

2005 - 2006 年

ラッセル オルタナティブ投資状況調査

北米、欧州、豪州、日本の機関投資家動向

調査報告書（要約版）

はじめに

オルタナティブ投資について理解が深まる中、当社は 1992 年以來、投資家の皆様に重要な情報と対策をお届けするため、オルタナティブの投資状況に関する調査を続けて参りました。この度、その調査報告書第 7 版となる『2005-2006 年 ラッセル オルタナティブ 投資状況調査』が完成し、お届けできることを喜ばしく思っております。前回まではゴールドマン・サックス・インターナショナルと共同で調査を実施してまいりましたが、オルタナティブ投資への注目が高まり投資規模も拡大する中、本調査のデータ収集における効率化を図るため、今年からはラッセル単独で調査を行うこととなりました。

調査について

総数 327 の大規模非課税機関投資家の皆様が、プライベート・エクイティ投資、ヘッジ・ファンド投資、不動産投資に関して回答を寄せて下さいました。本調査は、オルタナティブ投資に関する見解及び投資手法について、機関投資家の皆様から直接調査することで、理解しやすい貴重な概要を皆様にお伝えすることを目的としております。2 年毎に実施する本調査は、世界各地域における種々のオルタナティブ投資を網羅している点で、特徴的な調査となっています。長期にわたり過去のデータを漸次積み上げていくことにより、本調査は年々拡大する市場展望をお届けできると考えております。

傾向

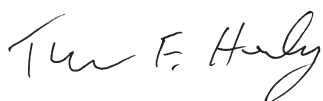
本調査は、あえて踏み込んだ一連の質問をすることにより、有益な情報と明察を導き出すことを意図しております。調査結果はオルタナティブ投資の全体像をより明確に示唆しております。

- 拡大傾向 - オルタナティブ投資は急速に拡大しており、2007 年までに記録的なレベルに達すると予測されます。
- ヘッジ・ファンドの優勢 - オルタナティブ投資へのコミットメント(投資決定済みを含む投資残高)が拡大する中、ヘッジ・ファンドは引き続き、最大の比率を占めると予測されます。
- 規模が小さい市場ほど投資が拡大 - 資本市場規模が小さいほど、オルタナティブ投資が大幅に拡大しており、この傾向は今後も続くと予測されます。

調査結果の考察

ラッセルのシニア・インベストメント・マネージャー達が、本報告書の調査結果と傾向を分析し、簡潔に解説しております。こうした見解を通じて、調査結果をご理解いただくことにより、皆様独自の投資戦略のヒントとなる要素を見出していただければ幸甚です。本報告書が機関投資家の皆様にとって有益な資料となることを望んでおります。また、調査結果に対するご感想、今後の改善に関するご提案などございましたら是非お聞かせいただきたくお願い申し上げます。

最後になりましたが、今回の調査にご回答をお寄せ下さった機関投資家の皆様に対し、心から御礼申し上げます。皆様のご協力、詳細なご回答は本調査にとって大変貴重なものであり深く感謝いたしております。



トム・ハンリー

チーフ・インベストメント・オフィサー

ラッセル・インベストメント・グループ

総 括

金融市場の発展と全体的なガバナンスの強化を背景に、巨額の資産を運用する非課税機関投資家にとって、運用先の選定は益々重要な課題となっている。過去 20 年の間にオルタナティブ投資は大幅に増加しており、この傾向は今日も続いている。その先駆けとなった北米では、1980 年代初期以来、プライベート・エクイティと不動産がポートフォリオの重要な構成要素となっている。1990 年代末北米では、プライベート・エクイティは既に主流の資産クラスとなっていたが、今日では他の調査地域でも重要度を増している。一方、不動産投資も北米以外の投資家の戦略アロケーションにおいて重要となっている。ヘッジ・ファンドはかつて、主に北米の寄贈基金や財団が利用する補足的投資対象と見なされていたが、今や世界中の各種機関投資家の間で主流の投資対象となる傾向が続いている。

調査結果を精査する中で下記の 3 つの主要テーマが明らかになり、それについてラッセルのシニア・インベストメント・マネージャー達が解説することとなった。

- オルタナティブ投資に対するコミットメント（投資決定済みを含む投資残高）は継続的に拡大し、2007 年に記録的レベルに達すると予測される。
- 主にヘッジ・ファンドにおいて、投資コミットメントが拡大している。
- 規模が小さい資本市場ほど、オルタナティブ投資に対するアロケーションが大幅に拡大している。

