

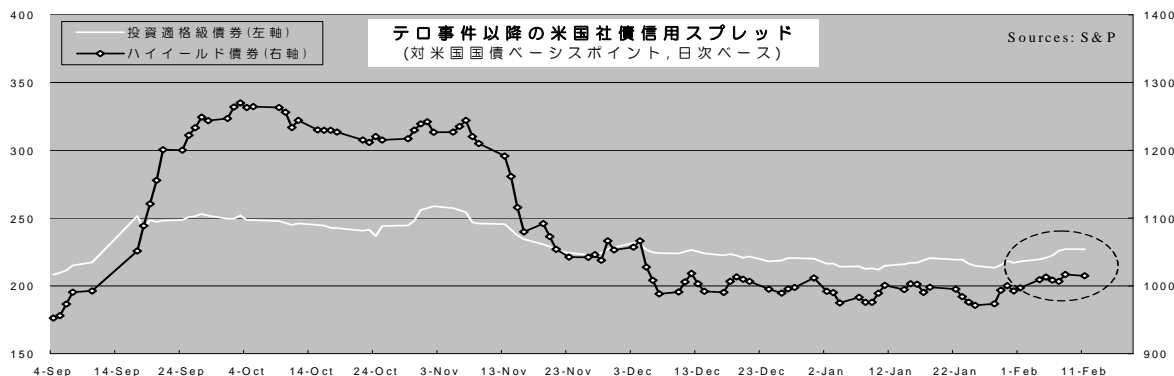


HEDGE FUND AVENUE Vol.9 as of Feb, 2002

Published by NISSHO IWAI ASSET MANAGEMENT

★ **Enronitis**

エンロンの破綻を契機とした米国企業に対する会計疑惑は、当初のエネルギー関連企業のみならず、金融機関、ハイテク/通信、積極的なM&Aと複雑な財務構造を特徴とする総合型企業へと波及しています。これら「第2のエンロン」探しの構図を一部有力メディアでは、世界経済を席卷してきた米国型資本主義モデルの崩壊と報じていますが、一方で金融市場は総じて冷静。個別企業レベルでの単発的な問題との見方が大半で、現時点ではシステミックリスクを誘発するような事態には至っていません。

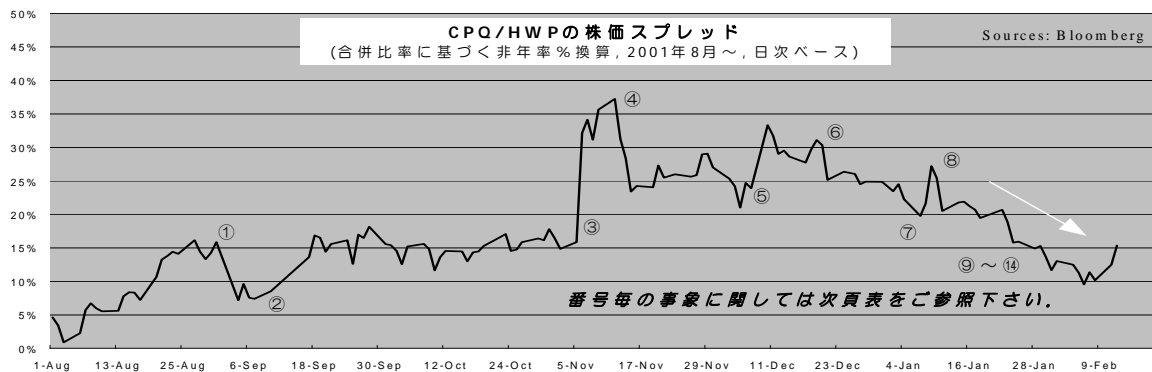


言うまでもなく、M&Aに絡んだ不正な経理処理や、経営陣によるインサイダー取引への疑惑に対しては、厳正な捜査と処分が求められます。また「パートナーシップに関する3%ルール」の見直しを怠ったFASB(米国財務会計基準審議会)の責任も免れません。しかし「13億ドルの利益を計上した1998年のシスコ・システムズ社の決算は、同社が人件費をストックオプションではなく現金で支給していたら、49億ドルの赤字になっていた」(2月1日付 New York Times)と言った「利益の質」に言及する類の記事は、明らかに悲観論への傾斜を意図したマスコミ主導の過剰反応が感じられます。

