

Russell Research

---

# 2010年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査

---

オルタナティブ投資の新たなフェーズ：見直しと新たな取り組み

## 要旨 調査結果概要

### ほとんどの機関投資家は現状を堅持

- › ほとんどの機関投資家は、オルタナティブ戦略を「堅持」しており、今後数年間でオルタナティブ投資への資産配分を増加すると回答している。配分を縮小している投資家はほとんどいない。
- › 本調査によれば、機関投資家は、オルタナティブ投資への配分を2009年の14%から今後2～3年で19%に引き上げると回答している。
- › オルタナティブ投資への配分の引き上げは株式配分の減少から起こると予想されている。これは、機関投資家が引き続き、ポートフォリオ全体のリスクの抑制を進めているためである。

### 機関投資家は、リスク管理プロセスとガバナンス・プロセスの向上を重視している

- › 回答者の84%は、リスク管理に対するアプローチをすでに変更しているか変更する予定で、およそ3分の2が社内の意志決定プロセスやガバナンス・プロセスを高度化している。
- › オルタナティブ投資は依然としてリスク調整後の潜在的なリターンやポートフォリオ全体のボラティリティを引き上げる上で魅力的だが、引き続きコストの高さと流動性の低さが障壁と見られている。
- › 投資家からは、一層の透明性が求められている。運用資産の規模が大きな機関投資家は、個別口座で保有する傾向がある一方で、オルタナティブ投資を行っている全ての投資家がオルタナティブ商品の提供者に対してより一層の説明責任を求めている。

### 今後2年間の新たな投資に対する期待

- › プライベート・エクイティへの配分は、バリュエーションの改善および新規コミットメントが共に寄与し、特に北米で拡大すると予想されている
- › ヘッジファンドは金融危機の「ストレス・テスト」を乗り越え、ほとんどの地域で配分が上昇すると予想されているが、欧州の回復ペースは遅い可能性がある。
- › 不動産への配分は2012年を通して拡大すると予想される。これは一部にはリバランスが実施されたことや、現在の経済循環のタイミングを捉えようという動き、またインフレに関して魅力的な状況にあることなどが起因している。
- › インフラとコモディティは世界中でその重要度を一層高めている。資産規模は小さいものの、2012年を通してオルタナティブ投資の資産配分の増加を牽引することが予想される。

## 総括

オルタナティブ投資の成長は、以下の3フェーズに分けられると考えられる。

1. オルタナティブ投資を採用する機関投資家が増えた最初の時期で、2007年にピークを迎えた。
2. 2008年と2009年上旬の世界金融危機が、オルタナティブ投資に甚大な影響を及ぼした。
3. 現在は、世界金融危機からの回復とオルタナティブ投資の見直しの時期であり、結果的にオルタナティブ投資への回帰につながるのではないかと我々は考えている。

『2010年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査』は、前述の第3フェーズおよびそれ以降に浮上するトレンドやテーマについて包括的な評価を示した数少ないレポートである。本調査では、定量的データと定性インタビューの中で、投資決定の「最前線」にいる機関投資家の方々の経験を捉えている。また、本調査ではオルタナティブ資産に投資する多様でグローバルな機関投資家の投資哲学、運用方針、資産配分、および投資姿勢における変化の状況を示す。

正常な経済環境では、機関投資家の資産運用は、急激な環境変化や個人の感情に関するリスクを緩和することが求められる。しかし、同時に市場の動向やセンチメントの影響を避けて通ることもできない。2008年から2009年にかけての危機的状況によって、リーマンショックからマドフ事件、大規模なレイオフから記録的低水準にある金利まで、資産運用業界は様々な面で打撃を受けた。将来の年金基金の給付や財団の助成金の交付のために、現在、何十億ドルもの資金を運用している人々にとっては、金融危機は彼らの人生にも大きな影響を及ぼした。運用担当者は、今までの運営方法を根本から見直し、オルタナティブ投資も含め、新たな方法を模索しなければならなかった。

本調査では、このプロセスへの考察を行う。ここでは、読者が自身の組織や資産運用委託に照らし合わせてデータやコメントを解釈できるように主要な調査結果をまとめた。インタビューから得た回答者のコメントは、意義深く、読者にとっても役立つものであると考えている。コメントとデータは、機関投資家のオルタナティブ投資に対する期待、ニーズ、および要件が変化してきている状況を提示している。

掲載したコメントは、調査結果の総括や結論を裏付けるというより、本調査が明らかにした多様な考え方を提示するために慎重に選択した。回答を寄せていただいた方々の守秘義務を守るため、すべてのコメントは匿名にしている。

本調査は、オルタナティブ投資が困難な時期を乗り切り、回復に向かっていることを裏付けていると考える。金融危機によって流動性や透明性など、オルタナティブ運用商品の提供者にとってはハードルが上がったところもあるが、分散投資やリスク管理の観点から見たオルタナティブ投資の重要性においては、認識が高まったと考える。世界中の機関投資家は現在もオルタナティブ投資の重要性を認識しており、大多数がオルタナティブ資産への配分の引き上げを今後数年のうちに行うと予想している。

本調査に貴重な時間を割いて、ご協力くださった多くの回答者の方々に心より感謝を申し上げます。本調査の結果と分析が貴社および貴基金にとって価値あるものとなること、また実務上の意思決定に役立つものとなることを願っている。最後に、本調査にまとめた調査結果は我々にとっても貴重な資料であり、今後も引き続き、世界中の投資家の声に耳を傾けることで、革新的な戦略やソリューションに加え、オピニオンリーダーとしての考察も提供していきたいと考える。



ジャネーン・ボールドリッジ



ビクター・レバレット



ジュリア・コーミア

*Janine Baldridge*

ジャネーン・ボールドリッジ  
グローバル・ヘッド  
コンサルティング&アドバイザー・サービス

*Viktor LeBarret*

ビクター・レバレット  
マネージング・ディレクター  
オルタナティブ投資担当

*Julia Coomier*

ジュリア・コーミア  
ディレクター  
オルタナティブ投資担当

## 調査手法

2010年の初旬に運用資産総額が1兆3,000億米ドル規模の119の機関投資家に電話、Eメール、およびインターネットで調査に参加いただいた。調査対象者は、何らかのオルタナティブ投資を行っている組織とした。本調査では、「オルタナティブ投資」の種別をヘッジファンド、プライベート・エクイティ、不動産、インフラ、コモディティ、およびその他とした。その他には、グリーン投資、CO2排出権取引、森林投資、CATボンド、それ以外のオルタナティブが含まれる。(注意:本報告書では、これらを「タイプ」と記述する。)

