

IOSCO 専門委員会最終報告書

ヘッジファンド・ポर्टフォリオの評価原則

大橋 善晃

一、はじめに

IOSCOは、二〇〇七年一月一九日に、「ヘッジファンド・ポर्टフォリオの評価原則」<sup>(1)</sup>を公表した。この報告書は、昨年三月に発出した評価原則に関するコンサルテーション・ペーパーに、業界エキスパートの意見を加えて作成したものである。

IOSCO 専門委員会議長のマイケル・プラダ氏は、プレスリリースで、この報告書について、

「ヘッジファンドの資産管理テクニックは全ての資産クラスおよび多くの加盟国・地域で利用されている。投資ポर्टフォリオに関する評価問題とその投資家にとつての重要性は、特に昨今の市場環境の下では、どの国・地域においても同じである。」として、「原則の狙いは、ヘッジファンドの金融商品が適切に評価され、その評価がファンドの投資家の不利益につながらないようにすることにある。もし、ヘッジファンドがこれらの原則に従うとすれば、投資家は限らない利益を受けることになる」と述べている。

ここに設定されている原則は、評価プロセスの統制、監視、独立性を強化するテクニクについて述べ、また、継続的、定期的に見直しが行なわれる文書化された方針の重要性を強調している。

これらの基準は評価プロセスを強化し、それによつて、評価結果をより適切なものとするよう意図されている。また、投資家にとつても、ヘッジファンド内の評価の枠組みのクオリティを見極める際に役立つものと期待されている。

本稿では、この「ヘッジファンド・ポートフォリオの評価原則」について、その全文（付録を除く）を紹介する。

## 二、要約

この報告書は、ヘッジファンドの投資ポートフォリオの評価 (valuing) のための原則および

流動性の低い金融商品あるいは複雑な金融商品の評価に際して発生する問題に焦点をあてている。

原則は、ヘッジファンドのマネジャーとヘッジファンドの投資家の間で生じる、仕組み上・運営上の利益相反を軽減するようにデザインされている。ヘッジファンドは、その投資戦略上、大きなレバレッジを利用するので、それによる影響の大きさが、ヘッジファンドの金融商品についての適切な評価を確立することの重要性をますます大きなものとしている。

この報告書を作成するに当たって、IOSCOのメンバーは、経験豊かなヘッジファンドの投資家、ヘッジファンドのマネジャー、ヘッジファンドに専門的なサービスを提供している企業から実務的な見解を得るために、業界の専門家グループと密接に連動してきた。

この原則の主たる狙いは、ヘッジファンドの金

融商品が適切に評価されたものであり、とりわけ、これらの評価がファンドの投資家の不利益につながっていないことを確認することにある。この報告書は、ヘッジファンド・ポートフォリオの評価のための包括的な方針と手続きの実施をその中心的な原則として位置づけている。報告書は、そのような方針や手続きの設定や実施に向けてヘッジファンドの管理機関 (Governing Body) およびヘッジファンドのマネジャーを誘導するような一般原則の採用を推奨している。報告書はまた、これらの方針と手続きが継続的に適用されるべきであることを強調している。さらに、報告書は、マネジャーたちが直面する利益相反を緩和するために、方針と手続きの確立と適用における独立監視 (independent oversight) という目標を重視している。IOSCOは、ヘッジファンドがこの原則に従うとすれば、投資家にとって計り知れ

ない利益をもたらすと確信している。

評価の全ての局面を通じてこれらの原則を提示しないヘッジファンドに対して、投資家は慎重に対応する必要がある。投資家は、管理や統治の文化 (management and governance culture) が、可能な範囲で、これらの原則の適用を促すということを含め、これを納得するはずである。これらの原則の採用と順守が投資家に利益をもたらす一方、基準それ自体は、彼らのヘッジファンドにおける利益に関する適切な精査 (due diligence) の必要性を軽減するものではない。

この報告書における「方針 (policies)」とは、ハイ・レベル評価方針 (high level valuation policies) のことを指し、「手続き (procedure)」とは、それによって投資ポートフォリオ中の金融商品の評価のための価格が入手されることになる詳細なプロセスを記述した価格決定手続き (price

ing procedures) のことを指す。

原則は全てのヘッジファンドに適用されるが、IOSCOは、ヘッジファンドの規模、仕組み、運営がさまざまに異なっていることを認識している。各ヘッジファンドの管理機関は、原則の適用に際して、ファンドの仕組み、運営の内容について考慮しなければならない。

原則の目的は、何よりも、ヘッジファンド・ポートフォリオの評価における評価方針と手続きの継続的な適用、評価プロセスにおける独立性および評価プロセスの透明性を促進することにある。この原則は、広い範囲の国・地域において適用され、同様に、さまざまなヘッジファンドやサービス提供者にも適用される。そして、いかなる場合においても原則は、投資家利益とかわりを持つている。

