

A nighttime photograph of a cityscape, likely Tokyo, with the Tokyo Tower illuminated in orange and yellow. The city lights are visible in the background, creating a dense urban scene.

Introduction of FinCity.Tokyo

FinCity.Tokyo
As of January 2024

Vision and mission of FinCity.Tokyo

TMG "Global Financial City: Tokyo" Vision (as of November 2017)

Asia's
Financial Hub

Financial Talent,
Funds,
Information,
Techniques

Asset
Management &
FinTech

Social
Problem
Solving

- Policymakers
- National Government
- Tokyo Metropolitan Government
- Industry associations

Policy recommendations

東京国際金融機構
FinCity.Tokyo

Promotion

Policy-shaping

Collaboration among
relevant authorities

Attracting foreign
talents and firms

Dissemination

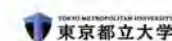
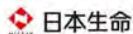
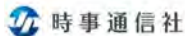
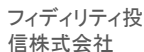
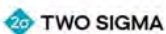
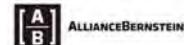
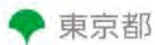
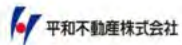
Obtain
feedback and
suggestions

Attract to
Tokyo/ Japan

- Investors
- Financial institutions
- Fintech firms
- Authorities
- Media

FinCity.Tokyo members

~54 legal entities and organisations, including the Tokyo Metropolitan Government, industry associations, financial institutions, institutional investors and service providers, are participating in FinCity.Tokyo



Global Asset Allocator Survey Report for Emerging Manager Allocation

January 2024



Executive Summary

- Global Asset Allocators Interviewed
 - 18 global asset allocators, representing total AUM of \$3.3 Trillion
- Global Asset Allocators' EM Allocation Strategy
 - Mega asset allocators such as public pension funds and sovereign wealth funds usually have a dedicated Emerging Manager Program (EMP), and others do EM investments within an existing framework
 - All agree definition of EM is AUM less than \$1B for public market and fund 1 or 2 for private market
 - Close to 90% agree the primary goal for EM investment is for higher return
 - Close to half give discretionary investment power to investment team if ticket size is less than \$50M
 - The minimum investment ticket size is around \$50M
 - If invested through EMP, the EM is usually required to scale up to a core manager within 3 to 5 years
 - More than 80% source EMs primarily through an in-house team
- Interest in Japanese Emerging Managers
 - Global investors have a strong interest in Japanese/Asian Equity and Private Equity
 - Communication could be the biggest barrier for overseas investors to invest into Japanese EM

