

アセット・マネジメント

オルターナティブ・インベストメント

アメリカの機関投資家を中心に昨今注目を集めているオルターナティブ・インベストメント (Alternative Investments)、すなわち、公開株や国債などコンベンショナル（伝統的）な投資商品ではなく、LBO ファンドやベンチャーキャピタル、破綻証券ファンド、ヘッジファンド、マネジド・フューチャーズ、天然資源など、オルターナティブ（代替的）と呼ばれる資産への投資について紹介する。

1. 拡大するオルターナティブ・インベストメント

1) オルターナティブ・インベストメントとは

オルターナティブ・インベストメントとは何かについて確立した定義は無いが、一般に伝統的な投資対象や投資手法とは異なる投資を指す。代表的なものは、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、マネジド・フューチャーズ、メザニン、天然資源などである（表1）。

この分類も、特徴的な投資商品、投資手法でおおざっぱに分けたものに過ぎない。プライベート・エクイティとか、マネジド・フューチャーズは、投資対象に注目した分類であるが、ヘッジファンドは、投資手法に注目した分類である。従って、破綻証券ファンドへの投資は、「プライベート・エクイティ」に分類されているが、「ヘッジファンド」の中には、破綻証券投資に特化した所もある。

また、「その他」として分類されているポートフォリオ・オーバーレイという投資手法は、「マネジド・フューチャーズ」でも利用されている。また、そもそも、オルターナティブといった場合、ヘッジファンドを明示的に含まない場合もあるし、逆にヘッジファンドこそオルターナティブだというとらえ方も散見される。

オルターナティブを流動性の低いファンドに限定して考え、非伝統的な投資手法で高リターンを狙うファンドであるが、流動性は高く、転売が容易なファンドへの投資を、「アブソリュート・リターン (absolute return)」というジャンルで定義し、オルターナティブと区別する例も見受けられる。

2) オルターナティブ・インベストメントの実態

いずれにしても、こうした非伝統的な投資商品、投資手法の利用が、特に昨今アメリカで活発化している。この点は、オルターナティブ・インベストメントの動向を時系列でフォローし

ているゴールドマン・サックスとフランク・ラッセルの調査に良く現れている¹。すなわち、

表1 オルターナティブ・インベストメントの形態

形態	特徴	内訳
プライベート・エクイティ	主としてリミテッド・パートナーシップへの出資を通じたSEC未登録証券等への投資	LBOファンド ベンチャーキャピタル、 破綻企業、再建中の企業への投資、 スペシャル・シチュエーション、 メザニン、 リース、プロジェクト・ファイナンス その他 私募 ファンド・オブ・ファンド
ヘッジ・ファンド	1940年投資会社法の適用を受けない未登録のファンドで通常レベレッジやデリバティブを活用し、各種の投資戦略を展開するもの。	アービトラージ マーケットタイミング ショートオンリー ドメスティック・ヘッジ グローバル・ヘッジ マクロ・ファンド イベント・ドリブン ヘッジ・ファンド・オブ・ファンド
マネジド・フューチャーズ	商品ファンドないし、ファンドオブファンド商品への投資	アクティブ インデックス ロング・オンリー ロング・アンド・ショート
天然資源	天然資源の収穫や採掘による利益に参加	森林、農業 石油、ガス
その他	Economically Targeted Investments (ETIs) (地域経済等への配慮による投資) ポートフォリオ・オーバーレイ (保有資産をベースにデリバティブを活用し、リターン向上)	地域プロジェクト マイノリティプロジェクト 教育ローン 中小企業向けローン 保有株をベースにコールオプションのライトなど

(注) 各種の投資対象と投資手法の特徴から大まかに分類したものであり、投資手法としてヘッジファンドでも、投資対象としてはプライベート・エクイティ（例えば破綻企業など）というケースもある。また、流動性の高いヘッジ的手法のファンド等への投資をアプソリュート・リターンとして分類するケースもある。

(出所) 野村総合研究所

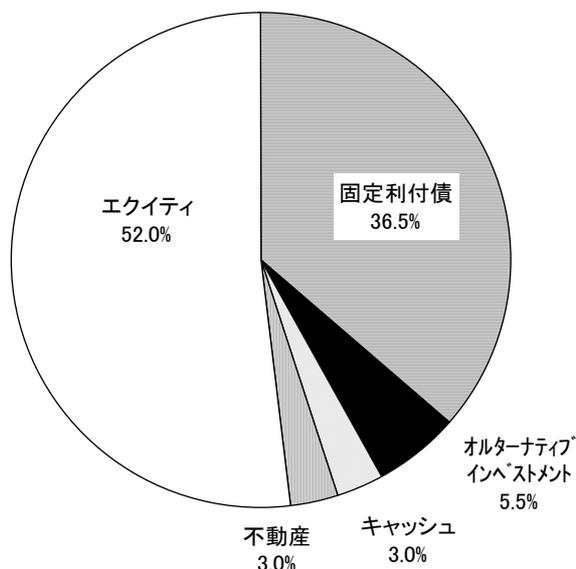
オルターナティブへの投資は、1995年には700億ドル、1992年に比べて92%増である。同調査の対象となったのは、204のファンド（アメリカの他、カナダも含む）であるが、これらのファンドの資産全体においてオルターナティブの占める割合は、図1のように、5.5%となっている²。1992年の場合は、3.6%であった。また今後ターゲットとする投資比率は、各ファンド

