

【2009年オルタナティブ投資アンケート集計結果】

グローバル金融危機とオルタナティブ投資の動向

～バーゼルⅡ改定等の意識調査を踏まえて～

2009年9月
大和総研 コンサルティング本部
菅野 泰夫

大和総研
Daiwa Institute of Research

オルタナティブ投資アンケート結果

2009年度オルタナティブ投資アンケートについて（概要）

- ◆ 全国の年金基金（厚生年金基金、企業年金基金、共済年金等の公的年金）及び金融法人（都市銀行、信託銀行、地方銀行ⅠⅡ、信用金庫、信用組合、労働金庫、生保・損保）を対象にオルタナティブ投資状況についてのアンケート調査を実施（2009年6月15日～7月17日）。
- ◆ アンケートの内容は以下の項目。（全54設問）
 - ✓ ①オルタナティブ投資全般について
 - ✓ ②メザニン投資状況について
 - ✓ ③ヘッジファンド投資状況について
 - ✓ ④不動産投資状況について
 - ✓ ⑤プライベートエクイティ投資状況について
 - ✓ ⑥クレジット・ストラクチャード投資状況について
 - ✓ ⑦エマージング株式（BRICs等）について
 - ✓ ⑧リアルアセット投資（不動産を除く）状況について
- ◆ 注目されてきたメザニン投資（優先出資証券、劣後債等）として独自のアセットクラスに分類（昨年からの変更点）

業態		合計	回答	回答率	送付対象詳細
年金基金 (うち公的年金)		1034 (13)	254 (1)	24.6%	全国の厚生年金基金、企業年金基金、公的年金(共済年金等)
金融法人	都市銀行、信託銀行、政府系等	21	9	42.9%	全国の都銀(5行)、信託(7行)、その他銀行(3行)、政府系金融、系統上部(6行)
	地方銀行	108	34	31.5%	全国の第一地銀(64行)、第二地銀(44行)の合計108行
	信金、信組、県信連、労金	197	69	35.0%	全国の信金、信組、県信連、労金 ※信金、信組は預金量がそれぞれ1500億円、1000億円以上を対象
	生保、損保	20	13	65.0%	全国の生命保険(11社)、損害保険(9社)の合計20社
	不明、その他	—	3	—	不明分及び運用機関
	合計	346	128	37.0%	
全体合計		1380	382	27.7%	

今回アンケート結果における視点（まとめ）

1. 低金利時代に一世を風靡した「オルタナティブ投資」需要の更なる低下

- 年金基金のヘッジファンド、REIT投資が遂に減少に転じる。更に、金融法人のヘッジファンド、不動産ファンド、PEファンド、証券化商品に対する投資は前年に続き大幅に減少。一方、メザニンの増資引受先として期待される年金基金では若干のアペタイトを確認。

2. 年金基金に広がる「簿価評価」、「ハイクーポン（利回り）」投資選好

- 年金基金では「インフラ投資」、「不動産私募ファンド」、「プライベートエクイティ」の投資選好が進んでいることを確認。一方、金融法人では「コモディティ」の投資選好が高い。

⇒年金基金に進む“直利志向”、ヘッジファンドで得られなかった真の分散効果を期待。

3. 金融機関の金利リスクは更に拡大、当局の規制強化への懸念が高まる

- 金融機関では国債運用への回帰、固定住宅ローン、保証協会付ローンの増加により、金利リスクが増大し、アウトライヤー基準抵触行は増加が進む。⇒当局の規制強化に対する懸念が高まる。

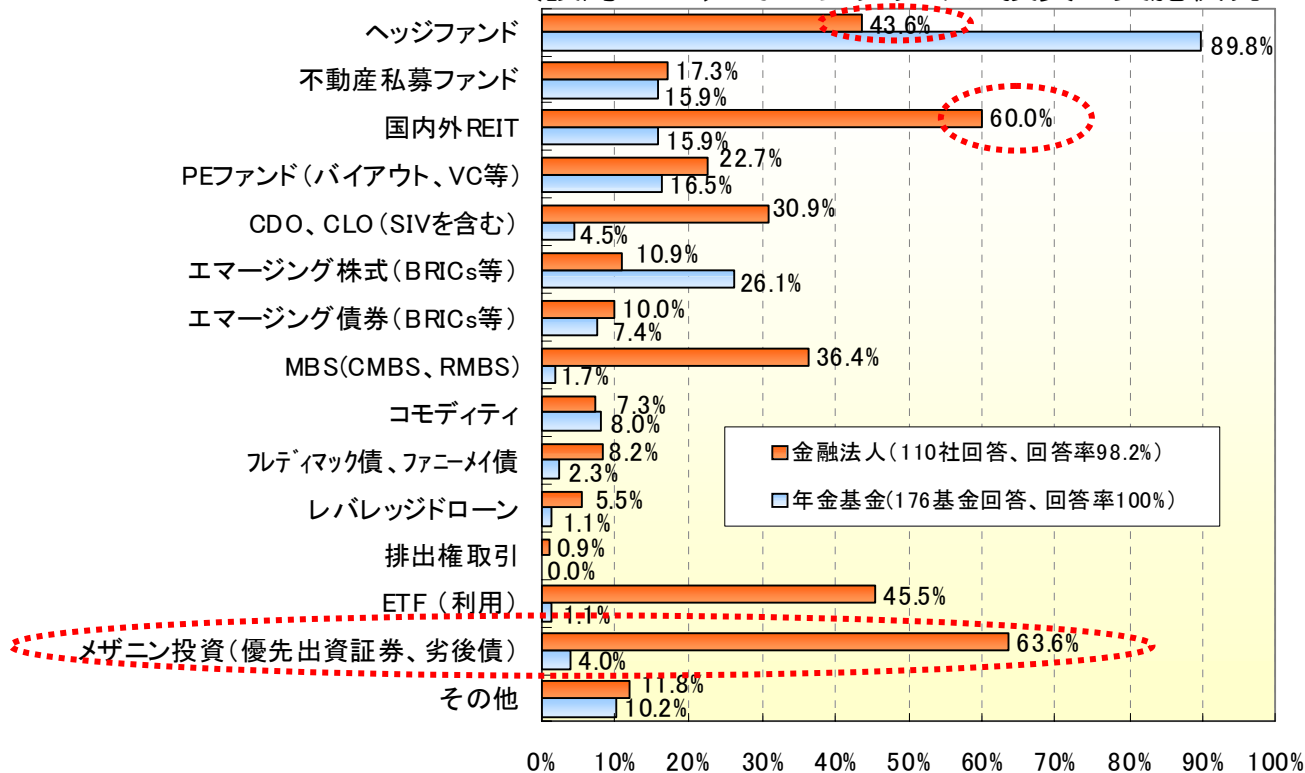
4. バーゼルⅡ改定に対する意識調査

- 銀行に対する一連の規制強化（①自己資本比率引き上げ、②コアTier1の導入）に対しては、実質的に増資等が困難な地域金融機関からの懸念が強い。

2009年7月 大和総研オルタナティブ投資アンケート結果 (設問2-3) 現在どのようなオルタナティブ商品に投資をしていますか

金融法人では「**メザニン投資（優先出資証券、劣後債等）**」の比率が63.6%に達しており、地域金融機関を含めて幅広く採用されている様子が窺える（下図参照）。また「**国内外REIT**」（60.0%）が、昨年度（75.5%）より比率を大きく減少させている。

