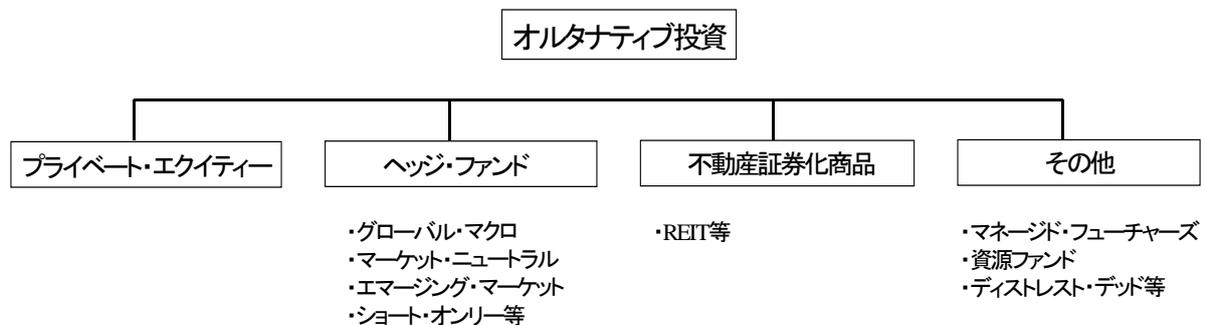


オルタナティブ投資（上）

米国では、オルタナティブ投資を行う年金基金が増えてきている。これは、株式や債券などの伝統的資産への投資にはない高い収益を追求できたり、分散投資によりリスクの軽減が図れるからと言われている。しかし、投資にあたり留意すべき点も多く、連載で紹介する。

オルタナティブ投資（代替投資）は、一般的には、年金基金の通常の投資対象である上場株式・債券など伝統的な資産に代替する資産への投資や、ロング・ポジション（買い持ち）だけではなく、ショート・ポジション（売り持ち）なども組み合わせた投資戦略を用いる投資をいう。オルタナティブ投資を大きく分類すると、プライベート・エクイティー、ヘッジ・ファンド、不動産証券化商品の3種類と、その他に分類できる（図表1）。

図表1 オルタナティブ投資の分類



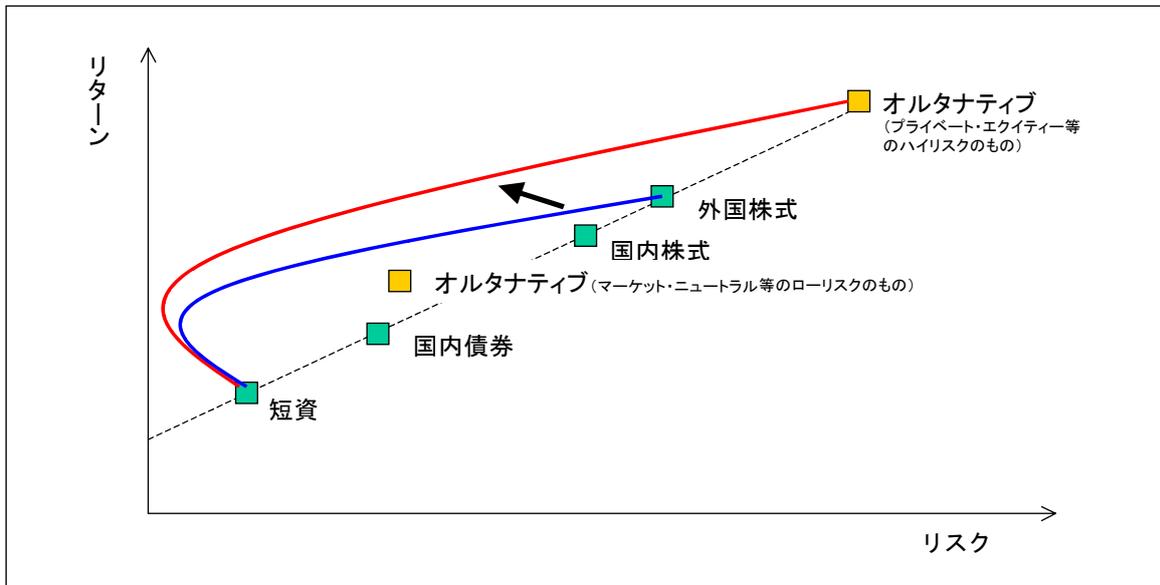
プライベート・エクイティーは、未公開企業を対象とした投資の総称である。未公開企業への投資であるため流動性は著しく低く、また投資開始後数年はキャッシュフローを生まないことが多い。ファンド・マネージャーは、ベンチャー企業や、ある程度成熟しているが、経営の改善余地が大きい企業へ投資する。投資した企業の価値を高めるように、経営に積極的に関与し、最終的に株式を公開したり、M&Aによって外部へ売却することで高い収益を得る。投資期間が長期であるため、年金運用に向いていると言われている。なお、米国でオルタナティブ投資といえば、プライベート・エクイティーを指す場合が多い。

ヘッジ・ファンドは、特定の投資家を対象とした私的な資金プールで、法的にはリミテッド・パートナーシップの形をとる。通常、無限責任を負うファンド・マネージャーと、有限責任の投資家で構成される。ヘッジ・ファンドの投資対象や運用手法は多種多様で、米国のヘッジ・ファンド・コンサルティング会社であるヘネシー社は、20種類に分類している。中でも、グローバル・マクロやマーケット・ニュートラルなどが代表的な運用手法である。

不動産証券化商品は、企業や金融機関が保有する不動産を特別目的会社（SPC）などに移し、この資産から生まれる賃料収入等を担保として発行される、社債や株式などの有価証券である。証券化の対象となる不動産は、賃貸オフィスビル・マンション、ホテルやショッピング・センターなどの安定的賃料収入が期待できる商業施設が中心である。

年金基金がオルタナティブ投資を行う利点は、既存の商品にない、新たな収益機会を追求できることと、分散投資効果によるリスク減少が期待できることである。ファンド・マネージャーは、流動性が低く、制度的・法律的な規制などのために、効率的でない市場へ投資を行い、高いリターンを追求する。また、上場株式や債券との相関が低いといわれるオルタナティブ投資を行うことで、ポートフォリオ全体のリスクを低減させることが可能になる(図表2)。

図表2 オルタナティブ投資による効率的フロンティアの改善(概念図)



しかし、オルタナティブ投資には、伝統的な資産への投資以上に留意すべき点が多い。通常、流動性が低い資産へ投資を行うため、解約は制限される。また、未公開企業など、正確な時価評価が困難な資産へ投資を行ったり、ショート・ポジションなど運用戦略上、ポートフォリオの内容を公表したくない場合などが多いため、ディスクロージャーは限定的である。

株式や債券等の伝統的な資産への投資は、マーケット・リスクを負担して、リスクプレミアムを享受することにより付加価値を追求する。これに対し、オルタナティブ投資は、典型的には、マーケット・リスクをできるだけとらないで、ファンド・マネージャーの運用スキルが収益の源泉となる。そのため、ファンド・マネージャーが収益を生み出すスキルを持っているか否かを見極めることが非常に重要である。それには当然、投資家自身にも、ファンド・マネージャーの投資哲学や運用手法を理解して、判断し得るだけのスキルが必要であろう。

日本でオルタナティブ投資を行う投資家は、現在のところ、銀行や生損保などの機関投資家が中心で、年金基金の例は少ない。今後、年金基金が実際に運用を行うには、コンサルティング会社やファンド・オブ・ファンズの利用など、検討しなければならないことが多くあるだろう。

(次回に続く)