

GCI Global View

2009年3月23日

【目次】

● ファンド評価業務における人物評価	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

ファンド評価業務における人物評価

投信やヘッジファンド(HF)の評価業務については、古くはプライベートバンカーが富裕層顧客向けにファンドの調査をするなどの歴史を経て、90年代ごろから急速に機関投資家のファンドオブファンズ(FOF)業務などにも広がってきました。投信の世界ではモーニングスターなどによるデータ提供が盛んですが、HFの世界でも多くのデータベース提供会社がしのぎを削っています。ビジネスモデルの発展という意味では、データベース会社が評価会社や運用会社に発展していった例なども多く、優秀な運用者を探し出して早目に投資枠を確保する、というのがFOFの成績をも左右していました。

以下の引用は、ファンド評価業務に関連したコメントを証券アナリストジャーナルから引用したものです。(注1) “…ファンド評価方法にはさまざまな手法があるだろう。…過去の運用実績をベースとした定量評価と運用哲学などを対象とした定性評価を組み合わせる手法がおそらく標準的と思われる。…運用実績に一定の加工を施して定量評価のみを提供しているケースもあるが、これは評価というより情報提供の色彩が濃い。定性評価もあわせたもの、あるいは定性評価そのものが一般にイメージされるファンド評価と言えるだろう。そして通常はファンドアナリストが介在している。…”

実際の評価方法は調査会社によって異なりますが、おもなチェックポイントとしては、運用方針、プロセス、体制、人材の経験値などで、これに詳細なデュー・デリジェンスを加えて戦略として優位かどうかの判断をすることになります。HFで運用実績が短い場合や、スタートアップの場合、判断のポイントとなるのは運用者の以前の実績に加えて、投資戦略の有効性やタイミングの判断になりますが、以前から指摘している通り、ヘッジファンドの運用者がその恣意により運用政策や顧客政策そのものまでも実質的に変えることが出来るので、あたかも創業社長が大きな影響力をもつ新興企業に近い経営的側面があることをFOF側は認識する必要があります。

アナリストとして新興企業やベンチャーの分析に携わったことのある人であれば誰でも経験していることだと思いますが、性格的にバランスがとれていて、誰もが友達になりたいと思うような人格者の社長が、競争や環境に飲み込まれてなかなか成功しないのに比べて、誰もが友達にはなりたくないと思うような傲慢かついけ好かない性格のワンマン社長が、急速に業績を伸ばして一時的に大きく成功することがあります。ここでは、“一時的に”というところがポイントになります。幸不幸のバランスとまでは言いませんが、それなりの調子の波というものは誰にでも確実にあります。または好きで一つのことをやり続けている人は、まったく注目されない時期があっても、いったん世間がその部門に注目すれば大きく成功することもあります。(人間の表と裏の顔は違うので一概に結論できないことは承知の上ですが、例としてあげていますので悪しからず。)成功に至るパターンは一つではないし、また成功する時期も違うので、FOFからファンドに投資する際の見極めにはタイミングと時間軸が大きなポイントになります。

現在の銀行の融資業務は一昔前から比べると相当程度洗練されていることと思いますが、かつては、銀行の支店長から企業の社長に対して“あなたがそう言うのなら無担保で貸しましょう”という、威勢の良い美談が語られた時代もあったようです。実際に都市銀行の融資業務を担当した人であれば、融資稟議書のコメント欄に“社長の人物面に懸念なし”などという文言を見たことがある人は多いでしょう。大した理解もせずにそんなコメントを書いていたかつての私自身に対して恥ずかしい思いもしますが、これを古きよき時代の名残として片付けてしまうのはいかなものかとも思います。先月のこの欄でマドフの件について、バイアス・レシオなどの数量分析により一定のリスク防止が可能であることを紹介しましたが、この指標によって指摘できるものは注意喚起以上のものではありません。また、実績値と定量指標で異常値が出ていたとしても、実際に非常に優れたファンドなので優秀な数字がでていて、ということもあり得ます。(マドフの場合は“あり得ないほど良すぎる”水準でした。)実際には実地面談を含めた戦略分析と、運用者の思考や行動の特性を見極めることが決定的に重要になります。その際のコミュニケーションの中身で、FOFの調査担当者としての能力を問われる局面になりますが、特に第一言語でない場合には、翻訳の中に埋もれ

