

年金運用とオルタナティブ投資

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構 主任研究員

樺山 和也



1. オルタナティブ投資

海外の大手機関投資家のポートフォリオに占めるオルタナティブ投資の比率はこの10年間で大きく高まっている。

米国の年金コンサルティング会社であるCliffwater社のレポート^(注1)では、カルパス(CalPERS)やカルスターズ(CalSTRS)等に代表される米国の地方公務員年金におけるオルタナティブ投資の比率は、金融危機前の2006年の10%から2012年には24%へと上昇し、その後は横ばいの動きとなっている。

オルタナティブ投資の拡大を牽引してきた

目次

1. オルタナティブ投資
2. オルタナティブ資産への投資目的
3. オルタナティブ運用の投資スタイル
4. オルタナティブ投資のリスク
5. 大手年金基金等のオルタナティブ投資

米国等の大手機関投資家においては、既にオルタナティブ投資の構成比率が大きなウェイトを占める状況に達しているため、伸び率の鈍化ないしは小幅の減少も見られているが、投資家層の拡がりにより全体としてのオルタナティブ投資の拡大傾向は今後も続いていくものと考えられている。

また、多くの海外大手機関投資家においてオルタナティブ投資は、ハイリスク・ハイリターンの投資とはとらえられていない。

オルタナティブ投資の先駆者となったのは、個人の超富裕層や米国の大学寄付財団(Endowment)などのリターン指向の強い投資家で、まだ一般的な投資対象とはみなされておらず割安に放置されている資産を取得し、高いリターンを先行者利得として得ようとする発想が強いものであったと考えられるが、現在の海外大手年金基金等におけるオルタナティブ投資は、「分散効果によるポートフォリオのボラティリティ削減」などを主たる目的として行われており、ハイリスク・ハ

(図表 1) 米国地方公務員年金の資産構成比推移

	2006年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2006年比
Public Equity	61%	51%	49%	50%	51%	50%	△11.0%
Fixed Income	26%	25%	25%	22%	23%	23%	△3.0%
Alternatives	10%	21%	24%	25%	24%	24%	14.0%
Cash/Other	2%	3%	2%	3%	2%	3%	1.0%

(出所) Cliffwaterから年金シニアプラン総合研究機構作成

イリターン指向の投資ではなくなってきている。

もっとも金融危機以前のオルタナティブ投資は、海外大手年金基金等においても、「分散」を建前としながらも、実際には高いリターンの追求へと流れがちな傾向が見られていたが、金融危機以降は本来の目的に沿ったオルタナティブ投資へと軌道修正が図られている。

金融危機をはさんだ2006年から2012年の間に米国地方公務員年金のオルタナティブ投資のウェイトが引き上げられていることは、海外の大手機関投資家におけるオルタナティブ投資は、投資を回避すべきハイリスク資産ではなく、ポートフォリオのリスク削減に有効な投資対象として位置付けられていることの一つの証左と考えられる。

尚、オルタナティブ投資というと日本ではヘッジファンドが一番に思い浮かべられることが多いと思われるが、海外の大手年金基金等の資産運用においては、不動産やプライベート・エクイティの方が主流の投資先である。

株式や債券といった伝統的な投資対象資産以外への投資の総称として「オルタナティブ」

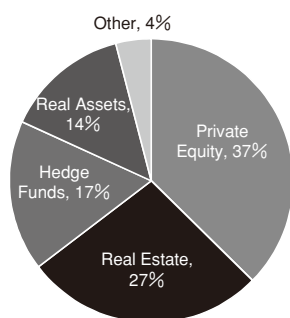
として呼ばれるが、不動産やプライベート・エクイティなどに関しては、海外大手機関投資家においては投資の履歴も長くポートフォリオに占めるウェイトも相応に高いことから、株式や債券と同列に並ぶ一つの独立した資産クラスとして位置付けられていることが多い。

