

オルタナティブ投資の在り方について⁽¹⁾

平井友行

1. 問題意識

我が国においては、バブル崩壊以後の長期間にわたる低金利が継続する中、「貯蓄から投資」へという大きな流れをともなって、個人が投資意欲を高めている。

その最たるものが投信残高の急増であり、社団法人投資信託協会によれば、2007年7月末現在、その残高は約119兆円にも及ぶという（公募投信約82兆円、私募投信約36兆円）⁽²⁾。

公募投信の内、契約型公募投信は約79兆円であるが、三年程前までは、その残高が約40兆円前後であったことを考えると、約二倍に膨れ上がったことになる。

円安傾向も手伝い外債・外株へ投資する投信は純資産を大きく伸ばしたし、分配型と言われる毎月・隔月毎に配当を恰も年金の様に分配する投信も人気を呼んでいる。

投資関連に関する本も専門書から一般書まで並び、ダイエット・パソコン関連と並び、個人の生活にも大きく関わりを持つものとなってきている。

本稿では、かかる環境下、最近期、個人の資産運用においても、少しずつ取り上げられるようになったオルタナティブ投資について論じてみたい。

「絶対リターンを追及する」、「市場の上下に関わらず、安定的にリターンを確保することができる」、「米国には、ヘッジファンドに関する多くのプロフェッショナルなファンド・マネジャーが存在して運用能力はきわめて高い」等々オルタナティブ投資については様々なフレーズで表現される。

いずれも、オルタナティブ投資の一面を表現していることに誤りはないが、一般生活には馴染まない「絶対リターン」という表現が「絶対に」リターンが確保される」と困った勘違いをされるケースもある。「マーケット・ニュートラル」という言葉使いも、どのような市場環境でも市場の動きに関係なくプラスの安定的なリターンが確保されることがあたかも保証されているような気分になることも多いようだ。

こういった環境の中、本稿では、オルタナティブ投資を我が国において先行的に開始した確定給付型企業年金運用の運用手法の在り方を参考にしつつ、今後、個人がオルタナティブ投資に取り組むにあたって冷静に留意すべき点を抽出していきたいと思う。

(1) 本稿は、実務家の方々との議論がベースとなっている。また、作成段階では、多くの方々からご批判やコメントをいただいた。特に、本年9月の日本FP学会では、フローアの皆様から貴重なコメントをいただいた。加藤寛千葉商科大学名誉学長には何時ものことながら、大変お世話になった。この場を借りて厚く御礼申し上げたい。

(2) 社団法人投資信託協会ホームページ <http://www.toushin.or.jp/result/backno/chart.html>（投資信託の全体像）

2. 退職給付会計と確定給付型年金運用の課題

我が国においては、2000年度以降、退職給付会計導入、株式市場低迷による運用パフォーマンスの低調が継続する中であって、確定給付型企業年金の運用の在り方については、実務上、実に様々な工夫がなされてきた。

株式市場のボラティリティがそのまま確定給付型年金運用のトータル・リターンに投影されてしまうことから、投資対象を株式、債券等の伝統的資産から、ヘッジファンド、プライベート・エクイティや不動産投資等のオルタナティブ投資を増大させたりすることで、市場の上下動に影響されずに安定的な収益を確保しようとすることもあった。

予定利率の引き下げや給付水準の引き下げを実施し、退職給付債務の減少を図るような、年金制度そのものを負債サイドから変更しようとするケースもあった。

2003年度以降、株式市場が増勢に転じる中、年金運用のリターンはプラスに転じ、特に、2005年度の好パフォーマンスによって年金問題は解決したといわれることもあるが、このことそのものは、株式市場の変動にいまだに企業収益が現在においても影響を強く受けるということであり、年金運用の基本的なフレームワークの見直しが進んでいるとはいえない。株式市場が低調になればまた「年金問題」が再び浮上することとなる⁽³⁾。

要するに、これまでの確定給付型企業年金のアセット・アロケーションが内外債券、内外株式等の四資産による国際分散投資を図ろうとしていたのだが、グローバル経済への移行過程で、分散の効果が当初想定していた程には有効に機能しなくなったこと、それゆえに、年金運用のトータル・リターンもボラティリティも、保有内外株式のリターンとボラティリティで説明がつくようになってしまっているということなのである。

