

オルタナ投資としてのワイン ファンドの可能性

原田 喜美枝 | 中央大学商学部 教授



原田 喜美枝

中央大学商学部教授
1993年大阪大学卒、01年東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。博士（経済学）。中央大学国際会計研究科等を経て現職。金融庁金融審議会、財務省関税・外国為替等審議会、財務省財政投融资分科会などの委員、証券・金融商品あっせん相談センター、日本投資者保護基金、日本証券経済研究所などの理事を兼職。日本ソムリエ協会ワインエキスパート、Vinitaly Europe Quality Wine Hero。

要約

過剰流動性の一部は資産市場に流れ、資産価格は上昇している。主要国では物価が上昇しており、中央銀行の中には金融政策を転換させ、資産購入の段階的縮小局面に入りつつあるところもある。本稿では、伝統的な金融商品との相関性が低い資産であるワインファンドに焦点を当て、分散投資としてのワインファンドの可能性について考察している。

世界の中央銀行の総資産とワイン指数間の関連性は高い。中央銀行（とりわけ日欧の中央銀行）によって資産購入が継続され、コロナ禍で各国が拡張的な財政政策を継続するのであれば、過剰流動性は今後も残る。インフレ懸念が強まる状況下でもあり、インフレヘッジ手段として実体経済に即した実物資産は検討に値する商品になりうる。オルタナ投資としてのワインファンドは、低流動性資産ではあるものの、足元の環境を総合して勘案すれば、海外のように選択肢のひとつになりうる。

1. はじめに

主要国による積極的な金融緩和や拡張的な財政政策によって、経済活動の水準を上回って通貨量が供給される状態が続いている。民間部門が保有する通貨量（マネーストック）の対GDP比は近年大きく伸びており、経済に供給される通貨の総量が経済活動（GDP）以上に大きくなっていることが示されている。過剰な流動性の一部は資産市場に流れ、資産価格は上昇した。

2021年末の東京株式市場で日経平均株価は32年ぶりの高値水準となった。主要国では物価が上昇しており、米国では連邦準備理事会（FRB）が金融政策を転換させ、資産購入の段階的縮小（テーパリング）局面に入っている。主要国の過剰流動性が吸収され始めると金融市場が不安定になる可能性はあり、株式や債券といった伝統的な金融商品との連動が低い資産にも視線が向く。しかし金価格はすでに高騰しており、主要な暗号資産の価格変動は大きく、投資商品としての信頼を得ているとは言えない。

本稿では、諸外国と比較して日本では馴染みのないワインファンドに焦点を当て、投資商品としての可能性について、学術的に考察する。

2. 破綻事例

組合などのファンド形態で販売・勧誘等をおこなう場合には、金融商品取引法上ファンド業者としての登録が義務づけられている。自らファンドを組成して販売・

運用をおこなう場合は（他の業者が組成・運用するファンドの販売のみをおこなう場合も）、第二種金融商品取引業の登録が必要となる¹。株式投信などと同様に、投資家から集めた資金をプロが複数の銘柄を選んで運用する手法はワインファンドにも当てはまり、第二種金融商品取引業者でなければならない。

日本にはヴァンネットというワインファンドを運営する企業が存在した。投資家から資金を集め、匿名組合を作って投資するという形態で、プリムールと高級ワインを投資対象としていた²。2001年設定の第一号ファンドは8,000万円程度が集まり、その後も毎年ファンドが設定された。第一号ファンドが5年後に大きな利益を出して償還すると、600人を超える投資家から約30億円が集まった³。

その後も順調に規模を拡大しているようにみえたが、関東財務局は2015年12月25日に金融商品取引法に基づき、ヴァンネットに対して金融商品取引業登録取り消し処分と業務改善命令の行政処分を出した⁴。合計25のファンドを運用し約2,000人から約77億4千万円を集めたが、うち14ファンド、約36億円分が償還できない見込みと報道された⁵。新聞報道によると、2008年以降の運用で出た損失を隠すためにワインの在庫数や売買取引の内容などを偽っており、ワインの在庫は書類上より大幅に少ない1億円程度の保有であり、虚偽報告を繰り返していたことが判明した。負債総額は約40億円であった。

