

GCI Global View

2010年5月17日

【目次】

● ヘッジファンド規制とショート・セリング悪者論	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

ヘッジファンド規制とショート・セリング悪者論

今週は先週に引き続き、ヘッジ・ファンド規制に関して業界関係者が集まって意見を出し合った座談会での討議内容をご紹介します。今回は欧米のヘッジファンドに関する規制を参考としつつも「日本の投資家の利益保護の観点から規制はどうあるべきなのか」関係者で意見を出し合うこととしました。

今回もざっくばらんな意見交換という形式ですので、口語的な点をご容赦ください。

A. 先週の議論は、欧米と日本の会計制度、金融業界のありかたの違いなどから必ずしも欧米流の規制では、日本の投資家が安心して投資をできるだけの環境が整うのかは疑問だということ、また日本の投資家が欧米の投資家のように、自前でリサーチ・チームを持ったりまた外部の専門家を招聘して運用面、オペレーショナル面のデューデリジェンスを実施するケースはまだほとんどないといったことをお話ししてきました。今週も引き続きヘッジファンド規制というテーマでの意見交換を続けていきましょう。

B. 最近では日本の機関投資家さんの中でも、自社プロパーの運用チームにこだわらず、外部から外資系 F O H F（ファンド・オブ・ヘッジファンド）経験者などヘッジファンド投資経験者を採用したり、外部マネジャーを採用し、自社投資専用ファンドの運営を委ねたり、マネジャー調査を外部委託する動きも出てきている。

C. マドフ事件以降、オペレーショナル・デューデリジェンスに対する問題意識が急速に高まったことから、投資家の動きにもはっきりとした違いが出てきたね。

D. 具体的にはどんな動きですか？

C. 「自分達にはオペレーショナル・リスクのコントロールはできない」ことを理由に、

①ヘッジファンド投資自体止めてしまう

②シングル・ヘッジファンド投資は行わず、外部運用マネジャーを経由した F O F 投資に限定する

③シングル・ヘッジファンド投資へ回帰するが外部専門家に調査を依頼する

④内容がわかりやすい日本のマネジャーへの投資を検討する

といったいくつかのやりかたに投資家がわかれてきている。

B. 最近の年金基金に見られる、日本のマネジャー回帰の動きも同様な理由でしょう。

D. 電話一本で、日本語でいつでも話せるし、電車に乗ってデューデリジェンスにも行ける。呼べばすぐ説明に来てくれるし。

B. 良いことづくめじゃないの。

C. しかし、規模が小さくスタッフも十分ではないところも多いから、オペレーショナル・リスクの観点からはどうかな。

- A. そういうことをいう人がいるから、日本のマネジャーが育たないんじゃないですか。とはいうものの、日本のマネジャーの大半が日本株戦略で幅広い戦略に投資をしようとする投資家さんにとってコア戦略となりえないことは事実ですね。ただし、サテライト戦略としての採用メリットは十分にあるし、きめ細かくモニタリングすれば良いわけだから、規模が小さいことを理由に、投資しないという判断を良い運用を行うマネジャーに下すのはいかなものかな。
- C. 規模の小さいマネジャー向けの規制を作れば、投資家は安心して投資できる様になるということかな。
- B. それはちょっと違う。そもそも登録義務や許認可に一定の要件を設けることで業務を行うために必要な業務運営に必要な経験等人的リソース、資本金、オフィス等物的リソースを確保しているわけだから、そうした登録、許認可を受けているにもかかわらず、不十分と考えるのは投資家側の自己規制の問題だ。
- D. 日本の投資家さんの投資基準が厳しいということかな。特に金融機関は厳しいね。
- A. それは投資家としてのありようの違いによるところも大きい。欧米の投資家にはリスク・リターン特性を勘案し、リスクをとった投資判断を行うことができる投資家が数多くいるが、日本の機関投資家は自らも他人のお金を預かっている金融機関でかつ運用担当者の処遇も運用成績に直結していないことから、投資のあり方もおのずから異なってこざるを得ないということ。
- B: しかしヘッジファンドに関する規制の話は、どうも日本では盛り上がらないな。当局の方がたはもちろんいろいろな国際的な話し合いの枠組みの中で折に触れ議論はしているのだろうけれども我々民間は蚊帳の外というより、そもそも関心が低すぎるのではないだろうか。
- C. 日本はそもそもヘッジファンド業界と言えるほどマネジャーのプレゼンスも大きくないし、投資家側も新規取引を1年以上停止したままだったり、担当者も組織もシュリンクしていたりしているから自分たちにとってあまり深刻な問題とは言えないのだろうね。そもそも投資銀行の社員は良い報酬を得ているかもしれないけれども、日本のヘッジファンド関係者、つまり我々や投資家さん達だけれどもいずれも欧米のような高額報酬なんて全然縁がないから。(沈黙)
- D. 欧米とひとくくりにしているけど、欧州と米国では事情が異なる。〇十億円の報酬などはすぐれて米国投資銀行幹部と一部著名ヘッジファンドの問題だ。
- A: まあ確かにそうだね。欧州主要国関係者にはヘッジファンドやアメリカの投資銀行関係者たちの節度ない金儲け主義で母国経済やEU全体に大きな悪影響を受け、金融機関に対する一時国有化も含めた公的支援を行わざるを得なかったという気持ちが強い。金融機関社員の高額報酬に対する懲罰的課税も含め規制の手を緩めることはないだろう。それに欧州の政治家や金融当局者には、いわゆるアメリカ投資銀行的ビジネススタイルへのアレルギーは相当あるね。

