

## オルタナティブ投資における流動性： 二者択一から統合型へ

**「流動性がある」とは、現在の市場価格に影響を与えることなく、十分なサイズの売買取引を行える状況を指しており、取引のスピードとコストによって、その程度を測ることが出来ます。**

ある市場について、流動性のある、あるいは流動性のない投資を特定することは簡単かもしれませんが。流動性のあるものとしては、米国債、大型株、コンサートを一週間後に控えたビヨンセのチケットなどが挙げられるでしょう。流動性のないものは、ベンチャー株、中規模企業へのローン、クスの大半がすでに揃え終わったサッカーのトレード・カードなどが挙げられるでしょう。この両者の中間に位置するものとしては、小型株や大規模発行でない社債などが挙げられるでしょうが、そもそも流動性は変動します。これらの資産は、バブル形成期やクレジット債が割安な水準にある時には流動性が高いかもしれませんが、状況が反転した時には流動性も低下します。投資家の状況、つまり市場参加者数、投資家の選好、市場の構造、仲介金融機関の在庫を抱える能力、価格の透明性などが資産クラスの流動性に影響します。

2018年9月

ナチョ・モライス  
コンサルタント



投資家のために運用を行う者にとって、流動性は投資をどのように遂行するかに影響します。考慮しなくてはならない点はいくつかあります。

## 流動性プレミアム

既述の通り、一部の資産の流動性は他の資産ほどではありません。それは、投資家の興味が薄かったり、資産自体の規模が小さかったりすることが影響します。例えば、社債の流動性は、格付けがBB以下のジャンク級に格下げされた時点で低下します。なぜなら、その債券を保有する投資家の多くは投資適格という投資における制約を受けているからです。小型の債券は、大口機関投資家が投資を行う際に自分たちの最小投資サイズに満たないことで、投資を行わないことから、流動性が低くなります。さらに、未公開の証券は、公開されているものと比較して、価格や企業の透明性が低く、集約された取引所がないことから、流動性も低くなります。そのため、投資家が一定期間に亘って投資にコミットするには、プレミアムが必要となります。

## 柔軟性

流動性が高いと運用者は、投資家からの解約、投資見通しの変更、ストップロスに抵触したことによるポジションの解消など、あらゆる場面でポジションの売却を行うことが出来ます。そのため、流動性の低い資産へのプレミアム（上乗せ利回り）には、お金の時間価値だけではなく、柔軟性を手放したことによる対価も含まれています。ポジションを解消することに問題がなかったとしても、その際のコストが大きくなることから、運用者にとっては、流動性が低い資産に投資をする際には、高い確信度が必要となります。

## 資産と負債のマッチング

運用者は受益権の発行によって投資家から資金を調達し、プライムブローカーや銀行などを通じてレバレッジを高めていきます。伝統的な投資世界では、レバレッジは全く、もしくはほぼ使わないことから、保有資産の流動性が投資家の解約に対応できるかどうか重要になります。しかし、オルタナティブ投資においては、レバレッジへの対応も同程度に重要となります。

**こうしたことから、オルタナティブ戦略を運用する際に重要なこととして、次のような点が明らかになってきます。**

- 投資家に提供される流動性は、ポートフォリオやレバレッジが解消できる流動性に見合っている必要があります。金融危機以前は、米国を中心に一部の運用者が、取引がなく、価格が見積もりベースで評価される資産に投資をしながら、自由に購入解約が可能でファンドが散見されました。これは次の二つの理由から適切でないと考えています。

- 一つ目は、投資家に提供されている流動性ほど、保有資産の流動性が通常高くなかったためです。
- 二つ目は、投資家は市場価格を反映していない価格で購入解約が可能でした。デフォルトさえも反映されていないことがよくありました。この状況は、既存、購入、解約をする投資家間で利益の相反が生まれることとなります。

