

## 第 3 部

### 代替投資の再確認 (代替投資の基本方針)

1. 代替投資の定義
2. 配分比率
3. 選択基準
4. リスク管理
5. 定期報告書類

# 1. 代替投資の定義

- 伝統的資産である国内外債券及び国内外株式への中長期投資とは異なるリスク特性をもった資産への投資や、異なる運用手法を採ることにより収益を得ようとする投資
- ① 株式や債券等に、空売りや先物・スワップ取引を組み合わせ、市場収益率の変動をヘッジすることで絶対収益獲得を目指す戦略。(ヘッジファンド等)
- ② 金融先物市場および商品先物市場で売買を行うことで絶対収益獲得を目指す戦略。(CTA等)
- ③ 不動産・ローン・保険契約等、非流動性資産を原資産として組成された証券化商品への投資
- ④ 未公開株式等非上場企業に対する投資
- ⑤ 山林・鉱山など非金融資産への投資
- ⑥ 上記等を組み合わせた複合戦略投資

# (補足①) ヘッジファンド戦略のおさらい

『安いモノ(値上がりしそうなもの)を買って、「同時に」 高いモノ(値下がりしそうなもの)を売る』

## 安いと高いの判断基準

### ① バリエーション - 潜在価値からの乖離

企業業績や財産価値などから算出される株式や債券の潜在価値に対し、実勢価値が上下に乖離している銘柄を見つける

今現在の財産価値  
今現在の利益  
今現在の配当

将来の財産価値  
将来の利益  
将来の配当

公開情報であるため、潜在価値に大きな乖離はない

公開情報を元に将来を予想する。潜在価値の算定には大きな乖離が発生することもある

投資家心理など短期的な需給による乖離(ミスプライス)を見つけることが収益の源泉となる

いかに予想の精度を上げるかが、収益の源泉となる

\*予想を行う材料はあくまでも周知の公開情報である点に注意。  
誰も知らない企業秘密を取得することで利益を上げるのは犯罪!

