

GCI Global View

2010年1月18日

【目次】

● 新年度のヘッジファンド投資の際しての留意事項	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.5

【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

新年度のヘッジファンド投資に際しての留意事項

— ヘッジファンド投資におけるオペレーショナル・リスクについて —

はじめに

先週号では「アルファの源泉」について、アルファ創設能力の見極めに関する分析をお届けいたしました。投資候補マネジャーの選定においては「継続的にアルファを創設することができる能力を有しているか」の見極めがまさに最大のポイントとなります。一方で、ヘッジファンド投資におけるオペレーショナル・リスクの問題がここ数年特にクローズアップされてきています。今号ではどのようなオペレーショナル・リスクに機関投資家が関わることになるのか、そのオペレーショナル・リスク防止のためどのような手当が必要となるのか概要につきご説明いたします。

オペレーショナル・リスクの種類

ヘッジファンドへの投資を行う場合、私達のようなファンド・オブ・ヘッジファンズの運用者や活発にヘッジファンドに投資を行っている欧米の機関投資家などはヘッジファンドの運用者（運用会社とファンド・マネジャー）、並びにファンドの関係者を直接訪問し、いくつかの項目について調査、検討いたします。その項目とは下記のようなものです。

1. 運用者（運用会社とファンド・マネジャー）に関するもの

(1) 運用会社に関するもの

- ・ 一般的な会社情報（会社設立年月日、業務内容、資本金、株主、取締役、沿革等）
- ・ 業務に必要な免許・登録等（免許・登録の有無、協会等団体への加入、処分歴の有無等）
- ・ 業務体制（コンプライアンス・オフィサーの経験、インサイダー取引防止措置等）
- ・ 他の会社との関係（親会社、子会社、兄弟会社等資本関係、業務上の関係が深い先等）
- ・ 経営者に関するもの（学歴、経歴、運用へのコミットメント、運用業務以外の業務への関与の有無等）

(2) ファンド・マネジャーに関するもの

- ・ 一般情報（学歴、職務経歴、犯罪歴等）
- ・ 運用関連情報（運用業務経験、専門性、資格、運用実績）
- ・ 業界内における位置（出身、縁故、親しい友人等）
- ・ インキュベーション投資等特殊な経済関係を有する投資家の有無
- ・ 運用業務への専念（他に兼務する職務や、関与する事業の有無）
- ・ 優秀なファンド・マネジャーのモチベーション確保とコミットメント（収益配分スキーム、ファンドへの自己資金投資等）

2. ファンド・ストラクチャーに関するもの

- (1) ドキュメンテーション（法律面）に関するもの
 - ・契約書面における瑕疵（書面間の矛盾、法令からの逸脱等）の有無
 - ・投資家保護の担保（不当あるいは過度な恣意性が運用者等に付与されることの防止等）
- (2) サービス・プロバイダーに関するもの
 - ・各サービス・プロバイダーの内容チェック（業界における地位、規模、専門性等）
 - ・運用会社、ファンド・マネジャー等との経済的利益関係、利益相反の有無
- (3) 会計・税務面に関するもの
 - ・ファンド会計書類のチェック（NAV算出プロセス、ファンド経費の妥当性等）
 - ・ファンド置籍地と投資家所在のチェック（低減税率地であるか、租税条約の有無等）
 - ・投資対象商品から生ずる問題の有無等（キャピタル・ゲイン課税の態様等）

マネジャーに対する運用調査や継続したモニタリングの結果、有力な投資候補となるような場合に上記のような項目を対象に、オペレーショナル・リスク調査（オペレーショナル・デューディリジェンス）を実施するのが一般的です。

オペレーショナル・デューディリジェンスの目的と実際

言うまでも無くオペレーショナル・デューディリジェンス（以下「オペレーショナルDD」）を行う目的は、自分が行う（顧客のために行うものも含めて）投資が運用環境の変化等運用面の理由によるものではない理由で損失を被ることを防止するためです。オペレーショナル・リスクの顕在化（問題の発生）は、ヘッドライン・リスクにもつながります。したがって投資候補先を選定する手続の中ではもちろん、投資後も継続してオペレーショナル・リスクに関する調査は行っていかなければなりません。

