

REPORT II

オルタナティブ投資(代替投資)の基礎知識 - ヘッジファンド・ブームのかけにリスクあり -

金融研究部門 中窪 文男
nakakubo@nli-research.co.jp

1. はじめに

最近、欧米の投資家を中心にオルタナティブ投資が急拡大している。オルタナティブ投資情報会社であるTASS社の調査では、5,500~6,000億ドル程度(推定:2001年12月末時点)にまで投資残高が膨らんでいるという。わが国でも、超低金利政策が続く中、一部個人や機関投資家の間で密かなブームを呼んでいる。年金運用の分野でも、1999年8月、厚生年金基金連合会がベンチャー投資や不動産派生証券も投資対象資産に加えるような運用ガイドラインの変更を行っている。こうした需要の高まりを受けて、大手証券会社や投信会社などが相次いでオルタナティブ投資部門の強化に動き出している。

わが国では、オルタナティブといえばヘッジファンドを指すことが多いが、ヘッジファンドはオルタナティブの一つのカテゴリーという認識が一般的である。そこで、以下ではヘッジファンドを主に意識しつつ、オルタナティブ投資全般について述べていくことにする。

2. オルタナティブ投資とは

英語の「オルタナティブ(alternative)」という単語が「代替案」という意味をもつことから

わかるように、内外の株式や債券など伝統的“資産クラス”以外への投資をオルタナティブ投資と総称することがある。しかし、実際には株式や債券などに投資する場合も多いため、ここでは、非伝統的“手法”による投資をオルタナティブ投資と呼ぶ。

オルタナティブ投資には、ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ、不動産投資、天然資源投資などがあり、機関投資家は様々な戦略により、それらの全部または一部の運用を行っている(図表-1)。オルタナティブ投資は、機関投資家のリスク分散に貢献する商品も多いが、総じてハイリスク・ハイリターン型である。

ヘッジファンドは、概して高度な金融技術を活用して短期売買を中心に行う投機的な投資である。プライベート・エクイティは、最低でも5~8年間は現金化できない未公開株式などへの長期投資であり、流動性が低いという資金特性をもつ。不動産投資は、不動産の現物や証券化商品に投資を行うもので、天然資源投資は、石油・ガス、森林資源への投資である。どの運用戦略の成績が良いかについては、一概に論じることはできず、時期や市場環境によって大きく異なる。また、同じ戦略でもファンド毎に大きく運用成績に格差がある例も見られるなど、個別色の強いことが特徴である。

図表 - 1 オルタナティブ投資の戦略

ヘッジファンド	戦略の概要
グローバルマクロ (マクロ予測に基づいた運用)	<ul style="list-style-type: none"> ・大きな市場リスクをとり、高収益を狙う ・世界各国の為替・債券・株式などへ投資
マネジド・フューチャーズ (先物を駆使した運用)	<ul style="list-style-type: none"> ・商品先物や金融先物などによる短期売買
マーケット・ニュートラル (市場リスクに中立な運用)	<ul style="list-style-type: none"> ・類似した商品(株式など)のうち、割安なものを買割高なもの売る組合せ売買 ・市場リスクをとらずに適正価格の歪みを利用 ・株式マーケットニュートラル、債券アービトラージ、転換社債アービトラージなど
エマージング (新興諸国市場への投資)	<ul style="list-style-type: none"> ・新興市場の債券や株式に投資し高収益を狙う
イベント・ドリブン (会社の重要イベントの成否に賭けた運用)	<ul style="list-style-type: none"> ・成功が予想される企業買収について、被買収企業を買、買収企業を売ること両社株価の収斂を利用(マージャー・アービトラージ) ・破産した会社に長期投資(ディストレスト証券) ・リストラ、子会社や事業部門の独立など、会社にとって重要なイベントに着目
エクイティ・ヘッジ (株式関連の戦略)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定の業種に集中投資するもの(セクター) ・業種や国内外の別を問わず、割安銘柄を買、割高銘柄を売(ロングショート) ・過大評価された銘柄の信用売りをするもの(ショート・セール)

