調査研究報告書

オルタナティブ投資としての証券化商品

～どのような証券化商品が望ましいのか～

森谷智子（嘉悦大学経営経済学部教授）

はじめに

欧米の機関投資家が、日本の株式市場に台頭してから早 20 数年が経過しようとしている。このような欧米の機関投資家は、「物言う株主」として、企業経営に積極的に関与していることは周知の通りである。さらに、ここ数年、コーポレート・ガバナンスに対して、これまで以上に力を入れている。例えば、2014 年 2 月には、企業への投資に関する機関投資家の行動規範を記す「スチュワードシップ・コード」が導入され（2017 年改定)、翌年 6 月には、東京証券取引所が中心となり「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」を発表している。このコードによる要請を受け、大手企業は、さまざまな目標達成計画を発表するようになっている。しかしながら、コーポレートガバナンス・コードによって、企業は稼ぐ力を養うことができるのかについての効果をみたいものであるが、このコードそのものの影響力については長期的なスパーンで成果を見る必要があると考えている。

他方、機関投資家及び金融機関の運用における成果についても問題と課題があげられている。大きな問題となっているのが金融機関のなかでも、特に地方銀行の運用難である。ここ 10 年以上前から、地方銀行を中心に本業の貸出業務から有価証券の運用業務での収益に依存していたといっても過言ではない。しかしながら、2018 年度の地方銀行の業績をみると、貸出業務はもちろん運用業務も不調が続き、赤字が発生している状況である。このような環境のなか、ゆうちょ銀行では、投資手法の多様化を実現し、運用利益を上げるための取り組みを開始している[1]。いわゆるオルタナティブ投資（代替投資）をも視野に入れている。

さらに現在、メガバンクや農林中央金庫などもオルタナティブ投資の対象として、証券化商品、特に米国における CLO（Collateralized Loan Obligation, ローン担保証券）への投資を積極的に行っていることが報道された。CLO は、多数の貸付債権を一つにプールしているということによりリスク分散が働くというメリットを有しているため投資家にとって魅了される金融商品でもある。しかしながら、今回の米国における CLO は、低格付け企業の貸付債権を裏付け資産として組成したものであった。そのため、2007 年 2 月

のサブプライム問題の時のような損失を被ることはないものの、財務状況に影響を受けた日本の金融機関が台頭することになった。

PwC（2015）は、ここ数年のグローバルな経済環境の急速な発展がアセットマネジメントを強化しようとしていると指摘している[2]。また今後、オルタナティブ投資は十分な成長要因の余地を有しているとも強調している。このことから、オルタナティブ投資は、長期的そして持続的なリターンを生みだすものとして期待されていることが理解できる。そのため、欧米では非常に成長していると同時に、注目されているマーケットとして評価されている。

そこで、本稿では拡大し続けているオルタナティブ投資とは何かについて説明する。続いて、オルタナティブ投資は機関投資家に受け入れられるのかを明確にするために、日本の状況について考察する。ここでは、日本の大手保険会社および年金基金の資産運用状況について概観する。このことによって、オルタナティブ投資が日本の機関投資家にも受け入れられつつあることを述べる。そのうえで、証券化商品がオルタナティブ投資の対象に成り得ることを主張するために、証券化商品の意義について論じる。また、証券化商品がオルタナティブ投資の対象となるべき資産であるのか、どのような証券化商品であるならば、リスクを軽減できるものとして認識されるのかについて、現在、問題となっていることを踏まえて指摘する。最後に、世界的に成長する可能性を潜めているオルタナティブ投資の重要性について論じている。

１．オルタナティブ投資とは何か～オルタナティブ投資の位置付け～

日本でも「オルタナティブ投資」という言葉を聴くようになったが、30 年以上前から、グローバルな金融システムそして世界経済の重要な要素として位置付けられてきた。オルタナティブ投資とは、幅広く定義付けられるが、個人投資家が最も馴染んでる現預金、国債、社債、株式のような伝統的な投資資産ではないものを対象として投資することを意味している[3]。つまり、富裕層及び機関投資家のような巨額の資金を運用している主体が獲得するハイリターン、さらには引き受けるハイリスク商品への投資と言っても良いであろう。勿論、ハイリスク、ハイリターンの金融商品を主としてオルタナティブ投資を位置付けているものではない。ポートフォリオの多様化にもつながると同時にリスク分散、さらには高いリターンを獲得する可能性もある。

今日、運用難を問題そして課題とする機関投資家が多数存在しているが、投資する対象資産や運用手法により様々なタイプに分類されているのは周知の通りである（図表１参照)。WORLD ECOOMIC FORUM（2015）では、オルタナティブ投資の対象として、プライベートエクイティバイアウト、ヘッジファンド、ベンチャーキャピタルをあげている。さらに、プライベートエクイティインフラストラクチャー、プライベートエクイティリアルエステートなどがオルタナティブ投資の他の対象とされている。また、コモディティや収集品をも

対象に含めている文献もある[4]。そのため、投資対象が多岐に渡っている金融商品と言えるだろう。

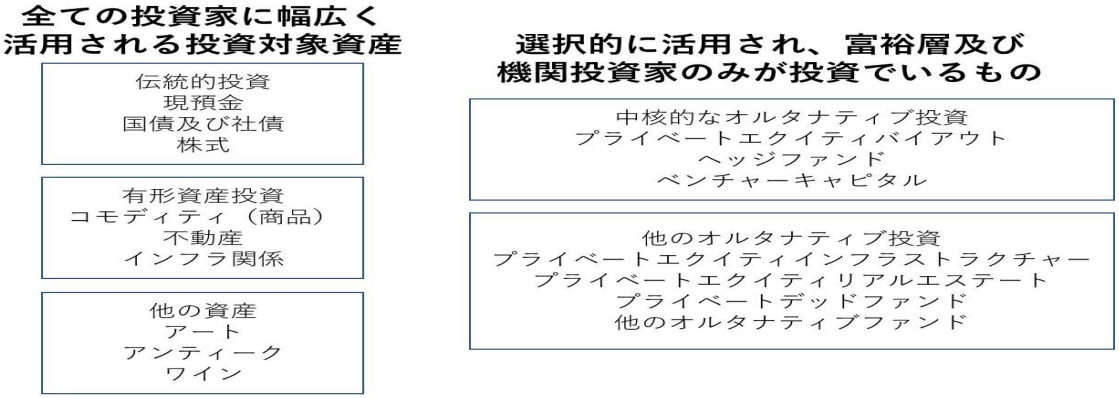
Ferri（2010）は、オルタナティブ投資は、難しい投資手法と位置付けているが、ポートフォリオをデザインするうえで大きな役割を果たしていると論じている[5]。このような投資は、20世紀の半ばから終わりにかけて、米国において具体化されることになったということから、証券市場の金融商品のなかでも、歴史が浅いと考えられる。このオルタナティブ投資が具現化することになった背景には、米国における規制改革そしてイノベーションが契機になっている[6]。勿論、金融環境によって、運用手法も異なると同時に、さまざまな投資家から要請される金融商品も相違しているであろう。その一方、機関投資家である保険会社、年金基金などは、巨額な資金を運用し、長期的な投資に基づく指針に基づいて行動していることは言うまでもない。菅原（2015）は、「米国では、オルタナティブ投資が普及した背景に株式に並ぶ高いリターンを生む資産への期待があったもの[7]」と主張している。

その際、十分リスクなどが確実に図れる評価手法を活用しながら金融商品を選択している。そもそも、投資家が期待できるようなリターンを推測するには、少なくても20～30年のデータが必要との見解がある[8]。つまり、短期のデータでは将来のリターンを見積もることができないことを意味していることから、5～10年におけるスパーンでのリスク分析に関しては、誰もが懸念するデータ期間になっていると言える[9]。このことを受け、
Bernstein（2017）は、ファイナンスに関するプロフェッショナルたちは、資産に関する将来のリターンの推測が重要な問題であることを、長年の傾向からも指摘している[10]。ハイリターンを期待するからには、ハイリスクは回避することができないものとして認識されている。そのためのリスクは、ゼロにはならない代わりに、如何にそれを軽減するのかが重要となる。こういったことから、投資資産に関するリスクの推測手法、さらには投資資産の配分に関する検討が必須となる。そこで、Bernstein（2017）は有効的なポートフォリオの多様化は、リスクを軽減するとともにリターンを拡大すると主張している[11]。伝統的な投資手法から革新的な投資手法を再度見直す時期にきていると考えられる。

しかしながら、2008～2009年のグローバルな金融クライシス以降、オルタナティブ投資への目的が変化してきている。樺山（2017）は、「オルタナティブ投資は高いリスクを取ってキャピタルゲインの獲得を狙う投資であるとのイメージを持たれがちであるが、海外大手機関投資家の投資目的は多様であり、特に金融危機以降においては、投資家のオルタナティブ投資に対するニーズはリターン指向から、『投資対象の分散』や『インカム収入の確保』などへとシフトしてきている[12]」と指摘している。その象徴として、今日ではアセットアロケーション（資産分配）に関する書籍・文献が数多く見られるようになって

いる[13]。つまり、限られた資産をターゲットに投資するのではなく、幅広い資産を対象にポートフォリオを構築しようとしていると考えられる。そこで次に、幅広い定義を有するオルタナティブ投資は、機関投資家に受け入れられるのかについて概観する。

図表１　投資タイプに関する分類



（資料）WORLD ECOOMIC FORUM Investors Indutries.
（出所）WORLD ECOOMIC FORUM(2015),“Alternative Investments 2020 An Introduction to Alternative Investments”,July,p.2.