しかし、ヘッジファンド運用におけるオペレーショナル・リスクといわれるものは、一般的な銀行や保険会社等金融機関において運用やトレーディング以外のリスクを指すリスクとしてあげられるもの（決済リスク、事務リスク等）に比べると、人的要因（ヒューマン・ファクター）に関わるものの重要性が高く形式的な調査では見えにくいのが特徴です。これは本来ヘッジファンド運用におけるファンド・マネジャーや運用会社が果たすべき役割は、金融機関における（自己勘定）運用におけるフロントの機能であり、元来一定の枠組みで定められた運用に関する指図以外はできない仕組（ファンドのストラクチャー）となっている（はず）だからです。具体的には資金決済や現金・有価証券の保管はアドミニストレーターとカストディアンが行い、その運営の適合性は会計士（多くの場合は監査法人）により詳細にチェックされることとなっています。本来働くべきチェック機能が働かない場合とは、ファンドのストラクチャーに何らかの問題があったり、ファンド運営に関わる運用者（ファンド・マネジャー、往々にして運用会社の経営者でもある）やサービス・プロバイダーがともに関わりあって持つ事情が問題の芽となっていたりするケースです。

（1）ファンド・ストラクチャーの問題

ヘッジファンドの法律書類を読むと、運用に関してだけでなくファンドの運営に関しても原則論と例外規定のような形で、運用者あるいはファンドの運営責任者（会社型の場合取締役会、投資信託型の場合トラスティー）に裁量的な取り扱いが認められていることが

見受けられます。しかし投資家の利益に反する事項についてまで投資家の合意を得ることなく変更が可能としているような場合、投資家は解約が停止され、サイドポケット投資が作られてからびっくりするようなこととなります。ドキュメント精査においても「性悪説」が求められます。

（２）運用者が固有に持つ事情

・学歴・職務経歴の詐称

日本では身近なことではありませんが、欧米の会社の場合入社前に通常刑事犯罪歴がないか、申告された学歴や職務経歴が真実のものかチェックがかけられます。

驚くべきことはこのチェックにひっかかる事例がけっこうな頻度であるということです。筆者の米国勤務時代にも何度かそういう経験をし、刑事犯罪のデータベースや学歴・職務経歴の詐称確認の専門コンサルタントの存在にも驚かされましたがヘッジファンド運用者の調査でも同様なアプローチは当然なことと考えられます。逆に言えば、学歴や職務経歴も運用判断に影響を与えているということです。

・他の事業や慈善活動への関心

欧米人マネジャーの場合、運用に成功するとより幅広く事業家としての成功を目指し、地位ある者の社会的責務として積極的に慈善活動や地域貢献活動に時間を割く傾向があります。しかし、このような場合アルファを創設する優秀なマネジャーも運用に割くことの時間が減り、自らが直接投資判断を下すことが必然的に少なくなります。場合によっては他の事業で生じる損失により運用会社が影響を受けることもあります。こうしたケースも潜在的に投資家が損失を被る可能性のあるリスクです。

（３）運用者とサービス・プロバイダーがともに関わりあって持つ事情

マドフ事件では、ファンド運用の中核部分はマドフ氏の親族のみに関わり他の従業員は誰もその部署のオフィス(1つのフロア)には立ち入ることが認められていませんでした。また監査を行っていたのは無名の個人会計士であり、監査レポートは見開き1ページの厚紙のみという通常考えられないものでした。マドフ氏のファンドに多額の資金を投資していた機関投資家やファンドもこの会計士からの報告のみを受け入れたこと、投資有価証券は外部のカストディ口座ではなくマドフ氏関連の証券会社の保護預りとなっていたことも巨大な不正を可能とした要因でした。

