

第1章 米国資産運用業界および資産運用会社の現状

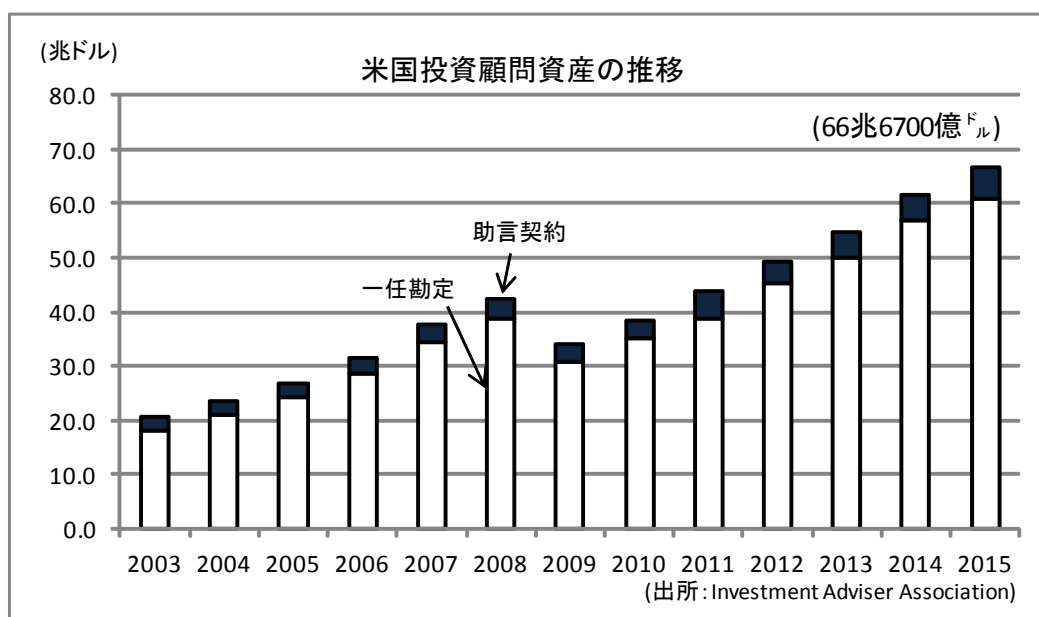
1 米国資産運用業界の現状

(1) 米国投資顧問業界の現状

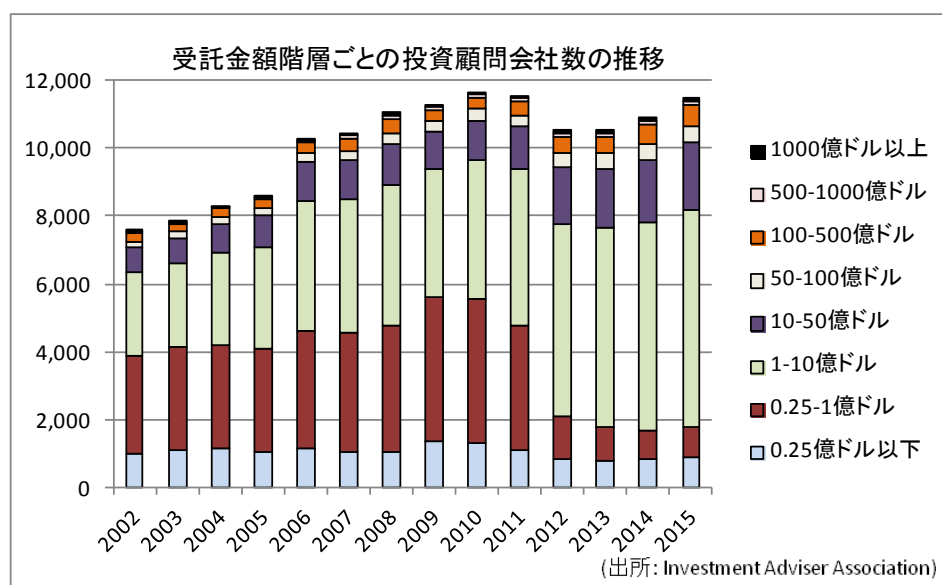
米国投資顧問業協会（Investment Adviser Association）によると、米国SECに登録されている投資顧問会社数は、2015年11,473社であり、運用資産は66兆6,700億ドル（約8,000兆円）に達している。これを日本の現状と比較してみる。日本投資顧問業協会によると、2015年3月投資顧問会社数733社（一任業者257社、助言業者476社）、運用資産は222兆421億円なので、業者数にして約16倍、運用資産額にして約36倍になっている。

下図に、資産額の推移を示すが2003年20兆6,000億ドルであったので、この13年間で3倍以上に膨らんでいる。米国では、2010年にドット・フランク法が成立し、2011年から施行されている。ドット・フランク法の意図は主に消費者保護であるが、資産運用に関連する会社（銀行、証券、投資顧問、投信）に対しても規制が強くなった。2008年からのリーマンショックに際し、「大きすぎて潰せない」金融機関があったことは記憶に新しい。この法律の施行により、CDSなどのデリバティブ改革が行われ、「大きすぎて潰せない」ことが終焉するといわれている。施行前までは、大きな金融機関にリスクが集中し過ぎその結果破綻の状況に至ったという状況がこのデリバティブ改革によって改善された。したがって、施行後はいわゆる大銀行が独自の判断で過大なリスクを取れなくなったといえよう。

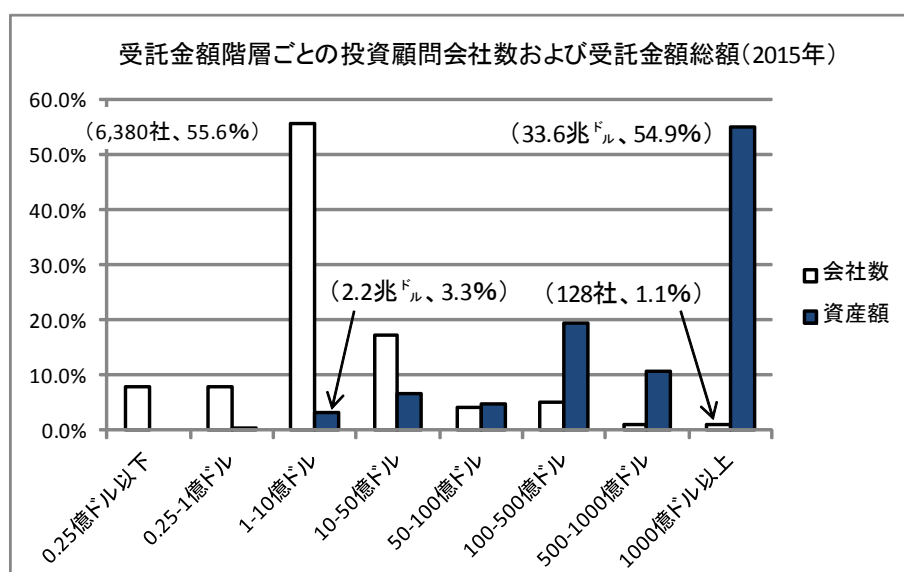
ドット・フランク法施行以前には、同じ資産を複数の投資顧問会社が運用している場合複数の投資顧問会社で重複しているのではというクレームがあったため、米国投資顧問業協会では施行以後は重複を防ぐため複数の投資顧問会社ではなくメインの投資顧問会社1社だけにしているとしている。



下図には、過去 14 年に渡る SEC 登録の投資顧問業者数の推移を受託金額階層ごとに示してある。これをみると、2010 年までは比較的順調に伸びてきた会社数が 2012 年にはかなり減少しているのがわかる。特に 1 億ドル以下の階層の減少が著しい。米国投資顧問業協会では、この減少は主に M&A による影響が大きいとしている。合併等で大きくなった投資顧問会社は上の階層に移るため、1～10 億ドルの階層が増えている。また、最上層の 1000 億ドル以上は徐々にではあるが増えている。

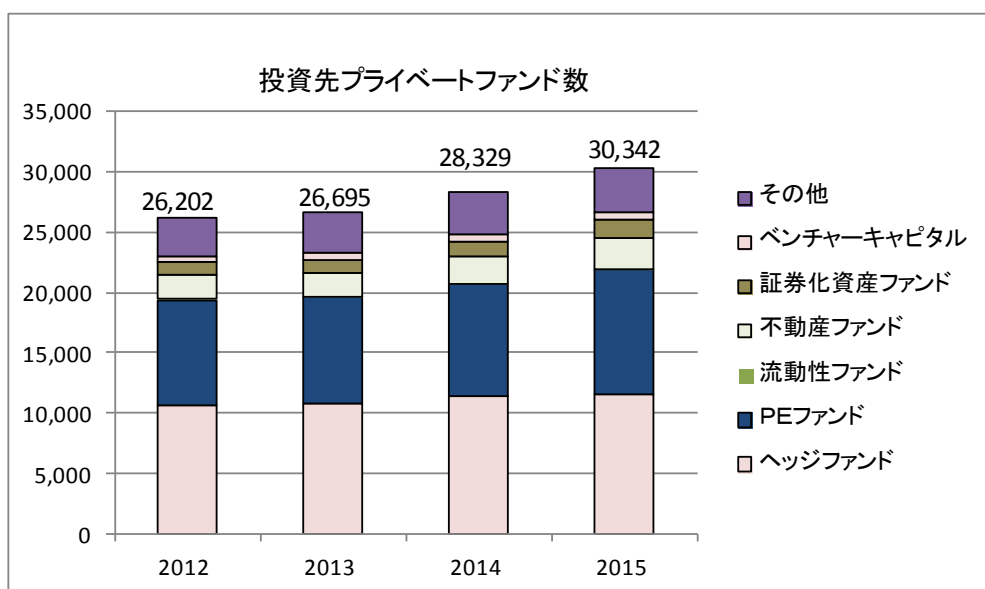


また、下図は超大型投資顧問会社の寡占化を表している。1000 億ドル以上の投資顧問会社は、全体の 54.9%を占めている。2015 年のカテゴリー最上位（1000 億ドル以上）は 128 社、受託金額の平均は 2,860 億ドルである。

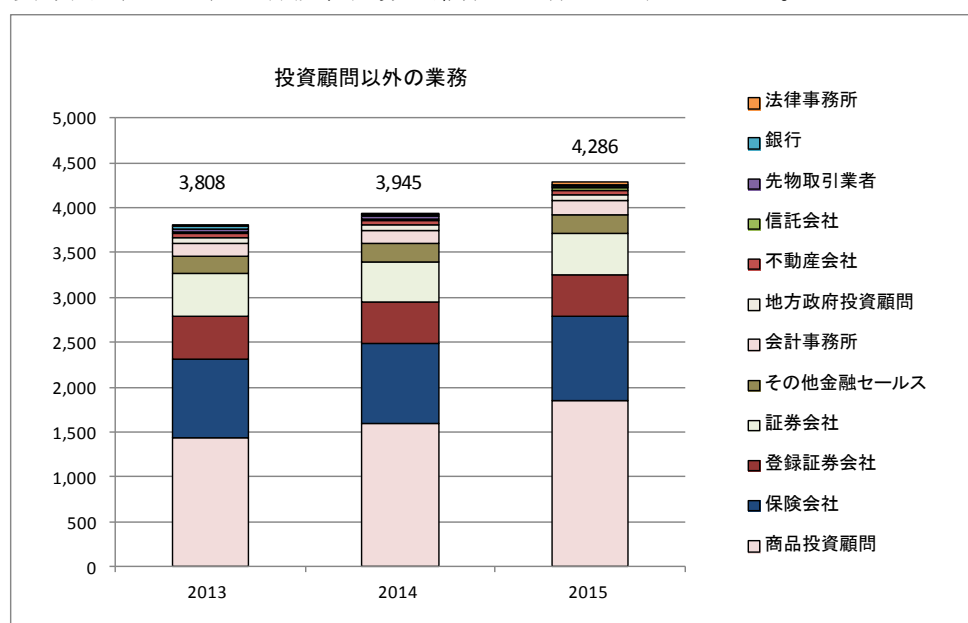


また、米国の投資顧問会社は、傘下のヘッジファンドやプライベートエクイティファンドに投資しているのが通例である。投資先のファンドはあまり大きくなく、従業員も数人の場合がほとんどである。そのため、未公開（プライベート）である。数としては、ヘッジファンドが一番多く、2015 年で 11,504 社、プライベートエクイティファンドは 10,402 社に登る。その 2 種のファンドで全体の 70%を超える。

また、2015 年は全体で 30,342 社となるが、そのうちファンドオブファンズが 26.1%を占める。資産額としては、2015 年で 10 兆 4000 億ドルに上り、資産全体の 15.5%になる。

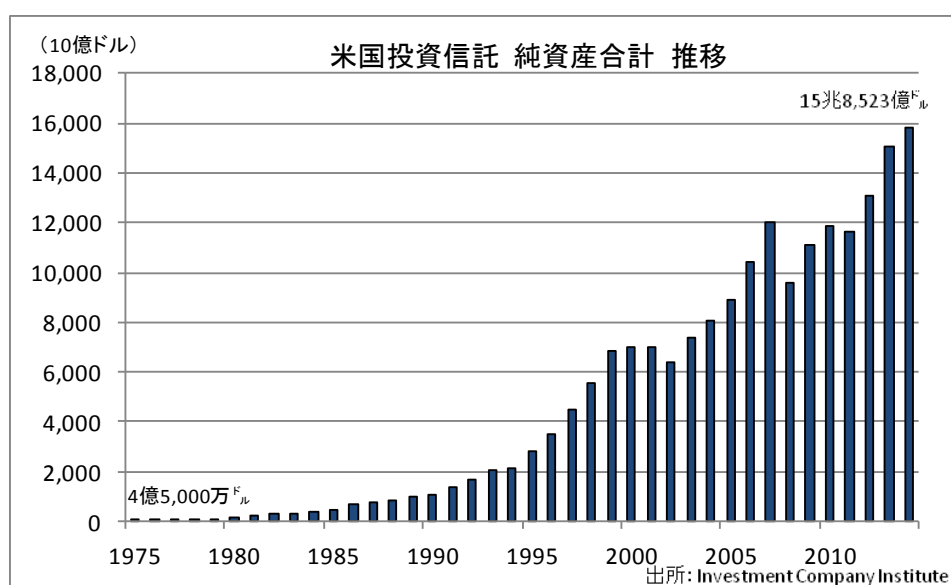
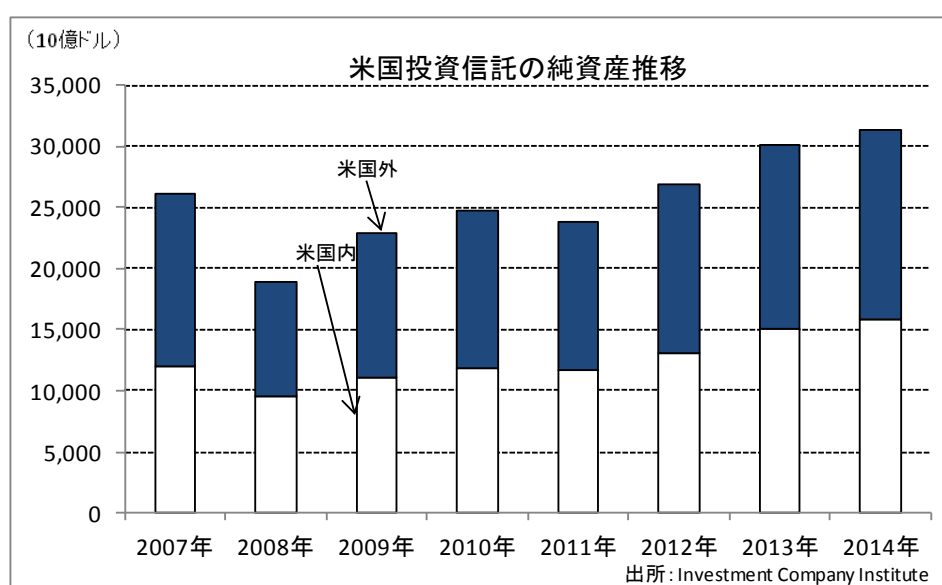


さらに、米国の投資顧問会社は、多くの場合兼業をしている。日本では、投資顧問会社は証券会社または銀行傘下の場合がほとんどであるが、米国では、多種の事業に渡っている。商品投資顧問（C T A）や保険、証券の兼業が全体の 90%を超える。

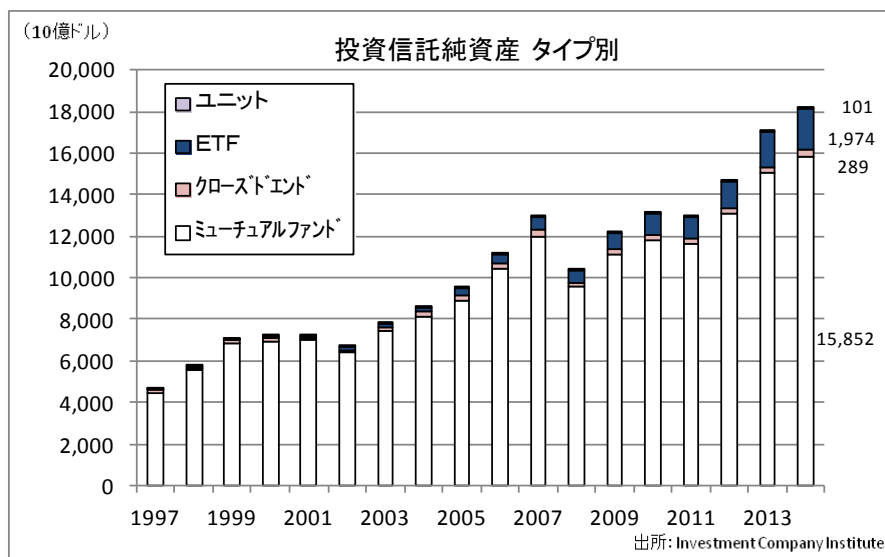


(2) 米国の投資信託（ミューチュアルファンド）の現状

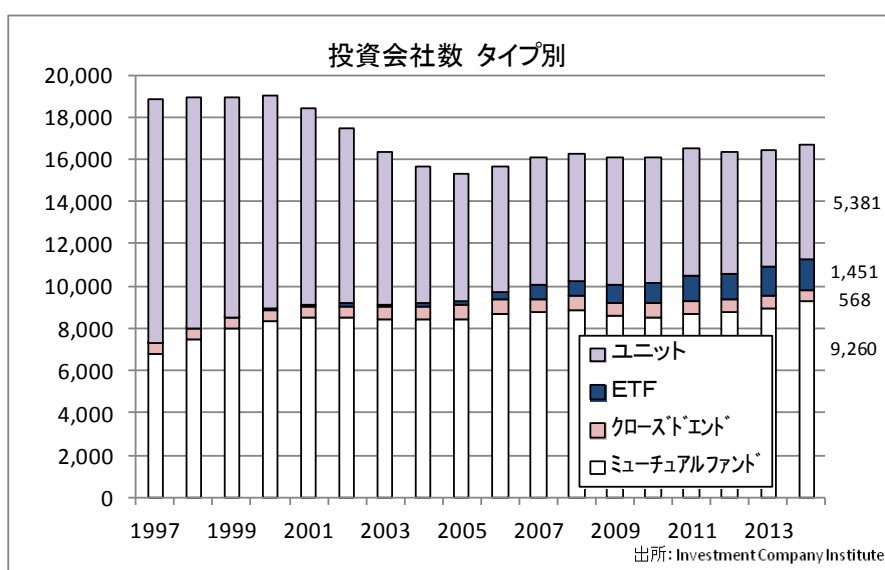
米国投資信託協会（Investment Company Institute）によると、ミューチュアルファンド（Mutual funds）と呼ばれる米国内の投資信託の純資産額（2014 年末）は 15 兆 8,523 億ドル（約 1,900 兆円）。また、米国外の投資信託も 15 兆 5,290 億ドルあり、両方合わせると、31 兆 3,810 億ドル（約 3,766 兆円）に達している。ミューチュアルファンドを扱う会社は、2014 年末で 9,260 社に上る。これを日本の状況と比較してみる。日本の投資信託協会によると、正会員数は 2015 年末で 155 社、純資産総額は、公募投信、私募投信合わせて 167 兆 9,208 億円であるので、会社数にして約 60 倍、純資産額にして約 22 倍に上る。



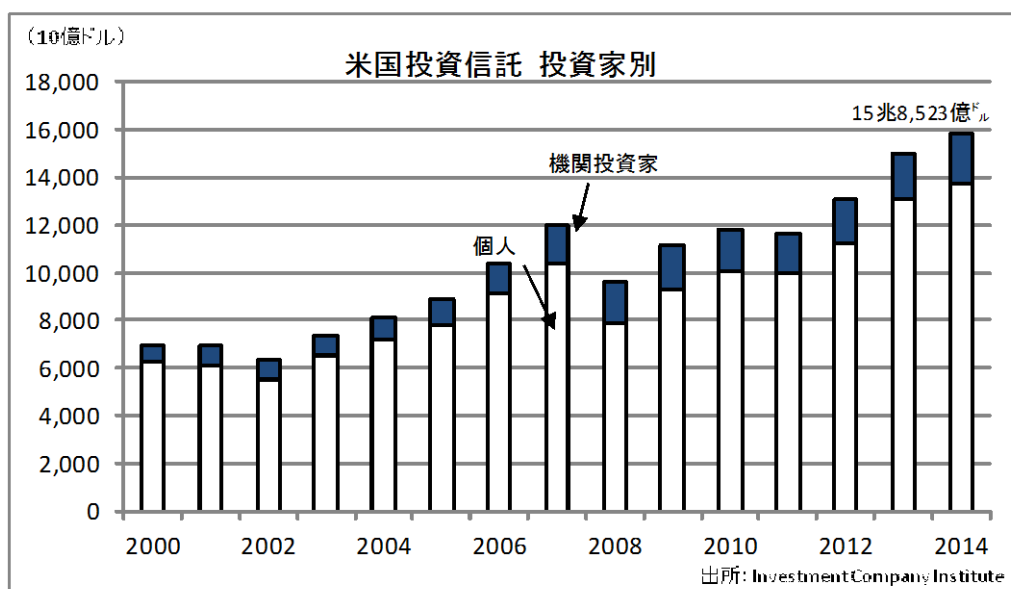
ミューチュアルファンドのほか、クローズドエンド投信（2,890 億ドル）、E T F（1 兆 9,740 億ドル）、ユニットトラスト（1,010 億ドル）を含めると、18 兆 2,170 億ドルにも達する。近年では、E T F の伸びがもっとも大きい。ミューチュアルファンドは、1997 年比 3.5 倍に対し、E T F は 282 倍にもなっている。



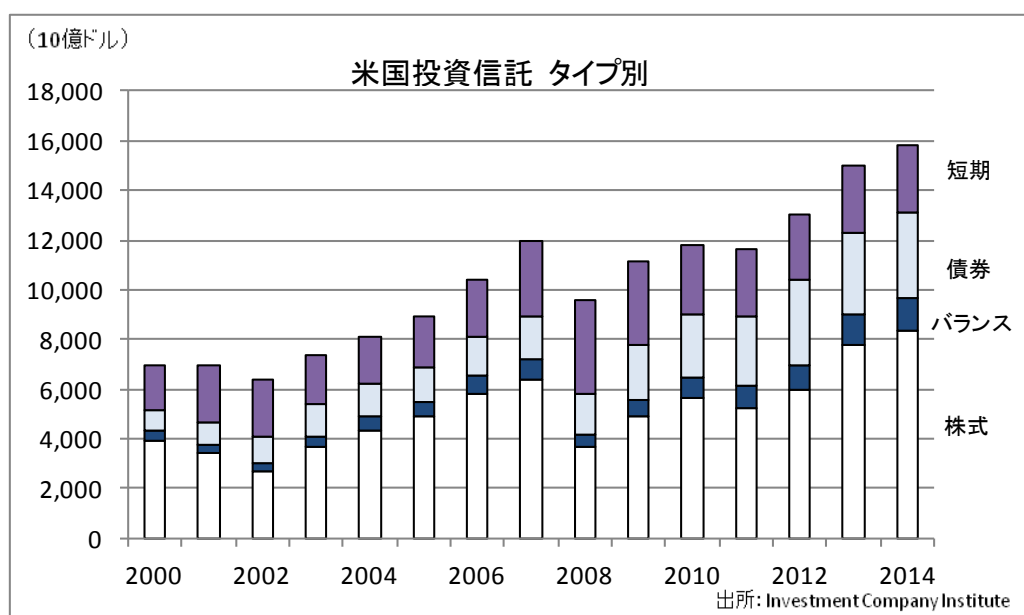
投資信託会社数では、ミューチュアルファンドの会社数が圧倒的に多いが、20 年前にはユニットトラストの会社数のほうが多かった。ユニットトラストは償還期限が決められており、近年償還を迎えるファンドは 2000－2005 年に設定されたファンドが多い。当初設定されたファンドが償還を迎えても、再設定しないファンドが数多くある。その中でも、E T F のファンドは近年非常な勢いで増えている。



ミューチュアルファンドは、基本的に個人向けの商品であることより、投資家別分類では、個人向けが約 90% 近くを占めている。



投資信託をタイプ別で見ると、株式投信の割合は 50% 程度で推移しているが、2008 年のリーマンショック時は 35% にまで低下している。それに代わって債券型の投信がじわじわと増えている。バランス型は 5% 程度で安定していたが、近年ではやや増加傾向にある。



(3) 米国の個別資産運用会社の運用資産

下表には、Institutional Investor 誌によるアメリカの資産運用会社 Best20 を示す。

BlackRock, Vanguard Group, State Street Global の上位 3 社は、基本的にインデックス・ファンドを大量に販売している会社である。下表のうち、どの程度インデックス・ファンドの割合があるかは、正確にはわからないが、BlackRock の運用資産に占めるインデックス・ファンドの割合は約 60% である。BlackRock の運用資産は 4 兆 6,000 億ドル以上となるが、日本円にすると、550 兆円程度になる。さらに、2 位の Vanguard Group は 2013 年－2014 年の増加率が 70% となっており、急速に巨大な資産運用会社に成長している。

米国資産運用会社 Best20

(単位: 百万ドル)

	2014年	2013年	増減額	増減率
1 BlackRock(ブラックロック)	4,619,969	4,295,248	324,721	7.0%
2 Vanguard Group(バンガード)	2,708,065	2,289,131	418,934	15.5%
3 State Street Global(ステートストリート)	2,448,112	2,344,765	103,347	4.2%
4 Fidelity Investment(フィデリティ)	2,025,289	1,942,433	82,856	4.1%
5 Allianz Asset Mgmt(アリアンツ＝ピムコ)	1,776,279	2,008,845	-232,566	-13.1%
6 J.P. Morgan Asset(JPモルガン)	1,744,320	1,598,074	146,246	8.4%
7 BNY Mellon Investment(バンクオブニューヨーク)	1,691,327	1,555,550	135,777	8.0%
8 Capital Group(キャピタル)	1,396,800	1,338,000	58,800	4.2%
9 Goldman Sachs Group(ゴールドマン)	985,000	880,000	105,000	10.7%
10 Prudential Financial(プルデンシャル)	956,671	888,812	67,859	7.1%
11 Northern Trust Asset Mgmt(ノーザントラスト)	934,100	884,500	49,600	5.3%
12 Wellington Mgmt(ウェリントン)	913,720	834,405	79,315	8.7%
13 Bank of America wealth & Investment Mgmt(バンカメ)	902,872	821,449	81,423	9.0%
14 Franklin Templeton Investment(フランクリンテンプレトン)	880,146	879,139	1,007	0.1%
15 TIAA-CREF(全米教職員年金基金)	816,089	552,323	263,766	32.3%
16 Invesco(インベスコ)	792,382	778,790	13,592	1.7%
17 T.Row Price Group(ティーロープライス)	746,800	692,400	54,400	7.3%
18 Legg Mason(レッグメイソン)	709,086	679,475	29,611	4.2%
19 AXA Group(アクサ)	599,678	575,122	24,556	4.1%
20 Wells Fargo & Co.(ウェルズファーゴ)	581,366	570,160	11,206	1.9%