- 運用者がレバレッジ型のポートフォリオを運用するとき、レバレッジの調達には、投資家に提供される流動性と同等に重要です。運用者は、プライムブローカーとの間で、レバレッジを使用できる条件がどういったときに変更となるか、交渉が出来るのか、といったことを調査しなくてはなりません。また、複数のプライム・ブローカーと付き合うことも大切です。例えば、ある危機がある特定の資産クラスに大きな打撃を与えるような場合、プライム・ブローカーがその資産に高いエクスポージャーを持っていれば、そのプライムブローカーは資金を引き上げ、運用者の他の戦略にも影響しかねないためです。

- ショート・ポジションを取る場合、ショートに充てる証券の調達と、その返済を求められるリスクに対応することが出来るだけのインフラを整えておく必要があります。

- 既に申し上げたように、流動性は一定ではありません。個別銘柄、資産クラス、投資家のポジションによって流動性は異なります。例えば、インデックスに含まれるか、含まれないかによって、銘柄の流動性は低くなったり高くなったりします。一部の資産クラスの下落によって短期的に流動性が枯渇することもあります。さらに、特定の取引が混み合った場合、流動性は大きく不均衡となることがあり、新たな買い手もしくは売り手がいないことによって、急に流動性が変化することもあります。

市場のポジションが影響した例としては、次のようなものが挙げられます。

2007年8月<sup>1</sup>に市場ニュートラルとする株式のアービトラージ戦略が大幅な損失に見舞われました。マルチ戦略ファンドを含む多くのファンドは、似通ったクオンツ戦略を取って同じようなポジションを持っており、一部の取引でポジションが集中していました。サブプライム住宅ローンによる損失が顕在化していく中で、一部のマルチ戦略はレバレッジ解消を余儀なくされ、保有する最も流動性の高い証券を売却する必要に迫られました。最も流動性が高かったのが株式戦略で、その結果かなりの下落圧力に晒され、ストップ・ロスを招き、それがさらにポジションの解消を迫り、ポジションの流動化に相当なコスト支払い、多くの運用者が損失を被りました。

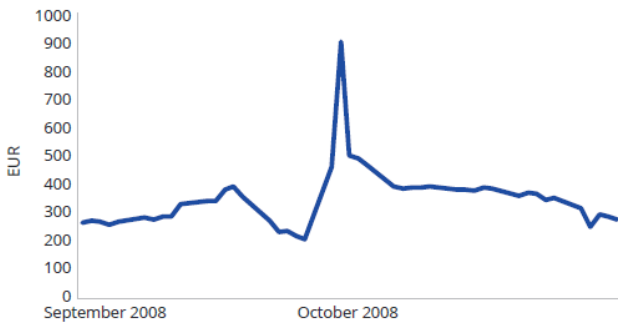
## 株式ニュートラル戦略のヘッジファンド・インデックス



出所：Bloomberg 2007年10月

2008年2月<sup>2</sup>に、ポルシェはフォルクスワーゲンの保有株を31%から43%に高め、さらにオプションで31%の持分を得たことを発表しました。ニーダーザクセン州もフォルクスワーゲンの大株主で、20%の株式を保有していました。そうした状況の中で、フォルクスワーゲン株の空売りは13%に増えており、浮動株式がわずかに6%しかない中で、投資家は買い戻しを迫られました。その結果、ショート・スクイズが起きたことで、フォルクスワーゲンの株価は数日で5倍となり、ほんのわずかの期間ながら、フォルクスワーゲンは時価総額で世界最大の企業となりました。

## フォルクスワーゲンの株価



出所：Bloomberg 2008年12月

1 More about this can be found in Amir E. Khandani and Andrew W. Lo's "What happened to the quants in August 2007?: Evidence from factors and transactions data" (NBER Working Paper 14465, 2008) and Bank of England' Quarterly Bulletin 2017 Q4, page 5.  
2 FT, 27/Oct/2008



流動性ショックによって、価格が大幅に変動することがあり、余力を残しておいて、この場面で投資を実行できるようにしておくことが重要です。

## 状況はどれほど変化したか

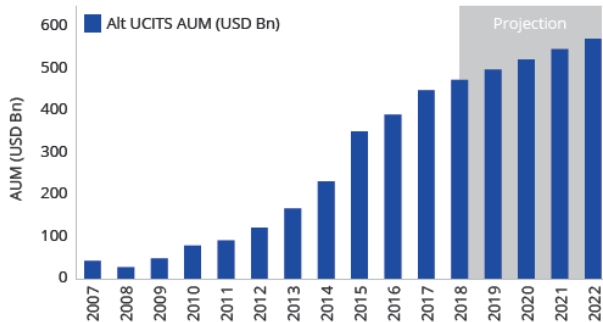
金融危機とそれに伴うイベントによって、運用業界は少し成熟しました。それが特に顕著にみられる点を以下に挙げていきたいと思えます。