海外大手機関投資家にとっても比較的新しい投資対象資産としては、インフラストラクチャーやプライベート・デット、天然資源等が挙げられる。インフラストラクチャーについては投資家層も拡大しており、機関投資家にとっての投資対象として定着したように見える。プライベート・デットは、年金基金やファンドなど非銀行部門による企業等への直接貸出を示すもので、信用力の低い企業に対する貸出が多い新しい資産クラスである。天然資源 (Natural Resources) は、従来から一部で投資が行われていた農地投資や森林投資に鉱物やエネルギー資源、水資源等を加えた新しい資産クラスで、先物取引等が中心のコモディティ投資とは異なり実物資産への投資を指すことが多い。

また、ハイイールド債や新興国株式、新興

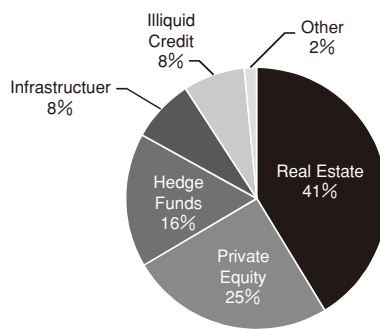
(図表 2) オルタナティブ投資の内訳構成比

US State Pension Funds



Cliffwater

Global Top 100 Pension Funds



Willis Towers Watson

(出所) Cliffwater、Willis Towers Watson (注2) から年金シニアプラン総合研究機構作成

国債券などは、投資が開始された当初はオルタナティブとしての位置付けとする投資家が多かったが、投資対象としての一般化が進むにつれ、株式や債券の一部という扱いへと組み替えられる傾向となっている。

足下のオルタナティブ資産への投資意欲は、近年パフォーマンスが不芳であったヘッジファンドと天然資源とを除くと引き続き強い状況にある。

Preqin社のレポート(注3)における機関投資家の長期なアセットアロケーションの増減見通しは、不動産が(増やす:36%、減らす:10%)、プライベート・エクイティ(同48%、6%)、インフラストラクチャー(同53%、11%)、プライベート・デット(同62%、8%)と増加方向にあるが、ヘッジファンド(同15%、31%)と天然資源(同19%、23%)では減らすとの回答の方が多くなっており、不動産やインフラストラクチャー、プライベート

・エクイティ、プライベート・デットへの投資意欲は引き続き高いものとなっている。

2. オルタナティブ資産への投資目的

オルタナティブ投資は高いリスクを取ってキャピタルゲインの獲得を狙う投資であるとのイメージを持たれがちであるが、海外大手機関投資家の投資目的は多様であり、特に金融危機以降においては、投資家のオルタナティブ投資に対するニーズはリターン指向から、「投資対象の分散」や「インカム収入の確保」等へとシフトしてきている。

超低金利環境の到来により、債券からのインカム収入の減少が顕著であるため、不動産やインフラストラクチャー等「リアルアセット」とも呼ばれる資産に対して、長期に安定したキャッシュフローをベースとしたインカ

(図表 3) 資産クラス別主要投資理由

Ran	Real Estate	Infrastructure	Private Equity	Hedge Funds
1	分散 Diversification	分散 Diversification	高い絶対リターン High Absolute Returns	分散 Diversification
2	インフレヘッジ Inflation Hedge	安定したインカム収入 Reliable Income Stream	分散 Diversification	他資産との低い相関 Low Correlation to Other Asset Classes
3	安定したインカム収入 Reliable Income Stream	インフレヘッジ Inflation Hedge	高いリスク調整後リターン High Risk - Adjusted Returns	ポートフォリオのボラティリティ削減 Reduce Portfolio Volatility

(出所) “Preqin Investor Outlook : Alternative Assets, H 2 2015” から年金シニアプラン総合研究機構作成

ム収入の獲得を目的とした投資が増加している。また、投資目的が変わってきていることに伴い機関投資家のオルタナティブ資産に対する投資スタイルにも変化が見られている。

Preqin社の調査^(注4)による主要なオルタナティブ資産への投資目的の回答率の順位によると、プライベート・エクイティでは、「高い絶対リターン」や「高いリスク調整後リターン」というリターン指向の項目が上位を占めているが、不動産やインフラストラクチャーといったリアルアセット資産においては、「分散」、「インフレヘッジ」、「安定したインカム収入」といった項目が上位に並んでおり、非流動性資産へのプライベート投資という側面では共通するものの、プライベート・エクイティとリアルアセットでは、投資目的やポートフォリオ上の位置付けとしては明確な相違が見られている。