### ② 理論値からの乖離

本来等しいはずの「モノの価値」が一時的に乖離し、割高・割安な状態を作ること。

ドイツ国債6ヶ月金利とフランス国債6ヶ月金利の差



株式ロングショートだけでなく、クレジット投資などものこのカテゴリー

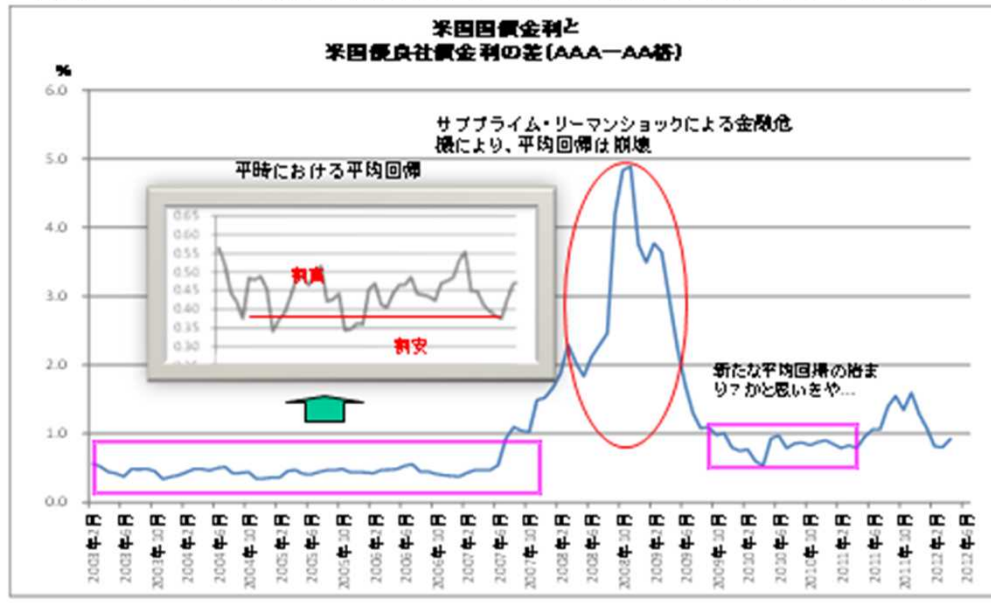
ショートするのは、割高な同種の証券や市場インデックス

本来のアービトラージ(裁定取引)と呼ばれるもの。

株式の合併裁定戦略、転換社債戦略、などもこのカテゴリー

