

2007 - 2008 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対する関心が高まり、もはや主流になりつつあるため、「オルタナティブ投資」という言葉自体が、矛盾しているような響きを帯びてきています。かつては周辺の投資対象と考えられていましたが、今や、多数の機関投資家のポートフォリオに不可欠な要素と見なされています。

当社は1992年に、プライベート・エクイティの投資慣行に関する有用な情報が欠けているという状況を変えようと、オルタナティブの投資状況に関する調査を開始しました。この調査は現在、多くの投資家にとってなくてはならないツールとなっており、2年に1回、この報告書が届くのを楽しみにしてくださっている方々が多くいらっしゃいます。当社に蓄積されている15年間のデータを元に、他では得られない洞察や展望をお届けいたしております。

調査について

- この第8版となるラッセル オルタナティブ投資状況調査の作成にあたり、年金基金、寄贈基金、財団の皆様にはプライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産の利用状況について調査を行いました。
- 豪州、欧州、日本、北米を代表する総数326の、非課税資産を運用する大規模機関投資家の皆様にご回答いただきました。
- 本調査は、踏み込んだ一連の質問をすることにより、有益な情報や明察を導き出すことを意図しております。

「総括」のページでは、当社でオルタナティブ投資業務を担当している各分野の専門家が、本報告書の主要な調査結果について解説しており、これに続く「要旨」で、各地域での様々なオルタナティブ投資について、さらに詳しくご説明しております。

回答者の皆様への御礼

今回の調査に、貴重なご回答をお寄せくださった皆様に対し、心から御礼申し上げます。一瞬一瞬が大変貴重な中で、多くの方々が本報告書の作成のために時間を割いてくださったことに感謝し、また、今後も機関投資家の皆様にとって、有益な報告書をお届けして参る所存でございます。そのためにも、調査結果に対するご感想、今後の改善に向けたご提案を是非お聞かせくださいますようお願い申し上げます。



ジョン・ベイリー
マネージング・ディレクター
オルタナティブ投資担当

調査手法

本調査は 2007 年前半に、何らかのオルタナティブ投資を行っている総数 326 の機関投資家に対して、電話、郵送、E メール、インターネットを通じて実施した。この調査は、グローバルにおいて非課税資産を運用する代表的な機関投資家を広範囲に渡って対象としたものであり、投資行動及び運用の意思決定に関わる代表者の方々に回答いただいたものである。調査対象国は、米国、カナダ、英国、欧州大陸各国、豪州および日本で、調査は、リバーサイド・アソシエイツ社マーケット・グループの協力を得て行った。

オルタナティブ投資に関しては主観的な要素がかなり含まれる点、また、概してサンプル数が少ない、あるいは限定されるケースがあることから、本調査結果が広く一般的に当てはまるわけではないという点には留意する必要がある。また、時系列の推移は、調査サンプルの違いや少数の非常に規模の大きい投資家の投資行動の変化に影響を受けることがある。読者の方には、長期的なトレンドに焦点を当て、定性的なアプローチで本調査の示唆する点を読み取っていただきたい。

サンプル総数は地域別、主要なオルタナティブ投資対象（プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産、「その他」）別に分類される。「その他」のオルタナティブ投資については、その投資対象を尋ねるに留まっているが、それ以外の主要な 3 資産に投資している回答者に対しては、より踏み込んだ質問を行っている。本調査において、回答者数が 3 社に満たないサブ・グループについては図表への掲載を控えた。また、回答者数が 3 ～ 5 社の場合にのみ脚注をつけている。

地域別・投資対象別のサンプル一覧表

	2001	2003	2005	2007		2001	2003	2005	2007
北 米					豪 州				
プライベート・エクイティ	112	116	100	95	プライベート・エクイティ	21	27	16	11
ヘッジ・ファンド	30	39	47	54	ヘッジ・ファンド	1	7	7	10
不動産	-	93	96	102	不動産	-	28	19	17
その他	-	166	176	167	その他	-	39	22	18
欧 州					日 本				
プライベート・エクイティ	51	41	41	37	プライベート・エクイティ	3	6	9	14
ヘッジ・ファンド	14	15	23	20	ヘッジ・ファンド	13	20	38	51
不動産	-	47	43	49	不動産	-	-	14	28
その他	-	71	65	69	その他	-	-	64	72

