

ヘッジファンドにおけるオペレーショナル・デューディリジェンスについて

目次

- I. はじめに
- II. ヘッジファンド投資におけるデューディリジェンス
- III. オペレーショナル・デューディリジェンスのプロセス
- IV. オペレーショナル・デューディリジェンスに関連するトレンド
- V. 終わりに

ニューヨーク支店 ファンド分析グループ 調査役 熊谷 厚志

I. はじめに

2023年12月に金融庁から発表された資産運用立国実現プランには、オルタナティブ投資を含めた運用対象の多様化や、アセットオーナーシップの改革などが含まれており、アセットオーナーには運用の幅を広げつつ、運用委託先を厳しい眼で見極めることがより一層求められている。

これを受け、投資ファンドの詳細な調査・評価を行うデューディリジェンス(以下、DD)プロセスの重要性がますます高まっている。

今後オルタナティブ投資への更なる注目が予想されるなか、一定の流動性を有し、多様な収益源泉(戦略)への分散投資手法である「ヘッジファンド」は、従来から国内の企業年金基金からの投資実績も多い一方で、過去に大規模な詐欺事件や著名ファンドの破綻を経験してきたアセットでもあるため、運用会社・ファンドの運営面の評価を行うDDに求められる役割は特に大きい。

そこで本稿は、ヘッジファンドにおけるDDのなかでも、定量化が難しい非投資関連リスクに焦点をあてて、その役割や重要性、及び具体的プロセスと近年のトレンドについて述べていく。

II. ヘッジファンド投資におけるデューディリジェンス

まず、ヘッジファンド投資におけるDDとは何か、その役割や重要性について説明する。

1. DDとは

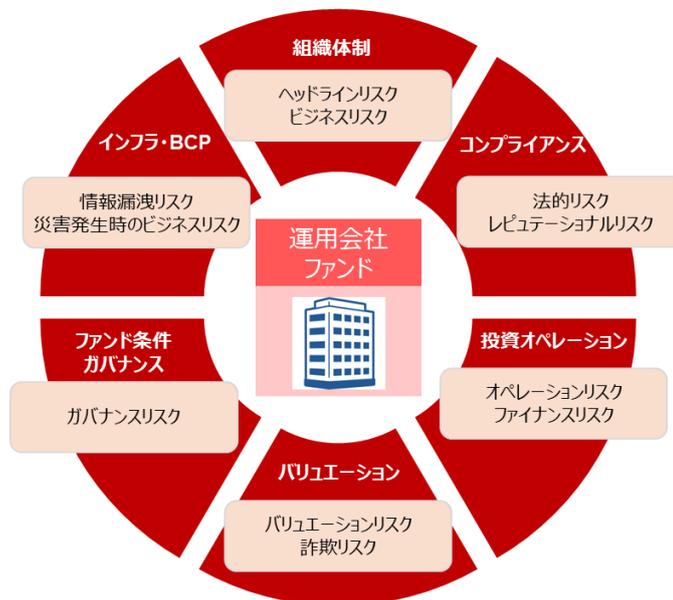
DDとは、ファンド投資を行う前に、対象となるファンドや運用会社に対して徹底的な調査と分析を行うプロセスのことである。調査・分析されるリスクは、ファンドの投資に直接

関連するリスク(投資関連リスク)と、それ以外のすべてのリスク(非投資関連リスク)の2つに分けることができる。

投資関連リスクは、市場リスク、信用リスクおよびそれらの派生形が主な分類とされる。投資家は伝統的に投資関連リスクには馴染みがあり、DDにおいても、当該リスクに焦点が置かれる傾向がある。これは、従前より投資関連リスクを定量化する手法が研究・開発されており、実際の損益とこれらの投資関連リスクをより容易に関連付けるようになったことが背景にある。一例として、Value at Risk (VaR)のように特定の信頼水準でポートフォリオが一定期間内に被る可能性のある最大損失額を測定するためのリスク指標として広く用いられている事が挙げられる。¹

一方で、外部の運用会社に運用を委託することの多いファンド投資では、過去に詐欺事件や経営陣の不祥事などのリスクが顕在化する事象が報じられており、投資家は幅広い非投資関連リスクにも焦点を当てる必要がある。一般的にこうした非投資関連リスクは「オペレーショナルリスク」と整理され、定量的な分析が難しい項目も多いため、評価には従来から行われてきた投資関連リスクを対象としたDDとは異なる専門性が必要となる。以下がオペレーショナルリスクの主な例である(図表1)。

図表1：主なオペレーショナルリスク



出所：三菱UFJ信託銀行作成

このリスク整理に基づいて、一定以上の規模を有する投資家は、DDを行うにあたって、投資関連リスクを精査するインベストメント・デューディリジェンス(以下、

¹ 例えば、VaR(95%)=10万円は、「95%の確率で1日あたり10万円を超える損失はない」ことを指しており、その日には10万円以上失うリスクが5%である、という意味になる。