(設問2-3) オルタナティブ投資の実施状況



(出所) 大和総研

(設問2-3) 現在どのようなオルタナティブ商品に投資をしていますか 主要商品別投資動向の前年度比較

- ◆ **金融法人**の構成比をみると、「**ヘッジファンド**」(前年比マイナス15.9%)、「**不動産私募ファンド**」(同マイナス12.5%)、「**国内外REIT**」(同マイナス15.5%)、「**プライベートエクイティ**」(同マイナス12.4%)と軒並み2年連続、構成比率が落ち込んでいる。
⇒既存ファンドの解約、ファンド投資向け予算の削減を進めた結果。
- ◆ **年金基金**の構成比をみると「**ヘッジファンド**」(前年比マイナス1.8%、26件減少)、「**REIT**」(前年比マイナス9.0%、21件減少)等、オルタナティブ投資として比較的流動性が高い資産の解約が目立った。
⇒一貫して増大してきたオルタナティブ投資に対する意識がネガティブに転じる傾向強まる。

(設問2-3) 主要商品の前年度比較 (オルタナティブ投資実施状況)

金融法人 項目	2007年		2008年		2009年		2007年/2008年	2008年/2009年
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	構成比増減	構成比増減
ヘッジファンド	63	63.0%	56	59.6%	48	43.6%	-3.4%	-15.9%
不動産私募ファンド	38	38.0%	28	29.8%	19	17.3%	-8.2%	-12.5%
国内外REIT	80	80.0%	71	75.5%	66	60.0%	-4.5%	-15.5%
プライベートエクイティファンド	43	43.0%	33	35.1%	25	22.7%	-7.9%	-12.4%
CDO、CLO(SIVを含む)	47	47.0%	46	48.9%	34	30.9%	1.9%	-18.0%
エマージング株式(BRICs等)	12	12.0%	14	14.9%	12	10.9%	2.9%	-4.0%

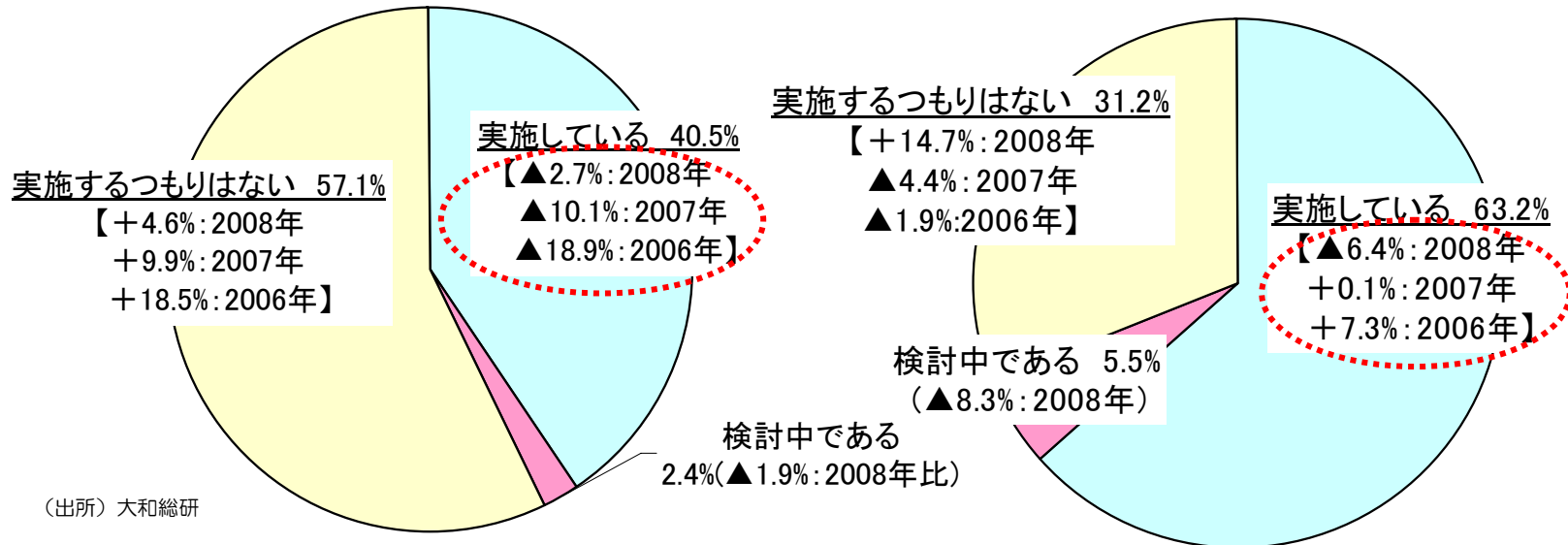
年金基金 項目	2007年		2008年		2009年		2007年/2008年	2008年/2009年
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	構成比増減	構成比増減
ヘッジファンド	152	93.8%	184	91.5%	158	89.8%	-2.3%	-1.8%
不動産私募ファンド	27	16.7%	30	14.9%	28	15.9%	-1.7%	1.0%
国内外REIT	39	24.1%	50	24.9%	28	15.9%	0.8%	-9.0%
プライベートエクイティファンド	15	9.3%	28	13.9%	29	16.5%	4.7%	2.5%
CDO、CLO(SIVを含む)	10	6.2%	10	5.0%	8	4.5%	-1.2%	-0.4%
エマージング株式(BRICs等)	26	16.0%	39	19.4%	46	26.1%	3.4%	6.7%

(出所) 大和総研

ヘッジファンドの今期の投資スタンス①

(設問4-4) 金融法人では「実施している」が40.5%となり、比率としては昨年度から-2.7%減少、更に「実施するつもりは無い」が+4.6%増加の57.1%となり、昨年から引き続き新規投資は停滞している様子が確認された。また年金基金は「実施している」(63.2%)が、昨年度から-6.4%減少、更に「実施するつもりは無い」(31.2%)が+14.7%増加し、アンケート開始以来始めて「実施している」が減少に転じた。