２．オルタナティブ投資は、機関投資家に受け入られるのか

①大手保険会社の資産運用状況

日本における大手保険会社では、1997 年からオルタナティブ投資に取り組むための施策を検討してきた[14]。例えば、2000 年代に入ると、東京海上火災保険（現　東京海上ホールディングス）では、オルタナティブ投資の担当を増員し、ポートフォリオの多様化を実現するために未公開株式やヘッジファンドへの投資に踏み出すことが報道された[15]。また同時期、日本生命保険、第一生命保険、住友生命保険のような大手生命保険会社も海外のヘッジファンドを中心に投資を遂行してきた[16]。勿論、海外のヘッジファンドへの投資は、為替リスクを考慮しながらの投資行動であり、株価低迷などの金融環境の変化を受け、運用利回りを少しでも上昇させる施策でもあった。このような事情を踏まえ、オルタナティブ投資が機関投資家の中で投資対象として拡大していく兆しが見られた。

さらに 2007 年には、運用自体を強化するという目的のために組織改革に踏み込む大手生命保険会社が台頭した[17]。それらの大手生命保険会社は、高い利回りを期待することができる未公開株式などへの投資を本格化する狙いが見受けられた。すなわち、これらの大手生命保険会社はリスクを積極的に引き受ける姿勢を強化していったとも言えよう。その反面、巨額の運用資金を有してい

るがために、その運用について米国のヘッジファンドに委ねたとの指摘もなされていた。

しかしながら、2007 年 2 月のサブプライム問題、2008 年～2009 年の金融クライシスにより、世界的な株価暴落という最悪な事態が生じることになった。質の悪い裏付け資産をプールした、すなわちサブプライムローンの証券化商品が引き金となり、損失を被った大手保険会社をはじめとする機関投資家による投資のあり方について問題視されたのは記憶に新しい。その後、「オルタナティブ投資」という言葉が紙面から消えることになると同時に、証券化商品の組成にも陰りが見えてくることとなった。勿論、証券化商品が悪の金融商品でないことは後述する。

このような環境のなか、2015 年、日本生命保険は高いリターンが見込める企業買収ファンドへの投資を拡大することを発表した。企業買収ファンドに投資をすることにより、欧米を中心とする未公開株式に間接的に投資するスキームを構築するのが狙いである[18]。また、低金利が長く続く環境のなか、年金基金および保険会社の運用資金を運用会社が投資対象を拡大した金融商品を拡大していることは周知の通りである[19]。以上から、従来型の投資対象である株式や社債では運用利回りが期待できないこともあり、その投資対象を拡大したものと考えられる。そこで、オルタナティブ投資をポートフォリオの一部を成すものとして考慮するようになった。

また東京海上ホールディングスは、20 年以上も前からオルタナティブ投資に着手し始めているが、ここ最近における運用資産の動向について概観する。まず、国内生命保険事業についてみる（図表 2 および 3 参照）。2017 年度における資産運用では、全体の 90%前後が有価証券の投資に活用され、運用資産額が拡大されると同時に、有価証券への投資額も拡大している。東京海上ホールディングスの国内生命保険事業は、国内の株式および地方債への投資は控えているものの、国債、社債そして外国証券の投資が拡大し続けてることから、従来型の投資手法に依存しているかのように考えられる。

続いて、海外保険事業についてみると、国内生命保険事業よりも有価証券への投資額の割合は全体の 50%前後と少ないものの、大きな割合を占めていることには変わりない（図表　4 参照）。また、国内生命保険事業と異なり、買入金銭債権への資産運用が 15%前後を占めているとともに、運用資産利回り（インカム利回り）も 5%程度ということから、高いリターンを獲得していると考えられる（図表 5 参照）。さらに、貸付金に関しては漸増の一途を辿っているとともに、運用資産利回り（インカム利回り）も８～９%前後を推移している。そのため、有価証券に代替する運用資産になるものと期待される。最後に、国内損害保険事業について見ると、運用資産の 70%台が有価証券に投資をしている（図表 6 参照）。その内訳をみると、国債が 30%、株式が 45%（2017 年度現在）である（図表 7 参照）。地方債は、安定的な保有額を維持しているが、が外

国債券については、ここ数年、投資額を増加させている。このことからも理解できるように、国債や株式以外の資産運用が拡大しているものの、従来の伝統的な投資手法に活用していると言えよう。以上から、事業部ごとに投資対象の比重が異なっているものの、国内業務では、未だ国債や株式などの有価証券への投資に依存していると考えられる。

次に、年金基金の資産運用状況を概観するとともに、ゆうちょ銀行の投資行動の変化についてみる。

②年金基金の資産運用状況と機関投資家の新しい動き

資産運用が厳しい環境のなか、ここ数年前から機関投資家、特に年金基金による投資に関する選択肢が多様化している。例えば、2015 年、企業年金（確定拠出年金）がヘッジファンドや不動産などを運用対象とした結果、オルタナティブ投資が全体の 12.8％に拡大することになった[20]。その当時、GPIF（Government Pension Investment Fund, 年金積立管理運用独立行政法人）も、オルタナティブ投資の導入について検討することが報道された[21]。

最近では、年金基金の保有資産の構成にも変化が生じるようになってきている。図表 8 をみると、国内債券、日本株の保有割合が減少する反面、外国債券そしてオルタナティブ投資が拡大していることから、伝統的な投資手法から積極的にリスクを取る投資手法へと変化しつつある。この兆しは、2017 年 6 月に報道され、その際、株式、債券への投資が 70％を割る事態が生じていた[22]。さらに当時、「特に、不動産やインフラファンドなど、景気変動に価格が左右されにくい資産が好まれている。以前は、代替投資の中ではヘッジファンドが人気であったが、最近は運用成績が振るわず『足元では解約が増えている』という[23]」指摘もなされてきた。

毎年、JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社によって調査されている「企業年金運用同行調査結果」の発表でも、年金基金における投資行動の変化について、伝統資産離れが続くとの見解を述べている[24]。JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社は、特にオルタナティブ投資の拡大について、「オルタナティブ資産の中では、『インカム投資』の考え方やボラティラティが低水準であることに着目して、私募 REIT、実物不動産、インフラへの配分が総じて高い傾向[25]」があることを述べている。さらに「比較的投資期間が短いことから、プライベート・デッドも新たなインカム戦略として検討[26]」され、導入していることを主張している。

また年金基金ばかりではなく、ゆうちょ銀行でも運用資産における構成に変化がみられるようになってきている。図表 9 から理解できるように、2014 年には国債（JGB ｓ）が約 126 兆円の保有額であったが、2018 年には約 62 兆円へと、ここ数年間で半減している。他方、外国債券は 2014 年には約 22.7 兆円であったものが、2018 年には約 59.2 兆円の 2 倍に膨れ上がっている。ゆうちょ

銀行では、外国債券の中心に投資をし始めているが、2016年度からヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへのオルタナティブ投資をも視野に入れ運用をするようになってきている[27]。ヘッジファンドへの投資を抑制するようになっていている年金基金があるが、ゆうちょ銀行は、これまでの保守的な投資から攻勢的な投資へと変貌しつつあると考えられる。

以上から、オルタナティブ投資が、年金基金をはじめとする機関投資家にも受け入れられる時代が到来するようになってきたが、投資対象となる資産を多様化する必要性も生じてくるものと考えられる。そこで、悪の金融商品として批判され続け、日本では組成が消極的になっている証券化商品がオルタナティブ投資の対象に成り得るのかについて検討する前に、証券化商品そのものの意義について論じる。

図表２　東京海上ホールディングス（国内生命保険事業）の運用資産の概要

（注）左図　単位：百万円　　右図　単位：%
（資料）東京海上ホールディングス『統合レポート』各年度により作成。

図表３　東京海上ホールディングス（国内生命保険事業）
の保有している有価証券の概要

有価証券の保有額					単位：百万円
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国債	4,112,561	4,413,460	4,927,407	5,747,646	5,924,046
地方債	3,750	—	—	11,593	17,269
社債	90,071	40,251	35,431	97,734	193,565
株式	233	233	234	258	235
外国証券	98,768	144,167	332,226	479,769	399,140
その他の証券	2,028,363	1,457,291	921,756	428,265	178,031
構成比					単位：%
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国債	64.93	72.88	79.26	84.96	88.26
地方債	0.06	—	—	0.17	0.26
社債	1.42	0.66	0.57	1.44	2.88
株式	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外国証券	1.56	2.38	5.34	7.09	5.95
その他の証券	32.02	24.07	14.83	6.33	2.65

（資料）図表２と同じ。

図表４　東京海上ホールディングス（海外保険事業）
の運用資産額と有価証券が占める割合

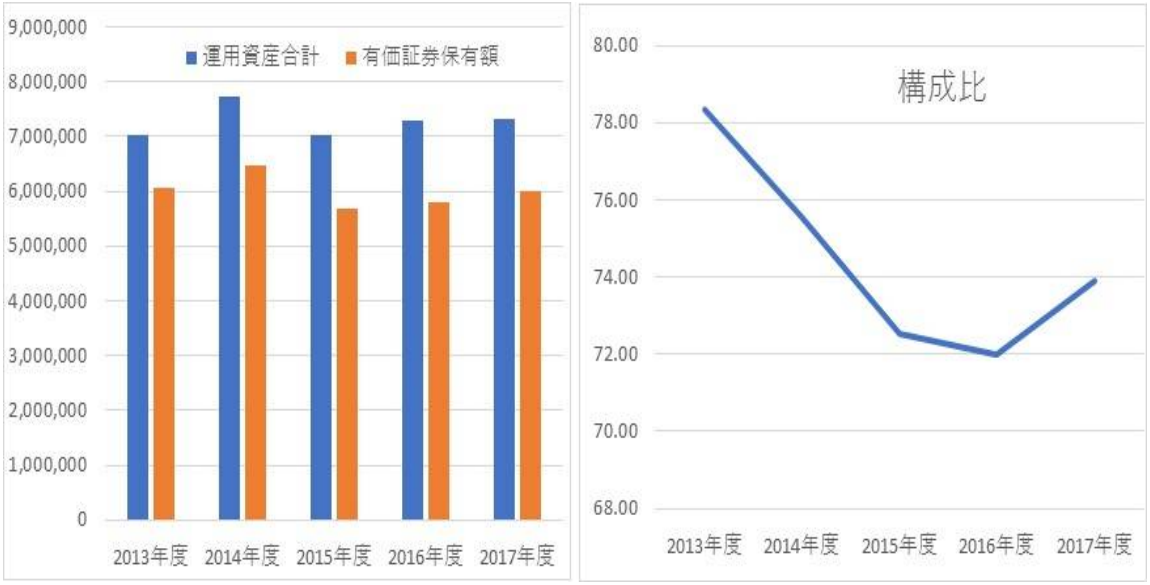
（注）左図　単位：百万円　　右図　単位：%
（資料）図表２と同じ。

図表５　東京海上ホールディングス（海外保険事業）
の運用資産利回り（インカム利回り）単位：%

年利回り	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
預貯金	1.74	1.79	1.64	1.53	1.16
コールローン				0.00	0.00
買入金銭債権	5.04	5.75	4.92	4.73	4.66
有価証券	3.67	3.90	3.94	3.46	3.60
貸付金	8.37	9.50	8.58	9.02	8.70
土地・建物	3.58	3.80	3.30	2.82	2.57