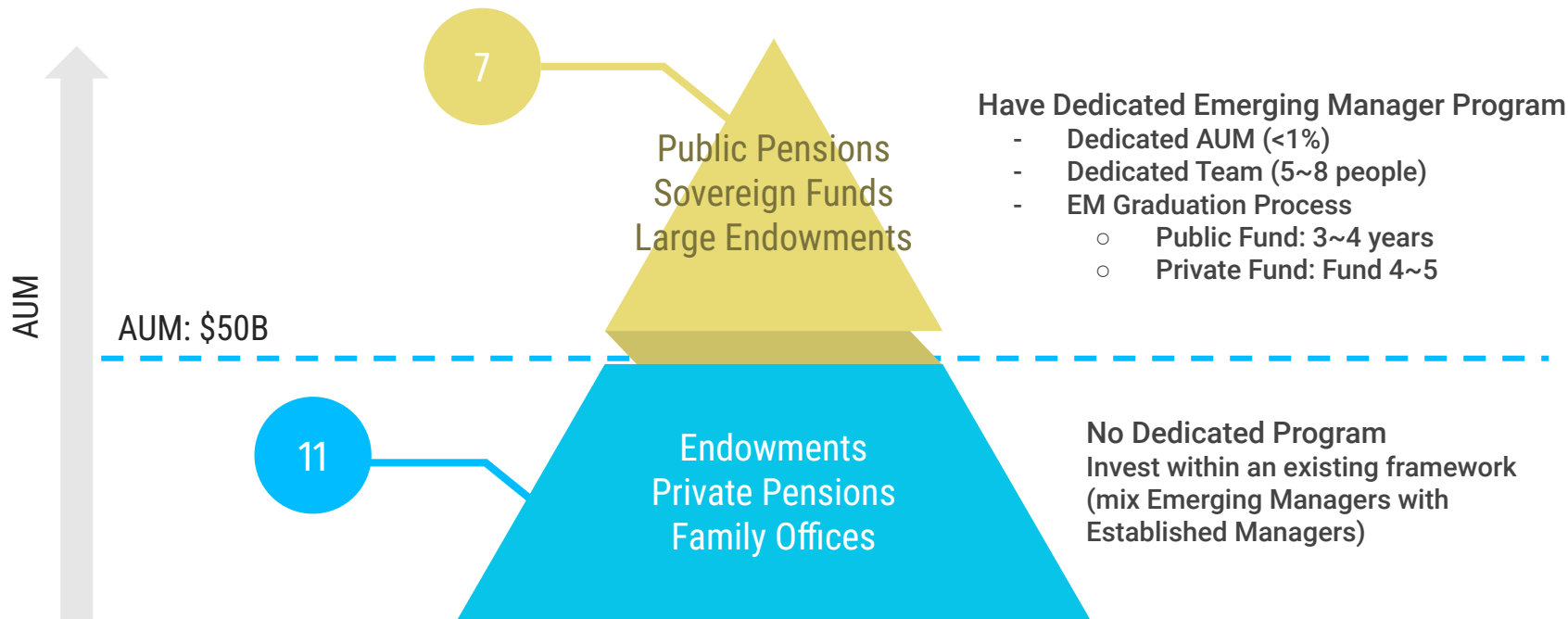


Global Asset Allocators' Emerging Manager Investment

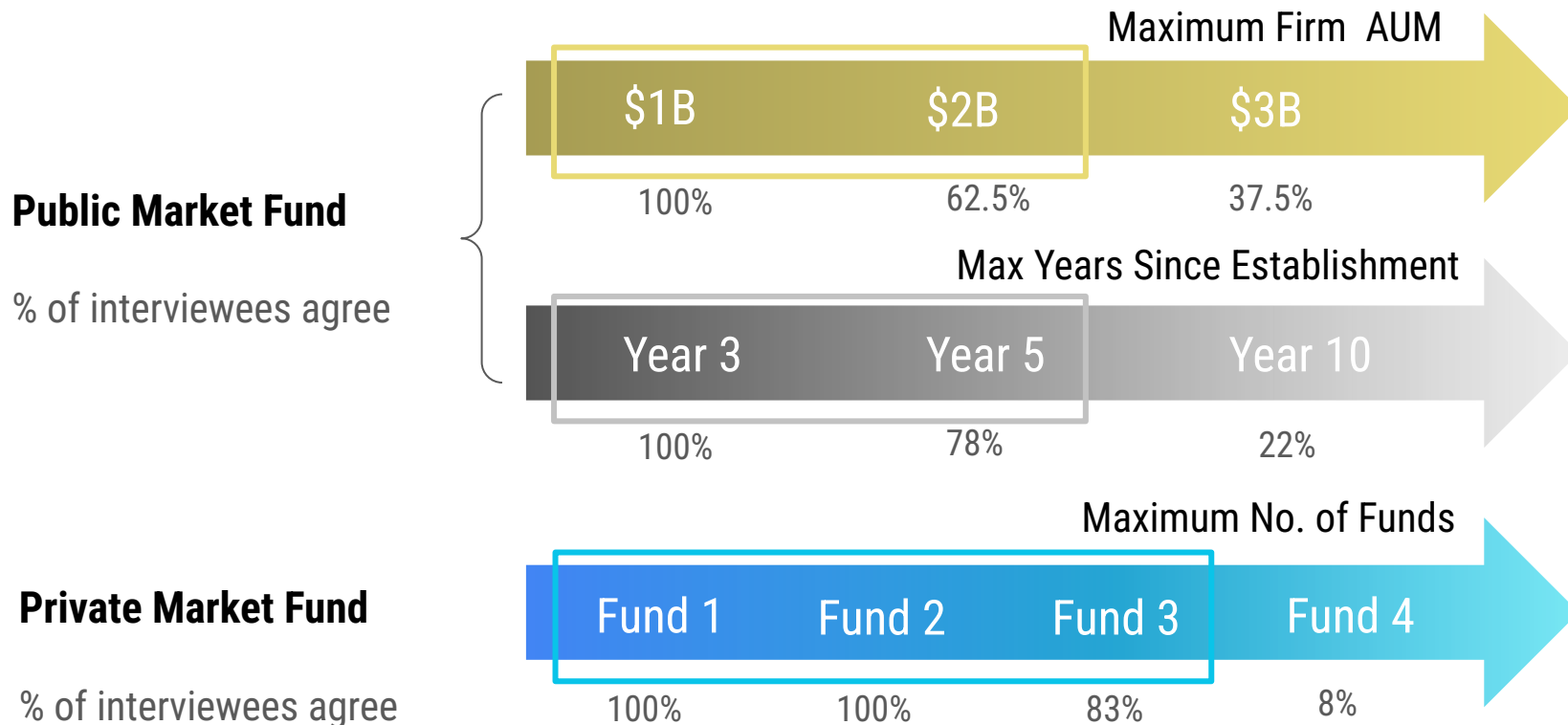
- Why allocate to EM?
- How to source EM?
- How big is the ticket size?

Large Allocators have Dedicated Emerging Manager Programs

Size of AUM is the Deciding Factor for Having an EMP or Not



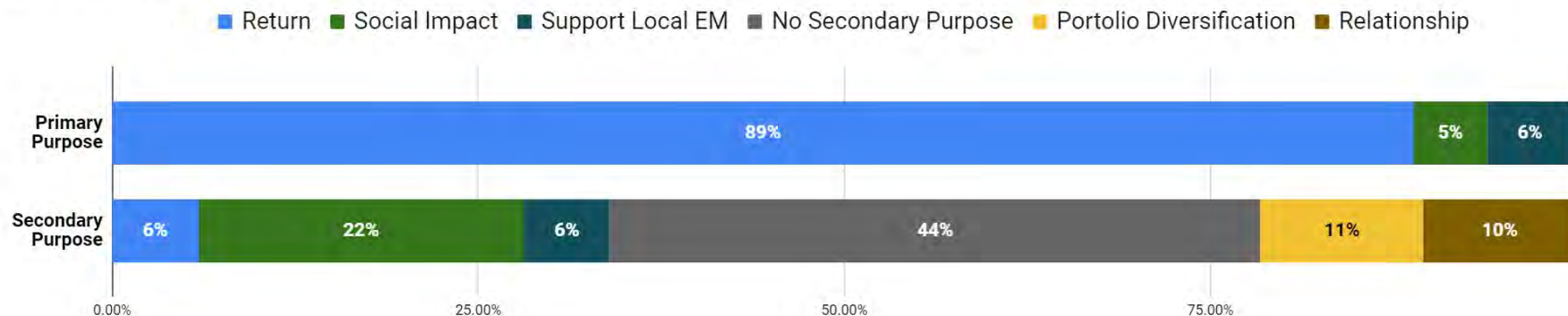
Definition of an Emerging Manager



Invest in EM for Return, Social Impact and Diversification

Return seeking is the dominating reason for an EM allocation

Purpose of EM Allocation



Public Pension

Return of the 1st fund can be very strong in the early years. We would like to have early access to outstanding managers.

We would like to create positive social impact through our investments, especially through emerging managers.



Public Pension



Endowment

We like strategies that fit our overall portfolio. We are not risk-averse, and we take a long term view.

Investment is a people business. We invest early and that can build a solid relationship over time.



Family Office

Strong In-House Investment Capability is Required

Statistics of In-House Team Activities

88%

EMs are Sourced by an In-House Investment Team

Instead of relying on placement agents or consultants, most of EM sourcing are done by the in-house investment team directly.

- Join EM matching events
- Referral from existing managers or peer LPs
- Research on EM databases
- Travel to meet with EMs globally

150+

EMs are Interviewed by Investment Team Annually

The in-house investment team interviews and tracks large numbers of EMs in order to select the best for investment.

- Annually interview 50 ~ 300 EMs depending on team capacity.
- On average, 1 out of 50 EMs interviewed will be selected for investment.

44%

Investment Team Has Discretionary Authority

Close to half of investment teams can make discretionary investment decisions under a certain threshold.

- The threshold is \$50M ~ \$150M depending on the organization.
- The investment team will have more freedom to allocate into smaller managers including EM.

EM Sourcing Methods

How to find good EMs

- In-House investment teams primarily source EMs through referrals and events
 - Referral from peer LPs or existing managers
 - Events including dedicated emerging manager events and general events such as cap intro
 - Inbound including direct sales or website form
- Reliance on external sources (e.g. consultant and placement agents) only counts for 12%



We have met over 170 emerging managers in 2023. We are constantly sourcing candidates through various channels.

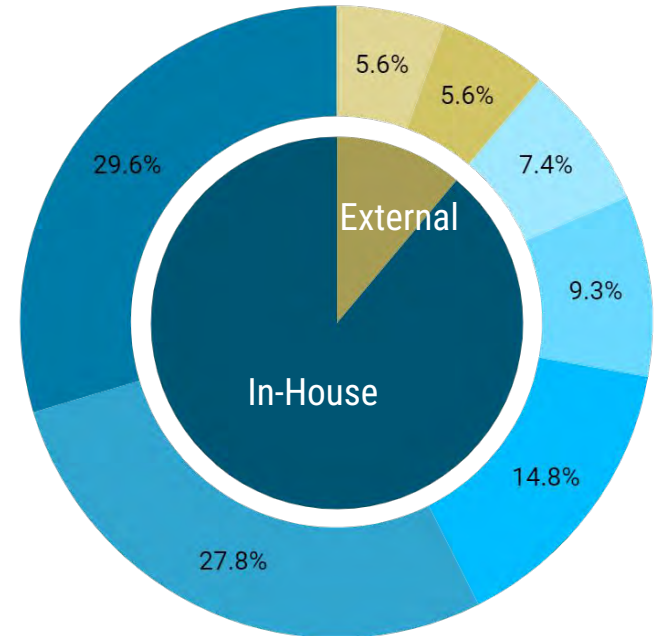
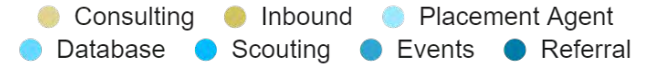
Public Pension

We have global presence including in the APAC region. We conduct extensive manager searches through our in-house team.