本調査は、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、投資行動およ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。回答者のリストには、北米、欧州、豪州/ニュージーランド、日本/アジアに拠点のある運用資産の規模が大きな機関投資家が含まれ、コメントは、これらの機関投資家へのインタビューで得たものである。これらのインタビューは、主に確定給付年金制度を採用している機関投資家に対して、地域ごとに行われた。下の表に、タイプ別に全調査参加者リストの内訳を示した。

本調査の実施に当たっては、リサーチ・パートナーであるマッキンゼー社の支援を得た。

なお、オルタナティブ投資に関するトピックには、かなりの主観的要素が含まれていることと、場合によっては、限られたサンプルによってのみ測定可能であるということにご留意いただきたい。そのため、本調査の結果はより大規模な母集団に対して必ずしも当てはまるとは限らない。前回調査からの変化は、回答者タイプ構成やサンプル構成の違い、または特定の運用資産規模が大きな機関投資家の投資行動の変更などに影響を受けている可能性がある。読者には、長期トレンドや波及要因に注目して、定性的な観点からデータを捉えていただきたいと思います。

本報告書の作成を目的として、サンプル全体を地理、組織規模、組織種別、およびオルタナティブ投資の主要タイプに基づいて小規模のセグメントに分割した。比較的小規模のセグメントに関するデータは、統計上その重要性は低い場合があるということにご留意いただきたい。以下の表にセグメントごとに実施したインタビュー(合計119回)と回答者の運用資産総額(合計1兆3,000億米ドル)の割合をまとめた。

注：基金・財団は本調査の回答者中17%に及ぶものの、その運用資産総額は全体のわずか2%にしか満たないことは注意すべき点であろう。本調査を含め、他の調査や研究結果を鑑みると、基金・財団は調査対象となったその他の投資家と比較して、オルタナティブの資産配分比率がいくぶん高い可能性がある。

調査回答者の内訳	全体に対する回答者の割合	全体に対する回答者の資産割合
<b>地域別</b>		
北米	52%	17%
欧州	18%	55%
日本/アジア	24%	26%
豪州/ニュージーランド	6%	2%
<b>機関投資家規模別</b>		
250億米ドル以上	9%	71%
50億米ドル以上250億米ドル未満	26%	21%
10億米ドル以上50億米ドル未満	43%	7%
10億米ドル未満	22%	1%
<b>会社種別</b>		
企業年金/確定給付	50%	12%
公的年金	16%	51%
寄贈基金、財団	17%	2%
保険/その他	17%	34%

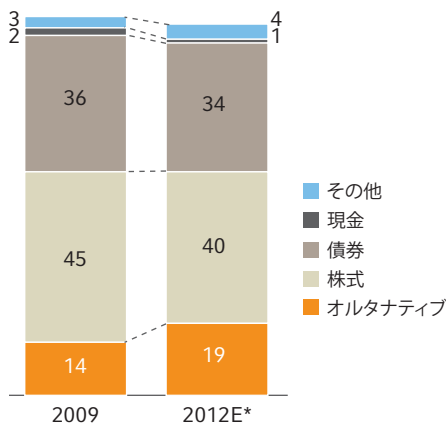
## 調査結果概要

### インタビューからのコメント

「リターン追求資産の割合を縮小しているが、オルタナティブ投資の縮小は全く考えていません。パフォーマンスに影響を与えているのは株式です。」

本調査では、2009年を対象として、ポートフォリオ全体に占めるオルタナティブ資産と様々なタイプのオルタナティブ投資に対する機関投資家のエクスポージャーを測定した。さらに、これらのエクスポージャーを2012年時点（「今後2～3年」）の予想される配分と比較した。以下のグラフは、全回答者の単純平均に基づく結果を示している。

2009年のオルタナティブ投資への資産配分の割合対予想値



\*今後2～3年を予想。

2008年に実施した直近の調査結果によると、世界金融危機前の2007年末の段階で、オルタナティブ投資への資産配分は24%となっている。前回の調査は、異なる回答者のサンプルを含んでいるため、結果を単純比較することはできない。

調査結果とインタビューからのコメントによれば、2007年から2009年までに、以下3つの要因によりオルタナティブ投資への配分の減少が見られた。

- 部分的には、2009年に株式市場が大幅にリバウンドしたことによって「デノミ効果」が起これ、これによってオルタナティブ投資のポートフォリオ全体に対する割合が縮小
- 2009年に評価価額が下落したことにより、いくつかの非上場資産のオルタナティブ資産の評価価額が下落
- 特定の懸念があり、オルタナティブ資産の規模を縮小

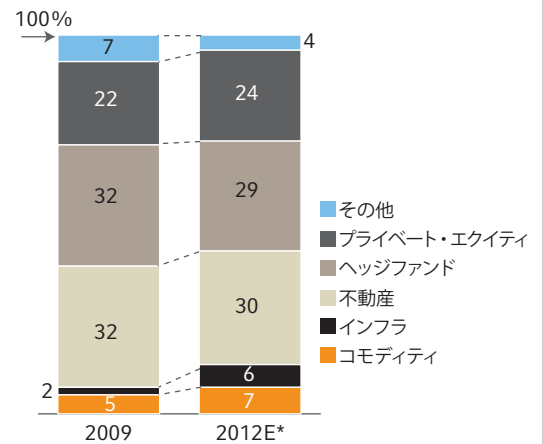
重要な調査結果の一つとして、今後2～3年間におけるオルタナティブ投資への配分は、5%増（14%が19%に）となること

予想される。資産配分の増加のほとんどは、既存の株式配分が縮小することにより起こると予想される。本調査のインタビューによって、金融危機によって多くの機関投資家が、一般的ナリスク管理、および、特に、グローバルな株式のシステムティック・リスクをより強く認識するようになったことが明らかになった。2008年以來の、グローバルな各株式セクター、各スタイル、および各地域間のより高い相関関係によって、ポートフォリオを多角化し、株式のベータ・エクスポージャーを抑制する上で役立つオルタナティブ戦略に対する関心が高まった。

