

Russell Research

---

# 2012年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査

---

分散とアルファの重要性

## はじめに

近年オルタナティブ投資は分散投資の枠組みにおいて、これまで以上に多用されるようになってきている。オルタナティブ投資の導入は、運用目標を達成する上で有用と考えられるため、この傾向は続くと思われる。

『2012年 ラッセル オルタナティブ投資状況調査(以下、本調査)』の目的は、機関投資家が自身の運用目的に照らして、オルタナティブ投資を評価し、投資の意思決定を行う際に、どのような要因が影響を与えるのかを明らかにすることである。

ラッセルはオルタナティブ投資状況調査を1992年以来隔年で発表しており、金融業界におけるこの種の調査では最も長い歴史を持つものの1つとなっている。長年にわたり、我々は世界中の数千もの機関投資家の関心事やトレンド、今後の展望を捉えてきた。この変化の激しい業界において、本調査は分散投資という枠組みの中で変化し続けるオルタナティブ投資の方向性のヒントとなるものと考えている。

本調査では、オルタナティブ投資への需要や導入にかかる障壁を明らかにし、オルタナティブ投資の採用に影響を与える主要因を理解するとともに、採用する上での主な課題が何かの知見を得ることに主眼を置いて設問を用意した。調査の結果、以下の点が確認された。

1. 需要の大きさと利用の拡大。調査の回答者はオルタナティブ投資への資産配分を大幅に増やしており、平均で総運用資産の22%を配分している。回答者の大半は現在のエクスポージャーを維持する予定である。さらに重要なことに、回答者の12%~32%が今後1年から3年の間に、複数のオルタナティブ投資戦略において、資産配分の引き上げを計画している(比率は戦略によって異なる)。
2. 投資家主導の採用アプローチ。オルタナティブ投資の経験を積み、配分比率が拡大するにつれ、投資家が採用方法を主導するようになってきている。例えば、ヘッジファンドでは回答者の63%がカスタマイズした投資手法を利用することで既存のエクスポージャーを補完したり、ニッチな投資機会を追求したり、または、特定の戦略に特化したマネージャーの運用スキルを活用したりするなどしている。
3. 変化を続けるオルタナティブ投資マーケット。回答者は分散投資やアルファの創出といった様々な投資目標を達成するために、オルタナティブ投資を活用している。オルタナティブ投資業界が変化、進化し続ける中、回答者の36%は組織内でオルタナティブ投資に関するさらなる投資教育が必要であると答えている。

過去の調査と同様に、本調査では回答者との個別インタビューで得られたコメントの一部も掲載した。こうしたコメントはアンケート結果では示しきれなかった多様な見方を紹介することが目的であり、特定の結論を強調するためのものではない。インタビュー回答者の匿名性を保持するため、いずれのコメントでも投資家の属性は明らかにしていない。

本調査報告書には、調査やインタビューから得られた結果に、ラッセルのオルタナティブ投資の専門家による考察を加えるとともに、彼ら自身の経験や日々のお客様とのコミュニケーションから得た見解を述べさせていただいた。

調査結果は、投資家それぞれの状況にあわせてデータやコメントを解釈できるような方法でまとめられている。本調査報告書がポートフォリオに応用可能な貴重な識見を提供するに資することを願うものである。

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とともに、調査結果が投資家の皆様の資産運用の一助となれば幸いである。



ジュリア・コーミアー



ダレン・スペンサー

ダレン・スペンサー  
ディレクター  
オルタナティブ インベストメント コンサルティング  
米州機関投資家サービス部門

ジュリア・コーミアー  
ディレクター  
オルタナティブ投資  
インベストメント部門

## 調査手法と統計概要

2012年1月から3月にかけて、144の組織の146の機関投資家からオルタナティブ投資の利用状況についてオンライン調査で回答いただいた。回答を得た機関投資家の運用資産額の合計は、1.1兆米ドルに及ぶ。日本以外の国・地域では、調査は英語で実施された。

調査依頼は、企業年金、公的年金、非営利団体など、様々な機関投資家に送付された。参加は任意であり、調査およびインタビューは、各回答者の投資行動、意思決定や考え方について組織の代表としてご回答いただいた。本調査では、ORCインターナショナル社に、調査の構成、オンライン調査のプログラミング、回答データの集計に加え、無記名回答を希望した回答者の匿名性の保持について協力を依頼した。

回答者は、次のいずれかの「オルタナティブ投資」を行っている(あるいは検討中の)機関投資家である—ヘッジファンド、私募不動産、非上場インフラ、プライベート・エクイティ、コモデ

ィティ、上場不動産、上場インフラ、その他(森林、代替エネルギーなど)。また、回答者の94%(回答者数ベース)が現在少なくとも何らかのオルタナティブ資産へのエクスポージャーを有している。

オルタナティブ投資に関する議論は、主観的要素が強い傾向が見られ、サンプル数が限られることもあるため、本調査の結果は必ずしもオルタナティブ投資の全容を捉えているわけではないことにご留意いただきたい。しかしながら、本調査の回答データの定量的および定性的な解釈は、オルタナティブ投資の潮流や方向性を示唆するものであると考える。

下記の表1～3は、国/地域、基金の規模および種類別の回答者の割合と回答者数の内訳をまとめたものである。回答者数が比較的少ないセグメントについては、データが統計的に有意でない可能性がある。

表1: 地域別内訳

国・地域別内訳	全体に対する割合	回答者数
米国	45%	64
カナダ	11%	15
英国	8%	12
欧州	6%	8
豪州/ニュージーランド	14%	20
アジア(日本を含む)	16%	23
合計	100%	142

注: 無回答のデータ4件は、表1に含まれていない。

表2: 資産規模別内訳

基金の規模別内訳	全体に対する割合	回答者数
10億米ドル未満	25%	34
10億米ドル～49.9億米ドル	42%	59
50億米ドル～99.9億米ドル	19%	27
100億米ドル以上	14%	19
合計	100%	139

注: 無回答のデータ7件は、表2に含まれていない。

# 調査手法と統計概要

注:無回答のデータ4件は、表3に含まれていない。

表3:投資家種別内訳

投資家種別内訳	全体に対する割合	回答者数
確定給付型企业年金	46%	66
確定拠出型企业年金／プロフィットシェアリング・プラン／従業員貯蓄制度	3%	4
確定給付型公的年金(公的な退職金制度)	19%	27
非営利団体(例:寄贈基金もしくは財団)	13%	18
スーパーアニュエーション・ファンド(豪州の退職年金制度)	9%	13
その他(例:その他の集合型運用形態、保険会社、労働組合、総合基金、病院など)	10%	14
合計	100%	142

## 概括

注:日本での実施は、2010年第1四半期。

本調査における機関投資家の回答動向は、前回調査を行った2010年とは大きく異なったものであった。2010年版の調査は2009年第4四半期に実施されたが、当時は2008年の世界金融危機による混乱が続いていた。世界中の機関投資家は未だ金融危機の影響を見極めている最中で、オルタナティブ投資に対する彼らの捉え方や取り組みは流動的なものであった。

2012年の調査結果は、投資家の慎重さを反映しつつも、落ち着きを取り戻した内容となった。世界中の金融市場の連動性が高まっていることは日々明らかになっており、重要なマクロ・テーマの中には世界中の市場に影響を及ぼすものが多く見られる。2012年調査期間中、回答者は、地政学的リスクの高まりに始まり、米国における政治的な膠着状態や2012年の大統領選挙の見通し、欧州の債務危機、中国経済の成長鈍化懸念、イランと北朝鮮における核の脅威、地球規模の気候変動など、様々な出来事に影響を受けながらポートフォリオを管理しなければならない状況にあった。