IOSCOの投資管理に関する常設委員会

(Standing Committee on Investment Management, SC5) は、IOSCO専門委員会からの委託を受けてこの報告書を作成した<sup>2)</sup>。IOSCOのSC5への委託は、ポートフォリオの評価においてヘッジファンドが採用している方針と手続きについて調査し、業界代表者と密接に連携して、彼らの戦略を実施する際にヘッジファンドが採用し保有する金融商品の評価に関する、唯一つの国際的な原則を開発することを求めるものであった。そのため、SC5および欧州と米国のヘッジファンド業界の代表者が力を合わせて、この報告書を作成した。この報告書は、ヘッジファンド・ポートフォリオの評価のための一連の原則を提示している。さらに、市場仲介者規制に関する常設委員会 (Standing Committee on the Regulation of Market Intermediaries, SC3) がこの報告書の作成に協力している。

原則の主たる狙いは、ヘッジファンドの金融商品が適切に評価され、特に、その評価がファンド投資家の不利益につながらないようにすることに<sup>(3)</sup>ある。この報告書は、ヘッジファンド・ポートフォリオの評価のための包括的な方針と手続きの実施を、原則の中心として位置づけている。報告書は、そのような方針や手続きの設定と実施に向けて、ヘッジファンドの管理機関<sup>(4)</sup>（以下「管理機関」）およびヘッジファンドのマネジャー（以下「マネジャー」）を誘導するような一般原則を推奨している。報告書はまた、これらの方針と手続きが継続的に適用されるべきであると強調している。さらに、報告書は、マネジャーたちが直面する利益相反を緩和するために、方針と手続きの確立と適用における独立監視という目標を重視している。IOSCOは、ヘッジファンドがこの原則に従うとすれば、投資家にとって計り知れない利

益となることを確信している。

この報告書は、関連論文の学問的なレビュー、金融商品評価メソドロジーに関する論文、あるいはヘッジファンド・ポートフォリオ評価への会計・監査原則の適用についての分析を意図するものではない。この点は重要である。その代わり、業界関係者、学者、市場参加者によってこの分野で行なわれた非常に重要な分析と実務的な仕事を踏まえた報告書を作成するというアプローチが採用された。

この報告書は、ファンドの純資産価値(NAV)、ヘッジファンド・ポートフォリオ全体の評価（特定の金融商品の評価ではなく）、ファンド・オブ・ファンドによって保有されている投資ファンドの評価、適切な会計原則の順守など、ヘッジファンドが直面するポートフォリオ評価に間接的にかかわりを持つ問題については取り扱っ

ていない。われわれの見解では、この種の問題はこの報告書の範囲外の問題であり、別の報告書で取り扱われることになるだろう。

ここで述べる原則は、マネジャー、管理機関、その他評価プロセスに従事している人たちに利用されるべき実務的なツールであることが意図されている。加えて、原則は機関投資家、洗練された個人投資家 (sophisticated investor)、あるいは彼らの代理人 (representatives) のために役立つものとなるだろう。

### 三、IOSCOがヘッジファンド・ポートフォリオの評価を重点的に取り上げた背景

#### (1) 国際資本市場におけるヘッジファンドの重要性の高まり

この作業の背景であり、この報告書作成の推進力の一部となったのは、ここ一〇年間のヘッジファンドの増大である。この期間中、ヘッジファンドの数は六倍となった。現在、ほぼ一・六兆ドルに達する投資資金と、投資を行なう際の資金に用いられるレバレッジの活用が一体となって、ヘッジファンドは世界中の資本市場できわめて重要な役割を果たすようになってきている。ヘッジファンドは、世界中で、あらゆる資産に巨大な流動性を提供しているのである。

その上、ヘッジファンドは機関投資家や洗練された個人投資家にとって投資分散のための重要なソースであり、持続的な商品開発、世界的な金融システムの流動性および弾力性の増進を可能とするソースでもある。

## (2) ヘッジファンド・ポートフォリオ戦略および組み入れ商品の複雑性

世界の資本市場におけるヘッジファンドの影響力と重要性の高まりは、さまざまな問題とリスクをもたらしている。その中でも重要なものは、複雑な商品あるいは流動性に乏しい商品の評価の困難さである。ある種のヘッジファンド・ポートフォリオについての評価は、多くのファンドが追及している投資戦略とその根底にある金融商品のせいで、本質的に困難である。たとえば、ある種の金融商品（破綻証券、店頭仕組債など）の正確な価

値についての市場情報は、すぐには入手できない。こうしたタイプの商品は、流通市場の欠如、不完全なデータや将来事象の発生（予測困難な蓋然性）に依存する評価モデルの利用などさまざまな理由で評価が困難になることがある。

複雑な金融商品あるいは流動性の乏しい金融商品の評価は、ヘッジファンドに特有の問題ではないことに注意すべきである。ヘッジファンドの取引相手、また、プライベート・エクイティや複雑で流動性に乏しい商品などにさらされた投資手段に投資する投資家は、同じような評価問題に直面する。しかし、ヘッジファンドをめぐる仕組み上のリスクおよびその他のリスクの集積（confluence）が、IOSCOをヘッジファンドにかかわる作業に向かわせる要因となったのである。