ヴァンネットの破綻事例は極めて特殊な事件であった。取引報告の大部分が虚偽であり、保管してあるはずのワインの在庫も偽造されていたことで、投資詐欺という表現が正しい。一時脚光を浴びたファンドによる投資詐欺事件は規制機関や金融業界（ヴァンネットの場合はワイン投資も）への信頼を大きく揺るがす。

ヴァンネットの事件は、米国市場最大の金融詐欺と呼ばれるマドフ事件を連想させる。被害規模等の面で異なるものの、詐欺の内容としては似ている面がある。マドフ事件と呼ばれる詐欺事件はバーナード・L・マドフ（Bernard L. Madoff）というNasdaq取引所の会長を務めるなどした金融界の大物が中心であった。大久保（2021）によると、マドフを信頼した顧客が多く、詐欺操作は少数の忠実な従業員のみで行われ情報統制が厳密に保たれており、ファンドのスキームはネズミ講（ポンジ・スキーム）であった。つまり、顧客から資金回収の要請があれば、他の投資家が拠出した資金でそれに応じており、投資した資金は運用されていなかったのである。

ヴァンネットの場合も、新しい投資家からの出資金を過去の出資者への配当に回し、実物資産であるワインの在庫が実際には存在しない状態であり、ネズミ講であった。また、税理士複数名、ソムリエ協会理事、仏ブルゴーニュ大を卒業してワイン仕入れに詳しい専門家が経営に携わるということで、投資家からも信頼があった。マドフのファンドは、2008年にリーマン・ブラザーズ証券の破綻などで金融市場が動揺した際に、顧客からの資金回収要請が殺到して応じきれず破綻が明らかになった。同時期、ヴァンネットも運用損を出し、損失隠しを実行に移していた。

マドフ事件は世界に衝撃をもたらした。ヴァンネット事件は日本におけるワイン投資自体に否定的な見方をもたらした、といえる。また、実物投資のリスクも認識された。ワインは実物が存在し安全な投資と考えられる反面、実物投資には株式のような市場がなく、仲介業者も少ないことから、情報収集は難しく、不透明な印象を与えた。日本では、ワイナリーが小口投資ファンドによって資金調達するなどの事例は多くあるが（次節で説明）、ワインそのものに投資するファンドはその後停滞した。

1：有価証券、デリバティブで運用をおこなう場合は投資運用業の登録が必要となる。金融庁「いわゆるファンド形態での販売・勧誘等業務について」<https://www.fsa.go.jp/ordinary/fund/index.html>（最終閲覧日：2022年1月9日）

2：プリムールとは樽で熟成中のワインを一部先行販売する仏ボルドー地方のシステムであり、金融取引の先渡し契約のような仕組みである。赤ワインの場合、樽熟成の後に瓶詰して資金を回収するまで2・3年かかることから、早期に資金回収するという目的で樽熟成中のワインの一部を瓶詰め前に予約で売りに出す。日本でも複数のワイン業者がプリムールを取り扱っている。

3：日本経済新聞「新時代の旗手4 ワイン・ファンド」2007年4月12日

4：金融庁「株式会社ヴァンネットに対する行政処分について」<https://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20151225-6.html>（最終閲覧日：2022年1月9日）

5：日本経済新聞「ワイン投資ファンド破綻 36億円償還できぬ恐れ」2016年3月8日

3. ワイン投資を取り巻く日本の環境

国税庁(2021a)によると、日本の成人一人当たりのワイン消費量は年間3.4ℓ(東京都に限れば8.1ℓ)であり、ビール(21.5ℓ)やリキュール(23.1ℓ)と比べると少ない。伝統的にワインを消費するイタリア(46.6ℓ)やフランス(46ℓ)は言うに及ばず、新しいワイン消費国であるロシア(8.6ℓ)と比べても少ない(OIV(2021)参照)。日本のワイン消費は酒類消費の中でも他国と比べても少ないが、日本の食卓にワインは浸透してきている。食の洋風化も考慮すれば、ワイン消費が増えることはあっても減ることは想定しにくい。