(出所: Institutional Investor)

また近年、オルタナティブと呼ばれる運用を専門に行っている資産運用会社のプレゼンスが高まっている。オルタナティブ専門の運用会社は、元々プライベートエクイティファンドから始まっている会社がほとんどであり、2011 年施行のドット・フランク法により、従来の大銀行が自由に大きなリスクを取れなくなったことより、プライベートエクイティファンドから大きくなってきた資産運用会社が、不動産、クレジット運用、ヘッジファンドなどの資産を大幅に増やしてきたといえよう。

米国大手プライベートエクイティファンド(2014年末)

(単位: 100万ドル)

	資産合計	PEファンド	ウエイト	不動産	その他
The Blackstone Group(ブラックストーン)	290,381.1	73,073.3	25.2%	80,863.2	136,444.6
The Carlyle Group(カーライル)	194,473.0	64,668.0	33.3%	42,295.0	87,510.0
Apollo Global Management(アポロ)	159,032.0	41,049.0	25.8%	9,538.0	108,445.0
Kohberg Kravis Roberts(コールバーグ・クラビス・ロバーツ)	65,872.7	52,661.1	79.9%		13,211.7

(出所: Bloomberg)

2 米国資産運用会社の現状

J.P. モルガン・アセット・マネジメント (J.P. Morgan Asset Management)

運用資産(Assets Under Management)

JP モルガンアセットは、歴史ある JP モルガンチェース銀行の資産運用部門である。グループ全体の運用資産は、1 兆 7587 億ドル (211 兆円) に上る。資産種別の内訳としては、債券が最も多く、46.3%と約半分を占める。ついで多いのが株式であるが、割合としては 21.6%と 2 割程度である。バランス型の中には、債券、株式ともに含まれるが、バランス型のなかでの比率はわからないが、仮に半々とする、債券の運用資産は 50%を超える。次に販売先の内訳であるが、基本的に個人向けの投資信託が最も多く 48.7%と約半分になる。次いで機関投資家向け 25.8%、プライベートバンク向け 18.2%となるが、プライベートバンク向けには、JP モルガンアセットの運用資産でないものもあり、グループの合計資産は、JP モルガンアセットの運用資産合計と相違がある。

JP モルガンアセットの運用資産の内訳では、債券のカテゴリー (短期資産を除いた残存 1 年以上の債券) が最も多く 25.9%である。米国株式、世界株式の合計額が 2800 億ドル (27.6%) に近い。また、オルタナティブ運用資産では、不動産 36.7%、プライベートエクイティ 25.3%と大きな比率を占める。ヘッジファンドは 19.2%と比較的割合は低い。

JPモルガンアセットグループ運用資産内訳(2015年3月末)

	(億ドル)	
債券	8,134	46.3%
株式	3,799	21.6%
バランス型	4,418	25.1%
オルタナティブ等	1,236	7.0%
	17,587	100.0%

	(億ドル)	
投資信託(個人)	8,558	48.7%
投資一任(機関投資家)	4,533	25.8%
プライベートバンク	3,202	18.2%
その他	1,294	7.4%
	17,587	100.0%

JPモルガンアセット 運用資産(2015年6月末) 伝統的資産内訳

	(億ドル)	
米国株式	1,967	14.3%
世界株式〔米国以外〕	1,832	13.3%
債券	3,568	25.9%
短期資産	4,657	33.8%
マルチアセット	1,769	12.8%
	13,793	100.0%

オルタナティブ資産内訳

	(億ドル)	
不動産	521	36.7%
プライベートエクイティ	359	25.3%
ヘッジファンド	273	19.2%
クレジット	156	11.0%
為替	111	7.8%
	1,420	100.0%

(出所:JPモルガン資料)

J P モルガン・アセット・マネジメントの運用体制

J P モルガン・アセット・マネジメントは、運用資産が全世界に渡っていることから、全世界に拠点がある。下図には、拠点がある国、主な運用拠点に配置してある人数を示す。アメリカ、ヨーロッパ、アジアの3拠点の中心は、ニューヨーク、ロンドン、香港であることを示している。

グローバル・ネットワーク
「JPモルガン・アセット・マネジメント」31カ国、8110名スタッフ、940名運用プロ

北米・中南米	欧州・アフリカ・中近東	アジア・太平洋
アメリカ(3940名) カナダ コロンビア チリ バハマ ブラジル ベネズエラ ペルー メキシコ	アイルランド アラブ首長国連邦 イギリス(1440名) イタリア オーストリア オランダ ギリシャ スイス スウェーデン スペイン ドイツ フランス ベルギー ルクセンブルグ	インド オーストラリア 韓国 シンガポール 台湾 中国 日本(320名) 香港(630名)

(出所: JPモルガン資料)

グローバル・インベストイメント・マネジメント 組織図

Mary Erdoes(CEO, Asset Management)						
Chris Willcox(CEO, Global Investment Management)						
Product	John Donohue Head of Global Liquidity	Bill Eigen Head of Abs. Return	Jed Laskowitz&Mark O'brien Co-Head of GIM Solutions	Bob Michele Head of Global FI, Vurrency, Commodities	Martin Porter Head of Alternatives	Doug Wurth Head of Alternatives
Distribution	George Gatch Head of GIM Cliets	Richard Chambers GIM Chief marketing Office	Jamie Kramer Head of Strategic Product Mgmt	Dan Watkins & Bob Young Co-Heads of GIM Cliets Services		
Business Management	Elaine Clements Head of GIM Compliance	Joy Dowd Head of GIM Oversight	Noah Greenhill General Counsel of GIM & Alts	Andy Powell GIM Chief Operating Officer	Philippe Quix Head of GIM Risk	
	Scott Sandler Head of AM Operations	Craig Sullivan GIM Chief financial Officer	Rupert Terry Head of GIM Human Resources	Michael Urcioli AM Chief Technology Officer		

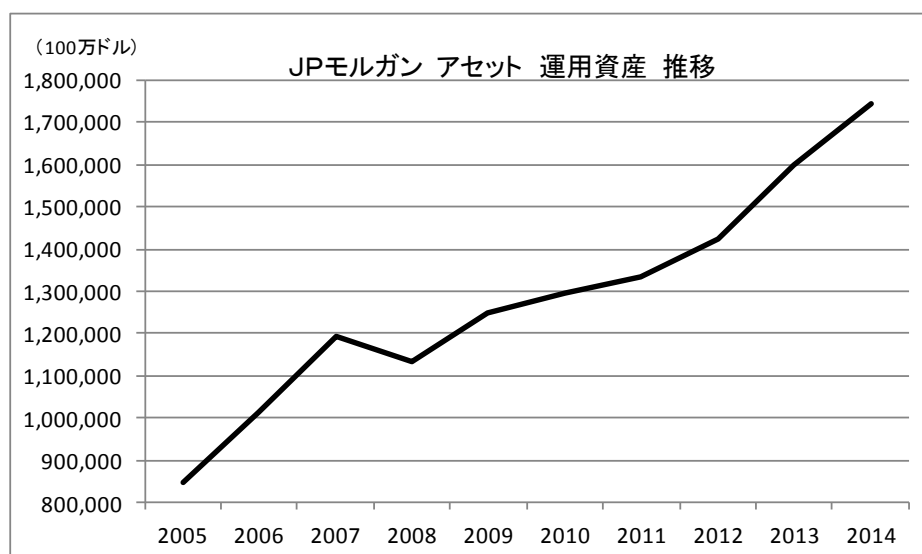
沿革(History)

JP モルガンアセットの前身であるロバート・フレミングが投資信託を設立したのは、1873年であり、それからの歴史は 142 年になる。JP モルガングループの沿革を下表に示すが、チェース・マンハッタン銀行の前身であるザ・バンク・オブ・マンハッタン・カンパニーは 1799 年に設立されている。その歴史は、200 年を超える。マンハッタンの名のとおり発祥はニューヨークであることがわかる。JP モルガンは、1799 年の設立当初から銀行業であり、その歴史はアメリカの銀行業の歴史そのものといえよう。

「JPモルガン・アセット・マネジメント」グループの沿革

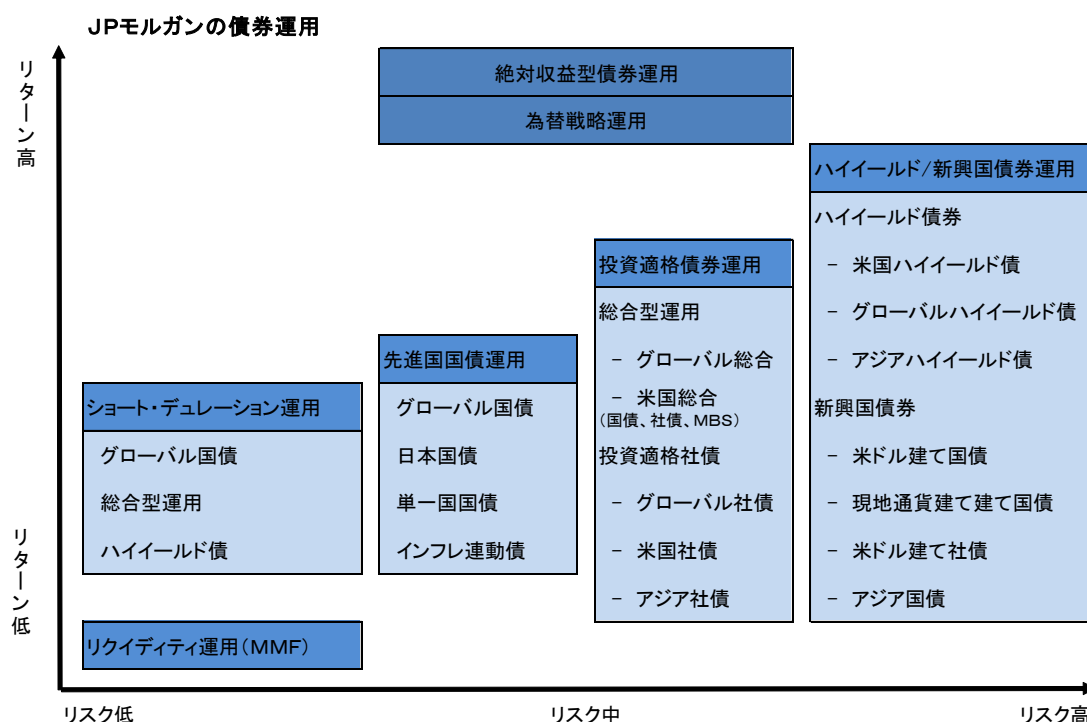
1700年代	JPモルガン	フレミング/チェース	バンク・ワン	
		1799年 ザ・バンク・オブ・マンハッタン・カンパニーを設立		
1800年代	1830年 JPモルガンの基礎が築かれる	1873年 ロバート・フレミングが最初の投資信託を設立	1823年 ザ・ニューヨーク・ケミカル・マニュファクチャリング・カンパニー設立、後にケミカル銀行を設立	1868年 バンク・ワンの前身であるSessions and Co.を創立（オハイオ州）
				1863年 ファースト・シカゴ銀行創立（イリノイ州）
1900年代	1940年 JPモルガンが米国初の企業年金を受託		1955年 チェース・マンハッタン銀行を設立	1933年 ナショナル・バンク・オブ・デトロイト（NBD）創立（ミシガン州）
		1985年 ジャーディン・フレミング投資顧問を設立		
	1985年 モルガン信託銀行を設立	1990年 ジャーディン・フレミング投信を設立		
		1995年 ジャーディン・フレミング投信投資顧問を設立	1956年 チェースがケミカル銀行と合併、全米一の銀行持株会社となる	1995年 ファースト・シカゴ・コーポレーションとNBDが合併。ファースト・シカゴNBDコーポレーションが誕生。
			1988年10月 バンク・ワン・コーポレーションとファースト・シカゴNBDコーポレーションが合併。	
2000年代		2000年4月 チェースがロバート・フレミング社の株式を買収。「チェース・フレミング・アセット・マネジメント」グループが誕生。		
		2000年12月 ザ・チェース・マンハッタン・コーポレーションがJPモルガン・アンド・カンパニー・インコーポレーテッドと合併。持株会社JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーが誕生。		
		2004年7月 グループの特株会社であるJPモルガン・チェース・アンド・カンパニーとバンク・ワン・コーポレーションが合併。		
		2005年 その傘下の資産運用部門「JPモルガン・アセット・マネジメント」グループが誕生		
		JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーがハイブリッジ・キャピタル・マネジメント社の過半数を取得(2009年7月に100%子会社化)		
		2008年5月31日 JPモルガン・チェース・カンパニーがベア・スターンズ・アセット・マネジメントを含むザ・ベア・スターンズ・カンパニー・インクを買収		
		「JPモルガン・アセット・マネジメント」グループは140年以上の歴史を有し		
		株・債券などの伝統的資産からオルタナティブまで幅広い投資対象の運用サービスを展開しています。		

下図には、JPモルガンアセットの運用資産を時系列に示すが、ここ10年で約1兆ドルの増加となっている。



債券運用

J Pモルガンの債券運用は、全運用資産の約 50%を占める。したがって運用体制はグローバルに渡っており、全世界すべての債券運用に対応できる。



下図には、代表的な債券ファンドの 5 年程度のパフォーマンスを示すが、安定的な超過収益が得られている。

代表的戦略のパフォーマンス(債券運用)								報酬控除前 %	
戦略		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2010～2015年	備考
先進国債券									
外国債券アクティブ運用	ファンド	1.30	7.50	10.20	0.85	2.85	-2.03	3.85	ベンチマーク
	ベンチマーク	0.25	5.63	7.15	0.98	2.08	-3.09	2.41	Citi WGB ex JAPAN Index
	超過収益	1.06	1.87	3.05	-0.13	0.77	1.06	1.44	
投資適格社債									
グローバル総合運用	ファンド	9.45	8.05	7.56	-2.14	1.90	-1.75	4.28	ベンチマーク
	ベンチマーク	5.54	5.64	4.32	-2.60	0.59	-1.92	2.14	Barclays Global Aggregate Bond Index
	超過収益	3.91	2.40	3.24	0.45	1.31	0.17	2.14	
グローバル投資適格社債	ファンド	8.89	6.10	11.80	0.56	8.15	2.55	7.20	ベンチマーク
	ベンチマーク	7.25	4.79	10.92	0.07	7.60	2.07	6.18	Barclays Global Aggregate Corporate
	超過収益	1.65	1.31	0.88	0.49	0.55	0.47	1.02	Bond hedged USD
ハイイールド債/新興国債券									
USHY(シンシナティ)	ファンド	17.18	2.09	16.75	8.50	3.51	2.63	9.49	ベンチマーク
	ベンチマーク	14.39	5.47	14.77	7.46	2.46	2.52	8.88	Barclays High Yield 2% Issuer
	超過収益	2.80	-3.38	1.98	1.04	1.05	0.11	0.61	Constrained Index
新興国ドル建て債券運用	ファンド	14.84	6.61	19.26	-4.84	6.68	2.22	8.24	ベンチマーク
	ベンチマーク	12.06	7.34	17.44	-5.25	7.43	2.01	7.57	JPM EMBI Global Diversified Index
	超過収益	2.78	-0.74	1.83	0.41	-0.75	0.20	0.67	
トータル・リターン									
グローバルストラテジック	ファンド	3.71	2.23	6.93	3.48	1.90	1.62	4.26	ベンチマーク
	ベンチマーク	0.10	0.16	0.16	0.13	0.09	0.03	0.14	USD Overnight LIBOR
	超過収益	3.61	2.07	6.77	3.34	1.81	1.59	4.11	

(出所: JPMorgan資料)

グローバル債券・為替・商品チーム(Global Fixed Income,Currency&Commodities Platform)

J P モルガンには、従来の債券運用 (Barclays US Aggregate Index) にとらわれず、全世界の債券等に投資するファンドが存在する。

まず、従来の債券運用は、運用額が大きくなればどうしてもインデックスに近いリターンになってしまう。しかし、現在の標準的なインデックス (Barclays US Aggregate Index) は、20 年程度前と比較すると、①デュレーション (金利感応度) はほとんど変わらないが平均利回りは大きく下がっている (8%→2%) ため、金利の変化率に対するリスクが大きくなっている。②インデックスのうち、政府関連発行の債券の比率が高い (80%程度)、20 年前と違い現在の政府の信用リスクは高い。③世界の債券市場は 1989 年では、米国の債券の比率は 60%程度であったが、2014 年では米国以外の債券の比率が 60%以上となっている。したがって、アクティブの債券運用者は、米国外の債券 (欧州・アジア等) で利回りが高い債券を狙うことになる。

下表には、J P モルガンのグローバル債券・為替・商品チームのメンバーを示すが、HEAD の Bob Michele は、1998 年までブラックロックにいた人物で、米国では金融業界に限らず人材は絶えず流動している。

GFICC Team

Bob Michele , Lead Portfolio Manager - NY , Global Chief Investment Officer (35years)

Nick Gartside , International Chief Investment Officer - London (19years)

Matt Pallai , Portfolio Manager - NY , (12years)

Iain Stealey , Portfolio Manager - London , (13years)

Currency	Roger Hallam , London , (15years) 12investors
Interest Rates	David Tan , Global Rates , London , (29years) 13investors
Credit	Lisa Coleman , Investment Grade , NewYork , (33years) 17investors
	Rob Cook/Jim Shanahan , HY/Distressed , Indy/Cincinnati , (24/29years) 33investors
	Rick Taormina , Municipals , NewYork , (26years) 26investors
Securitized	Drew Headley , Mortgages , NewYork , (21years) 9investors
	Rick Figuly , ABS , Columbus , (22years) 9investors
Emerging	Pierre-Yves Bareau , Local/Ext./Corp. , London , (25years) 32investors

Research	Jonathon Grigges , London , (27years)
	Frederick Bourgoin , London , (20years)
	Bhupinder Bahra , London , (21years)
	8 analysts

下表には、GFICC が手がける 3 つのファンドの戦略が示されている。

	Global Strategic Bond Fund	Global Bond Opportunities Fund	Income Fund
チーム	Bob Michele	Bob Michele	Matt Pallai
	Nick Gartside	Nick Gartside	Andrew Norelli
	Matt Pallai	Iain Stealey	
	Iain Stealey		
特徴	下落を極力回避	機会出動型	インカム重視
リスク目標	3-7%	5-10%	4-6%
最終利回り	3.68%	4.67%	6.32%
投資範囲	デュレーション 0-9年	デュレーション -2～+8年	デュレーション 0-10年
	投資適格債以下 最大50%	投資適格債以下 最大75%	投資適格債以下 最大65%
	米ドル債アンヘッジ最大20%	米ドル債アンヘッジ最大50%	米ドル債アンヘッジ最大10%
ベンチマーク	USD LIBOR	Barclays Global Multiverse	Barclays US Aggregate
資産額	41億ドル	21億ドル	7800万ドル
設定日	2009/5/6	2012/9/4	2014/6/2

また、下表は Global Strategic Bond Fund と Global Bond Opportunities Fund の戦略のなかの一つのファンドの内容である。注目すべき点は実質上のデュレーションがほぼ 0 年になっている点である。

	Global Strategic Bond Fund	Global Bond Opportunities Fund
デュレーション	2.43年	4.56年
実質上デュレーション	-0.15年	0.72年
平均最終利回り	3.68%	4.67%
平均格付け	BBB-	BB
資産額	8億5620万ドル	10億1000万ドル
設定日	2010/6/3	2013/2/22
投資適格/適格以下	55%/45%	38%/62%

地理的分布

北米	65.7%	50.2%
欧州・中近東	31.6%	39.1%
アジア太平洋	2.0%	3.2%
南米	0.8%	7.4%

為替

英ポンド	0.1%	0.1%
米ドル	0.0%	0.4%
日本円	0.0%	-0.9%
ハンガリーフォリント	0.0%	0.0%
ユーロ	0.0%	-0.9%
南アフリカ ランド		0.0%
コロンビア ペソ		0.0%
メキシコ ペソ		1.4%

セクター分布

現金	-0.5%	1.9%
政府系	8.2%	5.1%
ファンド	2.7%	0.9%
計(現金セクター)	10.4%	7.9%
米国HY社債	15.3%	23.4%
米国外HY社債	10.7%	20.0%
転換社債	4.7%	1.7%
投資適格社債	17.5%	13.2%
計(クレジットセクター)	48.2%	58.3%
現地通貨建て	3.0%	6.2%
米ドル建てソブリン	0.5%	4.3%
米ドル建て社債	0.5%	5.7%
計(エマージング)	4.0%	16.2%
政府系以外MBS	14.1%	6.6%
政府系MBS	11.4%	2.6%
CMBS	11.8%	8.3%
計(証券化)	37.3%	17.5%
合 計	99.9%	99.9%

また、下表には2つのファンドのリターンおよびボラティリティを示す

パフォーマンス

Global Strategic Bond Fund

リターン	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年7月
ファンド	5.88%	2.40%	6.96%	3.45%	2.05%	1.53%
USD LIBOR	0.14%	0.16%	0.16%	0.13%	0.09%	0.07%
超過収益	5.74%	2.24%	6.80%	3.32%	1.96%	1.46%
ボラティリティ	過去1年	過去3年	設定来			
ファンド	1.70%	2.20%	2.60%			

Global Bond Opportunities Fund

リターン	2013年	2014年	2015年7月
ファンド	3.45%	2.05%	1.53%
Barclays Multiverse Index	0.13%	0.09%	0.07%
超過収益	3.32%	1.96%	1.46%
ボラティリティ	過去1年	過去2年	設定来
ファンド	3.30%	2.80%	3.50%
Barclays Multiverse Index	3.60%	3.80%	4.20%

株式運用

J P モルガンの株式運用に関しては、運用手法が大きく分けて4種類ある。

下表にそれぞれの運用手法とその運用残高を示す。

		運用残高
Ressearch Driven Process(RDP)	リサーチ・ドリブン・アプローチ	1696億ドル
Behavioral Finance Process(BFP)	行動経済学アプローチ	608億ドル
Manager Driven Process(MDP)	マネージャー・ドリブン・アプローチ	1755億ドル
Global Emerging Markets(GEP)	エマージング・マーケット株式運用	416億ドル

			設定	1年	3年	5年	設定来
日本株	RDP	RDPジャパン・フォーカス	2007年10月	0.03%	-1.78%	0.17%	1.70%
	MDP	PRG日本株	1996年6月	-7.99%	0.72%	1.36%	0.29%
グローバル	RDP	グローバル・フォーカス	2003年6月	3.74%	0.22%	-0.98%	3.97%
	BFP	グローバル・ダイナミック	2001年1月	-0.77%	0.38%	0.00%	2.41%
米国株式	RDP	米国セレクト株	1998年1月	2.02%	2.62%	1.08%	0.89%
	MDP	米国大型成長株	2005年7月	2.65%	-1.75%	1.66%	1.67%
欧州株式	RDP	欧州セレクト株	2005年1月	1.67%	4.04%	2.43%	2.09%
	BFP	欧州株式コア	1999年10月	0.87%	5.62%	3.46%	2.46%
エマージング	GEM	GEMダイバーシファイド	2007年1月	-0.81%	-0.86%	1.20%	1.55%
アジア	MDP	PRGグレイター・チャイナ	2001年6月	-1.18%	4.15%	2.60%	5.65%

オルタナティブ運用

不動産/インフラ投資

J P モルガンの不動産投資は、古くは 1978 年から行っていた。当時は、米国内の投資がほとんどであったが、2004 年にはロンドンにオフィスを開設し欧州の不動産、インフラ投資、船舶などの投資を始めた。その後、アジアにも進出、東京の不動産ファンドや中国の不動産ファンドを設定した。

2015 年 3 月現在、不動産（インフラ、船舶を含む）の投資額は 850 億ドルを超え、件数として約 700 件に上る。

運用体制

New York Global Headquarters 1978年 開設 現地従業員 248名 全ての投資案件及びそれに関わるサービス Strategies US Core/Core plus/Value-add Opportunistic Real Estate OECD Infrastructure Equity & Debt Debt Capital Markets US/International/Global REITs	London 2004年 開設 現地従業員 59名 全ての投資案件及びそれに関わるサービス Strategies European Value-add Strategy Greater Europe Opportunistic Global Maritime Opportunistic	Hong Kong 2007年 開設 現地従業員 96名 全ての投資案件及びそれに関わるサービス Strategies Greater China Opportunistic Asia Pacific Real Estate Strategies
Boston Chicago Delaware Houston Los Angeles San Francisco	Frankfurt Luxembourg Paris	Bangalore Mumbai Shanghai Singapore Sydney Tokyo

不動産

戦略	Core Real Estate	Core-Plus real Estate	Real Estate Mezzanine	REITs	Value-add Real Estate	Opportunistic Real Estate
資産 (億ドル)	415	38	0.55	111	130	11
Fund	US Strategic Property Fund	US , Japan	US Strategy	US REITs, International REITs	US Special Situation property	India , China , Erope
概要	安定した高級不動産の株式または負債に投資	株式、REIT、Mezzanineに投資、インカム重視	Mezzanine Debtに投資	上場REITに投資、株式マーケットとの相関が高い	賃貸中の不動産（株式または負債）に投資、開発または空室のリスクあり	開発中の不動産における株式に投資
目標	7-8%	8-10%	6-7%	8-10%	9-12%	15-20%
利回り	5-6%	5-7%	6-7%	3-4%	2-4%	
レバレッジ	25-30%	40-50%		40-50%	50-60%	60-75%
保有期間	7-10年	5-7年	5-10年		3-5年	2-5年



リスク小 ← → リスク大

インフラ投資 & 船舶

戦略	Infrastructure Debt	OECD Infrastructure	Yield-oriented Maritime	Asian Infrastructure	Opportunistic Maritime
資産(億ドル)	25	90		17	30
Fund	OECD infrastructure debt	OECD Infrastructure Core	Yield-oriented global maritime	Asian Infrastructure	Global Maritime
概要	変動金利の銀行ローンに投資	発電システムや輸送システムなどの株式部分に投資	長期間のチャーターが行われる船舶などの株式部分に投資	インフラ投資の株式または負債に投資	バルク船、タンカー、コンテナ船、車載船などの株式部分に投資
目標	Libor+65-85bps	10-12%	10-13%	18%+	18%+
利回り	Libor+65-85bps	5-7%	8-10%		
レバレッジ		40-85%	55-70%		65-75%
保有期間	25年	5-7年	5-10年	5-7年	3-5年



リスク小
リスク大

プライベート・エクイティ

J Pモルガンのプライベート・エクイティ事業は、1980年に米国のみで始められた。その後、ヨーロッパ、アジアなどへ進出していった。そのなかで、J Pモルガンのプライベート・エクイティ・グループが設立されたのは1997年になる。現在のHEADのLawrence M. Unrein氏は、元々、AT&T Investment Management Corporationのプライベート・エクイティ部門にいた人物であり、2015年3月現在の運用資産は250億ドルに達する。運用チームには、HEADのUnrein氏をはじめ、25年の運用経験がある創業メンバーが9名在籍している。また、活動はグローバルに展開しており、拠点としてはニューヨーク、ロンドンをはじめ香港、北京、ニューデリーなどにある。現在、戦略としては、Global Private Equity Strategy, US Corporate Finance Strategy, EU Corporate Finance Strategy, Venture Capital Strategyの4つである。また、大手の顧客のための個別口座のほか、投資信託のようなファンドも用意されている。

J Pモルガンのプライベート・エクイティ・チームは、ボトムアップの精査を基本としており、2008年からの約7年の間に6794件のオファーに対し、精査を実行した案件は3460件、そして、投資を実行した件数は419件となっている。

	米国企業 ファイナンス	欧州企業 ファイナンス	ベンチャー キャピタル	アジア	エマージング	セカンダリー	直接投資	合 計
オファー数	964	601	754	707	2,043	690	1,035	6,794
精査数	511	326	423	409	1,099		692	3,460
投資数	65	29	78	41	95	55	56	419

(出所:JPモルガン アセットマネジメント資料)