1997年のアジア危機に際しては、日本を含むアジアの経済体制を「クローニーキャピタリズム(仲間うち資本主義)」と揶揄した米国発のグローバリズムですが、それとて決して絶対的なシステムではなかった。株式市場の上昇トレンド終焉と共に欠点や盲点が露呈→今後早急な対策が為されるはず、と考えるべきではないでしょうか。

さて新年1月のヘッジファンドは、金融市場の大きな動揺回避も影響してか、まずは無難なスタートを切ったようです。渦中のタイコ・インターナショナル社は、①相対的に高い株式ボラティリティ、②積極的なM&A活動、③昨年6月に買収完了したCIT(現タイコ・キャピタル)発行分も含む資本市場での広範なプレゼンスを要因に、ヘッジファンドが好んで売買する銘柄の一つでしたので、月半ば以降「株式ロング/ショート」、「M&A裁定」、「転換社債裁定」手法の一部で損失を拡大させるファンドが散見されました。

一方M&A業界では、Hewlett-PackardとCompaqの合併案件に好材料が相次ぎ、両社間の株価スプレッドが急速に縮小。両社間の裁定取引に投資する「M&A裁定」手法の一部ファンドが恩恵を受けています。

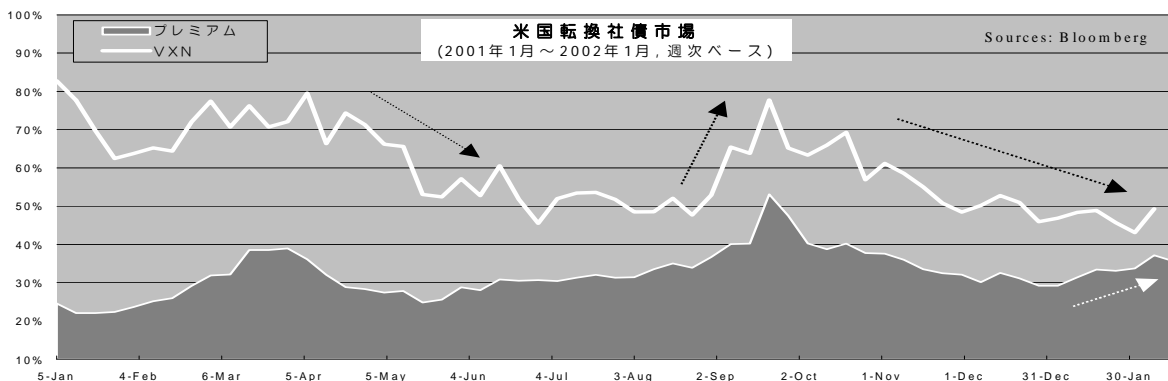


本資料は当社と投資助言契約を締結する米国 TACT ASSET MANAGEMENT 社からの情報に基づいて作成したものです。本資料は投資家の皆様への情報提供を目的としたものであり投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は作成日現在において信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。ご利用に際してはご自身の判断にてお願い致します。また本資料を複製すること及び当社の許可なく再配布することを禁じます。

