

論文

オルタナティブ投資の研究 —最適ポートフォリオの構築を指向して—

可 児 滋

はしがき

1. 現代ポートフォリオ理論と分散投資効果
2. オルタナティブ投資のコンセプト
3. プライベートエクイティ投資
4. ベンチャーキャピタルファンド
5. バイアウトファンド
6. 再生ファンド
7. メザニンファンド
8. エマージングマーケット投資
9. コモディティファンド
10. コンテンツファンド
11. マネージドフューチャーズ
12. リキッド・オルタナティブ
13. オルタナティブ投資のケーススタディ：イェール大学基金

はしがき

現代ポートフォリオ理論 (Modern Portfolio Theory : MPT) は、投資理論の核となる分散投資をベースとした枠組みから構築される理論である。そして、オルタナティブ投資は、この現代ポートフォリオ理論による分散投資効果の発揮により、最適ポートフォリオ (optimum portfolio) の構築を指向した投資である。

すなわち、伝統的な投資対象である株式、債券、現預金といった資産クラス (asset class) により構成されたポートフォリオでは、投資家が期待するリスク・リターンプロファイルにマッチした成果が得られない状況下、既存のポートフォリオに伝統的な投資対象に代替する新たな資産クラスを持ち込むオルタナティブ投資 (alternative investments) が活発化している。

こうしたオルタナティブ投資が主として対象とするカテゴリーには、プライベートエクイティや、エマ

ジングマーケットへの投資、ヘッジファンド等がある。オルタナティブ投資は、特に大規模のポートフォリオを運用する機関投資家を中心に活発化しているが、このところ個人投資家を対象とするオルタナティブ投資もみられるに至っている。

本稿では、オルタナティブ投資の理論面を中心に考察するとともに、ケーススタディとして、米国アイビーリーグのイェール大学が運営する大学基金の投資方針とポートフォリオを構成しているアセットクラス等について、分析、検討した。

1. 現代ポートフォリオ理論と分散投資効果

(1) ポートフォリオのリスクとリターン

ポートフォリオは、複数の資産の集合体である。ここで、資産を証券に限定して考えると、個別証券のリスクとリターンは、平均-分散法によって計測される。すなわち、リターンについては収益率の予想を確率で加重平均した期待収益率の値で計測し、またリスクについては各々のケースの予想リターンが期待リターンから乖離している幅を分散 (variance : V)、または分散の平方根の標準偏差 (standard deviation : SD) により計測する。

一方、ポートフォリオのリターンは、ポートフォリオを構成する各証券の期待リターンの加重平均によって求める。例えば、A、B 2つの証券から構成されるポートフォリオのリターンは、次のように計算される。

A、B 2つの証券から構成されるポートフォリオのリターン

$$= (A \text{ のウエイト} \times A \text{ のリターン}) \\ + (B \text{ のウエイト} \times B \text{ のリターン})$$

このように、ポートフォリオのリターンは、簡単に計算することが可能であるが、複数の証券から構成されるポートフォリオのリスクは、ポートフォリオの個

別証券の分散ないし標準偏差を単に加算平均して導出することはできない。

これは、ポートフォリオ全体のリスクをみる場合には、ポートフォリオを構成する証券間の変動の相対的な関係を考慮に入れる必要があることによる。すなわち、ポートフォリオのリスクは、ポートフォリオを構成するある証券の価格変動が、他の証券の価格変動とどの程度連動するかの度合いを示す相関係数 (correlation coefficient) を考慮する必要がある。

この点は、ハリー・M・マーコビッツ (Markowitz, Harry M.) によって、幾つかの銘柄の株式から構成されるポートフォリオのリスクは個別銘柄が持つ固有

のリスクが打ち消しあって減少する分散投資効果が理論的に証明された。

相関係数の計算は、まず共分散 (covariance) の計算をして、それから相関係数を求めることとなる。具体的な計算手順をみると、まず共分散については2つの変数につき各々の期待値との差を計算してこの差(偏差)同士を乗じる。そして、この結果に確率を乗じて加重平均したものが共分散となり、さらに、この共分散を各々の標準偏差で割った結果が相関係数となる。

以下では、A証券とB証券から構成されるポートフォリオの期待リターン、分散、標準偏差、共分散、そして相関係数を導出してみよう。

景気の見通し	生起確率 (occurrence probability)	予想リターン	
		A証券	B証券
好転	30%	40%	50%
横這い	60%	20%	30%
悪化	10%	10%	-20%

A証券

景気の見通し	生起確率①	リターン②	①×②	偏差③	③の二乗④	①×④
好転	0.3	40%	12%	15%	0.0225	0.00675
横這い	0.6	20%	12%	- 5%	0.0025	0.0013
悪化	0.1	10%	1%	-15%	0.0225	0.00225

期待リターン 25%

分散 0.0105

$$\text{標準偏差} = \sqrt{\text{分散}} = 0.1025 = 10.25\%$$

B証券

景気の見通し	生起確率①	リターン⑤	①×⑤	偏差⑥	⑥の二乗⑦	①×⑦
好転	0.3	50%	15%	19%	0.0361	0.01083
横這い	0.6	30%	18%	- 1%	0.0001	0
悪化	0.1	-20%	- 2%	-51%	0.2601	0.02601

期待リターン 31%

分散 0.03684

$$\text{標準偏差} = \sqrt{\text{分散}} = 0.1919 = 19.19\%$$

共分散、相関係数

景気の見通し	生起確率①	Aの偏差③	Bの偏差⑥	③×⑥	A, Bの生起確率×③×⑥
好転	0.3	15%	19%	0.0285	0.00855
横這い	0.6	- 5%	- 1%	0.0005	0.0003
悪化	0.1	-15%	-51%	0.0765	0.00765

$$\text{相関係数} = \frac{\text{共分散}}{\text{Aの標準偏差} \times \text{Bの標準偏差}} = \frac{0.0165}{0.01967} = 0.84$$

(2) 分散投資効果

前述のとおり、ポートフォリオのリスクの大きさは各証券が持つ固有のリスクが打ち消しあって減少する度合いを示す相関係数に依存し、これが分散投資効果をもたらすことになる。

すなわち、証券相互の相関係数が $-1 \sim 1$ の間のどこに位置するかによりポートフォリオの分散投資効果は、次のようになる。

① A、B証券の相関が1の時：

このケースは、A、B証券の動きが完全相関することを意味し、分散によるリスク削減効果はゼロとなる。

② A、B証券の相関が -1 の時：

このケースは、A、B証券の動きが完全逆相関することを意味し、分散によるリスク削減効果は最大となる。

③ A、B証券の相関が $-1 \sim 1$ の時：

このケースでは、 -1 に近いほど分散のリスク削減効果が大きく、逆に 1 に近いほどリスク削減効果が小さくなる。

なお、相関係数が正の値をとる場合を順相関、負の値をとる場合を逆相関、ゼロの値をとる場合を無相関と呼んでいる。

そして、ポートフォリオを構成する銘柄の数を増やしていった場合のリスクとリターンとの関係は、投資可能な期待リターンとリスク（標準偏差）のすべての組み合わせを網羅した投資機会集合を形成する。投資家は、この投資機会集合のなかから一定のリスクで最大のリターンを、また一定のリターンで最小のリスクを持つ効率的フロンティア（Efficient Frontier）上にある効率的ポートフォリオ（Efficient Portfolio）を選択することになる。

2. オルタナティブ投資のコンセプト

(1) オルタナティブ投資活発化の背景

従来のポートフォリオは、伝統的なアセットクラスである株式、債券、現預金を投資対象としてきたが、このところ、こうした伝統的な金融資産に代えて、さまざまな非伝統的なアセットクラスを既存のポートフォリオに組み込む代替投資が活発化している。

このようなオルタナティブ投資活発化の背景は、投資家に投資対象の選択肢を拡大することにより機動的、弾力的な投資を可能とする、といった理由のほか

に、特に最近では、伝統資産に対する投資に加えてオルタナティブ投資を行うことにより現代ポートフォリオ理論の主張する分散投資効果の一段発揮を狙うことができるといった要因が大きく働いているとみられる。

すなわち、ITの進展等を背景に各金融マーケットが緊密にリンクして、その連動性がグローバル規模で高まりをみていることから、投資家にとって伝統的な金融資産で構築されるポートフォリオでは、期待された分散投資効果は得られないケースが増加している。

このため、伝統的な金融資産とは相関性が薄い非伝統的なアセットクラスをポートフォリオに組み入れることにより、分散投資効果が十分発揮された最適ポートフォリオの構築を図る動きが広がっている。（図表1）

(2) オルタナティブ投資の特徴と種類

オルタナティブ投資の特徴としては、伝統的な金融商品が持つ市場性、流動性に乏しいことがあげられる。このため、投資家としても往々にして適正価格（fair price）の把握が困難なケースがあり、また、大きなイベントが発生してマーケットが波乱含みになった場合には適正価格により売買ができなくなる流動性リスクに襲われる可能性がある。

オルタナティブ投資の種類としては、さまざまなものが考えられ、その統一的な概念が存在するわけではない。典型的な投資対象としては、エマージングマーケットへの投資、プライベートエクイティファンド、不動産（証券化商品を含む）、コモディティ、さらには、環境に関連した二酸化炭素、天候リスク等も含まれる。

また、伝統的な投資戦略とは異なる意味でのオルタナティブ投資の代表としてヘッジファンドやマネージドフューチャーズがある。（図表2）

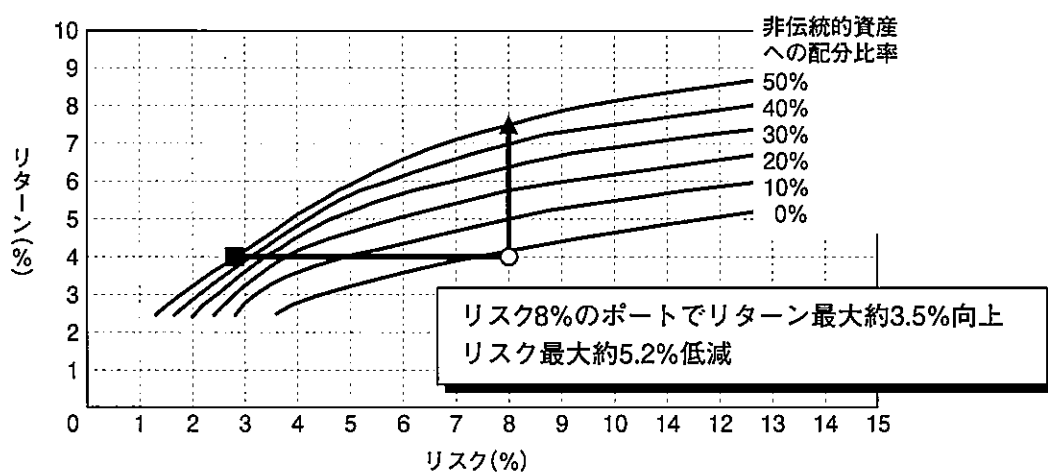
以下では、オルタナティブ投資の代表的な対象について分析、検討することとしたい。

3. プライベートエクイティ投資

(1) プライベートエクイティ投資の概念

プライベートエクイティ（Private Equity）は、非公開会社の株をいう。そして、プライベートエクイティに対する投資ビークル（プライベートエクイティファンド、PEファンド）には、企業のいかなるライフステージに投資するかにより、ベンチャーキャピタルファンド、バイアウトファンド、再生ファンド等に分類される。

図表1 オルタナティブ投資による最適ポートフォリオの構築



	リスク	リターン	国内 債券	国内 株式	外国 債券	外国 株式	拡大 債券	拡大 株式	不動産	商品	ヘッジ ファンド	PE ファンド
■	2.8%	4.0%	46%	1%	1%	1%	2%	3%	16%	6%	21%	3%
▲	8.0%	7.5%	18%	11%	11%	11%	0%	8%	19%	9%	0%	14%
○	8.0%	4.0%	42%	25%	8%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

(注1) 効率的フロンティアは、非伝統的資産への配分上限0%、10%、20%、30%、40%、50%の6通り

(注2) 制約条件として次を設定。短期資産≤10%、外国債券≤国内債券、外国株式≤国内株式、外国債券≤外国株式
拡大債券≤(国内債券+外国債券)、拡大株式≤(国内株式+外国株式)

(注3) 網掛けは10%以上

(出所) 向井康晴「リスク・バジェットリングとオルタナティブ投資の実践」野村証券金融経済研究所金融工学研究センター

図表2 伝統的資産とオルタナティブ投資

伝統的資産	上場株式 債券・金利	
オルタナティブ投資	プライベートエクイティ投資	ベンチャーキャピタルファンド
		バイアウトファンド
		再生ファンド
		メザニンファンド
		ヘッジファンド
	エマージングマーケット投資	
	コモディティファンド	
	マネージドフューチャーズ	
	リキッド・オルタナティブ	
	不動産投資	

(出所) 筆者作成

プライベートエクイティ投資の本質は、企業経営へのコミットメントやガバナンスを利かせることによる投資対象の企業価値の創造、向上である。したがって、投資のスタンスは α の獲得を狙いとするアクティブ運用となり、パフォーマンスは、運用マネジャーの能力に大きく依存することになる。

また、企業経営に対する積極的な関与により企業価値を高めるといったプライベートエクイティ投資の性格から、投資マネジャーは、金融機関、企業経営者、コンサルタント等を経験したことがある多種多様な人材から構成されることとなる。

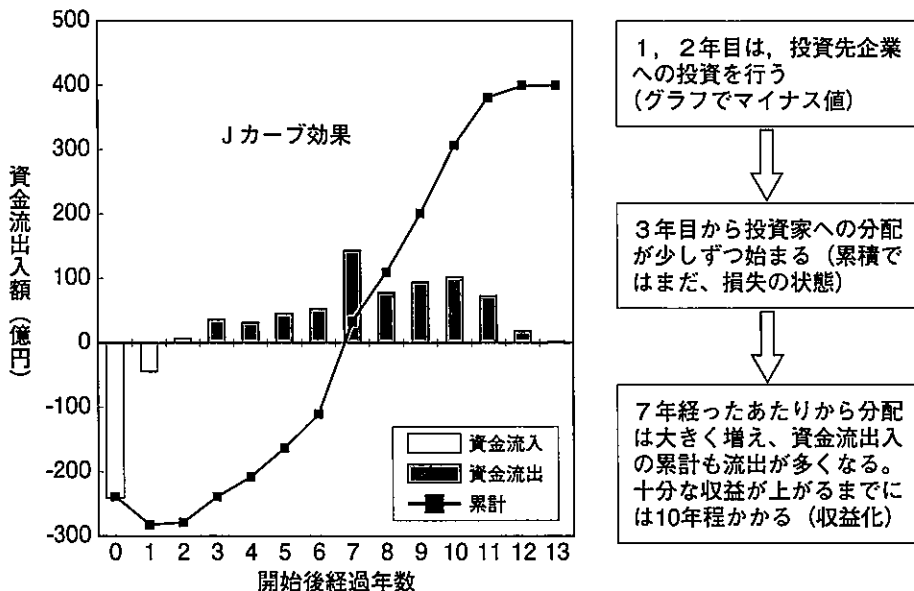
プライベートエクイティ投資は、一般的に長期間の投資を行うこととなり、リターンを生むまでに数年を要することが一般的である。したがって、プライベートエクイティファンドの投資の裏づけとなる資金は長期調達を行い、またプライベートエクイティファンドへの投資はあくまでもポートフォリオの一部として位置づけ、分散効果を狙うことが有効な投資策といえることができる。

また、長期運用という点から、海外の年金資金や大学基金はポートフォリオのなかにプライベートエクイティ投資を組み入れるケースがごく一般的となっている。たとえば、プリンストン大学では、プリンストン

大学投資会社を設立してプライベートエクイティ投資を行っている^(注1)。プリンストンの寄付基金は資産は約110億ドルと、大学基金としては規模が大きく、また学生1人当たりで見ると米国大学中、最大寄付基金の一つであり、プリンストン大学全体の収入の40%を占める原資となっている。プリンストン大学投資会社のポートフォリオのリターンは、2005年までの10年間で年率15.5%の伸びとベンチマークの伸び同11.7%を4%ポイント弱上回っている。そのなかでも、プライベートエクイティは同20%近くの伸びでポートフォリオのアセットクラスの中で最も高いリターンをあげた。