(設問4-4) ヘッジファンドの実施状況

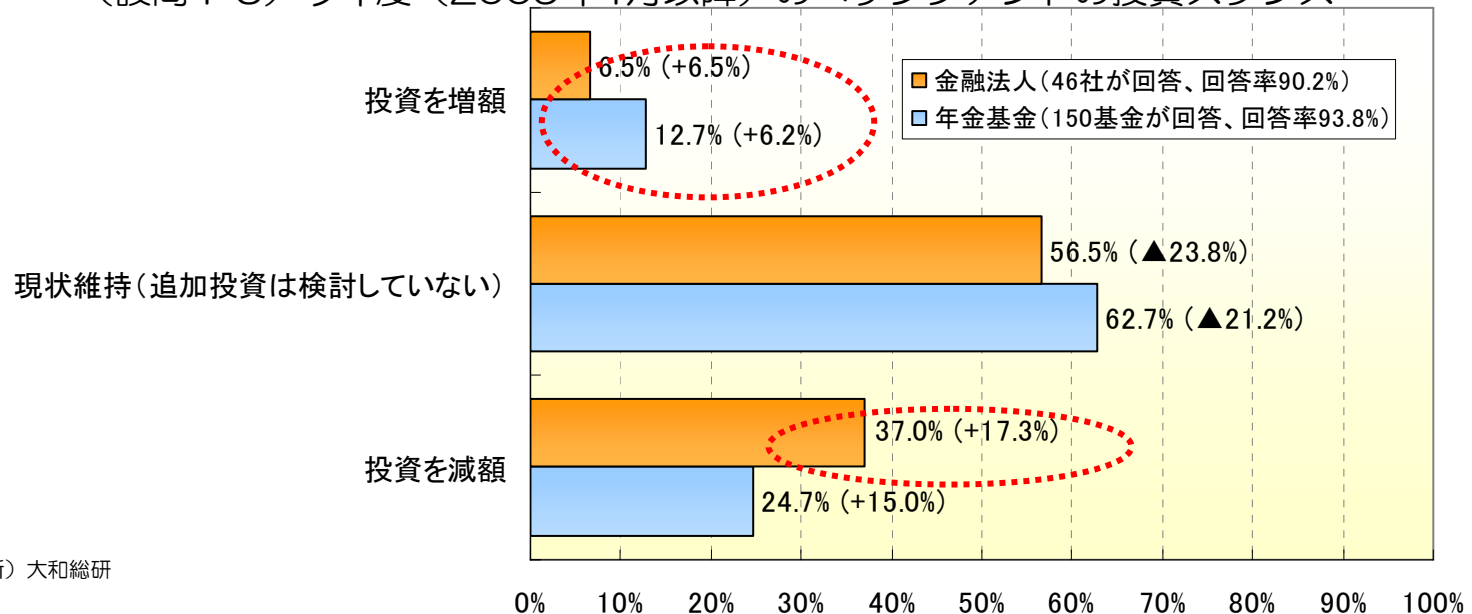


(出所) 大和総研

ヘッジファンドの今期の投資スタンス②

(設問4-5) 年金基金、金融法人ともに「投資を減額」(金法：37.0%、年金24.7%、それぞれ前年比プラス17.3%、15.0%)が大幅に増加、「投資を増額」(金法：6.5%、年金12.7%、それぞれ前年比プラス6.5%、6.2%)を大きく上回る結果となった。寄せられた意見の中には、“失望して売却しようとしたが解約制限に抵触し、未だ解約出来ていない”等のコメントもあり、今後もヘッジファンドにとってネガティブな傾向は続く可能性が高い。

(設問4-5) 今年度(2009年4月以降)のヘッジファンドの投資スタンス



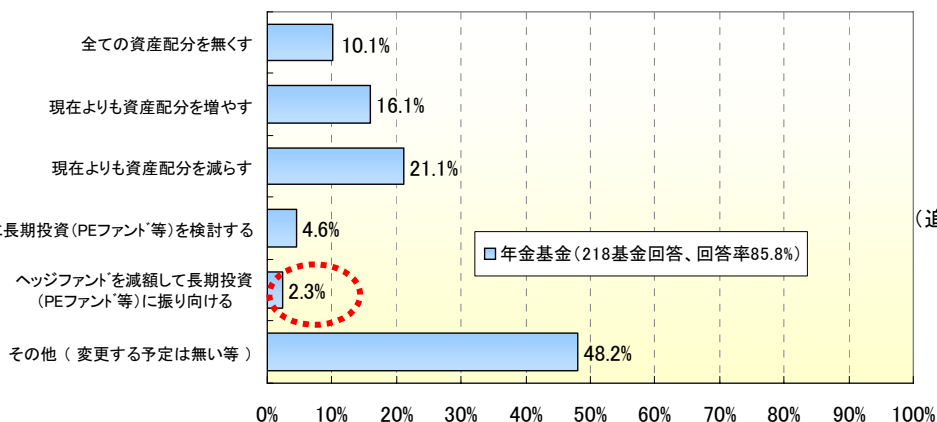
(出所) 大和総研

プライベートエクイティファンドの投資スタンス

EVITADAマルチプルの低下

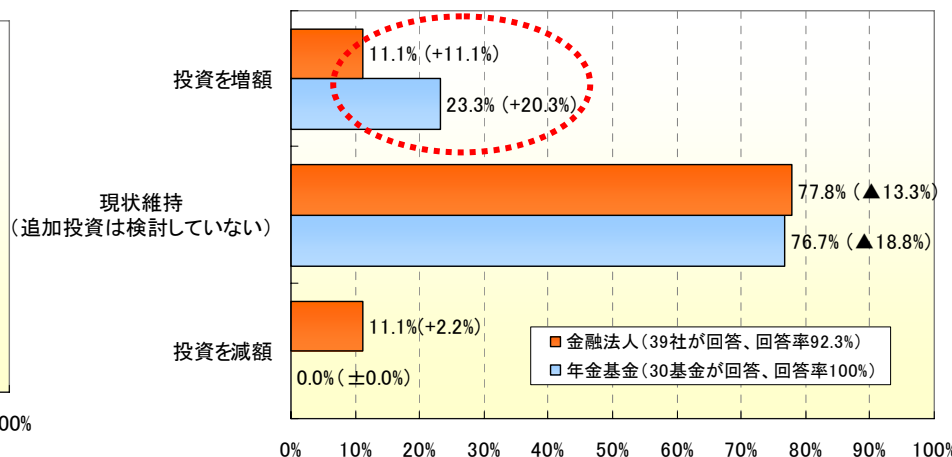
- ◆ 2005年以降、ファンドによる買収が活発化し、2006年から2007年上期にかけては、EBITDAマルチプル（EV/EBITDA倍率）が8倍から最高20倍程度にまでなるなど、買収金額が高騰。⇒2005年と2006年に設立したバイアウトファンドでは、出口達成率が低下し、一部の国内大手買収ファンドが解散する状況。しかし、現状では昨今の金融環境の大幅変化から、買収金額がEBITDAマルチプル3~4倍程度に低下している。
- ◆ 政策資産配分の大規模な変更は無いが、ヴィンテージイヤーとの認識から、PEへの投資意欲は増加傾向にある。

（設問2-6）政策資産配分におけるオルタナティブ投資スタンス（年金基金のみ対象）



（出所）大和総研

（設問6-5）今年度（2009年4月以降）の、プライベートエクイティの投資スタンス

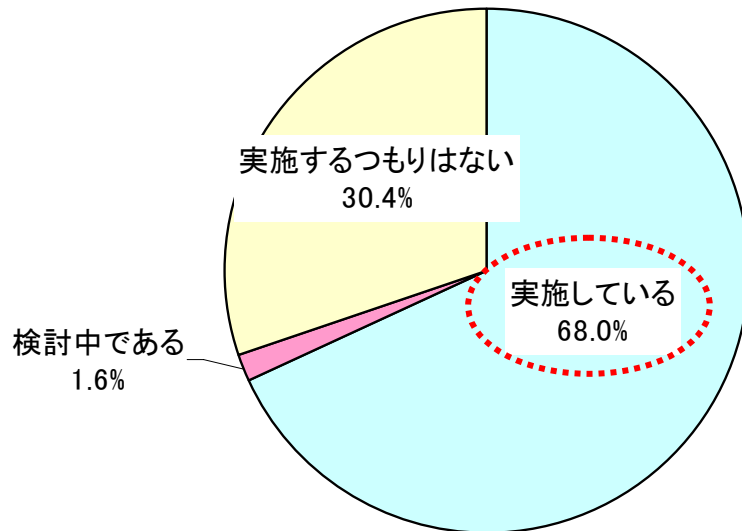


メザニン投資の実施状況

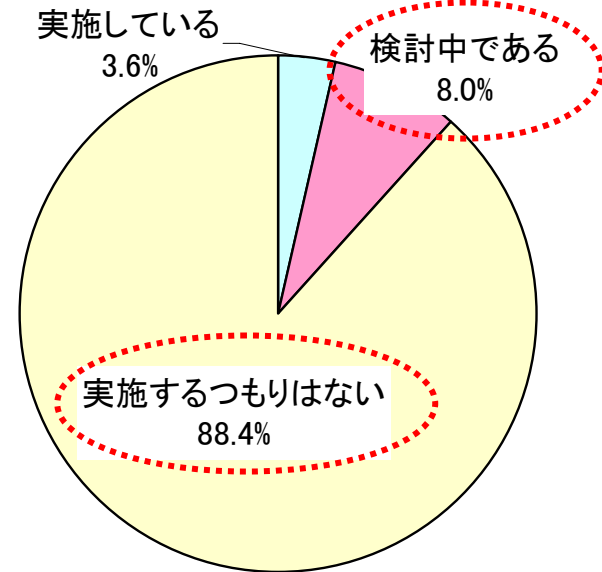
(設問3-1) メザニン投資を「**実施している**」と回答した比率が金融法人68.4%、年金基金3.6%と両者には非常に大きな格差があり、年金基金ではまだ投資が一般化していない状況が鮮明となった。しかし年金基金では、「**検討中である**」も8.0%と一定の比率を集めており、今後、投資選好が高まる可能性もある。