回答者が、短期のマーケット・リスクの回避を目指してポートフォリオを管理しようとしていないことは、明らかである。むしろ、彼らは今後もポートフォリオが市場変動による影響を受けることを想定しており、ボラティリティの高い不確かな市場を「ニューノーマル」として受け入れている。回答者は、様々な市場環境からリターンを獲得しようとする姿勢を見せつつも、ポートフォリオのリスク管理には慎重を期すべきという、洗練された意見を持っているように思われる。

本調査の目的は、オルタナティブ投資における以下の点について、投資家の考え方を理解することである。

1. 投資の原動力:ポートフォリオ全体における運用上の最重要課題、および、ポートフォリオ全体の目的達成に有効なオルタナティブ投資に対する需要の検証
2. 影響要因:機関投資家がオルタナティブ投資に関する意思決定を行う上での影響要因

3. 障壁:投資家が特定のオルタナティブ投資戦略を組み入れる、あるいは除外する理由、および克服すべき課題
4. 投資形態:投資における様々な選択肢と、それぞれのメリット/デメリット。

調査結果および日々の顧客とのコミュニケーションから、機関投資家がオルタナティブ投資を巧みに活用して、自身の投資目的を追求していることは明白である。また同時に、投資家は、多種多様な投資機会とオルタナティブ投資の投資形態における選択肢が拡大する中、これらを評価するための無数の課題に直面している。

回答データを見ると、回答者にとってオルタナティブ投資は、ポートフォリオ全体の中で最もダイナミックに進化を遂げつつある資産クラスであり、グローバル資産へのエクスポージャーをもたらしていることが分かる。

多くの機関投資家がオルタナティブ投資を自身の投資政策や資産配分における主要な資産とみなし始めており、「オルタナティブ」という表現は、既に意味を持たないものになってきているかもしれない。

オルタナティブ投資への取り組みは進化を続けているが、分散投資における熟慮された資産配分、受託者教育、透明性およびリスク管理上のプロセスなど、2012年の調査で明らかになったトレンドは驚くべきものである。

## 調査の詳細

### 分散効果がオルタナティブ投資の最大の理由である。

**視点一投資の原動力：**ポートフォリオ全体における運用上の最重要課題およびポートフォリオ全体の目的達成に有効なオルタナティブ投資に対する需要の検証

最も明確なメッセージは、回答者が分散効果への期待からオルタナティブ投資を行うようになったことである。投資家にオルタナティブ投資を行う理由の上位3つを挙げてもらったところ、図1に示すように、回答者の90%が分散を最大の理由としている。これに続くのが伝統的資産との非相関と、その結果期待されるポートフォリオのボラティリティの軽減で、回答者の64%がオルタナティブ投資を利用する理由として挙げている。

分散およびボラティリティの軽減が最重要要因であるが、リターンも不可欠である。アルファの創出と長期的な成長への期待も非常に

重視されており、回答者の45%が意思決定要因の上位3位内を選んだ。

調査の結果は、現在および予測される将来のオルタナティブ投資への資産配分がこれらの要因によることを反映している。

図2は、調査の妥当性を確認するものである。回答者の94%が何らかのオルタナティブ投資を行っており、半数以上が私募不動産(66%)、プライベート・エクイティ(64%)、ヘッジファンド(59%)を保有している。私募不動産とプライベート・エクイティへの資産配分が高いのは、歴史的に投資家が初めてオルタナティブ投資を行う場合にこうした戦略への抵抗感が低かった(特に欧米中心に)ことを考えると、驚くに値しない。回答者の半数以上がヘッジファンドに投資していることから、ヘッジファンドがポートフォリオ内のオルタナティブ資産として標準的な選択肢となってきたことを確認することができた。

図1: 回答者の割合: 投資家がオルタナティブ投資を利用する理由(回答者は複数回答が可能)

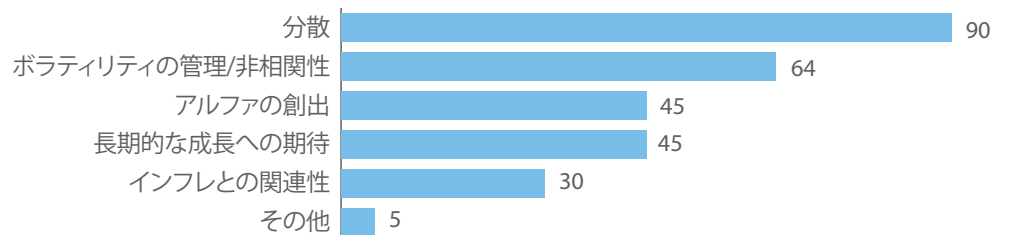
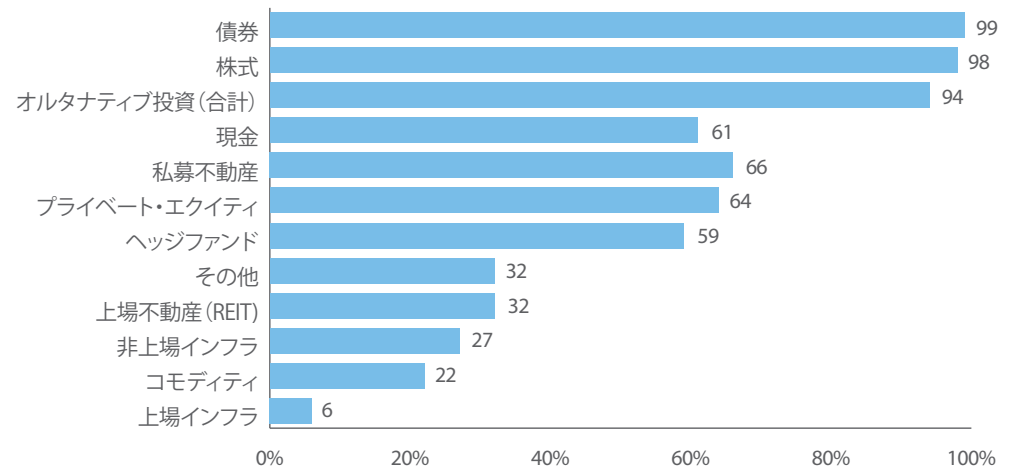


図2: 調査回答者が保有する各資産クラスの割合





## 調査の詳細

### コメント:

2010年の調査では、当時の回答者は2012年までに総資産の20%をオルタナティブ投資が占めると予測していたが、2012年の調査によると回答者の保有資産の約22%がオルタナティブ投資であった。2つの調査の回答者基盤は若干異なっているが2010年から2012年の調査の間に、オルタナティブ投資への配分が10ポイント増加したことは、オルタナティブ投資が引き続き重要な資産区分であり、ゆとりだが確実に主流な投資戦略となりつつあることを示している。このことはまた、多くの機関投資家がオルタナティブ投資を利用して、運用目標を達成しようとしている傾向にあることをも示している。

### コメント:

現金は回答者の45%で目標資産配分を上回っている。これは調査に回答した機関投資家がリスクに対して慎重になっていることを示唆していると思われ、機関投資家は現金を再投資する適切な時期を待っているように見受けられる。

主に私募不動産(回答者の38%)、プライベート・エクイティ(35%)、ヘッジファンド(32%)が目標資産配分を下回っていることは注目に値する。目標配分を下回っているオルタナティブ投資は、将来余剰現金の受け皿となる可能性があるかもしれない。

図3はすべての回答者の資産配分を合計したもので、我々が「調査ポートフォリオ」と呼んでいるものである。これによれば、ポートフォリオ資産全体の22%超(平均値)がオルタナティブ投資に配分されている。そのうち16%超(22%の約3/4)がヘッジファンド(6%)、プライベート・エクイティ(5%)、私募不動産(5%)に配分されている。

