

GCI Global View

2009年7月21日

【目次】

● いまどきのデュー・デリジェンス	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

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

いまどきのデュー・デリジェンス

以下の例は最近弊社が、あるアジアのヘッジファンド調査を行った際、実際にオペレーショナル・デューデリジェンスの一環として使用した調査資料の一部抜粋です。(日本語訳したもの) 極力法律関係の専門用語は日本語の意味に近いものを使って表現したつもりですが、多少の意識についてはご了解ください。

(以下抜粋その1)

- 当ファンドの主要先物取引ブローカーとの取引については、取引コストと企業格付け(100%親会社の格付け)を考慮してU A社を採用している。なお、U A社の B/S, P/Lは添付の通りで直近の財務的懸念事項は特になし。
 - U A社の同業務部門での主要顧客は当ファンドであり、ヒアリングからは同部門の業容拡大による当ファンドの顧客地位の変化は想定していないが、変化はこちらでコントロールできる範囲のものではないため継続的なモニタリングによる把握を要する。(ヒアリングと P/L からの推定により、U A社戦略の事業戦略に当面変化なしと理解している)
 - U A社はシンガポール籍のU銀行の 100%子会社であり、U銀行はシンガポール証券取引所上場の Aa1 格付 (Moody's)を持ち、アジア地区における主要銀行として認識されている。
 - U A社はシンガポール金融当局への登録業者であり、当局の管轄下で法律(シンガポール証券取引法 第4章 第104条規定)に定められたとおり、顧客資産の分別管理を義務付けられている。
 - 当ファンドは U A社との間で資産分別管理基準に基づく契約書を交わしており、資産は個別口座により分別管理されている。(当該契約文書のコピーを電子的に添付)
- (抜粋その1 おわり)

ここまでの記述は当然知っておくべき背景として、F O H F 運用会社ならこれまでも当然調査していたことであろう水準だと思います。以下はやや分析的であり、アウトソースしただけでは把握しきれない部分についての経験値を反映した考察になります。

(以下抜粋その2)

- シンガポール法による規定は上記の通りであるが、U A社が自社、または一部の顧客の無謀取引等による影響で債務超過や倒産に陥った場合、分別資産としての当ファンド資産に一般債権者の訴求が及ぶかどうかについては、法廷での判事による判断が最終的な判断となる。(慣習法に基づく認識)
- 一般債権者はU A社がその時点ですべての口座に保有、保管する資産を、自社または他の顧客資産の区別なく、自らの損失回避のために訴求対象とするのが通常である。
- 顧客資産が一般債権者からの訴求対象とならずに保全されるためには、判事が分別管理の存在自体を有効と判定する必要がある、その判定がないとたとえ法律で一般的に定められていても資産は訴求を逃れない。
- 顧客資産の分別管理が認められる構成要件としては、
 - ① 分別管理にかかわる契約文書をU A社と当ファンドの間で交わしている事実
 - ② 実際に分別運営可能な口座が当該顧客専用開設されている事実

がともに充足されている必要があり、実際に評価日時点（裁判における評価日）で資産がその口座に保管されている必要がある。

- 以上の要件を満たす場合には慣習法に基づき当ファンドの資産は上記債権者からの訴求対象から逃れる（判事がそのように判断する、と考えてよいだろう）
- これ以外に、U A社が当ファンドの意思に基づかずに資産を移動させた場合は明らかな違法行為として当ファンドはU A社に損失に関わる損害賠償を請求できる。
- U A社がその時点で債務超過に陥っている場合は親会社であるU銀行がその経営判断によりU A社の存続、または倒産などの選択を行うことになる。U銀行の経営方針や実質的経営権の行使については彼らの恣意であるので、仮に当ファンドが損失を被ってもU銀行への訴求権を行使することができるとは限らない。親銀行の信用格付けをもとにリスクが低いと判断するにしても、U銀行のU A社に対する経営方針、経営権の行使に関するリスクまでは理解可能なものではないことを認識すべきである。（抜粋その2おわり）

事実確認を超えた独自の検証・分析の重要性

調査レポートではこれ以外にも、U A社全体と取引所との間での要求証拠金の大小によりU A社社員による違法な他人の資金移動（明らかな詐欺行為）があった場合についての言及もあり、最終的にはU銀行への訴求とそのプロセスおよびそれにかかる期間とコストを投資リスクの一部として述べています。これらは実際に2008年に起きたアジアでのプライムブローカレッジ某G社の破たんの例を参考にしています。訴訟プロセスとそれにかかる時間を実際の例から推定し、保守的に見積もって資産回復に要する期間が12ヶ月前後になる可能性についても言及しています。ちなみにレポートには、上場銀行の倒産や詐欺行為の現実的な可能性は極めて僅少でありながらもゼロではない、という認識が一貫して貫かれています。