しかし、プリンストン大学投資会社は、プライベートエクイティのパフォーマンスが今後とも、こうした好調を持続すると楽観視することはできず、あくまでも長期的にポートフォリオの分散投資効果を発揮させるためのアセットクラスとしてプライベートエクイティを位置付けている。また、基金総額が2.3兆円のイェール大学基金は、プライベートエクイティファンドへ積極的な投資を行っており、ポートフォリオに占めるプライベートエクイティファンドの比率は2013年6月末時点で32%に達している^(注2)。なお、イェール大学基金の投資戦略については、本稿13のなかでケーススタディとして検討することとしたい。(図表3)

図表3 プライベートエクイティファンドのキャッシュフロー



(出所) 向井康晴「リスク・バジェットティングとオルタナティブ投資の実践」野村證券金融経済研究所金融工学研究センター
(原典) 通商産業省「1998年ベンチャー・キャピタル・ファンド（投資事業組合）パフォーマンス・ベンチマーク」

(2) プライベートエクイティファンドのスキーム

プライベートエクイティファンドは、一般的に組合というスキームを用いて組成される。ファンドが活用する組合には、任意組合、匿名組合、投資事業有限責任組合の3つのタイプがある。

①任意組合

任意組合は、民法を根拠法としている。すなわち、民法第667条1項では「組合契約は、各当事者が出資をして共同の事業を営むことを約することによってその効力を生ずる」とされている。したがって、任意組合は出資者が事業を共同して行うことに合意、契約することにより成立する。なお、出資の形態は金銭でも労働の提供でも可能である。また、任意組合は投資対象の制限がなく設計の自由度が大きいことや、登記制度が採用されていないことから秘匿性が高いといった特徴がある^(註3)。また、株式会社のように監査役や会計監査人等を置く必要はない。

任意組合の財産は組合員の共有となり、また債務については、出資者である組合員全員が無限責任を負う。また、任意組合は当事者間の合意という契約を本質とすることから、任意組合に対して課税されることはなく、任意組合に出資する組合員個人が税務上の課税対象となる。

任意組合は、ファンドを運営する専門家が金融機関や機関投資家を勧誘して組合員としたうえで成立させるケースがみられる。

②匿名組合

匿名組合は、商法を根拠としており、出資者と実際に組合を運営する者とは区分される。このうち、出資者を匿名組合員、業務執行者を営業者という。そして、営業者はSPV（特別目的ビークル）としての機能を果たす。このように、匿名組合では、匿名組合員が営業者に対して出資を行い、営業者はその資金を運用するという形で役割分担がされる。もっとも、営業者であるSPVは器（ビークル）に過ぎないことから、実際の資金運用はファンドマネージャーが行うこととなる。

任意組合は、出資者が共同して合意、契約するのに対して、匿名組合は、匿名組合が各々営業者と個別に組合契約を締結することになる。したがって、個々の投資家にとっては他に誰が投資家であるかは分からない匿名性があり、これが匿名組合といわれる所以である。

匿名組合では、匿名組合員は出資金の範囲内でのみ責任を負う有限責任となる一方、営業者は無限責任を負う。

なお、匿名組合も契約により成立したものであることから、任意組合と同様に匿名組合自体が課税対象となることはなく、税務上の課税対象は営業者と匿名組合員となる。

匿名組合は、リターンを生むことを任務とする営業者に対して、リターンを得ることを期待する匿名組合が資金を提供する形になり、匿名組合員は多数の小口投資家から構成されることが少なくない。

③投資事業有限責任組合

投資事業有限責任組合は、「投資事業有限責任組合契約に関する法律」を根拠としており、一般の投資家は資金の拠出を限度にして責任を負い、それ以上の責任を負うことはない。こうしたことから、任意組合よりも投資事業有限責任組合の方をとるファンドが多い状況である。

投資事業有限責任組合は、ファンドの運用者である無限責任組合員と投資家である有限責任組合員から構成される。このうち、運用者はジェネラルパートナー（GP）と呼ばれ、資金の拠出に加えて運用のノウハウの提供と実際の運用に従事する。また、組合の債務につき無限責任を負う。

一方、投資家はリミティッドパートナー（LP）と呼ばれ、資金の拠出のみを行い、原則として出資額を限度として組合の債務につき責任を負う。リミティッドパートナーは、組合の業務執行権限を有さず、したがって、リミティッドパートナーが業務執行に踏み込んだ行動をとった場合には、リミティッドパートナーのステータスを否定される恐れがある。

リミティッドパートナーは、組合の業務や財産状況に対する検査権を持つ。すなわち、無限責任組合員は毎事業年度ごとに財務諸表を作成して組合員の供覧に供する必要がある。

なお、投資事業有限責任組合も課税対象は組合自体ではなく、組合を構成する個々の組合員となる。

(3) プライベートエクイティファンドのJカーブ効果

プライベートエクイティファンドの特徴の1つに、Jカーブ効果がある。このネーミングは、プライベートエクイティファンドを立ち上げた当初は、赤字となることが多いが、その後、時間が経つにつれてリターンを生む構造を、縦軸に損益(y)、横軸に時間(t)をと

りグラフにすると、Jカーブになることから来ている。

この背景には、まずJカーブの下向きの動きは、プライベートエクイティファンドの設立当初は、まだキャピタルコールも少なく、したがって規模が大きいファンドが生むリターンはさしたることがない一方、投資家がファンドマネジャーに支払うマネジメントフィーは投資家のコミットメント額全体に掛かる仕組みになっていることによる。

そして、プライベートエクイティファンドのキャピタルコールも増加、ファンドの投資対象もさまざまな形でリターンを生むケースが増加するにつれて、ファンド全体のリターンはマネジメントフィーを凌駕することになり、Jカーブの上向きの動きが始まり、時間が経つにつれて右肩上がりの線が伸びることとなる。

(4) プライベートエクイティファンドの投資と回収

①プライベートエクイティファンドへの投資

プライベートエクイティは、上場されていない株式を対象とすることから、どのような企業に投資をするかの探索にあたって相当のエネルギーと時間を費やすことになる。

したがって、プライベートエクイティファンドへの投資にあたっては、ゲートキーパーやファンドオブ

ファンズを活用することが多い。

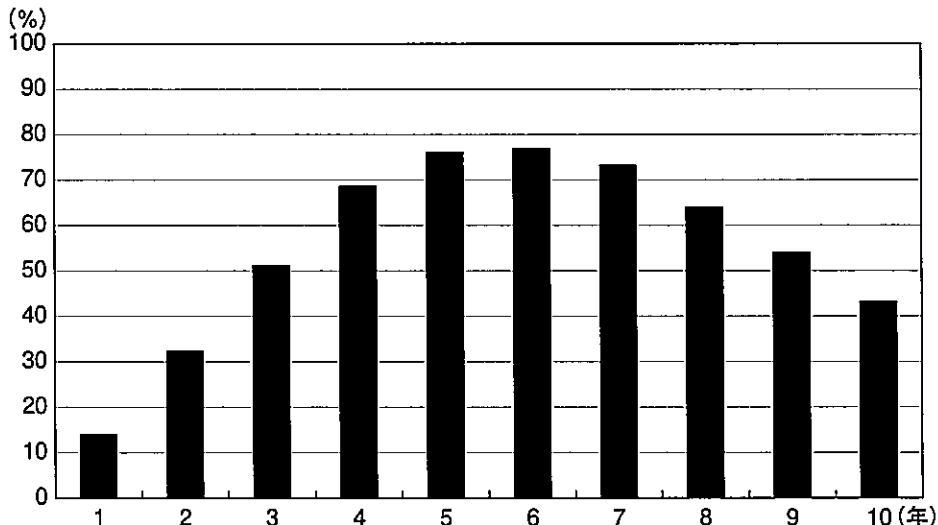
プライベートエクイティファンドでは、ファンドの投資期間が設けられ、その期間中にコミットメント方式で資金の拠出が行われる。すなわち、運用者と投資家の間で資金の拠出額の上限を決めておいて、運用者は実際に案件を探索、発掘して投資資金が必要となったときに投資家にキャピタルコールをかけて、あらかじめコミットした金額の範囲内で資金拠出を要請することになる。

したがって、プライベートエクイティファンドの立ち上がりから期間前半までは、ファンドの規模は増加を続けるものの、ファンドの期間後半となると、資金回収が始まってファンドの規模は徐々に縮小していく。こうしたファンドの規模縮小は、投資家のコミットメント額の上限に到達する前に始まることが一般的であり、ファンドがコミットメント額をすべて使い切るケースは少ない。(図表4)

②プライベートエクイティファンドとビンテージイヤー

多くのプライベートエクイティファンドのパフォーマンスを比較、検討する場合には、同一のビンテージイヤー(vintage year)のファンド間で比較する手法をとることが一般的である^(注4)。ここでビンテージ

図表4 プライベートエクイティファンドの残高推移



- (注) 1. PEファンドの一般的な残高推移
2. 経過年数ごとのコミットメント額に対する投資残高の割合

(出所) 西村和夫「PE投資の実務と例」証券アナリストジャーナル2015.3
(原典) ThomsonOne提供の情報を基にNPEC作成

ヤーとは、プライベートエクイティファンドが立ち上がった初めて投資した年を指す。プライベートエクイティファンドの投資対象は株式であり、いかに絶対リターン（absolute return）を指向するといっても経済環境の影響からリターンが変化する可能性がある。したがって、同一のビンテージイヤーを持つプライベートエクイティファンド間でのパフォーマンスの比較、検討により的確な結果を得ることが期待できる。

また、複数のプライベートエクイティファンドに投資をする場合には、ビンテージイヤーが異なるプライベートエクイティファンドへ投資して、毎年コミットメントを実施することがリスク分散を図る視点から適切であるといえよう。

③プライベートエクイティファンドの資金回収

プライベートエクイティファンドの資金回収は、投資対象の企業の株式公開（IPO）や他ファンド等第三者への売却、M&Aにより行われる。そして、回収された資金は投資家に分配され、ファンドは清算、解散されることとなる。

回収資金を再投資に回すといった枠組みを採用しない理由は、プライベートエクイティファンドの投資対象は流動性に欠き、したがって、投資家はファンドの満期まで解約することができない縛りがかかるクローズドエンド的な投資であることから、再投資した場合には投資家の資金回収の機会が失われることによる。

(5) プライベートエクイティファンドのリスク管理

プライベートエクイティファンドの運営には、特にガバナンスの有効性と、適正な成長戦略が重要となる^(注5)。

①ガバナンスの有効性

プライベートエクイティファンドでは、資金を拠出するだけでなく、対象企業の経営に関与して企業の成長、再生を促進させる役割を演じる。したがって、ファンドの経営へのコミットメントが企業にとって有効なものであることが重要である。

たとえば、ファンドからみてマネジメント層が適材ではないとみても、長年にわたって顧客や取引先からの信頼を得ているケースがあり得る。こうした場合に、単にファンドからみて不適であるとしてトップをはじめとするマネジメント層を入れ替えることはかえって企業にとってマイナスに働くことがある。

したがって、少なくとも、マネジメント層がどのように企業の成長、再生に臨む姿勢を持っているかをス

テークホルダー全体の立場に立って見極めてから、マネジメント層の刷新が真に求められているか否かについて判断を下すことが必要である。

また、高度な技術を有している企業への投資においては、そうした企業の強み（strength）を支えている技術陣への介入は行うべきではなく、たとえば企業の弱み（weakness）が営業面にあるとすれば、ファンドの人的ネットワークを駆使して営業部門の挺入れをすとか、財務面が弱体であるとすれば、CFOをヘッドハントすることにより財務基盤の強化を図るというように、企業経営の問題がどこにあるかを見極めてから、どの側面に、どのような形で、どの程度の介入をするかを慎重に判断することが重要となる。

この点で、特に注意を要することは、どの程度の介入をするかであり、これも現経営陣の機能ぶりをウォッチしながら、場合によっては直接に介入するケースもあれば、単にアドバイスをを行うにとどめるといった加減を行う必要がある。

②適正な成長戦略

一方、成長戦略は、選択と集中の戦略を中心に企業のどの分野を伸ばすか、そのためにどの程度の経営資源をつぎ込む必要があるかの検討から始めなければならない。そして、トップラインの見通しが立ったならば、それに必要な資本の投入をどのように行うか、の検討が重要となる。

それには、投資期間との兼ね合いでデットファイナンスとエクイティファイナンスを切り分ける必要があるが、投資期間は出口戦略と表裏一体のものであり、資本の投入においては、ファンドの基本方針としての出口戦略をあらかじめ明確に固めておくことが前提となる。

4. ベンチャーキャピタルファンド

(1) ベンチャーキャピタルファンドの概念

ベンチャーキャピタルファンド（venture capital fund）は、新技術、製品、サービスをベースに高い成長が見込まれる企業の未公開株式を取得して、経営支援を行いながら企業価値を増大して、株式上場により利益を得ることを狙うファンドである。

ベンチャーキャピタルファンドの投資対象業種には、IT分野、再生エネルギー等環境分野、介護分野等があるが、時代の変遷とともにその主要対象は大き

く変化する。

創業からさして時が経っていないベンチャー企業の多くは、金融機関に対する担保資産を十分に保有しておらず、足元の損益状況は赤字で、将来の成長性は不透明であるという共通の特徴を持っている。こうした状況にあっては、金融機関からの資金調達も困難となり、ベンチャー企業が持つ革新性や成長性をビジネスとして展開することも覚束なくなる。

ベンチャー企業の、将来の成長性は不確実であるものの、大きな成長を遂げる可能性があるという特性は、ベンチャー企業がハイリスク・ハイリターンを持つことを意味する。ベンチャーキャピタルファンドは、このようなベンチャー企業に対してリスク資金を供給する役割を担っている。

(2) ベンチャーキャピタルファンドの特性

ベンチャーキャピタルファンドは、まず多数に上るベンチャー企業のなかから高い潜在成長力を持つ企業を選択して、その企業の株式を取得する。そして、経営に積極的に関与しながら企業価値を高めて、当該企業の株式上場を果たしたうえで、保有株式を売却して利益を取めることを目的とする。

ベンチャー企業は、どの成長ステージにあるかによりビジネスの内容も異なったものとなる。ベンチャー企業の創業当初から株式上場の直前までを成長ステージ別にみると、次のように分けることができる。

①シード (seed stage) :

アイデアを出してそれをビジネスとして具体化する段階。

②スタートアップ (startup stage) :

製品・サービスの立ち上げの段階。

③アーリー (early stage) :

成長前期。

④ミドル (middle stage) :

成長中期。

⑤レーター (later stage) :

成長後期。

そして、創業当初のシードやスタートアップの段階のベンチャー企業を対象に投資するベンチャーキャピタルファンドは、「インキュベーションファンド」(incubation fund)と呼ばれる。このファンドは、大学や研究所等の成果をビジネスとして実用化する際に必要となる資金を供給する役割を果たす。

また、アーリー、ミドル、レーターの各ステージのベンチャー企業は、一般のベンチャーキャピタルファ

ンドの投資対象となり、成長ステージが設立時点に近いほど投資金額は小さく、また、ハイリスク・ハイリターンの投資となる。逆に、成長ステージが後になるほど投資金額は大きくなり、リスクは小さくなるとともにリターンの低くなる。

たとえば、アーリーステージでは、投下資本に対して100倍を超えるリターンを生むケースもあり、こうした案件を「ホームラン案件」と呼んでいる^(注6)。しかし、逆に投下資本すべてを失うケースも少なくない。

