

GCI Global View

2009年8月31日

【目次】

● バリュエーションについて	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

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

バリュエーションについて

ヘッジファンドのネット・アセット・バリュー(NAV)の計算が非常に重要であることは今更繰り返すほどのことでもない常識ですが、今回はバリュエーションという側面について、あるヘッジファンド(HF)の行動基準の内容を紹介しながら考察してみたいと思います。バリュエーションというと、いろんなどころでいろんな意味で用いられますが、ここではヘッジファンドの純資産価値(Net Asset Value, NAV)の算定や、その前提となる各証券価値の値洗い時点での価値算定評価という意味に用いています。

NAVはインセンティブ計算の根拠

投資家がHFに投資する場合、まずは過去のリターンの数字を眺めて、過去の一定の期間に勝っているか、負けているかということ判断しようとするはずですが、そのリターンの計算根拠になっているものがNAVの推移になります。当然ながらNAVの計算は重要で、そこに恣意が入るような可能性があればそれを排除すべきであり、これまでは業界全体では機関化の流れの中、当然のプラクティスとして阻害要因を排除してきた経緯があります。「...投資家や潜在投資家は、ある基準日のNAVをもって投資したり、解約したりします。またNAVは投資家からの投資が増えたり、解約により投資が減ったりすることもその計算に反映されます。さらにNAVは運用者がそのファンドを運用する際の委託手数料とインセンティブの計算根拠ともなります...」前述のあるファンドの運用者はNAVについての理解と定義をその方針書の中でまず明らかにして、投資家が運用者または関連業者との間で、後になって認識の違いを争うような事態を避けようとしています。

この括弧内の認識の部分というのは当たり前のことなのですが、運用者とミーティングをしていると、それぞれの立場によって優先順位が違うので、同じことを話すにもその順番が違ったりして、その人が何を目論んでいるのかが透けて見えるときがあります。これは運用者の経歴や職歴に加えて、彼らが何を仕事に求めているのかという部分に対する理解につながるのですが、いまの業界の流れとタイミングを活かして数年で軽く儲けてやろう、という意図がありありと窺える運用者などもいるので、いかにその人が仕事をプロフェッション(職業、天職)としてコミットするかどうかというのは、ファンド調査の上で必ず見なければならぬポイントになると思います。

ちなみに儲けようとすることは職業上の大きな動機になるので、これは運用者にはぜひ持って置いて欲しい意欲ではありますが、機関投資家の巨大な資金を預かる仕事なので、ケチな感覚ではなく何らかの大きな意義のある運用や運用会社の運営をやって欲しいものです。一般に、強い意義とブレない信念を持って運用する人たちは、うそをつく人たちが持つような恐れや不安を持たないので、客観的に物事を捉えてそれを表現することに抵抗がありません。相当によくできたバリュエーションの方針書の中でも、前述の運用者は「...運営会社の体制と、報酬体系を理由として、利益相反を完全に排除することは不可能である」ことを当然として認めています。

完全な第3者にはなれない

「...バリュエーション委員会は、運用チーム以外のメンバー3名で構成され、彼らはCEOが任命する。バリュエーション委員会が承認しないかぎり当月のNAVは確定しない...」という記述はバリュエーション委員会が独立している限りは非常に心強い宣言になりますが、現実の運用の場面を考えてみると前述したように利益相反を完全に排除することは不可能なので、投資家としてはその可能性について自分が納得できるように論理を組み立てるしかありません。最終的には運用者兼経営者に対する信用ということに落ち着いてしまうというのが現実です。

一般にHF運用会社はHF運用のみを目的として設立されることがほとんどなので、その社員は運用業務からあがる収益の中から給料を受け取るのが一般的です。この中では運用業務、管理業務、秘書業務など、どの仕事をしていても最終的にはファンド運用からあがる収益により生計を立てている、ということになります。もちろん運用者だけでなく、それ以外の業務に携わる人たちの中にもそれなりのアントレ的な気質を持った人はいますが、特にエクイティを保有せず従業員として従事する人のほうが多くいます。

たまたまファンドマネジャーが当月に流動性の低いOTC商品をファンドに組み入れたとします。ファンドマネジャーの意図はリスク・リターンを考慮した純粋な投資判断であったとしても、市場では何が起こるかわからないので、当該商品の値洗いにおいて極度に流動性が低下して、価格が月末時点の見かけ上、暴落するということがあり得ます。ファンドマネジャーは「何も状況が変わったわけではなく、たまたま金融市場の局地的な流動性の低下で値洗いを極端に下げなければならない。来月になれば元の水準に戻っているはずなのに、今月のリターンだけが極端に悪く見えてしまうので営業上も好ましくないだろう」ということを自分勝手に言うかも知れません。このような時に、バリュエーション委員会のメンバーが独立を保っているかということが実際の運用で大事になるということです。ファンドの運用が悪化し、投資家の信頼を投資評価面で損ねてしまえば、既存投資家を失い潜在顧客も引き寄せられなくなります。また、だからといって徒らにビジネス上の理由で何とかできないものかと逡巡していても、必ず月末は来るのでNAVは算出しなければなりません。これが遅くなると、ファンドの運営管理上の理由で投資家の信頼を損ねてしまうことになります。

