

二〇〇六年CFA協会年次大会に出席して

— 投資管理サービスの頂点を目指す —

福田 徹

一、始めに

五月二二日から、二四日までの四日間、

“Reaching for the Investment Management Summit (投資管理サービスの頂点を目指す)”と銘打ち、スイスのチューリッヒでCFA協会(CFA Institute) 年次大会が開催された。今回は初めてヨーロッパで行われる大会ということもあり、出席者が一〇〇〇人超、展示業者が三〇社近くにのぼり、ここ数年で最も盛況な大会の一つ

となった。年次大会では、会員総会が開催されるほか、証券アナリスト業務に関わるさまざまなテーマについて、著名なゲスト・スピーカーが報告を行う教育プログラムにほとんどの時間が割かれている。開催地となったチューリッヒは、ヨーロッパにおける金融の中心地の一つであり、近郊をあわせた人口が百万人を超えるスイス最大の都市でもある。大会期間中は晴天に恵まれ、白いパラスルが立ち並ぶチューリッヒ湖の湖畔では、多くの市民たちが日光浴を楽しんでいた。

今回の大会は、ここ数年の話題であったエンロ

ン事件など一連の金融不祥事への対応に関するプログラムが減少した一方、情報関連などの技術革新や加速するグローバル化がもたらすビジネスへの影響をあらためて問うものを中心となった。なお、詳細は後述するが、多くのプログラムで論じられた内容として挙げられるのは、個人資産管理ビジネスの在り方、商品市況の上昇や国際的な政治的緊張の高まりを背景に大きく変化し始めた投資環境、ヘッジ・ファンドを巡る話題などであった。

なお、具体的な大会の進め方であるが、以下の通りになっている。まず、初日は特別料金を支払って参加できるワークショップである。そして、二日目からが実際上の大会本番になる。一日の基本的なスケジュールは、午前中が全員参加のプログラム、午後からテーマ毎に分かれて、分科会が開かれる形式となっている。午後の分科会

は、株式分析、確定利付証券分析、ポートフォリオ管理、個人資産管理・オルタナティブ投資、企業経営に関する専門家が現時点におけるトピックについて報告している。加えて、全員参加のプログラムが始まる前の早朝に開かれる協賛企業主催による朝食付きプレゼンテーション、夕方から始まるレセプションを含め、大変盛りだくさんなプログラムが組まれていた。今年の大会で注目されたプログラムとしては、個人資産管理分野において積極的なグローバル展開を行っているUBS社の最高経営責任者であるピーター・ウフリ氏、最近話題の「陰うつ、急騰、そして破滅のレポート」(The Gloom, Boom & Doom Report)の編集者として著名なご当地出身のマーク・フェーバー氏、アメリカ株式市場に関するトップ・ストラテジストの地位に君臨するゴルドマン・サックス社のアビー・コーエン氏、国際会計基準の取りま

とめを行っている IFRS（国際会計基準審議会）議長のデイビッド・トウイーディー卿などの講演であった。

本稿では、筆者が興味深く感じたプログラムを中心に、そこで報告された内容を要約する。また、欧米の投資運用業界が、現時点において注目している事柄を整理して盛り込もうと思う。

〔図表1〕会場となったコングレッサルから
チューリッヒ湖を望む

〔図表2〕大会の様子

〔図表3〕午前のプログラム

〔図表4〕午後のプログラム

二、注目される個人資産管理ビジネス

大会が行われたスイスが、プライベート・バン

クなどについて長い歴史を持つ国であったこともあり、個人資産管理ビジネスに関する多くのプログラムが用意されていた。それらの内容は、主に個人資産管理ビジネスの経営戦略、投資商品の販売戦略に関するものであり、シナジー効果、規模の経済を目指すビジネスのグローバル化や多様な顧客サービスに対応するための一層の専門化の必要性を示唆するものであった。

個人資産管理ビジネスの経営戦略については、スイスを代表する銀行であるUBS社の最高経営責任者であるピーター・ウフリ氏が「個人資産管理ビジネス業界の状況（The State of the Wealth Management Industry）」の題目で講演を行っている。同社はその分野の成長性に着目し、アメリカの大手証券会社ペイン・ウエーバーやパイパー・ジェフリー、バンカメヤスタンダード・チャタードのプライベート・バンキング部門など

