

## デイ・アフター・トゥモロー – アセット・マネジメント

### 世界経済危機におけるプライスウォーターハウス・コーパースの展望

#### エグゼクティブ・サマリー

2008 年後半の未曾有の金融危機で、銀行システムの欠陥が明らかになった一方で、資産運用業界はより逆境に強いこともわかりました。運用資産残高は減少し、いくつかの違法行為も露呈しましたが、多くの企業の信用が過度に失墜することはありませんでした。それでもなお、業界における金融危機の影響は、深刻かつ長期に及ぶと考えられます。当局による規制、投資家による選別、そして資産運用業界自体の変化が、資産運用会社にとって好機にも脅威にもなります。

プライスウォーターハウス・コーパース<sup>1</sup>は、「デイ・アフター・トゥモロー」の第二弾として、資産運用業界が現在および将来において直面する大きな課題を取り上げます。

#### ビジネス・モデルは圧力にさらされている

多くの企業はすでに完全な生存競争状態に置かれ、短期的には、更なる収益性の向上または損失抑制のためのコスト削減手段を探しています。しかしながら、継続的なコスト管理が資産運用会社にとってどのような意味を持つか考える必要もあります。市場の不安定性ゆえに、長期間安定し市場との相関性が低い新しい報酬体系が導入されるかもしれません。主要な変動費-たとえば人件費-の管理はこれからもなお重要であり、企業はどの部門の社員が直接利益に貢献しているかを見極める必要があります。こうした利益増大圧力や資本の論理のために、金融機関、特に銀行は、資産運用業者への長期的な委託関係を再考する可能性があります。好成績をだし環境にうまく対応できる独立した資産運用会社／保険会社であれば、この状況下において預り資産を増大させスキルを高めることができます。

#### 投資家たちは危機後の環境にどのように対処するのか

機関投資家はデュー・デリジェンスへ更なる努力を注ぎ、資産運用業者は投資家にリスクおよび報酬についてもっと詳しく説明することになると思われます。投資家も、リスク管理を強化している証拠を求めてきます。株価下落後の投資家のポートフォリオの見直しの過程で、株式投資の割合が再び増加する傾向にありますが、オルタナティブ商品への投資は、パフォーマンスが比較的低い商品もあったことから、見直される可能性があります。元本保証型商品や“保険”組込型商品は、人気を維持すると思われます。

---

<sup>1</sup>「プライスウォーターハウス・コーパース」とは、プライスウォーターハウス・コーパース・インターナショナル・リミテッドのメンバーファームによって構成されたネットワークで、各メンバーファームはそれぞれ独立した法人です。

## 国庫収入からの圧力が資産運用業界の姿を変える

ほかの金融サービス・セクターと同様、資産運用業者は、税収増に大きく貢献する可能性があります。税法を厳格に適用したり、法律の抜け道に迅速に対処したり、さらに監視的な役割を果たすことが期待されています。資産運用業者は、過度の税負担を免除されている状況の中で、自らの立ち位置を考えていく必要があります。主として個人に関する個人情報保護法や脱税が、新たに焦点となっているからです。

## G8 諸国および G20 諸国間の協調という新たな流れが資産運用業者に影響を及ぼす

協調関係のない地域及び規制の緩い地域での活動は、制裁を受ける可能性があるため、特に焦点が当てられます。金融システムにとって重要と思われる全ての活動が、当局の規制と監督のもとに置かれる見込みです。規制下でないオフショア・ビジネスは、政治や監督当局の姿勢が明確になるまでは、あるいは当局によって取引の透明性に関する規律が厳格化されるまでは、少なくとも一定期間は縮小すると考えられます。

## 規制上の大混乱はどのように資産運用業者に影響を与えるか

政治上の圧力により、監督当局は、投資運用会社、特にオルタナティブ系の運用会社を直接規制しようとしています。多くの主要金融機関は、「規制の緩い」金融センターとの関係はもはやあり得ないと考えてでしょう。欧州連合(EU)は、既にオルタナティブ系投資ファンドや運用業者への規制のための措置を講じ、EU以外もそれに続こうとしています。しかしながら、ミューチュアル・ファンド(投資信託)は法の規制を受けた商品であり、大きくは打撃を受けていないことから、それほどその圧力は掛かっていません。たとえば欧州の UCITS(投資信託指令)モデルなど、いくつかのミューチュアル・ファンド・ビークルは着実に広がってっていますが、モデルを弱体化させる可能性も秘めています。

## 金融サービスの“新しいモデル”は圧力下で成立しうるか

過去数年間において資本は、その調達と運用とを行う巨大な総合金融機関にのみ配分されたわけではありません。資本の調達と運用における進化したモデルは、別々の会社によって実施されることが多かったといえます。プライベート・エクイティ分野では、主要な新しい企業はこのモデルを用いて台頭しました。しかし現在、資産運用業者が昔の姿、すなわち資本市場に深く介入せず、単にファンドの運用を受託するに留まっていた頃の姿に戻る可能性もあります。投資家による質への逃避、言い換えれば、強い財政基盤を持った金融サービス・グループに所有されたまたは支援を受けた資産運用業者への逃避が起こるかもしれません。

## 銀行システムのレバレッジ解消の動きが資産運用に影響を及ぼす

資産運用会社は会社としてのレバレッジは高くありませんが、ファンドを通じて市場に対して高いレバレッジをとるのが通常であり、景気の下降局面では会社の収益がその影響を極端に受けてしまいます。この事が潜在的な契約違反や、キャッシュ・フロー／バランスシート上の問題を招いています。レバレッジ解消の影響を最大限被るのは、負債のレバレッジ効果によって案件を組成し投資戦略を実行するヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ハウスです。妥当な担保をとった適度なレバレッジが得られなければ、彼らのようなビジネス・モデルは困難な状況に陥ると考えられます。

## 資産運用の報酬は回復するか

もし管理報酬や成功報酬がこのまま減少し続けると、報酬の長期にわたる調査が必要となるでしょう。資産運用業者が、政府の金融支援を受けた銀行持株会社の子会社である場合、政府の影響を資産管理業務ですら受けるかもしれません。未実現利益から成功報酬を得るという戦略を継続的に遂行するヘッジ・ファンドの能力に、投資家および投資顧問業者から大きな疑念が寄せられています。プライベート・エクイティの場合、大きな契約について管理報酬の額が問題になるかもしれません。

概して資産運用業界は、報酬に関する政府の干渉や直接的規制に縛られることが少ないと思われ、これはこの業界にとって競争優位の源泉となりえます。多くの国ではキャピタル・ゲイン課税の税率が低く抑えられており、資産運用業界が提供できるより柔軟な報酬体系も競争優位の源泉です。

## アジアの再復活

欧米諸国と新興国の両者において、消費と貯蓄のパターンが変わってきています。欧米諸国は消費を抑える一方で貯蓄を増やし始めましたが、将来の経済成長の鈍化が想定されます。これとは逆にアジアは、世界的危機から受けた影響や、負の遺産が比較的小さいことから、しばらくの間は急速に成長しそうです。短期的にアジア株式が一回限りの調整を経験したとしても、長期的には欧米諸国よりも高い成長率で伸びる可能性があると思われます。欧米経済の貯蓄率の増加は、多額の損失が生じた年金資産の穴埋めの必要性とともに、資産運用業者に何らかの機会を与えてくれると考えられます。

(了)

© (2009) PricewaterhouseCoopers Aarata. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to the Japanese firm of PricewaterhouseCoopers Aarata or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.