

GCI Global View

2009年8月17日

【目次】

● ファンドが投資銀行業務を代替する	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

ファンドが投資銀行業務を代替する

以前この欄で、投資銀行の機能がファンドに移っている現象をお伝えしたことがあります。その中で、「優秀な頭脳が投資銀行業界からファンド業界に移っている」という表現でその兆候をいくつか紹介しました。今回はその兆候を紹介しながら、業界ダイナミクスが変わる局面での付加価値創造について考察してみたいと思います。

8月11日のウォールストリート・ジャーナル(WSJ)の記事("Distressed Takeovers Soar" BY MIKE SPECTOR AND JEFFREY MCCRACKEN)で、米国のかつての主要メーカーやアパレル企業のM&A案件についての解説が掲載されていました。それによると、もはや投資銀行が必ずしも中心的に介在しなくても、弁護士や会計士がファンド側と協業することにより、ディールが成立するような状況が報道されていました。

前述の例では、債券ファンドの投資家が、いわゆる“デット・エクイティ・スワップ”により、実質的なM&Aを遂行する、という事例を挙げています。これは、以前からある手法なので、それほど珍しくも無いのですが、「乱世」でのM&A遂行の手段として、通常の株式交換や現金買い付けだけでない手段や、それらの組み合わせによる手法が今後も続々と出てくることでしょう。

金融市場がバブルの状態にあり、“成長”という定義の曖昧な魅力に過大なプレミアムを付加する市場状態にあれば、金融エンジニアリング的な大型M&A案件が増えることは予想に難くありませんが、実質的な付加価値を大きく生み出すM&Aでは、企業間で何らかの能力を売買する、というのがその本質で、それを成長という言葉で表面的な成長率に落とし込もうとするところにもともと無理があるのかもしれない。金融業界以外の実業界の方に尋ねると、本当にその業務を熟知している人でなければ、同業者の持つ能力そのものを正しく把握し評価することはできない、と反論されるでしょう。仮にファンドがかつての投資銀行業務の一部を果たし、そこに付加価値を見出すとすれば、そのソリューション提供能力がうまく活かされることは当然として、当該事業の特性と、金融市場の特性とを共に理解した上で、各利害関係者にメリットをもたらすことになるはずで、ファンドはあくまで、投資家にリターンをもたらすことで付加価値を上げるのが本業であるので、これらの業務やソリューションがファンドリターンの形で実現されること、さらにそこに何らかのオリジナリティや存在意義が見出せることが事業分野伸長のための大前提になります。

この意味では、投資期間や収益を上げるための時間軸をどこに設定するかによって、組織的な仕事のやり方が相当に変わってくることは理解できます。これは組織内での評価、報酬体系にも関わる問題なので簡単には結論できませんが、一般にセルサイドと呼ばれる証券、投資銀行業界のほうが、バイサイドと呼ばれる運用業界よりもこの期間が短いという認識には誰からも異論はないはずで、このため中長期的な見方で顧客価値を考えるバイサイドに、かつてのセルサイド的な創造性が加わることは新たな業界の可能性を感じさせるとともに、短期的な“市場のテーマ”を巧みに利用して事業拡大や預かり資産の拡大を

目指すだけでは、長期的な付加価値は達成できないであろうことが分かります。

業界ダイナミクスの変化

かつて90年代に、“ディスインタミディエーション（金融の非仲介化）”により、間接金融から直接金融への大きな業務シフトが起きたときには、直接金融業務の存在意義が大きくなり、後に大手商業銀行が投資銀行業務に参入するための規制緩和(1999年の米国グラス・ステイーガル法撤廃)の動きにつながりました。また、その頃日本国内の大手証券会社は、空前の手数料収益を挙げた前後の余韻を残しながらも、組織モラル低下が明らかになり、行政処分を相次いで受け、相当の社会的制裁も受ける状況でした。その当時、ある米国投資銀行の幹部は、日本の大手証券会社の収益力に驚嘆しながらも、高い手数料率とリテール顧客の回転売買に依存したフロービジネスの弱点を見抜いていました。その後、彼らはヘッジファンド向けの貸株業務と金利収益による、プライムブローカレッジを立ち上げることで、商業銀行業務に近い分野での新たな戦略的な動きを加速させました。

今般、ファンド業界全体が“デレバレッジ（レバレッジ解消）”と規制強化により大きく縮小する中で、賢明に生き残るファンドは本業の最も強い部分を活かしながら、財務体質やインフラなどの足元を固めています。ヘッジファンドが投資銀行業務をファンド組成や関連業務に活かすのも、人材が持つ経験や能力をファンド運用だけにとどまらずに活用するという動きにつながる可能性があるため、これは非常に興味深いとして注目しています。