調査結果より、プライベート・エクイティ投資は、全世界の機関投資家のポートフォリオにおいて、引き続き重要な役割を担っていることが明確になった。プライベート・エクイティへの投資配分は 2007 年に全市場で記録的レベルに達すると予測される。従来、プライベート・エクイティ投資への配分が低率であった欧州大陸や日本などの市場で、最大の運用枠拡大を予測している。さらに、ほとんどの調査地域において、プライベート・エクイティに投資していると回答した機関投資家の割合が増加している。こうした傾向は、機関投資家が、これまでプライベート・エクイティが獲得してきた高水準の投資リターンに注目し、高リターンを獲得する意欲を強めていることや、当資産クラスの流動性やリスク・プロファイルを容認する機運が高まったことを反映している。

デイビッド・ブラマン
シニア・パートナー
パンテオン・ベンチャーズ
ラッセル・インベストメント・グループ

今回の調査結果は、投資リターンを高めポートフォリオの分散を強化するヘッジ・ファンドへの信頼が高まったことを示している。機関投資家は明らかに、2000 年に始まった 3 年連続の市場低迷が記憶に残っており、株式投資には慎重である。また今後金利の上昇が予測されることから、債券投資に対しても慎重である。こうした懸念に加え、債券に対する株式のリターン・プレミアムは今後 10 年では 3% 程度の低率だと予測されている。アクティブ運用および世界市場の非効率性からアルファを獲得するヘッジ・ファンド・マネージャーの運用能力に対して、機関投資家は依然として高い信頼をおいていると言える。後掲の調査結果は、機関投資家のヘッジ・ファンド運用と今後の期待について考える上で有益なものとなるだろう。

ビクター・レバレット
ヘッジ・ファンド担当ディレクター
ラッセル・インベストメント・グループ

元来、多くの機関投資家はオルタナティブ投資を不動産から始めたと言える。本調査でも明らかになったように、不動産投資は多くの機関投資家にとって引き続き重要なものとなっている。従来、投資家は不動産が持つ収益性、ポートフォリオの分散化効果、インフレ・ヘッジ、定期的なインカム、などの優位性に魅力を感じていた。地域により多少の差異はあるものの、全世界における不動産へのアロケーション比率は依然として高く、2007 年までさらに上昇すると予測される。多くの投資家がこの分野で長年の経験を積み、精通してきていることを考慮すれば、これは予測された結果である。オルタナティブ投資として不動産を重視するスタンスを、今回の調査結果もまた指摘している。

カール・スミス
不動産担当ディレクター
ラッセル・インベストメント・グループ

要 旨

プライベート・エクイティ

- プライベート・エクイティに投資していると回答した機関投資家の割合は 2003 年と比較して、欧州、豪州、日本で上昇している。これは 2001 年以降のトレンドである。一方、米国においては若干低下した。
- プライベート・エクイティへの戦略アロケーション（訳注：基本資産配分または、政策アセット・ミックスと同義）は欧州と日本では増加しているが、北米と豪州ではやや減少した。全調査地域でみると、プライベート・エクイティへのアロケーションは 2007 年まで増加すると予測される。
- 戦略アロケーション比率を越えたプライベート・エクイティへの投資コミットメント（オーバーコミットメント）は欧州では引き続き拡大しているが、北米と豪州では前回のトレンドが逆転し、縮小した。
- ファンド・オブ・ファンズ形態は、従来プライベート・エクイティへの比率が低かった欧州や日本の回答者が好んで投資する投資形態であることが明らかとなった。こうした市場では、ほとんどの投資コミットメントがファンド・オブ・ファンズを通じて行われている。一方、北米や英国の成熟した市場では、個別ファンド・パートナーシップを通じての投資が増加している。
- 投資タイプ別コミットメントの内訳をみると、北米では引き続き一貫性があるが、欧州では回答者のバイアウトへのコミットメント比率が増加している。豪州ではスペシャル・シチュエーションへのコミットメント比率が増加した。
- メザニン（未公開企業の劣後債及び/または優先株式への投資）及びスペシャル・シチュエーションへの投資は、人気の高まりの中、今後 3 年間に全調査地域で増加すると予測される。
- 期待リターンは世界全域で 2 桁台となっており、特に豪州投資家は、2003 年来最大のリターンを見込んでいる。