¹ Goldman Sachs and Frank Russell, *Survey of Alternative Investments*, 1995。同調査については、Executive Summaryが入手可能な他、Healey, T. & D. Hardy “Growth in Alternative Investments”, *Financial Analyst Journal*, AIMR July/August 1997に概要が紹介されている。

² 調査対象は、資産が30億ドル以上のほぼ全ての年金、財団、基金、及び資産が500万ドルから30億ドルの一

平均すると 6.2%である。不動産への投資比率は 3%に過ぎず、オルターナティブへの投資の割合の方が大きい。

図 1 主要年金、財団の運用資産内訳



(出所) Healey, T.&D. Hardy (1997)

投資の内訳は、図 2 の通りであり、LBO ファンドが 43.9%と最も大きな割合を占め、ついでベンチャー・キャピタルが 22.3%となっている。ただしこの調査では、ヘッジファンドやマネジド・フューチャーズが明示されていない。オルターナティブ・インベストメントは、投資商品、投資手法の違いはあるが、LBO ファンドも、ベンチャー・キャピタルも、ヘッジファンドも、その多くがリミテッド・パートナーシップの形態をとることが多い。そして、1940 年投資会社法の登録を免除されるように設計され、登録投資会社よりも投資手法などの自由度が高い。また、1940 年投資顧問法はパフォーマンス報酬を禁じているが、同法ルール 205-3 における免除規定が適用される eligible investor³のみを相手とすることにより、パフォーマンスに応じた報酬を運用者が獲得できる点も重要である。この結果、有能なマネジャーがこの業界に集まり、育っているのである。

同調査によれば、主たる投資家の投資額は、公的年金が 320 億ドルと最も多く、ついで企業年金 272 億ドル、財団・基金が 86 億ドルとなっている。

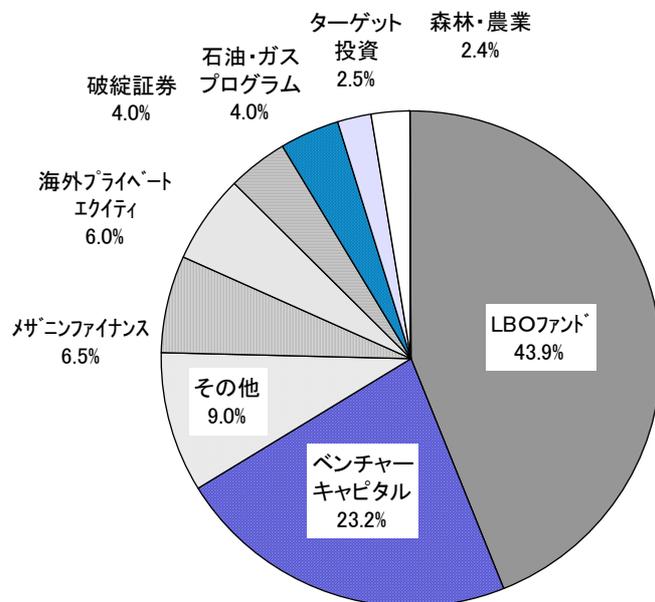
アメリカ最大の年金で、1200 億ドルの運用資産を持つ、カリフォルニア州退職基金（カルパス）は、5%をオルターナティブ・インベストメントないし未上場株に投資することをターゲット

部のファンドである。

³ 純資産が 100 万ドルを超えるあるいは、契約時の契約資産が少なくとも 50 万ドルであること。

ットとしている。1997年6月30日時点では、オルターナティブ・インベストメントは、27億ドル、アロケーション比率は2.3%である。

図2 オルターナティブ・インベストメント



(出所) Healey, T.&D. Hardy (1997)

カルパースは、1996年後半にオルターナティブ・インベストメント・マネジメント・プログラムを採用し、オルターナティブに本格的に投資し始めた。このプログラムでは、毎年、5億ドルから10億ドルをオルターナティブにカルパース内部の運用チームがベンチャー企業などに直接投資、また毎年10億ドルから15億ドルを外部のパートナーシップを通じて投資することとした。

金額的には公的年金が最大であるが、ファンドに占めるオルターナティブ投資の比率では、財団・基金が11.0%と最も高く、ついで企業年金6.7%、公的年金4.3%となっている。財団・基金の投資比率が高い理由は、投資のタイムホライズンが長期であることに加え、これら団体の理事にベンチャー・キャピタルなども親交の深い成功した企業家や熟練した投資家がいることが多く、リスク許容度が高く、また迅速な投資意志決定が可能なためとされる。特にイェール大学は、1973年という早い時期からオルターナティブ・インベストメントを開始した同分野の草分け的機関として有名であり、ハーバード・ビジネス・スクールのケースにも取り上げられている。