これらの理解は、単に事実確認により制定法の中で資産が守られているはずであるという認識を持つだけでなく、現地での法適用の現実や詐欺における訴訟プロセスの過去実績を検証した結果得られるものです。専門性から言うと、法律の専門家にアウトソースすることで同様の調査効果を得ることは可能であると思いますが、変化を肌身で感じるところに経験値の価値があるので、属人的に蓄積した知識や経験が生かされるには自ら踏み込んだ調査をすることが重要であると思います。なお、レポートでは上記に紹介したシナリオ以外にも複数のリスクシナリオを想定しており、当事者として最低限理解しておく必要のあるリスクを包括的に把握した分析になっています。ヘッジファンド投資業務の範囲の広がりや各業務の専門性の深さは増す一方で、これに対応するのは簡単ではないのですが、探偵業務のような事実確認だけではもはや機関投資家の要求に応えられないという現実を認識しています。つまり当事者意識をもって特殊な事象に対応し、取り得る手段と労力およびコスト負担についても包括的な投資リスクとして投資判断材料に加えるべきである、という事情を反映しています。

最後は“信頼”が鍵に

これまでのオペレーショナル・デューデリジェンスでは事実確認に重点が置かれてきた経緯があるので、たとえばファンドと各カウンターパーティの間の契約には契約文書が存

在していてそれに法的拘束力があるかどうかといった事実確認をあたかも探偵業のように突き止め証拠を記録するという活動が大きな部分を占めていました。もちろん資金を口座間で移動させる際の署名権限の所在やその判断基準についての考察も行われてきましたが、これまでもこの欄で述べてきたように運用者の恣意（discretion）は非常に大きいのでつまるところはその人に対する信頼があるかどうかに帰結する、というのがひとつの結論になります。明らかな詐欺行為や約束事に対する違反が発生した時にはどんなケースが想定されるかと、どんな対応をとりうるかについてまで踏み込んだ理解は今後も必要です。ビジネスでは特に人を信用しながらも検証するという「Trust but verify」の姿勢が強調されることが一般的に多いのですが、それゆえに格付けなどの単なる“信用”だけにとどまらず、ある個人の価値観や行動について“信頼”できるとすれば、「彼は心強いビジネスパートナーである」と言うことができ、しかも法的にガチガチに縛ってあるのなら事実確認だけでは払拭できない漠然とした不安についても和らぐことになるでしょう。

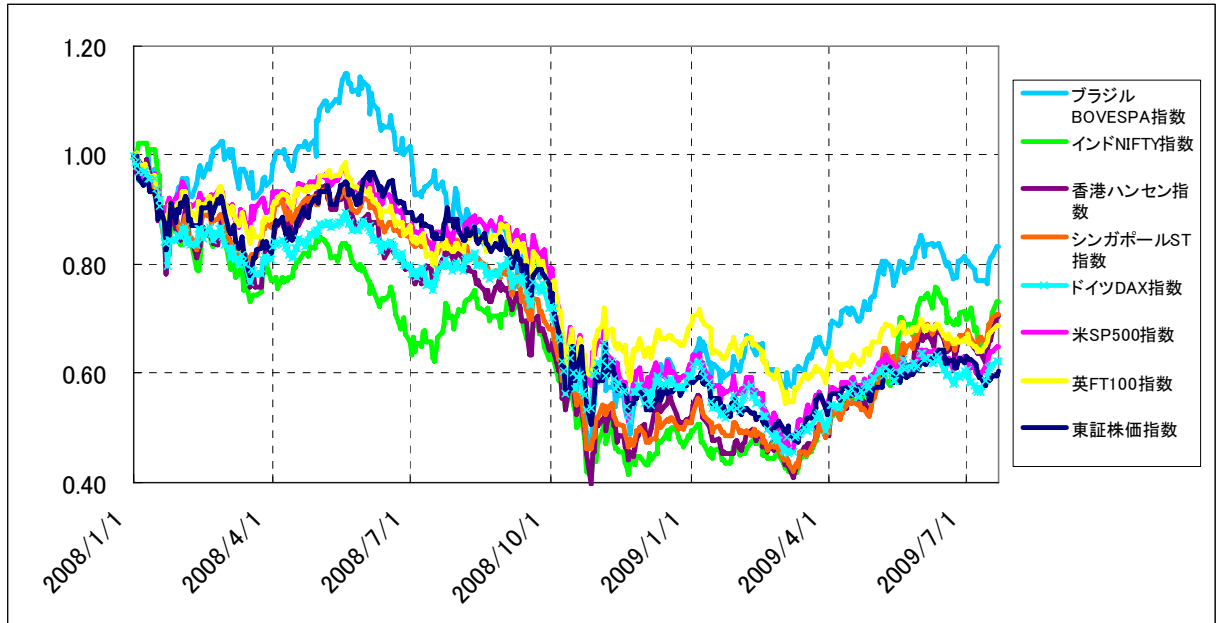
（インベストメント・チーム）

Global Markets (7月13日～7月17日)