自分の雇用と報酬が左右されるかもしれないという状況の中で、客観的な判断と行動が出来るかどうかということ、一介のバリュエーション委員会メンバーに問うことにはたいした意味はありません。組織の優先順位はまず生き残りなので、本来ならビッドサイドで評価すべき証券価格を、独自モデルで算出したフェアバリューで評価したくなくても何の不思議もありません。最終的にはCEOかファンドの創設者がメンバーの実質的な任命権を持っている場合がほとんどなので、彼やファンドマネジャーの言うことを聞かない人はメンバーから外されてしまうことになるでしょう。ここではビジネス存続という優先順位をその経営者が重視した時には、その人が「うそをつかない」という当たり前の職業倫理を持っていない限りこうなってしまうかもしれない、という意味のことを表現しています。もっと簡単に考えても良いのですが、結局社内人間は完全な第3者になり得ないということを投資家としては認識しておくべきであり、運用者もそのことは開示し認識した上で、それでも筋を通して最善の努力をするということを含めて形式上でも言うておいて欲しいものです。

同じ感覚で話せるということ

流動性の低いOTC（上場でない）商品がファンドに含まれている場合、その値洗い（Mark to Market）についてどんな基準を採用しているのかと同時に、そのルールをどのように運用しているのかが重要になります。弊社はファンドを調査する過程で、バリュエーションに関する社内基準の開示を求めます。そもそも基準自体を曖昧にしているファンドもあるので要注意なのですが、求めた資料がすぐに出てくるかどうかでどのようなルールとその運用をしているかがある程度想像できます。この場合の運用というのは、ファンドマネジャーが収益を上げるために投資判断をしてポジションをとる、という意味ではなく、資金が実際にどのように管理されているか、という規律の問題です。かつて、USドルで投資するファンドでリターンが大きく上がったと喜んでいたファンドマネジャーが、円投資家のための為替ヘッジを詳細に運用しなかったために、資産価格は向上してリターンはあがっているはずなのに、実際の円リターンはたいしたものではなかったということが起きたことがあるそうです。立派なルールを定めてはいたけれども、実際にそのルールに基づいた運用管理ができていなかった例となります。一人でなんでもかんでも管理することには無理があるので、そこでチームメンバーの習熟度と経験値が問われることとなりますが、前回もこの欄で引用したように、チームの構成員の中で、最低の知識やスキルを持った人のパフォーマンスにチームとしてのパフォーマンスが落ちてしまう傾向が強いのので、チーム力の底上げという地道な努力が必要になります。

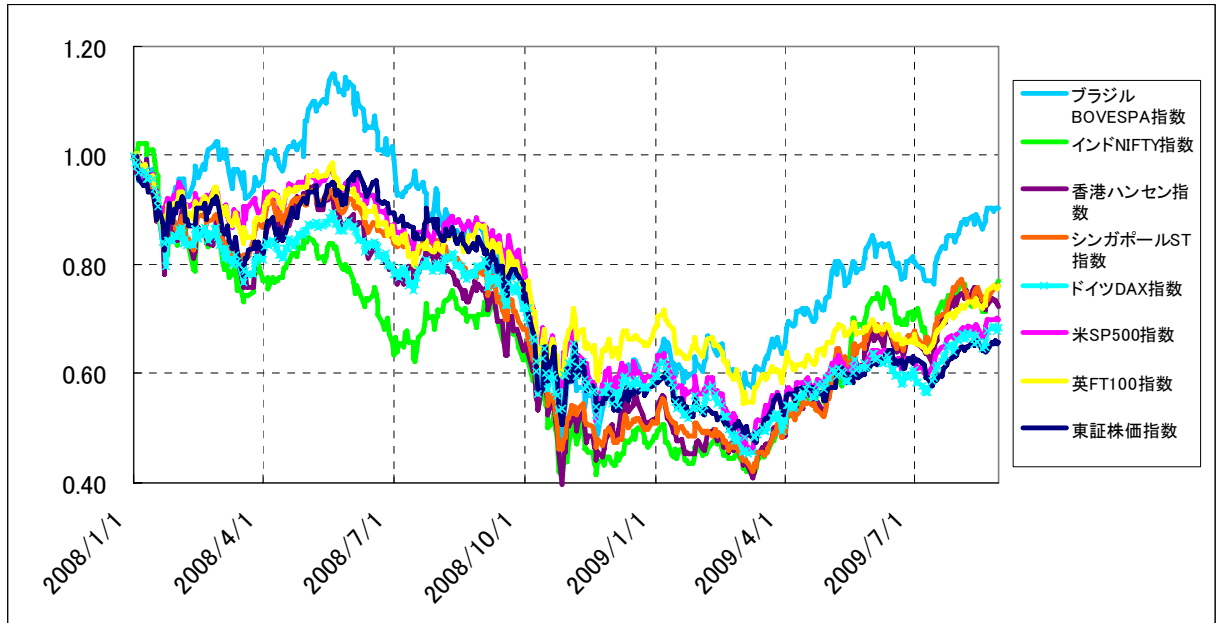
エマージング市場などを対象とするファンドであれば、極端に値付き率が悪い上場商品を投資対象に含むという場合も有ります。例えば上場基準や情報開示基準が確立していない地方取引所も多くあり、上場とは名ばかりの場合もあるので、画一的な調査とチェックシートではとても対応できていないというようなことがあります。実は先進市場で活躍するブローカーは非常にアグレッシブに収益を求めてきた経緯があり、それなりにリスク感覚も充実したものを持っているので、彼らは自分たちのリスク・リターンに見合わないと思ったものは値付け（マーケットメイク）をしません。マーケットメイクをするということは最低限のセトル（受け渡し）が確保されていることが条件になるので、たとえエマージングであってもトレードが成立し値洗いも出来ます。値段の客観性については、複数の業者の価格を相対比較したり、または最低限確保される価値を基準とするなどの工夫が必要になりますが、まずは欧米の業者が受渡しと値付けという部分で最初のスクリーニングをしてくれている、と言うことは出来そうです。ある運用者は「自分のCertificate（成績証明書）は経験である」と声高にのたまっていましたが、前述のように経験を通してしか身につかないリスク感覚を共有でき、話が出るネットワークをもっているということにはそれなりの価値を認めてもよいと思います。（西田）

