を参照)確かに、ヘタにヘッジファンド運用者として起業するより、大手投資銀行のポジショントレーダーとして稼ぐほうが、健康保険や年金も付いてくる上に、銀行融資も家賃補助も受けられ、細かい実務は人任せでも偉そうにいられる、という美味しい状況が以前はありました。かつて“私は一秒間に数十億円動かしているので付加価値が高く、報酬もかくあるべきだ”と、のたまったトレーダーがいましたが、自己説明的な認識は勘違いも甚だしく、この態度が滑稽なまでの失態につながったという例には枚挙に暇がありません。この意味では、今後はコールオプション型から、文字通りキャップをつけた形で、良くてブル・スプレッド型で上限はあり、という形になってくるでしょう。日本語では“お里が知れる”という言葉がありますが、米国人でも“どこから来たか”が大事(どんな育ちで、お金に対して品格を持っているかどうか)である、という人もいますので、いずれにしても人格という意味での“Integrity”が問われることは間違い有りません。

ちなみに興味本位で、50万ドルという報酬が国内の金融業界ではどれくらいの水準なのか比較してみましょう。日本の金融業界では、成功を謳歌したかつての(公的資金投入前の)都市銀行の頭取や会長クラスの年収が6-7000万円程度で、当時の為替換算で若手社員との年収差は大きくても10倍から15倍程度と言われていました。彼らのその後が、関連会社への転籍を繰り返すことにより保証されているという点をご存知の通りですので、相当の経済的価値であると言って良いでしょう。ITバブルの頃や、ここ数年前までの外資系の投資銀行では、5-6000万円の年収をもらう5年目程度の日本人社員はアナリストでもトレーダーでもごろごろいて、中には1億円プレーヤーも当然のようにいました。ちなみに外国人の日本支社幹部は“エキスパート”(国外在住者)手当として常識外れの保証を受けていて、社宅や年1-2回の帰国手当ではもちろんの事、子供のインターナショナル・スクールの学費も含めてすべて会社負担で、その上に報酬は日本人の数倍、という美味しい状況でした。日本人の外資系運用機関のアナリストやファンドマネージャーも相応にもらっていて、5000万円という標準的よりやや好い条件であったと思います。この状況から先に進んで、ヘッジファンドの桁外れの報酬体系が広まる過程で、腕に覚えのあるアナリストもファンドマネージャーも皆がファンドを目指した、という事になります。その後は周知の通りです。もっとも起業家の得る成功報酬とは比較にならないのですが、往々にして良い教育を受けた保守的なエリートにとっては、投資銀行は割に合うポジションと報酬であったと思います。成功報酬として受け取るものが大きければ大きいほど、仲間との関係も含めて本当の性格が現れてきて人間関係に問題が出るとか、何かと日常生活でも問題が起こってきて、いさかいが増え、かつては感動していたようなものに感動しなくなる、という傾向の人もいます。経済的に豊かな暮らしを手に入れると、心理的にも余裕が出るはずなのに、それなりに問題が出てきて無くなることはありません。また、グローバルなビジネス常識を学ぶと、日本の年功序列にまったく意味が無いという考え方になるのは自然の

成り行きなので、人ではなく“イス”が仕事をする意味のない大手の環境よりも、バリバリと稼ぐ本来の市場を求める優秀な人材が増えるのは当然で、古き良き日本の企業が担う、社会福祉的な側面と曖昧な伝統は理解されなくなります。ちなみに、ある投資銀行の冷静な英国人幹部の一人がコメントとして、“この程度の仕事と付加価値で、これだけの報酬は良すぎるので勘違いする人が出てくる”と話し、冷静に状況を眺めていたのをよく覚えています。心の豊かさは買えないと言った人がいましたが、一理あるという事でしょう。実際に、自分の実力を過信して拝金主義に陥った果てに、刑事訴追されている人がいるのを見ると、人間性がそのまま行動に出るのだから、まさに“恥知らず”という事になると思います。ただし、恥を知っているような人ならばじめからこのような業界にはのめりこまないという事かもしれません。