（資料）図表２と同じ。

図表６　東京海上ホールディングス（国内損害保険事業）
の運用資産額と有価証券が占める割合



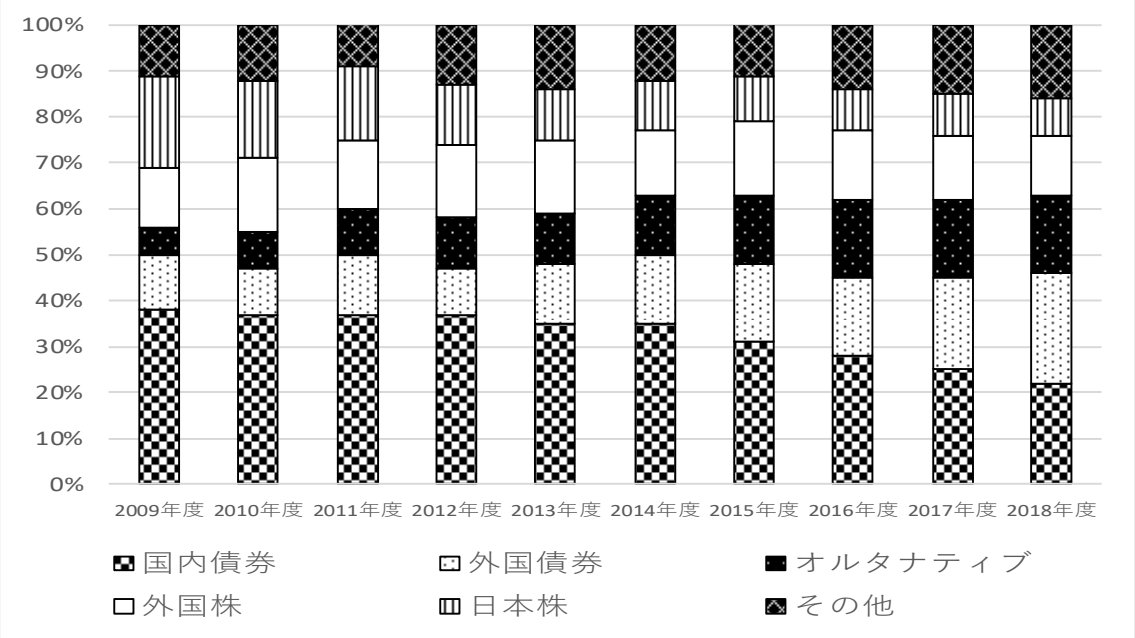
（注）左図　単位：百万円　　右図　単位：%
（資料）図表２と同じ。

図表７　東京海上ホールディングス（国内損害保険事業）
の保有している有価証券の概要

有価証券の保有額					単位：百万円
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国債	2,348,332	2,188,700	1,915,593	1,803,401	1,789,451
地方債	106,895	105,330	106,073	94,513	120,415
社債	670,117	587,162	641,164	711,705	677,534
株式	2,374,270	2,871,371	2,315,852	2,459,150	2,681,754
外国証券	509,419	669,115	661,646	696,699	687,141
その他の証券	54,947	37,595	36,469	27,802	33,433
構成比					単位：%
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国債	38.73	33.88	33.74	31.13	29.88
地方債	1.76	1.63	1.87	1.63	2.01
社債	11.05	9.09	11.29	12.29	11.31
株式	39.15	44.45	40.80	42.45	44.77
外国証券	8.40	10.36	11.66	12.03	11.47
その他の証券	0.91	0.58	0.64	0.48	0.56

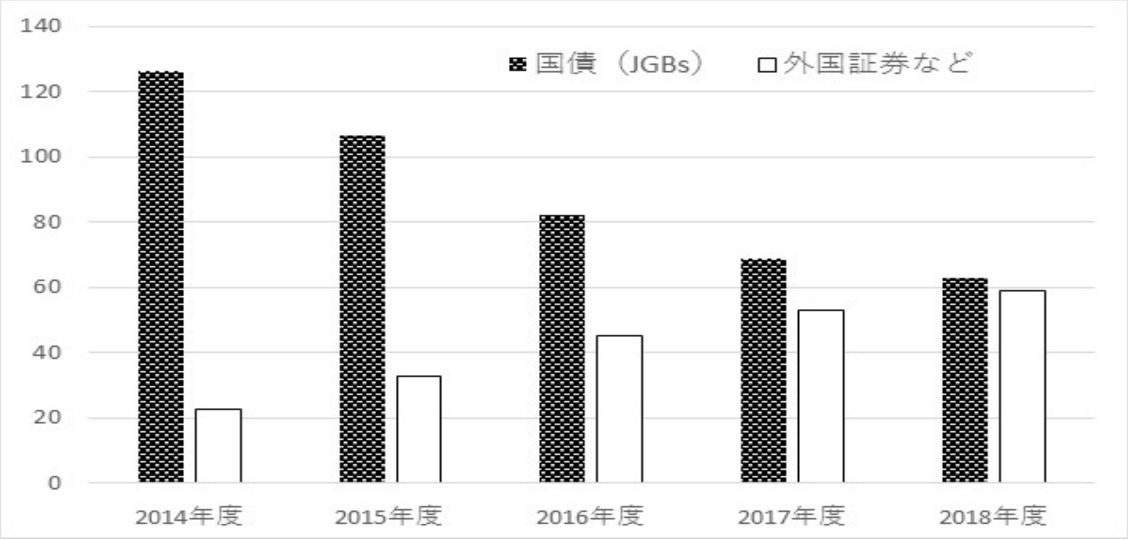
（資料）図表２と同じ。

図表８　企業年金が保有する資産運用の概要



（注）JP モルガン・アセット・マネジメント調べ。外国債券は「ヘッジなし」や「グローバル債券」を含む。
（出所）『日本経済新聞（朝刊）』、2018 年 6 月 27 日。

図表９　ゆうちょ銀行の国債と外国証券における保有額の推移　単位：兆円



（資料）JAPAN POST BANK（2018）,“Annual Report 2018”,　March 31, p.7.

３．証券化商品の意義と何であったのか

～証券化商品を組成する意義を歪めたのは誰か　金融クライシスのその後～

2007 年 2 月のサブプライム問題の表面化により、証券化商品の裏付けとなる資産の質について問題視されたのは周知の通りである。この問題を引き起こすことになった要因として、貸付債権の信用リスクを第 3 者に移転する手法、つまり OTD（Originate-to-distribute,組成販売型）モデルであったことは記憶に新しい[28]。この OTD モデルにより、サブプライムローンの信用リスクそのものを大手金融機関が第三者である投資家に移転することができたことから、住宅専門金融会社を通して信用力の低い層にも住宅ローンを提供されるようになった。そのため、OTD モデルの対象となる貸付債権について、大手金融機関がそのリスクを背負うことがないということから、「悪い質」のものであったとも批判されるようになった発端でもある。さらに、証券化商品の販売をしていた大手金融機関も、サブプライムローンが絡んだ証券化商品の組成はリターンが高いということから、利益獲得のツールとして積極的に組成にも取り組むようになったことは言うまでもない。その結果、大手金融機関の一つであるリーマンブラザーズが、グローバルな金融クライシスによって破綻という事態を招くことになったのは、誰もが知るところである。

そもそも、証券化商品の意義とは何であったのか。筆者は、グローバルな金融クライシス以降、問い続けている。金融機関や企業が保有する将来に渡ってキャッシュを生み出す資産を裏付けに債券を発行する、つまり純粋な資金調達手段として位置付けられるものであった[29]。さらに、証券化商品の組成は、バランス・シートから裏付けとなる資産を切り離すオフバランス化によって資産圧

縮が可能となり ROA の向上、さらには、調達した資金により有利子負債を返済することで D/E レシオの改善にも寄与してきた。

また、金融機関が証券化商品を組成するに際し、プールの規模（債権数）が大きいほどリスク分散を図れると同様に、デフォルト率を下げる効果をもたらすことができるということもあげられてきた。そのため、この効用を活かすことで悪い質の貸付債権を裏付け資産として証券化商品を組成したものと考えられる。これにより、2008 年～2009 年のグローバルな金融危機を招くことになったのは周知の通りである。このような裏付け資産は、米国における投資銀行にとっては高利回りの貸付債権、すなわちサブプライムローンを取り扱うことにより、利益を最大化することを可能にしてきた。

米国の投資銀行は、この利益最大化のための金融技術として活用したことから、証券化商品は悪の金融商品として批判されてきたことを受け、その組成行動にも抑制が続いていた。勿論、機関投資家が投資商品としてポートフォリオの構成の一部として考慮しなくなったことも組成の少なさに影響しているであろう。しかしながら、ここ数年、米国において完済することが予測できる小口債権の証券化商品の発行額の増加傾向が見られるようになってきている。そのため、サブプライム問題前の勢いはないものの、横ばいであるが徐々に回復する傾向が見られる（図表 10 参照）。例えば、クレジットカード債権、自動車ローン債権などを裏付けとした証券化商品である。米国におけるクレジットカード債権を裏付けとした証券化商品は、グローバルな金融危機に至っても、ほとんどデフォルトに陥ることがなかったことから安全性が高いため、さらには本来の目的手段として活用しているため、クレジットカード専門銀行側も組成しやすい金融商品として位置付けられているものと考えられる。また、機関投資家による需要も高いものと考えられる。裏付け資産によって組成行動に差異があるものの、純粋な資金調達手段として活用している発行体にとっては、自らの顧客に対して円滑に必要資金を提供することが可能となっている。

他方、欧州ではサブプライム問題が生じる以前からも、欧州で組成された証券化商品は素晴らしいパフォーマンスだったのにもかかわらず、2008 年をピークに、ここ数年、発行額が減少するという影響を受けてきた（図表 11 参照）。さらに、証券化商品を組成する関係者も市場から離れるという事態を招くことになった。この状況を受け、欧州では、グローバルな金融危機以降、証券化商品の活用の重要性について強調してきた。このことに関しては、次章で論じる。

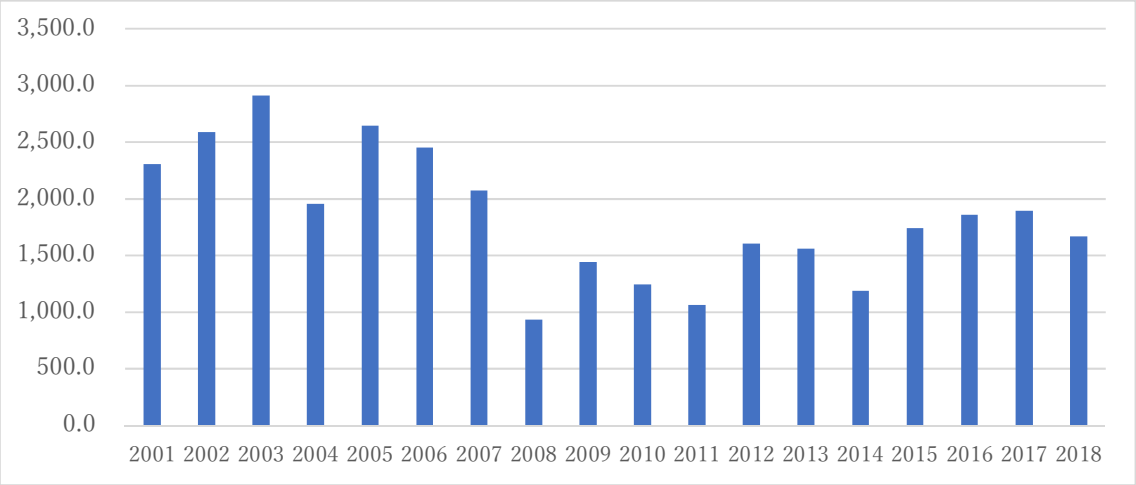
現在、欧州では、国ごとによって組成行動に相違が生じている。証券化商品の発行額を見ると、欧州のなかでは、イギリスが最大規模のマーケットとなっていることはグローバルな金融危機以前と変わりはない（図表 12 参照）。また、イギリスでは早くからユニークな証券化商品が組成されていたことでも有名である。例えば、パブの証券化の組成である。日本の大手証券会社もイギリスのケースから多くのことを学んできたことは言うまでもない。続いて、イタリア、