プライベートエクイティ	戦略の概要
ベンチャー・キャピタル	<ul style="list-style-type: none"> ・潜在的高成長が見込めるベンチャー企業に投資
企業買収(バイアウト)	<ul style="list-style-type: none"> ・成長鈍化した成熟企業を買収し、経営に参加して企業価値を高めた後、他に売却して収益をあげる

不動産投資	戦略の概要
現物投資	<ul style="list-style-type: none"> ・現物の不動産物件に投資を行い、値上がり益と賃料収入を狙う
証券化商品	<ul style="list-style-type: none"> ・不動産投信(REIT)やモーゲージ証券(MBS)、商業用不動産担保証券(CMBS)などへの投資

天然資源	戦略の概要
石油・天然ガス	<ul style="list-style-type: none"> ・油田やガス田の開発事業や探掘権等への投資
森林資源	<ul style="list-style-type: none"> ・森林伐採によるインカムゲインと、その土地の値上がり益を狙う長期の投資 ・温暖化ガス排出権の売買

(注) オルタナティブ投資の戦略分類は各社各様であり、例えば、アメリカ最大の公務員年金基金であるカルパースでは、プライベート・エクイティと天然資源のみをオルタナティブ投資としており、ヘッジファンドをオルタナティブ投資と伝統的資産の中間(ハイブリッド)資産として扱っている。

(資料) ニッセイ基礎研究所による分類

3. オルタナティブ投資の仕組み

(1) オルタナティブ投資の利点と欠点

オルタナティブ投資には、伝統的資産クラスとの相関が低い、分散投資によるリスク分散効果が得られる、収益の源泉を商品や先物、未公開株等に多様化できる、などのメリットがある。

反面、投資内容に関する情報開示（ディスクロージャー）が不十分であったり、流動性が低いために時価評価できなかつたり、すぐには換金できなかつたり（月次や四半期毎の換金で、1ヶ月前に解約の通知義務があることが多い）、ファンドの信用調査に多大な手間がかつたり、共通のベンチマーク^(注1)がない、などデメリットも多い。

(2) オルタナティブ投資の特徴

オルタナティブ（その中心であるヘッジファンド）は、顧客資産の運用を行うファンドであるという点で投資信託と良く似ているが、情報開示やファンドマネジャーの評価方法など、投資信託とは対照的な特徴を有している（図表 - 2）。

図表 - 2 投資信託とヘッジファンド

投資信託	ヘッジファンド
・監督官庁の規制が厳しい	・監督官庁の規制が緩い
・不特定多数の投資家を対象	・少数の特定投資家を対象
・詳細な情報公開義務がある	・情報公開義務が非常に緩い
・ベンチマークを市場指数とした相対評価が多い	・ベンチマークを絶対リターンとした絶対評価が多い
・日次でNAV（純資産価格）を計算	・月次・四半期でのパフォーマンス評価
・成功報酬制度はほとんどない	・成功報酬制度が一般的

（資料）ニッセイ基礎研究所による比較

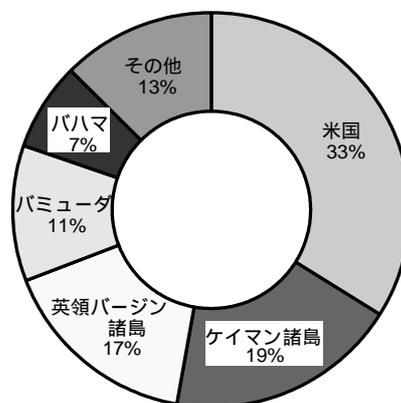
1) 規制と情報開示

一部のマネジド・フューチャーズやエマージング・ファンドを除いて、オルタナティブ投資ファンドのほとんどが私募形式である。すなわち、投資信託のように不特定多数の投資家を相手にするのではなく、少数の特定投資家をターゲットにしているのである。

