

GCI Global View

2009年7月27日

【目次】

● リスクマネジャーの役割	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.5
2. 資金市場	P.8

【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

リスクマネジャーの役割

リスクマネジャーがリスクテイクカーに雇われているという現実

以前この欄で紹介した、“あるリスクマネジャーの告白”（2008年8月9日号 economist 誌）を再度引用します。この中で、某投資銀行のリスクマネジャーは、「自分の警告を経営陣が無視してビジネス側の優先順位によりビジネス拡大を推し進めたため、誰も過大なリスクに対して警告を聞き入れる者がいなかった」と証言しています。（ちなみに匿名記事でした）

これは人間の強欲が理性を抑えつけて今そこにある収益機会をとりについた過程を表すエピソードになりますが、本来は機能するはずのリスクマネジャーの論理的思考がそれほど重用されていない現実はさびしいものです。考えてみれば、数学的知識と理解に優れた人材がリスクマネジメントに従事する理由というのは、彼らの数学的、統計的事務処理能力だけではなく、数学能力に代表される論理的思考の能力であり、投資意思決定がややもすると感情的に決められてしまうことに警告を発することにあります。その意味では、数量的分析という投資の一側面だけに彼らの能力を限定的に押し込めてしまうのではなく、「これがこうなったらああなる」という論理的な思考プロセスそのものに利用したほうが良い、ということになります。ビジネスパーソンであれば論理的思考、客観的思考というトレーニングをそれぞれの場面でやってきているので当然ということになるのかもしれませんが、組織を見渡していただくと、とても論理的に考えているとは思えないような経営判断や人事がされていることが多々あります。これは何も日本の組織に特有のものではなく、人間の集合体が会社という組織である限り、組織人の本性である権力欲や名誉欲を源泉とする感情的意思決定が日常茶飯事になっているということです。また組織の論理というのは個々の社員の論理的思考を超えた意思決定につながるもので、たとえば国内の名だたる機関投資家や基金の投資意思決定が「渡辺さん（仮名）の息がかかっているから」だとか「竹下さん（仮名）が強力に推しているそうだから」という理由で、通常状態ならばとても投資しないようなファンドに投資したケースが複数あることも知っています。（担当者が不条理を嘆きながら話すのを聞くと、そこには嘘はないと思います）

すぐれたリスクマネジャーは数量分析を過信するのではなく、その有用性、有効性を理解しているからこそその限界についても理解しています。「過去のリターン実績は将来のリターンを保障する指標にはならない」というのはプロの投資家にとっては当然の認識ですが、トラックレコードには運用者の活動の結果が表れるので、その運用の巧拙は如実に表れます。以前この欄でお伝えした通り、弊社ではトラックレコードはファンド分析、評価におけるある一面を表すので有用ですが、それよりも重要な要素があると考えています。トラックレコードがあれば、そこから推測できる戦略の優位性や運用者の競争力の検証に役に立ちます。つまり、投資評価、判断に至るまでに議論すべきポイントを注意喚起するという意味で非常に有用です。そこからより客観的、多面的な評価を行い、包括的ですがすぐれた投資判断ができるのが理想的です。

現実の業務に即した役職の定義

弊社でも長らくポートフォリオ・マネジャーが最終的な意思決定するという体制を敷いてきましたが、業界全体としてここまで業務の細分化が進む中、単にリーダーシップという理由だけで、一人がすべての最終意思決定の権限を持つという体制に疑問を問いかけてきました。それぞれの業務分野で専門化が進んでしまうと、現場に一番近くしかも最新かつ最良の方法論を備えたプロの判断を重用するほうが現実的です。この意味では、かつてポートフォリオ・マネジャーという役職名で一括りにしていた業務の価値はプロジェクト・マネジャーや、投資委員会でのチェアパーソンという形でそれぞれの場面でのディレクターシップという形で発揮されるべきでしょう。単に言葉で役職を定義する遊びをやっているわけではなく、組織にありがちな曖昧さを排除し、協業という枠組みの中で現実的に即して定義し直しているという意図をご理解ください。すでに話の流れからお分かりかと思いますが、リスクマネジャーが最終的にポートフォリオを管理して、彼が承諾できない投資配分は執行しない、というのがリスク管理上の規律（ディシプリン）になります。もちろん議論による多面的な考慮を解決に生かす過程では、必ずしも常に白、黒のはっきりした判断ばかりというわけにもいかないというのもまた現実です。この場合はもともと意思決定のプロセスにおける重要要素と判断の方法論について事前にメンバーの共有認識があることが必要になります。これまでもオペレーショナル・デューデリジェンスで「No」であれば最終的に投資できない、といった規律が一般的であったと思いますが、その体制があったからといってマドフによる詐欺を防げたかどうかは確信が持てません。体制としても内容としても優れているはずの有数の機関投資家が相当な規模で引っかかっている現実を直視すべきだと思います。

