



ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION
 Japan Chapter
 MBE #65, 1st Floor Mitsubishi Soken Bldg.
 2-3-6, Ohtemachi, Chiyoda-ku, Tokyo 100-0004
 Website: <http://www.aima-japan.org>

AIMA Japan ニュースレター AIMA Japan Newsletter

2006 年 4 月号

AIMA Journal 2006 年 3 月号

AIMA Journal 3 月号に掲載された記事の一覧です。これらは A I M A 本部のホームページ上にも掲載されています。(<http://www.aima.org>)

Below is a list of articles appeared in the AIMA Journal, March 2006. These articles can also be obtained from <http://www.aima.org>.

<p>The Market was Tougher in 2005, but Asia Continued to Grow Fast</p> <p>(厳しい市場環境下におけるアジアの急成長)</p>
<p>The Role and Responsibilities of Independent Offshore Directors of Hedge Funds</p> <p>(ヘッジファンドにおける独立オフショア取締役の役割と責務)</p>
<p>The Key to Independent Fund of Funds Valuation</p> <p>(独立第三者による FoFs バリュエーションの課</p>

<p>題)</p>
<p>Hedge Funds in Italy: An Industry Update</p> <p>(イタリア : ヘッジファンド業界最新情報)</p>
<p>Jumping the German Tax Hurdle</p> <p>(ドイツ : 税金ハードルを越える)</p>
<p>The Proof is in the Workflow</p> <p>(テクノロジー : ワークフローがその有用性の証明)</p>
<p>The Benefits and Costs of Illiquidity</p> <p>(非流動性のメリット、デメリット)</p>
<p>The Flow of Smart Money - A Comparative Analysis of Long/Short Equities vs Long-only Absolute Return Funds</p> <p>(株式ロング / ショートとロングオンリー絶対リターンファンドの比較分析)</p>
<p>Exchange-traded Derivatives in Hedge Fund Management</p> <p>(上場デリバティブとヘッジファンド運用)</p>
<p>Managed Futures and Varying Correlations</p>

(マネージドフューチャーズの相関度について)
The Impact of Macroeconomic Information Announcements in Australia on Interest Rate Futures Prices (オーストラリア： マクロ経済情報発表の金利フューチャーズ価格への影響)
New Spanish Regulation on Hedge Funds (スペイン： ヘッジファンドに関する新たな規制)
Retail Hedge Funds in Hong Kong and Singapore (香港、シンガポール： リテールヘッジファンド)
Are Your Funds Really Non-UK Resident (英国： あなたのファンドは本当に「非居住者」ですか？)
The FSA is Right on Risks (英国 FSA のリスクに関する審議論文への反響)
Low Volatility Funds of Hedge Funds (低ボラティリティのファンド・オブ・ヘッジ・ファンズ)
Credit Correlation and Credit Volatility (クレジット相関とクレジットボラティリティ)
The Rules of the Long-term Game (長期ゲームのルール)

AIMA Journal 2006 年 3 月号からの抜粋 (抄訳)

1

- 非流動性のメリット、デメリット
- 独立第三者による FoFs バリュエーションの課題

(Japanese synopses for this month are: "THE BENEFITS AND COSTS OF ILLIQUIDITY" [Hilary Till, Premia Risk Consultancy Inc] and "THE KEY TO INDEPENDENT FUND-OF-FUNDS VALUATION" [Markus Gumpfer, Man Investments and Karl Gysin IV, Swiss Financial Services] from AIMA Journal, March 2006 issue.)