- B. 欧州の金持ちは伝統的金持ちで成り上がりは嫌いという風潮もあるのでは。
- C : 一方のアメリカを見ると、もともと熱しやすく冷めやすいというか、自分に都合の悪いことは早く忘れたい国民性というべきか、もう100年に一度の金融危機といった言葉もほとんど聞かなくなったね。
- B : 良くも悪くもそれがアメリカの強さじゃないかな。節操がないようにも思えるけど損失を出してもチャンスがあればヘッジファンドにまたまとまった金額を投資する投資家や新たなヘッジファンドを立ち上げていくマネジャーも次々と出てくるから、回復に向かう兆しが見えれば湧き上がるベクトルも大きい。
- A : しかし、興味深いのは年金をはじめとしたアメリカの投資家の中にも欧州型規制の支持がじわじわと広がってきているように思われること。
- B : 具体的にはどのようなこと？
- A : **Newcits** (ニューシッツ) と総称される欧州のUCITS規制への準拠をめぐる新しいトレンドのことだ。もともとご存知のようにUCITSはリテール向け商品を念頭において規制としてスタートしたものの、リーマン・ショック以降ヘッジファンドなどプロ向けの商品についてもUCITS規制に準拠する動きが欧米で急速に広がってきていて、米国のマネジャーの中でも従来のケイマン籍から、ダブリン籍やルクセンブルグ籍のUCITS準拠ファンドへと移る動きも出てきている。
- C. **Newcits** というのはUCITS規制上の正式な用語なの？
- A. 自然発生的に出てきた俗語ですね。たぶん**New UCITS** から来ていると思います。
- C. 日本での規制の状況はどうでしょうか？
- A. ささやかではあるものの、4月の金融商品取引法の改正でこれまで機関投資家に販売を限定した外国籍投信を国内届出する際、ファンド名に「〇〇ファンド(機関投資家限定)」と入れなければならなかったものが、その必要がなくなりました。
- B. あの規制はなぜファンドの名前にそのような用語を入れなくてはならないのか外人には理解できなくて、説明に困ったり、わざわざ日本向け専用に使えないことも多かったから、ささやかではあるありがたいね。
- C. しかし、大きな潮流としてはショート・セリングやレバレッジ等への規制は強化されてきている以上、ヘッジファンドにとってはどうなの。
- D. 結局、規制が増えれば増えるほど、ヘッジファンドが本来有しているショートポジションを自在に創設できるという投資戦略面の優位性や柔軟性が損なわれ、