ファンド・オブ・ファンズとしては、例えばシングルファンドの運用のみを目的として設立されたはずの運用会社で、その社員が生き残りか何かの理由のために付随業務を行うというのは許容できない現象です。ただし、上記の業界ダイナミクスの変化を捉えて、新たなファンド組成に関わるアイデアを創出することについては、問題解決能力を持つ運用者とともに、新たな付加価値を生み出しうるファンドの創設のアイデアを積極的に議論していきたいと思えます。言い換えると、これまで投資銀行が行ってきた業務の一部を、ファンドの形態で同様の能力を持つ組織が運営し、業務収益をファンドリターンという形に転化する、ということになります。これまでの投資銀行の収益力の高さを考慮すると、この動きは注目に値します。すでに中小規模の不動産貸し出し業務のファンド化や、資本市場業務のファンド化はあちこちで見かけますが、今後もいくつかの分野で新たなファンド組成がありえます。

実のところは、ヘッジファンドの運用者も、FOHF業務を行う弊社社員も、かつては商業銀行や投資銀行などで、同様の金融業務を経験してきた経緯があるため、“同じ感覚”または“同じ言語”で話すことが出来ます。投資銀行が本来持つ知識創造の方法論と手段は相当に優れているので、一般企業活動におけるファイナンス絡みの案件ではその専門性が発揮されます。それらの業務に携わった経験のある人たちは、論理的思考や細部への注意力という意味において非常に優秀であることも実証されています。問題は組織的な評価報酬体系と業界の競争体質にあったようで、せっかくの付加価値創造能力が、自社の収益拡大に軸足を置いた範囲で使われていたこととなります。投資家だけでなく、企業側にも長期的な視点で付加価値を産み出すには、実はファンド側にいる我々のほうがその役回りに適している、という言い方は大胆ですが、一理あるとも思えます。

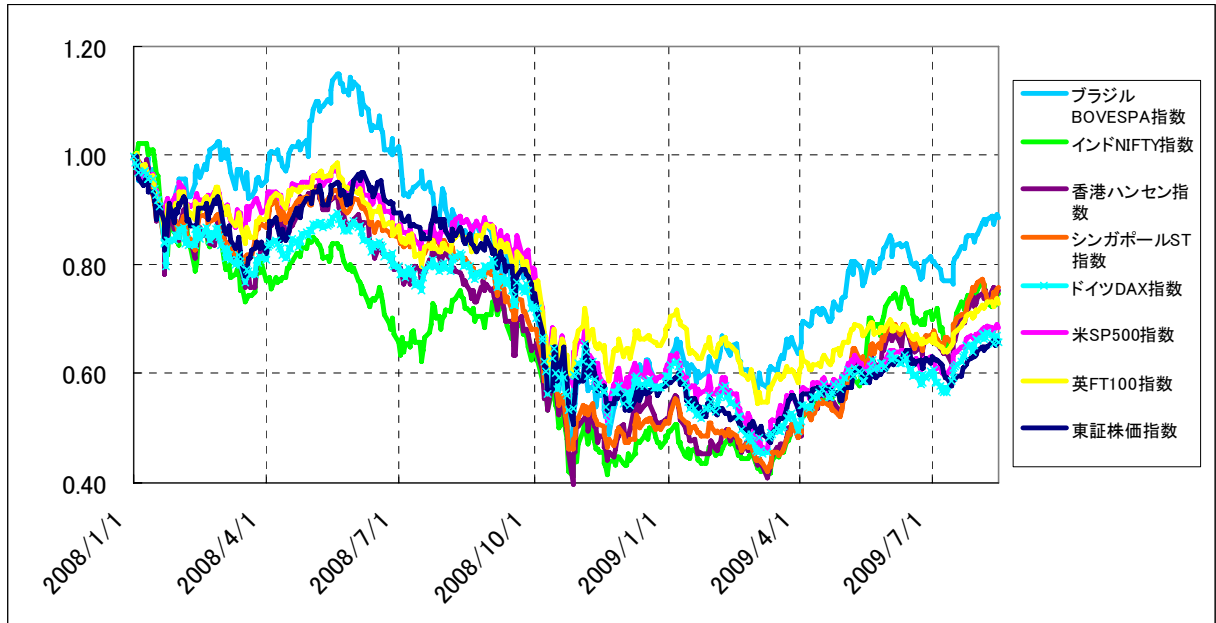
(インベストメント・チーム)

Global Markets (8月10日～8月14日)