1. オーバービュー

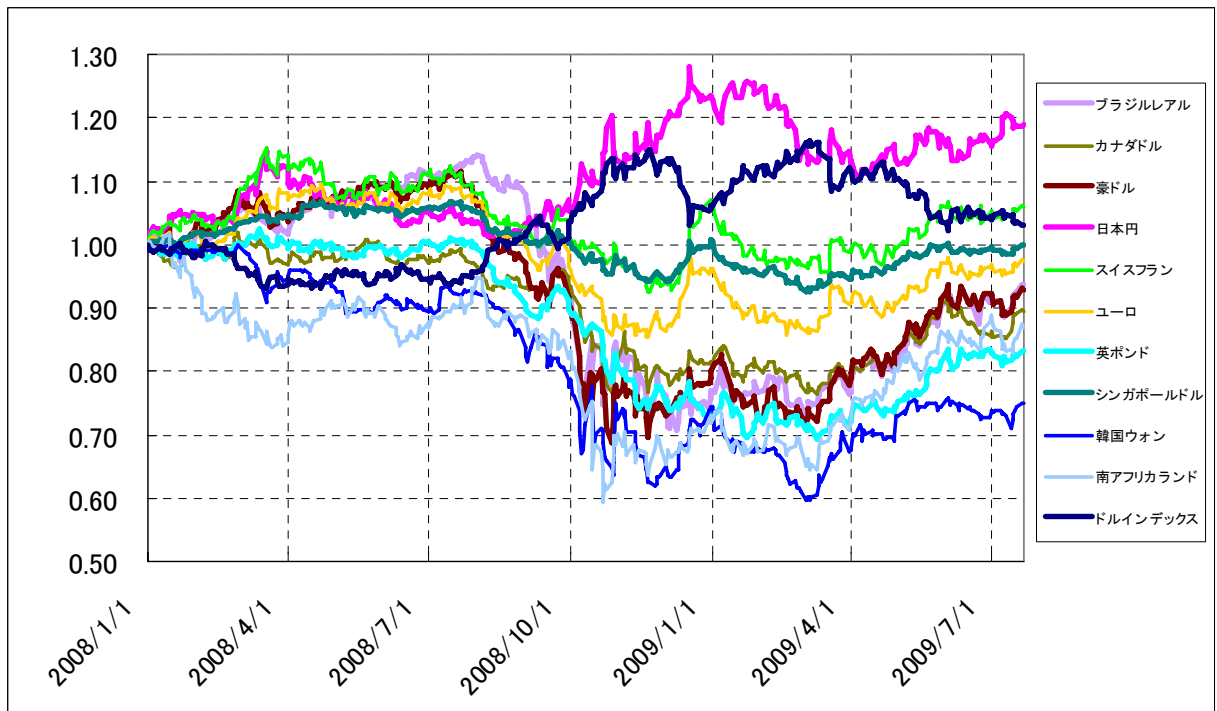
米国の一部経済指標が改善し、金融機関の好決算も加わり株式市場は久しぶりに上昇ムードが広がった。中国国内市場も再び続伸。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