(3) ヘッジファンドに対して中心的役割を果たす  
金融商品評価

ヘッジファンドによって採用されあるいは保有されている金融商品の評価は、ヘッジファンドの所有者にとって決定的に重要な意味を持つ。というのは、他の条件が変わらないとすれば、それが、ヘッジファンドの純資産価値 (NAV)、財務報告、実績報告およびプレゼンテーション、ヘッジファンドへのサービス提供者（たとえば、マネジャー）に支払われる手数料、担保要件、リスクの側面に影響を及ぼすからである。

とりわけ、IOSCO加盟国・地域における上場された集団投資スキーム（ヘッジファンドを組み入れた上場ファンド）を含む、ヘッジファンドの投資家は、ファンドに組み入れられた金融商品の評価に基づいて、オープンエンド・ファンドの持分を購入し、そして償還する。投資家は、ま

た、ファンドの投資成果に基づいて、ファンドの保有を続けるか、ファンド持分を購入するか償還するか、投資資金を他の資産あるいは他のマネジャーに振り向けるかという意思決定を行なう。ヘッジファンドは、その成果を、主としてポートフォリオの価値の変動によってもたらされるNAVの変化に基づいて計算する。加えて、マネジャーは、しばしば、彼らが管理する資産額およびファンドのNAVの評価に基づく助言手数料、パフォーマンス・ベースの手料をファンドに請求する。

(4) 利益相反が評価を一段と困難にする可能性

ヘッジファンドによって保有され、採用されている複雑なあるいは流動性の低い金融商品を評価するうえでの特有の困難さに加えて、重大な利益相反を伴うヘッジファンドの仕組みと運営がその



困難さを助長することがある。とりわけ、評価プロセスにおいて積極的な役割を果たすマネジャーによって利益相反が惹起される可能性がある。マネジャーは、ファンドの投資ポートフォリオ評価への支援を含む、ヘッジファンドの運営に重要な役割を果たしている。

評価が難しい複雑な金融商品あるいは流動性の低い金融商品の場合、その価格情報に関しては、実際問題として、マネジャーが最も信頼できる情報源であり、実際に唯一の情報源である場合が多い。そのうえ、マネジャーは、ファンドの投資ポートフォリオの評価に関する方針と手続きを策定し、それを実行している。ヘッジファンドの管理機関が投資ポートフォリオの評価方針と手続きについて全面的な責任を負ってはいるものの、実際には、マネジャーが日々そのプロセスを制御し、操作している<sup>(5)</sup>。

しかし、評価プロセスにおいて積極的な役割を果たしているマネジャーについては、利益相反の生じる可能性がある。たとえば、マネジャーは、ファンド・ポートフォリオの価値に応じた助言手数料あるいはパフォーマンス・フィーを受け取ることが多い。さらに、マネジャーは、ファンドの持続的な成功に重大な関心を持ち、そして、投資成果を最適化するために、ファンドへの投資量を最適化し、それを保持したいというもつともな欲求を持っている。投資家の期待にすぐわない投資成果の時期は、投資家に認知されたファンドの魅力とその見通しに悪影響を及ぼすこともありうる。マネジャーは、公正にその価値を反映しないようなやり方で、ポートフォリオの中の金融商品の評価に影響を及ぼすという動機と能力の双方を持つている可能性がある。

これらの利益相反および仕組み上の懸念は、

ヘッジファンドが評価困難な商品に投資する場合にはさらに大きくなる。それ以外の商品、すなわち取引所で取引されている流動性の高い商品、あるいは、価値の投入量があらかじめ観測可能で検証も可能な商品については、相場操縦の余地は少ない。なぜなら、それらの商品については、マネジャーとは別のソース（たとえば、証券取引所）を通じて、もたらされた価値を容易に検証することが出来るからである。マネジャーの役割から惹起される利益相反に加えて、ヘッジファンドが日常的に利用する膨大なレバレッジが評価エラーの影響を拡大することもあり得る。

評価の虚偽表示の原因が何であろうとも、ヘッジファンドの金融商品の不適切な評価は、投資家がファンドの持分を取得あるいは処分する際に、障害をもたらすことになる。以上述べたように、利益相反は、ヘッジファンドの金融商品の適切な

評価に影響を及ぼすことが予想され、このことが、IOSCOに対して、評価にかかわる事項についての調査を促すことになったのである。IOSCOのSC5は、ヘッジファンドのマネジャーが活動している加盟国からの幅広い委任を受けて、ヘッジファンドの投資家に対する行為規範に関する事項の調査を担当することになった。

(5) 組成される国・地域によって異なるヘッジファンドの仕組み

ヘッジファンドの仕組みは、それが組成された国・地域の法律によって大きく異なる。そのような差異にもかかわらず、ヘッジファンドが採用しているいは保有する金融商品の評価に関連して、利益相反はヘッジファンドに固有のものである。とりわけ、マネジャーの利益とヘッジファンドおよびその投資家の利益との間に、利益相反が存在す

る。異なる国・地域におけるヘッジファンドの仕組みの事例は、発生する可能性のある固有の利益相反がどのようなかを明らかにする。以下に述べるように、管理機関のアイデンティティは、ヘッジファンドが設立された国・地域によってさまざまである。

