

文部科学省 令和5年度委託調査業務

オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究 報告書（入門編）

NOMURA

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長(金商) 第451号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会(会員番号:第011-00961号)

2024年3月27日

Drive
Sustainability.

1. 本資料の目的と趣旨	P.2
2. オルタナティブ投資とは	P.4
3. オルタナティブ投資の方法	P.7
4. オルタナティブ投資全般の特徴	P.11
5. 代表的なオルタナティブ投資の概要とメリット・デメリット	P.12
参考資料・用語集	P.15

1. 本資料の目的と趣旨

- 本資料は、国立大学法人および学校法人（以下、大学）において適切な資金運用が行われることに資するものとして作成された、文部科学省委託調査業務の報告書の一部である。
- 多くの大学では、人口動態に起因した学生数の減少によって授業料収入の減少が見込まれる一方、研究活動、大学運営、学生・研究者に対する財政的支援のニーズは強く、財務基盤を強化する必要性が認識されている。
- そのため、一定の規模の資金・基金を保有する大学にあっては、いわゆる安全資産（預貯金・国債）への投資に留まらない多様な金融商品への投資に取り組んでいるが、一部の欧米の大学基金の表面的な理解に基づき、内容を詳しく精査することなくオルタナティブ投資を行ってしまうリスクや、特にリスクの高い仕組債^{（巻末参照）}やヘッジファンド^{（p.12）}などにも、商品特性等を十分に理解しないままに投資してしまうリスクがある。
- そのような**十分な事前精査やリスク管理を伴わないオルタナティブ投資は、予期せぬリスクが発現することで、大学の財政基盤をかえって損なうことにもなりかねない**。長期性のある資金・基金を運用しようとする大学にとっては、まず**長期の運用目標とリスクを適切に定めることが必要である**。その上で、**必要かつ有効な選択肢である限り**において、オルタナティブ投資をポートフォリオの一部として選別的に組み入れるべきである。
- 本資料は、大学における資金・基金運用に取り組まれる方を対象に、資産運用の基本的な考え方を整理した上で、オルタナティブ投資の特徴と期待される効果、リスクなどの基本事項をコンパクトにまとめている。本資料を起点として、一層の情報収集にあたって知見を深化され、**各大学のニーズや目的に整合した資金運用**を目指されることを願う。
- なお、本資料は、オルタナティブ投資の「入門編」として位置付けられている。（巻末参照）と記載のある金融用語は、巻末に**用語集**としてまとめているので参照されたい。投資案件・ファンドの採用や管理などの実務にあたる読者にあっては、各オルタナティブ資産の特徴や留意点をより詳細にまとめた「**詳細編**」もぜひ通読されたい。

1. 本資料の目的と趣旨

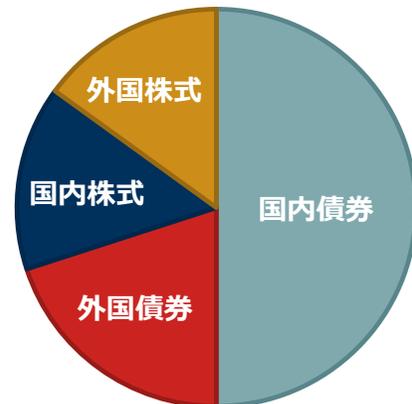
～オルタナティブ投資を開始するにあたって～

- オルタナティブ投資は、資金管理や運用機関の調査・選定などの点において、資産運用の中でも**最も難しくハイリスクな部類**に入る。**運用の基本方針や目的に照らし「なぜオルタナティブ投資が必要なのか？」**を明確にし、運用計画を立てることが望ましい。

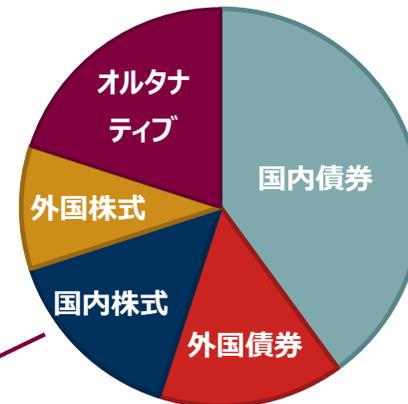
預貯金・債券（満期保有）による自家運用



伝統的資産を中心とする委託運用



オルタナティブ投資含む委託運用



委託運用開始へのToDo

- ✓ 運用の基本方針の見直し
- ✓ 資産運用委員会などの体制の見直し
- ✓ (必要に応じ) 外部有識者などの協力を得る
- ✓ 目標とするリターン、リスク制約の設定
- ✓ 基本ポートフォリオ（資産配分計画）の設定
- ✓ 運用機関の評価・モニタリングプロセスの設定
- ✓ 運用機関選定、資産移管
- ✓ 基本ポートフォリオの定期的な検証
- ✓ 運用受託機関の定期的なモニタリング