(3) ベンチャーキャピタルファンドの投資戦略

ベンチャーキャピタルファンドは、まずいかなる企業をターゲットにして投資するかを探索する。それには、経営陣が持っているアイデアやビジネスプランの評価、マーケットの状況についての綿密な調査・分析が必要となる。そして、ターゲットを絞ったら、次にいかなる形で投資先企業に関与するかを決める。これには、投資先企業のマネジメント層との間の協議により、株式取得等をどのように行うかといった資金拠出の方法や、経営に対する関与の内容について取り決める。したがって、ベンチャーキャピタルファンドでは、経営者との意識の共有をベースとする協調行動が極めて重要となる。

ベンチャーキャピタルファンドが実際に資金を拠出すると、そのあとはハンズオンで経営をサポートしながら、期待したリターンが生まれるように支援する。

そして、最後に出口戦略を実行して資金を回収することになる。

以下、ハンズオンと出口戦略について概観したい。

(4) ハンズオン経営

ハンズオン (hands-on) 経営は、ベンチャーキャピタルファンドが資金面でサポートするだけではなく、マネジメント面でも深くコミットして、企業価値の向上を図る手法である。

ベンチャー企業は、特に創業当初は資金調達面だけではなく、ビジネスを運営していくうえでのさまざまなインフラが整っていないことが少なくない。そうしたケースは、たとえば財務面で表れることもあれば、営業面で表れることもある。たとえば、創業者がIT専門で資金にやりくりのノウハウに欠けるといったケースがある。こうした場合には、ベンチャーキャピタルファンドがヘッドハントにより敏腕のCFO (Chief Financial Officer; 財務部門最高責任者) を任に就かせるとか、ベンチャーキャピタルファンドのネットワ

ークを駆使して販売ネットワークを開拓、商品が幅広い消費者に浸透するように流通面の整備を行うといった形のハンズオンが考えられる。

(5) 出口戦略

ベンチャーキャピタルファンドは、資金拠出とハンズオンにより、企業価値を高めたうえで、最終的には投資資金を回収する。これを出口（Exit）戦略と呼んでいる。

出口戦略の手法としては、株式公開（IPO：Initial Public Offering）に漕ぎ着けたところでマーケットで持ち株を売却するケースが多いが、株式公開の目的が付いたところで第三者や経営者に株式を売却するケースや、すでに上場している企業との合併に際して持ち分を売却するとか、同じ狙いを持つ他の投資家へ売却するケースもみられる。

このように、ベンチャーキャピタルファンドのゴールが基本的にIPOによるキャピタルゲインの獲得にあることから、証券会社が先行きの株式公開引受幹事になることを狙ってファンドを立ち上げて運営する例が数多くみられる。

5. バイアウトファンド

(1) バイアウトファンドの概念と狙い

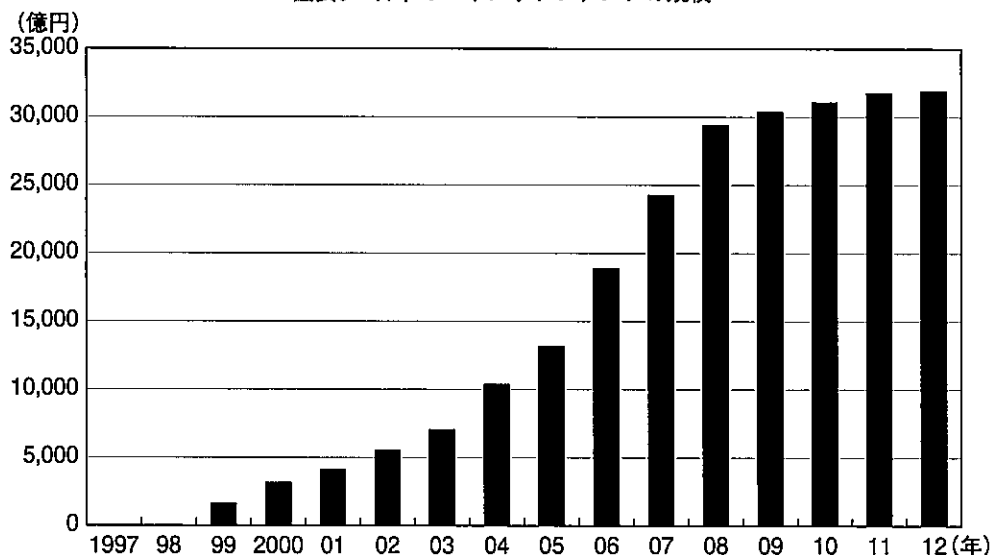
バイアウトファンド（buyout fund）は、企業買収を行ったうえで企業価値の増大を図りリターンを得ることを狙うファンドである。

バイアウトファンドは、私募により限られた投資家の資金を使って未公開企業の株式を過半数取得して、支配権を掌握する。そして、経営に積極的に関与しながら経営の合理化を図り企業価値の向上を成し遂げたうえで、株式を上場して売却するとか、上場前の株式を売却してリターンを獲得することを最終目標とする。（図表5）

(2) バイアウトファンドの対象となる企業

今後の成長が期待されるステージにあるベンチャー企業を投資対象とするベンチャーキャピタルファンドとは異なり、バイアウトファンドは、主としてライフサイクルの頂点を過ぎた成熟期や成長後退期のステージにある企業を投資対象とする。

図表5 日本のバイアウトファンドの規模



(注) 1. バイアウトファンドの累計コミットメント金額

2. 各年末、ただし2012年は6月末。

(出所) 日本バイアウト研究所編「機関投資家のためのプライベート・エクイティ」 きんざい2013.2 P.222

たとえば、次のような企業がターゲットになる。

- ①多角経営に乗り出して関連企業を増やしてみたものの、思ったように業績が伸びないノンコアの子会社等の関連企業。
- ②老舗の同族企業で有能な後継者が見つからないために業容が伸び悩んでいる企業。
- ③企業内にキャッシュフローが積み上がっているにもかかわらず、ビジネスプランがはっきりしないためにこれが有効に活用されないことから、株価が低迷している企業。

(3) バイアウトファンドの規模

バイアウトファンドは、一般的にベンチャーキャピタルファンドに比べるとかなり大規模となり、投資家が出資する単位も大きくなる。

したがって、ファンドの構成は機関投資家により占められることとなり、ベンチャーキャピタルファンドのように個人投資家が参加するということはレアケースである。

そして、投資家の資金と借入金によるレバレッジで議決権の過半数を取得、取締役会にも過半数の取締役を送り込む。

(4) バイアウトファンドの戦略

バイアウトファンドの企業戦略は、かなりドラステイックな内容となるケースが少なくない。また、ベンチャーキャピタルファンドとは異なり、投資から回収の期間は短期となることが多い、典型的な事例は次のとおりである。

- ①投資対象となる企業のビジネスプランが妥当なものではないとみれば、コンサルタントのサポートも得ながら、大幅な変更を果敢に実施する。
- ②業務の効率化、人員の削減等のリストラを断行する。
- ③低生産性部門の切捨てによる高生産部門への資源投入の振替えといった選択と集中戦略を遂行する。
- ④追加買収や資本構成の変革等により、資本の効率的使用を図る。

しかし、こうしたバイアウトファンドの戦略は、ターゲットとなった企業の組織運営を攪乱するとして企業のスタッフの強い抵抗に会うことが少なくない。こうしたことから、このところのバイアウトファンドの戦略は、企業の培ってきたカルチャーを完全に否定するのではなく、マネジメント層やスタッフとの協調関係を重視するといったケースが増加している状況にある。

(5) LBO

バイアウトファンドは、概して大規模案件となることが多い。したがって、ファンドに対する投資家からの資金拠出に加えて、買収の際にレバレッジを利かせて資金調達を行うケースが一般的である。こうした手法をLBO (Leveraged Buy-out; レバレッジバイアウト) と呼んでいる。

すなわち、LBOは、買収の対象となる企業の資産や企業が先行き生み出すキャッシュフローを担保に資金を借り入れて、これを買収資金の一部として使う手法である。この場合の借入形態は、通常、企業の買収主体となるファンドに対して債務が遡及されることなく、買収対象企業の資産や将来キャッシュフローだけが返済原資となるノンリコースローン(non-recourse loan) の形を取る。

LBOでは、買収資金の大半をレバレッジで調達するケースもあれば、ごく一部分だけを借入に依存するケースもある。

(6) クラブディール

バイアウトファンドのターゲットとする企業が特別に大型な案件となる場合には、いくつかのバイアウトファンドが共同で買収を手がけることにより、資金調達を図るケースがあり、これをクラブディール (club deal) と呼んでいる。クラブディールにより、資金不足の問題をクリアできるほかに、リスク分散といったメリットもある。

一般的に、クラブディールは、異なる専門性を持つバイアウトファンドで構成される。そして、各々のバイアウトファンドが持つ専門性を発揮して、さまざまな側面からターゲットとなった企業のビジネスを支援することとなる。

(7) MBO

MBO (Management Buy-out; マネジメントバイアウト) は、買収の対象となる会社ないしは事業部門の経営者が会社の所有者となる形の企業買収である。なお、経営者ではなく従業員がバイアウトの主体となる場合にはEBO (Employee Buy-out; エンployeeバイアウト) という。また、MBOを実施した後に外部から経営陣を招聘する場合には、MBI (Management Buy-in; マネジメントバイイン) ということもある。

MBOの具体例としては、次のようなケースが考えられる。

①大企業がノンコア事業を行う子会社や事業部門を当該子会社や事業部門のマネジメント層に売却するケース。

このケースでは、親企業のメインバンクや主幹事証券会社が、企業の財務体質の改善策として親企業に対してMBOを提案していることが多い。親企業としては、子会社や事業部門を、たとえば競争関係にある同業他社に売却することは、自社が培ってきた技術、ノウハウを知られることになり避けたいところである。しかし、MBOであれば、いわば身内にこれを売却することになり、こうしたデメリットを回避することができる。

②親会社と子会社や事業部門との間で経営方針等に関して意見の一致をみず、子会社や事業部門のマネジメント層がMBOを実施するケース。

このケースでは、子会社や事業部門のマネジメント層がMBOを仕掛けることになる。その背景には、企業経営の基本となるビジネスプランについて親会社と子会社や事業部門との間で意見が大きく異なるとか、子会社や事業部門に対する親会社からの経営資源のサポートが十分ではないといった事情が存在することが考えられる。

そして、MBOにより、子会社や事業部門の優れたマネジメント層が親会社からのコントロールにとらわれることなく自己のビジネスモデルに沿って会社を営営する自由度が上がり、会社の活性化につながる事が期待できる。

③中小企業の創業者であり大株主のオーナーが、現経営陣に対して事業継承を行うためにMBOを活用するケース。

このケースでは、次のメリットを期待することができる。

- i. オーナーがマーケットに対して株式の大量放出を行うことが避けられる。
- ii. 熾烈な競争を繰り広げてきた同業他社に身売りすることが避けられる。
- iii. これまで会社の発展に尽力してきた現経営陣に事業を継承して、経営と所有の一体化を図ることができる。

④バイアウトファンドとMBO

多くの場合、MBOを行う経営陣が拠出する資金だけでは、企業や事業部門の買収資金のすべてを賄うこ

とができない。したがって、金融機関からの融資を受けるほかに、バイアウトファンドが出資することになる。このようにMBOに対して資金拠出を行うバイアウトファンドは、主として金融機関や機関投資家、商社等が資金提供者となる。

(8) バイアウトファンドとメザニンファイナンス

バイアウトファンドの資金調達の方法として、メザニンファイナンスがある。ここでメザニンファイナンスとは、通常の銀行ローンと株式（エクイティ）の中間の性格を持つファイナンスの方法である。なお、メザニンファイナンスとの対比で通常の銀行ローンを論じる場合には、銀行ローンをシニアローンと呼ぶことが一般的である。

メザニンファイナンスは、具体的には優先株や劣後ローンの形を取る。

バイアウトファンドが、メザニンファイナンスを活用する背景には、たとえば、ファンドに対する出資規模を抑制することができるほかに、金融機関からのシニアローンの調達枠が一杯であるといった事情がある。

6. 再生ファンド

(1) 再生ファンドの概念と狙い

再生ファンドは、経営破綻に陥った企業とか、経営状態が悪化してそのままでは破綻の途を辿る可能性が高い企業に対して投資を行い、その後、企業再生を果たすことによりリターンを獲得することを狙うファンドである。

再生ファンドが行う投資をディストレス投資と呼び、また、ディストレス投資の対象が経営破綻に陥った企業である場合には、狭義のディストレス投資、破綻の可能性が高い企業である場合には、ターンアラウンド投資に分類される^(註7)。

日本における再生ファンドは、金融機関の不良債権処理問題への対応策をきっかけとして発展した。すなわち、外資系のファンド等が大手銀行から不良債権の束を購入して、融資先企業から債権を回収するとか、担保不動産を処分してリターンを得るという形がみられた。こうしたファンドは厳密な意味での再生ファンドには該当しないが、その後、金融機関の不良債権処理に目途が付いたことから、真の意味での再生ファンドの活動が活発化した。

(2) 再生ファンドの投資対象

再生ファンドが対象とする企業は、大企業から中堅、中小企業までさまざまな規模に亘るが、上場企業を対象とすることが多い。このうち大企業の再生を手がけるファンドは、所要資金も多額に上ることから、その企業だけを狙いとするターゲットファンドを組成することが一般的である。逆に、中堅、中小企業を対象とする再生ファンドは、多くの場合、リスク分散等の観点から複数企業に対して投資を行うことになる。

事業再生にあたっては、財務面のリストラとビジネス戦略の見直しとを並行的に行う必要がある。それには、債務免除、元利金の減免、支払猶予等の措置のほかに、ビジネスの新たな展開に伴う資金需要も発生する。

(3) 再生ファンドに対する税制面からの支援

2013年度の税制改正によって、事業再生ファンドに対する税制の特例が設けられた^(注8)。

すなわち、従前の企業再生税制の特例によれば、2以上の金融機関により債権放棄が行われた場合等に限定されていたことから、事業再生ファンドにより債権放棄が行われた場合については、たとえそれが合理的な再生計画に基づく債権放棄であってもこの特例の対象外となっていた。

そこで、2013年度の税制改正では、金融庁長官及び経済産業大臣が指定する事業再生ファンド（特定投資

事業有限責任組合契約）により債権放棄が行われた場合についても、企業再生税制の対象とする特例が創設された。

こうした税制改正により、税制面から事業再生の一層の促進が図られることになった。（図表6）

(4) 再生ファンドの投資ステップ

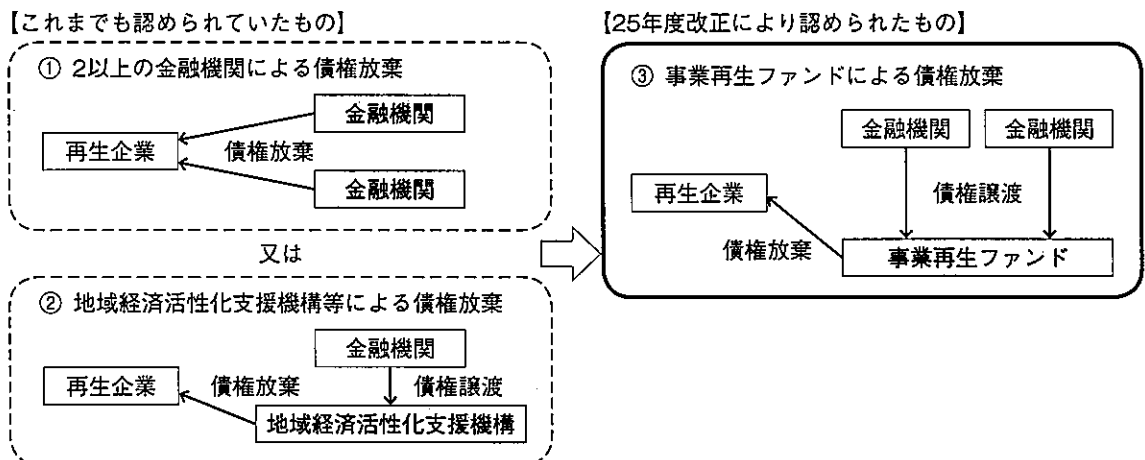
再生ファンドは、対象企業の債券や株式を保有して企業の再建を指向するが、多くの再生ファンドは、そうした財務戦略を含めて企業再生の初期のステップから関わりを持つ。そこで、一般的に企業再生のステップを概観することとする^(注9)。