読者の皆さんは日本航空の西松社長の記事が話題になった事をご存知だと思いますが、もしご存知でなければぜひ、ウェブで検索してみてください。パイロットよりも低い賃金を受け取り、電車通勤する西松氏の記事を一部の米国人が賞賛し、折しも自動車ビッグスリーの幹部が公的資金援助のための公聴会に自家用ジェットで乗り付けたのと対照的に比較されました。数万人の社員を抱える最大手の航空会社の社長の年収が960万円と聞くと、日々どんな仕事をしているのだろう、とむしろ訝ってしまいますが、そこまで極端にやらなくても、経営のプロとしての思考、判断、行動が伴っていれば、市場や社員も相応の経済的報酬を認めるでしょう。(You Tube で、“JAL CEO 西松社長の儉約”を参照。)日本型経営の一つの形、と言ってしまえばそれまでですが、賞賛と批判の両方があるというのが世論の実情を反映しています。センセーショナルに行動がそこまで極端にいつてしまうと、今度は批判まで出てくるというのはやむを得ないとは思いつながら、志をいぶかる節操のない世論もいかなものかと思いつます。

ガバナンス(経営または統治)という意味では、委員会設置会社化や外部取締役による監視により、徹底的に透明性を高めようとする努力があるのは理解できます。日本国内でも上場会社が3700社もあると、“何じゃこりゃ”と思うような方針を打ち出している会社組織は多いのですが、独自性という意味では、“会社は社員のものである”であるとか、“地域を最優先する”というような方針は非常にわかりやすいつえに、株主に経済的に報いるという意味でどういつバランスを取っているのだろう、と興味を引かれます。このように見てみると、起業からそれほど間も無く、まだ完全に硬直化していない組織というのは、オーナー社長の人となりと勢いがあるまま経営判断に表れていて、非常に面白く、また成長余力が大きい事が一般的に理解できます。往々にして、わが道を行く強気一辺倒の経営判断が好まれる時期もあったので、なんともし近視眼的な株式資本市場の性質には辟易する事もありますが、企業理念(起業理念)がしっかりと確立し内外での行動が実を伴っている組織は、業界の波にもまれることはあつても簡単に消えていく事はない、というのが心強い限りです。

ファンド事業についても同様で、運用者が金儲けの求道者的な側面を持っている事はもちろんですが、経営者的な感覚で投資家や関係各機関との関係、または自己を統治できているかなど、そのパフォーマンスとファンドの成長、または経営統治という意味で、非常に興味深いダイナミズムがあります。企業が株主に報いるように、ファンドは投資家に報いるのが普通ですが、形式的にはファンドの運営会社のオーナー兼経営者となる場合がほとんどで、経営者としての技量と才覚を併せ持った運用者というのはそれほど多くないのが実情です。そこで、一般的な方法としては、CFO 的な専門性を持つ仲間を呼び集めて、運営会社の株式を一部譲渡するなりして、インセンティブを植えつけ、日々の経営事項を任せる、という事もあります。本業としての各資産市場でのトレーディングに優れている事は当たり前なのですが、これだけ大きく速く変動する市場や、昨日までのルール自体があつという間に変わってしまう金融業界においては特に、判断や行動の規範をいかに保つか、という部分でファンドとしての評価が図られることになると思いつます。もちろん、大手の運用会社のようにインフラ構築と人海戦術により、その信頼性を高めて市場での確固たる地位と持続安定性を保つという戦略もありますが、独自性や創造性に加え、判断の早さと行動の柔軟性については、まだスタートアップのファンドや組織に優位性があります。これは、上記に述べたようにスタートアップ企業の方が成長性は一般的に高いという事にもつながります。

よくある成功と停滞のパターンは、ある年度に調子が良くてスタートアップから一人当たり数千万円から数億円前後稼ぐと、そこから本性が表れて馬脚を現し、急速にリターンも経営統治も鈍っていくというものです。一定以上に稼ぐと切れ味を無くしていくトレーダーと同様だと思いつます。ここにガバナンスという意味で、もともと曖昧に定義されて