J Pモルガンのプライベート・エクイティ事業のパフォーマンスの特徴は、非常に安定していることである。通常プライベート・エクイティのパフォーマンスはJカーブ効果の影響で、ファンドの立ち上げ当初はマイナスになるが、その影響は現われていない。

JPモルガン プライベート・エクイティ・グループのパフォーマンス

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	合計
①内部収益率	14.1%	10.7%	11.3%	10.3%	10.4%	22.6%	24.6%	27.2%	27.7%	18.5%	19.2%	34.9%	15.5%
②投資倍率	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6	1.9	1.9	1.8	1.9	1.4	1.2	1.2	1.6
③内部収益率(MSCI)	7.4%	4.6%	4.4%	6.1%	6.6%	11.2%	13.7%	12.3%	13.9%	14.8%	11.4%	4.7%	8.2%
スプレッド(①-③)	6.7%	6.1%	6.9%	4.2%	3.8%	11.4%	10.9%	14.9%	13.8%	3.7%	7.8%	30.2%	7.3%

ステージごと

Corporate Finance	22.2%	12.6%	11.4%	11.1%	8.9%	28.1%	29.0%	30.0%	15.4%	24.8%	18.9%	38.8%	15.3%
Venture Capital	8.5%	8.7%	11.3%	9.0%	13.4%	18.8%	18.5%	21.1%	31.5%	10.9%	22.1%	33.4%	15.8%

投資タイプごと

Partnership	11.8%	10.2%	10.9%	9.6%	11.0%	21.3%	18.0%	18.2%	19.4%	16.9%	8.1%	8.2%	12.3%
Secondary	32.0%	7.8%	10.7%	17.0%	9.1%	-18.9%	28.6%	27.0%	22.0%	24.3%	26.2%	85.4%	22.9%
Direct	29.7%	37.6%	18.9%	23.6%	8.0%	35.7%		57.9%	30.0%	18.8%	22.3%	31.9%	25.6%

(出所:JPモルガン アセットマネジメント資料)

1年ごとのパフォーマンス

	2001末	2002末	2003末	2004末	2005末	2006末	2007末	2008末	2009末	2010末	2011末	2012末	2013末	2014末
2001	15.4%	4.5%	15.7%	22.3%	23.6%	25.6%	26.0%	21.4%	21.6%	21.2%	20.5%	20.3%	20.4%	20.4%
2002		16.0%	19.8%	42.0%	36.7%	40.6%	39.5%	36.0%	35.4%	35.0%	34.5%	34.6%	34.5%	34.8%
2003			13.3%	28.4%	29.6%	32.3%	36.5%	29.6%	27.7%	26.4%	25.2%	23.8%	22.9%	22.5%
2004				79.6%	49.8%	46.2%	29.0%	11.3%	13.4%	14.5%	13.6%	13.6%	13.2%	12.8%
2005					9.6%	30.2%	23.6%	1.6%	7.2%	9.3%	10.3%	11.2%	11.0%	11.4%
2006						11.8%	13.0%	-5.4%	3.2%	7.4%	7.5%	9.1%	10.6%	11.0%
2007							1.4%	-22.7%	-8.2%	0.1%	2.3%	5.6%	7.2%	9.2%
2008								-5.9%	25.1%	35.4%	31.5%	29.2%	29.0%	28.5%
2009									301.8%	78.0%	45.1%	34.5%	30.6%	29.2%
2010										109.2%	52.4%	35.6%	30.9%	30.1%
2011											25.6%	17.3%	21.0%	14.7%
2012												30.9%	30.2%	27.9%
2013													29.0%	19.1%
2014														52.7%

(出所:JPモルガン アセットマネジメント資料)

また、J Pモルガンのプライベート・エクイティの投資方針は、大企業より中小企業中心となっている。以下の表には、企業ファイナンスの投資規模を示すが、5億ドル（ユーロ）以下の投資が50%を超えている。

(2002-2014年)

米国企業ファイナンス プライマリー投資

ファンド額	数	%
5億ドル以下	60	61
5-10億ドル	18	19
10-15億ドル	4	4
15-30億ドル	7	7
30-50億ドル	9	9

欧州企業ファイナンス プライマリー投資

ファンド額	数	%
5億ユーロ以下	24	50
5-15億ユーロ	14	28
15-30億ユーロ	4	8
30-50億ユーロ	5	10
50億ユーロ以上	2	4

企業ファイナンス 直接投資

ファンド額	数	%
5億ドル以下	32	61
5-10億ドル	10	19
10-30億ドル	5	10
30億ドル以上	5	10

(出所:JPモルガン アセットマネジメント資料)

なお、米国での未公開会社およびファイナンスファンドの状況を下表に示すが、数は1億ドル以下が89%だが、額は2500億ドル(23%)にすぎない。

(2005-2014年)

米国未公開企業の数

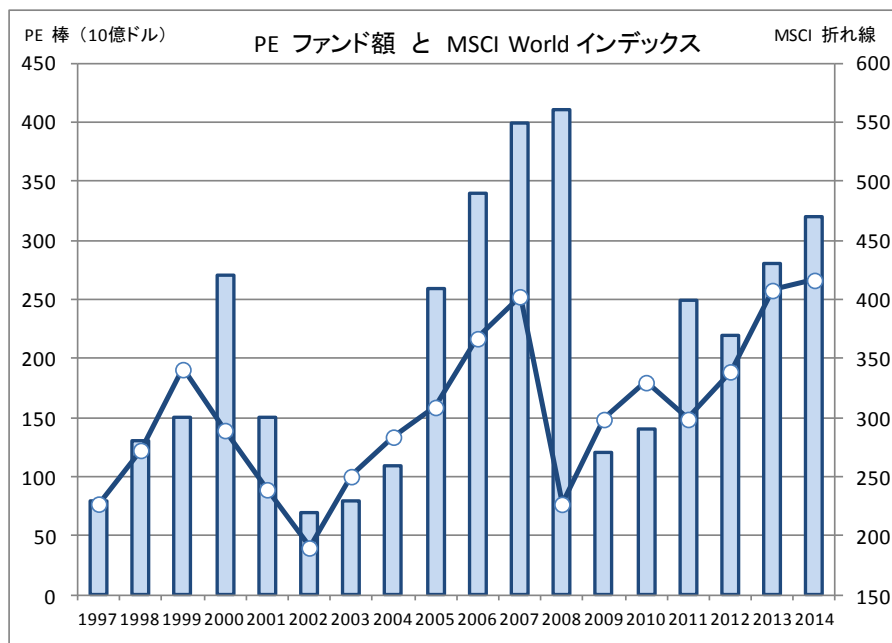
収益	数	%
3億ドル以上	3,656	3
1-3億ドル	9,541	8
0.1-1億ドル	110,767	89

米国企業ファイナンスファンドの数、額

ファンドサイズ	数	額	%
1億ドル以上	243	8,300	77
1億ドル以下	980	2,500	23

(出所:JPモルガン アセットマネジメント資料)

また、JPモルガンのプライベート・エクイティ・チームの投資哲学として、①精査中心のボトムアップ投資、②企業の成長ステージに拘らない、地理的な偏重をしない、投資年にこだわらないとしているが、業界全体としては、プライベート・エクイティはどうしても株価上昇に連れてファンドの総額も増える傾向にある(下図参照)。



投資の実例を下表に示す。

直接投資の例

会社名	投資日	内部収益率	投資倍率	現状	
DATATEL	2005年4月	49%	3.9	全売却	2009年にHellman&Friedmanに売却
embarcadero	2007年6月	16%	2.6	一部売却	2012年に再ファイナンス
FLEXERA	2008年4月	55%	5	一部売却	2011年にOntario Teachersに売却
SONICWALL	2010年7月	101%	3.6	全売却	2012年にDellに売却
BlueCoat	2012年2月	53%	3.2	全売却	2015年にBain Capitalに売却
Deltek	2012年10月	50%	2	一部売却	2013年に再ファイナンス
Digital	2013年8月	314%	2	全売却	2013年にNCRに売却
Compware	2014年12月				最近の投資

(出所:JPモルガン アセットマネジメント資料)

ヘッジファンド

J Pモルガン・オルタナティブ・アセット・マネジメントのヘッジファンド運用部門は、20年以上の歴史がある。約126億ドルの運用資産があり、メンバーの平均経験年数は14年以上になる。29のリスク分析チームがあり、78人の専門分析者が在籍している。拠点はニューヨーク、ロンドン、ジュネーブ、シンガポールにあり、Institutional Investor's誌の2014年度 Large Fund of Hedge Funds Manager of the Year に輝いている。

下表には、20年間のリスク分析結果を載せてあるが、ポイントとしては、ベンチマークがT-Bill+5.9%となっていること、株式(S&P500)との相関が低い(0.4-0.75)が上げられる。つまり、ヘッジファンドは主に株式を運用していながら、そのインデックス(S&P500)と相関が低く、比較的安定的に数%のリターンを上げている。また、ヘッジファンドのベンチマーク(HFR Composite)と比較しても、いかに優秀なヘッジファンド運用者を選択しているかがわかる。

JPモルガン ヘッジファンドチーム 20年間のリスク・リターン分析

戦 略	目標リターン	2015年7月	3ヶ月	年初来	1年	3年		5年		設定来					
						リターン	標準偏差	リターン	標準偏差	設定日	リターン	標準偏差	シャープ比	β(対SP500)	相関(対SP500)
絶対リターンファンド															
低リスクポートフォリオ	5.7%+T-bills	1.07%	0.72%	2.64%	3.12%	6.59%	3.17%	5.65%	3.39%	1995年4月	7.88%	4.50%	1.19	0.12	0.41
中リスクポートフォリオ	6.9%+T-bills	1.33%	1.04%	4.18%	6.46%	8.64%	3.81%	6.31%	4.35%	2010年7月	6.31%	4.32%	1.45	0.27	0.75
ベンチマーク															
HFR Composite		-0.03%	-1.01%	1.24%	-0.21%	3.00%	3.02%	1.28%	3.91%	1995年4月	5.61%	6.81%	0.45	0.32	0.70
HFR FOF:Diversified		0.62%	0.39%	3.01%	4.89%	6.06%	2.92%	4.12%	3.54%	1995年4月	5.56%	5.90%	0.52	0.22	0.57
ベンチマーク(株、債券)															
S&P 500		2.10%	1.41%	3.35%	11.21%	17.58%	8.56%	16.24%	11.73%	1995年4月	9.36%	15.08%	0.45		
MSCI World-Local		2.49%	0.74%	6.74%	11.99%	17.45%	7.71%	13.08%	10.79%	1995年4月	7.39%	14.19%	0.34		
Barclays Aggregate Index		0.70%	-0.64%	0.59%	2.82%	1.60%	2.88%	3.27%	2.80%	1995年4月	5.87%	3.55%	0.94		
JPM Global High Yield		-0.70%	-1.53%	2.51%	-0.31%	5.93%	4.43%	7.89%	5.84%	1995年4月	7.90%	8.39%	0.64		

オルタナティブ・アセット・マネジメント 組織図

Paul Zummo(CEO,CIO)					
John Anderson(President,Investment Committee)					
Portfolio Management Group	Risk Management & Quantitative Analysis	Client Portfolio Management	Advisory	Product Development	Infrastructure
Paul Zummo(IC) Richard Bersch(IC) Scot Nordon(IC) Brian Coleman(IC) Richard Biebel Randy Wachtel Andrew Goldberger Christopher Marshall Arik Shteinhauz Oscar Montes Esther Gallangher Russell Gross Perry Dziekanski Robert Gross Ji He Saahil Patel Reuben Prier	Remi Bouteille(IC) Risk Management Daniel Debord Michelle Ruvolo-Jones Brian Burke Sidharth Malhotra Adam Kalinowski Patrick Manning Operational Review Kate Lobb David Warsoff	AMERICAS Scott Stein Sachin Singh Michael Ranuro Jiaeh Kim Shirley Ching Dennis Cristallo Jordan Marin Terra Amberson Nic Lopez ASIA Peter Gray EUROPE Karim Leguel Pascal Bougiatiotis	Reza Vahbzadeh Jens Johnson Nicolas Count Peter Byrne Raphael Guiragossian Demaris Moorehead Matteo Orlandi Smiti Nigam Victoria Onate	Jocelyn Yip Andrew Northrop Emilio Quines Mordecai Slomich	Finance/Operations Tom DiVuolo(CFO/CAO) Business/Project Management Mary Ann Borriello

ハイブリッジ (Highbridge)

J P モルガンは、オルタナティブ運用の戦略的パートナーとしてハイブリッジ社と提携関係にある。ハイブリッジ社は、1992 年に設立されたオルタナティブ専用の運用会社である。

ハイブリッジ社の運用資産は、2015 年 8 月末で 280 億ドルに達するが、内訳として、ヘッジファンド 60 億ドル (23%)、債券やローンなどの負債に投資するファンド 220 億ドルと負債ファンドが主な戦略となっている。

その本拠地はニューヨークにあるが、そのほかにロンドン、シカゴ、ヒューストン、シドニー、香港と世界中に拠点がある。スタッフは総勢 360 名、20 年以上に渡るトラックレコードがある。

ハイブリッジ社、負債投資資産額の推移

			(億ドル)	
	戦略	運用資産		運用資産
未公開会社	メザニン(劣後債、劣後ローンなど)	51	2007年	1
	直接投資(個別にネゴする)	73	2008年	20
	不動産投資	6	2009年	30
	ヨーロッパ企業の負債部分に投資	1	2010年	50
公開会社	流動性が高いローン	26	2011年	60
	CLO(資産担保証券)	33	2012年	110
	信用力(クレジット)投資	15	2013年	170
	レバレッジドローン	9	2014年	200
		214	2015年	214

また、下表にはハイブリッジ社の Liquid Loan Opportunities Fund の概要を示す。

ハイブリッジ、流動性が高いローンファンド(HLLOF)

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
ファンド(手数料控除前)	1.22%	9.85%	5.84%	2.00%	4.24%
ファンド(手数料控除後)	0.67%	9.02%	5.06%	1.26%	3.79%
ベンチマーク(クレディスイス)	-0.46%	9.19%	5.62%	1.78%	3.43%
アウトパフォーム	1.13%	-0.17%	-0.56%	-0.52%	0.36%
ベンチマーク(S&P)	-0.18%	8.79%	4.84%	1.47%	3.40%
アウトパフォーム	0.85%	0.23%	0.22%	-0.21%	0.39%

サイズ

3億ドル以下	3.2%
3-10億ドル	43.4%
10-20億ドル	33.8%
20億ドル以上	19.6%
	100.0%

業種別

Service	19.1%
IT	10.6%
HealthCare	9.7%
Retail	8.0%
Utility	7.4%
Cable/Wireless	6.9%
Telecom	6.7%
Financial	6.0%
Food/Tobacco	4.1%
Gaming/Leisure	4.0%
Other	17.4%
	99.9%

格付け

BBB	3.2%
BB	38.8%
B	58.0%
	100.0%

収益等の履歴

J Pモルガンの財務諸表の推移を下表に示すが、他の金融機関と同様に、2008年のリーマンショック付近が落ち込んでいる。

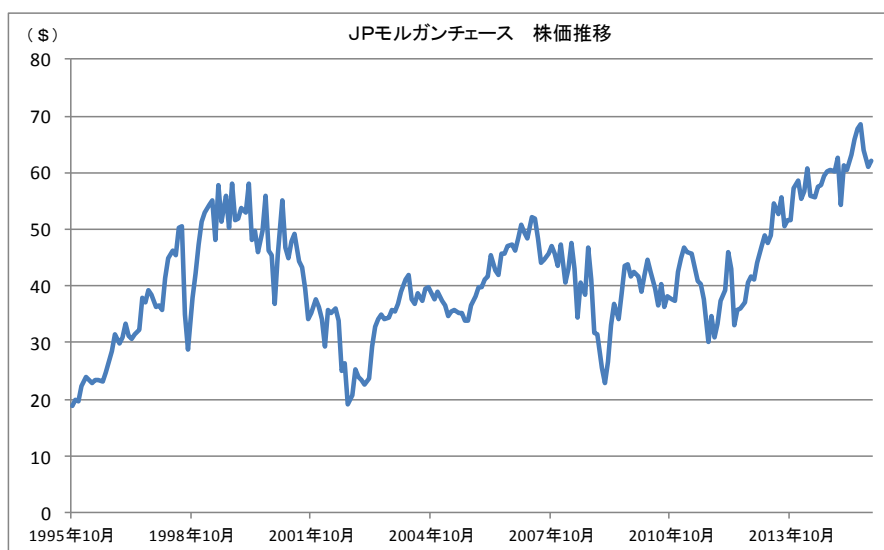
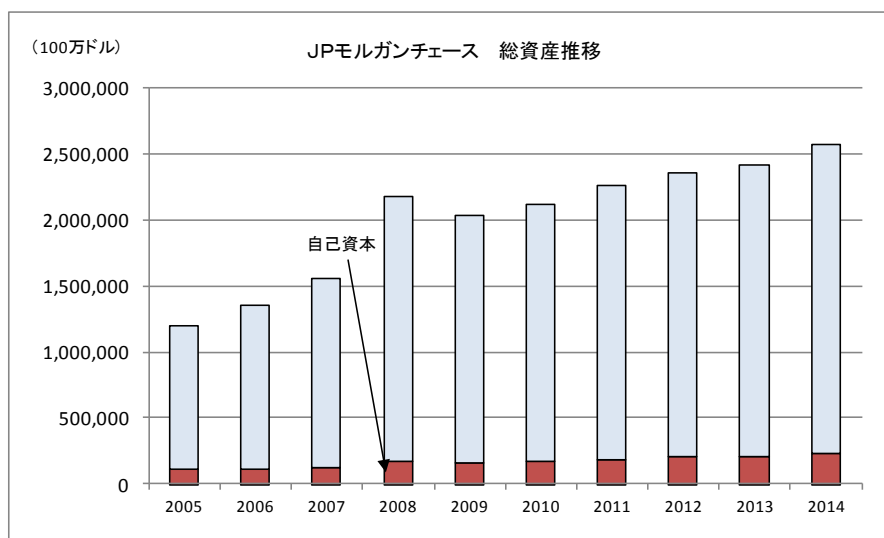
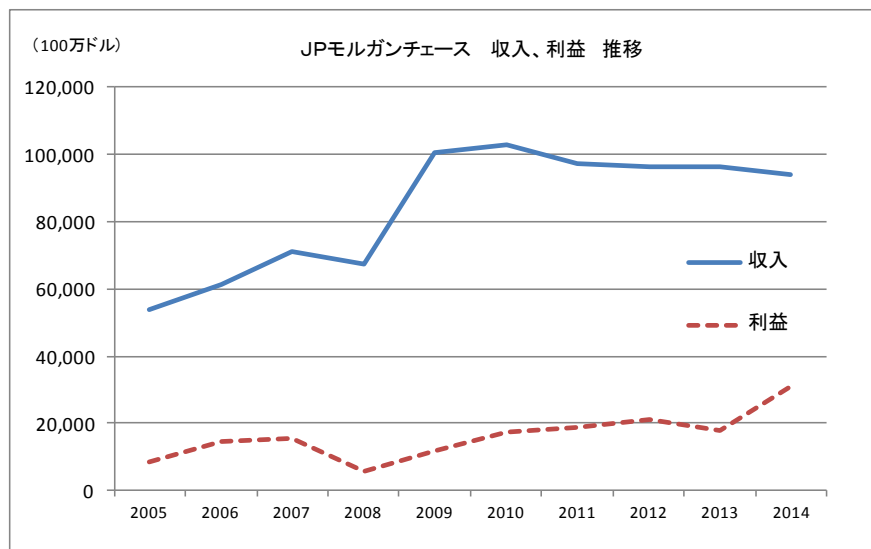
J Pモルガンの収益の柱は投資銀行部門であり、リーマンショック以前、以後ともに収入の1/3程度を占めている。利益は、リーマンショック時の落ち込みは大きい、前年比の1/3程度で落ち着いている。しかし、その中でも投資銀行部門の落ち込みが大きい。しかし、投資銀行部門は2009年に大幅な回復を見せている。

J Pモルガンも2008年9月に40.5ドル/株、2億8395万株、2009年6月に35.25ドル/株、1億6330万株の普通株発行を行っており、自己資本は大幅に増えている。

JPモルガンチェース 10年間の財務諸表

(単位:100万ドル)

	収入	うち投資銀行	うち商業銀行	うち資産運用	利益	総資産	自己資本
2005	53,748	14,613	3,488	5,664	8,483	1,198,942	107,211
2006	61,260	18,277	3,800	6,787	14,444	1,351,520	115,790
2007	71,372	18,170	4,103	8,635	15,365	1,562,147	123,221
2008	67,252	12,214	4,777	7,584	5,605	2,175,052	166,884
2009	100,434	28,109	5,720	7,965	11,728	2,031,989	165,365
2010	102,694	26,217	6,040	8,984	17,370	2,117,605	176,106
2011	97,234	26,274	6,418	9,543	18,976	2,265,792	183,573
2012	96,190	34,326	6,825	9,946	21,284	2,359,141	204,069
2013	96,606	35,225	6,973	11,320	17,923	2,415,689	211,178
2014	94,205	34,633	6,882	12,028	30,947	2,573,126	232,065
2005比	1.75	2.37	1.97	2.12	3.65	2.15	2.16



モルガン・スタンレー (Morgan Stanley)

運用資産(Assets Under Management)

モルガン・スタンレーの運用資産は、富裕層向けの資産 (Wealth Management) と機関投資家や個人向けの資産(Investment Management)に大きく分けられる。富裕層向けの資産については、2 兆 250 億ドル (243 兆円)、機関投資家等向け資産については、4030 億ドル (48 兆円)。アニュアルレポートでは、機関投資家等向け資産については資産内訳があるが、富裕層向けの資産については資産内訳がない。富裕層向け資産がこれほど大きくなった理由には、リーマンショック直後の 2009 年にモルガン・スタンレーとシティの間で富裕層向けの合併会社 (モルガンスタンレー・スミスバーニー) が設立されたことによる大きい。

モルガンスタンレー運用資産内訳(2014年末)

	(億ドル)	
株式	1,410	35.0%
債券	650	16.1%
流動性資産	1,280	31.8%
オルタナティブ	690	17.1%
	4,030	100.0%

	(億ドル)	
機関投資家等向け	4,030	16.6%
富裕層向け	20,250	83.4%
	24,280	100.0%

(出所:アニュアルレポート)

次に、運用種別の内訳を示す。世界株式から流動性資産までは、いわゆる伝統的資産であり、オルタナティブ以下はオルタナティブ資産となる。オルタナティブでは、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産などを組み合わせた資産運用を指している。

さらに、平均的な投資家のアセット・アロケーションを次の表に示す。

ここでは、年金基金などは、株式の割合が

多く、オルタナティブ資産については大学などの財団が 51%と大きい割合を示し、ALMの観点から保険会社では、債券の割合が多い。

モルガンスタンレー運用種別内訳

	(億ドル)	
世界株式	1,184	29.4%
世界債券	643	16.0%
マルチアセット	186	4.6%
流動性資産	1,318	32.7%
オルタナティブ	369	9.2%
不動産	303	7.5%
先物運用	28	0.7%
	4,031	100.0%

(2015.6.30)

投資家別アセット・アロケーション

	株式	債券	オルタナ	キャッシュ
企業年金	45%	42%	10%	3%
公的年金	55%	21%	21%	3%
財団	36%	9%	51%	4%
保険会社	12%	75%	8%	5%

出所: Corporate Annual Report, US Census Bureau, NACUBO, NAIC

沿革(History)

モルガン・スタンレーの歴史は古く、その源は J P モルガンと同じくモルガン商会になる。1935 年、商業銀行と証券業務の兼業を禁じたグラス・スティーガル法の施行を受けて、モルガン商会の債券引受部門が独立する形でモルガン・スタンレーは誕生した。

その後もモルガンスタンレーは業界での地位を確立し、1941 年には、ニューヨーク証券取引所の会員権を取得、1986 年には新規株式公開を行い、ニューヨーク証券取引所に上場を果たした。モルガン・スタンレーのビジネスが拡大したのは 1970 年代であり、機関投資家との取引が拡大し、セールス&トレーディング業務に本格進出した。その後は資産運用、不動産、M&A アドバイザー、リサーチなどの分野に積極的に進出した。

しかし、2008 年に始まるリーマンショックでは、他の金融機関同様モルガン・スタンレーも苦境に立たされ、三菱東京フィナンシャル G P に出資を仰いだ。日本では、証券分野で三菱 U F J モルガン・スタンレー証券とモルガン・スタンレー M U F G 証券の 2 社が存在する。モルガン・スタンレーの筆頭株主は、現在でも三菱東京フィナンシャル G P であり、保有率は 22% となっている。

モルガン・スタンレーの資産運用部門が会社として設立されたのは、1975 年であり、モルガンスタンレー・インベストメント・マネジメント(Morgan Stanley Investment Management)と称している。

モルガンスタンレーの歴史

1935年	グラス・スティーガル法の施行により、モルガン商会より債券部門が独立
1941年	ニューヨーク証券取引所の会員権を取得
1969年	不動産事業に参入
1971年	セールス&トレーディング業務、M&A事業に参入
1975年	機関投資家向け資産運用業務を開始
1986年	株式公開、ニューヨーク証券取引所に上場
1997年	ディーン・ウィッター・ディスカバー・アンド・カンパニーと合併
1998年	モルガンスタンレー・ディーン・ウィッター・アンド・カンパニーに商号変更
2001年	モルガン・スタンレーに商号変更
2007年	モルガン・スタンレー、ディスカバー部門のスピンオフを完了
2008年	モルガン・スタンレー、銀行持株会社制へ移行
2009年	グローバル・ウエルス・マネジメント部門において、シティと合併会社設立

不動産

モルガンスタンレーの不動産運用は、1995年に米国内の不動産から始まった。その後、1997年には、欧州・アジアでの不動産投資を始めた。2010年には、グローバルでのインフラ投資を始めた。投資は、長期投資、価格優先を基本とし、ボトムアップで投資物件を決定している。また、証券形式とし、日々売買できる。

上場不動産商品

	資産計	グローバル	米国外	米国内	欧州	アジア
トータルリターン戦略	14,688	9,926	931	3,108	507	217
個別口座	8,912	6,146	828	1,791	146	
機関投資家向け						
米国投資家向け	3,372	2,369	102	900		
米国外投資家向け	2,154	1,161		416	360	217
日本投資家向け	249	249				

ベストアイデア戦略	1,456
-----------	-------

インフラ投資	1,269
個別口座	91
機関投資家向け	
米国投資家向け	401
米国外投資家向け	759
日本投資家向け	18

パフォーマンス

	設定日	年率換算	過去1年	過去3年	過去5年	過去10年	設定来
グローバル不動産	2003/4/30	1.81%	1.58%	10.37%	12.33%	7.43%	12.53%
ベストアイデア戦略	2005/8/31	2.12%	6.81%	14.56%	14.03%		9.50%
不動産インデックス		2.89%	0.25%	9.30%	12.12%	5.91%	10.83%

インフラ投資	2010/9/30	1.55%	0.48%	14.95%			15.64%
インフラ投資インデックス		3.64%	3.66%	12.29%			13.05%

マルチアセット戦略

モルガン・スタンレーのマルチアセット戦略は、下表に示すように、19年から34年の経験豊かなチームで構成されている。また、基本的に株式中心のポートフォリオ構成となっており、2015年6月末現在で約200億ドルの資産となっている。

Global Multi-Asset Team

Cyril Moule-Berteaux, Managing Director Lead Portfolio Manager Industry experience : 24years
--

Mark Bavoso, Managing Director Portfolio Manager Industry experience : 32years US Equity Themes	Sergei Parmenov, Managing Director Portfolio Manager Industry experience : 19years Global Equity Themes, Commodities Developed and Emerging Market Sectors	Andrew Harmstone, Managing Director Portfolio Manager Industry experience : 34years Quantitative Modeling
--	--	--

また、戦略としては、タクティカル・アセット・アロケーション（資産の乗り換え）でリスクコントロールを行うものと、ベータ値（インデックスに対する追従率）やボラティリティ（ポートフォリオのぶれ）をコントロールするものがある。