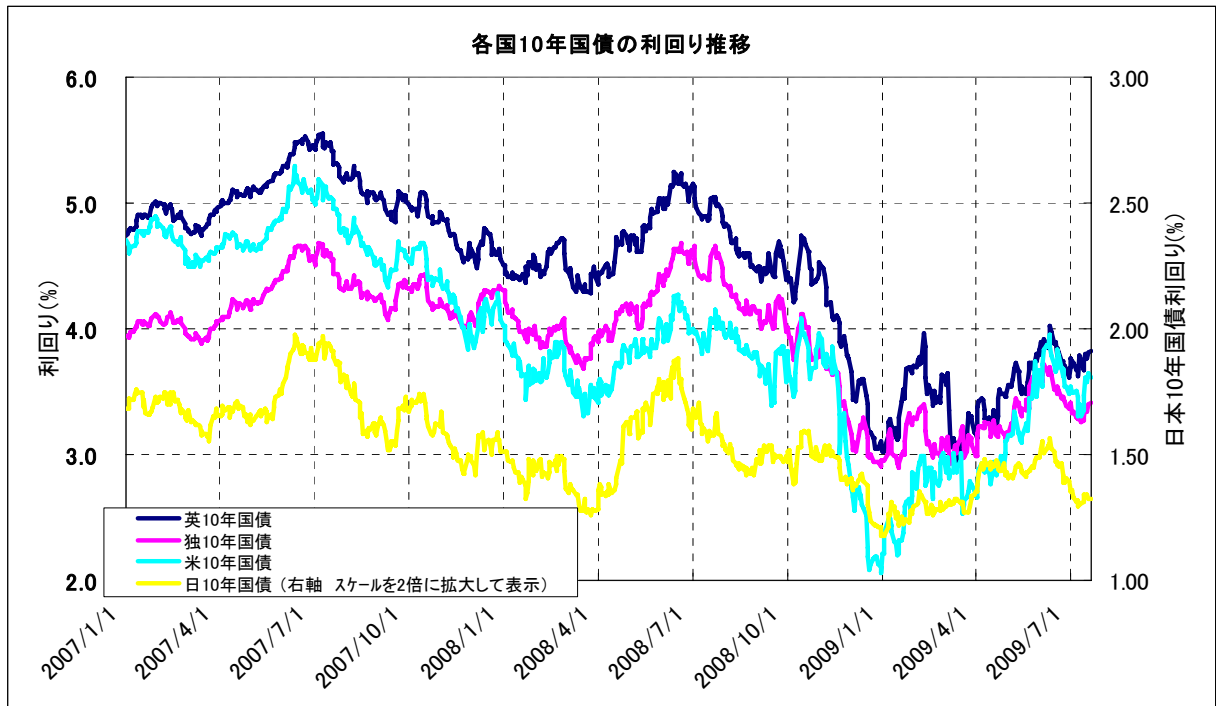


中国の外貨準備が2兆ドルを突破する中、ドルは全般的に軟調な展開に。株式市場の反発もあり前週の円独歩高も修正。

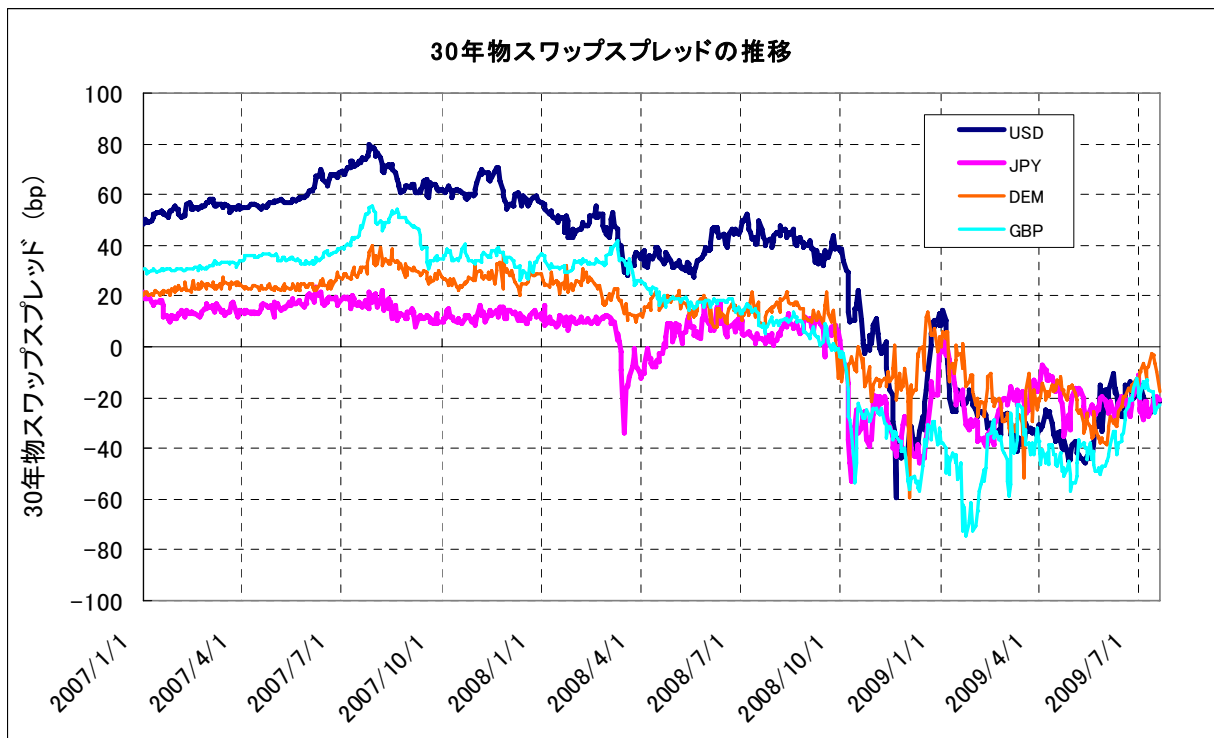
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



