

2005 年 1 月 29 日

## 米国ハイ・イールド市場：2005 年 10 月 裁きの時

ポスト・アドバイザーが運用するファンドの 10 月の成績を添付します。  
10 月は、「10 月のジンクス」通り、米国市場のどの分野の投資も不振でした。

安全志向の「トラディショナル」の 10 月の成績はマイナス 0.41%（年初からのリターンはプラス 1.92%）、ヘッジ・ファンド仕様の「オポチュニスティック」はプラス 0.11%（同 10.63%）、その中間の「プラス」はマイナス 0.40%（同 6.11%）です。リーマン・HY インデックスはマイナス 0.70%、年初来リターンはプラス 1.33%です。

年初からの成績を見ると、

10 年国債 0.27%

リーマン・ハイイールド・インデックス 1.33%

S&P500 1.05%、

と拮抗しています。しかし、過去 1 年半に亘る連銀による FF レートの 3% の引き上げを考えると、10 年国債の「成績の良さ」が光ります。景気回復による金融引き締め時には「利付き債への投資を控えて株式へ投資」というのが常識ですが、連銀議長さえ「摩訶不思議」と表現する長期債の腰の強さには驚かされます。来年連銀議長になるバーナンキ氏はこの現象を「世界の過剰貯蓄」によるものと見ているようですが、最近ではアジアの貯蓄に産油国の「ボロ儲け」が加わり、利付き債のみならず殆どの投資対象に資金が流れ込み、米国の双子の赤字、エネルギー価格上昇によるインフレ懸念、米国の住宅市場の冷え込み等々の「問題」を隠蔽し、さもなくば崩れているであろう市場を支えています。

2000 年に破裂したテック・バブルのように、このような「危うい相場」には乗りにくいのですが、乗らなければ「乗り遅れ感」にさいなまれ、乗れば乗ったで「高所恐怖感」にさいなまれます。早く乗るか、全く乗らないかしかないので、殆どの人々は最後のバスに乗り込むこととなります。

今の市場の動きの中で最も「素直」な動きをしているのが「ゴールド」だと思います。ロシアを初めとする産油国の買い、準備金の分散を図るロシア、アジア中央銀行の買い、インフレを懸念する個人の買い、ドルの下げに対するヘッジ買い等々それなりに納得できるような気がします。

ハイ・イールド債の世界では、先月のデルファイの倒産に続いて、170 億ドルの社債発行残高を持つ発電会社カルパインの倒産が近いとされています。同社の株は 50 セント前後、債券は 2008 年満期 8.5% のものが 30 前後の売買です。この会社の社債は、リーマン・HY

---

ンデックスで0.8%を占める大きなものです。この会社は長いこと金回りが悪く、今回同社のボードが創業者 CEO をクビにしたことから、「破産法適用申請への準備」と受け取られています。意外性はなく、市場は平静です。

今後のHY市場について、ポスト・アドバイザーは比較的明るい見通しを述べています。その理由は：

- 1) 11月から1月という3ヶ月は例年HY市場が最も「稼ぐ」時で、過去10年間の統計で見ると、年間のリターンの62%をこの時期に稼いでいる。昔は「1月効果」といっていたのだが、近年では11月、12月を含む3ヶ月の成績の良さが目立つ。事実、11月の成績は1%近いプラスになると思われる。
- 2) 短期金利の上昇は、永久に続くものではない。連銀による利上げが一服すれば、市場心理は大きく改善する。
- 3) HYボンドの新規発行が昨年に比べて3割程度減っており、5月のGMとフォードの「墮ちた天使」を加えても残高は8900億ドルと2003年11月につけたピークの9430億ドルに比べて減少している。HY債発行企業は銀行融資、転換社債、株式等の選択肢を持ち、柔軟な対応が可能となっている。

最近このレポートは、ハイ・イールド市場ではなく「金融詐欺」を取り上げることが多くなりました。理由は、ハイ・イールド市場に明るいニュースもなく、一方筆者が何故か惹かれる「詐欺事件」が多いためです。詐欺事件の詳細を知るとは、「反面教師」として役に立つということもあります。「今年の詐欺の書き納め」として、ベイユーに対する集団訴訟がファイルされましたので中身を紹介します。