### 目標資産配分とオルタナティブ投資利用増大の予測

2012年の調査データはオルタナティブ投資への資産配分の増加を示唆している。この調査結果は次に基づくものである。

1)各回答者の現行の資産配分と目標資産配分の比較、2)今後1〜3年間に予測される回答者のオルタナティブ投資への増加。結果は図4および図5に示されている。

### 現行の資産配分と目標資産配分:

伝統的資産(現金、債券、株式)は、目標を下回ることより、目標を上回ることが多かった。しかし、少なくとも回答者の30%が、プライベート・エクイティ、私募不動産、ヘッジファンドについては目標ウェイトを下回っていると回答した。

図5は、回答者が今後1〜3年の間にどの資産の配分を増加、維持、減少する予定かを示している。ヘッジファンドと私募不動産が上位にあり、回答者の32%がこれらの資産の配分を

図3:「調査ポートフォリオ」—資産クラス別の調査回答者全員の合計配分

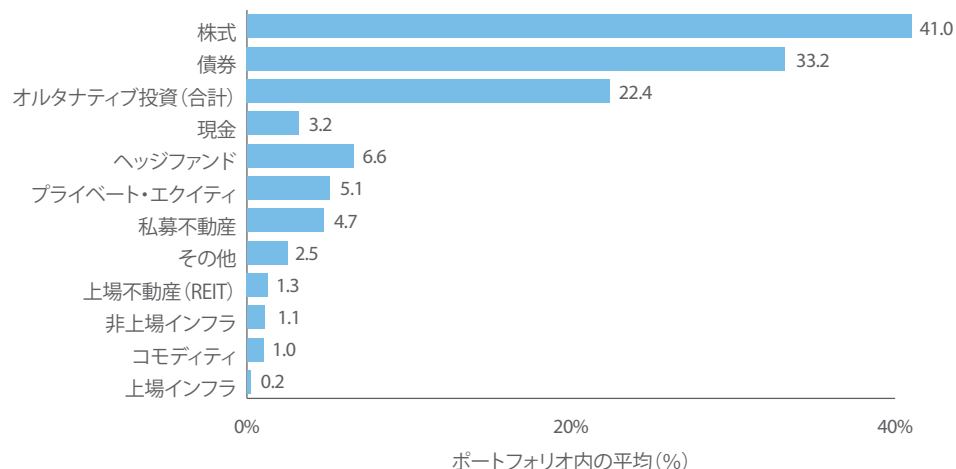
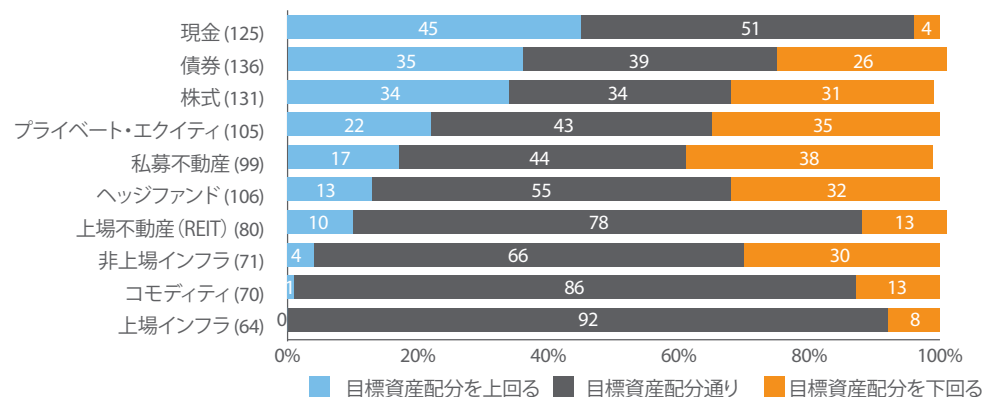


図4:目標資産配分に対する現行の資産配分



カッコ内の数字は回答者数。

## 調査の詳細

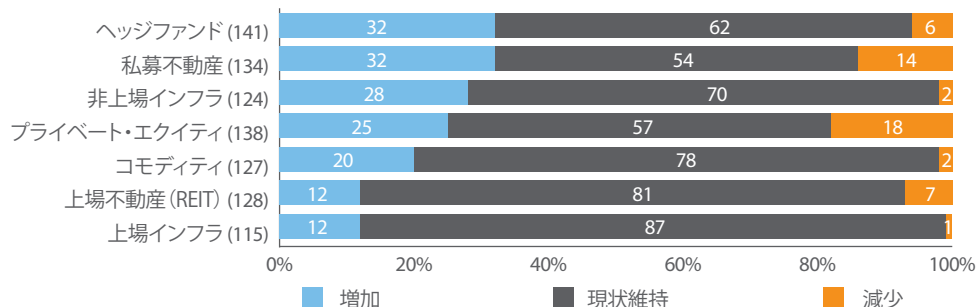
### コメント:

2012年の調査データとインタビューで、プライベート・エクイティの流動性が課題に挙げられた。一方で、回答者の25%が、今後1～3年の間にプライベート・エクイティへの資産配分を増加させる予定であると回答した。

### インタビュー・インサイト(カナダの非営利団体):

「債券ポートフォリオよりはるかに高いイールドを獲得することがインフラ投資の目標である。」

図5: 今後1～3年間にオルタナティブ投資の資産配分について投資戦略別に変更を予定している回答者の割合



増加すると回答した。その他の戦略で特記すべきものとしては、非上場インフラ(回答者の28%)、プライベート・エクイティ(25%)、コモディティ(20%)である。資産配分の増加が予想される全ての投資戦略において、分散効果および伝統的資産との低相関が挙げられていることは注目に値する。

上場不動産と上場インフラへの資産配分を増加させる予定であるという回答者は少数派だった(それぞれ回答者の12%)。両資産への増加予定が低めなのは、多くの回答者がすでに前出の投資戦略の目標配分に達しているという可能性もあるかもしれない。また、これらの投資戦略が株式のような伝統的資産と高い相関があるため、回答者は相関が低いオルタナティブ投資への配分を増加させようとしているのかもしれない。

プライベート・エクイティに関しては、資産配分目標を上回っている投資家も少なからず存在する。これは一部には過去数年間のエグジットが比較的スローペースだったことに起因する。一方、多数の企業においてバランスシート上のキャッシュポジションが大きいことや、2012年1～3月は全般的に投資環境が改善したことで、IPOや戦略的買収が増加し、プライベート・エクイティの過剰資本が減少する可能性が示唆された。しかし2012年4月以降ボラティリティの高まりが再燃したことで、IPOや戦略的買収によるプライベート・エクイティの投資回収のタイミングが先延ばしになる可能性がある。

確定給付型企業年金の積立水準は資産配分における意思決定の重大な要素であ

る。プライベート・エクイティには高い期待リターンが見込まれるものの、低流動性を許容できない投資家にとっては当該資産への配分は減少せざるをえないのかもしれない。

現在のところ、上場および非上場のインフラ投資は合計でも、調査ポートフォリオの約1%を占めるにすぎない(図3を参照のこと)。豪州とカナダの回答者では資産配分比率が少し高めだが、他の調査対象地域では、この戦略への目立った資産配分は未だ行われておらず、平均的に見れば調査ポートフォリオ全体におけるインフラ投資への配分は小さい。インフラ投資への需要そのものはグローバル全体で高い状態にある。これは、開発途上国のインフラへの需要と先進国の老朽化したインフラの修復または交換への需要に牽引されたものである。