注：不動産と「その他」は、2003 年より調査対象となった。（日本では 2005 年より）

総 括

プライベート・エクイティ：全調査地域で投資配分の拡大を予測

プライベート・エクイティは、引き続き人気があるオルタナティブ投資であり、欧州、豪州、日本において戦略アロケーションが拡大している。北米ではその比率はやや低下した。しかしながら、全調査地域で、今後 2009 年にかけては投資配分の拡大が想定されている。投資家は、規模、質ともに最高の LBO の登場はすでに終わってしまったと考えたのか、今後 3 年間はベンチャー・キャピタルとセカンダリーの人気がより高まると想定している。2007 年、2008 年の日本のケースを除くと、世界的に見て、期待リターンは 2 桁台の 10% から 15% を維持しており、特に北米と欧州の回答者の見通しが非常に楽観的である。

ジェイ・ピアボント
マネージング・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

ヘッジ・ファンド：ほぼすべての地域で投資配分の拡大を予測

世界的にヘッジ・ファンドは、ポートフォリオを分散し、リスクを低減するための運用ツールとして成熟してきた。今後 3 年間のヘッジ・ファンドの利用についてたずねたところ、ほぼすべての地域で戦略アロケーションを増やすとの回答を得た。様々なヘッジ・ファンドへの投資形態のうち、最もよく利用されているのはファンド・オブ・ファンズであった。ヘッジ・ファンド市場に参入する業者の増加に伴い、投資家はヘッジ・ファンドの選択にあたって、コンサルタントの手助けを求めるようになっている。コンサルタントの利用は、欧州では横ばいだったものの、2005 年から 2007 年の間に北米で 25 ポイント、豪州で 32 ポイント、日本で 20 ポイント増加した。

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

不動産：投資戦略としての利用が世界的に増加

不動産は引き続き機関投資家のポートフォリオにおいて、きわめて重要な役割を果たしている。投資戦略として不動産を利用していると回答した投資家の割合は、2005 年以降増加し、特に日本では、2005 年対比 77% 増となった。不動産への戦略アロケーションは、欧州、豪州ではわずかに減少したものの比較的高水準にとどまっており、2009 年までに配分を増やしていくことについては全世界で意見が一致している。また、自国以外の市場へのアロケーションが増えており、投資家のグローバル投資への関心がますます高まっている。