(設問4-4) メザニン投資（優先出資証券、劣後債等）の実施状況

金融法人（回答数125、回答率97.7%）



・年金基金（回答数250、回答率98.4%）

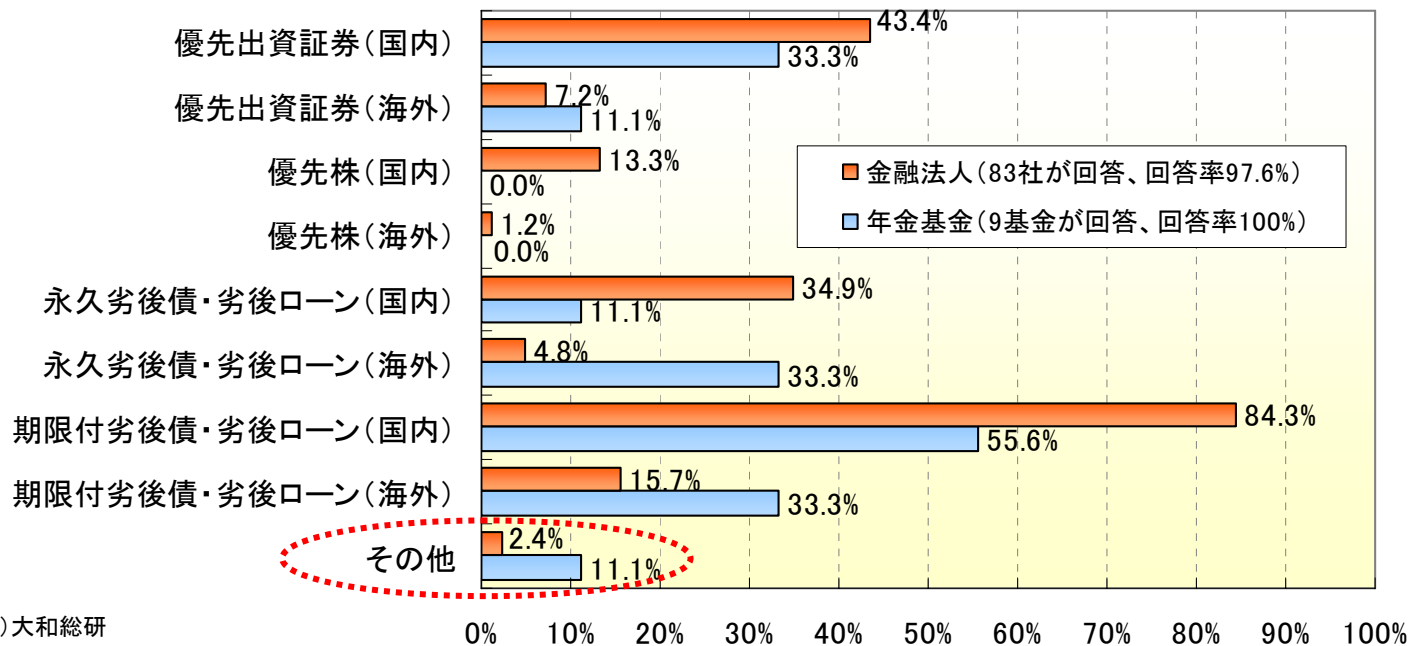


(出所) 大和総研

メザニン投資の選択状況

(設問3-2) 図表はメザニン投資の実施状況を示すが、一般的な「**期限付劣後債、劣後ローン(国内)**」(金法:84.3%、年金:55.6%)が双方とも上位を占めた。双方とも、利払いが他のメザニン投資よりも優先され、相対的にクレジットリスクが低いLower Tier2に投資が集中している状況である。また「**優先出資証券(国内)**」(金法:43.4%、年金:33.3%)も次いで高率の投資状況となっている。

(設問3-2) メザニン投資の選択状況



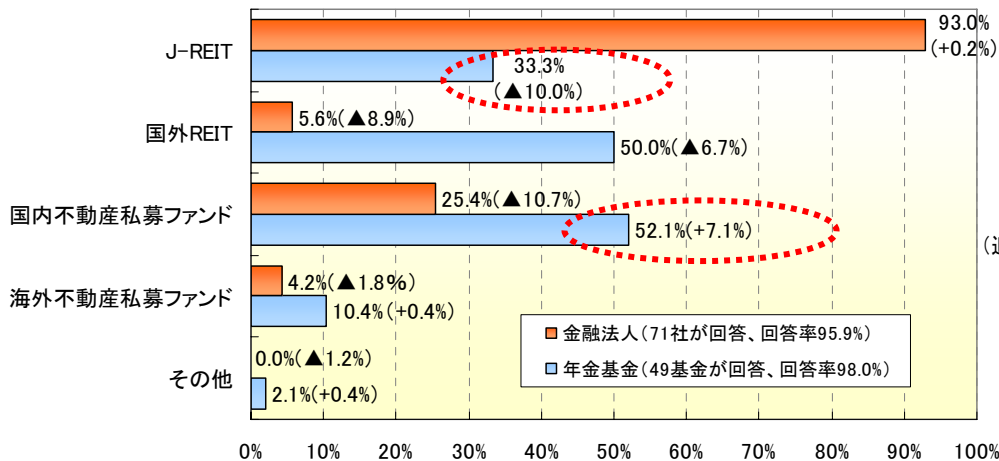
(出所)大和総研

不動産投資の選択状況と今後のスタンス

～年金基金の私募不動産投資へのシフトが鮮明に～

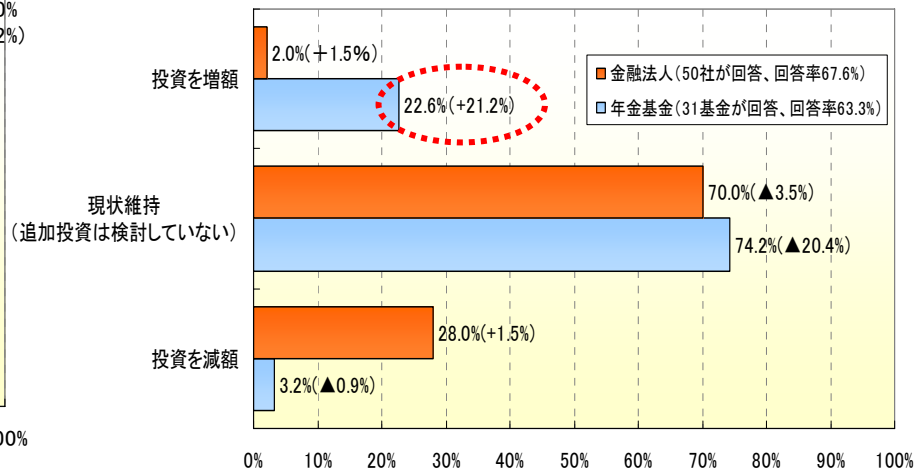
(設問5-3) 年金基金では「J-REIT」(33.3%)が前年比マイナス10.0%、「**国外REIT**」(50.0%)が前年比マイナス10.7%と縮小する一方、「**国内不動産私募ファンド**」(52.1%)は前年比プラス7.1%、「**海外不動産私募ファンド**」(10.4%)前年比プラス0.7%と長期投資へシフトする姿勢が鮮明に示された。一方、金融法人は「J-REIT」(93.2%)が前年から増加(+0.2%)しているのみに止まり、他の項目の投資比率は総じて減少している様子(つまりJ-REITに一極集中)が鮮明となっている。