ヘッジファンドのポートフォリオの適切な評価に関する究極の説明責任は、管理機関にある。管理機関のアイデンティティは、ヘッジファンドが設立された国・地域によってさまざまである。たとえば、ある国・地域（たとえば英国、米国）において組織され、営業しているマネジャーたちが、「オフショア」地域（たとえば、ケイマン諸島）でヘッジファンドを組成するということがよくある。オフショア地域の法律は、そこで組成されたヘッジファンドに対して、マネジャーとは関係のない独立した取締役の設置を要求している。

しかし、当該取締役は、通常、マネジャーによって選別されるのである。ヘッジファンドが組成された国・地域の法律のもとでは、取締役はヘッジファンドの管理機関としての役割を果たす責任を持っているが、実際にヘッジファンドに対して日常的なコントロールを実施しているのはマネジャーなのである。

ヘッジファンド・マネジャーが、ヘッジファンドの管理機関としての役割を果たしている国・地域もある。たとえば、多くのマネジャーは米国における特定の州法のもとで、リミテッド・パートナーシップあるいは有限責任会社（LLC）の形態でヘッジファンドを組成する。マネジャーあるいはマネジャーに所属する組織またはマネジャーに関係する組織がリミテッド・パートナーシップのジュネラル・パートナーあるいはLLCの取締役会メンバーとして役割を發揮しているケースがし

ばしば見うけられる。また、ジェネラル・パートナーや取締役会メンバーは、ヘッジファンドの投資にかかわる意思決定を行い、そうでなければ、ヘッジファンド・ポートフォリオの管理や支援を行なう第三者を指名する。該当する米国州法のもとでは、リミテッド・パートナーシップのジェネラル・パートナーあるいはLLCの取締役会メンバーは、通常、ヘッジファンドの管理機関としての役割を果たす責任がある。そのため、マネジャーは、彼自身がファンドの管理機関として行動することになる。なぜなら、マネジャーがファンドのジェネラル・パートナーであり、取締役会のメンバーだからである。

前述の会社あるいはリミテッド・パートナーシップの形態以外に、オフショア・ヘッジファンドの中には、ユニット・トラストという形態で組成されるものもある。オフショア・ヘッジファン

ドの受託者は、通常、ファンド資産を保有し、それを保護するために指名される。彼らはユニット所有者の利益のために誠実に行動する義務があり、信託証書に規定され、法によって示されている任期 (terms)、条件 (conditions)、権限 (powers) にしたがってヘッジファンドを管理しなければならない。理論的、法的には、マネジャーは、信託証書に従ってファンドを管理するために受託者によって指名されることになるが、実際には、受託者がマネジャーによって選別されることも珍しいことではない。マネジャーは、信託証書のもとで、ユニット保有者の同意を得ることなく受託者を異動する権限を与えられている。

さらに、受託者の独立性に関する法的なあるいは規制上の要件がない場合には、受託者とマネジャーは、同じ金融グループに所属しているかもしれない。受託者がマネジャーの活動を監視する

ためにヘッジファンドの監督機関としてその役割を果たしているとしても、マネジャーはヘッジファンドの運営をコントロールしているかもしれない。

いくつかの国・地域（たとえば、フランス、ドイツ、アイルランド、スペイン、スイスなど）においては、ヘッジファンドは当該国・地域内で組成・運営され、当該国・地域の法律のもとで認可および規制の対象となる（たとえば、ある国・地域の法律はヘッジファンドに対して、ファンドのポर्टフォリオを保有し保護するための準備金を積むことを求めている）。これらの法律は、通常、規制集団投資スキーム (regulated CIS) の管理システムと同じような管理システムをヘッジファンドに対して義務付けている。そうしたヘッジファンドの管理機関は、一般的に、ヘッジファンドの資産管理会社の取締役であることが多い。管

理機関の機能のいくつかは、ヘッジファンドの預託によって執行されうる。

#### 四、原則が適用される範囲

この原則は全てのヘッジファンドに対して適用されるが、IOSCOは、ヘッジファンドが、その規模、仕組みおよび運営から見ても一様ではないことを認めている。個々のヘッジファンドの管理機関は、原則の適用に当たって、ファンドの特質、仕組み、運営等について十分に考慮する必要がある。

複雑な商品あるいは流動性に乏しい商品の評価の試みは、どの国で組成され、どのような仕組みであろうとも、多くのヘッジファンドにおいて見られる。さらに、どの国で組成され、どのような仕組みであろうとも、一つあるいはそれ以上

のタイプの利益相反が、全てのヘッジファンドにおいて見られる。この報告書に書かれた原則は、発生する可能性のある仕組み上、運営上の利益相反を減少させ、評価をしつかりとした適切なものとするために、ヘッジファンドがそのポートフォリオを評価するに際して、それを支援するために策定されたものである。

これらの原則を実施し運営するに当たって、I O S C O、管理機関、マネジャーそして評価に携わる人々が、重要な基本的概念である「独立性 (independence)」について、しっかりと心に留めておくことが必要であると考えている。ヘッジファンドによって保有され採用されている金融商品の評価における独立性については、以下において検討するように、さまざまな形で明らかにされることになろう。