投資にとっての投資妙味が損なわれてしまう。

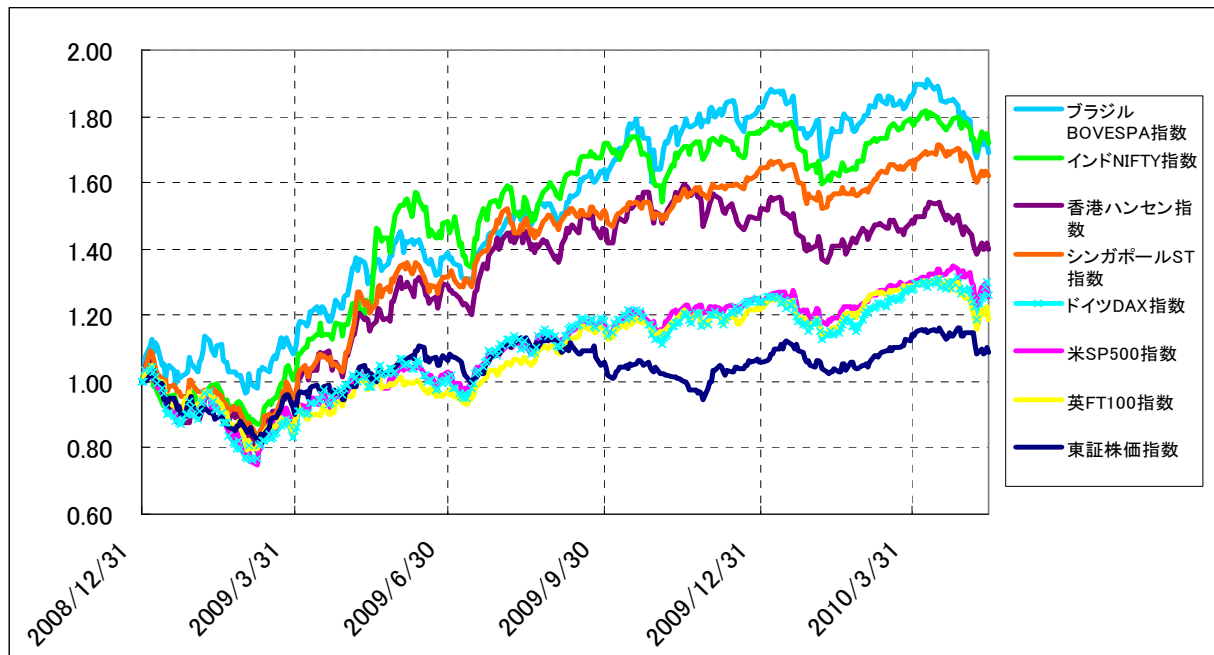
- B. 根底にはショート・セリング（＝から売り＝投機的）悪者というDNAがある。
- A. 相場操縦のような投機を目的としたショートは厳しく対処する必要があるものの、為替のような円売り、円買い両方向に実需取引が底堅くある取引と違って、株式のような基本的には買いからしか入れない取引では、貸し株市場とショート・セリングを機能させないと、マーケット・クラッシュが回避できなくなる。
- B. そういうトレーダー擁護的発言は、マスコミや大衆には支持されないぞ。（笑）
- C. ヘッジファンドに過度な投機をさせないことが大切なのでは。
- D. 何が「過度」で何が「過度ではない」と法律やルールで規制することは簡単ではない。5%ルールのような適時開示のルールを定めることにより、ヘッジファンドの活動にも一定の透明性を持たせることが肝要だろう。
- B. 投資活動はあくまでも自己責任だけれども、ブラック・ボックスのまま行う「おまかせ投資」の時代にはもう戻れないということ。そして信頼とは、古典的ではあるものの「ほうれんそう（報告、連絡、相談）」の関係が運用者と投資家との間で確保されるということではないかな。
- C. そういうことを言うと我々の年がばれるよ。
- D. もうとっくにばれているでしょう。（笑）
- A. ヘッジファンド運用、ヘッジファンド投資分野が日本でも活発になり意義深いものとなるのか、日本人のお金がただ単に海外に流れ出て行くだけで終わるのか（リターンが秀でていればあきらめもつくが）、ひとえに我々経験の長い業界関係者の努力にかかっているということだ。今のような難しい時代にあって今一度投資家への貢献を軸足にがんばっていきたい。
- B、C、D 一同賛成。
- A. 規制の話は、今回だけでは話を尽くせないし、重要なのでまたこうした機会を設けて、意見を出し合うこととしましょう。（インベストメント・チーム）

Global Markets (5月10日～5月14日)

1. オーバービュー

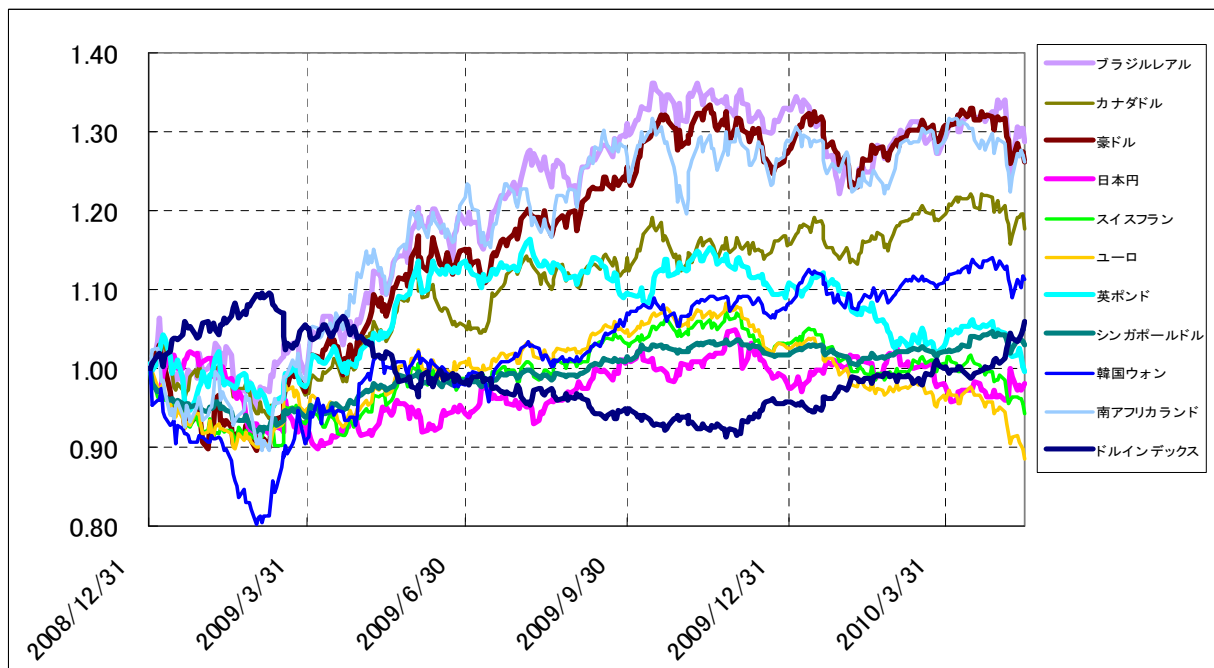
EU がギリシャ支援とユーロの防衛にむけた基金の設立に動き、足元の資金調達に対するリスクは軽減されたとして株式市場は一旦反発したものの、共通した金融政策と各国個別の財政政策というユーロの構造問題と、財政状況に対する懸念は燻る中、市場は再びユーロ売りに動き、株式市場も警戒姿勢が強まった。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