最近では、絶対収益を目指すファンドや配当収益を高めるファンドがある。

グローバルマルチアセット戦略

戦略名			目標	設定
ロング戦略 (GTAA) 60億ドル	投資信託 個別口座	MSIFT Global Strategist Portfolio Fund	混合ベンチマークアウトパフォーム 株式60%、債券30%、コモディティ5% 混合ベンチマークアウトパフォーム 超過リターン目標200bps トラッキングエラー目標200-500bps	1992/12/31
		Global Tactical Asset Allocation(GTAA)		1995/3/31
		Global Tactical Asset Allocation(GTAA)Enhanced	混合ベンチマークアウトパフォーム 超過リターン目標200bps トラッキングエラー目標250-400bps	2008/6/30
絶対収益 90億ドル	投資信託	MS INV F Diversified Alpha Plus(DAP) Fund MSIF Multi-Asset Portfolio(MAP) Fund	目標:年率10%、Volatility10%以下 グローバル株式β 0.5以下:株式下落時の抵抗力増強	2011/8/15
		MS INV F Diversified Alpha Plus(DAP LV) Fund Low-Volatility	目標:年率5%、Volatility5%以下 グローバル株式β 0.25以下:株式下落時の抵抗力増強	2014/4/22
絶対収益 ヘッジ'ファンド'	Limited Partnership	Global Diversified Markets Fund , LP	目標:年率12%、Volatility12%以下 グローバル株式β 0.35以下:株式下落時の抵抗力増強	2011/8/15
配当収益 50億ドル	投資信託	Global Multi-Asset Income Portfolio	目標:配当6%、Volatility6%以下	2015/4/30

パフォーマンスとしては、下表に示すとおりであるが、今年度は振るわない。

パフォーマンス

Global Tactical Asset Allocation	Q2 2015	1年	3年	5年	10年	設定来
Global Tactical Asset Allocation(GTAA) Composite(Gross)	-1.92%	0.77%	11.31%	11.87%	7.74%	9.11%
Global Tactical Asset Allocation(GTAA) Composite(Net)	-1.99%	0.47%	10.99%	11.52%	7.41%	8.86%
混合ベンチマーク	-1.67%	0.49%	10.30%	10.54%	6.36%	7.54%
絶対収益						
Absolute Return Commingled Composite(Gross)	-4.74%	-3.97%	5.56%			7.99%
Absolute Return Commingled Composite(Net)	-5.11%	-5.40%	3.92%			6.17%
BofA Merrill Lynch US Dollar 1 Month LIBID Average Index	0.02%	0.08%	0.09%			0.10%

混合ベンチマーク: 46%Russell3000, 23%Barclays Capital, 19%MSCI EAFE-GDPweighted Net, 5%JPM Global Bond ex US 1 3%MSCI EMF Net, 3%Citi 3-month T-Bill, 1% JPM EMBI Global

世界株式戦略

世界戦略の運用チームは、経験豊かなチームで構成されており、グローバル・エクイティが 183 億ドル、グローバル・クオリティが 38 億ドル、グローバル・フランチャイズが 145 億ドル、合計 366 億ドルに達する。

世界株式 投資チーム

Christian Derold, MD 23years	William Lock, MD(HEAD) 23years	Bruno Paulson, MD 21years
Vladmir Demine, ED 13years	Dirk Hoffmann-Becking, ED 17years	Nic Sochovsky, ED 17years
Marcus Watson, VP 7years	Alex Gabriele, VP 6years	Richard Perrott, VP 10years

モルガン・スタンレー 世界株式戦略

	グローバル・フランチャイズ 超優良銘柄	グローバル・クオリティ 優良銘柄	インターショナル・エクイティ 優良銘柄中心
--	------------------------	---------------------	--------------------------

投資方針	一切妥協しない 景気循環銘柄排除 資本を重視しない 配当重視	多少柔軟に投資 景気循環銘柄も多少 資本も多少重視 配当を最重視することはない	ゆるい制限 適度に景気循環銘柄も 金融セクターにも多少 資本は適度に配分
------	---	--	---

銘柄数	20-40	35-55	70-90
ROIC	54%	51%	31%

セクター MSCI

重要	10%	54%	35%	25%
-タバコ	1%	15%	9%	7%
健康	14%	3%	18%	14%
循環	70%	41%	44%	55%
-金融	21%	1%	2%	19%

(注) ROIC: 利払前・税引前利益/(不動産+設備)-10年金利

パフォーマンス

(%)

設定 1996/3/31	Q2 2015	1年	3年	5年	10年	設定来
グローバル・フランチャイズ	3.25	3.8	12.55	15.07	10.57	14.27
MSCI World Net Index	0.31	1.43	14.27	13.1	6.38	6.22

設定 2013/6/30	Q2 2015	1年	YTD	Full Year	設定来
グローバル・クオリティ	1.85	3.16	0.99	4.48	10.73
MSCI World Net Index	0.31	2.63	1.43	4.94	12.17

設定 1986/9/30	Q2 2015	1年	3年	5年	10年	20年	設定来
インターショナル・エクイティ	2.39	-2.62	12.01	11.09	6.26	9.39	11.76
MSCI EAFE Index	0.61	-4.22	11.97	9.54	5.12	5.17	6.15

エマージング・マーケット戦略（北米・西欧を除く地域）

エマージング・マーケット戦略の株式運用チームには、グローバルにマクロ分析をしているチームを中心にして、基本的にファンダメンタル分析中心の株式ポートフォリオを構築している。運用資産額は、260 億ドルほどに達しているが、そのうち半分が Global Emerging Markets 戦略となっている。

Emerging Markets Leaders 戦略では、①着実に成長する銘柄を厳選、②ベンチマークを信奉せず、30-40 銘柄でポートフォリオを組む、その結果トラッキングエラーは大きい、ポート全体の標準偏差（リスク）は小さくなる、③振れの大きいビジネスモデルの銘柄を避け長期に渡って価値が維持できる銘柄を選ぶ、としている。

Frontier Emerging Markets 戦略では、①互いに相関が低い銘柄を選び、分散されたアルファ（インデックスを上回るリターン（総称））を狙う、②過去 5 年間では、ボラティリティが 33%にも達しているが、分散投資より低いボラティリティを実現する、③1980 年代からこのエマージング・マーケットに投資しているが、このファンドはモーニングスターの 5 つ星を獲得している。

エマージング株式 投資チーム

Lead Portofolio Manager	Ruchir Sharma(HEAD) 21years
Asia	Munib Madni(21years) Samuel Rhee(21years) Jason Kang(14years) Victoria Iim(14years)
China	May Yu(17years) Gary Cheung(13years) Chelsea Hua(10years)
EMEA Europe,Middle East Africa	Eric Caison(20years) Paul Psalia(21years) Jorge Chirino(11years)
India	Amay Hattangadi(18years) Swanand Kelkar(11years)
Latin America	Gaite Ali(21years) Ana Cristina Piedrahita(21)
Emerging Leaders	Ashutosh Sinha(22years) Vishal Gupta(11years)
Frontier Markets	Timothy Drinkall(21years) Pierre Horvilleur(12years)

エマージング株式 ポートフォリオ

(100万ドル)

Strategy	AUM
Global Emerging Markets	13,207
Asia	7,655
Latin America	1,867
Frontier Emerging Markets	1,165
China Domestic	978
India	643
Eastern Europe,Middle East & Africa	242
Emerging Market Leaders	201
Break Out Nations	80
	26,038

2015/6/30

パフォーマンス

(%)

設定 1998/12/31	1年	3年	5年	10年	設定来	Information Ratio
Global Emerging Market Equity	-3.22	5.87	5.83	9.54	11.79	0.6
MSCI EMF Index	-5.12	3.71	3.68	8.11	9.94	Tracking Error
Alpha	1.9	2.16	2.15	1.43	1.85	3.6

設定 1989/5/1	1年	3年	5年	10年	設定来	Information Ratio
Asia	8.21	11.37	8.86	10.43	9.71	0.53
MSCI AC Asia ex-Japan Index	3.84	9.57	7.44	9.37	7.8	Tracking Error
Alpha	4.37	1.8	1.42	1.06	1.91	3.40

設定 2006/9/30	1年	3年	5年		設定来	Information Ratio
China A Equity	103.85	32.1	20.43		22.5	0.54
MSCI China A Share Index	111.89	27.02	16.65		19.83	Tracking Error
Alpha	-8.04	5.08	3.78		2.67	9.41

設定 2000/10/16	1年	3年	5年	10年	設定来	Information Ratio
Emerging Europe,Middle East & Africa	-10.89	6.92	5.62	7.94	11.85	1.14
MSCI EMEA Index	-14.16	-1.39	1.72	5.13	6.86	Tracking Error
Alpha	3.27	8.31	3.9	2.81	4.99	7.29

設定 2011/6/30	1年	3年			設定来	Information Ratio
Emerging Markets Leaders	-5.04	5.78			3.94	0.26
MSCI EMF Index	-5.12	3.71			-1.6	Tracking Error
Alpha	0.08	2.07			5.54	7.96

設定 2007/7/31	1年	3年	5年		設定来	Information Ratio
Frontier Emerging Markets Equity	-4.1	19.71	12.03		2.8	1.23
MSCI Frontier Index	-13.93	12.96	7.29		-2.6	Tracking Error
Alpha	9.83	6.75	4.74		5.4	5.49

設定 1992/6/30	1年	3年	5年	10年	設定来	Information Ratio
Latin America Equity	-23.5	-6.29	-2.67	8.21	12.55	0.61
MSCI LA Index	-23.41	-8.08	-4.39	7.45	9.67	Tracking Error
Alpha	-0.09	1.79	1.72	0.76	2.88	2.93

設定 1994/2/25	1年	3年	5年	10年	設定来	Information Ratio
India Equity	21.12	24.37	9.43	12.93	12.15	2.29
MSCI India Net	3.26	11.97	2.48	10.58	7.3	Tracking Error
Alpha	17.86	12.4	6.95	2.35	4.85	5.41

成長株戦略 (Growth)

成長株戦略とは、いわゆる成長株に投資する戦略である。成長株とは「成長性が期待される銘柄」となる。株式市場では将来の成長を見通して株価を形成するため、一般的に、成長株のP E Rは高めになる。

成長株は、将来性がある業種の銘柄になるため、下記にある投資チームにあるように、消費、通信、エネルギー、健康、ソフトウェアなど、比較的新しい業種に集中している。また、パフォーマンスは次ページにあるが、比較インデックスと比べ全てでインデックスを上回っているわけではないが、全業種にわたっているS P 500 インデックスと比較すると成長株ポートフォリオのほうが、パフォーマンスは良くなっている。

成長株式 投資チーム

Generalist	Dennis Lynch(21years)
Consumer	Daved Cohen(27years)
Communication, Financials, Internet	Sam Chainani(19years)
Technology, Industrials, Energy	Alex Norton(20years)
Health Care, Consumer Staples	Jason Yeung(18years)
Bussiness Service, Software	Armisted Nash(15years)
Global Generalist	Burak Alici(14years)
Consumer Staples	Christopher Russo(8years)
Internet	Thomas Kamei(6years)
Global Generalist	Kristian Heugh(14years)
Focus on Asia	Krace Zhou(8years)
Focus on EMEA & South America	Wendy Wang(7years)
Big Ideas, Emerging Themes	Stan Delaney(14years)
Portfolio Specialist	Mary Sue Marshall(35years)
Portfolio Specialist	Prajakta Nadkarni(11years)
Portfolio Specialist	McKenzie Burkhardt(12years)
Portfolio Administrator	earl Pryce(15years)

成長株式 ポートフォリオ

(100万ドル)

Strategy	AUM
Small Cap	26
Mid Cap	114
Multi Cap	10
Large Cap	139
	289

2015/6/30

パフォーマンス (%)

設定 1998/12/31	1年	3年	5年	10年	設定来
Small Company Growth	8.43	18.5	17.87	8.61	10.49
Russell 2000 Growth	12.34	20.11	19.33	9.86	
Alpha	-3.91	-1.61	-1.46	-1.25	

設定 2002/1/31	1年	3年	5年	10年	設定来
Mid Cap Growth	2.95	13.52	13.73	9.45	8.99
Russell Mid Cap Growth	9.45	19.24	18.69	9.69	
Alpha	-6.5	-5.72	-4.96	-0.24	

設定 2002/9/30	1年	3年	5年	10年	設定来
Multi Cap Growth	11.02	19.97	19.32	11.65	13.99
Russell 3000 Growth	10.69	18.15	18.64	9.17	
Alpha	0.33	1.82	0.68	2.48	

設定 2004/8/31	1年	3年	5年	10年	設定来
Growth	12.08	21.25	20.14	11.14	11.48
Russell 1000 Growth	10.56	17.99	18.59	9.1	
Alpha	1.52	3.26	1.55	2.04	

設定 2007/12/31	1年	3年	5年	10年	設定来
Advantage	12.86	17.58	18.69		9.47
Russell 1000 Growth	10.56	17.99	18.59		
Alpha	2.3	-0.41	0.1		

S&P500	7.42	17.31	17.34	7.89	
--------	------	-------	-------	------	--

債券投資戦略

モルガン・スタンレーの債券運用戦略は、ニューヨーク、ロンドン、シンガポール、東京に多くの経験豊かなアナリスト、ポートフォリオマネージャーを置いて行われている。

それぞれのチームの平均経験年数は10～20年である。債券関係のファンドは多岐に渡っているが、大きな分類では、下記に示すとおり4種類になり、2015年6月末で677億ドルに達する。

グローバル債券 ポートフォリオ (10億ドル)

Strategy	AUM
Global/International Fixed Income	254
U.S. Fixed Income	241
European Fixed Income	118
Emerging Market Debt	64
	677

2015/6/30

債券投資部門CIO Michael Kushma

Macro & Asset Allocation	Fundamental & Quantitative	Customized Portfolio
MacroTeam(13years) Michael Kushma Jim Caron Jens Nystedt	Credit Team(14years) Christian Roth Richard Ford Richard Lindquist	Portfolio Management(20years) Michael Kushma Mik Breiteman-loader Eric Baurmeister Richard Class Jim Caron Matt Dunning
Asset Allocation(25years) Michael Kushma Eric Baurmeister Jim Caron Gregory Finck Richard Ford Richard Lindquist Michael Nolan Jens Nystedt Christian Roth Neil Store	Leon Grenyer Warren Mar Joseph Mehlman Tom Wills Anui Gulati Emerging Market Debt Team(11years) Eric Baurmeister Warren Mar Jens Nystedt Securitized Team(19years) Gregory Finck Neil Store	Gregory Finck Leon Grenyer Richard Ford Kazuya Hobo Richard Lindquist Eric Jesionoski Warren Mar Masakazu kawazoe Jens Nystedt Joseph Mehlman Christian Roth Marco Spaltro Neil Store Tom Wills Dedicated trading Team(15years) Dwayne Middleton Robert Harradine Portfolio Specilist Team(10years) Michael Nolan Kai Yagai Maria Bowling Dipen Patel Justin Miller Janan Shelton Beth Moreau James Winford

また、下表には債券戦略の設定年、投信あるいは個別口座、運用金額（AUM）、さらにベンチマークを示してある。ここでは、ベンチマークを設定し、それを上回ることを目標に運用されている。

Fixed Income Strategy Summary

2015/6/30

Strategy	設定年		AUM	ベンチマーク
Core Fixed Income	1978	投信、個別口座	1,743.7	Barclays U.S. Aggregate Index
Long Duration	1988	個別口座	2,583.7	Barclays Long Government/Credit Index
Short Duration	1987	個別口座	5,664.2	BofA Merrill Lynch Six Month T-Bill Index
Global Aggregate Fixed Income	1988	個別口座	9,028.0	Barclays Global Aggregate Index
Global Convertible Bond	2002	個別口座	1,971.5	Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Index
Global Credit	2006	個別口座	4,513.5	Barclays Global Aggregate or Credit Index
Global High Yield	2011	個別口座	1,211.8	Barclays Global High Yield TR Index
Global Securitized	2011	投信、個別口座	1,008.1	Barclays Mortgage Back Securities Index
Global sovereign Bond	1990	個別口座	1,994.6	CitiGroup World Government Bond Index
Emerging Markets Corporate Debt	2010	個別口座	860.8	J.P.Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index
Emerging Markets Domestic Debt	2007	投信、個別口座	2,330.2	J.P.Morgan GBI-EM Diversified Bond Index
Emerging Markets External Debt	1993	投信、個別口座	3,150.3	J.P.Morgan EMBI Global Bond Index

また、下表には高利回り(High Yield)ファンドと機会出動型(Opportunities)ファンドを示す。

パフォーマンス

(%)

設定 2012/2/29	3ヶ月	6ヶ月	1年	2年	3年	設定来
U.S. High Yield Commingled Composite(gross)	1.91	5.50	0.10	7.79	10.78	10.79
U.S. High Yield Commingled Composite(net)	1.63	4.92	-0.94	6.81	9.83	9.86
Barclays US Corporate High Yield Index	0.00	0.10	-0.40	5.49	6.81	6.64

設定 2011/11/30	3ヶ月	6ヶ月	1年	2年	3年	設定来
Global High Yield Commingled Composite(gross)	2.99	4.11	-3.61	6.66	9.68	11.37
Global High Yield Commingled Composite(net)	2.56	3.17	-5.32	4.81	7.91	9.69
Barclays Global Corporate High Yield Index	0.89	1.24	-3.84	4.48	8.41	8.41

設定 2001/11/30	3ヶ月	6ヶ月	1年	2年	3年	設定来
Global Fixed Income Opportunities(gross)	-1.17	1.06	-0.33	6.47	6.55	7.85
Global Fixed Income Opportunities(net)	-1.44	0.52	-1.43	5.12	5.21	6.54
Barclays Global Aggregate Unhedged Index	-1.18	-3.08	-7.09	-0.01	-0.81	-0.08

2015/6/30

下表には、米国ファンドのパフォーマンスを示す。

パフォーマンス(US Strategies)				(%)
設定 1983/9/30	1年	3年	5年	設定来
Core Fixed Income(gross)	2.02	2.53	3.99	7.86
Core Fixed Income(net)	1.80	2.29	3.73	7.59
Barclays US Aggregate Index	1.86	1.83	3.35	6.64
設定 1977/12/31	1年	3年	5年	設定来
Core Plus Fixed Income(gross)	2.37	4.05	5.38	8.59
Core Plus Fixed Income(net)	1.75	3.40	4.73	8.22
Barclays US Aggregate Index	1.86	1.83	3.35	6.64
設定 2006/7/31	1年	3年	5年	設定来
U.S. Long Duration(gross)	1.64	3.00	7.02	8.01
U.S. Long Duration(net)	1.43	2.80	6.83	7.73
Barclays Long Government/Credit Index	1.94	2.48	6.71	7.47
設定 2001/7/31	1年	3年	5年	設定来
Limited Duration(gross)	0.79	0.95	1.22	3.12
Limited Duration(net)	0.79	0.81	1.09	2.97
Barclays 1-3 Government/Credit Index	0.92	0.83	1.05	2.95
設定 2001/7/31	1年	3年	5年	設定来
Short Duration(gross)	0.52	0.66	0.67	0.68
Short Duration(net)	0.45	0.60	0.61	0.62
BofA Merrill Lynch Six Month Index	0.17	0.18	0.21	0.22
設定 2000/3/31	1年	3年	5年	設定来
Investment Grade Corporate(gross)	1.07	4.68	6.20	6.95
Investment Grade Corporate(net)	0.64	4.21	5.72	6.36
Barclays US Corporate Index	0.75	3.23	5.11	6.28
設定 2012/2/29	1年	3年	5年	設定来
High Yield(gross)	0.10	10.78		10.79
High Yield(net)	-0.94	9.83		9.86
Barclays 1-3 Government/Credit Index	-0.40	6.81		6.64
設定 2001/5/31	1年	3年	5年	設定来
Mortgage(gross)	2.86	2.98	4.11	5.06
Mortgage(net)	2.72	2.84	3.94	4.48
Barclays US Mortgage Back Securities Index	2.28	1.92	2.89	4.88

2015/6/30

下表には、グローバルファンドのパフォーマンスを示す。

パフォーマンス(Global Strategies) (%)

設定 1990/12/31	1年	3年	5年	設定来
Global Aggregate Fixed Income(gross)	-6.52	1.07	3.43	6.84
Global Aggregate Fixed Income(net)	-7.36	0.02	2.29	6.22
Barclays Global Aggregate Index	-7.09	-0.81	2.07	5.87

設定 2002/7/31	1年	3年	5年	設定来
Global Convertible Bond(gross)	3.39	9.98	8.21	6.38
Global Convertible Bond(net)	2.40	8.90	7.18	5.24
Thomson Reuters Convertible Global Focus USD Inde	4.07	9.67	7.83	5.95

設定 2011/7/31	1年	3年		設定来
Global Credit(gross)	-4.25	4.15		3.08
Global Credit(net)	-4.53	3.92		2.86
Barclays Global Aggregate Corporate Index	-4.73	2.44		2.19

設定 2011/11/30	1年	3年		設定来
Global Fixed Income Opportunities(gross)	-0.33	6.55		7.86
Global Fixed Income Opportunities(net)	-1.43	5.21		6.54
Barclays Global Aggregate Index	-7.09	-0.81		-0.08

設定 2011/11/30	1年	3年		設定来
Global High Yield(gross)	-3.61	9.68		11.37
Global High Yield(net)	-5.32	7.91		9.69
Barclays Global High Yield Index	-3.84	6.67		8.41

設定 2011/3/31	1年	3年		設定来
Global Securitized(gross)	3.10	5.80		6.40
Global Securitized(net)	1.96	4.65		5.22
Barclays US Mortgage Back Securities Index	2.28	1.92		2.12

設定 1990/12/31	1年	3年	5年	設定来
Global Sovereign Bond(gross)	-9.00	-0.08	2.76	6.89
Global Sovereign Bond(net)	-9.47	-0.57	2.38	6.63
CitiGroup World Government Bond Index	-9.02	-2.45	1.05	5.64

設定 2011/3/31	1年	3年		設定来
Emerging Markets Corporate Debt(gross)	1.30	6.71		6.97
Emerging Markets Corporate Debt(net)	-0.14	4.91		5.25
J.P.Morgan Corporate EMBI Broad Diversified	2.35	5.24		5.46

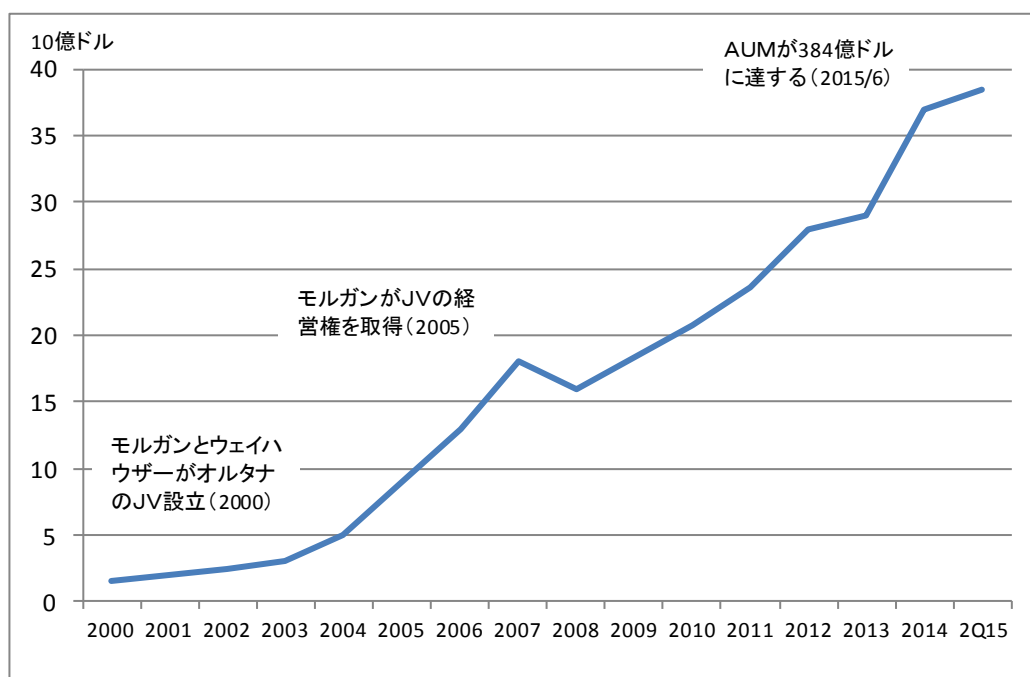
設定 2007/2/28	1年	3年	5年	設定来
Emerging Markets Domestic Debt(gross)	-15.93	-4.86	-0.08	3.67
Emerging Markets Domestic Debt(net)	-17.75	-6.75	-2.05	1.76
J.P.Morgan GBI-EM Diversified Bond Index	-15.39	-3.78	0.94	4.74

設定 1993/7/31	1年	3年	5年	設定来
Emerging Markets External Debt(gross)	-2.03	3.25	6.48	11.91
Emerging Markets External Debt(net)	-3.27	1.88	5.12	10.31
J.P.Morgan EMBI Global Bond Index	-1.57	3.44	6.52	10.00

2015/6/30

オルタナティブ資産 I (Alternative Investment Partners)

モルガン・スタンレーのオルタナティブ運用部門のひとつは、2000年にウェイハウザー（Weyethaeuser）のオルタナ運用部門と共同で運用会社を設立したことから始まる。その後、2005年には、その共同運用会社の経営権を買取り、モルガン・スタンレーのオルタナ運用部門とした。現在では、運用資産は384億ドルに達している。



オルタナティブ部門

Hedge Funds	Private Equity	Real Estate	Portfolio Solutions
Mustafa Jama (CIO)	John Wolak (HEAD) Neil Harper (CIO)	David Boyle (co CIO HEAD) Brian Schneider (co CIO HEAD)	Rui de Figueiredo
Portfolio Managers	8 Portfolio Managers	12 Portfolio Managers	4 Portfolio Managers
Investment, Quantitative	26 Investment Analysis	21 Chief Operating Officer	1 Research
Business Support & Analysis	18 Chief Operating Officer	1 Investment Analysis	2 Investment Administration
Portfolio Advisors	5 Portfolio Specialists	6 Transaction Support	2 Data Management
Business Administration	2 Investment Legal Support	5 Portfolio Specialists	2 Client Service
Portfolio Specialists	4 Client Service	3 Investment Legal Support	5 Reporting & Analysis
Client Service	4 System & Portfolio Analysis	2 Client Service	3
Reporting & Analysis	3	System & Portfolio Analysis	2

2015/6/30

オルタナティブ資産 (億ドル) (2015/6/30)

Strategy	AUM
Hedge Funds	226
Private Equity	107
Portfolio Solutions	56
Real Estate	14
	384

(注) 各資産の合計は403億ドルとなるが、約20億ドルが重複している

ヘッジファンド

ヘッジファンドは、オルタナ運用資産の約 60% (226 億ドル) を占め、もっとも大きな資産である。70 人のヘッジファンドの専門家が運用 (18 ポートフォリオ) にあたっている。その平均経験年数は、17 年にも達する。

運用・営業ともにグローバルに展開しているが、拠点としては、西コンショホッケン (ペンシルバニア州)、ニューヨーク、ロンドン、香港となっている。

ヘッジファンド資産 (億ドル)(2015/6/30)

	AUM
Custom	108
Advisory	83
Strategy-Specific Funds	11
Multi-Strategy Funds	22
	226

顧客別

機関投資家	147
富裕層	72
モルガン内部	7
	226

プライベート・エクイティ・ファンド

プライベート・エクイティ・ファンド (PE ファンド) の資産は、107 億ドルに達するが、2000 年のウェイハウザーとの合併会社からの資産も存在する。また、ファンドオブファンズを組みやすいセカンダリー・マーケットからの資産も多数存在する。35 人の専門家が運用に携わっているが、プライベート・エクイティと不動産運用の両部門に携わっている専門家も多い。拠点としては、フィラデルフィア、ニューヨーク、ロンドン、シンガポール、香港となっている。

プライベートエクイティ資産 (億ドル)(2015/6/30)