以下に示したのは、ヘッジファンドによって所

有され採用されている金融商品を評価するための九つの原則である。

## 五、九つの原則

(1) ヘッジファンドによって保有され採用されている金融商品の評価のために、包括的で文書化された方針と手続きが制定されなければならない。

管理機関は、評価プロセスの統一を図るために、文書化された方針およびその方針を実行するための手続きが設定されていることを確認しなければならぬ。実際には、管理機関に代わって、マネジャーが方針と手続きの策定に深くかわるることになろう。文書化された方針と手続きは、通常、評価プロセスに携わっているさまざまな関係者 (parties) および個人の義務、役割、責任を

提示している。ヘッジファンドが多様な仕組みと投資戦略を持つていることを考えれば、適切な方針と手続きが、その一つ一つのケースに適用されるということが重要である。

方針と手続きの設定に際して、以下のようないくつかのポイントが考慮されなければならない。

- (i) 金融商品の評価責任者の能力および独立性
- (ii) ヘッジファンドの投資戦略および投資ポートフォリオに含まれる金融商品
- (iii) 評価データ、情報源、メソドロジの選択についての管理
- (iv) 金融商品の評価の違いを解決するためのチャンネルの拡大
- (v) サイズおよび流動性 (liquidity of positions) にかかわる評価調整

(vi) 評価を目的とした適切な帳簿閉鎖のための期間

(vii) 適切な金融商品評価の頻度

(2) 方針は、ヘッジファンドによって保有される採用されている、タイプの異なる金融商品の評価に役立つメソドロジを特定しなければならない。

方針は、インプット・データ (inputs)、モデル、プライシングおよび市場データソースの選別基準を含む、個別金融商品のために利用されるメソドロジ (方法論、手順) を提示しなければならない。それは、ヘッジファンドが投資しうる商品タイプ (現物および先物の双方) に適用可能な枠組みを定めるものでなければならない。たとえば、方針は、価格が、可能で適切であるときにはいつでも、独立ソースから入手されるべきであるということを認識した上で、何が受入可能なインプット・データであるかを考慮したものでなければ

ばならない。もう一つ例を挙げれば、方針は、証券が異なるタイムゾーンで取引されているときには、取引終了時刻を提示するものでなければならぬ。どんな場合でも、単一のソースあるいは非独立のソースがどのような方法で正当化されるかを決定する検証手続きが必要である。

特定タイプの金融商品の評価するためのメソッドロジックの選択は、その結果としての商品のプライシングに直接的な影響を及ぼす。金融商品評価のためのメソッドロジックの選択においては、さまざまなメソッドロジックの感応度および個別の戦略がポートフォリオの金融商品の相対価値をどのようにに決定するののかという点を重視する必要がある。特定のメソッドロジックを選択するプロセスは、能力が高く、経験豊かな関係者による、利用可能な類似のメソッドロジックの査定（アセスメント）を含むものでなければならぬ。

金融商品の評価にモデルが利用される場合には、そのモデルとさまざまなインプット・データは、評価方針と手続きの中で説明され、正当化されなければならない。基本となる評価モデルのデータ、前提、条件の採用については、それらを利用する理論的根拠 (rational) に加えて、後々の見直しを容易にするための適切な文書化（できれば、同時に）が必要となる。方針と手続きは、モデルとそのインプット・データの妥当性をチェックする方法を特定する必要がある。

方針と手続きは、商品が既存の評価方針と手続きの範囲外にある場合の金融商品の評価方法に言及する必要がある。たとえば、ヘッジファンドによつて取引されている新しいタイプの金融商品进行评估する人々は、特別な評価方法を利用する理由を文書化する必要がある。さらに、「独立パーテイー」は、「新しい」金融商品を説明するため



に、既存の方針の修正と並行して、評価方法の事後的な見直しを行なうこともあり得る。

(3) ヘッジファンドによって保有され採用されている金融商品は、常に、方針と手続きに従って評価されなければならない。

金融商品を評価する人々は、方針と手続きそして指定したメソドロジーを継続的に適用しなければならない。管理機関とその代理人 (delegate) は、方針と手続きが継続的に適用されていることを確認する必要がある。方針と手続きは、金融商品の評価責任者が方針と手続きに従っているかどうかを監視することの出来るメカニズムについて概要を説明する必要がある。整合性の原則 (principle of consistency) は、方針と手続きそして指定メソドロジーが、以下のようなものであることを求めている。

・ 同じような経済的特質を共有するファンド内の全ての金融商品に適用される

・ 同じようなマネジャーを持ち、同じようなタイムゾーンに属し、同じような取引戦略を採用している全てのヘッジファンドに適用される

・ 方針と手続きの更新が支持されるという状況が発生しない限り、長期にわたって適用される。

特に、評価ソースおよびルールは、長期にわたって維持されるべきである

(4) 方針と手続きは、それが引き続き適切であるかどうかを確認するために定期的に見直されなければならない。

方針と手続きの長期にわたる継続適用のへ期待は、一方において、方針と手続きの定期的な見直し、そしてその適切な変更とのバランスをとる必要がある。管理機関あるいはそのマネジャーは、