TASS社によると、オルタナティブ投資ファンドのマネジャーの約9割が米国に居住しているという。これは、オルタナティブ投資が米国を中心に発展してきた歴史を反映してのことと推測される。一方、オルタナティブ投資ファンド自体は、その多くが、米国だけでなく、各地のオフショア・タックス・ヘイブンに籍をおいている（図表 - 3）。これは、規制や税制面からの縛りを緩め、運用の自由度を高めるための措置である。

こうしたファンドは、SECへの届出が不要で、ミューチュアル・ファンドの法規制もほとんど受けない。また、情報開示義務も緩いため、監視の目が届きにくく、経営破綻や詐欺などに遭った場合でも、投資家保護を受けられない可能性が高い。なお、米国投資家を対象とした私募ファンド（リミテッド・パートナーシップ）の場合は、SEC（証券取引委員会）による若干の規制^(注2)がある。

図表 - 3 オルタナティブ投資ファンドの在籍地



（資料）TASS社のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

2) パフォーマンス評価と運用報酬

オルタナティブ投資は、全般的に運用報酬が高く、例えば平均的なヘッジファンドでは、年間1~2%程度のマネジメント・フィー（管理報酬）に加えて、利益額の10~20%程度のインセンティブ・フィー（成功報酬）が報酬として運用者のふところに入る。但し、成功報酬制が導入される場合には、ハードルレート（年毎にある一定以上の超過リターンを出さなければ成功報酬が支払われない制度）や、ハイ・ウォーター・マーク（過去一定期間の最高水準を上回らなければ成功報酬をもらえない制度）を設けたり、運用者に過度のリスクを取らせないように、運用者にも自己資金をファンドに拠出させる、などの方策が一般的である。

(3) オルタナティブ投資のプロセス

1) 初期スクリーニング段階

内外のオルタナティブ投資ファンドを合わせると、その数は4,000~5,000社に上ると言われている。このように膨大な母集団の中から投資対象ファンドを選定するには、まず大まかに振るいにかけるスクリーニングが必要である。具体的には、データベース会社の情報などを用いて、過去の運用成績（トラック・レコード）や残高の調査、運用手法などファンドの特徴の分析、など表面的な視点から選別が行われることが多い。

しかし、データベース会社ごとに分類方法がまちまちで、そもそもデータを提供しないファンドも数多く存在するなど、困難な点もある。このようなデータベースから得られる定量的な情報も重要ではあるが、オルタナティブ投資においては、次述の定性的な情報がより重要な意味をもっている。

2) 本格調査段階

初期のスクリーニングが終わると、次は各ファンドの定性的な調査を中心としたデュー・デリジェンス（Due diligence：個別精査）に入る。この段階はとりわけ重要であり、最終的な投資判断に至るまでに通常数ヶ月、ときには半年以上の時間がかかることもある。具体的には、運用担当者との面談や外部の評判を通して、ファンドの運用哲学、運用プロセス、リスク管理方法、危機管理体制、事務管理（アドミニストレーター）体制や資産管理（カस्टディアン）体制、運用者の力量や人間性（Background Check：家族や交友関係、生活習慣）、会計・税務・法務の枠組み、など様々な角度から調査が行われる。

3) 投資後のフォロー体制

綿密なデュー・デリジェンスを経て投資を行ったからといって、そのまま放っておいても安心というわけではない。なぜなら、時間の経過や運用環境の変化などにより、ファンドの状況が変化するからである。実際には、ファンドとは独立した別の資産管理会社からの定期的な運用状況報告や、運用担当者との面談を通じて、投資環境や運用方針等に重大な変化がないかなどについて、十分なモニタリングが必要とされる。

(4) ヘッジファンドへの投資方法

1) 既存のファンドに投資する方法

ヘッジファンドは、どこの国に所在するかなどによって投資形態が異なる。例えば、米国内のファンドの場合は、法人税対策としてリミテッド・パートナーシップ（Limited Partnership）の形態が多く、その持分に出資することとなる。

また、米国外のオフショア（ケイマン諸島等）のヘッジファンドでは、会社型形態のファンドが多く、当該会社の株式を購入した投資家の収益は、株価の上下動にリンクすることとなる。