筆者は、このような確定給付型年金運用の問題は、想定している前提の置き方、具体的には、本来の年金運用の運用目標に照らして現状のアセット・アロケーション（基本政策アセット・ミックス）の決定方法に課題があるのではないかと考えている。ただ、本稿ではその課題に対して論じるのではなく、恰も、これらの課題を解決するべく登場してきたオルタナティブ投資を実施するにあたって、どのような留意点があるのかといったことについて触れていきたい⁽⁴⁾。

オルタナティブ資産は、伝統的資産に対してどの程度保有することがよいのか？それを決定するにあたってはどのようなことに留意すべきなのか？伝統的資産同様のミーン・バリエーション・アプローチによる最適化計算でよいのか？更に、伝統的資産と比較してその他にはどのようなことに留意しなければならないのか？というようなことが主たるテーマとなる。

(3) 退職給付会計導入によって、企業年金の所謂「隠れ債務」が明確になり、企業は年金制度を変更する等の諸施策を矢継ぎ早に打ったが、経営上の認識を越えた大きな「数理計算上の差異」が発生するリスクをおさえきれていないということを意味している。

(4) 本来の年金運用の運用目標に照らして現状のアセット・アロケーション（基本政策アセット・ミックス）の決定方法がどのような課題を抱えるかについては、平井（2006）を参照。

3. オルタナティブ投資と基本政策アセット・ミックス

(1) 基本政策アセット・ミックスの前提条件

いわゆる確定給付型企业年金運用において、ベースラインポートフォリオとして、基本政策アセット・ミックスを策定するにあたっては、投資対象資産に関するリターン、リスク、対象資産間における相関係数を事前に設定しておかなければならない。

基本政策アセット・ミックス策定段階で必要とされるリターンは、将来に向けての予測数値である。リスク・相関係数については、過去のヒストリカル・データを活用することが一般的である。

一方で、リターン予測については、その予測精度を引き上げるべく、単に過去のリターンのデータセットを取り上げるだけではなく、様々な工夫がなされている。

マクロ経済状況から投資対象資産のリターンを予測する方法、投資対象資産にはそれぞれリスク・プレミアムが存在することを前提として、期待インフレを予測した上で、リターン数値の予想を実施する「ビルディング・ブロック方式」等々である。

上記は、基本政策アセット・ミックス策定の前提条件を設定する一般的なプロセスであるといえるが、オルタナティブ投資をするにあたってもこのようなプロセスを適用することが可能なのであろうか？

(2) 確定給付型企业年金におけるオルタナティブ投資の実態

ヘッジファンドのリスク・リターンを検討する折に詳細に論じるが、一般的に、オルタナティブ資産の期待リターン・リスク・相関係数は、内外株式、内外債券等の伝統的資産に比較して魅力的に設定される。その上で、上記の基本政策アセット・ミックスを策定するように最適化計算を実施した場合、オルタナティブ資産への「最適な」資産配分は相当に大きなものになってしまう。

そもそも、確定給付型年金運用の内外株式、内外債券といった伝統的資産のリスクは、リターンの持つ正規分布性を前提として、そのブレ幅、平均からの乖離幅で表現されている。

しかしながら、ヘッジファンド等では数年に一度のイベントリスク発生時には想定以上の暴落を経験する等リターンの正規分布性を前提に出来ないところがある。

また、オルタナティブ投資には、ヘッジファンドにせよ、プライベート・エクイティにせよ、市場性資産ともいえる伝統的資産とは質を事にするリスクが潜んでいる。何といてもその低流動性である。

結果として、我が国におけるオルタナティブ投資に最も積極的な企業年金であっても、その資産配分は定性的に決定される傾向にあり、現在では5-10%が一般的な水準であるといえる。企業年金の受託者責任の一つの根幹が、正確に給付を実施していくという観点であることから、流動性に乏しいオルタナティブ投資を実施するにあたっては、成熟度等負債特性を考慮にいれた判断がなされやすいのが実態である。

4. オルタナティブ資産の特性と運用手法

確定給付型企业年金におけるアセット・アロケーション決定方法は、最適化計算によって「最適な」資産配分が導出されるがごとくであるものの、実際的には、資産特性を踏まえると、最適計算そのものが馴染まない可能性があることを示した。

