

流動性のはしご：最適な一段を選び、リスクを計る

年金運用がリターンが得られにくい環境に直面し、また一部の確定給付型年金（DB）は十分な運用資金の確保が難しい状況にもあるなか、伝統的な投資の枠組みを超えて、利回りを得ることの重要性が増しています。

オルタナティブ投資は、分散をもたらすと同時に、伝統的な投資商品からは得られない非流動性プレミアムによる恩恵を享受しやすい投資手法であると考えます。

年金業界がリターン獲得のための環境変化に順応するなか、ポートフォリオの流動性に対する見方も発展させる必要があると考えており、その結果、確定拠出型年金（DC）としての年金基金におけるオルタナティブ投資の役割は、より標準的なものになると考えます。

2019年6月



ナチョ・モライス
コンサルタント

流動性 (Liquidity) : 資産を現金化するための力

非流動性プレミアム (Illiquidity premium) : 一定期間内でポジション解消を行う能力を手放す代わりに市場参加者が求める上乗せリターン。

パート1 : 流動性の基本

流動性を階層式のはしごに例えるのであれば、発行から間もない米国債は、多大なポジションであっても多くの場合はほとんど影響なく手仕舞うことができるため、流動性リスクはほとんどなく、はしごの最も低いところに位置すると言えるでしょう。

はしごを数段登った先には、比較的時間総額が小さい株式や周辺国市場の株式のような、出来高が少ない上場証券が位置しています。

はしごの最上階に位置するのはプライベート資産です。これらは不動産やインフラ、ダイレクト・レンディング、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、芸術品や他の収集品にまでおよび、組織立った市場で取引されていないあらゆる資産を含みます。

これらの分野の大半は、洗練された投資家に浸透していると言えますが、芸術品等はキャッシュ・フロー創出力やバリュエーションの主観性が不足している点で機関投資の対象とは通常見なされません。

流動性を階層式のはしごに例えるのであれば、プライベート資産は最上階に位置する一方で、直近に発行された米国債ははしごの最も低いところに位置すると言えるでしょう。

異なる資産の流動性の違いと、その結果生じる非流動性プレミアムには複数のファクターが作用しています。

- ・ **資産の種類** - 多くの場合、株式の方が社債よりも流動性が高いと言えます。一般的に各企業が発行する株式の種類は一つですが、社債には複数の銘柄が存在するためです。
- ・ **取引場所** - 多くの市場参加者を引き合わせる集中型の取引所では、二者間の取引と比較してより豊富な取引量を確保することができ、結果としてより良い値付を得られる可能性が高まります。
- ・ **取引のサイズ** - 最適なスポットを探る作業となります。市場では、最小限の手数料、あるいは取引単位に関する取り決めを設けることで、一定の規模を下回る不経済な取引となる場合に備えることがあります。一方、特に流動性が低い時期など特定の状況下においては、一定の規模を超えて取引する方がより高つく場合があります。
- ・ **市場参加者の数** - 参加者が少なければ少ないほど、流動性は低く、非流動性プレミアムが高まります。
- ・ **マーケットメーカーの在庫保有能力** - 直近の規制では、投資銀行がマーケットメイクを行っている最中に在庫として資産を保有することに制限を設けています。つまり、取引が執行される時、在庫資産が規制の対象として見なされることを避けるため、相手方を確保できている方が好ましいということです。
- ・ **一般的なリスク選好** - これは動的なファクターであり、流動性及びそのプレミアムが変動する理由を説明しています。市場の変動性が高まる時、とりわけそれが下方であった場合、保有している資産の見た目上のリスクが高まるために、投資家が資金を引き揚げることがあり、その結果流動性が低下することがあります。

パート2：ポートフォリオ構築に与える影響

投資家が流動性に取り組むための最良の方法は、資産負債管理（ALM）を通してであると考えます。しかしながら、これは「言うは易く行うは難し」です。

問題は、負債計画に不確かさがつきものだという点です。投資家はそれぞれ異なる要件を持っているためです。

ファンドがある資産に投資をする時、マネージャーは資産が提供する流動性を十分に認識する必要があります。ファンドは一般的に以下二つのうちいずれかの形式を取り、それぞれが異なる流動性上の意味合いを持ちます。

1. クローズドエンド型 - ファンドのポートフォリオが現金化されたとき、それにより得られた資金が事前に定められた規則に沿って投資家に還元される形式で、投資家は通常、初期段階で資本をコミットします。場合によっては、恒久的な資本となる場合があります。

2. オープンエンド型 - 事前に定められた手続きに従う限りにおいて、新規投資家の買い付けと既存投資家の換金を受け付けるファンド形式です。

クローズドエンド型ファンドにとっての重要な条件は、返済スケジュール、及び（もしあれば）定期的な分配です。

オープンエンド型ファンドにとっての主な変数は、日次から複数年にわたる設定・解約の頻度と、事前の通知期間、換金可能額の上限など、付随する罰則等です。

クローズドエンド型は、資本のコミットメントにおいてより厳しい規制を有するため、クローズドエンド型のファンドマネージャーは、非流動的な投資機会を活用できる余地が比較的大きい一方で、オープンエンド型ファンドマネージャーはより慎重に物事を進めなくてはなりません。

オープンエンド型のファンドマネージャーは投資家の換金希望に応えると同時に、ポートフォリオのバランスを保つため、十分な現金を保有する必要があるだけでなく、投資家の追加・解約に使用されるポートフォリオの価値が、市場の執行価値を真に反映した姿であるよう、流動性の高い資産を保有する必要があります。