2) ファンド・オブ・ファンズに投資する方法
わが国でも最近普及し始めているファンド・オブ・ファンズとは、複数のヘッジファンド（もしくは投信）を組合せたポートフォリオの運用であり、様々な種類の運用戦略を組み合わせることでリスク分散を図り、安定的なパフォーマンスを目指す運用形態である。ヘッジファンドの調査を行い、ファンド・オブ・ファンズを運用する会社は「ゲート・キーパー」と呼ばれ、現在、全世界で400社程度あるといわれている。ヘッジファンドに直接投資する場合に比べれば、ゲート・キーパーに運用の大部分を任せられるため手間が省け、また、少額でも購入できるなどのメリットがある。その反面、ゲート・キーパーへの報酬（管理費+成功報酬）支払が、直接投資に比べて追加的に必要となる。

3) ファンドの特別勘定を作る方法
既存のヘッジファンドの持分や株式を購入せず、投資家が自らの資産を、法律上、投資家個人の資産とみなされる特別勘定（segregated account）に入れて、いわゆるテラーメイドの専用ファンドとして、ヘッジファンドのマネジャーに自由裁量で運用してもらう方法である。会計上だけ別勘定で、法律上は他人の口座とブールされる可能性のある“分離勘定（separate account）”は、特別勘定よりも安全性は低い。多くの被害者が出て、まだ記憶に新しいプリンストン債事件では、分離勘定での管理が謳われていたにもかかわらず、実際には別の口座に移

されていたようである。すなわち、資金の管理実態がどうなっているかは非常に重要である。

特別勘定を利用すれば、投資家は、手数料体系や換金条件など様々な面で関与でき、また運用の透明性も高まる。反面、ヘッジファンドのマネジャーにとっては手間がかかるため、運用を引き受けた場合でも手数料は高くなる。最低投資金額が大きくなるなどのデメリットもある。

4) ヘッジファンドの新型証券に投資する方法
複数のヘッジファンドの運用資産を担保に発行する新型の社債である、「ヘッジファンド担保債務証券（CFO：Collateralized Fund of Hedge Funds Obligation）」に投資する方法である。ファンドの分散効果が期待でき、小口投資が可能で、発行者にとっても資金調達の幅が広がる、などのメリットがある。反面、特別目的会社（SPC：Special Purpose Company）を介した複雑な仕組みとなっており、各ファンドの状況がわかりにくいというデメリットもある。

4. オルタナティブ投資のリスク

オルタナティブ投資には、様々なリスクが伴う（図表 - 4）。ファンドの時価が変動する「市場リスク」、パニック的な解約が殺到することで現金化が必要となり、そのためにファンドの時価が大幅に劣化するリスクを「流動性リス

図表 - 4 オルタナティブ投資のリスク

- (1) 市場リスク（時価変動リスク）
- (2) 流動性リスク
- (3) 信用リスク
- (4) 詐欺・重過失リスク
- (5) 法務リスク
- (6) 制度リスク
- (7) オペレーショナルリスク

