

GCI Global View

2009年3月9日

【目次】

● 直近のヘッジファンド運営政策について 2	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

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 2

前々回この欄で、顧客からの解約による資金流出に直面したヘッジファンド(HF)が、いくつかの運営政策を取って生き残りを図っているという旨を報告しました。今回はその中からひとつの例を取り出し、弊社がファンド・オブ・ファンズ(FOHF)としてどのような議論をして、投資継続または解約などの意思決定をしようとしているかについて、その過程を一部紹介します。なお、文中の例は実際の HF を例に挙げていますが、弊社業務の紹介を兼ねてレポートしようという意図ですので、内容が大きく変わらない範囲内で、意図的に一部を不完全に描写している部分があることをご容赦ください。また、HF の運営政策については HF 市場において参加者が現在非常に敏感に捉える話題ですので、たとえ伝聞においても取り扱いには十分な考慮をいただくか弊社あてにご相談くださるようお願いいたします。なお、直接お問い合わせいただければ、弊社の FOHF の運用および意思決定などについてご説明申し上げることはできます。

昨年12月に、弊社が FOHF として投資している HF で、香港に本拠地を置く中堅の債券戦略ファンドから、投資家あての通知が届きました。その内容はおおまかに、

- 1) 投資家の解約要求が集中しており、ゲートを発動せざるを得ない。
- 2) 投資対象市場の流動性が完全に枯渇しており、解約要求通りの規模を売却しようとする市場インパクトが甚大で、市場そのものの崩壊、およびファンドのリターンにも壊滅的な影響が及ぶ可能性が極めて高い。
- 3) 顧客層およびその資金特性により、継続と解約とに完全に二分化されることから、顧客の選択により既存ファンドを継続と解約の二つのクラスにそれぞれ分割したい。また解約クラスには解約価格(bid NAV)を適用し、低流動性市場での強制売却の影響は解約投資家が負担することとし、さらに継続クラスには一定のロックアップ期間を適用することを提案する。

というものでした。この HF 運用者は、投資家に一定の考慮期間とフィードバックをする機会を与えることで、投資家とのコミュニケーションをとる機会を設けました。弊社では速やかに運用者とのコンファレンスコールを行い、今回の提案の背景にある運用者側の意図を確認しました。元々この HF は、同戦略の他のファンドと比較して優良なシャープレシオを誇り、また業界団体主催によるアジア優秀ファンド賞を過去数年にわたり毎年のように受賞するほどの優れたファンドでした。また、運用者は定期的に日本を含めた投資家への訪問を行い、運用チームメンバーである創業者自らが顧客との直接対話を持つことを重視していました。情報公開においても、彼らは投資家の要求に沿うべく可能な限りの個別開示を行うという真摯な投資家対応をしていました。弊社では FOHF 業務における方針のひとつとして、ファンドの運用者としても、運用会社の経営者としても優れていて、率直なコミュニケーションを含め、ビジネスパートナー的な友好関係を築ける運用チームを選好する、という投資基準をこれまで貫いてきました。これは弊社が、ファンドガバナンスにおいては運用者の恣意(discretion)が非常に大きな位置を占めると理解していて、最終的には運用者のビジネスマンとしての人格(integrity)を反映したファンド運営がなされると考えているからです。

今回の当該 HF の運営政策については、投資委員会メンバー間で相応の議論を行いましたので、以下にいくつかのポイントを列挙します。

- FOHF の流動性の観点から、先行きについてロックアップが1年以上と設定されるのであれば、現状の弊社の投資家および市場状況を含めても許容できないため、解約を選択すべきである。
- そもそもコミングル(混蔵)で運用していたファンドを、中途からクラス分けにより投資家を差別的に取り扱うことは本来不可能であり、それを可能とする今回の判断、および運用会社の姿勢ともどもフェアでない。運用者が投資家に対するファンド運営上の公平性を確保できないのであれば解約すべきである。
- コンファレンスコールを通じて明らかになった運用者のビジネスモデルは、投資期間が短い FOHF を不公平に扱うものであり、特定の長期投資家を抱えた強気のビジネスモデルへの転換を意味する。顧客基盤を確定し

た強い HF がこのように判断するのは昨今の業界の流れである。運用者を信頼するに足るか、という判断をするときには、このような特殊な英断によりファンドを存続する者としての評価もありうる。

