オルタナティブ投資の概要：ヘッジファンドとプライベートエクイティ

今井貴志

要　旨

国内外で買い建てのみで行う所謂伝統的運用によるパフォーマンスが長期にわたり低迷する一方で，投資対象となるヘッジファンドやプライベートエクイティファンドが拡大してきたこと等を受け，様々な投資家の間でオルタナティブ運用の採用が拡大している。ヘッジファンド調査会社によると，2003年のヘッジファンドへの新規資金流入は，同年の好パフォーマンスもあり過去最高であった。特にヘッジファンドでは，ともすると悪いイメージが先行してきた傾向があるが，実際にはオルタナティブ投資は，投資家に対してポートフォリオの分散効果等のメリットを提供し得ることや市場に対して流動性を提供する等様々なプラスの面も期待される。一方，こうしたオルタナティブ投資のほとんどが日本で言うところの私募形式で提供されていることもあり，また運用スタイルが多岐に亘っていることもあり，様々な点でまだまだ判り難い点も多い。本稿では，ヘッジファンドとプライベートエクイティに焦点を絞り，その主要な投資スタイルと収益源・リスク要因，投資に際しての留意点，内外投資家の取り組み動向等について概説することで，読者のオルタナティブ投資に対する理解を深めるきっかけを提供したい。

目　次

Ⅰ．オルタナティブ投資の定義と種類
　1．ヘッジファンド
　2．プライベートエクイティ
Ⅱ．ヘッジファンド業界の概要
　1．業界全体概要
　2．日本におけるヘッジファンド
Ⅲ．ヘッジファンドの投資戦略
　1．株式ロング・ショート
　2．株式マーケットニュートラル
　3．債券裁定
　4．転換社債裁定
　5．イベントドリブン
　6．マネージド・フューチャーズ（マクロを含む）
Ⅳ．ヘッジファンド業界における機関化の動きと投資にあたっての留意点
　1．機関化の動き
　2．投資にあたっての留意点
Ⅴ．プライベートエクイティ投資の概要
Ⅵ．まとめ：オルタナティブ投資業界の課題

Ⅰ．オルタナティブ投資の定義と種類

「オルタナティブ（Alternative）投資」，或いは「代替投資」は，株式・債券等の買い持ちのみを行い，主としてベンチマーク対抗で運用される伝統的運用手法を取り巻く投資環境が全般として難しい状況が続く中，徐々に本邦投資家の間でも一般的となりつつある。例えば，厚生年金基金連合会の調べでは，2003年3月末時点での調査に対し回答があった1,580基金の中で，全体の7.9%に相当する121基金が既に実施済みと回答しており，また14.4%が実施検討中とのことであった[1)]。こうした年金基金の取り組みに先行して，本邦銀行・生損保等機関投資家が取り組んできたことは知られているところである。オルタナティブ投資の範疇に含まれるものとしては，以下のようなものが挙げられよう。

① 伝統的には主に投資対象となっていない有価証券に投資するもの（例：未公開株投資（プライベート・エクイティ：ベンチャー，バイアウト等），資産担保証券，不動産投信等）

② 伝統的には投資対象となっていない非有価証券に投資するもの（例：商品，商品先物，エネルギー開発，森林資源，絵画，不動産等）

③ 伝統的に投資している有価証券（株式・債券）を投資対象とするが，伝統的な投資手法以外の手法を用いるもの（例：ヘッジファンド）

本稿では上記のうち，主として①に属する未公開株投資（以下では「プライベート・エクイティ」）及び③に属するヘッジファンドについて述べたい。

尚，本稿中意見にわたる部分は筆者の私見であり，筆者の所属するメリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ株式会社の投資判断とは何ら関係がないことを申し添えておく。

1. ヘッジファンド

ヘッジファンドの定義については様々あるが，一般的には以下で定義されることが多いようである。

（手法・投資対象から見た定義）

・買い建てポジションのみならず，売り建てのポジションもとる

・レバレッジを用いて，ポジションを売り買い共に膨らませる

・各種派生商品を収益獲得手段として比較的積極的に用いる

（商品仕様から見た定義）

・私募形態で提供される（場合が多い。現在では株式ロング・ショート等で公募投信として募集される場合も多く見られるようになってきたので必ずしも全てが当てはまるわけではなくなりつつある。）

・ファンド自体がケイマン等のオフショアに設定される（場合が多い。上記同様現在では国内投信として設定される場合も見られるようになってきている。）

・投資家が富裕個人，ファミリーオフィス，年金，機関投資家等に基本的に限られる傾向にある。（一般個人投資家への浸透はこれから）

ヘッジファンドの戦略についての分類も様々な種類があるが，大きく分けると以下のようになろう。（詳細は後述）

① 株式ロング・ショート，株式マーケット

ニュートラル

② イベント・ドリブン

③ ディストレスト（破綻証券）

④ 転換社債裁定

⑤ 債券裁定

⑥ マネージド・フューチャーズ（マクロ戦略を含む）

ヘッジファンドについては，市場動向に関わらずプラスの絶対収益獲得が可能であるとのイメージが，特に日本では先行してきた傾向にある。確かに，売り買いのポジションを両建てで保有する場合が多いため，伝統資産に比較して市場下落時の耐性が高い傾向にはある。しかし，1998年のロシア危機及びその後の大手ヘッジファンド，ロング・ターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）の破綻・巨額損失計上で見られたように，金融市場に大きくストレスが掛かった場合には大きな損失を計上するリスクが潜んでいる場合もあることは，ヘッジファンド投資に際して留意すべき点である。

2. プライベート・エクイティ

未公開企業が発行する有価証券等に投資するというのが基本的な投資スタイルであるが，この場合にも様々な観点から分類することが可能である。

（収益獲得手法による分類）

・ハンズ・オン：資金を拠出した未公開企業の経営に積極的に関与し，当該企業の価値を高めた上で新規公開や第三者への売却等による収益獲得を目指す場合。通常，経営に対して主導権を確保するため，過半数の株式を取得する場合が多い。