### オルタナティブ投資のタイプ別配分

不動産、プライベート・エクイティ、およびヘッジファンドは合計で2009年のオルタナティブ投資の86%を占めており、引き続き人気のオルタナティブ・タイプであると結論付けている。これらは2012年を通して、引き続き上位を占めると予想されるが、以下のグラフが示すように、コモディティとインフラは低位にある現在の配分から大幅に上昇すると思われる。

オルタナティブ・タイプの中の配分の割合対予想



\*今後2～3年を予想。

注：前掲のグラフを含めて、すべての調査結果において、不動産を若干少なく見積もっている可能性がある。これは、一般的に豪州の投資家が不動産をオルタナティブではなく、コア資産クラスと見なしているためである。

## 調査結果概要

### インタビューからのコメント

「弊社の運用部門は、ヘッジファンドの資産クラスにそれなりの資産を配分していますが、これ以上ヘッジファンドの資産配分を増やすことには、取締役会から強い反対がありました。コアとなるファンド・オブ・ファンズが一本あり、ポートフォリオ全体の2%を占めています。こちらの運用状況は順調です。しかし、短期的に資産配分を増やすことは難しいでしょう。」

### インタビューからのコメント

「金利リスクのヘッジは行う必要があると思いますが、中期的に考えると今はタイミングとしては最悪でしょう。そのため、もっとリスクを取っていくつもりです。現在、10%をコモディティに配分していますが、これは弊社としてはかなりリスクを取っています。将来のインフレ環境においてアルファの源泉となると考えます。」

インタビューにおいて、ほとんどの機関投資家が基本的なオルタナティブの投資哲学または様々なタイプのオルタナティブ投資に対する資産配分を変更していないということが確認された。強いて言えば、金融危機によって、大規模な変更を行う前のデュー・デリジェンスへのニーズが高まった。

回答のあった大多数の組織は、大幅な運用方針の変更を行う場合は、投資委員会または取締役会などのガバナンス組織の承諾を必要とする。近年、運営方針はより慎重になっており、決定にかかる時間はさらに長くなっている。

インフラやコモディティ投資に対する期待度はますます高まっていると思われるが、複数の回答者が、検討事体は何年も前からしているものの、実施に至っていない現状を述べている。しかし、オルタナティブ投資の対象資産の中でも不動産、インフラおよびコモディティはインフレや金利の上昇懸念から注目を集めており、これらの懸念は今後も拡大していくと思われる。

本調査は、ヘッジファンドや上場不動産投信(REIT)の多くが、2009年に市場が力強いリターンを得て、金融危機から回復した際に行われた。しかし、プライベート・エクイティおよび非上場不動産の評価額の決定はリアルタイムで行われる取引に遅行するため、価値は依然として下落していた。

## ポートフォリオに占める資産別割合の変化の予想

調査の予測が正確であったとすると、2012年までに機関投資家のポートフォリオ内に占めるオルタナティブ資産の割合はどのようになるだろうか。以下の表はその回答をまとめたものである。

全てのオルタナティブ資産は資産額の増加により、ポートフォリオに占める割合も増えるため、資産配分は7%以上のペースで増加すると予想される。インフラの資産配分は、現在非常に低い水準にあるものの、他のオルタナティブ資産と比較すると、今後最も大幅に資産配分を拡大すると予想される。

地域別にオルタナティブ資産のシェアの変化を見てみると、プライベート・エクイティ、ヘッジファンドおよび不動産は北米で大幅に拡大するという結果が出ている。欧州では、これらの資産の占める割合は微増となるだろう。日本/アジアについては、拡大は主に不動産に限定される可能性が高いが、同地域のヘッジファンドへの資産配分(2009年では6.0%と報告されている)は、他のどの地域よりも高い。

## 投資哲学と戦略の変化

ポートフォリオの資産配分は客観的であり、測定可能である。他方で、機関投資家の投資哲学と戦略は多面的で、定量化は常に簡単ではない。本調査に含まれる定性インタビューは、調査データのバランスを

### ポートフォリオ全体に占めるタイプ別オルタナティブ資産の割合

タイプ	2009年	2012年までの予想	2009年(1.0)と比較した2012年予想
プライベート・エクイティ	3.1%	4.9%	1.58
ヘッジファンド	4.2%	5.7%	1.36
不動産	4.1%	6.6%	1.61
インフラ	0.3%	1.4%	4.67
コモディティ	0.7%	1.1%	1.57
<b>合計</b>	<b>12.4%*</b>	<b>19.7%</b>	<b>1.59</b>

注：前掲の合計12.4%は、タイプごとの資産配分の合計値で、前述のオルタナティブ投資の資産配分が14%であること、および株式への資産配分の減少という回答を得た質問とは異なる質問から導き出されている。1.6%の誤差は、分類項目に当てはまらない(特定のタイプに分類できない)オルタナティブ資産から発生したものだと思われる。

## 調査結果概要

### インタビューからのコメント

「弊社は、かなり長期的なタイムホライズンでプライベート・エクイティに投資しています。毎年投資をすることで、ポートフォリオの「カーブ」効果を抑制するようにしています。流動性の高低によって、運用会社を分類するということはありません。しかし、オルタナティブ投資は総じて非常に流動性が低い資産クラスであると結論付けました。解約をしたいいくつかのヘッジファンドの中には、予想以上に流動性が低かったものがあつたことがわかりました。」

### インタビューからのコメント

「市場の下落懸念が強い時期は、反射的な行動に走らないように気をつけています。そのため、金融危機の以前から既にリスク回避路線にシフトしていました。」

### インタビューからのコメント

「年金数理の面から、取締役会や様々なステークホルダーは、我々の投資プロセスに関心を持っています。新しい運用会社や資産クラスを採用するための書類作成業務が、過去24カ月程の間に増えました。」

保ち、投資哲学や戦略の変化を捉える上で有益であろう。

「川上」部分では、58%の回答者が、金融危機の影響による投資哲学や戦略への変更はないと答えているが、28%はあつたと回答している。金融危機の間に発生した損失または流動性の制約により、オルタナティブ投資の見直しを行った、若しくはオルタナティブ投資への資産配分を縮小したという回答者はわずか5%だつた。しかし、44%は既に流動性リスク別にオルタナティブ投資を種別化する、あるいは今後種別化する予定だと述べている。インタビューの結果、最も大きな変更が見られた領域の一つがリスク管理とガバナンスに関するものであつたことがわかつた(これらの変更については、本調査報告書の後半でさらに詳しく述べる)。