- クレジットについて一定のビュー(見方)をとるのであれば、クレジットスプレッドの収縮局面を超過収益につなげるべく、セクターの中では代表的な彼らのようなファンドにエクスポージャーを取っておきたい。ファンドの運用チームとしての評価が崩れないのであれば、リターンを上げることを重視して投資を継続したいという思いがある。
- 運用チームの能力、情報開示、これまでの顧客対応を勘案すると、ファンド運用者としての評価は高いとこれまでどおりに評価できる。また、ビジネスパートナーとしても、厳しい局面で厳しい英断をできる経営者は、裏を返せば味方としては心強い存在である。弊社 FOHF だが、長期投資家としての一定のコミットメントをする気があれば、彼らの判断はむしろポジティブに映る。
- 繰り返しになるが、信頼に足る運用者かという点では、これまでのやり方を一方的に変更してでも自己と特定投資家層の利益を守る運用者であると言えるため、公平性を欠くと言わざるを得ない。経済合理性に基づいた判断をするのであれば、継続クラスが圧倒的に有利であり、この有利が翻ってそのまま解約クラスの不利となることはビジネスの公平性の原則に触れる問題である。
- もととの運用原則に追加的な恣意を反映させることで、投資家が当然期待していた運用とは違う内容になるのであれば、運用者の特性と資質に対する信頼に関わり、FOHF としての継続投資を正当化する説明が弊社顧客に対してできなくなる。
- 解約 NAV の適用については、NAV の計算方法というファンド運営の根幹のルール変更であり、いわゆる“ゲームが始まった後にルールを変更する”不正な措置であることを認識したい。
- 「途中でルールを変えた」ことについては、市場自体が一時的にせよ変質し、「従来のルールの前提が崩れた」中で、ルールを見直すというやり方は有り得る。通常の市場状態では“ask-mid-bid”という資産価格が成立すべきであるが、市場の変質によりスプレッドが一方的に乖離する状況であれば、顧客の“解約-継続-新規”という特性に公平に合わせて柔軟なルール変更をすることはむしろ市場を重視した主義である。
- 価格を度外視してでも解約して早期資金化を希望する投資家に対して、その手段を柔軟に提供しようとするのは投資家指向の姿勢であり、その方法について投資家との対話を優先するのは投資家指向の表れである。
- 公正、誠実という GCI としての基本ビジネス原則に照らし合わせると、今回の彼らの対応については、顧客投資家に対する公平性を欠く点で懸念があり、投資魅力がたとえあったとしても、この懸念をぬぐえるものではない。もし、弊社が彼らの立場にあれば、むしろ運用者としての収益性を多少犠牲にしても顧客への公平性を維持したであろう。
- 継続クラスの投資家を自らのビジネスモデル上の理由で守ることは一応理解できるとしても、自らを守るために解約クラスの投資家を不公平に取り扱うことは許容できない。むしろ運用フィーの割引など、他にも自分達に出来ることがあるだろう。

以上に上げたポイントは弊社の議論の過程で指摘されたものであり、当該 HF へのフィードバックとしてコンファレンスコールや公式の意思表示の形でファンド側に要点を伝達しました。最終的には継続クラスを新設したとしてもロックアップ期間を短縮すること、解約クラスを新設したとしても運用手数料率を引き下げるなどを盛り込んだ2回目の通知が送られてきました。通常は投資金額に比例して発言力も大きい、という一般的な傾向がありますが、必ずしも大手ではない弊社でも、電話をすれば運用者兼経営者とすぐ話せる、という当たり前の関係を作って信頼関係を構築しておいたことが緊密なコミュニケーションにつながりました。その結果、必ずしも心地よい内容ではないコールが終了したときにも殺伐とした感覚は無く、むしろお互いを理解できるという信頼感と、物量だけに頼らずとも質を伴った専門家の会話ができるという充実感をお互いが感じていたと思います。なお、実際の投資判断については定量、定性を含めて総合的な判断がなされることとなります。