「IDD」と、オペレーショナルリスクの精査を行うオペレーショナル・デューディリジェンス(以下、「ODD」)に分けて実施するのが一般的であり、ファンド投資を行う際のリスクをIDDとODDという異なる目線から十分に把握することがDDに求められる役割となる。なお、弊社のDDプロセスにおいては、運用フロント業務を担う東京チームがIDDを、実地調査も柔軟に実施可能なニューヨークチームが現地からODDをそれぞれ担当する体制となっている(2024年7月時点)。

2. ヘッジファンドにおけるODDの重要性

ヘッジファンドは、オルタナティブ投資の中でも比較的古くから投資されてきた領域である。年金資金の運用においても、一定の流動性を確保しながら、分散投資、利回り追求などの観点から必要な選択肢として、現在もオルタナティブ投資の中核を占める存在である。その長い歴史の中で、運用会社・投資戦略の多様化や、オペレーショナルリスクを背景とした詐欺事件・破綻の経験は、ヘッジファンドにおけるODDの重要性を高めてきた。以下に、その詳細を説明する。

(1) 運用会社・投資戦略の多様化

ヘッジファンド業界では、毎年多数の新規参入と、不芳ファンドの退出が観測されている。一方で大手ヘッジファンドは一貫した投資手法を維持するためにファンドの運用残高を厳しく管理していることから新規資金の受け入れを停止する傾向にある。そのため、投資家は新興ファンド等にもリサーチを広げ続ける必要があり、結果としてポートフォリオに占める中小規模ファンドの割合やその採用数も増加傾向にある。

日本でも、以下図表2の通り²、Russel Investment社が運用会社向けに実施したアンケートによると、国内機関投資家向け(主に年金基金)に対するオルタナティブ商品の提供においてヘッジファンドの商品数が最も多くなっており、これは相対的に資産規模の小さい運用会社やファンドの提供も進んでいたことを示唆している。

図表2：国内機関投資家向け(主に年金基金)に提供実績あるいは予定がある
オルタナティブ商品

	運用機関数								
	全体	HF	PE	不動産	インフラ	MA	保険	PD	その他
回答社数	98	49	22	50	26	30	9	31	34
商品数	528	167	31	109	39	60	14	52	56
ウェイト(商品数)	100%	32%	6%	21%	7%	11%	3%	10%	11%

出所：Russel Investment社 2023年9月時点

² HF：ヘッジファンド(ファンド・オブ・ヘッジファンズ含む)、PE：プライベート・エクイティ、インフラ：インフラストラクチャー、MA：マルチアセット、PD：プライベート・デット

運用規模の大きさが ODD の高評価に必ずしもつながるわけではないが、潜在的なオペレーショナルリスクの検知のため、ミドル・バックオフィスの体制やビジネスの堅確性など、相対的に規模の小さい運用会社・ファンドの ODD に関しては、大規模の運用会社・ファンド以上に細かい確認・分析や、必要に応じた改善要請などが求められる傾向にある。

また、ヘッジファンドは、その多岐にわたる投資戦略に応じて、トレードの対象資産や頻度、必要となるインフラの有無などに差があり、個別性が高い。さらに、近年ではマルチ・マネージャー型と呼ばれる、複数の運用戦略やチームを内包したファンドも増加傾向にあるが、これらのファンドはより複雑なオペレーションを有するだけでなく、優秀な運用者の採用を目的としてグローバルに拠点を拡大するケースもみられ、オペレーション体制確認の必要性が増している。

こうしたヘッジファンド業界における運用会社・投資戦略の多様化傾向により、ODD においても画一的な対応では不十分となっている。例えば、多様な戦略を手掛けるファンドと、単一の戦略のみを取引するファンドを比較した場合、前者の方がトレードに関するオペレーショナルリスク評価の重要性が高まるため、より柔軟なアプローチが必要となってくる。

(2) 過去にオペレーショナルリスクが顕在した事例

ヘッジファンドは、その複雑な投資手法や、業界が変化するスピードに対して規制対応が遅れをとってきたこと等を背景として、時にオペレーショナルリスクが顕在化し、ファンドの清算・破綻等を経験してきたアセットでもある。以下は、ヘッジファンドを含むファンド投資においてオペレーショナルリスクが原因で詐欺・破綻等が発生したイベントである。

図表 3 : オペレーショナルリスクが顕在化したイベント (2002 - 2023 年)