一つ目は、オルタナティブ戦略は正当な流動性を投資家に提供するようになりました。以前は、未公開資産（クローズエンド型）と公開資産（月次や四半期の流動性）の戦略の間に違いはほとんどありませんでしたが、今は商品の多様化がみられ、実際の投資商品に沿ったものとなってきています。このことから、オルタナティブ戦略は次のタイプに分類することが出来ます；

## 流動性の高い戦略

マネージド・フューチャーズ、中大型株、CDSや発行額が大きい債券に投資をするクレジット債の戦略などが該当します。多くの場合、これらの戦略は月次や四半期の流動性を持つ戦略となっていますが、UCITSや40 Actといった規制に準拠したもっと流動性の高いものもおおくあります。限られた時間のなかで流動性を確保する必要があるため、これに沿ったレバレッジの制約が設けられています。

UCITSに準拠したオルタナティブ戦略の運用資産額推移（十億米ドル）



出所：Morningstar, BlueBay calculations, as at end-2017

## 中程度の流動性の戦略

これは、月次や四半期の流動性を提供しながら、ゲート条項は限定的にして、事前ノータイス期間を15日から90日持っている戦略を指しています。この条件は、流動性の高いオルタナティブ戦略が誕生するまでは、標準的なものでした。こうした戦略は、株式や発行額の比較的小さい債券、銀行ローンやより流動性の低い証券に投資をしながら、より流動性の高い資産についてはレバレッジを高めることができるような設計となっています。多くの株式のロング・ショート、クレジット債のロング・ショート、イベント・ドリブン、マクロ、エマージング市場戦略はこのカテゴリーのなかに含まれるでしょう。流動性に一定の制約を設ければ設けるほど、よりレバレッジを高め、流動性が劣る銘柄に投資をしたり、中期的に起こりうるイベントに柔軟に投資することができます。

また、典型的な株式や債券戦略には含まれない資産クラスがこのカテゴリーのなかに含まれることとなり、一部のレバレッジを高めたクオンツ、コモディティ、ボラティリティ戦略なども該当するでしょう。

## 低流動性の戦略

これは、四半期の流動性を提供しながらゲート状況が厳しいものや、流動性が年次もしくはそれ以上の制約を持ちながらも、市場流動性がある資産に投資をする戦略を指しています。アクティビストとしての株式投資や、ディストレスト債への投資など一部のケースでは、低流動性にする一方で、長期的な投資が可能になるというメリットがあります。

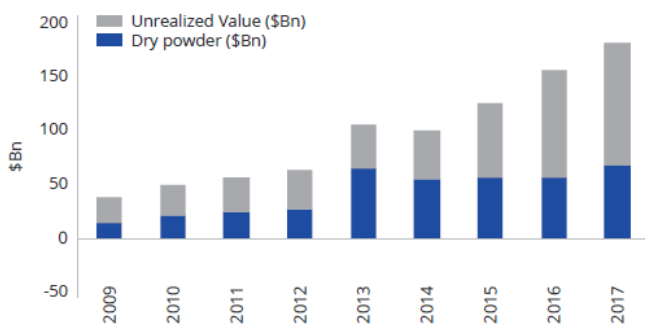
アクティビストとして投資をした場合、突然の下落で株式の保有が難しくなるといったことでは交渉力は弱まり、ディストレスト債の投資においては、債務再編や流動化のプロセスには何ヶ月から何年もの時間を要することがあります。両ケースにおいて、運用者がチャイニーズ・ウォールを越えたり、企業の取締役会や株主委員会に出席したりといった、よりアクティブな行動を取った場合、取引が制限される可能性もあります。他の投資家がディフェンスのポジションを取っている中でオフェンスのポジションを取りたい場合、流動性に制約のある投資家が売りを急がなければならない中で、より強い力を保ちたいと考える場合、こうした流動性の制約が必要となる可能性があります。