・ハンズ・オフ：将来価値が高まることが見込める未公開企業に資金を拠出するが，経営への関与等は行わない場合。この場合には，当該企業への出資比率は低い場合も多い。

（投資対象企業の成長段階や経営状態・投資対象有価証券による分類）

・ベンチャーキャピタル（アーリー・ステージ）：比較的創業間もない未公開企業に投資する。ハンズ・オンで当該企業の価値を高め，新規公開や第三者への売却による収益獲得を目指す。比較的ハイリスク，ハイリターンの傾向。

・ベンチャーキャピタル（レイター・ステージ）：創業から，公開前の第二の成長期に入った未公開企業に投資。アーリー・ステージに比較して，リスク・リターン共に低い傾向。ハンズ・オンによるプロセスはアーリー・ステージの場合と同一。

・バイアウト：主に成熟期に入った企業に対して，現経営陣と共に買収（マネジメント・バイアウト）したり，買収後に別の経営陣を送り込んだり（レバレッジド・バイアウト）した上で，企業価値を高める。その後，公開・第三者への売却等による収益獲得を目指す。

・メザニン：株式と（担保付）社債と中間のリスクを持つ有価証券に投資する形態で，未公開企業に資金提供し，当該有価証券からの収益獲得を目指す。

・ディストレスト・リストラクチャリング：破綻企業やリストラが必要な企業を買収し，経営を立て直したり，企業価値を高めた上で，公開・売却等による収益獲得を目指す。

欧米ではオルタナティブ投資と言えばヘッジファンドよりもむしろプライベート・エクイティへの投資が広く実施されてきたが，日本では逆にヘッジファンドが先行し，プライベート・エクイティへの投資は黎明期にあると言え

よう。これには以下のような理由が考えられる。

① 通常10年程度という長い投資期間を要すること

② 投資当初から数年間は経費が先行するため損失となること

③ 一端投資すると途中での売却・解約が難しいこと

④ 長期間にわたる投資となり，また実際の資金拠出がキャピタル・コール方式（後述）となることから，為替リスクヘッジが困難であること

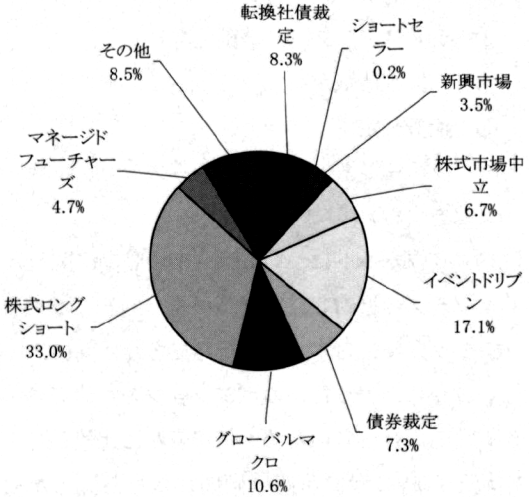
⑤ 投資形態が通常，投資信託（会社型，契約型）ではなく，パートナーシップへのリミテッド・パートナー（有限責任パートナー）としての投資となること。（投資信託と異なり，本稿執筆時点では有価証券と看做されない。そのため，制約がある場合がある。）

Ⅱ．ヘッジファンド業界の概要

1．業界全体概要

ヘッジファンドに関する調査会社の一つであるTASS社の推定によると，ヘッジファンド業界の受託資産規模（レバレッジ前）は2003年末現在で約7,500億ドル（1ドル＝110円換算で約82兆5千億円[2]）となっており，その戦略別内訳は（図表1）の通りとなっている。株式ロング・ショート及び株式市場中立（マーケットニュートラル）が合計で約4割と最大で，企業の買収・合併・リストラ・スピンオフ等のイベントに投資するイベント・ドリブンがそれに続いている。ヘッジファンドといえば，ジュリアン・ロバートソン氏のタイガーファンドやジョージ・ソロス氏のソロス・ファンドといった市場に積極的に仕掛けに行って収益獲得を目指す，所謂グローバルマクロファンドという印象が強い時代が以前はあったが，現在では（図表1）の通り，ロング・ショートや各種裁定取引等相対的に高度な運用テクニックを駆使して，金融市場における各種有価証券の価格の歪み等から収益獲得を目指すものや，高収益が期待できる有価証券を買い持ちする一方，当該有価証券の各種リスクについては派生商品等を駆使して抑制しつつ収益獲得を目指す手法が主流となっていることがわかる。

図表1　ヘッジファンド業界の運用戦略別比率（2003年12月末現在）



〔出所〕TASS ASSET FLOWS REPORT FOURTH QUARTER 2003（TREMONNT CAPITAL MANAGEMENT, INC.）29頁データより執筆者作成。

また，TASS社の調査によると，2003年一年間でヘッジファンドに合計（レバレッジ前）で722億ドル（約7兆9千億円）が新たに流入した[3]とされており，これは過去最高であった。この背景には，投資家の間でヘッジファンドを伝統資産中心のポートフォリオに一部組み込むことの有用性が広く認識されてきたこと，

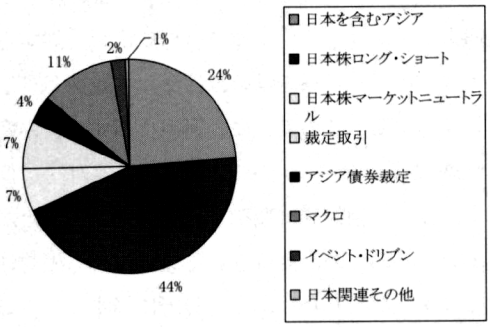
新たなヘッジファンドの設定が相次いでおり投資対象が拡大していること，伝統的な運用手法を提供してきた運用機関が収益性が相対的に高く且つ顧客ニーズも高いオルタナティブ投資商品を相次ぎ投入していること等によると思われる。

