

機関投資家とオルタナティブ投資

三木 まり

1 はじめに

米国の機関投資家はこの一〇年で投資額を劇的に増加させてきた。一方、オルタナティブ（代替）投資のよう
な様々な投資手段もその比率を高めている。¹⁾

オルタナティブ投資を厳密に定義することは難しい。伝統的投資以外の投資スタイルという説明の他に、実務
的には、伝統的投資スタイルのパフォーマンスとの相関性が低い投資スタイルを総称しているともいう。オルタ
ナティブ投資の使用が先行している米国では、プライベート・エクイティとヘッジファンドがオルタナティブ投
資の根幹をなしているという。特に、市場環境の厳しい最近では、絶対リターンを追求するヘッジファンドに大
きな関心が集まっている。

そこで、ここではこうした環境を背景に、オルタナティブ投資の概略について紹介することにした。

2 オルタナティブ（代替）投資とは何か

（1）オルタナティブ投資の定義

まず、オルタナティブ投資の定義についてであるが、オルタナティブ投資については確立した定義は見られな
い。広義のオルタナティブ投資（表1）と狭義のオルタナティブ投資としてカルパースのようにプライベート・

エクイティと天然資源に限るものがある⁽²⁾。

複数の識者の定義を参考にすると、「伝統的な投資資産（株式、債券など）に対して相関が弱く、及びかつ、流動性、市場性が低いハイリスク・ハイリターン型の投資資産」とされる。具体的には、ベンチャー・キャピタル、LBO（Leveraged Buyout Funds）未公開株式（private equity）、メザニン・ファイナンシング（mezzanine financing）コモディティ（commodities）、石油、ガス・プログラム、森林事業（timberland）等への投資が該当する。

次にオルタナティブ投資を二つのカテゴリーに分けることが可能である。第一に従来の投資対象とは異なるものに投資するというものである。このタイプのオルタナティブ投資は、非効率性の残っている市場へ投資を行い、投資機会の拡大により収益を狙うものである。このタイプのオルタナティブ投資は、必ずしも市場で値段がついていなかったり、流動性が低いものに投資を行うことがあり、長期投資の前提となるものである。

第二は、投資手法とは異なる運用手法をとるものを指し、例えば、売り持ちのポジションを積極的にとったり、デリバティブを用いた運用を行うことによって、市場リスクを低減したり、投資効果を拡大させるものである。

表1 広義のオルタナティブ投資

(1) 非伝統的資産 / 非流動性	(2) 非伝統的資産 / 流動性
(a) 不良債権	(i) マネジド・フューチャーズ (商品ファンド)
(b) エマージング・マーケット 株式・債券	(j) コモディティ
(c) バイアウト・ファンド	(k) 通貨
(d) ベンチャー・キャピタル・ファンド	(l) ヘッジファンド
(e) メザニン・ファンド	(m) 資産担保付証券 (ABS)
(f) 石油・天然ガスファンド	
(g) 不動産	
(h) 森林資源	

(原資料) ("Alternative Investment Strategies" Alternative Investment Management Association編, Euromoney Books刊 (出所) 穴井 (2000), p.2.

(2) オルタナティブ投資のメリット

オルタナティブ投資のメリットとしては、従来のアセットクラス、投資手法との低い相関、従来のアセットクラス、投資手法にはないリスク/リターンが挙げられる。従来のアセット

については、従来のアセットクラス、投資手法との相関性が低いため、ポートフォリオの分散化を図ることができる。また、ヘッジファンドのように株式相場下落局面においても空売りの活用により逆にプラスのリターンを上げ、株式相場下落局面のリターンへの影響を低減させる効果が期待できるものである。

に関しては、例えば空売りの活用によって市場リスクをコントロールしながら投資機会の拡大を狙った運用を行うマーケット・ニュートラル・ファンドをポートフォリオに組み込むことによって、ポートフォリオの効率化(リスク調整後のリターンを向上)を図ることができる。

