

GCI Global View

2009年7月6日

【目次】

- | | |
|-------------------------------|-----|
| ● 投資家にとっての投資指標とは何か(後編) | P.1 |
| ● Global Markets(都合により休載致します) | |

【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

投資家にとっての投資指標とは何か（後編）

今週は先週に引き続き、「投資家にとっての投資指標とは何か」について考えていきたいと思えます。

いつからサブプライムという言葉を使って説明を始めたか

下記は先週お会いしたある運用者のコメントです。

「2007年2月にベア・スターンズの運用するヘッジファンドが破綻したのを機に、かつて知っている証券化商品市場を観察してみたところ、当時はまだ一般的ではなかったCDO、サブプライム証券について、クレジット・スプレッドの拡大が懸念される状況であった。株式市場はややボラティリティがあがっている状況だったが、ボラティリティが上がるときに、ロングまたはショートどちらかにポジションを大きく持っていると判断を間違える可能性が高まり、損失を被ったときの額も大きくなることは経験上わかっているので、2007年7月は月初からエクスポージャーを大きく減らし、しかもネットでショートバイアスにした。」(2007年7月中旬以降に株価が世界的に大きく変動し、8月以降の暴落に至る序章となったことは周知のとおりです)

このコメントをいま聞くと、聞き手である私たちがすでにサブプライムとは何かを知っていることや、世界的な金融恐慌の只中を経験していることにより、そのインパクトは小さいと感じてしまいます。ただし、この運用者は単にファンドマネジャーとして20年以上の経験があるだけでなく、投資顧問会社の役員として広く運用商品全般を管理、モニターし事業として決裁する立場にもあったため、上記のように市場を俯瞰する習慣と幅広い商品知識を当たり前のように持っています。そのため市場で上記のいくつかのキーワードが頻繁に語られるよりも以前にその重要性和「市場からのシグナル」を認識し、実際に投資行動に反映させました。この結果、2007年7月から11月の株価不調の間、株式ロング・ショートファンドの多くが損失を被る中、この運用者は上記期間を通じて、また単月でもすべてプラスのリターンを挙げました。同様にこの運用者は2008年9月から今年2月までの金融恐慌的な相場の中でも単月の最大損失は-0.85%に抑え、前述のようにエクスポージャーを保守的に低く抑えながら見事に立ち回りました

単にトラックレコードが良かったからといって必ずしも優れているわけではない、という意味のことをこの欄で以前述べたことがあります。上記のように自らが行う投資の意図や判断と結果に整合性があり、説明責任が果たされているとその戦略と運用能力への信頼が増すことは間違いありません。永年の経験と視野の広さに裏打ちされた市場環境に対する深い洞察が、投資行動にきちんと反映された例だと思えます。

「何を話すか」と「いかに話すか」

(1) 導入部分が長く、全体を俯瞰する包括的説明から入るのが日本的

上記のような豊富な経験と広い視野をもつ運用者の説明は、特徴として包括から個別に順序立てができていて、論理的かつ整合的であり、しかも長くなる傾向があります。もっと

単純に言うと聞き手は冗長に感じるということです。これは日本語の文章構成と日本語によるコミュニケーションの特徴に当てはまる傾向にもなりますが、日本の大手金融機関で行われる会議においても、しばしば見受ける光景です。全体感を踏まえた個別案件の説明というスタイルがひとつのお約束事だからです。もちろん話の内容が非常に示唆に富んでいて、論理的であるので慣れると苦痛にはならないのですが、FOHFを中心とした欧米の投資家に対してこのようなミーティングをそのままのスタイルで行い、しかも通訳を介しながらさらに冗長になると、聞き手は「What's the point?」（何が言いたいのだ？）と、発言を遮り勝手に自分の質問を機関銃のようにぶつけてきます。これら質問に対してさらに包括的に答えようとするたび「Not to the point」（直接的に質問に答えていない）とか「Out of focus（ピントがあっていない）」などと判断されてしまうことが往々にしてあります。