2. 日本におけるヘッジファンド

（ヘッジファンドによる日本市場への投資金額）

米国大和証券の調査によると，世界のヘッジファンドによる対日投資残高（レバレッジ後）は2003年末時点で718億ドル（約7兆9千億円）となり，昨年1年間でほぼ倍増した。内，グローバルな証券市場に投資するヘッジファンドによる対日投資額が490億ドル（約5兆4千億円）と全体の約7割を占めており，日本の証券専門に投資するファンドがこれに続き202億ドル（約2兆2千億円）となっている[4]。グローバルな証券市場に投資するヘッジファンドにとっては，地域分散投資の一貫として相対的に収益機会が見込まれると判断して日本市場への投資を増やしたと考えられる。一方，日本専門ファンドについては，日本の投資家による投資の増加も，こうした運用金額の増加に寄与したと想定される。

図表2　日本へ投資するヘッジファンド戦略別内訳



〔出所〕*Asia Hedge* March 2004 published by Hedge-Fund Intelligence に掲載された「League Tables」より執筆者作成。

（日本へ投資するヘッジファンド数）

アジアに特化したヘッジファンドに関する専門誌であるアジア・ヘッジが提供するデータベースによると，日本に特化乃至アジアに特化しつつ日本市場にも投資しているヘッジファンドは約150（実質的に同一ファンドで単位通貨が異なるものの重複を排除した実数値）存在する。このうち，日本市場に特化して株式ロング・ショート及び株式マーケットニュートラル戦略を用いるファンドが約75と半数に達する[5]。

（日本に存在するヘッジファンド運用会社数）

㈳日本証券投資顧問業協会に登録する会社の内，独立系で主に日本市場に投資し，且つオルタナティブ投資に特化した運用会社は7社ほどあり，またグローバル市場で運用する大手ヘッジファンドの日本拠点で登録している会社は3社ほどあるようである[6]。また，関東財務局のホームページによると，上記に加えて20社程度（内，投資一任契約に係る業務の認可を受けているものは1社）のオルタナティブ投資に特化した運用会社が日本に拠点を有しているようである[7]。欧米と比べれば，まだまだ数は少ないが，これは投資一任の取得条件の厳しさ，株式を売り建てるために必要な借株を実施する場合の投資顧問会社における規制等もその要因であろう。規制緩和により，投資一任業務の認可条件の1つである最低資本金が5千万円に引き下げられたこともあり，また更に規制緩和が進展することで，今後米国のようにオルタナティブ投資に特化した独立系一任投資顧問会社が増加し，投資家の選択肢が増えると共に市場参加者の厚みが増し，市場の流動性の向上等にも寄与

することが期待される。

Ⅲ．ヘッジファンドの投資戦略

ヘッジファンドの主要戦略について，投資スタイルと収益の厳選・リスク要因について概説したい。

1．株式ロング・ショート

主として先進諸国の株式市場において，様々な投資判断に基づき割安と判断される株式を買い建てる一方，割高と判断される株式を売り建てる。当該投資判断が正しく，割安・割高が是正されれば，市場全体の方向性とは無関係に収益を上げることが出来る。逆に，当該投資判断に誤りがあり，更に当該銘柄間の価格差が拡大した場合には損失となる。また，買いと売りをネットした株式市場に対するエクスポージャーは，各運用者の投資判断により一定の範囲内でかなり変更される場合が多い。従い，各運用者の運用能力を把握する場合には，市場に対するエクスポージャーに依存する部分と，銘柄選択等の投資判断による部分に分離して行うことが必要となる。

銘柄選択については，伝統的運用と同様に企業訪問等に基づく個別企業のファンダメンタルズ分析に重点を置くものが中心と思われる。前述のように日本に拠点を置いているオルタナティブ運用会社も増えてはいるが，例えば日本市場に特化した運用者の場合にはこうしたファンダメンタルズ・リサーチ目的でのみ日本に拠点を置いている場合も多く見られる。（この場合，運用関係（最終的な投資判断と発注）は海外拠点で行われる。これは，前述の通り，日本における規制の観点から，やむを得ずそうしているとの側面もある。）

各運用者は各々独自のリスク管理手法を適用しているが，多く見られるのは，ポートフォリオ全体並びに地域・セクター毎のネット・グロス（売り，買いの絶対値合計）での市場に対するエクスポージャーを一定以内に維持する，保有銘柄の流動性を管理する（通常の市場環境で何日以内に保有ポジションが売却可能かで判断），ストップ・ロス・ルールを適用する，ポートフォリオの分散の程度を規定する（組み入れ銘柄数の範囲を定める）等である。

また，伝統的運用と異なり，借株による株式ショートポジションの保有という投資行動が行われることになるが，これには買い建てのみによる運用とは異なるリスク管理（理論的に，株式売り建てのリスクはオプションの売り建てと同様無限大である等）やコスト管理（借株料等）が求められる。従い，伝統的運用のみの経験しかない運用者が，新たにロング・ショート運用を始める場合等にはこうした観点での精査が欠かせない。

2．株式マーケットニュートラル

株式ロング・ショートと同様に，様々な投資判断により上場株式の買い建て，売り建てのポジションを保有するが，1．の場合と異なり，通常ポートフォリオ全体では株式市場に対するエクスポージャーを常時ほぼゼロに維持しながら運用する。このように，運用に対する自由度が株式ロング・ショートに比して相対的に低く，また，相対的に期待リターンが低いことが多い（そのため，期待される成功報酬も相対的に少なくなる）ため，この分野に属するヘッジファンドの数は，株式ロング・ショートに比較して少ない。

銘柄選択においては，1.の様にファンダメンタルズに基づくものも多く見られるが，それに加えて各運用者が独自に開発したコンピューターモデルにより，主として一時的な価格の歪みを捉えて，コンピューターが多くの銘柄に対して自動的に注文を発注し，かなり高い回転率で運用される統計裁定取引といわれる手法もこの範疇に入る。

3. 債券裁定

債券裁定戦略の基本的な投資スタイルは，大きく分けると以下のように3つある。

・ポジティブキャリー型：相対的に高利回りの債券を買い建てる一方，主としてリスクヘッジを目的として相対的に低利回りの債券を売り建てることで，これらの間の利回り格差を主とした収益源とするものである。また，信用スプレッドの縮小も通常収益に大きく貢献する。従い，信用スプレッドの縮小が予想される局面では，こうしたタイプへの資産配分を増やすことで良好なリターンを獲得することが期待できる。