1. オーバービュー

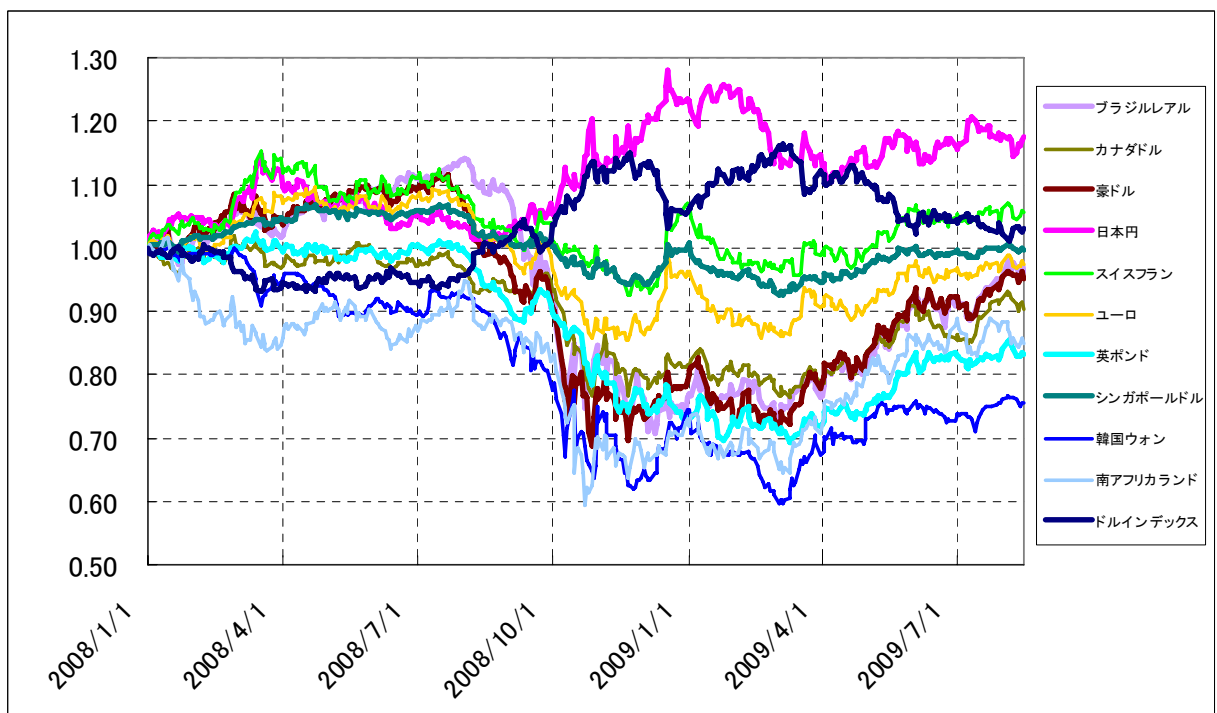
米国では消費のセンチメントと小売上の弱さが再認識された中、先進国の株式市場は次なる材料を模索しながらのみみ合いとなった。企業業績はコスト圧縮と在庫調整により4-6月での回復をみたが、この先の成長ストーリーは未だ描けていない。これまで過熱ぎみに上昇してきた中国国内株式市場では大幅な調整が進んだ。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

