

# GCI Global View

2008年12月1日

## 【目次】

### ●スペシャルレポート

成功報酬について 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](mailto: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。

## ●スペシャルレポート

### 成功報酬について

11月には、毎年大手の証券会社が様々なヘッジファンドカンファレンスを東京で開催し、世界各地のファンドマネージャーや投資家が東京に集まります。しかし、今年のカンファレンスは、やはり昨年にと比べるとマネージャー・投資家とも参加者が少なく、寂しさを感じさせるものでした。

そのようなイベント等で投資家の方々とお話すると、ファンド・オブ・ファンズへの不満を耳にしますが、その一つが成功報酬制度についてのものです。本邦機関投資家の多くは、ヘッジファンドのエクスポージャーを持つ場合、ファンド・オブ・ファンズ経由で投資していますが、昨今パフォーマンスのみならず透明性など定性面の問題が顕在化する中で、成功報酬の妥当性について議論することがしばしばあります。今回は成功報酬について述べてみたいと思います。

評論家の山崎元氏が、ある雑誌で投資銀行の成功報酬制こそがリスクを増幅させた要因であるという旨の記事を寄稿していました。

ヘッジファンドについても同様のことが言えます。即ち、パフォーマンスが悪ければ解約されてしまう(クビになる)が、反対に成功すれば巨額の成功報酬を手に入れられるという状況であれば、マネージャーとしては、「リスクを取って運用しなければ損」といった誘惑に駆られます。損を出しても自らへの影響は限定的であるが、利益を生むと報酬は青天井であると言うことです。この場合、マネージャーにとって最も恐ろしいのは、投資家の解約ではなく(勿論これも恐れていることなのですが)、「人よりも勝負が出来ない」という状況になり、こうなると、業界はインテリ・ギャンブラーの集まりになります。この傾向はシングルファンドに強く見られますが、ファンド・オブ・ファンズにもまます。投資対象資産の流動性が乏しく、多少解約条件の悪さに目を瞑ってでも、より収益性の高そうなファンドに投資を行うファンドがありました。(余談ですが、ファンド・オブ・ファンズが流動性に乏しいファンドを組み入れていた一つの背景としては、流動性の乏しい資産を組み入れているファンドには、発生主義で損益を認識するものが多かったため、サブプライム問題以前は一概にボラティリティが低く、シャープレシオ等の数値が良く見えていた、ということがあります)。これは、現在の成功報酬制度が惹起させる根源的な問題と言えるでしょう。

具体的に、投資家が感じる成功報酬の問題として話題となるのは、成功報酬はある一定の期間(通常1年)の含み益を含めた損益を基にして算出されるということです。暴論すると、「報酬を返す必要が無いので、サブプライムで証券化商品価格が下がってもそれが年を越した後であれば良い」ということです。まさか、そのような考えで運営していたマネージャーがいたとは思いたくありませんが、実現していない含み益であったとしても、成功報酬は実現してファンドから出て行ってしまうという投資家の懸念は強まっています。

具体的には、成功報酬のうち、何割かはファンドに再投資するとか、利益が実現するまで報酬を送金しないなど、実務的に難しい部分もあるでしょうが、投資家とマネージャーの公平性の観点から、今後議論・是正されていくべき点です。

また、現在の成功報酬水準は、ファンド・オブ・ファンズで5-10%というのが一般的ですが、これについても投資家の不満を耳にします。この場合は、ファンド・オブ・ファンズのゲートキーパーとして、5%なり、10%なりの付加価値を果たしているのか、ということです。知らず知らずのうちに、シングルファンドが突然解約停止や清算となってしまう、投資家としては、突然サイドポケット運用となってしまう、などといったことが頻発する中で、上記のような不満が表れてくるのは当然です。