（資料）ニッセイ基礎研究所による分類

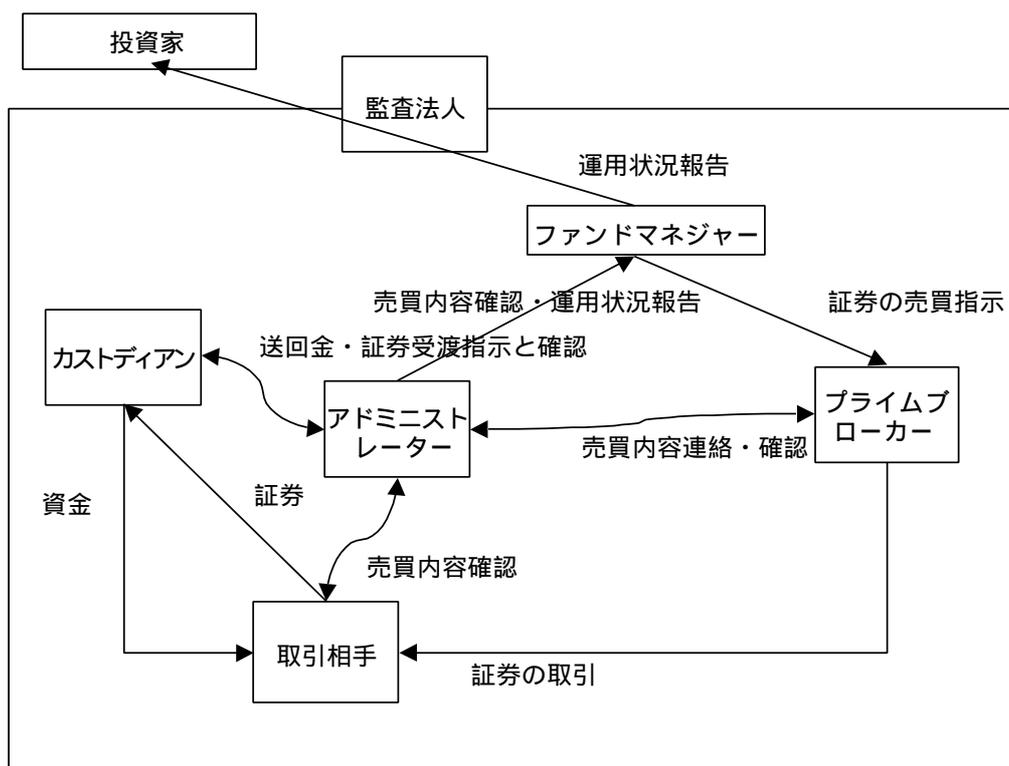
ク」という。これらのリスクは、ファンドのディスクロージャーが十分に透明性が高ければ、報告書の数値や記載内容から、予めある程度把握することが可能である。

また、「信用リスク」は、運用会社もしくはファンドに関連する会社が破綻するリスクであり、「詐欺リスク」は、運用者の善管注意義務などの人的な信頼性に関するリスク、「法務リスク」は、運用に関する契約書のチェックが不十分で、投資家に不利な契約内容になってしまうリスク、「制度リスク」は、税制や運用規制、会計制度を理解していないために投資家が被るリスクであり、「オペレーショナル・リスク」

はシステム障害など事務的なリスクである。このようなリスクの大部分は定性的なものであり、調査には十分な時間が必要である。

特に、「詐欺・重過失リスク」に関して、先のプリンストン債事件では、プライムブローカー、資産管理会社などが結託して不正を行っていたといわれる。このような運用者を取り巻く監査法人、プライムブローカー（主要取引証券会社）、資産管理会社など、いずれかの関係業者が結託したり、異常な手数料水準で投資家と利益相反が生じる恐れがないか、などについて念入りに調査することは、易しくないが不可欠である（図表 - 5）

図表 - 5 オルタナティブ投資ファンドの主要関係業者（ファンドマネージャーが証券を購入した場合のフロー）



< 各関係業者の役割 >

監査法人：運用報告書などの監査

カストディアン：証券の保管や資金の管理

アドミニストレーター：売買記録、損益計算などの事務手続き

プライムブローカー：証券などの売買の執行

（資料）ニッセイ基礎研究所が作成

また、マンハッタン・インベスト・ファンドの不正事件のケースでは、監査法人がデロイト&トッシュ、資産管理会社がアーンスト&ヤングの関連会社、ブライム・ブローカーがベアー・スターンズと、関連業者のほとんどがそうそうたる顔ぶれであった。しかし、例外的に含まれていた無名の執行ブローカー1社（FAM社）が不正を黙認していたことで、マンハッタン・インベスト・ファンドは破綻に陥ったと見られている。このように、関係業者の大部分がそうそうたる顔ぶれであっても安心できないということである。

5. まとめ

冒頭で述べたように、わが国でオルタナティブといえばヘッジファンドを指すことが多い。これはわが国でまだプライベート・エクイティーや不動産投資、天然資源投資の注目度が低いためである。