オルタナティブ投資開始へのToDo

- ✓ 基本方針や運用目的、リスク許容度、将来キャッシュフロー（巻末参照）などの現状分析を通じ、オルタナティブに充てられる投資上限を決定
- ✓ オルタナティブ投資の特性や市場規模・トレンド、期待リターン・リスクなどに関する調査
- ✓ ファンドの調査（クローズドエンド型は投資可能な時期が限られるため、募集期間を把握）
- ✓ 採用する資産種別、ストラクチャーなどを決定
- ✓ 運用機関選定、投資開始（資金管理）
- ✓ 運用受託機関の定期的なモニタリング

2. オルタナティブ投資とは ～株式・債券との違い～

- 資産運用においては、投資先を銘柄ごとではなく、いくつかのブロック「資産クラス」に分けてポートフォリオ構築・管理を行う。
- 国内株式、国内債券、外国株式、外国債券の資産クラスを「**伝統的資産**」と呼ぶ。
- それに対して、**伝統的資産以外の資産クラス**を包括して、「**オルタナティブ資産**」と呼ぶ。

	上場株式	債券	オルタナティブ資産
何への投資？	企業の将来の利益や配当	国、地方公共団体、企業などの将来の利金・償還金	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業への出資・貸し出し ✓ 上場株式・債券についてさらに金融技術を駆使した商品 ✓ 不動産・インフラ ✓ 農作物・エネルギー ✓ 森林・農地 ✓ 貴金属や希少性の高い物などさまざま
どんな下振れリスクがある？	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業の損益悪化、社会的信頼の損失などにより株価が下落する ✓ 企業が倒産すると投資金額の回収は難しい 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 市場金利の上昇や、発行体の信用力低下などにより保有債券の時価が下落する ✓ 債務不履行（デフォルト）に陥ると投資金額の回収は難しい 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資対象により大きく異なる ✓ 物理的な投資対象の場合、災害や地政学リスクなどの影響を受けやすい ✓ 取引できる市場が限られるため、すぐに売却ができないことがある

2. オルタナティブ投資とは

～代表的なオルタナティブ投資の種類～

- 対象資産が**公開市場にあるかどうか**で見ると、上場株式・債券・為替を対象にロング（買い）とショート（売り）を組み合わせたり、レバレッジ（巻末参照）をかけるなどの**非伝統的な投資手法**で、プラスリターン獲得を目指す「**ヘッジファンド**」、そして**非上場企業や不動産・インフラ**を投資対象とする「**プライベート資産**」に大別することができる。
- プライベート資産は取引所がないため、時価のリアルタイムでの算出や機動的な売買が難しい。

プライベート資産

名称	上場株式・債券 を対象とする	非上場資産 を対象とする	物理的な 投資対象	途中解約の 可否（注）
ヘッジファンド（p.12）	○			△ （制限あり）
プライベートエクイティ（p.12）		○		×
プライベートデット（p.13）		○		×
不動産（p.13）		○	○	△ （戦略による）
インフラ（p.14）		○	○	△ （戦略による）
コモディティ（p.14）			○	