表2は、別なデータ・ベースから、オルターナティブ・インベストメント金額の上位50機関を示したものである。同データは、ゴールドマン・サックスとフランク・ラッセルの調査よりも新しいものであるが、ワシントン州やニューハンプシャー州のように、公的年金でも、オルターナティブへのアロケーションを15%としている所が登場している。最近の報道では、ニュ

表2 オルターナティブへのコミットメント上位50機関(1996年)

	機関名	性格	コミットメント 金額	投資 金額	オルターナティブの アロケーション		全運用 資産
					%	金額	
1	California Public Employees' Retirement System	公的年金	4,550	2,000	5	5,015	103,000
2	AT&T Investment Management Corp.	企業年金	3,900	NA	8	5,360	67,000
3	Washington State Investment Board	公的年金	3,727	2,300	15	5,161	34,406
4	New York State Common Retirement Fund	公的年金	3,172	2,192	5	3,788	75,766
5	General Electric Investment Management Corp.	企業年金	2,900*	2,900	NA	NA	31,400
6	Minnesota State Board of Investments	公的年金	2,187	1,364	13	4,080	31,385
7	Michigan Department of Treasury	公的年金	2,079	1,215	7	2,229	31,848
8	California State Teachers' Retirement System	公的年金	2,000	NA	5	3,250	65,000
9	GTE Investment Management Corp.	企業年金	1,932	1,300	15	2,653	17,684
10	Northwestern Mutual Life Insurance Co.	保険会社	1,800*	1,800	NA	NA	1,800
11	Colorado Public Employees' Retirement Association	公的年金	1,775	660	10	1,809	18,085
12	AIG Global Investment Corp.	保険会社	1,630	NA	NA	NA	17,000
13	BankAmerica Capital Corp.	銀行、ファイナンスカンパニー	1,600	960	NA	NA	1,600
14	State of Wisconsin Investment Board	公的年金	1,500	950	5	2,300	46,000
15	Nassau Capital LLC	—	1,403	933	25	350	1,400
16	Mass. Pension Reserves Investment Management Board	公的年金	1,300	782	12	900	7,500
17	Hughes Investment Management Co.	企業年金	1,270	1,042	20	1,400	7,000
18	Florida State Board of Administration	公的年金	1,200	400	NA	NA	55,000
19	Ontario Teachers' Pension Plan Board	公的年金	1,200	700	4	1,400	35,000
20	BellSouth Corp.	企業年金	1,100	NA	NA	NA	22,250
21	Los Angeles County Employees' Retirement Assn.	公的年金	1,011	568	NA	NA	21,214
22	Yale University	財団、基金	1,010	750	20	999	4,996
23	Iowa Public Employees' Retirement Assn.	公的年金	893	675	NA	NA	9,600
24	Pennsylvania Public School Employees' Retirement	公的年金	830	533	5	1,725	34,500
25	BancBoston Capital Inc.	銀行、ファイナンスカンパニー	750	450	NA	NA	750
26	San Francisco City & County Employees' Retirement	公的年金	717	335	7	553	7,900
27	Allstate Private Equity	保険会社	700	700	NA	NA	700
28	First Union Capital Partners, Inc.	銀行、ファイナンスカンパニー	650	NA	NA	NA	650
29	Pennsylvania State Employees' Retirement System	公的年金	650	228	8	1,408	17,596
30	State of Connecticut Retirement & Trust Funds	公的年金	535	450	8	1,120	14,000
31	Illinois State Teachers' Retirement System	公的年金	535	214	5	725	14,500
32	E.I. duPont de Nemours & Co.	企業年金	502	350	5	650	13,000
33	Massachusetts Mutual Life Insurance Co.	保険会社	500*	500	NA	NA	660
34	Pacific Telesis Group	企業年金	500	300	8	800	10,000
35	St. Paul Venture Capital, Inc.	保険会社	500	300	NA	NA	10,200
36	Bell Atlantic Corp.	企業年金	425	NA	5	937	18,730
37	University of Texas Investment Management Co.	財団、基金	414	188	10	560	5,600
38	Liberty Mutual Insurance Group	保険会社	407	269	5	850	17,000
39	Chase Capital Partners	銀行、ファイナンスカンパニー	400	NA	NA	NA	3,000
40	John D. & Catherine T. MacArthur Foundation	財団、基金	346	255	10	320	3,200
41	University of Chicago	財団、基金	325*	325	40	720	1,800
42	NationsBank Capital Corp.	銀行、ファイナンスカンパニー	300*	300	NA	NA	1,612
43	Rockefeller Foundation	財団、基金	300	233	10	250	2,500
44	AMR Investment Services	企業年金	294	155	5	225	4,500
45	New Hampshire Retirement System	公的年金	293	160	15	330	2,200
46	Fleet Equity Partners	銀行、ファイナンスカンパニー	290	85	NA	NA	290
47	Honeywell Inc.	企業年金	283	263	10	454	4,538
48	Philip Morris Companies	企業年金	269	73	5	350	7,000
49	Aetna, Inc.	保険会社	250*	250	NA	NA	4,751
50	Delaware State Board of Pension Trustees	公的年金	250*	250	10	320	3,200
	合計		(a) 51,029	(a)/(b) 6%	(b) 910,311		