いる定款の恣意性をコントロールできる機関があれば、投資家と運用者との間に立つ機関としてその判断に付加価値を求められる事になり、存在意義も発揮できるでしょう。業界の反省としては、“自分を律することが出来なかったのだから、何らかの仕組みでもって統治が効いている”ことを証明する必要があるという事になります。その実績を蓄積して信頼を積み上げるというのは、ビジネスの上で当たり前のことであり、基本に戻るといふ事になります。

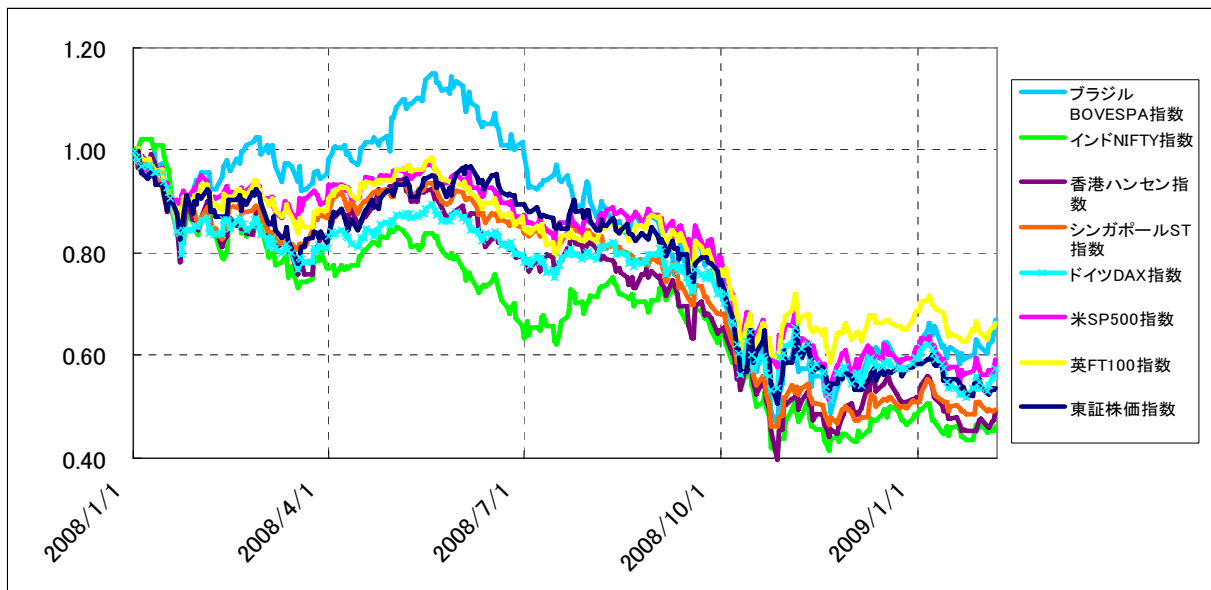
多く稼ごうとする事は、人間の欲求であり、資本主義の枠組みの中では誰も否定しません。かつて、映画“ウォール街”の主人公のモデルともなった投資家 Ivan Boesky(巨額のインサイダー取引で逮捕され刑罰を受けたが、その経緯を小説に著しピューリッツアールも受賞した)は、逮捕の前日まで有名な“Greed works”(欲望は役に立つ)という講演をビジネススクールでしていたそうです。明らかなルール違反と、“モラル違反”だが許容される範囲内、という程度の行いの違いは、その職業人が取る立場次第でいかようにも解釈されるので、説明責任という意味でのガバナンスの是非が問われるのは当然の事です。今後さらに運用者が説明責任を求められる傾向が強まるべきでしょう。会社法による企業の定款よりも柔軟に規定されていて、運用者の恣意が働きやすいファンドのガバナンスについては、“行動規範により統治されている”という信頼性をもたれないと、運用者は投資家に対する説明責任を果たせず、信頼される事も無いでしょう。もはや何でもありの資産運用業界の世界でも、全うな主義主張をあえて掲げ、行動の中心に据えることは、単に行動を律する以上の価値があります。今後は誰もがそのような主張を真似する傾向がさらに出てくるでしょうが、実際の“判断と行動”のトラックレコードを蓄積し、それを証明することが説明責任という意味では必要になります。価値のある業務には相応の経済価値を認め、全うな対価を支払うという常識と伝統は、誤解されたり無くなったりしないであってほしいものです。(西田)