いくら上述の仕組やルールがあっても本来独立しているはずの運用関係者が利害関係者となってしまうのは、問題事例を食い止めることはできません。マドフ事件のような極端なものではなくとも例外的な取扱いが運用者からの指図で行うことが認められている、サービス・プロバイダーの任免の権限を運用者が持っているような場合があり実際には運用者に対する牽制が効かなくなることがあるからです。金融当局からの監督強化の動きが出るのもこのためです。

ストラクチャーの円滑な運用を考えても不必要なほど運用者に恣意性を与えるような場合はもちろん危険信号ですが、そうしたものがなくとも運用者とサービス・プロバイダーとの間に業務上の利害関係、利益相反の余地があったりする場合詳しく調べると同じ郷里の出身、大学や高校の先輩・後輩関係等微妙な情報が出てくるケースも実際多々あります。

最後に

オペレーショナル・リスクによる損失の発生は、ヘッドラインという形も伴って運用面の

不満足な結果とは次元の異なるダメージを投資家の皆様にもたらしめます。オペレーショナル・リスク回避の基本は、ファンドの経理書類を含むドキュメントの精査とすべての運用関係者に対するデューディリジェンスの実施という地道で手間のかかる作業以外にはありません。

しかしそのような専門的な調査を機関投資家それぞれに行うことは現実的とはいえません。そのことが近年のシングル・ヘッジファンド投資からファンド・オブ・ヘッジファンズ投資への移行の一因ともなりました。しかし、ファンド・オブ・ヘッジファンズ投資にしたからといって個別投資先のオペレーショナル・リスクによる損失から逃避できるわけではありません。

投資先ファンド・オブ・ヘッジファンズ運用者が的確なオペレーショナル・リスク管理の枠組を有しており、貴重な資金を委ねることができるかという判断を投資家自身で下さなければならぬからです。では具体的に投資家という立場で何ができるのか、どこまでやるべきなのかこのあたりをまた機会を見て検討していきたいと思えます。

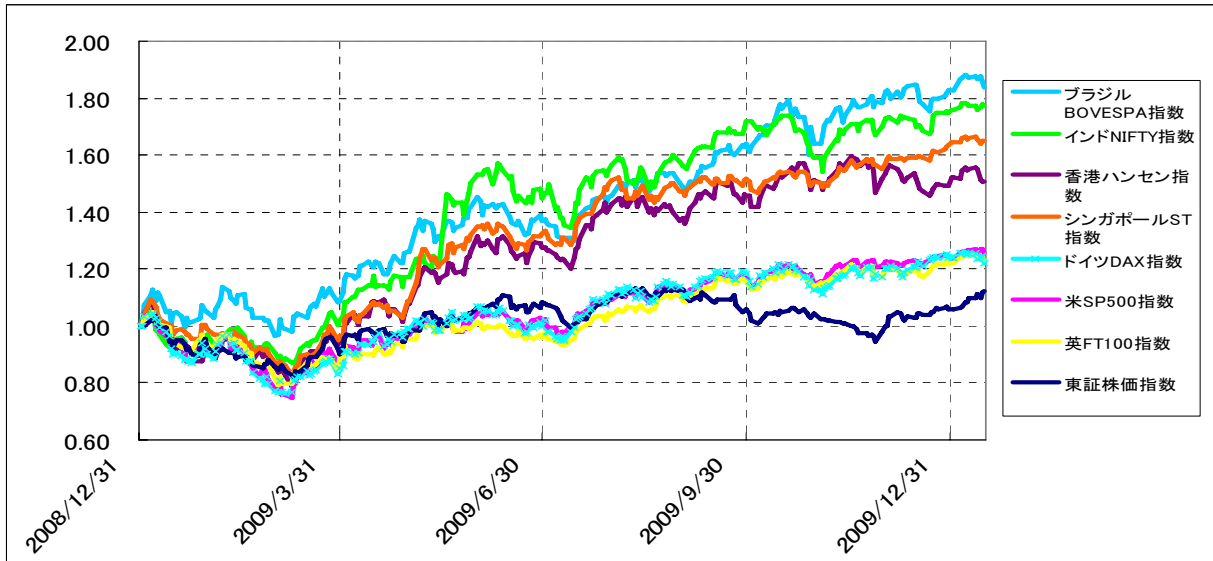
(インベストメント・グループ)