カール・スミス
ディレクター 不動産担当
ラッセル・インベストメント

要 旨

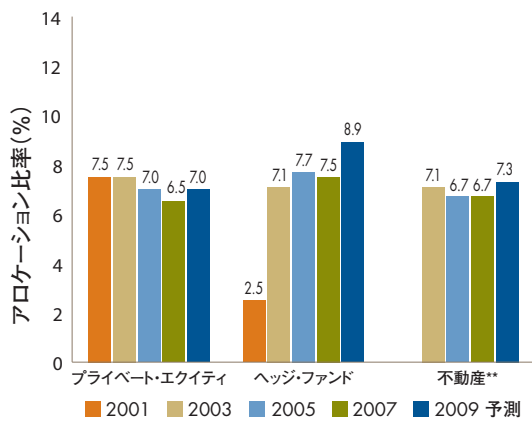
地域別調査結果概要

北米

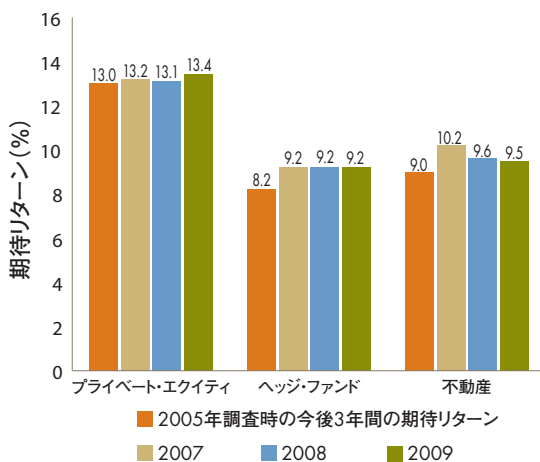
- ▶ プライベート・エクイティと不動産に対する人気が共に高い。
 - ▶ ヘッジ・ファンドに対するコミットメント額が2005年調査時点と比べて150億米ドル増となった。
 - ▶ 調査対象の3資産とも、今後戦略アロケーションの増加が見込まれている。
-
- 調査の対象となっている3つのオルタナティブ投資資産の中では、プライベート・エクイティと不動産が広く利用されており、その利用率はそれぞれ57%と61%だった。ヘッジ・ファンドの利用率は32%と相対的に低いものの、その割合は増加傾向にある。
 - 北米の回答者のプライベート・エクイティへのコミットメント総額は、2005年調査時の1,370億米ドルからやや低下し、1,320億米ドルであった。不動産へのコミットメント総額も2005年の810億米ドルから680億米ドルへ低下した。一方、ヘッジ・ファンドへのコミットメント総額は2005年の250億米ドルから大幅に上昇し、400億米ドルに達した。
 - プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産に対するアロケーションは、3資産とも全て、今後2年間で増加が見込まれている。現在のヘッジ・ファンドに対する戦略アロケーション平均値は7.5%であり、今後8.9%への増加が見込まれているほか、プライベート・エクイティについては、現在の6.5%から7.0%へ、不動産については、6.7%から7.3%への増加が想定されている。
 - 今後3年間の期待リターンは、プライベート・エクイティに対する期待度が最も高く、その平均値は13.2%だった。一方、不動産やヘッジ・ファンドに対する期待リターンの平均値はそれぞれ9.8%と9.2%だった。
 - 従来から自国バイアスが強いプライベート・エクイティと不動産について、今回、共にグローバル志向の高まりが見られた。プライベート・エクイティのグローバル地域へのアロケーションは、2005年調査時は8%程度だったのに対し、今回の調査ではその割合は27%に達している。また、不動産についても、回答者の48%が今後3年間でグローバル不動産へ投資する予定であると回答している。