年	運用会社	業態	内容
2002	Beacon Hill Asset Management	ヘッジファンド	詐欺
2004	Wood River Capital Management	ヘッジファンド	利益相反
2005	Bayou Hedge Fund Group	ヘッジファンド	詐欺
2008	Madoff	投資運用会社	詐欺
2009	Weavering Capital	ヘッジファンド	詐欺
2009	Galleon Group	ヘッジファンド	インサイダー取引
2010	AXA Rosenberg	資産運用会社	IT エラー
2010	SAC Capital Advisors	ヘッジファンド	インサイダー取引
2012	AIJ投資顧問	資産運用会社	詐欺
2013	Premium Point Investments	ヘッジファンド	詐欺
2016	Visium Asset Management	ヘッジファンド	インサイダー取引
2016	Contrarian Capital Management	ヘッジファンド	送金詐欺
2016	Rothenberg Ventures	ベンチャーキャピタル	詐欺
2016	Platinum Partners	ヘッジファンド	詐欺
2017	Binary Capital	ベンチャーキャピタル	セクシャルハラスメント
2018	Abraaj Group	プライベート・エクイティ	詐欺
2021	Archegos Capital Management	ファミリーオフィス	レバレッジ取引の失敗
2023	Architerra Group	ヘッジファンド	詐欺

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

この中から、2008年のMadoff(以下、マドフ)による詐欺事件、2010年のSAC Capital Advisors(以下、SAC)によるインサイダー取引事件、そして本邦でも著名な2012年のAIJ投資顧問(以下、AIJ)による詐欺事件を紹介する。

マドフ事件は、史上最大のポンジ・スキームを運営していたことで有名である。バーナード・ローレンス・マドフは、1960年にバーナード・マドフ証券会社を設立した。マドフは、投資家に高利回りを提供し続けていたことで、多くの投資家から称賛を受けていた。しかし、実際は資金を運用せず、新規投資家の資金を既存投資家の配当へ回す「ポンジ・スキーム」を用いた罪を犯していた。マドフは数十年にわたり投資家を騙していたが、金融危機で市場が混乱した際に多くの投資家が資金の償還を求めるも、投資家への資金を確保できなかったことで不正が発覚した。この事件は、投資家が過度に高いリターンを求めることの危険性と、適切な監督や規制の重要性を浮き彫りにした。

SACは、スティーブン・A・コーエンが設立した著名なヘッジファンドで、インサイダー取引のスキandalが発生した。SACの社員が未公開情報を基に取引を行い、不正な利益を得ていたことが発覚。SACは多額の罰金を支払い、一部の社員は有罪判決を受けた。この事件は、ヘッジファンドにおけるガバナンスリスクやコンプライアンスの重要性を再認識させるものであった。コーエン氏は、法的措置により自身の取引制限を受けた後、Point72 Asset Managementという新しいヘッジファンドを設立し、活動を再開。現在では世界的にも著名なヘッジファンドとして、多数の投資家の資金を運用している。このようにODDリスクが顕在化した場合でも、その後適切な対策が講じられていることを改めて精査し、現在の体制に確信を得られれば、投資を検討することが可能となる事例もある。

AIJによる不正は、日本の国内企業年金に大きな影響を与えた詐欺事件である。AIJは、実質的に支配をしていた証券会社等を利用して投資家には高い収益を上げていると虚偽の報告を行い、架空の投資成績を提示していた。AIJはヘッジファンドとしてリスクの高い投資手法を用いており、この詐欺行為は企業年金基金に数百億円の損失をもたらした。この事件は、本邦投資家に対して、オルタナティブ投資におけるオペレーショナルリスクの調査を強化する必要性を再認識させる重要なイベントとなった。

以上の事例のように、ヘッジファンドは過去からオペレーショナルリスクを発端とした詐欺や破綻等の事件を経験してきたが、投資決定時に想定していた期待リターンが確保されることや、投資家にとってファンドの破綻などの重要な損失につながるようなリスクイベントを回避するうえで、堅確なODDは非常に重要となる。例えばマドフは、ファンドの監査を自身で行い、外部の独立した監査を避けていたが、正しいODDのプロセスに基づけば、監査の独立性を検証するために信頼できる第三者による監査報告書の要求は必須である。そして、独立した監査法人の報告を基に、運用実績や財務諸表を検証することができていれば、詐欺の兆候を早期に発見することができたはずである。

Ⅲ. オペレーショナル・デューディリジェンスのプロセス

1. ODDのプロセスフロー

図表4は、最終的な ODD 評価を行うまでの一般的なフローをまとめたものである。

図表4：ODDの主要プロセス

プロセス	主な内容
(1) ドキュメンテーションのレビュー	ファンドの目論見書や質問票 (Due Diligence Questionnaires (DDQ)) をはじめとする各種ドキュメンテーションの確認
(2) オンサイト面談	主要メンバーとのインタビュー システムデモンストレーション 現地のみ閲覧が可能なドキュメンテーションの確認 オフィスツアー
(3) フォローアップ	(必要に応じた) サービスプロバイダー、既存投資家へのインタビュー 外部ベンダーの使用 運用会社への追加質問
(4) ODD評価付与	IDD評価とは独立した評価を付与