Global Markets (1月11日～1月15日)

1. オーバービュー

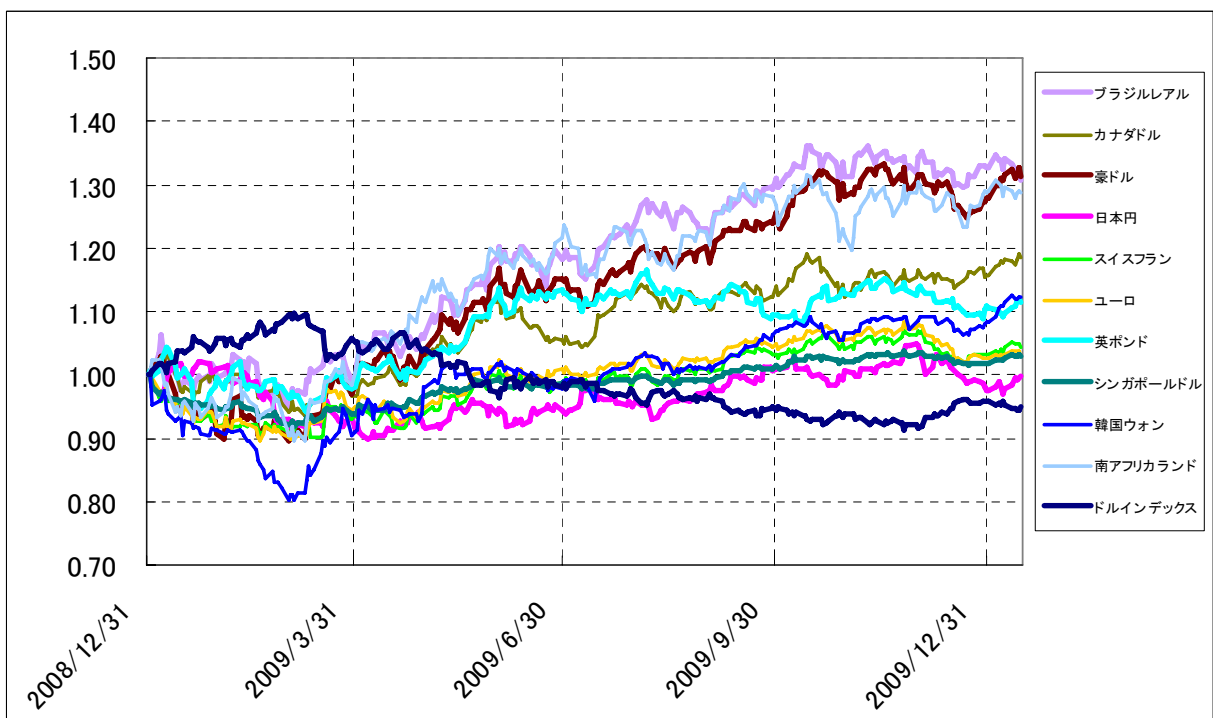
米国での景気の足腰の弱さが再びクローズアップされ、中国でも過剰流動性を引き締める動きもあり、欧米及び新興国の株式市場はやや頭が重い動きとなる中、これまでアンダーウェイトされてきた日本に資金を移す動きが広がり、年初来日本株のアウトパフォーマンスが際立つ展開となった。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