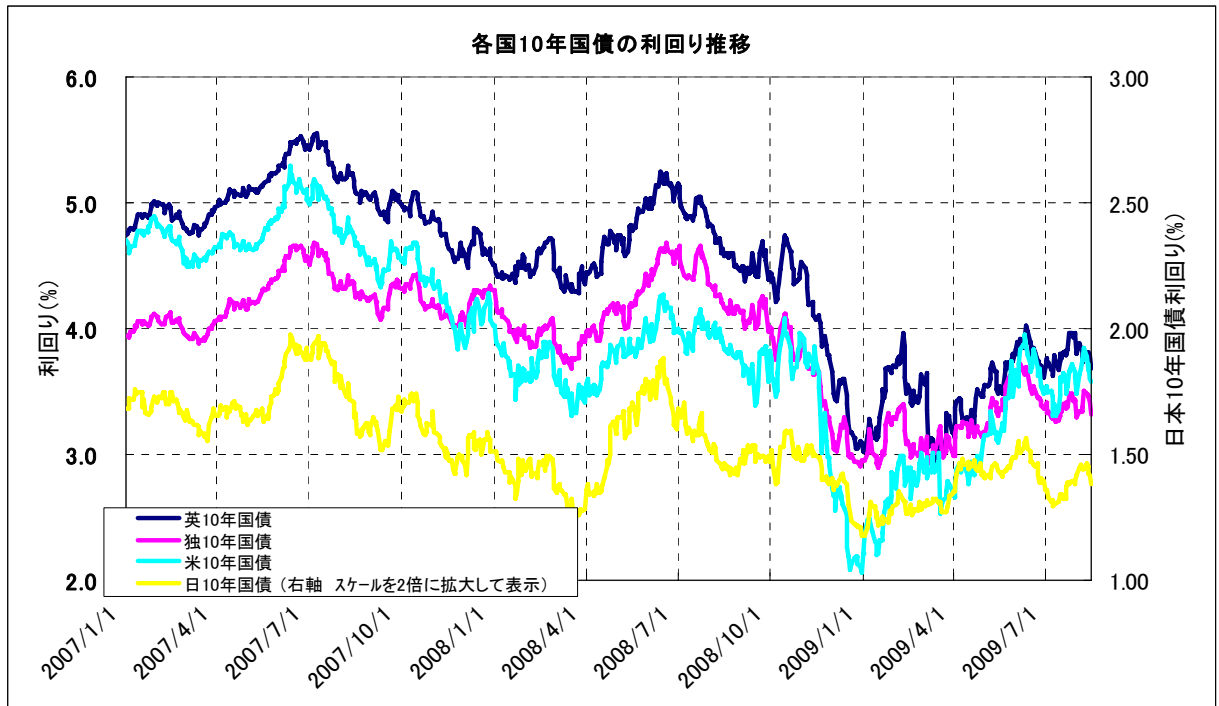


米国雇用統計でのドルの反発は一時的なものに終わり対円では再び95円台に。一方資源国通貨も調整モード。

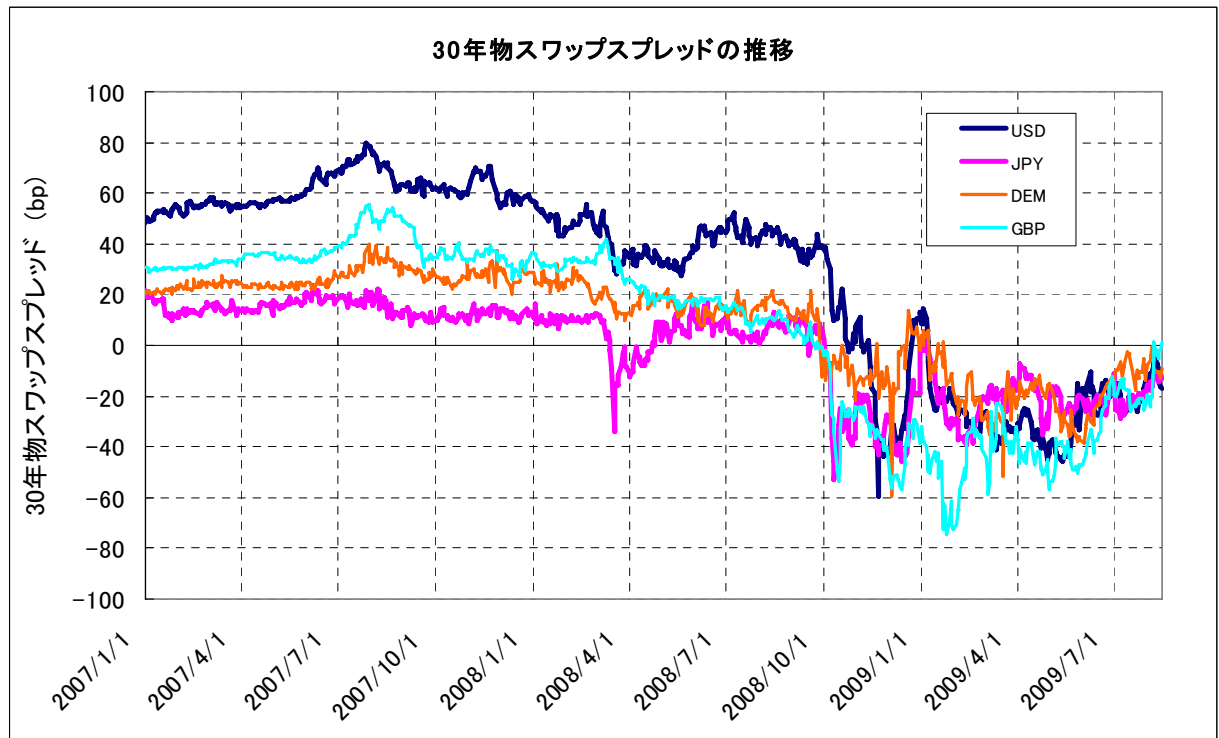
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