また、株式が公開されるであろう有望なベンチャー企業への投資を行うベンチャー・キャピタル・ファンドを組み込むことによって、ポートフォリオの収益率の向上を期待することができる。

(3) オルタナティブ投資の留意点

オルタナティブ投資には以下の三つのリスクがあると考えられる。運用機関の管理に関するプロセスで生じる管理プロセス・リスクである。これは、オルタナティブ投資の時価評価が難しい点や、リターンやリスクの定量化が難しいこと、その運用の専門性が高いことからモニタリングしにくいため生じるリスクである。流動性リスクである。これは資産の流動性が低く、一度投資を行うと解約が困難なために発生するリスクである。資産規模リスクとは、資産の増加が、非効率、投資機会の減少を招き、パフォーマンスに影響を及ぼすというもの

である。

3 オルタナティブ投資の現状

(1) 不動産投資

不動産投資の種類は実物不動産への投資と証券化商品への投資の二種類がある。

実物不動産への投資は、一般に取引額が大きく、流動性も低く、取引が不透明で極めて専門性が高い。

証券化商品への投資については、まず基本的構造として、不動産を一旦投資ビークル(SPV)に移し、それを資産として債券や株式を発行する。SPVとしては、特定目的会社(SPC) 信託、組合、投信が使われる。投資家はSPVによって小口化された証券を購入することとなる。この証券化のプロセスによって、投資金額は、小口化され、適切な評価が行われ、情報開示によって透明性が増すと考えられている。

証券化商品もさらに債券型と株式型の二種類に分類できる。

債券型としては、住宅ローンであるモーゲージ、複数のモーゲージをプールし格付けを付け直したMBS、商業用不動産を対象にしたCMBISなどがある。株式型としては不動産投資信託(REIT)、米国内では、REIT内でもモーゲージ型、株型、その中間的なハイブリッド型があり、投資対象もオフィス、ショッピングセンター、住宅、ホテルなど多様なものがある。米国では、REITの銘柄数は二〇〇超におよび、市場規模は二〇〇〇年三月末時点で時価総額約二二〇〇億ドルに及んでいる。

日本では、二〇〇〇年一月三〇日の「投資信託及び投資法人に関する法律」の改正施行によって、投資信託の運用対象が従来の「主として有価証券」から、不動産を含めた幅広い資産へ拡大された。

(2) ベンチャー・キャピタル・ファンド

ベンチャー・キャピタル・ファンドとは、株式が公開されるであろう複数の有望なベンチャー企業に投資を行い、株式公開による収益を狙うファンドである。日本のベンチャー・キャピタル・ファンドは投資事業組合による投資という形で行われる。その規模は、一九九八年三月末時点で二一一本、六九〇〇億円程度となっている。

法制度としては、投資事業有限責任組合法が一九九八年一月に施行された。これにより、有限責任組合員の出資の価額を限度とするという投資家の有限責任、及び財務諸表の作成と監査を受ける義務などの情報開示の徹底が明文化され、以前に比べ投資が行いやすくなった。ただし、二〇〇二年度中小企業白書をみれば、ベンチャー・キャピタルや投資事業組合等からの創業時の出資は〇・七％にまだ過ぎないというのが実状である。

ベンチャー・キャピタル・ファンドは、株式、債券に比べてリスクは高いものの、高いリターンを有しており、長期的にみると運用利回りの向上の一手段となり得る。また、株式、債券といった伝統的な資産との相関は低く、ポートフォリオの分散の効果が期待できる。

米国の投資事例をみれば、一九七八年のERISA法（従業員退職所得保証）の改正により、年金基金のベンチャー・キャピタルを含めたプライベート・エクイティへの投資が可能になった。米国では、年金基金のオルタナティブ投資では、ベンチャー・キャピタルの利用の割合が最も高く、その配分比率も高くなっている。