てしまうニュアンスを含めた印象も大きな位置を占めるので否が応でも個人差が付きます。人が本当のことを言っているかどうかを見極める、という大げさになりますが、“Trust, but verify”（信じるが、検証する）の姿勢を持ち、借り物の言葉を並べているだけなのか、その人の性質、性格そのものが現れているのかを判断することになります。人の性格を判断する、などといってしまつとまた大げさになりますが、“この人は放っておいてもこんなことをやっている”だとか、“放っておいたらこんなことをやらかしてしまう”といった価値観や行動癖は履歴や職歴の中に表れていることが多いし、言葉の端々にその姿勢が見て取れるものです。一般的なビジネスでは契約形態によって法的拘束力を持たせる、という解決策が取られることとなりますが、何度も繰り返すように“ディスクレを持つ”場合には恣意で決定できるということなので、その人のビジネスマンまたはビジネスウーマンとしての人となりまで反映されることがあります。

かつてウォール街に勢いがあったころ、採用の面接官がわざと意地悪な質問を繰り返してその状況にどれくらい冷静かつプロフェッショナルに対処できたか、という項目で相手の評価をしていたことがあります。何が起きるか解らない市場を相手にする投資銀行ならではの、ということだと思いますが、心理的に追い込まれた状況でも相手を思いやるコミュニケーションが取れることと、論理的に話が組み立てられるという能力は、感情のコントロールができるという意味でプロフェッショナルとして優れていると言えます。以前この欄で HF の運用者の discretion（恣意）について書いたことの繰り返しになりますが、いかに追い込まれた状況にあり、またいかに生き残りが大事であるとはいえ、顧客である投資家とのコミュニケーションを軽視して一方的に不利な条件を突きつける運用者は成功しにくいのではないかと思います。むしろ、そういう人には成功してほしくない、と思ってしまうのが人間の正直な心情です。ビジネスパートナーとして長期にわたって信頼も築けそうな優秀な運用者は、必ずしも金銭的なインセンティブだけを目指してヘッジファンドを運営しているというわけではない、ということを広く伝える機会があればと思うくらいです。人事評価における人間の性格評価のような話になってしまいますが、だからと言って企業の人事部経験者がこの業務に向いているということはないというのが難しいところです。

ヘッジファンド評価業務はいまだに発展途上の業務であり、日々変化し続ける市場や経済環境の中で、誰がどの戦略でどれくらいうまく運用するかを将来にわたって評価するのはチャレンジングな仕事です。金融機関での元アナリストや運用経験者が、それまでの業務経験を生かしてファンド評価を担当することが多いと思いますが、実際にヘッジファンド業務または運用に関わったことがある人は、その実情を理解できるという点で有利になるでしょう。例えて言うなら、これまでは面接される側にいた人が今度は面接する側に回って、相手の手の内を知ったうえで回答内容を評価できるということになります。これ以外にも、自社でシングルファンドの運用を行っている会社が FOF をスタートするという場合にも、資金やオペレーションの流れを熟知しているケースが多く、ファンドを評価する上でこれまでの知識が有利に働きます。業界を広く見渡すと、それぞれの業務を経験している人はそれなりにいるのですが、1人ですべてを経験した人はいないので、すべてを知っているわけではないということと、仮にある分野のことを良く理解していると自信があっても、その知識が邪魔となり変化した市場や状況に対応できていない場合があります。独りよがりの偏見や主観的判断が客観的な判断の障害となることもあるので、FOF の側にも同じく意思決定におけるガバナンスが問われるのは当然のことといえます。（西田）