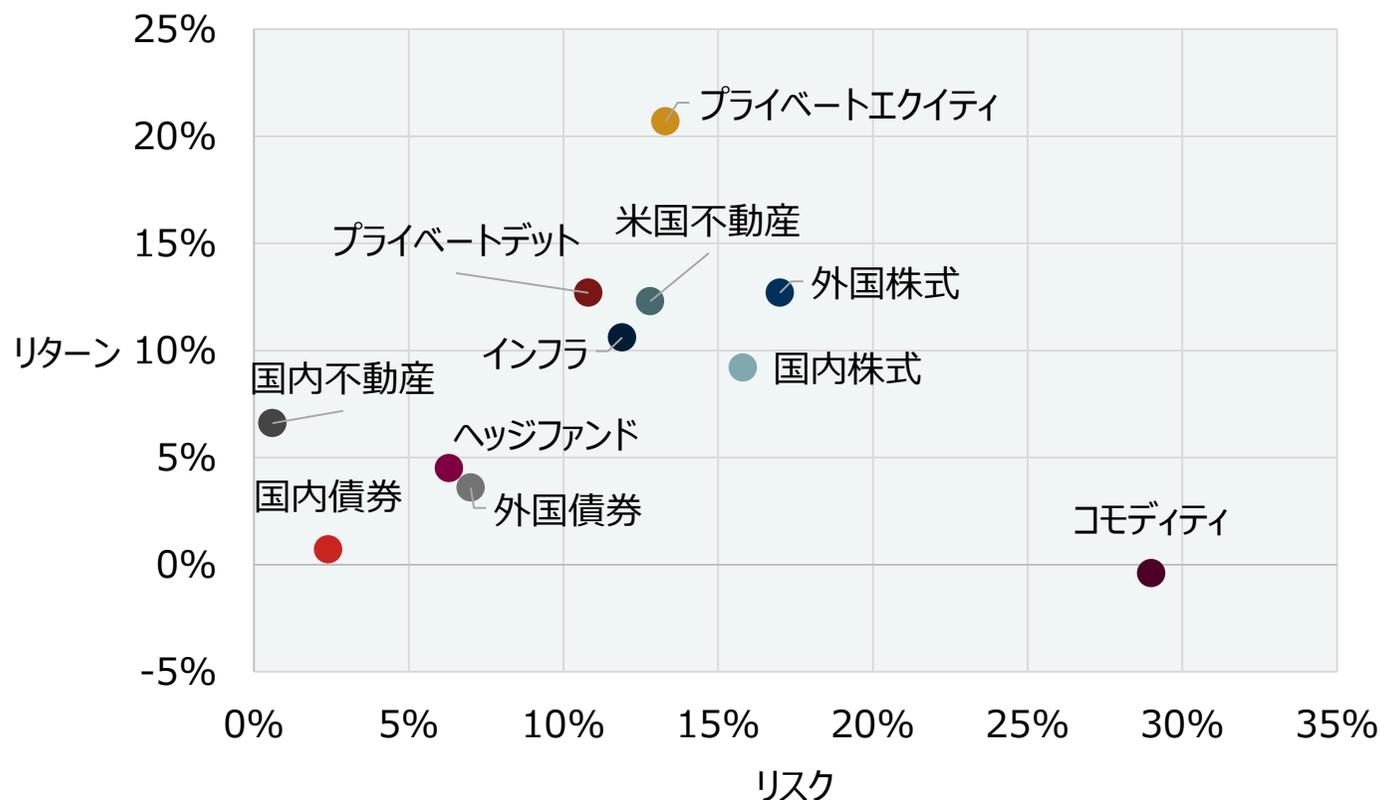
（注）ここでは特定または少数の投資家を対象とする私募ファンドを想定している。なお、オルタナティブ資産を対象とするETF（上場投資信託）や公募投資信託も存在し、ETFの場合は証券取引所での売買ができる。
（出所）NFRC作成

2. オルタナティブ投資とは

～オルタナティブ投資の実績パフォーマンス～

- 過去10年間の実績リターンを見ると、プライベート資産は外国株式並みまたはそれ以上のプラスリターンをあげている。
 - ただし、このデータは**数多くのファンドや資産のパフォーマンスを合算した「指数」**^(巻末参照)ベースのものであり、**実際には採用するファンドごとに成果が異なる点**に注意が必要である。
- リスクについては、オルタナティブ投資のリスクは株式より低く見える。しかし、これも指数ベースのリスクであり、プライベート資産については**上場株式のようにリアルタイムで時価が算出されない**ため、**伝統的資産と単純に比較してリスクが低いとは言えない**。

代表的な資産クラスの実績リターン・リスク (過去10年)



(注) 2023年3月末を基準として、四半期ベースの指数データから、過去10年のリターン・リスク (年率) を算出。米ドルベースでの指数は円ベースに換算している。ヘッジファンドは為替ヘッジ後のデータを利用。
(出所) Bloomberg、FTSE、MSCI、Eurekahedge、Cliffwater、Cambridge Associates、ARES、NCREIF、S&PよりNFRC作成