Global Markets (8月24日～8月28日)

1. オーバービュー

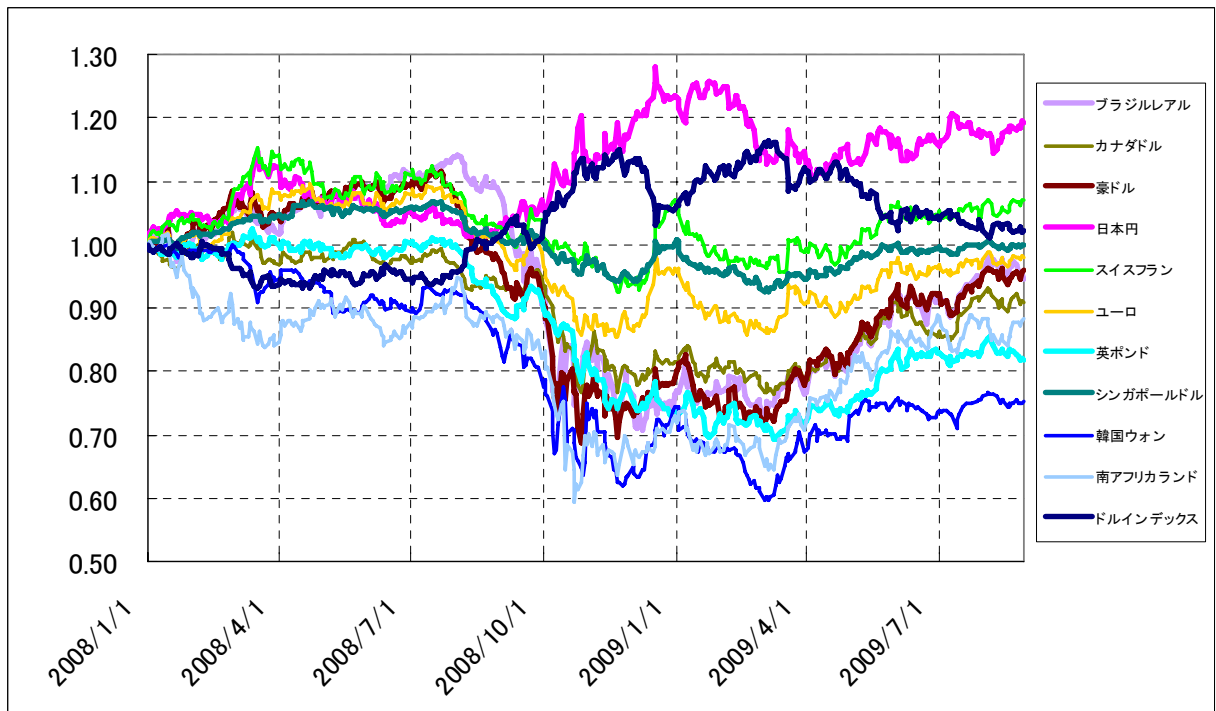
景気に対してポジティブな材料が見受けられる中でも、先行きのグローバルな需要創出の持続性について懐疑的な見方も根強く、株式市場はまちまちの動きとなった。引き続き中国株はボラタイルな展開が続いている。日本の政権交代が、「変化しない日本」を変えるきっかけとなる可能性に一定の期待が集まっている。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