(注) 1. コミットメントは、オルターナティブ投資のために割り当てられた金額、投資金額は実際の投資が実行された金額、アロケーションは今後のアロケーションの目標とされる金額、及び比率

2. *はコミットメント金額が不明なため投資金額を掲示したもの

(出所) Asset Alternatives Inc, *The Directory of Alternative Investment Programs 1997 Edition*

ーヨーク州が同州の各種の年金基金（最大のものは、New York State Common Retirement Fund）のオルターナティブへのアロケーションの上限を、7.5%から 15%に上昇させることを許可したとのことである⁴。

3) 活発化の背景

アメリカにおけるオルターナティブ投資の活発化の背景には、株式、債券相場の堅調が続く中で、投資家のリスク許容度が高まり、ハイリターンが求められていること、また、一層の投資対象の分散に迫られていることなどが指摘される。オルターナティブは、他の伝統的な資産に対しリターンの相関関係が小さいため、ポートフォリオ分散に役立つわけである。

また単に株高だけではなく、アメリカ市場の効率性が高まり、通常の高効率の市場における投資だけでは超過リターンは望めないという認識が広がってきていることもあげられる。そこで、インデックス運用などパッシブ運用が盛んになっているわけであるが、こうした潮流の結果、アクティブ運用のあり方に変化が現れてきている点も指摘できる。すなわち、優秀なアクティブ・マネジャーがより自由な環境の運用会社に移り、市場の非効率に果敢に挑戦して高リターンを追求する動きがある。通常の高投資会社と違い、パフォーマンスしだいで高額報酬を手に行ける点も魅力である。資金の出し手にとっても、オルターナティブは、マネジャーの巧拙が明確に現れる分野であるため、積極的によい運用者を求めていく動きがある。

ちなみに、イェール大学がオルターナティブ投資を本格化させたのは1985年であるが、その時の判断の一つは、効率性のより低い市場での投資機会をもっと追求すべきであるということであった。債券マネジャーのパフォーマンス・ユニバースを見ると、トップ25%とボトム25%の間で、ほとんど差がない。株のマネジャーの場合も、その差は年間3%もない。これに対して、プライベート・エクイティの場合は、年率12%以上も差がついている。そこで、情報の不完全性や流動性が低い市場において、より良いマネジャーを選ぶことで、より大きな追加的リターンを得ることができる。これがイェール大学の判断である⁵。

ベンチマークはファンドによって様々であるが、S&P500プラス300~500b.p.といった水準をベンチマークとして同分野に投資する例があるという。

4) 規制緩和で高まる役割

1996年10月に制定されたアメリカの全国証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）において、1940年投資会社法に新条項、セクション3(c)(7)が追加され、投資会社法の適用免除の範囲が拡大した。同条項は、1997年4月、SECが投資会社法に基づくルールを採択したことで、施行された⁶。

⁴ *The Private Equity Analyst*, October 1997. 同誌によると、この一方で、最近カルパースは、アロケーション・ターゲットを5%から4%に引き下げた。これは、絶対金額が大きすぎ、ターゲットレベルをマネッジするのに困難を来すとされ、より現実的なレベルが選択されたことが背景のようである。

⁵ Harvard Business School, *Yale University Investment Office*, 1995

⁶ ただし、同ルールの施行は、6月19日より。

このポイントは、証券、不動産、商品、キャッシュなどに、500 万ドル以上を投資している個人投資家と、2500 万ドル以上を投資している機関投資家（両者を **Qualified Purchasers** と呼ぶ）を相手にする場合は、その人数に関わらず、投資会社法の登録をせずに、ファンドを販売できるということである。従来は、登録免除となるためには、セクション 3(c)(1)に規定された、所有者が 100 人までという制約を守らざるをえなかった。

この規制緩和に際し、SEC のレビット委員長は、ヘッジファンドやベンチャー・キャピタルは、既に証券市場を支える重要な要素となっているが、新規則の導入によって一層重要性が増すであろうと、発言している。

