

GCI Global View

2010年2月15日

【目次】

- | | |
|-------------------------|-----|
| ● 日本の金融機関にとってのオルタナティブ投資 | P.1 |
| ● Global Markets(休載) | |

【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

日本の金融機関にとってのオルタナティブ投資 — 新年度計画策定に向けてのあるべきスタンスとは —

1. 何年たっても変わらないこと

4月から新年度に入る日本の金融機関の多くでは、2月の中旬から3月にかけて新年度の業務計画、予算の策定作業が佳境に入ってきます。筆者もかつて運用担当部門、海外現地法人あるいは運用等資本市場関係業務を統括する企画部門といった異なる立場でそうした作業に長年従事しておりましたので、今年度の厳しい運用環境の中アロケーションを担当する部署と対峙しなければならない運用担当部門の方々のご苦労は並大抵のものではないと拝察いたします。

中には組織改正が行われたり人事異動による担当者の入替が行われたりした結果、過去の経緯を十分にはご存知ない方やヘッジファンド投資やオルタナティブ投資全般の経験がない方が着任後実際の投資活動は再開していないにもかかわらず来年度、あるいは中期業務計画を運用企画部署、アセットやリスクアロケーション担当部署に提出して承認を得なければならない状況のところも何社もいらっしゃいます。一方で長年ヘッジファンド投資、PEや不動産等オルタナティブズ投資に従事され、経験豊富で見識をお持ちの方が人事異動でまったく業務上の関連がない部署に移られてしまうケースも最近多く見受けられました。

日本の大企業には、業界は違っていても、ある分野に深化した専門性を持つ人材を育成するのではなく、将来の幹部候補生である総合職人材は人事ローテーションを繰り返しながらジェネラリストとして幅広い経験を積ませて行く傾向があります。収益をたたき出す現場よりはより経営中枢に近い総合企画、経営企画、財務といった部署に優秀な（と思われる）人材を集積しようとする性質がいつまでたっても残っているようにも思われます。もちろん経営全般を担うジェネラリストが必要であり、そこに優秀な人材を配置しようという考えを批判するものではありません。戦略的な分野についてのノウハウや経験を組織として蓄積し次世代を担う若手社員へと伝承していかなければ、欧米の金融機関と伍して戦うことなどは到底無理であるだけではなく、「いい鴨」にされるのがおちではないでしょうか。

日本の金融機関にとって不幸なことは、デリバティブズ、ヘッジファンド、オルタナティブズといった金融事業に革新的変化をもたらした金融商品、金融手法が銀行業（貸金業）、証券業（ブローキング）、保険業（生命保険、損害保険）といった自分達の本来業務からは離れた（あるいは逸脱した）、きわもの、ゲテモノ的見方をする比較的年次が高い幹部が虎視眈々と、そうした部門に従事する比較的若い社員達の足をすくおうと狙っていることです。もっとも製造業では、販売先の過半が海外であるにも関わらず為替ヘッジをとんでもない博打と批判する勢力が今でもあるとのお話を最近うかがいましたので仕方がないことなのかもしれません。尤もこの製造業云々については、ノック・イン、ノック・アウト型

のオプション商品をゼロ・コスト商品として売りまくった金融機関の姿勢も批判されるべきものかと思います。

先鋭的な金融手法に対する無理解は、環境が変化しても自らを変革させたくないという、あるいは自らの存在意義を否定されたくないという防御的な願望に起因するものかと思われる。その点、英語を話さない（話せないとは言いません）勢力が海外勤務経験者、留学経験者や、そうした人たちが所属する部署を侮蔑的なニュアンスをこめて「マルガイ（○の中に外と書く）とか「外の字」と呼ぶことと似ています。筆者は80年代後半に所属先から出向（形式的には一度退職）し、中央官庁で国家公務員をしていた時期がありますが霞ヶ関においても外務省を「マルガイ」と批判する風潮を知るにつれ、「いずこも同じ」という思いを強めました。

2. オルタナティブ戦略は自らを映す鏡

国内営業部門が売上高においても、人員数においても保守本流である企業は多く、金融機関においても例外ではありません。しかし、国内マーケットを熟知すればするほど、環境の変化を知れば知るほど、過去の成功体験の焼き直しで将来の繁栄を勝ち取ることが難しいことを予測することが可能です。経営企画、業務企画といった仕事の本質的価値は「近未来環境予測をかなり高い精度で行うことによって、会社全体あるいは部門としての資源配分の仕方と方向づけを適切なものとする」とあると筆者は以前から考えています。