**視点一影響要因:**機関投資家がオルタナティブ投資に関する意思決定を行う上での影響要因。

2012年の調査では、様々な基準でのオルタナティブ投資の本源的価値を明確にするための模索を試みた。様々な要因について投資家がどの程度強く感じているかを調査するべく、一定の記述に対してどの程度「同意する」または「同意しない」かを以下のスケールを用いて回答を収集した。

同意しない			中立	同意する		
1	2	3	4	5	6	7
全く同意しない						大いに同意する



## 調査の詳細

### コメント:

継続的な投資教育と透明性の改善が、大きかった障壁を少しずつ取り除いている。

調査回答者とのインタビューでは、取締役会メンバー、投資委員会、運用担当者の継続的な投資教育が必要との回答が複数あった。また、投資教育が実施されていることも確認された。どのような投資教育が必要とされているかは、組織や委員会の構成メンバーによって、大きく異なる。

### インタビュー・インサイト(米国の企業年金):

「ポートフォリオの一部にタクティカル・トレーディングを採用することになり、投資委員会向けの投資教育が必要となった。(資産配分ではなく、運用会社の)選定に関する具体的な推薦を行う時期が来たら、再度委員会メンバーに投資教育をする必要があるだろう。」

### インタビュー・インサイト(米国の非営利団体):

「監査法人からのデータ提出依頼が増えており、運用会社へのリソースやデータへの依存度が高まっている。多くの場合、こうした情報を自力で提供することは困難である。情報量の増えた報告書を通してポートフォリオの透明性を高めるとことが我々のプロセス全体にとって重要となってきた。」

「同意する」のレベルが高かった(スケールの#6または#7を選択した回答者の割合の合計で表される)上位3項目は次のとおりである。

1. オルタナティブ投資は、ポートフォリオ内で期待された役割を果たしている: 47%
2. 非上場投資は、相対的な非流動性を勘案しても、十分なリスクプレミアムがある: 40%
3. 伝統的資産のリターンが低い現在の経済環境は、オルタナティブ投資に資産を配分する重要な要因となっている: 32%

「同意しない」のレベルが高かった(スケールの#1または#2を選択した回答者の割合の合計で表される)項目は以下のとおりである。

1. 他企業年金のオルタナティブ投資状況に影響を受けることがある: 50%
2. 伝統的資産のパッシブ運用枠を増加することで、オルタナティブ投資を用いたアクティブ戦略への資産配分を増加する予定だ: 45%

**視点一障壁:** 投資家が特定のオルタナティブ投資戦略を組み入れ、あるいは除外する理由および克服すべき課題。

2010年の調査と比較すると、投資家が過去に直面していた障壁の多くが現在は軽減されていることが分かった。これはリスク・バジェット、投資委員会や取締役会とのコミュニケーション、関連するエクスポージャーに対する認識の高まりにおいて特に顕著である。2012年の調査結果は、回答者の大半が必要な条件を得ていることを示している。例えば以下が挙げられる。

- 回答者の51%がポートフォリオの流動性低下がオルタナティブ投資への資産配分の増加を妨げる理由にはならないと回答している。
- 回答者の41%がオルタナティブ投資の複雑さや同投資の執行、エクスポージャーの増加への抵抗感は、投資をするうえでの障壁にならないと回答している。

回答者の34%がリスク・バジェットのプロセスにオルタナティブ投資も組み入れていると回答している。

回答者の33%がオルタナティブ投資をモニターする上で、十分な内部ガバナンスまたはリスク管理プロセスがあると回答している。

これらは勇気付けられるデータではあるが、改善の余地もあることに留意する必要がある。

様々なオルタナティブ投資戦略が市場機会の変化に適応していく中で、投資教育は常に継続的な進化が必要とされるプロセスである。例えば、ヘッジファンドの領域では、多くの投資家は株式ロング/ショート戦略を理解することは比較的平易と感じるが、タクティカル・トレーディングやオポチュニスティック・クレジットなどの戦略は、馴染みが薄い。これらの投資戦略は、重大な機会を提供する可能性があるため、適切な投資教育が不可欠である。

透明性の強化は、何年もの間オルタナティブ投資を採用する投資家にとって重要な検討事項であり、特に非上場市場で強く求められていた。投資家や監査人の求めに応じて、透明性は徐々に強化されてきてはいたが、世界金融危機以降、この問題は最優先課題とされ、継続的な改善が見られてきた。複数のインタビュー回答者が、保有する金融資産に対する見方がこれまでより改善されているとしている。

**視点一投資形態:** 投資の実行における様々な選択肢とそれぞれのメリット/デメリット。

### デューデリジェンス

オルタナティブ投資の採用は、多大なリソースを要する作業であるが、投資を成功させる上で特にデューデリジェンスが不可欠な要素であることは疑問の余地がない。調査結果によれば、投資と組織の双方の視点からの包括的なデューデリジェンスに対する回答者のニーズはますます高まっている。しかし多くの投資家は、自前でこうした作業を行うに足るリソースを備えていない。

## 調査の詳細

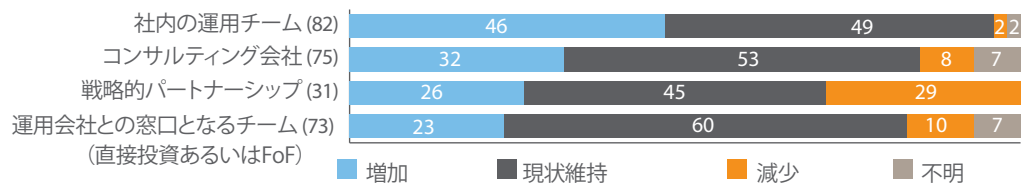
インタビュー・インサイト(欧州の公的年金):

「我々の組織は無駄のない効率的な人材とリソース体制を確立している。現在、保有しているファンド数は20で、我々が行っているモニタリング体制に満足しているし、適切と思われるレベルのデューデリジェンスを実施している。しかし、より高いリターンを求めてプライベート・エクイティやヘッジファンドへの直接投資をすることになれば、アウトソースやガバナンス強化について検討することになるだろう。」

インタビュー・インサイト(米国の企業年金):

「我々はプライベート・エクイティ、インフラ、不動産をセパレート・アカウントで運用しているが、これらを一任契約の運用会社とのパートナーシップに組み入れることを検討している。そうすることで、特に、その運用会社の専門技術や知識を利用して、基本となる各パートナーシップのバリュエーションのモニタリングができるようになるためだ。」

図6: 今後1～3年の間にデューデリジェンスを行う方法について変更を予想している回答者の割合



### 「同意する」のレベルが高かった質問:

新規に投資を開始する前にオペレーショナル・デューデリジェンスの実施を必須としている: 68%

### 「同意しない」のレベルが高かった質問:

基金の人員が直接投資を効果的に行うことができる: 33%

我々の経験から述べると、大半の機関投資家が2010年の調査以降、社内スタッフまたはコンサルティング会社にアウトソースするなどして、オペレーショナル・デューデリジェンスのリソースを補強している。これは投資先の組織体制の不備から発生するリスクが取り返しのつか

ないダメージにつながる可能性を投資家が十分認識していることを示している。しっかりとした人員体制と専門知識を備えたコンサルタントの精査をベースに、分散された運用戦略を用いるアプローチが魅力的なソリューションであると認識されてきている。

2012年の調査では、回答者の74%が投資および組織体制のデューデリジェンスを同じ組織が行っていると回答している。46%は自家運用部門のデューデリジェンスにおける役割は今後1～3年の間に増加するとしており、また32%はコンサルタントの役割が増加するとしている。

## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

### コメント:

カスタマイズ・ソリューションを提供する能力は、企業年金と公的年金(58%)では、他のタイプの投資家(32%)より重要な要因となっている。本調査報告書の「今後の見通し」のセクションで述べるが、カスタマイズ・ソリューションは、投資家ごとの投資目的の達成、運用報酬の交渉能力、コンサルタントによるデューデリジェンス、マルチ・ストラテジー運用を行っている運用会社の選定などが組み合わさったものであることが多い。

### インタビュー・インサイト(米国の企業年金):

「ヘッジファンドは我々が期待している通りの結果を出していると思う。これはヘッジファンドのパフォーマンスが素晴らしいという意味ではなく、ヘッジファンドが常にプラスのリターンを上げるとは期待していないということだ。期待収益率分布を見ると、ヘッジファンドの過去2〜3年のパフォーマンスは悪かった。不本意かと聞かれれば、答えはイエスだ。しかし、想定外だったかと聞かれればノーだ。こういったことは時折起こるし、リスクを取ればマイナス側の分布に行ってしまうこともある。」

### ヘッジファンド

ヘッジファンドでは、依然としてファンド・オブ・ファンズが最も多用されている投資形態であり、現在ヘッジファンドに投資している回答者の49%がファンド・オブ・ファンズを通して投資している。これは、その他のヘッジファンド(ヘッジファンドへの直接投資(20%)、ファンド・オブ・ファンズとヘッジファンドへの直接投資の組み合わせ(14%)、シングル・ストラテジー/運用手法特化型(5%)、マルチ・ストラテジー(5%)などの割合の2倍以上となっている。しかし今年の調査結果からは、回答者が従来のファンド・オブ・ファンズの形態から大幅なシフトを検討していることがわかった。ヘッジファンドを利用している回答者のうち、今後1〜3年も従来のファンド・オブ・ファンズを利用するとした回答は17%にすぎない。ファンド・オブ・ファンズの減少が予想される一方、他の投資形態はいずれも増加すると思われる。

ヘッジファンドへの投資決定となる主な要因は、過去の調査を通してみてもある程度一貫しており、目新しい点はない。ファンド選定において「同意する」が高位なのは、以下であった。

- › ヘッジファンドを運用する運用チームの経歴: 63%(スケールの#6および#7)
- › 流動性における制約: 51%
- › リスク調整後のヒストリカル・リターン: 49%
- › 報酬体系: 43%

› コンサルタントの推奨: 37%

› カスタマイズ・ソリューションを提供する能力: 29%

興味深いことにヘッジファンド運用会社の運用資産総額(AUM)は、選定要因としてあまり高位にはランクされていない(「同意する」とした回答者は20%)。

ヘッジファンドのカスタマイズへのトレンドが明らかにみられるため、本調査では、カスタマイズが重要とされる理由を訊ねた。

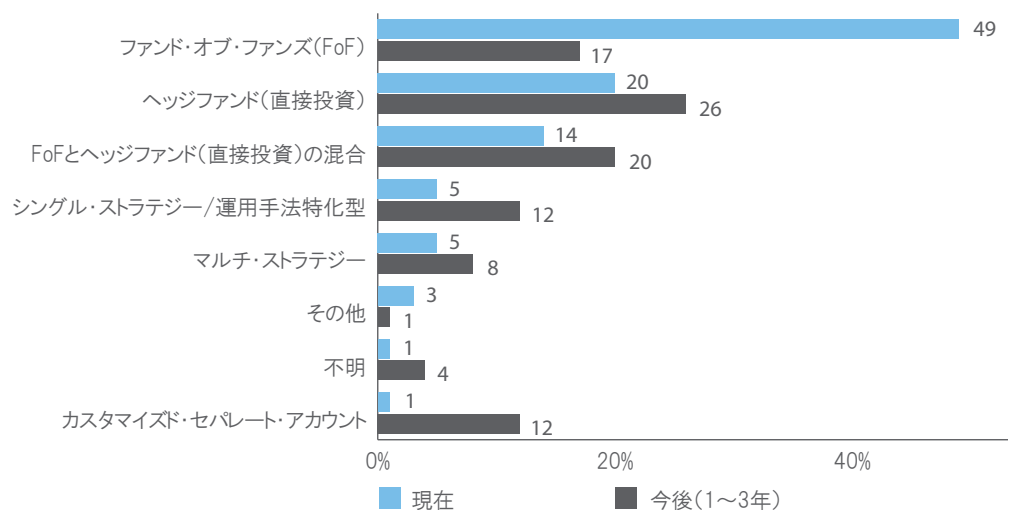
投資家がヘッジファンドのカスタマイズを追求する理由は様々だが、(サービス提供者と投資家の)「力関係」の変化により、投資家にはさらなるレバレッジと選択肢が与えられるとともに、より柔軟で交渉可能な条件が用意されるようになってきた。

現在のヘッジファンドに対する見方は、2011年のパフォーマンスが株式のベンチマークと比較して期待外れであったと回答した一部の投資家の意見を色濃く反映したものとなっている。このセンチメントは欧州と比較して米国で特に顕著である。

### プライベート・エクイティ (PE)

前回調査と同様、プライベート・エクイティ(PE)は北米のポートフォリオで多く組入れられているが、欧州での普及が大きく北米に遅れているというわけではない。PEへの投資は新興市場

図7:ヘッジファンド—現在と予想される将来の投資形態



## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

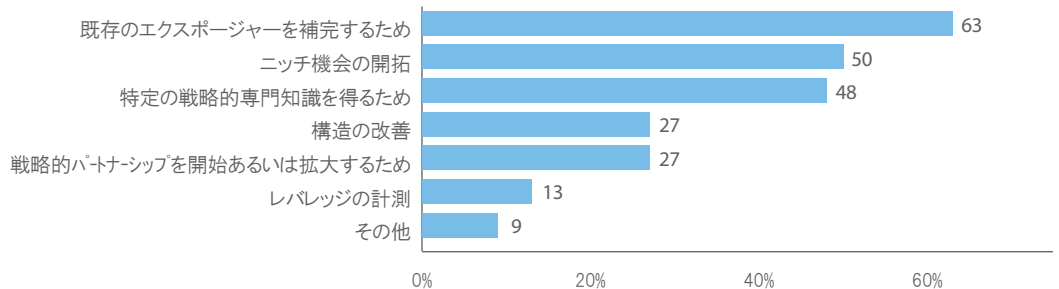
### コメント:

一般的にPEへ長期的に配分を行っている投資家は、ある程度の投資期間を経てPEが時に魅力的なリターンを創出していることを見てきた。しかし、2008年の金融危機以前のバリュエーションのピーク時に投資したPE新規参入者は、流動性と出口の機会の少なさに不満を抱いている。共通の課題は従来の投資が現金を生み出すか、従来の投資を清算するまでPEへ新たに資産配分を行うことができないことである。「非流動性予算」をPEではなく非上場インフラ投資に集中させる予定だとする回答者も複数散見された。

### インタビュー・インサイト(米国の公的年金):

「すでに過剰に資産配分しているので、PEに新たな資産配分を行うことは現在のところ難しい。PEの資産配分目標は16%だが、実際には約23%から24%になっている。2011年度上半期には、マーケットに流動性があり、投資額を上回るキャピタルコールがあった。しかしその後市場が不安定さを増すにつれ、出口の機会が少なくなった。コミットメントしながらも未投資となっている額が投資額と同じ程度であることが、安定したPEプログラムには望まれる。現在、おそらく投資額が未投資額の2倍になっている。いずれは出資金は戻ってくるだろうが、そのための出口が必要である。」

