

GCI Global View

2009年2月16日

【目次】

● The Seoul Solution ～不良資産を直ちに売却する必要はない～	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.3
2. 資金市場	P.6

【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

The Seoul Solution ～不良資産を直ちに売却する必要はない～

2月21日付けのウォール・ストリート・ジャーナル・アジアに、ある韓国人読者の投稿が掲載されました。折しも米国ではガイトナー財務長官が包括的な金融安定化策を発表した途端に株式市場が下落するなど、計画の詳細までが注目され、市場も反応するさなかなので、ここに紹介されたひとつの成功例は注目されるべきでしょう。掲載箇所には“The views expressed in this article are strictly his own”という注釈があり、米国系プライベートエクイティのパートナーである投稿者の個人的な意見である、と記されていますが、これは一読の価値があり、と思いましたが、あえてこの場で紹介することにしました。すでにご存知の読者にとっては重複になりますが、ご容赦ください。

1998年後半の韓国の金融市場で、支払い能力の無くなった国内銀行を国有化した政府が、不良資産問題を解決する過程で、再民営化によりプライベートエクイティ・ファンドに銀行を売却した際の仕組みについての解説です。この方法を米国政府が採用すれば、問題解決のために前進する、という事をのたまっていますが、私自身も可能性を感じるスキームである事に加え、創造性と知恵から生まれた金融解決手段は、社会的にも価値がある、という事を再度お知らせする意味で、出所を明らかにして敢えて掲載します。加えて“アジアとは地理的に近い日本にいたので、アジア危機から多くを学んだ”と、私たちは過信しているかもしれませんが、恥ずかしながら隣国でこのようなスキームがあった事を私自身は知りませんでした。また、韓国語のニュースは英語に翻訳されてからでないと、個別ディールや仕組みについてまでは大きく報道されていなかったと思います。当時はトレーディングフロアで日本での銀行国有化議論について、私を含めた多くの“自称プロフェッショナル”が、単に受身の姿勢で日々のニュースを眺めるだけで、収めた税金が転化され、プライベートエクイティの利益になるのを傍観していました。当時はヘッジファンドやプライベートエクイティ・ファンドがすでに金融市場で大きな役割を果たすようになっていましたが、既存の金融システムの中のプレーヤーでは解決できないようなリスクのとり方や、資本の大きさとスピードを持っていた点は、後から振り返ると大いに役に立ちました。今回紹介しているスキームは其中でも公平性が高いもので、どちらにしても負担を負わされる納税者にとっては、比較的納得しやすいものであるといえます。ここでは、スキームの全容を引用文の筆者の言葉で出来るだけ忠実に表現しようとしているので、以下ほとんどが翻訳文の抜粋になっている点をご容赦ください。ご興味のある方はぜひ、当該記事本文で実名と詳細をご確認ください。

1998年後半に、ある米国のプライベートエクイティ・ファンドが韓国第一銀行の政府入札に参加し、招かれた40以上の機関の中から最終的に残り、独占交渉権を得る事になりました。ディールの鍵を握るのは、資産をいかに適性に評価するか、という点です。

(以下訳文抜粋は GCI による)

…問題は銀行が不良資産を売ることを嫌がっているのではなく、買い手不在により流動性が枯渇してしまった市場で、何が適正価格なのかわからなくなってしまったことだ。 …(中略)…。

政府はどのようにして有害な資産(原文では toxic assets)をプライシングすればよいのか?もし、政府が過大に払いすぎると、現在の株主を不公正に豊かにすることになり、納税者を犠牲にすることになる。無謀なリスクテイクに報いるような形をとることになるので、却ってそれを今後助長してしまうというモラル・ハザードを引き起こす。もし政府が過少に払うと、私的財産に対して適切な保証をしないで公的収用することになり、銀行の資本もさらに弱くなるだけである。加えて複雑なのが、多くの銀行預金は政府保証付きなので、政府は最終的には倒れ行く銀行を保証する義務を担っていることだ。これは、政府が一旦銀行を国有化により買い取り、その後売却することになるということである。その過程で、政府は銀行が持つ資産を所有し、その銀行が再民営化されるときに民間資本に資産を売ることになる。 …(中略)…。