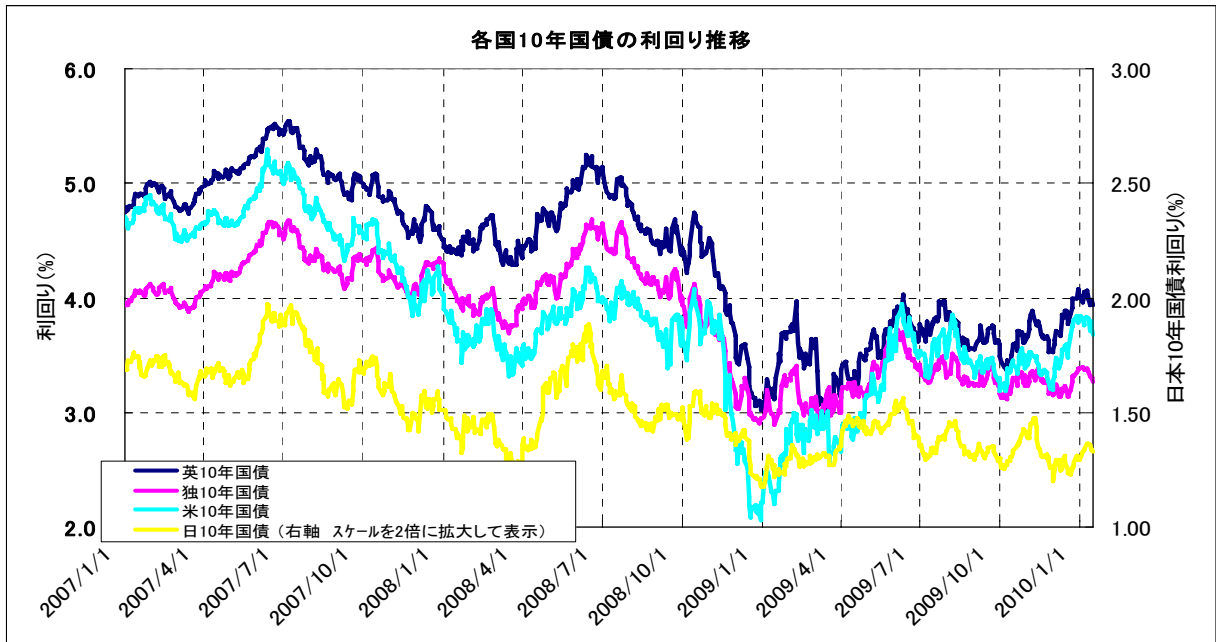


比較的小動きの中、ドル円は円の戻りを試す展開に

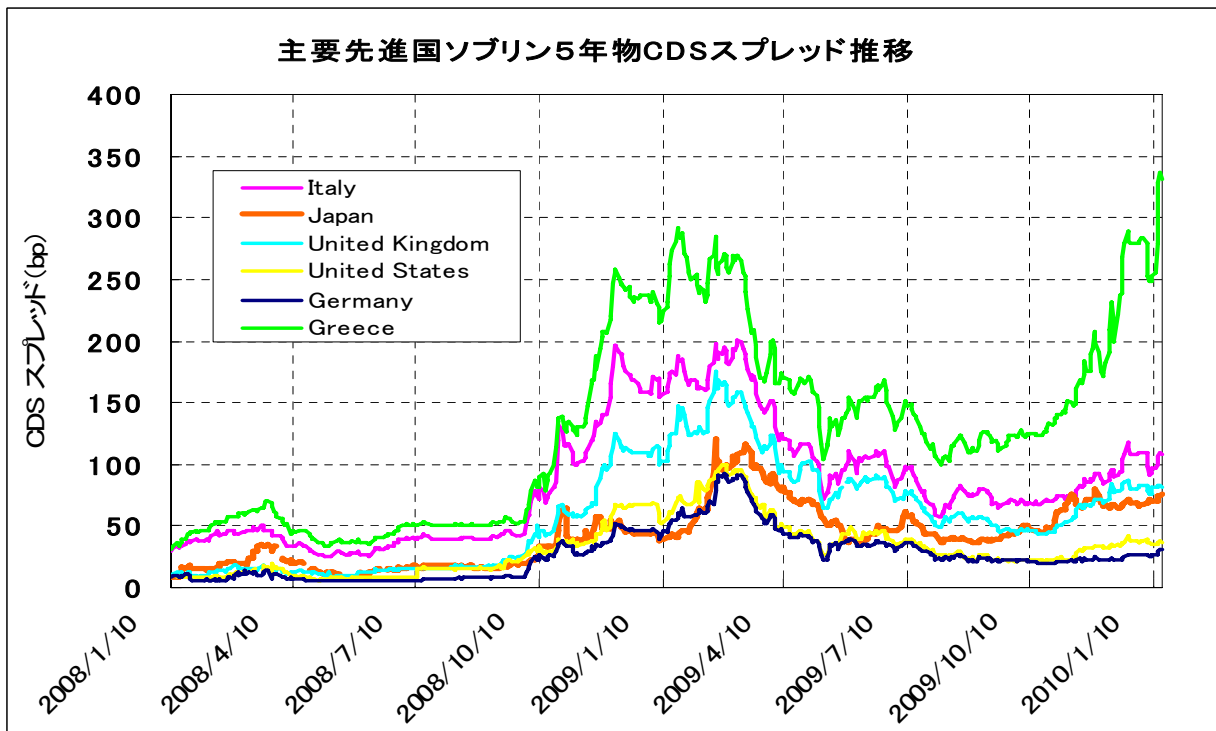
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