Public Pension

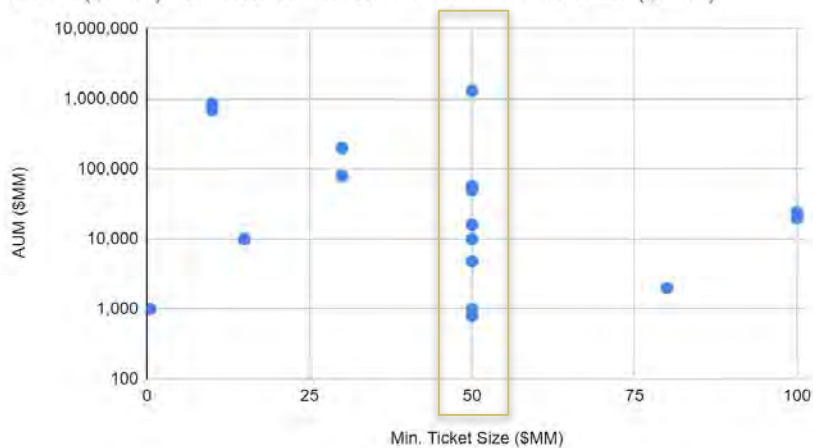
EM Sourcing Methods



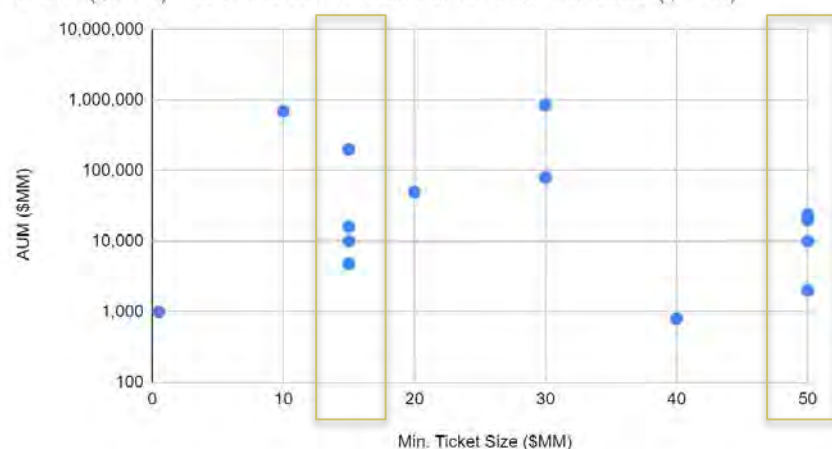
Minimum Ticket Size

\$50M is the most common min. ticket size for EM allocations

AUM (\$MM) vs. Public Market Fund Min. Tix Size (\$MM)



AUM (\$MM) vs. Private Market Fund Min. Tix Size (\$MM)



- Regardless of the size of asset allocator, the min. ticket size for public market fund is often set at \$50M
- Private market fund min. ticket size concentrates at \$15M and \$50M
- Public Market Funds on average have a larger min. ticket size than Private Market Funds



Allocations into Emerging Managers from Japan

- Is there interest in Japan based EM?
- What are the most popular strategies?
- What are the leading allocation barriers?

Outside Interest In Japanese EMs

Public Equity Long-Short and Private Equity are in high demand

- 100% of asset allocators interviewed were interested in Japan based Emerging Managers
- Equity Long/Short (including activist and event driven) and Private Equity drew the most interest
- Few were interested in VC, due to lack of unicorn exists.
- None is interested in Japanese Fixed Income Strategy



Endowment

We have been always looking for investment opportunities in the Japan market.

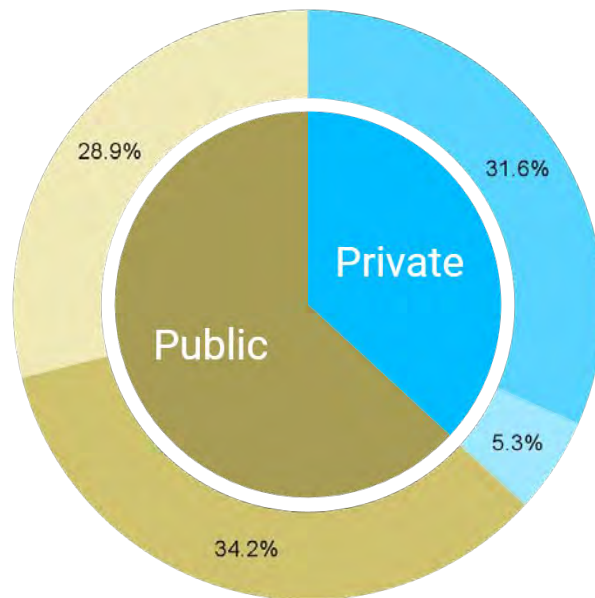
We have offices in APAC. And we travel to Japan 3 to 4 times a year to meet with managers.



Public Pension

Interest in Japan EM

- Private Equity
- Venture Capital
- Equity Long-Short
- Equity Long-Only



EM Selection Criteria

Investment Strategy and Team Background are Top Criteria

- An unique investment strategy and a solid background of the CIO and investment team are the top criteria
- Track record is not an essential requirement
 - Most asset allocators will do seed investment



Public Pension

We would like to see how the EM's strategy can contribute to our overall portfolio.

The CIO's background, skillset and pedigree are the most important criteria.

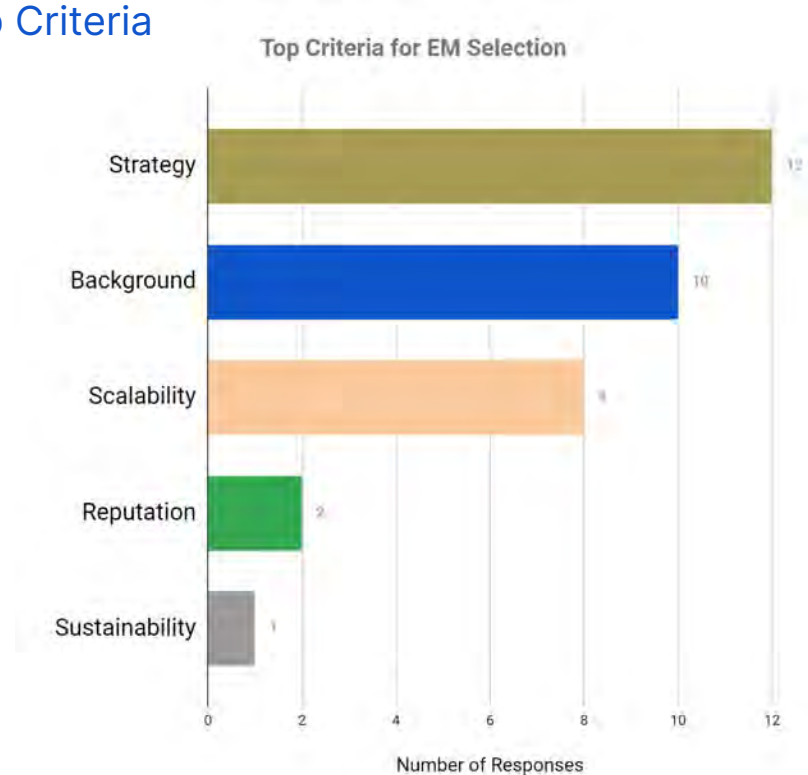


Public Pension



Endowment

We expect the EM to grow into a Core Manager within a few years time. Then we will scale up the investment by 5~10 times.



Barriers to Investing in Japan EMs

Communication is the top barrier

We do not know Japan well, so will ask many questions. But due to language and business cultural differences we often can't get clear and adequate explanations from Japan based managers.



Family Office



Endowment

We have invested in a Japanese EM, but we do not often see high quality managers from Japan.