ガイトナー氏の計画では、資産価格の決定は民間の投資家に委ねられている。しかし、もし政府が売り手であつたらどうなるのか?政府も民間投資家もどのようにこれを解決すれば良いのだろうか?単純に、現在は不良資産の市場が成立しておらず、仮にあつたとしても、強烈なディスカウントが必要で、銀行を倒産に追い込み、納税者に

高価なコストを負担させることになる。これが解決されなければならない大きな矛盾である。…(中略)…。

…ただし、時価評価については、不良債権の市場が成立しない状況で完全に機能不全に陥ってしまっていた。売り手は経済状況が戻れば資産価格も戻ると考えたが、買い手は経済状況が悪いままであればさらに価格が下がることを恐れた。どちらも同様に相当の可能性があるという意味では、双方とも正しいということになるが、それぞれの予想があまりにもかけ離れているため、適正価格で合意することができない。そこで、双方はこのジレンマを解決する単純な方法を考え付いた。この方法は現在米国における問題の解決にもなるだろう。市場に流動性が無いので、適正価格を決定することは無理である、と我々は考えた。そこで、我々は将来における“Buy or Sell”を設定した。この合意により、その後3年間の間、1年ごとに銀行は帳簿上の貸出資産の価格を申告し、政府はその貸出資産をその値段で買いでも売りでもどちらでもできる、というオプションを持つという仕組みとなる。この仕組みにより、政府が簿価と市場価格の価格差として公的資金を注入し埋め合わせる資金総額を最小化し、また、買い手である我々が、政府から銀行を買うことで引き継ぐ貸出資産により、損失を負うことを防ぐことができる。この仕組みにより、我々はこれら貸出資産のワークアウト(処理)のために時間をかけることができるし、価格を改善する努力をできる。むしろ資産価値そのものを期間中に回復させることも出来るかもしれない。もし、1年後に資産価値が完全に回復せず、我々がその不良資産の価値を1ドルの簿価に対して70セントだと算定して、それを政府が認めれば、我々は30セントの資金注入を受け、投資を回収することが出来る。しかし、もし政府が我々の算定を“低めの球”(資産を低く評価して多くの資金注入を受け、ずるく儲けようとする)であると判断すれば、政府は資産を簿価の1ドルで買いあげ、別の投資家にわれわれの査定70セントよりも高い価格、例えば80セントで売却することが出来、この場合は納税者の負担は30セントよりも低い20セントになる。この方法の良く出来ているところは、いくつかある。

第一に政府は、公的管理により買い上げた銀行の資産を、金融危機の真只中で叩き売らなければならない。時間をかけ、経済状況が改善することで、貸出資産の価値は改善する。第二に、銀行は最終的に政府の公的資金により守られることがわかっているので、不良資産の負担によりもともと持つ能力を無力化されることがない。新しい投資家(銀行保有者)は、銀行の本来の業務を改善し、新たな貸出をすること収益を生み出すことに集中できる。第三に、この仕組みにより、再民営化された銀行は、政府を欺いて儲けを得ようとする意図を完全に排除される。銀行にとっては、金利収入を得られる資産のほうが現金よりも価値を持つことから、貸出資産が健全である限りは、資産を保有し続けたい上に、何より顧客を保有し続けたい。この仕組みで、銀行が誤って資産価格を低く見積もったり、ずるく儲けようとしたりして“低めの球”を投げたら、政府は現金で資産を買い上げて転売するので、銀行としては資産も顧客も失うことになる。もし、銀行が資産価格を高く見積もってしまったとしたら、簿価よりも低い価格の資産につかまってしまうことになる。つまり、銀行としては、能力の最大限を使って資産をワークアウトし、可能な限り正確に資産価格を算定するインセンティブを持つことになる。