北米 *

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

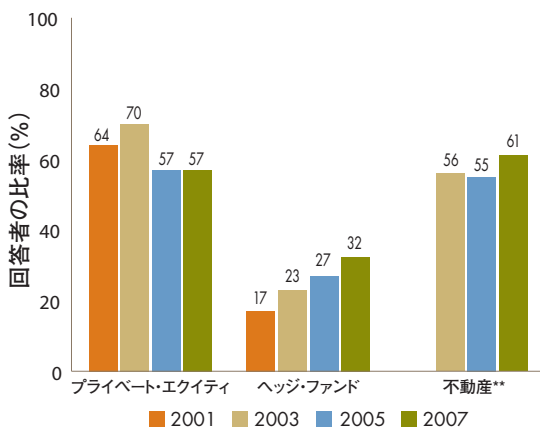


図表 2: 期待リターン（平均値）



注：2007 年調査では、2007 ～ 2009 年の毎年の期待リターンを尋ねている。

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



* 北米での有効回答総数：167

** 2003 年は不動産投資に関する情報を収集した最初の年である。

要 旨

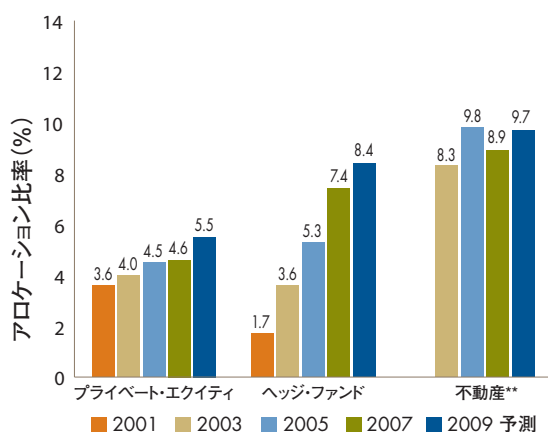
地域別調査結果概要

欧州

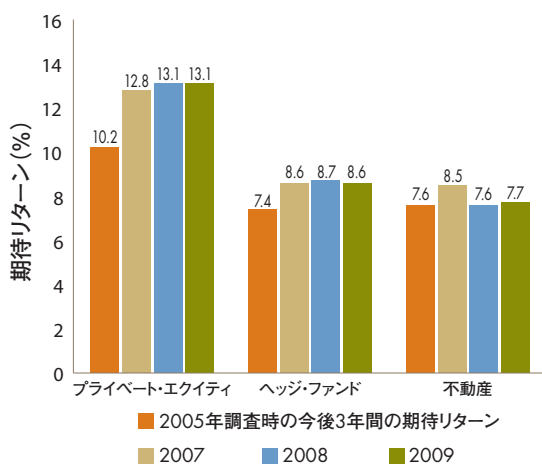
- ▶ プライベート・エクイティとヘッジ・ファンドへの投資にあたり、ファンド・オブ・ファンズの利用度合いが高まってきた。
 - ▶ グローバル不動産への投資需要が増加した。
 - ▶ 調査対象の3資産とも、今後戦略アロケーションの増加が見込まれている。
-
- プライベート・エクイティとヘッジ・ファンドへの投資にあたり、欧州の回答者のファンド・オブ・ファンズを利用する割合が増加している。
 - 欧州の回答者は今後2年間でオルタナティブ投資へのアロケーションを増やす予定である。現在のプライベート・エクイティに対する戦略アロケーション平均値が4.6%であるのに対し、今後は5.5%への上昇が見込まれている。また、ヘッジ・ファンドについては、現在の7.4%から8.4%へ、不動産に対しては、8.9%から9.7%への増加が想定されている。
 - 不動産の投資先のほとんどは引き続き西欧地域に集中しているが、グローバル地域への投資ニーズが高まりつつある。
 - 自国外の地域へのプライベート・エクイティへのコミットメント額は増加しているものの、欧州の回答者の20%がプライベート・エクイティの投資先を欧州に限定している。また、3分の2の回答者はアジア地域へのエクスポージャーが全くないか、あっても非常に少ない。
 - 不動産投資にあたり、欧州の回答者の約3分の1が直接投資を継続しており、これらの投資家の投資額全て、もしくは、ほぼ全ての不動産資産が直接投資の形態となっている。一方、間接投資を増やす投資家も増えており、上場不動産証券やファンドへのアロケーションが増加している。
 - 欧州の回答者は、プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産以外のオルタナティブ投資を既に利用している、もしくは利用を検討している。現在既に利用されている投資戦略として、カレンシー・オーバーレイ、アブソリュート・リターンおよびインフラ投資を挙げる投資家が多く見られた。現在検討中の投資戦略としては、カレンシー・オーバーレイ、タクティカル・アセット・アロケーション、ポートابل・アルファおよびインフラ投資を選好する投資家が多く見られた。
 - 欧州の回答者の大多数で、オルタナティブ投資担当専任スタッフが1名に満たない場合が多い。1名以上配置している場合、その人員は不動産を主に担当している場合が多かった。