しかし、運用戦略での必要性からというケースばかりではありません。投資家の資金を長期に亘ってロック・アップすることで、インカムを得られる資産に投資する場合で、運用資産額を維持することが必要になっています。投資家は運用者に対する信任を失っても解約が遅れる、あるいは資金を必要としているために、より流動性の高いオルタナティブ戦略を解約しなければならない可能性があります。

## プライベート・ストラクチャー

ここには市場性のない証券が対象となります。例えば、プライベート・エクイティ（未上場企業を対象）、プライベート・クレジット（ダイレクト・レンディング）、ベンチャー・キャピタル（テクノロジーやバイオテックをはじめとするスタートアップ企業を対象）、不動産（オフィス、住居、商業施設、ホテルを対象）、インフラ（例えば、民間の高速道やパイプラインを対象）、天然資源（民間企業が保有する鉱山、森林、農地などを対象）などが挙げられます。投資家には、芸術品への投資もこのカテゴリーの中に入れるケースもあります。時間軸は様々で、数年のもの（プライベート・クレジットなど）から10年超のもの（インフラ）まであります。投資の成功率もかなり高いもの（プライベート・クレジットやインフラ）から、それほど高くないもの（初期ベンチャー・キャピタル）など様々です。

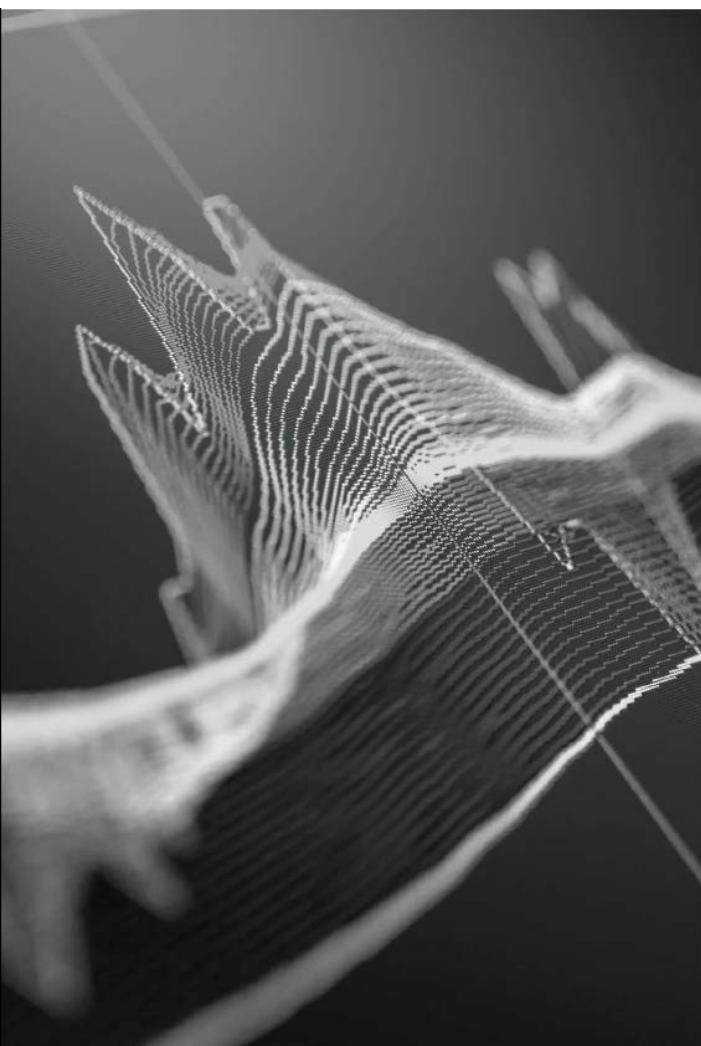
特徴となるのは、コミットメントー引受ー収益の実現というストラクチャーで、投資家は最初の段階でコミットメントの金額を設定し、投資が実行された時に資金を拠出し、収益が実現された時点でそれを受け取る、という体系になります。運用報酬は実現された収益に対して課されます。こうした戦略においては共同投資が頻繁に行われています。