オランダが積極的に組成に取り組んでいる姿勢が見られる。イタリア、オランダは繊維業を営む中小企業が多く存在していることから、組成に取り組む銀行の本来の資金調達手段として活用し、新たな顧客ともなる中小企業にスムーズに融資しているものと考えられる。

同様に、サブプライム問題が表面化した際、日本で組成された証券化商品においてもデフォルトに陥ったものがほとんどなかったということから安全性が高い裏付け資産により組成されていたものと強調できる。このような状況から、日本の証券化商品市場は、グローバルな金融危機が生じても、成長し続ける市場として期待されていた。しかしながら、「①超低金利環境、②規制強化、③『証券化悪玉論』[30]」という環境が要因となり、日本の証券化商品市場が低迷した理由と指摘されている。今となっては、「証券化悪玉論」とは、何であったのかが問われる題材であろう。グローバルな金融危機以降、日本では、住宅支援機構による住宅ローンを裏付けとした証券化商品の組成しか取り組みが見られないのが現状である。そのため、閉鎖されたかのような証券化商品市場に変貌したかのような印象を受けている。

以上から、米国の投資銀行による証券化商品という金融技術を利益最大化を実現する手段として活用したことにより、質の高い資産を裏付けに組成してきた銀行にまでの取り組みに影響を与えてきた。そのため、証券化商品の金融技術への批判が高まることになった。これを受け、機関投資家による投資への需要が低迷すると同時に、発行体側も組成に消極的になっていったのは事実である。このような環境のなか、証券化商品はオルタナティブ投資の対象になるのかについて検討する。

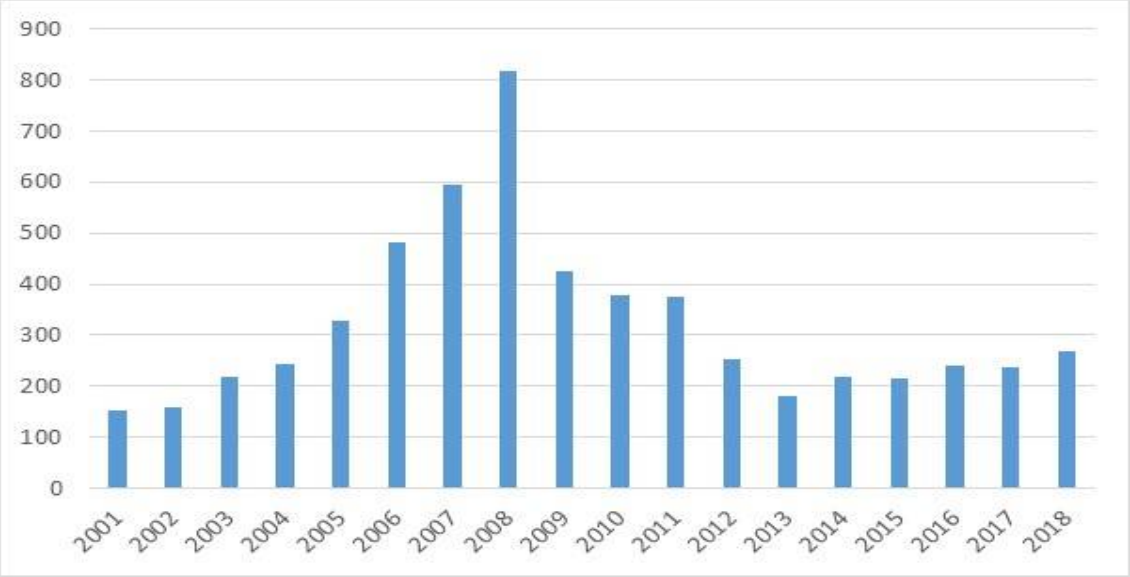
図表 10　米国における証券化商品の発行額の推移　　単位：10 億ユーロ



（資料）AFME ホームページ（https://www.afme.eu/Documents/Statistics-and-Reports.aspx, 2017 年 9 月 30 日アクセス）、（https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/securitisation/2017/

afme-stn-securitisation-data-report-q4-2017.pdf, 2018 年 9 月 5 日アクセス)、(https://www.afme.eu/globalassets/downloads/data/securitisation/2019/afme-securitisation-data-report-4q-2018.pdf, 2019 年 6 月 1 日アクセス) により作成。

図表 11　欧州における証券化商品の発行額の推移　　単位：10 億ユーロ



（資料）図表 10 と同じ。

図表 12　欧州における国別の証券化商品の発行額の推移　単位：10 億ユーロ

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
Belgium	27.434	14.12725	19.02895	15.4105	2.018	4.124	1.246	3.636	12.3	9.5
Denmark		1.489			0.800235	0.03134	0	0	0	0
France	6.93424	9.1536	16.352	14.86325	9.88555	50.60091	16.9812	20.2989	36.9	19.5
Germany	17.45278	13.38745	12.90333	10.21186	21.8921	18.3442	45.0795	17.4954	12.9	12.7
Greece	22.481	0.956	6.3748	1.971604		0.2375	0	1.3088	0	0.1
Ireland	25.13216	6.55499		1.222863	1.021	2.072	0.6522	4.6083	4.4	14.5
Italy	69.34624	16.35523	51.2736	62.82736	27.02696	19.68889	33.6676	41.255	29.5	47.4
Netherlands	44.20395	137.5658	85.64651	48.72765	39.58341	25.23325	21.4307	33.4395	15.9	30.8
Portugal	10.49761	16.93166	10.5892	1.4176	3.336495	2.879611	4.9255	1.3293	1.1	3
Spain	64.87916	55.3667	61.7244	18.63184	27.45056	27.18912	26.2786	34.0296	25.6	12.9
UK	88.66092	101.0186	100.4209	78.62668	33.46607	49.10331	45.8876	55.0794	47.2	58.7
Other EU		0.096381	0.600978	1.251004	1.564593	0.84686		1.4391	1.5	1.8
Other Europe	1.816518	1.532185	2.780036	1.70324	3.130406	1.084503	2.7265	1.963	2.3	3.4
PanEurope	21.44863	2.6031	3.06867	0.40881	9.167071	15.362	15.0297	21.6814	45.4	54.9
Multinational	23.6528	0.814486	6.036621	0.549966	0.430392	0.209406	1.222	0	0	0
European Total	423.94	377.9524	376.8	257.8242	180.7728	216.9629	216.3947	237.5637	235	269.4

（資料）図表 10 と同じ。

４．機関投資家にとって魅力あるオルタナティブ投資としての証券化商品

前章で述べたように、証券化という金融技術を単なる資金調達手段としてではなく、株主価値経営のために利益最大化を遂行してきたことから、組成する本来の目的とは異なる方向へとシフトしていった。そのため、証券化商品の組成の目的とは何であったのか、について再検討する必要があると筆者は主張を続けてきた。

2014 年頃から、日本における地方銀行もオルタナティブ投資に着目している。地方銀行のなかには、償還された国債の投資資金を新たな資産に投資する傾向がみられるようになってきた[31]。そのため、貸出しが低迷するなか、運用資金を有価証券で運用する地方銀行が台頭した。しかしながら、2018 年には運用の失敗により損失を被る地方銀行が発表された[32]。このような環境から、果たして証券化商品はオルタナティブ投資の対象に成り得るのかについて検討する。

①現在、米国において問題になっている CLO

日本では、2000 年代に入って、東京都が取り組んだ行政主導型 CLO が台頭することによって、中小企業の資金調達を円滑化させてきたということもあり、注目されてきた。さらに、直接金融に近い CBO（Collateralized Bond Obligation, 社債担保証券）も組成されるようになり、証券化という金融技術によって、銀行および企業の資金調達の多様化を実現してきた。勿論、銀行も CLO を組成する行動も見られたが、東京都を中心に行政が主導をとったことにより、他の地方自治体をも取り組むようになった。

現在、話題となっている米国における CLO は、2000 年代に入ると同時に積極的に組成されてきた（図表 13 および図表 14 参照）。その際、中小企業の貸付債権を中心に CLO が組成されてきた。この CLO とは、銀行が抱えている複数もしくは多数の貸付債権を一つにプールし債券を発行することである[33]。この CLO は、銀行にとって新たな資金調達手段、また新たな貸出先である顧客獲得の手段としても位置付けられてきた。また、証券化の裏付け資産は、必ずキャッシュを生み出すものが対象となるため、良い資産で証券化を組成することにより、自社の格付けよりも高い格付けを獲得することができるというメリットを有している。そのため、資金の調達コストを抑制することができることもあり、注目されてもきた。

しかしながら、ここ最近、米国で組成されている CLO に問題が生じている。組成された CLO に投資した日本の金融機関に大きな影響を被ることになっている。先述したが、証券化の裏付けとして、必ず、将来キャッシュフローを生み出す資産が対象となる。裏付け資産の対象に関しては、サブプライム問題で十分に学んできたにもかかわらず、今回もまた低格付け企業の貸付債権を対象に組成されていたのである。さらに、低金利ということも重なり、銀行による

融資が拡大し、組成する際の貸付債権額が膨大となり、CLO の発行の拡大にも導いたのではないかと考えられる。そのため CLO の残高も急激に増大することになった。

2019 年に突入すると、日本のメガバンクや農林中央金庫などが、米国の CLO に投資していることが発表されるとともに、金融庁が調査に入ったことが明らかになると同時に、強い監視機能が働くことにもなった[34]。このことは、Bloomberg の報道でも大きく取り上げられており、特に、農林中央金庫の話題で賑わっている[35]。その理由として、図表 15 を見て理解できるように、問題が発覚に至るまで、継続的に保有額を拡大させていたためである。さらに、Bloomberg によると、ここ最近まで農林中央金庫は 6,000 億ドルの規模に達する CLO マーケットにおいて大きな存在として君臨していたと述べている[36]。さらに、Bloomberg が推計したものでは、欧米の CLO マーケットでは最も高格付けの債券を多くても半分相当保有していた時期もあり、欧米の CLO 市場を急速に成長させた原動力になっていたと指摘している[37]。また、証券化商品は、投資家からの需要がなければ組成することは難しいと従来から強調されている。

現在、日本の銀行による米国における CLO および外国の債券への投資が拡大している背景には、日本銀行による超金融緩和政策によって収益を上げることが困難になっていることが指摘されている[38]。このように運用難である機関投資家などにとって、低格付け企業を裏付けとした証券化商品は、リターンも高く、ポートフォリオの多様化を見込めることから投資意欲を高めることになったのではないかと推測される。