詐欺事件が記憶に新しい日本では、富裕層を対象にしたワイン投資ファンドではなく、クラウドファンディングの手法を利用した小口投資ファンドが増えている。クラウドファンディングを手掛ける第二種金融商品取引業者は多いが、募集を終えて償還したファンドについての情報を公開している業者は少ない。表1は、セキュリテ(ミュージックセキュリティーズ)から集めた償還済みのワインファンドの詳細である。償還率が100%を超えたのは3ファンド、元本割れしたのは4ファンドである⁶。

一例として、「青森下北ワインファンド」は、原料のブドウを買うために1500万円を集めた。青森県むつ市がサンマモルワイナリーに対し、ファンド組成にかかる手数料の半額を助成した。7%の配当を目安としたが、102.94%で償還した⁷。表1の結果だけから判断すれば、元本割れしたファンドは決して少なくない。クラウドファンディングは小口であり、事業者やファンドを応援する出資者も多いことから、元本割れがメディアで報道されることはないようだが、一つの事業者(表中のF社)で複数銘柄の元本割れが生じている事例は気になるケースである。

6: 償還率が低い「山梨和飲ファンド」を展開したF社は、同時期にワインファンドも運用したが、償還率は10%に達しなかった。ワインそのものへのファンドではないことから表には含めていない。

7: 日本経済新聞「原料費、小口ネット調達 サンマモルワイナリー ファンド活用」2014年12月23日

表1 ワインのクラウドファンディング償還率

事業者	募集総額	会計期間	参加人数	償還率
A社	32,000,000円	2013年7月1日～2020年12月31日	400人	74.12%
B社	15,400,000円	2014年12月1日～2017年11月30日	252人	102.94%
C社	6,000,000円	2015年1月1日～2016年12月31日	101人	110.06%
D社	8,100,000円	2015年7月1日～2019年12月31日	139人	42.6%
E社	11,200,000円	2018年6月1日～2020年5月31日	180人	109.24%
F社	1,050,000円	2016年4月1日～2019年3月31日	101人	23.37%
F社	3,150,000円	2016年4月1日～2019年3月31日	140人	23.37%

出所: セキュリテホームページを参考に筆者作成。

4. ワイン投資の分析

日本ではワインを投資商品の一部と捉えて分析する文献は非常に少ないが、ワイン輸出国を中心に、ワインに関する社会科学分野の学術研究は多く存在する。以下では、投資商品としてワインのリターンを分析している研究、ワインのベンチマークとして利用される指数に関連した研究に焦点をあてる。

Sanninga et al. (2008) は、ワインオークションの競り落とし値を分析し、CAPM(資本資産価格モデル)とFama-Frenchの3ファクターモデルの予測よりも実際のリターンが高かったとしている。Bocart and Hafner (2015)では、投資対象としてワイン産業が成長しているとして、IFRS(International Financial Reporting Standard、国際財務報告基準)第13号における公正価値(Fair Value)の評価に関して、ワインのオークションデータを用いて新しい評価手法を考察している。