出所：Prequin

## ハイブリッドの戦略

流動性のある証券とない証券を組み合わせたもので、流動性のないものについては、案件のあった時にのみ資金が充てられ、中心は流動性のある証券への投資となります。



二つ目の変化として、何らかのソリューションを目指したアプローチが多くなってきたことが挙げられます。それぞれに違いはあるものの、投資家中心のアプローチが勢いを増しています。これは汎用型アプローチではなく、各投資家に最適な戦略をカスタマイズして提供していく形態を取ります。流動性の高いオルタナティブ戦略への需要の高まりによってUCITSに準拠した戦略が増加しました。投資金額の大きな投資家の多くは、選別姿勢を強めて自分たちに利益とはならない条件については受け入れないという姿勢を強めており、個別アカウントでの運用への選好を強めています。これによって、投資戦略自体の選択肢が広がりました。併せて、以下のような形態での投資も進んできています。

## 共同投資

ある投資が非常に魅力的であっても、ポートフォリオにおいてその投資サイズが適切な比率を超過するとき、運用者はSPVや直接投資といった形態で、投資家に直接の投資を勧める場合があります。一部のケースでは、投資家が投資の取捨選択を出来るストラクチャーになっている場合もあります。

## 個別アカウント

個別アカウントを通して、多くの投資家は個別のポートフォリオを持つことを選択してきました。これによって資産をよりコントロールすることが可能となり、時として投資家のために運用をカスタマイズすることもできます。例えば、よりレバレッジを高くしたり、もしくは低くしたり、もしくはポジションを集中したポートフォリオの構築を行うこともできます。但し、注意しなければならないのは、運用者にとって管理やオペレーション面での負担が増えることで、そのため、多くの投資家には難しいサイズの最小投資金額が必要となります。

個別アカウントはヘッジ・ファンドのプラットフォームにもなり得ます。多くの投資家からの小額投資を集め、そのプラットフォームの提供者がコントロールの役割も果たすことになります。

両ケースにおいて、顧客が平等に扱われるという高いレベルでのコンプライアンスが維持されることが重要で、いかなる場面においても優遇が発生しないようにしなければなりません。

三つ目の変化は、オルタナティブ戦略と伝統的な戦略の境界線が、かつてないほど曖昧となっているという点です。特に株式投資においてはファクター・モデルについて十分なリサーチと改善がされてきたことで、シンプルな商品はコモディティ化が進み、最終的に「スマート・ベータ」としてまとめられました。ファクターに対するエクスポージャーだけを提供する戦略においてはコストの効率化が広まり、オルタナティブ運用においては、簡単に真似が出来ない戦略で価値を高めることが求められるようになりました。

伝統的な投資家向けに、デュレーション管理やマクロ・オーバーレイといったオルタナティブな手法を伝統的な戦略に取り入れた戦略も増えています。二者択一のアプローチから統合型のアプローチへと移行してきてきているといえるでしょう。これまではオルタナティブ投資と伝統的な投資とは一線を画してきましたが、これらを総合的にみて、アルファとベータを切り替えながら、確信度に応じてポートフォリオに反映させていく段階にきているとみられます。

当然、こうした動きは流動性にも影響を及ぼすでしょう。ファクターに基づく投資でのポジションの集中が、個別銘柄レベルから戦略全体へと変わり、ポートフォリオの流動性を分析する際には、レバレッジを使用するような投資手法は、こうしたことに意識的である必要が出ています。

四つ目の変化は、投資家はファンド・スキームにより高いガバナンスを求めようになりました。2007年から2008年にかけての金融危機で、一部のファンド・スキームは悪用される可能性があることが明らかになりました。多くの投資家は扱いが平等ではないと感じ、それ以降、厳格なスキームが要求されるようになりました。費用やポートフォリオの保有銘柄について高い水準の透明性を求めることは一般的になりました。UCITSのようなオンショア・ファンドというスキームが増えているトレンドは、厳格な法律に則ったものであることを確実にするためでしょう。オフショアでは、投資家は議決権を持つことを求め、投資家の合意無しに運用者が出来ることを制限しようとしています。