ヘッジ・ファンド

- ヘッジ・ファンドについては、投資していると回答した機関投資家の割合及び戦略アロケーションにおける比率の両方において、全調査地域で継続的に増加している。戦略アロケーションは全地域で 2007 年まで増加すると予測されている。
- ヘッジ・ファンド投資を行っていないと回答した機関投資家は依然として、主に透明性とリスクへの懸念を抱いている。また、この投資を監視する社内の人材不足を挙げると同時に、ほんの僅かな投資機会を求めて巨額の資産がヘッジ・ファンドになだれ込むことへの懸念を示している。
- ヘッジ・ファンド投資を行っていると回答した機関投資家の割合は継続的に増加している。
- レラティブ・バリュー、イベント・ドリブン、ロング・ショート戦略が全地域で最も人気のあるヘッジ・ファンド戦略となっている。また、マルチ戦略は豪州で人気がある。
- 調査回答によると、豪州の機関投資家は他地域の機関投資家に比べて、ファンド・オブ・ファンズへの関心が低かった。
- ヘッジ・ファンドの期待リターン（中央値）は、日本の 5% が最低で、最高は豪州の 10.3% であった。

要 旨

不動産

- 不動産投資を行っていると回答した機関投資家の割合は、北米と欧州では 2003 年からさほど変化していないが、豪州では増加した。日本では 2005 年に初めて不動産投資に関する質問を追加したところ、投資していると回答した機関投資家は 22% で、他地域よりかなり低いことが判明した。
- 資産全体に対する不動産への戦略アロケーションは、日本の 3.4% から豪州の 10.4% と幅広い範囲となっている。2003 年の水準から多少低下したのは北米と豪州で、欧州では増加している。豪州を除くすべての地域で、不動産へのアロケーションは 2007 年まで増加すると予測される。
- 日本を除くすべての地域の回答者は、大部分の不動産投資を土地や建物への直接投資に向けている。欧州では不動産投資のほぼ 3 分の 2 を直接投資に向けているが、北米と豪州では約半分となっている。この傾向は、回答した機関投資家の規模によって左右されるが、本調査において代表的な回答者となっている大規模機関投資家においては、直接投資する傾向が強く見られた。
- 回答者は自国地域への投資を強く志向しており、その平均値は 90% またはそれ以上となっている。自国地域への投資方針は維持されると予測される。
- 回答者の期待リターン（中央値）は、全地域で 5 ~ 8.4% とかなり狭い範囲に集中した。

その他のオルタナティブ投資

- その他のオルタナティブ投資で現在最もよく利用されているのは、カレンシー・オーバーレイである。タクティカル・アセット・アロケーション・オーバーレイ（デリバティブを利用し、ポートフォリオの原資産から資産のエクスポージャーを分離し、新たなエクスポージャーを創出する戦略）とアブソリュート・リターン戦略（ロング・オンリーとキャッシュ）がそれに続く。
- ポータブル・アルファ戦略、アブソリュート・リターン戦略、商品取引は将来考えうる投資としてしばしば言及されているが、現時点では採用されていない。

要 旨

地域別調査結果概要

北 米

- 北米における回答者の 57% はプライベート・エクイティ投資を行っており、この比率は 2003 年の 70% より多少減少した。55% の回答者が不動産投資を行っているが、これは 2003 年の水準と変わらない。27% がヘッジ・ファンドに投資していると回答し、2003 年の 23%、2001 年の 17% より増加している。
- 北米における回答者のプライベート・エクイティと不動産への戦略アロケーションは 2003 年と比較してほぼ同じであり、今後もこの水準で安定すると予測される。一方、ヘッジ・ファンドへの配分はプライベート・エクイティや不動産投資より低いが、増加の傾向にあり、2007 年に向けてこの傾向は続くとは予測される。
- カナダにおける機関投資家のプライベート・エクイティとヘッジ・ファンドへの戦略アロケーション平均値は米国の機関投資家より低いが、不動産への戦略アロケーションは米国より多少高い。
- 北米における回答者のプライベート・エクイティへのオーバーコミットメントは、総額（米ドル建て）と戦略アロケーション比率の両方で減少した。
- プライベート・エクイティにおける投資タイプ別コミットメントの内訳をみると、レバレッジド・バイアウトは 51% から 57% へ上昇した。その一方で、スペシャル・シチュエーションは 14% から 10% に縮小し、エクспанション・キャピタルは 9% から 6% に縮小した。
- レラティブ・バリュエーション、イベント・ドリブン及びロング・ショート戦略は、ヘッジ・ファンドへの投資コミットメント額の約 70% を占めた。
- 不動産への直接投資は依然として選好されており、回答者による不動産へのコミットメント額の 50% 以上を占めた。コア合同運用ファンドと非コア合同運用ファンドはそれぞれ 15% と 20% であった。上場不動産証券へのコミットメントは 8% であった。