しかし、ベンチャー投資における留意点としては、以下の四つが挙げられる。第一に倒産リスクが高いこと、第二に、事業が立ち行かなくなり、実質的に活動が行われなくなった場合（リビング・デッド）、投資資金の回収や損益決算処理が出来なくなる場合がある、第三に、投資初期の段階ではパフォーマンスはマイナスで、ファンドのパフォーマンスがプラスになり始めるのは、株式を公開できる企業が出始めてからの中期以降で十分に収

益化するには一〇年近くかかる、第四に、運用の途中段階では運用資産の時価評価が難しいことから、投資が終了するまで、正確なリターン及びその変動を把握しにくいなどの点である。

これらのことから、ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資期間としては、長期投資が前提であり、そのため、機関投資家の中でも投資期間の長い年金基金にとって適した投資であるといえる。しかし、そのリスクは上場株式などと比べて高く、資産の流動性の面でも一度投資すると解約が難しいなどの点に留意する必要がある。

(3) マネージド・フューチャーズ

マネージド・フューチャーズとは、金融商品、農作物、工業製品、天然資源、エネルギーなどさまざまな上場商品を投資対象とし、先物、オプションによる取引によって運用を行うものをいう。

(投資対象) ・ 各国通貨

- ・ 金融先物 (株価指数、債券先物)
- ・ 貴金属 (金、銀、プラチナ、パラジウム)
- ・ 非鉄金属 (アルミニウム、銅、亜鉛、鉛、ニッケル)
- ・ エネルギー (原油、灯油、ガソリン)
- ・ 農産物 (大豆、トウモロコシ、小麦)
- ・ 畜産物 (豚、牛)
- ・ ソフト・コモディティ (ココア、コーヒー、砂糖、オレンジ) 等

また、投資手法はファンダメンタルとテクニカルによるものが存在する。

運用スタイルとして、コンピューターの指示によって売買を行うシステムティック型と、運用者の経験と予測に基づいて売買を行う任意裁量型がある。

どちらの運用スタイルでも、先物売買の運用を行う商品投資顧問業者は、上げ相場で買い、下げ相場で売る順張りを行うものが多く、市場が不規則に上下するときに損失をもたらす可能性が高いことに注意する必要がある。

先物取引はレバレッジが高くなり運用のリスクが大きくなる傾向にあるため、運用管理会社（CPO: Commodity Pool Operator）が、商品投資顧問業者（CTA: Commodity Trading Advisor）を複数選定し資金の割当てを行うことによってリスク分散する。このような運用管理会社を介することによって、運用手数料は割高になつてしまつが、ポジションの値洗い、証拠金の使用状況、パフォーマンスのボラティティーなどの日々の監視を委託することができる。

また、マネーリイド・フューチャーズは他資産と比べて年間の平均リターンは債券とほぼ同等、リスクについては株式とほぼ同等である。ただし、株式、債券といった他資産との相関は低く、ポートフォリオへの分散効果が期待できる。これは、マネーリイド・フューチャーズの収益の源泉が、世界的規模における商品の需給の差による価格変動にあるためといえる。

米国では、ブラックマンデーに驚異的なパフォーマンスを上げたことを契機に残高が急増し、年金基金の投資実績も報告されている（例：バージニア州退職年金基金）。しかし、米国でも、機関投資家、年金基金は、マネーリイド・フューチャーズへの本格的な参加に至っていない。その理由として、高い手数料、煩雑な管理、レバレッジの高い運用、にあると考えられる。

日本では、マネージド・フューチャーズは、商品ファンドとして知られている。一九九二年に施行された商品ファンド法により国内での組成が可能になった。

設立形態としては、組合型のリミテッド・パートナーシップ（LPS）型と匿名型および信託型があり、前者は日本の法律にない海外で設定されるものであるのに対して、後者は日本の商法にのっとったものである。組成内容については、金現先取引や欧米銀行の信用状による安定運用部分のある元本確保型と安定運用部分のない積極運用型あり、組成内容によってリスクの大きさが異なる。