このような投資環境のなか、Goldman Sachs Asset Management では、再度、CLO の販売を開始したことが報道された[39]。Goldman Sachs Asset Management は、金融危機が生じる前の 2007 年 7 月に至るまで CLO を発行し、2016 年には償還を済ませているものである。このように、償還を済ませることができたということから、約 10 年振りに CLO の販売に踏み切ったのではないかとも考えられる[40]。勿論、積極的な組成は、高いリターンを追求する投資家による投資意欲も関係しているであろう。CLO マネージャーは、組成上のイノベーションを創造するとともに、CLO のエクイティ債の部分をも購入しているということから、積極的な CLO の組成が実施されていると言えるであろう[41]。

このような CLO に関して、あらゆる憶測が飛びかっているが、果たして、これらの CLO はデフォルトに向かうのであろうか。筆者が、2011 年にアメリカに訪問した際、学生ローンの延滞率の増加が報道されていた。サブプライム問題を上回ることになるのではないかと懸念されていたが、大事には至らなかった。さらに、米国ではジャンクボンド（ハイ・イールド債）市場が育成されているため（サブプライム問題以降、一度、発行額が減少した経緯がある）、リスクについてはある程度認識されていると考えられるが、日本の機関投資家にとっては、サブプライム関係を取り除いては、リスクを覚悟して投資をするとい

うことに関して、これまで積極的な行動が見られなかった。

日本の機関投資家および金融機関は、ポートフォリオの多様化ということもあり、株式や社債の伝統的な投資手法から、オルタナティブ投資にも着手している。今日、問題となっている CLO がオルタナティブ投資の対象に成り得るであろうが、冒頭でも論じたように、オルタナティブ投資は、ハイリスク・ハイリターンの金融商品だけを対象にしているのではなく、従来と異なる資産に投資することをも意味している。すなわち、安全性の高い金融資産を対象に含んでいる。それは、多種多様に渡っているが、機関投資家や金融機関は家計などからの資金を運用しているため、安全性、透明性、流動性を重視しながら投資判断を行ってきた。しかしながら、資金運用難という背景ばかりではなく、ハイリターンを追求し過ぎたためなのか、もしくはオルタナティブ投資の金融商品が限定されていたためなのか、米国において問題となっている CLO に投資し始めてと言う事実もある。

以上から、米国において、再度、質の悪い裏付け資産によって証券化商品が組成されることになったが、やはり、サブプライム問題を拡大させることになった OTD モデル（originate to distribute model）そのものの存在が今回の問題を引き起こした要因になっているものと言えるであろう。つまり、悪い質の貸付債権のリスクを投資家に移転することができることを念頭に組成しているのではないかと考えられる。

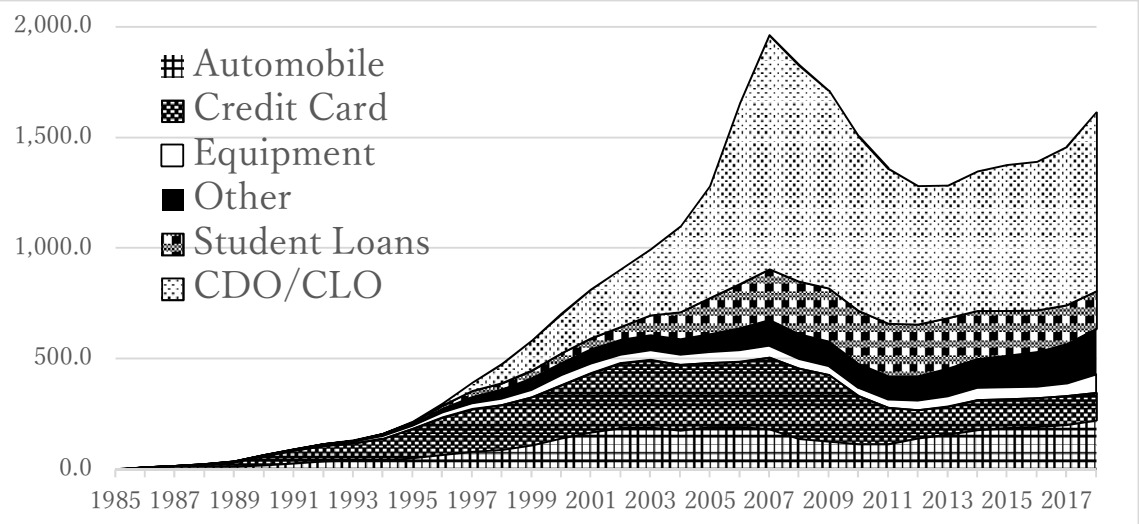
では、なぜ投資家は、このような証券化商品を選ぶのであろうか。Caroline（2019）は、多くの投資家は Moody's のような格付会社が証券化商品に対して AAA を付与しているため、安全性が高いものとして信じ且つ魅了されていると指摘している[42]。2008～2009 年のグローバルな金融危機の際には、投資銀行と格付会社の利益相反が問題視されていたが、未だ格付けだけを信じていることに対して、サブプライム問題の教訓が活かされていないことに疑問を抱くところである[43]。他方、証券化商品は、人気のある資産クラスであるものの、投資家はリスク許容度を見積もるべきであり、且つ投資の専門家のアドバイスを受けるべきであるとの意見もある[44]。このような状況から、利益追求主義に向かうとハイリターンを前提に投資する傾向があるとともに、ハイリスクを二の次に考えることへと導かれると推測される。

米国の CLO は、欧州と比較すると大規模であるが、歴史的に、米国と欧州のクレジットパフォーマンスは強力的であると評価されている[45]。ハイリスク・ハイリターンの金融商品もオルタナティブ投資の対象になるが、現在、米国の CLO に投資をした農林中央金庫の投資に関する失敗により、厳格なリスク管理が必要になるであろう。また、投資家も格付けに依存するばかりではなく、リスク許容を再確認するとともにリスク管理システムを構築すべきであろう。

今回、サブプライム問題と同様の危機が生じるのではないかと懸念される面も見られるが、日本の金融庁が介入することにより、事前に手をうったのでは

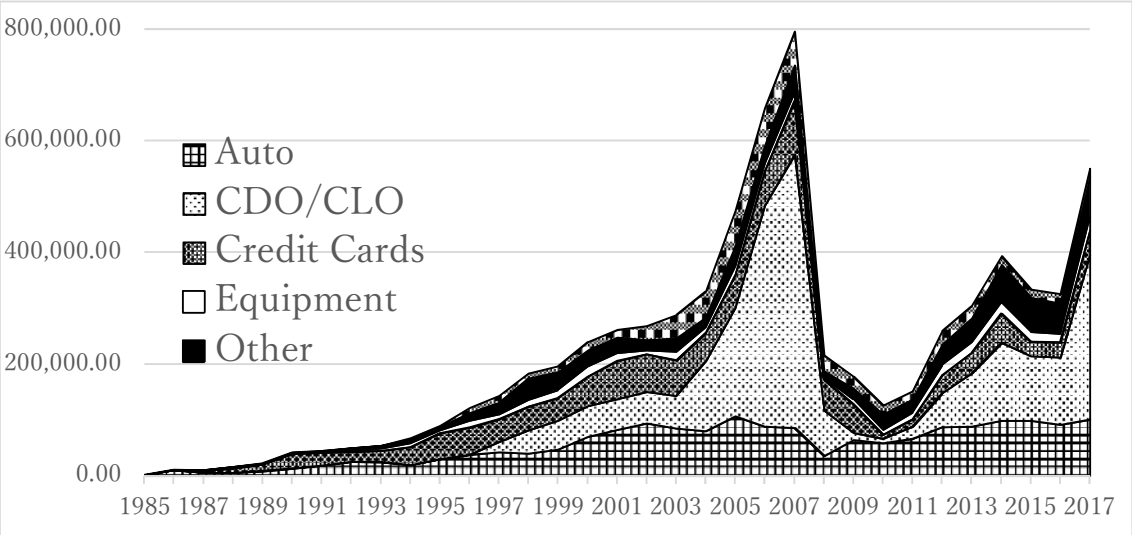
ないかと推測される。周知の通り、投資というものはリスクが付きものであるが、ゼロにはならないそのリスクを如何に軽減するのかが重要となるであろう。さらに、ポートフォリオの多様化を実現するためにも、金融商品の性質について吟味する必要がある。その理由として、格付会社する証券化商品のリスクについて無知であったという意見があげられる。投資家自ら、格付会社に依存する環境から脱却すべきであろう。そこで、証券化商品をオルタナティブ投資の健全な投資資産として、どのようなものが望まれるのかについて論じる。

図表 13　米国における証券化商品の裏付け資産別の残高額　単位：10 億ドル



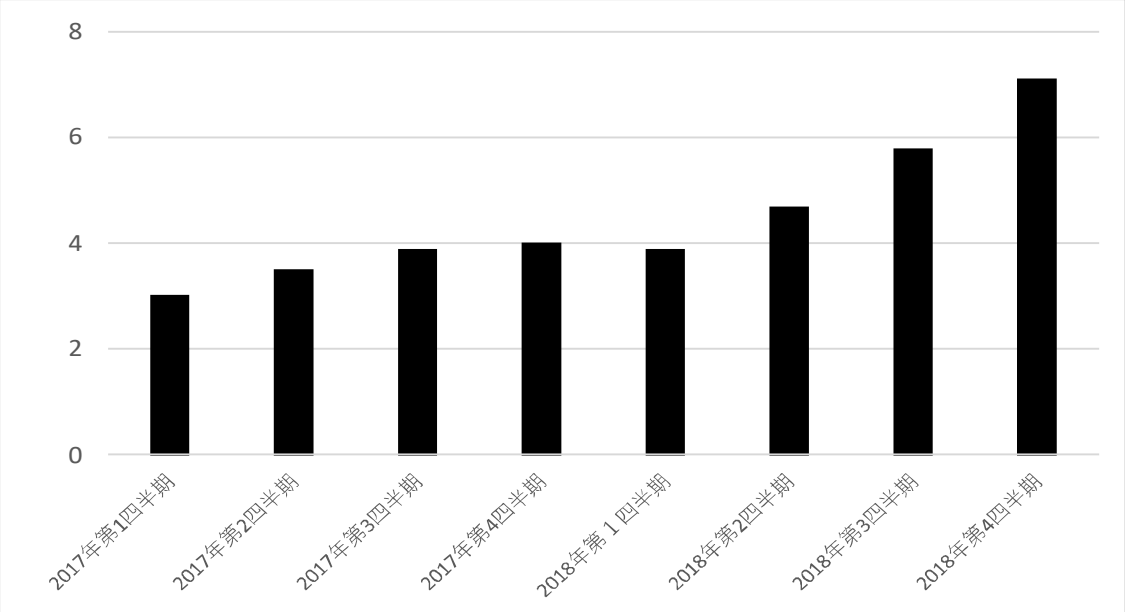
（資料）sifma ホームページにより作成（https://www.sifma.org/resources/archive/research/statistics, 2019 年 5 月 10 日アクセス）。