一般的なオルタナティブや特定のオルタナティブ、または特定のオルタナティブ商品の提供者が今後成長をしていく上で、重要となる3つの要因は以下の通り。

- ▶ ボラティリティの抑制(83%)
- ▶ リターンの改善(76%)
- ▶ リスク調整済みパフォーマンスの向上(61%)

オルタナティブ投資への資産配分を引き下げるマイナス要因として、以下の2つが挙げられた。

- ▶ 流動性に対する懸念(46%)
- ▶ 高額な運用報酬(34%)

危機を回避する上で重要な要因として、危機の前に健全な資産配分政策を適切に導入しているということが挙げられた。なお、金融危機の前にオルタナティブ投資に過度の資産配分を行っていた回答者はいなかった。多くは、運用中のオルタナティブ資産から無理に流動性を確保するつもりはない、もしくは流動性の確保を必要としないと述べている。

インタビューは、調査結果をより良く理解するうえで有益だつた。以下にいくつかの例を挙げる。

- ▶ 自身のファンドが世界金融危機の間に、流動性による圧力に直面したと述べた

回答者はほとんどいなかった。これは、以下の理由によるものだつた。

1. 伝統的資産で適切な流動性を確保
2. オルタナティブ資産のタイプと運用会社を分散
3. 負債特性が長期であることと、現状の流動性ニーズに対応するためには十分な拠出またはキャッシュフローがあつたため。流動性に対する懸念は、依然としてキャッシュフローの圧力というよりも、リスク管理やポートフォリオの柔軟性に関係している。回答者の44%は、流動性リスク毎にオルタナティブ投資を種別化している、または今後種別化すると答えている。これに同意しなかつた回答者は、15%で、中立と答えた回答者は36%であつた。

▶ ボラティリティを抑制しリスク調整済のパフォーマンスの向上を追求するため、一部の確定給付年金基金は金融危機の間に投資哲学や戦略を変更した。このような変更は、単にポートフォリオのパフォーマンスや資産エクスポージャーの見直しによるものだけではなく、早期退職や寿命の延長、および割引率の低下という負債の拡大によるものでもあつた。

▶ 負債対応投資(LDI)は、複数のケースにおいて、現在のトレンド、または興味ある領域として報告された。流動性と資産/負債のトラッキングを拡大するべく「LDI対象部分」を切り出していると答えた回答者もあり、機関投資家の中には2009年のマーケットの上昇分でポートフォリオの益を出し、リスク・エクスポージャーを抑制してLDIへの配分を拡大していく動きも出てくると見られる。

▶ 「ウォール街の伝説」とされるマドフの事件は、機関投資家が運用会社のデュー・デリジェンスにさらにリソースを使うきっかけとなつた。これは取締役から運用担当者まで、組織のあらゆるレベルで、関係者が運用プロセスに負う個々の責務を認識する上での教訓となつた。また、透明性、運用会社の評価頻度の引き上げ、およびオペレーション上のデュー・デリジェンスのチェック体制の強化にも繋がつた。

## 調査結果概要

### インタビューからのコメント

「機関投資家である以上、ブラックボックスに投資することはできません。」

### インタビューからのコメント

「時として、必要なレベルの透明性を得るために、その場で回答することができないような難問を尋ねることもあります。しかし、これらの質問をすることで運用会社は腹を割って、どこにどのように投資しているかを話してくれます。」

\*カスタマイズ口座には、単独の投資家向けにヘッジファンドを管理するマネージド・アカウントや合同運用のファンド・オブ・ヘッジファンドの代わりに、複数のヘッジファンドを管理する個別口座が含まれる。

- › 運用報酬が引き下げられたと回答した回答者はほとんどいなかったが、多くは運用報酬の引き下げ交渉を続けている。一部には運用資産総額、取引期間の長さやその他要因を基準として、ある一定レベルに達したら、運用報酬の徴収が一旦停止されることになっているという回答もあった。オルタナティブ投資への資産配分が拡大するにつれて、より多くの機関投資家が「運用報酬の交渉材料」を獲得するであろう。
- › 10億米ドル規模を上回る基金でさえ、リソースは限られており、増え続ける要求で運営は逼迫している。各インタビューにおいて頻りに繰り返されたコメントは、「人員が足りない」、「リソース不足のため、外部の運用会社を採用している」ということであった。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティの評価・選択に、限られた社内リソースを割く傾向が見られる。いずれのオルタナティブ資産においても、ファンド・オブ・ファンズ (FOF) は、運用会社の評価や選択において付加価値を与えると評価する回答者はいる。しかしながら、その他の機関投資家はコンサルティング会社や業界のネットワークを利用したいと回答している。主な理由として、FOFは非常に割高で、魅力的なリターンをあげる可能性が低いことや、透明性が低いということを挙げている。限られた社内リソースをデュー・デリジェンスや運用会社との連絡、ポートフォリオのモニタリング業務に割き、資産配分や運用会社のスクリーニングなど、ほぼ全ての運用実務とパフォーマンス分析は外部にアウトソースする傾向が見られた。

個別口座での運用は、不動産ではかなり一般的 (回答者の27%が利用) だが、プライベート・エクイティ (同12%) とヘッジファンド (同6%) ではそれほどでもない。本調査では、ヘッジファンドの運用会社にアクセスする上で、カスタマイズ口座\*の採用を増やしたいとする傾向が明らかになっており、利用率は2009年の6%が2012年までに12%に上昇すると予想される。個別口座の利点、特にその透明性は、ヘッジファンドの分野で特に魅力があると認識され

ている。しかし、個別口座に関連する主な問題は以下の通りである。

1. 個別口座を設定するには、ファンド単体では資産が不十分
2. 個別口座は、年金基金によっては容認できない受託上のリスク、または運用上のリスクが発生する可能性がある。(注: インタビューの結果、日本の機関投資家はその他地域の機関投資家と比べて、個別口座が提供される機会が少ないということが分かった。)

口座の構造にかかわらず、回答者およびその監査役から、すべてのオルタナティブに対する透明性の向上に対する要望が高まっていることが明らかになった。しかしながら、「透明性」が意味すること (および、どのように達成されるのか) は、投資タイプごとに異なる。このような変化は、オルタナティブ投資の拡大と発展による自然な姿であり、同時に金融危機後の投資に対する姿勢を反映していると考察する。



## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

### インタビューからのコメント

「情報アクセスの利点は依然として存在し、優秀なプライベート・エクイティの運用会社は、それなりの期間に亘って、上場市場を年率で3%から5%アウトパフォームできると思います。」

### インタビューからのコメント

「ヘッジファンドの分野では、現状に満足しています。我々が保有しているヘッジファンドのパフォーマンスは、優良なディフェンシブ特性を持つ株式を上回りました。さらに、昨年中はヘッジファンドが盛り返し、非常に底堅い安定したリターンを得ました。」

### プライベート・エクイティ

過去の調査では、北米の回答者がプライベート・エクイティに対して、もっとも資産配分を多くしており、2001年から2007までの間、常にポートフォリオの6～8%を占めていた。2009年の上場株式市場の力強い回復の影響で、2009年にはプライベート・エクイティのシェアは4.3%まで縮小したと報告されている（「デノミ効果」）。しかしながら、2010年の回答者は、この資産配分は2012年には、6.8%まで上昇すると予想している。この上昇は、バリュエーションの改善期待とプライベート・エクイティへの資産配分の増加がともに後押ししていると考えている。

2007年までに回答者が報告した、これまでのプライベート・エクイティへの資産配分は、欧州で3～5%、日本では2～3%レベルだった。いずれの場合も、2009年に報告されたプライベート・エクイティへの資産配分の下落率は北米と同レベルだった。しかし、2012年の資産配分増加への見通しは、欧州（3.7%のシェアと予想）または日本（同2.5%）といずれも、それほど堅調ではない。豪州では、2007年の調査結果にあるとおり、プライベート・エクイティの資産配分は2007年のピーク時は6.3%だった。しかし、2009年では3.5%と報告され、2012年までに上昇はほとんど見られないと思われる。

北米は依然として、多くのプライベート・エクイティ提供者にとって「投資マネーがあるところ」であるが、インタビューでは新たな投資案件が台頭してくる場所として注目を集めているのは、特にアジアの新興成長市場など北米以外の場所であることが言及されていた。

プライベート・エクイティは、世界金融危機が最悪の局面を迎えた時に「凍結」したが、以下の3つの要因により、以前よりも下落局面に強くなって復活を遂げる可能性もある。

- ▶ 年金基金は2008年以前の時点で、プライベート・エクイティには長期投資が必須であり、短期的な流動性は限られるということを理解していた。そのため、金融危機による想定外の状況はほとんどなかった。

- ▶ 年金基金は、プライベート・エクイティの長期間の保有と長期投資という特性は、長い目で見ればプライベート・エクイティが株式市場のシステムティック・リスクの緩和に役立つという確信を得た。
- ▶ 市場が冷え込むにつれて、戦略的買収やIPOの動きが停滞したことを理由に、出口待ちの既投資資金の動きは実質的に停止した。投資が活発化し、また既存投資家のコミットメントがプライベート・エクイティの供給の下支えとなり、プライベート・エクイティへの資産配分は今後数年間にわたり上昇すると予想される。

本調査によれば、運用報酬の上昇に敏感な昨今、プライベート・エクイティは比較的割高な資産クラスとして考えられており、プライベート・エクイティの運用会社のデュー・デリジェンスは、不足しがちな「スタッフの余力」を大幅に必要とするという回答結果が多く寄せられた。このため、多くの回答者がFOF形式のプライベート・エクイティを選択している。

### ヘッジファンド

2009年時点で、ヘッジファンドは回答者のポートフォリオの4.2%を占めており、2012年までに5.7%まで増加すると予想されている。資産配分は全体的に見て増加すると予想されているが、インタビューでは、回答者ごとに以下のような様々な姿勢が明らかになった。

- ▶ 「受託者は、もう少し懸念材料が払拭されてからヘッジファンドへの投資を再開したいと考えています。」
- ▶ 「ヘッジファンドの流動性に関してより神経質になっています。」

機関投資家の中には、ヘッジファンドへの資産配分を縮小、または撤退済みのところもある一方、我々は雲間に明るい兆しが見える可能性があると考えている。金融危機によって、ヘッジファンドは逆境の中どのようなパフォーマンスを示すかという「ストレス・テスト」を受けることになった。この結果、機関投資家は市場エクスポージャー、透明性、および流動性に対する期待値を現実にも照らし合わせて効果的に評価することができた。長期的に見れば、今回の教訓は多くのヘッジファンドにとって、特に現行の高

## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

### インタビューからのコメント

「今は、複数の国や金利、および通貨に横断的に投資するグローバル・マクロ・ヘッジファンド戦略に好機があると思います。市場が特に極端な状況にある場合は、リラティブ・バリュエーション戦略に投資するような商品にはあまり興味がありません。」

### インタビューからのコメント

「不動産は流動性が低いものの、流動性の不足を補う累積リターンが得られると思います。」

### インタビューからのコメント

「不動産ポートフォリオにおいて、いくつかリスクモデリングを試みたところ、コアとなる不動産において必要以上のエクスポージャーを取っていたという結論を得ました。コア不動産のエクスポージャーを減らして、プライベート・エクイティまたはプライベート・エクイティの特性を持つコア以外の不動産に投資する予定です。」

\* 出典：Global Private Real Estate Market Overview, Russell Investments, February 2010  
NCREIF = National Council on Real Estate Investment Fiduciaries

指数は運用対象ではなく、直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。

いデュー・デリジェンスの水準を満たすことができる場合は、顧客の期待に添えていく上で役立つのではないだろうか。一般的に、機関投資家はシングル・ヘッジファンドに投資するか、ファンド・オブ・ヘッジファンド経由で投資するかにかかわらず、ヘッジファンド提供者に対する選好度をさらに高めているようだ。

これまでの調査では、ヘッジファンドに対する平均的な資産配分は、北米および欧州において約7～8%で、日本/アジアにおいては約9～10%という高い水準に達していた。こういった資産配分の上昇は、投資資金およびレバレッジの上昇の両方が牽引したもので、これが上昇市場における資産価値の上昇を後押しした。金融危機によるヘッジファンドへの失望感は欧州が最も顕著で、欧州における資産配分はしばらくピーク時の水準に戻らない可能性がある。ヘッジファンドは、北米および日本/アジアで回復すると予想される。