また、一般的には「ハイリスク／ハイリタ

ーン」の投資という印象が引き続き強いヘッジファンドへの投資であるが、投資目的の上位にリターン指向の項目は無く、「分散」、「他資産との低い相関」、「ポートフォリオのボラティリティの削減」などが上位を占めており、機関投資家のヘッジファンド投資への取り組み姿勢は、かつてのイメージとは大きく異なるものとなっている。

「インフレヘッジ」を投資目的に掲げる機関投資家は、年金給付額がインフレ率に連動する制度設計となっている年金基金等で多く見られている。

3. オルタナティブ運用の投資スタイル

前述のようにオルタナティブ資産への投資目的に変化が見られることを背景に、海外大手機関投資家の投資スタイルは、キャピタル

ゲイン指向の投資スタイルから、より安定を重視した投資スタイルへと変化している。

3.1 不動産・インフラの投資スタイル

不動産やインフラストラクチャーでは、コア型（Core）、バリューアッド型（Value-Added）、オポチュニスティック型（Opportunistic）といった投資スタイルの区分が行われることが多くなっている。

コア型は、安定的なインカム収入の獲得を目的とする投資スタイルであり、景気変動等の影響を相対的に受けづらくキャッシュフローが安定したそれぞれの資産クラスの中における優良資産への投資で構成され、レバレッジは無いが低く抑えられた投資であることが通常となっている。十分な水準のキャッシュフローが安定的に享受できている限り、投資スタイルからして売却へのインセンティブは低いいため、一般に長期の保有が前提とされる投資である。

バリューアッド型は、インカム収入に加え対象資産の付加価値を高めキャッシュフローを改善させること等による資産価値の上昇も併せて狙う投資スタイルである。投資期間とレバレッジの水準は、コア型とオポチュニスティック型の間間的な位置付けとされることが多い。

オポチュニスティック型は、キャピタルゲインの獲得を主たる収益源泉とする投資スタイルであり、ディストレスト案件や開発案件、

不動産であれば不振案件の全面的リノベーションや用途変更などにより価値を創出しようとするものである。投資効率を高めるために積極的にレバレッジを活用することが一般的であり、売却による価値の実現を目指すことが多いこと、IRR（内部収益率）の最大化を図る目的からも、投資期間は一般的には短いことが多い。

また上記の3つの投資スタイルに加え、コア・プラス型（Core Plus）として、安定的なインカム収入の獲得を主たる目的とするものの、一部ではキャピタルゲインの獲得も狙う投資スタイルも一般化しつつある。

3.2 プライベート・エクイティの投資スタイル

プライベート・エクイティの投資スタイルの主なものとしては、①ベンチャーキャピタル投資、②バイアウト投資、③ディストレスト投資が挙げられる。

ベンチャーキャピタル投資は、独自の技術や事業モデル等を持つ未上場の成長企業を主たる投資対象としている。設立間もないアーリーステージ、成長段階のグロースステージ、上場を目前に控えたIPOステージ等、企業の成長段階によって投資の手法やリスク・リターンとの関係、企業経営との関わり方等は大きく異なるものとなる。一般には株式公開を目指すのが、大企業等による買収や他のファンドへの売却等により資金回収が行われる場合も多い。

バイアウト投資は、投資先企業の少なくとも過半数の株式を取得し、多くの場合は非上場化し、買収先企業の経営に深く関わり企業価値を高めたのちに、再上場または転売により高いリターンを得ることを目的とする投資である。一般的にはある程度成熟化した事業で相応のキャッシュフローが見込まれる企業が投資対象となることが多い。

ディストレスト投資は、業績不振企業や破綻企業をディストレスト価格で買収し、事業や資本構成の再構築による企業再生または保有資産や事業の切り売り等によって投資資金の回収を図り高いリターンを得ることを目的とする投資である。