出所：三菱UFJ信託銀行作成

次に各プロセスの詳細を確認していく。

(1) ドキュメンテーションのレビュー

運用会社・ファンドに関するドキュメンテーション(関連文書)の収集と分析は、一般的に ODD プロセスにおける最初のステップとなる。事前に全てのドキュメンテーションを読み込んだうえで、運用会社への現地訪問(オンサイト面談)でヒアリングする項目の洗い出しを行う。運用会社側に、面談者の指定やシステムデモンストレーションの要請、ヒアリングしたい項目の共有を実施することで、次のフローであるオンサイト面談の効果を高めることができる。

運用会社から提供されるドキュメンテーションに明確なルールは存在しないが、図表5が ODD で必要となるドキュメンテーションの一部である。

図表5：ODD プロセスにて精査するドキュメンテーションの一部

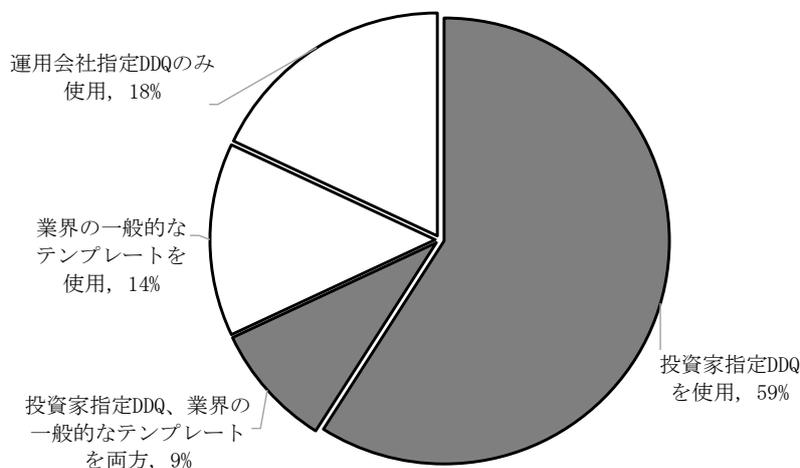
- ・ 質問票 (Due Diligence Questionnaires (DDQ))
- ・ 会社組織図
- ・ 従業員組織図
- ・ 内部統制報告書 (SOC1、SSAE16など)
- ・ 運用会社の会社の財務諸表
- ・ アロケーション配分に関するポリシー
- ・ 経費配分に関するポリシー
- ・ キャッシュ移動に関するポリシー
- ・ コンプライアンス・マニュアルと倫理規定
- ・ 直近の規制当局による検査終了レターおよび運用会社の返答文書
- ・ バリュエーション (時価評価) ポリシー
- ・ バリュエーション委員会の議事録
- ・ バリュエーション・エージェントに関する証左
- ・ カウンターパーティとの契約サマリー
- ・ 事業継続計画 (Business Continuity Plan) に関するマニュアル
- ・ 災害復旧計画 (Disaster Recovery Plan) に関するマニュアル
- ・ Form ADV (米国証券取引委員会 (SEC) への登録書類)
- ・ 情報セキュリティに関するポリシー
- ・ 情報セキュリティテストに関するログ
- ・ ダイバーシティに関するポリシー
- ・ ハラスメント防止ポリシー

出所：三菱UFJ信託銀行作成

なお、各運用会社は異なる開示ポリシーを有しているため、投資家のリクエスト全てに対応するわけではなく、一部文書が開示されないケースもある。また、慣例的にオンサイト(運用会社オフィスでの対面面談)でのみ閲覧が許可されている文書もあるため、実務においては運用会社の方針に応じて、適宜交渉・追加確認をしていく必要がある。

通常、運用会社は自身のフォーマットで質問票(Due Diligence Questionnaires (以下、DDQ))を作成しているが、運用会社から提供されるDDQには、潜在的な投資家にとって重要な問題が詳細に記載されていない、あるいはまったく記載されていない可能性もあるため、投資家によっては自身の指定する質問票への回答を求めることがある。運用会社側の方針で個別対応をしないケースも相応にあるが、これは事前に運用会社の開示レベルを測る指標にもなる。(図表6)

図表6：投資家側が指定したDDQを用いる割合



出所：Standards Board for Alternative Investments 社資料より、三菱UFJ信託銀行作成

(2) オンサイト面談

オンサイト面談は、ドキュメンテーションで確認した ODD 項目の再確認や、文書では十分に説明されていない内容をフォローアップ・明確化するうえで非常に重要な役割を果たす。また、ODD プロセスにおいては、IDD プロセスとは異なる重要人物と面談が必要となる。例えば IDD では最高投資責任者(Chief Investment Officer)や個別のポートフォリオマネージャーと面談をして運用能力への確信度を高めていくことが必要となるが、ODD ではそれらに加えて、最高執行責任者(Chief Operating Officer)や最高財務責任者(Chief Financial Officer)をはじめとする、法務・コンプライアンス、テクノロジー、トレードオペレーションなどバックオフィスの幅広い人物・チームと面談をすることが、多角的な ODD を行ううえで欠かせない。