- ① 9月3日 CPQ/HWP が 2002 年上半期中を目標とした合併合意を発表。株式交換方式による買収規模は当初 250 億ドル。独禁法抵触の恐れは少ないとの判断から「M&A 裁定手法」を中心に多くのヘッジファンドがポートフォリオに組入れる。一方多くのウォール街アナリストは「単なる延命措置に過ぎない」、「Dell 社に PC 市場のシェアを奪われるだけ」と酷評が大半。
- ② 9月11日 米国でテロ事件発生。株式市場再開後は流動性確保を目的とした「M&A 裁定」ポジションの解消が急増。CPQ/HWP に限らず多くの大型案件で株価スプレッドが拡大。
- ③ 11月6日 ウィリアム・ヒューレット氏を中心に合計で HWP の発行済み株式数の約 8%を保有する共同創設者の遺族や財団が合併計画へ反対の意向を表明。HWP の株価が+17%、一方で CPQ の株価は▲6%。大半の「M&A 裁定手法」ファンドはポートフォリオから本案件を外す。
- ④ 11月13日 HWP が株主投票議決権の委任状勧誘を専門とする Innisfree M&A 社と契約。
- ⑤ 12月7日 HWP の筆頭株主で合併計画への態度を留保していたパッカード財団が反対の意向を表明。
- ⑥ 12月19日 HWP が個人投資家を対象に合併推進の為の新聞広告キャンペーンを開始。
- ⑦ 1月9日 合併反対派の急先鋒ウィリアム・ヒューレット氏は合併計画が否決された場合に辞任する取締役及び上級幹部の名前公表を HWP に要求。一方 HWP は取締役として合併案に賛成票を投じたウィリアム・ヒューレット氏が株主としては反対に転じた矛盾を批判。
- ⑧ 1月15日 上記⑦の矛盾点に関してウィリアム・ヒューレット氏が過去の発言を修正。この頃から「同氏は HWP の経営に殆ど関与していない」、「経営感覚に疎い人物である」との報道が相次ぐ。
- ⑨ 1月21日 HWP 株 2130 万株を保有する 12 番目の大口機関投資家アライアンスキャピタルが合併計画を支持する意向を表明 (WSJ 紙)。理由は合併により低迷する PC 市場での成功チャンス拡大。
- ⑩ 1月23日 HWP 共同創設者の子息デビッド・パッカード氏がフィオリナ CEO を名指しで非難する広告を WSJ 紙に掲載。創業者の「歩みを止めたら足場が崩れる」との名言を誤用するなどの内容。
- ⑪ 1月24日 EU 当局が合併計画を承認する見込み (ロイター)。実際に 31 日に承認。
- ⑫ 1月28日 HWP 最大顧客であるオフィス用品小売大手のステープルズが合併計画を支持する意向を表明 (FT 紙)。Dell の対抗馬として業界内の競争力維持と消費者の恩恵享受が理由。
- ⑬ 1月29日 CPQ のカペラス CEO がアナリストとの会合にて CPQ の筆頭株主で HWP の大株主でもあるパトナムインベストメントから合併計画への支持が得られそうだとコメント。
- ⑭ 1月31日 WSJ 紙が(1)規制当局の承認、(2)合併反対の投資家による株式売却、(3)両社の業績見直し改善、(4)多数の投資家が両社株式を同時保有、を理由に合併実現の可能性上昇との記事掲載。

転換社債市場では、Ford Motors による 50 億ドルに及ぶ優先債発行が話題を浚いました。昨年 1 年間に「転換社債裁定」手法のヘッジファンドへ流入した資金の合計にほぼ匹敵する過去最大級の本起債に対しては、発行条件が買い手有利に設定されたことも手伝い、資金潤沢なヘッジファンドを中心とする裁定取引業者から旺盛な需要が集結。当初予定金額を上回る規模にて無事消化された模様です。

1 月は前述の Tyco International に加えて、K-mart による連邦破産法の適用申請など、転換社債市場にて高い存在感を誇る企業の多くで信用問題が台頭。また株式市場のインプライドボラティリティーも低位で推移しました。しかし Calpine や Solectron など、昨年末発行の大型起債を含む新発物への活発な買い意欲や、また通信機器セクターを中心にハイテク企業のジャンク債にて、信用スプレッドの拡大が一服したことがバリュエーションの支援要因となり、転換社債全般のプレミアムは上昇基調を辿りました。



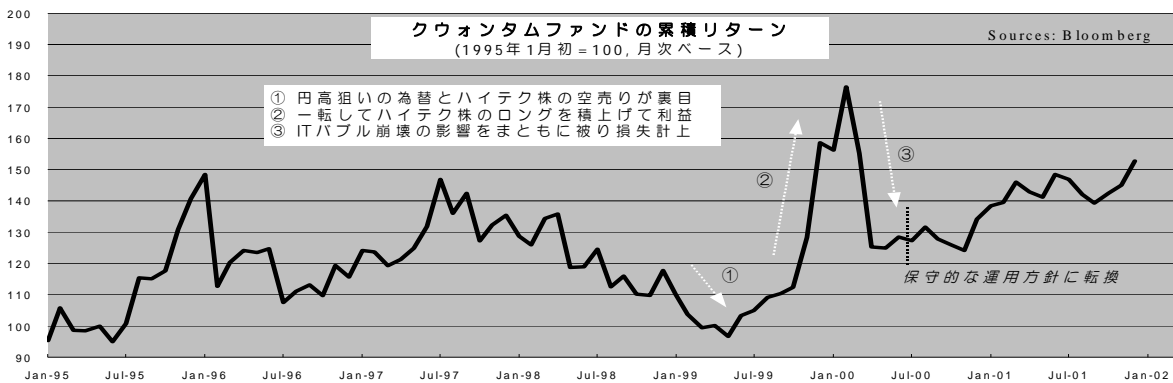
※上図「プレミアム」は米国転換社債 100 銘柄を対象に算出された CB 価格の対株式価値プレミアム(時価総額平均)です。
 ※上図「VXN」はシカゴオプション取引所に上場する NADSAQ100 指数オプションを対象としたインプライドボラティリーです。