### ③ 平均回帰

過去の一定期間において一定の値幅の範囲で動いているモノを見つけ出し、過去の値幅の平均を上回ったものが高く、平均を下回ったものを安いとみなすこと



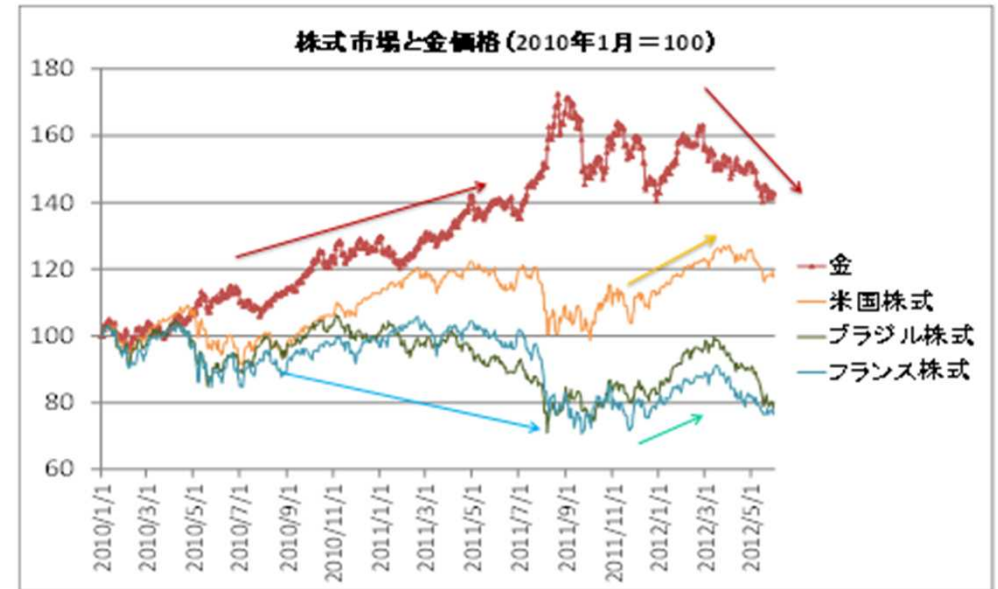
### Mean Reversion

アービトラージとは違い、回帰する水準に明確な理論的根拠はない。

金利戦略やボラティリティ戦略などで用いられることが多い。

### ④ ディレクション

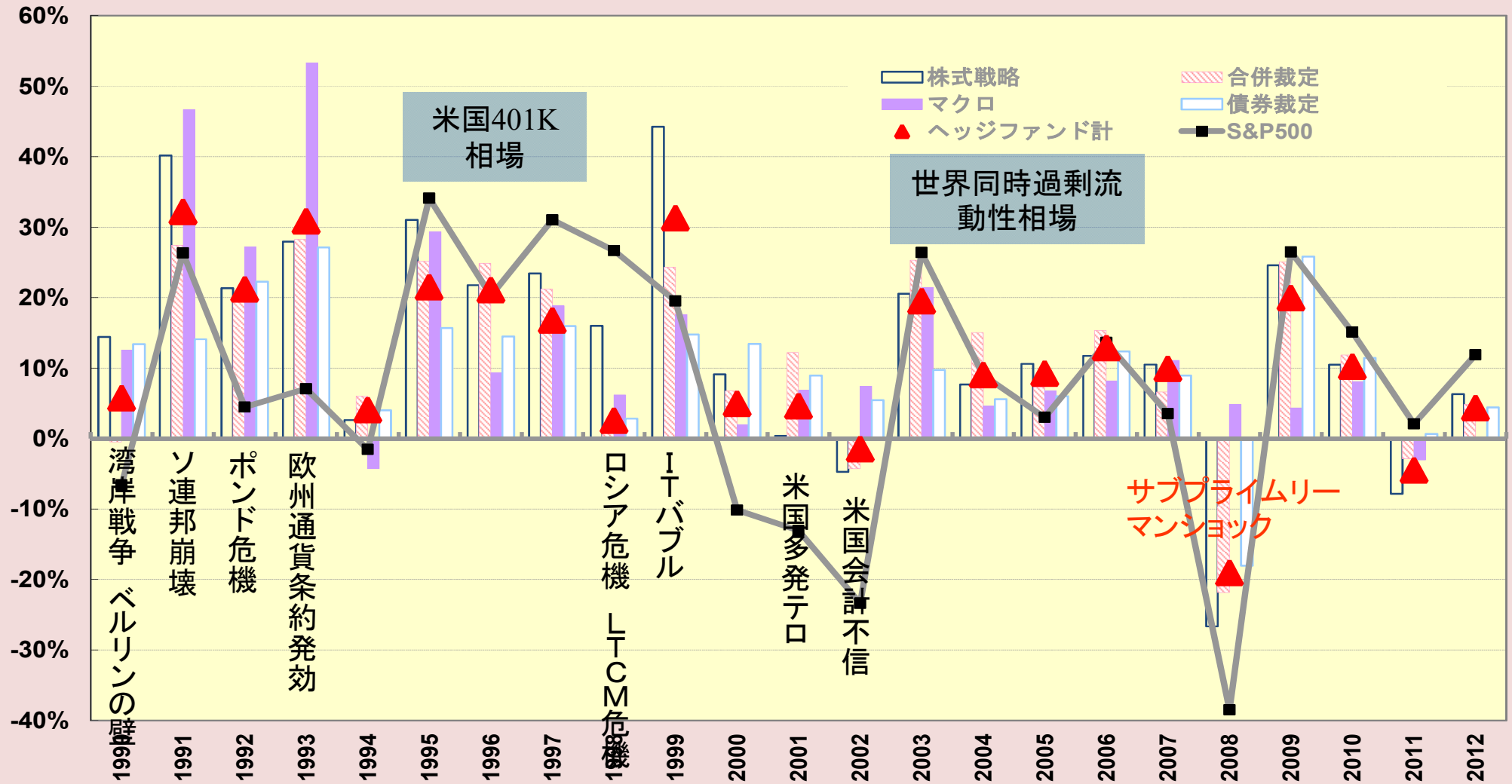
価格の上がるか下がるか、という価格変動性を予想し、上昇余地のあるものを安い、下落余地のあるものを高い、とみなす