非流動性のメリット、デメリット

ヒラリー・ティル

非流動性はヘッジファンド、ベンチャーキャピタル、プライベートエクイティ等からなる多くのオルタナティブ投資に共通する特徴です。流動性の低さは、長期的な投資行動を余儀なくすることによるメリットがあると考えられる一方、他方では、焦げ付き、清算、バリュエーション等リスクの増加を意味します。これら特徴を持つオルタナティブ投資への投資判断には、流動性の高い伝

¹内容の詳細につきましては AIMA Journal の原文をご参照ください。

統的投資対象との比較を的確に行うことが必要です。ここでは、最近の流動性に焦点を当てた研究をまとめます。

流動性が低い理由は様々： 長期のロックアップ期間などファンド契約に起因するもの、ヘッジファンドが投資する投資対象の特徴によるもの、ファンドのストラクチャーがバリュエーションの難しいデリバティブ等を含む事によるもの、他。

<非流動性のメリット>

流動性の過大評価： エール大学基金のデビッド・スウェンソンがエコノミクス誌で論じたところによれば、「長期を目指す米投資家は流動性(を得るため)に支払超過」だという。スウェンソンは、リスク管理は流動性で無く分散によって行うべきだとし、非流動性に対し大きなリターンを支払う投資を推奨する。

優良投資に関する「刻々評価」は苦痛： 流動性の高い投資は常に最新の価格情報を得られるという利点がある。しかし、タレブ(2001年)の研究によれば、リターン15%、ボラティリティ10%を目標とする投資が、あ

る年に収益を出す確率は93%である一方で、同じ投資がある瞬間に収益を出す確率は50%、損失を出す確率も50%となるという。これを一日8時間働くトレーダーが刻々と価格変動を見ている場合に当てはめると、一日に239分の「苦痛」(=損失)と241分の「快樂」(=収益)があることになり、仮に損失が快樂の2.5倍の強度で感じられるとすると、トレーダーが優良投資を保持し続けることに悪影響があることも当然と思われる。

長期の予測可能性： シカゴ大学のコチレイン教授によれば、債券・株式投資からのリターンは長期的(5年)には予測可能であるが、毎月のリターンに関しては予測が非常に難しいとする。そうであれば、一般投資家が、予測可能とされる「長期」予測から利益を得るためには、投資対象の流動性が低いほうが容易かもしれない。

<非流動性のデメリット>

ポートフォリオ再調整の困難さ： UBSグローバルアセットマネジメントのターナー等は、

ポートフォリオ構築に「方針」を定めた場合にも、流動性の低い投資商品を加えたケースでは、その方針加重から外れる可能性を想定すべきとする。低流動性商品をポートフォリオに含むことを望む投資家は、時々リスクレベルが大きく高まることを容認し、利益を受けるに十分長期の期間を展望する必要がある。

プライシングの「鮮度」: 流動性の低い投資商品は古い価格に基づいて記録される場合がある。アズネス等の研究によればヘッジファンド指標と S&P500 の相関度が低いのは、ヘッジファンド指標のヘッジファンド価格が古いデータに基づくためであるとし、株式市場リターンの遅滞データとヘッジファンド指標に強い相関性を見出してその証明とした。

バリュエーションリスク: ファンドマネジャーがポートフォリオを不完全に価格評価した場合、特に事前規定価格を超えるよう記録した場合等には、投資家からの信用を失い、急速な清算と価格の急落を免れない。ワイズマンはこのバリュエーションリスクに対し

て払われるべきプレミアムの計算法を編み出している。

<結論>

流動性の低さは、投資家に投資を長期と受け止めるように仕向けるという投資「行動」上のメリットがあると考えられる。しかし、非流動性商品への投資を行う場合には、流動性が低いことによる破綻リスク、バリュエーションリスク、及び流動性リスク(の増加)に対する十分なリターンプレミアムがあるかどうかを見極める必要がある。

(この記事は2006年3月号 AIMA Journal に掲載された"THE BENEFITS AND COSTS OF ILLIQUIDITY" [Hilary Till, Premia Risk Consultancy Inc]の抄訳です。)

独立第三者による FoFs バリュエーションの課題

マーカス・グンファー他

最近 AIMA の発表した「ヘッジファンド業界における資産評価およびバリュエーションの実践(原題: "Asset pricing and fund valuation practices in the hedge fund industry")」は、独立第三者によるヘッジファンドポートフォリオ評価の重要性