オルタナティブ投資において資産特性（リターン・リスク・相関係数）を把握することが如何に重要かということについて、ここではヘッジファンドを一つの例に取りつつ、示していきたい。

(1) ヘッジファンド

世界のヘッジファンド市場は、1990年代以降、プライム・ブローカーの存在等運用プラットフォームの整備、ファンドオブファンズによる最終投資家への目利きの存在等を経て、拡大してきている。

特に、2000年以降は、三年連続での株式相場の低迷、我が国はじめ低金利が全世界的に常態化する中で、絶対リターンへの需要が急増し、ヘッジファンドは更なる拡大を見せている。正確な統計数字を取るのが難しいところではあるが、ヘッジファンド業界全体で預かり資産は既に1兆ドルを超えているとのことである。

そういった市場規模にいたった現在においても、伝統的資産との比較において、ヘッジファンドは流動性、透明性や分散投資といった意味で厚みをもった市場と想定することは難しいと思われる⁽⁵⁾。

(2) ヘッジファンドのリスク・リターン・相関係数

政策アセット・ミックス策定において、リターン・リスクの前提条件の置き方には十分に注意を払う必要がある。リターン数値を置く上で、過去のヒストリカル・リターンからヘッジファンドの「平均的な」リターンを導出することは非常に誤解を孕んだ結果を呼び込むこととなる。

ヘッジファンドに関するインデックスも相応に整備されつつあるものの、個人商店的な発展経路を持つ個別のヘッジファンドはいつ創業されいつ廃業されたかも分からないような種類のものも多く、インデックスの中には良好なパフォーマンスを継続することのできたファンドのみが平均化されるという所謂「サバイバル・バイアス」が生じているともいえる。リスク・プレミアムといった概念で投資対象資産間の持つリターン（ベータ）の関係を一義的に結び付けようとするのもヘッジファンドにあっては難しい。ヘッジファンドの多くは、マーケット・ニュートラルであり、そういったベータを消すことによってアルファを直接的にアクティブに抽出しようとしている種類の性格を有しているともいえるからである。

伝統的資産のアクティブ運用において、安定的なアルファを高いIR（Information Ratio）を維持しながら、創出することは、難しいことであるのは勿論のこと、企業年金

(5) これ以外にも、ヘッジファンド業界において最近期話題になっていることとしては、1兆ドルを超える資金流入が続く中、運用戦略の柔軟性の低下とアービトラージポジションの減少による運用キャパシティ論が存在する。

運用の政策アセット・ミックスにおいて中長期的に複合ベンチマークに対して1%の超過リターン (α) を得ることも至難の技であるといえる。

アクティブ運用として α を直接抽出しようとするヘッジファンドのリスク・リターン特質を幾つかの要素で表現すれば、超過収益のレベル、IRの水準、高い運用報酬等といったことになるのであろう。超過収益 (α) 創出の鍵が運用機関のマネジャーのスキルに結果的にも大きく依存するとすれば、高い運用報酬等を差し引かれた実質的に投資家に返されるリターンは意外にも低いものではないかと思われる。機関投資家の中には、債券の期待収益を上回れるかどうかというところにヘッジファンドリターンを置く投資家もある⁽⁶⁾。運用業務に携わる実務家としては漸く理解できる数字ではあるものの、一般の投資家にとっては違和感のある数字ではないであろうか？

ただし、伝統的資産との間に相関関係の低さは、魅力的である。効率的フロンティアの左上方へのシフトを永遠のテーマとする投資家にとってヘッジファンド投資による分散は最も重要な投資手法であるともいえるのである。

とはいえ、伝統的資産との相関関係には注意が必要である。ヘッジファンド個別の戦略は伝統的資産の市場に影響を及ぼす様々なファクターに影響されている⁽⁷⁾。

ヘッジファンドは、絶対リターンを追及する資産であるが故に、特に下ブレのリスク回避に傾倒する、伝統的資産の標準偏差では、上ブレも下ブレも、リスクとして認識されるが、ヘッジファンドにおいては、ダウンサイドデビエーションがポイントでそれを如何に抑制するかがマネジャーのスキルに依存することとなる⁽⁸⁾。