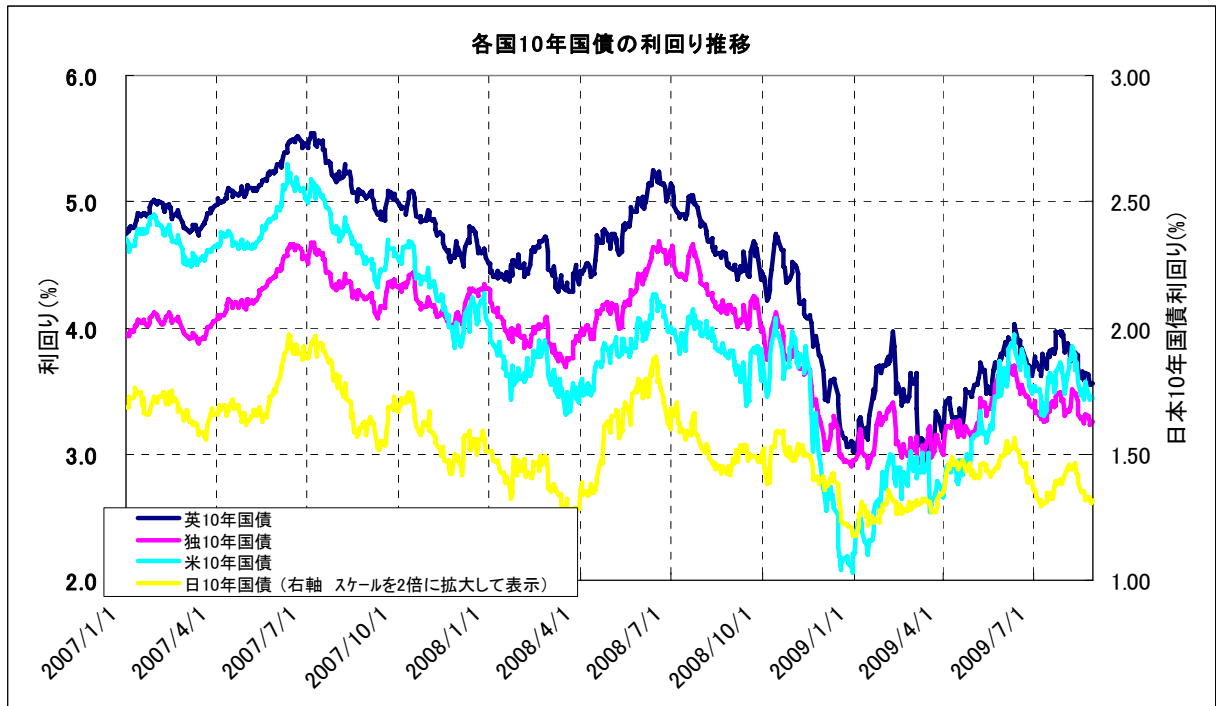


ドルは小動きながら、円は政権交代の可能性を睨んで強含む展開に。

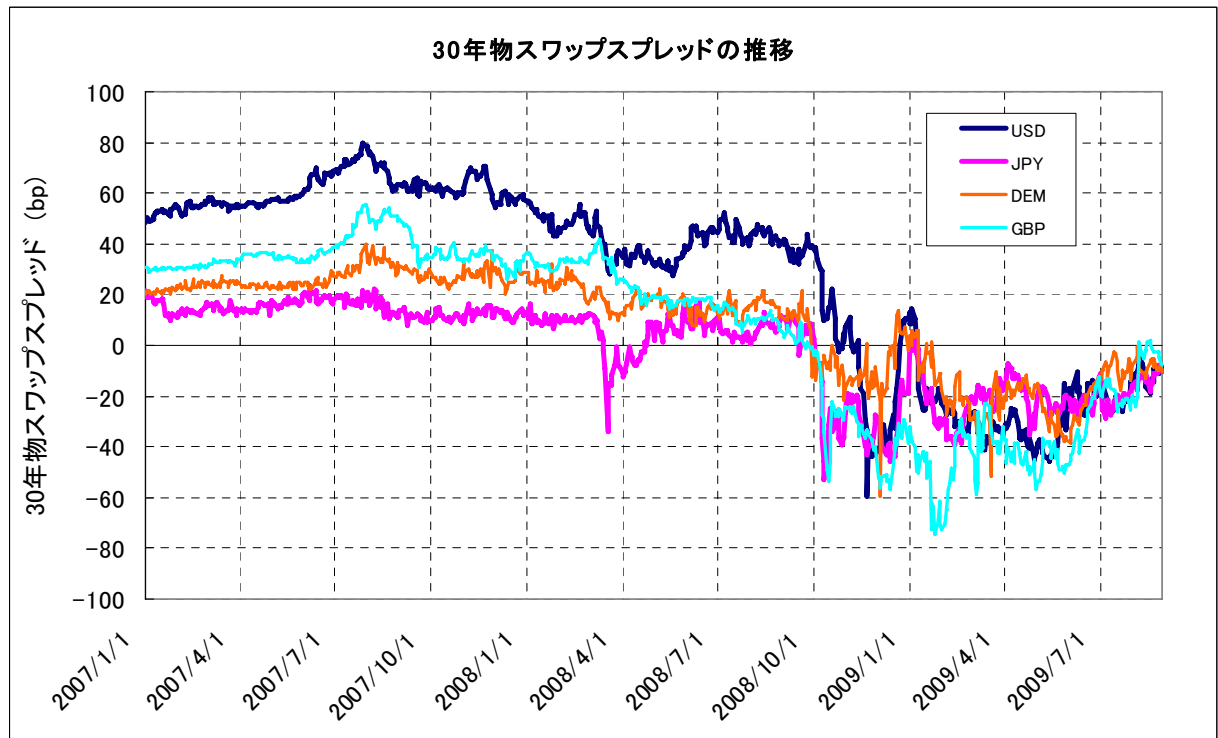
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