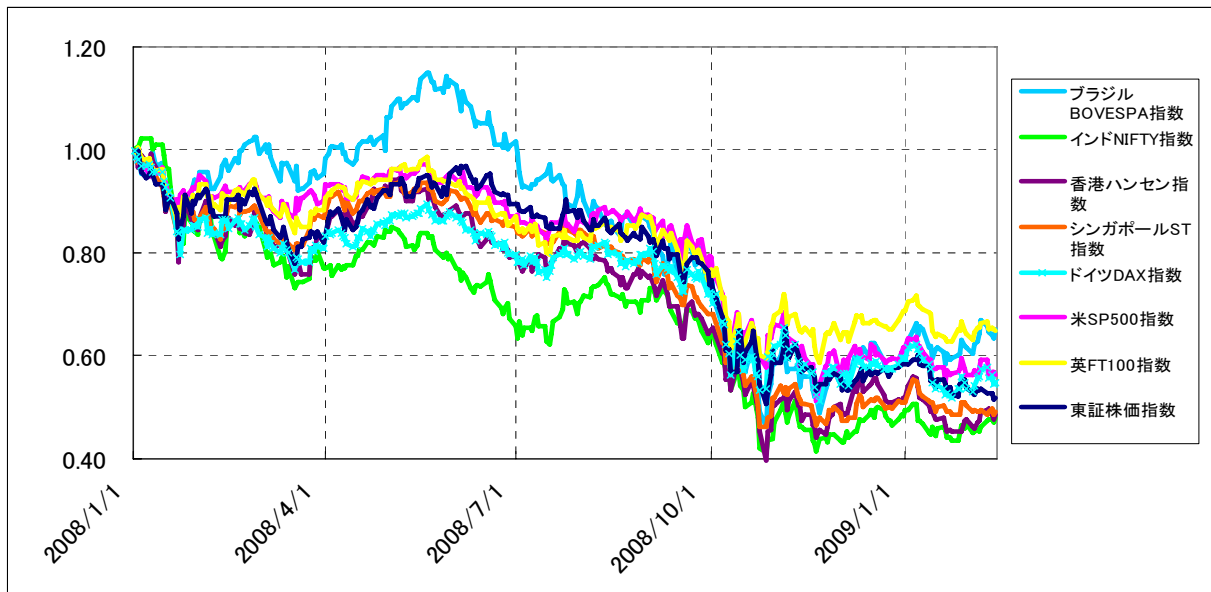
この方法は韓国では非常にうまく機能し、仕組みが終わった3年後には、政府は当初銀行救済のために予定していた予算の一部を支出するだけで済み、公的負担を抑えることができた。新たな所有者のもと、経済状況の回復とあいまって、多くの不良資産はワークアウトにより処理が進み、価値を回復することとなった。振り返ってみれば、この方法が納税者にとっては最も良い解決方法であった。あちこちで政府支援銀行が資産の叩き売りを余儀なくされる過程で、新たな投資家が超安値のバーゲンで資産を買い取り、経済状況が回復したときに大儲けをするのに比べると、この方法であれば、投資家が“濡れ手に泡”の法外な儲けを得ることはなかった。我々は、銀行を建て直し再活性化させ価値を向上させることで利益を得たのであって、納税者を犠牲にして引き継いだ不良資産を利用して儲けたのではない。韓国政府と我々は、最終的に5年後に銀行が回復し再度売却されたときに、双方とも多くの利益を実現することができた。…(中略)… ガイトナー氏は、韓国のこの例から方法を学ぶことで、金融機能を再生することが出来るだろう。(訳文抜粋おわり。西田)

Global Markets (2月9日～2月13日)