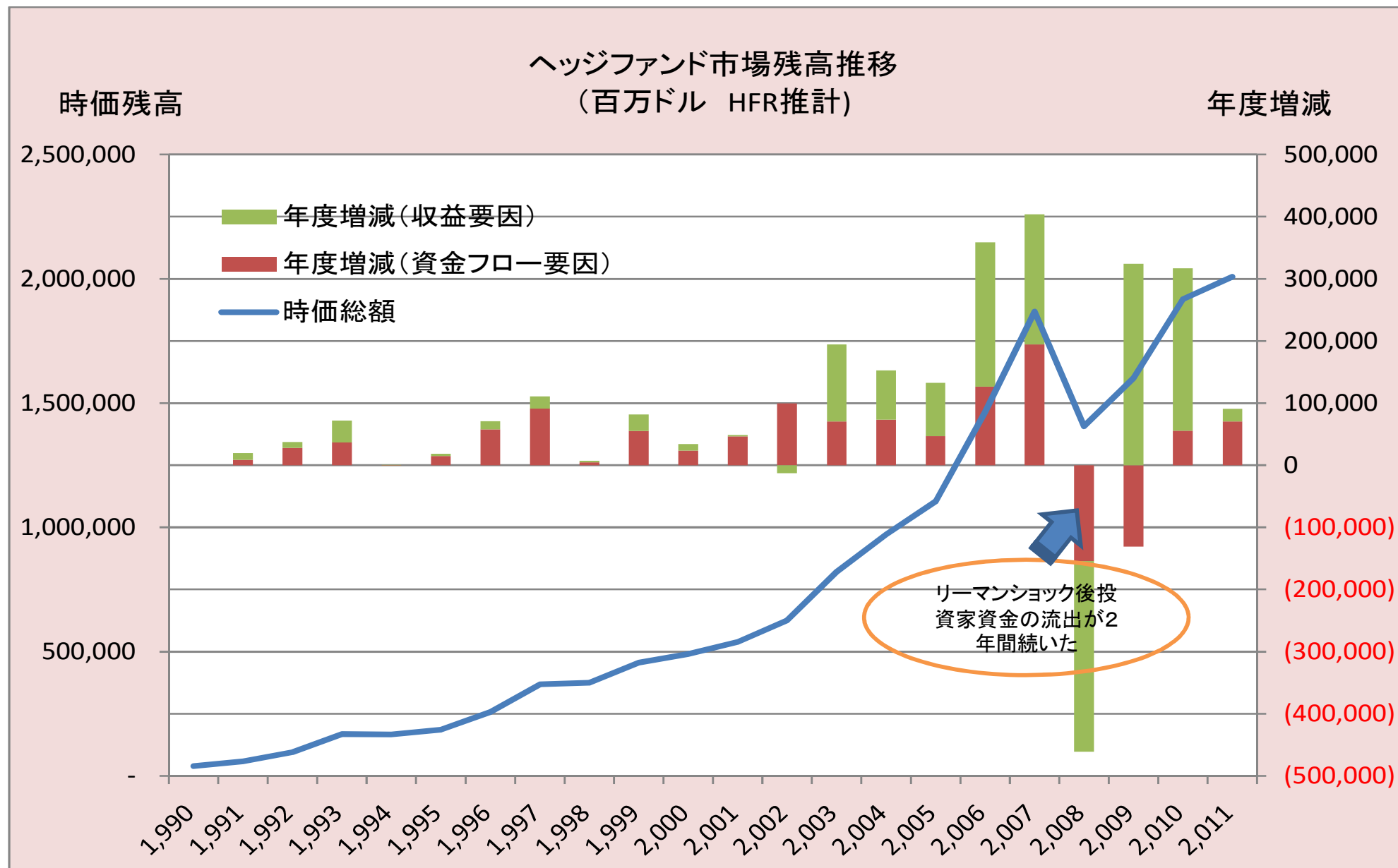
### マクロ・CTA

本来のヘッジファンドとは区別して扱われることも多い。

ヘッジファンドと米国株式の年次収益率  
(ドルベース)2012年は4月まで



(補足③) ヘッジファンド残高の推移



## 2. 配分比率

- 資産全体に対する比率

代替投資組入れの目的と共に、運用基本方針に**上限**を明記する

伝統的資産ポートフォリオの補完⇒上限は全体の30%程度

代替投資を伝統的資産と無相関であるという前提において30%以上はリスク低減効果が発生しない

伝統的資産ポートフォリオと切り離して管理⇒上限は全体の50%程度？

100%ではなぜいけないか？理由は特にないが…

但し、代替投資内での分散が効いていることが大前提。

⇒規模が小さすぎる基金、大きすぎる基金いずれも限界がある？

### 特定の資産の代替

代替する資産を主な原資産とし、市場 $\beta$ についてもプラスの相関を持っているもの単に標準偏差が近いから、といった理由で特定の資産の代替とすることは好ましくない  
特定の資産内での比率は流動性や $\beta$ 特性などを加味して個別判断



## • 代替資産内における分散

### 運用機関の分散

「代替投資を委託する一運用機関」の「年金資産全体」に占める比率  
 伝統的資産運用は市場 $\beta$ に依存(運用能力は補足)するのに対し、代替投資運用は**運用機関の能力**に依存。従って、**運用機関の分散**は伝統的資産運用より重要。  
 上限の目途は20%程度

### 運用戦略の分散

単一戦略においては、運用者の分散効果が効かない場合が多い  
 →マーケットニュートラルショック・クレジットショック etc  
 「年金資産全体」に対し一戦略の比率に上限を設ける。目途は15%程度

### 流動性の管理

代替投資の流動性に留意し、基金のキャッシュフローの変動に合わせ配分比率等を調整できる余地を残す



### 3. 選択基準(1)

- 戦略の採用基準

- 単一戦略において、リターンとリスクの源泉が明確に理解できること
  - 何を買い・何を売るのか
  - 何を基準に高いと安いを決めるのか
  - リスクの源泉となる特定の市場  $\beta$  はあるのか
  - リターンはレバレッジで水増しされているのかいないのか
- レバレッジ
  - レバレッジの使用目的の確認
  - レバレッジおよび想定元本の純資産対比での上限の設定
  - **モニタリングができる数値**で設定する
    - (リスクメトリクスなどの第三者機関の数値による計測値)
    - (監査済の決算書Financial Statement等で事後的に確認できる確定値)
- リンク債券型への特記事項
  - リンクされている戦略リターンの根拠だけでなく、**個別債券としてのリスクや発行コスト**について明確であること
  - **時価の算出根拠**を事前に書面にて取り交わすことができること