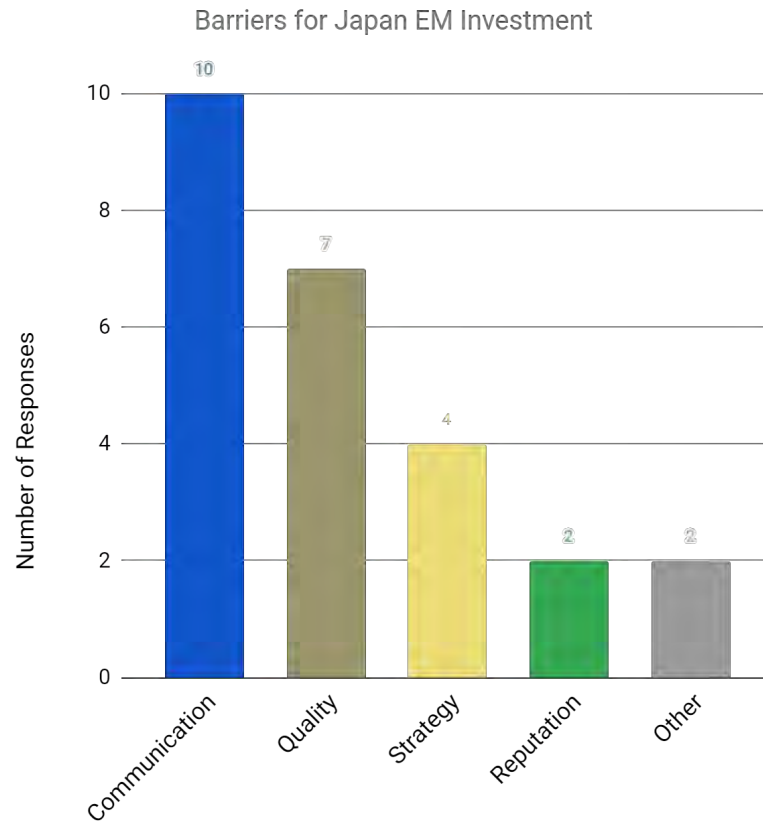
Public Pension

We haven't found many unique strategies that can make a difference in our portfolio from Asia, including Japan.



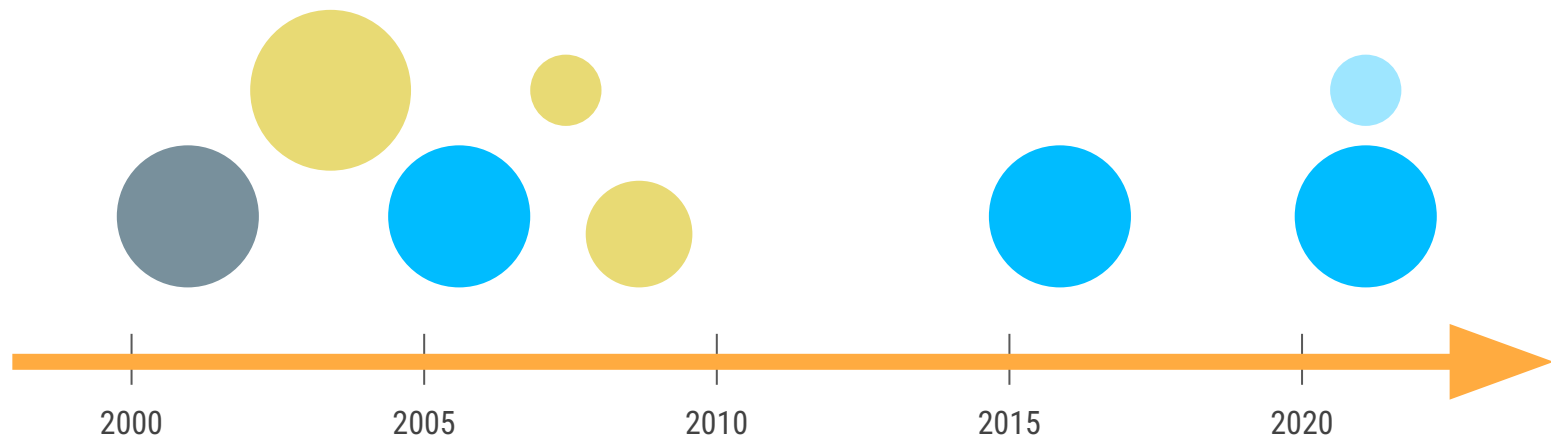
Public Pension

Japan based managers are not well known in my country. I worry about reputational risk when selecting EMs from Japan.

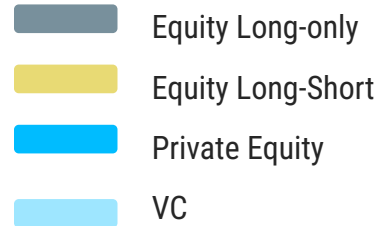


Japanese EM Investment History from All Interviewed

Close to a Quarter have Allocated to Japanese EMs in the Past 2 Decades




- 23.5% of the asset allocators interviewed have invested into Japanese EM since year 2000
- 11.8% of the asset allocators interviewed have invested into more than 1 Japanese EMs



A background image of a city street in Tokyo, with modern buildings on either side and the Tokyo Skytree tower visible in the distance under a hazy, golden sky.

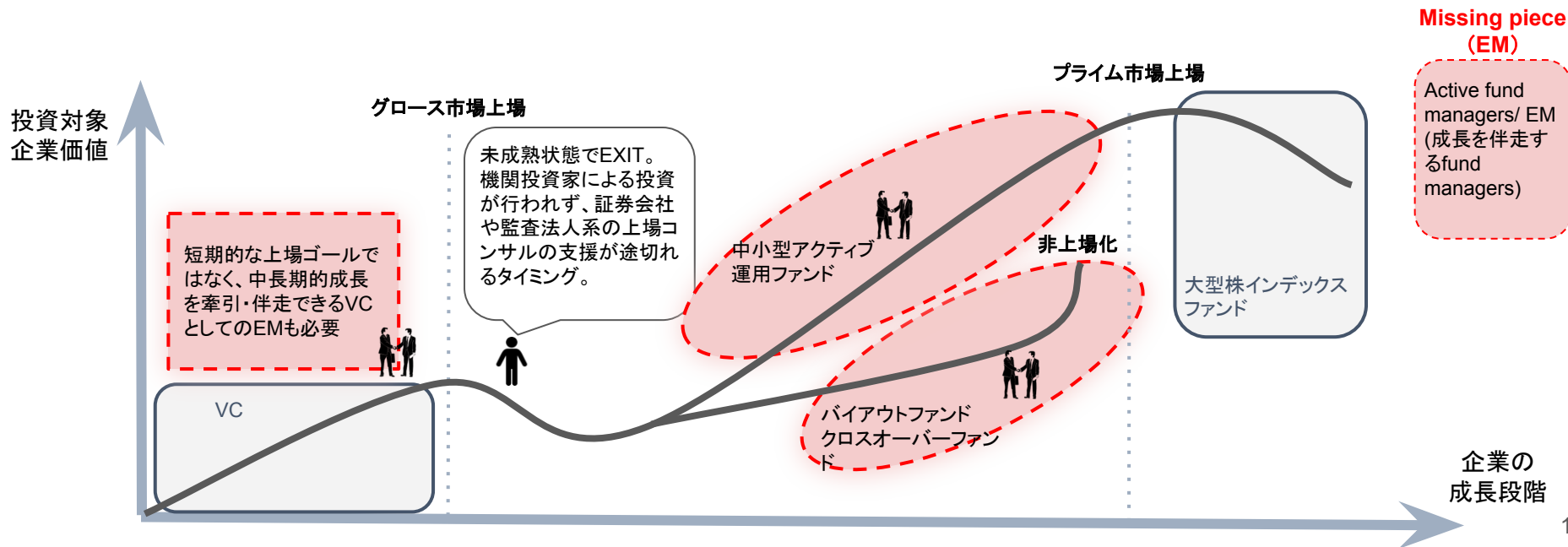
FinCity.Tokyo

 Visual Alpha

The global asset allocator survey about emerging manager allocation is conducted by FinCity.Tokyo and Visual Alpha from June through December 2023. Visual Alpha is commissioned by FinCity.Tokyo to create this report based on the data collected from the surveys. For questions regarding the survey and this report please reach out to emp@visual-alpha.com.