(設問5-3) 不動産商品の選択状況



(出所) 大和総研

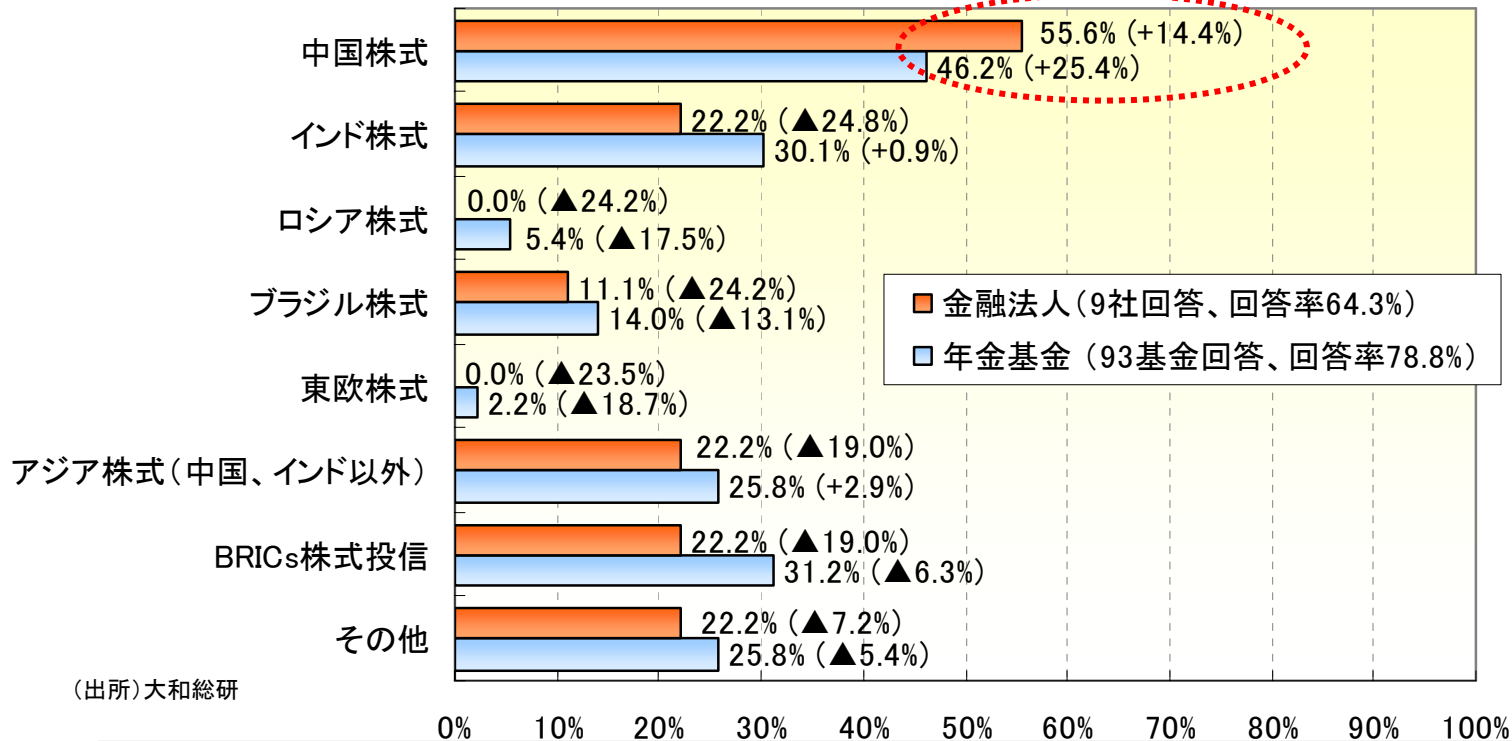
(設問5-5) 今年度(2009年4月以降)の不動産私募ファンドの投資スタンス



エマーシング株式の検討状況

(設問8-2) 軒並み多くの項目で、昨年度より比率が減少する中、注目すべきは「中国株式」(金法:55.6%前年比+14.4%、年金:46.2%前年比+25.4%)の大幅な比率の上昇。正に中国一極集中の様相を呈する結果となった。

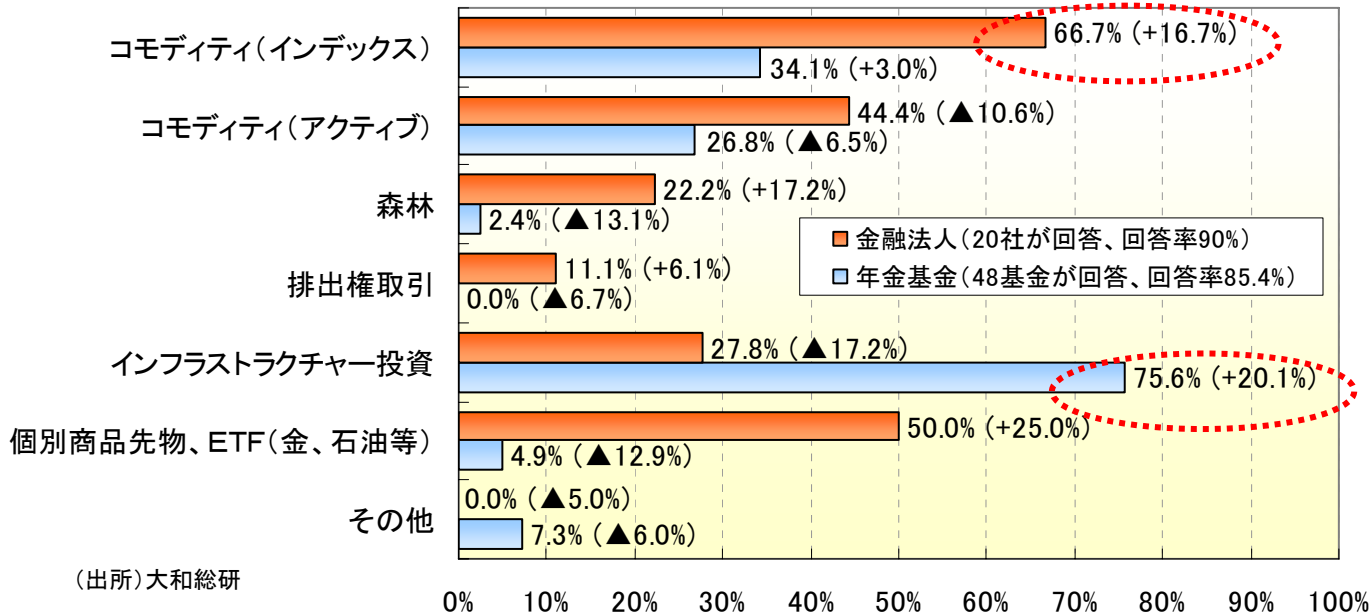
(設問8-2) 検討しているエマーシング株式 (括弧内は前年比)



リアルアセット投資（コモディティ、インフラ、森林、排出権等）の検討状況

（設問8-2）年金基金の「インフラストラクチャー投資」が前年比プラス20.1%と大きく上昇していることは注目される。特に欧米の年金基金がインフラ投資専門のアセットクラスを策定したり、専門家を配置するなど本格的な投資クラスとしての認識をしていることも後押しする一因。一方、金融法人は、「コモディティ」が66.7%（前年比+16.7%）、「個別商品先物、ETF（金、石油等）」が50.0%（前年比プラス25.0%）とやや市場型商品に偏った選好になっていることが指摘できる。

