

# GCI Global View

2009年2月23日

## 【目次】

● 直近のヘッジファンド運営政策について	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.4
2. 資金市場	P.7

## 【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。

## ●巻頭レポート

### 直近のヘッジファンド運営政策について

ここもとの機関投資家からのヘッジファンド集中解約により、多くの金融市場に甚大な影響が出ているのは現状を見て頂いたとおりです。今回はファンド・オブ・ファンズ(FOF)の集中的な解約にファンド側がどのように対応しているのかを、直近の現象を見ながら観察します。一般的には、ファンドの目論見書には運用者の恣意による判断について大まかに規定されており、投資家の同意を必要とする、しないのいずれかによりその形態が分かりますが、以下にいくつかの具体的な方策を紹介します。

ファンドのAUM(資産総額)に対して、投資家からの解約申し込みが一時的に大きくなった場合、運用者はいわゆる“ゲート”を適用して、解約申し込み分の一部についてのみ通常通りの資金化を進め、それ以外の部分については期間を明示せず出来るだけ速やかに資金化を粛々と進める、という場合があります。これは、ファンド自らが資産を売却することで、市場インパクトにより、ファンド自体にとって大きなマイナス要因になることを緩和するのが主な目的で、ファンドのリスク・リターン特性が急変することも防げます。一般的な例としては、AUMの25%以上の解約申し込みが同一の解約期間に集中することにより発動し、一度にまとめて売却する分については10%程度かそれ以下に抑え、その後は様子を見ながら資金化を進めることが多く見られます。この発動は基本的には顧客資産保全を意図とし、ファンドの目論見書に最初から規定されるのが一般的で、運用者は投資家からの合意を得ることなく恣意により発動することができます。どうせ売のだから市場インパクトが出るんだろう、という乱暴な言い方も出来ますが、市場の流動性を支配することは出来なくとも、市場を知り尽くした運用者がうまくやるという部分に一定の付加価値があるかもしれません。

解約申し込み集中による市場インパクトが破滅的で、当該市場の流動性そのものを損なう可能性が高い場合や、特定証券やスキームへの集中投資分を解約することにより甚大な影響がでると運用者が判断した場合は、一時的な“解約停止”措置をとることがあります。身近な例では、日本国債の変動金利付債券市場において、特定のプレーヤーへの取引高における依存が高まっていた状態から、当該プレーヤーが一方向への売却を行ったり、または信用リスクにより取引ができなかったり、という状況があります。このような状況に陥ると、経済理論で考えると有り得ない価格と金利水準が現出する、といったことが起こります。これにより当該市場の制度的欠陥が露呈すると、市場の存立と存在意義そのものに対する懸念が発生するため、リターンどころの話ではなくなってきます。ある運用者は金融当局の担当者との直接的なコミュニケーションを通じて市場正常化のための解決法を探ることになりました。

次に、いわゆる“サイドポケット”を使って、ファンドが持つ流動性の低い特定資産をその他の資産とは別に扱う、という手段があります。これは、特定資産を文字通り別管理する方法です。投資家からの解約申し込みに応じてしまうと、流動性の高い資産を売却することによる資金化を進めることは出来ても、残存投資家がその後に保有し続ける資産が、極端に流動性の低い資産に集中してしまう懸念がある場合を想定すると、その不公平感を理解できるはずですが、本来はコミングル(混蔵委託)のファンドとしてスタートしたファンドが、特定投資家からの資金の流出により、そのファンドの資産構成やリスク指標まで極端に変わってしまうことになると、顧客に対して応分のリターンを提供し応分のリスクを負担させるという本来の趣旨から外れてしまいます。そのため、一旦特定の低流動性資産を別管理し、ファンドの別クラスを新設する形で、解約する投資家も既存投資家と同様に応分の経済効果を負担させる、というのがこの解決方法です。一般的には、別クラスの追加設定であったり、SPV(特定目的媒体)の新設であったりしますが、目論見書にはここまで具体的に規定されている場合は少なく、運用者の恣意とは言いながらも、大多数の投資家の文書による承諾(コンセント)を必要条件とするケースが大半です。

この場合、投資家は運用者の恣意的判断に同意しない場合には即時解約(次回の解約日)を求めるという選択肢を持ち、残るか解約するか判断を迫られることになります。いずれにしても、ファンドから一定の資金が流出するの

で、その経済的インパクトとファンドのメリットを天秤にかけた上での判断になります。なお、サイドポケット化された資産が実際に流動化されるまでの期間は、解約投資家も引き続きエクスポージャーを維持することになります。