図8:ヘッジファンドのエクスポージャーをカスタマイズする理由



とアジア太平洋、日本ではそれほど普及していない。キャッシュ・フローがマイナスとなることによる流動性の制約が、日本の確定給付型企业年金にとってPEを魅力の少ない投資対象としている。

北米および欧州では、大型のファンドより中小のバイアウト・ファンドへの投資を増やしている投資家が多くなっている。米国、欧州双方の投資家は、既存のPEファンドへの資産配分を今後1~3年間に多少減らしていくと回答していることは注目されたい。

現在PEに投資している回答者(回答数93)のうち、85%が中小規模のバイアウト・ファンドに、75%がベンチャー・キャピタル・ファンドに、72%が大規模のバイアウト・ファンドに、70%がディストレスト資産のファンドに投資している。共同投資と代替エネルギーは今後1~3年で投資額が最も増加すると考えられる。

投資家はPEでの運用に関して主に2つの利点を認識している。

1. 魅力的なリターンの創出に対する期待: 69%が「同意する」と回答(スケールの#6および#7)
2. アクティブ運用に対する期待: 53%

PEへの資産配分の増加を見込んでいないという回答もあったが、この見方を後押しするような重大な障壁は全く見当たらなかった。しかし、以下の4つの障壁をあげた回答者もいた。

1. 非流動性資産への投資の限界: 23%
2. 既存ポートフォリオにおける不良資産や投資額に対する投資先不足の問題: 22%

3. 組織が主要な運用担当者を雇用し続ける能力: 21%
4. 現在の投資未消化額の水準: 20%

### 不動産

上場不動産(REIT)と私募不動産ファンドはオルタナティブ投資の選択肢として大勢を占め続けており、回答者(現在不動産への投資を行っている投資家)の51%が利用している。しかし、これらの回答者のうち不動産ファンドが今後1~3年も引き続き投資対象となとしたのは38%のみであった。不動産への直接投資の資産配分(23%)とカスタマイズされたセパレート・アカウント(15%)が今後増加すると予測される。

不動産投資への決定で最も重要な要因は、引き続きインカム(46%が同意、スケールの#6および#7)とポートフォリオ分散(42%)である。投資への障壁として、レバレッジの高さ(28%)とREITのボラティリティ(26%)を挙げる回答者もいた。

### コモディティ

インフレに影響を受ける特性を備えているにもかかわらず、大半の投資家にとって、コモディティは相変わらずニッチなソリューションであり、(現在より)将来的に成長が期待される。ただし、豪州は例外で、コモディティが普及しており、主流となっている。世界的にインフレが進行すれば、コモディティの魅力が増すとした回答者もいる。

コモディティ回答者のサンプル数は少なく(回答数32)、商品先物の買い持ちは最も優勢



## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

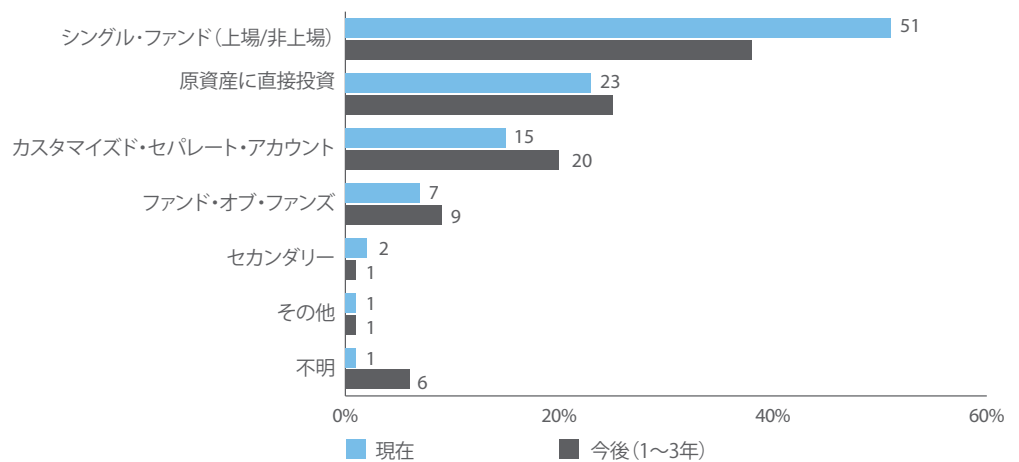
### コメント:

一部の投資家が、インフレ対策として、私募不動産に加えて、非上場インフラと天然資源への投資に段階的にシフトしていることが確認された。私募不動産の特性のひとつに、継続的なインカムの創出があり、現在の低金利環境では魅力的に映えると思われる。

### インタビュー・インサイト(欧州の企業年金):

「コモディティとインフラは、我々が近年投資を開始した戦略である。数年前にコモディティを初めて検討していた頃、すでに価格がかなり大幅に上昇しているというのが当時の我々の見方で、この時点で採用することにはためらいがあった。しかし、2008年の景気後退で、コモディティ価格が大幅に下落したため、この機会を捉えて投資を開始した。それから現在に至るまでかなりの乱高下を経験している。」

図9:不動産—現在と将来の投資形態



な投資戦略(63%)で、PE(44%)とヘッジファンド(28%)がこれに続く。ロング/ショート戦略およびファンズはまだ大きな影響力を持たないが(23%)、これらに対する関心は上昇しており、現在コモディティに投資を行っている回答者のうち46%が、今後1~3年でロング/ショート戦略を採用すると回答している。

主流となっている戦略には、商品先物ファンド(58%)、天然資源関連のPE(42%)、コモディティ現物(21%)、天然資源関連企業の上場株式(19%)などがあつた。

コモディティ投資を決定した要因には、インフレとの関連性(71%が同意、スケールの#6および#7)、伝統的資産との低/逆相関(54%)、アクティブ運用に対する期待(41%)、魅力的なリターン創出に対する期待(38%)などがある。主な障壁には、市場がコンタンゴ(先物価格が満期時の予想スポット価格より高い価格で取引されること)の状態にあるときの先物限月乗り換えコスト(22%)と価格のボラティリティ(20%)などがあげられた。

### インフラ

高速道路、空港、パイプライン、港湾、上下水道などのプロジェクトへのインフラ投資は世界中でブームとなっており、アジア、東欧、南米、アフリカの新興およびフロンティア経済諸国の成長の基礎を築いている。機関投資家もまた、インフラへのオルタナティブ投資に主に以下の3つの理由から魅力を感じている。

- 1)分散効果への期待
- 2)インフレと金利上昇への防衛策
- 3)官民協力

インフラが機関投資家の資産に占める割合は未だ小さいが(調査ポートフォリオのわずか1%)、成長を示す兆しが多数ある。非上場インフラ投資は機関投資家の非流動性資産に占める割合を増しており、この結果PEのシェアが奪われていると思われる。

現在非上場インフラ投資をしている回答者(回答数39)では、私募のクローズドエンド型ファンド(68%)が最も一般的な投資形態である。現在インフラ投資をしている回答者のうち少数派であるが、私募のオープンエンド型ファンド(34%)、グローバル上場インフラ(27%)、インフラデット商品(20%)、共同投資(18%)など他の様々な投資形態に投資を行っている投資家もいる。

インフラ投資を決定する上で最も重要な要因は、ポートフォリオの分散(66%が同意、スケールの#6および#7)、インカム(61%)、インフレとの関連性(57%)、長期のデフレーションを持つ投資(46%)、独占的な価格決定力(39%)である。

インフラ投資への障壁は、非上場インフラファンド投資にかかるコスト(31%)、上場インフラのボラティリティ(19%)、資産クラスの相対的な成熟度(17%)などである。