3. オルタナティブ投資の方法

～投資ストラクチャー～

- 日本の大学や年金基金などによるオルタナティブ資産への投資は、**投資案件が海外に多い**こともあり、上場株式・債券のように銘柄ごとに売買を行うのではなく、**機関投資家**（巻末参照）を中心に資金の出し手を募集する「ファンド」への出資の形で行われることが多い。
- 投資対象がプライベート資産であったり、投資家層が限られるものである場合には、**ファンドへの出資のタイミングや、途中解約に制約が設けられている**ことがあるため、基金のキャッシュフローに合わせた投資計画を立てる必要がある。
- プライベート資産の投資ストラクチャー（構造、仕組み）は、途中解約の可否等の特徴が異なり、下図の**クローズドエンド型**と**オープンエンド型**に大別することができる。投資対象の種類などによって、どちらに該当するかが分かれる。

	クローズドエンド型	オープンエンド型
ファンド存続期間	有限 ✓ 通常7～10年前後 ✓ 投資家が集まったら投資開始	無期限
投資家の募集タイミング	ファンド立ち上げ時のみ	随時
途中解約	原則不可 ✓ やむを得ず解約する場合には安値で売却となる可能性が高い	事前申請により可 ✓ 解約金額に制限あり ✓ 解約完了には時間がかかる
組み入れ資産の売却	ファンド存続期間内に実施し 売却益 を狙うことが多い	ファンドが無期限に存続するため あまり実施しない （インカム収入 （巻末参照） 中心）

3. オルタナティブ投資の方法

～シングルファンドとファンド・オブ・ファンズ～

- ファンドへの投資方法についても、**シングルファンド**方式と**ファンド・オブ・ファンズ**（FoFs）方式の大きく2つがある。
- それぞれのメリット・デメリットを踏まえ、運用機関の募集・選定を行う必要がある。

	シングルファンド	ファンド・オブ・ファンズ
定義	単一のファンド（への投資）	複数のファンドを組み入れたファンド（への投資）
イメージ		
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ○ 直接ファンドを選定できる ○ 投資先のファンドの情報をより詳しく把握できる ○ 運用報酬は、各ファンドに支払う分だけ ○ 解約後の現金化は比較的スムーズ 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 少額での分散投資が可能 ○ 個別ファンドの選定は不要 ○ 優れたゲートキーパー（ファンド・マネジャー）を選定できれば、有力ファンドへ投資できる可能性がある
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> × 複数ファンドへの分散投資は投資家自身が行う × 優れたファンドを選定する手間がかかる × 有力ファンドへのアクセスが困難な可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> × どのファンドを組み入れるかはゲートキーパー次第 × 投資先のファンドの情報が限られる可能性がある × 運用報酬は、個別ファンド+ゲートキーパー × 解約後は全てのファンドの現金化を待つ必要がある

3. オルタナティブ投資の方法 ～ゲートキーパー選定時の注意点～

- オルタナティブ投資は個別性が強く、ファンド間のリターン格差が大きいいため、**個別ファンドを選定し、配分を決定するゲートキーパーの手腕が重要**である。選定時は、ファンドのラインナップの豊富さや国内外を含むコネクション、投資環境の見極め、実務面へのサポートなどについて確認する必要がある。

評価項目	概要	チェック項目
実績	<ul style="list-style-type: none"> 受託実績が豊富か 国内でのゲートキーパー業務の業歴は十分か 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 大手投資家などからの受託実績 ✓ 国内でのゲートキーパーの業歴
体制	<ul style="list-style-type: none"> 業務を行う組織体制は整っているか 経験豊富な人員が揃っているか 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 組織体制 ✓ 人員の経験年数
商品提供能力	<ul style="list-style-type: none"> 自社やグループ会社の取扱商品への偏りがいないか 幅広い商品を提供できるか 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 資産クラスごとの商品ラインナップ
他社との提携	<ul style="list-style-type: none"> 外資系のゲートキーパーならば日本の信託銀行などと連携できるか 日系のゲートキーパーならば海外のゲートキーパーと連携できるか 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 実際の提携先
運用報酬	<ul style="list-style-type: none"> 運用報酬は妥当な水準か FoFsとして組み入れるファンドに対する運用報酬の交渉能力があるか 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 運用報酬の水準
実務面のサポート力	<ul style="list-style-type: none"> 投資結果のレポートやファンド情報の説明など、投資における実務面のサポートを受けられるか 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ サポートに関する対応能力