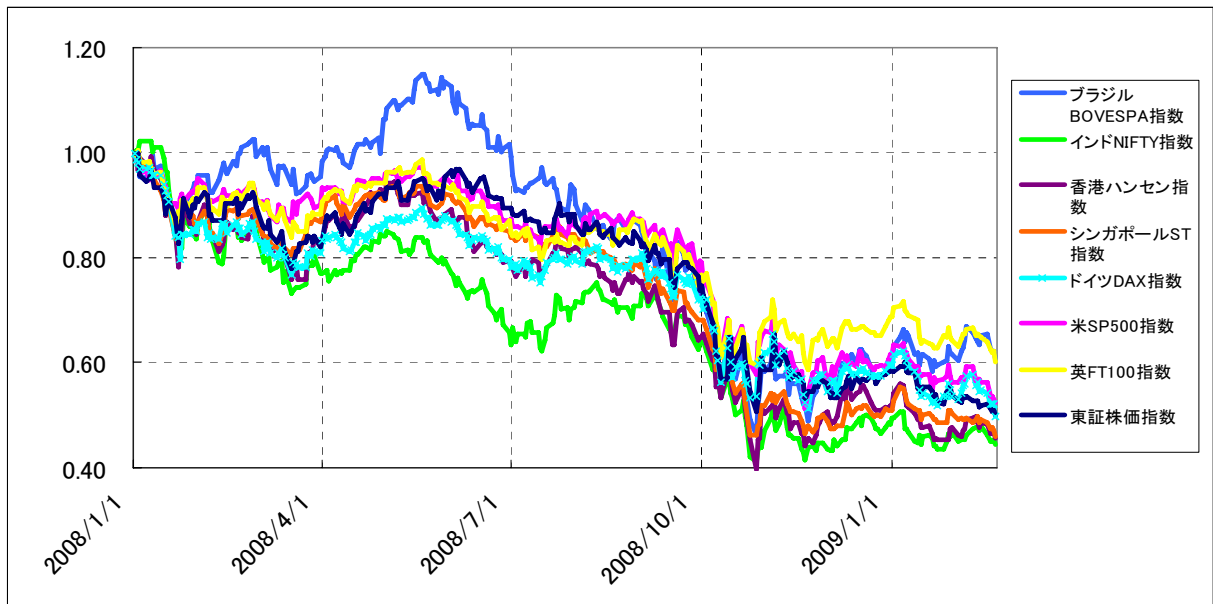
前回(2月23日号)も言及しましたが、ファンドのガバナンスにおける運用者の恣意については、企業経営者の経営判断となんら変わらない部分もあり、業界として成熟過程にある HF 業界ではその方向性についてこれからもさらに議論が進むでしょう。ともすれば自らのビジネスモデルの維持にエネルギーを費やす傾向のある運用者に対して、FOHF として投資家の立場からモノを申すことの価値は、あたかも友好的なアクティビストが企業経営者にもたらす有効な視点やアドバイスに似たものがあると考えます。(西田)