欧 州

- プライベート・エクイティとヘッジ・ファンドに投資していると回答した欧州の機関投資家は 2001 年以来増加しているが、不動産への投資は、調査に初めて不動産関連の質問を追加した 2003 年とほぼ同水準に止まっている。ヘッジ・ファンド投資は 2005 年に劇的に増加した。特に、欧州大陸における機関投資家の間で倍増し、2003 年では回答者中 24% であったのに対し 2005 年には 48% に増加した。
- 欧州においては、オルタナティブ投資の中で不動産投資への配分が一番大きく、オルタナティブ投資総額の 60% を占めた。
- プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産への戦略アロケーション平均値は、2003 年に比較して増加しており、この増加傾向は 2007 年まで続くとは予測される。
- プライベート・エクイティに対するオーバーコミットメントは欧州で増加している。
- プライベート・エクイティにおける投資タイプ別コミットメントの内訳をみると、レバレッジド・バイアウトは、欧州における投資コミットメント額の 3 分の 2 に増加した。一方、メザニン、スペシャル・シチュエーション、その他ファンドへの投資コミットメント比率は低下した。
- プライベート・エクイティにおけるファンド・オブ・ファンズへの投資は、英国では減少したが、欧州大陸では拡大した。欧州大陸の機関投資家ポートフォリオでは、個別ファンド・パートナーシップへの投資コミットメントは減少したが、英国の機関投資家ポートフォリオでは増加している。
- この地域では様々なヘッジ・ファンドが利用されているが、レラティブ・バリュエーション戦略はヘッジ・ファンドへの投資コミットメント額の 35% 以上を占めており、イベント・ドリブンとロング・ショート戦略への投資コミットメントの約 2 倍となっている。
- 不動産投資を行っている欧州の機関投資家は、土地や建物への直接投資をコミットメント額中約 3 分の 2 の水準に維持しているが、2003 年の 87% より低下している。

要 旨

豪 州

- 豪州では依然として不動産投資が最も一般的なオルタナティブ投資として利用され、回答者の86%が投資している。次に一般的なのがプライベート・エクイティ投資で、増加の一途をたどり、現時点では回答者の4人のうち3人が投資している。3位のヘッジ・ファンドはかなり差が開いているものの、2001年以来急激に増加し、現在では豪州の機関投資家の3分の1が利用している。
- ヘッジ・ファンドへの戦略アロケーション平均値は、2003年の4.3%から2005年には6.2%に上昇した。一方、プライベート・エクイティと不動産へのアロケーションはわずかに低下した。プライベート・エクイティとヘッジ・ファンドのアロケーションは2007年まで上昇すると予測されているが、不動産投資のアロケーションは微減すると予測されている。
- プライベート・エクイティにおける投資タイプ別コミットメントの内訳をみると、スペシャル・シチュエーションは2003年から倍増して、プライベート・エクイティ資産の35%を占めた。レバレッジド・バイアウトとエクспанション・キャピタルは、それぞれ資産の4分の1を占めている。一方、ベンチャー・キャピタルは、2003年に資産の27%を占めていたが、現在は14%に低下している。
- ロング・ショート戦略とマルチ戦略は、それぞれヘッジ・ファンドへの投資資産のほぼ50%を占めている。
- 不動産への直接投資は、不動産投資コミットメントの約50%を維持している。

日 本

- 日本の回答者において、プライベート・エクイティ投資とヘッジ・ファンド投資を行う割合は継続的に拡大している。日本におけるプライベート・エクイティ市場ははまだ初期段階にあるが、投資コミットメントの水準は急速に上昇し、2003年の426億円から現在は998億円にまで達した。
- プライベート・エクイティとヘッジ・ファンドへの戦略アロケーション比率の平均値も上昇しており、2007年までこの上昇傾向は継続すると予測される。今回の調査で初めて質問を追加した不動産投資への構成比も、2007年まで上昇すると予測される。
- 回答者におけるヘッジ・ファンドへの投資コミットメント総額は4倍に増額し、2,370億円から9,940億円に達した。
- 回答者の大多数はヘッジ・ファンドにおいてレタイプ・バリュエーションおよびロング・ショート戦略を利用しており、今後もこうした戦略を利用する意向を示している。
- ヘッジ・ファンドの投資形態をみると2003年の傾向に反して、回答者の大半は他の投資形態よりもファンド・オブ・ファンズを選好している(84%)。
- 上場不動産証券への投資は、回答者の38%を占めている。コア合同運用ファンドへの投資(31%)がそれに次いでいる。