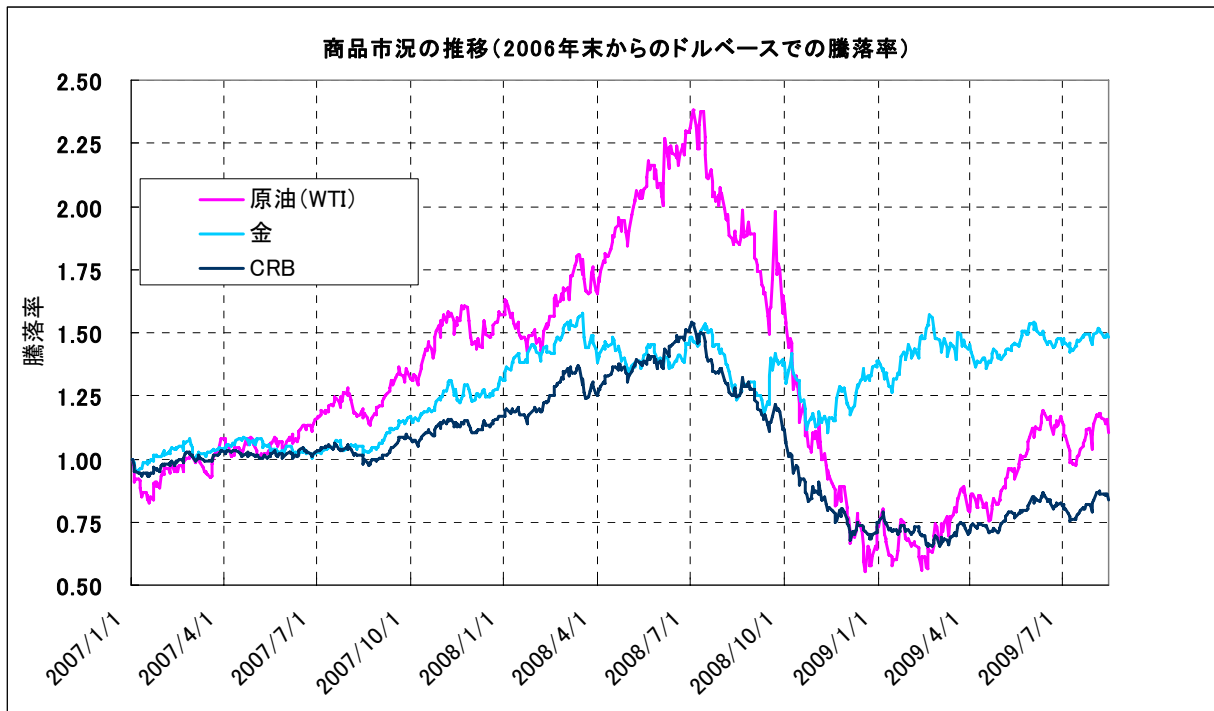
前週の米国雇用の改善は金利上昇を促し、FOMCでも危機対応の出口戦略は明示されたものの、その後は6月のように過度な利上げの織り込みが進むことはなく、また長期債に対する過度な売り圧力がかかることもなく、実体経済の回復に対する慎重な見方を債券市場は反映した展開となった。