1. オーバービュー

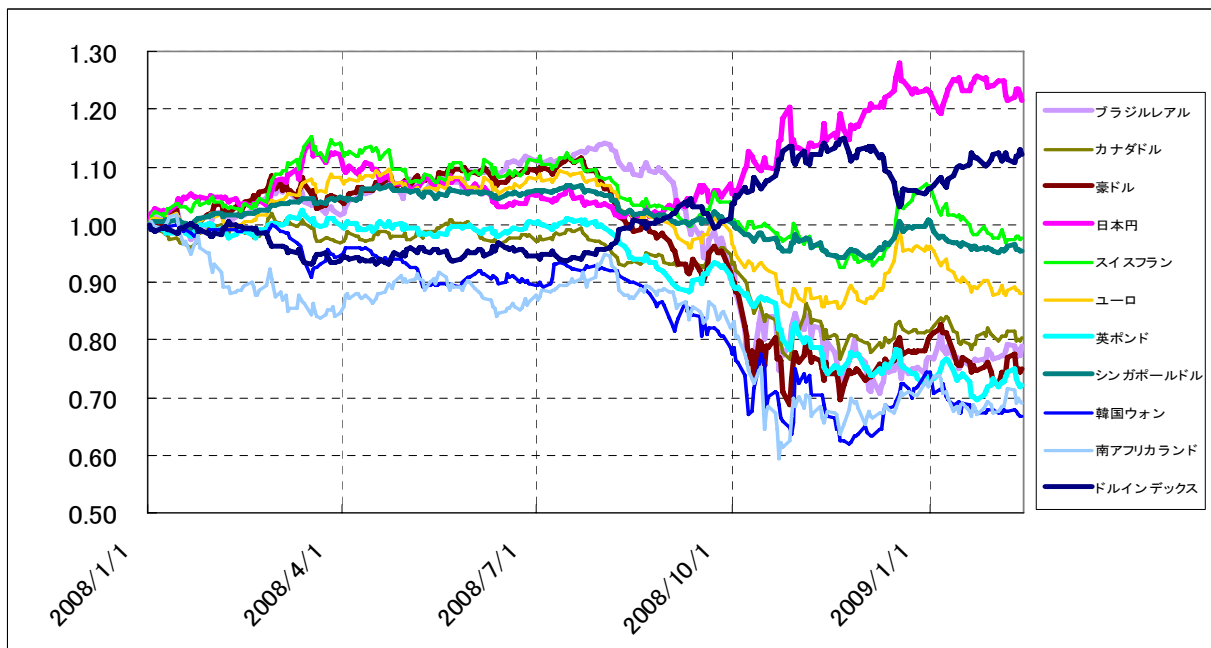
米国の金融機関救済策を巡り、期待が膨らんだ分失望感の広がりも大きくなったが、景気対策法案はかろうじて両院を通過、株価も何とか持ちこたえるという展開となった。今回の米国発金融危機がグローバルに伝播する中、スーパーパワーとしての米国の退潮を指摘する論調もあるが、これまでも米国は多くの失敗を重ねる中、その度に失敗から学び、あらたなチャレンジに取り組み、克服してきたところにこの国の強さがある。そして行き過ぎるのもまた米国である。日本も総悲観の中で停滞している状況ではない。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