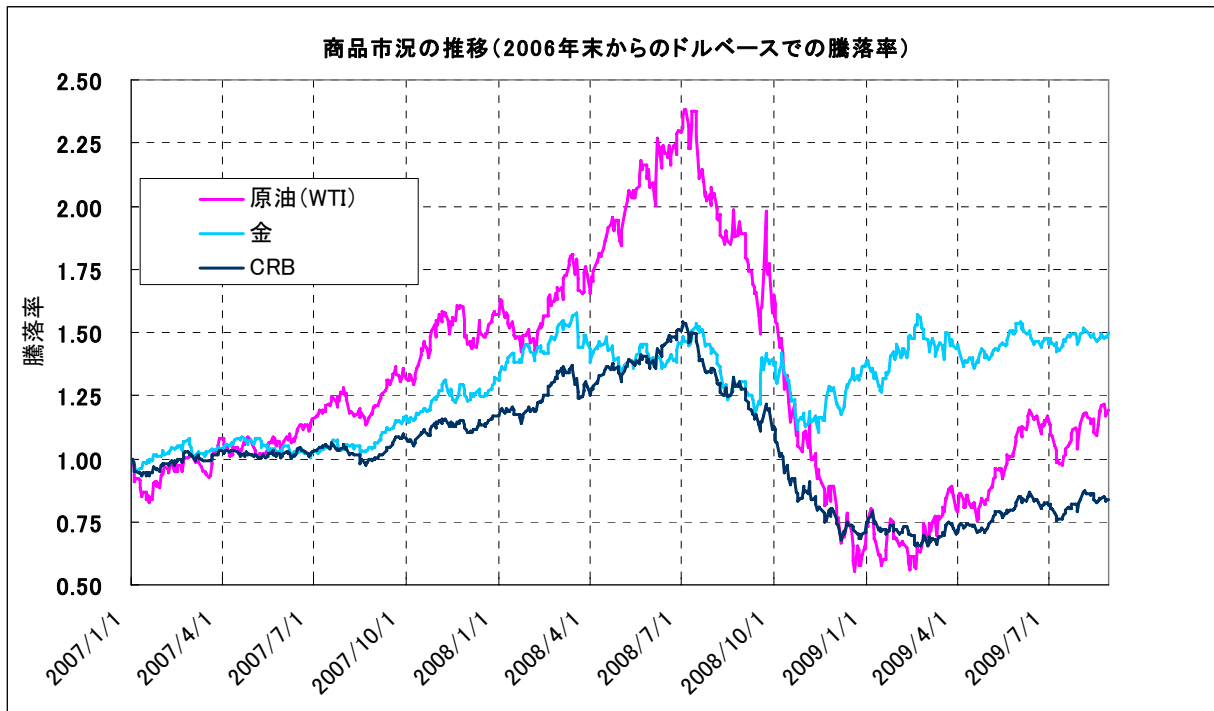
前週末に景気回復を示唆する経済指標によりいったん跳ね上がった米国長期債利回りは、その後いくつかの景気にポジティブな材料があるにもかかわらずじりじりと利回りは低下し、再び10年米国債利回りは3.5%を割り込んだ。債券市場が先行きの景気に対して必ずしも楽観視していない状況が浮かび上がっている。