① デューディリジェンス

デューディリジェンスは、投資対象の資産の価値、収益力、リスク等を詳細に調査、分析することをいうが、企業の再生に際しても対象企業の収益の見通し等をベースにして再生の可能性、蓋然性を評価することになる。

こうしたデューディリジェンスは、法務、財務、税務の各側面を含めて包括的に行われる。そしてこのようなプロセスを経ることによって、対象企業と金融機関、再生ファンド等の間で、再生に向けてどのようなビジネスプランが必要であるか、そのためには財務面でどのようなサポートが必要であるか、の認識が固まっていくことになる。

図表6 2013年度の税制改正による事業再生ファンドの特例措置



（出所）金融庁「中小企業の再生支援に係る税制措置について」2013.4.1

②ビジネスプランの再構築

企業再生のケースでは、対象企業が事業分野の手を広げ過ぎて過大投資・過小リターンとなっていることが少なくないが、そうした場合には、経営資源の投入について選択と集中を軸足として、不採算事業からの撤退、高収益部門への集中、といった形でリストラを行うことになる。

③財務面のサポート

財務面では、債務の減免・支払猶予、金利の減免、減資等の措置を図るとともに、DES、DDS等の金融手法を駆使して、財務基盤の再構築を指向する（DES、DDSについては後述）。こうした財務面の措置では、損失が随伴することは不可避であり、どの債権者がどのような形でどれだけ損失を負うかの負担分担が大きな問題となる。

④企業再生の実現

企業に対する前述のビジネスプランの再構築や財務面のサポートが奏功して、再生が実現した場合には、再生ファンドは、株式を売却する等により投資資金を回収する出口戦略を実行する。

(5) 企業再生の財務戦略

再生ファンドが一般的に用いる企業再生の財務戦略には、債権買取りや企業が発行する第三者割当株式の引受けのほかに、DESやDDS等の手法も活用されている。

こうしたDESやDDS等の手法について、金融庁は、主要行等向けの総合的な監督指針のなかで、顧客企業のライフステージ等に応じて金融機関が提案するソリューションとして、事業再生や業種転換が必要な顧客企業（抜本的な事業再生や業種転換により経営の改善が見込まれる顧客企業など）に対して、貸付けの条件の変更等を行うほか、金融機関の取引地位や取引状況等に応じ、DES・DDSやDIPファイナンスの活用、債権放棄も検討すること、また、こうした方策を含む経営再建計画の策定を支援すること、といった具体例を挙げている⁽¹⁰⁾。さらに、このような検討に際しては、地域経済活性化支援機構、東日本大震災事業者再生支援機構、中小企業再生支援協議会等との連携による事業再生方策の策定、事業再生ファンドの組成・活用といった外部専門家・外部機関等と連携することも有益であるとしている。

(6) DES

企業が抱える債務の軽減を行う手段として、企業が新規に発行した株式（Equity）と既存の債務（Debt）とを交換するDES（Debt to Equity Swap, Debt for Equity Swap）がある。DESは、債務の株式化であり、債務は、貸付債権だけではなく、社債やCP等のいわゆるデット物全般が株式との交換の対象となり得る。

このうち貸付債権と株式との交換を内容とするDESの対象となる貸付債権は、ファンドが金融機関等、他の債権者から買い取った債権といったケースもあれば、ファンドが企業に対して融資したことにより生じる債権といったケースもある。

DESでは、普通株式への振り替えよりも、償還条件付の優先株式へ振り替える償還条件付DESが活用されている。これは、金融機関としても普通株式が持つ議決権により経営に直接関与するというより、リレーションシップバンキングの観点からDESにより資金調達を長期に亘ってサポートするという目的があることによる⁽¹¹⁾。

DESにより、再生企業は、長期運転資金として固定化していた有利子負債を削減できるとともに、自己資本の増強という財務体質の改善効果が得られる。

(7) DDS

①DDSと再生企業

DDS（Debt-to-Debt Swap）は、負債を別の条件の負債に交換するスワップ取引をいう。DDSで交換される負債は、一般的に劣後ローンや劣後債となる。具体的には、金融機関が保有する既存の貸出債権を劣後ローンに変更するといった取引が典型的なDDSとなる。劣後ローンや劣後債は、通常の債権や社債に比べて債務の履行が劣後することからエクイティ（資本）に近い性格を持ち、資本金性借入金といえることができる⁽¹²⁾。

DDSは、再生企業にとって、債権放棄に代替する金融支援方法として活用することが期待されている。すなわち、金融機関が債権放棄をした場合には、企業にとってみればこれにより金融機関との間の縁が切られたとの印象を持つ恐れがあり、また、取引先等からみて金融機関が債権放棄をしなければならないほど業況悪化が進んでいるとの風評が立つ恐れがある。DDSは、こうした懸念を避けることができるほか、超長期の借入金を資本金性借入金へ転換することにも活用することができる。

したがって、DDSによる債務の劣後化で自己資本

の増強に類似した効果が得られて、企業の財務内容の改善、延いては企業再生に資することが期待できる。

DESと異なり、DDSは、株主としての権利をバックにして企業の再生にコミットすることはできないことから、新たに取得した劣後ローンに的確なコベナンツ（財務制限条項）を付して、企業再生が軌道に乗るように方向付けをしていくことが必要となる。

DDSは、たとえば地域金融機関が主導する地域再生ファンドにより活用されることがある。すなわち、金融機関の取引先企業が過剰債務を抱え再生を必要としている時に、金融機関はDDSの活用により、企業との間の融資関係を継続しながら、企業の財務体質を改善することが可能となる。

②金融検査マニュアルと資本性借入金

（資本性借入金の3条件）

金融庁では、資本性借入金は金融機関が企業の財務状況等を判断するに当たって、負債ではなく、資本とみなすことができる借入金であると定義している。したがって、資本性借入金は、債務者区分の検討に当たって資本とみなして取り扱うことが可能となる。2011年、金融庁は、金融検査マニュアルの運用上、金融機関からの借入金を資本性借入金とみなす場合の条件を明確化した⁽¹²³⁾。

すなわち、金融検査マニュアルに記載の「十分な資本的性質が認められる借入金」（「資本性借入金」）について、「資本」とみなすことができる条件を直接明記している。それによると、基本的には、償還条件、金利設定、劣後性といった観点から、資本類似性を判断することになる。

第1の条件は、「償還条件」であり、資本に準じて、原則として、長期間償還不要な状態であることが必要である。具体的には、契約時における償還期間が5年超と定められていること（明確化前は15年）が必要であり、金融機関の自己資本として算入できる期限付き劣後債務についても同様の取扱となっている。

また、期限一括償還が原則である。これにより企業の資金繰りが容易になるとともに、財務状況が好転をみるまでの期間は金利の支払い負担が軽減するといったメリットがある。なお、期限一括償還でなくても、長期の据え置き期間が設定されており、期限一括償還と同視し得るような場合には、十分な資本的性質が認められる借入金とみなすことが可能である。

第2の条件は、「金利設定」であり、十分な資本的性質が認められる借入金の金利設定については、資本

に準じて、原則として配当可能利益に応じた金利設定であることが必要とされている。具体的には、業績連動型が原則であり、赤字の場合には利子負担がほとんど生じないことが必要となるが、その場合、株式の株主管理コストに準じた事務コスト相当の金利の設定も可能としている（明確化前は業績悪化時の最高金利0.4%）。

第3の条件は、「劣後性」であり、十分な資本的性質が認められる借入金の劣後性については、資本に準じて、原則として法定破綻時の劣後性が確保されていることが必要である。

ただし、既存の担保付借入金から転換する場合などのように、担保解除を行うことが事実上困難であるため、法定破綻時の劣後性を確保できないような場合には、例えば、法的破綻以外の期限の利益喪失事由が生じた場合において、他の債権に先んじて回収を行わないことを契約するなど、少なくとも法的破綻に至るまでの間において他の債権に先んじて回収しない仕組みが備わっていれば、法定破綻時の劣後性が必ずしも確保されていなくても差し支えないとされている（明確化前は無担保（法定破綻時の劣後性）とされていた）。

なお、十分な資本的性質が認められる借入金は、資本に準じて原則として法定破綻時の劣後性が確保されていることが必要であることから、担保付借入金は基本的に十分な資本的性質が認められる借入金に該当しないが、前述のただし書きが同じように適用される。

また、十分な資本的性質が認められる借入金は、資本に準じて原則として、長期間償還不要な状態、配当可能利益に応じた金利設定、法的破綻時の劣後性といった条件が必要であり、保証付借入金は保証実行の場合にこうした条件が保証人に引き継がれないことから基本的には十分な資本的性質が認められる借入金には該当しない。ただし、保証実行の場合にこうした条件が確保できる仕組みが備わっている場合には、十分な資本的性質が認められる借入金とみなすことができる。

（日本政策金融公庫の「挑戦支援資本強化特例制度」等）

日本政策金融公庫では、国民生活事業において、創業・新事業展開・海外展開・事業再生等に取り組む法人または個人企業の財務体質強化を図るために、また、中小企業事業において、新規事業や企業再建等に取り組む中小企業の財務体質強化を図るために資金を供給する「挑戦支援資本強化特例制度」を取り扱っている。この制度は、資本性借入金の3条件が揃っており、したがって、十分な資本的性質が認められる借入金とみ

なすことができる。

また、中小企業再生支援協議会版「資本性借入金」も、同様に資本性借入金の3条件が揃っており、したがって、十分な資本的性質が認められる借入金とみなすことができる。

(8) DIPファイナンス

①DIPファイナンスの概念

企業の再生は、当事者間で行われる私的整理と民事再生手続等を経る法的整理に分類されるが、後者の法的整理のケースにおける新規融資はDIPファイナンス(Debtor-In-Possession financing)で行われる。

DIPファイナンスの厳密な概念は、民事再生法や会社更生法等の法的手続きを申し立てたときから計画の認可が下りるまでのつなぎ融資であるが、一般的には、私的整理中の企業に対する融資もDIPファイナンスの概念に包摂されて理解されている(図表7)。こうしたDIPファイナンスは、再生ファンドの機能と類似したところがあるが、DIPファイナンスは、企業の再建過程のリストラや運転資金の融資を行う一方、再生ファンドは、リスクマネーを供給することにより事業の再生を指向する、といった資金供給の質的相違があり、

状況に応じて両者を使い分けることが適当である^(註14)。

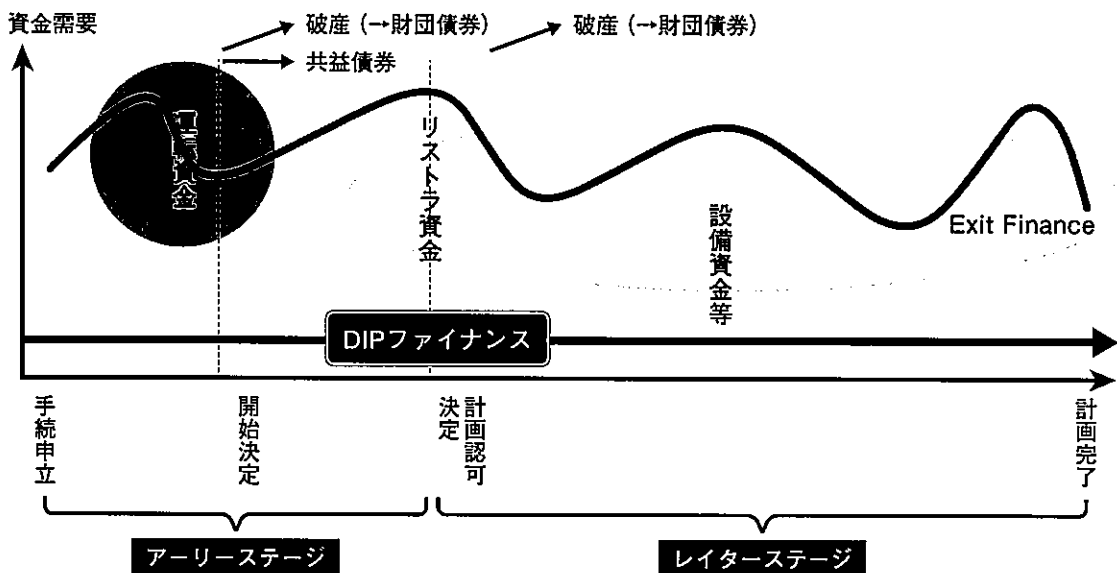
米国では、連邦倒産法(Bankruptcy Code)第11章(Chapter 11, Title 11 of the U.S. Code:いわゆるチャプターイレブン)の手続きに入った再建型の倒産企業をDIPと呼び、DIPファイナンスは、このDIPに対する融資をいう。なお、DIPの文字どおりの意味は占有継続債務者であるが、経営破綻後も経営陣が企業の再建に向けて経営建て直しを図ることからこのように呼ばれている。

②DIPファイナンスの機能

DIPファイナンスが、具体的にどのような機能を持つのか、は2つに大別することができる。

第1は、企業が破綻した場合には、企業間信用を活用することができなくなり、取引先から現金決済を要求されることから資金繰りに窮することになる。DIPファイナンスは、DIPが一時的な資金繰りの行き詰まりに陥ることを防止するために仕入れ資金や人件費等の運転資金を貸し付ける機能を担う。金融機関は、事業再生の見込みやDIPファイナンスの返済の確実性、在庫や売掛債権等の担保の存在等を勘案してDIPファイナンスへの融資の可否を判断することとなる。

図表7 DIPファイナンスのイメージ



(出所) 日本政策投資銀行

第2は、DIPファイナンスは短期運転資金だけではなく、企業の再生に向けて必要となる長期運転資金や設備資金等の需資に対しても機動的に実行される。

③日本政策投資銀行のDIPファイナンス

日本政策投資銀行は、事業再生支援資金の名称で、中小企業に対して広義のDIPファイナンスを提供している。すなわち、

- i. 民事再生法の規定による再生手続開始の申立てなどを行い認可決定前の企業 と、
- ii. 民事再生法に基づく再生計画の認可決定などを受けた企業

を対象とした融資制度を設けている。

このうち、i のケースはアーリー DIPと呼んでおり、次のa及びbに当てはまる企業であることが必要要件とされている。

- a. イからハのいずれかに当てはまること。
 - イ. 一定の雇用効果が認められるなど、地域経済の産業活力維持に資する事業であること
 - ロ. 地域住民の生活に密着した生活関連サービスの提供事業であるなど、地域社会に不可欠な事業であること。
 - ハ. 先進性、新規性または技術力の高い事業で、今後の発展が見込まれる有望な事業であること。
- b. 裁判所の許可等を受けた共益債権となること。

また、ii のケースはレイター DIPと呼んでおり、次のa及びbに当てはまる企業であることが必要要件とされている。

- a. アーリー DIPと同じ。
- b. 事業の再生に際して、民間金融機関の金融支援が得られること。

DIPファイナンスの資金使途は、設備資金及び長期運転資金で、融資限度額は、7億2千万円（うち運転資金2億5千万円）とされている。また、返済期限は、アーリー DIPが1年（うち据置期間1年以内）、レイター DIPが設備資金10年以内（うち据置期間2年以内）、運転資金5年以内（うち据置期間2年以内）に設定されている。

④DIPファイナンスの具体例

日本におけるDIPファイナンスは、2001年に日本政策投資銀行がアレンジした案件であるが、その後、さまざまな金融機関がDIPファイナンスを手掛けている。

ここで、日本政策投資銀行が2006年に行った醤油メーカーの中村醸造元に対するDIPファイナンスをみよ

う^(注15)。

中村醸造元は、江戸末期から約140年続く老舗の醤油メーカーでその商品力は極めて高いものがあった。しかし、過去の過剰投資や資金繰り難を背景に、2006年1月に民事再生法の適用を申請、新たなスポンサーの目途もつき再建に着手したものの、運転資金の確保が課題となった。