## オルタナティブ資産のタイプごとの傾向とテーマ

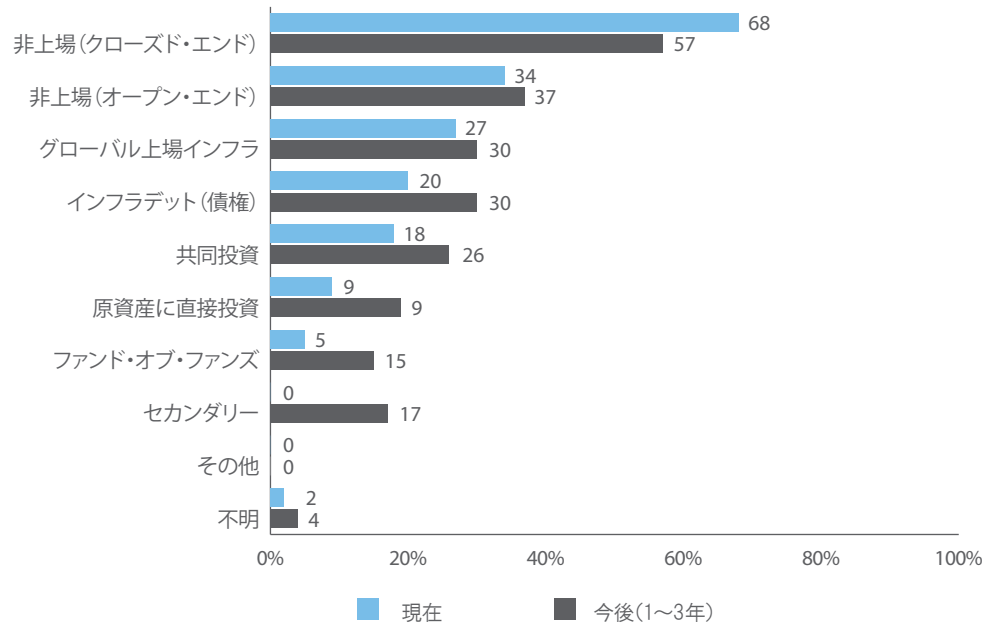
### コメント:

ラッセルは、インフラ・ファンドに投資している投資家は、不動産の投資キャッシュ・フローと肩を並べるインフラの投資キャッシュ・フローに魅力を感じていると考えている。実際、一部のインフラ投資家にとっては、キャッシュ・フローは成長の可能性やインフレ・ヘッジよりも重要である。しかし質の高い非上場インフラ・ファンドの供給には一部地域で障壁があり、特に日本では法律や規制により制限されているため難しい。また同時に一部の投資家は、新たなインフラ投資が課すことになるデューデリジェンスと投資教育の必要性が課題であると感じている。

### インタビュー・インサイト(カナダの年金):

「カナダのインフラ投資を検討していた時、インフラ投資は非常に時間がかかる投資のため、対応可能なスタッフを増員することを強く勧められた。ファンド運用に係る者は誰もがこのことを理解しており、投資を進める承認は下りたものの、スタッフ増員の承認は得られなかった。このため、追加の業務が発生した場合は、自分たちが対応しなければならなくなった。」

図10:インフラ:現在と将来の投資形態





## 地域別の傾向とオルタナティブ投資の位置づけ

地域別の回答はサンプル数が少ないため、スケール#5～7を「同意する」、#1～3を「同意しない」とした。

地域、基金のタイプおよび基金ごとのオルタナティブ投資の位置づけによって、オルタナティブ投資の利用方法と考え方は大きく異なる。本セクションでは2012年の調査結果に反映された地域別の傾向を、ラッセルのオルタナティブ投資のコンサルタントの視点を交えて紹介する。

### 日本

調査の回答者は、今後数年間、日本で最もAUMが増加する可能性が高いオルタナティブ投資はヘッジファンドで、最も資産配分の縮小の幅が大きいのは私募不動産だと予測している。日本では、オルタナティブ投資を採用する際の主なインセンティブは、分散とボラティリティの管理と言えるだろう。お気づきのとおり、インフレの影響がほとんどないことが、コモディティやインフラへの関心の低さを裏付けている。日本では他の地域と比較し、投資家が株式へのエクスポージャーを減少させることでリスクを回避している傾向が強い。これが、伝統的資産の期待リターンの低さと相まって、オルタナティブ投資への資産配分の増加をうながしている。

近年オルタナティブ投資に影響を与えている2つの動向は、以下のとおりである。

1. 日本では、多くの確定給付型企業年金が既に(あるいは近いうちに)給付超の状態にある。それゆえ、ポートフォリオのキャッシュフロー管理の重要性が増しており、運用資産の流動性維持が課題になっている。給付超の主因は人口の高齢化である。国連統計によれば、日本の平均寿命は83歳であり、先進国の中で最も長寿である。
2. 2012年2月に生じたAIJ投資顧問の事件は、巨額損失を引き起こすことが見込まれるため、様々な投資家に直接的または間接的に影響を与えるだろう。この事件の結果、日本ではオペレーショナル・デューデリジェンスへの注目が高まった。日本の投資家は自身でどこまでデューデリジェンスを行うべきか自問している。投資家は従来にも増して、自らの責任を見つめ直し始めているが、その回答は容易には見つからない。

日本では、ヘッジファンド・マネージャーに対して運用報酬交渉のプレッシャーが現実的にはあまり存在しなかった。これには文化的な背景もあるが、既存のファンドを購入することが多かったという投資実態の問題もある。しかし、今後は運用資産の大きな投資家を中心としたファンドのカスタマイゼーションなどを通じて徐々に変わっていくと考えられる。

### 豪州、ニュージーランド、アジア太平洋(日本を除く)

オルタナティブ投資がポートフォリオで果たす役割に関して期待通りであると答えた回答者は、グローバル全体では70%であるのに対し、アジア太平洋(日本を除く)では85%に上った。しかし、世界の他の地域で投資可能なオルタナティブ投資と比較すると、アジア太平洋のオルタナティブ投資は、伝統的資産よりも低リターン・リスクや世界経済/地政学的リスクにあまり影響を受けていないようである。運用報酬に対する意識はアジア太平洋地域で高まっており、回答者の68%が、運用報酬はオルタナティブ投資を開始、または増加することを正当化する妨げとなっているとしている(グローバル全体では47%)。

2012年中ごろに施行される予定の豪州の「マイスーパー(MySuper)」規制では、スーパー・アニュエーション・ファンドは、「低コストで無駄のない」デフォルト・ファンド(一般的にはバランス・ファンド)を投資の選択肢として提供しなければならない。そのため、スーパー・アニュエーション・ファンドは高額の運用報酬を伴うものを中心に現在のオルタナティブ投資を見直している。

### 欧州、中近東、アフリカ(EMEA)

EMEA地域の投資家から得た回答の大半は、世界的な傾向と一致しているが、投資教育の障壁など、一部については若干高くなっている。EMEAの投資家は透明性への意識も高く、70%が比較的透明性が低いことが投資の障壁になるとしている(これに対し、グローバル全体では50%)。一方、オルタナティブ投資を行っている回答者のうち、オルタナティブ投資商品の提供者から十分なリスク報告がないと回答した投資家は少なかった(20%、これに