（設問8-2）検討しているリアルアセット投資



(出所)大和総研

当局の規制強化とそれに伴う金融機関のリスク管理体制の変化

地域金融機関で今起きていること

①保証協会保証付ローン、住宅ローンの急増（低流動性リスク）

- 一連の金融危機により、安全資産への回帰で増加し続ける預金量の増加も背景。
- 期間収益追及による、安易な金利リスクの上昇。

②株式、外債、証券化商品（有価証券運用）の償却、国債への回帰（金利リスク）

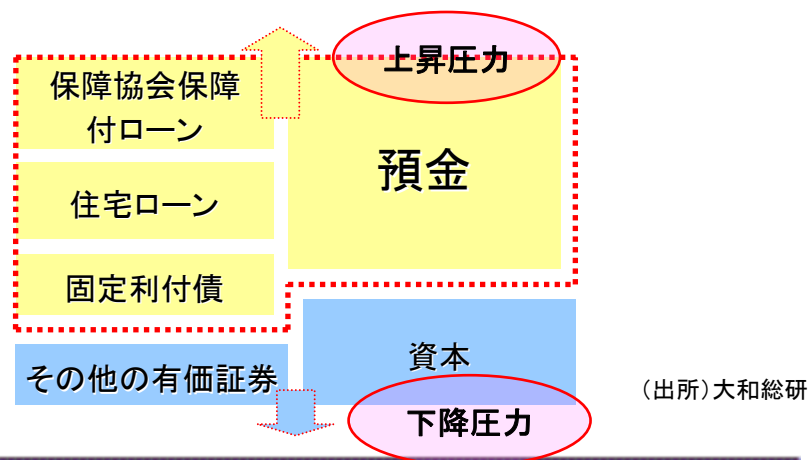
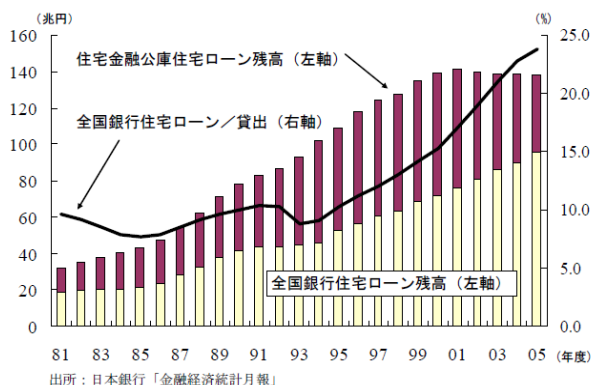
- 順イールドを活用した、期間利息をもとにする収益源泉への回帰。国債、事業債等のプレーンな運用にシフトし、数年かけてコツコツと収益を積み重ねて相殺するしか手立てが無い。
- 株式、外債クレジット等の高リスク商品への投資はストップ。収益金利リスクの過剰な積み増しは、期間収益の減少、リスク量を低下

③自己資本増強にむけた早期の対応（信用リスク：自己資本比率規制）

- 証券化商品の規制強化によりオフバランス化は困難。新発のメザニン（劣後債、優先出資証券等）の乱発により需給がタイトニング。

④金融当局、日銀からの検査の対応方法の検討（実務的リスク）

(図表1) 全国銀行の住宅ローン残高推移



金利規制について～有名無実化したアウトライヤー規制～

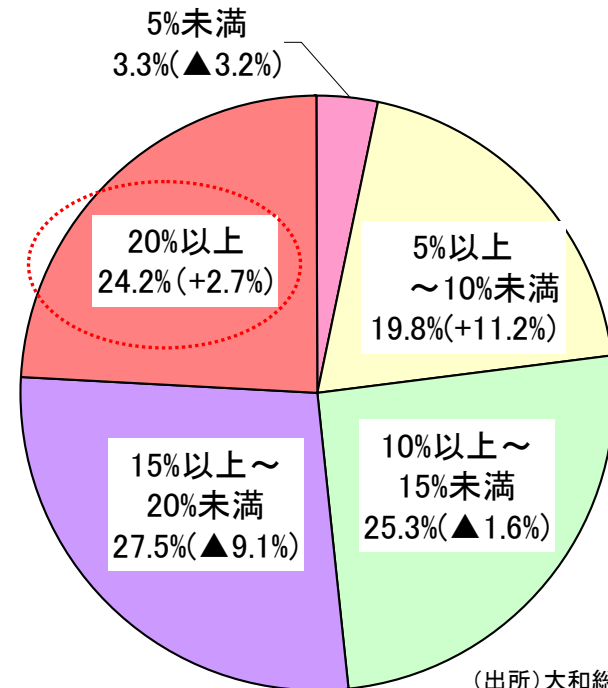
◆ アウトライヤー規制関連の当局介入は足元では少ない模様

- 多くの信金、信組でアウトライヤー規制対策が弛緩。再度、国債傾斜の有価証券投資を招来している。
- ⇒ アウトライヤー規制が有名無実化している状況下で、昨年は金利リスクへ傾斜した投資がベターだった。
- 国際的な規制で、地域金融機関までターゲットにした画一的な規制にはなっていない。なぜ日本だけが全金融機関一律に規制の網をかける必要があるのか、との声も。

◆ 計測手法統一化の問題

- 例えば開示内容を見ても、ファンド投資、自己資本控除資産等で計測手法がバラバラ。⇒ **アウトライヤー比率がマイナスの信金も出現**
- “当局からアウトライヤー比率に抵触した先に正式に業務改善命令等が一度も発生された形跡がないため、30%～40%程度までアウトライヤー値は許容範囲”との意見も寄せられている。(2009年DIRオルタナティブ投資アンケート)