新型コロナウイルス感染拡大以降、DD においても Web 会議ツールを用いたオンライン面談が広く用いられるようになったが、オンサイト面談の重要性は引き続き高い。以下に、その主な理由を説明する。

① 運用会社の実在確認

運用会社のオフィスを訪問する最も明確な理由は、運用会社の実在を確認することに他ならない。提示された住所にオフィスがあるか、従業員数に虚偽はないか、インフラ等を含めた適正なオフィス環境が確保されているかなど、これは詐欺リスクを回避するうえで、基本的かつ有効なアプローチである。

② カルチャーの体感

次に、運用会社のオフィスの雰囲気を感じることによって、運用会社のカルチャーを感じ取ることができる。例えば実際に訪問して複数名と面談をすることで、

チームワークと言いつつトップの発言でほぼ決まってしまう体制なのか、あるいは各チームメンバーの考えが尊重されるのかを確認でき、またミドル・バックオフィス管理担当者が運用者に対して発言力を以ってけん制することができるのか等を通じ、ODD への確信度を高めることができる。

③ リアルタイムでのコミュニケーション

オンサイト面談の場合は、Web 会議とは異なりミュートボタンが利用できないため、人々の反応をリアルタイムで効果的に把握することで運用会社内の権力関係や、潜在的なサクセッションプラン等を推察する材料を手に入れることができる。

さらにオフィスツアーやシステムのデモンストレーションを通じて、投資チームとオペレーションチーム両方の従業員をリアルタイムで観察し、事前のドキュメンテーションやオンサイト面談で議論された内容が実際に実行されているかどうかを確認できる。

④ オンサイトでのみ確認できる項目

運用会社のオフィスでのみ閲覧が許可されているドキュメンテーションを確認することも重要である。例えば米国証券取引委員会 (SEC) や全米先物協会 (NFA) による検査結果通知や、それに対する運用会社の返答文書はその一例である。同様に、運用会社のサーバールームやオフィスのセキュリティ状況もつぶさに確認することが可能である。

⑤ リレーション構築

オンサイト面談は、ODD 担当者が運用会社とのリレーションを強化する好機となる。特に IDD と ODD を異なるチームが実施する場合、投資開始後も定期的にパフォーマンスの報告を受ける IDD 担当と比較して、ODD 担当は運用会社との接触頻度が低いため、リレーションを強化しておくことは、DD の深堀や投資開始後のトラブル対応時に適切なメンバーと円滑なコミュニケーションを図る上でも重要となる。

なお、近年はヘッジファンドのグローバル化に伴い、オンサイト面談も複数の拠点で実施するケースが増えている。例えば、運用会社の本拠地は欧州だが米国にも主要なコンプライアンス部門を配置している場合や、同じ米国内でもオペレーション部門は米国の他の都市³ に所在している場合は、それぞれのオフィスにてオンサイト面談を行うことで、より質の高い ODD を行うことができる。

³ 人件費抑制を目的に、例えば米国では、ニューヨーク州やカリフォルニア州等の一般的に運用会社が拠点を設けるエリアではなく、テネシー州やニュージャージー州等をオペレーション部門のオフィスとして選択するケースもみられる。

(3) 追加のフォローアップ

ODD のプロセスは、必ずしもマネージャーとのコミュニケーションのみで完結するとは限らない。ODD における確信度をさらに深めるために、必要に応じて下記のような、関係者等への確認・調査を実施することも求められる。

① サービスプロバイダーへのインタビュー

ODD のプロセスとして、ファンドに対して各種サービスを提供するサービスプロバイダーへのインタビューも必要に応じて実施することが望ましい。その場合、ファンドに関する事務サービスの提供や、ファンドの時価算出を行うアドミニストレーターは、サービスプロバイダーの中でも運用会社やファンドへの関与も大きく、対象となりやすい。

運用会社からの説明の真偽を第三者であるサービスプロバイダーから確認できるほか、サービスプロバイダーのチーム体制やスキルを把握することで、運用会社のサービスプロバイダーに関する選定基準の妥当性も改めて評価することができる。

② 既存投資家へのインタビュー(リファレンスチェック)

ファンドの既存投資家へのインタビューを実施する場合もある。既存投資家は完全な第三者ではないものの、投資家目線からファンドがどのように評価されているのかを知ることで、自己の評価について漏れや妥当性などを客観視するうえでの助けとなる。

また、ファンド全体の運用資産残高に対してシード投資家⁴の割合が著しく高い場合、当該投資家からの予期せぬ大口解約は、運用会社・ファンドにネガティブな影響を与えうる。潜在的なリスクの精査や整理に際しては、リファレンスチェックを通じて、当該大口投資家から投資経緯や投資条件、今後の投資方針を直接確認することが有効な手段となる。