海外では米国を中心に企業の新陳代謝が強く、起業から十数年で株式市場における時価総額上位企業にまで駆け上がる銘柄の事例にも事欠かないことや、実際のPEファンドのパフォーマンスも良好に推移していることから、米国を中心に海外におけるPE投資への人気は高い。

3.3 ヘッジファンドの投資スタイル

ヘッジファンドの「運用」スタイルとしては、株式ロング／ショート、マーケット・ニュートラル、グローバル・マクロ、レラティブバリュー、マネージド・フューチャーズ、イベント・ドリブン、CBアービトラージ、マルチストラテジーなど様々な運用スタイルが見られている。また、投資対象や運用手法への制約の少なさがヘッジファンドの特徴の

一つでもあるため、戦略分類にあてはまりにくい独自の運用戦略を指向するヘッジファンドも多く存在している。

ヘッジファンドへの投資家としての投資スタイルとしては、金融危機以前は、幅広いヘッジファンド戦略に分散されたヘッジファンド全体のリターンをとらえようとする指向が強かったが、金融危機後は一部の先進的な大機関投資家を中心に、ヘッジファンドの各戦略が持つそれぞれのリスクファクターやリスク特性に応じて、ヘッジファンドを戦略別にカテゴライズする動きが見られている。

リスクファクターという観点で考えると、ヘッジファンド全体に共通するリスクファクターは少なく、戦略毎に異なるリスクファクターを含んでいることは明らかなため、比較的共通するリスクファクターを持つ戦略群を集めてカテゴライズ化する動きとなってきた。

ヘッジファンド戦略のカテゴライズ手法は定型化されているとは言い難いが、以下のような区分が一例として挙げられる。

- ① ディレクショナル戦略…株式等伝統的資産の収益率に一定程度収益率が連動
- ② マクロ／トレーディング戦略…ポジションがロングにもショートにもなり、大きな相場下落時には伝統的資産と負の相関が期待できる
- ③ アブソリュート・リターン（レラティブバリュー）戦略…危機発生時にはフ

ファットテイルのリスクはあるものの、通常時には相場の方向性には左右されず安定的なリターンを稼ぐ

①のディレクショナル戦略は伝統的資産とのベータが0.6以上、③のアブソリュート・リターン戦略はベータが0.2以下のヘッジファンドとされることが多く、ベータが0.2～0.6のファンドやベータ値が定まらないヘッジファンドは、ヘッジファンドのカテゴリ化を指向する機関投資家の投資対象としてはなりづらくなってきているとの指摘も見られている。

■ 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、株式や債券等への投資と同様の価格変動リスクやデフォルト・リスク等の一般的な投資リスクの他に、投資対象資産の取引流動性が低いことに起因する「非流動性」という追加的なリスクが存在している。

ヘッジファンドに関しては、ヘッジファンドが投資対象とする資産自体は、株式や債券、為替、先物取引等流動性が高い資産ではあるものの、通常ヘッジファンドの解約手続きには様々な制限があり、投資家の観点からは非流動性リスクを持つことには変わりはない。

多くのオルタナティブ投資では、購入も売却も即時に行えるものではなく、それは投資

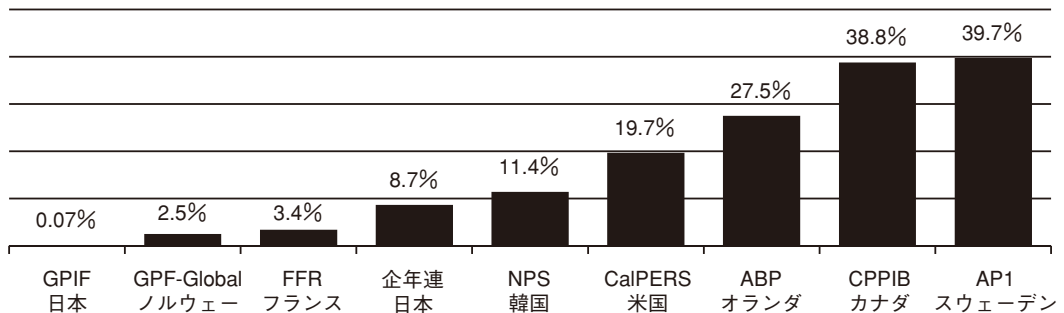
家による直接投資でも、ファンドを経由した投資でも同様である。直接投資の場合には、例えば不動産投資では、投資目的や希望投資金額に合致した物件の売り物が無ければ購入はできず、保有物件の売却も買い手を探し価格交渉を行い、売却契約を締結して物件の引き渡しと売却代金の受領が完了するまでには相応の時間が必要となる。