(図表1) Emerging Managerの活用の重要性

- 上場まではVenture Capitalists (VC) が伴走するものの、小さな時価総額にて上場するケースが多い。
- 上場後の持続的な成長を支えるべく、以下の機能を持つEmerging Manager (EM) の必要性は高い。
 - 多くの機関投資家にカバーされていない企業の成長機会を発見し、伴走する機能
 - 成熟した企業が再び成長軌道にのるために非上場化等を通じて事業再編などを後押しする機能



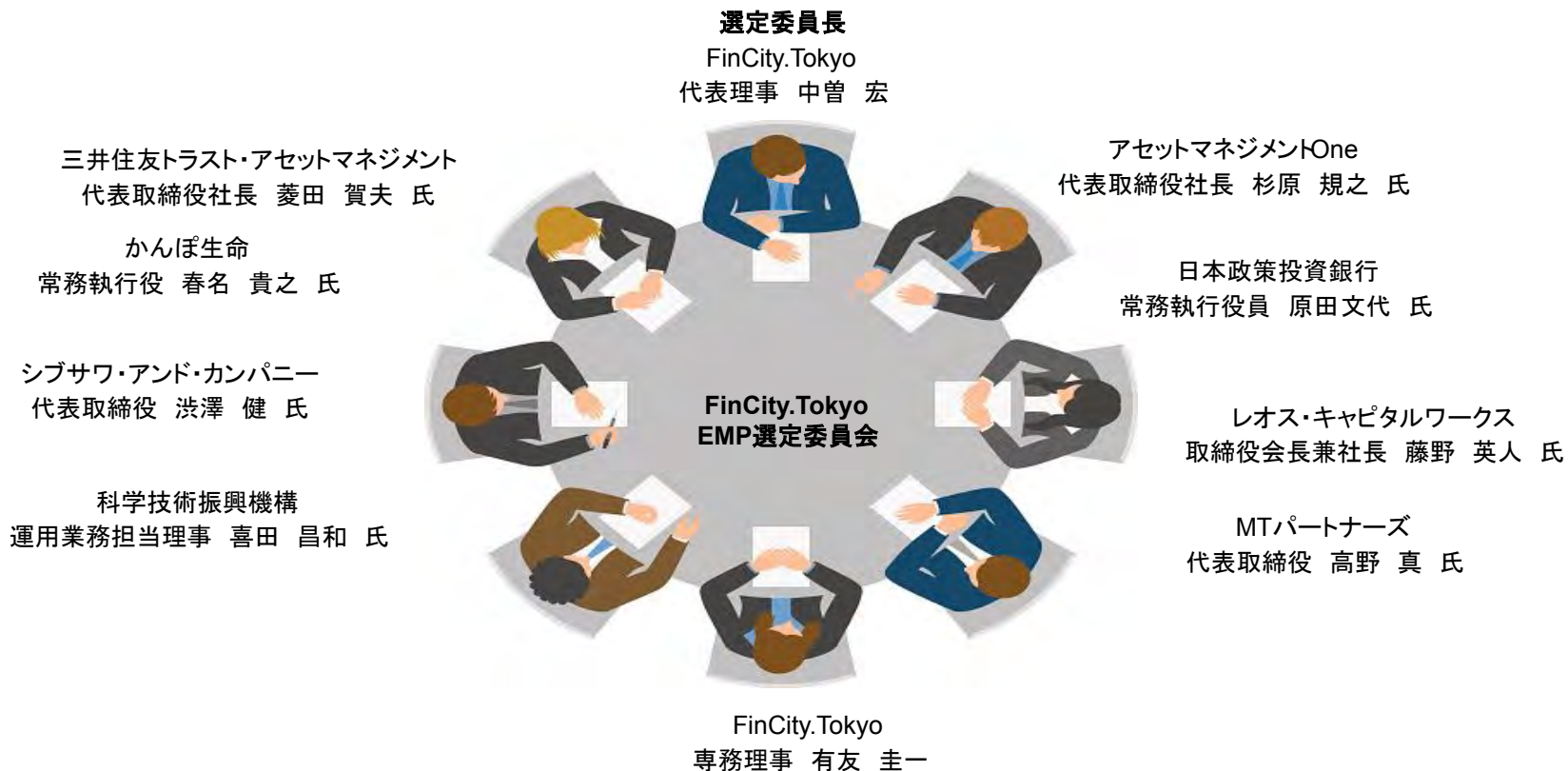
(図表2)「資産運用立国実現プラン」で提示された資産運用業改革案のポイント

- 大手金融グループにおいて、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置づけのほか、専門性の向上、運用人材の育成・確保等の観点から、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプランを策定・公表
- 資産運用会社のプロダクトガバナンスに関する原則の策定
- 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正
- 金融・資産運用特区の創設

● 新興運用業者促進プログラム(日本版 EMP)の策定・実施

- アセットオーナー・プリンシプルにおいて、受益者の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行する観点から、運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いについて盛り込む。
- 金融機関に、新興運用業者(EM)の積極的な活用や、単に業歴が短いことのみによって排除しないことを要請。金融機関等の取組事例を把握・公表。
- アセットオーナーに、単に業歴が短いということのみで EMを排除せず、EMも含めて幅広く委託先候補とすることを要請。
- 官民連携の下で、金融機関・アセットオーナーに EMを一覧化したリスト(エントリーリスト)を提供。
- EMがミドル・バックオフィス業務を外部委託すること等により、運用に専念できるよう規制緩和を実施。

(図表3)EM Showcase選定委員一覧



Tokyo Asset Management Forum


今後の日本のアセットオーナーへの期待

- これからのアセットオーナーに求められる役割は何か -

2024年1月31日

東洋大学国際学部講師(非常勤)
堀江リサーチ&アドバイザー 代表取締役

堀江 貞之(horie@horieresadv.com)



日本のアセットオーナーを取り巻く環境変化

－ 資産運用立国に関わる議論 －



資産運用立国の骨子

運用会社の競争条件を大きく変化させる施策を含む改革案を提示

1. 経済財政運営と基本方針2023及び新しい資本市場のグランドデザイン(2023年6月16日)

- ① 「資産所得倍増プラン」を実行する。加えて、資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じた資産運用業等の抜本的な改革に関する政策プランを年内に策定する。
- ② 資産運用会社やアセットオーナーのガバナンス改善・体制強化やスチュワードシップ活動(企業との対話)の実質化、国内外の資産運用会社の新規参入の支援拡充・競争促進、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じて、資産運用業等を抜本的に改革する。