③ 外部ベンダー(専門業者・コンサルタント)の使用

投資家側のリソース等に応じて、適宜外部のベンダーを活用することも検討される。例えば、運用会社の主要人物に関するバックグラウンドチェックは、詐欺リスク等の回避のための重要なプロセスであるが、一般的な投資家は当該バックグラウンドチェックを行うための情報源へのアクセスやそのために必要な人員を確保することが容易ではないため、専門の外部ベンダーの使用が一般的である。

これらの追加のフォローアップを通じて新たに生じた追加質問等も、改めて運用会社に確認する必要がある。

⁴ ファンドの運用開始時からの投資家。ファンド立ち上げを支援する代わりに、ファンド報酬の減免、投資条件の優遇、運用会社の収益分配(レベニューシェア)の権利等のメリットを享受するケースが多い。

そして上記のプロセスを完了したうえで、最終的な ODD 評価を実施する。

2. ODD における評価項目

次に、ODD における具体的な評価項目を紹介する。ヘッジファンド業界には標準的なビジネスモデルが存在しないため、ODD に画一的なアプローチを適用することは難しいが、オルタナティブ投資マネジメント協会(AIMA)、マネージドファンズ協会(MFA)、ヘッジファンド標準委員会(SBAI)等がグローバルな実務基準を設定しており、これらも参考にしつつ調査項目を決定していく。弊社においては、以下の項目に分けて、ODD に関する調査を実施している(2024年7月時点)。

(1) 運用会社

運用会社の沿革、オーナーシップ、体制、事業安定度等を評価する項目である。ビジネス上のリスクの有無、非投資部門の安定性、あるいは運用会社の内部統制やリスク管理体制等が主な評価ポイントとなる。ヘッジファンドでは創業者が最高経営責任者(Chief Executive Officer)や最高投資責任者(Chief Investment Officer)として組織のトップに君臨しているケースが多く、ビジネスの中長期的な持続可能性やサクセッションプランも特に精査をするべき項目となる。

(2) コンプライアンス

運用会社のコンプライアンスに関する体制や内部規定の運営状況の評価項目である。特にグローバルに拠点を展開する場合、各国の法令や当該拠点の役割に応じたコンプライアンスの体制は十分か、あるいは必要に応じて外部のコンサルタントを活用して最新のトレンドを遵守できているか等がポイントとなる。内部規定に関しては、コンプライアンス・マニュアルの整備をはじめ、最良執行・インサイダー取引・個人勘定取引・利益相反等、必要十分なポリシーの設定を精査する。

(3) 投資オペレーション

運用会社のオペレーショナルシステム、キャッシュ管理、(複数ファンドを運用している場合)取り扱いファンド間の投資配分、キャッシュ管理等に関する手続きやプロセスを評価する項目である。

具体的には、取引執行、リスク管理、報告体制、データ管理等が対象となり、これには、バックオフィスとミドルオフィスの効率性やシステムインフラの信頼性も含まれる。

(4) IT インフラ/事業継続計画(Business Continuity Plan)・災害復旧計画(Disaster Recovery Plan)

ファンドの運営に必要な IT インフラの整備状況や、事業継続計画・災害復旧計画の有無とその実効性を評価する項目である。

IT インフラに関しては、IT チームの陣容、使用システム、データセンター、ネットワー

クセキュリティ、バックアップ体制のほか、インフラの信頼性と更新状況を確認する。併せて、災害や障害時の対応手順、代替オフィスの確保、定期的なテストの実施状況も評価するポイントとなる。

(5) 当局検査、訴訟状況

会社経営やファンド運営に影響を及ぼす行政処分や訴訟および裁判はないかをチェックする評価項目である。行政処分を受けていたとしても罰金・財政負担の内容/風評への影響/再発防止策等の内容を確認して問題ないと判断できる場合もある。また裁判についても金銭的負担や風評への影響などを確認して判断する必要がある。

ただし、これらについてはその性質上、情報開示範囲が極めて限定的にならざるを得ないケースが多く、他者に先駆けての詳細な把握は難しいことが実際である。従って投資開始前には、こういった事象が生じる可能性を除外せず、生じた場合でも投資家が不利益を被らないかどうかを確認しておくことが肝要である。

(6) ファンド条件・ガバナンス

ファンドのストラクチャーや、ファンド運営上の基本条件、ガバナンス構造等を評価する項目である。

ファンドの解約・流動性条件、特定投資家とのサイドレターの有無もポイントとなる。近年では、投資対象に流動性の低い資産を含めるヘッジファンドも増えてきており、投資対象となる資産と解約条件に齟齬が生じていないかを十分に精査をする必要がある。また、取締役会の構成、メンバー、運営方法などもファンドのガバナンスを評価するうえで重要となる。

(7) カウンターパーティー／サービスプロバイダー

ファンドが取引を行うカウンターパーティーや外部サービスプロバイダーを評価する項目である。これには、取引先の財務健全性、取引条件、リスク管理体制が含まれる。カウンターパーティーの信用リスクのモニタリング方法も確認する。