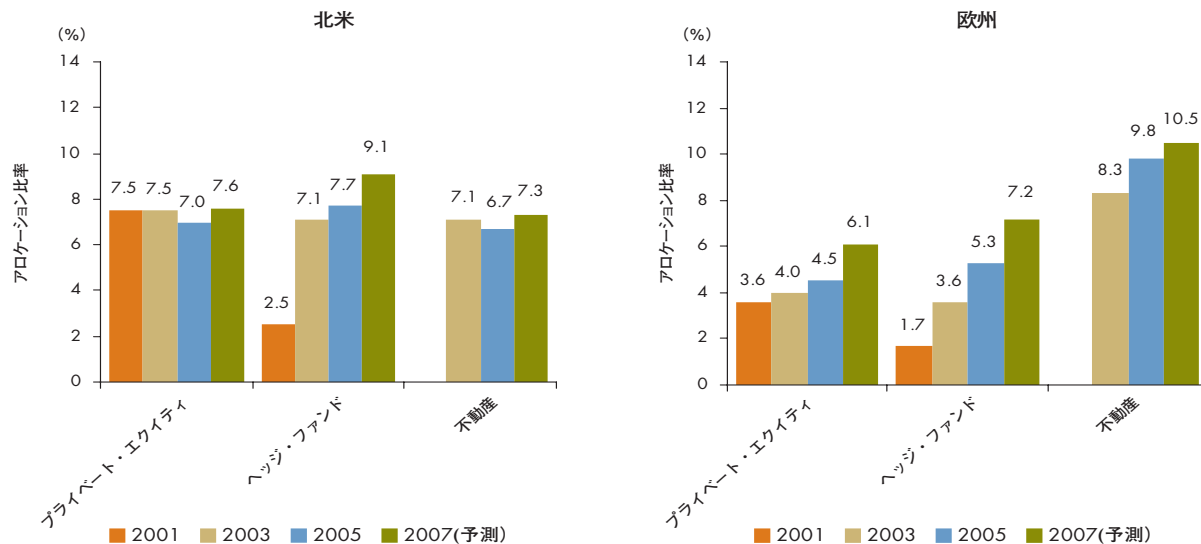
本調査は、グローバルな機関投資家の中でもかなり大規模で代表的な機関を対象にしたものであるが、サブグループ（地域別、機関の種類または規模別、基準別）間における差異については、少ない調査サンプル数であるが故の力学が働き、年毎に大きく変動する可能性があることに留意する必要がある。

2003年およびそれ以前の報告書の内容は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルと共同で作成したものです。報告書をご希望の場合は、氏名、肩書き、組織名、国名をご明記の上、Tokyo-FRJ@russell.com宛てにEメールでお申し込みください。