買いサイドは，社債（ハイ・イールド債含む），モーゲージ債等が中心となり，売りサイドは当該買いサイドの金利リスク等をヘッジする目的で，米国債の売り建てや各種派生商品（債券・金利先物，オプション，スワップ等）が利用される場合が多い。このスタイルの場合のリスクとしては，クレジットスプレッドの拡大，市場におけるイベントや大量の解約発生等に伴う流動性リスク（相対的に流動性リスクの低い債券を買い建てている場合が多いため）等が挙げられる。また，投資対象の中には流動性が極端に低かったり，価格評価がかなり難しいものもあり，こうした投資対象を持つヘッジファンドの投資についてはより慎重さが求められる。

・ネガティブ・キャリー型：数は少ないが，前述のスタイルとは逆のポジションをとるヘッジファンドも存在する。こうしたヘッジファンドは，基本的に米国債を買い建てる一方，相対的に利回りの高い金利商品（ユーロドル先物等）を売り建てる。これらは，各々の一時的な価格の歪みが是正されることから得られる収益が，コストであるネガティブ・キャリーを上回ると期待されるようなポジションを構築する。従い，ポジティブキャリー型の場合（相対的にはバイ・アンド・ホールド）と比べて，よりオポチュニスティックにポジションを構築したり，解消したりする場合が多い。また，ポジティブキャリー型とは異なり，市場においてイベントが発生したときに，いわゆる“Flight to Quality”の動きが発生した場合には，収益を獲得することが多い。

・レラティブ・バリュー型：主として先進諸国の債券市場で，よりグローバルな視点で割安・割高の判断と投資行為を行うファンドがこれに該当する。また，このタイプも通常オポチュニスティックにポジションを構築したり，解消したりする場合が多い。このタイプは，信用スプレッドの拡大が予想される局面でも，例えばグローバルに見て，景気動向や債券・金利市場に格差が見られる場合には，そうした局面から収益追求を目指すことが可能であり，投資妙味がある場合がある。

4. 転換社債裁定

転換社債裁定戦略では，基本的には転換社債を買い建てる一方，当該転換社債の発行企業の

株式を売り建てつつ（株価変動に伴い，売り建て株数は調整される）収益獲得を目指すのが基本的な投資スタイルである。また，転換社債が持つ金利リスクも派生商品や米国債の売り建てによりヘッジされる場合も多い。この戦略の場合も更に細かく見ていくと基本的な投資スタイルとして，大きく分けて以下の3つがある。

・クレジット依存型：主として，転換社債における社債部分のクレジット分析に基づき，割安な銘柄を買い建てる一方，株式を売り建てる。主として，当該社債価値の割安が是正されることから収益獲得を目指すもの。

・ボラティリティ依存型：転換社債が内包するオプション価値の分析に基づき，割安な転換社債を買い建て，株式を売り建てる。主として，当該オプションの割安が是正されることから収益獲得を目指すもの。

・オポチュニスティック型：上記2つのタイプと比して，より機動的にポジションを構築したり，解消したりしつつ，収益獲得を目指すもの。収益源としては，上記2つのタイプに加えて，債券市場の動き（即ち，ファンド・マネジャーの相場観により，金利リスクを一部採る）からも収益獲得を目指す場合がある。

尚，いずれのタイプもポジティブキャリーも収益源となる。

転換社債裁定取引の主なリスクは，クレジットスプレッドの拡大，金利の上昇，市場イベント発生時等の流動性リスク，個別企業のクレジットリスク，転換社債の期限前償還リスク等多岐に亘る。多くのヘッジファンドでは，派生商品等により各種市場リスクのヘッジを図ると共に，分散投資の徹底や個別企業レベルでの分析を徹底することにより個別企業リスク（個別企業のデフォルトリスク，期限前償還リスク等）のミニマイズを図っている場合が多い。

又，転換社債の発行市場の状況も当該戦略の投資環境に影響を与え得ることにも留意する必要がある。

5. イベント・ドリブン

文字通り様々な企業イベントを収益機会として獲得すべく運用される戦略である。代表的なスタイルとしては，いわゆるM&A裁定取引やディストレスト投資等がある。

・M&A裁定（リスク裁定と呼ばれる場合もある）：企業間のM&A時に，買収企業が被買収企業に対して提供するプレミアムの収益化を図る戦略である。現金による買収の場合には，当該被買収企業の株式を買い建て，買収が実行されると当該株式を買収企業に受け渡して現金を得ることで当該プレミアムの収益化を図る。株式交換による買収の場合には，買収企業の株式を借株した上で売り建てる一方，被買収企業の株式を買い建てる。買収が成立すれば，被買収企業の株式が買収企業の株式に交換されるので，これにより得られた買収企業の株式により，借株を返済することで取引が完了する。

当戦略最大のリスクは，買収が何らかの理由で破綻することである。破綻の理由は，独禁法の観点から当局により承認されない場合や，買収・合併発表後に何らかの重要事象が明らかとなり，これが原因で買収がキャンセルされる場合等がある。また，敵対的な買収の場合では，株主総会での合意が得られなかったり，買収を阻止すべく対抗案が提起される等様々な理由が考えられる。尚，米国企業等では敵対的な買収に備えるべく，予めポ

イズンピルと呼ばれる予防手段（買収のターゲットとなり，一定以上買収企業により株式が取得された場合には，被買収会社の既存株主に対して市場価格より低い価格で株式を買うことが出来るコールオプションを与える）等がとられている場合がある。

買収が破綻した場合には，保有ポジションをその時の市場価格で解消せざるを得ず，比較的大きな損失となる場合が多い。従い，当戦略の期待損益はオプションの売り建てと類似している。

また，多くの場合，噂の段階では投資対象とはならず，買収条件等詳細が公表されたM&A案件のみが投資対象となる（そうでないと適切な裁定ポジションの構築が困難）。残念ながら，買収発表時に買収条件の詳細が発表されない（後日別途発表）場合が多い本邦のM&A案件は投資対象とはなり難い。