オルタナティブという用語は代替的という意味ですから、オルタナティブ（代替的）戦略には、その反対側にオーディナリー（通常の）戦略、あるいはトラディショナル（伝統的な）戦略などが存在していることが前提となると思います。それは、自らの持つ業務戦略（投資戦略）の中核部分がどのような環境、イベントで収益を計上できない、あるいは損失を蒙る可能性が高いかとの科学的分析に基づき合理的に立案されるものかと思います。

伝統的業務には、「営業面の要請」、「グループ内協力」、「関連会社支援」等様々なしがらみがつきまといいますが、その結果としての現状を補完するオルタナティブ戦略にははるかに戦略立案における自由度があります。投資にあてはめるならば、伝統的資産投資部分に関しては大幅な変更を短期間で行う自由度がないので、その補完、リスク回避の上で尤も有効な手段はオルタナティブ投資戦略であるということです。

オルタナティブ投資戦略には、手法としての「オルタナティブ（代替）」と資産としての「オルタナティブ（代替）」の双方があります。前者としては伝統的なロングオンリーの株式ポートフォリオのリスク分散と収益源の多様化（アルファの抽出）を目的としたロング・ショート戦略の採用や、イベント・ドリブン戦略などがあげられます。この場合のオルタナティブ投資戦略は、資産クラスとしては伝統的資産だが手法がオルタナティブということになります。後者には、従来の投資対象（上場株、債券等）とは異なる資産クラスとしてのオルタナティブ資産クラスへの投資（株式の場合なら未公開株、不動産、コモディティ等）戦略があげられます。商品横断的に、アジアのエクスポージャー拡大といったテーマも本業部門、投資部門の別なく極めて戦略的かつオルタナティブな分野と言えます。

上記いずれの場合においても、そうした戦略をどのような組織体制のもと、どのような人材に委ねて採用していこうとするのは、自らが保有するポートフォリオのリスク・リタ

ーンプロファイルをきちんと理解していて、その弱点を補強することができる。すなわちイベント耐性を持ち安定的なポートフォリオを構築することにより、その金融機関の健全性を維持しようとするからに他なりません。言い換えれば経営としての環境認識に関する感度が研ぎ澄まされた金融機関ほど、経営企画サイドからオルタナティブ投資戦略に関する問題意識がトップ・ダウン的に提示されることになります。

これに実際にヘッジファンド投資等オルタナティブ投資を担当する部門からのボトム・アップ的問題提起が嘯みあうことによって、効果的な業務運営、次世代を担う人材育成が果たせるのではないのでしょうか。

想定外の損失等厳しい環境の中迎える新年度のオルタナティブ投資計画立案、資源配分には個々の金融機関からのメッセージが（ご自身が意図する、しないに関わらず）きっちり織り込まれます。オルタナティブ投資をきわもの、ゲテモノ的に言い放つ輩が跋扈する金融機関とは、本業だけやっていたら何の問題もなく21世紀を生き抜ける磐石な会社なのか、急激に進む少子高齢化等の環境変化、財政赤字の進展に伴う長期金利上昇リスクといったイベントへの耐性に脆弱な自らの体質から頑に目を背けている会社ということなのでしょう。「損を出すくらいなら何もしないほうがいい」、「全部JGBにしておけばそれでいいじゃないか」25年前、20年前に良く耳にしたそんな声が今にも聞こえてきそうな気がするのは筆者の危惧でしょうか。

オルタナティブ投資部門を罵倒し、陰口をたたくような行為は、鏡に映った自らの姿をあざ笑う、天に向かってつばをはく行為にも思われます。

一方で筆者が良く知る著名な欧米のヘッジファンドの幹部からは、「大手日本企業間の戦略の優劣が明白となるので日本株ロング・ショート戦略には好都合」、「JGBショートで大きな収益を得られる局面が何回もありそう」という声が聞こえています。こうした事態を我々は「チャレンジするには面白い時代」とポジティブにとらえることができるのでしょうか。それとも「背筋が寒くなる恐ろしい時代」ととらえるべきなのでしょうか。運用・ディーリングの第一線と経営企画双方を大手金融機関で長年経験してきた筆者としても答えはすぐに思いつきません。

ただし、間違いなく言えることはとことん考えた人と、考えることを放棄して怠けた人との格差は数年後には確実に現れるだろうということです。引き続き次号以降においても、この問題をポートフォリオのリスク・リターン診断も含めて注視していきたいと思えます。

(インベストメント・グループ)