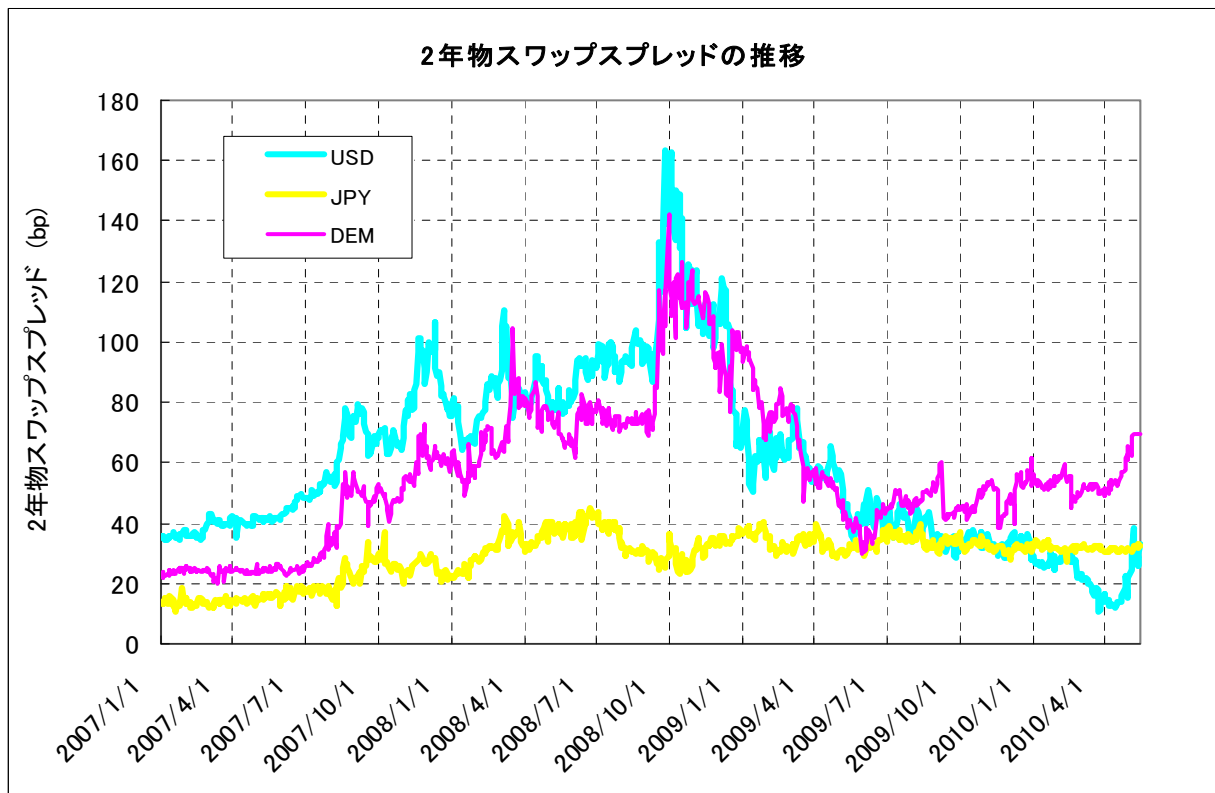
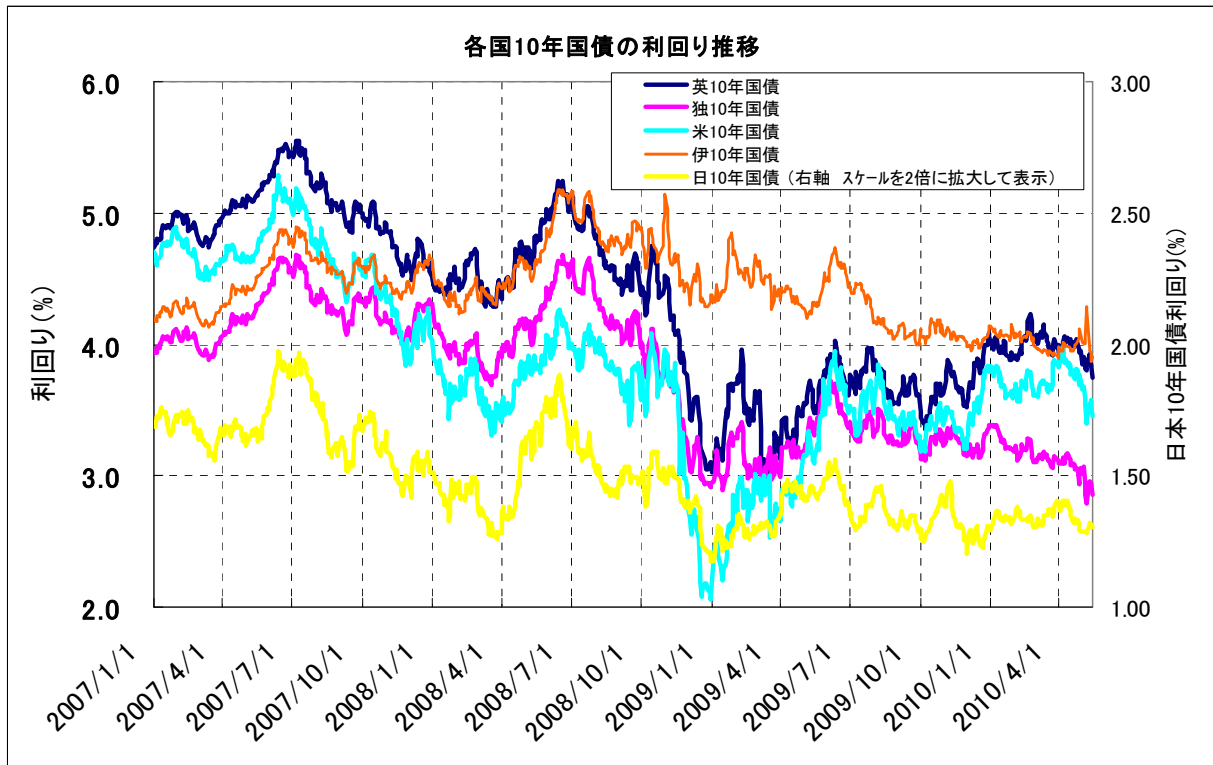