欧州 *

図表 4: 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

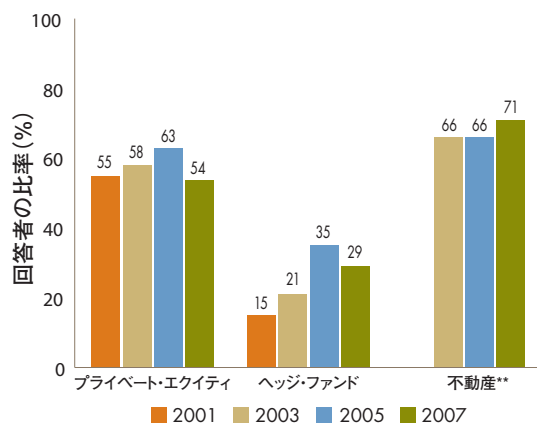


図表 5: 期待リターン（平均値）



注：2007 年調査では、2007 ～ 2009 年の毎年の期待リターンを尋ねている。

図表 6: オルタナティブ投資を利用している回答者の比率



* 欧州での有効回答総数：69

** 2003 年は不動産投資に関する情報を収集した最初の年である。

要 旨

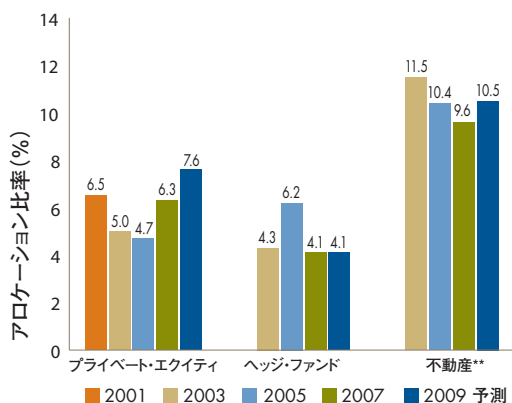
地域別調査結果概要

豪州

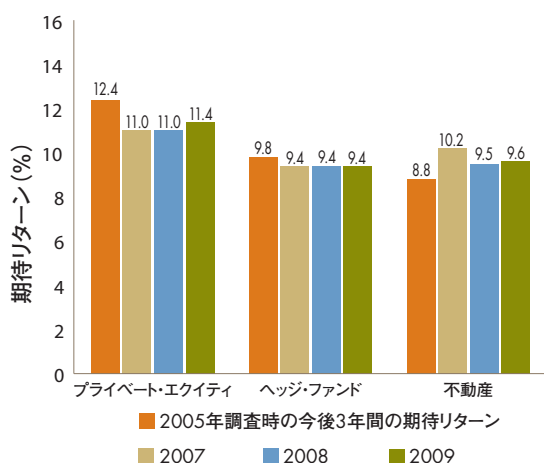
- ▶ 不動産投資は幅広く利用されている。
 - ▶ 期待リターンが最も高いのはプライベート・エクイティに対してである。
 - ▶ プライベート・エクイティと不動産への戦略アロケーションは今後増加が見込まれている。
-
- 調査の対象となっている3つのオルタナティブ投資資産の中では、不動産の利用比率が94%と最も高い。プライベート・エクイティやヘッジ・ファンドの利用比率は相対的に低く、それぞれ61%と56%だった。
 - 今後3年間の期待リターンは、プライベート・エクイティに対する期待度が最も高くその平均値は11.1%だった。一方、不動産やヘッジ・ファンドに対する期待リターンの平均値はそれぞれ9.8%と9.4%だった。
 - 豪州の回答者は今後2年間で、プライベート・エクイティと不動産について、アロケーションを増やす予定である。現在のプライベート・エクイティに対する戦略アロケーション平均値が6.3%であるのに対し、今後は7.6%への上昇が見込まれている。また、不動産に対しては、9.6%から10.5%への増加が想定されている。
 - 従来から自国バイアスが強い不動産について、今回、グローバル志向の高まりが見られた。グローバル地域へのアロケーションは、2005年調査時に2%未満だったのに対し、今回の調査ではその割合は18%に達している。また、回答者の55%が今後3年間でグローバル不動産へ投資する予定であると回答している。グローバル地域全体をカバーするタイプだけでなく、北米やアジア地域の不動産投資にも関心が高い。
 - プライベート・エクイティとヘッジ・ファンド投資において、ファンド・オブ・ファンズの投資形態の選好度が大幅に高まっている。プライベート・エクイティにおけるファンド・オブ・ファンズのコミットメント比率は2005年調査時点の29%から47%へ、また、ヘッジ・ファンド投資におけるファンド・オブ・ファンズのコミットメント比率は2005年の38%から2007年には87%へ著しく上昇している。
 - 豪州の回答者の多くが、プライベート・エクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産以外のオルタナティブ投資を既に利用している、もしくは利用を検討している。現在最も広く利用されている戦略はインフラ投資とカレンシー・オーバーレイであり、現在検討中の投資戦略としては、タクティカル・アセット・アロケーション、ポータブル・アルファ、商品（アクティブ、パッシブ）とCDOを選好する投資家が多く見られた。