但し、成功報酬制度自体は、優秀な人材を引き入れるという観点で必要です。ファンド・オブ・ファンズは、一般的にシングル戦略のファンドよりもチームプレーの要素が強いので、ポートフォリオマネージャーのほか、ファンドリサーチ、リスクマネジメント、顧客対応等、多くの職種の人員が必要となります。チーム全体のモチベーションを上げる意味でも適切な成功報酬は必要です。

当たり前のことといえば当たり前ですが、今回の金融危機を経て、投資家とマネージャー間のコミュニケーションがより密になっていくでしょう。また、そうすることが出来ないマネージャーは淘汰されていくことになります。以前に比べれば、投資家とマネージャーのコミュニケーションは随分と改善しましたが、今回の危機で浮かび上がってきた問題点をいかにして克服し、しっかりと投資家に見せていくのが問われています。

過去、ヘッジファンドは、ブラックボックスであることが不可思議性を高め、収益の源泉であると考えられた時代もあり、投資家もそれを仕方の無いことだと受け止めてきました。しかし、今後はより透明性のある、より自らの運用哲学や運用状況を説明できる能力のあるファンド・オブ・ファンズが選好されていくことでしょう。

これまでは、成功報酬はほぼ横並びでした。これだけの競争社会だったにもかかわらず、横並びだったと言うのもおかしい話です。今後、パフォーマンスは勿論のこと、より投資家のニーズに応えるサービスを提供できるか否かで、報酬水準に差異が生じていくでしょう。成功報酬の水準等が議論されていく中でも、投資家の求めるサービスを誠実に提供していくことが出来るマネージャーにとっては、それほど問題ではないと思います。

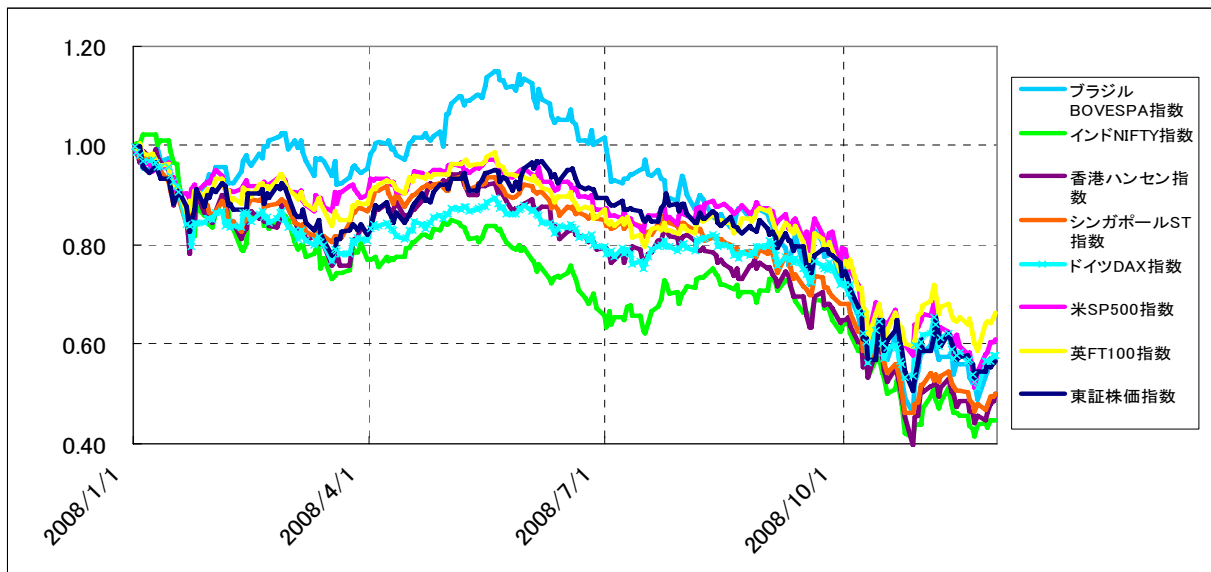
(山崎)

