

低流動性資産運用の課題と対応策

オルタナティブ投資、特に低流動性資産への国内年金基金の関心は高まっているものの、投資額の伸びはそれほど大きくはありません。大規模な年金基金でも低流動性資産投資拡大のために様々な工夫をしています。今回は国内年金基金が低流動性資産に投資する際の課題とその対応策についてご紹介したいと思います。

GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)では2017年度よりマルチマネジャー戦略によるオルタナティブ投資を始めています。PFA(企業年金連合会)もプライベート・エクイティ投資を行うにあたり、ゲートキーパーを介した投資を行っています。国内で最も充実した体制を持つ彼らが低流動性資産ポートフォリオの構築にあたって、このような複雑なスキームを用いるのはなぜでしょうか。以下では低流動性資産に投資する際の

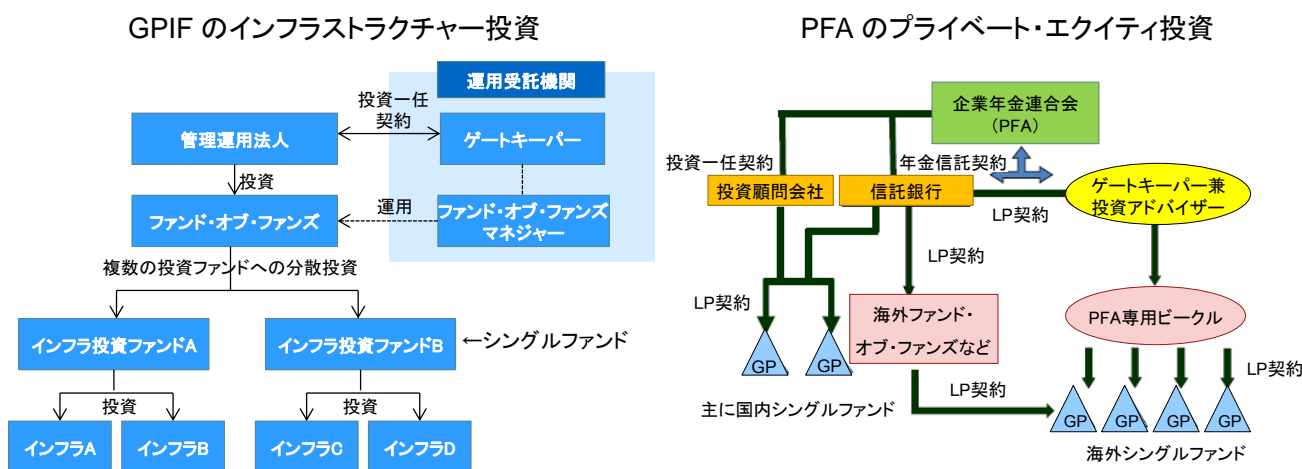
課題を整理し、国内の年金基金が取りうる対応策について考えたいと思います。

なお、本稿ではゲートキーパー、ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーは図表1のGPIFの定義に基づくものとしています。^(注1)

低流動性資産投資の課題

国内年金の間でも、流動性プレミアムの享受や、情報の非対称から得られる収益源泉など、

図表 1 低流動性資産の運用スキーム



(注1) PFAの信託銀行は GPIF のゲートキーパーに、PFA のゲートキーパーは GPIF のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーにそれぞれ相当 (出所) GPIF 業務概況書及び企業年金連合会年金資産運用状況説明書より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

低流動性資産のメリットも知られるようになってきました。その結果、私募REITのように一定の流動性を確保し、情報開示も規格化された商品が現れると年金の投資対象として急速に認知された例もあります。

しかしながら国内年金のオルタナティブ投資、特に低流動性資産への投資比率は海外に比べても低い水準にあります。多くの低流動性資産がクローズド・エンド・ファンドとして商品化されており、解約・現金化が容易ではないことや、上場株式や公募債券ほどの投資判断情報がないことで、定量的なリスク管理が難しいことがその理由として挙げられてきました。