豪州*

図表 7: 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

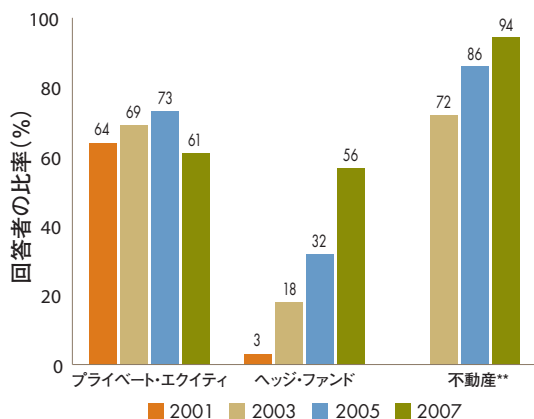


図表 8: 期待リターン（平均値）



注：2007年調査では、2007～2009年の毎年の期待リターンを尋ねている。

図表 9: オルタナティブ投資を利用している回答者の比率



* 豪州での有効回答総数：18

** 2003年は不動産投資に関する情報を収集した最初の年である。

要 旨

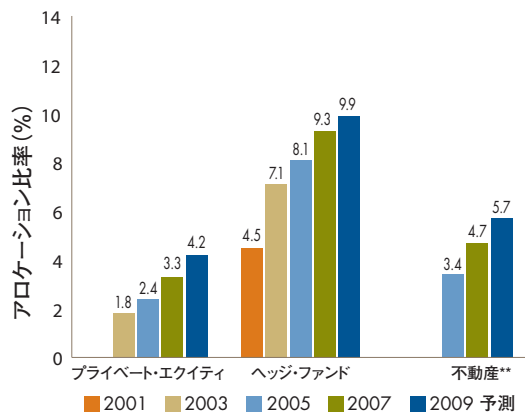
地域別調査結果概要

日本

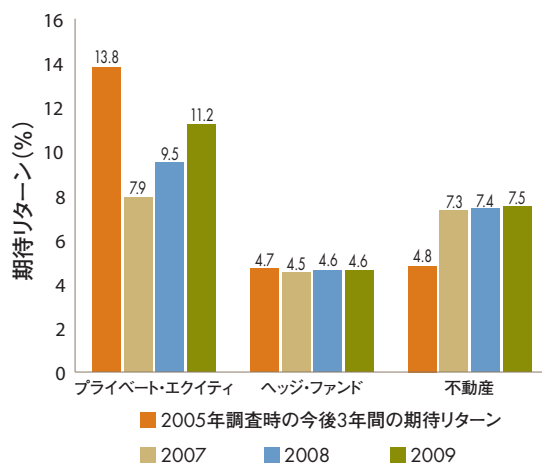
- ▶ ヘッジ・ファンドの利用割合は引き続き高い。
 - ▶ 不動産投資を行う回答者の割合が 2005 年対比 +77% 増となった。
 - ▶ 不動産への戦略アロケーションは今後増加が見込まれている。
-
- 調査の対象となっている 3 つのオルタナティブ投資資産の中では、前回の調査同様、ヘッジ・ファンドの利用割合が最も高かった。ヘッジ・ファンドに投資している回答者の割合は、2005 年調査時の 59% から上昇し、今回の調査では 71% に達した。ただし、伸び率は緩やかになっている。ヘッジ・ファンドへの戦略アロケーション平均値も 8.1% から 9.3% へ上昇した。2007 年調査におけるヘッジ・ファンドへのコミットメント総額は 9,670 億円だった。
 - 不動産へ投資を行っている投資家の割合は、2005 年の 22% から大幅に上昇し、今回は 39% に達した。コミットメント額の合計も 2005 年の 1,120 億円から約 3 倍増の 3,225 億円であった。ただし、不動産へ投資している回答者の割合およびコミットメント額は、他の地域と比べると相対的に低い水準である。
 - 不動産への戦略アロケーション平均値は 4.7% となっており、2005 年調査時の 3.4% から 1.3 ポイント増となった。また、現在不動産に投資を行っている回答者の約 3 割が今後 3 年間で不動産へのアロケーションを増やす予定であると回答している。
 - 不動産投資において、日本の投資家は上場不動産証券とコア合同運用ファンドを主に利用しており、そのコミットメント比率はそれぞれ 45%、30% である。地域別の投資先を見ると、ポートフォリオの大部分がアジア先進国地域の不動産に集中しているが、他の地域への関心も高まりつつある。
 - プライベート・エクイティへ投資を行っている投資家の割合は 19% と相対的に低く、2005 年調査時対比 0.9 ポイントのアロケーション比率の伸びは、1.2 ポイント増のヘッジ・ファンドや 1.3 ポイント増の不動産をやや下回っている。2007 年調査において、日本の回答者のプライベート・エクイティへのコミットメント総額は 2,074 億円と 2005 年調査時から 2 倍以上の伸びとなった。戦略アロケーション平均値は 2003 年以降堅調に推移しており、2007 年には 3.3% に達した。
 - プライベート・エクイティ投資において、日本の回答者は引き続き確立した北米地域のプライベート・エクイティに投資しており、アロケーションの 38% が同地域に投資されている。投資タイプについては、レバレッジド・バイアウトの人气が高く、コミットメント額の 63% が投資されている。
 - 2009 年にかけての日本の回答者のヘッジ・ファンドに対する期待リターンは 4.6% であり、2005 年調査時の予測数値とほぼ一致している。日本の短期金利は 1.0% をやや下回る水準であり、回答者は円 LIBOR プラス 3.6% 程度の利回りを期待しているといえるだろう。