図表 14　米国における証券化商品に裏付け資産別の発行額　単位：10 億ドル



（資料）図表 13 と同じ。

図表 15　農林中央金庫における米国の CLO の保有額の推移　　単位：兆円



（出所）Bloomberg(2019), “CLO Market Whale Is Back After Regulatory Scrutiny Drove Retreat”,(https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-07-08,2019 年 7 月 12 日アクセス)。

②オルタナティブ投資として望まれる証券化商品

～欧州発　STS securitisation～

ここ数年前から欧州では、証券化商品市場の復活を目指し、新しい証券化商品の規制を整備していた。たとえば、欧州委員会（EUROPEAN COMMISSION）などが積極的に促進してきた STS（simple,transparent and standardised）securitisation の土台作りをしてきた（STS の基準に関しては、図表 16～図表 18 参照）。他方、2015 年、BCBS（Basel Committee on Banking Supervision,バーゼル銀行監督委員会）では、STC （simple,transparent and comparable）securitisation の要件に関して、類似している STS securitisation の 14 要件に３要件を追加したものを発表するに至った。STS securitisation の基準が確立し、2015 年 5 月 30 日、この STS 要件に関して議会で合意が得られ、2019 年 1 月に導入に至ったばかりである。今後は、STS 要件を満たすもの、もしくは満たさない証券化商品の二つのタイプが組成されることになる。これにより、その組成がシンプルになると同時に、裏付け資産の内容に関して、透明性が高まるとともに標準化された同等の質の資産で組成された証券化商品が台頭することになった。

ここ最近に至っても、「証券化商品とは何か」についての問い掛けが先行研究などでも依然と語り続けられている。たとえば、Deku and Kara（2017）は証券化とは、銀行の伝統的な貸出業務からトランザクション・バンキングに至るまで金融仲介としての役割を変貌させてきたものであると論じている[46]。さらに証券化を通じて、銀行は非流動的な貸付債権を市場性のある証券に変えることができるということを強調しいている[47]。また 2007 年～2009 年以前、証券化は効果的なリスク分散、信用供給そして金融システムの信頼性や安定性を高めるための革新的なメカニズム手段としても称賛されてきたことも紹介している。

しかしながら金融危機以降、証券化に対する懐疑的な見解が論じられることもしばしば生じるようになった。証券化は、銀行貸出しに対する事前のスクーリングや事後のモニタリングのインセンティブを低下させるものであり、リスクが潜在するような貸付債権をプールした債券の保有へと導くと同時に、高いリスク選好、緩い貸出し基準を提供することにより金融システムを不安定化させるものであるとの意見もあった。このような証券化に対する悪評を招くことになったのは、米国の銀行が組成した証券化商品であり、欧州のものは健全、且つ質が高い裏付資産で組成されてきたことはデフォルト率を見ても明確である。そのため欧州では、この悪評を払拭するために、米国で金融危機を招いた要因につながった事項については、STS securitisation の基準で回避されることを期待されている。

このような STS securitisation を促進させようとしている欧州のここ最近の

証券化商品市場の状況はどのようになっているのであろうか。STS securitisation は、2019 年第 1 四半期にイギリスで初めて組成された。STS securitisation は、証券化商品市場を復活させる狙いを込めて新しいルールのもとで取り組まれた。約 10 年前に生じた金融危機による証券化商品の評判を払拭させるためにも、厳格な新しい STS の基準とも言っても過言ではない。この STS securitisation の組成に期待が高まっていたものの、欧州における証券化商品の組成行動に変化が見られつつある。AFME（The Association for Financial Markets in Europe）
によると、2019 年第 1 四半期に証券化された発行額は 324 億ユーロであり、2018 年第 4 四半期と比較すると 63%も低迷している[48]。そして 2018 年第 1 四半期の発行額は 585 億ユーロということから 44.6%も落ち込んでいることも報道されている。

欧州で導入された STS は、グローバルな金融危機以前からの健全な証券化商品の組成を持続させる、さらにはそのことをアピールする要素も含まれている可能性もあるが、結局は銀行の貸付けを拡大させることを支援する市場を整備することを考慮しているが、このことが証券化商品の発行額の増大には、現時点で影響を全く与えていないようである。その要因に関しては、導入されたばかりということを考慮すると解明することはできないが、STS という基準を制定し、それに適合する証券化商品を初めて組成することが厳しかったということも推測される一方、STS securitisation に適合しないものも組成し、販売することもできるため、今後の組成状況および機関投資家の投資行動を観察する必要がある。

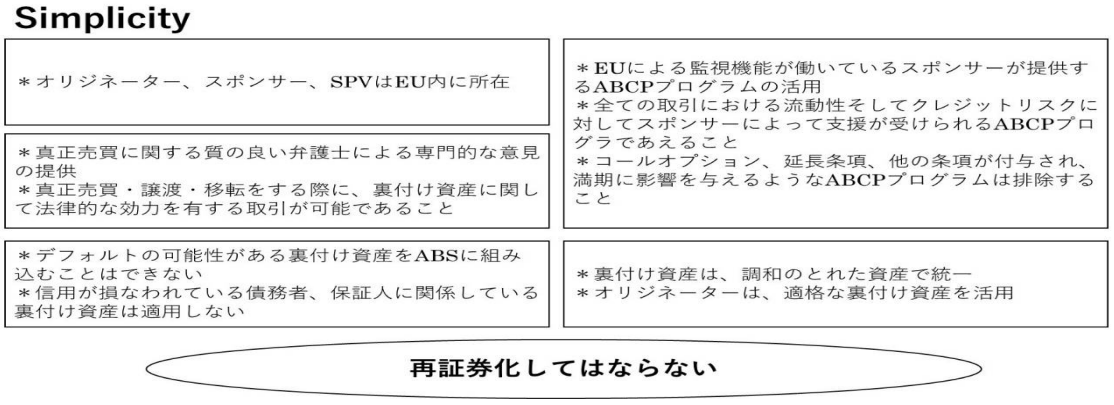
日本の銀行では、運用の失敗により減益や損失が生じていることは周知の通りである。また、前述したが農林中央金庫のように米国の低格付けの企業の貸付債権をプールした CLO に投資したことにより運用のあり方について問題が生じている。そこで、投資資産をマネジメントするうえで、プールの中身が理解できる証券化商品をオルタナティブ投資の対象となるものとして STS securitization が望ましいのではないかと考えられる。

さらに PwC（2015）によると、2020 年に至るまでオルタナティブアセットマネジメント産業は、ビジネスおよびオペレーションを調整するような企業として転換期を迎えるであろうことを強調している[49]。このような産業に属する企業の重要な取り組みとは、幅広い資産クラスを生み出すことであり、新しいチャンネルを切り開くことへのシフトである。そのためにも、オルタナティブ専門会社は、ビジネス戦略、組織デザイン、そしてデータを活用した確かな情報に基づく意思決定を実践するためにも時間と資源を費やすことになるであろうことを主張している。

このようなことから、時系列でのデータが蓄積されているものが活用できると同時に、デフォルト率が非常に低い金融商品をオルタナティブ投資の一つと

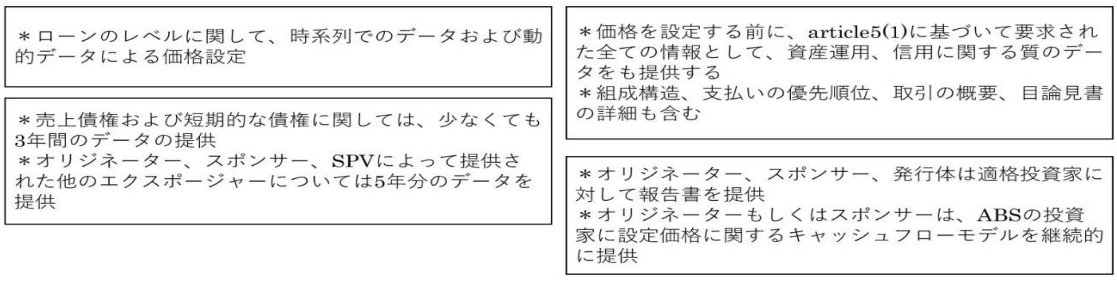
して積極的に運用することにより、現在、日本の銀行が問題として抱えている米国の CLO による損失を最低限に抑えることができるであろう。勿論、ハイリスク・ハイリターンの投資が時には必要でもあるが、リスク分散が満たされたポートフォリオが必須となる。そのため、リスクが把握できる金融商品の特性などが理解できるものが望まれる。そういった意味でも、STS securitissation のような証券化商品も、オルタナティブ投資の安全な資産クラスの一つとして期待できると考えられる。

図表 16　STS　securitisation の基準①



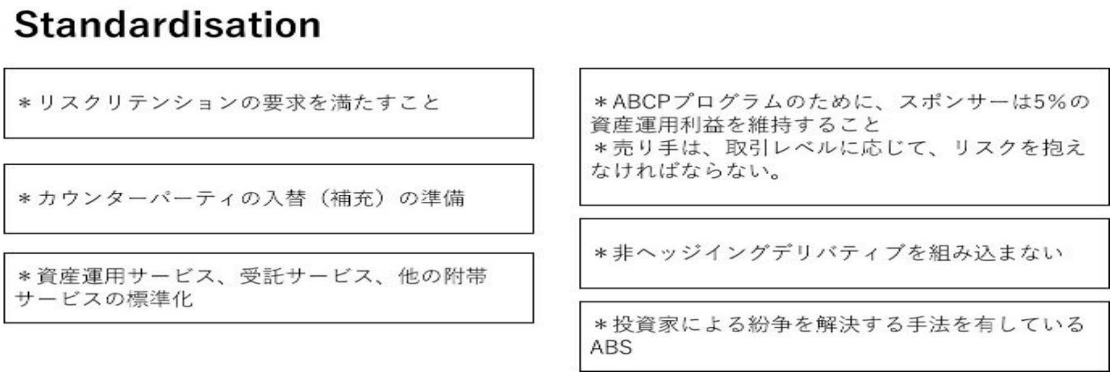
（資料）Norton Rose Fulbroght（2016），“STS securitization practical guide”（http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/techical-resources/capital-markets-union/investing,2016 年 4 月 19 日アクセス）により作成。
（出所）森谷（2018），p.216.

図表 17　STS　securitisation.の基準②



（資料）森谷（2018），p.217.

図表 18　STS　securitization.の基準③



（資料）森谷（2018），p.218.