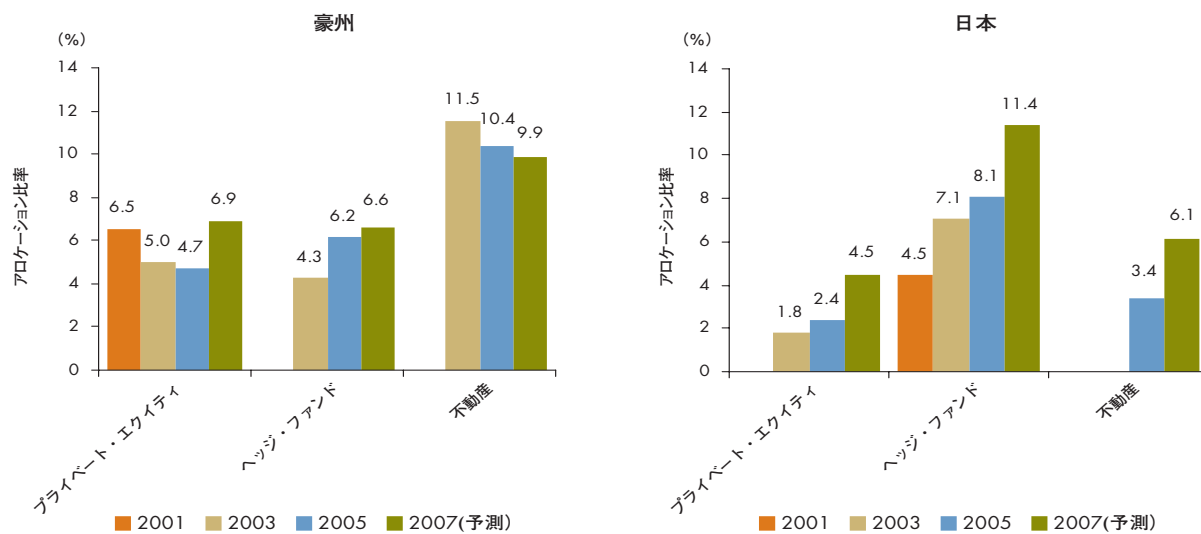
要 旨

戦略アロケーション

図表 1: オルタナティブ投資への戦略アロケーション (平均値) の現状と予測



注: 2001年の北米におけるヘッジ・ファンドへのアロケーションは中央値で表示



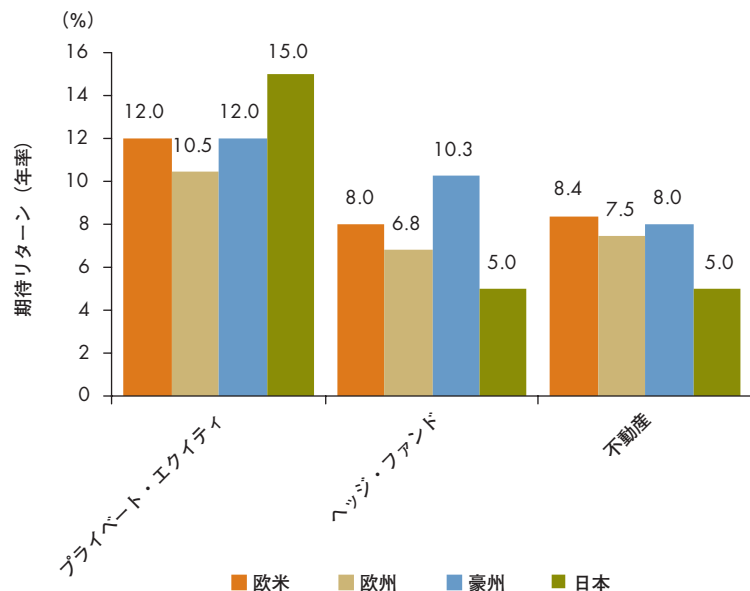
注: 2003年(日本では2005年)は、不動産への戦略アロケーションに関する情報を収集した最初の年である。豪州の投資家によるヘッジ・ファンドへの配分、及び2003年における日本のプライベート・エクイティへの配分は少数の調査サンプルから得た結果である。

オルタナティブ投資への戦略アロケーション平均値は上昇しており、この上昇傾向は今後も継続し、2007年までに記録的水準に達すると予測される。上昇の主な原動力は全調査地域におけるヘッジ・ファンドへのアロケーションの増加にある。プライベート・エクイティへのアロケーションは2005年に欧州と日本で増加し、北米と豪州で多少減少したが、2007年までには全地域、特に豪州と日本で増加すると予測される。不動産へのアロケーションは北米と豪州でやや減少し、欧州でやや増加した。豪州を除く全地域で、2007年に向けて不動産への構成比を拡大する計画がある。

要 旨

期待リターン

図表 2: 今後 3 年間の期待リターン (2005 年における 2007 年の予想)