3. オルタナティブ投資の方法

～モニタリングで確認すべきポイント～

- ファンドへの投資開始後も、定期的（四半期／半期／年次など）に書面や対面での情報提供を依頼し、**投資の進捗状況が想定通りか、運用機関やチームに重大な変更はないか**などについてモニタリングする必要がある。

モニタリング項目	概要
投資ペース	<ul style="list-style-type: none">・ 投資期間に組入れ（資産購入）を完了できるペースで投資が行われているか・ 投資ペースが速すぎることはないか
投資案件	<ul style="list-style-type: none">・ ファンドが対象としていた種類の投資であるか・ 契約書への違反はないか
個別案件の状況	<ul style="list-style-type: none">・ 想定通りの進捗となっているか・ 問題は発生していないか
バリュエーション	<ul style="list-style-type: none">・ 不適切なバリュエーション（資産の価値評価）が行われていないか
回収	<ul style="list-style-type: none">・ 適切なタイミングでの回収の検討・実施が行われているか
運用機関・チーム	<ul style="list-style-type: none">・ 運用機関、チームに重大な変更は発生していないか

- ヘッジファンドの場合、オペレーション上のリスクによるファンドの破綻事例も散見されるため、モニタリングでも対応状況を確認すべき。

モニタリング項目	概要
運用面	<ul style="list-style-type: none">・ 運用機関、チームに重大な変更は発生していないか・ 運用資産残高が大幅に増加・減少していないか・ ディスクロージャー（情報開示）項目に変更はないか・ 運用環境の変化、採用戦略や投資対象の変化（スタイル・ドリフト）、個別ポジションの特性の変化、リスク・リターン特性の変化など、投資開始時点の想定から大幅な変化が生じていないか
オペレーション面	<ul style="list-style-type: none">・ リスク管理体制に変化はないか・ 運用部署・部門に対する牽制機能は維持されているか・ 規制対応や利益相反は管理されているか・ ファンド条項（流動性、フィー）に変化はないか・ ファンド関係者の変更（アドミニストレーター（事務管理会社）、監査法人など）はないか

4. オルタナティブ投資全般の特徴

期待される効果

伝統的資産との分散効果

伝統的資産と異なる投資手法・対象により、
リターン源泉の分散ができる。

高い期待リターン

取引市場や投資家に制限がある
(流動性が低い) ことから、伝統的資産に比べて
リターンが高いとされている。

主な留意点

低流動性、資金管理の必要性

投資途中での**現金化には制約**があり、投資期間も長い。
投資家の急な支出やリバランス (巻末参照) **に対応できない**
ことがある。運用計画を予め立てておく必要がある。

複雑なスキーム、リスク管理の難しさ

プライベート資産の場合は四半期～年次での評価額により時価を
推定しており、そのために**リスクが過小評価**されていることが多い。
さらに、上場企業のようには情報開示が充実しておらず、投資家と運
用者の間での情報の非対称性や、**投資構造が複雑化**することによる
透明性の不足にも注意が必要である。

強い個別性、資産・ファンド選定の難しさ

投資家に適した資産・ファンドを見極めるには高い専門性が必要。
伝統的資産ほど多くの銘柄 (株式では～数千) に分散することが
できないため**一つ一つの資産・ファンドのリターンの影響を受けやすい**。

