

## (年金運用)：オルタナティブ投資を成功に導くための6原則

既存のアクティブ・マネージャーが利用しない投資手法や投資対象を用いて運用を行うオルタナティブ投資は、高い超過リターンが期待できることから、わが国の年金基金でも関心を抱いている。しかし、場合によっては大きな損失の恐れもある。オルタナティブ投資を成功に導く原則を、今回はまとめてみた。

1998年のロシア危機に始まる想定外のクレジットスプレッド拡大の影響で、LTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）は、約40億ドルもの巨額損失を計上した。このファンドは、現在のヘッジファンドの運用手法の一つであるコンバージェンス・アービトラージという手法を利用していた。これは、厳密な意味でのアービトラージ（裁定取引）ではなく、2つ以上の証券の一時的な価格乖離を利用して、割高なものを売り、割安なものを買うポジションを持ち、価格の乖離幅が通常に戻った時に手仕舞う戦略であったが、目論見が外れたものである。

オルタナティブ投資は、既存のアクティブ・マネージャーが利用しない投資手法（レバレッジや空売りなど）や、リスク特性が異なる投資対象（不動産やコモディティなど）に投資することにより、伝統的資産だけでは得られない分散投資効果があり、高い超過リターンを追求できると言われている。しかし、先のLTCMのような規模の損失を被る可能性もあるのに、確立された投資プロセスは見当たらない。そこで、基金がオルタナティブ投資を行う際の参考になるよう、基本原則を簡単にまとめた。

**1. リスク・バジェットを設定する。**基金がオルタナティブ投資を行うことにより負担できるリスクを定義し限度を設定すべきである。リスク・バジェットの考え方は、オルタナティブのようにリスクが見えにくい商品には特に有効であろう。理事会等で明示的な指標を用いて設定し、定期的に把握するような体制を整えるべきである。オルタナティブを伝統的資産の一つの選択肢として投資する場合（内枠方式）、資産クラス内リスク・バジェットは、ベンチマークに対するトラッキング・エラーなどでリスクを把握する。新しい資産クラスとして投資する場合（外枠方式）は、ポートフォリオ全体に対するリスクの限度を設定する。具体的には、配分比率や、配分金額の限度、ポートフォリオ全体のVaR、損失限度額の設定なども有用であろう。リスク管理の側面から考えると、資産クラス内バジェット（内枠）と、総量バジェット（外枠）の両側面からのリスク・バジェット管理が望ましい。

**2. リスク・バジェットを真剣に捉える。**伝統的資産と異なり、情報量が少ないオルタナティブのリスク管理を厳密に行おうとしても、リスク管理指標を用いた事前のリスク管理は困難かもしれない。そこで、パフォーマンスや取引結果を利用した事後のリスク管理が主流とならざるを得ないだろうが、事後的リスク超過が判明した場合でも、済んでしまったこととして軽視し続けると、将来の重大な結果を招く恐れもある。また、多少、リスク限度を越えていても問題ない、何せ利益が出ているのだから手仕舞う必要もない、と考えるべきではない。リスク・バジェットの軽視を容認し続けると、マーケットが急転した時に大きな損失を被る可能性があるからである。

**3. 商品内容を完全に理解する。**投資手法、投資対象はもちろんのこと、ファンドがどのようなリスクファクターをもっているかを把握する。例えば、為替や金利、インフレ率などの変動によって、どの程度値動きするのか、また、どの程度の損失を被る可能性があるかを予め理解しておくことは、オルタナティブ投資には特に重要と言える。

専門家の助言による投資対象に対する十分な理解と体制準備は重要である。例えば、新しい資産クラスとして、コモディティーや不動産投資などを始める場合、コモディティーは、世界中の政治動向や紛争、天候などにも値動きが左右される。不動産投資では、単に景気動向だけでなく、地域的なオフィスビル需要やメンテナンス状況などにも大きな影響を受ける。このように、新しい資産クラスは、これまでにないリスクを考えないといけないからである。