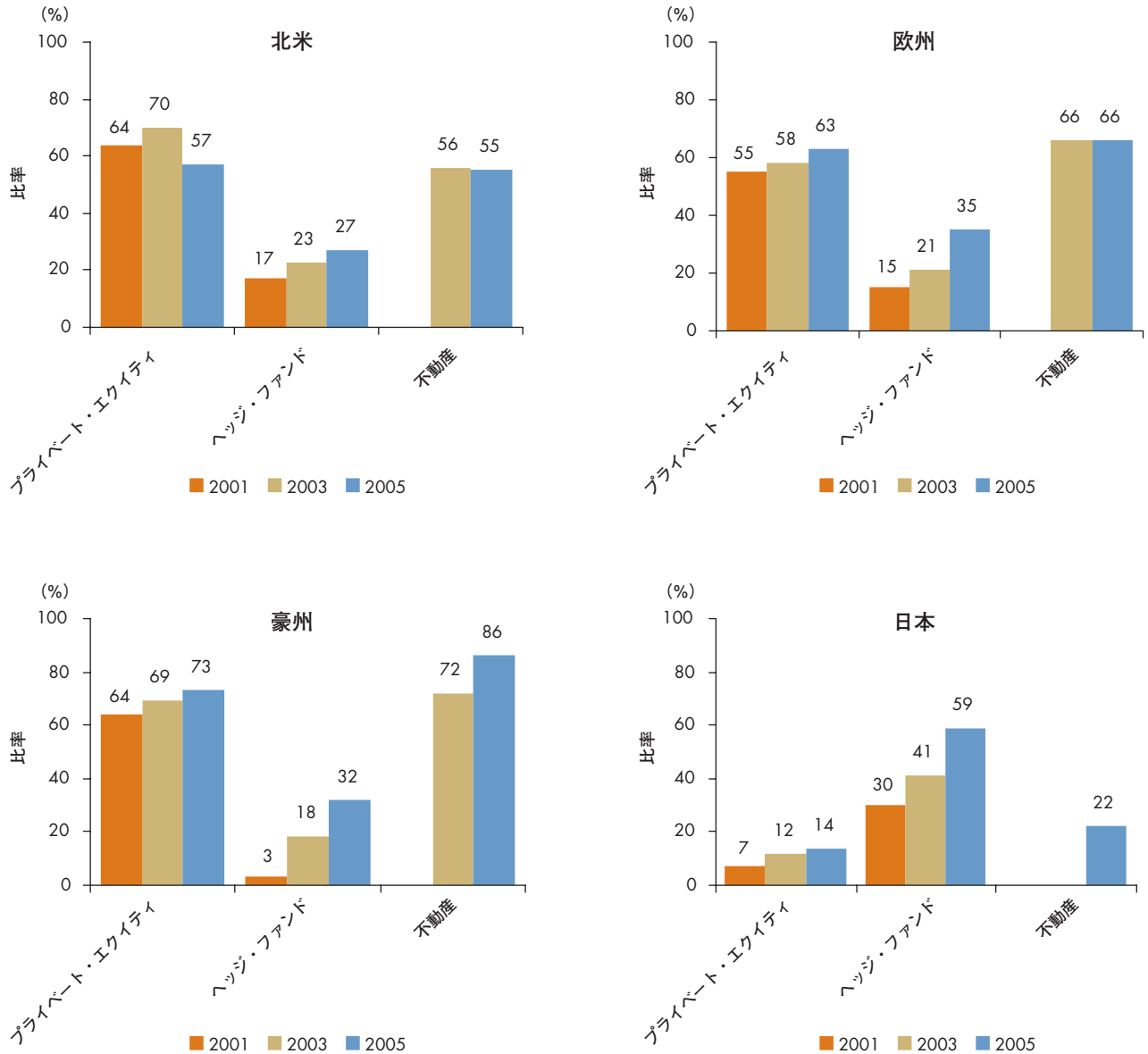
注: 日本のプライベート・エクイティ (4 件) 及び豪州のヘッジ・ファンド (6 件) は少数の調査サンプルから得た結果

今後 3 年間におけるプライベート・エクイティの期待リターンは上昇傾向にあり、全地域で 10% 以上となっている。特に日本では少数の回答者ではあるものの 15% という大きな予測値となった。ヘッジ・ファンドの期待リターンを 10.3% とする豪州を除いて、他の全地域におけるヘッジ・ファンドと不動産の期待リターンは、5% から 8% 台の半ばに収まっている。