## Global Markets (11月25日～11月28日)

### 1. オーバービュー

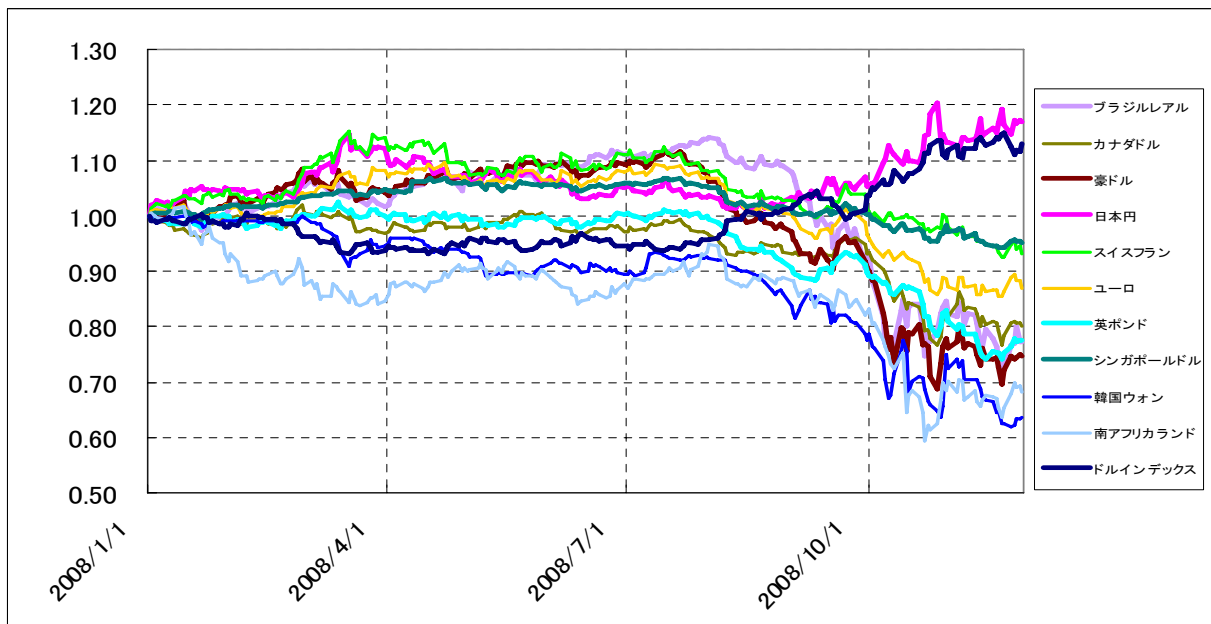
シティ支援に続き、FRBの最大8000億ドルという巨額の取り組み(住宅ローン担保証券買い取りで最大6000億ドル、自動車ローンなどの資産担保証券保有者向けローンの取り組みで最大2000億ドル)が発表された。FRBのバランスシートの急拡大と資産内容の劣化に対する懸念を指摘する声は強まるものの、これまでデフレ懸念に対しては徹底して強烈な施策を実施すべしと主張してきたバーナンキ議長がまさに本領を発揮しているともいえる。实体经济の悪化は加速しているが、株式市場は当局の取り組みを素直に好感し反発が続いた。