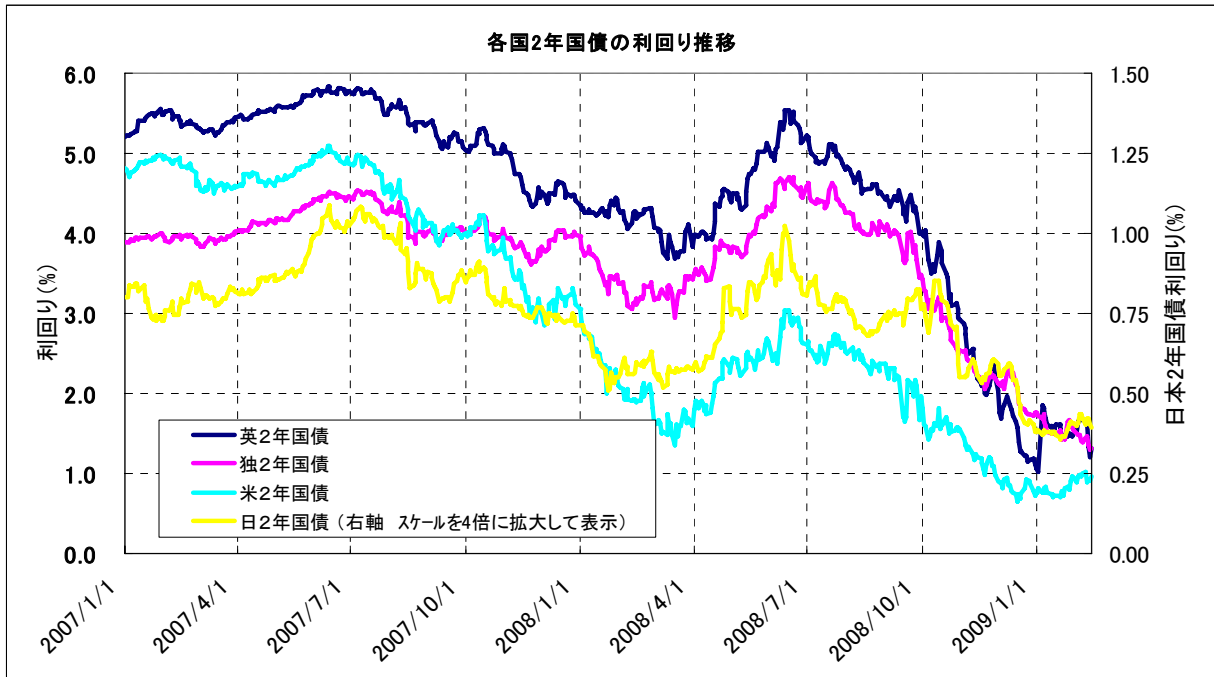


為替はドルの不安定化への懸念をはらみながらも、米国頼みもまた真なりという中、もみあいが続いている。

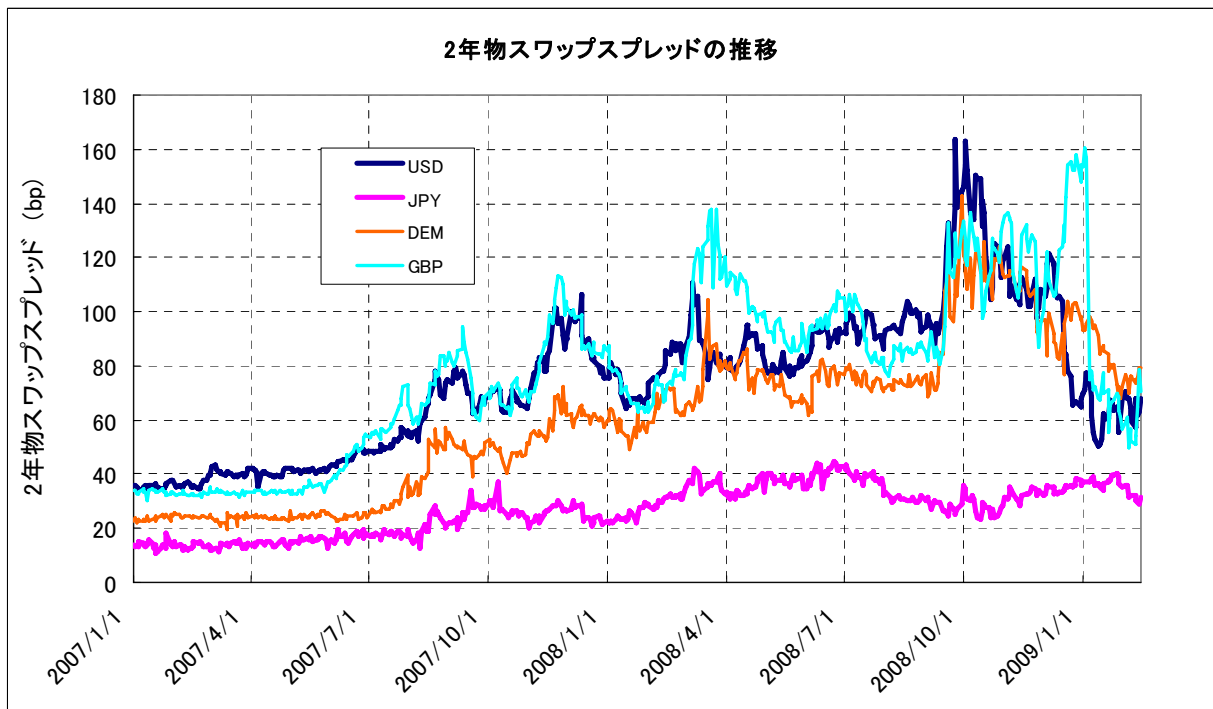
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