この訴訟では、ベイユーとその経営者は当然としても、投資アドバイザーのヘネシー・グループがしっかり槍玉に上がっています。アドバイザー業務請け負いの際には、投資のリスク開示からアドバイザーの責任回避条項まで、ありとあらゆる「逃げ」を打ちますが、そのような条項は聞いたこともないような振りをして原告の弁護士はガンガン責めてきます。

日本の投資社会でも、アドバイザー的なビジネスが拡大しています。一見リスクが無いように見えるこのビジネスも、決してリスク・フリーではありません。まだ結果は出ていませんが、訴状は陪審員による評決を求めており、ヘネシーも無傷で終わると思われません。

まず、この集団訴訟の被告の名前からです。

Bayou Group LLC

Bayou Management LLC  
Bayou Fund, LLC  
Bayou Super Fund, LLC  
Bayou No Leverage Fund LLC  
Bayou Affiliates Funds, LLC  
Bayou Accredited Fund, LLC  
Bayou Offshore Fund, LLC  
Bayou Partners LLC  
Bayou Securities LLC  
Bayou Advisors, LLC  
Bayou Equities, LLC  
IM Partners  
IMG, LLC  
Samuel Israel, III  
Daniel E. Marino  
Richmond-Fairfiled Associates, CPA, PLLC  
James G. Marquez  
Jeffrey D. Fotta  
Equity Research and Management, LLC  
Citibank N.A.  
Hennessee Group LLC  
Elizabeth Lee Hennessee  
Charles J. Gradante  
Sterling Stomos Capital Management, L.P.

以上です。

ヘネシー関連では、ヘネシー社とそのプリンシパルであるヘネシー女史とご主人でもあるグラダンテ氏が被告に名を連ねています。原告は、投資家 4 人と彼らと同様の立場にある不特定多数（集団）です。

アドバイザーの罪は、訴状によると、

「原告であるヘネシー・グループ LLC、エリザベス・リー・ヘネシー、チャールズ・グラダンテ、並びに、スターリング・アトモス・キャピタル・マネジメント（以上の原告を纏めて以下「コンサルタント」と称する）は、原告並びに他の投資家達にベイユーのファンドへの投資を薦める前に、ベイユー、並びに、ベイユー・ヘッジ・ファンドに対する適切な精査を行わなかったこと、更に、これら投資に対するモニターを適切に行わなかったこ

とにより詐欺を補助し、従って、彼らがベイユー・ヘッジ・ファンドへの投資を推奨した投資家達に対して責任がある。原告、並びに、他の投資家達は、適切な精査を行うことを明確な目的としてコンサルタントを雇った。しかし、ベイユーの資金調達、経営、経営者に関して、後述するごとく不信な点が多々あったにも拘らず、コンサルタントはこれらを調査し、原告、並びに、他の投資家達に対してこの長年に亘る詐欺行為について報告することを怠った。ヘネシー・グループのプリンシパルであるリー・ヘネシーとグラダンテは、ヘネシー・グループと事実上同一であり、同社の業務をコントロールしてきたこと、原告、並びに、その他の投資家達に個人的にもベイユーへの投資を推奨してきたこと、個人的にベイユー並びにベイユーのプリンシパルに対する適切な調査を行うことを怠ったこと、直接、間接に報酬を受け取り不当に所得を得たこと、以上から個人的責任を負う。」

として、アドバイザーのファンドに関する精査、モニター義務を果たさなかった点を追及し、更に、会社形態をとっているもののヘネシー・グループはリー・ヘネシーとグラダンテと同一（alter egos）であるとして個人的責任を追及しています。最近の大型倒産では経営者がしばしば牢屋に繋がっていますが、これらは明らかな不正があったケースで、このベイユーのケースでこの2人が個人的な責任を問われるとすると、「有限責任」会社というものの意味を問われることになると思います。

訴状の詳細な部分では、ヘネシーがビジネスのプレゼンテーションで述べていることを取り上げて、彼らが「言っていること」と「やっていること」が違っていると追求しています。