【各国株価インデックスの年初からの変化率の推移】

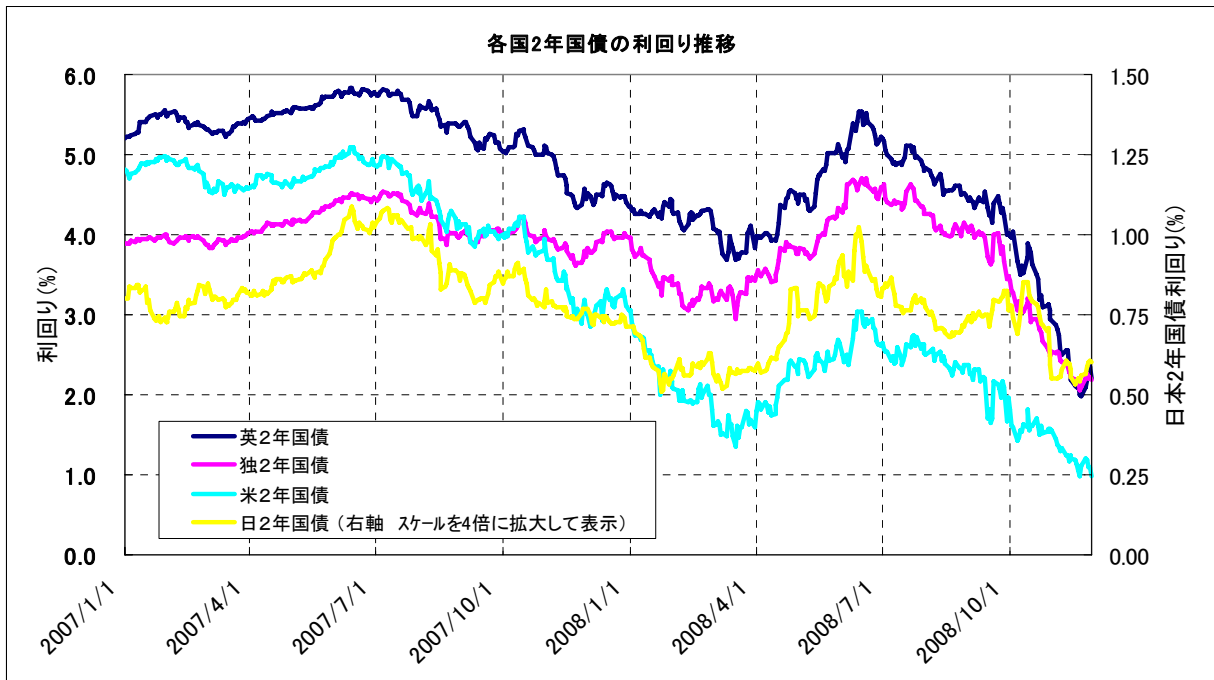


ドル不安の材料にも成り得るFRBの巨額支援策発表後も為替は静かな動きが続いている。不安は不安として残存しつつも、ドルにとって替わる存在が今のところ不在であるというのが市場の共通認識というところか。