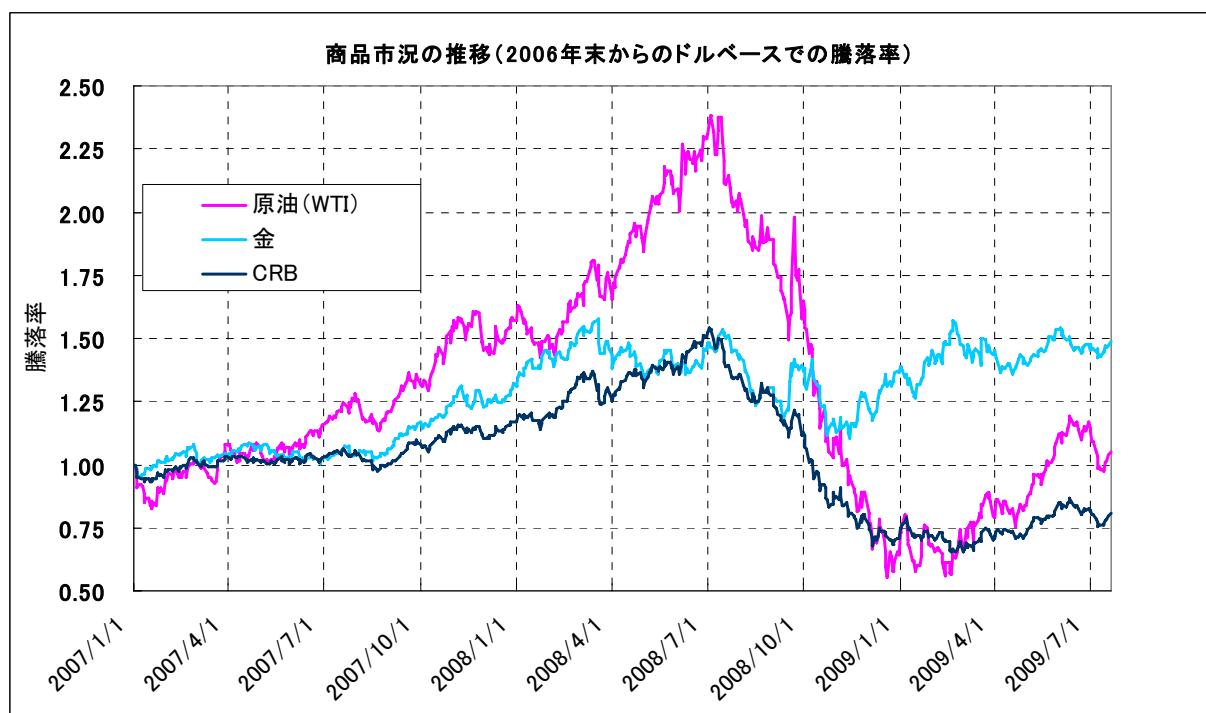
株式市場を睨みながら債券市場は調整モードが続いた。



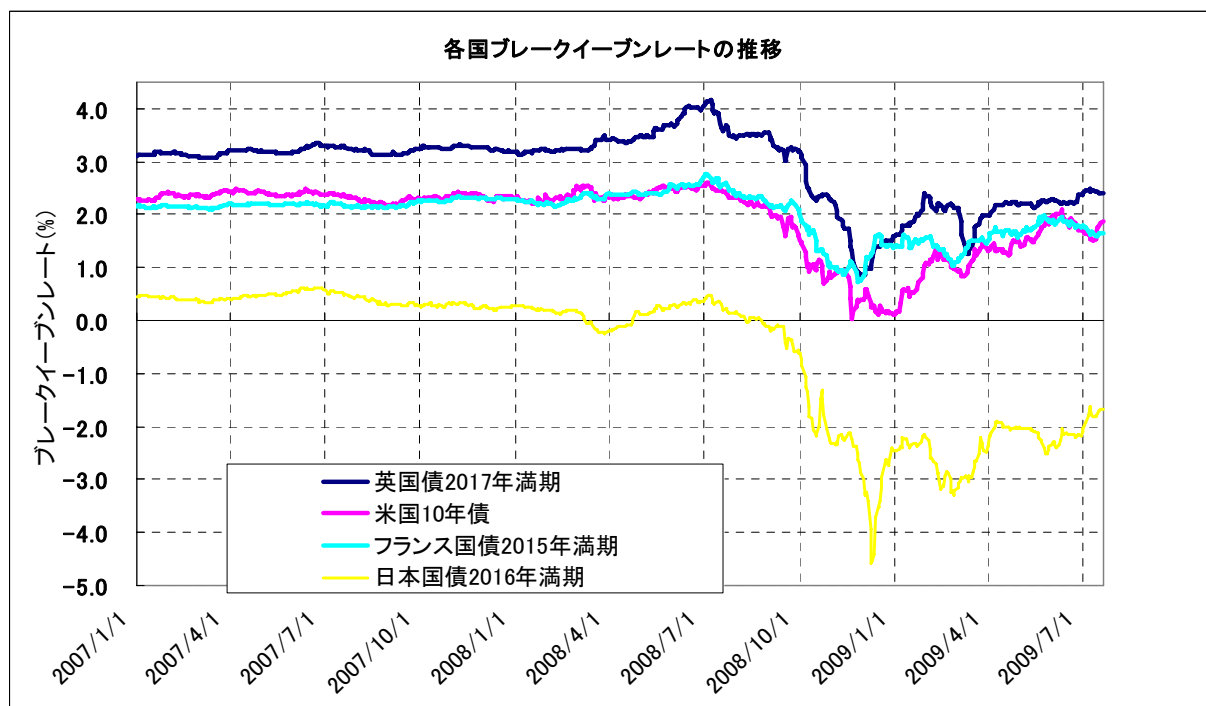