FOHFのマネジャーやアナリストが海外から日本に調査に来て、英語を母国語としない日本人運用者と話すとき「なんとなく信用できない」という印象をもつことが多くあるようです。弊社ではHF側とFOHF側の両方からミーティングを日本人、外国人双方と長年経験してきたプロが複数いるため、この調査活動の傾向やバイアスについて一定の感性的理解を持つに至りました。もちろん市場や投資家の意図は変化し続けるのでかつての経験が現在もそのまま当てはまるということは必ずしもありませんが、機関化する業界の中でも実際に活動しているのは人間なので、属人的に蓄積された感覚は非常に有効で最後の判断のときの決め手になることもあります。繰り返して恐縮ですが、何らかのバイアスを持つから投資家になりうるということです。最後は人、その人の個性という意味であり、それをどうすれば効果的に伝えられるのかということです。

（２）ポイントを絞って言葉を少なくするのが欧米流（？）

英語でも日本語でもロジックそのものには違いはないのですが、違いがあるとするとそのコミュニケーションスタイルと日常のビジネスにおける文化的背景になるので、これだけは伝えたいというポイントだけに絞りある程度割り切って話をする方が一般的には欧米人には良いと思います。第一印象は直感的な印象であり、必ずしも論理的な結論には至らないことも多いといえますが、読者の皆さんも感じていらっしゃるように多くの場合は正解である傾向が強いのが現実です。考えにブレがある人の話を聞くと、そのロジックのいい加減さが感性的に伝わってきてなんとなく違和感を感じる、というようなことは日常的に起きています。また議論が単純過ぎてなかなか前に進まない傾向のある人の話を聞いていると途端に眠くなるのも同様です。別の人の言葉を借りてきてあたかも自分で考えたように話す人はどことなく胡散臭く、本人の確信のなさが伝わってくるものです。

欧米の投資家からのインタビューは、効率よく自分達が確認したい項目をすべて確認しようとするので、またインタビュー担当者ごとのブレをなるべく少なくしようと設計されるので、ひどく事務的かつせわしないものを感じられることが多いでしょう。

考えにブレがある人、なかなか前に進まない傾向のある人などの場合は内容やその人そのものに問題があるのですが、ここでは運用評価という点では優れているのにそれが伝わらないという時に、それがコミュニケーション手段の巧拙に起因するケースが多いのが残念である、ということを述べています。私達が感銘を受けたこの運用者の場合でも優れた能力と実績を併せ持ちながら、海外からの資金を取り込み、資産残高を拡大することは現状では困難です。

こと運用においては性格的にも職業的にも多少“とんがっている”性質を持った運用者の方が実はリターンを上げたり優れていたりする場合が多いものの、その魅力と有効性を投資家に伝えるには運用の本質の理解力と組織的なコミュニケーション能力が必要となります。欧米に多く見られる個人事業者のようなエージェントはこのようなケースでコミュニケーターとして運用者に付き添うこともあります。たまに何でもすべてこなせる若くて如才のない優れた人もいますが、あまり完璧すぎるとむしろやっかみを買ってしまうということもあり、適度なバランスが重要になります。性格的にはプライベートでそこそこの部分も持ち合わせながら、職人気質のプロフェッショナルというのが理想的であるということになるのでしょうか。追求しすぎると「too good to be true」（良すぎて現実的にはあり得ない）を求めることになり、嘘がバレる前のマドフのような運用者をさがすことになるのかもしれませんが。

業界の構造的な理由があり投資が実現しない

前述の個別事情は運用者個人に起因するところが大きいのですが、ことに日本ではHFを取り巻く業界そのものがいまだに発展途上であり、構造的な非効率性や制度的な不条理が多く存在します。簡単に言うと、優れた運用力を持ち信頼に値する運用者が、投資対象としてのレーダースクリーンにすら現れないのでなかなか長期投資を行う機関投資家との有効な“出会い”がないということです。これはゲートキーパーとしての弊社の存在意義にも関わる点であり、チャレンジにもなるのですが、仮にそのような場を演出できたとしても実際の投資行動に至る件数は非常に稀で、実際の投資で独自性を発揮している（あるいは発揮することが許される）投資家は非常に少ないということになります。