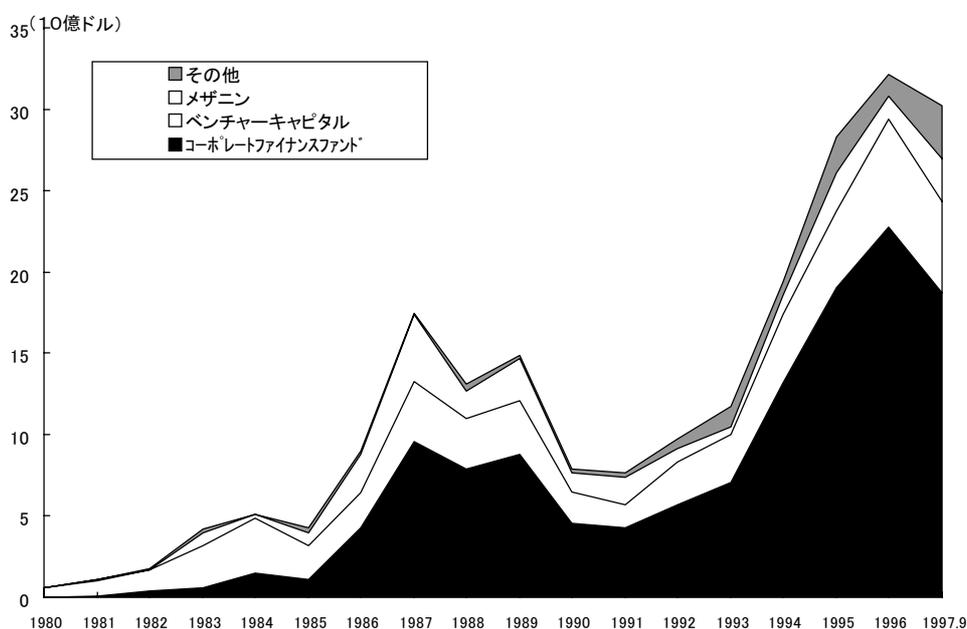
実際、こうした規制緩和もあり、スミスバーニーや、ペインウェバーなど大手証券会社は、富裕個人顧客に対し、ヘッジファンドを提供するサービスを強化していると言われる。

2. プライベート・エクイティ

1) プライベート・エクイティとは

オルタナティブの代表と言え、プライベート・エクイティである。プライベート・エクイティを通じた資金調達額は、図 3 のように急増しており、特に本年は、9 月までに 302 億ドルと、既にほぼ昨年一年間の水準に並んでいる。

図 3 プライベート・エクイティ・ファンドの調達額



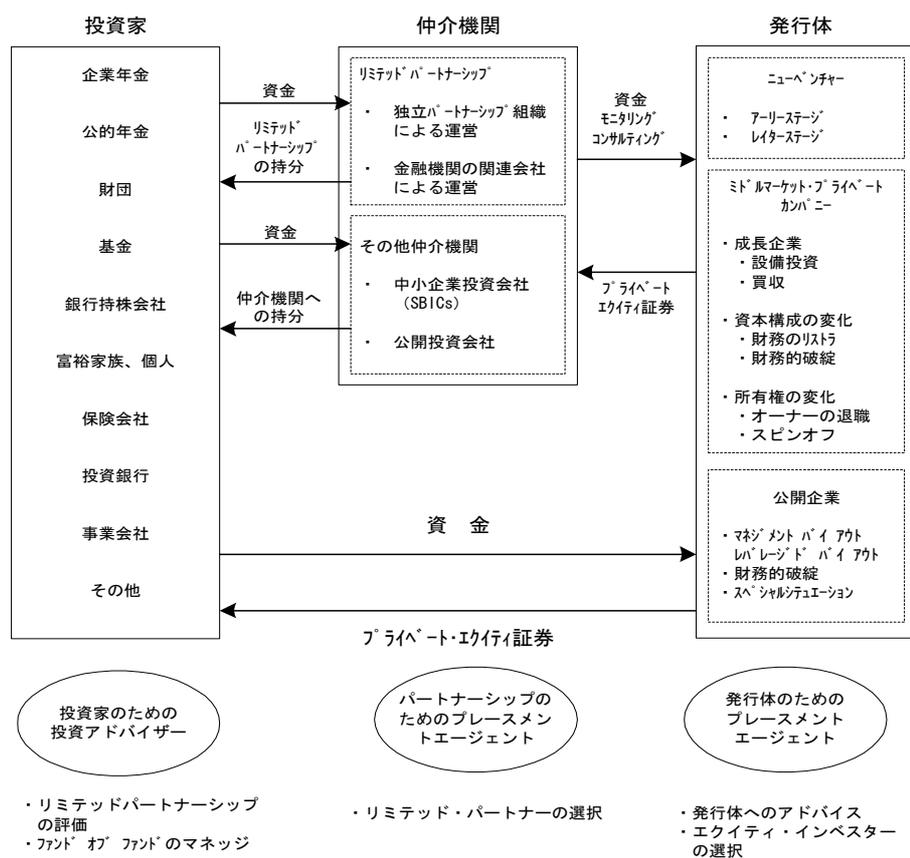
(注) 「コボレート・ファイナンス・ファンド」は、LBOファンドが主体。破綻証券関連ファンドは、1991年までは「その他」1992年以降は、コボレート・ファイナンス・ファンドに含まれる。「その他」には、ファンドオブファンズ、セカンダリー・リミット・パートナーシップ、ベンチャー・シンジケートなどが含まれる。

(出所) *The Private Equity Analyst*

プライベート・エクイティは、広く言えば、個別の私募証券発行、購入や、ルール144Aの私募証券等も含みうるが、通常は、オーガナイズド・プライベート・エクイティ・マーケット (organized private equity market) を指す。これは、未公開企業ないし公開企業の未登録証券に対するプロフェッショナルにマネッジされたエクイティ・インベストメント (professionally managed equity investments in the unregistered securities of private and public companies) と定義される⁷。その概要は、図4の通りである。