（注1）

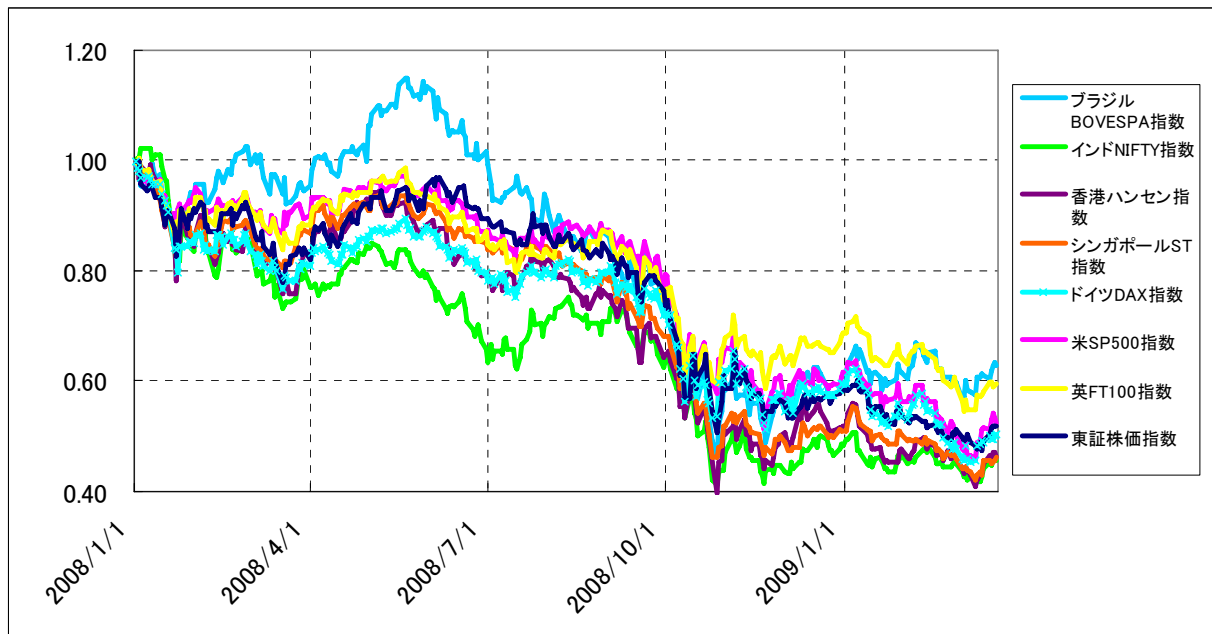
日本証券アナリスト協会 証券アナリストジャーナル 2008年9月号特集ファンドオブファンズ“ファンド評価業務の実際”P.42より

Global Markets (3月16日～3月20日)

1. オーバービュー

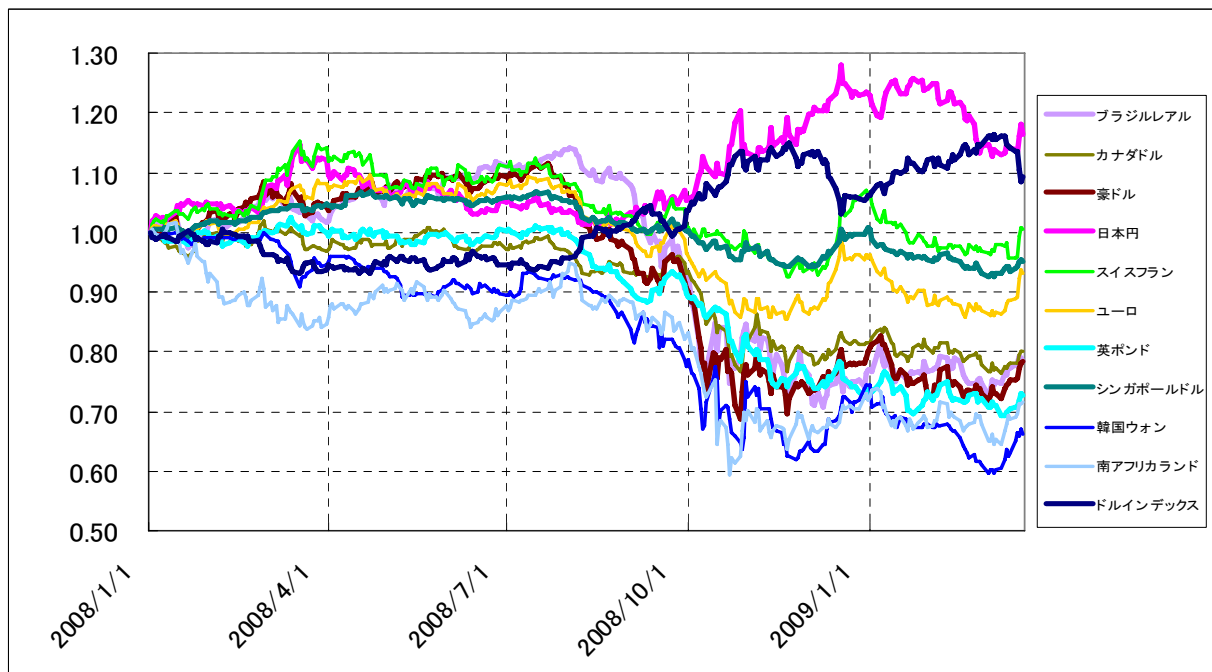
AIG 幹部への賞与支給を巡り大きく揺れた米国議会であるが、オバマ大統領が必死にかばうガイトナー財務長官に対する風当たりは日増しに強まっている。FRB の大規模な資産購入方針の決定も加わり、株式市場はリバウンドを続けたが、信用逼迫解消にむけてオバマ政権の要となるべき経済運営チームが、政権のリスクとなりつつあることには留意したい。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】