	AUM
Custom Accounts	42
Strategy/Technique Specific Funds	28
Global Diversified Flagship Funds	37
	107

顧客別

機関投資家	80
富裕層	27
	107

地理的分布

北米	64
ヨーロッパ	32
その他	11
	107

オルタナティブ資産Ⅱ (Merchant Banking & Real Estate Investing)

モルガン・スタンレーのオルタナティブ運用部門のふたつめはマーチャントバンキング&リアルエステイト運用部門である。ここでは、全世界的な投資を行っており、大きく分けると、プライベート・エクイティ、不動産、クレジット投資の3つになる。

詳細は下図に示すが、このオルタナティブ資産はアジアの投資額の占める割合が大きいのが分かる。

マーチャント・バンキング&不動産投資 部門

プライベート・エクイティ		不動産		クレジット	
投資形態	億ドル	投資形態	億ドル	投資形態	億ドル
ASIA BuyOut	46	Core	140	Mezzanine Debt	13
US BuyOut	16	Opportunistic	95		
US Growth	2	Infrastructure	43		
	64		278		13

ファンド数	16	ファンド数	17	ファンド数	2
投資案件数	66	投資案件数	447	投資案件数	18
投資専門家数	113	投資専門家数	256	投資専門家数	10

なお、下表にはプライベートエクイティの代表的ポートフォリオ（Capital Partners5）を示すが、このファンドは2007年から始まり、2015年6月で約半分の銘柄を売却済みである。

Capital Partners5 Portfolio 2015/6/30

会社名	当初投資額		売却日
	日付	額(100万ドル)	
Creative Circle	Sep-12	90.0	Jun-15
Access Cash	Mar-12	55.4	
Sterling	Aug-11	83.4	
EmployBridge	May-11	70.3	Feb-15
ReachOut	Oct-10	99.4	
Zenith	Sep-10	59.5	Mar-14
Trinity	Aug-10	81.0	
Triana 2	May-09	105.3	
Breitenfeld	Jul-08	77.9	
LCG	Jun-08	122.4	May-14
Tops	Dec-07	94.1	Dec-13
McKehnie	May-07	75.0	Dec-10
		1,013.7	

収益等の履歴

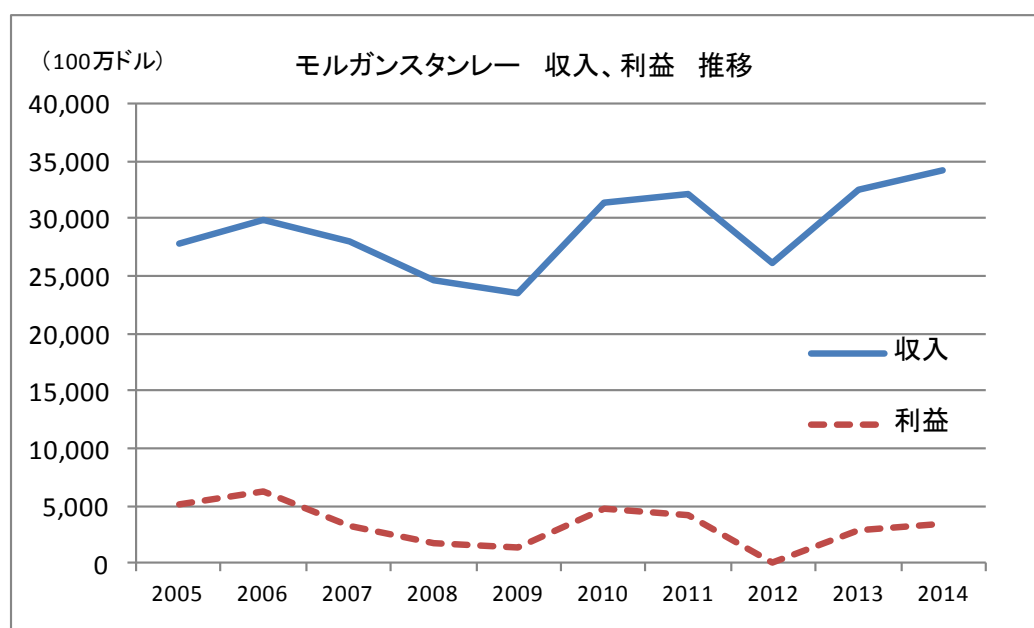
モルガン・スタンレーの財務諸表の推移を下表に示すが、他の金融機関と同様に、2008年のリーマンショック付近が落ち込んでいる。

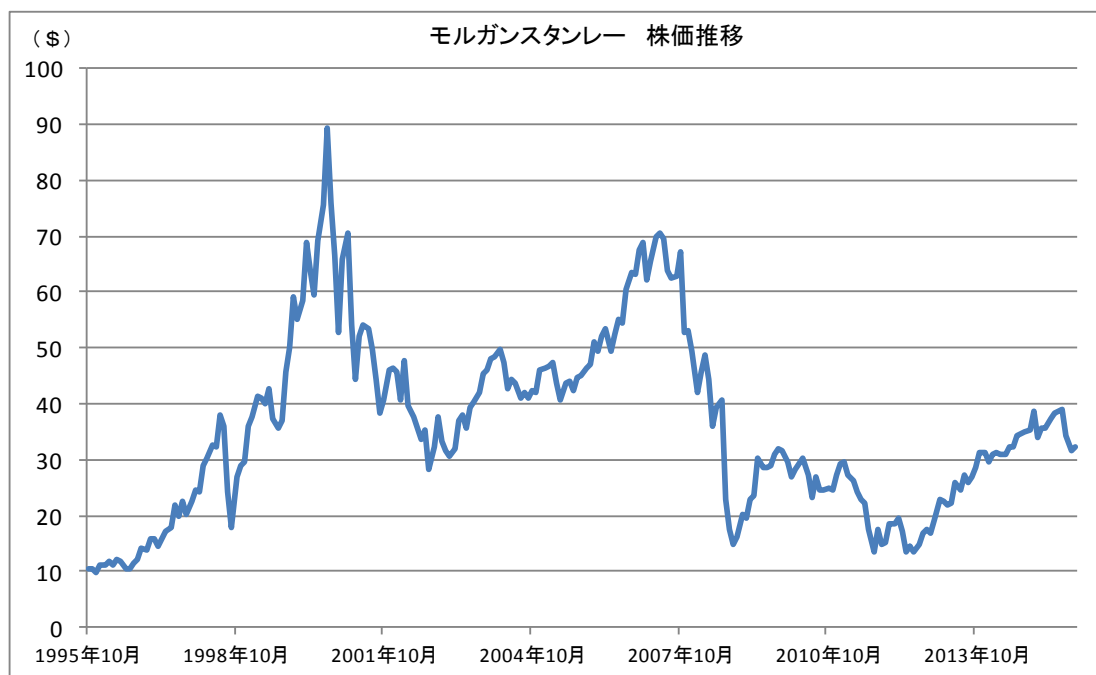
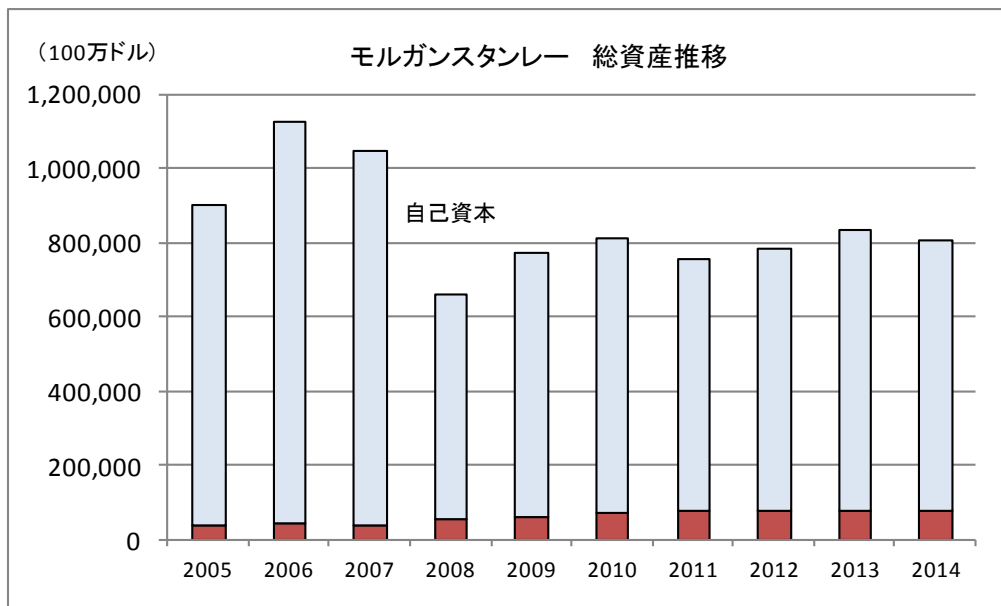
リーマンショック前の収益の柱は、証券部門であったが、最近では富裕層ビジネスが好調になってきている。証券部門、投資部門、資産運用部門は利益の振れが大きく、安定した利益を確保できない、モルガン・スタンレーもバーゼルⅢの自己資本比率規制の影響で、総資産(リスク資産)は抑え目にしているが、自己資本は着実に伸びている。

モルガンスタンレー 10年間の財務諸表

(単位:100万ドル)

	収入	うち証券部門	うち投資部門	うち富裕層	うち資産運用	利益	総資産	自己資本
2005	27,775	15,673	3,394	5,019	2,907	5,192	898,523	29,248
2006	29,839	21,110	4,228	5,512	3,453	6,335	1,121,192	35,430
2007	27,979	16,102	5,538	6,625	5,493	3,209	1,045,409	31,269
2008	24,739	16,622	3,630	7,019	1,292	1,707	658,812	50,831
2009	23,434	13,172	4,455	9,390	1,337	1,346	771,462	52,780
2010	31,387	16,169	4,295	12,636	2,685	4,703	807,698	65,407
2011	32,236	17,175	4,228	13,289	1,887	4,110	749,898	70,078
2012	26,102	11,025	3,929	13,034	2,219	68	780,960	69,737
2013	32,493	15,519	4,377	14,143	3,059	2,932	832,702	69,030
2014	34,275	16,871	5,203	14,888	2,712	3,467	801,510	72,104
2005比	1.23	1.08	1.53	2.97	0.93	0.67	0.89	2.47





ゴールドマン・サックス (Goldman Sachs)

運用資産(Assets Under Management)

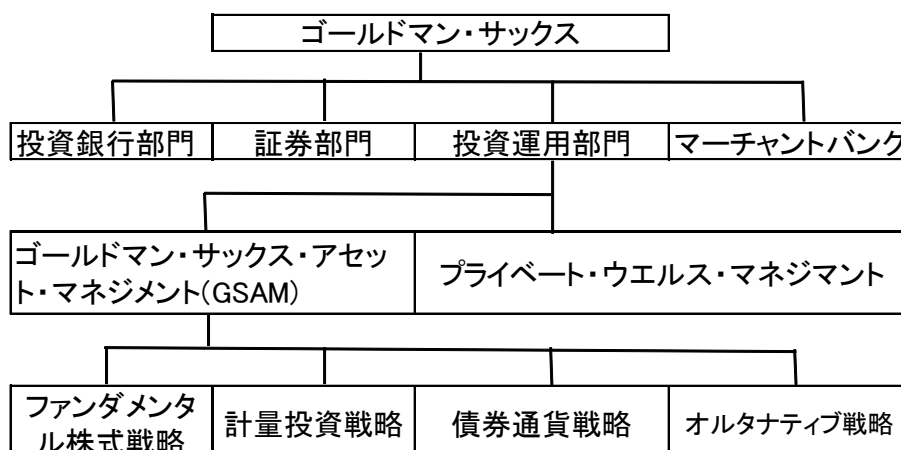
ゴールドマン・サックスの中心業務は投資銀行であり、アセット・マネジメントは業務のひとつに過ぎないが、その運用資産規模は 1 兆ドルを超えており、世界有数の運用会社といえる。

下表には、運用資産の内訳を示すが、債券+流動性資産で 8000 億ドル程度（68%）を占めており、アクティブの債券運用会社といえよう。

ゴールドマンサックス運用資産内訳(2014年12月末)

億ドル		
債券	5,160	43.8%
流動性資産	2,830	24.0%
株式	2,360	20.0%
オルタナティブ	1,430	12.1%
	11,780	100.0%

また、ゴールドマン・サックスの組織図を下図に示すが、ゴールドマン・アセット・マネジメントは、投資運用部門の一部であることがわかる。投資運用部門には、プライベート・ウエルス・マネジメント部門があり、これは、主に富裕層の資産運用を担う部門となる。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは機関投資家向けと個人向けの資産運用を担うことになる。



沿革(History)

ゴールドマン・サックス (The Goldman Sachs Group, Inc.) は、アメリカ合衆国ニューヨーク州に本社を置く金融グループで、世界最大級の投資銀行である。歴史は古くドイツ出身のユダヤ系のマークス・ゴールドマンによって 1869 年に設立された。

モルガン・スタンレーや JP モルガンと共に、投資銀行業務の幅広い分野においてリーグテーブル上位に位置する名門投資銀行と言われている。

設立は 1869 年ということで、その歴史は 150 年近くになる。また、前 CEO は第 74 代米国財務長官のヘンリー・ポールソンであり、米国の金融政策にも深く関与している。さらに、1998 年の LTCM の破綻の際には、救済融資に参加をしており、ゴールドマンという一人儲けのイメージが強いが、米国金融業界に対する貢献度は高いものがある。

2008 年に大きな問題となったサブプライムローン問題においては、他の金融機関と比較して相対的に被害を受けていない金融機関の一つである。但し、財務内容は急速に悪化する情勢は否定できず。金融危機対策として、連邦準備制度理事会（FRB）の支援と管理が受けやすい銀行持ち株会社に急遽移行することが決まった。

現在では、株式や債券、通貨等の金融資産や不動産の売買または資金の貸付等の取引業務、投資銀行業務、富裕層へのプライベート・バンキング、保険業務を行っているが、そのいずれも大規模になっている。

計量投資戦略(Quantitative Platform)

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントの計量投資戦略部門は、618 億ドルもの運用資産を持ち、株式・債券・商品などのマルチ・アセットで運用されている。

戦略的には、アルファ・ベータを主体に分類されており、その詳細を下表に示す。

アルファ戦略(Quantitative Alpha)				ベータ戦略(Advanced Beta)		
	株式アルファ戦略	マクロアルファ戦略	株式アクティブベータ戦略	ヘッジファンド	ベータ戦略	税優遇コア戦略
焦点	銘柄選択	トップダウン	スマートベータ	ヘッジファンドベータ	オルタナティブ & マルチアセット	税優遇
基本戦略	米国大型株 グローバル小型株 エマージング株式	ダイミミックアロケーション サテライト運用 先物戦略	アクティブベータ戦略 アクティブベータ・ファクター分散	ヘッジファンドベータ戦略 ヘッジファンドインデックス 絶対リターン戦略	GSAM GIVI 戦略 退職者向けポートフォリオ 年金向け戦略	配当重視
特徴	ボトムアップ銘柄選択 ビッグデータ活用	グローバルなマクロ調査 ポリティティコントロール トレンドフォロー タテカルアセットアロケーション	コンファクター重視のポートフォリオ ベンチマークを意識した構築	ヘッジファンド分散型 安価で透明性の高い ヘッジファンド選択	専用インデックス マルチアセット ベータ複製 ポリティティコントロール	税を意識したポートフォリオ 税引き後リターン改善
運用資産	144億ドル	33億ドル	128億ドル	31億ドル	24億ドル	258億ドル

上表のうち、ベータ戦略 (GSAM GIVI 戦略) および株式アクティブベータ戦略について、その詳細を述べる。

(1) GSAM GIVI 戦略

まず、この戦略は現状使われている時価総額加重平均インデックスに疑いの目を向けることから始まる。S & P 500 などの時価総額加重平均インデックスは、過去の個別銘柄の動きを大きく反映している。低ベータの銘柄のほうが、高ベータの銘柄より相対的にパフォーマンスが良いということをベースに戦略の基本としている。(ベータ値は、過去数十年の株価から算出される)

この GSAM GIVI 戦略では、それぞれの国のなかで、すべての銘柄をベータ値で並べ、ベータが高い銘柄のうち 30% を除き、残りの 70% をユニバースにしてポートフォリオを構成

する。その株式本来の価値でウェイト付けをして、一般に知られているインデックスではなく、GSAM 独自のインデックスを作る。その後、そのインデックスをベンチマークにして、ポートフォリオを構築する。このようにして、低ベータ 30%ポートフォリオ、中間ベータ 40%ポートフォリオ、高ベータ 30%ポートフォリオを作って 1993 年から 2013 年のパフォーマンスを検証した。

結果は下表のとおりとなったが、低ベータ 70%のポートフォリオが最もバランスが取れているとの評価であった。

	低β30%	中間β40%	高β30%	低β70%	SP500
年率リターン	9.2%	8.1%	5.6%	8.7%	8.0%
ボラティリティ	10.6%	15.0%	23.0%	12.7%	15.4%
シャープレシオ	0.56	0.32	0.10	0.42	0.31
トラッキングエラー	8.0%	2.1%	9.1%	3.9%	
インフォメーションレシオ	0.15	0.04	-0.26	0.17	

本来価値加重のポートフォリオと低ベータの銘柄と本来価値加重を複合して作ったポートフォリオのシミュレーションを 1993 年から 2013 年まで行った。下表に結果を示すが、年率リターンで約 2%のアウトパフォーム、シャープレシオやインフォメーションレシオも大幅に改善した。2%のアウトパフォームは、20 年間では 200%の差になる。

	本来価値	低リスク	SP500
年率リターン	9.8%	10.0%	8.0%
ボラティリティ	15.1%	13.0%	15.4%
シャープレシオ	0.43	0.51	0.31
トラッキングエラー	3.2%	4.7%	
インフォメーションレシオ	0.56	0.41	
ベータ		0.81	

さらに、1997-1999 年の IT バブル時の動き、および 2008 年の金融危機時の動きを検証した。予想どおり、IT バブル時にはかなりのアンダーパフォームであったが、金融危機時には、マイナス幅はかなり小さい結果となった（下表参照）。

ITバブル時	低リスク	SP500
1997-1999	45.1%	75.4%
2000-2002	-12.0%	-40.8%
1997-2002	27.7%	3.8%
金融危機時		
2008	-35.4%	-40.9%
2009-2010	43.0%	51.9%
2008-2010	-7.6%	-10.3%

(2) GSAM ActiveBeta 株式戦略

GSAM では、スマートベータはコモンファクター内にあるものと考えている。コモンファクターとは、たとえば Capital Asset Pricing Model のなかで、考えられたファクターで現実的には比較的長い期間のリターンの分析によって求められる。

比較的有名なコモンファクターは、①市場流動性、②割安の尺度、③企業規模、④モーメント、⑤ボラティリティ、⑥企業価値等であり、過去には伝統的な時価総額加重平均インデックスから求められたものと時価総額加重平均ではないインデックスから求められたものがあり、最近では後者のものが有効であると考えられている。

スマートベータ戦略の過去の研究では、たとえばファンダメンタルの条件によって作られたポートフォリオは主に割安の尺度のコモンファクターによって作られたポートフォリオであり、等金額のポートフォリオは企業規模のコモンファクターによって作られたポートフォリオとなる。また、リスクを抑えたポートフォリオとは結局ボラティリティが低いポートフォリオにほかならない。

GSAM では、2 種類のベータによってスマートベータを作り出している。ひとつはマーケットベータであり、もうひとつはファクターベータである。

オルタナティブ戦略(Alternative Investment & Manager Selections)

GSAM のオルタナティブ戦略の特徴は、①GSAM 自体が投資家として振る舞い、顧客にとって最適な投資をアドバイスする。②下表に示すように機会投資型をも含め様々な戦略を提示できる。③投資家の立場に立った最適な規模での投資をグローバルに提供できる。④世界 60 カ国に渡り、35 カ国語で対応でき、9 箇所にオフィスがある。⑤顧客の目的に則したレポートを作成でき、投資パートナーとして信頼できる。

また、この投資は基本的に General Partner(GSAM)と Limited Partner(顧客)でコミットメント契約を結ぶことになるので、キャピタルコールがあるときに資金を投入する形となる。下表には GSAM のオルタナティブ戦略の全体像を示すが、不動産、P E から株式投資まで幅広い投資を一元的にポートフォリオが組めるシステムになっている。

オルタナティブ戦略(AIMS)				
未公開市場			公開市場	
不動産	PE	債券(クレジット)	ヘッジファンド	公開株
90億ドル	420億ドル	420億ドル	270億ドル	520億ドル
130名	385名	125名	140名	110名

機会投資型不動産	プライマリー	公開市場	ファンド投資	コア戦略
エネルギー	セカンダリー	未公開市場	シード投資	サテライト
インフラ	共同投資	破綻証券	特定マネージャー	ダイナミック

収益等の履歴

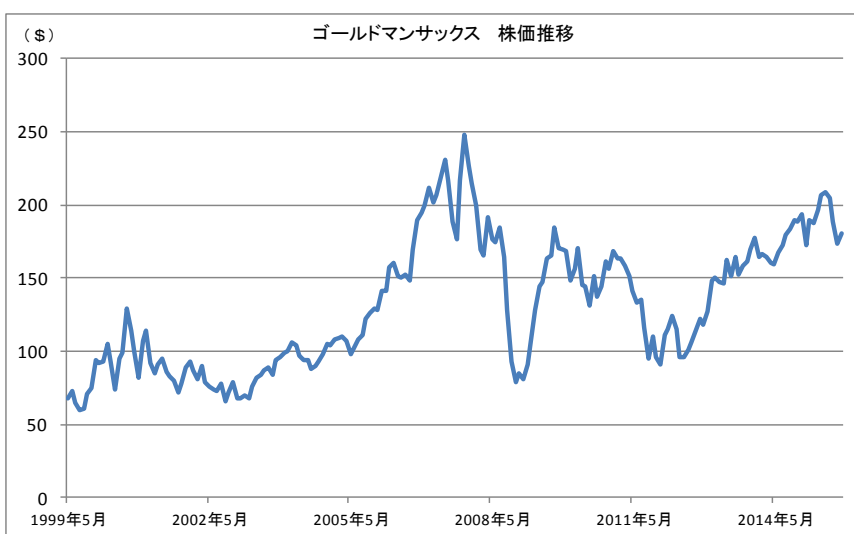
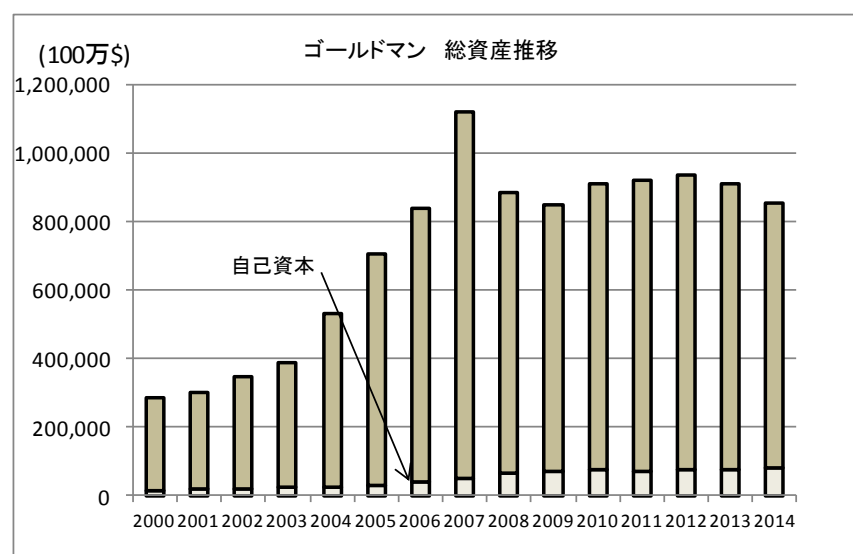
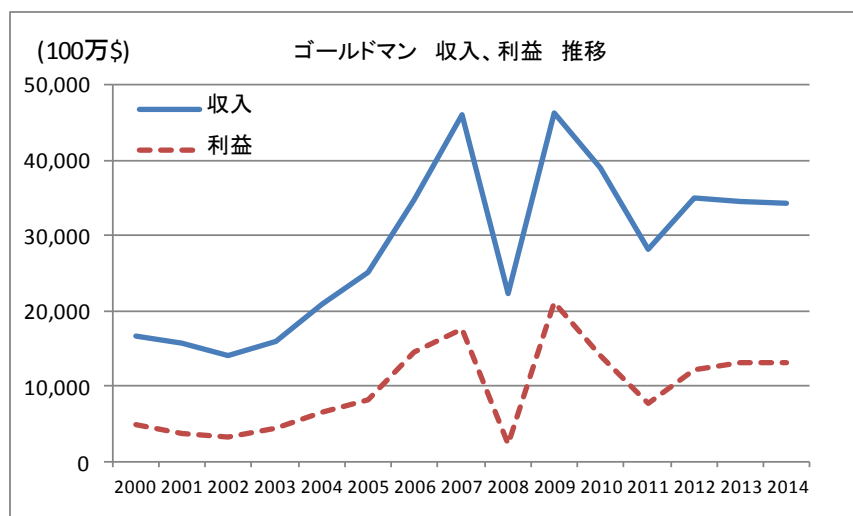
ゴールドマン・サックスの収益等の状況は下表のとおりである。2008 年のリーマンショックの影響は収入・利益ともに大幅に落ち込み、収入は前年比 48%、利益も前年比 13%にまで減少した。総資産も前年比 79%まで落ち込んだが、自己資本のほうは、2008 年 9 月に 123 ドル/株で 4675 万株発行したため、逆に 160 億ドルほど増加する結果となった。ゴールドマン・サックスはリーマンショックの被害をあまり受けてない金融機関となっているが、利益レベルは前年比 13%まで落ち込んでいるのである。赤字にならなかつただけましということである。また、2008 年以前は収入の内訳が連続していなく、トレーディング収入および手数料収入の内訳がよくわからない状況ではあるが、2009 年のトレーディング収入の約 300 億ドルは空前の数字であったように感じられる。

ゴールドマン・サックスの他の金融機関同様、収入も利益も 2007 年のレベルには達していない。

ゴールドマンサックス 主要財務諸表

(単位:100万ドル)

	収入	うちトレーディング	うち手数料	利益	総資産	自己資本
2000	16,590			5,020	284,410	16,530
2001	15,811			3,696	300,501	18,231
2002	13,986			3,253	345,912	19,003
2003	16,023			4,445	388,203	22,913
2004	20,951			6,676	531,379	26,888
2005	25,238			8,273	706,804	31,166
2006	34,665			14,560	838,201	40,545
2007	45,987			17,604	1,119,796	50,065
2008	22,222			2,336	884,547	66,012
2009	46,228	29,934	8,887	21,038	848,942	71,674
2010	38,981	20,430	13,048	14,164	911,332	78,228
2011	28,211	10,194	12,825	7,827	923,225	71,829
2012	34,877	17,927	13,070	12,269	938,555	76,224
2013	34,502	16,657	14,453	13,211	911,507	78,793
2014	34,384	14,809	15,528	13,057	856,240	83,201



ピムコ (Pacific Investment Management Company , llc.)