直近では多くの FOF が、彼らの投資家からの解約請求により、投資主体として一気に解約申し込みを集中させたため、ヘッジファンド側では足早の資金に対する警戒をさらに強めることになりました。このため、比較的投資家基盤が強固で安定的なヘッジファンドは、個人富裕層などの長期投資資金と、FOF を通じた短期の機関投資家資金を実質的に選別するために、既存ファンドを別々のクラスに分け、委託手数料率を変えるなどのインセンティブ(または逆インセンティブ)を設定することにより、投資家を選別する施策をとることもあります。運用者としては、ファンドビジネスの顧客基盤、または投資戦略の上でも、長期安定投資家が最も望ましいので、一般に FOF のように短期指向で要求ばかり多いわりにはドライな投資家を敬遠しようとする傾向が顕著です。この場合、残存クラスについては手数料割引の代わりに“ロックアップ”(解約の期間制限)が数ヶ月から数年のさまざまなスキームで付されることが多く、昨年から今年にかけての市場状況に対応した短期的措置のような様相を見せながらも、前述のように明らかに投資家資金をその投資期間や特性によりヘッジファンド側が峻別しにかかる、という状況が見て取れず。

これら以外には、解約集中によりファンドそのものがビジネスとして立ち行かなくなる場合には、運用者がファンドを閉じるケースもあります。ファンドの形態を維持すること自体にコストがかかる上に、人件費を含めた運用会社の運営に懸かる費用を考慮すると、中小のファンドとしては大手の同業者に統合されるほうが経済的に意味のある場合もあり、大手としても優秀な運用者をまとめて採用する機会となります。

2008 年 12 月時点でヘッジファンド業界での不確定の情報として、“100 近いヘッジファンドがゲートを適用した”という情報がありました。プライムブローカレッジを使っているヘッジファンドの約 10-15%の数のファンドがこのような状況である、という話もありましたが、確定した情報ではありません。一昨年市場がまだ好調を維持していた時期に破綻したファンドが、2 年を経過した現在でもまだその資産を完全に回収できていない、というケースは珍しくなく、投資対象資産により回収が困難なのは、一般事業会社のプロジェクトと大きく変わりません。今後は規制を含めた当局管理が厳しくなり、投資家保護の名のもとに多くの国際ルールが提起され検討されることになるものと思われます。しかしヘッジファンド運用者はそれ以前に、たとえ全うな運用者であっても、事前の情報開示や顧客対応をネタとして、投資家からの損失回収のための損害賠償訴訟に悩まされるという状況が起こり得ます。前述の目論見書については、事業会社で言えば定款に当たるものですが、運用者の恣意的な判断によるファンド運営という意味では、経営者が事業会社を運営するのと同様の自由度および責任がついて回ることがわかります。ファンド投資前のいわゆるデュー・デリジェンスや投資後のモニタリングは、株式投資における企業調査業務に相当すると言えますが、運用者や経営者の人的信用という部分については定性判断しか下しようがなく、その恣意性が投資家に与えるインパクトを何らかの形で担保されるには、規制と監視および訴訟によるものが一般的になります。

日本でも海外でも世間を騒がせているねずみ講的詐欺を含めて、何十億、何百億という被害総額を聞くたびに、脱力感を感じてしまいます。中には全うに資産運用に取り組む誠実な運用者もいて、数億円を集めファンドを維持するのに四苦八苦している一方で、日本の個人は集合的にはお金持ちだけど、規制のない世界では無防備に資金を出し被害にあう現状にも不条理を感じます。欲得が絡むと人間の理性的な判断というのは非常に曖昧で不安定なものであると改めて思います。ビジネスの上では、ファンドの運用者をビジネスパートナーと同様の信頼感を持って扱う、という基本姿勢を崩さずになりたいと思う反面、“信じてでもそれを検証する”(Trust, but verify)というプロフェッショナルとしての厳しい姿勢はこれまで同様重視されます。ルールだけでなく、ルールそのものを統治する主義 (principles)についても今後さらに重視されます。主義主張を他人の真似事で唱える人の話には、それを聞くとき明らかに感じる違和感が漂いますが、これも聞く側の価値判断の基軸がどこにあるか次第では状況が変わってしまいます。詐欺に引っかかる人と同様の精神状態とまで言うてしまうと語弊がありますが、集団思考の弊害や意思決定系統の機能不全によって、プロと呼ばれる人たちでも間違った判断をすることがあるのは現状の通りです。ファ