Global Markets (3月2日～3月6日)

1. オーバービュー

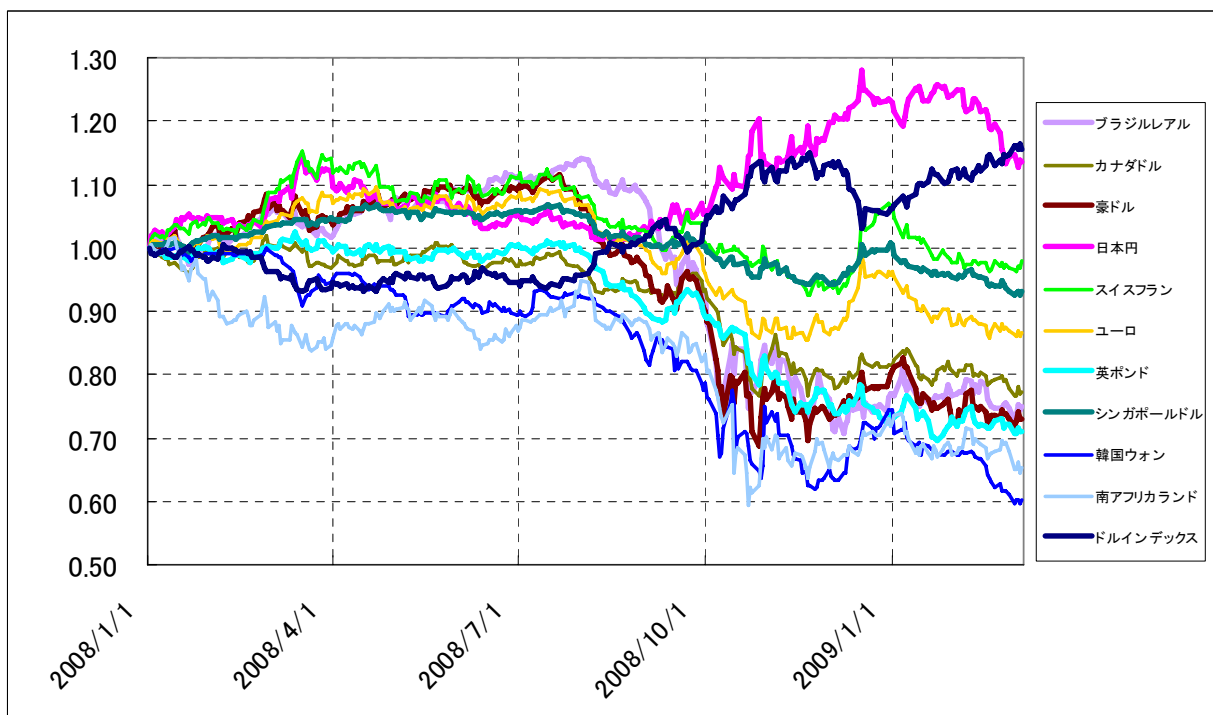
日本ではあきれるような政局の混乱が続いているが、世界を見渡しても、米国もオバマ政権の政策実行力、特に未だに不良債権買収の枠組みを明らかに出来ないガイトナー財務長官に対する信頼は揺らぎ、一方で欧州でも新興中東欧諸国と先進国の軋轢が表面化し、ユーロ自体の信任にも影を落とすなど、政治の停滞が市場の不安心理を助長している状況が続いている。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