運用資産(Assets Under Management)

ピムコは、債券運用に特化した資産運用会社である。1971 年にカリフォルニア州ニューポートビーチで設立された。創立者はビル・グロス氏であるが、設立地が金融の中心ニューヨークではなくカリフォルニア州であるにもかかわらず、ピムコを世界最大の債券運用会社に押し上げたのが彼であることはまちがいない。ビル・グロス氏は、債券運用に関する情報を大々的に世界に発信し続けたが、それはトータル・リターンという世界一大きな債券ファンドを運用していたからにはほかならない。トータル・リターンは投信や個別口座など様々な口座に入れられ 2012 年には 5643 億ドル (45 兆円、当時の為替は 80 円／ドル) にも達している。彼は、2014 年にピムコを退社し、現在はジャナス投資顧問に在籍している。ピムコ全体の運用資産は、2015 年 6 月時点で 1 兆 5200 億ドル(182 兆円)である。

ピムコは、1971 年時点ではパシフィック・ミューチュアルという投信会社の傘下であったが、1982 年には独立している。しかし、2000 年には、ドイツのアリアンツがピムコを傘下に収めた。現在でもピムコはアリアンツの一運用部門である。

現在、ピムコではオルタナティブや株式運用も始めているが、まだ債券関連資産が 82% を占めている。

PIMCO 運用資産(戦略別)

2015/6/30

オルタナティブ	億ドル	
Liquid Absolute Return	208.2	絶対リターンを目指す、クレジット、その他による戦略
Hedge Funds	156.7	グローバルマクロ戦略、ロング・ショートクジツ戦略など
Opportunistic/Distressed	57.2	不動産、企業クレジットに絞った機会出動型
アセット・アロケーション		
Asset Allocation Strategies	590.7	株式、債券、不動産、コモディティ等全アセットに分散
株式		
Equity Strategies	258.2	ロングショート、高配当、先物・オプション複製型
リアル・リターン		
Real Return Strategies	715.9	インフレ連動債、コモディティ、不動産関連
債券		
Total Return	1,254.8	トータル・リターン ファンド
Intermediate	1,366.8	コア戦略、ベンチマーク並みのデュレーション
Credit	1,677.1	投資適格債、銀行ローン、高利回り社債、転換社債
Long Duration	1,187.9	長期の債券に照準、ALM対応
Global	987.5	米国以外の債券
Cash Management	920.9	短期の運用
Income	857.5	配当に着目した運用
Emerging Markets	476.6	欧米以外の負債、為替など
Mortgages	333.9	MBS、証券化商品 (CMBS,ABS)
Diversified Income	226.3	世界各地の社債、欧米以外の負債
Municipals	125.8	税制対応型
Other	91.9	個別顧客対応
	11,493.9	

ピムコの運用体制

2015 年 6 月現在、ピムコには、平均経験年数 13 年にも及ぶ 250 人のポートフォリオマネージャーが在籍しており、業界を代表する 60 人のアナリストがいる。債券運用に関しては、毎年のように、ファンドマネージャー・オブ・ザ・イヤーに選ばれている。

運用体制

Fund	Head	人数
Global Margage Credit	Dan Ivascyn	61
Investment Grade Credit	Mark Kiesel	20
Emerging Markets	Michael Gomez	23
Govts/Futures Options/Swaps	Steve Rodosky	10
Active Equities	Geoff Johnson/Brad Kinkelaar	9
Municipals	Joe Deane	8
Short-term	Jerome Schneider	9
Real Return	Mihir Worah	9
Global	Andrew Balls	39
Asset Allocation	Mihir Worah	7
Long Duration/LDI	Steve Rodosky	8
High Yield	Jon Horne/Andrew Jessop	9
Enhanced Equities	Mohsen Fahmi/Sudi Mariappa	5
Bank Loan	Elizabeth Maclean	5

Credit Research	Christian Stracke	61
Quantitative Portfolios	Vineer Bhansali	8
Risk Management	Bill De Leon	13
Portfolio Analytics	Ravi Mattu	61

U.S. Morningstar Fixed-Income Fund Manager of the Year

2013年	Dan Ivascyn & Alfred Murata
2012年,2010年(nominate)	Mark Kiesel
2011年(nominate)	Scott Mather
2010年(nominate)	Curtis Mewboun
2007年(nominate),1996年	Joe Deane

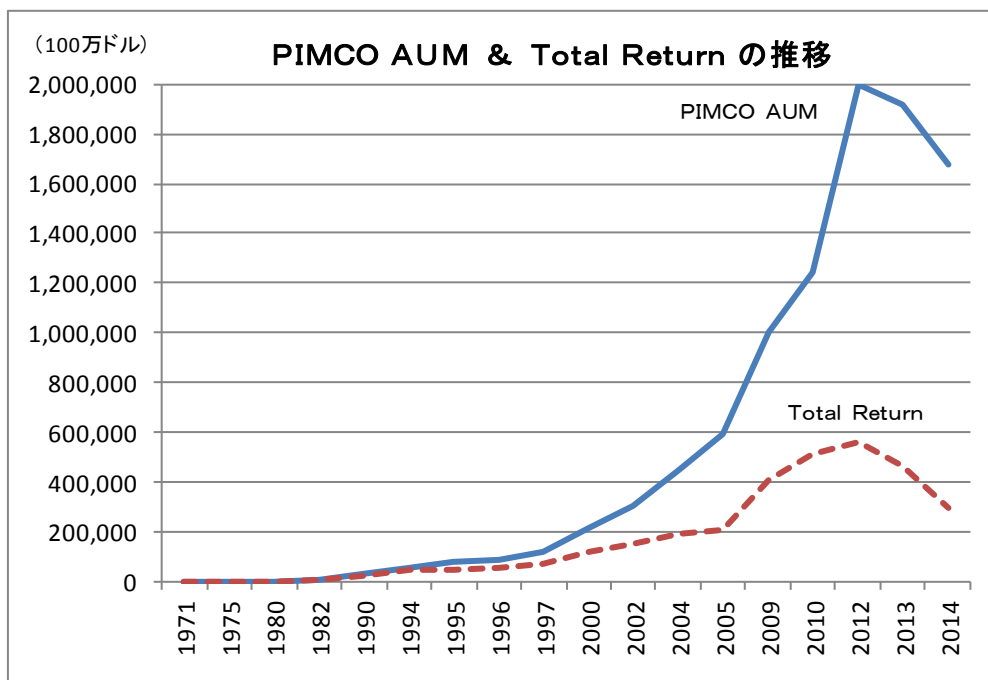
沿革(History)

ピムコは、1971 年創業者のビル・グロス氏が、パシフィック・ミューチュアルの子会社として設立した。設立当初の運用資金は 1200 万ドルにすぎなかったが、債券運用専門のトータル・リターンという名前のファンドを始め、順調にその資産を増やしていった。1982 年ピムコは、パシフィック・ミューチュアルから独立したが、1999 年ごろからドイツ保険大手のアリアンツがピムコの買収に乗り出した。一方、ビル・グロス氏の名は債券市場にとどろき、「債券王」という異名も付く様になった。また、1980 年代には、株式や Long , Moderate , Short Duration の運用を追加、1990 年代にはクレジット、ハイイールド、TIPS (米国インフレ連動国債)、Emerging Market、転換社債、MBS 等の運用を追加、2000 年代には、コモディティや不動産、ヘッジファンド等の運用を追加し、名実ともにグローバルな資産運用会社に成長した。

2000 年にはアリアンツがピムコを完全に買収し傘下に収めたが、その後も、トータル・リターンの運用資金とともにピムコ全体の運用資産も着実に伸び、2012 年には 2 兆ドルを超えた。2 兆ドルには、アリアンツが集めた資金も含まれる。しかし、ピムコ内部から不協和音が聞こえてくると、旗艦ファンドのトータル・リターンからも資金が流出するようになり、2014 年 9 月ビル・グロス氏はピムコから退社した。その後も資金の流出は止まっていない。

PIMCOの沿革

- 1971 運用資産1200万ドルで会社創設
- 1975 債券運用に特化、トータルリターンにモーゲージ組み入れ
- 1980 大手年金ファンドから初めて受託
- 1982 パシフィックミューチュアルから正式に独立
- 1990 米国外から初めて受託、ストック・プラスの創設
- 1994 PIMCOがNYSEに上場されているPIMCO Advisors L.Pの一部になる
- 1995 Emerging市場債を組み入れる、Hi Yieldに特化したFundの創設
- 1996 ミューチュアルファンドグループを統合してPimco Fundを設立
- 1997 東京・シンガポール・ロンドン・シドニーにオフィスを開設
- 2000 アリアンツSEがPIMCO Advisors L.Pの買収を完了
- 2002 10月、東京で債券運用を開始
- 2004 TIPS及びコモディティ戦略における受託残高が前年比64億ドル増
- 2005 運用資産5941億ドル
- 2009 PIMCO Global Advantage Bond Indexを公表、ETFの提供を開始
- 2010 PIMCO初の株式アクティブ運用ファンドを提供
- 2012 運用資産2兆4億ドル
- 2013 運用資産1兆9196億ドル
- 2014 ダグラス・ホッジがCEOに、ジェイ・ジェイコブスが社長に就任



ピムコのオルタナティブ運用

ピムコは、基本的に債券運用が中心であるが、最近ではオルタナティブ運用にも進出してきている。最初に設定したのは、グローバル・マクロ分析から絶対収益を目標とするヘッジファンドである。Pimco Absolute Return Strategies と呼ばれるファンドであるが、2004年に最初に設定し、5本のファンドがある。次に設定したのは、クレジットデリバティブが拡大し始めた2006年で Credit relative value hedge fund と呼ばれている。さらに、サブプライム金融危機時（2008年）には、MBS および不動産ファンドを設定している。2010年には、破綻した企業の負債に投資するファンド、2011年には relative value に注目したヘッジファンド、2013年にはコモディティ市場での relative value に注目したファンド、さらに機会出動型（Opportunistic 型）のファンドを設定している。

PIMCO Hedge Funds

2015/7/31

Fund	Strategy	Launch	資産(100万\$)	YTD(NET)	設定来NET	設定来VOL
PARS 4	Discretionary global macro	Sep-04	3,409	4.3%	9.4%	8.3%
PARS 5	Discretionary global macro	Oct-06	1,092	5.4%	14.2%	15.5%
GCOF	Credit relative value	Jun-06	2,464	6.5%	7.4%	4.8%
MAV	Volatility relative value	Jul-11	1,233	6.8%	8.4%	7.0%
PCAF	Commodity relative value	Mar-13	392	3.9%	10.4%	4.2%
DiSCO 2	Senior structured credit	Oct-11	2,492	3.5%	16.7%	6.0%
Tac Opps	Opportunistic global credit	Feb-13	666	6.0%	11.4%	4.3%

PARS : PIMCO Absolute Return Strategies

GCOF : Global Credit Opportunities Fund

MAV : Multi-Asset Volatility Strategies

PCAF : PIMCO Commodity Alpha Fund

DiSCO : Distressed Senior Credit Opportunities Fund

Tac Opps : Tactical Opportunities Fund

なお、下表にはピムコの5ファンドのポートフォリオ分析結果を示す。シャープ・レシオが3程度となっているが、これは、リターンが比較的高い株式ファンドのなかでも非常に高い数値である。年率10%を越えるファンドは株式市場が好調の時には多く見受けられるが、同時期のボラティリティが3%程度のものはまずありえない。債券のファンドであれば、年率10%のリターンを上げるファンドはまずありえない。債券ファンドのボラティリティは通常インデックスレベルで3~5%であるので、シャープレシオが1を超えることはまずありえない。インデックスとの比較をみると、このファンドは株式よりも債券インデックスに近いことが確認できる。それでもバークレーズ・アグリゲート・インデックスとのベータ値は0.6と比較的高く、このファンドは債券総合インデックスとの相関が高いといえよう。

Hedge Fund Portfolio 分析

PARS5,GCOF,MAV,PCAFの4ファンドを等金額投資したポートフォリオを分析

過去5年

NET RETURN	10.90%
Volatility	3.30%
Sharpe Ratio	3程度

対象Index	決定係数	ベータ	アルファ
S&P500	1%	0.03	10.40%
Barclays Aggregate Index	25%	0.6	8.80%
U.S. High Yield Index	15%	0.22	9.10%

オルタナティブ運用の資産購入については、手数料やクローズド期間、成功報酬制度など通常の投資信託を購入する以上に、各制度に注意を払う必要がある。ファンドの規模が大きくなりすぎると、目標とする利回りを達成する可能性が低くなるので、購入を拒否されることもある。また、下表に示すような超過収益の20%を徴収する程度は一般的に行われている。また、下表にはないがこのファンドはいわゆる機関投資家向けのファンドであり、最低購入額の設定はあると思われる。

	PARS 4	GCOF	MAV	PCAF	Tac Opps
販売手数料	1.00%	1.40%	1.55%	1.50%	1.25%
管理報酬率	0.15-0.20%	0.15-0.20%	0.20%	0.15-0.20%	0.20%
成功報酬率	超過収益の20%	超過収益の20%	超過収益の20%	超過収益の20%	超過収益の20%
購入頻度	月次	月次	月次	月次	月次
売却頻度	月次	3ヵ月毎	月次	月次	6ヶ月毎
当初クローズド期間/罰則手数料	6ヶ月/1%	12ヶ月/1%	12ヶ月/1%	12ヶ月/1%	18ヶ月/5%
成功報酬制度	あり	あり	あり	あり	あり
月次報告書	あり	あり	あり	あり	あり
現状	条件によって	買付可能	買付可能	買付可能	買付可能

(注) PIMCOの従業員が3億7000万ドル以上購入している

収益等の履歴

ピムコの収益等の利益に関しては、2000年にアリアンツに買収されてから、親会社のアリアンツが上場企業として報告しているものを見ることになる。下表には、アリアンツの収益等の推移を示してあるが、うちアセットと示してある項はピムコの割合がほぼ80%以上を占めていると考えられる。基本的に収益の全体に対するアセットマネジメントの割合は、約3～7%程度に対し、利益のそれは12～30%と貢献度合いが大きくなっている。また、管理資産全体とアセットマネジメントの収益に対する割合は、アセットマネジメント部門が受け取る手数料率と考えられるが、0.3～0.4%となっており、比較的高い数値となっている。

アリアンツの収益等の推移

(単位: 100万€)

	収益	うちアセット	割合	利益	うちアセット	割合	管理資産	収益/資産
2005	87,262	2,722	3%	8,003	1,132	14%		
2006	90,260	3,044	3%	10,386	1,290	12%		
2007	91,065	3,259	4%	10,915	1,359	12%		
2008	91,422	2,887	3%	5,765	926	16%	951,000	0.30%
2009	90,650	3,689	4%	7,182	1,401	20%	1,202,000	0.31%
2010	89,334	81	0%	8,243	2,060	25%	1,518,000	0.01%
2011	95,317	5,502	6%	7,866	2,256	29%	1,657,000	0.33%
2012	98,174	6,786	7%	9,337	2,953	32%	1,852,000	0.37%
2013	97,932	7,162	7%	10,066	3,161	31%	1,770,000	0.40%
2014	100,297	6,388	6%	10,401	2,603	25%	1,801,000	0.35%

(出所: Bloomberg)

なお、下図には親会社のアリアンツの株価推移を示すが、リーマンショック前レベルには達しつつあるが、2000年レベルには遠く及ばない。



ブラックロック (BlackRock , Inc.)

運用資産(Assets Under Management)

ブラックロックは、世界最大の資産運用会社である。運用資産は、4兆6519億ドル(558兆円)に上る。内訳としては、株式インデックスファンドが2兆1583億ドル、債券インデックスファンドが6923億ドルとなり、両方で2兆8506億ドル(約61%)を占める。残りの1兆8013億ドルのうち、オルタナティブと呼ばれる資産は、1112億ドルしかなく、ほとんどが伝統的資産で占められる。ブラックロックは、現在でも世界No. 1のパッシブマネージャーである。パッシブマネージャーは、他にバンガード・グループ(Vanguard Group)、ステート・ストリート・グローバル(State Street Global)があり、両者とも2兆ドルを越える資産があるが、ブラックロックより少ない。パッシブファンドを、投資家別に分けると、機関投資家向けインデックスファンドと主に個人向けETF(Exchange Traded Fund)に分けられ、機関投資家向けが、株式1兆3354億ドル、債券4676億ドル、ETFが、株式7901億ドル、債券2177億ドルに上る。(2014年末)

ブラックロック運用資産内訳(2014年末)

	億ドル	
株式	24,511	52.7%
うちインデックス	21,583	46.4%
債券	13,937	30.0%
うちインデックス	6,923	14.9%
マルチ・アセット	3,778	8.1%
キャッシュ	2,964	6.4%
オルタナティブ	1,112	2.4%
アドバイザー	217	0.5%
	46,519	100.0%

	億ドル	
機関投資家向け	27,753	59.7%
ETF	10,242	22.0%
個人向け	5,343	11.5%
キャッシュ	2,964	6.4%
アドバイザー	217	0.5%
	46,519	100.0%

(出所: アニュアルレポート)

沿革(History)

ブラックロックは1988年にブラックストーンの資産運用部門として設立されたが、その後数回の大型買収を経て、今日の世界最大の資産運用会社に成長したといえよう。その買収の歴史は下表に示すが、メリルリンチやバークレイズといった老舗金融機関と経営統合しながら、名前はブラックロックになったことが世界一の資産運用会社になった原因であろう。また、ブラックロックは1999年にニューヨーク証券取引所に新規株式公開しており、主要株主はPNCとなっている。現在でも筆頭株主はPNCであり、21%の保有率となっている。また、PNCは、米国内で銀行業務、アセットマネジメント業務などを手がける総合金融機関となっているが、ブラックロックの株式持分は5%程度であり、第4位の大株主となっている。ブラックロックとPNCの企業規模を比較すると、時価総額はブラックロック

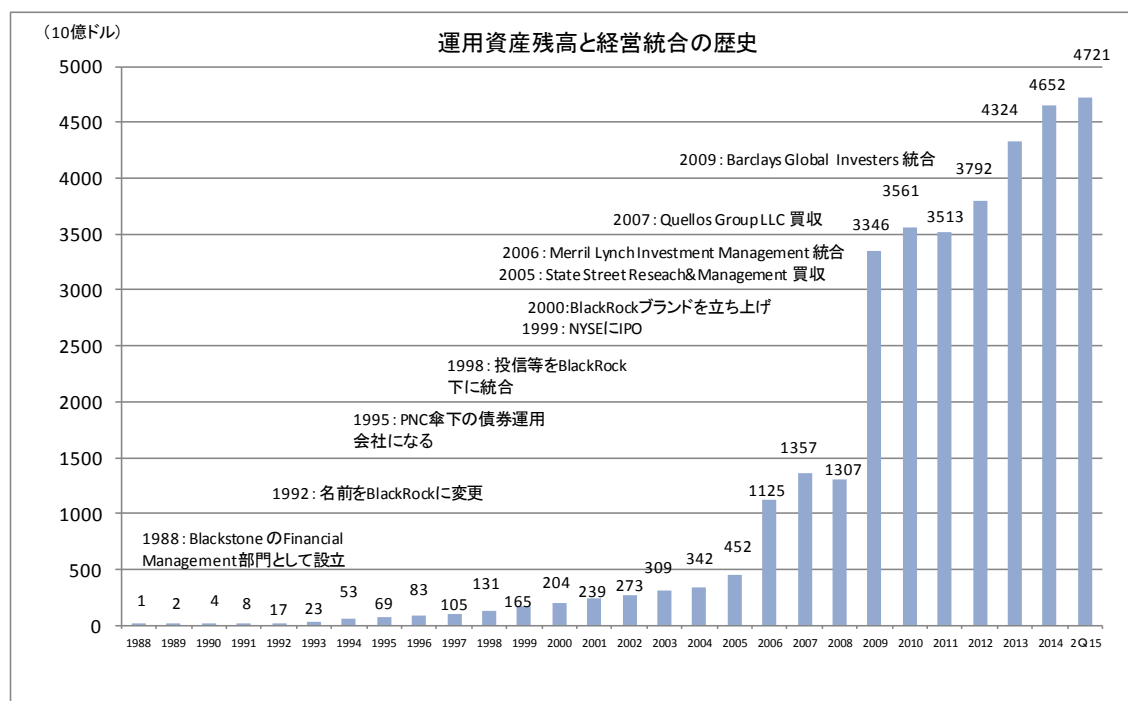
が 501 億ドル、PNC が 468 億ドル、資産合計はブラックロックが 2370 億ドル、PNC が 3539 億ドル、収益はブラックロックが 110 億ドル、PNC が 152 億ドル、純利益はブラックロックが 33 億ドル、PNC が 37 億ドル、社員はブラックロックが 12400 人、PNC が 49776 人（いずれも 2015 年 6 月）となっており、企業規模はほぼ同じぐらいと考えられる。

ブラックロックは、1999 年上場と同時に従業員持ち株会を結成しており、2015 年 9 月現在 610 万株あまり、保有比率は 3.7%となっている。

運用資産に関しては、メリルリンチ・インベストメント・マネージメントとの経営統合時（2006 年）に 4520 億ドルから 1 兆 1250 億ドルへ、バークレイズ・グローバル・インベスターズとの経営統合時（2009 年）に 1 兆 3070 億ドルから 3 兆 3460 億ドルへと飛躍的に運用資産を増やしている。

BlackRock 経営統合及び買収の歴史

1988年	BlackRock設立
1995年	PNC傘下の債券運用会社となる
1996年	PNCのオープン・エンド型投信の運用を担当
1998年	PNC傘下の債券、株式、流動性資産及びミューチュアル・ファンド運用をBlackRockの下に統合
1999年	ニューヨーク証券取引所において新規株式公開を実現し、PNCが主要株主となる
2000年	BlackRock Solutions®ブランドを立ち上げ、リスク・マネージメント及びテクノロジー・サービスの提供を開始
2005年	1月31日 State Street Research and Management及びSSR Realtyを買収
2006年	9月29日 Merrill Lynch Investment Managersと経営統合
2007年	10月1日 Quellos Group, LLCよりファンド・オブ・ファンズ・ビジネスを買収
2008年	BlackRock Solutions部門にてフィナンシャル・マーケット・アドバイザー・ビジネスを立ち上げ
2009年	1月1日 Bank of AmericaによるMerril Lynch買収完了 5月 R3 Capital Partnersにより29名の運用プロフェッショナルを採用 12月1日 Barclays Global Investors(BGI)と経営統合
2013年	MPGA(独立系プライベート・エクイティ不動産投資アドバイザー)を買収



また、日本での活動は、ブラックロック・ジャパンがその任を負っている。ブラックロック・ジャパンの沿革を下図に示す。

ブラックロック・ジャパン株式会社の沿革

1985年 メリルリンチ投資顧問 1987年 投資顧問業者登録 1987年 投資一任業務認可 1997年 投資信託委託業務免許取得	1999年 野村ブラックロック・アセット・マネジメント 1999年 ブラックロック・インクと野村アセット・マネジメントとの間で合併会社設立 1999年 投資顧問業者登録 1999年 投資一任業務認可 2006年 ブラックロック・ジャパンに社名変更	1986年 パークレイズ信託銀行 1986年 銀行業免許及び信託業業認可 1999年 パークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行に社名変更
1985年 ウォーバーク投資顧問 1987年 投資顧問業者登録 1987年 投資一任業務認可 1995年 マーキュリー投資顧問に社名変更		1992年 ウエルス・ファーク・日興投資顧問 1992年 日本法人設立 1996年 パークレイズ・日興グローバル・インベスターズに社名変更 2003年 パークレイズ・グローバル・インベスターズに社名変更
1990年 ウォーバーク投信 1990年 投資信託委託業務免許取得 1995年 マーキュリー投信に社名変更		1988年 パークレイズ・デスート・ウエッド投資顧問 1988年 投資顧問業者登録 1989年 投資一任業務認可 1994年 BZW投資顧問に社名変更 1998年 投資信託委託業務免許取得 1998年 パークレイズ投信に社名変更 2001年 パークレイズ・グローバル・インベスターズに社名変更 2004年 パークレイズ・グローバル・インベスターズ株式会社に合併、同社名に社名変更 2007年 証券業の登録 2007年 パークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行より資産運用業務を譲渡 2008年 パークレイズ・グローバル・インベスターズサービス株式会社に吸収合併
1998年 メリルリンチ・マーキュリー投信投信 1998年 メリルリンチ投信、マーキュリー投信、マーキュリー投信の3社が合併 2000年 メリルリンチ・インベストメント・マネジャーズに社名変更		
2006年 ブラックロック・ジャパン株式会社として経営統合 2006年10月 メリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ株式会社とブラックロック・ジャパン株式会社が経営統合 2007年8月 証券子会社「ブラックロック証券株式会社」設立		
2009年12月 新ブラックロック・ジャパン株式会社として経営統合 2009年12月 旧ブラックロック・ジャパン株式会社と旧パークレイズ・グローバル・インベスターズ株式会社が経営統合 2011年4月 ブラックロック証券株式会社を吸収合併 2013年10月 MGA(独立系プライベートエクイティ不動産投資アドバイザー)と経営統合		

この表を見ると、詳しい経営統合・合併の歴史がわかる。

株・債券などの伝統的資産においては、野村アセット+メリルリンチ+マーキュリー（ウォーバーク）+パークレイズ+ウエルス・ファーク+日興投資顧問と6社が合併してできた会社といえる。このなかで野村アセットと日興アセットは現在でも会社が存在するので、ブラックロックになったのは、そのなかの一部である。オルタナティブと呼ばれる代替資産においては、ブラックロックは吸収合併(買収)によって資産を増やそうとしている。2007年に Quellos Group を買収、2013年には MPGA を買収している。

ブラックロック運用資産の最近の推移		(単位:億ドル)			
伝統的資産		2015/6/30	2014/12/31	増加	%
ブラックロックの資産は、そのほとんどが伝統的資産である。その伝統的資産は、大部分がインデックスとなっており、ブラックロックの運用資産は、インデ	株式	25,100	24,511	589	2.4%
	うちインデックス	22,100	21,583	517	2.4%
	債券	14,200	13,937	263	1.9%
	うちインデックス	7,040	6,923	117	1.7%
	マルチ・アセット	3,950	3,778	172	4.6%
	キャッシュ	2,720	2,964	-244	-8.2%
	オルタナティブ	1,140	1,112	28	2.5%
	アドバイザー	130	217	-87	-40.1%
	合計	47,240	46,519	721	1.5%

ックスファンドの増加の寄与が大きい。ブラックロックは、いわゆるパッシブマネージャーを買収あるいは経営統合してそのインデックスファンドの額を飛躍的に増やしてきた。

株式インデックス運用はS&P500 連動型ファンドが最も多く運用されていると思われるが、その起源は 1973 年と言われている。日本では、TOPIX 型のインデックスファンドが最も多く、1980 年代から運用されている。インデックスファンドの顧客は、長期運用を基本とする、年金基金が最も多い。

その理論的背景は、1970 年代流行した MPT(現代ポートフォリオ理論)であろう。効率的市場仮説では、すべての情報は一瞬にして株式市場に反映され、個別銘柄で市場以上のリターンを狙うのは不可能であるという考え方である。インデックスファンドでは、市場のリスクをすべて受け入れ、それ以外のリスクは排除する。したがって、インデックスと連動することになる。S&P500 連動型ファンドは、500 銘柄すべてを発行済み株数でウェイト付けされ組み入れることになる。ただ、ファンドの資金流入および銘柄入れ替え時には、リバランスが必要になる。TOPIX のインデックスファンドの場合は、1800 を超える銘柄すべてを組み入れると流動性が低い銘柄がパフォーマンス低下の要因となるので、200 から 500 程度の流動性の高い銘柄群でポートフォリオを構成することになる。これには、市場とリスクを合わせるようなモデルを使い、銘柄およびウェイトをはじき出す。

インデックスファンドには、アクティブファンドと違い、市場や銘柄をいつもウォッチし、取引を行うファンドマネージャーが必要なく、その分コストが下がる。この低コストも投資家には、インデックスファンドを選ぶ一因となっている。

その後、債券運用にもインデックスファンドが現われ、投資家もインデックスファンドを選考するようになる。

ブラックロックの資産のうち、株式は、その 90%がインデックスなのに対し、債券のインデックスの割合は 50%程度である。

ブラックロック顧客志向の歴史

1970年代	インデックス運用(クオンツ)のパイオニア的存在
1980年代	最初となるクローズドエンド型投資信託発売 債券および全世界的インデックス運用開始
1990年代	業界初のターゲットイヤー型ファンドの発売 ETFの発売(現在はiShares®)
2000年代	リスクマネジメントのためBlackRock Solutions®開始 インデックス+ α 型運用、オルタナティブ運用開始 アドバイザー業務開始
2010年代	欧米政府による銀行セクターの資本安定化政策 BlackRock投資研究所開設 ターゲットイヤー型債券ETF発売 ソブリン信用リスクインデックス開発