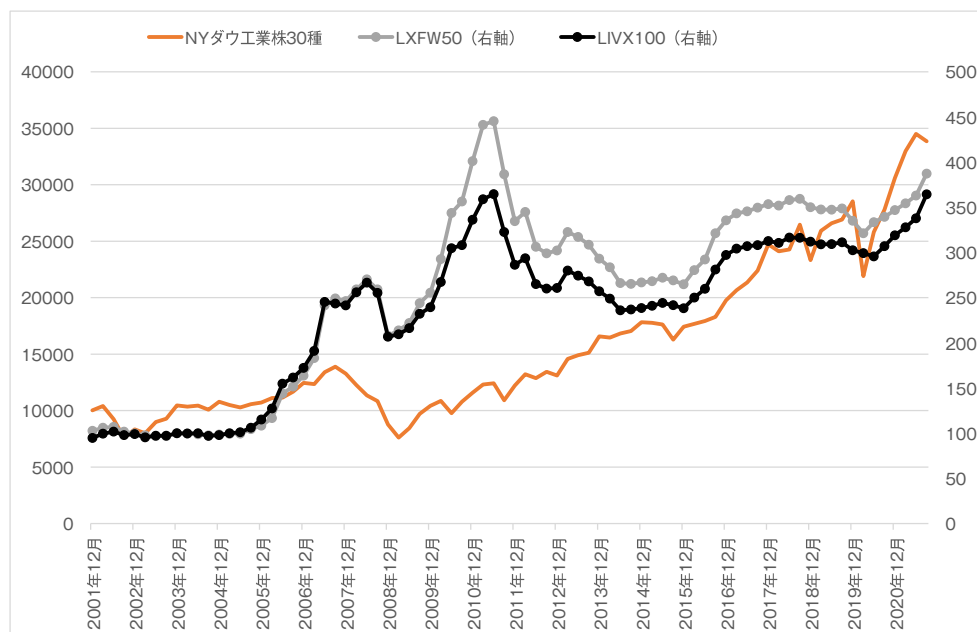
Sanninga et al. (2008)、Bocart and Hafner (2015) とともに、幾つかのワインファンドについて言及すると同時に、ワイン指数についても説明している。

ワイン指数とは、株価指数に似ていて、基準日を 100 と指数化して複数銘柄をもとに算出されるものである。主要な指数のひとつである Liv-ex Fine Wine 50 (LXFW50) は、フランスのボルドー産第 1 級ワイン 5 銘柄それぞれの若いビンテージ 10 種からなる 50 銘柄で構成されている。Liv-ex Fine Wine 100 (LIVX100) は取引量の多い 100 種類の高級ワインの価格変動を表す指標である。ともにイギリスの電子取引市場で算出されている。Liv-ex 社の算出するワイン指数について、株価指数と比較する形で、日本語で解説しているのは原田 (2022) である。

ワイン指数の値動きは世界的なワイン投資の需要の強さをみる際に参考になるだけでなく、投資をする際にも利用される。金融危機時に株価指数との連動は低く、株価指数に比べワイン指数のほうがリターンは高く、ボラティリティが低い傾向が観察されている (Masset and Weisskopf (2010))。コモディティ価格との関連を調べている Bouri (2013) では、原油価格との高い関連性が観察された。Cardebata and Jiao (2018) は主要な株式指数との関連を分析し、先進国の株価指数ではなく、MSCI エマージング・マーケット・インデックスとの関連の高さが指摘された。新興国の株価指数が上昇するとワイン指数も上昇するという関係である。原田 (2022) は、中央銀行の金融緩和政策がワイン指数に与える影響を考察し、中央銀行総資産の推移との関連性が高いことを示している。