そこで、日本政策投資銀行は、生醤油という商品在庫を担保としてDIPファイナンスの取組みを行った。これは、通常、添え担保的な商品在庫を、適切な担保評価に基づく処分可能価格を算出することによりDIPファイナンスの担保対象としたものである。こうした支援を受けて、同社は、2006年11月に民事再生手続きの終結決定を受けた。

⑤DIPファイナンスに対する保証制度

信用保証協会は、DIPファイナンスに対する保証制度を構築して、金融機関のDIPファイナンスの推進をサポートしている^(注16)。

この制度は、法的手続や公的機関を利用した私的整理手続による再建計画の途上にある中小企業に対して信用保証協会が保証を行うことにより、事業再生の円滑な進捗を図るものである。

事業再生支援制度の具体的内容は、2つに分かれる。

第1は、事業再生保証制度（DIP保証制度）で、次のa、b及びcのいずれにも該当する中小企業が対象となる。

a. 次の①又は②のいずれかに該当する中小企業。

①再生事件又は更生事件が係属している中小企業。

②民事再生法（平成11年法律第225号）第188条第1項の規定に基づき再生手続終結の決定を受けた中小企業（再生計画が遂行された場合その他の経済産業省令で定める場合を除く）。

b. 再生計画の認可又は更生計画の認可の決定が確定した後3年を経過していない中小企業。

c. 次のイ及びロのいずれにも該当する中小企業。

イ. 金融機関及び取引先から取引の支援が得られており、事業の再建に合理的な見通しが認められること。

ロ. 償還が見込まれること。

このDIP保証制度は、民事再生法等の法的手続によって再生を行う中小企業に対する事業資金の融資を円滑かつ迅速に行うことを目的とする。また、民事再生法等の申立から開始決定までに申し込まれた融資についても対応することができる。この制度の保証限度額は2億円、保証割合は100%で保証期間は10年以内

設定されている。

第2は、事業再生円滑化関連保証制度（プレDIP保証制度）で、金融機関の支援が得られており、事業の再建に合理的な見通しが認められ、次のイ及びロのいずれかに該当する中小企業が対象となる。

イ、特定認証紛争解決手続（事業再生ADR手続）によって事業再生を図ろうとする中小企業。

ロ、認定支援機関（中小企業再生支援協議会等）の指導又は助言を受け事業再生を図ろうとする中小企業。

このプレDIP保証制度は、民事再生法等の法的手続によらずに再生を行う中小企業に対する事業資金の融通を円滑かつ迅速に行うことを目的とする。この制度の保証限度額は2億8千万円（中小企業者が組合等の場合には4億8千万円以内）、保証割合は80%の部分保証で、保証期間は3年以内に設定されている。

⑥エグジットファイナンス

i. エグジットファイナンスの概念

DIPファイナンスの一種としてエグジットファイナンスがある。

エグジットファイナンス（exit finance）は、民事再生法や会社更生法等の法的手続きに入った企業が、法的再生手続きを早期に終結させるために、民事再生法であれば再生債権等、会社更生法であれば更生

債権等を一括返済するためのファイナンスをいう。

エグジットファイナンスにより、企業は更生会社のレッテルがとれて、企業間信用の回復や従業員の士気高揚等を期待することができ、企業再生の推進を加速することが可能となる。

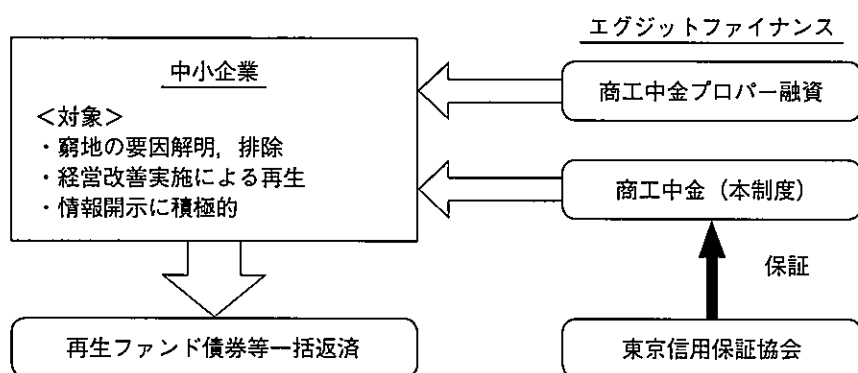
ii. 商工中金のエグジットファイナンス

商工中金では、2005年から東京信用保証協会と連携したエグジット・ファイナンスを取扱っている⁽¹⁷⁾。この制度は、事業が黒字化、債務超過が解消または解消見込みにある等、経営正常化が見込まれるものの、再生ファンド等が債権者であるなど再生手続中であることを理由に新規融資が受けられない中小企業の早期の再生終了を目的としている。

この融資制度の対象となる企業は、過去窮地に陥った原因が解明され、その原因がおおむね排除されており、商工中金の指導により策定もしくは検証された経営改善計画に基づき、適切な経営改善を実施することにより企業再生が見込まれる中小企業者で、民事再生・会社更生・商法上の会社整理及び私的整理のガイドラインに基づく再生計画途上の企業は対象とならない。

この制度は、商工中金のプロパー融資と共に、東京信用保証協会が保証する融資を行う枠組みとなっている（図表8）。

図表8 商工中金のエグジットファイナンス



（効果）

取引先の信頼回復⇒取引条件改善、金融機関の新規融資
従業員モラル向上、雇用の円滑化など

（出所）商工中金「News Release 東京信用保証協会と連携したエグジット・ファイナンスの取扱い開始について」2005.11.30

そして、貸付金額は280百万円（うち無担保限度80百万円）で、同時期にエグジット・ファイナンスとして融資するプロパー融資金額を上限としている。また、貸付期間は、10年以内（据置期間1年以内）に設定されている。

iii. エグジットファイナンスの具体例

新潟の清酒製造業者である今代司酒造株式会社は、明治期創業の老舗酒蔵である。同社では、日本酒需要の落込みに対し製品の多品種化やOEM化などを進めたが、収支悪化に歯止めがかからず、2003年12月に民事再生手続きを申し立てた。その後、大阪の酒販会社の協力により、2004年11月に再生手続の認可決定を受けた。再生計画は、新潟の伝統的な酒造りの手法とブランドは守りつつ、生産効率を図るとともに、販売面においては、関東甲信越地方を中心に小売店への直販体制を構築していくという内容である。

そして、商工中金と新潟県信用組合は、2005年、同社に対し34百万円のエグジットファイナンスを取り組んだ^(注18)。これにより、同社の再生債権の一括弁済がなされ、民事再生手続きが終結した。

(9) 再生ファンドの投資手法

①デット型、エクイティ型

再生ファンドは、一定の投資枠を設定して、その範囲内で私募の形で投資家を募集する。再生ファンドが資金を調達する場合には、一般にキャピタルコールで行われる。ここで、キャピタルコール（capital call）は、投資家が当初から出資予定額を全部出資することはせず、資金が実際に必要になったところでファンドが投資家に出資を要請する（コールをかける）方式であり、これにより資金の効率的な使用が可能となるメリットがある。

そして、再生の対象となる企業を見出してそれに投資を行う。再生ファンドの投資手法には、デット型とエクイティ型がある。このうち「デット型」（debt type）は、金融機関から債権を買い取り、その買取債権を放棄するとか、買取債権をデット・エクイティスワップにより株式化して債務を圧縮する。これに対して「エクイティ型」（equity type）は、投資対象企業の既存株主から株式を買取るとか、企業の増資による新株引受権の行使という手法を取る。

再生ファンドの戦略は、こうした財務面からの支援だけでなく、コアとなる事業に対して抜本的な立て

直しを図る形での支援を行うケースが少ない。特に株式投資を行うエクイティ型の場合には、事業再構築を行うことによって収益力の回復を図る戦略をとる。

以下、デット型とエクイティ型の再生ファンドの特徴をみてみよう^(注19)。

②デット型

デット型再生ファンドは、主として金融機関が保有している不良債権を大幅ディスカウントで買い取り、元利金の支払い猶予等による財務面からのサポートを行うとともに、経営面では定期的なモニタリング等を行う。なお、デット型再生ファンドは、あくまでも企業の債権者になることであり、エクイティ型のように経営を支配するわけではないことから、本格的なハンズオンは行われないケースが多い。

そして、企業が再生を果たした暁には、債権を回収するか、高値で債権を売却してリターンを得る。このタイプの再生ファンドは、バブル崩壊後に多くの不良債権を抱えることとなった金融機関をカウンターパーティとして行われることから、地域密着型再生ファンドとして設立されるケースが多くみられた。

デット型再生ファンドの対象企業は、中堅以下の企業を対象とすることが多い。また、地域金融機関、地方公共団体、中小企業基盤整備機構等がファンドへの投資を行うことが少なくない。

③エクイティ型

日本経済のバブル崩壊により多くの企業が業績不振に悩むなかで、エクイティ型の再生ファンドは、新規株式の発行や既存株主からの買取りによる株式（エクイティ）を取得する形で投資を活性化させた。

エクイティ型再生ファンドの特徴は、株式取得により経営権を確保して、ハンズオンにより経営に深くコミットして企業の再生を強力に推進することにある。ハンズオンの典型的な内容は、企業のビジネスについてリスク・リターンの分析を行って適切な水準のリスク調整後リターンが得られるビジネスに特化する選択と集中の戦略を採用する。

エクイティ型再生ファンドは、国内外の機関投資家を対象としている。また、IPO、またはIPO間近の段階で他企業へ株式売却によりエグジットすることから、対象企業は、大企業や中堅企業となるケースが多い。したがって、エクイティ型再生ファンドは、投資対象企業が金融機関からの借入により資金規模を補

完すると形でレバレッジを利かせることが一般的である。

(10) 地域再生ファンド

①地域再生ファンドの概念

再生ファンドのなかで、地域の企業の再生に特化したファンドを地域再生ファンドと呼んでいる。地域再生ファンドは、地域金融機関の取引先である地域の中小企業の再生を図るという重要な機能を担っている。

地域再生ファンドは、もとはバブル崩壊後に積み上がった地域金融機関が抱える不良債権への対応策として生まれたものである。この背景には、リレーションシップバンキングのアクションプログラムにおいて、地域の企業再生ファンドの組成・活用があげられたことも影響している⁽¹²⁰⁾。

地域再生ファンドは、ファンドへ拠出された出資資金により、地域金融機関から経営不振に喘ぐ中小企業の不良債権を買取り、企業再生を果たして債権価値が上昇したところで、地域金融機関等に債権を売却して売買差益を得ることを狙いとするファンドである。

このように、地域再生ファンドは、地域金融機関の不良債権の受け皿として極めて重要な機能を果たしてきた。

地域再生ファンドは、地元中小企業の再生を通して地域振興を図る目的を持って自治体がリーダーシップを取って組成に取り組む事例が少なくない。

こうした地域再生ファンドに対しては、中小企業基盤整備機構、日本政策投資銀行、地方公共団体等が出資して支援を行っている。

②地域再生ファンドの枠組み

典型的な地域再生ファンドは、次のように構成される⁽¹²¹⁾。

i. オーガナイザー：

文字通り、再生ファンドの企画から、実際に資金への拠出を募ってファンドの原資を確保する役割を担う。

こうしたオーガナイザーとしては、民間のファンド会社や、中小企業基盤整備機構、地方自治体等がその任に当たっている。

ii. ファンドへの資金拠出主体：

ファンドへの資金拠出については、金融機関、保険会社、商社等の機関投資家のほか、地方自治体、日本政策投資銀行、中小企業基盤整備機構等が投資主体となっている。

iii. ファンドマネージャー：

ファンドマネージャーは、ファンドが投資する案件の発掘、投資の実行、再生に向けてのさまざまな支援、出口戦略の策定と実行等を行う。

地域再生ファンドのオーガナイザーが民間ファンド会社のケースでは、オーガナイザーがファンドマネージャーを兼ねることが一般的であるが、オーガナイザーが地方自治体等の場合には、ファンドマネージャーの業務を民間ファンド会社に委託することが多い。

③地域再生ファンドの具体例

地域再生ファンドの具体例として、国土交通省の支援のもとに、社団法人全国市街地再開発協会が立ち上げた「街なか居住再生ファンド」をみてみよう⁽¹²²⁾。

i. 街なか居住再生ファンド創設の趣旨

モータリゼーションの進展等に伴って地方住民の居住拠点が郊外へと移転しており、この結果、地方都市の中心市街地の衰退が著しい状況にある。こうした状況下、街なか居住再生ファンドを立ちあげて、商業と居住、さらには公共公益サービス等のバランスのとれた市街地の再生を図り、定住人口の確保を指向することが主たる狙いとなっている。

ii. 支援策の概要

街なか居住再生ファンドが、認定中心市街地において、小規模な遊休地等を核として行われる民間の多様な住宅等の整備事業に対して出資、支援する。

iii. 出資対象

街なか居住の再生に資する住宅等の整備事業（既存建築物の改修によるものを含み、原則として当該事業により整備される床面積の合計の2分の1以上を住宅の用に供するものに限り）と、街なか居住の再生に資する活動拠点等の整備事業（既存建築物の改修によるものを含む）。

iv. 出資額等

通常補助対象としている共同施設整備費等事業費相当額を上限とし、かつ、出資を受ける対象事業者の出資総額の2分の1未満とする。また、ファンドの出資分は、最劣後である地権者出資分より優先するものとする。

v. 回収

事業者による経営を継続させることを前提として、原則として一定期間後にリファイナンスまたは売却（ファンドの再組成）を行うことを想定する。

7. メザニンファンド

(1) メザニンファンドの機能

メザニンファンドは、メザニンファイナンスを重点的に行うファンドである。ここで、メザニン(mezzanine)は、中2階を意味するイタリア語であるが、ファイナンスの世界では資本と負債の中間の性格を持つファイナンスの手段をいう。

メザニンファンドは、企業がなんらかの事情により増資による資金調達も金融機関借入も思うようにできない場合に、資金を供給する役割を果たす。

たとえば、金融機関によるシニアファイナンスが金融機関の貸出枠(クレジットライン)の関係から限度に達し、一方、エクイティファイナンスは、ファンドの戦略上、デットでレバレッジを利かせてリターン向上を狙うことから、エクイティの方はそれほど増やすわけにいかないといった場合に、その間隙を埋めるかたちでメザニンファイナンスが活用される。

(2) メザニンファイナンスとメザニンファンド

中小ベンチャーファンド法では、中小企業に対する出資の形で投資をするファンドの設定が認められていた。しかし、日本版LLP法の施行によって大企業、公開企業を含めて株式取得等出資の形態のほかに、融資の形態を取ることも可能となった。

メザニンファンドは、優先株の引受等の形で投資をするほかに、劣後ローン、劣後債の形で資金供給をする。

日本版LLP法の下、ファンドから企業に対してさまざまなタイプによるファイナンスが行われている。具体的には、まず通常の運転資金の貸付がある。ベンチャー企業も事業再生を指向する企業も、機動的な資金調達を必要とするケースが発生することが少なくない。ファンドがこうした緊急を要する需資に対して出資という形で資金を供給するとなると、時間も手間もかかるが、融資であれば、機動的な対応が可能となる。

金融機関による融資は、元本の保全を重視して厳しい審査を経ることとなるが、ファンドによる融資は、ハイリスクの案件に対してもハイリターンを狙って弾力的に融資するケースが少なくない。

また、本来は出資という形で資金供給をする性格の資金でも、とりあえずは融資という形で泳いでおいて、出資の手続きが整ったところで融資から出資に切り替えるブルジョローンも活発に行われている。このブル

ジョローンから出資への切り替えには、前述のDES(Debt to Equity Swap, Debt for Equity Swap.)を使うこともある。

8. エマージングマーケットへの投資

(1) エマージングマーケットの特徴点

エマージングマーケットに共通する特徴をみると、先進国に比較して相対的に高い成長率を示していることがあげられる。また、自由市場経済の浸透から、金融・経済面で大きな変革が生じていることも大きな特徴といえる。こうした変革は、例えば金融市場の自由化、国際貿易や国際資本取引の自由化、規制緩和、国営企業の民営化等にみられるところである。そして、高い経済成長にインフラの整備が追いつかず、この結果、実物投資の機会が豊富に存在することも主要な特徴点としてあげることができる。