ちなみに「マドフには投資してはいけない」という優れたアドバイスをした人たちの根拠は、投資デューデリジェンスの中で論理的に考えるとありえない結果が表れている、と理由づけていたはずなので、ここでも役に立つのは論理的に考える能力であり分析能力を発揮したということになります。これは大手が人海戦術によりデータが集められるから優れているのだとか、インフラが整っているからという理由ではなく、「定義し、数量化し、分析する」というアナリスト的な分析能力と、感覚的、経験的に「もやもや」を感じ取りそれを説明できる能力をあわせもっているからこそできることであり、高く評価されるべきです。

リスクマネジャーの成功報酬？

ファンドマネジャーやポートフォリオ・マネジャーは一定のターゲット以上の超過リターンに対する成功報酬を得る形で投資家とのインセンティブのアラインメント（同列化）をしている、というのは業界の常識です。では職種としてのリスクマネジャーには同様のスキームは設定可能でしょうか？

投資運用に関する知識や能力的には運用者とリスクマネジャーが持つ能力はそれほどの大差がないというケースを多く見受けます。むしろ投資銀行の敏腕自己トレーダーが自社のリスクマネジャーとして目利き力を生かす、といったケースもあるくらいなので、トレードにしる、ファンド運用にしる、いずれの場面でも付加価値は高いと考えてよいでしょう。ところが前述の引用でも明らかな通り、ビジネス側の優先順位が高いため、リスクマ

ネジャーがリスクテイカーの傘下で意思決定の優先順位が低かったり、実質的にリスクテイカーに雇われる形で発言力を抑えられたりしているケースが多く見受けられます。

銀行の融資業務の経験がある方であれば理解いただけると思いますが、かつて都市銀行の審査部には“うるさ型のオヤジ”が必ずひとりやふたりは居て、融資案件の妥当性に目を光らせていたものです。若い担当者はこれらの担当者から罵倒されながらも彼らの経験値をOJTで学び、次の世代の“オヤジ”となっていくものでした。彼らに共通していた職業的性質をその思考に求めると、首尾一貫した論理的思考とリスク・リターンの優れた感覚であるということになると思います。また、その行動は歯に衣着せずに経営陣に物申すという、信念に近いものが反映されていたと思います。融資業務を本業とする銀行であれば、それらの優秀な人材の意見の採用や登用についても、彼らのパフォーマンスについての評価基準も相当に考え抜かれたものになっていることは想像に難くありませんが、こと投資業界においてはいわゆる“party pooper”（パーティを白けさせることを言う人）と捉えられることが多いのは残念です。

確かにリスクを抑制することにのみ目を向けて、「何も問題が生じない」ことを評価基準にしてこれを目的化してしまうと、リスクを「管理」するのではなく、「排除」することに専念してしまい、「コンプライアンス不況」のような事態に陥ります。また単にリスクを計測することだけがリスクマネジャーの役割ではありません。「過大なリスク」、「期待し得るリターンに見合わないリスク」、「あまり他の人が気に掛けていないリスク」、「いつ起こるか明らかではなく、場合によっては起こらない可能性もあるものの、一度起こるとなると甚大な悪影響をもたらすリスク」、このようなリスクに眼を光らせ、警告を発し、リスクを制御する最後の砦としての役割を演じつつ、「これならOK」という許容し得るリスクの基準を示し続ける能力がリスクマネジャーには求められます。“うるさ型のオヤジ”の説教は普段は鬱陶しい存在であったりもしますが、後になって「なるほどそういうことだったのか」と唸られることが多いように、リスクマネジャーの役割を短期的な成果のみで測定するのは困難であり、また数値化した目標設定というのも無理があります。このように中期的なパフォーマンスを総合的に評価することが必要となるリスクマネジャーと、短期的な成果を数値で求められ、その成果に対してインセンティブが与えられたリスクテイカーという非対称の存在を共存させるにあたっては、組織としてはリスクマネジャーにより重きを置き、かつそのような役割とステータスにふさわしい人物を配することが肝要となります。

現場でどれだけの議論をしているか

ファンドの調査担当をされている方なら、「リスクマネジャーの権限は大きいので拒否権をもっているのが当たり前だ」とおっしゃる方がいるかもしれませんが、実際にヘッジファンドの運用経験がある方なら、組織内の政治力と声の大きさによって実質的な資産配分まで決まってしまうという、集団思考による組織的意思決定の現実を理解いただけたと思います。ヘッジファンドでは多くの場合ファンドの運用者はその運用会社の設立者兼大株主であることが多く、実際にはその人がすべて決めてしまいます。ファンドオブファンズの場合は、集散的な知恵が付加価値になると顧客も理解してくださるので、上記のようにポートフォリオ・マネジャーの業務範囲を現実に即して見直したうえでの職務権限のバランスをとることができます。反論としては「だれか一人が最終的に判断の責任をとると決まっていないと、責任の所在があいまいになる」という言い方があると思いますが、目的