欧州通貨続落。市場全体のリスク回避姿勢は緩和されアジアや新興国通貨には資金流入の動きも。

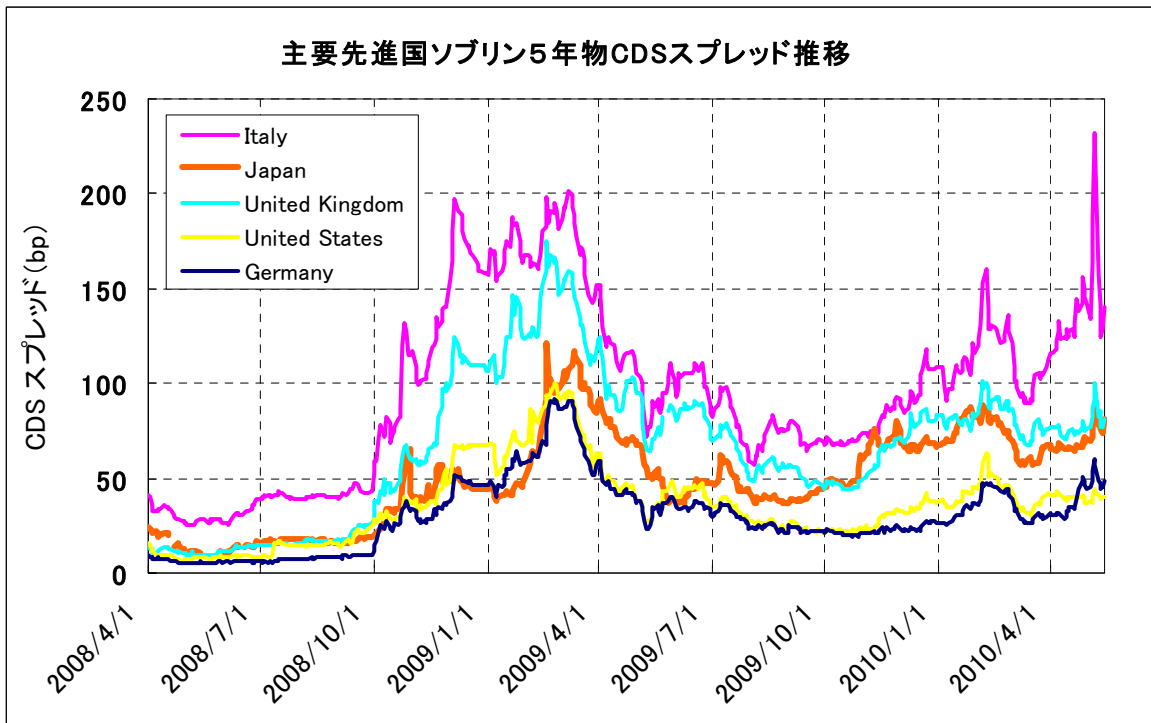
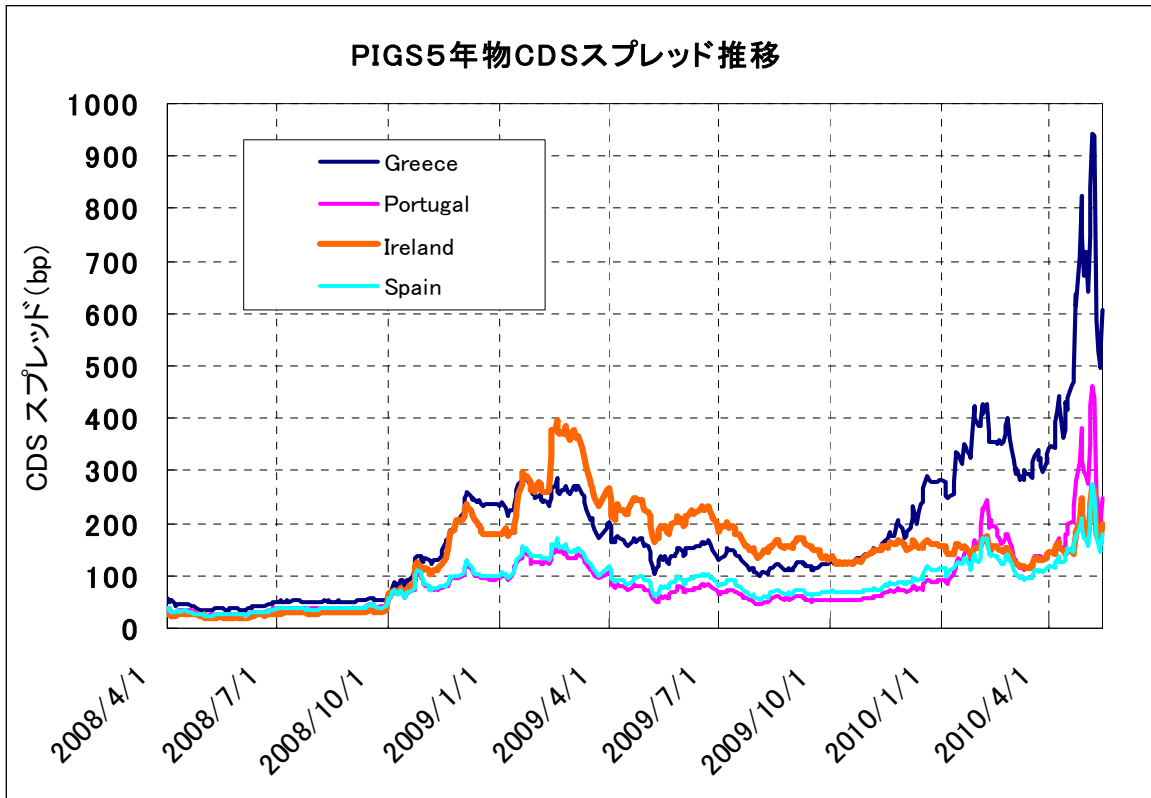
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