投資家は、ゲートキーパーとも呼ばれる専門コンサルタントと契約し、パートナーシップの選別を行うことが多い。ゲートキーパーは各種のパートナーシップのパフォーマンスを評価し、適切な投資先を選択し、またモニターすることを業務としている。あるいは、他の複数のパートナーシップに投資することを目的としたパートナーシップを使う、ファンド・オブ・ファンドの形態も利用できる。

図4 組織化されたプライベート・エクイティ・マーケット



(出所) Fenn, G., N. Liang and S. Prowse (1995)

⁷ Fenn, G., N. Liang and S. Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, December 1995 による。

2) プライベート・エクイティの主な形態

プライベート・エクイティの主な形態は以下の通りである。

①LBO ファンド

プライベート・エクイティとして、もっとも規模が大きいのがLBOファンドである。従来は、プライベート・エクイティと言えば、ベンチャー・キャピタルであったが、1980年代半ばからは、圧倒的にLBOファンドなど、ノンベンチャー・プライベート・エクイティが多くなっている。

1980年代にLBOが活発化し、案件が増大したことから、予め多数の出資者を募っておき、LBOの具体的な案件が出る度に、契約額に応じて買収資金を拠出するファンドとしてLBOファンドが発達した。形態はリミテッド・パートナーシップとなっており、自己の出資の範囲でのみ責任を負うことになる。一般にベンチャー・キャピタルより規模が大きいことから、大口の投資を行う公的年金には、格好の出資先となっている。

②ベンチャー・キャピタル

リミテッド・パートナーシップ形態のベンチャー企業への投資は、1960年代後半から1970年代にかけて発達した。DLJが1969年にシリコンバレーに設立したSproutグループもその草分けの一つである。1940年投資会社法や投資顧問会社の規定を免除されるように設計され、出資者に関する制約はある一方で、各種の自由度が享受できる点がメリットであった。なかでもパフォーマンスに応じた報酬をファンドの運営主体が手にすることができる点が、有能なマネージャーを配する上で重要であった。

また、1979年のERISAで、ブルーデントマン・ルールが導入され、年金によるベンチャー・キャピタル投資が正当化されたことその他、その後の税、規制の緩和も、ベンチャー・キャピタルの発展に寄与した。

1980年代前半には、70年代に組成されたベンチャー・キャピタルが、アップル、ジェネンティックなどの成功で、高パフォーマンスを上げたことから、新規のベンチャー・キャピタルの設立が相次ぐなど、規模の拡大が見られた。その後、91、92年の不況時に落ち込んだものの、92年以降、再び規模の拡大が見られる。

③distressed securities

リストラ企業への投資。破綻したり、リストラ再建中で回復が期待できる企業への投資。

④mezzanine financing

劣後債券への投資。通常株式転換権が付与されており、エクイティ価値の上昇に参加できる。

⑤international private equity

エマージング市場の株式への投資。この分野は特に昨今注目を集めてきた⁸。特に民営化企業や市場経済への移行課程にある国の企業が増大したことや、アメリカのLBOやベンチャー・キャピタルの仕組みが海外でも使われるようになってきていることが、同分野への関心の高まりの背

⁸ Healey, T. & D. Hardy 前掲。

景と言われる。

⑥その他

この他、スペシャル・シチュエーション（業界のトレンドの変化、規制の変化、その他の事情で、長期的なアローケーションではなく、短期的戦略的な意図で投資）、プロジェクト・ファイナンス、ファンド・オブ・ファンドも含まれる。私募証券（エクイップメント・リースを含む）も、プライベート・エクイティとして扱うケースもある。

3. ヘッジファンド

1) ヘッジファンドとは

いわゆる、ヘッジファンドも、オルターナティブ・インベストメントに含めて考えることができる。各種の非伝統的な投資戦略を用いるヘッジファンドへの投資を、オルターナティブ・インベストメントとほぼ同義に解釈する人もいる。

ヘッジファンドの規模についての正確な統計はないが、TASS Management Ltd. の推計によるとこの所急増しているという。すなわち 97 年 8 月までの 12 カ月で 200 億ドルと、1993 年以来最大の資金流入が見られた。この結果、ヘッジファンド全体の資産規模は、1450 億ドルと過去最高水準になったという⁹。もっとも、別のコンサルティング会社（VAN ヘッジファンド・サービス社）は、95 年末の時点で 4500 億ドルの規模と推計しており、実態は定かではない。

ヘッジファンドについては、誤解が多い。極めて投機的なファンドとされるが、むしろ次項に示すように、リスクをコントロールした戦略など、様々である。ソロスのように、各国の金利、通貨政策の歪みを狙って大きな資金を動かすのは、マクロ・ファンドという、ヘッジファンドの一手法に過ぎず、ヘッジファンド＝ソロスと認識するのは間違いである。

それでは、ヘッジファンドの定義は何かというと、一般に、「1940 年投資会社法の適用を受けない未登録のファンドで、通常レベレッジやデリバティブを活用し、各種の投資戦略を展開するもの」と言って良いであろう。