### 3. 選択基準(1)

- 証券化型への特記事項
  - 証券化商品のエクイティ投資においては、実質**何倍のレバレッジ**が掛っているかを確認すること
  - 原資産の時価や収益及び金利等の変動が、証券化商品の時価に与える影響を事前に検証すること
  - リファイナンス条項、強制償還条項、償還延長条項などのリスクについて目論見書で確認すること
  
- PE等非流動性資産への投資への特記事項
  - 途中売却条件の詳細を確認すること
  - **超長期の投資**であることに耐えうるだけの情報開示と分散が行われていること
  
- ファンドオブファンズ、マルチストラテジーへの特記事項
  - 個別組入れファンドの選択基準が理解できること
  - **ポートフォリオ全体としてのリスク特性**がモニタリングできること

## 選択基準(2)

- 委託先の採用基準
  - 原則は、国内の信託銀行、生命保険会社、または金商法の投資運用業者が自ら運用を行なうもの
  - または、上記金融機関と資本関係のある海外運用法人が運用を行なう戦略
  - または、上記金融機関が自ら運用を行なうのと同等の受託者責任を持って投資を行うと認められるもの
- 投資信託等のファンド形態での投資においては、投資に係る関係者(サービスプロバイダー)が独立した公正な第三者によって構成されていることが目論見書等によって確認されるもの
  - トラスティ(受託者)
  - アドミニストレーター(事務管理)
    - バリエーションエージェント(基準価格の算出)
  - カストディアン(資産管理)
  - プライムブローカー(取引の決済)
  - オーディター(監査人)
  - 法律顧問
- 米国SEC登録をしているファンドについては
  - 「IARD (Investment Adviser Registration Depository)- 投資顧問登録要覧」で確認できる

- 投資信託や仕組み債券または未公開株式等、市場時価の取得が不可能な資産は、**年金時価の計算根拠および取得先**を明記した書類を事前に取り交わすことができること。
- インサイダー取引等不正行為とみなされる可能性を排除するための**体制整備**が十分であること
- 反社会的行動を排除する基準を有していること

## 4. リスク管理(1)

- 定量的管理

- 月次収益率の変動 ⇒ 過去の平均との極端な差異が発生していないか
- ドローダウン ⇒ 事前に確認した損失管理基準の範囲内か
- レバレッジ ⇒ 事前協議の範囲内か
- キャッシュインフロー ⇒ 運用に支障をきたすようなAUMの変化がおきていないか
- 中期的な収益率の傾向 ⇒ 伝統的資産との相関係数等に大きな変化がないか
- 業界ユニバースとの比較 ⇒ ヘッジファンド指数などと比較し特別に大きな乖離が発生していないか

## リスク管理(2)

- 定性的管理
  - 主要なファンドマネージャや組織に変更はないか
  - 運用会社や関連会社に合併や買収などのイベントが発生していないか
  - 戦略に影響を与える主要市場において規制の強化や変更が行われていないか
  - 特定の銘柄等への集中投資や、事前の説明とは異なった戦略への投資が行われていないか

## 5. 定期報告書類

- 投資開始前の書類
  - 戦略の概要・収益の源泉・リスクの所在を明記したもの
  - 時価の算出根拠及び取得先を明記したもの
  - 解約条件・流動性制限・手数料体系を明記したもの
  - ファンドのスキーム図
    - ファンドの国籍
    - サードパーティの名称とそれぞれの役割
    - 資金フロー
    - ファンド情報の報告フロー
- 投資開始後の書類
  - ファンド目論見書（変更があれば速やかに更新）
  - 四半期末ごとのMarket Value Statement のコピー
  - 直近のファンド決算書（毎年度監査後速やかに更新）



## 6. 終わりに

わからないものには投資しない。

そのためには、何がわからないかを理解する。

そのためには、何をわかっていなければいけないかを理解する。

今回示した代替投資のガイドラインは、これを明確にするための一助。