ヘッジファンドのユニバースでは、依然として直接投資を好む機関投資家とFOFを支持する投資家に分かれる。FOFは、特にこの分野での社内リソースや専門性を持たない機関投資家にとって、個々の運用会社を評価し選択する上で、専門的技術の源泉と見なされている。しかしながら、FOFは、追加費用、透明性の低さ、および委託している運用会社への直接的なアクセスが限られるというデメリットもある。FOFを利用したことがあると回答した投資家の中には、運用会社を評価・選択し、前述のデメリットを減少または排除するために、その他の方法を模索している組織もあった。

ロング/ショートおよびグローバル・マクロによるヘッジファンドの投資スタイルは、他のヘッジファンドに対して分散効果があり、また、流動性リスクを減少する可能性があると考えられている。回答者は流動性の低さから、合併や買収、アービトラージおよびイベントドリブンなど、その他のスタイルについてはそれほど関心を示さなかった（これらの見方は、投資家や状況に依存するため、今後さらなる評価を行う予定である）。

## 不動産

不動産は、グローバル・トレンドというよりも、地理的な固有の影響に敏感であるため、不動産への資産配分に対する金融危機の影響は、ある程度地域によって差があった。例えば、米国の非上場商業用不動産（CRE）の総収益率を表すNCREIF Property Index（NPI）は、2008年1～3月期のピーク時から2009年10～12月期\*の間で下落率はマイナス31%となった一方で、CREの値は豪州からアジアの新興国では安定化していた。このような不一致性によって、不動産FOFを経由するか、または不動産ファンドに直接投資するかに関らず、グローバル分散型の不動産戦略に対する注目が高まった。

回答者の2009年の不動産への資産配分平均値は4.1%であり、ほとんどが金融危機前の従前の水準を大幅に下回っていた。平均的資産配分は、2012年までで6.6%まで上昇すると予想される。このような見通しは、部分的には、時間の経過とともにバリュエーションの回復が予想されることや、現行の非上場不動産のサイクルは、通常一般的な経済循環から遅れるため、今後上昇が見込まれる機運があることに起因している。

好機は地域によって変わり、また、運用会社の選考は非常に重要である。

これまでの、豪州と欧州の不動産に対する資産配分は最も高く、2007年の調査結果によると、豪州の場合2003年のピーク時で（ポートフォリオ資産の）11.5%であり、欧州の場合2005年時点で（同）9.8%であった。どちらの資産配分も、これらのピークから下落している。これまでの調査によれば、北米（7.3%）と日本（4.7%）の資産配分はその後2007年にピークに達した後、下落している。2009年は全ての地域で下落し、調査結果によると、豪州の下落の度合いが最もゆるい8.7%だった。豪州は、機関投資家のエクスポージャーがほぼ国内に限られていることと、同国の不動産のバリュエーションが北米、日本または欧州程にマイナスの影響を受けなかったため、不動産への資産配分の維持率が最も高かったと考えられる。

## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

### インタビューからのコメント

「インフラ投資には、固定キャッシュフローがあり、同様にそのキャッシュフローは消費者物価指数と連動しています。年金基金の貸借対照表のもう一方には特性の近い負債があるため、インフラ投資は非常に有効だと思います。」

### インタビューからのコメント

「以前は、コモディティでポータブル・アルファ戦略を採用していました。これは、コモディティ・インデックスに連動する運用とアルファを獲得するためのオーバーレイを採用したものです。現在は、コモディティ・インデックスの運用をアウトパフォームする運用を目指すコモディティ・マネージャーを2社採用しています。」

2009年は、不動産への配分の平均値は、北米が4.0%、欧州が4.9%、日本が2.7%であった。回答者は、2012年までに各地域において、バリュエーションの上昇による資産配分の増加を予想している。

インフレに関する見通しと整合性を図るため、不動産に対する資産配分引き上げを検討している機関投資家もいる。また、コア不動産への投資に加え、価値が大幅に下落したことで不動産をオポチュニスティックな投資対象と捉える動きもある。さらに、自国以外の不動産のエクスポージャーを取ることで、分散効果を得ることに高い関心を持っていることが分かった。

### インフラ

高速道路、空港、パイプライン、港湾、上下水道などを含めたプロジェクトに投資するインフラ投資は、世界中でブームになっている。インフラ投資は、アジア、東欧、南米、アフリカなどの新興国経済圏における土台となっており、また金融危機後の北米や欧州などの先進国経済の回復を後押ししている。機関投資家は、以下の主に3つの要因により、インフラ投資を魅力的だと考えている。

1. 分散効果への期待
2. インフレおよび金利に対してヘッジ機能がある可能性
3. キャッシュフローが期待でき、長期的な負債特性と親和性があること

多くのインフラ投資は、資本コストの面からだけでなく、将来の料金体系や収入予想といった面でも、国の補助や支援を受けていると見られる。特に豪州では、機関投資家によるインフラ投資は歴史があり、長期にわたる投資であるという認識が定着している。

回答者はインフラ投資のデメリットを主に以下のように見ている。

1. 流動性不足—特に私募形態での投資の場合(上場商品とは対照的)
2. 知識および評価に対する専門性不足。世界金融危機の際、豪州を拠点とする上場インフラ・ファンドでレバレッジをかけていたものの中には、ピーク時に比べて大幅に価値が下落したものが

あった。そのため、インフラ投資に対する懸念が高まった。

回答者のポートフォリオの資産配分にインフラ投資が占める割合は、2009年はわずか0.3%だが、2012年には4倍以上増加し、1.4%まで上昇すると予想されている。しかし、回答者の中には以前から投資を検討しているものの実際の投資にはいたっていないところもあり、インフラ投資の定着には他の資産クラスより時間がかかる可能性があることにご留意いただきたい。公的支援を受けたプロジェクトについては、政府予算に対して高まる圧力や、増税余地には限界があることがマインナス要因として捉えられ、投資対象として受入れられるにはさらに時間がかかるかもしれない。

### コモディティ

コモディティは、オルタナティブ投資としては主流ではないが、機関投資家は(オルタナティブとして認識・報告されない)株式や上場先物取引によって、コモディティに対するエクスポージャーを得ることができる。機関投資家の中には、資材およびエネルギーセクター、あるいは株式への資産配分をオーバーウェイトして、複数の石油会社を統合した株式を購入したり、掘削関連のリミテッド・パートナーシップに参加したりしているケースもある。