Global Markets (2月2日～2月6日)

1. オーバービュー

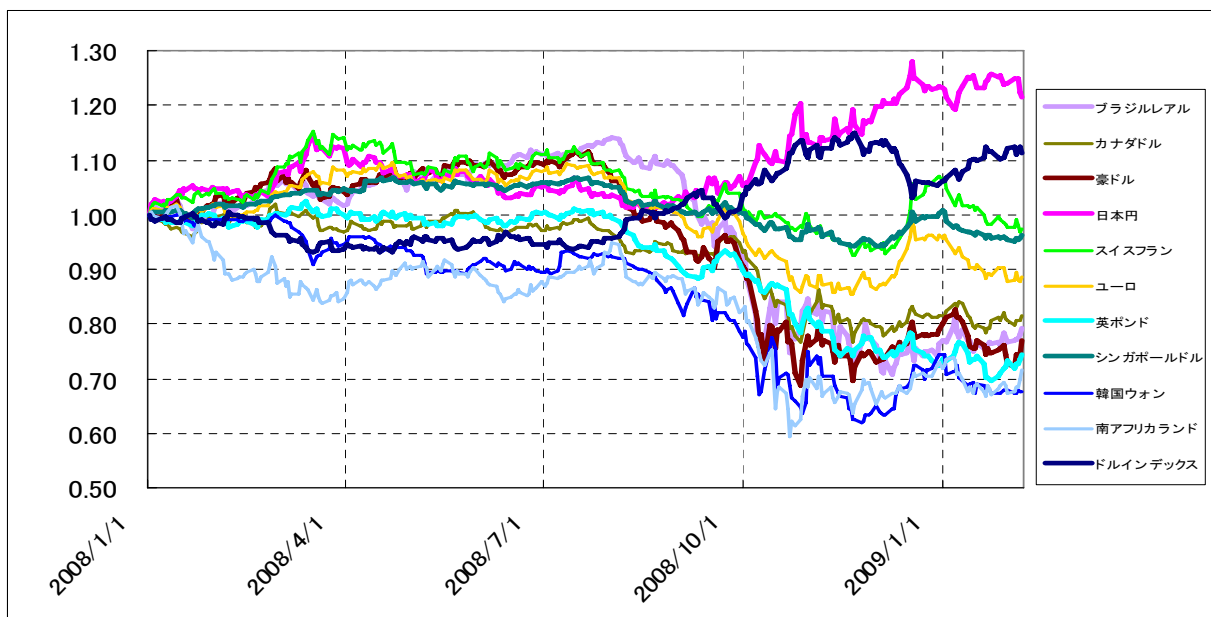
CMBS の格付け見直しにより更なる資産売却へのプレッシャーが強まるなど金融機関に対する不安は根強いものの、各国での政策期待も入り混じり、株価はもみあいが続いている。既にマクロの材料としては織り込み済みの失業率の上昇は景気刺激関連法案の議会通過に向けての材料としては市場にはポジティブとの見方もあったようだが、確かにこの1年での急激な悪化(4.9%から 7.6%と 2.7%上昇)は、一連の株価の下げ以上にインパクトがある。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