30年物スワップスプレッドは欧州が再びマイナス幅拡大方向に。



原油は在庫減と株高から資金が流入。



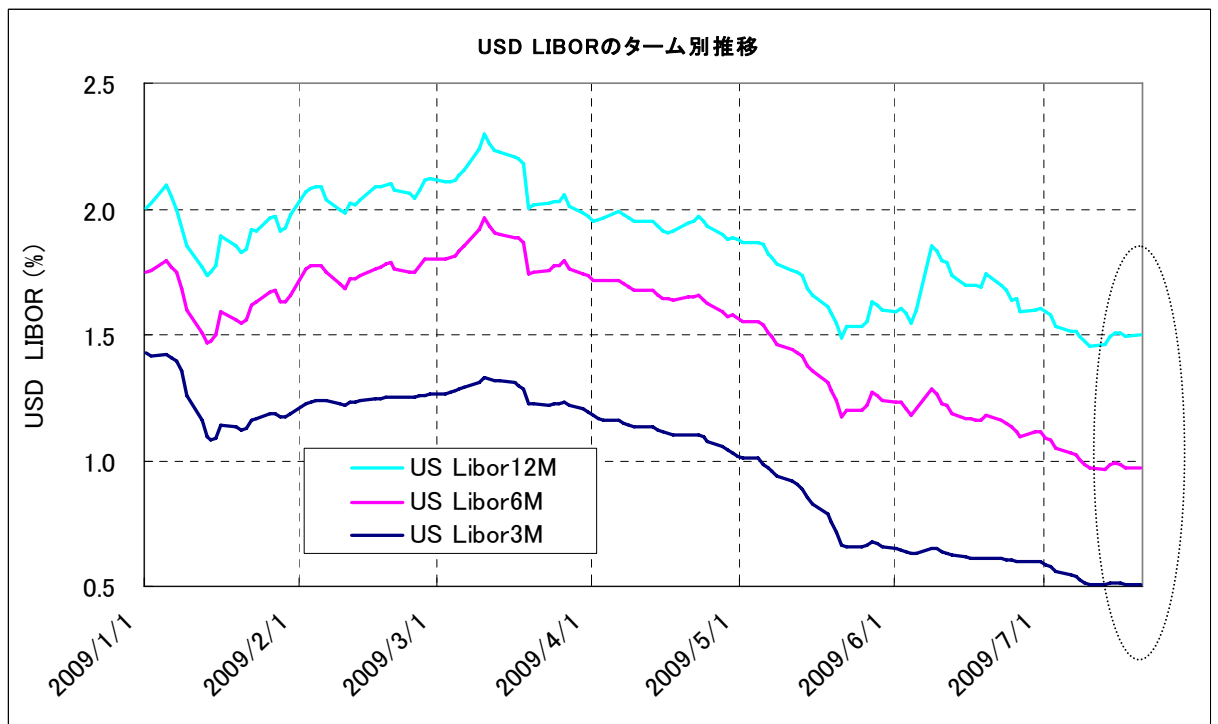
