

投資家の「悩み」を補完する デューデリ代行サービス

ヘッジファンドはスタイルが千差万別であるため、デューデリジェンスには熟練を要する。こうした中、業界団体AIMAの定めた「デューデリ難型」は、初学投資家の道しるべとなり、プロセス標準化にも貢献した。足元では投資家の更なる「悩み」を補完する新たなサービスも勃興しつつある。

ヘッジファンド投資に不可欠なデューデリジェンス

昨年秋に破綻した大手ヘッジファンドAmaranthの失敗は、当初の運用方針に反して、流動性の低い天然ガス市場に対し過剰なリスクをとった「スタイル・ドリフト」によるものであった。市場の大きな混乱こそ回避したものの、同社破綻による損失はLTCMを上回る60億ドル超に上った。

ヘッジファンド・マネージャーは、時に自分の不得意な戦略・分野に手を伸ばしてでもパフォーマンスを高めたくなる衝動に駆り立てられる。これは、リターンに応じた成功報酬が彼らの糧となるためだ。しかしながら、にわか仕込みの運用は、市場から手痛いしっぺ返しを喰らうことが少なくない。投資家は、ファンドマネージャーのこうした危険な「予兆」をできるだけ早く察知し、資金引揚げ等によりポートフォリオのダメージを最小限に抑える必要がある。

ヘッジファンドは、ポートフォリオ情報の開示が十分でなかったり、開示時期も遅いなど伝統的資産と比べると透明性は高くない。このため、ファンドのクオリティ見極めや、リスクシナリオ特定による効果的な事後管理につなげるため、投資家は事前に木目細かいデューデリジェンス（以下、デューデリ）を行う。本稿では、業界団体AIMAが制定した「デューデリ難型」の意義、そして、投資家がなおも抱える「悩み」を補完する新たなサービスについて紹介しよう。

投資家ノウハウを底上げした「AIMA難型」

ヘッジファンド業界は、毎年全体の3%弱に当たる約350のファンドが「退場」する競争の厳しいマーケットである。このうち平均で15件が、経営失敗による破綻・閉鎖であると言う¹⁾。投資家にとってデューデリは、将来も他者を凌駕するパフォーマンスが期待できる優良ファンドの見極めの他、先述のようなスタイル・ドリフトの牽制ができないガバナンスの未熟なファンドへの投資を回避すべく遂行される。

デューデリで精査される項目は、トラックレコードや運用戦略・収益機会の検証等ファンドの運用面に関するもの、ファンドの業務プロセスの妥当性、ガバナンスの仕組み等オペレーション（以下、オペ）面に関するものの大きく2つに分けられる。但し、ヘッジファンドは運用スタイルや運営形態、成熟度合いが千差万別であるため、そのクオリティの見極めが非常に難しい。ファンドの多様性を目にし、経験の浅い投資家が戸惑う中、そのノウハウ底上げに一役買ったのが、業界団体AIMAが2004年に策定した「デューデリ難型」である。

同難型で網羅されるチェック項目は合計で約300にも及ぶ。チェックすべきポイントが業界団体より明らかにされたことで、機関投資家を中心にヘッジファンド投資家の裾野も一気に広がった。AIMAによる難型は、ヘッジファンドに対するデューデリの他、プライム・ブローカー、アドミニストレーター（以

Writer's Profile



池田 雅史
Masashi Ikeda

NRIヨーロッパ
副主任研究員

専門は資産運用とリテール
金融機関の動向調査
focus@nri.co.jp

下、HFA)等ヘッジファンドにサービスを提供する外部業者に対するデューデリ用にも準備されている。これら外部関係者に関する精査項目も明らかとなったことで、投資家は、より包括的、深いレベルでデューデリを行うことが可能となった。現在では、ヘッジファンド、HFA等でも、投資家から質問が予想される項目について回答集を作成、投資家へ提供することで、対応の効率化を図るところも多い。AIMAによる雛型は、投資家ノウハウ底上げだけでなく、デューデリ・プロセスの「標準化」も促したと言えよう。

図表 「AIMA雛型」でのデューデリ項目例

運用面のデューデリ項目(例)
<ul style="list-style-type: none"> ・運用方針、運用戦略、収益機会の妥当性 ・ファンド・マネージャーの経歴、資質 ・トラック・レコード分析、ドロー・ダウンの理由 ・レバレッジ、ショートポジションの利用法 ・キャパシティに対する考え方、対応
オペ面のデューデリ項目(例)
<ul style="list-style-type: none"> ・会社沿革、出資背景、ガバナンスの仕組み ・投資プロセス、モニタリング体制 ・プライシング・プロセス、コンプラ体制 ・有事の際の事業継続性 ・サービス・プロバイダ(HFA等)のクオリティ