欧米では積極的運用型が中心であるのに対し、日本では、比較的リスクの小さい元本確保型が中心となっている。

（４）ヘッジファンド

ヘッジファンドは、さまざまな運用手法をとり、相場状況によらず、絶対リターンを追求するファンドとして特徴づけられる。

運用手法の特徴として、三点挙げられる。まず第一は、市場リスクの低減である。買い持ちと売り持ちのポジションを合わせることにより市場リスクを低減させる。第二に、投資効果の拡大である。現物資産などを担保にした資金や有価証券の借入を行ったり、先物やスワップなどのデリバティブを活用し、レバレッジを利かせた運用を行うことである。第三に、機動的な投資である。非効率なマーケットやニッチ・マーケットに投資し、環境変化に機敏に対応するという特徴をヘッジファンドは有する。

米国内においては、非常に柔軟な契約構造をとることが多く、米国内においては、一般に私募の投資契約（リ

ミテッド・パートナーシップ)をとる。ケイマン、バハマ、バミューダ等の税制上、規制上有利なオフショア金融市場にファンドが設立されることがある。さらに、一本あたりの資産額は全体の約七割が五〇〇〇万ドル未満となっており、ミューチュアル・ファンドと比較して規模は小さい。

ヘッジファンドについて高いレバレッジを用いているという認識が広まっているが、実際には、約三割がレバレッジなし、多くのファンドでレバレッジは二倍以下になっている。グローバルなマーケットでの金利、為替の方向性に、何十倍もの高いレバレッジで大きく賭けた投資を行うファンドは、一部にすぎない。

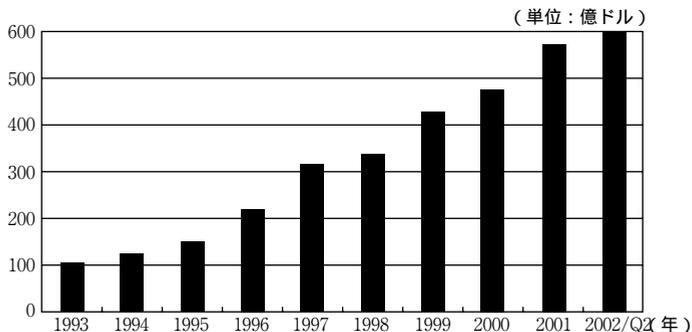
ヘッジファンドのカテゴリは、表2のように一般に分類される。また、ヘッジファンドの規模は、図1のように一九九九年代後半より増大していることが伺われる。

3 オルナタティブ投資に伴う留意点

オルナタティブ投資については、既存ポートフォリオとの低相関による効率的フロンティアの引き上げ効果に期待するにしても、以下のようなリスクがあることに留意し、慎重な対応が必要である。日本の厚生年金基金連合会も基金の運用についてのガイドラインにオルナタティブ投資の運用を基礎に組み込むようになったが以下の点について留意を促している。³⁾

- ・ 情報開示が必ずしも十分でなく(ヘッジファンドの場合は成績の良くないファンドのデータは集計されない傾向がある)、過去データの蓄積も少ないことから、リスク特性が不透明である。
- ・ リスク・リターン⁴⁾の定量化が非常に難しく、リターン⁴⁾の推計は小さいめに、リスクの設定は大き目に、つまり数字の推計は堅めに見るべきである。

図1 ヘッジファンド・ユニバースの規模



米国内ファンド	ファンド数	1999	2000	2001
	預かり資産 (億ドル)	4,150	4,250	4,400
オフショア・ファンド	ファンド数	2,050	2,250	2,600
	預かり資産 (億ドル)	2,250	2,400	2,850
総計	ファンド数	6,200	6,500	7,000
	預かり資産 (億ドル)	4,800	5,200	6,000

(原資料) Van Hedge Fund Advisors International Inc.