(図表) アウトライヤー比率の水準 (%)
2009年アンケート



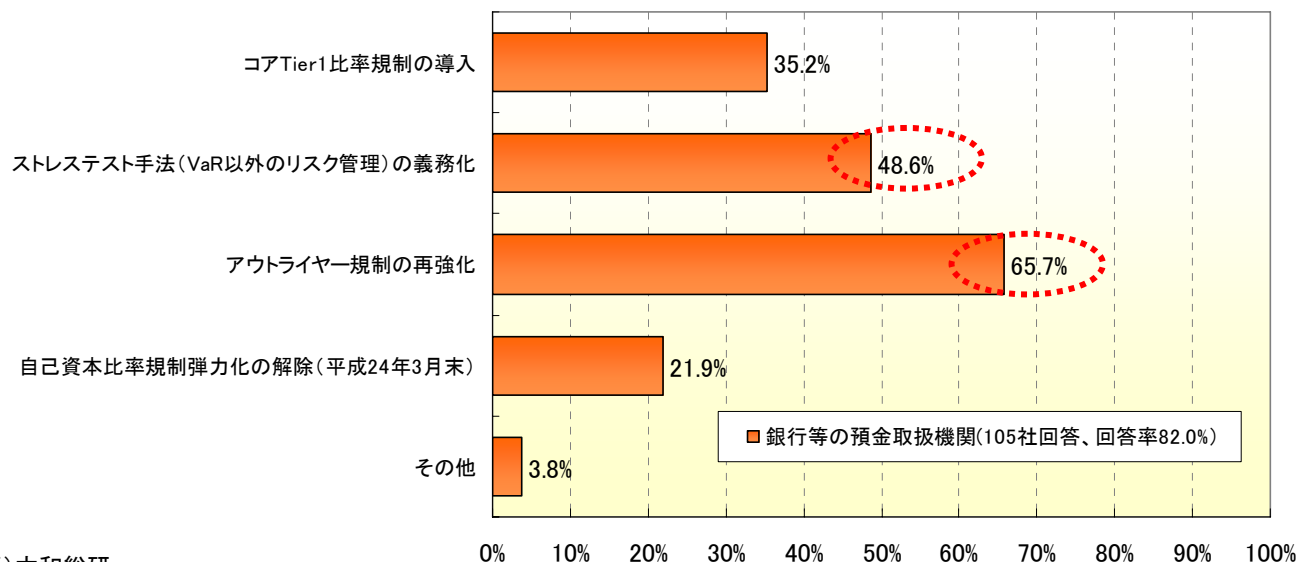
※「銀行、信金等の関係者」の91が回答。

オフサイトでは規制強化の方向も一部で見られる

金融当局が実施する規制変更・強化において懸念される項目

(設問2-9) 「アウトライヤー規制の再強化」の比率が65.7%と過半数を超えた一方、「自己資本比率規制の弾力化解除」は21.9%に留まり、資本規制（バーゼルⅡ）に関する内容でも両者の間には認識に差が生じた。特に当局のオフサイト検査では、金利リスク量の高さを指摘される金融機関も増加している可能性もあるが、今後、アウトライヤー基準（金利リスク量が自己資本の20%以下）に関しては注視が必要になる可能性もある。また「ストレステスト手法（VaR以外のリスク管理）の義務化」も48.6%と2番目に高い比率に達した。昨今、米国のストレステスト(SCAP)を受けて、我が国当局でも実施を義務付ける動きが生じており、各金融機関の関心の高さが窺える。

(設問2-8-②) 我が国、金融当局が実施する規制変更・強化の中で懸念される項目



(出所)大和総研

金融機関のプロシクリカリティ対応

～2009年4月2日、金融安定化フォーラム提言～

①自己資本比率の引き上げ（バーゼルⅡの改定）

- ◆ 具体的に何％に設定するか、Tier 1・2のどこで反映させるか、など様々な意見があるが、10%、12%という数値が国際会議で議論されている。異常時の水準引き下げは、金融庁、日銀ともに「想定対象ではない」と否定的。国際会議でも「不況時の引下げ」という発想はない模様。不況時でも最低8%水準は堅守される方向。
- ◆ 国際基準行（8%ルール）を諦める銀行も。いずれにせよ、バーゼル委員会が本年末までに取り纏め、来年、金融安定理事会（FSFを再編）へ諮問する流れ。

②レバレッジ比率規制（名目バランスシート）

- ◆ 自己資本比率規制に加えて、リスクウェイトを考慮しない単純な名目ベースの自己資本/総資産（実際には逆数となる）の下限を定める。

③マーケットリスク改定、ストレス状態におけるVaRの算定

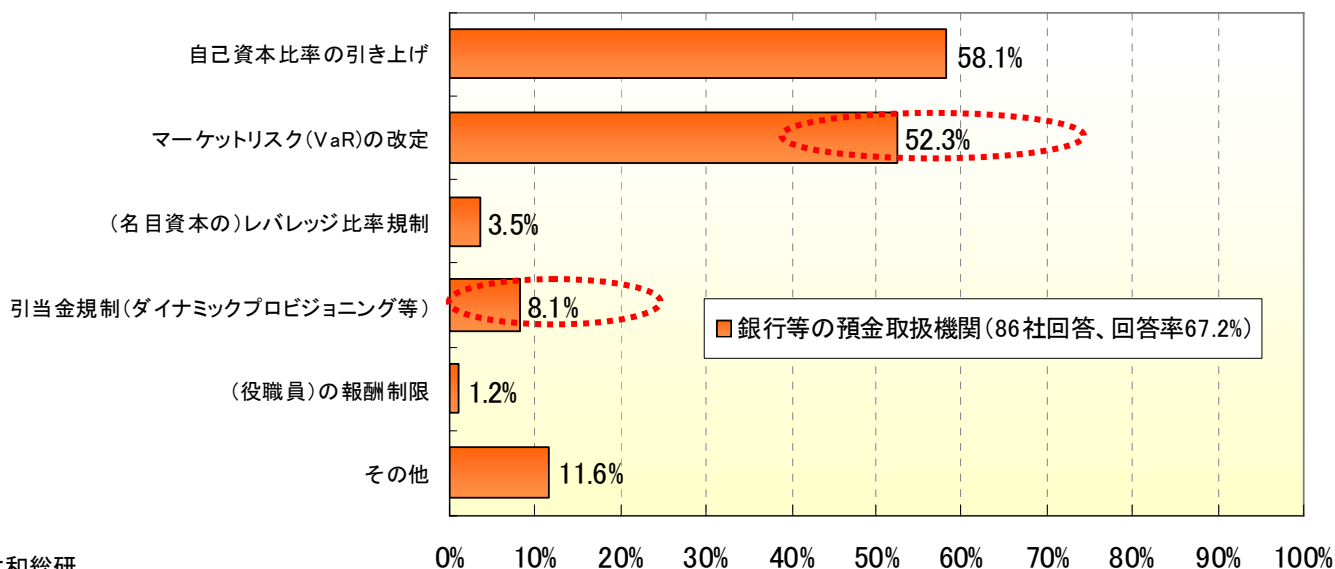
- ◆ 景気循環的なVaR（十分にシクリカルで統合的なデータ）に基づいた所要自己資本額推計の依存を低下させる。
- ◆ 最低所要自己資本額を上回る資本バッファの十分性を検証するため、ストレステストの実施の義務化（第2の柱ガバナンス強化）。

リスクコントロール無きバランスシートの膨張は、今後導入が予定されているプロシクリカリティ対応規制に順応できない。

プロシクリカリティ対応の導入により懸念される項目

(設問2-8-①) 「自己資本比率規制の引き上げ」の回答が58.1%と最も高い比率を示した(図表2-8-①参照)。自己資本比率規制の変更は、当面は国際基準行(自己資本比率8%基準)のみ対象となる可能性が高いが、多くの金融機関でも関心が高いことが確認された。また「マーケットリスク(VaR)の改定」も52.3%と高率となった。金融危機以降、現行のVaRによるリスク管理は限界があることが多くの金融法人で強く認識されている模様。