以下には低流動性資産投資における流動性以外の課題について、上場株式や公募債券と比較しつつ列挙してみました。

① ファンド情報の収集

低流動性資産投資では情報の非対称性こそが収益の源泉であり、上場商品並みの情報開示は期待できません。そもそも上場商品並みの情報開示を要求すると、投資を断られることもあります。また、低流動性資産の運用会社の多くは欧米に籍を置いています。大規模なポートフォリオを構築するためには幅広い情報網を持ち、今後のファンド・ローンチ情報を収集する必要があります。国内でマーケティングされているファンドはその一部であり、十分な分散投資を行うには限界があります。

② データの集約

上場株式や公募債券の場合、管理すべきリスク指標も標準化されていることが多く、ポートフォリオとしての集計も難しくはありません。それに対し低流動性資産運用のリスク指標は運用者によってその仕様が異なることが多いため、同一基準での集計に苦労します。資産規模が大きくなるほどその労力は大きく煩雑となります。

③ ファンド投資枠の確保

多くの低流動性資産はクローズド・エンド・ファ

ンドとして提供されています。クローズド・エンド・ファンドの場合、ファンド設定額があらかじめ決められていることが一般的です。優秀なファンドであれば資金調達に困ることはないので、逆に投資家としては投資枠の割り当ての確保に苦労しなければなりません。そのためには運用機関から信頼されるべくリレーションの確保に努めなければなりません。

④ 分散されたポートフォリオの構築

上場株式の運用で基本となる分散投資が、低流動性資産では容易にはできません。当初意図したポートフォリオが完成するまでには数年以上かかることもあり、その間に特定の地域・業種・種別のウエイトが大きくなったとしてもファンドの入れ替えは難しく、分散状況は新規組み入れファンドで調整するしかありません。

ファンド・オブ・ファンズの活用

これらのうち①～③の条件は、欧米の年金基金に比べると国内年金にとって高いハードルになるかもしれません。特に人事異動の多い国内の年金は運用機関とのリレーション構築・情報収集の点で劣後することになります。

海外では内部にオルタナティブ投資の専門家を揃えて対応している大手年金基金も存在します。一方で規模がそれほど大きくない基金ではインハウスでの対応が難しいために、GPIF等と同様にファンド・オブ・ファンズによって対応している基金も存在します。すでに数十年にわたるデータの蓄積を持ち、多くの運用機関とのリレーションを持っているファンド・オブ・ファンズ・マネジャーを活用することによって、これらの課題への対応が可能となります。

ただし、海外のファンド・オブ・ファンズ・マネジャーは日本の年金資金の性格に詳しくない場合もあります。彼らのレポート・フォーマットが日本の制度に合わないこともあるでしょう。さらに日本の年金基金が投資するためには日本の投資一

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

任免許が必要となることから、GPIFでもゲートキーパーを介した投資を行っています。

また、④はファンド・オブ・ファンズ・マネジャーへのアウトソーシングが可能であるものの、低流動性資産における地域・業種・種別のウエイト管理には限界があります。新規組み入れファンドによってウエイトの偏りを修正しようとしても、そのファンドの中身は契約後の投資行動に左右されます。数年後の地域・業種・種別の偏りが改善されている保証はありません。低流動性資産投資において分散投資を維持し続けることは容易ではありません。

さらに、低流動性資産投資において分散投資にこだわりすぎるとパフォーマンスの低下を招く恐れがあります。

低流動性資産のリターン構造

リスク管理を行う際、各資産のリターンを①式のように個別要因(アルファ)と市場リターン(ベータ)に分解して考えることが多いかと思えます。

$$r_i = \beta_i R_m + \alpha_i \quad \text{①}$$

r_i : 銘柄*i*のリターン

R_m : 市場リターン

β_i : 市場に応じて変動する要素

α_i : 市場に左右されない固有の要素

市場リターンに関しては、エコノミスト、ストラテジストと呼ばれる専門家が予測を行っているものの、リーマンショックのような市場の急落を予測することは容易ではありません。多くの場合は、ベンチマーク・インデックスから得られるリスク特性を基に分散投資を行うことによって、リスクの低減を期待します。