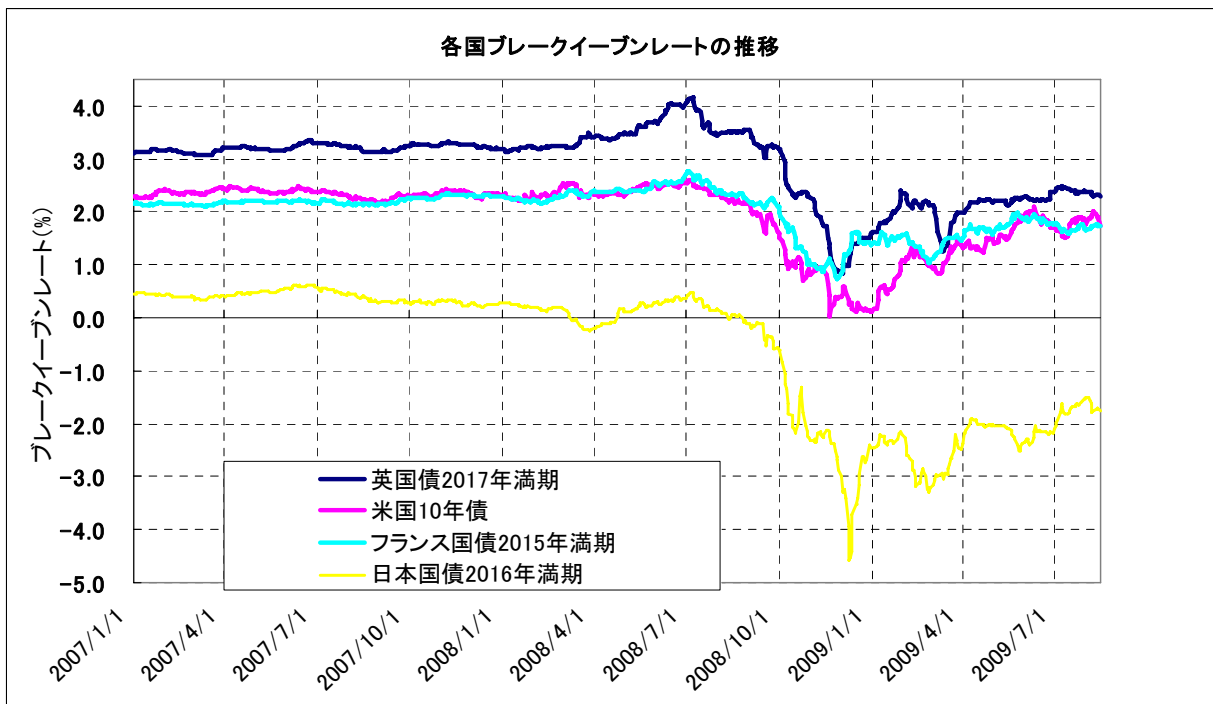
米ドルの30年スワップスプレッドは再びマイナス幅が拡大。



商品市況はもみあい。鉱工業生産の先行指数的な動きをする銅は続伸。一方で海運関係の指数は低下が継続。