５．オルタナティブ投資の重要性

欧州におけるオルタナティブ投資のエコシステム（収益構造）は、ますます潤沢なると同時に多様性を増している[50]。そこでは、未公開株式やヘッジファンドの資産クラスに渡って欧州で活動しているファンド・マネージャーが6,300 人、機関投資家が 3,000 人以上が存在し、世界で第 2 位の地位を占めていることから、近年、大規模化しつつあるマーケットとして期待することができる。特に、プライベート・エクイティおよびベンチャーキャピタル、そしてヘッジファンドへの投資が年々増加している（図表 19 参照)。また、ここ最近ではインフラストラクチャーへの投資も徐々に増加し始めている。

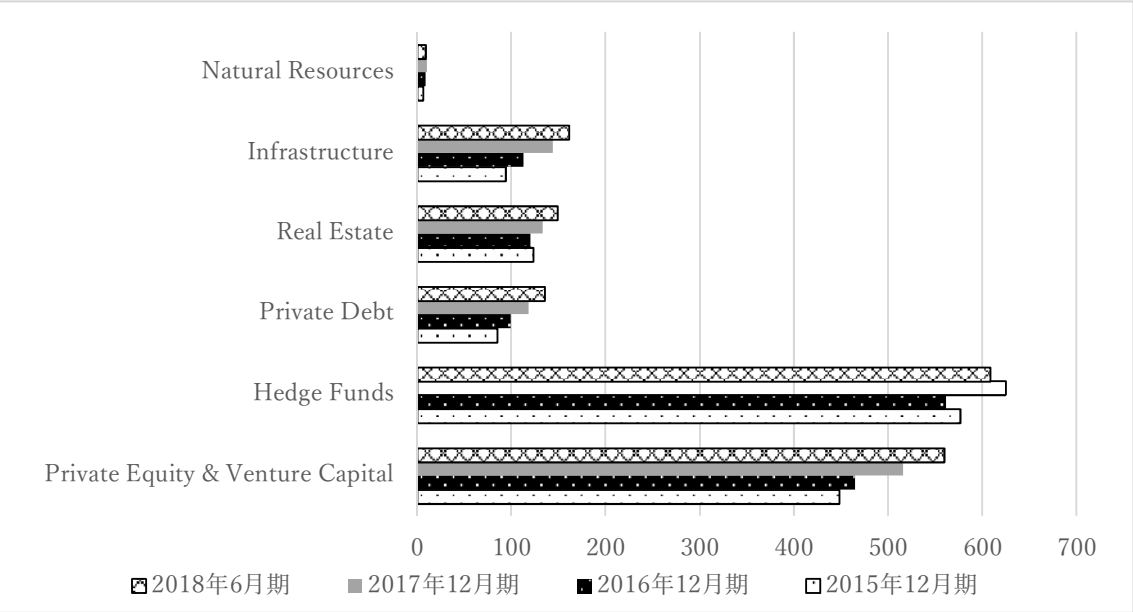
欧州においては、イギリスのオルタナティブ投資額が非常に大きな割合を占めている（図表 20 参照)。2016 年の Brexit vote 以降、イギリスにおけるプライベートインベストメントのレベルが低迷したが、2018 年には、プライベートマーケット活動が 2015 年の記録的なレベルに達したようなリターンを生みだしたと高く評価されるようになってきている[51]。

さらに、毎年、パリで開催されている EUROPLACE でもオルタナティブ投資のセッションが設けられていた。そのフォーラムでの報告では、オルタナティブ投資の必要性に関していくつかの重要な点が指摘されていた[52]。たとえば、オルタナティブ投資の対象資産は優良なものであることが指摘されていた。その背景には、マクロ経済の逆風にもかかわらず、AUM（Assets under management,運用資産残高）は記録的なレベルであり、さらに拡大する勢いがあることがあげられている。欧州では、証券化商品の対象資産も優良なもので組成されてきた実績もあるため、以上のような高い評価を与えられるようなオルタナティブ投資を称賛しているものとも考えられる。また、グローバルな LPs（Limited Partnership，投資事業有限責任組合）にとって、欧州は活動の拠点

であることも強調されていた。欧州に注目している投資家の 60%以上が欧州沿岸からであるため、中心的な拠点に成り得ることを指摘しているものと考えられる。また、未公開株式市場も記録的なレベルであるため、今後も投資家による需要が高くなるとも期待されている。

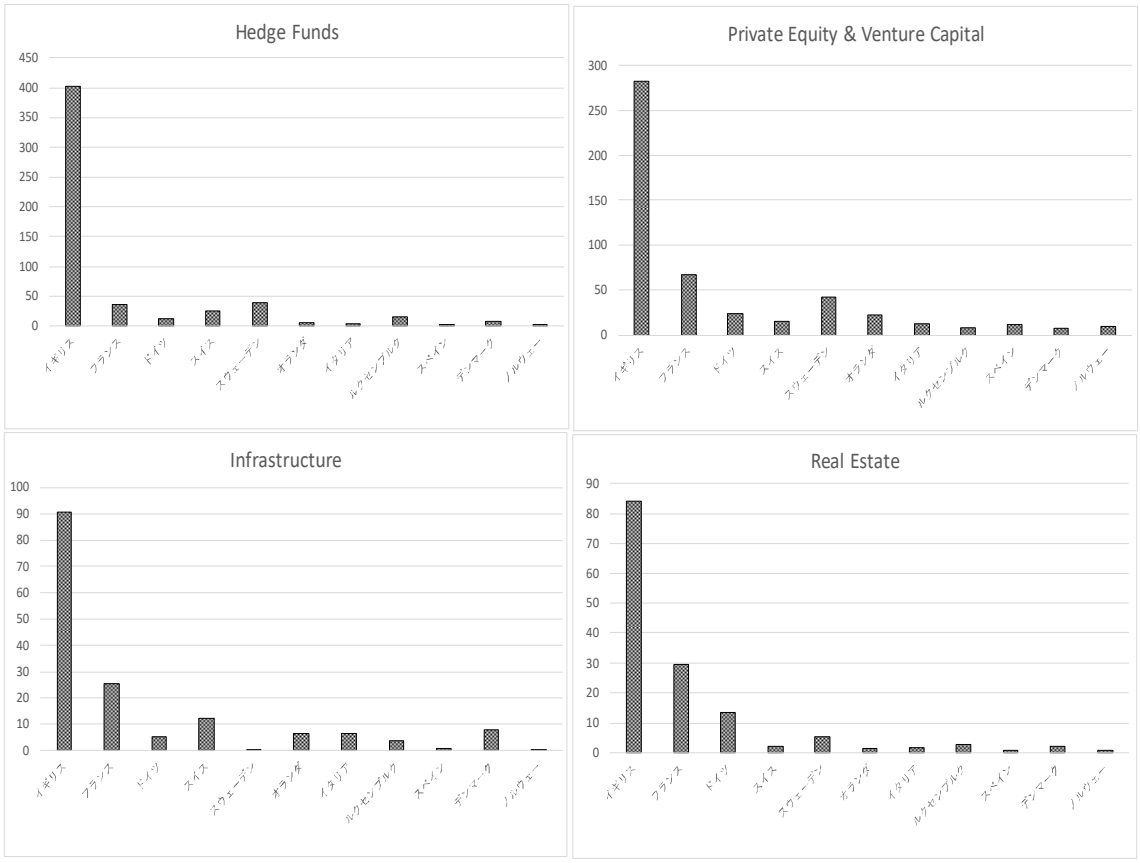
オルタナティブ投資を浸透させていくためにも、まずは資産クラスの多様化が求められるが、よりよいポートフォリオをも念頭に投資手法を検討していかなければならないであろう。このことは、今回、問題となっている米国の CLO に集中的に投資を進めてきた日本の金融機関の姿を見れば理解できることである。勿論、高いリターンを得るためには、ハイリスクの商品への投資に期待が高まるが、偏った投資の在り方では大きな損失を招くことにもなる。実際、グローバルな金融危機や過去に遡ると約 30 年前の日本のバブル崩壊では、大手金融機関が破たんしたことは記憶に残る出来事でもある。以上から、機関投資家などの投資環境を考えていくうえでも、オルタナティブ投資の重要性は今後も増していくものと考えられる。

図表 19　オルタナティブ投資の資産別運用額（欧州）　単位：10 億ユーロ



（出所）Preqin（2019），p.10.

図表 20　オルタナティブ投資の欧州諸国の取り組み状況　単位：10 億ユーロ



（資料）Preqin (2019), pp. 52～73 により作成。

引用文献・参考文献

厚治英一（2017)、「大手行から復活の萌芽がみられる日本市場」『金融財政事情』、7 月 10 日。

可児　滋(2016)、『オルタナティブ投資戦略　最適なリスク・リターンを狙う』、日本評論社。

金武伸治（2018)、「オルタナティブ投資の在り方と実践」『企業年金』、5 月。

樺山和也（2017)、「年金運用とオルタナティブ投資」『月刊資本市場』、9 月。

菅原周一（2015)、「オルタナティブ投資再考―その可能性と限界―」『みずほ年金レポート』夏季号。

遠山　勲（2008)、「特集　オルタナティブ投資　米年金基金の関心を集めるコモディティ投資」『みずほ年金レポート』、3 月・4 月号。

鳥海恭正（2015)、「特集　オルタナティブ投資　投資ファンドの金融における役割についての一考察～地域経済活性化のために～」『みずほ年金レポート』、夏季号。

ドリュー・ディマキス（2008),「特集　オルタナティブ投資　コモディティ投

資の意義」『みずほ年金レポート』、3月・4月号、後藤浩監訳。
中村明弘・高橋修三（2004),「特集　プライベートエクイティ　年金基金のオルタナティブ投資への取り組み」『みずほ年金レポート』、11月・12月号。
森谷智子（2002)、「日本における社債担保証券の意義と問題点」『明治大学大学院経営学研究科経営学研究論集』、第16号。
森谷智子（2003a)、「日本における CLO の現状と課題」『明治大学大学院経営学研究科経営学研究論集』、第17号。
森谷智子（2003b)、「米国における中小企業向け貸付債権の証券化の実態」『証券経済学会年報』、第38号。
森谷智子（2010)、「サブプライム住宅ローンと金融機関」『証券経済研究』、第71号。
森谷智子（2018)、「欧州における STS securitisation が市場に及ぼす影響」『経営学論集』、明治大学経営学研究所、第65巻第1号。
Amundi（2019), “Platform of Alternative and Real Assets—A specialist in private markets and real assets in Europe”,February.
Bernstein, William（2017）,“The Intelligent Asset Allocator”, Mc Graw Hill Educacation.
Deku,Solomon Y and Kara,Alper（2017）,“Securitization：Past, Present and Future”,Palgrave Macmillan.
Falzon,Joseph(2013), “Bank Performance, Risk and Securitization”, Macmillan.
Ferri, Richard A.（2010), “All About ASSET ALLOCATION”, Mc Graw Hill Educacation.
Financial Industry Regulatory Authority, Inc（2018）,“2018 FINRA Annual Conference, May 21-23,2018”.
Jaykar, Rishi(2018), 2018), “ALTERNATIVE INVESTMENTS—Understanding their role in a portfolio”,（https://www.proshares.com/media/documents/alternative_investments.pdf, 2019年6月24日アクセス)。
Joao Pinto and Paulo Alves(Portugal)(2016), “ The economics of securitization : evidence from the European markets”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.13, Issue 1 .
Kinlaw, William., Kritzman, Mark P., Turkington, David（2018）, “A Practitioner’s Guide to Asset Allocation”, Wiley.
Koesterich,Russ(2018), “Portfolio Construction for Today’s Markets-A PRACTITIONER’S GUIDE to the essentials of asset allocation-“, Harriman House.
KPMG（2018）, “ Alternative investments

3.0”,February,(https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2018/01/alternative-investments-3-0-digitize-or-jeopardize.pdf,2018 年 12 月 11 日アクセス)。

Malkiel, Burton G. and Ellis, Charles D. (2013), “THE ELEMENTS OF INVESTING－Easy Lessons for Every Investor”, WILEY.