意識のはっきりしたプロジェクト運営がチェアパーソンの適切な議事運営によって行われていれば、多面的な議論を通じて説得力のある意思決定をすることは可能です。コンセンサスに至らない場合でも十分な調査と多面的な議論を尽くしたと納得できるものであれば、相応の質を伴った投資判断になるはずです。投資委員会に参加する人たちの経験、能力や職業的成熟性（冷静に論理的な会話と議論ができるか）の問題をクリアしていることは当然として、ここでは一定レベル以上のプロフェッショナリズムを前提としてお話をしています。むしろその運営能力があるので、ファンドオブファンズの運営に付加価値があるのであって、優良な相対的リターンによりその結果があらわれるべきということになります。

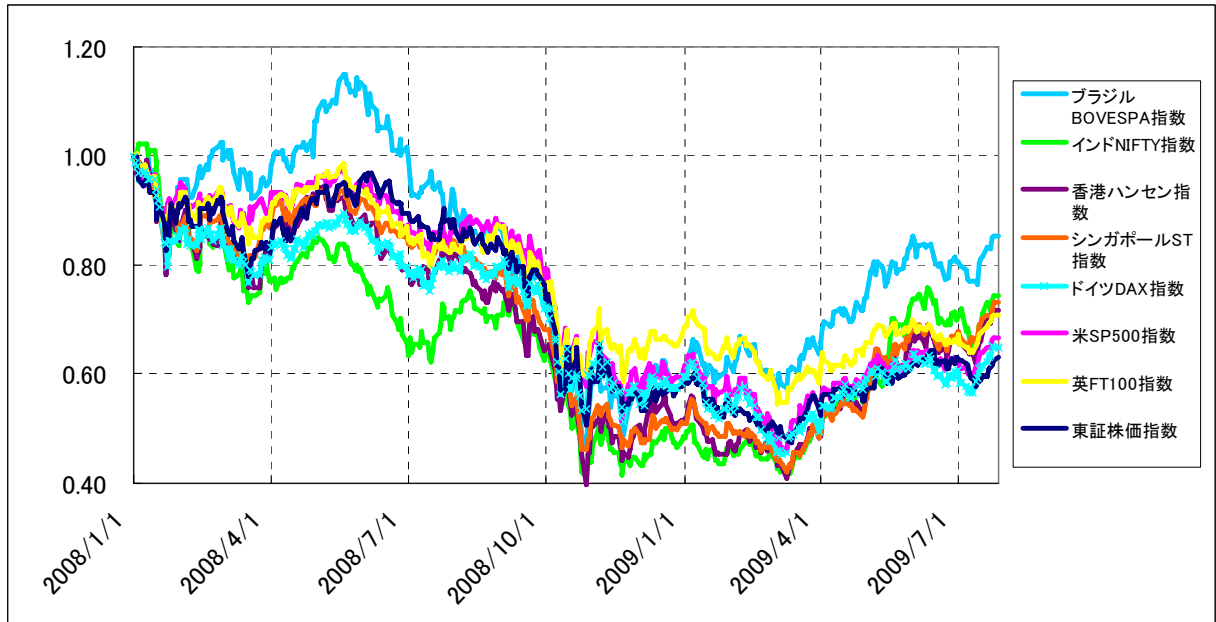
（インベストメント・チーム）

Global Markets (7月20日～7月24日)

1. オーバービュー

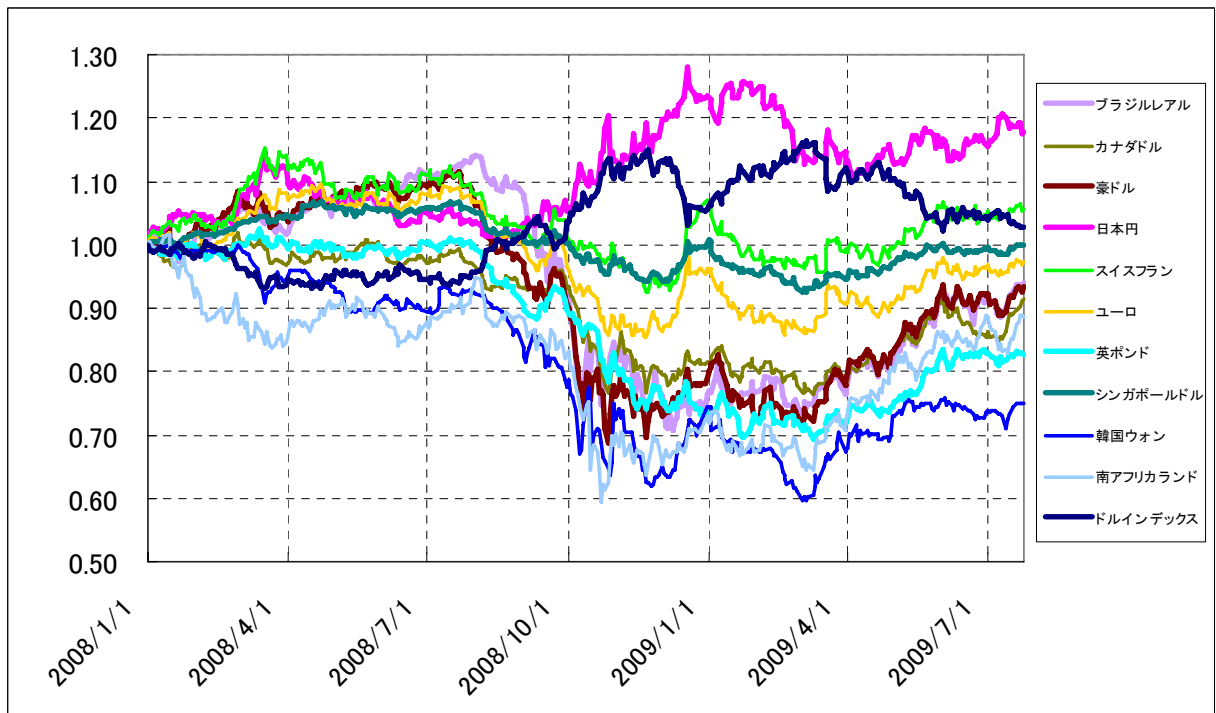
企業業績の改善傾向が続き、株式市場は続伸、新興国への資金流入も継続。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