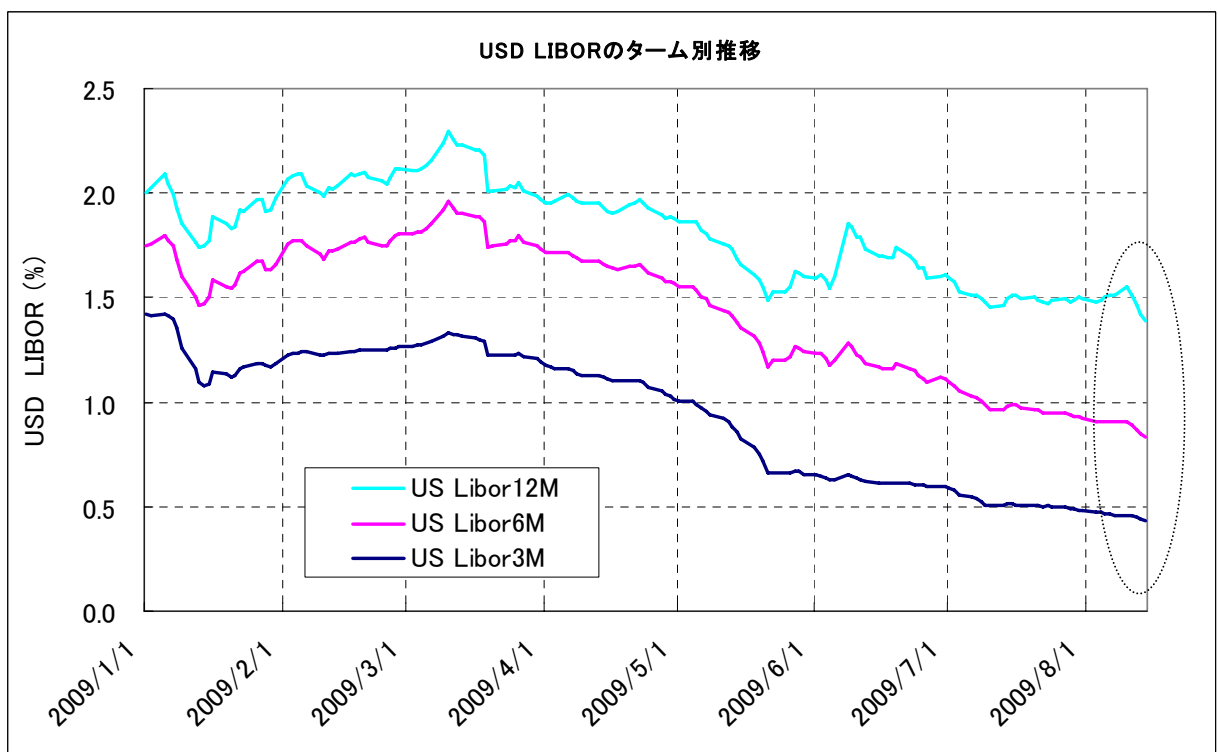
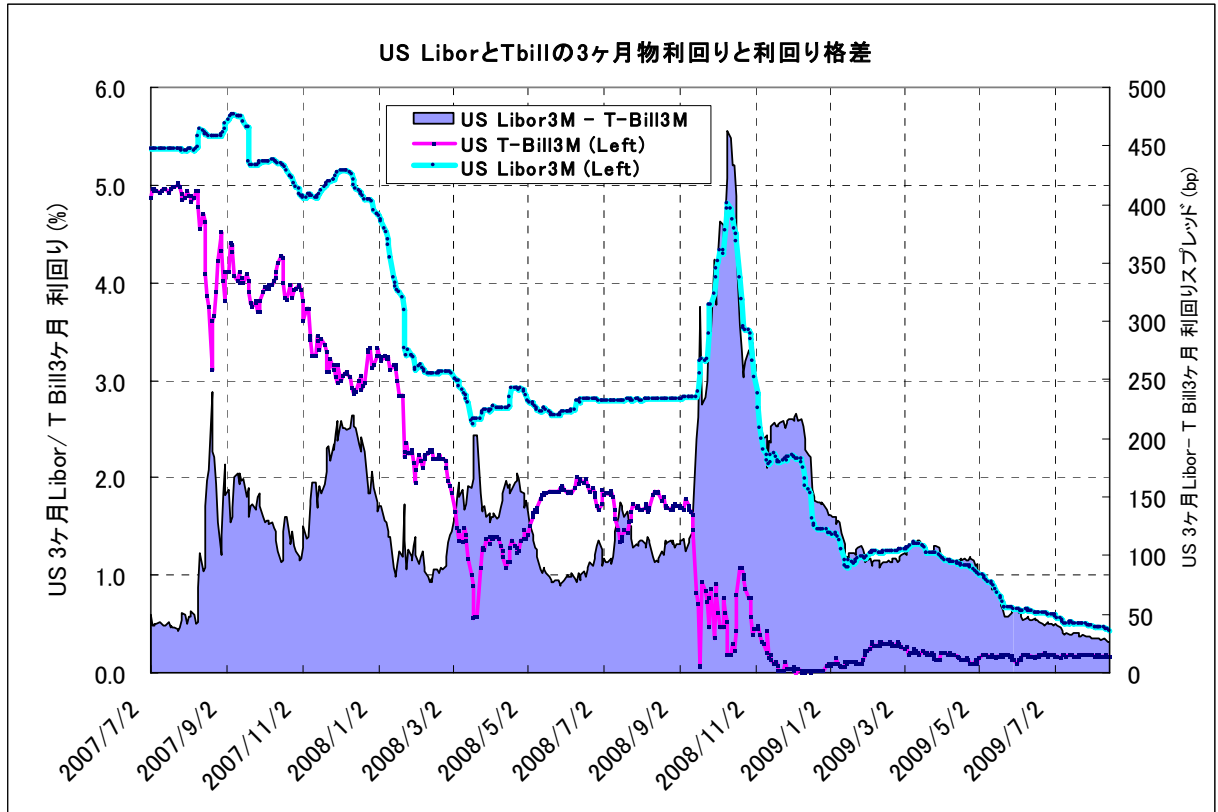
ブレイクイーブンレートは落ち着いた推移が続いており、インフレ見通しには大きな変化は生じていない。