Malkiel, Burton G. (2015), “ A RANDOM WALK DOWN WALL STREET The Time-Tested Strategy for Successful Investing”, W. W. Norton & Company Inc.

Michael, Btyane（2017), “A New Design for Multilateral Development Banks”, Independently published.

Milbank（2018), “CLO Group Client Alert : Securitisation Refulation : Application of Disclosure Requirements to Non-EU CLOs”, 12 December.

Olha Kozmenko and Olena Pakhnenko(Ukraine)(2012), “Securitization of bank assets and insurance liabilities on the basis of the stock market potential”, *Insurance Markets and Companies : Analyses and Actuarial Computations*, Vol. 3 , Issue 2 .

P .Comuzzl et al（2017), ‘2 The Alchemy of Securitization. Evolution and Perspectives’,Caselli,Stefano and Gatti,Stefano , “ Structured finance－Techniques,Products and Market”, Springer.

Preqin（2019), “MARKETS IN FOCUS : ALTERNATIVE ASSETS IN EUROPE”,July.

PwC（2015), “Alternative asset management 2020-Fast forward to centre stage-“, （https://www.pwc.com/jg/en/publications/ alternative-asset-management-2020.pdf, 2019 年 3 月 15 日アクセス)。

Saaskilahti, Jaakko(2016),“Local bank competition and small business lending after the onset of the financial crisis”, *Journal of Banking & Finance* 69.

Shamita Dutta Gupta（2011), “Market value of insurance liability and life insurance securitization in a CDO framework”, *Insurance Markets and Companies : Analyses and Actuarial Computations*, Vol. 2 ,Issue 3 .

Snorre Lindset(Norway), Andreas L.Ulvaer(Norway) and Bertel Anestad(Norway)（2010), “Securitization of life insurance policies”, *Insurance Markets and Companies : Analyses and Actuarial Computations*, Vol. 1 ,Issue 2 .

Stowell,David P.(2017), “INVESTMENT BANKS,HEDGE FUNDS, AND PRIVATE EQUITY(Third Edition)”, Academic Press.

Tuckman, Bruce(2016),“Derivatives : Understanding Their Usefulness and Their Role in the Financial Crisis”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol.28,No.1,

winter.
Valiante, Diego（2016）, “EUROPE’S UNTAPPED CAPITAL MARKET－Rethinking financial integration after the crisis”, Rowman & Littlefield International, Ltd.
Volodymyr Mishchenko(Ukraine), Svitlana Naumenkova(Ukraine),Viktor Ivanov(Russian Federation) and Ievgen Tishchenko(Ukraine)(2018), “SPECIAL ASPECTS OF USING HYBRID FINANCIAL TOOLS FOR PROJECT RISK MANAGEMENT IN UKRAINE”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.15, Issue 2 .
WORLD ECOOMIC FORUM(2015), “ Alternative Investments 2020 An Introduction to Alternative Investments”, July.

参考資料

Asset News（2019）, “A CROSS-BORDER PRODUCT WITH DOMESTIC ISSUES”, # 1 .
JP モルガン・アセット・マネジメント株式会社（2018)、『JP モルガン・アセット・マネジメント、第 11 回企業年金運用動向調査結果を発表　伝統 4 資産の動きに一服感　オルタナティブ資産の配分割合は過去最高に』、プレスリリース、6 月 29 日。

---

[1] 『日本経済新聞』、2017 年 10 月 17 日参照。

[2] PwC（2015）, p.4.

[3] WORLD ECOOMIC FORUM(2015),“Alternative Investments 2020 An Introduction to Alternative Investments”,July,p.2.

[4] Ferri（2010）, p.189.Ferri（2010）は、コモディティを 6 つに分類している。第 1 にエネルギー（原油、灯油、天然ガス、電力)、第 2 に工業（銅、鉄鋼、コットン)、第 3 に貴金属（金、プラチナ、銀、アルミニウム)、第 4 に家畜（牛、豚)、第 5 に穀物・油糧種子（コーン、小麦、大豆)、第 6 に飲料（ココア、コーヒー、オレンジジュース、砂糖）である（p.191)。

[5] Ferri（2010）, pp.189～190.

[6] WORLD ECOOMIC FORUM(2015),p.4 .オルタナティブ業界は、3 つの法律によって創設および初期の成長を迎えた。さらに、2 つの法律が施行され、2000 年代に急速に拡大することになった。

[7] 菅原（2015）, p.36.

[8] Bernstein（2017）,p.9.

[9] 2007 年 2 月のサブプライム問題、2008～2009 年のグローバルな金融クライスが生じることになった要因の一つとして、サブプライムローンが含まれた証券化商品のデータがあまりにも短すぎたことが挙げられている。そのため、リ

スクを正確に見積もることができなかったと指摘されている。これに関しては、森谷（2010）を参照されたい。

[10] Bernstein（2017）,pp.21～27.

[11] Bernstein（2017）,p.63.

[12] 樺山（2017），p.40.

[13] たとえば、Bernstein（2017)、Ferri（2010)、Koesterich（2018)、William.etc(2017)があげられる。

[14] 東京海上火災保険（現　東京海上ホールディングス）は、1997年に「投資部に『運用開発グループ』を設け、代替投資を本格化した（『日経金融新聞』、2000年6月23日)。ということから、早くからオルタナティブ投資に積極的に取り組む姿勢が見受けられる。

[15] 『日経金融新聞』、2000年6月23日。

[16] 『日経金融新聞』、2002年7月26日。

[17] 『日経金融新聞』、2007年4月25日。

[18] 『日本経済新聞（朝刊)』、2015年7月20日参照。

[19] 『日本経済新聞（夕刊)』、2016年10月29日参照。運用会社によって、対象となる資産そのものが異なるものの、森林、農地、船舶、病院など多岐に渡っている。

[20] 『日本経済新聞（朝刊)』、2015年6月26日参照。

[21] 同上。

[22] 『日本経済新聞（朝刊)』、2017年6月30日参照。

[23] 同上。

[24] JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社、p.2。

[25] JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社、p.1。

[26] 同上。

[27] 『日本経済新聞（朝刊)』、2017年10月17日参照。

[28] この仕組みを説明すると、住宅金融専門会社は、サブプライムローンを大手金融機関もしくはSIV（Structured Investment Vehicle）に売却し、それらの機関が証券化商品を組成し、証券会社が投資家に販売するというプロセスであった。

[29] P.Comuzzl et al（2017）は、証券化の伝統的な定義として、資産のプールを売買できる債券に形を変えることを目的とした金融ツールであると論じている（p.7)。

[30] 厚治英一（2017)、p.15。

[31] 『日本経済新聞（朝刊)』、2014年6月30日参照。

[32] 2018年11月に地方銀行の7割が収益の減少そして赤字という結果が明るみになった（『日本経済新聞（朝刊)』2018年11月20日参照)。その要因として、3つのことが指摘されている。第1に、本業である貸出業務が不調で

あったことである。第 2 に、景気回復を迎えていたものの、不良債権を処理する費用が嵩んだことである。第 3 に、有価証券などを運用していたものの、収益を上げることができなかったことがあげられている。これに関しては、米国での金利が上昇したことから国債などの債券に関して損失が生じたことが報じられている（『日本経済新聞（朝刊)』2018 年 11 月 20 日参照)。このように、有価証券を中心に運用をする行動に関しては、10 数年前から続いているが、もはや、地方銀行は貸出業務ではなく、証券会社のような役割を果たしていると言えよう。

[33] CBO に関しては、森谷（2002）を参照されたい。また CLO に関しては、森谷（2003a、2003b）を参照されたい。

[34] 『日本経済新聞（朝刊)』、2019 年 2 月 22 日参照。また、全国銀行協会の藤原会長は、低格付け企業の貸付債権を裏付けとした CLO への日本における銀行の投資について、「『監視レベルを上げるべきだ』と述べた。『米国の信用サイクルが既に転換しているわけではないが、サイクル終盤に証券化商品を通じて原資産のリスクが拡散すれば景気後退時の深さが増す（『日本経済新聞（朝刊)』、2019 年 3 月 15 日)』」ということを強調した。

[35] Bloomberg(2019), “CLO Market Whale Is Back After Regulatory Scrutiny Drove Retreat”,(https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-07-08,2019 年 7 月 12 日アクセス)参照。

[36] 同上。

[37] 同上。

[38] Bloomberg(2019), “These Risky U.S. Loans Are Adored by Japanese Investors”, (https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-18, 2019 年 6 月 5 日アクセス)。

[39] Bloomberg(2019), “Goldman Sachs Asset Management Prices Its First CLO in Over a Decade”, (https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-27, 2019 年 7 月 4 日アクセス)。

[40] 同上。

[41] 同上。

[42] Banton, Caroline（2019）, “Who Bears the Risk of Bad Debts in Securitization?”, (https://www.investopedia.com/ask/answer/07/securitizationrisks.asp,2019 年 6 月 5 日アクセス)、Mar 1.

[43] 同上。

[44] 同上。

[45] 同上

[46] Deku and Kara（2017), p.1.

[47] Deku and Kara（2017），p.1．
[48] Reuters（2019），“Glimmers of light emerge from Europe’s securitization slump”,
(https://www.reuters.com/article/us-europe-abs, 2019年6月20日アクセス)，May 10.
[49] PwC（2015），p.5．
[50] Preqin(2019), p.5．
[51] 同上
[52] 2019年7月9日に開催されたEUROPLACEにおけるWORKSHOP 2：“The Future of Alternatives in Europe”のセッションでオルタナティブ投資の現状などについて詳細な報告が行われた。その際の報告者および司会者は、Amy BENSTED（Head of Research，Preqinそして Eric WOHLEBER（Head of Development-Platform of Alternative & Real Assets,Amundi）であった。このセッションに多くの出席がおり、オルタナティブ投資への関心が高まってきていることも理解することができた。

＊本研究は、「公益財団法人かんぽ財団平成30年度の助成による成果」である。