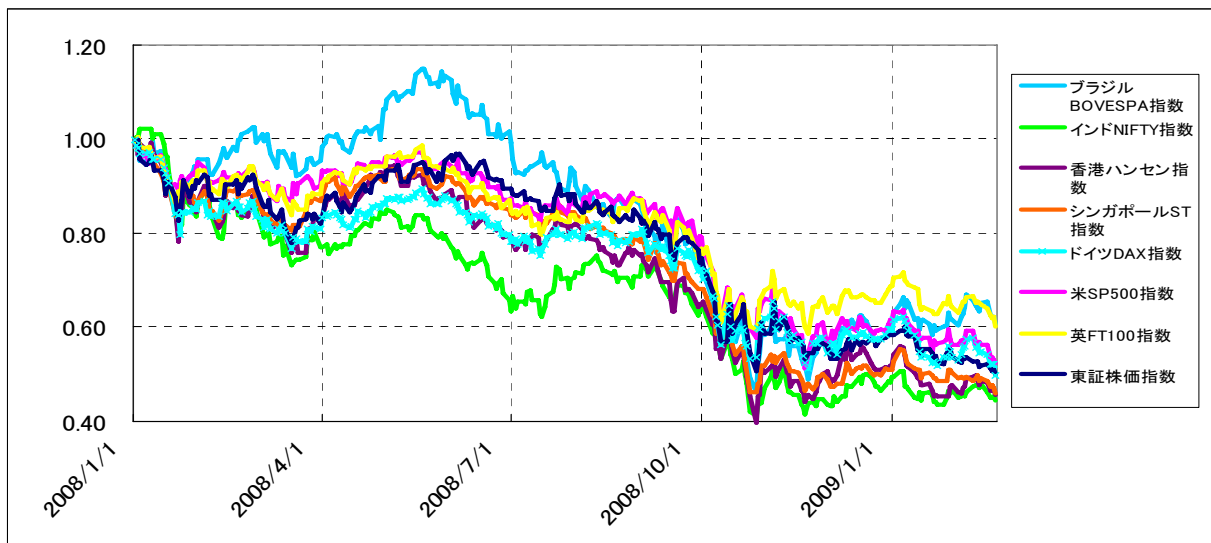
ンド投資という枠組みの中で出来ることは限られているとはいえ、創造的な思考でこれまでも生き残ってきたファンド業界が自ら進もうとする方向性に注目します。(西田)

## Global Markets (2月16日～2月20日)

### 1. オーバービュー

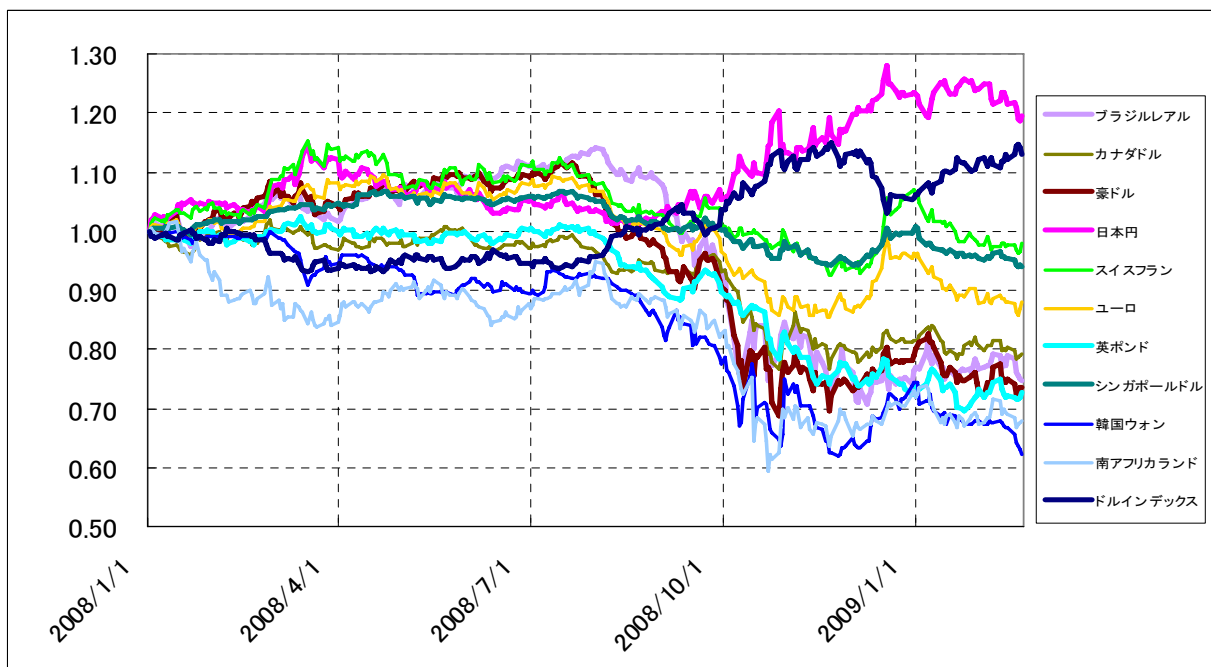
欧米金融機関に対する懸念は根強く国有化不安が市場を覆う中、中東欧圏の状況悪化の深刻化もクローズアップされ、US ダウが昨年の安値を更新するなど株式市場はもう一段の経済の収縮を意識し始めている。株式市場で一人アップサイドを広げて気を吐いている中国本土市場であるが、中国は米国債の買い手としての存在感も今後一層増してくることだろう。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