2009年は、回答者のポートフォリオ資産に占めるコモディティ資産の割合は、0.7%で、2012年には1.1%に達すると予想している。コモディティに投資している回答者には、インデックスやETF(37%)を用いたパッシブ運用を好む傾向があると思われる。アクティブ運用を採用している機関投資家はロングオンリーのコモディティ・ファンド(23%)やロング/ショートのコモディティ・ファンド(20%)が主な運用方法である。回答者の中には、投機的な取引によってコモディティ銘柄が過度なバリュエーションを得ていることを懸念する声があった。コモディティ投資に対する主な利点として挙げられた中には、流動性、インフレヘッジ、アルファを獲得している優秀な運用会社のトラック・レコードが得られることがあった。特記する点として、インフレ懸念を抱えているにもかかわらず、貴金属に対する特別な関心は確認されなかった。

## 今後の見通し

### インタビューからのコメント

「二つの年金基金を運営していますが、各基金には複数の受託者が存在し、そのうち1名のみが両方の基金に加入しています。従って、すべての受託者に必要な情報を提供し、常に連絡を密にしておくのは大変な作業です。多くの受託者は、金融以外の業界で仕事に就いています。そのため、特にオルタナティブ投資は、受託者が納得して投資内容の変更を受け入れるのに必要な情報は、その他の資産より多くなる傾向にあります。」

### インタビューからのコメント

「弊社はバーゼルIIのソルベンシー評価に対応する作業を行っており、さらにリスク管理に重点を置くようになりました。」

『2010年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査』は、ラッセルのお客様やラッセル自身、そしてオルタナティブ業界全体にとって、オルタナティブ運用の傾向とそれに伴う変化を読み解く上で一助となることを目指して作成されている。本セクションでは、2010年の調査によって確認された今後の懸案事項と傾向について分析したもののうち、重要な点をいくつか以下にまとめる。

### 市場環境に対する対応

オルタナティブ投資への取り組みや戦略を形成する上での最も要となるのは、世界経済と金融市場の今後の方向性である。本調査では、多くの回答者がリスク意識の高まりを挙げている。投資家の中では、オルタナティブ投資は、ディフェンシブ・ポートフォリオの一部として不可欠であり、様々なタイプのオルタナティブ資産を保有することで、相場の下落時または混乱期でも分散効果が得られるという認識が広がっている。例えば、プライベート・エクイティおよび非上場不動産投資の長期的な性質は、上場株式の短期的なボラティリティの振れを抑制する上で役立つ。ヘッジファンドの中には、株式市場やクレジット市場に対して分散効果が期待できるものもあるし、コモディティとインフラの中にはインフレ圧力を抑制するように働くものもある。

また、回答者による市場のボラティリティに対する懸念は、株式のみに向けられているのではないということも分かった。回答者のポートフォリオの36%（2009年）が債券で運用されていたが、金利上昇に弱い点や、格付けの引き下げやデフォルト率の上昇が懸念されていた。新たな金融危機が起こるようであれば、オルタナティブ投資は株式と債券の配分のバランスを取る上で有効であろう。

### リスク管理とガバナンス

驚いたのは、回答者の84%がリスク管理体制の変更を行い（または、行う予定）、そのうち約3分の2は、社内の意志決定とガバナンス・プロセスの精緻度を高めたということだ。オルタナティブ投資に関しては、44%が報告書の情報量と頻度の改善を進めていると述べており、39%が取

締役会や経営幹部により積極的に情報提供と報告会を行っているとしている。同時に、インタビューでは、オルタナティブ商品の保有銘柄や採用している運用会社、およびリスクに関して常に最新の情報を提供して欲しいとする取締役会や経営幹部の要求に応えるのが難しい面があることも明らかになった。

多くの回答者は、ガバナンス体制を見直していると述べており、中には金融危機の前から見直しを進めていたという回答もあった。明らかに、この2年間の出来事によってリスク管理およびガバナンスへの関心は以前よりも高まった。

また、本調査の結果から、下部組織となる投資政策小委員会への委託、取締役会との会合頻度の引き上げ等、さまざまな取り組みを行っており、コミュニケーションの頻度や深さを高めることで取締役会や経営幹部の要求に応えようとしていることが分かった。

リスク管理体制の変更を行う予定だと答えた回答者のうち、3分の1以上が資産クラスや資産配分戦略、または特定分野の投資の調査を自社で行うようになってきていると答えている。また、21%はリスク報告の頻度と報告する情報量を改善している。17%は、リスク・バジェットिंगの活用を引き上げており、15%はリスク管理システムを導入している。

### LDI+オルタナティブ

世界金融危機は、機関投資家のガバナンス体制を揺るがし、基金によってはポートフォリオ・リスクや受託者責任、負債側から見た責任準備金の前提の徹底的な見直しを行うきっかけとなった。確定給付年金基金は、金利リスクの平滑化の可能性を鑑みて、LDIに対する見方を変えてきている。しかし、LDIをこれまでの考え方に取って代わるものではなく、オルタナティブ投資への配分のように、LDI部分を別枠として管理しているという回答者もいた。今後、LDI戦略とオルタナティブ投資を適切に組み合わせることで、リスク管理の相乗効果が得られることに気づく確定給付年金基金は増加するであろう。

ただ、LDIを実行するには積立水準が十分でないと考えている年金基金もあるよう

## 今後の見通し

### インタビューからのコメント

「多くのヘッジファンドが利益の20%を運用報酬として徴収していますが、長期的には持続可能な料金体系ではないと思います。選択肢は多すぎるほどありますし、競争も激しくなっているため、恐らく運用報酬は下がると思います。」

だ。LDIは、年金基金の懸案事項の解決策となり得るが、依然としてすべての確定給付年金基金がLDIを採用できる状況にあるわけではない。

### 運用報酬と個別口座

オルタナティブ投資の料金体系と運用委託形態は、金融危機の嵐を概ね無傷で乗り切った。運用報酬の引き下げ交渉に成功したという回答者はほとんどいなかった（試みたという回答はあった）。運用報酬の引き下げの大きな障害となっているのは、規模と取引関係の深さの2点と考えられる。回答者は、運用報酬の値下げ交渉を行うためには委託規模が一定水準に達する必要があると考えている。また、運用会社との交渉に挑めるほど有利な状況にあるとは考えていない。他方で、調査結果から、運用報酬への意識が高まったことで、投資コストの引き下げに積極的になってきていることが分かる。