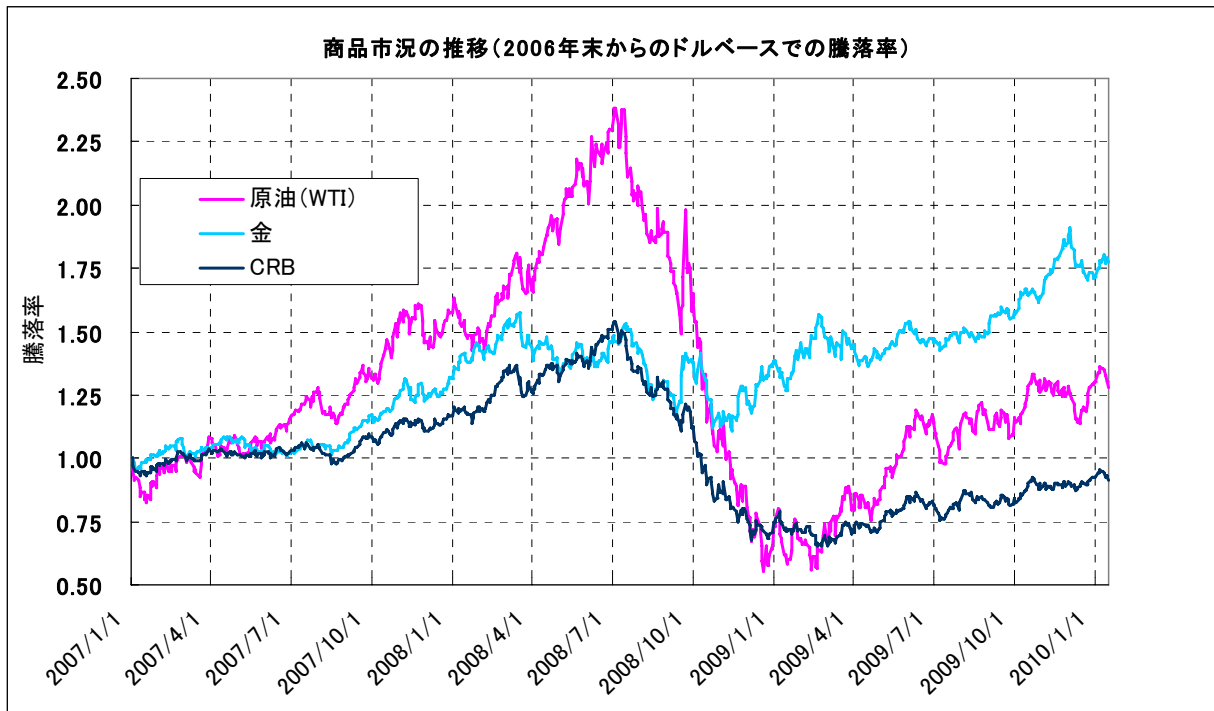
昨年12月に広がった緩解除早期化への思惑は急速に解消、長期債にも絶対のレベル感や短期債との比較からの買いも散見。大枠としてのリーマンショック以降のレンジ内での推移が続いている。