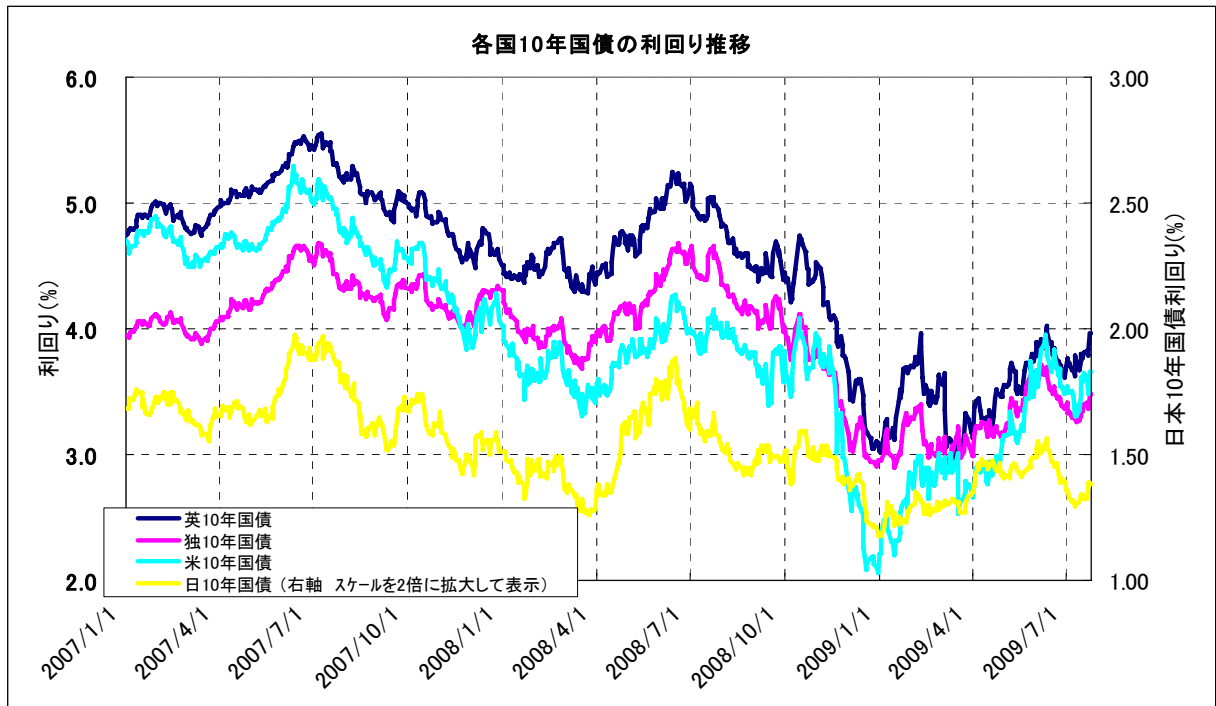


ドル円は小動きながら、資源国通貨への資金流入が継続。

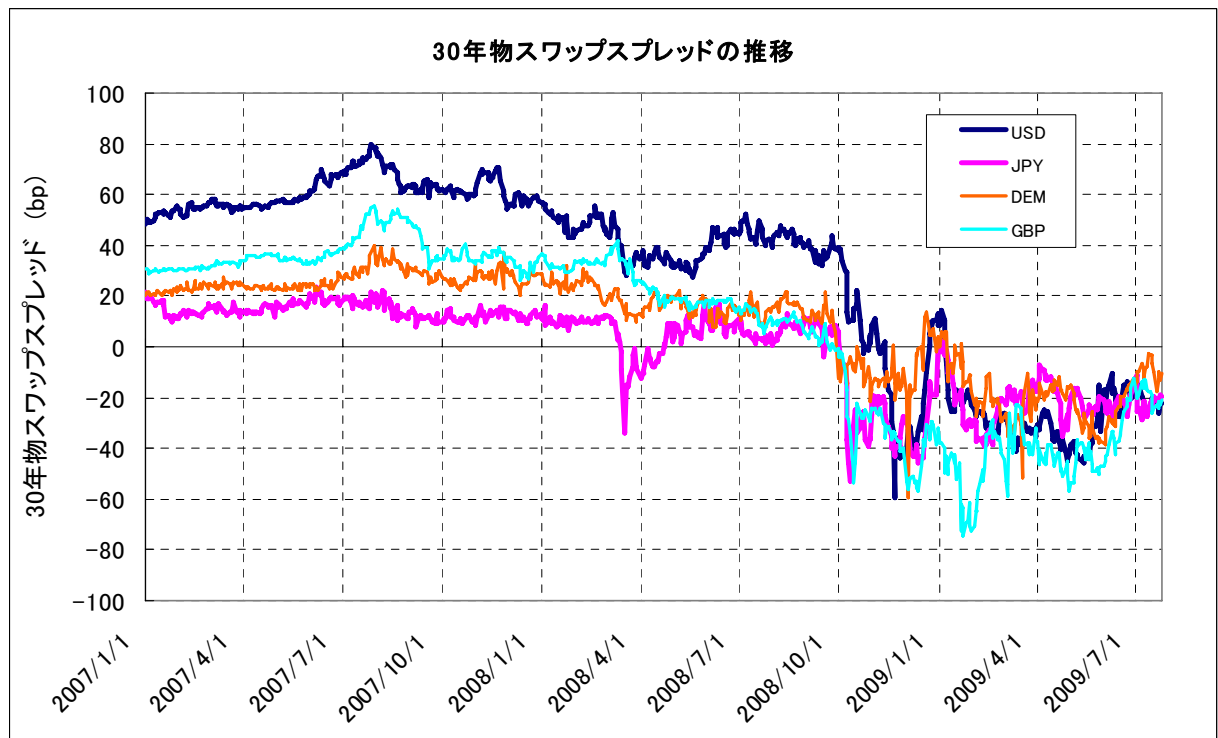
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