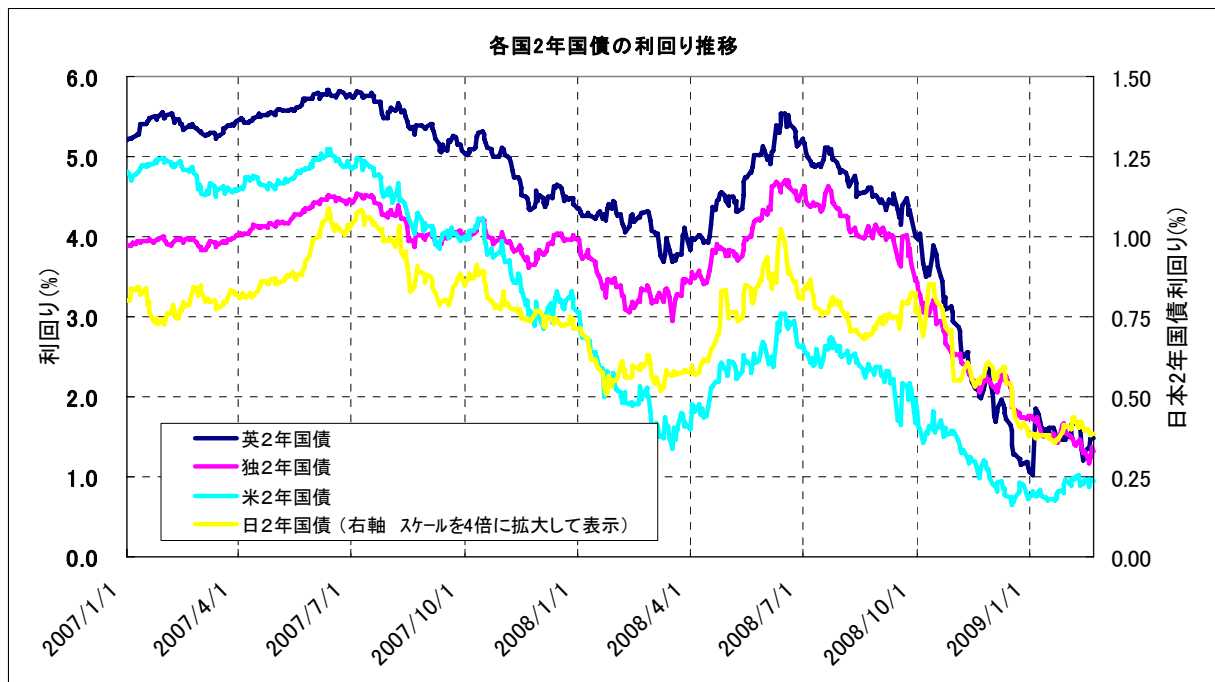


日本に対する失望や、欧州にのしかかる中東欧圏の重石など、その他諸国が足元をすくわれる中、危機の発信源のドルは強さを発揮している。ただしこの状況も安定したものではなく、きっかけ次第では大きく逆流するリスクも念頭において置きたい。