2. 資産運用立国の考え方

- ① 新しい資本主義の下、(家計の資金を成長投資に繋げ、その恩恵を家計に及ぼす)成長と分配の好循環を実現していくことが重要。
- ② このため、NISAの抜本拡充・恒久化、コーポレートガバナンス改革に続き、**資産運用業とアセットオーナーシップの改革、資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進等を内容とする資産運用立国に関する政策プランを年内に策定する。**

(出所)内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局、「資産運用立国に関する基礎資料(資産運用業関係)」、2023年10月4日

資産運用立国におけるアセットオーナーへの提言

アセットオーナーシップの改革

1. アセットオーナー・プリンシプルの策定

- アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則(アセットオーナー・プリンシプル)を2024年夏を目処に策定

2. 企業年金の改革(DB企業年金の改革)

- ① 資産運用力の向上(資産運用に関する研修・情報提供を通じた人材育成等の取組の推進や定期的に総幹事会社を含めた運用委託先を評価し運用力に応じて委託先を見直す等についてガイドラインを改定する等の必要な施策を講じる)
- ② 共同運用の選択肢の拡大(選択肢の拡大等、PFAによる共同運用事業の発展等の取組)
- ③ 加入者のための運用の見える化の充実(次期年金制度改革に合わせ情報開示の充実)

3. 企業年金の改革(企業型DC年金の改革)

- ① 適切な商品選択に向けた制度改善(指定運用方法や運用商品の構成等に係る情報の見える化や継続投資教育等の取組の促進)
- ② 加入者のための運用の見える化の充実(次期年金制度改革に合わせた他社比較等の見える化等)

4. 企業年金を含む私的年金のさらなる普及促進(金融経済教育推進機構の活用)

(出所)内閣官房 資産運用立国分科会、「資産運用立国実現プラン」、2023年12月13日

企業年金連合会の提案：企業年金基金の意見を代弁 「資産運用立国の実現に向けた取組」に対する提案等について(23年9月29日)

1. スチュワードシップ活動の実質化

- ① 企業年金による協働モニタリングの実施
- ② 「企業年金スチュワードシップ推進協議会」設立
 - ・ 国内上場株式市場「1%保有」の企業年金による効率的なスチュワードシップ活動の実施

2. 企業年金の企業運営及び資産運用の支援

- 受託者責任のさらなる普及啓蒙、資産運用専門人材の育成、資産運用に関する情報提供、小規模企業年金の効率的運営・運用(総合型基金及び共同運用事業の活用)、確定拠出年金に対する支援

3. 企業年金のあり方、これまでの取組と現状

- ① 確定給付企業年金の資産運用(海外企業年金との比較において遜色ないデリスキング、安全かつ効率的運用を实践(小規模な企業年金での合同運用スキームの活用))
- ② 企業年金のガバナンスと体制(年金制度を適正に運営するためのガバナンス体制、内部統制、資産運用の体制は整備されている)
- ③ 顧客本位の業務運営の確保(企業年金における受託者責任の定着、最善の利益=約束した年金の確実な支払い、ALM分析による政策AMに基づく運用、運用受託機関による顧客本位の業務運営の徹底、DC型企業年金における受託者責任)
- ④ スチュワードシップ活動の実質化(スチュワードシップ・コードの適用範囲拡大、パッシブ運用のスチュワードシップ活動)

確定給付企業年金基金の現状：過去の最適解は将来も最適か 低リスク・低リターンポートフォリオはデフレ環境下での最適解にすぎない

1. 退職給付会計導入で母体企業の財務諸表に影響を及ぼし現在の姿に変化

- ① 2000年度に退職給付会計が導入され、企業年金基金の投資結果が直接、母体企業の財務諸表に影響を与え、積立比率の状況に応じ、特別掛金等、当初予定していなかった費用を追加拠出することに。リーマンショック時の大きなマイナスリターンで特別掛金の拠出を余儀なくされた上場会社も多い。
- ② その後、アベノミクスの影響等もあり、現在は積立比率が100%を超えた企業年金基金が多数を占めている。大きな損失が生じない限り、追加的な費用が発生する状況にはなく、労使合意の下、受給権確保が十分担保されている状況と当事者は認識。

2. 低リスク・低リターンポートフォリオが最適解(果たしてインフレ環境下において最適か)

- ① 低金利・低インフレの状況下、積立比率を低下させないよう、予定利率を2%台に設定、安定的ポートフォリオを維持しているのが大半の企業年金基金の状況。
- ② 予定利率が低いため、株式比率を低位にし、低頻度時価評価が許される低流動性資産を一定程度組み込むことで、「見かけ上」、低リスクで予定利率を達成するポートフォリオにすることが、母体企業・企業年金基金双方にとって適切な投資戦略になっているものと推察。高積立比率を理由に、(労使合意の下での)受給権保護が図られていると主張。

➤「本当の受給権保護」(老後生活に必要な給付額の確保)につながっているのか？

確定給付企業年金基金を取り巻く環境変化 インフレ率・賃金率上昇下におけるポートフォリオのあるべき姿は何か

1. インフレ率・賃金率上昇下におけるDB企業年金のあるべき姿は何か

- ① 日本経済はデフレ環境下から脱し、インフレ率・賃金共に上昇傾向にある。日銀はゼロ金利政策を維持しつつも、YCCは既に実質的に解除され、長期金利も上昇傾向にある。
- ② 金利上昇は、年金債務の割引率の上昇を通じて積立比率をさらに改善する方向に働く。
- ③ 年金掛金・予定利率が変更されない限り、低リスクポートフォリオは継続、今後のインフレ率以下のリターンしか見込めず、実質的な退職金は低下する可能性が高い。そもそも年金制度は優秀な人材を確保するための人事制度の一部を構成するものであり、環境変化に対応しない制度設計やパラメータ設定を継続すると、優秀な人材を確保できなくなるリスクがある。インフレ率以上の退職給付を行う責任は、母体企業(及び労働組合)が負っており、企業の責任として改善すべき点だと思料。

2. 金融商品サービス法^(注)の改正

- ① 改正金商法(2023年11月20日成立)には、「金融サービスの提供等に係る業務を行う者は、(中略)顧客の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるものを行うときは、**顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。**」との条文があり、企業年金基金及び事業主もこの条文の対象になる。

(注)「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」の第2章「顧客等に対する誠実義務」 6

環境変化を踏まえたあるべき対応とは

年金制度見直し、低リスク・低リターンポートフォリオの再考、情報開示推進

1. 年金制度の運営責任を持つ母体企業に対し、企業年金基金の運営状況のディスクローズ等を通じて実態を明らかにしてもらうことを改正金商法は意図。優秀な人材を確保するための年金制度の巧拙(投資の巧拙を含む)が外部にも明確になることで、優秀な人材確保に向けての年金制度改革のドライバーになることを期待。
2. さらなる情報開示により、株主からも優れた人的資源確保の観点から年金制度に対してチェックが入り、より良い年金制度設計に対する議論が高まる可能性がある。
3. 今回の改正金商法は、母体企業・企業年金基金双方がこれまで快適な状況と考えられてきた現在の「低期待リターン・低リスクポートフォリオ」が、年金制度本来の趣旨から適切なポートフォリオかどうか疑問が生じることを惹起せしめる可能性を持つ。
4. 主として、企業年金制度の運営主体である事業会社(及び労働組合)に対する働きかけを行うものと理解。
5. リスク負担型企業年金制度(実質的には集団型DC?)の採用等の制度改正、適切な情報開示、さらなる投資のスキルセットの向上等の方策を通じて、本来の長期投資を取り戻し、従業員にもインフレ率以上の高い退職金を提供することのできる運営方法を模索する動きが発生することを期待。