本資料は当社と投資助言契約を締結する米国 TACT ASSET MANAGEMENT 社からの情報に基づいて作成したものです。本資料は投資家の皆様への情報提供を目的としたものであり投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は作成日現在において信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。ご利用に際してはご自身の判断にてお願い致します。また本資料を複製すること及び当社の許可なく再配布することを禁じます。

「元祖グローバルマクロ」、最近は専ら「現代のロビンフッド」としての側面に活動の焦点が当たっていたジョージ・ソロス氏ですが、再び「本業」での動向が関係者の注目を集めています。

昨年 10 月には息子のロバート・ソロス氏に代わって、ドレスナーRCM グローバルスターズ社の CIO ウィリアム・スタック氏を、ソロスファンドマネジメント社(昨年末の運用純資産 115 億ドル)の CEO として招聘。そして今回 1 月 30 日付けで投資家に宛てたレターにて、テキサス州に本拠を置くマーベリックキャピタル社(昨年末の運用純資産 79 億ドル)のロバート・ビショップ氏が、株式ロング/ショート運用担当の CIO として参画することを発表しています。ビショップ氏は、ソロモンブラザーズ社→タイガーマネジメント社→キングドンキャピタル社→マーベリックキャピタル社にて合計 16 年間の運用経験を有し、直前のマーベリック社勤務時代は、景気循環株を中心に約 20 億ドルのグローバル株式運用を担当。3 年間で約 75%のリターンを稼ぎ出したと言われる実力者です。

ソロスファンドは 2000 年初頭にハイテク株式の暴落から巨額の損失計上。その後スタンレー・ドレックンミラー、ニコラス・ロディッティ、スコット・ベセント、ダンカン・ヘーネスの各氏ら、嘗ての全盛期を支えた大物運用者が相次ぎソロス氏の下を離れ、同 6 月には主カファンドの名称を変「クウォンタム」から、保守的な運用方針を採用する「クウォンタム・エンドウメント」に変更。自社内でのヘッジファンド運用を 20 億ドル程度に縮小した上で、他の資産をプライベートエクイティーや不動産投資(約 40 億ドル)、また複数の外部ヘッジファンド運用者(約 50 億ドル)に振り向けていました。ところが昨年 9 月のテロ事件以降、「外部の運用者に委託している資金を急遽回収している」との噂が業界に流布、「ソロス復活か?」との憶測を呼びました。今回の一連の動きは、上記の噂が徐々に真実味を増している証左と思われる。



※上図枠内のコメントは市場/業界での噂や各種メディアでの憶測記事に基づく正確性に乏しい情報です。ご了承下さい。

季節柄 1 月は、ニューヨーク地域を中心に数多くのヘッジファンドカンファレンスが開催されました。これら会議の主催者は、昨今プライムブローカー業務に注力する欧米系投資銀行を始め、ヘッジファンド専門の情報提供会社やコンサルタントなど様々です。大抵の会合は、数人の運用者によるファンド紹介のプレゼンテーションと質疑応答で時間が経過していきますが、合間の休憩時間に業界関係者と交わす雑談も「生きた情報」を入手する良い機会になっています。以下、当社が直近に参加したカンファレンスで得た情報のうち、比較的「現場感覚」に近いと思われるものをご紹介します。

- ① ポートフォリオに組入れている約 80 の個別ファンドのうち、半数が新規資金の受入れを中止してしまった。有力なファンドを新規に探し出すのに苦労している。-在シカゴの大手ファンドオブファンズ-
- ② 今年は「株式マーケットニュートラル」や「転換社債裁定」など、既に多額の投資資金が流入している運用手法のパフォーマンス低迷が顕著になるだろう。-在ボストンの年金/財団向けコンサルタント-
- ③ トラックレコードの短い新興のヘッジファンドに投資する動きが盛んだが、所謂「運用開始 18 ヶ月後転機説」に十分な注意が必要だ。-在コネチカットの私立大学基金-
- ④ 今年もヘッジファンドに余り高いリターンは期待出来ないが、相対的に市場のキャパシティに余裕のある「ABS 裁定」や「破産証券投資」の運用手法に妙味がある。-在デンバーのファミリーオフィス-

上記のどれもが示唆に富んだ発言に映りますが、果たして 2002 年のヘッジファンドはどのような展開を見せるのでしょうか。

以上