サプライズのあった FRB の長期国債大量購入アナウンスによりドル素直に反応し下落。

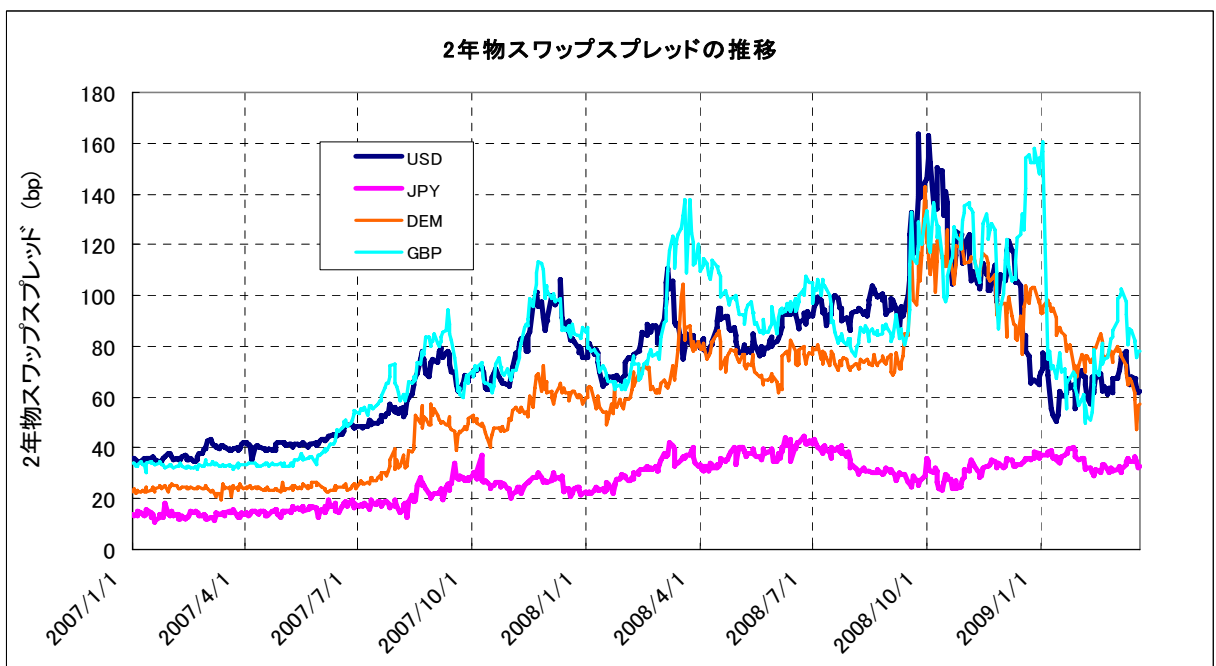
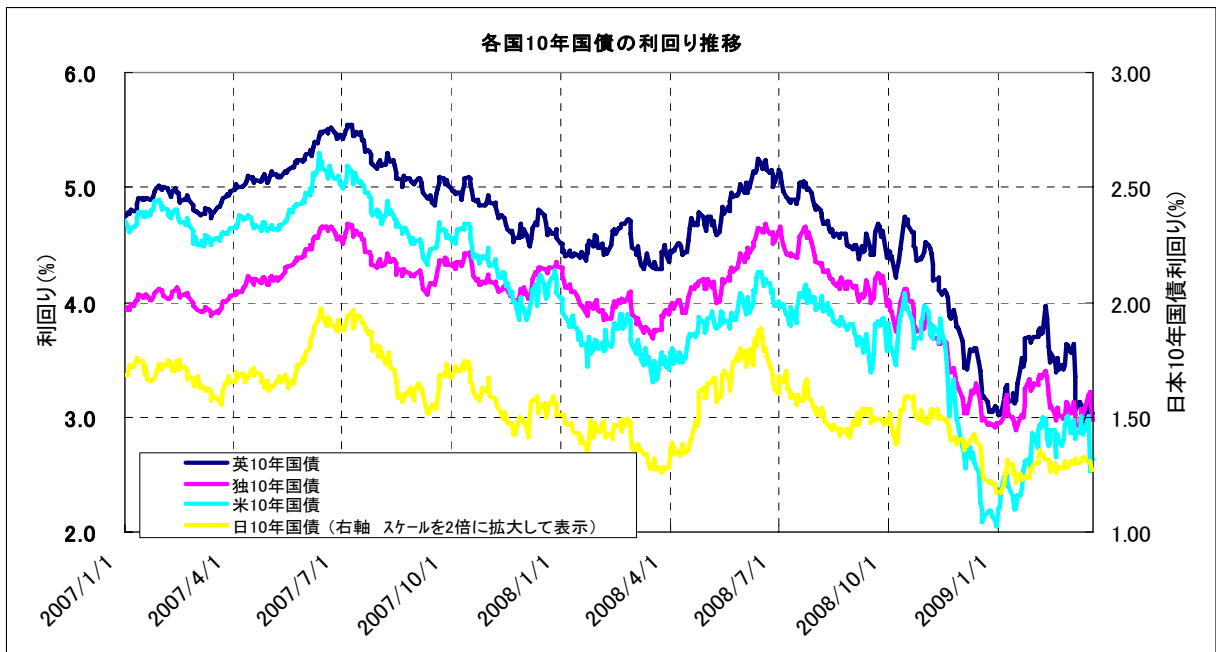
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