(2) 投資のメリットと留意点

エマージングマーケットの株式や債券等への投資は、高い成長から総じて高いリターンが期待できることに加えて、エマージングマーケットへの投資リターンは概して先進国への投資リターンとの相関性が低いことからポートフォリオへの組込みによって分散投資効果が期待できる。

この一方で、エマージングマーケットへの投資は、先進国の株式や債券等への投資とは異なる留意点がある。

①資本規制の可能性

エマージングマーケットでは、国際資本移動につき、十分な自由化措置がなされていない可能性がある。また、平時においては資本自由化がなされていても、経済の混乱が生じた場合には、急遽、資本規制が発動され、資本の引き上げが困難になるリスクも考えておく必要がある。

この具体的なケースがアジア通貨危機の際にマレーシアが行った短期資本規制である。すなわち、マレーシアでは、海外資本の流出を防止するために、リング建て証券の売買は、公認保管機関を通す必要があるとか、リング建て証券の売却資金は、1年間、マレーシア国内に滞留させる必要があるといった規制を導入した。

②税制の不整備

エマージングマーケットでは、海外からの投資に対する税制の内容が必ずしも明確ではないケースが少なくない。

③市場流動性

エマージングマーケットは、市場流動性が薄い恐れがある。このため、ポジションを手仕舞うことが難しくなるとか、そのタイミングを逃がす可能性がある。また、市場流動性の薄さや政治、経済情勢の不安定等によって、マーケットのボラティリティは概して高い状況にありハイリスクの投資となる。このボラティリティの高さは市場流動性の薄さや政治、経済情勢の不安定等に起因する。さらに、先進国への投資に比べると総じて取引コストは概して高くなることが多い。

④情報の非対称性

エマージングマーケットへの投資家にとって最も重要となる情報量が十分に得られない可能性がある。これは、主としてエマージングマーケットのディスクロージャー制度の未整備や会計制度の相違、さらには言語障壁等に起因するものである。

⑤地政学的リスク

地政学的リスクは、ある国や地域が抱える政治的、軍事的、社会的な緊張の高まりが、世界経済に波及するリスクである。地政学的リスクは、予測が困難で突如として発生することが少なくなく、それだけに、投資家としては機動的に投資判断を下してポートフォリオのリスク管理を行う必要がある。

(3) エマージングマーケットの債券投資

エマージングマーケットの債券には、ハードカレンシー債と国内債がある^(注23)。このうち、ハードカレンシー債は、米ドル、ユーロ等、世界の主要通貨建ての外貨建て債券であり、また、国内債は、エマージング国である発行体の自国通貨建て債券である。従来は、エマージングマーケットの未成熟から、ハードカレンシー債の発行が主であったが、その後のマーケットの発展から国内債の発行が増加してきており、概してマーケットの流動性も漸次厚くなっている状況にある。

したがって、エマージングマーケットへの株式投資だけでなく、債券投資もグローバルな投資家が保有するポートフォリオの有力なアセットクラスの1つになりつつある。しかし、債券投資についても前述した

エマージングマーケット特有の投資リスクに十分留意することが重要である。

9. コモディティファンド

(1) コモディティファンドの概念

コモディティファンドは、投資家から集めた資金を主として農産物、エネルギー、貴金属等のコモディティに投資をしてリターンを稼ぎ、それを投資家に分配することを目的とするファンドである。

コモディティファンドは、先物取引を主体とするファンドと現物取引を行うファンドとに分類され、このうち先物取引を主とするコモディティファンドを狭義のコモディティファンド、現物取引のみを行うコモディティファンドを現物ファンドと呼んでいる。

(2) 商品ファンド法

コモディティファンドは、商品ファンド法（「商品投資に係る事業の規制に関する法律」）により、投資家の保護を目的として、コモディティファンドの組成、販売を行う事業者やコモディティファンドの運用を担う商品投資顧問業者に対する諸規制が定められている。

商品ファンド法は、1990年にコモディティファンドを扱う業者が不正事件を起こしたことを契機に、投資家の保護策を講じる必要性が高まったことを背景にして、1992年に施行された。

具体的には、商品ファンド法によってコモディティファンドの組成・販売事業を行う者は、主務大臣の許可を得る必要がある。こうした事業者には顧客への書面・報告書交付義務、クリーンオフ、不当勧誘の禁止、誇大広告の禁止等の規制が課せられている。また、コモディティファンドの運用は、主務大臣の許可を得た商品投資顧問業者により行われることが必要であり、こうした運用業者に対しても、コモディティファンドの組成業者と同じく、さまざまな規制が定められている。

(3) コモディティファンドの運用対象

コモディティファンドの主要な運用対象は、穀物、エネルギー、貴金属のほか、鉱業権、工業所有権、私設利用権等の無形財産や、競争用馬、映画、絵画等がある。このうち、競走用馬、映画、絵画、鉱業権は、現物ファンドの投資対象となっている。

また、コモディティファンドは、一般的に、コモディティへの運用とあわせて、資産の一部を株式、債券、

転換社債等の有価証券に運用している。

(4) コモディティファンドの運用手法と特性

コモディティファンドは、先物やオプションを駆使してレバレッジを高めて取引する運用手法を採ることが大きな特徴である。

コモディティファンドは、投資家にとって、株式や債券等の金融商品とは価格の相関性が低いコモディティに対する投資を行うことにより、投資家が保有するポートフォリオの分散効果を高める効果がある。

また、コモディティという一般の投資家にとっては投資判断が難しい投資対象にも、専門家の手を借りて投資をすることが可能となる。

さらに、現物ファンドについては、貴金属やエネルギーに対する投資を行いインフレヘッジ的な機能を期待することもできる。

(5) コモディティETF

ETF (Exchange Traded Fund: 上場投資信託) は、取引所に上場され取引されている投資信託である。ETFは、少額資金で分散投資が可能になることに加えて、取引所に上場されることで、取引所取引が持つ市場流動性の厚さ、価格の透明性の特徴を、最大限に享受することができる。

2007年に大阪証券取引所 (現、大阪取引所) は、金価格に連動するETFを上場した。この金価格連動型ETFの投資対象は、金価格に連動する金価格リンク債であり、これにより、金価格連動型ETFのパフォーマンスが金の現物価格に連動するようにしたので、したがって金の現物との交換はできないスベックであった。

しかし、その後、投資信託制度の整備が行われ、現在では、多くの種類のコモディティETFが東京証券取引所に上場されている。コモディティETFには、国内で組成され東京証券取引所に上場されている国内籍ETFと、海外で組成された外国籍ETFがある。東京証券取引所には、国内籍ETFのほか、いくつかの外国籍ETFが上場されている。

①金ETF

i. 金現物投資のETF:

TOCOMの金先物価格から導出される金の現物の理論価格との連動を指向するETFである。金の現物の理論価格は、TOCOMの先物価格をフォワードレートを用いて現物価格に引き直すことにより算出

される。

ii. 金先物投資のETF:

TOCOMの金先物の期先限月の帳入値段との連動を指向するETFである。このETFは、金先物への投資と国内債の現物等に投資を行う。

iii. 円換算した金地金価格 (ロンドン金値決め) との連動を指向するETF:

金現物投資のETFと、ロンドン渡し金価格に連動した投資成果を指向して発行された債券 (金リンク債) を投資対象とするETFである。

②白金ETF

i. 日経・東商取白金指数連動ETF:

このETFは、TOCOMの白金先物に投資するとともに、円建ての短期公社債等の短期有価証券やコールローン等に投資する。日経・東商取白金指数は、TOCOMの白金先物の帳入値段をもとに算出される指数である。

ii. 白金理論価格連動ETF:

TOCOMの白金先物価格から導出される白金の理論価格との連動を指向するETFである。このETFは、プラチナの現物を投資対象とする。

③銀ETF

TOCOMの銀先物価格から導出される銀の現物の理論価格との連動を指向するETF。銀の現物が投資対象となる。

④パラジウムETF

TOCOMのパラジウム先物価格から導出されるパラジウムの現物の理論価格との連動を指向するETF。パラジウムの現物が投資対象となる。

⑤原油ETF

i. NOMURA原油ロングインデックス連動ETF:

このETFは、WTI先物に投資するとともに、米国短期国債 (T-Bill) 等に投資する。NOMURA原油ロングインデックスは、世界の原油先物取引の中から取引量が多く流動性の厚いものを構成銘柄とする指数である。

ii. 円換算のNYMEXのWTI原油先物直近限月の帳入値段連動ETF:

このETFは、原油先物に投資するとともに、米国政府または国際機関の発行する有価証券の現物に投資する。

⑥商品（複数）指数ETF

S&P GSCI商品指数³キャップド・コンポーネント35/20トータルリターン指数との連動を指向するETF。このETFは、原油、ブレンド原油、軽油等に投資する。GSCI商品指数TMキャップド・コンポーネント35/20トータルリターン指数は、エネルギー、貴金属、農産物など24種類の商品で構成された指数である。

(6) コモディティ ETN

ETN (Exchange Traded Note: 上場投資証券) は、取引所に上場され取引されている投資証券であり、指数連動証券とも呼ばれる。ETNは、ETF同様、特定の株価指数、コモディティ価格、コモディティ価格指数に連動することを指向して運用される商品である。

また、ETNはETF同様、少額資金で分散投資が可能になることに加えて、取引所に上場されることで、取引所取引が持つ市場流動性の厚さ、価格の透明性といった特徴を有している。

このように、ETNはETFに類似した商品であるが、両者の間には次のように重要な相違点がある。

①裏付資産：

ETFは、現物資産等を裏付資産として保有するが、ETNは、裏付資産を持たず、証券会社、銀行等の金融機関が、その信用力をもとに発行する。

②トラッキングエラー：

ETFは、運用の結果次第では、対象指標と基準価額との間にトラッキングエラーが発生する可能性があるが、ETNは、ETNの発行体である金融機関がETNの対象指標と償還額が連動するよう保証することから基本的にトラッキングエラーはない。

③対象指標：

ETFは、裏付資産を持つことから、対象指標がカバーする範囲には自ずから限界があるが、ETNは、裏付資産を持たないことから、希少資源、時間経過により劣化する農産物等を対象指標とすることが可能である。

④信用リスク：

ETFは、裏付資産が担保として機能するが、ETNについては、投資家がETNの発行体である金融機関の信用リスクを負う。

(7) 東証上場のコモディティ ETN

東証には、コモディティ指数に連動することを指向するETNのほか、金と原油を対象とするダブルブルETNとベアETNが上場されている⁽¹²²⁾。

①コモディティ指数ETN：

商品、貴金属、産業用金属、エネルギー、農産物、穀物、ソフト農産物、畜産物等から構成されるコモディティ指数を対象とする。

②ダブルブルETN：

金と原油を対象とするダブルブルETNは、日々の騰落率を日経・東商取金指数や日経・東商取原油指数の騰落率の2倍として計算された指数を対象指標とする。ダブルブルETNは、レバレッジを利かせた投資対象となる。

③ベアETN：

金と原油を対象とするベアETNは、日々の騰落率を日経・東商取金指数や日経・東商取原油指数の騰落率の-1倍として計算された指数を対象指標とする。ベアETNは、金相場や原油相場の動きとは逆方向に動く投資対象となる。

(8) コモディティバスケット連動債

コモディティバスケット連動債は、いくつかの種類のコモディティに分散投資をしたバスケットを原資産とする債券である。

コモディティバスケット連動債は、債券の満期時点のバスケットを構成するコモディティのスポット価格を権利行使価格とするコールの買いと、ゼロクーポン債への投資から構成されることが一般的である。そして、ゼロクーポン債の償還差益がコール買いによるプレミアム支払いの原資となる。

コモディティバスケット連動債が、コールのロングを組み込んだ仕組債である場合には、コモディティバスケット連動債への投資家は、コモディティバスケットの価格が上昇すれば、コモディティバスケット連動債の償還時点においてその上昇分の一定率を受け取ることができる。

一方、コモディティバスケットの価格が下落しても元本が価格下落に比例して減少することではなく、コールのロングにより、元本の減少が一定割合までにとどまる損失限定のペイオフとなる。

こうした仕組債のなかには市場流動性が薄いものが少なくなく、したがって、投資家が期限前にこれを売却しようとしても、意図した売却ができない流動性リスクがある。

10. コンテンツファンド

コンテンツファンドは、投資家から、音楽、映像、

ゲームソフト、イベント等のエンターテインメントや出版、情報提供などのコンテンツ制作のために、出資を募り、その資金をコンテンツ制作に投資、それから上がる事業収益を投資家に配分するファンドである。

コンテンツファンドに対する投資家はリターンを求めるだけでなく、投資家自身の嗜好に応じたファンドに投資することにより、金銭以外の満足感が得られるという副次的な効果から投資するケースも少なくない。

エンターテインメント目的の著作物ないしソフトの製作を対象とするビジネスを総称してコンテンツビジネスと呼んでいる。コンテンツビジネスは、大成功することもある一方で、採算割れとなることもあり、また製作途上で中止になることもある等、将来の収益の見通しが極めて難しいビジネスである。また、コンテンツビジネスの事業者も、充分の担保を保有していない等、信用力をバックとした制作費が調達不如意となることが少なくない。

こうしたコンテンツビジネスの資金調達は主として2つの方法により行われている。

第1は、製作委員会方式である。これはコンテンツの流通事業に関わる業者等が中心となって任意組合や有限責任事業組合（Limited Liability Partnership；LLP）を作って、それに投資することにより製作資金を調達する方法である。

有限責任事業組合は、①構成員全員が有限責任であり、②損益や権限の分配が自由に決めることができる等、内部自治が徹底し、③構成員課税の適用を受けるという3つの特徴を兼ね備えている⁽¹²⁵⁾。そして、たとえば、映画製作にあたって作品ごとに任意組合やLLPの形態で製作委員会を立ち上げて、これにスポンサーとなる企業が資金を拠出する形の資金調達を行う手法がとられる。製作委員会方式は、このように業界内で共同事業体を作ることで内部資金調達を実施する方式であり、この方式による場合には、参加企業が資金を提供するとともにコンテンツビジネスの遂行も行うこととなる。

第2の方式は、コンテンツファンドを活用する資金調達である。コンテンツファンドも、任意組合やLLPの形態をとる点は製作委員会方式と同じであるが、資金拠出は業界外部の投資家から資金提供を受けることから、外部資金調達による方式となる。

コンテンツファンドへの投資家の募集は私募によることもあれば公募によることもある。また、コンテンツファンドを活用する場合には、製作委員会方式とは

異なり、多数の投資家から資金を集めることができることから、大規模のコンテンツビジネスの資金調達も可能となる。

製作委員会方式にしてもコンテンツファンドにしても、資金拠出はノンリコース性を具備したものとなる。すなわち、資金拠出は製作会社に対する投資ではなく、特定の作品やプロジェクトそのものに対する投資となり、したがって、コンテンツが失敗に終わっても、投資家は製作会社の固有財産に対してまで遡及して資金を回収することはできない。

11. マネージドフューチャーズ

(1) マネージドフューチャーズの概念

マネージドフューチャーズは、株式、債券・金利、外国為替等の金融資産や、農畜産物、エネルギー、金属等のコモディティを原資産とする先物、オプションに投資するファンドをいう。マネージドフューチャーズの投資対象は、主として取引所上場商品であるが、OTC取引商品をファンドのポートフォリオに加えるケースもある。

(2) 米国のマネージドフューチャーズ

マネージドフューチャーズは、1949年にRichard Davoud Donchianにより開発され、公募ファンドとして売り出されたのが始まりである。その後、株価の大暴落をみた1987年のいわゆるブラックマンデーの際に極めて高いリターンをあげたことが投資家の耳目を集め、急成長の展開を遂げることとなった。

米国のマネージドフューチャーズは、FCM、IB、CTA、CPO、AP、FBにより運営されている。また、規制当局は、CFTC（Commodity Futures Trading Commission；商品先物取引委員会）と業界の自主規制機関（Self Regulatory Organization；SRO）のNFA（National Futures Association；全米先物協会）である。こうした業者の構成や規制機関は、一般の先物、オプション、フォワード取引が行われる場合と同一である。