投資面に関わる日本のアセットオーナーへの期待

－ 投資基準の明確化、専門性を高める不断の努力、ガバナンス改善 －



日本の主なアセットオーナーの状況：公的年金基金等 GPIF、PFA、大学ファンド、その他共済年金

ファンド名	資産額 (概算)	投資プロセスの特徴
年金積立金管理 運用独立行政法 人(GPIF)	220兆円	投資スタッフ約80名(金融機関の出向者なし)、CIOの強いリーダーシップの下、特異な投資プロセスを構築、2022年にスタートさせたアクティブマネジャー選定方法、投資スタイル調整等の管理方法もユニーク。
企業年金連合会 (PFA)	12兆円	投資スタッフ35名(金融機関の出向者なし)。独自の投資プロセス及びマネジャー選定方法(高いインハウス運用能力とマネジャー選定能力)により、政策アセットミックスに対して高い超過リターン(過去27年間で年率+0.74%)を獲得。
大学ファンド (JST)	10兆円	投資スタッフ52名。運用開始後の経過年数は短いですが、オルタナティブ投資分野を含む専門家を採用し、独自の投資プロセスを構築中。
その他共済年金 (10~20程度)	70兆円	投資スタッフ数は、10~20名程度。規模は大きいですが、運用会社・監督官庁出向者とプロパー職員が混在した投資スタッフ構成で、投資プロセスを構築(共済年金毎に大きな特徴なし)。定期異動により投資スタッフに投資ノウハウが蓄積されにくい懸念。また運用担当役員(常務理事等)の交代で投資プロセスが大きく変更されるリスクを抱える。PRIへの署名も含め、資産運用立国の議論において変化が期待されるアセットオーナーの一つ。

日本の主なアセットオーナーの状況：企業年金基金 似て非なる投資プロセス(運用責任者、投資スタッフの専門性に依存)

ファンド名 (ファンド数)	資産額 (概算)	投資プロセスの特徴
大規模企業年金 (数十～100程度)	60兆円	<p>投資専門スタッフは数名。年金コンサルタントの支援を受けながら、伝統的な投資プロセスを実践。母体企業からの強い要請がない限り、現在の投資プロセスが継続されるものと推察。</p> <p>専門性の高い常務理事や投資スタッフが存在する年金基金では、母体企業から基金に実質的な権限委譲が進み、迅速な意思決定が行われる傾向が強い。</p> <p>投資専門スタッフの投資のスキルセットに応じ、多様な投資スタイルが存在する。資産運用立国の議論において投資面に大きな影響はないと推察。</p>
小規模企業年金 (数千～1万)	10兆円	<p>投資の効率性等の観点から、総幹事の信託銀行・生保に投資を含む資産管理の大部分を委託しており、年金基金側の投資のスキルセットは総じて高くないと推察。</p> <p>資産運用立国の議論で最も大きな変化が期待されているアセットオーナーであり、数の上で圧倒的多数を占めるが、金額に対する影響度は小さい。</p>

GPIFの中期目標と目標達成状況(年率換算値)

「15年4月～20年3月」と「20年4月～23年9月」の差は何か？

投資期間	GPIF収益率	ベンチマーク収益率	超過収益率	資産配分要因
10年4月～15年3月	6.57%	6.52%	0.06%	0.06%
15年4月～20年3月	0.93%	1.21%	-0.28%	-0.28%
20年4月～23年9月	11.45%	11.38%	0.08%	0.08%

(出所) GPIF業務概況書、四半期運用情報(速報)のデータを基に講演者が作成

1. GPIFの投資目標(第4期中期目標に記載の数値目標)

- ① 長期的に年金積立金の実質的な運用利回り(年金積立金の運用利回りから名目賃金上昇率(2.3%)を差し引いたもの)1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とする。
- ② 各年度において、**資産全体及び**各資産ごとに、各々のベンチマーク収益率(市場平均収益率)を確保するよう努めるとともに、中期目標期間において、各々のベンチマーク収益率を確保すること(**赤字部分**は第4期中期計画で追加された文言)。

2. GPIFは中期目標達成のために設立された執行機関

- ① GPIFは中期目標を達成することが機関の目的(パーパス)であり、達成できなければ存在意義なし
- ② 現在の経営陣はGPIFの目的達成を最優先に考える経営を実践

GPIFの投資の現状

厳格なリスク管理の徹底、ポートフォリオの制御範囲の変化

1. 厳格なリスク管理の徹底

- ① 基本ポートフォリオを忠実に再現する投資プロセスの徹底
 - 資産配分比率、ベンチマーク構成(政策&マネジャーベンチマーク)、運用会社構成の管理
- ② 全てのリスク量の厳密なモニタリングとコントロール(制御)
 - 種々のリスク管理ツールの活用及び精緻な資産配分リバランス(精緻化に向け現地拠点設置)
- ③ ポートフォリオのリスク制御方法の精緻化
 - マネジャーベンチマークの細分化(地域別パッシブ、クレジットリスクパッシブ等)、投資ガイドラインの精緻化(マネジャーが取り得るリスク量の制限)、短期的なマネジャー配分額の変更、長期契約の見直し、徹底した流動性管理(収益を生まない短期資産の極小化、capital call対応等)

2. ポートフォリオの制御範囲の変化

- ① GPIFが制御すべきリスクの決定
 - 運用責任者(CIO)の力量に依存して決定すべき内容と思料
- ② GPIFが制御しているリスク
 - 資産配分比率、為替配分、国別配分、クレジット量、金利形状リスク、資金流動性
- ③ 運用会社が制御しているリスク
 - アクティブリスク

GPIFの投資の課題

超過リターンの獲得及び制御、リスク管理の改善、次期基本ポートフォリオ

1. 超過リターンの獲得

- ① 優れたアクティブマネジャーの採用再開(2022年10月の北米株マネジャー採用に始まり、2023年7月のグローバル株マネジャー、今後は日本株マネジャー、米国適格社債マネジャー採用を継続)とアクティブマネジャーの整理(外債アグリゲートマンデートの廃止)
- ② アクティブマネジャーの超過リターンは良好の模様(新しい採用方法への高い確信度)

2. 超過リターンの制御及びリスク管理方法の改善

- ① パッシブ・リバランサー及びスタイル調整オーバーレイの活用
 - 「マネジャーベンチマークの集合体」と「政策ベンチマーク」のズレの補正
 - 北米株では4つ、先進国グローバル株では7つのパッシブ・リバランサーを採用
- ② GPIF自身によるリスク計測方法の改善

3. 次期基本ポートフォリオの策定

- ① 2025年4月からの基本ポートフォリオの策定(賃金上昇率と金利上昇率の綱引きで株式比率が決定されると推察)
- ② オルタナティブ投資の位置づけの再整理

4. 外国株式の貸株停止状況の見直し(2023年12月14日経営委員会の審議事項)

日本のアセットオーナーへの期待

投資基準の明確化、専門性を高める不断の努力、ガバナンス改善

1. 投資基準の明確化

- ① 投資プロセスを改善するための最も重要な要件は、「投資基準の明確化」
- ② 「絶対リターン向上」、「政策アセットミックスからの超過リターン」、「リスクの定義」など、投資プロセスの良し悪しを判断する基準を定めて初めて、アセットオーナーの付加価値とは何か、投資プロセスにおいて何が重要か、どのような改善を行えば良いか等が明確になる