ちなみに、共同投資リスクを避けるために一定の規模以上のファンドにしか投資しないというのは正論です。また、管理上の理由でモニタリングに許容量以上の手間がかかる投資はできないというのも尤もな理由になります。一定のサイズや流動性が殊更に重視される現在の業界状況に加えて、本来は投資家として独自の視点で判断すべき立場にいる人たちがいまだに横並びを強く意識して独自の判断に踏み切れないという日本の金融機関の集合的な特性も影響しています。この場では組織人としてのサラリーマン・メンタリティーについて意見を述べることはしませんが、日本の金融機関は経営的に保守的であるという強烈なオリジナリティをこれまで発揮してきたことを踏まえて、HF業界という金融サブセクターが一方向に流れるような状況でこそ、そのオリジナリティをぜひ投資行動により発揮していただきたいと期待します。言い換えれば、最大公約数的な投資判断や、投資行動を採用した場合、これからのHF投資で高いリターンを得ることは難しいように思います。

HFマーケットを攪乱する資金の動き

本来であれば優れたリスク調整後相対リターンを必要とすべき機関から資金が入ってこないとなると、いきおいそれ以外の資金の流れにより業界が振り回されることとなります。具体的にはこの構造的な非効率に目をつけた別業界の資金と外国人資金の影響力について言及することになります。

資金属性として非常に貪欲に利益を求める別業界からの資金がHF業界に流れこんできた

ときにはそのインパクトは大きくなり、業界に与える影響も非常に大きくなります。惜しむらくは、その資金がその属性ゆえに短期的な期間収益重視で結論を早く求める傾向があることです。弊社のように長期的かつ総合的な業界貢献を付加価値につなげる気概を持つ金融機関であれば、市場の変化があれども優良投資機会を長期資金に提供する事業ミッションを掲げ、簡単に旗を降ろすことはしません。ただし、資本構成とガバナンスの上で市場から投資リターンを短期的に求められる組織は止むを得ない事業撤退の判断をするのも理解できます。

立ち上げから間もないスタートアップの運用者とインキュベーション投資家との関係では、お互いのコミットメントと信頼関係は単なる契約関係だけにとどまらないビジネスパートナーシップとなるのが理想的で、この部分が崩れると殺伐とした短期的マネー主義や日和見主義が横行することもあります。むしろそれが標準であるから契約関係によって縛るのだ、という考え方やリスク管理上の法的制約は当然理解できます。ただし、運用開始時点では相対的に立場が弱い運用者にしてみれば、一旦事業をスタートしたにも関わらずインキュベーション投資家が自分の都合で撤退すると判断すれば、交渉力に劣る他方はそのリスクをもろにかぶってしまうことになります。

実力と気概を持ち、可能性のある運用者がみすみす退出していくのを見るのは寂しい限りです。長期的にみると、どの業界でも成功する人の傾向は、人の信頼を勝ち得て同じことをずっとやり続ける気概のある人であることが多いという普遍的事実を HF 業界でも認識すべきだと思います。

バブル期に活躍したからといって本物とは限らない

ふりかえってみれば、2005年ごろに日本株ヘッジファンド戦略で急速に成長したファンドの多くはいま見るも無残なほどに AUM が減少し、中にはピーク時に比べると10分の1以下に運用資金が減ってしまったファンドもあります。それでも引き続き継続運用している人たちはまだましなほうで、都合により一旦ファンドを閉じて、早々に新たなファンドを立ち上げてそちらのビジネス拡大に注力している運用者もいます。彼らの運用していた資金の多くは外国人 FOHF からの資金によるもので、いわゆる足の早い資金によるもので、一時的に運用資金額の増大によりファンドが成長サイクルに入っているように見えました。見かけ上も共同投資リスクが少ないと見えるので、国内資金の運用者のレーダースクリーンにも登場し、日本の投資家が FOHF に続いて投資した資金も得ることになりました。