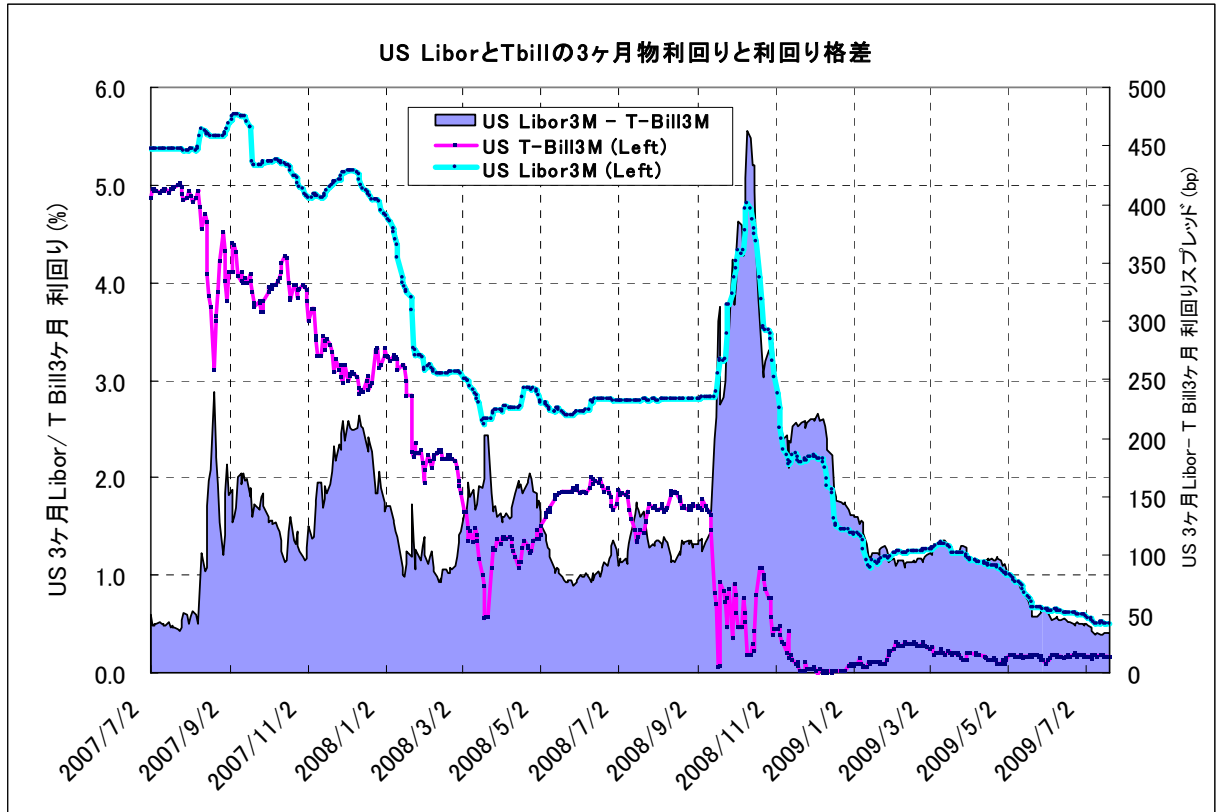
ブレイクイーブンレートは各通貨まちまちの動き。



(末永)