2006年 CFA 協会年次大会に出席して

図表 1



図表 2



図表3 午前のプログラムの内容

22日	23日	24日
<ul style="list-style-type: none"> • The Virtues of Flexible Financial Markets: A Central Banking Perspective Philipp M. Hildebrand • The State of the Wealth Management Industry Peter A. Wuffli • Looking Globally for Growth Marc Faber • Investment Strategies for Public and Corporate Pension Schemes: A Case Study from Japan Noboru Terada 	<ul style="list-style-type: none"> • Transparent, Translucent, or Transient: Where Has IFRS Left Us? Sir David Tweedie, FSIP • Challenges for the Next Generation of Investors Abby Joseph Cohen, CFA • Funding Long-Term Liabilities: A Global Perspective Alan J. Brown • Has the Search for Efficiency Made the Financial World Less Safe? William R. White 	<ul style="list-style-type: none"> • Global Geopolitics and the Impact on Investments Ian Bremmer • Challenges and Opportunities in Running a Global Financial Institution Walter B. Kielholz • Why Hedge Funds Are Here to Stay for Institutional and Private Banking Portfolios Stanley Fink

図表4 午後のプログラムの内容（題目のみ）

22日	23日
<ul style="list-style-type: none"> • Avoiding Short-Termism in Investment Decision Making • Behavioral Finance and Investment Committee Decision Making 	<ul style="list-style-type: none"> • Risk Capital Allocation: Beyond Traditional Asset Allocation Approaches • Hedge Fund Risk and Return Expectations
<ul style="list-style-type: none"> • Open Architecture: Redefining the Private Wealth Management Firm • China's Economy: Structural Strength, Cyclical Weakness 	<ul style="list-style-type: none"> • Hedge Fund Myths and Limits: A View from the Buy Side • Industry vs. Country Effects: Changing Roles in Global Equity Markets
<ul style="list-style-type: none"> • Pitfalls in Financial Risk Management • New Strategies in Fixed Income: Where Are the Best Opportunities? 	<ul style="list-style-type: none"> • Global Diversification Opportunities: Portfolios without Borders • The New Frontier: Venture Capital Investing in China
<ul style="list-style-type: none"> • High Yield: The Diversifier Diversifies • Serving Ultra-High-Net-Worth Clients 	<ul style="list-style-type: none"> • Leading the Global Asset Management Firm: Growth and Profitability through Superior Client Service • The Information Content of Credit Default Swaps During Financial Crisis

に対する買収戦略を通じて、これまで以上にプレ
ゼンスを高めてきた。なお、同氏はこのプログラ
ムにおいて、個人資産管理ビジネスの魅力、ビジ
ネスを成功させる上で解決すべき課題、U B S 社
の経営戦略などに関する議論を行っている。

まず、個人資産管理ビジネスの魅力であるが、
成長性、安定した収益性、設備投資が少額ですむ
こと、高水準の業務レバレッジ、参入障壁の高さ
などを挙げた上で、解説している。特に、成長性
に関しては、世界中で進展する高齢化、高成長国
を中心とした新富裕層の出現、財産形成として金
融資産保有嗜好の高まり、投資機会の急増、経済
状況の複雑化を背景としたアドバイスに対する
ニーズの増大などから、今後とも維持されるであ
らうと述べている。

ただし、ビジネスの魅力は他社の参入を促進す
るものでもあり、競争力を高めるために多くの課

題を解決する必要があるとした。その課題として
指摘されたのは、顧客が望むサービスと現実との
格差の解消、より高い規制基準への対応、増大す
る金融商品に対する取り組み、規模の経済の追求
である。顧客が望むサービスと現実との格差の解
消については、証券業、銀行業、独立投資アドバ
イサーそれぞれの強みを取り入れて対応すべきで
あるとした。そして、そのような組織を実現する
には、経営陣からの直接的な配慮、資源の重点的
な配分、長期的な関係構築、個人資産管理を重視
する社風の醸成が必要になると述べている。

そして、それら課題を解決するためにU B S が
採用した戦略が紹介されている。まず、同社は経
営資源や規模の経済の獲得を目指して、ここ十年
間に世界各国の企業に対して買収を繰り返した。

その後、一事業体戦略 (One Firm
Approach) を採用している。これは、世界中に

散らばる同社を構成する事業体それぞれが保有するブランド、情報インフラ、知的財産などの資源や財務管理を共有し、あたかも一事業体であるかのように活動しようとするものである。この戦略の追求によって、顧客のニーズに対してよりの確な金融商品をアドバイスすることが可能となったと述べている。筆者の個人的な観点から総括すれば、企業買収を通じてさまざまな資源を取り入れ、それらのシナジー効果を獲得するための一事業体戦略がひとまず効を奏している状態にあるということであろう。