(末永)

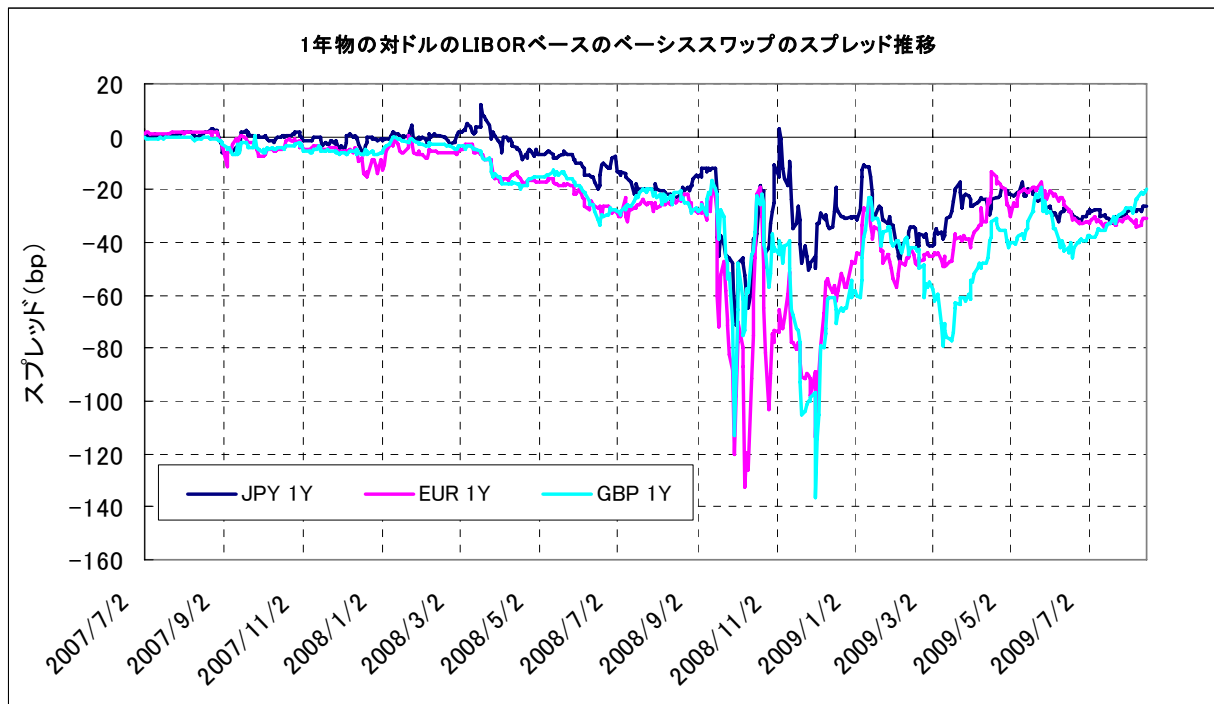
2. 資金市場～金利低下傾向継続

欧米ともにゆるやかな低下傾向が継続。米国の雇用統計を材料に、長期タームに上昇圧力が加わる局面もあったが、その後は実体経済の回復力の弱さに注目は移り、逆に低下が進んだ。

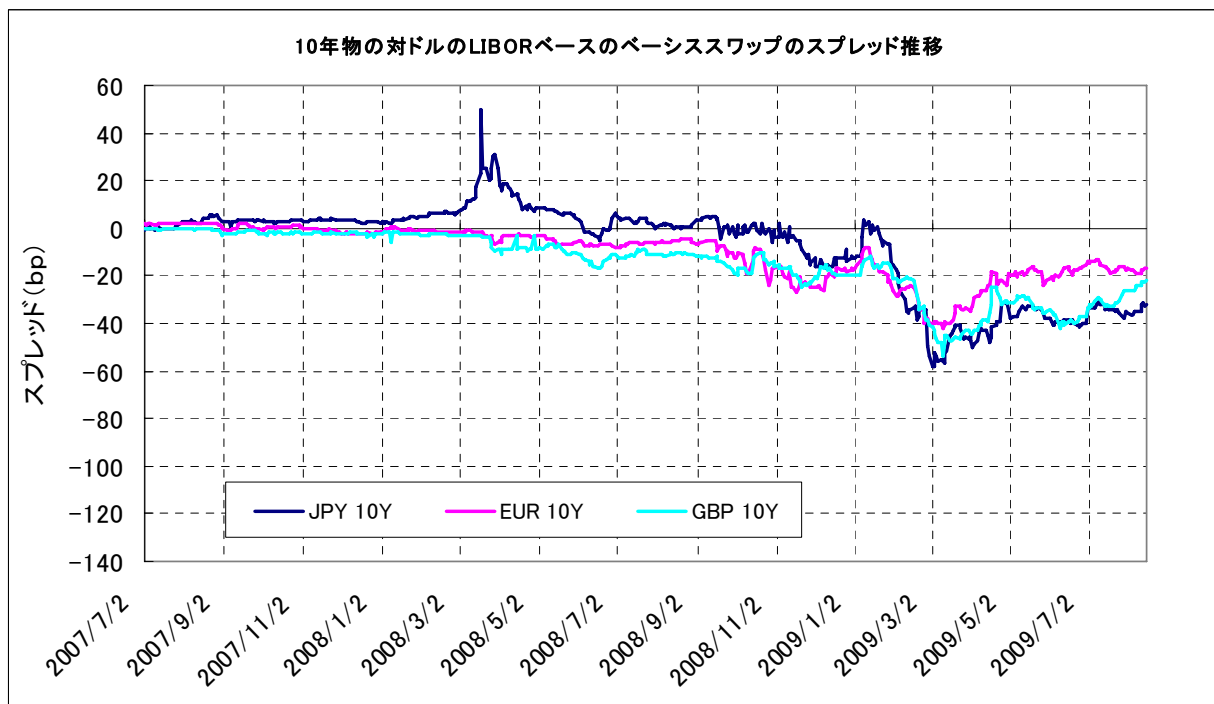


ベーススワップスプレッドは英ポンドの縮小が継続。

【1年物】



【10年物】



(末永)