このことによって、ファンドの取締役会の構成も変化しました。多くのファンドは運用者にとっての「イエスマン」を取締役に据えることが通例となっていました。運用者及びその他のサービス・プロバイダーに対して厳しいチェックを行い、ファンドの責任者として投資家に説明責任のある、運用者から完全に独立した人物を取締役とするケースが増えています。そのため、ファンドの取締役に対するデューデリジェンスも増加しています。概して、投資家がファンドの所有者として中心に位置し、運用者は投資方針に基づく裁量を持つものの、あくまでファンドのサービス・プロバイダーの一人として責任を持つ立場にあるという構造に変化しています。投資家の利益を守る法的な枠組みの守備範囲は広がり、それによって投資家からの信頼は高まり、運用者が市場のストレス時に投資家の利益とはならない決定をする可能性を低減することになると考えています。

最後の変化は規制環境です。これが最もニュースに上ったトピックでしょう。2006年6月にアメリカ証券取引委員会（SEC）委員長のウィリアム・ドナルドソン氏の功績であった、ヘッジファンドはSECの規制下に置かれるとするルールが控訴審で覆されたことは皮肉でした。2004年にさかのぼると15以上の投資家を持ち、運用資産額が30百万米ドルを超えるヘッジファンドはSECに登録しなければならないという決定に対する決定について、SECの委員会でも意見が分かれました。2006年のルールでは、SECは権限を超えたことをしていると明記されました。その後、SECが権限を失う中で、ファンドではなく投資家が最終責任を負わなければならないという決定がなされることが、想定されました。金融危機以前の世界では、こうした免責が議論を呼ばなかったことも違和感はありませんが、新規制のもとでは、運用資産額が100百万米ドル（プライベート・ファンドのアドバイザーであれば150百万米ドル）を超えるファンドはSECに登録を行わなければならないとなりました。EUのAIFMD（2011年に施行）、MiFID II（2014年に施行）、米国のドッド・フランク法（2010年に施行）は、2007年から2008年のグローバル金融危機及びそれがもたらした深刻な結果を最小化するために、設けられた主要な規制です。これらが目指すものの中には以下のようなことが挙げられます。

- 投資家保護の強化。特に金融商品の一般投資家保護
- 新たな監督機関を創設し、監督当局がより効率的な行動、予備的措置、決定が行えるように、市場の透明性を高めるなど、システミック・リスクを軽減する
- 国際基準を統一化し、協力体制を強化する

金融市場のように相互関係で成り立つ経済システムにおいて、金融危機は、ひとつの資産クラスから次々に不安が連鎖することが明らかとなりました。投資家層や資金調達源の集中によって、売り圧力、資金調達が制限されることによる流動性の低下、それに伴う価格の下落というストレスが生まれます。先にも述べたように、流動性の差が明白となり、このリスクがボラティリティと投資機会の双方をもたらすという注意喚起を促しました。マルチ戦略におけるひとつの戦略の損失が解約のきっかけとなり、その他の戦略、特に流動性の低い資産にとって大きな売り圧力となることが分かりました。これによって、2007年にクオンツ運用は崩壊しました。

ひとつの戦略による損失で圧力を受けたプライム・ブローカーは、全戦略で厳しい融資制限を設けるかもしれない、これによって全く関係のない戦略を運用するファンド・マネジャーも制約されることになりかねません。こうした要因をファンド・マネジャーは十分な流動性を保ち、適切なストラクチャーのなかで、カウンターパーティを分散することで軽減することが出来ます。

流動性に関して、これまでとは違う所にいることが明らかとなっています。システミック・リスクを回避するための対応は取られていますが、現在の規制の枠組みの中で銀行が在庫を抱えることは難しくなっており、市場のショック時に隙間が生じるかもしれません。市場は異なる流動性の資産に対応するように様々なスキームを用意していますが、投資家やレバレッジの提供者と約束した条件に従った流動性を持った運用を行うことは、運用者の最終的な責任になります。

## ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） / 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） / 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、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、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。