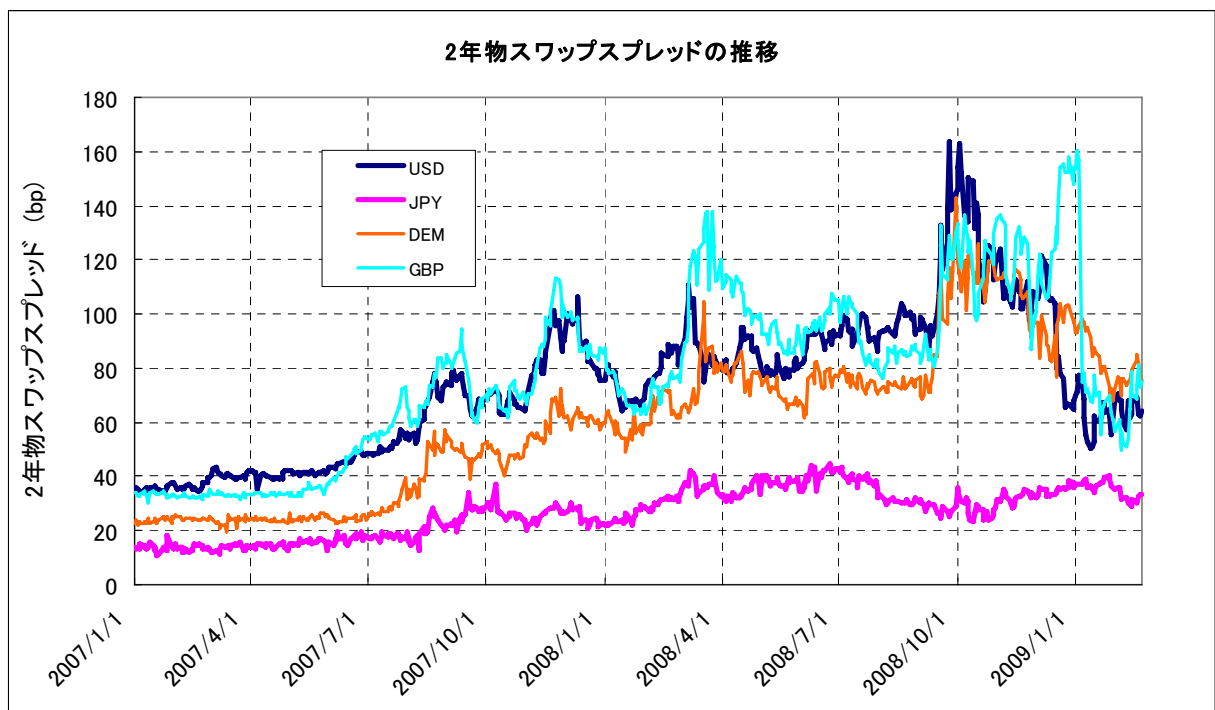
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