5. 代表的なオルタナティブ投資の概要とメリット・デメリット ～ヘッジファンド、プライベートエクイティ～

名称	概要	メリット（期待される効果）	デメリット（主な留意点）
ヘッジファンド	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 米国が発祥。機関投資家や富裕層から資金を集め、運用する私的なファンドの一種。 ✓ 世界の上場株式・債券・為替を対象に、先物取引（巻末参照）や信用取引（巻末参照）などを駆使し、プラスのリターン獲得を目指す。 ✓ 投資スタイルによって複数の種類に区分することができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ さまざまな投資手法やショート（売り）ポジションの活用により、市場が下落する局面でもプラスリターンを得ることが期待される。 ✓ そのため、上場株式・債券ともにパフォーマンスが苦戦するような場合に、ヘッジファンドを組み入れることによる効果が見込まれる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 解約については事前に通知する必要があり、頻度は月次～年次、金額についても投資家レベルやファンドレベルで上限が設定されている。 ✓ 投資家の解約を一切制限する期間が設けられていることもある。 ✓ 過去には投資詐欺、失敗の隠蔽、破綻のケースもあり、しっかりと選定プロセスとモニタリングが重要。
プライベートエクイティ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 非上場企業への出資のこと。企業の成長ステージや投資手法によりさまざまなタイプがある。 ✓ ファンド存続期間は8～12年と長期。 ✓ 運用者は、企業への人材派遣、経営会議への出席、取引先の紹介などを通じて投資先企業の価値向上を促す。 ✓ 投資終了時は、IPO（新規上場）や他企業・投資家に売却するなどして、回収した資金を投資家へ分配する。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ベンチャー企業や成長企業への投資によって、上場株式投資よりも高いリターンを得られる可能性がある。 ✓ 運用者が企業価値を上げるために行う活動やスキルがパフォーマンスに直結するため、上場株式投資に対してリターン源泉の分散ができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 途中解約はできないことが多い。 ✓ ファンドが投資先企業を発掘してから、複数回にわたり資金拠出が求められる。そのタイミングや総額は未確定のため、キャッシュフロー管理が難しい。 ✓ 投資開始時はさまざまなコストが発生する一方、分配までに時間がかかる。投資期間の初期は累積キャッシュフローがマイナスとなりやすい（Jカーブ効果と呼ぶ）。 ✓ 投資先企業や運用者のスキルなどにより、ファンド間のリターン格差が大きいため、ファンド選定が重要。

5. 代表的なオルタナティブ投資の概要とメリット・デメリット ～プライベートデット、不動産～

名称	概要	メリット（期待される効果）	デメリット（主な留意点）
プライベート デット	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 銀行以外の投資家による、企業への直接の貸付けのこと。 ✓ ファンド存続期間は5～12年と長期。 ✓ 相対的に信用力の低い企業が対象となる。 ✓ 主なリターンは値上がり益や売却益ではなく、利子収入となる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資適格社債などと比べて高い信用リスクを取るため、相対的に高い利子収入が期待できる。 ✓ 変動金利での貸付けが中心となるため、金利上昇リスクへの耐性がある。 ✓ 利子収入が投資後まもなく発生することや、投資期間がプライベートエクイティより短いことから、投資期間初期の累積キャッシュフローがマイナスとなる「Jカーブ効果」（前頁「プライベートエクイティ」のデメリット参照）は相対的に浅い。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資先企業の信用力の低さから、景気が悪化する局面ではデフォルト率が高まりやすい。 ✓ 流通市場がなく簡単に売却できないため、類似する金融商品（ハイイールド債（巻末参照）、バンクローン（巻末参照）など）と比べて流動性が低い。
不動産	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不動産を直接保有する「直接投資」に加えて、ファンドなどを通じて投資を行う「間接投資」の形態がある。 ✓ 運用スタイルにより異なるが、テナント賃料によるインカム収入と、不動産の評価額の値上がり益や売却益がリターンとなる。 ✓ ファンドが投資する不動産は、優良物件とされるものから、リノベーションを要するものまでさまざまなクラスがある。 ✓ オフィスや住宅、物流施設・商業施設などセクターや地域でも分類される。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 適切に資産配分を行うことでリターン源泉の分散が期待できる。 ✓ 不動産に入居するテナントが賃料を支払うことで、継続的なインカム収入が期待できる。 ✓ 物価上昇や経済成長に合わせて賃料や不動産価格が上昇し、長期的にはインフレによる貨幣価値の下落をカバーすることができる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資形態によっては、途中解約ができないことがある。 ✓ 災害などによる物件価値毀損のリスクがある。 ✓ テナントの減収や退去などにより想定通りのインカム収入が得られないことがある。 ✓ 不動産マーケットのサイクルも踏まえ、投資タイミングやセクター・地域の分散が重要。