リスク管理方法は，如何に破綻案件を避けるかに依存するところが大きい。破綻リスクを分析するため投資前の事前精査（必要に応じて弁護士等も巻き込んでの調査）が重要となる。また，ポジションを分散することや，個別M&A案件の推移についてのモニタリングと必要に応じた機敏な行動（ポジションの変更，削減等）も重要である。

過去2年ほどM&A案件数自体が従前と比較してかなり減少したことや，米短期金利の低下が，M&A裁定取引の期待リターンを引き下げてきたことも付記しておきたい。最近，M&Aが世界で復調してきたことが報道されているが，期待リターンという観点から見るとまだまだ不十分といわざるを得ないであろう。

・ディストレスト投資：破綻乃至それに近い状態であることが判明した企業が発行する有価証券に対して，投資家は一時的に過剰反応する傾向にある。このため，理論価値（例えば企業の解散価値）以下に売り込まれる場合も多く見られる。こうした過剰反応により，割安な水準となった有価証券に投資し，その後適正価格に回帰することにより収益獲得を目指す戦略である。この場合，当該企業の解散価値（投資対象証券の理論価格）は，その後の当該企業の再生計画・再生状況等により，場合によっては大きく毀損することもあり，それが，本戦略の主要なリスクである。また，投資対象証券の流動性が低い傾向にあるため，当該ヘッジファンドが各投資家に約束している解約条件とマッチしない場合には，潜在的に流動性ミスマッチのリスクを抱えていることとなる。

前述のような価格下落（毀損）リスクを低減するため，ヘッジファンドによっては当該企業の発行する異なる有価証券（株式と債券等）を，売り建て・買い建てで各々保有することで，当該有価証券間の価格の歪みの収益化を狙った戦略をとるものもある。

6. マネージド・フューチャーズ（マクロを含む）

マクロ環境分析や過去の値動き等の推移分析により，今後の様々な市場における価格の方向性を予測して売り，または買いのポジションを採る戦略である。マクロ戦略では，現物有価証券に加えて先物・オプション等派生商品も利用して様々なポジションを採る場合も多いが，マネージド・フューチャーズでは投資対象は基本的に上場先物・オプション及び為替取引に限定される。当戦略は，基本的に市場の方向性から

収益獲得を図るものであり，従い，リターンのボラティリティは高い傾向にある。尚，マクロ戦略に分類されるヘッジファンドの中には，債券裁定戦略の中で述べたレラティブ・バリュー型に類似の取引を行う場合もある。これらのファンドでは，前述の通りグローバルな視点で割安・割高の判断と投資行為が行われ，当該投資判断の根拠に様々なマクロ環境分析が利用されるからである。

当戦略の特色として以下の点があげられる。

・他のヘッジファンド戦略や伝統資産との相関が低い傾向にある。（また，市場混乱時に，比較的大きな収益を上げることが多い。こうした環境下では，極端な所謂「Flight to Quality＝質への逃避」が発生することが多いが，当戦略ではこうした局面で，米国債のロング・ポジションや株式（乃至株価指数先物等）のショートポジション，金の先物のロング・ポジション等から比較的大きな収益を上げることが可能なためである。）

・マネージド・フューチャーズの場合，その過半がシステム（クオンツ）運用であると思われ，市場における様々なトレンドから収益獲得を目指している。トレンドに対するポジションのとり方としては，所謂，順張りと逆張りがあり，また，投資対象期間の長さも日中から数日といった短期のものから，数ヶ月といった比較的長期のものまで多様である。投資対象市場についても，特定の市場に特化したものもあれば，様々な市場に分散投資するものもある。

・マネージド・フューチャーズの場合，様々な上場先物・オプションが用いられる場合が多く，そのリスクを図る手段の１つとして，想定額面に基づき計算されたレバレッジを利用するのは適切ではない場合が多い。（ボラティリティが異なる様々な上場先物の想定額面を合計してもあまり意味がない）従い，レバレッジの代替として，先物のポジションを採るために利用されている証拠金の投資元本に対する比率が広く利用されている。

・マネージド・フューチャーズでは，他のヘッジファンド戦略と比較して，ポジション開示に対してOpenな場合が多い。これは，もともとマネージド・アカウントを主体とした運用受託が中心であり，歴史的にポジションは投資家に対してガラス張りであったためである。また，投資対象が上場先物・オプションであることから，通常のヘッジファンドに比較して流動性が高い場合が多い。

・尚，マネージド・フューチャーズは日本では「商品ファンド」の形態で紹介される場合がある。この場合でも，収益の源泉はここで述べたマネージド・フューチャーズと同様である。

・最後に，世界の上場先物市場の８割超（売買高ベース）は，金融先物であることを申し添えたい。（所謂“商品”先物は２割以下）

Ⅳ．ヘッジファンド業界における機関化の動きと投資にあたっての留意点

1．機関化の動き

ヘッジファンドは元々，欧米の富裕個人の資金をプライベートで運用する形で発展してきた。1990年代の初めごろはヘッジファンドの数もまだ少なく，業界全体での受託金額も日本円換算で８千億円程度（1994年３月末現在：

TASS社データ[8]であったと推定されるが，ヘッジファンドの数が増加するに従い，受託金額も順調に増加していった。前述の通り，TASS社の調べでは2003年末現在では約7,500億ドル（1ドル＝110円換算で約82兆5千億円[9]，まで拡大したのである。これから計算すると，受託金額の伸び率は年率換算で50％を超えていることとなる（プラスのパフォーマンスによる時価ベースでの受託金額の伸び分も含む）。一方，こうした成長の過程で，何度か難しい局面にも遭遇している。1994年の米国における金融引き締めが業界にとって最初の試練であった。このときには，当時大手モーゲージ債裁定ファンドであった，アスキン社が運用するグラナイトファンドが破綻したことは知られるところである。次の試練は1998年であり，ロシア危機とそれに続くロング・ターム・キャピタルが運用するファンドが破綻に追い込まれ，護送船団式に救済されたのである。この時には，債券裁定等の他のヘッジファンドの中にも比較的大きな損失を計上したものが多く見られた。しかし，こうした難局を乗り越えることが出きたヘッジファンドはその後の市場の揺り戻しの過程で，大きく収益を取り戻したのである。