パッシブ運用の歴史

1896年	ダウジョーンズ工業平均が12銘柄で算出開始
1923年	S&Pが233銘柄で株式指数算出を開始
1950年	日経平均株価の算出開始
1960年代	アクティブ型投資顧問が爆発的に増大
1971年	NYSE上場1500銘柄に等金額投資ファンド登場
1973年	S&P500連動型ファンドが運用開始
1980年	パッシブファンド運用総額が100億ドルに
1980年代	日本でもパッシブファンドが普及
1990年	世界初のETFがカナダトロント市場に上場
1993年	米国でS&P500型ETFが登場
2001年	日本で日経平均、TOPIX型ETFが登場

オルタナティブ資産

ブラックロックのオルタナティブ資産は、大きく4つに分けられる。高流動性資産（ヘッジファンド）、低流動性資産（プライベートエクイティ、クレジット）、実物資産（不動産、インフラ投資）、為替&コモディティである。下図に、その内訳を示すが、高流動性資産（ヘッジファンド）が47%を占めている上、ファンドオブヘッジファンドより直接ヘッジファンドに投資する案件のほうが多い。また、次に多い低流動性資産では、そのほとんどがプライベートエクイティであり、クレジット投資はまだ少ない。

ヘッジファンドの戦略としては、Zero-Duration liquid Long/Short Credit および Market-neutral Global Long/Short Equity Funds となっている。前者は債券マーケットで金利リスクを排除した戦略であり、後者は株式マーケットでマーケットリスクを排除した戦略である。

ブラックロック オルタナティブ資産別内訳(2014年末)
(単位:億ドル)

高流動性資産	521	46.9%
うちヘッジファンド	320	28.8%
うちファンドオブヘッジファンド	196	17.6%
低流動性資産	131	11.8%
うちプライベートエクイティ	123	11.1%
うちOpportunistic PE&Credit	8	0.7%
実物資産	228	20.5%
うち不動産	220	19.8%
うちインフラ投資	8	0.7%
通貨&コモディティ戦略	232	20.9%
合計	1,112	100.0%

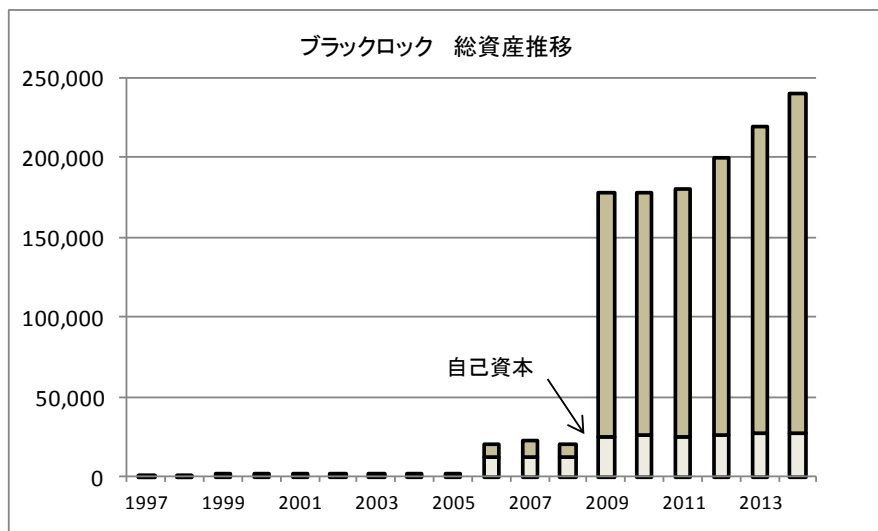
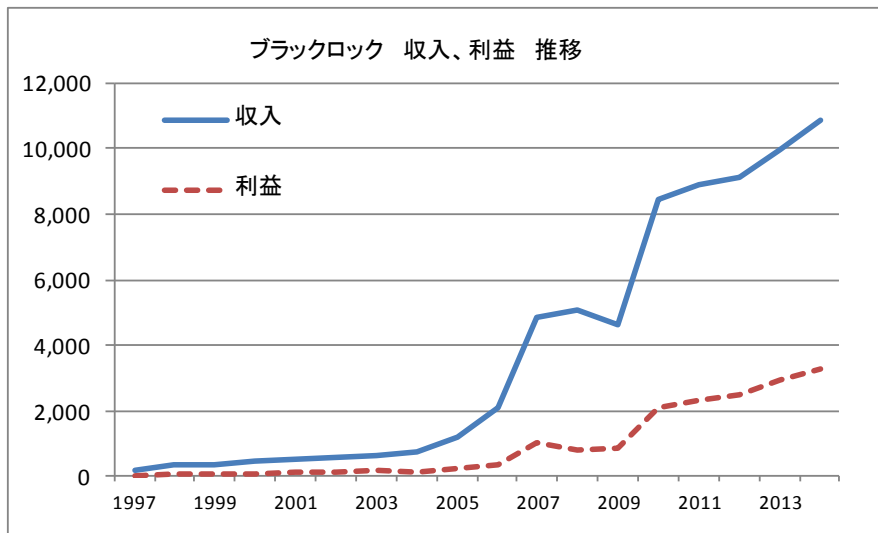
収益等の履歴

ブラックロックは、1988年設立から約27年程度しか経過していないが、その間、驚異的な成長を遂げている。

右表は、1997年からの主要指標のデータであるが、1997年と2014年を比較すると、収入（運用会社の場合、ほとんどすべてが運用フィー）が59倍、利益が149倍、総資産が715倍、自己資本が611倍と典型的な急成長企業である。

ブラックロック 成長の歴史 (単位:100万ドル)

	収入	利益	総資産	自己資本
1997	185	22	336	45
1998	326	36	441	106
1999	370	59	448	281
2000	476	87	537	368
2001	532	107	684	486
2002	576	133	864	635
2003	597	155	967	715
2004	724	143	1,145	786
2005	1,183	234	1,848	932
2006	2,098	323	20,469	11,891
2007	4,845	995	22,562	12,175
2008	5,064	784	19,924	12,294
2009	4,632	875	178,124	24,553
2010	8,462	2,063	178,459	26,328
2011	8,905	2,337	179,896	25,270
2012	9,122	2,458	200,451	25,585
2013	9,969	2,932	219,873	26,616
2014	10,849	3,294	239,808	27,485
1997比	59	149	715	611



ブラックストーン・グループ (The Blackstone Group , L.P.)

運用資産(Assets Under Management)

ブラックストーンは、1985 年当初M&Aアドバイザリーとしてスタートしたが、その後、プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンド、不動産運用、クレジットと次々と新しい運用にチャレンジし、その運用資産を劇的に増やしてきた。設立当初の運用資産は、40 万ドルであったが、現在は 3330 億ドル（40 兆円）に上り、この 30 年間で実に 8 万倍に資産を増やしたことになる。内訳としては、P Eファンドが 920 億ドル、不動産ファンドが 920 億ドル、ヘッジファンドが 680 億ドル、クレジット運用が 810 億ドルとなる（2015 年 6 月末）。投資家別内訳としては、公的・企業年金がそれぞれ 33%、12%と合わせて 45%を占め、ソブリン・ウェルス・ファンドが 14%、銀行等金融機関が 13%、富裕層向けが 11%となり、ここまでで、83%となる。

ブラックストーンは、オルタナティブ資産運用会社としての位置づけとなるが、他のオルタナティブ資産運用会社はP Eファンドが大部分を占めるのに対し、ブラックストーンは不動産等の資産の比率が相対的に高く、結果として全体の運用資産は突出する結果となっている。

ブラックストーン運用資産内訳(2015年6月末)

億ドル		
PEファンド	920	27.6%
不動産	920	27.6%
ヘッジファンド	680	20.4%
クレジット	810	24.3%
	3,330	100.0%

億ドル		
公的年金	1,099	33%
企業年金	400	12%
ソブリン	466	14%
金融機関	433	13%
富裕層	366	11%
その他	566	17%
	3,330	100%

(出所:ブラックストーン社資料)

沿革(History)

ブラックストーンは、創業者のシュワルツマン氏が 1985 年、M&Aアドバイザリー会社として設立した。2 年後にP Eファンドを立ち上げ、さらにその 3 年後にヘッジファンド・ソリューションズを、さらにその 2 年後に不動産投資を始め、クレジットはG S Oの取得・合併により確立した。このように、オルタナティブと呼ばれる投資を矢継ぎ早やに進めて急成長した会社と言える。

運用のために、買収も数多く手がけている。2008 年G S O（クレジット）、2010 年パトリア（ブラジルの会社）、同じく 2010 年バンカメ・メルルリンチの不動産運用チーム、2013 年には、セカンダリー投資チームのストラテジック・パートナーズというように、リーマンショック後の 7 年の間に 4 件の買収を行っている。

また、2007 年には、他のオルタナティブ資産運用会社に先駆け新規株式公開を実施し、資金調達をより容易にした。

Blackstone Group 歴史

1985年	M&Aアドバイザーファームとしてブラックストーン設立
1987年	初のPEファンドを設定し、オルタナティブ投資に進出
1990年	後にヘッジファンドソリューションズとなるプラットフォームで社員の資金運用を開始
1992年	現在では、世界最大級である不動産投資のプラットフォームを設立
2000年	初となる米国外でのオフィスをロンドンに設立
2007年	新規株式公開を実施、新しい公開企業として成長を加速させる資金を獲得
2008年	GSOの取得・合併により有数のクレジットフランチャイズを確立
2008年	不動産債務のプラットフォームを設立、今日の残高は90億ドルに上る
2010年	ブラジル有数の資産運用会社であるパトリアに出資
2010年	バンクオブアメリカ・メリルリンチのアジア不動産ファンドの運用を引き継ぎ、アジアチームを拡大
2012年	既存のマネジメントに囚われない柔軟性のあるタクティカルオポチュニティ戦略のプラットフォームを設立
2012年	エネルギーファンドに対する25億ドルの資金調達を完了
2013年	有数のセカンダリー投資チームであるスタレジックパートナーズを取得
2013年	ヘッジファンドソリューションズが日次流動性を有するリテール商品を開発
2013年	商業用モーゲージREITであるBXMTを設定

運用商品

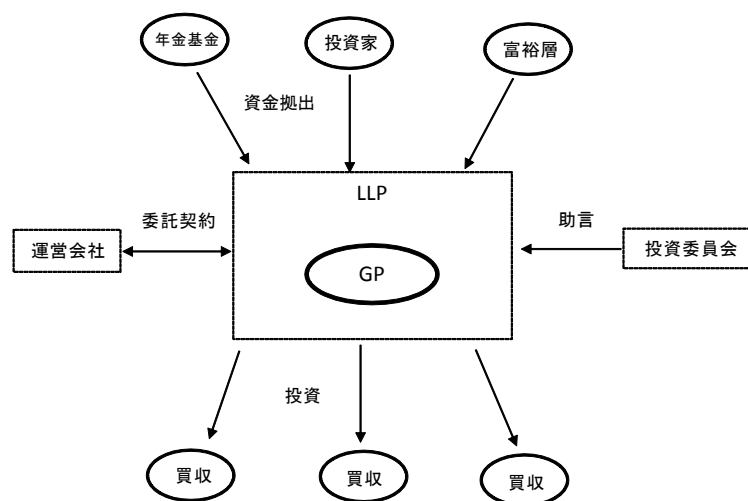
(1) プライベート・エクイティ・ファンド(Private Equity Fund)

プライマリー・マーケット

ブラックストーンの中心商品は、プライベート・エクイティ・ファンド（以下PEファンド）である。PEファンドとは、複数の機関投資家（現実には長期投資家の年金基金が多い）や富裕層（ソブリン・ウェルス・ファンドも含む）から集めた資金を、さまざまな原因で投資を必要とする事業会社に投資し、同時にその企業の経営に深く関与して「その企業の価値を高めた後に売却する」ことで高いIRR（内部収益率）を獲得することを目的とする投資ファンドのことである。PEファンドは、企業買収を行う際友好的買収を基本としている。敵対的買収では、その企業に対しスムーズに経営関与することは困難だからであろう。

また、投資形式は右下図のような投資組合形式（Limited Liability Partnership）をとる。

LLPの中に、運用者（General Partner）がいる。ここでは、ブラックストーンがGPとなる。また、年金基金や富裕層などの投資家は Limited Partner となる。LPは有限責任に限られる。LLPの利点は、① LLPの設定地により



優遇税制が可能、②LLPは100人以下の投資家で必要な要件を満たせば、募集に対してある程度自由、③運用者がインセンティブフィーなどを設定できるとしている。

下表に、投資を始めてから2015年6月末までのすべてのP Eファンドの投資記録を載せる。これを見ると、全体のネット内部収益率は、実現ベースで19%、未実現利益と合わせると16%となっている。しかし、ネット内部収益率のファンド間のばらつきは大きい。(7%～56%) この間の投資会社数は、194社、現在ポートフォリオに含まれている会社数は、80社、80社の合計売上高は、860億ドル(約10兆円)に達している。

ブラックストーン プライベートエクイティ 投資記録 (単位:1000ドル)										
	契約資本額	投資可能資本	投下資本	未実現価値	投資倍率	実現価値	投資倍率	合計	投資倍率	実現
Private Equity								合計		合計
BCP I (Oct 1987 / Oct 1993)	859,081		679,000			1,741,738	2.6	1,741,738	2.6	19%
BCP II (Oct 1993 / Aug 1997)	1,361,100		1,292,500			3,256,819	2.5	3,256,819	2.5	32%
BCP III (Aug 1997 / Nov 2002)	3,967,422		4,025,700			9,184,688	2.3	9,184,688	2.3	14%
BCOM (Jun 2000 / Jun 2006)	2,137,330	199,298	1,935,700	244,793	1.2	2,619,040	1.4	2,863,833	1.3	7%
BCP IV (Nov 2002 / Dec 2005)	6,773,182	221,559	6,285,300	2,552,980	1.4	18,651,006	3.2	21,203,986	2.8	45%
BCP V (Dec 2005 / Jan 2011)	21,028,965	1,308,522	20,279,700	15,918,338	1.8	22,107,154	1.9	38,025,492	1.9	10%
BCP VI (Jan 2011 / Jan 2017)	15,182,283	5,981,314	9,794,500	12,028,108	1.4	1,776,759	1.8	13,804,867	1.4	49%
BEP (Aug 2011 / Aug 2017)	2,438,402	300,285	2,271,200	2,917,957	1.5	537,505	2	3,455,462	1.5	56%
BEP II (Feb 2015 / Feb 2021)	4,951,351	4,951,351								
BCP VII (TBD)	15,723,875	15,723,875								
Total Corporate Private Equity	74,422,991	28,686,204	46,563,600	33,662,176	1.6	59,874,709	2.3	93,536,885	1.9	20%
Tactical Opportunities	10,052,258	5,553,528	5,209,300	5,178,390	1.1	1,072,776	1.5	6,251,166	1.2	35%
Strategic Partners	17,157,488	4,600,759	14,522,500	6,716,759	1.7	12,162,598	1.2	18,879,357	1.3	15%
Other Funds and Co-Investment (e)	1,890,393	363,521	1,233,600	1,251,384	1.1	105,614	1.7	1,356,998	1.1	
Total Private Equity	103,523,130	39,204,012	67,529,000	46,808,709	1.5	73,215,697	2	120,024,406	1.7	19%

(出所:Blackstone HP)

次に、具体的なP Eファンドの一例を示す。上表では、BCPVファンドとして示されているファンドの内容である。

BCP5 ファンド(現在運用中の企業)							
ポートフォリオ企業	タイプ	Currency	サイズ	Date	セクター	地域	
GCA Services Group Inc	ACQ	USD		11/02/2012	一般消費財	北米	
Rikco International LLC	ACQ	USD	254,600,006	04/29/2011	一般消費財	北米	
Hindustan Powerprojects Pvt Ltd	ACQ	INR	13,500,000,000	08/19/2010	工業	アジア太平洋 (新興国)	
Monnet Power Co Ltd	ACQ	INR	2,750,000,000	07/01/2010	公益事業	アジア太平洋 (新興国)	
イー・モバイル	ACQ	JPY	45,000,000,000	05/12/2010	通信	アジア太平洋 (先進国)	
Jagran Media Network Investment Pvt Ltd	ACQ	INR	2,250,000,000	04/07/2010	通信	アジア太平洋 (新興国)	
シーワールド・エンターテインメント	ACQ	USD	2,300,000,000	12/01/2009	一般消費財	北米	
サミット・マテリアルズ	ACQ	USD	780,000,000	09/08/2009	原材料	北米	
Nuziveedu Seeds Ltd	ACQ	USD	54,000,000	12/30/2008	原材料	アジア太平洋 (新興国)	
CMS Computers Ltd/India	JV			12/01/2008	テクノロジー	アジア太平洋 (新興国)	
Weather Channel LLC/The	ACQ	USD	3,500,000,000	09/12/2008	通信	北米	
Osum Oil Sands Corp	ACQ	CAD	275,000,000	08/27/2008	エネルギー	北米	
Bayview Asset Management LLC	ACQ	USD	331,500,000	07/28/2008	金融	北米	
Apria Healthcare Group Inc	ACQ	USD	1,571,000,000	06/19/2008	ヘルスケア	北米	
Performance Food Group Co	ACQ	USD	1,250,870,000	05/27/2008	生活必需品	北米	
PBFエナジー	ACQ	USD	667,000,000	02/27/2008	エネルギー	北米	
オールカーゴ・ロジスティクス	ACQ	INR	2,424,000,000	02/20/2008	工業	アジア太平洋 (新興国)	
MTAR Technologies Pvt Ltd	ACQ	USD	65,000,000	11/07/2007	工業	アジア太平洋 (新興国)	
ヒルトン・ワールド・ワイド・ホールディングス	ACQ	USD	26,235,400,000	10/25/2007	一般消費財	北米	
China National Bluestar Group Co Ltd	ACQ	USD	600,000,000	09/10/2007	原材料	アジア太平洋 (新興国)	
ナガールジュ・コンストラクション	ACQ	INR	4,059,500,000	08/28/2007	工業	アジア太平洋 (新興国)	
キャタレント	ACQ	USD	3,300,000,000	04/10/2007	ヘルスケア	北米	
Impala RGIS Holdings LLC	ACQ			03/22/2007	金融	北米	
ピナクル・フーズ	ACQ	USD	2,160,000,000	02/12/2007	生活必需品	北米	
Tragus Holdings Ltd	ACQ	GBP	267,000,000	12/15/2006	一般消費財	西ヨーロッパ	
フリースケール・セミコンダクタ	ACQ	USD	16,222,220,000	12/04/2006	テクノロジー	北米	
DJO Global Inc	ACQ	USD	788,163,208	11/06/2006	ヘルスケア	北米	
マイケルズ	ACQ	USD	5,522,900,000	11/01/2006	一般消費財	北米	
Gardaland SpA	ACQ	USD		10/17/2006	一般消費財	西ヨーロッパ	
トラベル・ワールド・ワイド	ACQ	USD	4,300,000,000	08/23/2006	テクノロジー	西ヨーロッパ	
ニールセン	ACQ	EUR	8,921,951,171	07/11/2006	テクノロジー	北米	
Sante et Developpement	ACQ	EUR		04/30/2006	ヘルスケア	西ヨーロッパ	
ドイツ・テレコム	ACQ	EUR	2,683,800,000	04/24/2006	通信	西ヨーロッパ	
ヘルスマーケッツ	ACQ	USD	1,712,550,000	04/05/2006	金融	北米	
TDC	ACQ	DKK	87,485,900,000	01/25/2006	通信	西ヨーロッパ	

ポートフォリオ企業	タイプ	Currency	サイズ	Start Date	End Date	セクター	地域
Avintiv Inc	ACQ	USD	603,870,000	01/31/2011	10/01/2015	原材料	北米
GatewayRail Freight Ltd	ACQ	USD	64,000,000	08/30/2010	08/24/2015	工業	アジア太平洋 (新興国)
Independent Clinical Services Ltd	ACQ	GBP	6,800,000	06/17/2010	07/24/2014	一般消費財	西ヨーロッパ
Dili Group	ACQ	USD	600,000,000	03/18/2010	07/10/2011	生活必需品	アジア太平洋 (新興国)
バンク・オブ・アメリカ	ACQ	USD		05/21/2009	03/04/2014	金融	北米
AlliedBarton Security Services LLC	ACQ	USD	750,000,000	07/25/2008	06/30/2015	一般消費財	北米
バンク・オブ・アメリカ	ACQ	USD	11,426,959,960	09/26/2007	04/24/2014	ヘルスケア	北米
Alliant Insurance Services Inc	ACQ			08/31/2007	12/31/2012	金融	北米
Gokaldas Exports Ltd	ACQ	INR	7,698,190,000	08/20/2007	06/19/2014	一般消費財	アジア太平洋 (新興国)
Stiefel Laboratories Inc	ACQ	USD	500,000,000	08/09/2007	07/22/2009	ヘルスケア	北米
Kloeckner Pentaplast GmbH	ACQ	EUR	1,300,000,000	06/28/2007	07/21/2012	工業	西ヨーロッパ
Intelenet Global Services Pvt Ltd	ACQ	INR	3,514,200,000	06/18/2007	07/07/2011	テクノロジー	アジア太平洋 (新興国)
iLevel Solutions LLC	ACQ			12/31/2006	08/24/2015	テクノロジー	北米
United Biscuits Holdings Ltd	ACQ	USD	3,500,000,000	12/13/2006	11/03/2014	生活必需品	西ヨーロッパ
Emcure Pharmaceuticals Ltd	ACQ	USD	50,000,000	08/31/2006	04/28/2014	ヘルスケア	アジア太平洋 (新興国)
Gold Toe Moretz Holdings Corp	ACQ	USD		08/15/2006	04/15/2011	一般消費財	北米
American Petroleum Tankers Partners LP	ACQ	USD	500,000,000	08/07/2006	02/25/2014	工業	北米
Center Parcs UK Group Ltd	ACQ	GBP	265,500,000	05/15/2006	08/03/2015	一般消費財	西ヨーロッパ

BCP5 ファンド 投資家

Investor	Commitment	%Ownership	Reported As Of
California State Teachers' Retirement System	1,738,000,000	8.01	6/30/2015
New York State Common Retirement Fund	675,000,000	3.11	3/31/2015
California Public Employees' Retirement System	600,000,000	2.76	12/31/2014
Teacher Retirement System of Texas	600,000,000	2.76	9/30/2014
Canada Pension Plan Investment Board	413,554,402	1.91	3/31/2015
Washington State Retirement System	400,000,000	1.84	3/31/2015
Florida Retirement System	150,000,000	0.69	12/31/2014
Pennsylvania State Employees' Retirement System	150,000,000	0.69	12/31/2014
Colorado Public Employees Retirement Association	150,000,000	0.69	12/31/2014
Ohio Public Employees Retirement System	150,000,000	0.69	7/3/2007
Minnesota State Board of Investment	140,000,000	0.65	12/31/2014
Regents of the University of California/The	125,000,000	0.58	12/31/2014
New York City Employees' Retirement System	122,053,000	0.56	3/31/2015
New Jersey Division of Investment/The	100,000,000	0.46	6/30/2015
Teachers' Retirement System of the City of New York	75,600,000	0.35	3/31/2015
Los Angeles County Employees Retirement Association	75,000,000	0.35	12/31/2014
State of Wisconsin Investment Board	50,000,000	0.23	12/31/2014
Kentucky Retirement Systems	47,500,000	0.22	12/31/2014
New York City Police Pension Fund	42,875,000	0.20	3/31/2015
Public Employee Retirement System of Idaho	40,000,000	0.18	12/31/2014
Alaska Permanent Fund Corp	40,000,000	0.18	3/31/2015
Schroder Private Equity Fund of Funds III PLC	45,002,204	0.21	9/30/2013
Illinois State Board of Investment	35,000,000	0.16	6/30/2015
Texas County & District Retirement System	28,000,000	0.13	12/31/2014
San Francisco Employees' Retirement System	26,400,000	0.12	12/31/2014
Los Angeles City Employees Retirement System	20,000,000	0.09	12/31/2014
West Midlands Pension Fund	30,003,149	0.14	3/31/2014
Nordcapital Private Equity Portfolio I	20,001,058	0.09	1/29/2014
Cheyenne Capital Fund LP	16,000,000	0.07	9/30/2010
San Diego County Employees Retirement Association	15,000,000	0.07	6/30/2015
New York City Fire Pension Fund	9,625,000	0.04	9/30/2014
Indiana Public Retirement System	6,160,000	0.03	3/31/2015
Nordcapital Private Equity Fonds 8	3,750,189	0.02	1/29/2014
BVT-CAM Private Equity Global Fund IV GmbH & Co KG	2,966,565	0.01	5/14/2010

(出所: Bloomberg)

なお、上記表の情報は、Bloomberg から取得したものであり、企業名、額ともに、正確なものではないが、ある程度の参考情報にはなると考えられる。現在運用中の企業にあるヒルトン・ワールドワイドHDに関しては、2007年10月に約170億ドルでブラックストーンが取得、その後2013年12月には上場を果たしており、約270億ドルを手に入れている。ブラックストーンは、現在でも発行済み株式の46%程度を保有している。

セカンダリー・マーケット

PEファンドには、セカンダリー・マーケットが存在する。これは、あるPEファンドのLPがなんらかの事情で売却を余儀なくされる場合があり、それを購入するファンドである。Blackstoneでは、このファンドをStrategic Partners Fundとしている。

このファンドの利点は、①Blackstone以外のGPであるが、LPとなってそれまでの経緯がすべて（いつ、どの企業に、いくら投資したか）わかる。②プライマリーマーケットにあるJカーブ効果がないか、あるいは軽微である。

このファンドは、2001年から売り出されておりSP1～SP6までである。以下に概要を示す。

Blackstone Strategic Partners Fund 投資記録（～2015/6）

	投資開始年	金額	Deals	Funds	IRR		投資倍率		直近の Capital Call
					Gross	Net	Gross	Net	
SP1	2001	832	141	149	19%	18%	1.7	1.6	Aug-03
SP2	2003	1,625	61	154	34%	31%	1.8	1.7	Jul-05
SP3	2005	1,900	192	488	8%	6%	1.4	1.3	Jun-09
SP4	2008	2,073	205	510	18%	14%	1.8	1.6	Jun-11
SP5	2011	2,429	185	798	38%	31%	1.8	1.6	Jun-14
SP6	2014	4,363	64	395	>30%	>30%	1.4	1.3	
合計		13,222	848	2,494	20%	17%	1.7	1.5	

（出所：Blackstone資料）

機会投資型ファンド

機会投資型ファンドは、いくつかのファンドにちょうどいいと思われる時期に投資するファンドのことで、BlackstoneではTactical Opportunitiesと呼んでいる。

Tactical Opportunities ポートフォリオ構築

Target Allocation	20-30%	30-50%	20-40%
	比較的风险が低い	リスクレベルが中間	PEあるいは不動産
	目標IRR 12-15%	目標IRR 14-18%	目標IRR 20-25%
現在のAllocation	27%	40%	33%

現在のポートフォリオ

株式	33%
実物資産	38%
クレジット	29%

地政学的

北米	53%
欧州	31%
中東	2%
アジア	7%
中南米	7%

セクター別

不動産	24%
ローン	15%
保険会社	15%
特殊金融	15%
船舶	4%
消費者向け	8%
運輸	1%
工業製品	5%
ホテル等	1%
教育産業	2%
多角経営	2%
エネルギー	5%
インフラ投資	1%

(2) 不動産ファンド

ブラックストーンは、不動産そのものに投資する（不動産ファンド）、その不動産を運用している会社の株式を取得する（P Eファンド）、不動産を取得するための負債（融資または債券）を取得する（クレジット投資ファンド）、の3種類すべてを行っている。

下表に、投資を始めてから2015年6月末までのすべての不動産ファンドの投資記録を載せる。これを見ると、全体のネット内部収益率は、実現ベースで21%、未実現利益と合わせると17%となっている。しかし、P Eファンド同様ネット内部収益率のファンド間のばらつきは大きい。(10%~45%) 6月末での不動産の総額は、1330億ドルに達している。