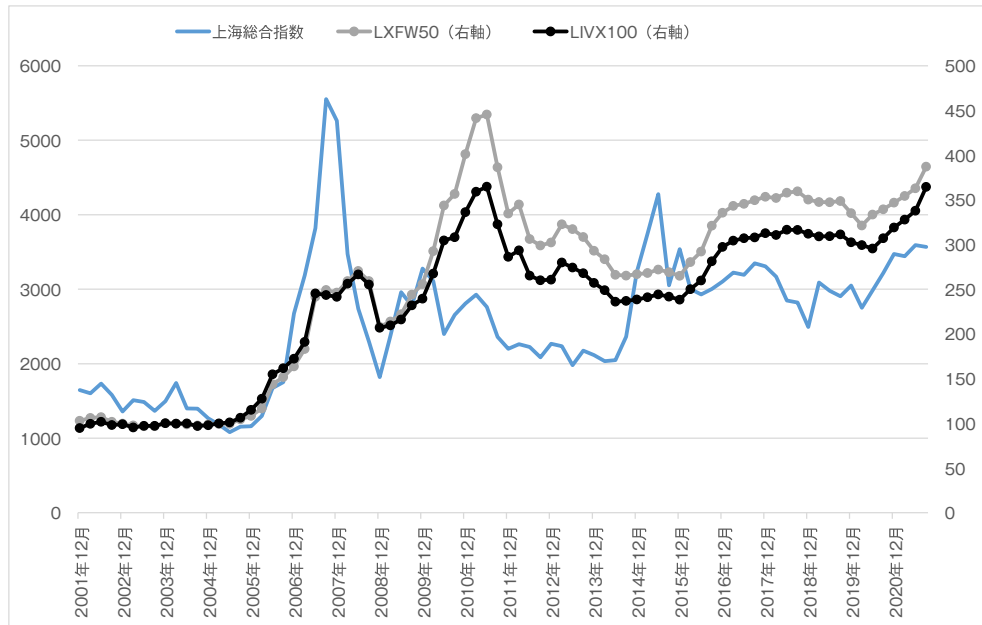
NY ダウ工業株 30 種とワイン指数の推移 (図 1)、上海総合指数とワイン指数の推移 (図 2) から、世界金融危機時を含む 2007 年から 2009 年にかけての株価指数との連動性は必ずしも高くはないことが観察できる。同期間における株価指数との相関係数は、0.28 (NY ダウ) と 0.45 (上海総合指数) であり、両株価指数間の相関 (0.78) と比べると低かった。

図 1 NYダウとワイン指数



出所：Bloomberg を参考に筆者作成。

図2 上海総合指数とワイン指数



出所：Bloomberg を参考に筆者作成。

8 : Decanter, Sotheby's hits record wine and spirits auction sales in 2021. https://www.decanter.com/wine-news/sothebys-wine-auction-sales-2021-471404/?fbclid=IwAR1cExOrXuVFSk-wAsXb2lU60a640ZhgxlCR5q3dmgmx6qk_KPw90AmhtYE (最終閲覧日：2022年1月9日)

9 : Bloomberg では、ヘッジファンドに分類されるファンド情報は契約者を限定して公開されており、所属大学の契約ではアクセスすることができなかったことから、表2には含めていない。

10 : 第二種金融商品取引業の登録を取り消されたヴァンネットの場合は、パフォーマンス・フィー20%、組合運営費1.75%で運営していた。表2に記載のコストと同程度であった。

11 : ファンドのパフォーマンスは下記を参照：<https://www.wineinvestmentfund.com/performance/index> 参照 (最終閲覧日：2022年1月9日)。

ファンドの詳細については下記を参照：<https://www.wineinvestmentfund.com/fund-details/index> (最終閲覧日：2022年1月9日)。

5. ワイン投資を取り巻く外国の環境

ワインファンドは、日本に馴染みのない投資商品だが、欧州では幾つも存在する。欧州には活発なワインの電子取引市場があり、主なオークションハウスでは毎月ワインオークションがあり、ワインは投資対象として検討・分析されている (Sanninga et al. (2008))。主要なオークションハウスの一つであるサザビーズでは、2021年のワインとスピリッツのオークション売上が約44%増の1億3,200万ドル (1米ドル115円として151億8,000万円) となった⁸。このニュースによると、ワインは1億1,100万ドルを占め、ブルゴーニュの有名銘柄の売上げが貢献した。

ワイン指数は日次と月次で公開されており、情報ベンダー (Bloomberg と Thomson) から入手できる。一方、ワインファンドが公表している情報には限りがあり、ヘッジファンドに近い手法で運用されているようである。表2は Bloomberg から入手できるワインファンドに関する情報をまとめたものである⁹。ケイマン諸島やガーンジー島といったいわゆるタックス・ヘイブン (租税回避地) で設立されているケースが多い。一般向けに開示されている項目は多くない。信託報酬額 (0.6%から2.5%の範囲内)、運用成績に応じて受け取る報酬であるパフォーマンス・フィー (15%から20%の範囲内)、申し込み手数料 (0%から6%の範囲内) などを開示するファンドが比較的多い¹⁰。ファンドの資産規模や運用パフォーマンスについての情報は入手できなかった。