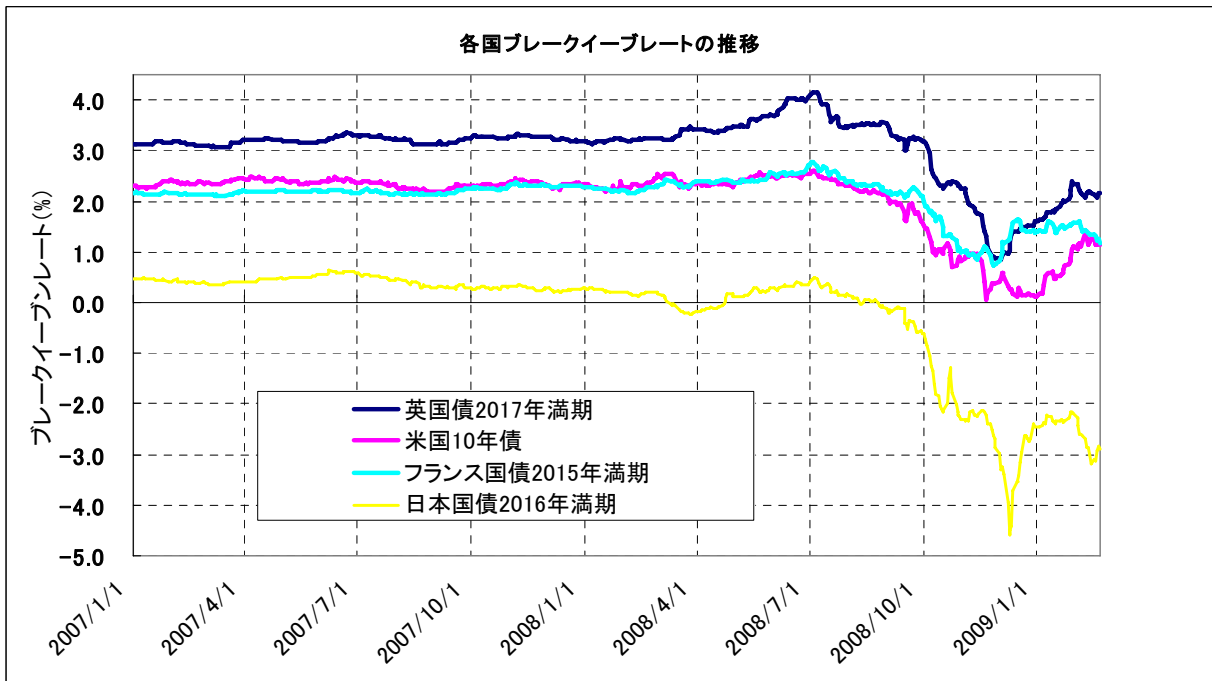
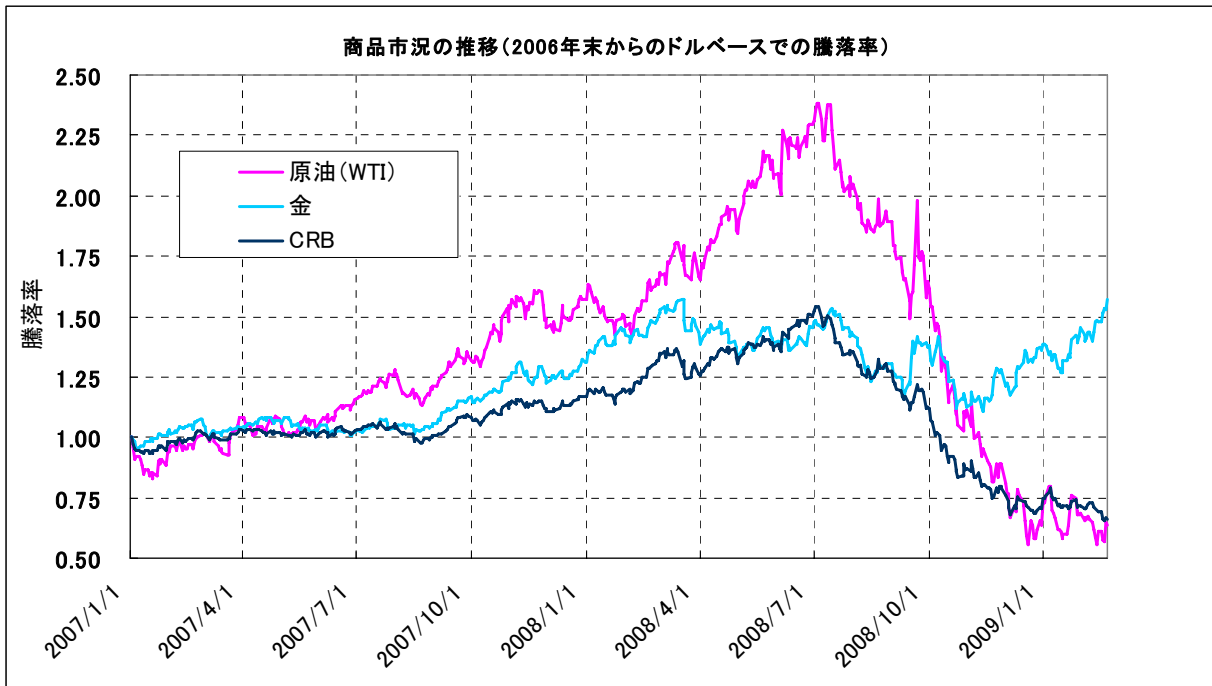
国債市場は株式市場の調整を横目に見ながらもみ合いとなったが、やや売りづらい地合いが続いた。株式市場が昨年の安値を割り込む中でも長期債利回りは高止まりしており、財政拡張に対する懸念を相応に織り込んでいる。



スワップスプレッドは引き続き小動き。



金は千ドルを突破、質への逃避先としての選好が強まる。(末永)



## 2. 資金市場～ドルLIBORの対OISスプレッド拡大

ここしばらく100bpを割り込み90bp台で推移していた3ヶ月ドルLIBORの対OISスプレッドが、金融機関に対する根強い不安から再び100bpまで拡大した。英ポンドLIBORのOISスプレッドも高止まりが続く。(未永)