投資商品の販売戦略については、RBSアセット・マネジメントのアンドリュース・ハットン氏による「オープン・アーキテクチャ…再定義される個人資産管理会社 (Open Architecture: Redefining the Private Wealth Management Firm)」を簡単にまとめる。このプログラムでは、個人資

産管理ビジネスにおいて常識化する投資信託販売のオープン・アーキテクチャについて、その登場した背景、顧客や個人資産管理会社にとってのメリット、将来の見通しといったトピックが論じられていた。

まず、オープン・アーキテクチャが登場した背景として、証券会社やプライベート・バンクが顧客に信用されるアドバイザーとなった上で、そのサービスに基づくフィーを獲得する戦略の存在が指摘された。これは、自社の投資商品のみを販売すると、顧客がコンサルタント・フィーを支払う理由を見出せないのに対し、他社のものも含めた上で公平なポートフォリオ選択を行った場合には、信用度が向上することに加え、そのプロセスの対価を支払うインセンティブが生まれると想定されるためである。

従って、顧客のメリットは、より幅広い種類の

投資商品の購入が可能となり、一層の分散投資が行える結果、同じリスクの負担でより高い投資収益を享受できることであるとした。一方、個人資産管理会社にとってのメリットとしては、顧客の満足度の上昇のみでなく、アドバイザーのやりがいの高まりが指摘された。また、各種事務部門を維持するコストの削減、投資信託ラップの手数料の入手なども挙げられている。

将来の見通しについては、情報技術やマーケティングの進歩によってより幅広い投資商品の提案が可能となること、オープン・アーキテクチャの一層の普及、他社との差別化など個人資産管理会社が直面する新たな課題の浮上などがあるとした。また、扱う商品として、ファンド・オフ・ファンズなど当初から十分分散されているものより普及する反面、顧客の事情に応じてオーダー・メイドで投資商品の選択を行うラップ口座

も人気を維持するだろうと述べた。

二、大きく変化する投資環境

今回の大会で特徴的だったのは、著名なストラテジストがいずれも投資環境に大きな変化が起こっている点を強調したことである。つまり、開発途上国を含めた急速な経済成長が天然資源の需給逼迫をもたらし、長らく続いたデイスインフレの時代が終焉を迎えるばかりか、資源の奪い合いによる国際緊張が出現する可能性が指摘されたのである。

まず、「陰つつ、急騰、そして破滅のレポート」の編集者であり、逆張り戦略が持ち味である「ご当地」ニューヨーク出身のマーク・フェーバー氏のプログラム「世界的な観点で成長分野を探し出す (Looking Globally for Growth)」を紹介しよ

う。まず、同氏は一九七〇年代の商品市況ブームの末期にあたる一九八一年に行われたカンファレンスで、金と原油価格に関するプログラムの人氣が全くなかったことを引き合いに出し、この大会で大聴衆が集まったことに驚いていると述べた。そして、同氏が注目する四種類のトピックについて論じたが、それらは開發途上国の經濟發展を背景した天然資源の需給逼迫とその影響、アメリカの金融政策と經濟動向に大別される。

さて、天然資源の需給逼迫およびその影響についてであるが、低水準にとどまる中国の一人当たり天然資源消費量を例として挙げながら、これから十二分に増加の余地があり、さらなる商品価格の上昇に結びつくであろうとした。そして、最近の原油など一部の商品価格高騰は農産物、金、消費者物価へあまり波及しておらず、そのなると長期金利がさらに上昇するであろうと述べている。

また、なりふりかまわず資源確保を行う中国と覇権国アメリカ間の摩擦が高まっていると指摘した後、一九世紀以降の商品価格に関する上昇率推移のグラフから、商品市況のピークが戦争と呼応する場面が多いことを提示し、将来の動向についての示唆を与えた。つまり、需要が急激に減少する國際間の緊張關係の終結まで、商品価格の上昇が続くかもしれないのである。

金融政策を含めたアメリカ經濟全体に関する見方については以下の通りである。金融政策については、利上げを続けてきたものの、マネーサプライや貸出市場の拡大ペースを勸案すると、まだ緩和の余韻が残っているとした。また、ITバブル崩壊後の極端な緩和政策が、インフレの萌芽、住宅バブル、低貯蓄率をもたらしたと指摘している。加えて、アメリカ国内の設備投資が低迷する反面、アジアなどのそれが拡大していることが