日本*

図表 10: 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

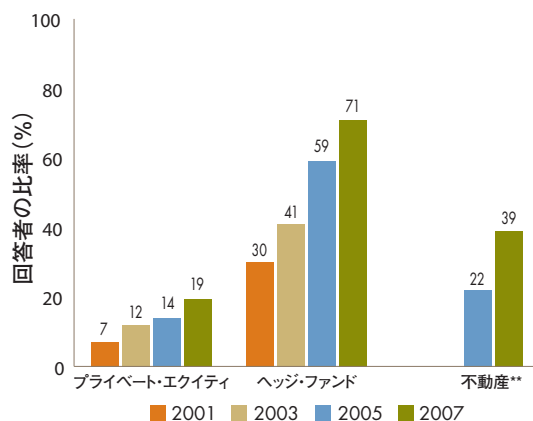


図表 11: 期待リターン（平均値）



注：2007年調査では、2007～2009年の毎年の期待リターンを尋ねている。

図表 12: オルタナティブ投資を利用している回答者の比率



* 日本での有効回答総数：72

** 2005年は不動産投資に関する情報を収集した最初の年である。

当資料は、ラッセル・インベストメント証券投信投資顧問株式会社が一般的な情報の提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料は、有価証券等の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。また、これらの情報は、投資判断材料として用いられるべきものではありません。特に、回答者の示した将来の期待リターンなどの情報については、当社でデータの確実性の検証作業を行っていません。本資料に示した見解は作成日現在の見解であり、本資料内の情報を更新する予定はありません。ラッセルは投資家、運用会社、資産運用コンサルタント、その他のサービスの提供者という立場から、本資料で取り上げた投資タイプへの関心が高まることにより、結果的に利益を享受する場合があります。

当資料中「ラッセル・インベストメント・グループ」、及び「ラッセル」は、フランク・ラッセル・カンパニー、及びその子会社等の総称です。本資料に掲載されている情報はラッセル・インベストメント・グループのライセンスの下に開発及び／または提供された情報が含まれています。特に、本調査の方法論及びデータはラッセルに寄与し、当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。本資料に掲載されている 2003 年及びそれ以前のデータは、ゴールドマン・サックス・インターナショナルと共同で行った調査から引用されたものです。

ラッセル・インベストメント・グループ

ラッセル・インベストメント証券投信投資顧問株式会社
〒107-0052
東京都港区赤坂7丁目3番37号 プラース・カナダ

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196号
加入協会 日本証券業協会、（社）投資信託協会、
（社）日本証券投資顧問業協会

Copyright © Frank Russell Company 2007. All rights reserved.