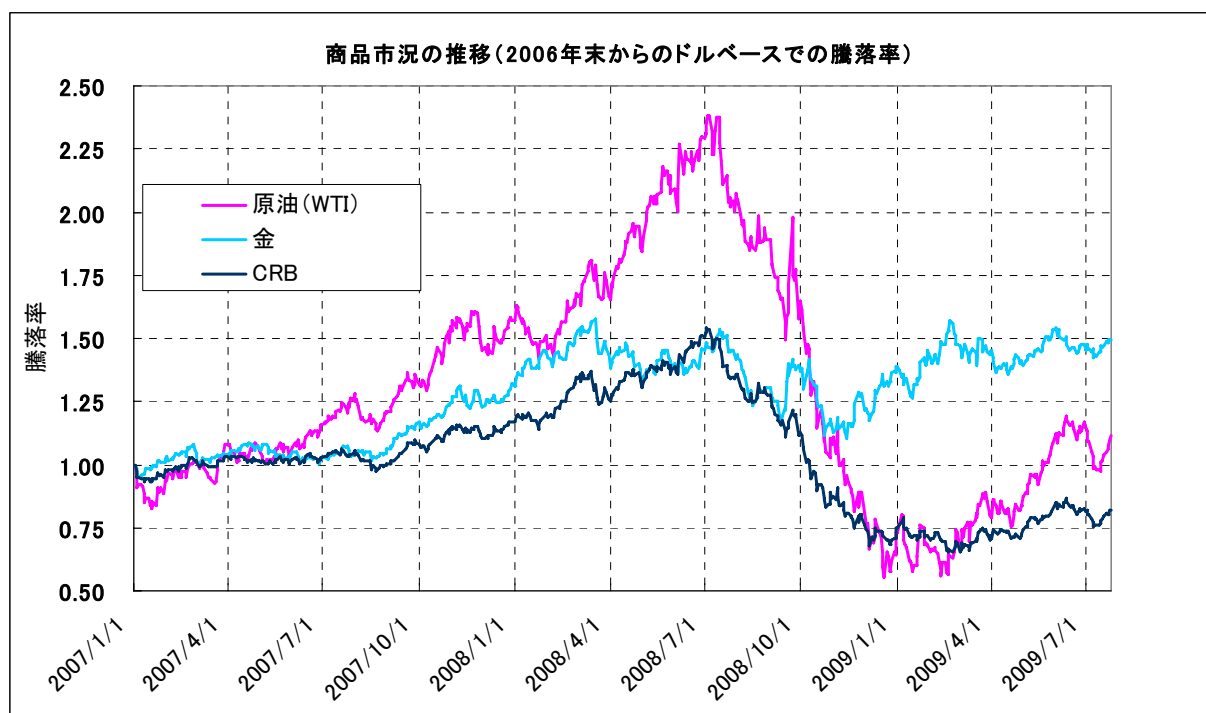
株式市場の上昇を睨みながら債券市場は調整モードが続いた。



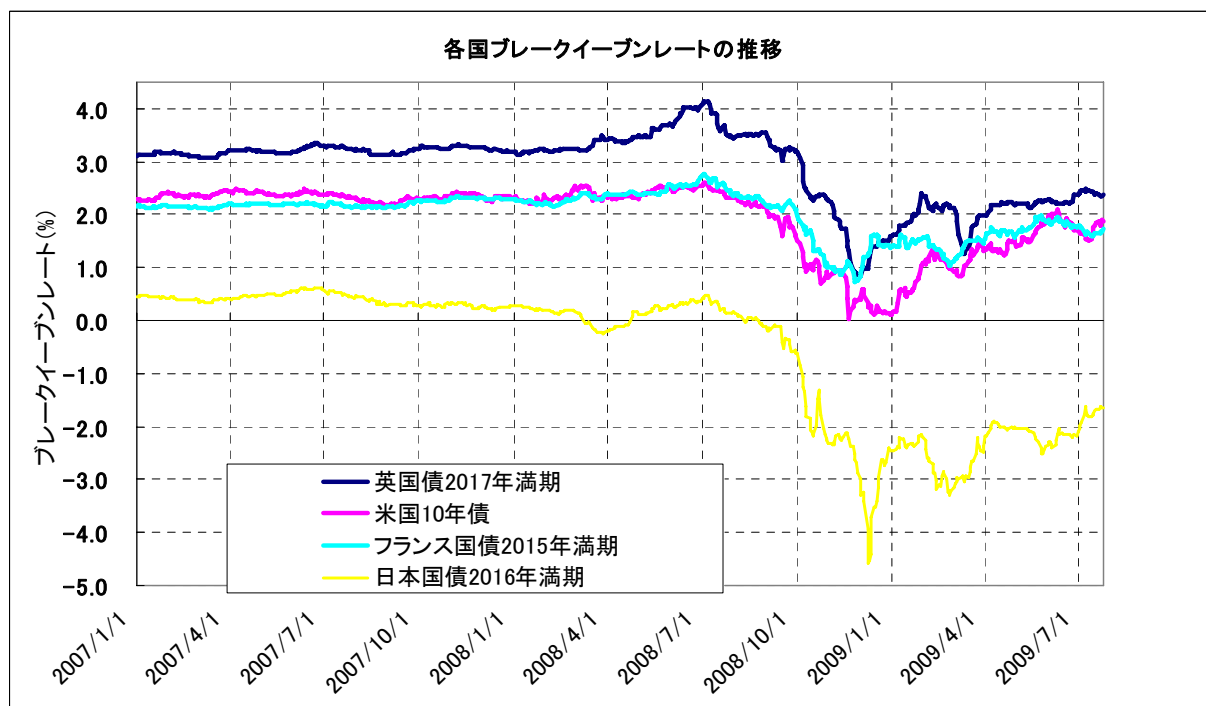