また、ファンドを経由した投資の場合でも、投資目的に合致したファンドが募集を行っていることがまず必要であり、投資目的に合致した適切なファンドに投資をコミットできたとしても、ファンドが実際に物件を購入し投資資金の払込みを請求してくるまでは、投資のエクスポージャーを持てるわけではない。

仮に投資家が当該資産クラスに対して弱気に転じたとしても、ファンドへのコミットメントは投資家の義務であるため、過去のコミットメントに対する払込み要請が来るため、弱気に転じた資産に対するエクスポージャーが増加していくというケースも生じている。金融危機時に、オルタナティブ資産に対する運用方針の変更やポジションの削減を決定した年金基金等においては、実際にエクスポージャーが減少に転じるまでに数年を要したところが多く見られている。

「非流動性」は一般の投資家にとっては「リスク」と認識されるが、長期投資が可能な年金資金では「非流動性プレミアム」をアルファの源泉として位置付け、積極的な投資が見られている。ただし、金融危機時には流動性

(図表 4) 主要年金基金等のオルタナティブ資産投資比率



(出所) アニュアルレポート、ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

の管理が十分になされていなかった一部の年金基金等では、ファンドへのコミットメントの行使に伴う資金払込みに充てるために、荒れ相場の中で資金捻出のための売却を余儀なくされるなど、オルタナティブ投資の非流動性リスクが顕在化した事例も見られている。

また、多くのオルタナティブ投資は1件あたりの投資金額が大きく、投資対象はそれぞれ個別性の強いものであることが多いことも、リスクの一つとして挙げられる。

株式や債券とは異なり大半のオルタナティブ資産では、インデックスを対象としたパッシブ運用は困難である。資産クラスのパフォーマンスは良好であっても、個々の投資家あるいは個々のファンドのパフォーマンスは組入資産の状況によってまちまちで、パフォーマンスのバラつきが大きいこともリスクの一つと考えられる。

5. 大手年金基金等のオルタナティブ投資

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のオルタナティブ資産への投資比率は2017年3月末現在で0.07%と開示されており、基本ポートフォリオでは上限が5%とされている。また、オルタナティブ資産は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分するという管理手法が取られている。オルタナティブ資産への投資理由としては、伝統的な投資対象である上場株式、債券等とは異なるリスク・リターン特性を持ったオルタナティブ資産をポートフォリオに組み入れることにより、分散投資による効率性の向上が期待されるとしている。

企業年金連合会では、2017年3月末現在基本年金等の運用において9,907億円（プライ

ベート・エクイティ：3,565億円、ヘッジファンド：5,052億円、不動産：751億円、インフラストラクチャー&インカム：539億円)の投資残高が見られ、残高構成比は8.7%と計算される。

海外ではオルタナティブ投資の構成比が約40%を占める年金基金も見られるが、必ずしも全ての大手年金基金等がオルタナティブ投資に積極的なわけではない。投資ノウハウとリスク管理能力の蓄積が無いままに無定見にオルタナティブ投資を拡大することには当然危険が伴い、ポートフォリオにおける位置付けと組入目的に沿った投資を心がける必要があることは明らかである。

(注1) Cliffwater (2016), "An Examination of State Pension Performance : 2006 to 2015"

(注2) Willis Towers Watson (2017), "Global Alternatives Survey 2017"

(注3) Preqin (2017), "Preqin Investor Outlook : Alternative Assets, H1 2017"

(注4) Preqin (2015), "Preqin Investor Outlook : Alternative Assets, H2 2015"