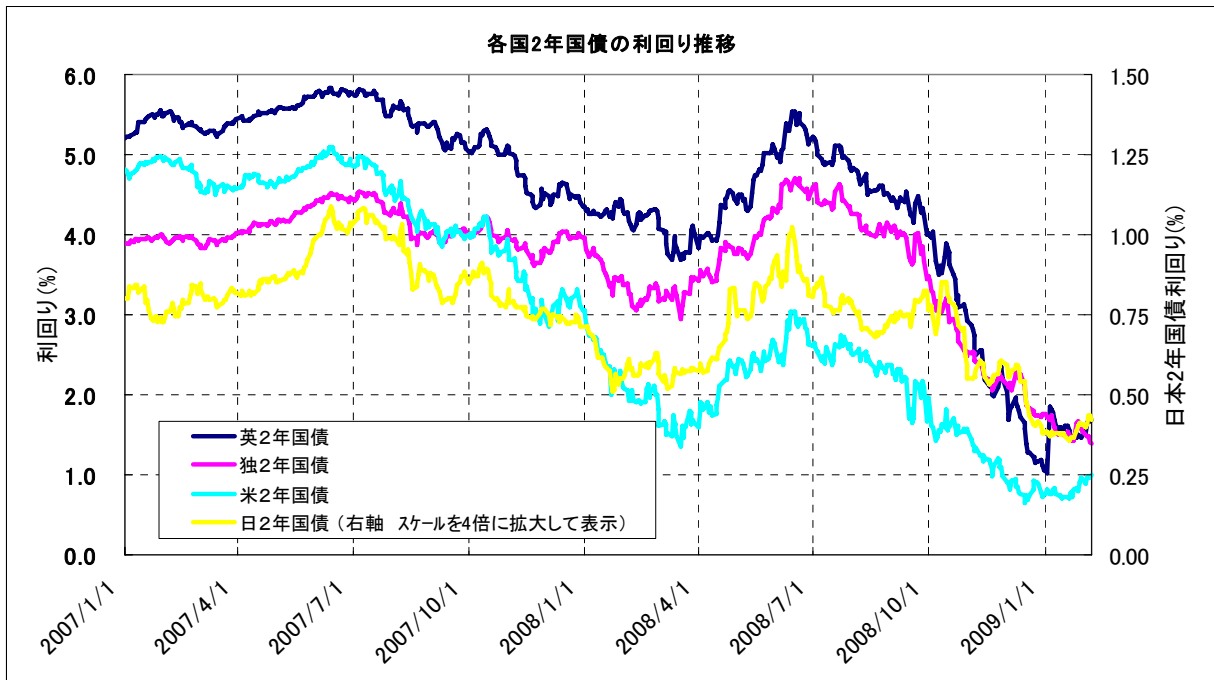


英国やオーストラリアの利下げが実施されたが、材料出尽くし感もありドル高及び円高の流れも一服。

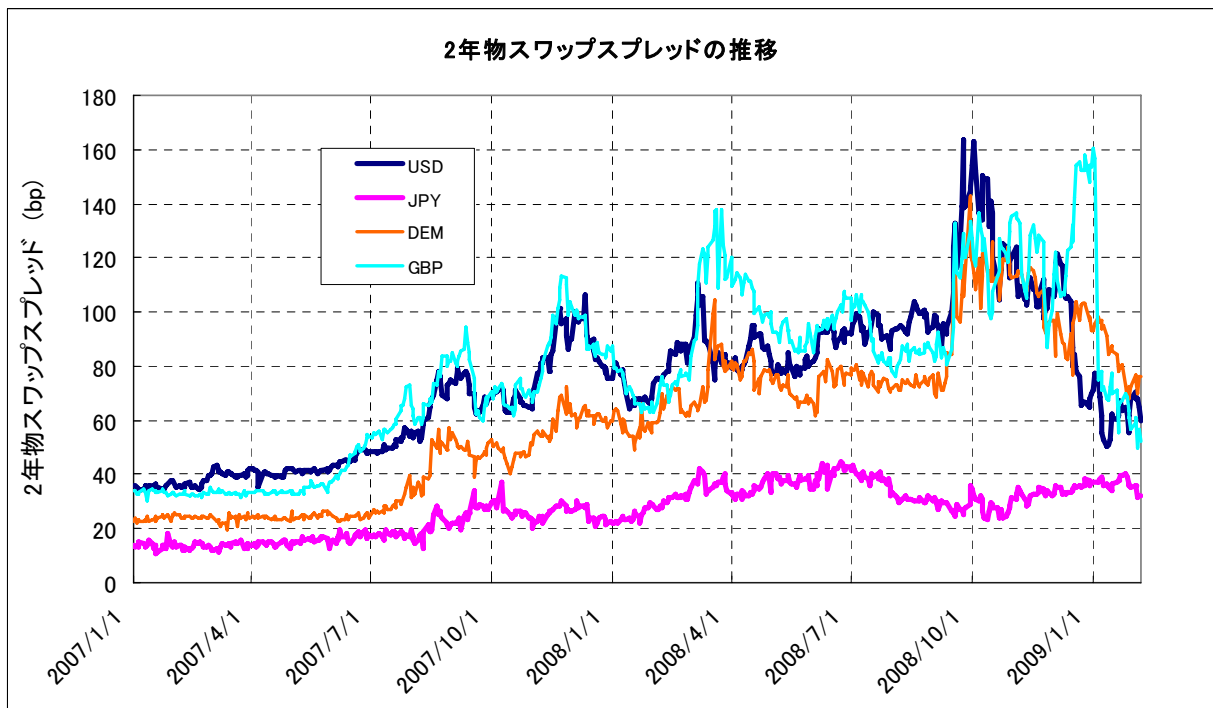
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