30年物スワップスプレッドは小動き。



資源国への資金流入を反映して原油への資金流入が継続。



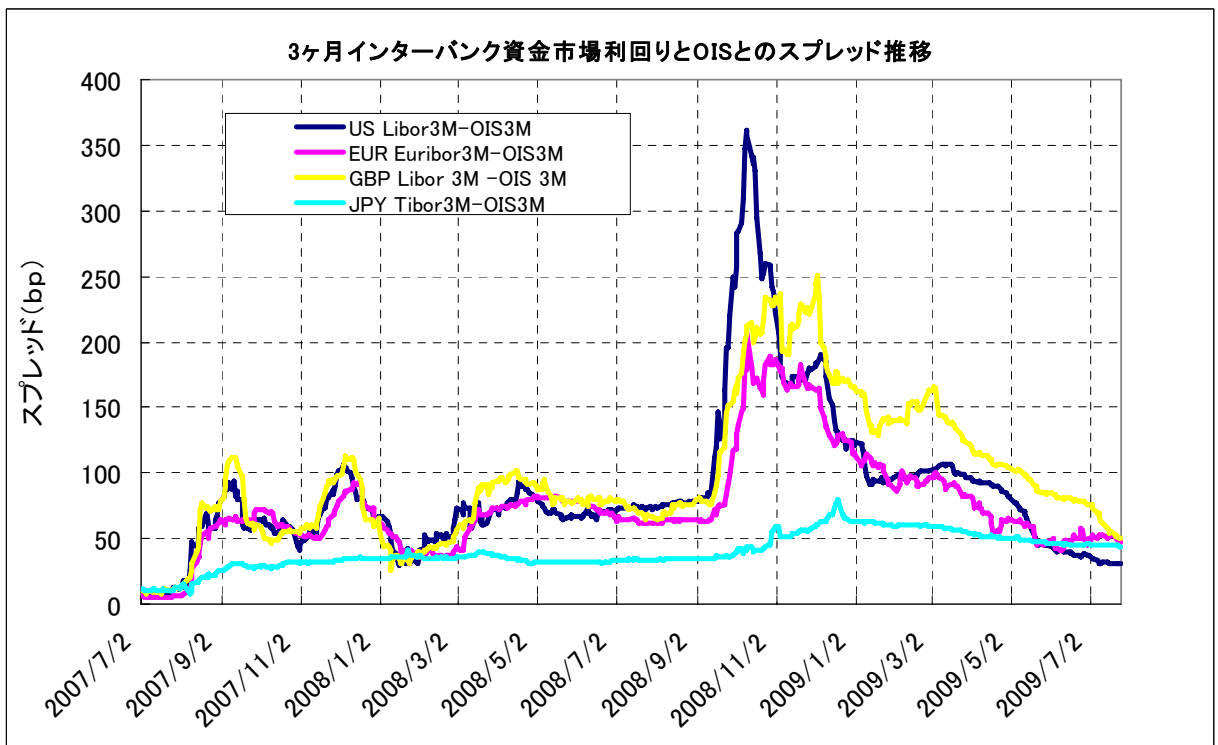