(3) ヘッジファンドへの投資とファンドオブファンズ

ヘッジファンド投資にはシングルファンドへ投資するものとファンドオブファンズに投資するものがある。企業年金のような機関投資家であったとしても海外を主たる活動先とするシングルファンドへ投資することは相当に難しく、結果的にはゲートキーパーの役割を担うファンドオブファンズを経由としての投資とならざるを得ないのが現状である。そういう意味では、個人でヘッジファンドへの投資をする場合には、ファンドオブファンズへの投資が主となることであろう。

ゲートキーパーを間に挟むことによって、追加的な手数料が更に発生することは手数料控除後のリターンを減じることになるが、その手数料を払うことを拒否すれば、シングルファンドの運用機関（運用者）によってリターンの差が非常に大きく発生する特性から、優れたヘッジファンド群に合うことは相当に難しいであろう。更に、ファンドオブファンズに投資することにはヘッジファンドの個別戦略間の分散という意味も有しているのである。

(6) 山口 (2005), pp306.

(7) 特に、ロシア危機などに代表されるように、グローバルベースで大きなイベントリスクを生じたときには、伝統的資産とともに、最も大きな打撃を受けてしまうのもヘッジファンドの弱点の一つであるといえるのではないか？

(8) 優れたヘッジファンドマネジャーは、短期資産に対する超過収益率を標準偏差で除したシャープレシオも、短期資産に対する超過収益率を下方偏差で除したソルティノレシオといった運用効率指標は高い水準となる。

(4) プライベート・エクイティの資産特性

ここまでは、ヘッジファンドの資産特性について論じたが、同じく、オルタナティブ投資の代表格であるプライベート・エクイティのリターン・リスクはどのように捉え得るのか。ヘッジファンドに比較すれば幾分かその資産特性を理解するのは容易かもしれない。「エクイティ」であるものの、上場株式に比較すればはるかに低流動性であることを考慮にいれれば、より高いリスク・プレミアムが要求されることは当然であるものと考えられる。

一方、リスクにいたっては、時価評価が実態的に不可能であることから、表面上は、大きなリターンのブレ幅が無いように考えられがちであるが、上場株式に比較すれば、やはりより大きなリスクをかかえていると考えられるであろう。

同じ「エクイティ」であるものの、上場株式とプライベート・エクイティはリターン・リスクといった観点からも、流動性・時価評価という観点からも、恐らく、相関は債券に比較すれば高いものの、大きく異なる資産クラスともいえるのである。

当然に、リスク・リターンプライファイルの異なる資産クラスを最適化計算の中に入れば、効率的フロンティアは左上方にシフトする。

しかしながら、このプライベート・エクイティも、未公開株式への強い経営コミットメントによる企業価値向上の成否にリターンの源泉があることからGPの能力に大きく依存したアセットクラスであることは、他のオルタナティブ投資と同様である。

5. オルタナティブ投資の在り方について

本稿では、我が国において、最も先端的にオルタナティブ投資を実施している企業年金の投資に対する考え方を踏まえて、今後、個人がその資産運用において、オルタナティブ投資を検討する上で留意すべき点を抽出しようとした。

確定給付企業年金においては、ベースラインポートフォリオとしての基本政策アセット・ミックスを策定するにあたっては、投資対象資産に対して、リスク・リターンを置き、最適化計算を実施する。内外株式、内外債券のような市場性の投資対象資産のリスク・リターンを導出するにあっても、その資産の持つ特性を十分に理解するように配慮されている。

オルタナティブ投資において、最近期、我が国で喧伝されているフレーズにはその資産特性を十分に検討すること無く、過去のヒストリカルトラックレコードなどをベースに投資が行われることが多い。

確定給付型企業年金のような機関投資家ですら、例えば、ヘッジファンドの持つリターン・リスク特性については、非常に詳細な検討を施し、投資を実施しようとしている。個人投資家にとっては、ヘッジファンドにおいてもファンドオブファンズの投資が限界だとした場合、個別のシングルファンドの運用機関選択は専門的なゲートキーパーに依存せざるをえない。

ただ、しかし、自身のポートフォリオを構成する場合には、現資産であるシングルファンドが総体としてどのような特性を有する投資対象群であるかを十分に検討する必要がある。