サービスプロバイダーに関しては、アドミニストレーター、カストディアン、監査法人、法律事務所等の信頼性とサービス品質や契約条件も重要なチェックポイントである。

(8) 時価評価(バリュエーション)

ファンドの時価評価(バリュエーション)の体制・プロセスを評価する項目である。主に、時価評価手法の妥当性、一貫性、透明性を確認する。

また、評価プロセスにおける独立性や外部評価機関の利用状況もポイントである。通常ファンドの時価は第三者であるアドミニストレーターが算出をするが、運用会社の恣意的な時価が用いられていないか精査する必要がある。前述の通り流動性の低い資産を投資対象とする場合、時価評価の妥当性が確保されているかが重要となる。

3. 投資後のモニタリング

投資開始後も、継続的なモニタリングを通じて ODD を更新していくことが欠かせない。昨今のヘッジファンド業界において、ビジネスのスピード・複雑性はますます増加してきており、例えば新しい投資テーマの追加をきっかけに、投資前の ODD 時には想定していなかったようなオペレーショナルリスクが発生する可能性があるため、投資家側は ODD の評価を定期的に見直す必要がある。

定例の頻度では、適宜オンサイト面談も活用しつつ、年次での ODD レビューを実施することが多いとされている。併せて、メディア・ニュース等を通じて、投資中のファンドに関する法的ニュースを随時チェックし、ネガティブなイベントが発生していないか常に目を光らせておくことも必要となる。

仮にオペレーショナルリスクが顕在した場合、運用者裁量にてファンド閉鎖が行われるケースがある。例えば運用にかかわるキーパーソンの離職によりファンド閉鎖に至るケース等がこれにあたる。基本的に運用者判断に対する投資家の抗弁手段は解約となるため、ファンド閉鎖となった場合でも、投資家が異を唱える余地は乏しいのが実情。また、ファンド閉鎖によって何らかの発生コストが発生しても、これが当初より定められたものであれば、投資家が負担することが原則である。しかし、ファンドの流動性条件と投資内容のミスマッチによりファンド閉鎖後の資金返還に思わぬ時間を要する場合や、キーパーソン離職後もファンド運営が継続される一方で投資家は解約をすることができない、といった投資家が不利となる事象は避けるべきであり、そのためにも細部に至る堅確な ODD が重要となる。

IV. オペレーショナル・デューディリジェンスに関連するトレンド

最後に、ODD に関連するトレンドとして、ヘッジファンド業界における外部環境の変化および運用会社・投資家の動向を紹介する。

1. 外部環境の変化

まずは米国証券取引委員会 (SEC) による規制強化が挙げられる。SEC はヘッジファンド業界の透明性向上と投資家保護のために、報告義務や内部管理体制の強化を求める規制を次々と導入している。これには、運用会社の登録義務や定期的な報告義務、コンプライアンス体制の強化などが含まれる。これらの規制強化は、ヘッジファンドに対してより厳格な管理と運営を求めるものであり、それに応じて ODD の目線も高くなる。

また、AI の流行もトレンドの一つである。近年、多くの運用会社が生成 AI の導入をビジネス戦略上の重要な課題として認識している。AI システムの導入は、プロセスの効率化やコスト削減、新たなビジネスモデルの創出など、多岐にわたるメリットを提供する一方で、サイバーセキュリティ、データプライバシー、技術的な欠陥などのリスクも伴う。適切な

ODD を行うには、最新のトレンドを理解したうえで、新たに生じるリスクも含めて適切に精査する必要がある。

2. 運用会社の動向

前述の通り、ヘッジファンドビジネスの複雑化・グローバル化に伴い、ODD の重要性は更に高まっている。ヘッジファンドは多様な戦略を採用し、世界中の市場で取引を行うため、その事業運営はますます複雑化している。このような複雑な運営環境において、ODD はファンドの運営プロセスやリスク管理体制の一貫性と効率性を確保するために必要不可欠である。特に、異なる法規制が適用される複数の地域での運営において、コンプライアンス体制の強化と規制遵守の確認が求められている。

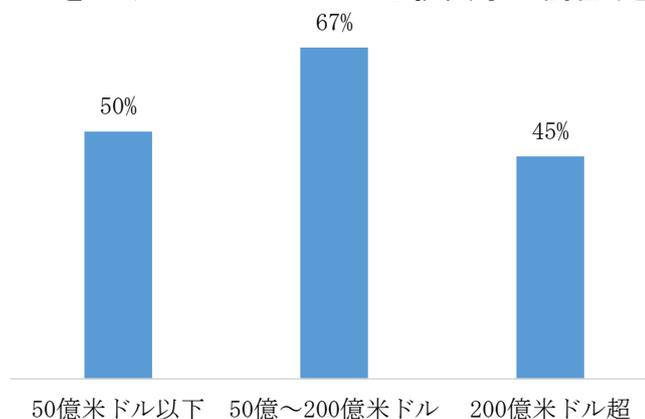
また、近年増加してきているプラットフォーム型と呼ばれるマルチ・マネージャー型ファンドにおいては、人材獲得・維持コストをファンド負担、即ち投資家の負担にできる報酬体系であるコストパススルー方式を採用するケースが一般的になってきている。パススルー報酬モデルでは、ヘッジファンドの運営コストが直接投資家に転嫁されることになるため、投資家は ODD を通じて、コストの内訳やその正当性を明確にすることが求められている。