さらに上場商品に関しては、アルファ部分の予測にも限界があります。上場商品では非公開情報による投資が禁じられており、市場参加者が同じ情報を持っています。その状況で得られる超

過リターンには限界があるでしょう。ただしこちらはリスク許容度を設定してその範囲内で運用することが可能です。超過リターンに対する自信に応じてリスク許容度を設定することでリスク管理が可能となります。

それに対して、低流動性資産では多くの投資判断が非公開情報に基づいてなされています。運用者の情報力、それに基づく運用力が高ければ超過リターンが獲得できる可能性は上場商品よりも高いと考えられます。

ただし非公開情報に基づく運用には課題もあります。投資家としてファンド評価や運用機関評価を行うにあたって客観的な情報が少なく、その判断にはスキルと経験が必要です。定量的な評価手法も確立されていないことから、個々の投資対象に対してモニタリングが必要となる場合もあります。体制が不十分なまま投資を行った場合には、超過リターンがマイナスとなる可能性は上場商品よりも高くなるかもしれません。アルファ部分に期待するのであれば、ファンド・オブ・ファンズを利用する場合でもその先の個別ファンド、あるいは投資案件・物件への理解が必要となることもあるでしょう。

一方、流動性プレミアムや多資産との分散投資効果を期待して低流動性資産への投資をするのであれば、アルファ部分のリスクは限定したほうが良いかもしれません。ただし、先に述べたようにクローズド・エンド・ファンドで分散投資を維持し続けるためにはそれなりの資産規模が必要となります。現状でアルファ部分のリスクを容易に管理しうる投資対象は私募REITなど一部に限られています。

ビンテージ分散

市況に応じて機動的な売買ができない低流動性資産のリスク管理においては、組み入れ時期(ビンテージ)を分散させることが効果的と言われています。しかしながら、それを行うためにはある

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

程度の資産規模が必要となります。

各ビンテージで複数のファンドを組み入れられるのであれば、アルファが期待できる特化型ファンドを組み合わせることも可能ですが、資産規模がそれほどではない場合にはビンテージごとに総合型ファンドを一つずつ組み入れていかざるをえません。

ファンド・オブ・ファンズ・マネジャーは最終的なポートフォリオを想定して最適な組み入れ計画を選択します。したがって、大規模な資金であれば、ポートフォリオ構築開始時点で最終的なポートフォリオの姿を提示した上で、セパレート・アカウントのファンド・オブ・ファンズを設定することで効率的なビンテージ分散が可能となるでしょう。セパレート・アカウントの設定が難しい規模の基金や最終的なポートフォリオの姿を提示することが難しい場合には、合同口のファンド・オブ・ファンズへの投資も考えられます。

低流動性資産投資の注意点

もともと、数千億円を超える規模の低流動性資産ポートフォリオの構築となると、ファンド投資

だけで投資枠を満たすことは難しいかもしれません。海外では、低流動性資産に関してはファンドを介さない直接投資を主体としている大手年金基金も存在します。大手機関投資家どうしがやはりファンドを介さず共同で投資を行う例も増えてきました。国内年金においてもGPIFやPFAではすでに低流動性資産への共同投資が行われています。

低流動性資産への投資では、最終的な投資規模、及びその投資に何を求めるかによって、最適な投資スキームも異なったものとなります。各投資家が自らの置かれた状況・資金性格を認識した上で、明確な投資スタンスを持つことが求められます。

— 次号のお知らせ —

次号は

7月1日(月)

発行予定です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。