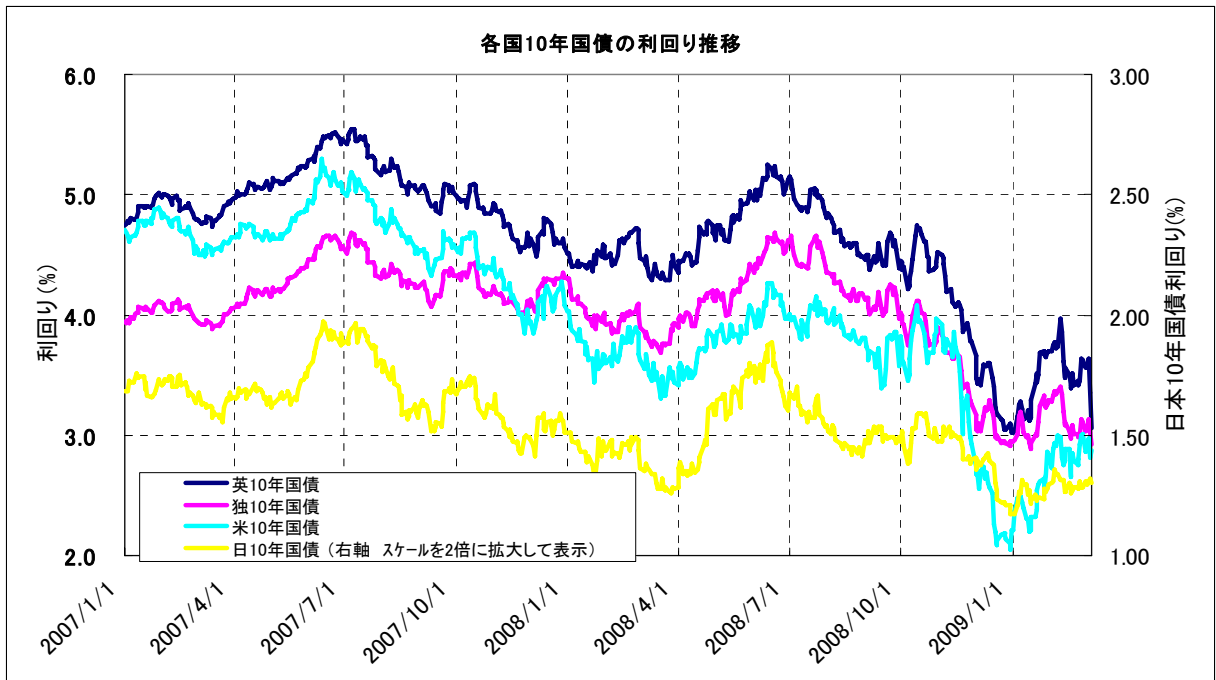


対円では引き続きドルが強含んだが、その他通貨ではドル高は一服。

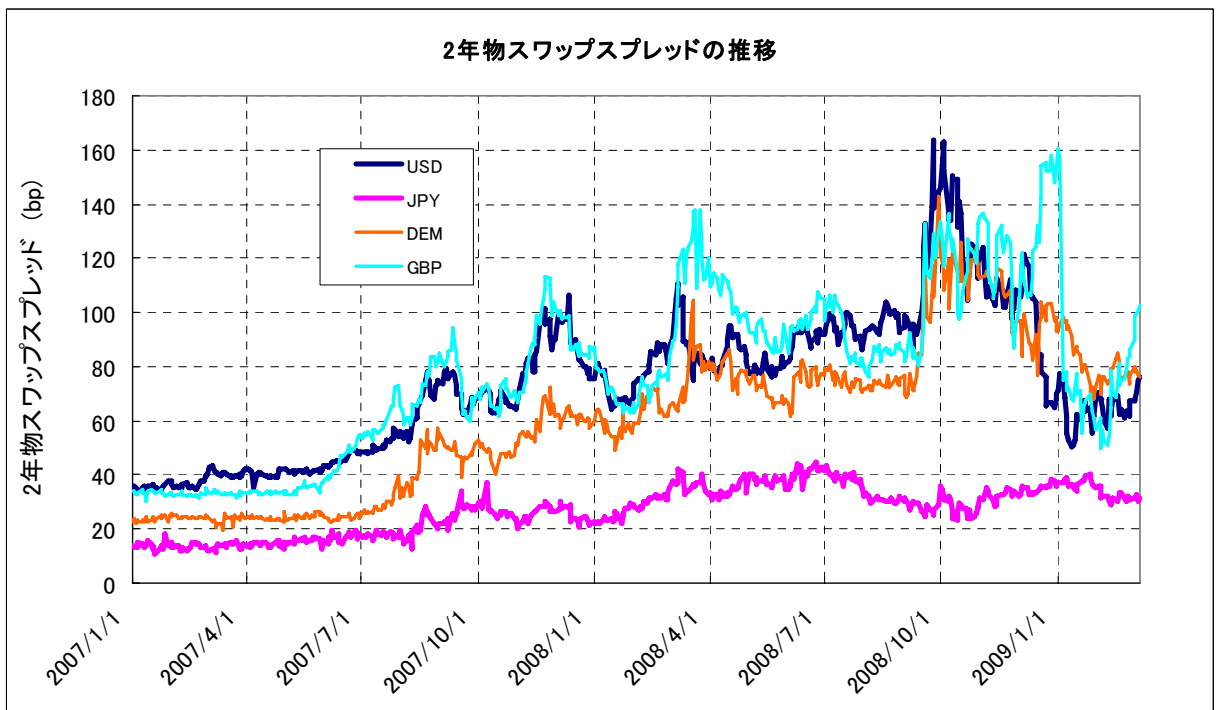
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