3. 投資家の動向

投資家も、オペレーショナルリスクに対して高い関心を寄せている。Mercer Investment 社が実施したアンケートによると、多くの大規模アセットオーナーは、バックオフィスおよびミドルオフィスのリスクを重要または非常に重要なリスク(ガバナンス、規制、人材管理、およびトレードオペレーション等)と見なしている。

当該リスクの注目度とともに ODD に求められる事前調査・事後モニタリングの水準はますます高くなっている。その一方で、グローバルの投資家においても十分な ODD 調査リソースを確保するのが難しくなるケースも出てきており、特に図表7に示すように、運用規模の大小に関わらず ODD プロセスを外部にアウトソースする動きがみられている。

図表7：ODD をアウトソースしている投資家の割合(運用残高別)



出所：Standards Board for Alternative Investments 社資料より三菱UFJ信託銀行作成

本邦においても、同様の動きが今後増えることが予想されている。金融庁から発表された資産運用立国実現プランにおいては、アセットオーナーに係る共通の原則(アセットオーナー・プリンシプル)が制定される予定であり、公表された案の中にも「アセットオーナーは、適切な運用を行うに当たって、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部人材の登用、又は、金融機関・外部コンサルティング会社・OCIO・業界団体その他の外部組織の活用等を検討すべきである」とある通り、今後さらに運用委託先の選定・評価の厳格化が求められることとなっている。一方で、投資手法の多様化・複雑化は加速しており、アセットオーナーだけで厳格なファンド選定・評価を完結させることはより難しくなっている。資産運用立国の重要なテーマである「資産運用の高度化」を実現するためにも、アセットオーナーはオルタナティブ投資の専門家であるゲートキーパー等の外部組織の積極的な活用を真剣に検討する必要がある。ゲートキーパーは、アセットオーナーからの高い期待に応えられるような洗練された専門性の発揮や充実した人員体制の実現を、従前よりもさらに高い水準で求められるだろう。

IV. 終わりに

本稿ではヘッジファンドにおける ODD に焦点を当てて、その意義や具体的なプロセス、足元のトレンドを紹介した。

ODD は運用会社・ファンドの健全な運営と投資家の信頼を確保するための重要なプロセスであり、資産運用立国実現プランにおいて求められるアセットオーナーの運用の高度化や、オルタナティブ投資を含めた運用対象の多様化を実現するうえでも不可欠である。

また、そのオルタナティブ投資の中核を担う存在といえるヘッジファンドでは、外部環境の変化、規制強化、技術進化による新たなリスク、投資家からの期待の変化、そしてファンドの複雑化とグローバル化という要因によって、ODD の重要性がますます高まっている。

本稿が、改めてヘッジファンドにおける ODD の重要性を認識するきっかけとなり、我が国における資産運用の高度化と運用対象の多様化実現の一助となることを願っている。

(2024年8月21日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- 『ヘッジファンド業界におけるマルチ・マネージャー型ファンドの成長と特徴について (資産運用情報 2024年1月号)』三菱UFJ信託銀行 [2024]
- 『ヘッジファンド運用と実務(資産運用情報 2020年8月号)』三菱UFJ信託銀行 [2020]
- 『資産運用立国について』金融庁[2024]

- ・ 『オルタナティブ投資入門-ヘッジファンドのすべて』 山内英貴 [2013]
- ・ 『ファンド投資のモニタリング手法』 あらた監査法人・PwC Japan [2013]
- ・ 『ラッセル・インベストメント 国内年金基金向け オルタナティブ商品調査 2021年10月』 ラッセル・インベストメント [2021]
- ・ 『オフショアファンドの実務』 菊池寛司 [2023]
- ・ 『Hedge Fund Operational Due Diligence: Understanding the Risks』 Jason A. Scharfman [2008]
- ・ 『AI and the Next Wave of Transformation』 Boston Consulting Group [2024]
- ・ 『A Guide To Hedge Fund Business & Operational Due Diligence』 Skybridge Capital [2016]
- ・ 『Quantifying The Value of Operational Due Diligence (ODD)』 DiligenceVault [2023]
- ・ 『Mercer Investments' Large Asset Owner Barometer 2024』 Mercer Investments [2024]
- ・ 『Top Hedge Fund Industry Trends For 2024』 HedgeThink [2014]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都港区東新橋1丁目9番1号
お問合せ：shisanunyo-joho_post@tr.mufg.jp