このように、マネージドフューチャーズは、運用規制やディスクロージャー等に厳しい規制の傘がかけられている。

①FCM（Futures Commission Merchants）：

投資家に対してマネージドフューチャーズをセールスし、受託する業者。投資家から受託した場合には、

証拠金を受け取る。

②IB (introducing Broker) :

FCMと同様、投資家に対してマネージドフューチャーズを勧誘、受託するが、証拠金を受け入れることはできず、したがってFCMへの取次業務のみとなる。多くのIBは、特定のFCMと業務提携を行っている。

③CTA (Commodity Trading Advisor) :

投資家に対してマネージドフューチャーズに関するアドバイスを提供し、また、投資家の資金を運用する投資顧問業者。

④CPO (Commodity Pool Operator) :

投資家に対してマネージドフューチャーズを勧誘、投資家から資金提供を受けてこれをCTAに運用委託する業者。

⑤AP (Associated Person) :

投資家に対してマネージドフューチャーズを勧誘して注文を取るセールスマン。APは、FCMの従業員であり、筆記試験に合格したうえで登録の義務が課されている。

⑥FB (Floor Broker) :

取引所の立会場で注文を執行する業者。

(3) 日本のマネージド・フューチャーズ

日本でマネージド・フューチャーズが商品として販売され始めたのは、1991年のいわゆる商品ファンド法の施行後である。

マネージドフューチャーズの戦略は、2つに大別することができる。

①積極運用型

金融先物、コモディティ先物等、さまざまな商品を対象に投資を行う。

②元本確保型

ポートフォリオのなかに金融先物、コモディティ先物等のほかに、安全資産を含めるとか、元本部分については完全ヘッジを行う形で投資を行う。

12. リキッド・オルタナティブ^(注26)

(1) リキッド・オルタナティブの概念

リキッド・オルタナティブ (liquid alternative) は、ヘッジファンド型の投資信託である。ここで、リキッ

ド (liquid) は、市場流動性を意味し、具体的には毎日解約できることを意味する。ヘッジファンドの特徴の1つは、解約に制限が付けられていることで、これによってヘッジファンドは、市場流動性の薄い商品や長期投資が可能となる。

リキッド・オルタナティブは、こうしたヘッジファンドの持つ特性を外した投資信託にすることにより、いつでも現金化することを可能とした投資商品である。

また、リキッド・オルタナティブは、ヘッジファンドの持つその他の特徴も緩和され、個人投資家も投資できる形となっている。実際、リキッド・オルタナティブは、リテール・オルタナティブと呼ばれることもある。すなわち、ヘッジファンドほど投資の最小金額が大きくなく、また、絶対リターン^(注27)の追求というヘッジファンドの特性はなく、さらにファンドマネジャーに対する報酬もさほど高い水準に設定されていない。

米国においては、個人投資家層からの資金流入の増加を主因に、リキッド・オルタナティブの規模が急速な拡大をみている (図表9)。

もっとも、現在上場しているリキッド・オルタナティブの約7割は2008年のグローバル金融危機の後に設立されたものであり、ストレスのかかった大きなイベントの経験はなく、リキッド・オルタナティブへの投資は十分のデューディリジェンスを要する^(注27)。

日本においても、リキッド・オルタナティブファンドに投資するファンドを販売するケースがみられている。たとえば、SMBC日興証券は、日興マルチ・マネージャー・オルタナティブ戦略ファンドの名称で、JPモルガン・アセット・マネジメントがさまざまな市況環境において収益機会を追求できる投資スタイルの全天候型の運用を追求するリキッド・オルタナティブファンドに投資するファンドを2015年3月に売り出している^(注28)。

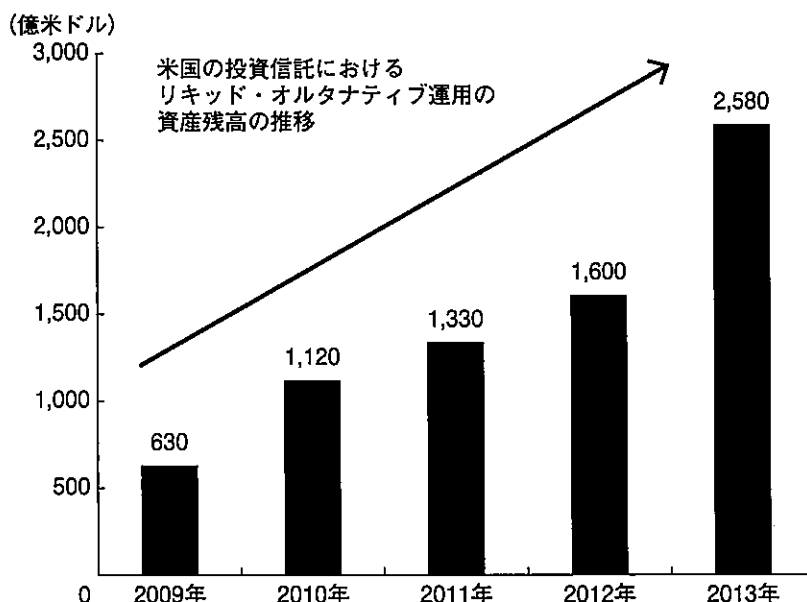
(2) リキッド・オルタナティブの特徴

リキッド・オルタナティブの特徴を整理すると次のようになる^(注29)。

①購入や換金の申込みが、毎日可能である

前述のとおり、リキッド・オルタナティブの性格は投資信託であることから、米国では、一般の投資信託と同様に投資会社法 (Investment Company Act of 1940) が適用される。したがって、リキッド・オルタナティブが保有するポートフォリオの構成は、流動資産が85%以上でなければならない。

図表9 リキッド・オルタナティブ運用資産残高の推移



(出所) 岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」野村資本市場クォーターリー 2014Autumn
(原典) モーニングスター、ニューバーガー・バーマン

こうしたことから、リキッド・オルタナティブは、通常のヘッジファンドとは異なり、日次の設定や解約が可能とされている。

さらに、通常のヘッジファンドはロックアップを設定することが多いが、リキッド・オルタナティブにはそうした制限は課されない。

2008年のグローバル金融危機では、多くのヘッジファンドが投資家からの解約請求に応じるために、流動性が極端に薄くなっているマーケットでポートフォリオを構成する資産を叩き売り (fire sale) せざるを得ない状況に陥った。こうしたことから、市場流動性リスクが多く、投資家に強く意識され、この結果、市場流動性を大きな特徴とするリキッド・オルタナティブは、投資家にとって魅力ある商品となった。

②一般的なヘッジファンドと比較すると相対的にコストが安い

ヘッジファンドは、AUM (運用資産残高) に一定の率を乗じる固定手数料 (management fee) とリターンに一定の率を乗じる成功報酬 (performance fee) とを投資家から徴収する。

しかし、リキッド・オルタナティブは、一般の投資

信託と同様に固定手数料のみをとり成功報酬が投資家に課されることはない。

したがって、投資家にとってリキッド・オルタナティブのコストは、一般的なヘッジファンドと比較すると安くなる。

③少額投資が可能である

一般的なヘッジファンドは、主として機関投資家と富裕層の個人投資家が投資主体であるが、リキッド・オルタナティブは、一般の投資信託と同様、1口当たりの投資額は低水準に設定されている。

④ディスクロージャーの内容が拡充している

一般的なヘッジファンドは、私募であり、また、プロの投資家や熟練投資家等が投資主体であることから、ヘッジファンドの運用戦略等は公にされないことが多い (もっとも、ヘッジファンドへの規制強化により、従来に比べると情報開示の度合いは増している。

しかし、リキッド・オルタナティブは、一般の投資信託と同様、ポートフォリオの構成内容やパフォーマンスを月次、四半期ベースでディスクローズする必要がある。

(3) リキッド・オルタナティブの投資戦略

①ヘッジファンドとリキッド・オルタナティブ

一般的なヘッジファンドとリキッド・オルタナティブの最大の相違点は、ヘッジファンドは流動性の薄い投資対象にも積極的に投資を行い、ハイリターンを狙うのに対して、リキッド・オルタナティブは、投資家からの解約請求に対して即時に応じる必要があることから、投資戦略は、市場流動性を意識したものにならざるを得ないこととなる。

②リキッド・オルタナティブの戦略

こうしたことから、リキッド・オルタナティブが採用する投資戦略は主として次のようなものとなっている^(註30)。

i. マルチ戦略

下記の株式ロングショート戦略や、マネージドフューチャーズ、イベントドリブン等の戦略を組み合わせた戦略である。

ii. 株式ロングショート戦略

株式ロングショート戦略は、同一または類似する業種のなかで割安株の購入と割高株の空売りを組み合わせて行う戦略である。個別株の選択において割安、割高の判断を誤るケースも起こり得るが、この組み合わせを数多く行うことによりそのようなリスクを最小化することができる。また、株式ロングショート戦略では、先物やオプションを活用して、マーケットのボラティリティから受けるインパクトを抑制するなかで、収益を追求する戦略が取られる。

iii. イベントドリブン

イベントドリブンは、企業の合併、組織や事業の再編、清算、破産等、企業を巡るさまざまなイベントが当該企業の株価、債券価格に及ぼす影響を予測して、そこからリターンを狙う戦略である。

イベントドリブンを代表する戦略にディストレス戦略と、M&A戦略がある。

a. ディストレス戦略：

ディストレス戦略は、破綻の事態に直面している企業の株式、社債を大幅なディスカウントで購入、その後、①会社の再建を果たした時にそれを売却して鞘を獲得するか、②会社が清算した時に清算価格との差額をリターンとして獲得する戦略である。

b. M&A戦略：

M&Aのプランが公けになった場合に、ターゲ

ット企業の株式を購入して、それが実現した時の株価上昇時に株式を売却、その鞘からリターンを狙う戦略である。また、株式交換で買収が行われる可能性が高いケースにおいては、ターゲット企業の株式購入に買収主体企業の株式の空売りを組み合わせる戦略をとることとなる。

このように、M&A戦略はM&Aを予想して行うことは少なく、大半はM&Aのプランが公けになったから実施される。

(4) リキッド・オルタナティブのパフォーマンス

リキッド・オルタナティブは、流動性の確保のために投資対象資産に制約を受けることから、一般のヘッジファンドに比べると概してリターンは低くなる。これは、流動性ディスカウント (liquidity discount) と呼ばれている。また、逆に一般のヘッジファンドが流動性を犠牲にして非流動資産への投資を傾斜することにより高いリターンを得ることを流動性プレミアム (liquidity premium) という。

実証研究によれば、こうした流動性ディスカウントは、約1%との結果となっている。また、こうした流動性ディスカウントは、リキッド・オルタナティブがどのような戦略をとるかで差が生じている (図表10)。

リキッド・オルタナティブと一般のヘッジファンドのパフォーマンスを比較する際には、以下の留意点がある^(註31)。

①一般のヘッジファンドは、すでに古い歴史を持っているが、リキッド・オルタナティブは、長いものでせいぜい10年である。また、一般のヘッジファンドは出入り (廃止と新規立上げ) が激しいが、リキッド・オルタナティブは、総じて安定的である。

この点、HFRやCredit Suisse等のヘッジファンドインデックスをみる場合には、生き残りバイアスを勘案する必要があるが、リキッド・オルタナティブではそうした要素は大きくない。

②一般のヘッジファンドは、高いレバレッジを効かせることが少なくないが、リキッド・オルタナティブのレバレッジは制限が課せられている。

13. オルタナティブ投資のケーススタディ：イェール大学基金

(1) イェール大学基金の概要

以上、各側面からオルタナティブ投資をみてきたが、

図表10 リキッド・オルタナティブと一般のヘッジファンドのパフォーマンス比較

	Average Difference Between Private and Liquid Alternatives				# of Pairs	Std. Dev	T-Test	Median Return Difference
	Return	Risk	Beta	Alpha				
All Strategies*	0.98%	0.17%	-0.01	0.97%	148	3.68%	3.23	0.86%
Equity L/S	1.07%	0.01%	0.00	0.96%	49	4.04%	1.86	0.52%
Credit	0.95%	1.01%	-0.01	1.08%	22	4.86%	0.92	0.71%
Market Neutral	2.24%	-0.87%	-0.01	2.15%	10	2.84%	2.50	0.94%
Multistrategy	0.61%	-0.03%	-0.20	1.32%	3	4.43%	0.24	2.18%
Managed Futures	0.48%	0.79%	-0.01	-0.24%	22	2.01%	1.11	0.42%
Macro	0.22%	-0.21%	-0.06	1.49%	23	4.10%	0.26	0.86%
Event Driven	2.26%	0.55%	0.05	1.65%	15	1.71%	5.14	1.60%

(出所) Sam Hagan and others "Performance of Private versus Liquid Alternatives : How Big a Difference?"
Cliffwater LLC. 2013をもとに筆者作成

最後に、ケーススタディとしてイエール大学基金のオルタナティブ投資を検討しよう^(注32)。

米アイビーリーグのイエール大学の大学基金 (Yale's Endowment) の2013年末の運用資産は約207.8億ドルで、過去10年間の年率リターンは11.0%とベンチマークのパフォーマンスを凌駕して、運用資産を71.9億ドル増加させている。また、これを過去20年間でみても、年率リターンは13.5%で、この結果、20年間で運用資産を6倍強としている。

イエール大学の大学基金の運用は、いわゆるイエールモデル (The Yale model of endowment investing) に沿って行われているが、グローバル金融危機においてはイエールモデルが標榜する分散投資が、市場流動性の欠缺により機能しなかったとの批判が強まった。これを同基金のパフォーマンスでみると、2009年には-24.6%のリターンと、大学基金の平均である-22.0%よりも落ち込みが大きく、また、伝統的なポートフォリオの構成である米国株式6：米国財務省証券4のリターン-13.2よりも大幅悪化を示している。

これは、1998年のアジア通貨危機と同様、投資家が市場流動性が厚く安全な資産に一斉に逃避したために、ハイリスクの資産の流動性が急速に薄れ、また価格相関性が急速に高まったためである。これは、ポートフォリオの構成が、もともと市場流動性が薄く、またハイリスクのアセットクラスへの投資比率が高いイエール大学基金にとっては大きな痛手となったが、こ

うした投資家の流動性選好が異常に高くなる期間は長く続くことはなく、資金は再び金融危機前のアセットクラスに向けて流れ始めた。

イエール大学基金の運用方針は、こうした危機時においてもあくまでも長期投資を前提としたポートフォリオの構成を変えることなく、この結果、2010年+8.9%、2011年+21.9%とパフォーマンスの改善を示現している。これは、同基金のポートフォリオの分散投資効果が遺憾なく発揮されていることを端的に示すものである。

(2) イエール大学基金の投資政策

イエール大学基金の投資政策は、理論とマーケットの状況判断の双方を駆使して行われている。このうち理論的には、ノーベル経済学受賞者のJames TobinとHarry Markowitzによるリスク、リターン、それに相関をパラメータとする平均分散法をベースにした現代ポートフォリオ理論に沿った戦略をとっている。

この結果、イエール大学基金のポートフォリオは、2013年6月末で次のようなアセットクラスで構成されている。すなわち、プライベートエクイティ (構成比32.0%)、不動産 (20.2%)、絶対収益 (ヘッジファンド等) (17.8%)、外国株式 (9.8%)、天然資源 (オイル、ガス、金属、ミネラルなど) (7.9%)、米国内株式 (5.9%)、固定利付債券 (4.9%)、現金 (1.6%) のアセットクラスで構成されている。(図表11)

図表11 イェール大学基金と他大学基金の資産アロケーション比較

(2013.6末、構成比%)

資産クラス	イェール大学基金		他大学基金平均
	実績	目標	実績
絶対収益	17.8	20.0	24.4
米国株式	5.9	6.0	20.1
米国固定利付債	4.9	5.0	10.1
外国株式	9.8	11.0	20.1
天然資源	7.9	8.0	8.3
プライベートエクイティ	32.0	31.0	9.5
不動産	20.2	19.0	4.2
現金	1.6	0.0	3.2