(出所) 山内 (2002)。

表2 ヘッジファンドのカテゴリ

カテゴリ	投資戦略内容
マーケット・ニュートラル	買い持ちと空売りのポジションを組み合わせることで市場リスクを中立にする。
イベント・ドリブン	買収や倒産、組織の分離などの経営状況の変化の発生または発生予想に基づき投資を行う。そのため、市場の動きに大きく影響されない。
ロング・ショート	割安の証券を買うと同時に割高の銘柄を空売りすることによって、市場リスクを低減させリスクをコントロールしつつリターンを上げる。
フィクスト・インカム・アービトラージ	関連のある債券間のミスプライスを見つけ、債券間の裁定によりリターンを上げる。
コンバーティブル・アービトラージ	同じ会社が発行する株式と転換社債間の価格の歪みに注目し、裁定によりリターンを上げる。
グローバル・マクロ	世界の各主要市場に着目して、そこで起こるであろう事象 (通貨価値、金利の変動、政府の政策変更、経済状況の変化他) を予測して、その変化を投資機会として取り込む。ソロスのファンド運用手法として知られ、数は少ないが、1ファンド当たりの規模は大きい。
ショート・セリング	テクニカルないしファンダメンタルな観点で割高と見なされる証券を空売りする。
エマージング・マーケット	発展途上国の債券や株式への投資を行う。
ファンド・オブ・ファンズ	各種のヘッジファンドへの投資を行い、リスクの低減をはかる。

(原資料) 野村証券金融研究所

(出所) 向井 (1999), p.20.

- ・運用開始後のリスク管理が困難であることから、組み入れ時の検証が重要である。
- ・中途解約が困難であり、できたとしても相当のコストが掛かることを覚悟しておくべきである。
- ・一般的に運用報酬は高く、ヘッジファンド、プライベート・エクイティでは成功報酬制になっている。
- ・ヘッジファンドの投資に際しては、パフォーマンス・データの不足、公開情報の少なさ、及び運用手法の複雑さなどの問題により、運用機関の選定が難しい。

4 おわりに

オルタナティブ投資は、今後の拡大が見込める分野であるが、日本ではまだ黎明期といえる。しかし、株安や長引く低金利で運用環境が悪化するなかで、相場変動に利回りが左右されにくいオルタナティブ投資商品での運用に踏み切る年金基金が増えていることが報告されている。⁽⁴⁾

オルタナティブ投資のメリットは、従来の投資との低い相関と従来の投資と異なるリスク/リターン特性である。しかし、実際の投資には、リスク/リターン特性、流動性、評価方法、運用コスト等について検討し、基金内のリスク管理体制を調えながら、明確な目的意識を持って、投資することが妥当か判断することが重要である。

注

(1) Goldman Sachs/Frank Russell Report による。一九九〇年代初期の段階では代替投資への投資はわずかなものであ

たが、一九九九年には免税機関による代替投資は一五二〇億ドルを越えていたという。

- (2) CalPERSは、二〇〇二年一月末時点でのオルタナティブ投資の規模は、六九億ドルで資産全体に占める割合は五・二%となっている。
- (3) 厚生年金基金『資産運用の基礎』(第二版) 厚生年金基金連合会、一四二―一四三頁。
- (4) 『日経金融新聞』二〇〇三年一月二〇日。

参考文献

六井洋史「オルタナティブ投資概観」『オルタナティブ投資』第七回SAAJセミナー、社団法人日本証券アナリスト協会、二〇〇〇年五月。

淵田康之「オルタナティブ・インベストメント」、資本市場クォーターリー、一九九七年秋号。

矢野和之「米国の代替資産(オルタナティブ資産)の現状と課題」『ニューヨーク・レポート 九八』一九九八年三月三日。

山内英貴『オルタナティブ投資入門 ヘッジファンドのすべて』東洋経済新報社、二〇〇二年二月。

Thomas Schneeweis, Vassilios N. Karavas, and Georgi Georgiev "Alternative Investments updated Summer 2002," Alternative Investment Management Association (AIMA).

(みき まり・研究員)