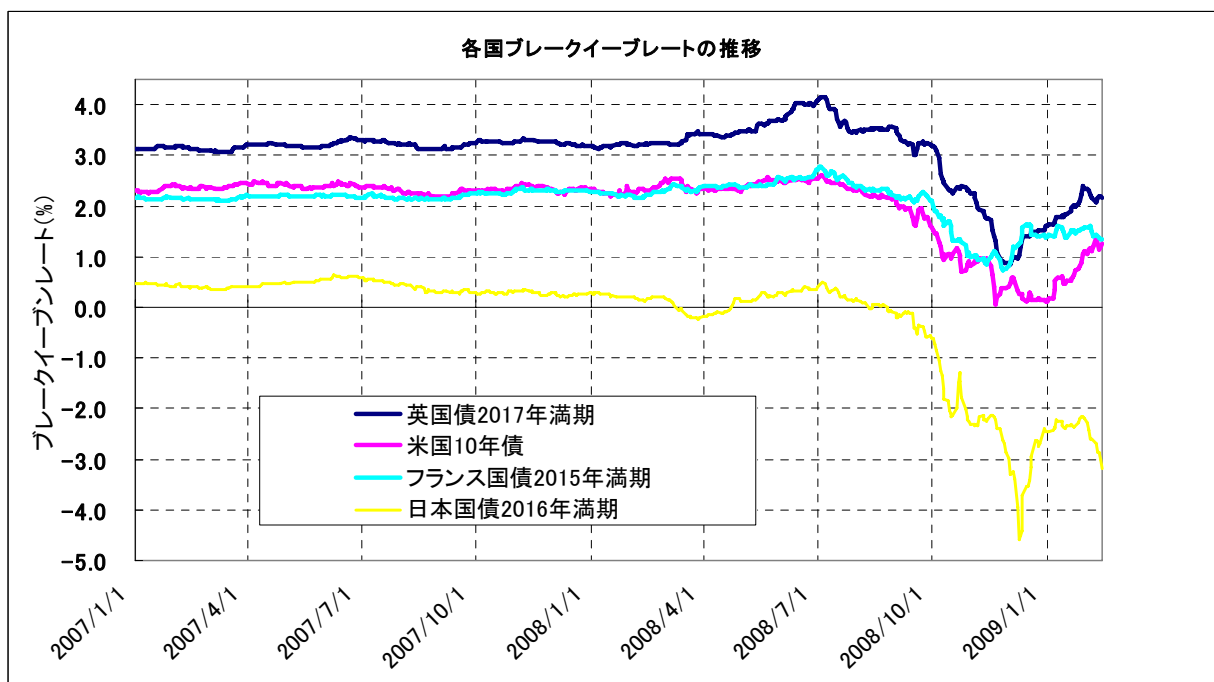
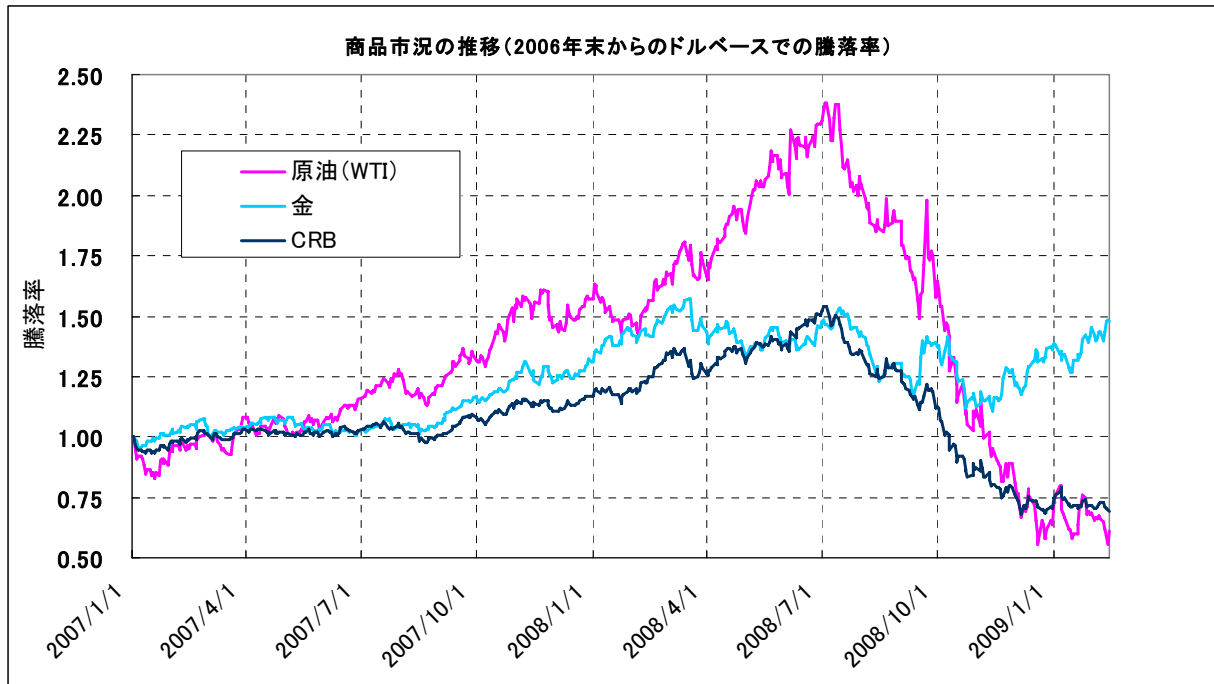
債券市場ではグローバルに金融不安の再燃と欧州でのリセッション懸念の強まりを背景に、買い戻しの動きが広がった。ただし米国債は大量入札を消化する中、市場の需給懸念は根強く週末にむけて再び利回りは上昇する展開となった。



英国ではスワップスプレッドがやや拡大。



金の底堅い推移が続いている。ブレイクイーブレードは日本を除き、足元のデフレと、非伝統的手段による緩和政策、そしてその後に控える出口戦略の困難さを意識したインフレの可能性なども織り込んだ均衡水準を模索しつつある。(末永)



2. 資金市場～BOE量的緩和を示唆

BOEキング総裁がインフレレポート発表後の記者会見で、極めて悲観的な経済見通しを示し、今後の量的緩和への取り組みの可能性を示唆するなど、市場の予測以上に踏み込んだ姿勢を示した。ただし英ポンドのOISスプレッドはやや拡大。(末永)