5. 代表的なオルタナティブ投資の概要とメリット・デメリット ～インフラ、コモディティ～

名称	概要	メリット（期待される効果）	デメリット（主な留意点）
インフラ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 不動産と同様に、直接投資と間接投資（ファンド投資）の形態がある。 ✓ ファンド投資の場合、投資期間は10年程度と超長期。 ✓ 開発段階のインフラであるか、建設が終わり運営段階にあるインフラであるかで大別される。 ✓ 前者の場合は、投資案件の値上がり益がリターンとなる（新興国のインフラが多い）。 ✓ 後者の場合は、インフラが稼働することで発生する収入がリターンとなる（先進国のインフラが多い）。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 適切に資産配分を行うことでリターン源泉の分散が期待できる。 ✓ 運営段階にあるインフラからは、長期的かつ安定的なインカム収入が期待できる。 ✓ インフラは利用料に対する規制が強く、競争が少ないため、景気変動に対する感応度は不動産より低い。 ✓ 長期的にインフレが継続すれば、利用料の値上がりを通じてリターンの緩やかな向上が期待できる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 投資形態によっては、途中解約ができないことがある。 ✓ 開発段階では、プロジェクトの認可、資金調達、設計・建設、投資終了を経るまでに、さまざまなリスクが想定される。 ✓ 運営段階に入っても、制度変更や自然災害などで収入が減少したり、運営コストが増加することでリターンが下がる可能性がある。 ✓ 不動産に比べて個々の物件の規模は格段に大きいいため、投資対象の選別は一層重要である。
コモディティ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ コモディティとは、エネルギー（石油・天然ガスなど）、貴金属、穀物などのこと。 ✓ 現物への投資は保管コスト（巻末参照）がかかるため、コモディティの市場価格に連動するETF（巻末参照）への投資が一般的である。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 伝統的資産と異なる値動きをするため、リターン源泉の分散が期待できる。 ✓ 地政学的リスクの顕在化、災害の発生、高インフレなど、伝統的資産にとって不利な局面でリターンを獲得しやすい。 ✓ 物価とコモディティ価格が連動する傾向にあるため、インフレによる貨幣価値の下落をカバーできる可能性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ インカム収入はない。 ✓ コモディティ独自の要因で価格が変動するため、リスク管理が難しい。特に、穀物は天候や疫病などによる影響を受けやすく、エネルギーは世界情勢や地政学的リスクなどの影響を受けやすい。 ✓ 海外市場での米ドルベースの取引が基本となるため、為替変動の影響を受ける。

(参考) 資産運用の基礎知識

資産運用とは

- 普通預金や定期預金などの貯めることを重視した「預貯金」と、株式や債券、投資信託などの商品で運用し増やすことを重視した「投資」がある。投資では運用成果が予測できず、増える場合も損をする場合もあることに留意が必要である。

金融における「リターン」「リスク」

- リターンとは、投資によって得られる損益のこと。利益の場合はプラスリターン、損失の場合はマイナスリターンと表現する。
- リスクとは、一般的にはリターンの振れ幅、ばらつきのこと^(注)。マイナスリターンになることではなく、リターンの不確実性をリスクと呼ぶ。
- 投資について、将来得られると予測されるリターンを「**期待リターン**」という。期待リターンとリスクが、投資判断を行う際の重要な判断材料となる。

投資先は分散しよう

- 資産を一つの金融商品に集中投資した場合、その商品が値下がりしてしまうと、資産に大きな評価損を与えることになる。
- このような価格変動リスクを抑えるために、複数の投資対象に分けて投資することを**分散投資**という。
- 値動きの異なる投資対象を組み合わせること（資産の種類分散、地域分散など）で、全体のリスクを軽減することができる。

ポートフォリオ運用の重要性

- ポートフォリオとは、直訳すると「紙挟み、書類かばん」。金融用語では、投資家が保有する金融商品の一覧、組み合わせのこと。
- 資産運用においては**分散投資を前提に、どのような資産にどの程度配分するのかを予め決定し、それによってどの程度リターン・リスクが発生するかを見積もる**ことが、予期せぬ運用結果を防ぐことに繋がる。

(注) このほか、インフレリスク、信用リスクなどさまざまな種類のリスクがあるが、本資料では断りのない限り「リターンの振れ幅、ばらつき」（リターンの標準偏差）をリスクとしている。

(参考) 自家運用と委託運用の整理

- 資産運用の方法としては、銘柄の売買にかかる投資判断を自らが行う「**自家運用**」(インハウス運用)と、外部の運用機関に行わせる「**委託運用**」に大別される。
- 日本の大学においては、自家運用として預貯金や安全性の高い債券による運用が中心的であるが、オルタナティブ投資を含む委託運用を開始し、リターン向上を目指している大学もある。