(出所) The Yale University “The Yale Endowment 2013” をもとに筆者作成

イェール大学基金の投資方針で特徴的なことは、長期的にポートフォリオの約50%をプライベートエクイティ、不動産、天然資源といった非流動性資産クラス (illiquid asset classe) に割り当てることにしている点と、ポートフォリオの約95%をプライベートエクイティ、国内株式、絶対収益、不動産、天然資源といった株式のリターンに類似するリターン (equity-like return) を生むことが期待される資産クラスに割り当てることにしている点である。

すなわち、イェール大学基金は、過去20年間に亘ってポートフォリオの構成を伝統的な資産クラスから非伝統的な資産クラスへ大きくシフトしてきている。具体的には、1993年時点では、ポートフォリオの47%が米国株式、債券、現金で構成されていたが、2013年6月末時点では、米国株式、債券はわずか11%に過ぎず、残りの89%は非伝統的な資産クラスであるプライベートエクイティ、外国株式、絶対収益、不動産、天然資源が構成している。このように、ポートフォリオの構成が非伝統的な資産クラスに大きく傾斜している理由は、こうした資産が持つ高い期待リターンと、分散投資効果にほかならない。

こうしたイェール大学基金の投資戦略の成功は、同基金のCIO (Chief Investment Officer) であるDavid F. Swensenをヘッドとする優れた運用マネジャーの手腕によるところが大きいとみられている。(図表12)

(3) 市場流動性についてのイェール大学基金の考え方

イェール大学基金では、こうした非伝統的なアセ

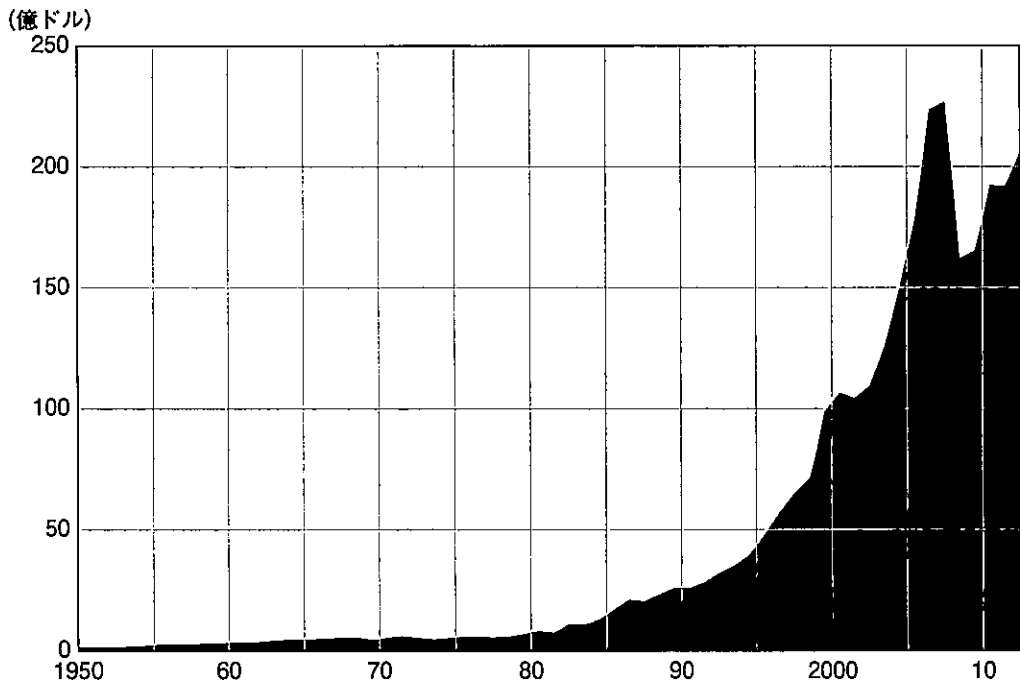
ットクラスが持つ非流動性といった特徴は、基金の投資がきわめて長期であることを考えれば、決してマイナスにはならないとしている。イェール大学基金は、むしろ、多くの市場参加者が流動性を選好して非流動資産への投資にウェイトをかけないことが、非流動資産の期待リターンを高くして、絶好の投資機会を作り出しているとしている。イェール大学基金のパフォーマンスが長期的にみてマーケットをoutperformしていることをみると、こうした投資政策は成功裡に推移しているとみることができる。

もっとも、イェール大学基金は大学の日々の運営に要する資金を保有する必要があるため、流動資産も一定比率保有するポートフォリオの構成としている。それに加えて、イェール大学基金が伝統的資産として保有している債券から金利が、株式から配当があり、また非流動資産の不動産からレントが、プライベートエクイティから売却代金が入るというように、ポートフォリオを構成する資産クラスから流動性が生まれる。

また、イェール大学基金では、グローバル金融危機の到来を見越して20億ドル近くのコマーシャルペーパーを発行して流動性を補填した。そして、グローバル金融危機が峠を越した時期に5年物債券をきわめて有利な条件で発行してその代わり金をコマーシャルペーパーの償還に充てている。

こうしたことから、グローバル金融危機においても、大学運営に必要なキャッシュは、何らの支障なくファイナンスしている。

図表12 イェール大学基金の時価総額の推移



(出所) The Yale University “The Yale Endowment 2013” をもとに筆者作成

(4) イェール大学基金のポートフォリオを構成するアセットクラス

以下では、イェール大学基金のポートフォリオを構成する主要なアセットクラスに対する基金の投資政策を検討しよう。こうしたアセットアロケーションは、リスク調整後リターンと相関係数等を勘案して、一定のリスクで最大のリターンが獲得できることを指向したものとなっている。

①絶対収益

1990年、イェール大学基金は、機関投資家としては最初に絶対収益（Absolute Return）戦略を採用し、これにポートフォリオの15.0%を割り当てた。イェール大学基金は、現在では、この比率を20%まで上昇させている。絶対収益は、長期投資によりマーケットの非効率性からリターン獲得を狙う戦略であり、文字通り、マーケットの動きに関わらず、安定的に絶対値のリターンをあげることを指向する。イェール大学基金の絶対収益戦略は、具体的にはイベントドリブン戦略

とバリュートリブン戦略をとるヘッジファンドへの投資を意味する。イェールモデルでは、絶対収益は12.5%のリスクで5.25%の期待リターンを持つ。

イェール大学基金の絶対収益戦略の実績をみると、1990年以来年平均11.2%のリターンと、イェールモデルで想定した期待リターンを大きく上回る高パフォーマンスを実現している。

②国内株式

米国の大学基金が保有するポートフォリオの米株式のウェイトは、平均20.1%であるが、イェール大学ポートフォリオに占める米株式は、わずか6.0%にすぎない。

同基金が保有する株式の期待リターンは6.0%、標準偏差は20.0%であり、ファンダメンタルズ分析でボトムアップにより銘柄を選択して、ベンチマークとしているWilshire 5000株価指数をoutperformすることを指向している。同基金の株式のパフォーマンスは、過去20年間で年平均13.1%のリターンを達成している。

③固定利付債券

固定利付債券は、安定的なインカムゲインを基金にもたらすことにより、基金の流動性を補給する役割を演じている。また、アセットクラスとしての債券は、他のアセットクラスとの共分散が低く、したがって予期せぬ金融危機やデフレ到来の際のヘッジとして機能する。

米国の大学基金が保有するポートフォリオの債券のウェイトは、平均10.1%であるが、イエール大学ポートフォリオに占める米株式は、わずか5.0%にすぎない。これは、イエール大学基金が保有するアセットクラスの中で債券が最も低率の期待リターンであることに加えて、米国債券は極めて効率的なマーケットを形成しており、アクティブ運用によっても価格の歪みからリターンの獲得を狙う機会が少ないことによる。ちなみに、同基金が保有する債券の期待リターンは2.0%、標準偏差は8.0%である。

同基金の債券のパフォーマンスは、過去20年間で年平均5.6%のリターンとなっている。

④外国株式

イエール大学基金は、分散投資の観点からポートフォリオの5.0%を先進国株式に、2.0%をエマージング国株式に投資している。また、このほかに長期的に高リターンを狙うことができる中国、インド、ブラジル等の株式投資に4.0%の特別枠を設定している。この結果、同基金のポートフォリオが目標とする外国株式へのアロケーションは11.0%となり、米国の大学基金が保有するポートフォリオの外国株式のウェイトである20.1%を下回る。

同基金が保有する先進国株式の期待リターンは6.0%、標準偏差は20.0%、エマージング国株式の期待リターンは7.5%、標準偏差は22.5%である。

なお、同基金の外国株式のベンチマークは、先進国株式はMSCI (Morgan Stanley Capital International) とEAFE (Europe, Australasia, and Far East) であり、エマージング国株式はMSCIエマージング株価指数とMSCI中国A株価指数である。

同基金の外国株式投資の戦略は、国内株式と同様、ファンダメンタルズ分析でボトムアップにより銘柄を選択したうえで、アクティブ運用を行っている。

同基金の外国株式のパフォーマンスは、過去20年間で年平均14.1%のリターンを上げている。

⑤天然資源

イエール大学基金は、分散投資、予期せぬグローバル規模のインフレヘッジ、それにマーケットの非効率性からリターンを求めることを目的として、原油・ガス（1986年から投資開始）、木材（同1996年）、金属・鉱業（同2011年）に投資している。

同基金では、ポートフォリオの8%を天然資源に配分しているが、これは米国の大学基金の平均的な配分と一致している。また、天然資源の期待リターンは6.35%、標準偏差は20.3%である。

同基金の天然資源投資開始後のリターンは、年率16.0%である。

⑥プライベートエクイティ

イエール大学基金は、マーケットの非効率性からのリターン獲得を目的として、ポートフォリオの31.0%と、他大学平均の9.5%を大幅に上回るシェアでプライベートエクイティ投資に振り向けている。同基金のプライベートエクイティの期待リターンは10.5%、標準偏差は26.8%である。

イエール大学基金のプライベートエクイティ投資戦略の基本は、対象企業のパートナーとなって当該企業とともに長期的視点に立って企業価値の増大に注力することにある。

同基金のプライベートエクイティ投資は1973年から開始されたが、それ以降の年率リターンは29.9%と驚異のパフォーマンスを示現している。

⑦不動産

イエール大学基金は、分散投資とインフレヘッジを目的に、ポートフォリオの19.0%（他大学平均4.2%）を不動産投資に向けている。同基金の不動産の期待リターンは6.0%、標準偏差は17.5%である。

不動産市況は、時として大幅な変動を示すが、同基金ではマーケットの非効率性を捉えて高いリターンを獲得することに成功している。同基金では1978年から不動産投資を行っているが、それ以降のリターンは年率11.6%を記録している。

不動産投資は、不動産が持つ非流動性と取引成立までに多大のエネルギーを要するといったハードルがあり、一般のファンドは手を出しにくいアセットクラスであるが、イエール大学基金では、デベロッパーとの間で長期的な信頼関係を構築することにより、多くのプロジェクトの完成に寄与している。

脚注

1. アンドリュー・K・ゴールドデン「プライベートエクイティ投資－大学基金の視点」コロンビア大学ビジネス・スクール 日本経済経営研究所 オルタナティブ投資プログラム2005.3 p.6-10
2. 深沢英昭、「PEファンド化する機関投資家」2014.11 p.1
3. 一般財団法人 商工総合研究所「中小企業と投資ファンド」2014.10 p.8
4. 西村和夫「PE投資の実務と例」証券アナリストジャーナル2015.3 p.44
5. 八木田聖三「プライベート・エクイティ投資における長期安定的な成長計画の意義」日経研月報2010.2 p.84
6. 日本バイアウト研究所編「機関投資家のためのプライベート・エクイティ」きんざい2013.2 p.5
7. 年金シニアプラン総合研究機構「プライベート・エクイティ投資に関する調査研究」2012.3 p.14
8. 金融庁「中小企業の再生支援に係る税制措置について：事業再生の一層の促進と地域の面的再生に係る取組み」2013.4.1 p.1-2
9. 日本銀行信用機構局「わが国における事業再生ファンドの最近の動向」2005.4 p.2-4
10. 金融庁「主要行等向けの総合的な監督指針、Ⅲ主要行等監督上の評価項目」2014.12
11. 村本孜「金融インフラの新たな手法としての資本性借入（DDS）」社会イノベーション研究第8巻第1号（71-114）2012.11 p.24
12. 同上
13. 金融庁「『資本性借入金』の積極運用について」2011.11 p.2
14. 一ノ宮士郎「DIPファイナンスの実証研究」経済経営研究Vol.26 No.4 2006.3 日本政策投資銀行設備投資研究所 p.5
15. 日本政策投資銀行「DIPファイナンス：(株)中村醸造のケース」p.1
16. 全国信用保証協会連合会「事業再生支援制度」p.4
17. 商工中金「News Release 東京信用保証協会と連携したエグジット・ファイナンスの取扱い開始について」2005.11.30 p.13
18. 商工中金、新潟県信用組合「エグジット・ファイナンスで新潟県の老舗酒蔵の再生を協調支援」2005.10.20 p.1
19. 日本銀行信用機構局「わが国における事業再生ファンドの最近の動向」2005.4 p.9-11
20. 信金中央金庫 総合研究所「地域の企業再生ファンドの実態」2004.8 p.12
21. 同上
22. 鈴木和政「街なか居住再生ファンド」全国市街地再開発協会 2008.1.28 p.2
23. Lazard Asset Management「エマージング・マーケット債券」2013.2 p.5
24. 各ETNの資料を参考とした。
25. 経済産業省 産業組織課「LLPに関する40の質問と40の答え」2005.6 p.16
26. 岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」野村資本市場クォーターリー 2014 Autumn p.3
27. Chris Heasman “Trade-Offs in Liquid Alternatives: The Currents beneath the Surface” Lazard Insights 2013.2 p.18
28. SMBC日興証券株式会社「日興マルチ・マネージャー・オルタナティブ戦略ファンド」2015.3 p.1
29. 岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」野村資本市場クォーターリー 2014 Autumn p.5
30. 同上
31. Rich White “Liquid alternatives vs. hedge funds” Benefits_Pro 2014.9 p.26
32. The Yale University “The Yale Endowment 2013” p.11

参考文献

- ・池尾和人『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年5月
- ・大垣尚司『ストラクチャード・ファイナンス入門』日本経済新聞社、1997年6月
- ・岩谷賢伸『米国バイアウト・ファンドの変貌』証券アナリストジャーナル、2006年12月
- ・大澤真『事業再生におけるバイアウト・ファンドの役割』日本銀行金融市場局ワーキングペーパー、2002年10月
- ・山岡浩巳、武田直己、高野裕幸、田村健太郎、山岡正樹『金融イノベーションと金融法制』日本銀行企画局、2005年1月
- ・中嶋啓浩『ベンチャー投資』野村証券金融経済研究所金融工学研究センター、2005年6月
- ・日本政策投資銀行ワシントン駐在員事務所『米国のプライベート・エクイティとメザニン融資』日本政

策投資銀行, 2004.3

- ・ 経済産業省産業組織課『投資事業有限責任組合法(ファンド法) について』経済産業省, 2004.6
- ・ 日本銀行信用機構局『わが国における事業再生ファンドの最近の動向』日本銀行調査季報, 2005.4
- ・ 経済産業省『経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会報告書』2005.12
- ・ 安東泰志, 黒沢洋一郎, 畠山直子『プライベートエクイティ投資の行動原理と市場へのインパクト』証券アナリストジャーナル, 2006.12
- ・ Basel Committee on Banking Supervision “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards A Revised Framework Comprehensive Version” The Bank of International Settlements, 2006.6
- ・ Basel Committee on Banking Supervision “An Explanatory Note on the Basel II IRB Risk Weight Functions” The Bank of International Settlements, 2005.7
- ・ Working Group of the Committee on the Global Financial System, The Bank of International Settlements “The role of ratings in structured finance : issues and implications” The Bank of International Settlements, 2005.1