最近期、生じているサブプライム問題も、証券化という手法を通じて、原資産の特性を

変化させた、恰も、原資産の特性を離れた、リスク・リターン商品が出来上がるような誤解の中で問題が深くなりはじめている。更に、過剰流動性を背景にレバレッジを生じることで、表面上のリスク・リターンは大きく生じているように見えるというものである⁽⁹⁾。

伝統的資産の分散投資においても、最適化計算によって「魔法の」資産配分が導かれるわけではないこと、やはり、内外株式、内外債券といった伝統的資産の持つリターン・リスク特性を十分に把握するといった投資対象の検討が重要である。

オルタナティブ投資といっても、何か特別な資産がある日突然生じたわけではないこと、何といっても、資産の持つ特性についてじっくりとした検討を経て初めて投資対象となることを我々は肝に銘じて置くべきではないであろうか？

以上

参考文献

大塚明生他 (2005), 『続オルタナティブ投資』 金融財政事情研究会

大塚明生 (2007), 『資産運用会社のビジネスモデルとモジュール戦略』 金融財政事情研究会

渋澤健 (2006), 『これがオルタナティブ投資だ』 実業之日本社

平井友行 (2005), 「実務家が答える年金基金資産運用相談室」 書評『証券アナリストジャーナル』 2005年10月

平井友行 (2006), 「退職給付会計導入が我が国確定給付型年金運用に与えた影響と確定拠出型年金を含む個人資産運用の在り方への示唆」『千葉商大論叢』 第44巻第3号。

森平爽一郎 (2003), 『 α の追求』 金融財政事情研究会

山内英貴 (2006), 『オルタナティブ投資入門』 東洋経済新報社

山口登 (2005), 『年金基金資産運用相談室』 東洋経済新報社

Jaeger. L (2002), *Managing Risk in Alternative Investment Strategies*, Pearson Education Ltd.

(みずほ信託銀行運用ソリューション室訳『オルタナティブ投資のリスク管理』 東洋経済新報社, 2005年)

(9) 今後の展開は全く予断を許すものではないが、コーポレートのローンを原資産とする CLO は昨今の市場環境の中にあっては、現段階においては、それほど大きな変化を生じていないという。

〔抄 録〕

本稿では、最近期、個人の資産運用においても、少しずつ取り上げられるようになったオルタナティブ投資について論じてみたい。「絶対リターンを追及する」等々オルタナティブ投資については様々なフレーズで表現される。こういった環境の中、オルタナティブ投資を我が国において先行的に開始した確定給付型企业年金運用の運用手法の在り方を参考にしつつ、今後、個人がオルタナティブ投資に取り組むにあたって冷静に留意すべき点を抽出しようとした。

オルタナティブ投資において、最近期、我が国で喧伝されているフレーズにはその資産特性を十分に検討すること無く、過去のヒストリカルトラックレコードなどをベースに投資が行われることが多い。確定給付型企业年金のような機関投資家ですら、例えば、ヘッジファンドの持つリターン・リスク特性については、非常に詳細な検討を施し、投資を実施しようとしている。個人投資家にとっては、ヘッジファンドにおいてもファンドオブファンズの投資が限界だとした場合、個別のシングルファンドの運用機関選択は専門的なゲートキーパーに依存せざるをえない。ただ、しかし、自身のポートフォリオを構成する場合には、現資産であるシングルファンドが総体としてどのような特性を有する投資対象群であるかを十分に検討する必要がある。

最近期、生じているサブプライム問題も、証券化という手法を通じて、原資産の特性を変化させた、恰も、原資産の特性を離れた、リスク・リターン商品が出来上がるような誤解の中で問題が深くなりはじめている。更に、過剰流動性を背景にレバレッジを生じることで、表面上のリスク・リターンは大きく生じているように見えるというものである。

伝統的資産の分散投資においても、最適化計算によって「魔法の」資産配分が導かれるわけではないこと、やはり、内外株式、内外債券といった伝統的資産の持つリターン・リスク特性を十分に把握するといった投資対象の検討が重要である。オルタナティブ投資といっても、何か特別な資産がある日突然生じたわけではないこと、何といたっても、資産の持つ特性についてじっくりとした検討を経て初めて投資対象となることを我々は肝に銘じて置くべきである。