オルタナティブ商品の提供者と投資家の間で、契約条件に及ぼす力関係は、徐々に均衡が取れてきており、この傾向が（少なくとも初期段階では）最も大きな影響を及ぼす資産はヘッジファンドだと思われる。ヘッジファンドを取り巻く環境はダイナミックかつグローバルであり、常に新しい運用手法や運用会社が台頭してきている。また、多くの機関投資家が新しい運用会社を発掘するためにリサーチを続けている。ヘッジファンドへの資産配分が安定し、最近ではむしろ上昇傾向にあるため、採用している運用会社との値下げ交渉に必要な資産水準に達する機関投資家が増えている。また、新しい運用会社がシェアの獲得を狙っている今は、値下げ交渉がしやすくなっている。

伝統的なミューチュアル・ファンドのように、ヘッジファンドでも運用報酬の「損益分岐点」の概念が浮上してきていると考察する。2009年のヘッジファンドのリターンは好調であり、2010年も継続的に改善しているため、回復ペースを予測するのは難しいが、今後、1～2年でヘッジファンドの損益分岐点に達すると予想している回答者もいる。一般的にヘッジファンドの契約条件は、金融危機前と比べて、特にロックアップ期間や流動性に関

する点で、今の方が基本戦略との整合性が高まっているように思われる。回答者とのインタビューから、投資家の契約条件の評価や比較をする能力が以前より高くなってきていることは明白だった。これは、オルタナティブ投資が定着してきたことや商品の裾野が広がってきたことに起因していると思われる。

ヘッジファンドへの資産配分が上昇するにつれて、ヘッジファンド・マネージャーは、個別口座またはマネージド・アカウントの透明性を売りにマニフェスト獲得のために売り込みをかけるだろう。次第に、投資家の要求に応える形で、ヘッジファンド・マネージャーは一定水準以上の運用資産額を持つ投資家に対しては、マネージド・アカウントまたは顧客専用ファンドを通して透明性を向上せざるを得なくなると推察する。ただ、これはオルタナティブ資産のタイプと地域によって異なる可能性がある。調査結果によると、個別口座の利用が機関投資家の受託者責任を重くし、限られた社内リソースにさらなる負担をかけてしまう場合があることが分かった。様々な運用委託形態がある中、有能なヘッジファンド・マネージャーへアクセスするための、業界の「ベスト・プラクティス」とはどういうものなのか、今後さらなる分析が必要であり、そういった分析が投資家の安心感の向上に資するものと考えられる。

### 社内リソース対外部リソース

2010年の調査で、運用会社に対する評価や選定およびモニタリングにおいて、利用可能なリソースが増加している傾向が確認された。特に、回答者の多くが社内リソースと外部のコンサルタントの組み合わせというリソースの確保の仕方が今後増えていくことを予想している。2009年は、社内リソースでの運用は、不動産でわずか10%(回答者のすべてに対し)、ヘッジファンドでは5%、プライベート・エクイティに限っては0%まで落ち込んだ。2012年を通して、これらの割合の変化は予想されていない。

伝統的資産に対しては、それなりの経験と能力があっても、ほとんどの機関投資家は社内にオルタナティブ・マネージャー

## 今後の見通し

を選定する専門知識を持たないため、同資産に関しては運用をアウトソースする傾向が加速した。また、オルタナティブ業界は移り変わりが速いため、インハウスで対応しようとする、常に最良のコンセプトと才能を求めて、評価と探索と選別を繰り返さなければならなくなってしまう。

約50億米ドルを下回るポートフォリオ（そのうち約10億米ドルがオルタナティブ資産）を持つ機関投資家の中で、台頭する「ベスト・プラクティス」は、オルタナティブのコンサルタントを以下のように利用することである。

1. カスタマイズした運用方針や目的、ニーズに基づいて、マネージャー・ユニバースをフィルタリングする
2. 機関投資家のポートフォリオおよび個々の運用会社のモニタリング、資産配分ガイドラインの管理、リバランスに対する助言、リスクおよび流動性ガイドラインの管理。これにより、社内スタッフがこれらの業務から解放され、デュー・デリジェンス、受託者責任、運用会社との面談や内部委員会と取締役会とのコミュニケーションに集中することができる。

### インタビューに対する補足的洞察:

- › 世界金融危機によって、全体的に社内および社外の責任が拡大した。オルタナティブ投資におけるグローバルな規制変更の方向性は依然として不透明で、今後複雑化する可能性もある。これにより、機関投資家の外部コンサルタントの利用ニーズはさらに高まる可能性がある。
- › 政策や規制の変更がオルタナティブ戦略に様々な形で影響を与える可能性がある一方で、機関投資家や運用会社は新たな機会を利用するために、これらの変更に対応すると予想される。

### まとめ

『2010年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査』は、オルタナティブ投資が発展する重要な時期に、世界中の機関投資家のオルタナティブ資産に対する実務慣行や姿勢の貴重な側面を提供できたのではないかと思う。本調査結果が示すように、オルタナティブは世界金融危機の嵐を乗り越え、今

後数年で回復を遂げるとともに、再評価され、資産配分も引き上げられていくであろう。また、現在の世界的な景気回復がいずれ減速しても、オルタナティブはポートフォリオの分散とリスク緩和剤として勢いを維持し、モメンタムを得るために十分な水準まで投資家の間に浸透したと言えるだろう。

本調査の詳細は、ラッセル・インベストメントと本調査のパートナー企業であるマッキンゼー社が実施した本調査に貴重なお時間と見解をご提供くださった回答機関に限りご提供いたします。

次回の『ラッセル オルタナティブ投資状況調査』への参加をご希望される場合は、以下の問い合わせ窓口までご連絡ください。

[お問い合わせ先]

ラッセル・インベストメント株式会社

コンサルティング部

〒107-0052 東京都港区赤坂7-3-37 プラス・カナダ

TEL : (03) 5411-3500

FAX : (03) 5411-3511

<http://www.russell.com/jpii/>

Copyright ©2010. Russell Investments. All rights reserved.

当資料は、ラッセル・インベストメント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遠慮ください。

ラッセル・インベストメント株式会社

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、社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会