(出所) AIMA資料よりNRIヨーロッパ作成

投資家の「悩み」を補完する代行サービス

初学投資家の道しるべとなったデューデリ雛型であるが、用意されたチェック項目を埋めるだけでは意味を成さない。これは、全ての基準をクリアするような「優等生」ファンドが元々少ないことにもよる。チェック項目が多いと、それだけデューデリにも手間がかかる。「ババ」を掴むのを恐れる余り、費用対効果を省みないデューデリに埋没するのは投資家にとって本末転倒とも言えよう。

こうした投資家の「悩み」を補完するサービスが足元で台頭しつつある。それは、「オペ・リスクのデューデリ代行サービス」である。同ビジネスには、監査法人や調査・コンサル会社、格付け会社、ITベンダ等、幅広い業態が参入しているが、専門業者が生まれて

いるのが最近の特徴である。Amber Partnersは、2004年設立の業界初の代行サービス専門業者である²⁾。その強みの1つは、従業員のスキルセットである。同社の従業員は、監査法人でのファンド監査、HFAでのNAV計算やミドル業務受託、FOHFでのオペ・リスク・デューデリ等のうち、複数の業務経験を合わせ持つ。多様な経験を持つ従業員がチームとなってデューデリを行うため、ファンド、HFA、投資家それぞれの観点から、ヘッジファンドにかかる業務プロセスを厳密に精査・検証することができる。

例えば、NAV計算の妥当性を検証するには、ファンドやHFAのプライシング・ポリシーを精査しておく必要があるが、その内容はテクニカル、かつ文書のボリュームも膨大であるため、外部の人間にとっては理解しづらいケースが多い。ディストレストやOTCデリバティブ等流動性に低い資産にファンドが投資している場合、HFAの計算するプライスが果たして換金価格となるのかといった疑念も残る。同社は、こうしたデューデリの急所となるポイントを徹底的に精査し、プロセスの際を炙り出す³⁾。

大切なのはコア・バリューの見極め

マルチ戦略を採用するファンドや排出権等目新しい資産に投資を行うファンドの増加等、ヘッジファンドの運用戦略は益々複雑化、多様化している。優良ファンドの発掘や選定に長けたFOHFでも、オペ・リスクのデューデリには十分な時間をかけられないことがあると言う⁴⁾。こうした中、我が国投資家においても、デューデリに際しては持てる人材や時間、自らの得意・不得意を見極めたプロセスの構築が一層不可欠となろう。本稿で紹介したような代行サービス、第三者のリソースを活用することで、投資家は、運用戦略の有効性、強み・弱み等、投資判断の際コアとなる運用面のデューデリにより多くのリソースを傾けることができるものと考えられる。 **N**

NOTE

1) Edhecによるレポート「Mitigating Hedge Funds' Operational Risks」参照。経営の失敗による破綻・閉鎖のうち、市場の下落等運用に伴うものは38%に留まる。これ以外はオペ上の問題によるもの。

2) 出資主はBNP Paribas、Bear Sterns他。パミュウダ、ロンドン、ニューヨークに拠点を持つ。

3) Amber社では、オペ・リスクのデューデリに際し、1ファンド当り100~200時間を割き、その分析レポートは約30ページにも及ぶ。格付け会社等兼業会社によるレポートは、トラックレコード等運用面の記述が多く、そのボリュームも数ページに留まると言う。なお、Amber社では、デューデリを突破したファンドに対して、1年有効のCertificate(認証)を付与する。Certificateを付与されたファンドは、パスワード付与の上、Amber社によるデューデリ・レポートを潜在投資家にも開示することができる。同社は、Certificateの有効期間中も随時モニタリングを実施、期間中の支障については責任を負うとのこと。

4) FOHFによっては、アナリスト1人当り25~30のファンドを担当しており、デューデリの質が低下しているとの指摘がある。また、ヘッジファンドによっては、度重なる投資家からの質問への対応に翻弄され、ファンドマネージャーの業務時間のうち半分以上が、本業とは言えない投資家対応に費やされているという笑えない話もある(Hedge Fund Journalより)。