ヘネシー・グループのウェブサイトは、リー・ヘネシーとグラダンテが署名した投資家への公開書状で次のように述べている。（下線は原告の弁護士による）：

我々のミッションは唯一つ：経験と創造性と、わが社全員のコミットメントにより、顧客の投資目的を達成することです。

投資家が、我々の顧客です。我々の顧客は、現実的な投資目標を設定し、分散ヘッジ・ファンド・ポートフォリオを構築することにおいて我々を信頼しています。

この目標達成のために、我々は長年に亘り実績を積み上げてきたアドバイザー手法と、独自の調査手法を駆使します。

我々は、ヘッジ・ファンド投資における「皆様の戦略的パートナー」です。

敬具

*E. Lee Hennessee and Charles Gradante*

更に、ヘネシー・グループのウェブサイトは、以下のように謳っている。

創業以来、我々は、分散ヘッジ・ファンド・ポートフォリオを通じてリスクとリターンのバランスを取るといふ仕事を行っています。我々は、顧客にポートフォリオのサイズ、目的、適合性を踏まえた幅広い投資アドバイザー業務を提供する専門技術と経験を持ち合わせています。

ヘネシー・グループは、原告であるブロード・バッセル・ファミリーその他の原告に対して、優れたリサーチ、精査、モニターにより、以下のサービスを提供すると述べている：

顧客のポートフォリオの運用成績を理解するには、リターン以上のものを見る必要があります。そのリターンがどのように獲得されたのか、どのような要因がリターンに影響を与えるのか。

我々は、顧客に様々な調査手法を提供しています。

#### 運用成績の分析

他の運用会社の成績との比較による分析

マネージャーの発行するニュースレターと面談

リスク評価

精査報告

マネージャーの月次レポートの「モニター」

被告ヘネシーは、彼らがヘッジ・ファンドの投資家に提供するコンサルティング業務とアドバイザリー業務の価値を広く謳っている。例えば、グラダンテ被告は、2003年5月14日15日に開催された「ヘッジ・ファンドに関するラウンド・テーブル」で、SECに対して書面を送っている。その中でグラダンテは、ヘネシーのようなヘッジ・ファンド・コンサルタントは、投資家にガイダンスとアドバイスを提供することにより、「付加価値」を与えるものだと以下のように宣言している：

ヘッジ・ファンド・コンサルタントがもたらす付加価値は、年金基金、大学基金、その他基金、政府部門に対して投資コンサルタントが提供する付加価値と類似しており、顧客の投資目的を分析し、資産分散の決定を助け、マネージャーの選択を行い、モニターを続けることです。

グラダンテは更に、ヘッジ・ファンド投資が持つ独自性から、ヘネシーのようなヘッジ・ファンド・コンサルタントは「特別な価値」を付与すると、以下のように述べている：

- ヘッジ・ファンド業界は「公開情報から理解することが比較的困難」
- ヘッジ・ファンドは他の投資に比較して「透明性が低い」ことから、コンサルタントこそが「戦略の見極めをつけることが出来る」
- 「ヘッジ・ファンドが使う運用対象と戦略は、伝統的な資産運用で使われるものに比べて複雑で、ヘッジ・ファンド・コンサルタントが戦略の持つリスクを見出すことにより付加価値が生じる」
- 「適合性の判断と顧客にとって何がベストであるかの判断は、コンサルタントの助けなしには困難」

➤ ヘッジ・ファンド・コンサルタントは「投資機会判断に専門知識を駆使する」

リー・ヘネシーとグラダンテの両個人を含む被告ヘネシー社は、「ヘッジ・ファンドの誠実さ、技量、専門知識、投資家への忠誠が、ヘッジ・ファンド投資を推奨するに当たっての鍵となる要因である」と原告に述べている。更に、リー・ヘネシーとグラダンテは、原告であるブロード・パッセルとその他の投資家に、「自分達は顧客に成り代わってファンド・マネージャーの分析と適切なヘッジ・ファンドを選択することにおいて専門家である」と個人的に売り込んでいる。更に、リー・ヘネシーとグラダンテは、原告であるブロード・パッセルとその他投資家に対し、「ベイユーのヘッジ・ファンドに投資を推奨し、原告に成り代わってベイユーを調査する」と個人的に述べている。ヘネシー・グループ社は、リー・ヘネシーとグラダンテ被告と同一である。もし、彼らが標榜する評判、技量、専門知識とヘッジ・ファンドに適切に投資する経験が無かったとしたら、原告は、ヘネシー被告からアドバイザリー・サービスを受けたりファンドの推奨を受けることは無かったであろう。

以上のような「攻め」が、90 ページを超える訴状の中で何度も繰り返えされます。

コンサルタントが薦めたマネージャーの言うことが「真っ赤な嘘」で、それが容易に見破れるものだったとすれば、コンサルタントが訴えられるのは分かりますが、それにしてもシティバンクが訴えられる理由は何でしょうか？