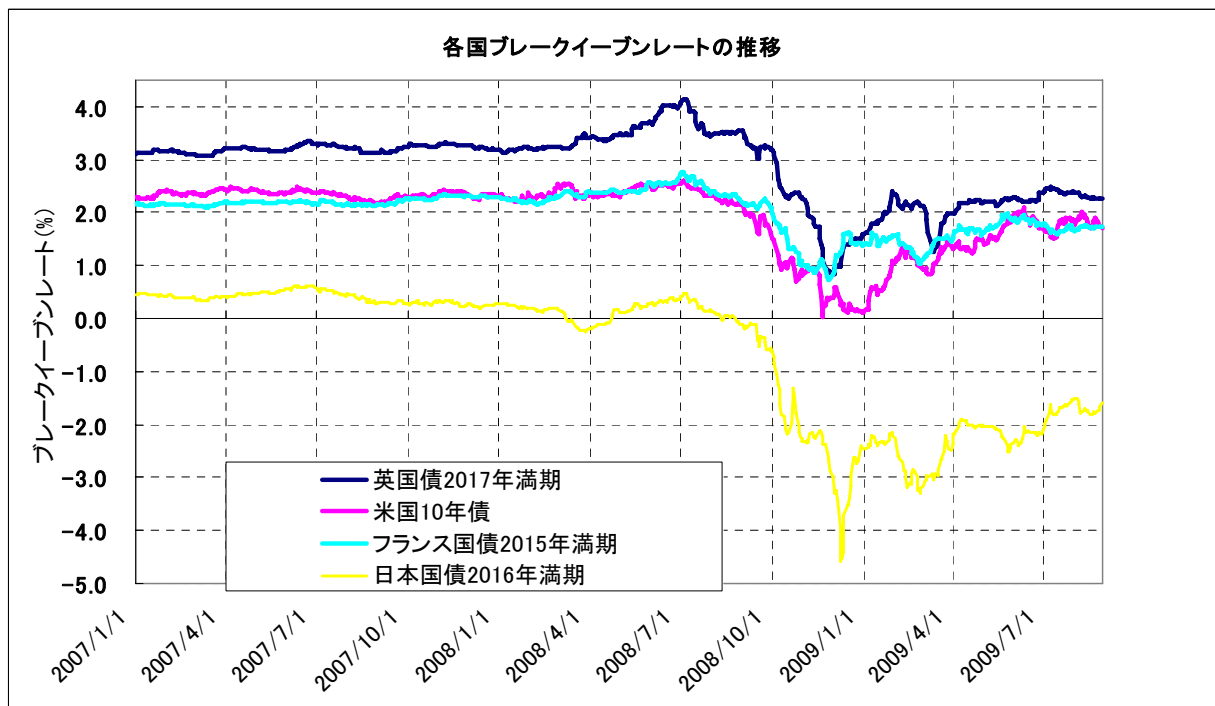
30年スワップスプレッドはもみあい。ほぼゼロからマイナス10bpのレンジに収斂。