ファンドの投資戦略に照らして、方針と手続きの

妥当性について見直す必要がある。方針は、定期的に、また、方針と手続きの正当性や実用性に疑問を提起するような事件（たとえば、あるプライシング・メソドロジーを継続的に適用するかどうかについて疑問を生じさせるような市場の出来事）の後に、メソドロジーの見直しおよび変更を行なうことを認めている。このことは、ヘッジファンドが、取引のパラメーター、戦略、商品が長期にわたって変化するようなダイナミックな環境の中で運営されていることを示している。方針と手続きは、メソドロジーを含む評価方針と手続きの変更がどのような影響をもたらすのか、そしてそれがどのような環境において妥当性を持つのかということを概説する必要がある。

方針変更の推奨は、変更についての見直しと承認を行なう管理機関によってなされるべきであ

る。

ファンドの新たな投資戦略あるいは金融商品への取り組みに先立って、既存の方針と手続きが新たなタイプの戦略あるいは投資対象を十分に取り扱っているかどうかを見極めるために、方針と手続きが見直される必要がある。

(5) 管理機関は、方針と手続きの適用に際して、また、その見直しに当たって、常に、ハイ・レベルの独立性が適切に保たれていることを確認する必要がある。

独立性 (independence) は、評価のために採用されるプロセスに、また、評価責任者に任命された全ての関係者にしっかり組み込まれていなければならない。管理機関は、評価プロセスに関与する者が適切なレベルの経験と能力を有すること、また、評価プロセスの中に適度の独立性

(appropriate degree of independence) が存在することを確認する必要がある。<sup>6)</sup>

評価プロセスの有効性は、関係者の経験とヘッジファンドが投資している金融商品についての理解の程度および採用されている投資戦略にかかわっている。したがって、管理機関が、独立性の利益を実現することと適切な経験と力量を持つ関係者を確保することとの間の二律背反をやりくりし、評価プロセスにおいて重圧を受けているという点は重要である。

独立性は、以下に掲げたアプローチによって達成されることになろう。

a 第三者のプライシング・サービス

ヘッジファンドの金融商品評価プロセスに携わらせるための、能力の高い、独立した第三者パライターの指名は、評価における利益相反を緩和するのに役立つだろう。管理機関は、適度な独立性

を提供するパーティー（たとえば、管理者 administrator あるいは評価エージェント）を雇い、評価におけるマネジャーの影響を緩和することが出来るはずである。外部パーティーの関与は、マネジャーおよびその職員の影響のバランスを保つことになるはずである。第三者パーティーの役割は、方針と手続きの提案と見直しにおける関与から詳細な評価測定まで幅広い。

b マネジャー内部における独立した報告ライン  
ヘッジファンドの仕組み上あるいはその投資戦略上必要な場合（たとえば、独立のソースからあ

らかじめ価格／インプット・データの入手が出来ないような場合）には、マネジャーがファンドの金融商品の評価に積極的に関与することになる。その場合には、マネジャーの内部に独立した報告ライン (independent reporting line) が設置される必要がある。それによって、投資の意思決

定の責任者が、評価に関して、投資の意思決定について責任を持たないマネジャーに説明し、あるいは報告することが保証されることになる。

c 評価委員会

管理機関は、方針と手続きを見直し、あるいはまた、定期的に方針と手続きの妥当性を監視するために、評価委員会 (Valuation Committee) の設立を指示することがありうる。このような委員会は、評価プロセスの有意義な監視をもたらすための権威と経験を有する人物で構成される必要がある。評価委員会の委員は、管理機関が求めるコントロールの程度と内容について彼らが持っている知識、そして、ヘッジファンドの金融商品の範囲および投資戦略によって選別される必要がある。

評価委員会の独立性は、投資家の利益を代理するために、マネジャーに関係のない人物 (英国マ

ネジャーのオフショア・ヘッジファンドについて言えば、管理機関のメンバーのような) を指名することによって強化しうる。委員会は、評価困難な金融商品の評価の妥当性の査定に役立てるために、外部専門家の助言を求めることもあり得る。

特定のヘッジファンドの評価に当たっては、より強い独立性が求められることから、管理機関は、評価に携わるパーティーとヘッジファンドの運営に携わる他のパーティーとの関係 (たとえば、マネジャーと評価エージェントとの関係あるいは評価に責任を持つマネジャーの職員と投資の意思決定を行なう職員との関係)、ファンドの投資戦略、投資ポートフォリオの独立価格/インプット・データの入手可能性の程度などを考慮する必要がある。

個々の事実関係や状況 (マネジャーとその管轄下にある職員の関係における独立性に関連する)

にもよるが、取締役、ジェネラル・パートナー、評価委員会、外部の評価エージェントは、評価のための「独立パーティー (independent party)」と呼ばれている。ヘッジファンドの場合、それは、マネジャー内部の独立した報告ラインに依存し、評価プロセスを監視するマネジャーの内部職員（一人または複数）は、評価のために独立したパーティーとして活動する責任を持ち、そして、彼ら自身は、投資の意思決定には責任を持たない。