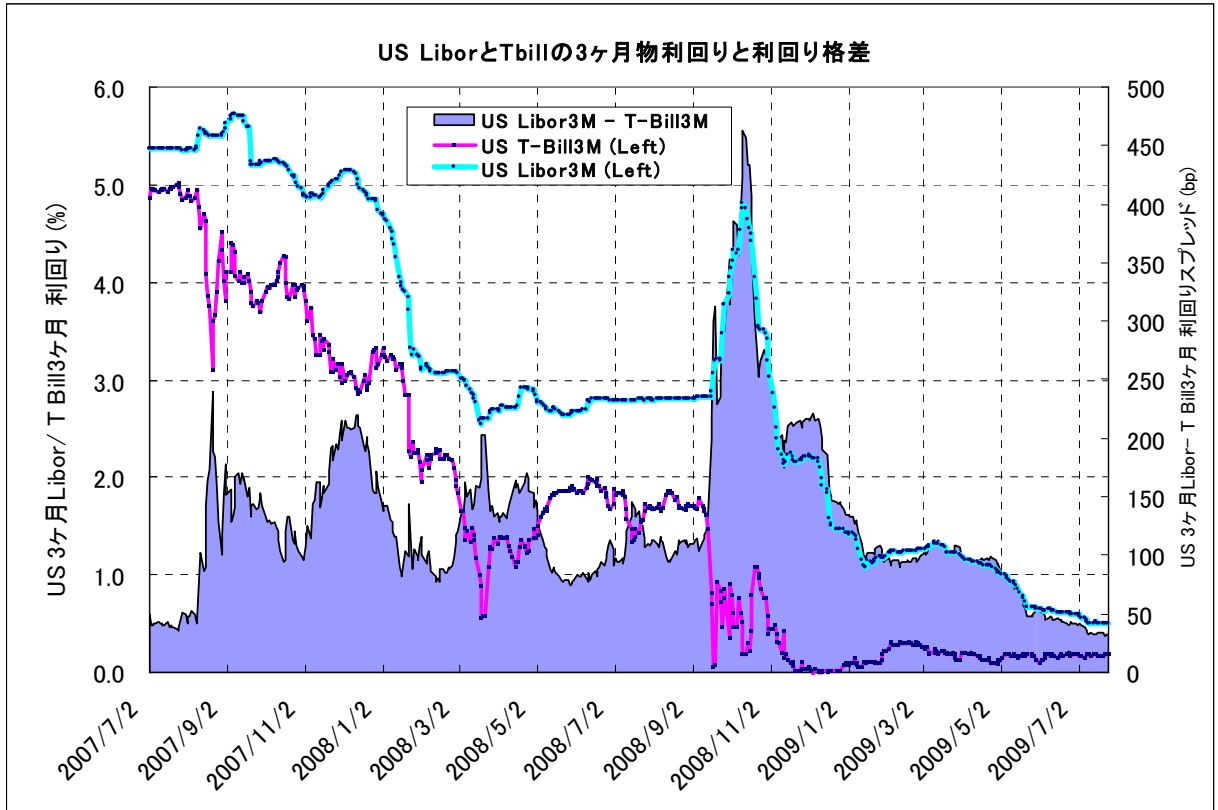
日本のブレイクイーブンレートのマイナス幅がやや縮小。



(末永)

