

## 過去データだけで判断できないオルタナ投資

### 【ポイント】

1. 過度のポジション集中・レバレッジからパフォーマンスが急変することもあり、ファンドの過去データの数値を画一的に判断するのは危険である。
2. アジア特化のファンドオブヘッジファンズと通常の株式投信、ディストレスト戦略のヘッジファンドとプライベートエクイティファンドなどの比較も重要である。
3. オルタナティブ投資の目利きに意外と必要なのは、特定のオルタナティブ資産の枠内にとどまらず伝統的資産も含めた幅広い視野や感性的な判断力ではなかろうか。

このところの株式市場不振もあり、オルタナティブ投資への関心が高まっているようである。2008年3月7日の日経新聞は、舛添厚労相が個人的な考えと断った上で「資産効果で国民を豊かにする議員連盟」会合で、「短期間で欠損が出ることはあるかもしれないが、上手なファンドの組み方をすれば5～10年単位でみると損は出ない」、また、「公的年金の積立金150兆円の3分の1の50兆円をまずファンドで」と発言したと述べている。割合からいって、この50兆円は伝統的ファンド（買い持ちのみを行う、通常の株式投信など）とオルタナティブ投資を合計した金額だろう。

また同日付日経新聞の「揺れる企業年金（上）」欄では、2007年度のマイナスの運用利回りを見て「いつ運用収益の悪化に歯止めがかかるのか、読みきれないのが恐ろしい」との大手企業年金基金の担当者の談話や、安定的な運用収益確保を目指したオルタナティブ投資への企業年金の取り組み事例を複数紹介している。

二つの記事を読むと、退職給与積立金の運用が企業本体の決算に影響する可能性もあっても、企業年金基金の方が全体としては運用評価の時間軸が短い印象を受けるものの、両者とも日米欧の株式市場とは異なる動きをするファンド、あるいは安定した絶対収益を目指すファンドへの関心が高いこと、その中心がオルタナティブ投資にあるのは間違いないだろう。ただしこの記事にもあるように、オルタナティブ投資を実際の運用収益向上につなげるためには「運用会社や投資商品を選別する目利きの力」が必要だ。

ところで、オルタナティブ投資と一口に言ってもプライベートエクイティ（投資事業組合形式の投資）、ヘッジファンド、コモディティなど様々なものが含まれ、かつ、具体的な投資戦略も様々である。プライベートエクイティについては「ブームか、それともバブルか（フコク経済情報 Vol.165、2007年4月号）」に詳しいが、具体的な投資戦略には①ベンチャーキャピタル、②バイアウト（企業買収、経営権の取得）、③ディストレスト（企業再生や極端に売り込まれた資産への投資）、④メザニン（企業買収時に発行される劣後債、優先株式に投資）があり、また最近では⑤インフラ（発送電施設、パイプライン、道路、空港、水処理施設、病院など社会資本）に投資するファンドも増えている。一方、ヘッジファンドは常に既存の枠組みを超えた投資戦略を模索するという性質もあって分類はなかなか難しいが、図表1は一般的な分類の一つではある。

図表1. ヘッジファンドの投資戦略分類

株式ロングショート	株式(もしくは株式先物等)の買い持ち(ロング)／売り持ち(ショート)両方のポジションを持つが、買いサイドが優勢
株式マーケットニュートラル	株式市場全体の動きから中立したパフォーマンスを目指し、株式の買い持ち／売り持ちを行う(通常、計量モデルでポジションを決定)
株式ショートバイアス	株式の売り持ちを中心としたポジションを持つ
イベントドリブン	構造に大幅な変化(合併、分離、倒産など)が起きつつある企業の証券に着目した投資。合併裁定取引、ディストレストなど
転換社債アービトラージ	株式現物と同銘柄の転換社債で裁定取引を行う
金利アービトラージ	債券、CDS、スワップなどを使った裁定取引を行う
グローバルマクロ	各国経済のファンダメンタルなどから資産の割高・割安を判断して投資する
マネージド・フューチャーズ	計量モデルを用いて、資産価格に方向性が出ているものに投資する(一般には順張りの投資を行う)
エマージング	エマージング諸国の株式等に投資
マルチ戦略	上記の戦略を組み合わせた投資、又は上記の戦略にあてはまらない投資

※なお、日本では株式マーケットニュートラル戦略のファンドも株式ロングショート戦略と呼ばれ混乱しているが、欧米ではマーケットニュートラルはロングショートと区別するのが一般的である

それでは、ファンドの「目利き」には何が必要だろうか。ファンド評価ではもちろん、定性、定量の両面を見る必要がある。定性面では投資アイデアの源泉や人材、投資決定プロセス、投資哲学などを評価する。その際、インデックス連動型の投資以外なら、たとえファンドオブファンズであっても、ファンドの運用担当者とのコミュニケーションのための共通言語である英語力は基礎要件である。ファンドの運用担当者に直接インタビューすることで運用哲学はお題目でなく確たるものか、投資環境見通しの本音、運用会社が組織としてうまくいっているのか、などの感触を得られる場合がある。内容的に紙ベースでは回答しづらいこともある(ちなみに筆者がいつも口頭で質問することの一つは、成功報酬が運用会社内部で誰にどのように配分されているか、その支払いは単年か、あるいは繰り延べて複数年に亘るのかである。継続的に良好なパフォーマンスを引き出すにはその組織が適切なインセンティブ付けを行っているか否かが極めて重要だろう)。