とその課題を大きく取り上げています。証券業界に見られるような標準統一された中立データベースがヘッジファンド業界にも存在すれば、(第三者)アドミニストレーターによるファンド価値評価の作業は著しく簡素化されると考えられますが、現在そのようなデータベースはありません。ここでは、我々が過去5年間に築いた独自のファンドバリュエーション法について簡単に紹介します。

FoFs ポートフォリオのバリュエーション

ファンド・オブ・ファンズは成功報酬をそのパフォーマンス(価格評価)レベルによって得るため、中立公正なバリュエーションを行うためには、アドミニストレーターが FoFs 以外の第三者から、その構成ファンドの価格情報を集める必要がある。しかし、株式市場やデータ提供者などによる公の価格情報が欠如しているため、FoFs を構成する各ファンドの NAV データ取得には該当ファンド「関係者」への依存度が高くなることも事実である。独立第三者によるポートフォリオ価格評価の鍵は複雑な金融モデルの活用などで

はなく、タイムリーで的確なバリュエーションを厳正なプロセス、一貫性、正確な記録、各情報源のデータの質に関する精査に基づいて行う時間のかかる作業にある。

独立第三者による FoFs バリュエーションが難しい理由

- 全ての情報が出揃うまで待たなくてはならない (速報は推定値であり、実績は数週間~数ヶ月遅れてしか手に入らない)
- 価格情報へのアクセスが難しい (FoFs マネジャーはデューデリジェンスを通して各ファンドを熟知するようになるが、独立第三者によるバリュエーションを行うためには、そのアドミニストレーターを価格情報のメーリングリストに加えることから始めなくてはならない)
- カストディアンが加われば情報経路に新たな「層」が出来て、ますます情報入手に時間がかかる。
- 価格の自動的報告システムはまだ発達初期段階で、現在のところは E メールやウェブ

サイトに限定される。

独立した FoFs ポートフォリオの価格評価

(我々の経験)

これまでの FoFs 価格は構成ファンドの最終報告書に基づいて決定されていたため時間的な問題があった。我々はポートフォリオを独立情報をもとに価格評価することにより、事前に定めた時間内に確実に NAV を配布するための試みを 5 年前に開始、以下の 4 項目を必要条件とした：

- 熟練した専任の独立第三者価格収集チーム
- 入手可能内では最良の価格情報を導き出す、健全な会計基準と FoF の価格評価基準に基づく、独自のアプローチ
- 価格データ収集を支えるための社内開発システム
- データの質に関しては完全に自動化されたチェック・アンド・バランス（抑制と均衡）

これらの結果、投資家は、投資配分の再調整が的確にタイムリーに行えるようになり、パフォーマンスの内訳が明解になり、構成ファンド価格のボラティリティが下がり、FoF FX ヘッジやレベレ

ッジ提供者のモニタリング活動からの機会費用が減少する等のメリットを享受するようになった。

入手可能範囲内で最良の各情報を導き出すための方法

厳しいスケジュール内で価格評価を行うには、各ファンドの速報推定値を用いる必要があるため、入手データの質とポートフォリオバリュエーションへの影響を精査しなくてはならない。しかし、3800 を超える価格に関してそれらを行うためには、チェック・アンド・バランスが完全に自動化される必要がある。

- 独立情報源から最終価格情報を得るために、各ファンドの投資に関する価格情報の継続的かつ中央集中的収集。さらに、ファンドからの最終報告が遅れても最後までフォローアップして情報収集に努める。
- 速報と実績を比較分析し追跡することにより、ファンドからのレポートの質と信頼性を断定。FoF マネジャーはこれら情報をデューデリジェンス時に活用できるメリッ

トもある。

- その月のポートフォリオ価格評価を行う前に、過去における速報値使用によるポートフォリオへの影響を査定し、簿記上に用いられた数字と数ヶ月遅れる最終報告による情報との差を数値化。 影響度が事前規定より高い場合には前月 NAV の修正も考慮。

(この記事は 2006 年 3 月号 AIMA Journal に掲載された "THE KEY TO INDEPENDENT FUND-OF-FUNDS VALUATION" [Markus Gumpfer, Man Investments and Karl Gysin IV, Swiss Financial Services] の抄訳です。)