本邦においては1990年代半ば以降，大手金融機関や大手商社等一部の事業法人の中にこうしたヘッジファンド投資に取り組むところが出てきた。これは，日本経済の長期低迷による運用難が大きな背景（特に大手金融機関）だったと思われる。その後，こうした動きはその他の金融機関にも広がり，2000～2001年頃から本邦企業年金の中にも投資を始めるところが出てきた。最近では，個人投資家向けの商品も開発されている。こうした投資家層の広がりに繋がった動きとして，運用難以外にも以下のような点があげられよう。

- ヘッジファンド及びヘッジファンド運用を提供する運用機関の増加
  - ➢オルタナティブ投資に対する顧客ニーズの高まりへの対応
  - ➢手数料収益率の向上（ヘッジファンド運用の手数料は一般的に伝統的運用に比べて高い）
  - ➢優秀な運用者の引きとめ
- 伝統的運用で著名な各種指数提供会社（例MSCI，Standard & Poor's，ダウ・ジョーンズ等）による，各種ヘッジファンド指数の開発
  - ➢業界全般の運用状況把握が可能
- 年金コンサルタントによる調査と推奨の進展：年金による投資に際しては，年金コンサルタントのアドバイスや推奨が鍵となる場合も多い。年金顧客のヘッジファンド投資に対するニーズの高まりもあり，欧米日等に拠点を有するグローバル年金コンサルタントの間で，ヘッジファンドやファンド・オブ・ヘッジファンズに対する調査が進展し，推奨やアドバイスが可能となってきたことが，年金による投資の増加を後押ししている。最近では，日系のコンサルタントによる調査も進展しつつある模様であり，年金による投資に際してのプラットフォームが一層整備されることが期待される。

様々な観点での機関化の動きは今後も継続することが予想される。従い，こうした動きに対応できるか否かで今後の各運用者にとってのビジネス拡大の有無が左右される可能性が高い。その結果業界における寡占化の動きも進む可能性が高い。

2. 投資にあたっての留意点

ヘッジファンド投資にあたっては，デューデリジェンス（事前精査）及び投資後のモニタリングが極めて重要である。ここではこうした点について述べたい。

・事前精査：

➢初期スクリーニング：ヘッジファンドはグローバルで6～8千程度存在するとも言われており，その全てを精査することは物理的にも不可能である。従い，多くのヘッジファンド投資家は業界データベース等を活用し，パフォーマンス・リスク・受託資産額といった定量データである程度数を絞りこむことが必要となる。但し，こうしたデータベースが全てのヘッジファンドを網羅しているわけではなく，また優良なファンドほどデータベースに自身のデータを提供するインセンティブが少ないため，掲載されていない場合も多い。また，ほとんどのヘッジファンドは私募形式で提供されていることから，業界にネットワークを持たないと，こうしたデータベースに掲載されていない優良なヘッジファンドのフローにアクセスすることは難しい。

➢デューデリジェンス：ファンドマネジャー及び関係者との間で複数回の面談を実施し，多角的に精査することが必要である。主な調査項目としては，以下のようなものがあげられよう。

◇運用会社並びに主要人物の経歴

◇運用会社の組織体制，ビジネス全般，経営戦略

◇運用手法と強み・弱み（収益源とリスク要因），ポートフォリオ分析，パフォーマンス等定量分析

◇ファンド関係者（監査法人，プライムブローカー，管理会社，弁護士等）を通じたリファレンスチェック

◇各種契約書（目論見書，定款，監査報告書，運用契約書等）のチェック

◇NAV算出プロセス

◇投資条件

・投資後のモニタリング：週次，月次，四半期，年次等様々な周期で継続的なモニタリングが重要である。この過程で，何らかの不審な点，納得が行かない点が見出された場合には，徹底的な調査とそれに基づく意思決定（投資継続の有無）がなされるべきである。

➢週次：パフォーマンス（同種戦略の他のマネジャーやヘッジファンド指数との比較も必要，また市場環境との対比も必要）のモニタリングが中心で，必要に応じてポートフォリオの内容等を確認し，その裏付けをすることが必要

➢月次：パフォーマンスのモニタリングに加えて，運用会社から提供される月次報告書の分析等を実施

➢四半期毎：運用会社との面談の実施，より詳細なリスク・パフォーマンス分析等を実施することで，運用状況のより深い理解とスタイルドリフトの有無の把握等に努める必要がある。

➢その他：監査報告書の分析や定期・非定期投資家総会にかかわる決議への参加等が求められる。

こうした投資前のデューデリジェンスと投資後のモニタリングは，業界ネットワークや経験，またかなりの専門性と手間が要求される。また，多くのヘッジファンド運用者は英語圏に

存在しているため，こうした業務を遂行するにはそれなりの英語力も要求される。従い，本邦投資家の間では，こうした専門業務を遂行する者（ゲートキーパーと呼ばれることも多い）が運用するファンド・オブ・ヘッジファンズへの投資を通じて，ヘッジファンドに対するエクスポージャーを獲得する場合が多く見られる。

V．プライベート・エクイティ投資の概要

プライベート・エクイティの投資スタイルについては前述したので，ここでは投資の特徴や市場環境等につき概説したい。

・投資誓約（コミットメント）とキャピタルコール：プライベート・エクイティ投資の場合，通常投資決定時に全ての投資資金を払い込むのではなく，投資誓約（コミットメント）金額のみが当初決定される。当該投資ファンドの募集終了時に通常第一回目のキャピタルコール（現金の支払い要求）があり，投資誓約額内の一部の支払いが要求される。その後は，当該投資ファンドにおいて投資対象案件が発生する都度，各投資家に対して支払いが要求（支払い要請後，１週間前後以内の支払いが必要）される。このように，いつどれだけの支払い要求があるかが事前にわかり難いこと，また投資成果の分配についても同様にいつどれだけの入金があるか事前にわかり難いこと，そして投資期間が長期に及ぶこと等から，為替のヘッジは難しく，本邦投資家の海外ファンド投資に際しては，為替リスクにさらされることとなる。