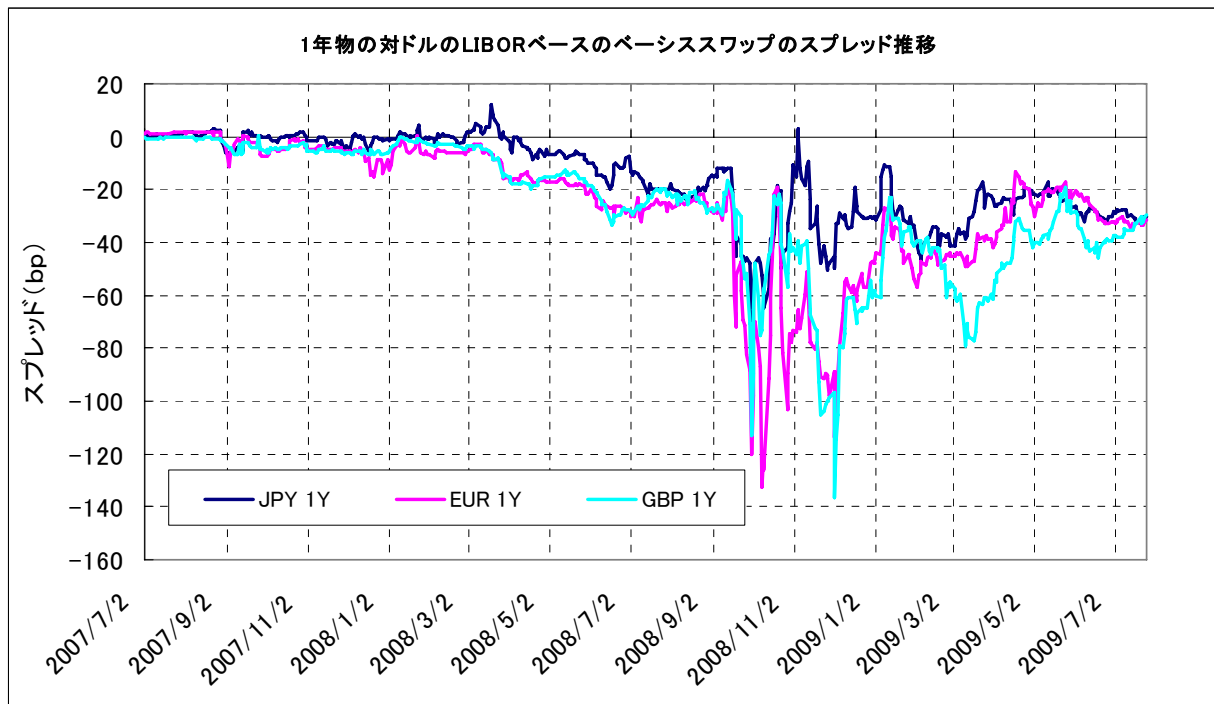
2. 資金市場～欧州の調達コスト低下継続

ドルLIBORはほぼ変わらず。欧州での低下傾向が継続。

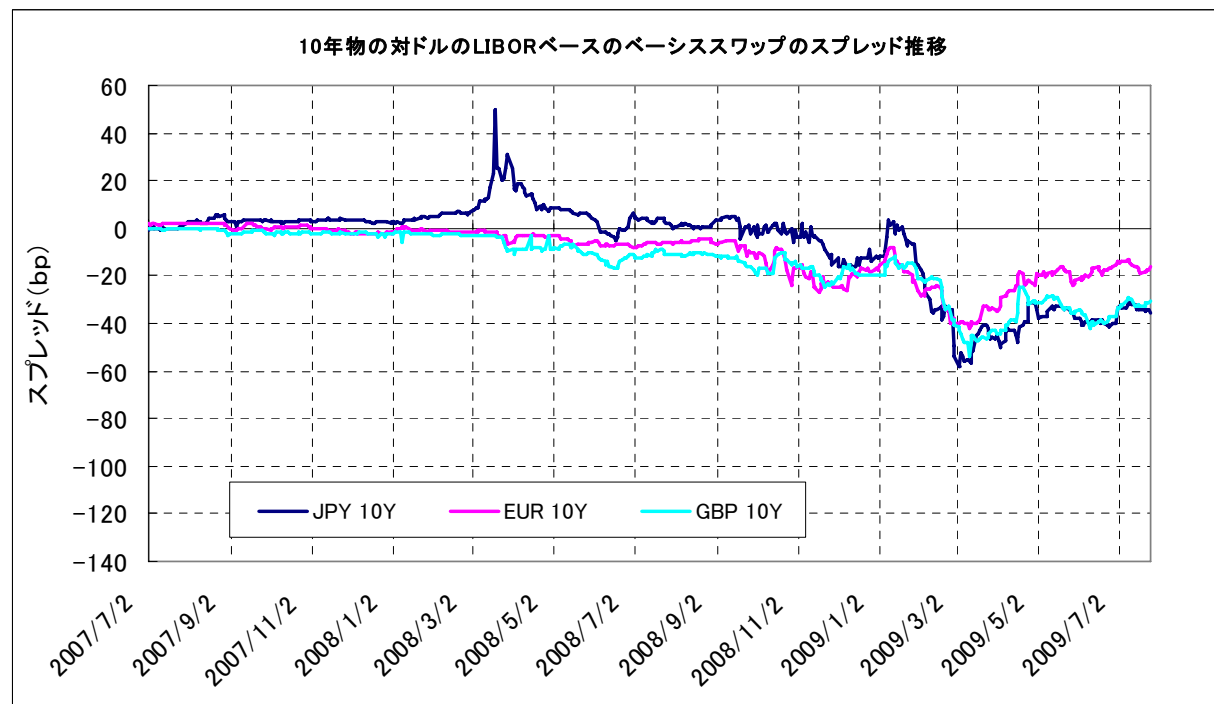


ベーススワップスプレッドもほぼ変わらず。

【1年物】



【10年物】



(末永)