ブラックストーン 不動産ファンド 投資記録									ネットIRR	
(単位:1000ドル)										
Dollar	契約資本額	投資可能資本	未実現価値	投資倍率	実現価値	投資倍率	合計	投資倍率	実現	合計
Pre-BREP	140,714				345,190	2.5	345,190	2.5	33%	33%
BREP I (Sep 1994 / Oct 1996)	380,708				1,327,708	2.8	1,327,708	2.8	40%	40%
BREP II (Oct 1996 / Mar 1999)	1,198,339				2,531,613	2.1	2,531,613	2.1	19%	19%
BREP III (Apr 1999 / Apr 2003)	1,522,708				3,328,504	2.4	3,328,504	2.4	21%	21%
BREP IV (Apr 2003 / Dec 2005)	2,198,694	0	1,095,583	1	3,627,456	2.2	4,723,039	1.7	45%	14%
BREP V (Dec 2005 / Feb 2007)	5,539,418	0	5,402,980	2.3	7,458,152	2.2	12,861,132	2.2	14%	12%
BREP VI (Feb 2007 / Aug 2011)	11,059,523	584,641	10,191,646	2.5	16,123,433	2.4	26,315,079	2.4	15%	14%
BREP VII (Aug 2011 / Apr 2015)	13,484,365	3,163,143	15,111,273	1.5	7,338,402	1.9	22,449,675	1.6	35%	25%
BREP VIII (Apr 2015 / Oct 2020)	15,060,000	15,041,248	102,944	1	0		102,944	1		
Total Global BREP	50,584,469	18,789,032	31,904,426	1.8	42,080,458	2.2	73,984,884	2	22%	18%
Euro										
BREP Int'l I (Jan 2001 / Sep 2005)	824,172	0	1,547	0.2	1,362,975	2.1	1,364,522	2.1	24%	23%
BREP Int'l II (Sep 2005 / Jun 2008)	1,629,748	53,416	1,500,586	1.5	785,346	2	2,285,932	1.6	11%	6%
BREP Europe III (Jun 2008 / Sep 2013)	3,205,140	465,841	3,631,038	1.8	2,005,051	2.1	5,636,089	1.9	25%	20%
BREP Europe IV (Sep 2013 / Mar 2019)	6,691,740	3,664,780	4,250,499	1.2	261,576	1.3	4,512,075	1.3	38%	22%
Total Euro BREP	12,350,800	4,184,037	9,383,670	1.5	4,414,948	2	13,798,618	1.6	21%	14%
BREP Co-Investment (f)	5,571,295	0	5,848,998	2	5,766,461	2.2	11,615,459	2.1	16%	17%
BREP Asia (Jun 2013 / Dec 2017)	5,075,917	3,130,004	2,463,724	1.3	28,400	1.1	2,492,124	1.3	10%	16%
Total BREP	77,300,971	26,671,685	52,492,491	1.7	53,743,005	2.2	106,235,496	1.9	21%	17%

(出所: Blackstone HP)

次に、具体的な不動産ファンドの一例を示す。上表では、BREP Vファンドとして示されているファンドの内容である。

BREP5 不動産ファンド(現在運用中不動産)							2015/6/30
ポートフォリオ企業	タイプ	Currency	サイズ	Date	セクター	地域	
Metro de Malaga	ACQ	USD		01/19/2015	工業	西ヨーロッパ	
バラード・プロパティーズ・グループ	ACQ	AUD	207,200,000	08/31/2011	金融	アジア太平洋 (先進国)	
プリックスモア・プロパティーズ・グループ	ACQ	USD	9,400,000,000	06/28/2011	金融	北米	
14 full-service hotels	ACQ			12/10/2010		北米	
エクステンデッド・ステイ・アメリカ	ACQ	USD	3,925,000,000	10/08/2010	一般消費財	北米	
ゼネラル・グロース・プロパティーズ	ACQ	USD	481,000,000	03/08/2010	金融	北米	
Two regional malls	ACQ	USD	320,000,000	11/05/2009	金融	北米	
Broadgate Estates Ltd	ACQ	GBP	77,000,000	09/18/2009	金融	西ヨーロッパ	
Synergy Property Development Services Pvt Ltd	ACQ	USD	18,000,000	04/28/2008	金融	アジア太平洋 (新興国)	
ヒルトン・ワールドワイド・ホテル・インクス	ACQ	USD	26,235,400,000	10/25/2007	一般消費財	北米	
Equity Office Properties Trust	ACQ	USD	34,102,300,000	02/12/2007	金融	北米	

BREP5 不動産ファンド(利益を実現した不動産)							2015/6/30
ポートフォリオ企業	タイプ	Currency	サイズ	Start Date	End Date	セクター	地域
Commercial condominium unit in New York Times building/NY	ACQ	USD	160,000,000	08/09/2011	08/04/2015		北米
Hotel del Coronado LP	JV	USD	590,000,000	02/07/2011	06/12/2014	一般消費財	北米
IndCor Properties Inc	ACQ	USD	1,020,000,000	11/23/2010	02/27/2015	金融	北米
Pearlridge Center	ACQ	USD	245,000,000	11/04/2010	05/14/2012		北米
134 Senior Living Properties	ACQ	USD	1,150,000,000	08/06/2010	12/31/2012	金融	北米
WestShore Plaza	ACQ	USD	320,000,000	03/29/2010	08/31/2013		北米
Waldorf Astoria Orlando & Hilton Bonnet Creek	ACQ			10/31/2009	02/18/2015		北米
Four Hilton & Westin Hotels	ACQ			10/25/2007	07/16/2012		北米

BREP5 ファンド 投資家

Investor	Commitment	%Ownership	Reported As Of
Commonwealth of Pennsylvania Public School Employees' Retire	400,000,000	3.67	12/31/2014
Teacher Retirement System of Texas	300,000,000	2.75	9/30/2014
Oregon Public Employees Retirement System	200,000,000	1.83	3/31/2015
North Carolina Retirement Systems	200,000,000	1.83	6/30/2014
New York City Employees' Retirement System	110,000,000	1.01	3/31/2015
Minnesota State Board of Investment	100,000,000	0.92	6/30/2015
New Jersey Division of Investment/The	100,000,000	0.92	6/30/2015
Ohio Public Employees Retirement System	75,000,000	0.69	7/3/2007
Indiana Public Retirement System	60,000,000	0.55	3/31/2015
San Diego County Employees Retirement Association	50,000,000	0.46	3/31/2015
Teachers' Retirement System of the State of Illinois	50,000,000	0.46	6/30/2014
Teachers' Retirement System of the City of New York	50,000,000	0.46	3/31/2015
New Jersey Division of Investment/The	43,624,700	0.40	6/30/2015
New York City Police Pension Fund	40,000,000	0.37	9/30/2014
Illinois State Board of Investment	30,000,000	0.28	6/30/2015
Ohio Police & Fire Pension Fund	20,000,000	0.18	6/30/2014
New York City Fire Pension Fund	10,000,000	0.09	9/30/2014

(出所: Bloomberg)

(3) ヘッジファンド

ブラックストーンは、流動性が高い株式・債券などで絶対収益を狙うヘッジファンドを選別する業務（ゲートキーパー業務）を通じ、投資家にファンドを提供している。

ヘッジファンドを選別する業務は、ブラックストーン・オルタナティブ・アセット・マネージメント(BAAM)が行っている。

ブラックストーンとしては、1987年にP Eファンドを始めたが、3年後の1990年に社員向けのファンド・オブ・ヘッジファンド(FoHF)を始めている。

その後、投資家向けにも、いわゆるファンド・オブ・ヘッジファンドを提供し始めている。現在では、運用資産は680億ドルに達している。

(4) クレジット運用

クレジット運用は、流動性の高い高格付けの債券ではなく、流動性は低い金利回りが高い負債を中心に投資をするファンドである。

基本的には、負債と資本の中間にあるメザニン(Mezzanine Debt)と呼ばれる負債、種々のローンを集めて証券化したCLO (Collateralized Loan Obligation)、破綻した負債等を中心に投資している。

ブラックストーン クレジット投資記録

(単位: 1000ドル)

Credit (j)	契約資本額	投資可能資本	未実現価値	投資倍率	実現価値	投資倍率	合計	投資倍率	Net IRR
Mezzanine I (Jul 2007 / Jul 2012)	2,000,000	108,801	731,424	1.7	4,117,474	1.6	4,848,898	1.6	18%
Mezzanine II (Nov 2011 / Nov 2016)	4,120,000	2,624,554	2,765,478	1.3	1,225,751	1.5	3,991,229	1.3	23%
Rescue Lending I (Sep 2009 / May 2013)	3,253,143	550,910	2,407,564	1.4	3,532,791	1.5	5,940,355	1.5	14%
Rescue Lending II (Jun 2013 / Jun 2018)	5,125,000	3,761,279	1,778,060	1.3	88,846	1.1	1,866,906	1.2	
Total Credit	14,498,143	7,045,544	7,682,526	1.4	8,964,862	1.5	16,647,388	1.4	18%

(出所: Blackstone HP)

ポートフォリオ企業	タイプ	Currency	サイズ	Date	セクター	地域
Commercial real estate debt assets	ACQ	USD		06/19/2015		中東 & アフリカ
Performing First Mortgage loans in Mexico and Australia	ACQ	USD	4,200,000,000	04/10/2015		アジア太平洋 (先進国)

ブラックストーン Debt 2

Investor	Commitment	%Ownership	Reported As Of
Iowa Public Employees' Retirement System	150,000,000	4.29	6/30/2013
Illinois Municipal Retirement Fund	100,000,000	2.86	6/30/2014
Commonwealth of Pennsylvania Public School Employees' Retire	100,000,000	2.86	6/30/2014
San Jose Police & Fire Department Retirement Plan	12,500,000	0.36	6/30/2015
New York State Teachers Retirement System Inc			

(出所: Bloomberg)

収益等の履歴

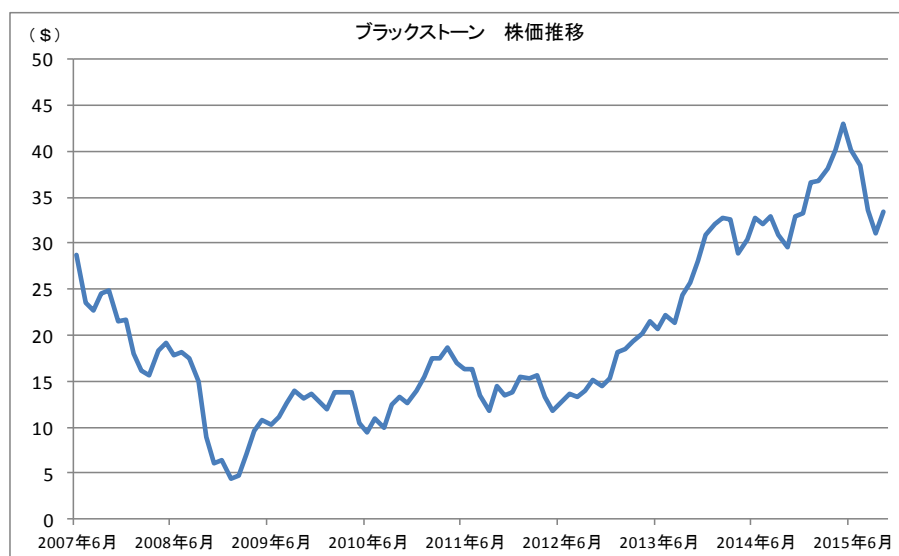
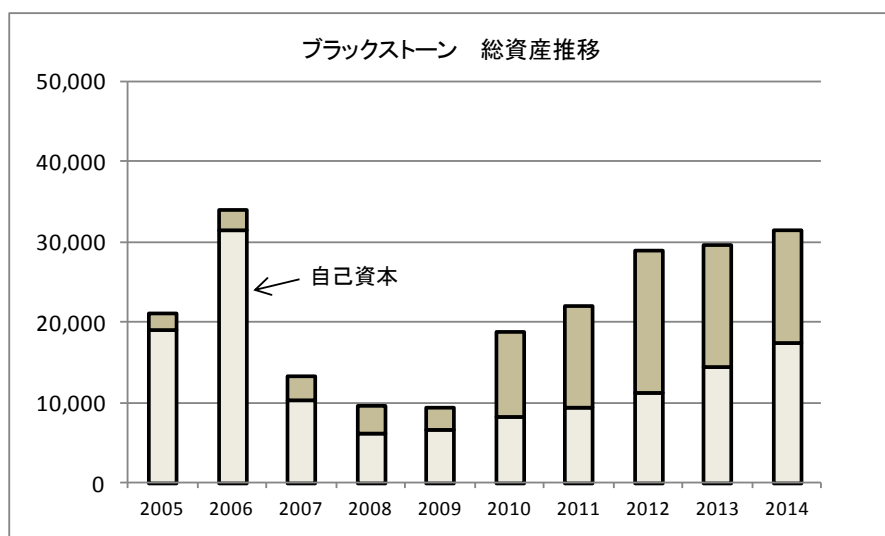
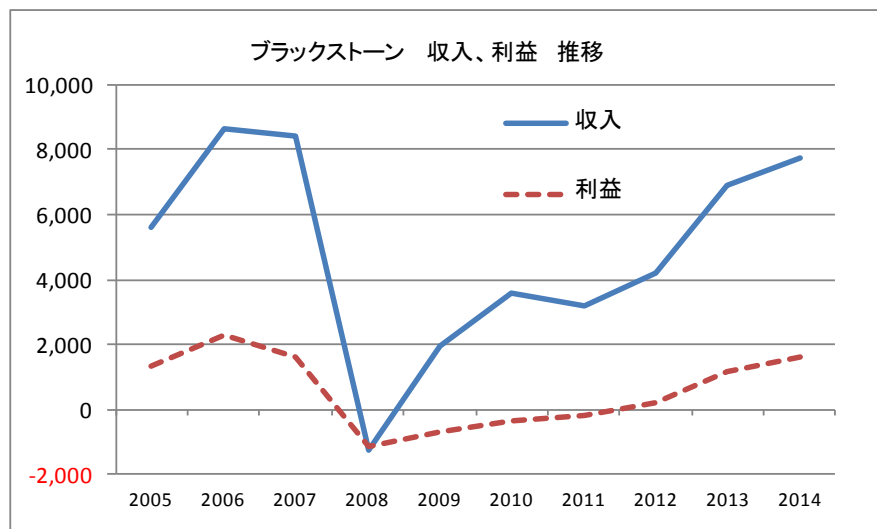
ブラックストーンの上場後の収益は下表のとおりであるが、その足並みは 2008 年のリーマンショックが大きく影を落としている。ブラックストーンのようなオルタナティブ運用会社（P E ファンド）は、自己のファンドに会社の資金を投入している。したがって、トレーディング収入とは、自己のファンドの運用成績そのものである。2005～2007 年までは、50 億ドル以上の収入がありながら、一転 2008 年は 8 億 7200 万ドルの赤字（損失）となった。その後は、自己のファンドへの投入額を減らしたのか、収入レベルは、リーマン前の 1/10 程度となっている。その代わり、手数料収入が伸び結果として収入レベルはリーマン前近くまで回復している。

また、総資産、自己資本に関しても、同様な状況となる。2005 年から 2006 年までは、総資産、自己資本ともに 100 億ドル程度増加したが、2007 年には 200 億ドル程度減少させている。さらに、2008 年には 40 億ドルほど減少した。通常の会社では、これほど大きな自己資本の動きはない。株価の動きを次ページに示すが、非常に大きな動きを見せる。

ブラックストーン 上場後

(単位:100万ドル)

	収入	うちトレーディング	うち手数料	利益	総資産	自己資本
2005	5,615	5,143	491	1,331	21,121	19,038
2006	8,671	7,587	1,109	2,266	33,891	31,518
2007	8,441	5,423	2,693	1,623	13,174	10,306
2008	-1,245	-872	229	-1,163	9,489	6,118
2009	1,937	177	1,703	-715	9,409	6,544
2010	3,580	502	2,523	-370	18,845	8,253
2011	3,210	15	2,994	-168	21,909	9,252
2012	4,203	256	3,624	219	28,932	11,215
2013	6,887	382	5,738	1,171	29,679	14,378
2014	7,721	358	6,872	1,585	31,511	17,334
2005比	1.37	0.07	14.00	1.19	1.49	0.91



KKR (Kohlberg Kravis Roberts& Co. L. P.)

運用資産(Assets Under Management)

KKR は、プライベート・エクイティ・ファンドの草分け的存在であり、その設立は 1976 年に遡る。レバレッジド・バイアウトの先駆者であるヘンリー・クラビスとジョージ・ロバーツが主導し、大型で複雑なバイアウト案件を中心に手がけている。その運用資産は、2015 年 9 月末現在で 1016 億ドルに達する。その内訳は、下表に示すが、現在でもプライベートエクイティが半分以上を占め、プライベートエクティの会社と言えるであろう。

(単位：億ドル)		
プライベート・エクイティ	537	53%
クレジット	280	28%
ヘッジファンド	105	10%
エネルギー、インフラ	80	8%
不動産	14	1%
	1,016	100%

2008 年末時点での運用資産は、224 億ドルなので、7 年足らずで 5 倍以上の運用資産を獲得したことになる。

沿革(History)

1976 年 5 月 1 日にヘンリー・クラビスとジョージ・ロバーツは、ファースト・シカゴ・コーポレーションの支援を受けて、KKR はレバレッジド・バイアウト (LBO) に特化するプライベート・エクイティ・ファームとしての業務を開始した。まだバイアウトという概念がよく理解されていなかった時代であったが、二人の創業者は、ベアー・スターンズでバイアウト業務を手掛けた先駆的存在であり、バイアウトの概念を啓蒙する立場にあった。

レバレッジバイアウトとは、「借入資金とともに自己資金および第三者からのエクイティ投資資金を用いて、安定したキャッシュフローと潜在成長力のある企業に対して友好的な投資を行うこと」であり、投資先企業の強力な経営陣と共に数年かけて企業価値を向上させ、その後、投資を回収して投資家への収益分配を行うのである。

1977 年、初の案件となる A. J. インダストリーズへの投資を実行した。同社は、ロサンゼルスを拠点とする輸送機器、軍事機器、及びその他の製品製造を幅広く手掛けるメーカーで、当時の時価総額は 2,600 万ドルであった。8 年後にこの企業の株式を売却し大きな投資リターンを実現した。その後、1979 年までに投資規模は急速に拡大し、特に 5 番目の投資案件となったフーダイル・インダストリーズの投資は 3.8 億ドルに達した。

1980 年代に入ると投資規模は一段と拡大、バイアウトに対するメディアの関心も高まり、新聞の 1 面を飾るようになった。こうした投資先には、世界最大級の食品小売会社

であるセーフウェイ・ストア（1986年）、世界有数のアルカリ電池製造会社のデュラセル（1988年）、消費者向け製品の世界最大手である RJR ナビスコ（1989年）などがあり、RJR ナビスコ案件については 2006 年まで歴史上最大のバイアウト案件とされていた。

創業してから最初の 20 年間は、プライベート・エクイティ業界をリードする確固たる基盤を構築することに注力し、ファイナンスおよびストラクチャード・ファイナンス分野における知識やスキル向上に努めた。1990 年代を通じて KKR はプライベート・エクイティ投資を積極的に推進し、投資先となる業界や地域を広げてきた。また、銀行、保険、発電・送電といった規制業界での案件遂行のために相当な時間を費やし、専門知識やネットワークをさらに広げた。

2000 年に入ってから投資先企業の価値創造の根幹となる事業運営に一段とフォーカスするようになり、投資プロフェッショナルを業界別のチームに編成し、それぞれの分野での専門性を極めることを目指し、雇用面でもより幅広い経営スキルを有する人材を採用した。ウォール街に勤務する人材にとどまらず、有力企業で CEO や CFO を務めた人材を採用し、新規の投資先企業の経営チームに対しては投資プロフェッショナルと KKR キャップストーンが共同で企業のファンダメンタルズ改善のための「100 日計画」を策定、遂行してきた。こうした投資先企業の価値創造のためのアプローチは KKR の投資の基本である。

2004 年には異なる資産クラスへの投資活動として積極的に債券投資にも関わるようになり、スペシャルティ・ファイナンスを行う公開会社 KKR フィナンシャル・ホールディングス LLC を設立、さらに、2006 年には、KKR アセット・マネジメントが新たな債券投資のための私募ファンドとして KKR ストラテジック・キャピタル・ファンドを設立、同ファンドは KKR の債券関連案件フロー、ディストレスに近い債券およびディストレスト債への投資機会を活用し、15 以上のターゲット資産クラスに投資ポジションを集中させている。

KKRの歴史

1976年	ファースト・シカゴ・コーポレーションの支援を受けて、LBOに特化するPEファームとしての業務を開始
1977年	小規模の投資家グループから資金を調達し、KKR初の案件となるA.J.インダストリーズへの投資を実行
1979年	投資規模が急速に拡大し、フーダイル・インダストリーズの投資は3.8億ドルに達する
1986年	世界最大級の食品小売会社であるセーフウェイ・ストアに投資
1989年	消費者向け製品の世界最大手であるRJRナビスコに投資
1990年代	プライベート・エクイティ投資を積極的に推進し、投資先となる業界や地域を拡大する
2000年代	投資先企業の価値創造の根幹となる事業運営に一段と注力
2004年	異なる資産クラスへの投資活動として積極的に債券投資を始める
2006年	新たな債券投資のための私募ファンドとしてKKRストラテジック・キャピタル・ファンドを設立
2010年	ニューヨーク証券取引所で取引を開始

運用商品

(1) 個別口座 (Separately managed account) の運用例

KKRでは、数種類の運用商品を個別の口座で運用管理しており、顧客も種々に渡っている。つまり、KKRが扱っている運用商品でのアロケーションのアドバイスも行っている。下表には、いくつかの運用例を示す。

顧客タイプ	運用開始	運用資金	運用商品
米国年金基金	2012年	50億ドル	PE、インフラ、エネルギー、不動産、クレジット、機会投資型
アジア・ソブリン・ウェルス・ファンド	2009年	26億ドル	PE、クレジット
欧州保険会社	2010年	15億ドル	PE、インフラ、天然資源、クレジット、ヘッジファンド
アジア・ソブリン・ウェルス・ファンド	2009年	15億ドル	クレジット、エネルギー、天然資源、インフラ、PE
米国投資銀行	2013年	10億ドル	PE、エネルギー、機会投資型、不動産

(2) プライベート・エクイティ

KKRのプライベート・エクイティは、39年もの運用実績があり、330の企業、5050億ドル、25の業種に渡っての取引がある。

戦略としては、持続的に成長する企業を探し出し、リスクに見合ったリターンを出すことを追求している。世界中に、155人もの投資のプロを配置しており、地政学的にももれのない状況である。2015年6月末現在、101の企業に投資しており、そのトータルの収益は2000億ドルに達する。

プライベート・エクイティ

投資額	656億ドル
時価総額	1412億ドル
うち実現	1046億ドル
うち未実現	366億ドル
投資倍率(グロス)	2.2倍
投資倍率(ネット)	1.9倍

リターン比較

KKR PE(グロス)	25.6%
KKR PE(ネット)	19.0%
S&P500	11.8%
Russel3000	11.6%

(3) インフラ投資

KKRのインフラ投資ファンドは、①2012年5月のKKR Global Infrastructure Fund I 約10億ドル、②2015年7月のKKR Global Infrastructure Fund II 約31億ドルがある。

インフラ投資には世界的に各国政府の幅広い需要があるが、その投資は長期に渡るものであり、しかも対インフレには良好な投資である。投資対象としては、公共の設備やエネルギー関連の投資および交通インフラの投資などを中心に行っている。KKRのインフラ投資の経験は10年以上あり、地域としては、北アメリカやヨーロッパの15の案件に投資をしている。

これまでの、パフォーマンスは、グロス（手数料控除前）で12.2%、ネット（手数料控除後）で10.8%を示し、直近では2013年は6.2%、2014年は5.9%となっている。

(4) 天然資源

KKRの天然資源事業投資は、北アメリカの石油・ガス事業に投資する案件である。2012年5月のThe Natural Resources Fundには16億ドル資金が集まった。

KKRは、大手のカナダ・アメリカ石油・ガス事業者と非常に強い関係を保っており、合併の案件、資本投資の案件、および融資の案件にも深く関わっている。

石油・ガス業界で25年の経験があるMerit Energy Corporationの前Vice ChairmanのPorter Trimble氏を招聘し60億ドルの合併案件をまとめることができた。合併後もその操業および企業価値の増加に力を尽くしている。

(5) 不動産

KKRの不動産ファンドは、①KKR Real Estate Partners Americas L.P. 2013年12月クローズ12億ドル、2015年6月末時点で、グロス1.3倍、ネット1.2倍、収益率にして、グロス35%、ネット26.5%となっている。②KKR Real Estate Partners Europe L.P. 2014年12月発売、③2015年1月、10人の投資プロフェッショナルで負債の証券化商品の投資チームを設立した。

不動産チームは、Ralph Rosenberg、Todd Fisher率いる30人以上の専門の投資プロフェッショナルで構成されている。

(6) 機会投資型クレジット投資(Opportunistic Credit)

KKRは、2007年にこの機会投資型クレジット投資を始めた。投資方針としては、基本的に企業のクレジット投資に焦点をあて、空売りはしない方針である。

現在、19億ドル規模までの枠で募集をおこなっている。ファンド形態としては、合同ファンドおよび個別口座での募集を行っている。

(7) 直接融資

KKRでは、2005年から直接融資するファンドも発売している。投資方針としては、中堅以上の企業向けに上級（劣後ではない）部分に融資する戦略となっている。

現在、52億5000万ドル規模までの枠で募集している。機会投資型同様、合同ファンドおよび個別口座での募集を行っている。

(8) メザニン投資

KKRでは、負債と資本の中間に位置するメザニンと呼ばれる部分に投資するファンドも行っている。これも2005年からおこなっており、Capital Solutions Groupと呼ばれる組織で専門のチームが実行している。

現在、19億8000万ドル規模までの枠で募集している。合同ファンドおよび個別口座での募集を行っている。

(9) 特殊事情での投資(Special Situations)

特殊事情での投資とは、企業が破綻した際の証券や世界経済での大きな事件などが起こったときに投資を行うファンドである。KKRでは、基本的に企業破綻時の投資を行っている。

2010年からファンド募集を行っており、73億6000万ドルの枠で行っている。合同ファンドおよび個別口座での募集を行っている。

(10) ヘッジファンド(KKR Prisma)

KKR Prismaとは、KKRの一部署の名称であるが、ヘッジファンド投資を実行している。基本的に、異なった運用方針の複数のヘッジファンドを組み合わせでファンドを組成している。

このチームは、2004年にゴールドマンから3人の専門家（Girish Reddy, Thomas Healey, Gavyn Davies）を招聘して設立した。70人の専任の投資のプロが在籍している。

現在、運用資産は106億ドルであるが、パフォーマンスはHFRI Hedge Fund Indexを3.31%、US T-billsを5.33%上回っている（2004年6月から）

収益等の履歴

KKRの収益等の状況は下表のとおりであるが、2008年のリーマンショック時の収益は12億ドルの赤字(特にトレーディング収益は129億ドルの損失)と自己資本が200億ドル程度と比較すると、トレーディングの赤字は非常に大きいものであったろう。その後は比較的順調に推移しているが、収益の柱がぶれの激しいトレーディング収入になっており、やや不安が感じられる。収入の中の手数料の比率を上げるのが安定した経営に繋がるとは思われる。しかし、自己資本比率が90%以上あり、よほどのトレーディングの損失をしない限り、自己資本の毀損という事態には至らないと思われる。

KKR 主要財務諸表

(単位:100万ドル)

	収入	うちトレーディング	うち手数料	利益	総資産	自己資本
2008	-12,630	-12,945	235	-1,204	22,441	19,850
2009	8,085	7,505	331	850	30,221	27,361
2010	9,614	7,755	435	333	38,391	36,000
2011	2,180	982	724	2	40,378	37,685
2012	9,670	7,872	568	561	44,426	41,405
2013	9,659	7,826	763	691	51,427	46,585
2014	7,655	4,778	1,110	478	65,873	51,704