情報ベンダーから入手できるファンド情報以外にも、ネット上では、ワインファンドを手掛ける運用会社を幾つも検索できる。たとえば、The Wine Investment Fund 社の場合、ファンドのコストをはじめとした詳細、全トランシェの月次平均パフォーマンスなど様々な情報がホームページから公開されている¹¹。

表2 海外のワインファンド

証券	名称	カテゴリー	設立	信託報酬額		分類
				パフォーマンス・フィー	申し込み手数料	
FRWFSLP LX Equity	Fine & Rare Wine Fund	投信	ルクセンブルク	1.50%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				N.A.		
VIVWSCE KY Equity	Vinoterra Wine Fund SP Class SHARE CLASS A (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	2.00%	クローズド・エンド型ファンド	
				20.00%		
				N.A.		
WINESFA MV Equity	WSF Sicav PLC - Wine Source Fund Class Class A	投信	マルタ	2.00%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				N.A.		
WINEGFB KY Equity	Wine Growth Fund Class B (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	2.50%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				5.00%		
FINWIGG GU Equity	Fine Wine PCC Limited - Bordeaux Fund	投信	ガーンジー島	0.60%	オープン・エンド型ファンド	
				N.A.		
				5.00%		
PRWINEA KY Equity	Premium Wine Fund - 2009 Segregated Portfolio (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	2.00%	クローズド・エンド型ファンド	
				20.00%		
				5.00%		
VFWBOSA GU Equity	Vinum Fine Wine Fund PCC Ltd - Bordeaux Cell Class AC	投信	ガーンジー島	1.50%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				6.00%		
VFWBOSB GU Equity	Vinum Fine Wine Fund PCC Ltd - Bordeaux Cell Class BC	投信	ガーンジー島	1.75%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				0.00%		
VFWBOSC GU Equity	Vinum Fine Wine Fund PCC Ltd - Bordeaux Cell Class CC	投信	ガーンジー島	1.75%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				5.00%		
VFWBOSD GU Equity	Vinum Fine Wine Fund PCC Ltd - Bordeaux Cell Class D FIRST GROWTH PLUS	投信	ガーンジー島	1.75%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				0.00%		
VFWPSTE GU Equity	Vinum Fine Wine Fund PCC Ltd Class ACCUMMULATION	投信	ガーンジー島	N.A.	オープン・エンド型ファンド	
				N.A.		
				N.A.		
VWFUNDA KY Equity	Vintage Wine Fund Class A (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	1.50%	オープン・エンド型ファンド	
				20.00%		
				N.A.		
VWFUNDO KY Equity	Vintage Wine Fund Class ORDINARY (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	2.00%	オープン・エンド型ファンド	
				15.00%		
				N.A.		
WEFEURO KY Equity	Port Funds SPC - The Wealth & Fine Wine Fund Class E€ (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	N.A.	ファンド・オブ・ファンズ	
				N.A.		
				N.A.		
WEFEUSD KY Equity	Port Funds SPC - The Wealth & Fine Wine Fund Class E\$ (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	N.A.	ファンド・オブ・ファンズ	
				N.A.		
				N.A.		
WEFIWAE KY Equity	Port Funds SPC - The Wealth & Fine Wine Fund Class A€ (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	N.A.	ファンド・オブ・ファンズ	
				N.A.		
				N.A.		
WEFIWAU KY Equity	Port Funds SPC - The Wealth & Fine Wine Fund Class A\$ (CSX 上場)	投信	ケイマン諸島	N.A.	ファンド・オブ・ファンズ	
				N.A.		
				N.A.		