当時 HF 側から外国人 FOHF との多くの面接を経験した立場からすると、“売れる”ために HF から FOHF 側に迎合していた傾向が業界として少なからずあったと思います。彼らにウケそうな学歴、職歴をいかにうまくアピールして見せ方を工夫するか、という部分が強調されすぎたきらいもありました。一方向に大きく振れた後には本来あるべき方向に大きく戻るとするのが自然なビジネスの流れであろうと思いますが、いまがまさにそのときであり、他人資金をあずかる投資家として本物を見極める目利きの有効性が試されている局面だと思っています。

弊社ではこれまでファンドのライフサイクルという観点で HF を評価して、その成長段階における経済的メリットをリターンとして得ることを目指してきました。ここでの反省と

しては、2005年頃に日本株HFがリターンを上げてきたのは過剰流動性によりもたらされた株高に乗った流れであり、その流れを自作自演で演出した外国人FOHF資金の流入が見かけ上の成長の根拠であったのではないかと、ということです。結局後から入った資金は先に入り先に出て行った資金に振り回されたということになるので、海外からの資金の短期的大量流入により、ある面（運用者がそれを目指したか否かに関わらず）演出され作り上げられた評判に支えられた運用者に投資した投資家は自分だけでなく他人の投資行動の予測をすることと、それをすばやい判断と行動に反映するのが自分の投資資金を守るためには極めて重要という立場に自らを置いたことになるのです。

HFファンド投資家にとっての投資指標とは

先週、今週と2週間にわたり繰り返しお伝えしてきたことですが、株式投資を行うにあたっては、会社の業績、経済環境、アナリストの評価等に基づく「他の投資家の動向」を考慮することは投資行動の基本と言えるものかと思いますが、ファンド投資を行っていく上で本質的に重要なことは、ファンド資産を運用する運用者自体を自らがどう評価するのかにつきるのです。ファンドサイズやトラックレコードなどは運用者の本源的能力へと切り込んでいく上での道しるべではあってもそれ以上のものではありません。

そうした個別のHF運用者の評価、将来にわたっての運用能力の継続的な見極めは簡単なものではなく、多くの労苦を伴います。しかし、FOHFの運用者あるいはゲートキーパーとしての価値の本質はまさにそこにあるのだと思います。こうした専門家の関与によりHF投資家の皆様もまた自らの投資した資金の最終投資先である個別HFの特性を正しく理解し、また継続的にモニターすることにより自らの投資の有効性を検証できるのではないのでしょうか。この状況が実現される中で、長期的な視点で選ぶべき運用者の姿も浮き彫りになってきます。

優良で信頼に足る運用者にはぜひビジネスを継続的に続けるに支障がない程度の規模にまで成長していただいて、ファンドとしての成長メリットを優良なリターンとして投資家にも提供していただきたいと考えていますが、投資アドバイザーの目は前述のように外人資金により一時的に成長しているように見えるファンドにどうしても行きがちになります。年金資金のような長期運用資金を顧客視点で考えると、前述した“話下手”であるがゆえに派手で足の速い資金の出し手の目にはとまらないものの信頼できる運用者こそ受給者にとってむしろ望ましいと言えるのではないのでしょうか。弊社ではこれまで述べてきたコミュニケーション・ギャップや構造的な理由を埋めるべくいくつかのプロジェクトを運用物として運営しています。これら活動の賛同者が投資家層に広がり、優良な投資機会を潜在ニーズのある投資家に提供すること、それにより運用者が自らの持つ秀でた能力を存分に発揮していただくことを通じて業界に貢献し各ビジネスパートナーと共存できることを今後とも目指していきたいと思っております。

(インベストメント・チーム)