加えて、借入金や借入資産を用いたレバレッジも事を複雑にする要因となります。マネージャーは、貸し手が資本及び資産の返済をいつ求めることができるか、もしくはいつ貸し借りの条件が変更される可能性があるかを把握し、それらの要求に応える必要があるからです。

上記の例として、「ショート・スクイーズ」があります。多くの投資家がある株式のショート・ポジションを保有しているとき、株式が買い戻される、もしくは株価が上昇する現象が発生した場合、それらのポジションがストップロスに達します。これを受けて、ショート・ポジションの保有者が、流動性の低い環境下でポジションをカバーするための買い戻しを試み、結果として、株の上昇が加速し、投資家の損失はさらに拡大します。

問題は、負債計画に不確かさがつきものだという点です。投資家はそれぞれ異なる要件を持っているためです。



パート3：オルタナティブ投資で流動性を利用する

年金計画において流動性を考慮する際には、再び状況が変わってきます。一般的に、年金ファンドは負債支払開始までより長い残存期間を有し、組織内の年齢構成次第で状況は大きく変わってくるためです。

受益者は年金資産を他のプランへ移行することが許されている場合もあるため、このような自由な設計も年金制度の複雑さに拍車を掛ける要因となっています。

また、確定給付型年金（DB）と確定拠出型年金（DC）の間の違いも特筆すべきでしょう。

重要な違いの一つとして、DB制度のスキームは約束された年金支給とスポンサー企業のバランスシートに密接に結びついていることが挙げられ、投資判断は自ずと過去の運用結果に依存することとなります。

英国に興味深いケースがありました。2012年に英国政府が自動登録型の年金制度を導入したことをきっかけに、とりわけ若い労働者の年金制度加入が進むことになりました。スポンサー企業の財務と年金基金の運用結果を切り離す必要性とが相まって、DC制度への移行の動きが加速する結果となりました。

受益者は年金資産を他のプランへ移行することが許されている場合もあるため、このような自由な設計も年金制度の複雑さに拍車を掛ける要因となっています。

流動性のインパクト

流動性の観点からすると、DB主流の環境から、DCが一般的な選択肢となる環境への移行は、以下二つの理由により、受益者にとっての負担を伴うと言えるかもしれません。

1. 英DC市場では、一般的に日次流動性を提供する投資オプションが選好される傾向にあります。
2. 年金を提供する金融機関の間で年金資産の移換に応じる必要性があります。

一つ目のポイントに対しては、現在のDC制度により流動性の低い資産を組み込む手法につき、英国政府が既に専門家と協議を始めており、中期的には柔軟性に富んだ投資ソリューションが生まれることが期待できるでしょう。

加えて、英国では中期的な集団型確定拠出年金（CDC）制度への取り組みが初期段階にあります。これらの制度はオランダにおける既存の仕組みと概ね同様に設計されており、給付額の（保証ではなく）目標額を設定しながら、制度そのものとスポンサー企業の資産を分離させる、DBとDCの中間的なソリューションとして期待されています。



非流動性の力を生かす

年金制度では、定年退職前に年金資金を受け取ることが不可能であるため、受益者の強みの一つとして持久力が挙げられます。

オルタナティブ投資の主な特徴とも言える、非流動性資産への投資は、この持久力を活用する一つの手段となるでしょう。現在、年金制度の規制当局に求められていることは、受益者がオルタナティブ資産が提供する非流動性プレミアムによる恩恵を受けられる仕組みをつくることです。

流動性は複雑で、複数の層から成る問題であり、投資家は、運用者による関連リスクの監視及び管理手段を十分に精査する必要があります。ポートフォリオの分散やリターンを平準化を図るため、多様な資産クラスから成る投資戦略を実行する際、マネージャーはポートフォリオが（投資家や現金、借入資産の状況など）全体の資金構築状況に見合った構成となっていることを確かにする必要があります。

仮に流動性リスクが高まり、投資家に解約制限を設ける場合、運用者は投資家に対して積極的に、また透明性を持って開示をしなければなりません。本来であれば、法的書類に明記されるべきですが、解約制限を設けることで、資産の急落を防ぎ、結果的に災い転じて福となす、こともあります。しかしながら、これは投資家の権利を制限することになります。

複雑なテーマであることから、ファンドの取締役会や他のコーポレートガバナンス機能が重要な役割を担う必要があります。完全に独立し、ファンドマネージャーの単なるイエスマンではない社外取締役と、議決権の存在が非常に重要であるのは、このような理由からです。

今日の低金利環境下において、伝統的な国債から得られるリターンは限定的であることから、オルタナティブ資産への投資がより人気を集めているほか、銀行による融資限度額の制限強化を背景に、ダイレクト・レンディングの機会が拡大していることも相まって、流動性を考慮する重要性はより一層高まっています。

UCITSなど、流動性の高いファンドの枠組みの中でオルタナティブ戦略が組み込まれる場合、マネージャーはどのような投資ツールを用いてトレードを行うか検討する際、より流動性に重きを置く必要があります。

またより流動性が低いファンドの場合であっても、仮に取引の是正をしたと思ったとき、流動性の低い投資ツールを選択していれば、マネージャーは自由を奪われることとなるでしょう。いずれにせよ、流動性の高いプロダクトを運用する上で最優先すべきは、投資家へのコミットメントの遵守と考えるとえます。

流動性は複雑で、複数の層から成る問題であり、投資家は、運用者による関連リスクの監視及び管理手段を十分に精査する必要があります。



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%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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（2019年6月27日）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。