(設問2-8) プロシクリカリティ対応の導入により懸念される項目

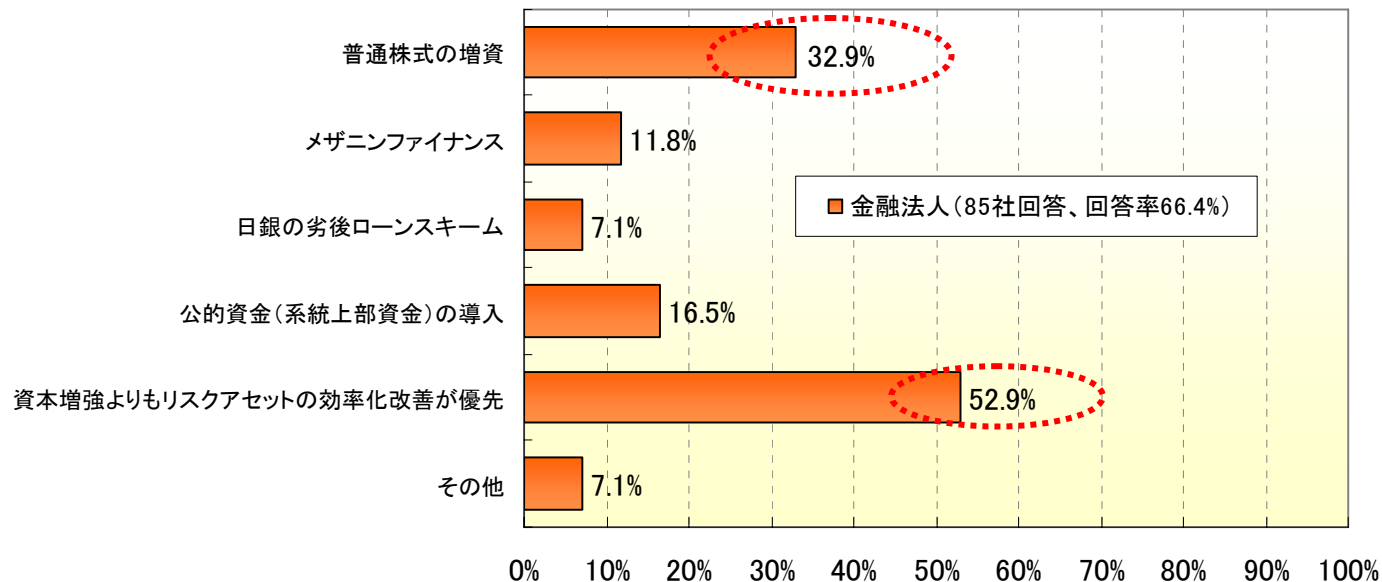


(出所)大和総研

自己資本比率引上げ実施の際に現実的に対応が想定される項目

(設問2-8-②) 「資本増強よりもリスクアセットの改善」が52.9%と最も高率を示した。特に与信力が相対的に低い地銀や、非上場の信金、信組等に関しては、市場からの資本調達は事実上困難であるため、必然的にリスクアセットの投資効率改善が優先となる意見が多かったことは納得できる。更に、コアTier 1等に代表される資本の質の強化が国際規制のフレームワークで強化される案が金融安定化フォーラム等から発表されている影響により、大手行を中心に「**普通株式の増資**」(32.9%)も多く回答が寄せられた。

(設問2-8-②) 自己資本比率引き上げが実施された際に現実的対応と思われる項目

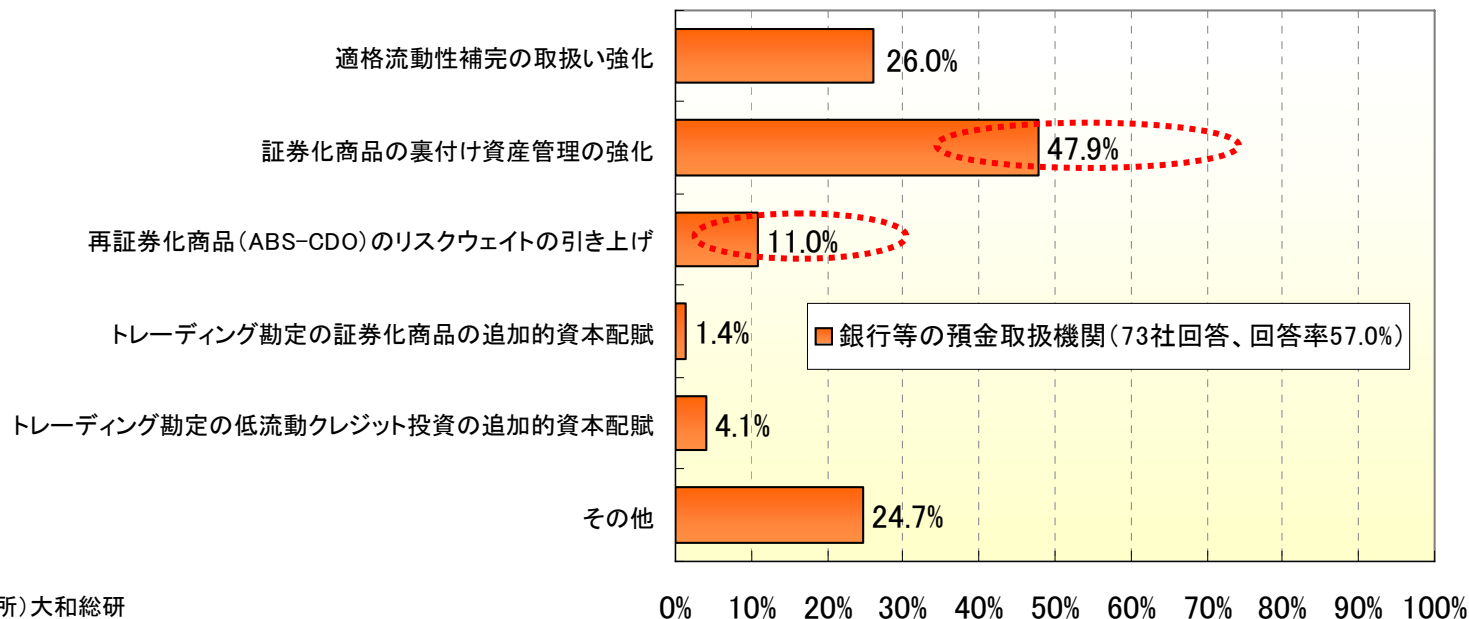


(出所)大和総研

本年末以降に実施予定のバーゼルⅡ改定に関して懸念する項目

(設問2-7) 「証券化商品の裏付け資産管理の強化」が47.9%と最も高い回答率。証券化商品のローンプール(裏付け資産)まで管理規定が及ぶことへの警戒感、特に人材面で不安がある信用金庫、信用組合といった地域金融機関から多くの回答が寄せられた。また「再証券化商品(ABS-CDO)のリスクウェイトの引き上げ」は11.0%の留まる。CDO等の解約、減損により多くの金融法人では、既に保有比率が低下していることで回答率は高まらなかった。

(設問2-7) 2009年末以降に実施予定のバーゼルⅡの改定により懸念する項目



(出所)大和総研

公正価値評価の流れ

(1) 有価証券の保有目的区分の振替（その他有価⇒満期保有への振替）

- ◆ 欧州：平成20年10月13日（国際会計基準委員会）
- ◆ 日本：平成20年12月5日（企業会計基準委員会）

(2) 時価評価基準の変更（理論時価の導入）

- ◆ 日本：平成20年10月28日（企業会計基準委員会）
- ◆ 米国：平成21年4月2日（財務会計基準審議会）

⇒「取引所若しくは店頭において取引されているが実際の売買事例が極めて少ない金融資産」や、売手と買手の希望する価格差が著しく大きい金融資産は、市場価格がない（又は市場価格を時価とみせない）と考えるため、このような場合には、「時価は、基本的に、経営陣の合理的な見積りに基づく合理的に算定された価格が適用できる」

(3) 国際会計基準のコンバージョン

- ◆ 政策株式の配当が純利益に計上出来なくなる可能性。

⇒本業が不振で益出しに頼った経営をしている企業への影響が大きくなる。預証率が高い地銀の再編・公的資金の活用を検討。

公正価値評価の凍結（時価凍結）の状況について

（設問2-10-①） 「（ブローカー提供価格を利用して）変動利付国債に理論時価を適用」が31.8%、「（自社の内部モデルにて）変動利付国債に理論時価を適用」が11.8%と続いた。地域金融機関を中心に公正価値の算出に関して自社内で対応不可能な先が、可能な先を大きく上回る結果となっている。また「時価凍結（理論時価適用、満期保有債券への振替）は実施していない」が53.6%を占めた。そこに寄せられた個別意見には、“事務処理等が複雑であり、監査法人の承認が困難”といった意見や、“解約流動性が無くなることへの懸念から時価凍結をあえて実施しない”等の意見があった。

（設問2-10-①）有価証券の時価凍結状況について