シティバンクは被告イスラエルとベイユー・グループ会社のメイン・バンクで、投資家からの資金を受領したり、投資に際して然るべきところに送金したり、取引の決済をしたりしています。訴状によるとシティバンクの罪は：

被告シティバンクは、ベイユーの口座にある金はベイユー・ヘッジ・ファンドに投資する為の原告からの信託財産 (fiduciary funds) であることを知っていた。しかしながら、被告イスラエルの求めに応じて、2004 年 7 月頃、シティバンクは、被告イスラエルがニューヨーク在のシティバンクの 5 つの銀行口座から 161 百万ドルを引き出し (その結果これらの口座の資金はゼロとなった) その一部、或いは、全部をドイツのハンブルグ在のドイツ・ポスト銀行にあるイスラエル個人の口座に直接送金した。

ということで、ヘッジ・ファンド投資用の資金と知りながら、明らかにマネージャーであるイスラエル個人の口座に送金したことが罪に問われています。

以上長々と訴状から引用したのは、個人的興味もさることながら、米国では「リスクの無いように見える」ビジネスでも、事件が起きれば誰でも容易に訴訟の対象となるということを描き出したかったのです。ベイユーのケースに陪審員がどのような判断を下すかは分かりませんが、少なくとも訴訟に巻き込まれれば弁護士費用が掛かり、時間をとられ、企業、

或いは、自分の生活基盤が揺らぐことすらあり得ます。

「有限責任会社形態にしても、役員である個人に責任が及ぶとすれば、恐ろしくて会社経営など出来ない」ということになります。

対処方法？

ちゃんと考えてあります。O&D 保険、即ち、Officer & Director Liability Insurance という奴です。このビジネスは、保険会社にとっては儲かるのものです。何と言っても訴訟社会ですし、誰もが自分に火の粉が降りかかるのは嫌ですから...

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No31)

< 作成責任者 >

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシーズ・アメリカ LLC                      CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : [Info@axam.com](mailto:Info@axam.com)

アクシーズ・ジャパン証券株式会社              営業本部長 中島正雄

: 03-5200-5211 (代表)

e-mail : [nakashima@axesjapan.com](mailto:nakashima@axesjapan.com)

当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

**Post Advisory Group LLC Fund Performance Record**

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update October 2005 (Estimate)

Performance History	Oct-05	YTD	Cumulative Annualized Returns	Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	-0.41%	1.92%	10.06%	4.51%	2.23	\$4.87 billion
Post Plus Fund Composite	-0.69%	6.11%	13.50%	5.94%	2.27	\$1.66 billion
Post Opportunistic Fund Composite	0.11%	10.63%	17.86%	10.33%	1.73	\$1.10 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	-0.70%	1.33%	7.20%	6.94%	1.04	

**Gross Monthly Return**

**Traditional Fund Composite**

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.06%	0.98%	-2.11%	-0.85%	1.29%	1.45%	1.45%	0.50%	-0.40%	-0.41%			1.92%
2004	1.06%	0.21%	0.73%	-0.15%	-1.14%	1.26%	1.51%	1.02%	1.30%	1.51%	0.98%	1.10%	9.70%
2003	1.91%	1.33%	1.81%	3.03%	0.64%	1.81%	-0.54%	1.09%	2.10%	1.21%	1.21%	1.78%	18.79%
2002	1.47%	0.51%	1.16%	1.31%	0.40%	-3.02%	-1.64%	1.55%	0.27%	0.40%	3.77%	0.72%	6.96%
2001	2.49%	1.23%	0.15%	1.69%	2.06%	0.56%	1.12%	1.18%	-7.78%	2.54%	2.92%	0.83%	8.88%
2000	1.51%	0.51%	-0.25%	0.34%	-0.67%	1.24%	0.67%	0.54%	0.84%	-0.66%	-1.85%	0.90%	3.11%
1999	1.92%	-0.42%	1.89%	1.40%	-0.29%	0.54%	0.37%	0.13%	0.06%	0.68%	0.62%	0.54%	7.66%
1998	1.40%	0.68%	1.08%	0.97%	0.73%	0.64%	0.73%	-4.22%	0.32%	0.56%	4.04%	0.43%	7.41%
1997	1.71%	1.95%	0.18%	0.56%	1.66%	0.92%	2.18%	1.35%	1.69%	0.47%	0.60%	1.16%	15.41%
1996	2.06%	1.02%	0.23%	1.27%	1.23%	0.50%	1.07%	1.11%	1.79%	0.96%	1.24%	0.81%	14.10%
1995	1.34%	2.59%	1.30%	2.00%	1.91%	1.06%	1.81%	0.63%	1.26%	0.75%	1.20%	1.95%	19.30%
1994	2.37%	0.82%	-1.91%	-0.64%	0.51%	0.40%	0.99%	0.60%	0.82%	0.52%	-0.12%	0.45%	4.86%
1993									1.22%	1.67%	1.07%	1.55%	5.62%