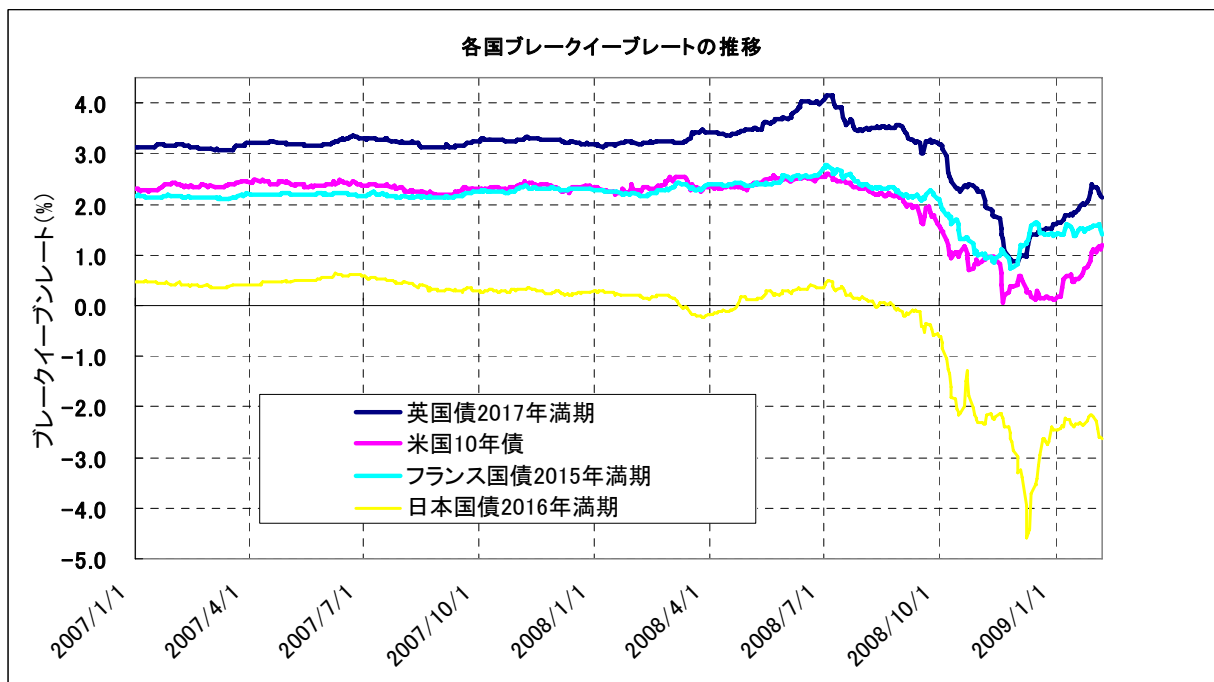
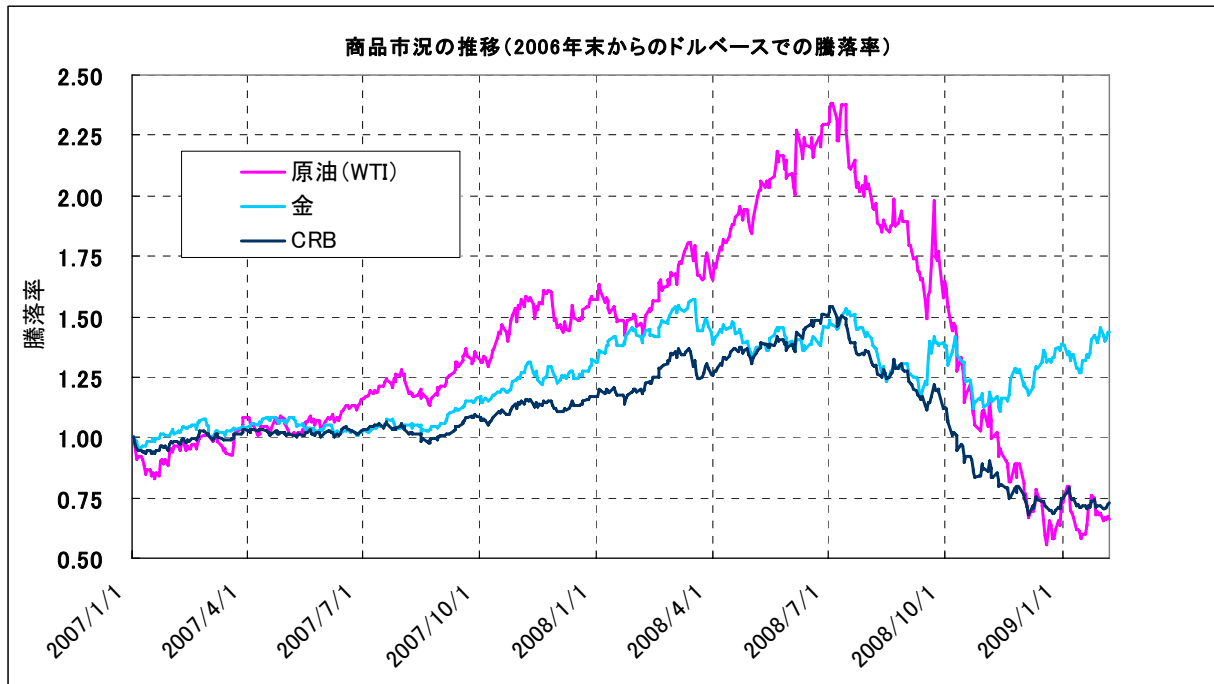
2年物国債利回りは、マクロ環境の回復には相当の時間を要することを織り込みながらもみ合いが続いているが、米国の雇用の悪化が確認された中でも10年債利回りは大幅に上昇するなど、長期債は足元では需給要因がマクロ要因を上回っている。昨年末には2.05%まで低下した米国10年債利回りは、この1ヶ月強で2.99%まで上昇した。



スワップスプレッドは落ち着いた推移が続く。



金は底堅く推移し、原油はもみあう中、穀物価格やバルティックドライ海運指数にも底入れの兆候。(末永)



2. 資金市場～さらなる“信用緩和”にむけて

FRBが5つの緊急貸出制度や各国中銀との通貨スワップ協定を10月まで延長、日銀もCP買い取りに続き、銀行保有株の買い取り再開を決定、BOEもCPの買い取りを開始する事となり、資金繰り支援と信用緩和にむけた取り組みは各国で広がりを見せている。ターム物金利の低め誘導の可能性も議論はなされているが、テクニカルなハードルは依然として高そうだ。(末永)