2) ヘッジファンドの種類

ヘッジファンドの種類は、各種の調査会社が様々に分類しているが、概略以下のようなものがある¹⁰。

①アービトラージ

- ・コンバーティブル・アービトラージ：転換社債と原株の間の裁定
- ・固定利付債アービトラージ：債券の間の裁定

⁹ *Wall Street Journal*, August 12, 1997

¹⁰ ここでは、LJH Alternative Investment Advisors, INC “Glossary of Alternative Investment Strategies”, <http://www.ljh.com/glossary.htm> を参考とした。

- ・ 株価指数アービトラージ：株価指数と株のバスケットの間の裁定
- ②マーケット・タイミング（金利と株価の動きをにらみ、債券や株などの間の配分を変化。）
- ③ショート・オンリー（テクニカルないしファンダメンタルな観点で割高と見なされる証券を空売り）
- ④ドメスティック・ヘッジ（ロングと空売りやオプションを利用し、高リターンを狙う投資戦略）
 - ・ ヴァリュースタイル：割安銘柄への投資
 - ・ グローススタイル：平均以上の成長が期待される企業群に投資
 - ・ マーケット・ニュートラル：市場エクスポージャーを完全にヘッジ
 - ・ セクターファンド：セクター間でロングとショートを組み合わせ
- ⑤グローバル・ヘッジ（各国市場の価格の非効率性に注目。株、債券、通貨、商品、デリバティブに投資。エマージングや、その他地域市場が対象）
- ⑥マクロ・ファンド（各国市場の経済政策や通貨、金利の変化に、デリバティブやレバレッジを駆使して投機）
- ⑦イベント・ドリブン
 - ・ distressed securities：（前掲）
 - ・ リスク・アービトラージ：被買収企業の株をロング、買収企業の株をショート
 - ・ special situations：大幅に売り込まれた株、M&A 間近、組織再編や悪ニュースなどによる、一時的な株価の変動時に投資
- ⑧ヘッジファンド・オブ・ファンド（各種のヘッジファンドからなるファンドに投資）

4. マネッジド・フューチャーズ

一般に数量モデルを活用した投資戦略の下、様々な金融商品、農産物、工業、天然資源商品の先物、オプションに投資するファンドが、マネッジド・フューチャーズと呼ばれるものである¹¹。コモディティへの投資は、伝統的な株や債券との相関が小さい点が魅力とされる。

機関投資家の選択としては、まずコモディティ・プール・オペレーター（CPC）が提供する商品ファンドのファンド・オブ・ファンドを購入する方法がある。CPO は、先物、オプションの運用を行うコモディティ・トレーディング・アドバイザー（CTA）に関するデータベースを保有し、適切な CTA のポートフォリオの組み合わせを機関投資家にアドバイスする。

¹¹ 以下、Robertson, G. “An Introduction to Alternative Investment Strategies”, *The Directory of Alternative Investment Programs 1997 edition*, Asset Alternatives Inc.を参考とした。なお、マネッジド・フューチャーズについては、『証券アナリストジャーナル』1996年8月号の特集も参照。

あるいは、コモディティ・インデックスに投資するという選択肢もある。その一般的な方法としては、いわゆるストラクチャード・ノートへの投資がある。これは、投資銀行などが、投資家に対して特定のインデックスと連動したリターンを払うことを約束するものである。

5. 天然資源

代表的なものは、石油・ガス分野と森林、農業の分野への投資である¹²。

(1) 石油・ガス

石油やガスの採掘プロジェクトや同分野の企業に対する投資。この分野は、最近あまり人気が無くなっている分野である。すでに石油、ガスを採掘している事業への投資の場合、埋蔵量の推計と年間の産出からキャッシュフローを導き、投資リターンを算出する。あるいは、まだ開発されていないが埋蔵が確認されている石油、ガス床への開発投資もある。もっともリスクが高いのは、新規埋蔵の発見事業への投資である。

(2) 森林・農業

農地、森林の購入、開発やこれらの管理の資金を提供し、収穫によるインカムやキャピタルゲインを得ることを目的とした投資。不動産投資として分類されることもある。一般にインフレ調整後で5%~8%のリターンが追求される。

森林、農業への投資は、ある金額をコミットしてからその全額が投資に回るまでに時間がかかるプライベート・エクイティと異なり、1年程度の比較的短期で投資を実行できる点がメリットとされる。

近年は、農業よりも森林のパフォーマンスが良かった。キャピタルゲインを狙うケースでは、大型の材木用の森林を保有し、インカムを狙う場合は、チップやパルプ用の若い木を持つ形となる。

農業の場合は、果物の場合は、果樹の成長を見込んだグロース・オリエンテッドな投資になり、トウモロコシや小麦の場合は、キャッシュ・オリエンテッドな投資となる。

なお、森林・農業への投資は、地理的な投資分散が可能になる点も評価される。当然、収穫物の価格変動のリスクもあるが、これを商品先物を使い、コントロールすることも一般的に行われている。