通常はかなり定型化した内容だが、ファンドの目論見書の条項が著しく投資家に不利でないかも一応チェックすべきだろう。シングルファンドに投資するなら、保有資産の時価評価方法やキーパーソンの人物調査、取引執行システム、リスク管理などについてより詳細に調べる必要もあるだろう。

一方、定量面で基本になるのは期待収益率(期待リターン)と標準偏差(リスク)である。これらは数値であるがゆえに一見、明確な基準にも思えるが、あくまでも過去データに基づくもので将来を保証しないことは十分留意しなければならない。過去に低位安定したリスクで良いリターンが稼げていた戦略でも、多くのファンドが同様のポジションを積み上げていたり、過度なレバレッジや仕組み商品の組成が行われていればパフォーマンスが急変することもある。これは古くは98年のLTCM(Long-Term Capital Management)破綻の原因となったが、2007年にも株式マーケットニュートラルファンド大手の大幅損失という形で繰り返された。数値基準を設けて画一的な判断をすることには危険があり、行き過ぎがないかどうかは感性的にとらえる必要がある。ファンドの販売資料に下方偏差(マイナスまたは無リスク金利を下回るリターンのみで計算)が表示されていることもあるが、これとて過去データという意味では同じである。なお、痛い目にあってレバレッジ水準が注目されているが、ここでも数値で画一的に判断するのは危険だ。例えば残存2年の債券が4年の債券より割高と判断し、利回り曲線全体の上下をヘッジするなら2年金利を2単位払い、4年金利を1単位受ける。レバレッジ水準は3倍になるが、実際のリスクはそれほど高くない。「なぜレバレッジをかけるのか、それは戦略上の必然性なのかそれとも薄い収益機会から無理なパフォ

ーマンスを出そうとしているのか」の判断が鍵である。

加えて筆者は、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドといった個別の枠組みの中だけでなく、伝統的ファンドも含め広く見渡した上での投資資産の選択も大いに重要だと考えている。例えば、ヘッジファンドの範疇だけで考えればアジア特化型のヘッジファンドは主要な（欧米の）ヘッジファンドに対して分散投資効果がありヘッジファンド・ポートフォリオに組入れる意義があるという結論になってしまう。ところが、現状ではアジアのヘッジファンドは8割方が買いポジションに偏った株式ロング・ショート戦略であり、売りポジションの収益は小さいので、あえてヘッジファンドで投資する必要性は薄い。アジア企業の成長に対してエクスポージャーを取りたいなら、価格変動の大きさはある程度覚悟し、買い持ちのみの通常の株式投信に投資すれば十分ではないか。ヘッジファンドの枠内だけでなく、他の投資資産も合わせて考えることが重要である。

同様の事がクレジット（社債スプレッド、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）などに着目した運用）／ディストレスト（なかでも信用度の低いもの、売り込まれたもの）にも言える。米国のサブプライム問題はクレジット市場全般に投売りを引き起こした。米国10年満期の平均的なBB格社債と米国債の利回り差（スプレッド）は2008年3月末には5.4%程度まで拡大した後、4月末でも4.8%程度だ。やや低下したとはいえ、まだエンロン、ワールドコムなどの破綻により米国企業会計に不信が広がっていた2002年10月末（5.3%程度）に近い高さである。この先、短期的には再びスプレッドが広がる可能性もあるが、長い目で見れば明らかに社債スプレッドは買い場だろう。背景を比較すると、現状は景気後退による企業収益への圧迫リスクを織り込んでいる面も多少はあるが、主因はサブプライム関連や企業買収ローンなどで評価損計上を余儀なくされた銀行等による信用収縮であり、企業そのもののリスクという観点からは当時より割安と考えるのが妥当だ。そこでは個別企業の真の信用力が評価されず一緒に売られており、選別能力のある運用会社には大チャンスに違いない。サブプライムローンを原資産としたCDO（債務担保証券）のあおりで、証券化商品と名がつくものは一斉に敬遠されているが、裏付け資産をきちんと吟味すれば社債・CDS以上に割安度の高い証券化商品も多いだろう。ではどういう形で投資すべきか。ヘッジファンドにもディストレスト（大きくはイベント・ドリブンという分類）、クレジット（大きくは金利アービトラージという分類）と呼ばれる戦略がある。しかし、現状の信用収縮はまだ底が見えず、短期的には割安な資産の価格が一層下落するリスクも大きい。そのとき、ヘッジファンドはロスカットルール、四半期ごとの解約条件により投売りを迫られるかもしれない。だとすると、5～10年の投資期間で原則として途中解約のできないプライベートエクイティのディストレスト戦略に投資する方が賢明ではないか。

オルタナティブ投資の目利きに意外と必要なのは、特定のオルタナティブ資産の枠内にとどまらず伝統的資産も含めて幅広い視野を持つことや感性的な判断能力ではなかろうか。なお、より手軽にインデックス連動型で投資するとの判断も十分有り得る。ただ、そもそもプライベートエクイティにはインデックス投資のツールがないこと、ヘッジファンド指数連動型商品（小型株指数などを用いるクローン型商品）は過去データによるものであり、投資環境に応じポジションを変化させつづけるヘッジファンドに今後も連動しつづけるとは限らないこと、コモディティ指数連動型商品は限月の乗換えコスト（流動性の高い直近の限月に一斉に投資、売却することの価格的不利）が結構大きいことなどは認識しておく必要がある。

（投資商品グループ 高松 千之）