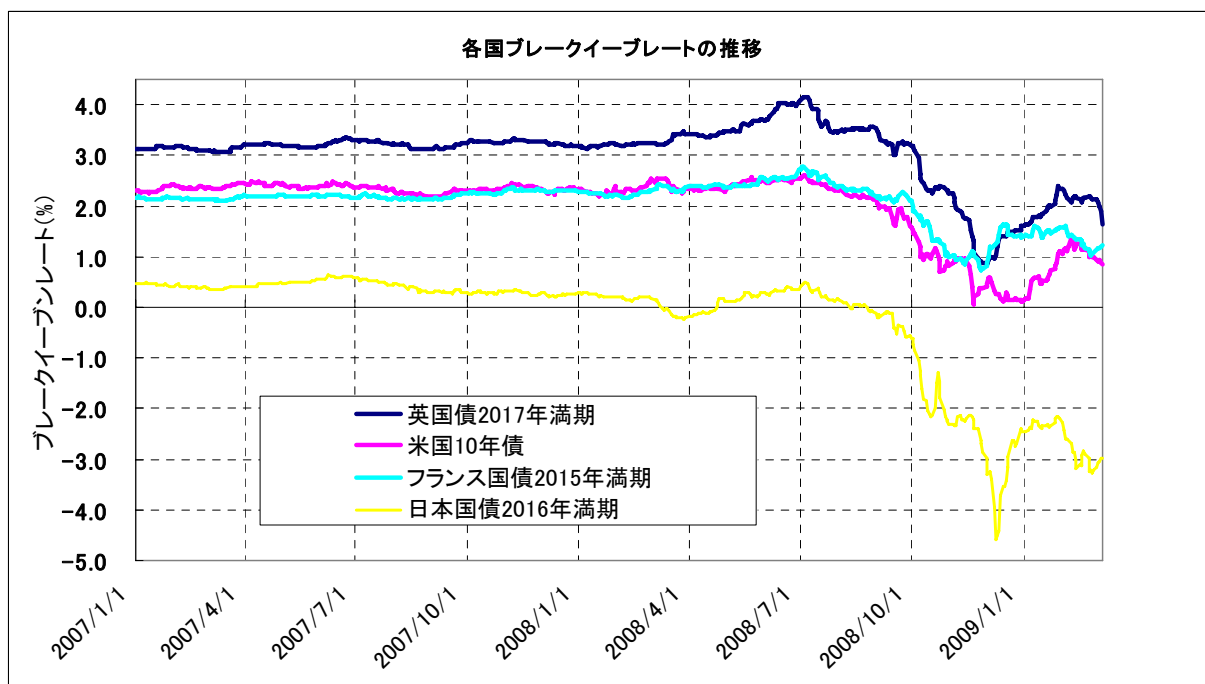
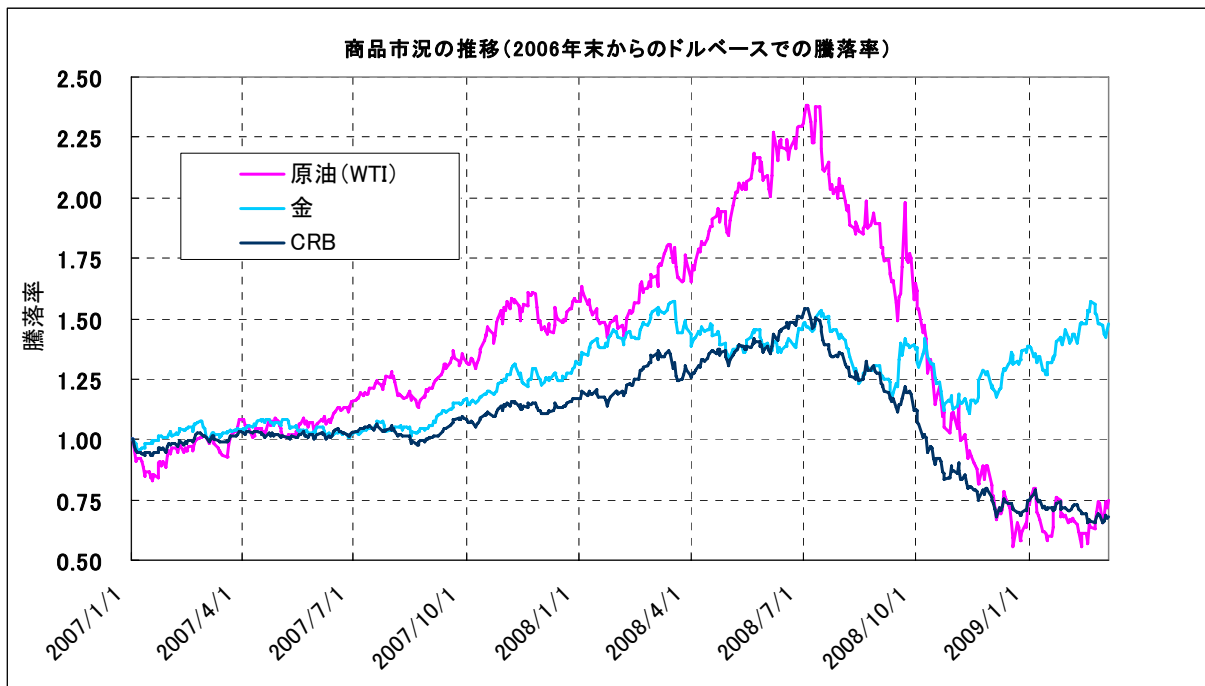
BOEによる国債買取による資金供給への取り組みが明らかになり、英国の長期債利回りは急低下、米国、欧州でも長期債への選好が強まった。



スワップスプレッドは、英ポンドが上昇傾向に。



ゴールドはやや調整する中、その他の商品は下げ基調が一段落し、横ばいでの推移に。(末永)



2. 資金市場～英国も量的緩和へ

英国での利下げと量的緩和への取り組み表明以降、ポンドLIBORは低下。対OISスプレッドも若干低下。(未永)