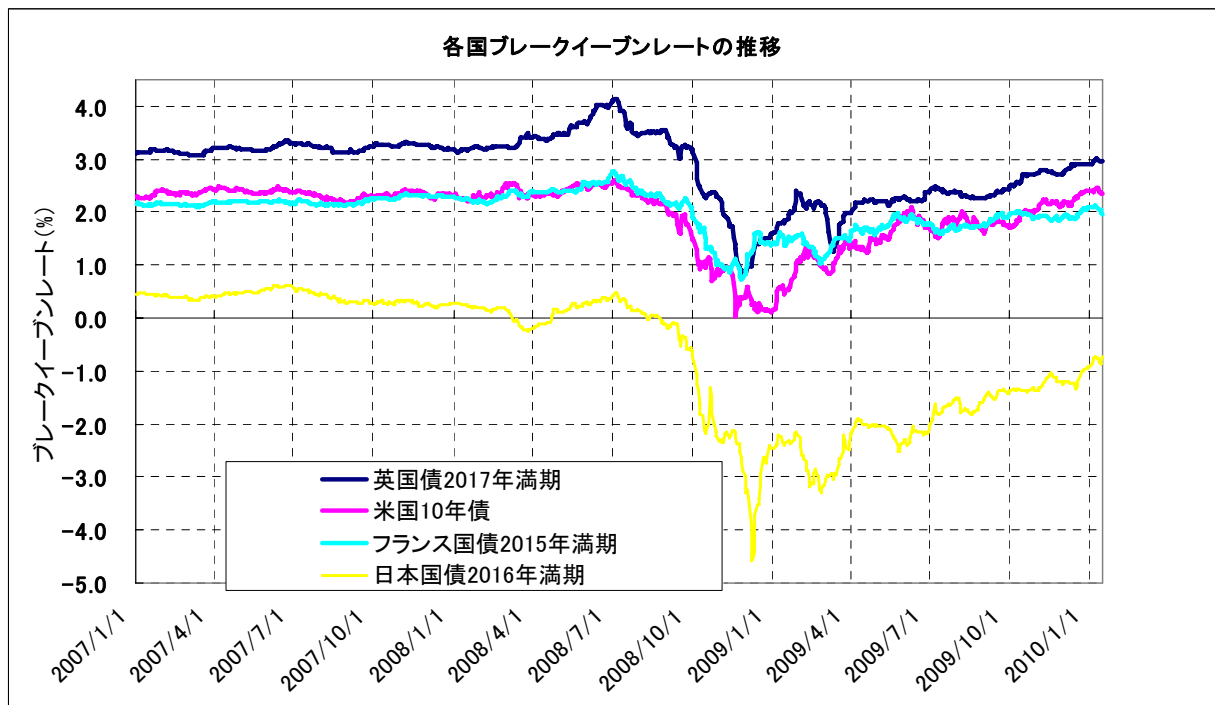
再びギリシャの財政破綻リスクに対する懸念が高まり CDS スプレッドはリーマンショック直後の水準を突破。



欧米の寒波もやや緩み、原油価格も調整。



英米での拡大は一服。



(末永)