注：CSX は Cayman Islands Stock Exchange の略称である。

出所：Bloomberg を参考に筆者作成。

6. おわりに

総務省の家計調査（2019年度、二人以上の家計）を元に分析している国税庁（2021b）によると、世帯主の年齢階級別にワインの家計支出をみた場合、購入頻度・支出金額では50歳台が最も多く、購入数量では60歳台も最も多いことがわかる。回帰分析の結果からは、中高齢の世帯は他の年齢階級に比べて価格の高いワインを購入する傾向があり、年収の高い世帯ほど購入頻度も支出金額も高いことがわかった。日本人一人当たりのワイン消費は少ないが、ワイン消費に貢献している中高齢の富裕層に、分散投資としてのワインファンドの可能性はゼロではないと考えられる。

世界の中央銀行の総資産とワイン指数の関連性の高さは原田（2022）で示されている。中央銀行（とりわけ日欧の中央銀行）によって資産購入が継続される見込みであり、コロナ禍で各国が拡張的な財政政策を継続するのであれば、過剰流動性は今後も残る。伝統的な金融市場との相関性が低いワイン投資は、分散投資の候補のひとつになると考えられる。

日本では過去に投資詐欺事件を起こしたワインファンドの記憶が色濃いかもれないが、投資詐欺はワインファンドに限らず生じている。2022年はインフレ懸念が強まる状況でもあり、インフレヘッジ手段として実体経済に即した実物資産は検討に値する商品になりうる。オルタナ投資としてのワインファンドは、低流動性資産ではあるものの、足元の環境を総合して勘案すれば、ワインリテラシーのある愛好家¹²をはじめ、富裕層に一定の需要はあり、面白みもあるに違いない。

12：日本ソムリエ協会によると、ワインエキスパート（ソムリエとは異なるが、専門的知識とテイasting能力を有することを認定された資格）の資格保有者は2013年の9,967名から、2020年には18,500名へと倍近くに増加しており、ワイン愛好家は着実に増えていることがわかる（資格保有者一覧表：<https://www.sommelier.jp/exam/pdf/qualifiedholders.pdf>（最終閲覧日：2022年1月9日））。

参考文献

- ・ 大久保良夫 (2021) 「マドフ事件と投資者保護」『金融資本市場展望』創刊号
- ・ 国税庁 (2021a) 「酒のしおり（令和3年3月）」<https://www.nta.go.jp/taxes/sake/shiorigaikyo/shiori/2021/index.htm>（最終閲覧日：2022年1月6日）
- ・ 国税庁 (2021b) 「酒蔵ツーリズム推進事業 報告書 参考資料1. 家計調査からみる酒類への支出動向」https://www.nta.go.jp/taxes/sake/boshujoho/pdf/0021005-079_30.pdf（最終閲覧日：2022年1月7日）
- ・ 原田喜美枝 (2022) 「金融緩和とワイン指数」『証券レビュー』第62巻第1号
- ・ Bocart, Fabian Y.R.P. and Christian M. Hafner (2015), “Fair Revaluation of Wine as an Investment”, *Journal of Wine Economics*, Vol.10(2).
- ・ Bouri, Elie I. (2013), “Do Fine Wines Blend with Crude Oil? Seizing the Transmission of Mean and Volatility Between Two Commodity Prices”, *Journal of Wine Economics*, Vol. 8(1).
- ・ Cardebata, Jean-Marie, and Linda Jiao (2018), “The long-term financial drivers of fine wine prices: The role of emerging markets”, *The Quarterly Review of Economics and Finance* Vol67
- ・ Masset, Philippe. and Weisskopf, Jean-Philippe (2010), “Raise your Glass: Wine Investment and the Financial Crisis”, working paper, SSRN <http://ssrn.com/abstract=1457906>.
- ・ OIV (2021), “State of the Vitivincultural World in 2020, International Organization of Vine and Wine Press Conference 20 April 2021”,<https://www.oiv.int/public/medias/7880/oiv-state-of-the-vitivincultural-world-2020-ppt.pdf>（最終閲覧日：2022年2月9日）
- ・ Sanninga, Lee W., Sherrill Shaffer and Jo Marie Sharratt (2008), “Bordeaux Wine as a Financial Investment”, *Journal of Wine Economics*, Vol.3(1).