商品市況ももみあい。



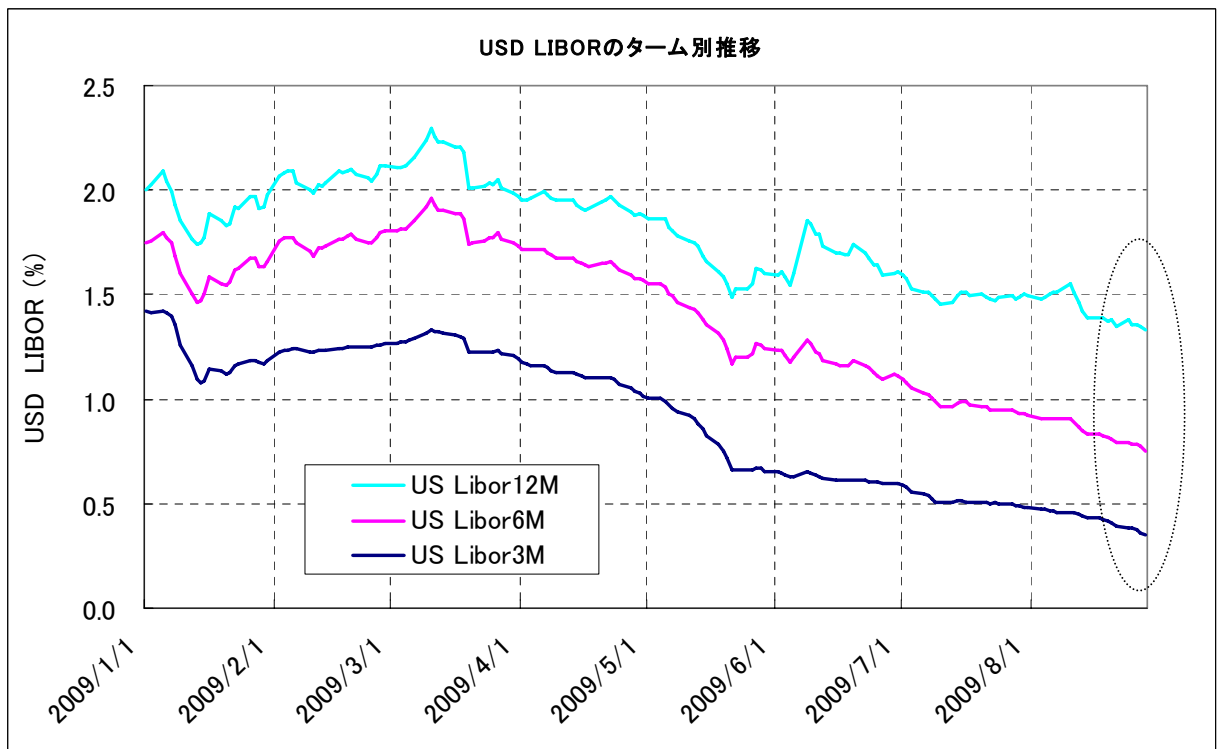
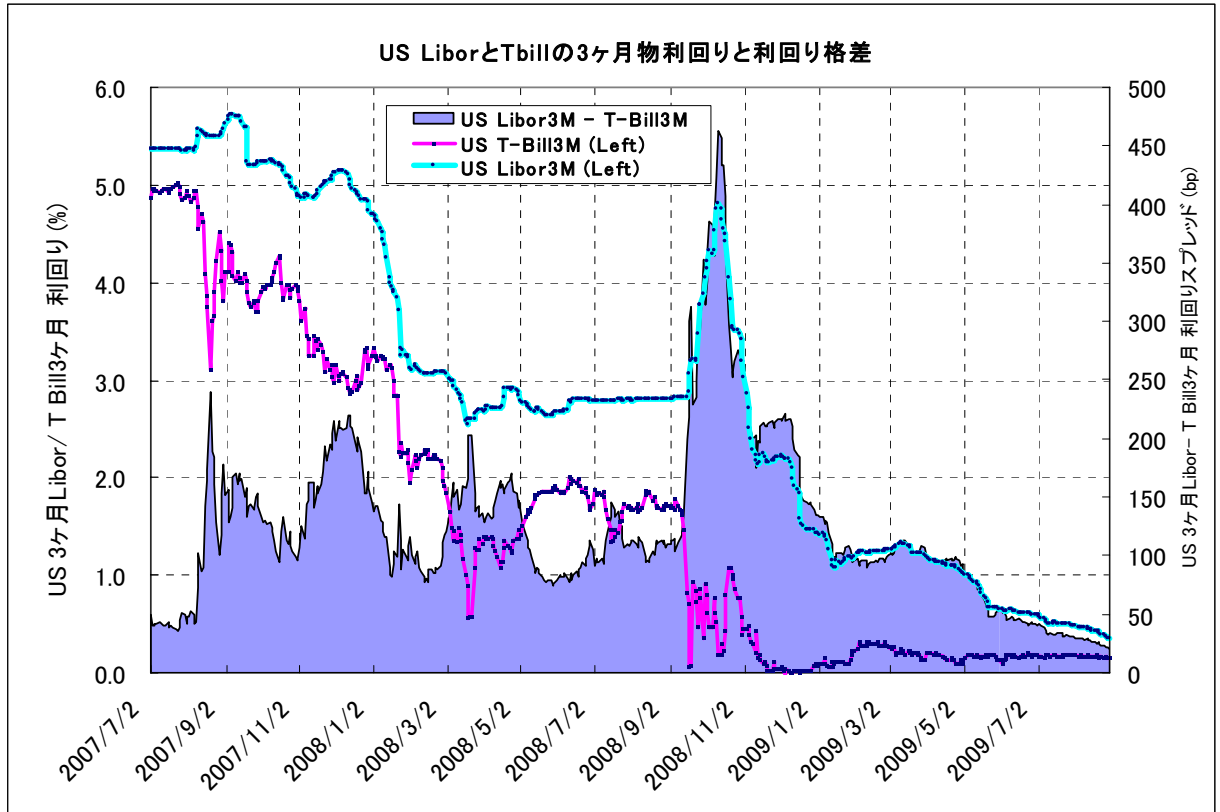
ブレイクイーブンレートは引き続き落ち着いた推移が継続。



(末永)