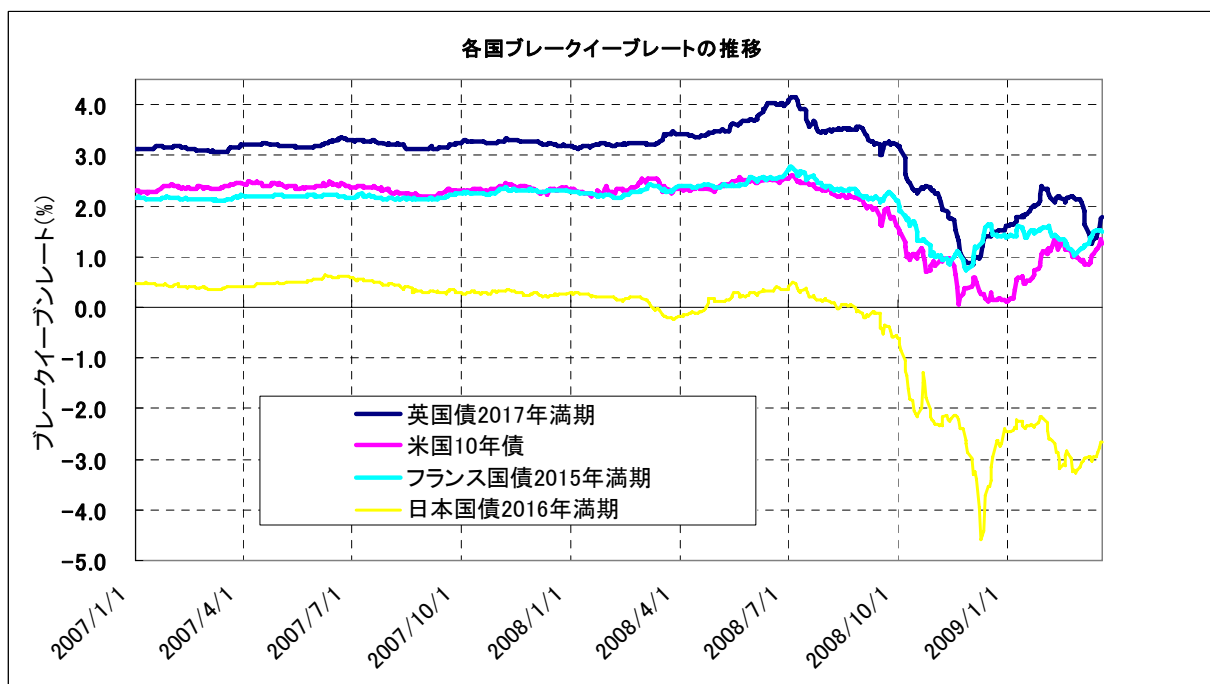
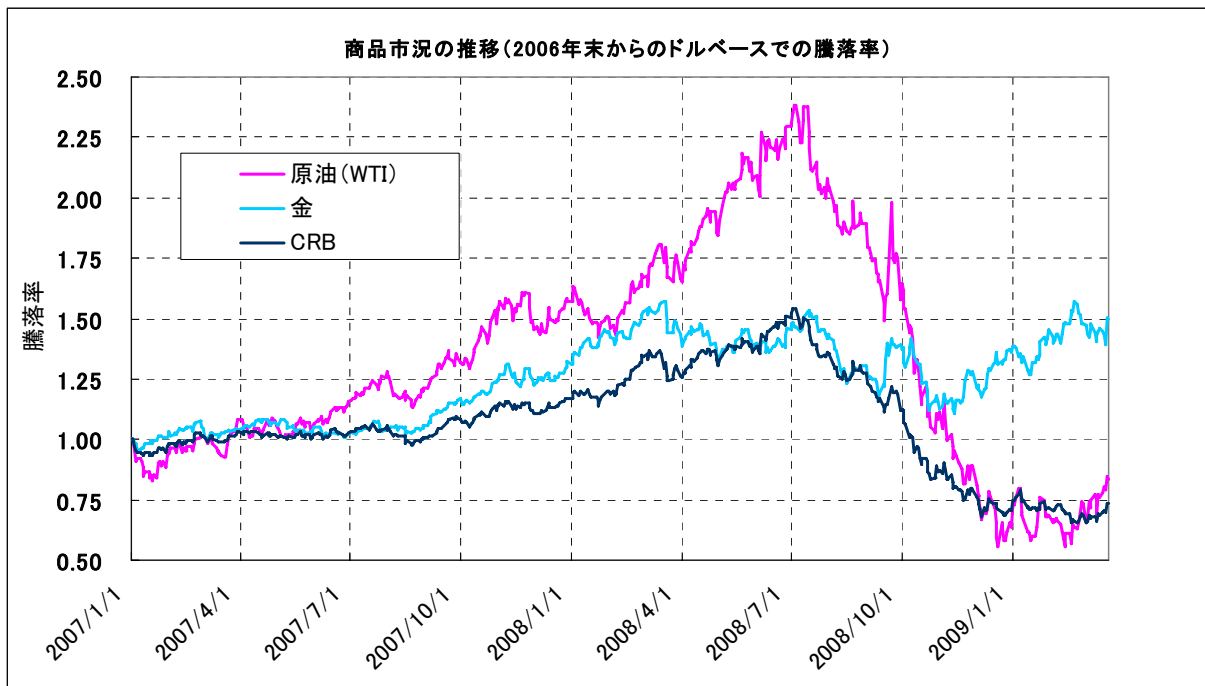
FRBの長期債買入表明によりドル10年国債利回りは一日で50bp低下する劇的な利回り低下となった。今回の3,000億ドルの買入れにあたっては「民間信用市場の状況改善を支援するため」に導入するとの表明があった。基準となる国債金利を低下させ、間接的に民間企業発行金利の低下を促す効果を期待している可能性はあるが、「ヘリコプターベン」の異名をもつバーナンキ議長の従来の持論からすると、マネタイゼーションへの第一歩ととらえられなくもない。その場合はドル安とともに長期金利が上昇しかねないリスクをはらんでいる。