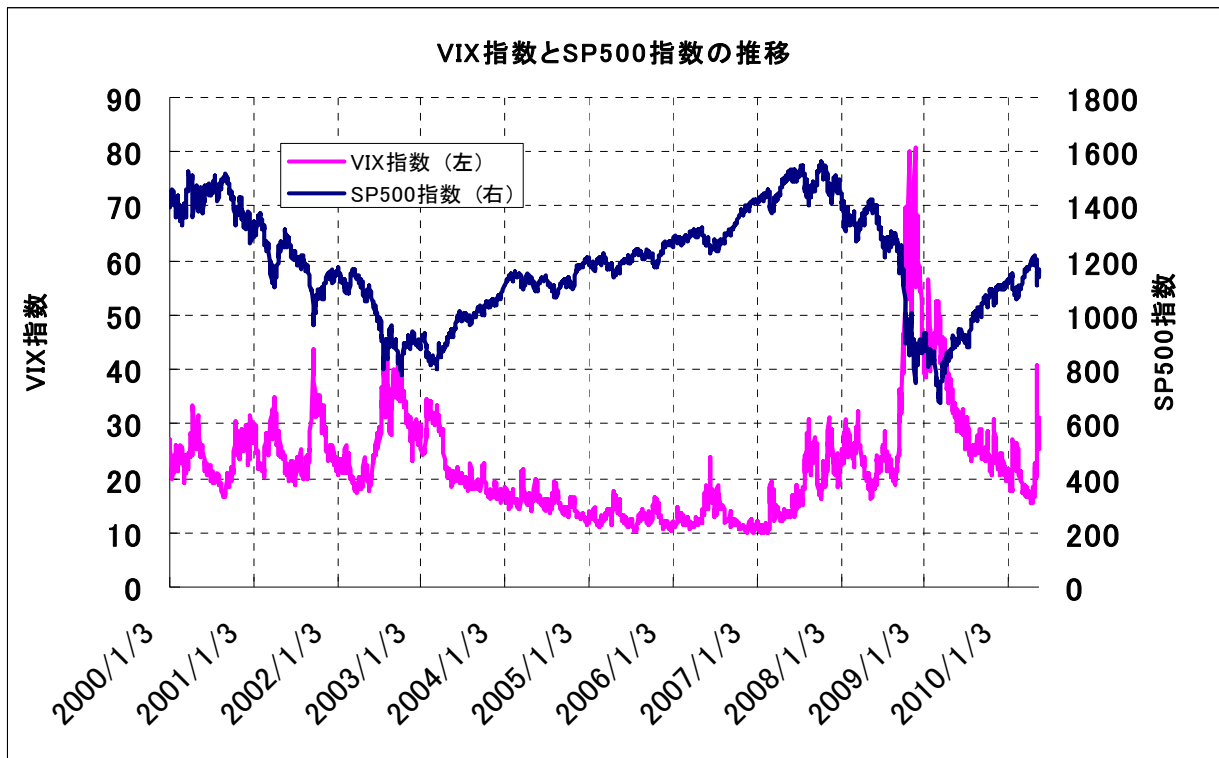
欧米先進国では、一旦はリスク回避の動きが収まり国債利回りは上昇したが再び欧州情勢への警戒から低下方向に。南欧諸国の国債利回り上昇は一服。スワップスプレッドは欧州の短期セクター中心に拡大継続。