**Plus Fund Composite**

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.81%	1.40%	-1.04%	-0.52%	1.96%	1.98%	1.96%	0.55%	-0.40%	-0.69%			6.11%
2004	1.79%	0.69%	1.04%	0.36%	-0.38%	1.34%	0.80%	1.26%	1.23%	1.79%	1.95%	2.15%	14.93%
2003	4.30%	1.05%	3.94%	5.59%	2.25%	1.87%	0.21%	1.11%	2.92%	2.72%	1.66%	1.38%	33.01%
2002	3.65%	0.78%	3.04%	1.81%	-0.26%	-3.85%	-5.29%	0.55%	-0.55%	1.07%	6.16%	2.01%	8.93%
2001	3.97%	2.31%	-0.82%	1.42%	4.31%	0.76%	1.14%	0.70%	-6.33%	2.60%	2.92%	2.60%	16.25%
2000	2.52%	1.87%	0.66%	0.20%	-0.95%	1.24%	-0.35%	-1.30%	-1.52%	-1.80%	-3.74%	0.27%	-3.02%
1999	0.80%	0.01%	2.27%	1.16%	-0.03%	0.67%	0.55%	-0.67%	-0.28%	0.31%	1.16%	0.94%	7.07%
1998	1.72%	0.92%	2.07%	1.14%	0.91%	0.67%	0.58%	-4.97%	-1.37%	-1.21%	4.86%	0.77%	5.96%
1997	0.88%	2.03%	0.22%	1.09%	1.93%	0.14%	1.54%	0.89%	2.21%	0.64%	1.36%	1.05%	14.89%
1996	2.72%	0.98%	1.09%	1.67%	1.51%	1.87%	-2.41%	1.11%	2.28%	0.89%	2.01%	2.85%	17.78%
1995	1.47%	2.88%	1.76%	1.22%	2.56%	1.44%	2.48%	0.60%	1.83%	0.93%	1.93%	2.64%	24.00%
1994	2.64%	2.24%	-0.07%	-0.98%	0.07%	0.12%	1.52%	0.13%	0.26%	-0.77%	-0.30%	0.28%	5.18%
1993	2.78%	1.99%	2.91%	1.30%	2.16%	2.43%	1.01%	1.50%	0.79%	2.29%	1.24%	1.38%	24.06%
1992							2.93%	1.97%	1.53%	0.37%	1.27%	1.03%	9.43%

**Opportunistic Fund Composite**

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.82%	1.83%	-0.98%	-1.00%	2.44%	1.64%	2.53%	2.44%	0.41%	0.11%			10.63%
2004	3.08%	0.17%	0.27%	0.22%	-0.13%	0.87%	0.50%	0.77%	0.84%	1.48%	2.21%	1.87%	12.80%
2003	6.24%	0.67%	3.24%	6.15%	3.53%	2.33%	0.67%	1.21%	3.24%	3.87%	2.50%	1.21%	40.76%
2002	4.30%	0.63%	6.36%	3.05%	0.71%	-7.43%	-7.62%	1.05%	-3.57%	0.45%	8.69%	2.25%	7.78%
2001	6.81%	4.43%	-0.61%	1.81%	8.85%	2.14%	0.23%	0.82%	-4.32%	4.33%	4.27%	2.39%	35.13%
2000	4.54%	6.43%	2.31%	-0.59%	-0.41%	5.62%	1.32%	-0.52%	-1.74%	-3.36%	-4.00%	-2.40%	6.77%
1999			0.00%	4.48%	1.38%	1.78%	0.35%	0.66%	-2.56%	-1.44%	2.91%	1.64%	9.39%

# Post Advisory Group Traditional Fund Performance