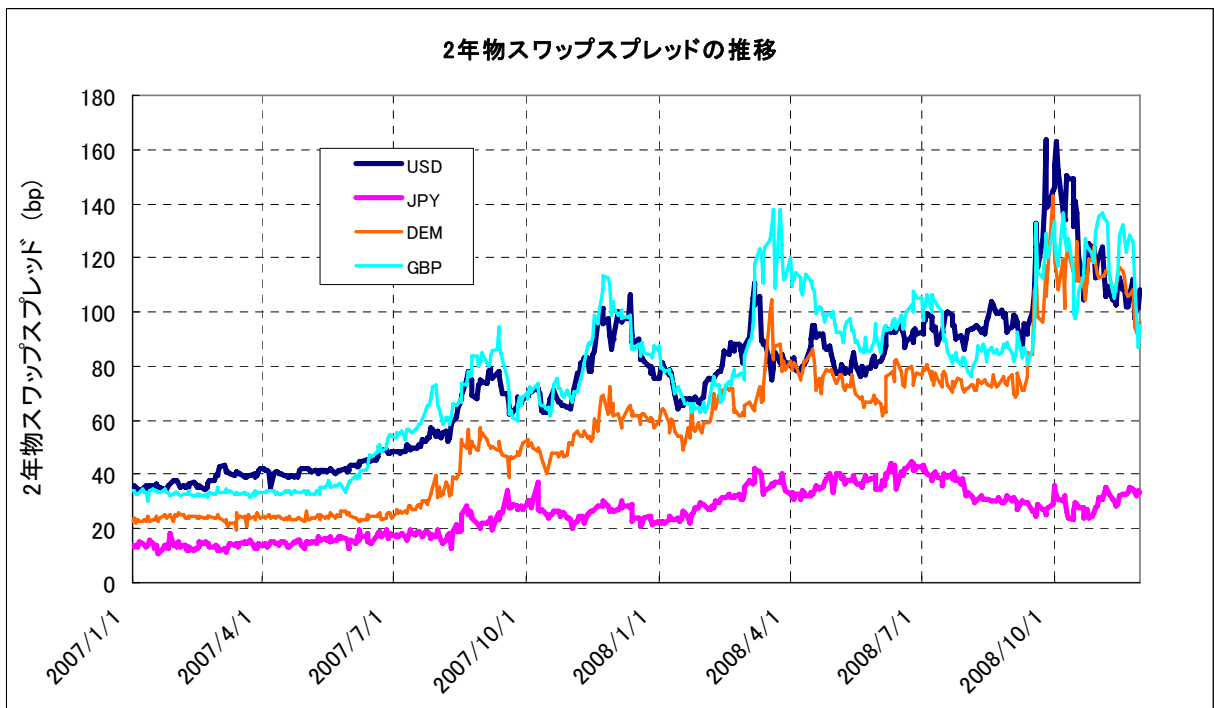
【各国通貨の年初からの対ドルでの変化率の推移】



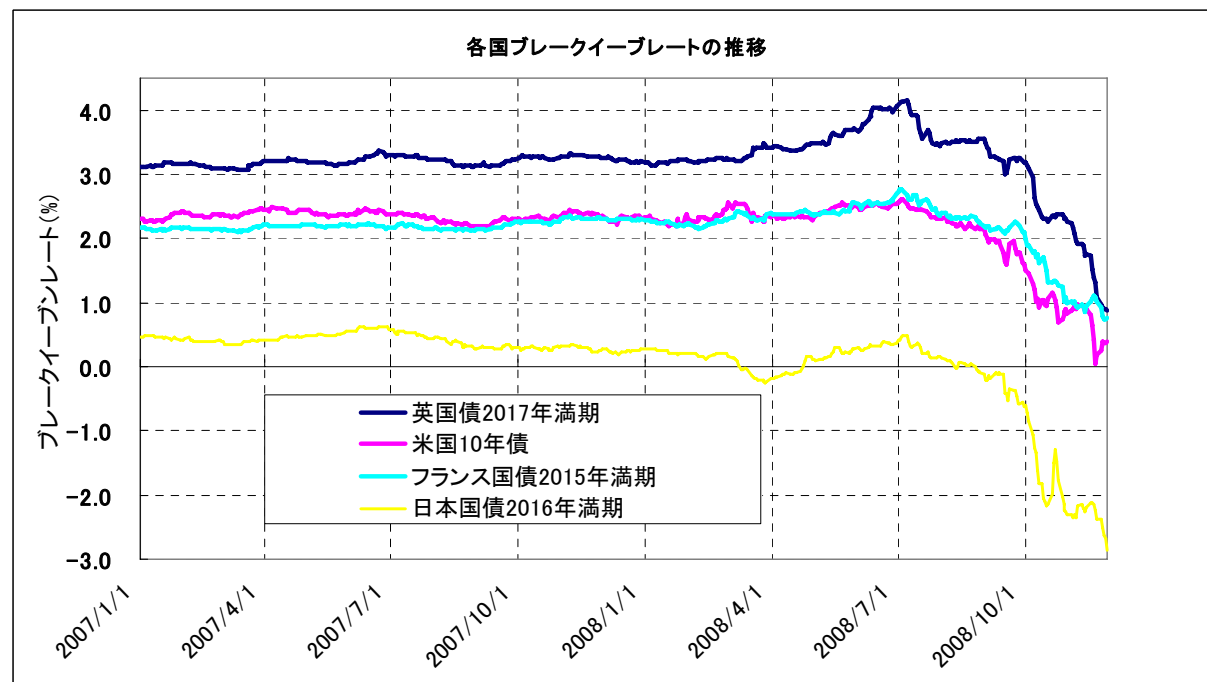
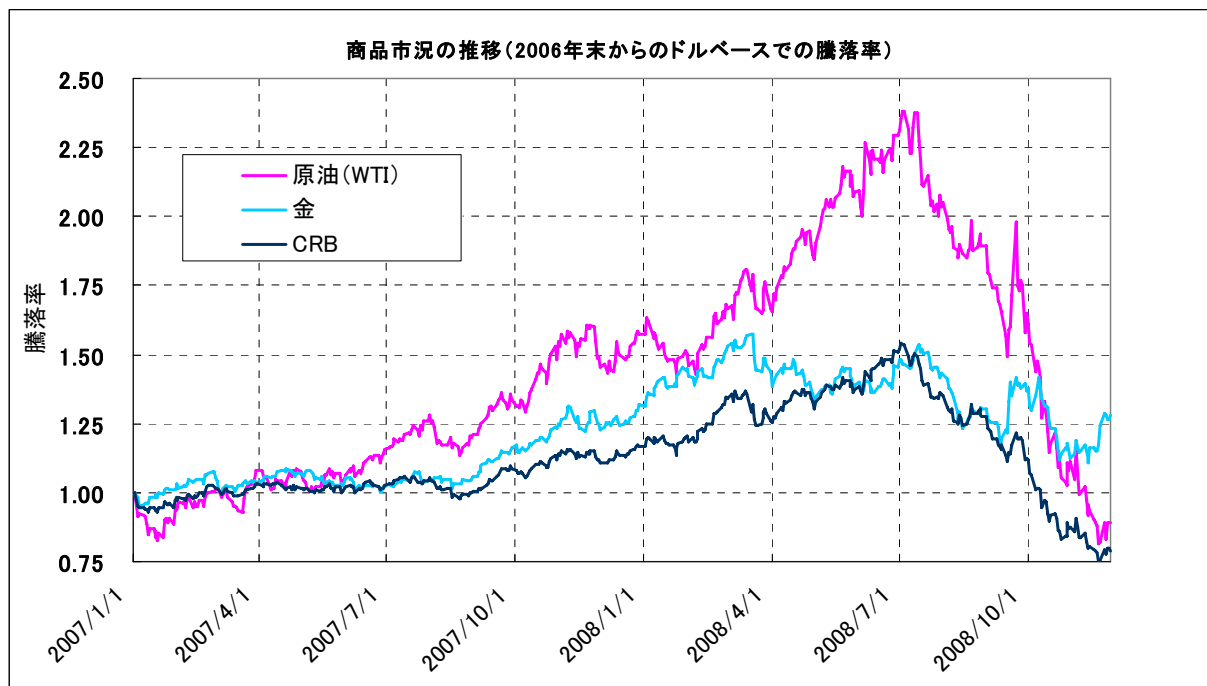
株式市場がリバウンドする中でも長期債への資金シフトの流れは変わらず、一旦反発した長期債利回りは再び低下圧力に晒され、米国10年債利回りは3%を割り込み2.92%まで低下した。欧州でも域内インフレの鈍化が利下げ観測を高めている中でも、短期債以上に長期債への資金シフトが加速した。



2年物のスワップスプレッドは、引き続きもみあい継続。英国では短期国債増発懸念からスプレッドが縮小。



原油は 50 ドルを若干上回る水準でもみ合いに。(末永)



## 2. 資金市場～ドルLIBOR強含みの推移

3ヶ月物ドルLIBORはもみあいが続く中でも、資金繰り事業会社からの資金調達圧力を反映してやや強含みの推移となった。欧州通貨は利下げ期待を反映してEURIBORやLIBORなど指標金利自体は低下傾向にあるが、OISスプレッドはほぼ変わらず、一方、欧米対比でみると調達圧力の強まりは穏やかなものにとどまっている日本でも、調達圧力の強まりを反映して利下げ後のTIBOR低下分を全て吐き出している。(末永)