(6) 方針と手続きは、個々の評価、とりわけ、マネジャーによって影響を受ける評価について適切なレベルの独立したレビューが行なわれることを求めるものでなければならない。

評価の適切性を確認するために、方針と手続きによってもたらされる個々の評価についての見直

しプロセスが必要となる。不適切なプライシングのリスクが高くなるケースとしては、以下のようなものがある。

- ・ 一人の取引先あるいはブローカーからのみ入手可能な価格

- ・ ある商品を創案した取引先によって提供された価格、とりわけ、その創案者が当該商品のマネジャーのポジションに資金を提供している場合
- ・ 商品の流動性（たとえば、小型株あるいはOTCデリバティブあるいは仕組み商品）

- ・ マネジャーによって影響を受けた評価
- ・ マネジャーの関係者によって影響を受けた評価
- ・ ファンドのパフォーマンスによってその財政上の利益が左右される団体 (entities) によって影響を受けた評価

複雑で流動性に乏しい商品を適切なやり方で評価するという経験と専門知識を持っているのは、

限られた数の人々であるということとは良く知られている。そのために、複雑で流動性に乏しい商品のプライシングを提供できるだけの十分な専門知識を持った独立のプライシング・サービスあるいはプライシング・ソースを見出すのはきわめて困難であり、可能性はほとんど無いといってよい。たとえば、デリバティブ契約の相手方は、しばしば当該商品の第一の（あるいは唯一の）価格提供者者として利用されている。しかし、そうしたプロバイダーからの価格情報の入手は、価格提供者にとっての利益相反をもたらすことになる。なぜなら、その価格は、当該商品の顧客との取引あるいは市場での取引の予測によって影響を受けるからである。取引先はヘッジファンドのポジションと同一ポジションあるいは逆のポジションのどちらでも保有することが出来るので、付けられた価格は、結果として水増し価格あるいは過小な価格と

なる可能性がある。

方針と手続きは、取引先のような外部ソースから得られる評価を考えるならば、適度な客観性を保証するための十分な統制を含むものでなければならぬ。その客観性は、独立のパーティーの関与を通じて獲得される必要がある。有効な実践 (effective practice) とは、そのような価値の妥当性 (reasonableness) に関する十分で適切なチェック、そして、重要な例外事項（あらかじめ提示されていた価値からの重要な乖離など）の見直しを含むものでなければならぬ。点検 (チェック) の事例としては以下のようなものがある。

- ・ 複数の取引先をソースとするプライシングの比較および時系列的な比較による価格の検証
- ・ 例外事項の調査と報告
- ・ 直近の価値と実際の価格の比較による価格の評

価

・プライシング・ソースの評判、一貫性、質の考察

・第三者によってもたらされた価格との比較（たとえば、マネジャーによってもたらされた価格と評価機関によってもたらされた価格との比較）

・普通ではない相違、および／または、金融商品のタイプごとに設定された評価基準によって変わる相違の抽出と調査

・陳腐な価格 (stale prices) あるいは暗示パラメータ (スプレッド、ボラティリティーなど) のテスト

・類似の金融商品の価格、および／または、そのヘッジ価格との比較

・モデル、とりわけ、価格がきわめて敏感な動きを示すモデルに基づいたプライシングに利用さ

れているインプット・データの見直し

マネジャーによる外部のプライシング・ソース、インプット・ソースあるいはプロバイダーの選別は、独立のパーティーによるレビューを受ける必要がある。独立パーティーの役割は、プライシングのプロセスに客観性を持ち込むこと、ソースが独立したものではない場合にはプライシング・ソースの透明性を高めること、適切な価格の決定に関するかわる争いを仲裁し解決すること、そして、マネジャーの過度の影響を緩和することにある。マネジャーは、利用可能なプライシング・ソースの比較を行なうに当たって、抜きん出た見識を持ち、そのため、金融商品のプライシング・ソースを提案する際に、役に立つ場合が多い。独立パーティーは、適切なタイミングで、他のどれよりもそのプライシング・ソース、および／または、インプット・データを選択した理由を伝え、

ソースやインプット・データあるいはその変更を含んで、全てのメソドロジーが、公平にそして実績だけで選別されるようにする必要がある。マネジャーは、同時に、そのプライシング・ソース、および／または、インプット・データを選別した理由を文書化する必要がある。

(7) 方針と手続きは、価格の無効宣言 (Price overrides) についての独立パーティーによるレビューを含めて、価格の無効宣言の取り扱いと記録のプロセスを説明するものでなければならぬ。

価格の無効宣言 (または逸脱 deviation) とは、ヘッジファンドの方針と手続きに従って決定された価値を拒絶することである。例外的な状況においては、ファンドの方針と手続きに沿って決定された金融商品の価値が適切でないこともあり得る。

そのため、マネジャーや評価エージェントあるいはプライシング・プロセスに携わっている関係者は、その価値を無効とすることを申し出て、それに代えて、他の価値を使う場合があるかもしれない。