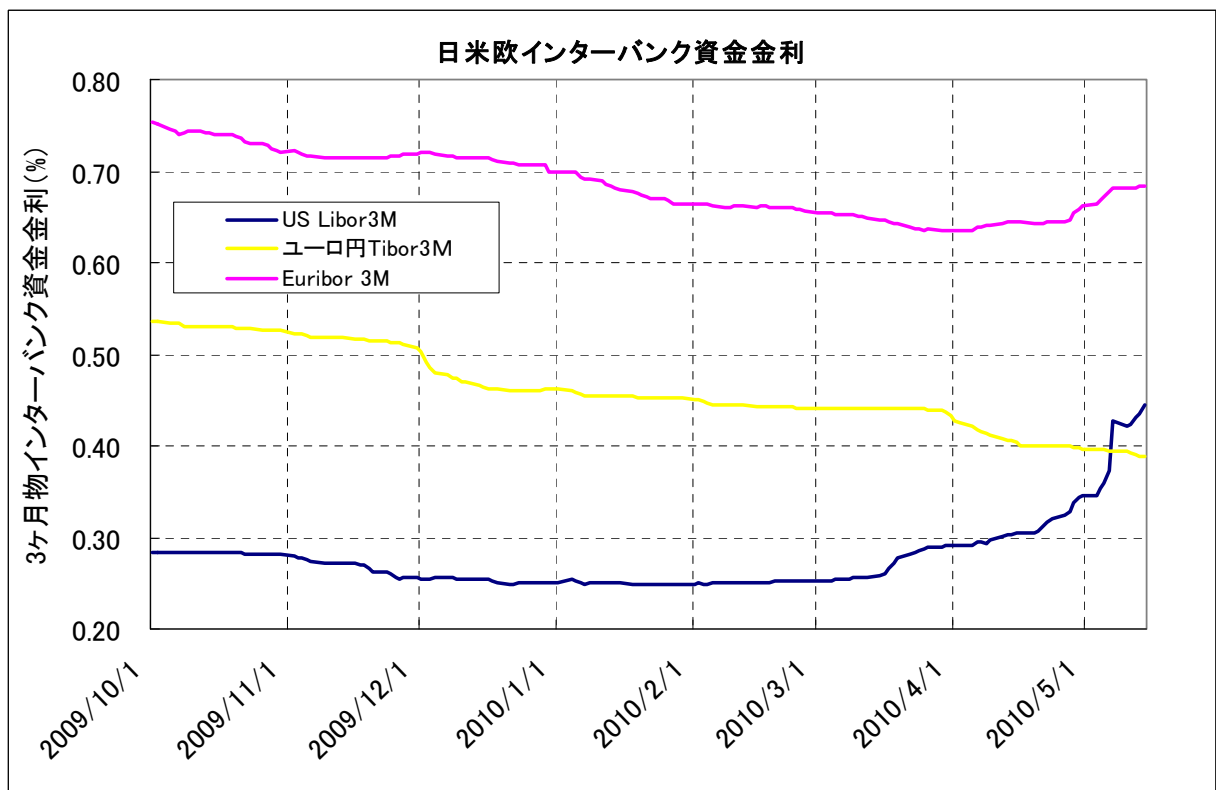
CDS スプレッドはギリシャをはじめPIGS諸国は軒並み縮小、先進国もこれらに連動して縮小した。