6. その他

以上の他、以下のような商品、手法もオルターナティブに分類される。

¹² Robertson 前掲論文参照。

- ・ポートフォリオ・オーバーレイ

伝統的な資産を保有しつつ、そのリターンを上げる手法である。様々な形態があるが、コール・オプションのライトもその単純な方法である。また、マネジド・フューチャーズにおいて、現金証拠金を節約するために、運用している証券を証拠金として使い、先物・オプション投資をする方法を、オーバーレイ戦略と呼んでいる¹³。

- ・不動産投資（直接の投資の他、REIT、すなわち不動産投資信託への投資）

- ・Economically Targeted Investments (ETIs)

特定の経済・社会部門への投資。マイノリティ・ビジネスへの投資など。学生や中小企業へのローンなども含まれる。

7. 展望

1) 株高による一時のブームに終わるか

オルターナティブの隆盛は、なんとといってもここ数年の株高の持続に支えられている面がある。その意味で、市場環境の変化によっては、曲がり角を迎えるという見方も可能であろう。

ただ、非伝統的な資産への投資は、昨日今日始まったものではなく、昔から行われ、様々な相場変動を経験しつつも続いてきたものである。ヘッジファンド投資も、その原型は1940年代にアルフレッド・ジョーンズによって生みだされ、1964年から68年に隆盛を迎えた。その後ニューヨーク・ダウがボックス圏で推移するようになると多くのファンドは消滅した。そして1980年代後半に再び、グローバルなマクロ投機も含む、多様な投資戦略として台頭し、今日に至っている¹⁴。

非伝統的な資産への投資は珍しくないわけであるが、大手の機関投資家のコミットメントが高まっているのが、最近の特徴である。高齢化の進展で年金資産は拡大している。いわゆる機関化が進み、中長期運用資産が増大し、またこれがプロによってマネジされていることを考えると、オルターナティブへの投資が、相場変動の影響を受け、絶対規模が縮小する局面は免れないとしても、今後ともアセット・アロケーションの対象としての一定の位置づけは与えられていくのではないだろうか。すなわち必ずしも「オルターナティブ」ではなく、当たり前存在とされるのである。

特に、先述のように、アメリカでは、一般の証券市場においては市場が効率的であるため、アクティブ運用からインデックス運用へのシフトが進んでいる。そうした中で、プラス・アルファのリターンを得ようとすれば、非効率的市場での運用が目指されるのは、一つのトレンドと言えるかもしれない。

¹³ 済藤友明「マネジド・フューチャーズの運用戦略と評価」『証券アナリストジャーナル』1996年8月号参照。

¹⁴ Klein, R & J.Lederman, *Hedge Funds*, Irwin, 1995、今井激『ヘッジファンド革命』日本経済新聞社1997年参照。

2) わが国への示唆

わが国においても、各種のオルターナティブ・インベストメントは、アセットマネジメント・ビジネスが重視され、またパフォーマンス向上が重視されていくトレンドの中で、今後注目されていこう。既に日本では、ベンチャーキャピタル投資は定着しており、また各種のLBOファンドへの日本の投資家の参加も以前より見られる。例えば今から10年前、1987年12月に募集されたモルガン・スタンレーのLBOファンドは、ブラックマンデー後、初の大型ファンドとして割安感から人気を集め、総額11億ドル強のうち、20%が都銀、長信銀、信託銀、生保、商社、事業会社など日本の投資家に販売された、と当時の報道にある。最近ではマネジド・フューチャーズによる運用に着手する機関投資家も登場していると言われる。

制度面の変化としても、未上場・未登録株の証券会社による取り扱いの解禁や、投資信託による投資の解禁、私募投信の解禁、さらに、通産省ではリミテッド・パートナーシップに関する法整備も検討されていると報じられている。ビッグバンの進展の中で、日本の投資家にとっても投資対象のすそ野は広がる方向にあると考えられる。

低金利、株価低迷の下で運用に苦しむ機関投資家や、ハイリスクを許容できる大口個人投資家にとって、オルターナティブ・インベストメントは、より注目されていこう。

しかし、好調な市場でリスク許容度が高まったアメリカ投資家と、日本の多くの投資家は異なる。会計上の理由から、表面的なリターンを高めるため未上場債など特殊な投資を増大させた一部生命保険会社の例もあるように、ALMを無視した単なる投機は、本来のオルターナティブ・インベストメントの姿ではない。

また、アクティブ運用はもとよりパッシブ運用も、十分にその目標に見合ったパフォーマンスを上げていないという批判もある中で、そもそも伝統的証券市場の効率性や参加者の洗練度も、まず問われなければならない。

日本におけるオルターナティブ・インベストメントは、こうした本来の証券市場の機能を改革していくプロセスを伴いつつ、定着していくことが望まれよう。

さらに、各種の投資商品の販売、勧誘のルール、投資規制、取り扱い業者の規制なども、伝統的な投資商品、手法と異なるため、投資家保護上問題が生じないように配慮することが重要である一方で、過剰な規制に陥り、アセットマネジメント・ビジネスの効率性や革新性を損なわないよう注意しなければならない。この点に関しては、大蔵省が事務局となって開催されている「新しい金融の流れに関する懇談会」での議論に期待したい。

(淵田康之)