いかなる場合でも、価格の無効宣言のための方針と手続きは、迅速な第三者への報告と第三者による適切なレビューを求める内容となっている。個々の無効宣言の詳細、そして、その理由は、提案された無効宣言を正当化する証拠を添えて、出来るだけ無効宣言と同時に、提示される必要がある。価格の無効宣言は、レビューが行なわれるまでは、ファンドの公式な純資産価格算定のインプット・データとして利用されることがあつてはならない。定期的に作成されるこの種の報告書は、方針と手続きの一貫した適用が行なわれていることを第三者に納得させるためのメカニズムの



一つになるはずである。

無効宣言が生じた場合、無効とされた商品に係のあるファンドに含まれているほかの金融商品は、追加的な調整がさらに必要かどうかを判断するために、レビューが必要となる。特定の金融商品の無効制限が繰り返される場合は、方針と手続きのレビューを行なう必要がある。

(8) 管理機関は、評価サービスを提供するために指名された第三者に関するデュー・デューリジェンス（精査）およびその後の定期的な精査を実施する必要がある。

管理機関は、通常、ヘッジファンドの評価サービスを提供する第三者を指名する。そのような第三者には、マネジャー<sup>(7)</sup>、管理者あるいは評価エージェントが含まれる。管理機関が第三者を指名する場合には、サービス提供者が適切なシステムと

制御機器、そして、ヘッジファンドの評価に必要な高い専門知識と経験を持ち、トレーニングを積んだ十分な数の専門家を有していることを確認するために、管理機関あるいはその代表者による適切なデュー・デューリジェンスが実施されなければならない。

(9) ヘッジファンドの投資ポートフォリオの評価のための取り決めは、投資家にとって透明なものではない。

投資家の要請があれば入手できるようにすべきその他情報としては、以下のようなものがある（これに限るものではないが）。

- ・ヘッジファンドの評価方針および方針の重要な変更（必要に応じ、その変更の理由と影響の大きさにも言及）
- ・ヘッジファンドの金融商品の評価に携わる全て

の関係者の役割、スキル、経験についての記述  
・マネジャーによって、あるいはマネジャーの影響の下で提示された評価がどの程度あるかについての記述

・ファンドの金融商品を評価している関係者にかかわる重大な利益相反についての記述

・投資家の質問あるいは評価に関する情報提供の要請に対するヘッジファンドの回答

・契約したプライシング・サービスの内容とその度合いについての情報

## 六、結論

原則の目的は、何よりもヘッジファンド・ポートフォリオの評価に際して、方針と手続きの継続的な適用を推進することであり、そして、この評価プロセスにおける独立性と透明性を促進すること

とにある。原則は、広い範囲の国・地域にわたって適用可能であり、同様に、多くのさまざまなヘッジファンドやサービス提供者にも適用可能である。そして、それは、いかなる場合においても、投資家の利益のためのものである。

投資家は、評価プロセスのあらゆる局面を通じてこれらの原則を示すことのないヘッジファンドに対して、用心深くなる必要がある。投資家は、管理と統治の文化がこれらの原則の適用を実行できる範囲で推進していることに満足するはずである。

これらの原則の採用と順守は、投資家にとって利益となるものであるが、その一方で、基準自体は、投資家がヘッジファンドにおける彼らの利益に関連して当初の適切な精査と継続的な精査を行なう必要性を減じるものではない。

(注)

- (1) PRINCIPLES FOR THE VALUATION OF HEDGE FUND PORTFOLIOS, FINAL REPORT, A Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, NOVEMBER 2007.
- (2) 二〇〇六年二月七日、八日に開催された委員会において、IOSCO専門委員会は、ヘッジファンドの評価に関して、SC5によって申請されたマネジャーを承認した。
- (3) IOSCOは、ヘッジファンドが保有または採用している金融商品の多様性や複雑性について認識している。IOSCOは「資産 (asset)」に代わって「金融商品 (financial instrument)」という用語を使用しているが、これは、報告書、とりわけ、資産、負債、条件付義務、差額契約、金融契約およびヘッジの評価に関する原則に関心を向けるためである。
- (4) 管理機関 (Government Body) は、ヘッジファンドの管轄地域によっては、「取締役」(Board of Directors)あるいは「ジェネラル・パートナー」(General Partners)として知られているものである。
- (5) 後述するように、一部の加盟国・地域においては、管理機関がマネジャーである。
- (6) 管理機関は、たとえば米国のような国・地域において組成されたヘッジファンドにおいては、マネジャーから独立して
- あることを要しない。とはいっても、管理機関は、ヘッジファンドに対して受託者責任を持ち、可能な限り、評価プロセスにおける独立性を高めるよう努めなければならない。さらに、ヘッジファンドの非独立的存在(たとえば、マネジャー)が、ヘッジファンドの評価を提供することにかかわっているかもしれない。
- (7) 先に述べたように、多くの米国のヘッジファンドでは、マネジャーが管理機関として活動している。そうしたファンドにおいては、マネジャーは管理機関に対して第三者の関係にあるとはいえない。

(おおはし よしあき・当研究所専門調査員)