新しい投資手法を用いるマネージャーの採用には、その手法を用いることで、継続的に超過リターンを追求できるのかどうかについて、基金の中で納得感が得られるまで議論を行うことが望まれる。確かに、オルタナティブの投資手法は複雑であるかもしれないが、継続的に儲ける仕組みが、どのようなものであるか理解するには、通常のビジネスの常識で十分なはずである。

**4. 分散投資効果を過大評価しない。**オルタナティブ投資は、伝統的資産との相関係数が低いことが魅力的である。しかし、必要な時、本当に分散投資効果が期待できるかは不透明である。例えば、流動性が高い国債と低い社債を比較すると、値付けの頻度が異なるだけで、相関係数が低く算出される傾向がある。異なった値動きをするのではなく、単に、片方の債券の流動性が低いいため、相関係数が低く見えるのである。ヘッジファンドと伝統的資産との相関係数も、この例のように流動性の影響で、見かけ上低いのかもしれない。また、ヘッジファンドと言えども、市場下落時の相関係数は、一般に、通常時と比較して高く、分散投資効果が失われることが知られている。分散投資効果への過度の期待は禁物である。

**5. 流動性リスクを軽視しない。**プライベート・エクイティーやヘッジファンドでは、取引所での価格を観察できない流動性が低い資産への投資も行われる。このような流動性が低い資産の価格評価は、直近の価格で評価するといっても、市場が値下がりする何日も前の価格を評価に用いることもありうる。あるいは、モデルを利用して理論価格を算出する場合もある。例えば、流動性が高い国債から流動性が低い社債の価格を評価したり、流動性の高いオプションのインプライド・ボラティリティーを、流動性の低いオプションのボラティリティーに利用したりする場合がある。しかし、流動性が低い資産を実際に売買しようとする、理論価格よりも随分低い（高い）価格で売る（買う）ことになりがちである。

**6. 連絡を密にできる運用会社を利用する。**ヘッジファンドの情報開示は伝統的資産と比較して、未だ不十分なため、疑問が生じることも多いはずである。誠実に対応してくれそうな運用会社を利用することが、リスクを未然に防ぐ手の一つでもある。 （北村 智紀）

（ジョンハル著、三菱証券商品開発部訳、「ファイナンシャル・エンジニアリング第5版」、第30章“デリバティブにおける不幸な出来事と教訓”を参考にした）

図表 5 : シミュレーションの前提条件

		期待 リターン	基本 ポートフォリオ
伝統的 資産	国内株式	6.0%	30%
	国内債券	1.5%	40%
	外国株式	7.0%	20%
	外国債券	2.5%	10%
オルタ ナティブ	エクイティヘッジ	7.0%	
	マーケットニュートラル	7.0%	
	債券アービトラージ	2.5%	
	ショートセリング	7.0%	
	米国REIT	7.0%	
	コモディティ	7.0%	
	統計アービトラージ(日本)	6.0%	
	債券アービトラージ(フルヘッジ)	1.2%	

国内株式は TOPIX、国内債券は NOMURA-BPI、外国株式は MSCI-KOKUSAI、外国債券は CITI グループ WGBI についてイボットソンの月次データ(1995年4月~2005年3月、以下データ期間は同様)を使用した。エクイティヘッジ、マーケット・ニュートラル、債券アービトラージ、ショートセリングは、Hedge Fund Research Inc. (HFR)の月次インデックスを円ベースに修正して利用した。米国 REIT は、NAREIT-ALL (TR)、コモディティは GS Commodity (TR)の月次データ(イボットソン)を円ベースに修正して利用した。統計アービトラージ(日本)は HFR の統計アービトラージ・インデックスを、円換算しないまま利用した。債券アービトラージ(フルヘッジ)は、HFR の債券アービトラージ・インデックスからヘッジコストとして年率4%を減じたものを利用した。各オルタナティブ商品の期待リターンが図表5の数値になるように修正してブートストラップ法を行なった。

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX : 03-5512-1082 E-mail : [pension-query@nli-research.co.jp](mailto:pension-query@nli-research.co.jp)

年金ストラテジーWeb アドレス [http://www.nli-research.co.jp/stra/stra\\_all.html](http://www.nli-research.co.jp/stra/stra_all.html)

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。