例えば、プライベート・エクイティーについては、ITブーム下でのベンチャー投資が一服した後は、最近、リップルウッド・ファンドが新生銀行や宮崎シーガイアを買収した事例のように、海外勢による企業買収が徐々に活発化している。しかし、依然として米国に比べれば株式の上場や公開実績も格段に少なく、欧米年金基金が活発にプライベート・エクイティー投資を行っているのと対照的である。

また、日本で昨年9月から取引が開始された不動産投資信託（J-REIT:賃貸ビルなど複数の不動産物件を証券化し、そこから生じる賃料収入を中心に投資家に分配する証券）も鳴り物入りで始まったが、上場銘柄数が少なく、ロットも小さいため売買が手控えられている。

これらとは対照的に、最近のヘッジファンドの運用成績は好調である。米ヘネシー社による

と、99年から3年連続で、S&P500指数に対して年10%程度の超過リターンをあげたとの報告があり、機関投資家などのヘッジファンドに対する注目度が高まっている。

しかし、ヘッジファンド投資には目に見えにくい多種多様なリスクが潜んでいる。プリンストン債事件やLTCMの崩壊などを初め、これまでにヘッジファンドやデリバティブ絡みの運用に関して、多くの巨額損失事件が報告されている。

年金運用ポートフォリオにもヘッジファンドが組み込まれている。米国ERISA法（従業員退職所得保障法）の下では、仮にヘッジファンドへの投資で巨額損失を出したとしても、年金基金の理事や運用会社などの受託者（fiduciary）が、最善の注意を払いながら、適切なプロセスでファンド選定の合理的な意思決定を行っておれば、受託者責任が問われるリスクはほとんどないとされている。しかし、注意義務を果たさないと大損をすれば、個人的にも損害賠償責任を問われる。わが国でも、確定給付企業年金法が施行（2002年4月）されるなど、受託者責任の問題は重要度を増している。

いずれの場合でも、オルタナティブ投資を行うに当たっては、目先の高い期待リターンに振り回されず、上記の基礎的事項を理解した上で、あらゆるリスクに対応できるような綿密な下準備が不可欠である。「病気は治療するより予防する方が、コストは安くて済む場合が多い」と言われるが、リスク管理も同様である。

また、誰もがオルタナティブ投資に注目して、資金流入が大きくなるにつれて、期待リターンが低下することも考慮する必要がある。

(注1) ヘッジファンドのベンチマーク

HFR (ヘッジファンド・リサーチ社)のHFR指数、クレディースイス・ファーストポスト社のCSFBトレメント指数、ヘネシー・グループ社のヘネシー指数、EACM (Evaluation Associates Capital Markets)社のEACM100指数など、多くの情報会社が、ヘッジファンド市場全体のベンチマークを公表している。しかし、投資不可能な銘柄が含まれる、運用成績が監査を受けていない、サバイバーシップ・バイアス(生き残りバイアス:破綻したファンドのパフォーマンスが含まれないこと)が存在する、パフォーマンス計算の方法が統一されていない、各社ベンチマーク毎に対象ファンドが異なる、情報会社への登録は任意であり成績の良いファンドのみが報告される、などの可能性があり、機関投資家が簡単に使用できるようなベンチマークとはなっていない。戦略毎に細分化されたインデックスも公表されているが、これらも同様な場合が多い。

(注2) SEC (証券取引委員会)の規制

米国では「証券法 (Securities Act of 1933)」により、有価証券を発行する場合、SECへの登録と詳細な情報開示が求められる。ヘッジファンドが投資家に提供する証券も規制対象である。しかし、ヘッジファンドのような私的な証券発行には規則D (Regulation D)と呼ばれる免除規定により、投資家が機関投資家か一定以上の資金力のある個人投資家(認定投資家)であり、証券発行が私募であり、募集に関して投資家を99名以下に限定する、などの条件を満たせばSECへの登録が免除される。ただし、一定限度の情報公開は求められ、SECの詐欺行為禁止規定にも従わなければならない。