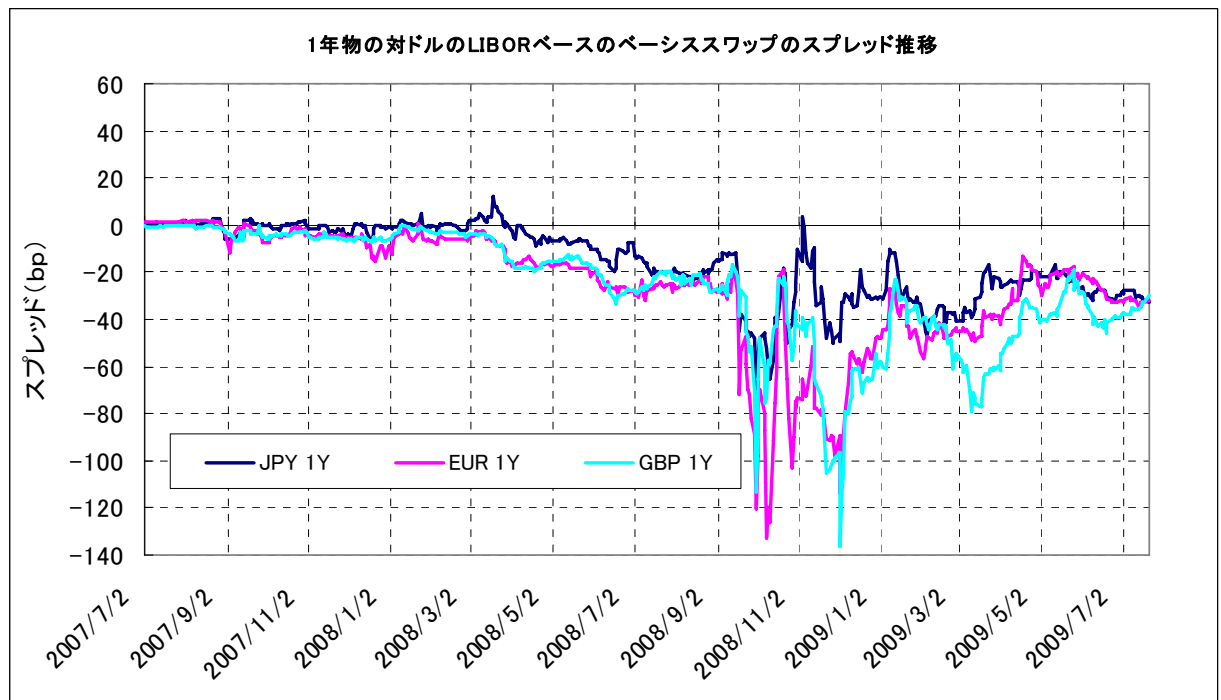
2. 資金市場～LIBOR ほぼ変わらず

既にドルの3ヶ月LIBORは0.5%まで低下、欧州の3ヶ月EuriborもECBの大量資金供給により政策金利の1%を割り込む水準まで低下し、これらの金利の低下余地は限られたものとなってきた。

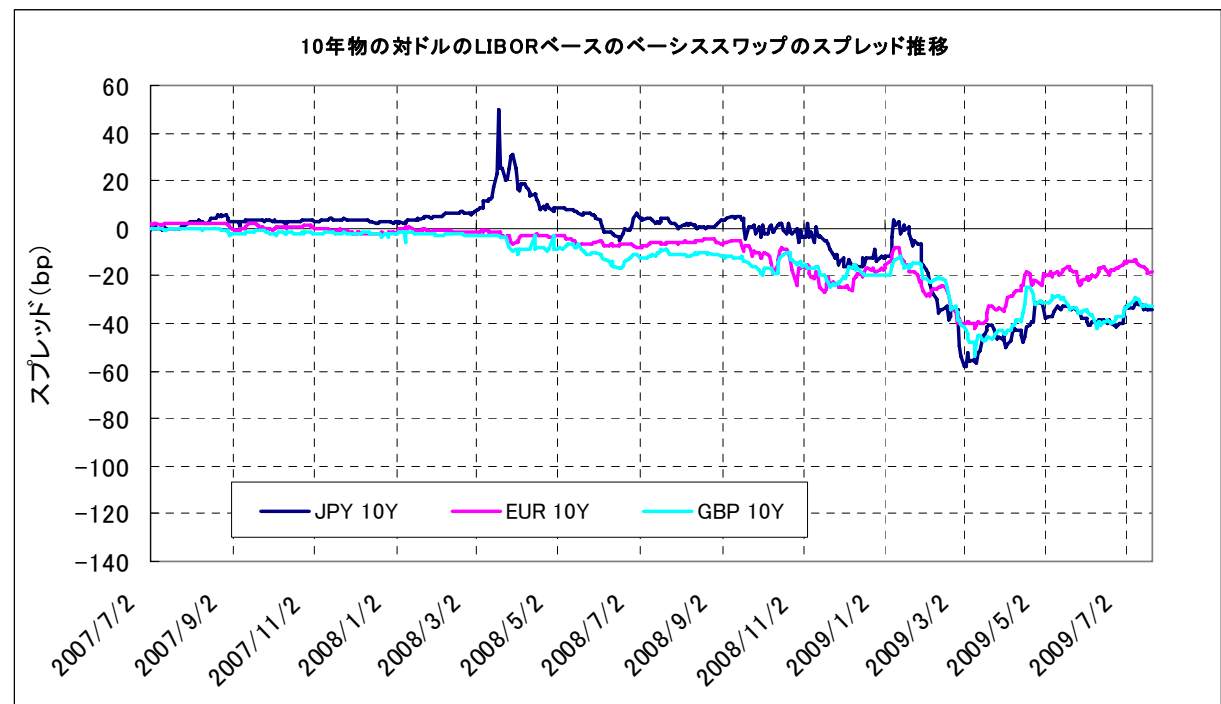


ベーススワップスプレッドもほぼ変わらず。

【1年物】



【10年物】



(末永)