・Ｊ－カーブ効果：前述の通り，プライベートエクイティファンドへの投資の場合，設定当

図表３　米国及び欧州プライベートエクイティリターンの平均値

米国プライベート・エクイティ・リターンの平均値 対S&P 500			
	過去５年	過去10年	過去15年
ベンチャー・ファンド[1]	25.7%	25.4%	16.5%
バイアウト・ファンド[1]	1.4%	8.1%	12.3%
メザニン[1]	6.4%	7.9%	9.6%
プライベート・エクイティ全体[1]	6.7%	13.3%	14.2%
S&P 500[2]	2.1%	10.2%	11.8%

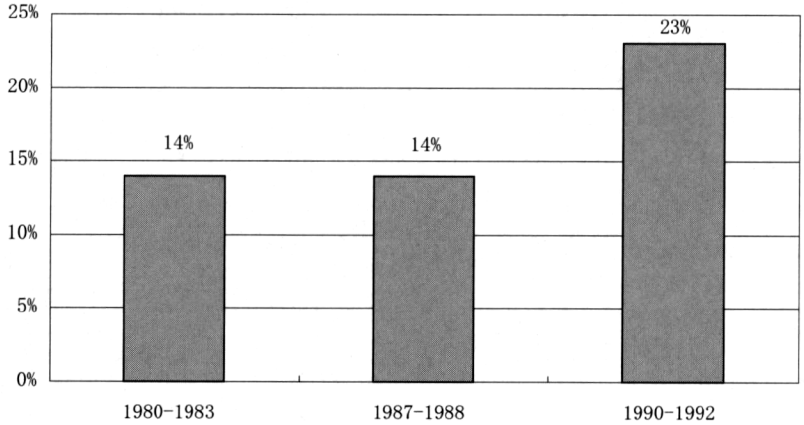
欧州プライベート・エクイティ・リターンの平均値 対MSCI Europe			
	過去５年	過去10年	過去15年
ベンチャー・ファンド[1]	4.1%	10.0%	8.8%
バイアウト・ファンド[1]	10.7%	12.8%	12.2%
ジェネラリスト[1]	7.5%	14.9%	9.1%
プライベート・エクイティ全体[1]	8.3%	12.4%	10.3%
MSCI Europe[3]	0.1%	7.9%	9.4%

（注）１）出所はベンチャー・エコノミクス・インフォメーション・サービシズ。プライベート・エクイティ・リターンは2003年９月30日までの期間について年率複利で計算されており，手数料・成功報酬控除後の投資所有期間利回り。プライベート・エクイティのパフォーマンスの数字は，ベンチャー・エコノミクス・データベースの数字に基づき，米国については資金募集されたファンド全体の35％で構成されており，出資誓約基準では全体の61％に相当。また，欧州については各々50％，及び59％で構成されるプライベート・エクイティ・ユニバースノサンプルから計算。投資家とジェネラル・パートナーから集められたキャッシュ・フローは，パートナーシップが保有する純資産価額を考慮に入れ，現金流出入基準の内部収益率を計算するために用いられている。内部収益率は月次現金流出入，年次時価評価を使用して年率換算複利により計算されたもの。公開株式市場のリターンは，通常時間加重収益率で表わされるが，プライベート・エクイティのリターンは，内部収益率（IRR）または，金額加重収益率で表わされる。従い，公開株式市場のリターンとプライベート・エクイティのリターンを直接比較する際には注意が必要。

２）出所はデータ・ストリーム。2003年９月30日付けの地域別年率複利のパフォーマンスで配当金の再投資収益を含む。この計算は過去５年，10年，15年のS&P 500リターンの年率換算によるもの。

３）出所はMSCIインフォメーション・サービシズ。2003年９月30日付けの地域別複利パフォーマンスで配当金の再投資収益を含む。この計算は過去５年，10年，15年のMSCIリターンの年率換算によるもの。

図表4　米リセッション時に組成されたプライベートエクイティファンドの平均リターン



〔出所〕ベンチャーエキスパート社データ。

初数年間は経費先行となり，通常マイナスリターンとなる。調査によると，プライベートエクイティファンドがブレイクイーブン（経費先行後，パフォーマンスが水面上に浮上するまで）までに要する期間は，平均してベンチャーキャピタルファンドで5.4年，非ベンチャーキャピタルファンド（バイアウト等）で5.6年となっている。早いものでも，各々2.5年，3.5年程度となっており[10]，こうした期間はマイナスリターンとなることを投資家は覚悟しなければならない。

・リターン特性：

図表3は2003年9月末までの様々な期間について計算された欧米におけるプライベートエクイティ投資の株式市場のリターンに対する超過収益を計算したものである。過去5年については，ITバブル崩壊の影響を主因にやや低いリターンとなっているが，長期間で見ると大幅な超過リターンを獲得してきたことがわかる。こうした超過リターンは，長期投資となることや投資対象の流動性の低さ等リスク・デメリットの対価とも考えられる。こうしたデメリットを認識しつつ，欧米年金基金では，その保有する長期負債とのマッチングという観点も踏まえて，ヘッジファンドよりもむしろ，一定の割合をプライベートエクイティ投資に割り当ててきた。本邦年金の間でもこうした考え方が広がりつつあるようである。

・投資家の内訳：米国のプライベートエクイティファンドでは，全体の約四分の一が年金による投資であり，次いで大学基金・財団等が21%でこれに続いている。一方，欧州では年金が全体の約16%，保険会社が約14%，ファンド・オブ・ファンズが約13%，政府機関が約11%と米国に比較して投資家層が多岐に亘っていることが特徴である。また，投資家の平均的なプライベート・エクイティへの資産配分比率は，北米の投資家平均でポートフォリオ全体の約8%（大学基金・財団で14%強，企業年金で約7%，公的年金で約6%），欧州で5%弱となっている[11]。