## 地域別の傾向とオルタナティブ投資の位置づけ

対しグローバル全体では34%)。投資家は、以前にも増して情報提供を求めるようになっていくが、提供側もこれに対応しているものと思われる。

ファンド・オブ・ファンズが未だ主流であり続けているという結果は、一見驚くべきものかもしれない(資産規模が一定の大きさに達した後、ファンド・オブ・ファンズから移行する割合はわずか19%、これに対しグローバル全体では37%)。これは、付加価値同様、ファンド・オブ・ファンズの利用方法や商品提供者の役割についても、差別化を意識したアプローチがとられていることを反映している。運用報酬を含めてファンド・オブ・ファンズを全面的に見直し、これまで行われてきた戦略に注目し、汎用的な合同運用のマルチ・ストラテジー・ファンドよりは特別な投資目的を満たすカスタムメイド(「ファンド・オブ・ワン」)の商品作りを目指す動きがある。

流動性は欧州では、特に確定給付型企业年金では、非常に重要な問題である。確定給付型企业年金の大半は程度に差こそあれ閉鎖型であるため、最終処理をどうするかを検討を行っている。多くの基金にとって、最終処理としては保険会社への債務の譲渡もあり得るが、ターゲットとする投資期間が10年未満の場合、非流動的な長期投資商品の採用は困難となる。しかし、大半の大規模な年金基金では、今後20年または30年、投資を行うことができることから、長期投資商品の採用が可能であるとしている。

最後に、EMEAでは今後の資産配分の増減に関して、ヘッジファンドやPEではほぼ変化がなかったのに対し、インフラ資産の増加に対しては最も強い関心が示された。

### 北米

「マドフ事件後」から前回の調査までの数年間で、北米の投資家の間では包括的なデューデリジェンスの重要性に対する認識が高まってきたことが確認された。2012年の調査では、北米の投資家の91%が、新たな投資を行う前に、包括的なオペレーショナル・デューデリジェンスが必要であるとしている(これに対しグローバル全体では83%)。多くの場合、北米の機関投資家の運用資産規模をもってすれば、組織内にオペレーショナル・デューデリジェンスの専門家を配置することが可能である。北米の回答者の45%がAUMの規模が一定レベルに達すれば、ファンド・オブ・ファンズでの投資は行わないだろうと回答している(グローバル全体では37%)。また、回答者のうち43%が、組織内で直接投資を効果的に行うことができるとしている(これに対しグローバル全体では35%)。

「インハウス 対 アウトソース」の決定については、一定の傾向があるように思われる。オルタナティブ投資の優位性を評価している洗練された投資家の中には、マルチ・ストラテジーのオルタナティブ投資をインハウスで行わない決断をしているところもある。

## 今後の見通し

『2012年 ラッセルオルタナティブ投資状況調査』は、ラッセル・インベストメントやラッセルのお客様、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られた。本セクションでは、2012年の調査によって確認された今後の懸案事項と傾向の分析結果のうち、重要な点をいくつか以下にまとめる。

### カスタマイズド・セパレート・アカウント：ファンド・オブ・ワン

ラッセルはグローバルな機関投資家と共に、オルタナティブ投資の実施における変化の潮流を表すコンセプト(カスタマイズド・セパレート・アカウント)を評価し、提供している。投資家にとっては、解決策をカスタマイズする外部のフィデューシャリー・サービス提供者を利用する機会が増大している。これは投資家が直接投資する20以上のヘッジファンド向けにセパレート・アカウントを設定するタイプのものから、複数のファンドをひとつの専用の「ファンド・オブ・ワン」で保有するものなど、多岐にわたる。いずれも投資家ごとにカスタマイズされた投資になるが、後者の方がファンドの採用にかかる作業と説明責任を外部のフィデューシャリー・サービス提供者にシフトさせる割合が大きい。投資家は、内在するヘッジファンドに投資家の名前で、指示したとおりの資産配分割合で投資をするわけだが、伝統的なファンド・オブ・ファンズ形式のように彼らの資金がその他の投資家の資金と一緒に同じアカウントに入ることはない。

こうした関係や関係構築は、投資家主導の運用報酬の交渉や、より柔軟な契約条件設定の成功につながっている。

### グローバルな巨大ストレスと現金保有水準

前回の我々の調査と比較すると、2012年の調査では、機関投資家は楽観的になっており、緊迫感が後退していることが示されている。同時に2012年の調査結果では、回答者が資産クラスの目標配分を上回る比較的高レベルの現金を保有している点が目を引く。調査対象上のポートフォリオでは、現金は3.2%を占め、全回答者の45%が現在の現金保有高が目標配分を上回っているとした。

ラッセルは、調査結果と日々の顧客とのコミュニケーションから、目標配分を上回る現金の保有は主に投資家の警戒心を示すものであると同時に、投資に対し慎重になっており、プロセスにより時間をかけていることを表していると考えている。投資家は現金を寝かせたままにしているが、調査の回答によれば、その一部がオルタナティブ投資に向かうと思われる。

### 投資教育と透明性

2010年の調査以降、投資教育への要求が非常に大きくなってきている。

調査結果とインタビューでは、顧客の取締役会や信託受託会社はオルタナティブ投資教育への要求を高めており、投資教育を伴う提案を受け入れやすい傾向があることを示している。運用担当者は、意思決定者に質の高い投資教育を用意すること、オルタナティブ投資に関連するコミュニケーションとレポートの拡大をますます重要視するようになってきている。その結果、リスク報告書は、単なるデータのシートからリアルタイムのエクスポージャーに関する幅広い情報と深い視点を備えたものに進化している。

### 負債対応投資 (LDI)

我々の2010年の調査では、確定給付型企业年金(DB)は、負債対応投資(LDI)に強い関心を示していた。前回調査の中で我々は、「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DBは増加するであろう」と述べた。

低金利はLDIの採用を後退させる要因であったが、考え方自体は2012年でも十分に健在である。ラッセルの米国のDB顧客の大多数がLDIをある程度採用している。ラッセルは、予測債務額と一致するように管理された特定の運用資産の設定額をもとにLDIへの配分を決定している。ラッセルの米国のDB顧客で、LDIのオーバーレイ運用を行っている投資家は、AUMの約30%を現在この方法に従って配分していると思われ、今後2〜3年で段階的に約40%まで漸増することが予想される。

LDI商品と補完的なオルタナティブ投資戦略は、株式配分の減少によるリスク軽減とグローバルレベルでの金利上昇から恩恵を享受できると考える。

## まとめ

『2012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という観点から、世界中の機関投資家の実務や取り組み方について有意な方向性を提供できたのではないかと思う。成長を続けるオルタナティブ投資業界の一面が、1992年以降ラッセルが隔年で実施してきた調査の流れの中で語られており、本調査はその傾向と最近の変化を明らかにする一助となろう。

現在の環境は2010年以降では最も安定した状態にあり、2012年調査の回答者の多くがオルタナティブ投資は、透明性、資産配分、重要性が継続して増加していく分野だと見ている。本調査は、オルタナティブ投資戦略を形成する投資の原動力、障壁、影響要因、投資形態を明確にする一助になるであろう。個別インタビューでは、世界中の機関投資家に継続的

に影響を与えられると思われる主要な質問と課題を取り上げた。

お客様が投資目的を達成するためのサポートをするのがラッセルの最重要任務であり、隔年で発表をしている本調査の結果は、投資家の期待とニーズを明確にするための一助となると信じている。本調査の内容に関するご質問等は、弊社担当者までご連絡いただければ幸いである。

本調査の詳細は、ラッセルとパートナー企業であるORCインターナショナル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機関投資家の方々に限り提供させていただく。

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、以下の担当者までご連絡いただきたい。



ジャニー・ボールドリッジ



眞保 二郎



ニコール・コナー



ダレン・スペンサー



ジュリア・コーミアー



ニック・スペンサー



ビクター・レバレット

【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 ©2012. Russell Investments. All rights reserved.

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。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。

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。

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:社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