ら、アメリカの貿易赤字の改善は困難であり、将来的なドル安につながるだろうと述べた。そして、アジアの資産への投資収益はアメリカのそれを上回るであろうと結論つけた。

続いて、ゴールドマン・サックスのアビー・コーエン氏によるプログラム「次世代の投資家が直面する課題 (Challenges for the Next Generation of Investors)」について簡単にまとめようと思う。同氏は、インスティテューショナル・インベスター誌のストラテジスト部門で一〇年以上にわたって常に上位にランキングされており、この業界では知らないものがない存在である。統計分析を駆使したトップダウン・アプローチに基づく市場予想には定評がある。今回、同氏はマクロ経済動向、企業の財務状態、国際間の資金移動などについて論じている。

マクロ経済動向については、主に経済成長と物

価が焦点となった。前者に関しては、今年のアメリカの経済成長率は鈍化するものの、日本、欧州、開発途上国が内需中心に一層の成長を示すであろうと述べている。後者についても、商品価格の上昇の勢いが鈍るため、今年の上昇率は昨年のをそれを若干下回るとした。ただ、十年以上にわたった物価安定期は終了したとも指摘している。

その理由として、上昇する労働コストが生産性の伸びを打ち消してしまうこと、ヘルスケア関連の物価上昇が高水準で継続すること、商品価格の上昇基調などを挙げている。また、ヘルスケア関連の物価上昇は、公的健康保険制度（高齢者、低所得者向け）などにも影響を及ぼすことが懸念されると述べた。

続いて、企業の財務状態であるが、アメリカ企業が保有する豊富な余剰資金に関する話題が中心となった。まず、高水準にある配当性向、少額に

とどまるGM、フォード分を除いた年金の純負債額を指摘し、それらに対して余剰資金が向かわないであろうとした。従って、余剰資金は、生産性向上のための設備増強や企業買収へ再投資的に利用されるだろうと予想している。

国際間の資金移動については、世界的に流動性が増大していると述べた後、対外投資、対内投資（アメリカから見て）それぞれについて説明を行った。対外投資については、アメリカの企業の直接投資や投資家による証券投資が、過去最高の水準にまで拡大していると述べた。ただ、最近の投資環境の変化により市場のボラティリティが増大しており、安全志向を強めた投資家はより安定した国、大企業、バリュー銘柄などに投資資金を動かす傾向を強めるであろうと予想している。対内投資についても、直接投資、証券投資いずれもここ数年において増加傾向を示しているとした。こ

の中で最も注目すべきは、債券投資であると指摘し、商品価格の上昇によるインフレ懸念があったとしても、それで潤う国々の投資先としてアメリカ国債が選択されるため、結果として長期金利の上昇が抑制されるであろうと述べた。

前述したものの以外では、財政赤字縮小の厳しさ、日本、欧州、開発途上国の相対的な景気好転による貿易赤字の改善、投資業界における環境問題に対する意識の高まりなどに言及した。また、アメリカの株式市場の見通しについては、S & P 500指数で昨年比一五%程度の上昇をすると強気の見方を披露している。

四、ヘッジ・ファンドを巡る話題

ヘッジ・ファンドに関しては、午後の分科会において二つのプログラムが用意されていた。ヘッ

ジ・ファンドはアメリカ中心に一般的な投資商品として市民権を得ており、二〇〇五年末の運用金額が一兆ドルを超えるまでになっている。従って、いずれのプログラムも、そのリスク・リターンに関する特性、超過収益の源泉、投資方法など投資家にアドバイスを行う場合に必要となる実践的な内容について論じるものであった。

まず、運用会社の投資調査部門の責任者であり、大学でも教鞭をとるフランコイス・セージ・ハビタント氏のプログラム「ヘッジ・ファンドの神話と限界：バイサイドからの視点 (Hedge Fund Myths and Limits: A View from the Buy Side)」を紹介する。同氏のプログラムの内容は、ヘッジ・ファンドに関しての欧米各国の法規制、商品としての特性、ヘッジ・ファンドを利用したファンド・オブ・ファンズの方についてであった。なお、二、三番目については、主に

バイサイドの視点で議論が行われている。

欧米各国の法規制については、その違いによってヘッジ・ファンド業界の発展の度合いに大きな差を国にもたらしたと総括した。特に、ヘッジ・ファンドが自由に投資活動できる事業形態や税制の有無がその原因となったと指摘した。具体的には、アメリカにおいて、私募形式で資金を集める投資会社のスキームの存在、合資会社や有限責任会社に対する整備された税制がヘッジ・ファンドの拡大をもたらしたとした。一方、ドイツ、フランスでは、ヘッジ・ファンドを運営する上で適当なスキームがなく、オフショア・ファンドですら厳しい課税を受けていたため、成長が抑制されていたと述べた。そして、欧州の規制当局は現在、規制の維持による一般投資家の保護と国内ヘッジ・ファンド業界の促進政策との狭間で、板ばさみの状態になっているとした上で、アメリカ