・市場環境：ITバブル崩壊後，プライベート・エクイティ投資のリターンも，公開市場同様に低迷したことから，プライベート・エクイティ投資の有用性や今後の市場環境につ

いて懐疑的な見方もあるようである。しかし，歴史的に見ると，バイアウト投資は景気の良くない局面が最も魅力的な投資時期であったことがわかる。例えば，1980～83年，87～88年そして90～92年に投資したバイアウトファンドが，公開株式市場と比較して最も優れたリターンを生み出した。この理由の1つとして，こうした時期は，バイアウトファンドは相対的に割安な値段で投資対象企業を見出して投資することが可能であったことがあげられる。平均的なバイアウト投資が，投資対象企業のEBITDA（金利・税金・償却前利益）の何倍で実施されたかというデータで見ると，2002年は平均でEBITDAの6倍程度であったが，1998年はこれが約8倍であった[12]。こうした観点から見ると，ITバブル崩壊後数年の間に設定されたファンドは将来良好なリターンを提供する可能性があると思われる。

実際の投資にあたっては，プライベート・エクイティでは投資タイミングを計るのが非常に難しいこともあり，継続的に一定期間毎に投資を継続していくことが最適な投資アプローチと思われる。そして，ポートフォリオにおける位置付けは，リスク低減を図りつつ長期的にみたポーフォリオのリターン強化を図るためとすべきであろう。

- EXIT環境（投資資金回収環境）：戦略的に企業買収等を手がける買い手が増加していることから，投資資金回収に関する環境も改善している。プライベート・エクイティ投資における資金回収というと，IPO（新規公開）が念頭に浮かびがちであるが，実際にはIPO以外での資金回収も多く見られる。実際ITバブル崩壊後には，IPOによる資金回収は困難となったが，一方，M&Aによる資金回収は可能であった。このように，IPOは資金回収にとって不可欠なものでは必ずしもない。
- 尚，本年12月より海外で設定されたリミテッド・パートナーシップや投資事業有限責任組合も「みなし有価証券」として証券取引法の対象となる予定である。これにより日本におけるプライベート・エクイティ投資が拡大する環境が整う一つの契機となることが期待される。

Ⅵ．まとめ：オルタナティブ投資業界の課題

前述の通りヘッジファンド業界全体は機関化の流れがあるとは言え，昨年見られたような，米国における特定の投資信託が特定のヘッジファンドに対してのみ他の投資家と異なるメリットを提供していた問題が露呈したケースや，時価評価の困難な有価証券を中心に運用されているヘッジファンドで時価評価の問題が大きく顕在化した場合など，問題も見られた。こうしたケースでは，例えば米国では規制当局（SEC（証券取引委員会）やCFTC（商品取引委員会））が迅速に対応してきた。ヘッジファンドの場合，規制が緩い云々もよく喧伝されるが，実際には，運用者の多くは各国当局に投資顧問登録等をしており必要に応じ当局の監査等を受けると共に，ファンド自体はケイマン諸島等のオフショアに設定される場合が多いが，こうしたファンド自体も各オフショア当局の管理下にあるのが実態であり，まったくの野放し状態で運用されているというのは多くの場合誤解である。但し，一部の運用者の中には問

題を起こす場合も過去に見られたのは事実であるので，投資前のデューデリジェンスや投資後のモニタリングが重要であることは前述の通りである。

オルタナティブ投資の広がりは，様々な点でメリットをもたらすものと考える。投資家の視点で見れば，投資対象の広がり（投資対象選択肢の拡大），収益源やリスク要因の分散とそれに伴うポートフォリオ全体のリターンの安定化等が期待できる。また，様々な運用スタイルを持つ運用者が増えることもプラスのはずである。市場の視点から見れば，以前ヘッジファンドは市場を混乱させる悪者のようなイメージが持たれていた場合も少なくなかった。現在も市場が大きく下落した局面等でヘッジファンド悪者論が云々されるケースがあることは事実であるが，実際には市場に流動性を提供するという側面もあり，個別銘柄ではマイナスに作用するケースがあるにしても，市場全体に対してはむしろプラスに作用しているであろうと思われる（例えば日本株ロング・ショートファンドの大半は市場中立乃至ロングバイアスで運用しており，全体では市場に対してプラスに寄与（買いの方が売りより多い）しているであろう）。

運用者の立場で考えても，多様な環境・投資スタイルで切磋琢磨して運用スキルを磨くことが可能となり，また成功報酬の導入が進むことで，従来以上に投資家との利害が一致することもプラス要因であろう。

日本でもこうした流れが進展し，米国のように多くのブティック型ヘッジファンド運用者が活躍することが期待される。こうした流れを後押しするため，当局の一段の規制緩和とルールの整備も求められよう。

注

1）厚生年金基金連合会　中村明弘氏「オルタナティブ投資の日米比較：日本のオルタナティブ投資の実態」より
2）TASS ASSET FLOWS REPORT FOURTH QUARTER 2003（TREMONNT CAPITAL MANAGEMENT, INC.）5頁。
3）TASS ASSET FLOWS REPORT FOURTH QUARTER 2003（TREMONNT CAPITAL MANAGEMENT, INC.）3頁。
4）『日経金融新聞』2004年3月23日付第一面。
5）*Asia Hedge* March 2004 published by HedgeFund Intelligence に掲載された「League Tables」より。
6）『投資顧問』No.33，2004（平成16年1月20日発行，㈳日本証券投資顧問業協会）
7）財務省関東財務局ホームページ（http://www.mof-kantou.go.jp/kinyuu/touroku/toushikomon.htm）
8）*TASS ASSET FLOWS REPORT FOURTH QUARTER 2003*（TREMONNT CAPITAL MANAGEMENT, INC.）24頁。
9）TASS ASSET FLOWS REPORT FOURTH QUARTER 2003（TREMONNT CAPITAL MANAGEMENT, INC.）5頁。
10）*Private Equity International*, February 2004.
11）*Venture Economics*（TFSD）/NVCA "Commitments per Fund Investor Type, All Private Equity, 1.1.02 to 12.31.03", *EVCA 2003 Yearbook*, Pricewaterhouse Coopers，及びGoldman Sachs & Co. and Frank Russell Company Report on Alternative Investing 2001.
12）プライベート・エクイティ・アナリスト社データ。

（メリルリンチ・インベストメント・マネージャーズ運用部ディレクター）