要 旨

地域別の投資実施状況

図表 3: オルタナティブ投資を利用している回答者の比率

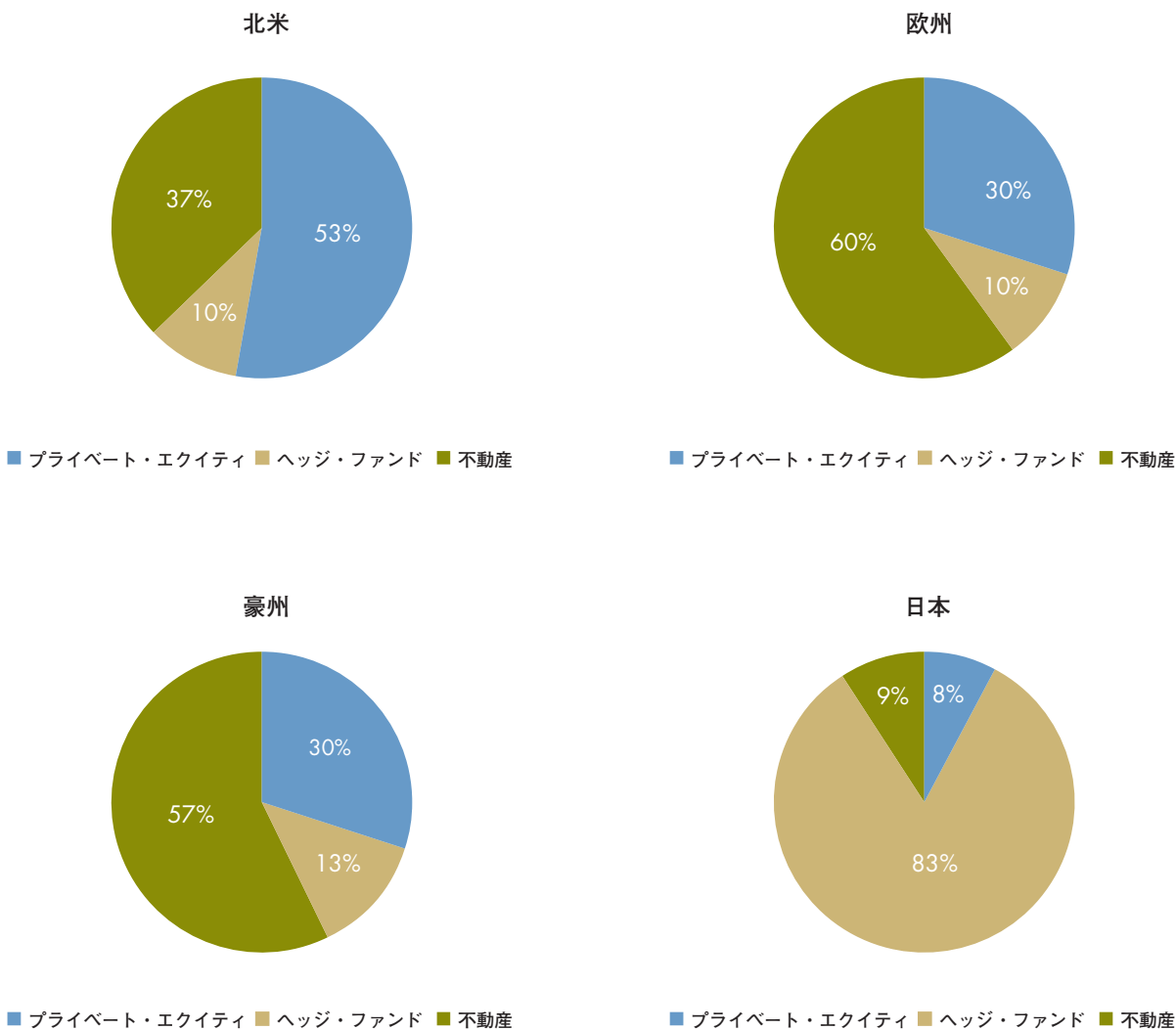


北米、欧州、豪州の回答者は、オルタナティブ投資を全般的に行っている。不動産投資に関して豪州 (86%) は北米 (55%) や欧州 (66%) より利用率が高い。特に北米以外の地域で、ヘッジ・ファンド投資を行っている回答者が引き続き急増している。ほぼ全地域でプライベート・エクイティ投資が漸増しているが、北米だけは 2001 年の水準以下にまで低下している。

要 旨

地域別のコミットメント(投資決定済みを含む投資残高)

図表 4: オルタナティブ投資の内訳



2003 年と比較するとほぼ全地域で、オルタナティブ投資におけるヘッジ・ファンドの割合が上昇している。特に豪州では 2003 年の 1% から 13% に急増している。北米と欧州ではヘッジ・ファンドが 10% を占めているが、これは、2003 年の北米の 6% と欧州の 5% のほぼ 2 倍にあたる水準である。欧州と豪州では、プライベート・エクイティの割合は 2003 年以降安定しているが、不動産投資の割合は両地域で減少した。

北米では、プライベート・エクイティの割合は 53% となり 2003 年の 67% から減少した。一方、不動産投資の割合は 27% から 37% に増加した。日本に関しては、2003 年の調査時に不動産投資が調査対象に含まれていなかったため、今回の調査結果を直接比較することはできない。ヘッジ・ファンド投資は、前回の調査に引き続き最大の割合を占めている。前掲の図表に表われているように、日本におけるプライベート・エクイティへの投資増は明白であり、今後も構造的変化や法改正により更に加速される可能性がある。