	自家運用	委託運用
運用主体	大学自身 (職員)	外部の運用機関 (信託銀行、運用会社)
投資対象	日本の大学においては 預貯金、安全性の高い債券が中心	国内外の株式、債券、 オルタナティブ資産
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ○ 運用にかかる費用は比較的小さい ○ 購入・売却の意思決定がスムーズ ○ (預貯金と債券中心の場合) 将来のキャッシュフローの見通しが立てやすい 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 投資判断やリスク管理を行う運用体制が比較的充実している ○ 期待リターン・リスクの高い投資手法・対象での運用も可能
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> × 大学自身が投資判断するため、内部の運用体制を整える必要がある × (預貯金と債券中心の場合) 投資内容が分散されておらず、低金利環境では利子収入が上がりにくい × 高度な運用手法や、参入障壁の高い投資対象など、着手の難しいものがある 	<ul style="list-style-type: none"> × 運用機関に支払う費用が発生する × 期待するパフォーマンス(運用成績)をあげられる運用機関を選定し、モニタリングを行い、運用機関を管理するための内部体制が必要 × リスクの高い商品など、市場急落によって予期せぬ評価損が生じる可能性がある(注)

(注) 委託運用に限らず自家運用でも、仕組債や株式、オルタナティブ資産等に投資していればこのような可能性があるが、本ページでは預貯金、安全性の高い債券(投資適格の国債・社債)を対象とする自家運用を想定している。
(出所) NFRC作成

(参考) 用語集

- 本資料内で説明した用語を除き、主な金融用語について50音順で掲載している。

用語	ページ	本資料での意味
ETF	14	Exchange Traded Fundsの略。日本語で上場投資信託。金融商品取引所に上場しており、通常の株式と同じように売買が可能な投資信託のこと。
インカム収入	7、13、14	債券の利金（クーポン）や株式の配当のように、資産を保有することで安定的かつ継続的に得られる収益のこと。インカムゲインとも言う。（⇔キャピタルゲイン。資産の価格変動に伴う利益。）
機関投資家	7、12	個人から集めた資金を運用・管理する法人の投資家。投資顧問会社、生命・損害保険会社、信託銀行、年金基金などが含まれる。
キャッシュフロー	3、7、12、13、16	資金の流れ、流入流出のこと。流出をキャッシュ・アウトフロー、流入をキャッシュ・インフローという。
ゲートキーパー	8、9	主にヘッジファンドやプライベート資産について、投資先とする個別ファンドの分析、選定、配分決定、運用のモニタリングなどを行う。ファンド・オブ・ファンズの運用も行うことがある。
先物取引	12	ある商品を対象として、将来のある時点で、取引現時点で定めた価格で売買することを約束する取引のうち、取引所で行われる取引のこと。取引現時点で定めた価格と、「将来のある時点」に実現した価格の差によって、利益・損失の大きさが変わる。
仕組債	2	一般的な債券（元本保証のある満期保有目的の債券等）とは異なり、特別な「仕組み」をもつ債券のこと。具体的には、一般的な債券にオプションやスワップ等のデリバティブを組み込んだ債券を指す。 ※オプション：あらかじめ約束した価格で将来売買できる権利のこと。 ※スワップ：あらかじめ決められた条件に基づいて、将来の一定期間キャッシュフローを交換する取引のこと。 ※デリバティブ：株式、債券等の元になる金融商品から派生した取引のこと。上記のオプションやスワップもデリバティブの一種。
指数	6	株式などの市場や、特定の資産クラスの動向を示す指標のこと。一定のルールのもとに算出され、上場株式のように各銘柄の時価を用いることが多いが、プライベート資産やヘッジファンドを中心に、ファンドの報告する運用データが用いられることもある。

(参考) 用語集

- 本資料内で説明した用語を除き、主な金融用語について50音順で掲載している。

用語	ページ	本資料での意味
信用取引	12	証券会社に担保として委託保証金を差し入れ、資金や株式を借りて行う取引のこと。
ハイイールド債	13	信用力が低く（投資適格未満）利回りの高い債券のこと。
バンクローン	13	銀行などが行う投資適格未満の企業への融資のこと。投資家に転売される形で流通市場での取引ができる。
保管コスト	14	（コモディティ投資において）穀物の場合は倉庫、エネルギーの場合は貯蔵タンクやパイプラインなど、現物を保管しておくために必要な費用のこと。
リバランス	11	策定したポートフォリオの配分が時価変動などによって変化したものを、売買によって当初の計画通りに戻すこと。
レバレッジ	5	資金の借り入れなどを用いて手元の資金以上の金額で取引を行うこと。見込みが当たれば大きな利益を期待できる一方で、外した場合の損失も大きくなる。