また、「投資会社法 (Investment Company Act of 1940)」や「投資顧問業法 (Investment Advisors Act of 1940)」などの法律では、信用取引やデリバティブ取引、成功報酬などに関する規制が行われる。しかし、ともに証券法と同様、私的な投資会社に関する適用除外の規定が存在し、多くのヘッジファンドがSECへの登録を免除されている。さらに、投資家サイドにも、ヘッジファンド投資を行う十分な能力や経済力があるか(上記免除規定を満たすかどうか)などについて情報開示が求められる。

< 参考資料 (文献) >

- Darrell R. Jobman, "The Handbook of Alternative Investments", John Wiley & Sons, Inc, 2002
- Joseph G. Nicholas, "Investing in Hedge Funds", Bloomberg Press, 1998
- Joseph G. Nicholas, "Market Neutral Investing", Bloomberg Press, 2000
- Mark Boucher, "The Hedge Fund Edge", Wiley, 1999
- Stefano Lavinio, "The Hedge Fund Handbook", McGraw-Hill, 1999
- Ronald A. Lake, "Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies", Euromoney publications, 1999
- 小野正人「ベンチャー・キャピタル・ファンドのベンチマークについて」(証券アナリストジャーナル1999年7月号)
- 久保 匡、「オルタナティブへの投資比率決定の考え方」, 『野村FUND MANAGEMENT』, 2001年春季号
- 経済産業省「2000年日本のベンチャー・キャピタルに関する報告書 - ベンチマークレポート」, 2001年5月
- 経済産業省「2001年ベンチャー・キャピタル投資状況調査について」, 2002年3月
- 俊野雅司、「年金資産運用とヘッジファンド投資」, 『大和

年金ニュースレター』, 2001年5月号

- ジョセフ・ニコラス(著) 今井・藤井(訳) 『ヘッジファンドのすべて』, 東洋経済新報社, 2000
- 俊野雅司、「代替的投資におけるデュー・デリジェンスの必要性」, 『大和総研年金調査情報』, No.33, 2002
- 関 和夫、「オルタナティブ・インベストメント」, 『資本市場』, No.198, 2002
- 日本アナリスト協会編、「第7回SAAJセミナー: オルタナティブ投資」, 日本証券アナリスト協会, 2001
- パーゴニア・レイノルズ・パーカー(著) 徳岡国見(監訳) 『実践ヘッジファンド投資』, 日本経済新聞社, 2001
- ビーター・スタニヤー「ヘッジファンドとプライベート・エクイティの戦略的なアロケーション」(証券アナリストジャーナル2001年3月号)
- 向井康晴、「年金運用におけるオルタナティブ投資」, 『野村証券年金運用研究』, 2000年7月
- リチャード・ホロデック氏(弁護士)によるセミナー資料
- レーダーマン & クレイン(著) 中央信託銀行オルタナティブアセット研究会(訳) 『ヘッジファンドの世界』, 東洋経済新報社, 1999
- ロジャー・クラーク、ハリンドラ・デ・シルバ「年金運用におけるリスク管理戦略 - オルタナティブ投資およびオーバーレイ戦略の活用 - 」(証券アナリストジャーナル2001年6月)

< 参考ウェブ・サイト >

- AIMA (オルタナティブ投資協会: www.aima.org)
- TASS Investment Research (www.tassresearch.com)
- Hedge Fund Research (www.hfr.com)
- Global Fund Analysis (www.globalfundanalysis.com)
- VAN Hedge Fund Advisors (www.vanhedge.com)
- Managed Accounting Report (www.marhedge.com)
- Asia Hedge (www.hedgefundintelligence.com)
- EACM (www.eacmalternative.com)
- Hennessee Group (www.hedgefund.com)
- NVCA (www.nvca.org/)
- Money Tree (www.pwcmoneytree.com/)
- Venture Economics (www.ventureeconomics.com/)
- ヘッジジャパン (www.hedgejapan.com/index.asp)
- ベンチャーエンタープライズセンター(www.venture-web.or.jp/vec/)