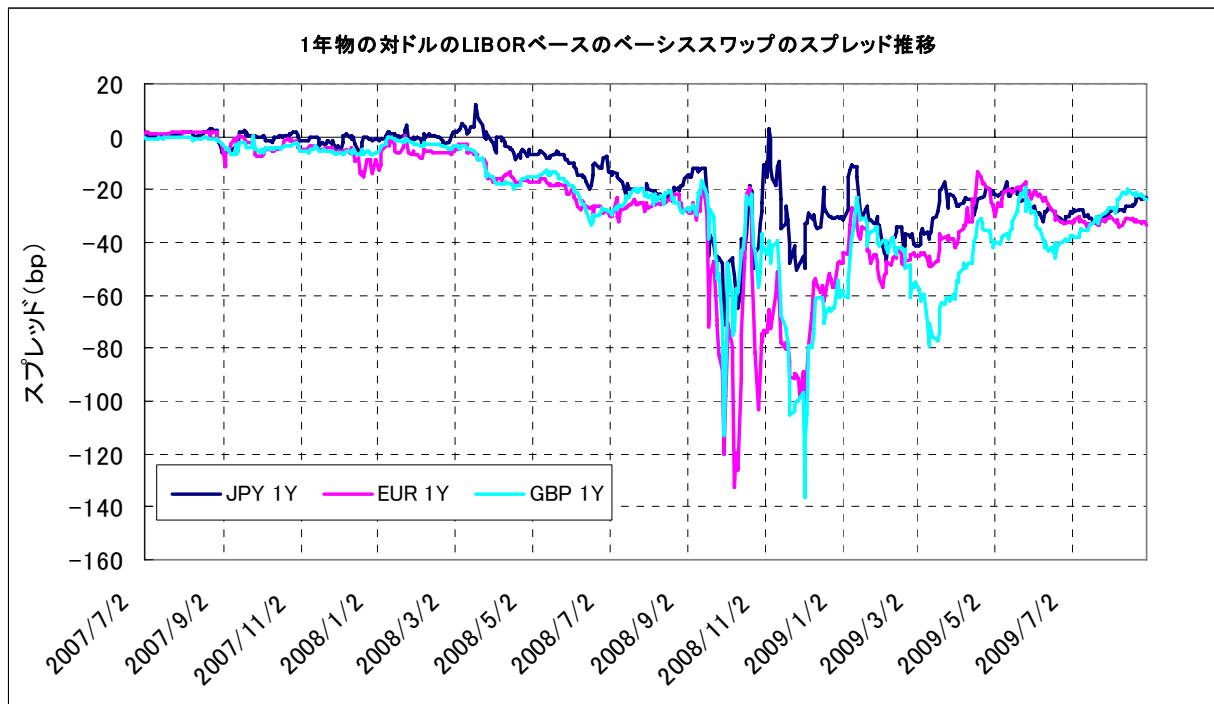
2. 資金市場～金利低下傾向継続

Libor金利のゆるやかな低下は引き続き継続し、ドルLiborの対OISスプレッドや、T-Billスプレッドは、既にパニック前の水準まで縮小した。

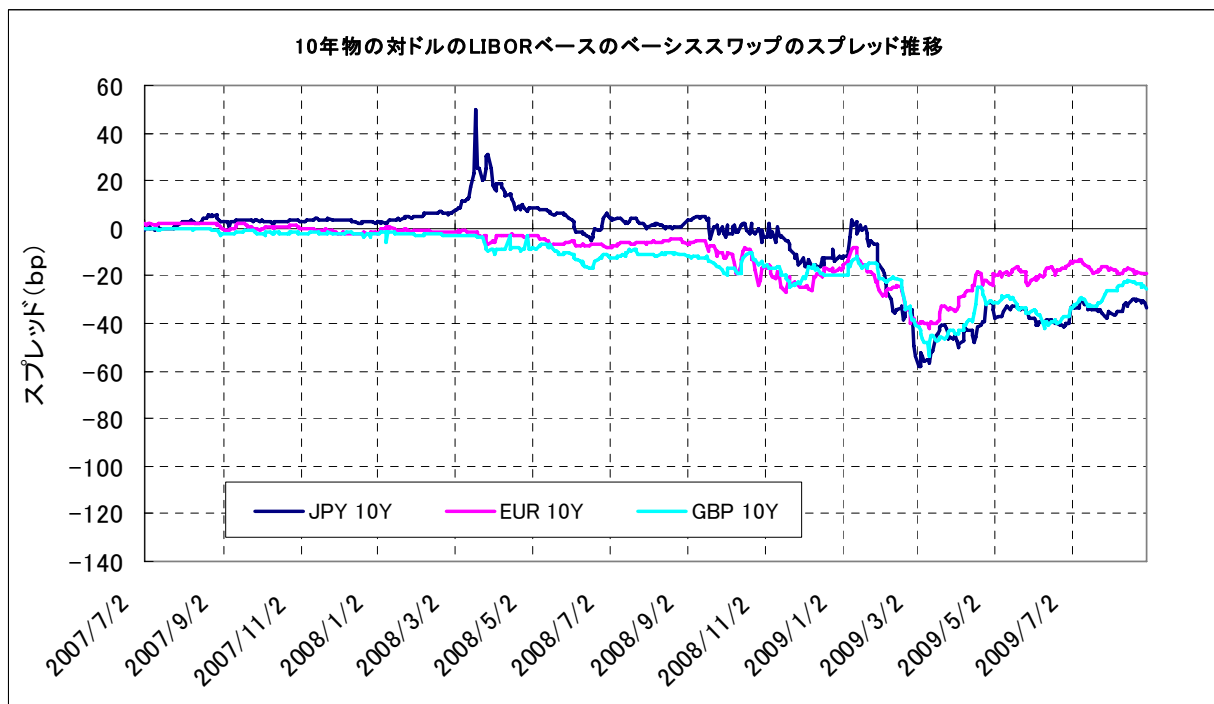


ベーススワップスプレッドは小動きでの推移。

【1年物】



【10年物】



(末永)