の法規制のあり方が望ましいと結論づけている。

次に、商品としての特性であるが、それはアルファ（リスク修正後の収益率）を高め、ベータ（資産価格変動リスク）を低下させようと試みるヘッジ・ファンドの基本的な運用方針によって与えられていると述べた。そして、アルファを高める要因として、株式、債券、通貨、商品などの売買による直接的なリスク負担、流動性、突発的な事件などから生じる間接的なリスク負担、注文執行のスピード、資金量、ソフトウェアによるもの、レバレッジ、運用担当者の能力によるもの（同氏はほとんど存在しないとしている）などを挙げている。また、S & P 500 指数など一般的な運用評価のベンチマークと比較すると、ヘッジ・ファンドの収益パターンは際立った特徴を持っており、それを理解することが重要であると指摘している。

ヘッジ・ファンドを利用したファンド・オブ・ファンズについては、否定的な見方を示している。これは、分散投資を行うことによって、ヘッジ・ファンドの個性が失われてしまうと考えられるためである。同氏が用意した資料は、投資するヘッジ・ファンドの数を増加させるほど、そのポートフォリオはS & P 500 指数との相関性を高めてしまうことを示していた。つまり、アルファを通常の水準に低下させ、ベータを高めてしまつのである。これでは、高い運用手数料を支払う意味がなくなってしまう。また、多くのヘッジ・ファンドに投資すると、それぞれのデュー・デリジェンスがおざなりになる可能性を指摘している。従って、十分なデュー・デリジェンスを行った上で、数ファンドに絞って投資すべきであると結論づけている。

さて、もう一つのプログラムであるロンドン・

ビジネススクールのナラヤン・ナイク助教授による「ヘッジ・ファンド：リスクとリターン、そして期待 (Hedge Fund: Risk and Return Expectations)」に簡単にふれておこう。まず、実際のヘッジ・ファンドが負担しているリスクの種類を整理した後、それを認識した上で顧客の資産運用に生かすプロセスを提案している。

まず収益の源泉であるが、アカデミックの論文を引用して全体の八〇%がベータ（資産価格変動リスク）に基づくものであると述べ、投資家がヘッジ・ファンドを購入する目的であるアルファについては、二〇%程度に過ぎないとした。つまり、ヘッジ・ファンドから得られる収益のかなりの部分がリスクを負担することで得られているのであり、リスクの内容を十分に理解する必要がある訳である。続いて、同氏はリスクをより細分化し、ヘッジ・ファンドが用いる投資戦略（ロン

グ・ショート、アービトラージ、イベント・ドリブンなど）ごとに、それらの影響度を推計した論文を紹介している。この論文によると、異なる投資戦略を持つヘッジ・ファンド間では、負担するリスクの種類が違ったものになっている。

そして、ヘッジ・ファンドを顧客の資産運用に生かすプロセスの提案については、以下の通りである。まず、負担するリスク、推定されるアルファなどを考慮しながら、想定される今後の投資環境のシナリオに合致したものを選択する。次に、同氏はファンド・マネージャーのモチベーションを高める環境を整える必要があるとした。具体的には、インセンティブ、運用資金のクロージング期間の設定などである。最後に、パフォーマンスについての過去の履歴が将来にわたって継続するかを再考するべきであると述べた。つまり、過去において重用されていた戦略やファンド・マ

ネージャーが、市場の効率性の影響を受けること
によって通用しなくなる可能性が想定されるため
である。

五、終わりに

今年も、多くの協賛企業の常設展示が行われて
いた。企業のバラエティも幅広く、取引所、証券
会社、投資顧問会社、運用評価会社、情報端末
サービス会社、投資分析システム提供企業、出版
社などが出展し、活発にセールスを行っていた。
ここ数年の傾向であるが、投資分析システム提供
企業や計量分析を得意とする投資顧問会社の比率
が高まっており、全体の四〇%近くを占めるまで
になっている。これは、機関投資家のポートフォ
リオ管理において、このようなツールの利用が一
般化していることを示すものといえよう。

なお、来年の大会は、世界の金融の中心地であ
るニューヨークで開催される。新たな投資運用の
手法や証券規制に対する考え方の最近の動向など
現地でしか得られない情報にふれられる良い機会
になると思われる。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)