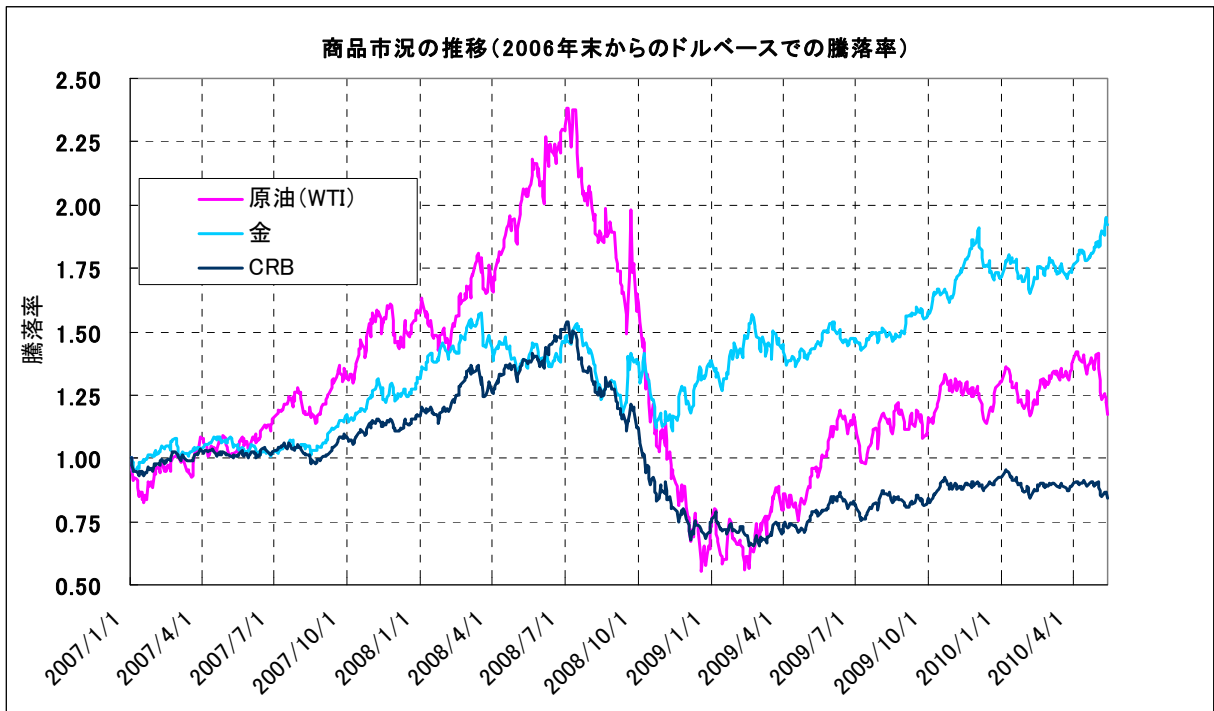
VIX 指数は一旦 25 近辺に低下したが、金曜日には再び反発し 31 に上昇。



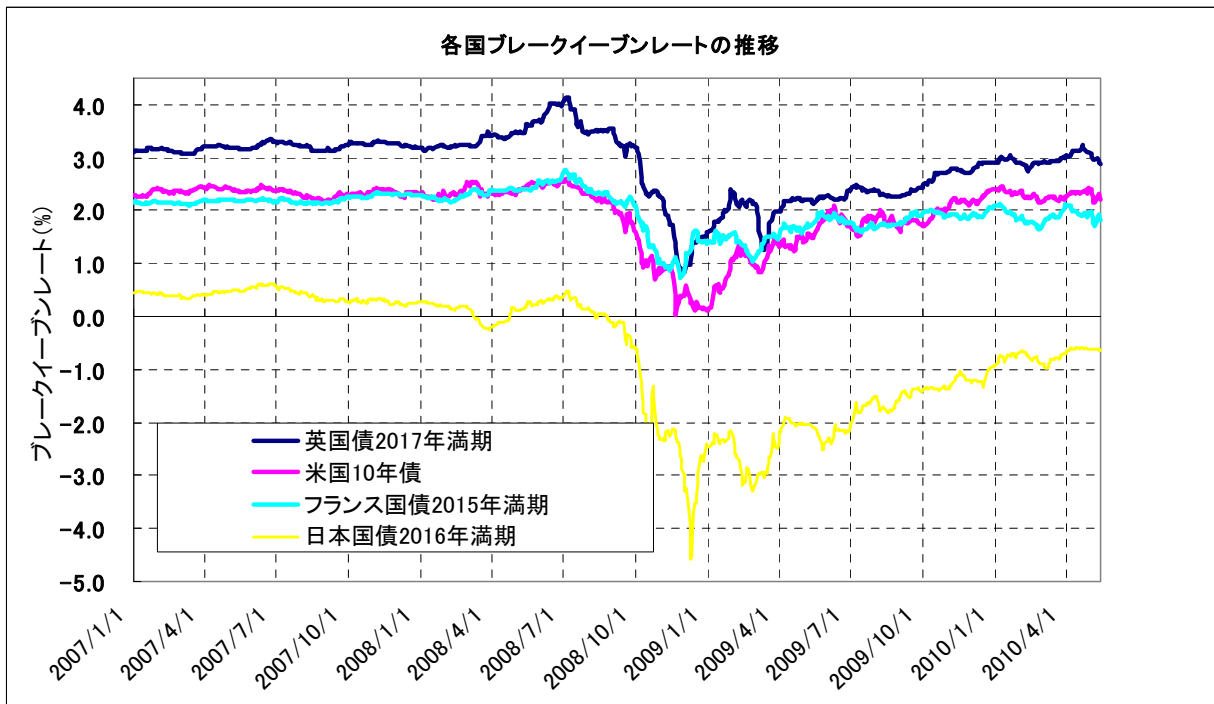
ユーロの銀行間資金貸借の指標レートの上昇は一服したもののドルには上昇圧力が僅かながら残存。



原油の下落、ゴールド上昇の動きが継続。



ブレイクイーブンレートは小動き。



(末永)