日銀も既に金融調節上の目的で実施している毎月の長期国債買入れ額を1.4兆円から1.8兆円に増額したが、白川総裁は会見で「これは財政ファイナンス支援ではない」ことを明確に否定した。

同じ長期国債の買入れでも目的や位置づけが各国違っているところは興味深い。概ね各国の国債長期金利は低下し、信用スプレッドも緩和方向の反応を示しておりまずは目論見通りとの見方もあるが、欧州を中心に米国のドルばら撒き政策に対する批判も目に付く。財政拡大、ファンド規制などを含めて、欧米の対立軸は鮮明になりつつある。

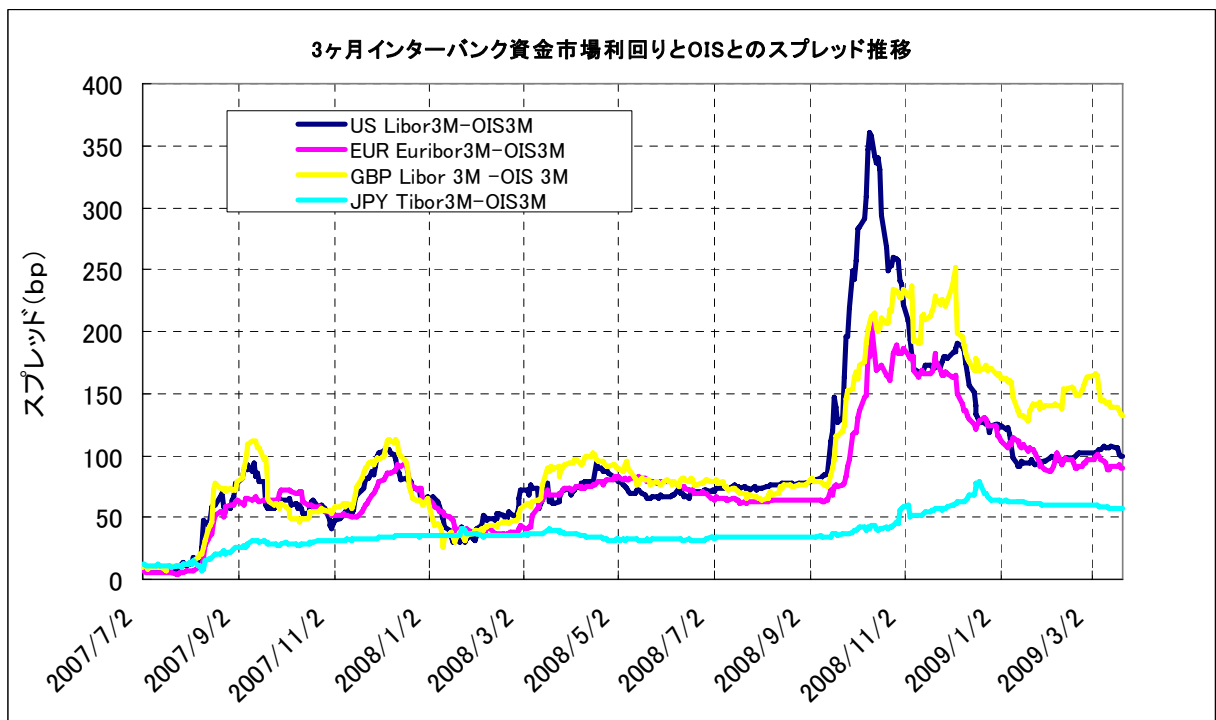
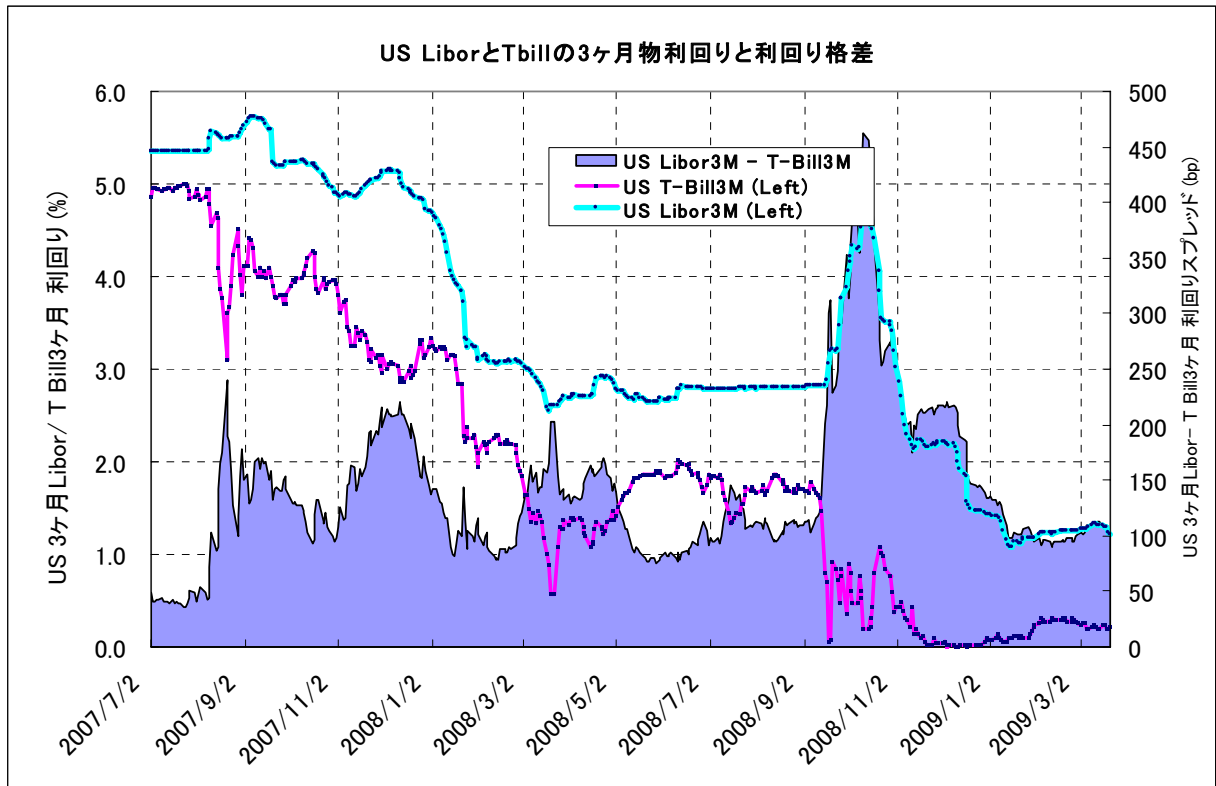


商品やブレイクイーブンレートは今後のドルの供給増を意識した動きに。(末永)



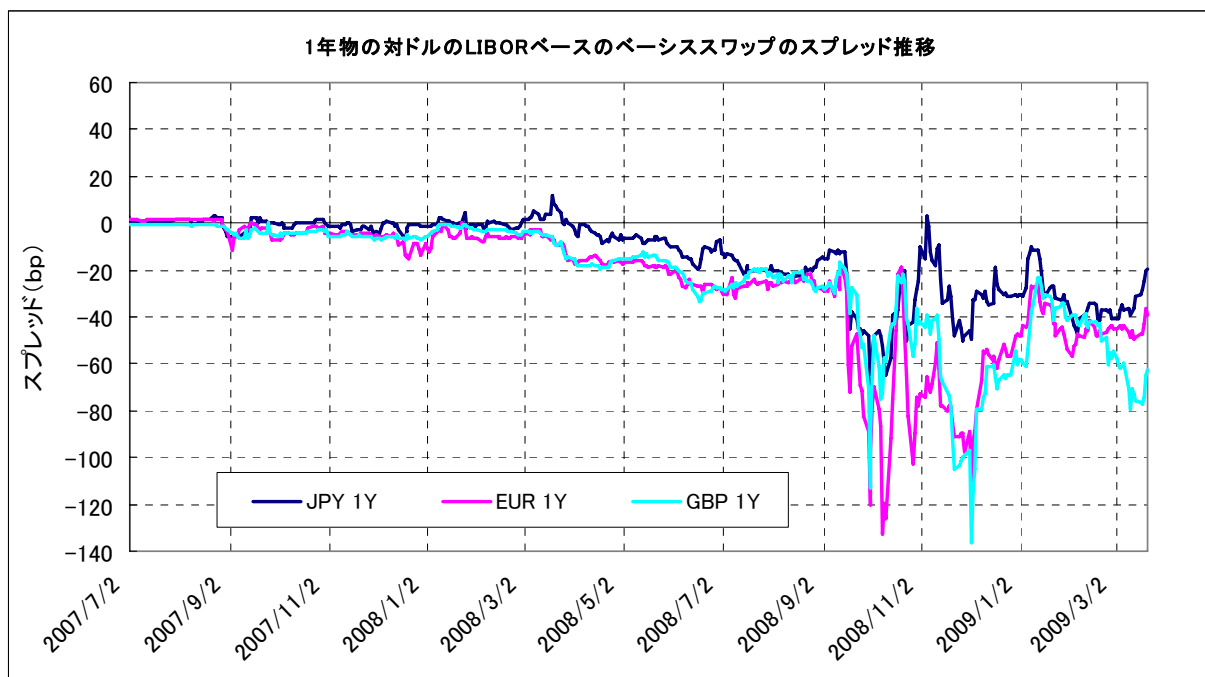
2. 資金市場～ドルLIBOR低下

FOMCでの信用緩和にむけた強力なコミットメントの表明によりドルLIBORは低下。



ベーススワップスプレッドもやや改善。(末永)

【1年物】



【10年物】