2. 専門性を高める不断の努力

- 投資責任者及び投資スタッフの専門性はアセットオーナーの投資ポートフォリオの付加価値に直結するため、スキルセットを高めるための不断の努力が不可欠(投資の一般常識で足りるはずがない)

3. ガバナンス改善(プランスポンサーとファンドの間の役割分担の明確化及び権限委譲の促進)

- ① 基本的な投資の枠組みのみ(政策アセットミックスの決定や組織設計等)をプランスポンサーもしくはガバナンスボード(企業年金でいえば代議員会や理事会)で定め、運用会社選定等の実務は投資チームに権限委譲し、投資チームが説明責任を負うガバナンスの考え方が環境変化の激しい状況の下では適切と思料
- ② アセットオーナー内の役割分担が明確化されることで、必要な専門性等も明確化される

なぜEmerging Managersが重要なのか？

- Emerging Managers(新興運用会社)は投資機会が豊富な場所で起業する。
- 起業したEmerging Managersはアセットオーナー(機関投資家)の信頼を勝ち取っている。



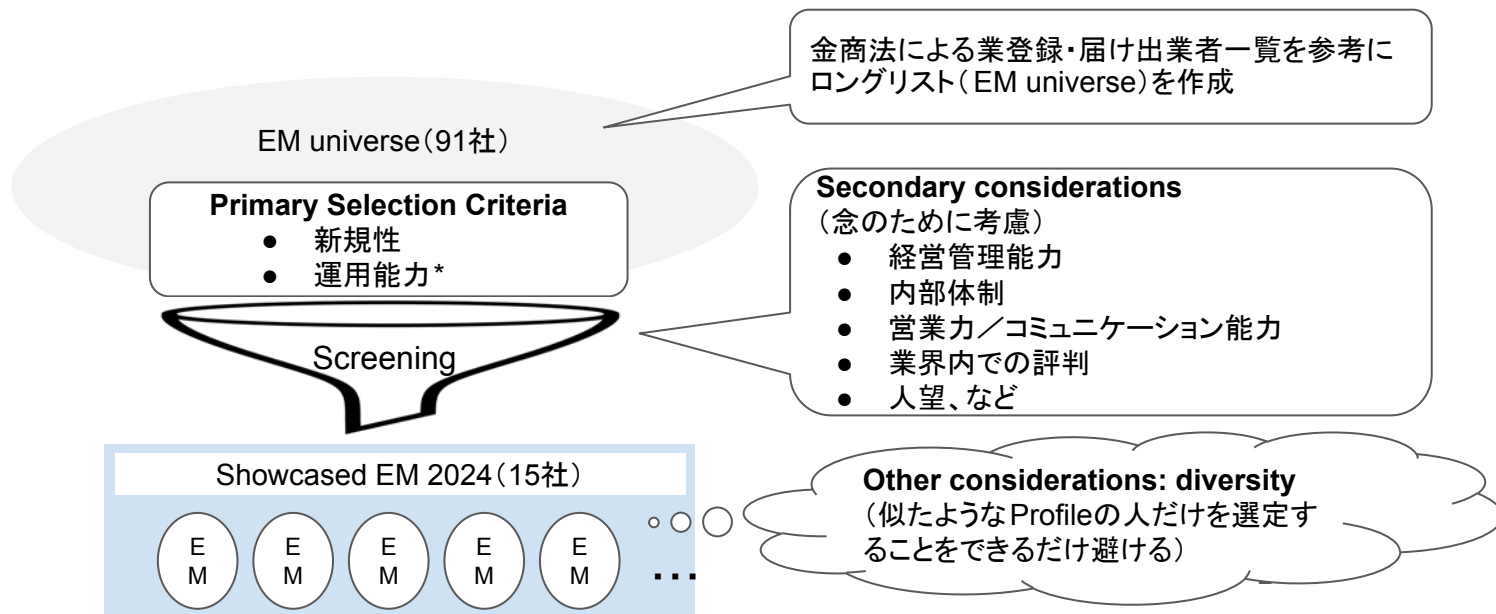
上場株投資
(ロング・
ショート)

上場株投資
(ロングオン
リー)

PE
(バイアウト)

PE
(VC)

Showcased EM15社紹介に至るまでのプロセス



*運用能力とは投資対象先を決めるうえでの着眼点等を意味する。運用パフォーマンス自体の良し悪しは評価対象ではない。

Showcased EM 1/5 (計15社 順不同)

会社名	起業の経緯・経歴	運用戦略・特徴
武士道アセットマネジメント 代表取締役社長 杉山 賢次氏	三菱UFJモルガン・スタンレー証券出身。独立系ヘッジファンド暁翔キャピタルを経て2018年創業。	日本株ロングショート/マーケットニュートラル戦略 特に 中小型企業の成長力・割安感に注目 し、「ファンダメンタル・アプローチ」に基づき、独自の分析モデルを駆使し、投資判断を行う。
MuTaka Capital 代表取締役社長 武藤崇史氏	ゴールドマン・サックス証券、スパークス、ホライゾン、Point72を経て2018年創業。	日本株ロング・ショート戦略 ファンダメンタルズのボトム・アップ分析を駆使し、 マクロ経済の景気動向等を組み合わせながらポートフォリオを運用 。
トライヴィスタ・キャピタル 代表取締役 後藤正樹氏	ゴールドマン・サックス証券でデリバティブ&トレーディングリサーチのアジアヘッドや、モルガン・スタンレー証券で自己トレーディング部門に従事。みさき投資出身。2020年創業。	日本株ロングオンリー戦略 主に中小型株式に投資 。長期的な視点で企業の本質的価値を評価した上で集中投資。 <ul style="list-style-type: none"> 2022年、FCTの海外AOマッチングを通じて、運用残高約200兆円の世界最大級の政府系ファンド、ノルウェー銀行インベストメント・マネジメントから投資委託。中小型株を熟知した運用者を探していたノルウェー銀行のニーズに合致。
ソラリス・マネージメント 代表取締役 戸矢 博明氏	□蔵省(現財務省)、ゴールドマン・サックス、香港ペースのヘッジファンド出身。2018年産業□新投資機構(JIC)代表取締役専務CIOとして官民ファンドの立ち上げを主導。2021年運用開始。	日本におけるファンディング・ギャップ(※)への投資 ミスプライシングに集中投資 。アセットクラスは株式(上場、一部 Pre-IPO)及びディスカウントになった債券(※価格づけが非合理的になりやすい分野。新興企業、コーポレート・ガバナンス問題で安値で放置されている企業など)。世界の ESGの潮流によって事業の拡大が期待できる企業に優先的に投資。

Showcased EM 2/5 (計15社 順不同)

会社名	起業の経緯・経歴	運用戦略・特徴
<p>ありあけキャピタル 代表取締役 田中 克典氏</p>	<p>GS出身。2020年会社設立。</p>	<p>エンゲージメント投資戦略 地方銀行に特化して投資。企業価値向上にむけて友好的なエンゲージメントを実施。</p> <ul style="list-style-type: none"> 北國FHD、千葉興業銀行、スルガ銀行などに投資実績
<p>インベストメントLab 代表取締役 宇根尚秀氏</p>	<p>元GSのデリバティブトレーダー・マネージングディレクター出身。 2015年ゆうちょ銀行に転じ、常務執行役員としてアセットアロケーション・ファンド投資選定に関与。 2019年JPインベストメントCOO、2020創業。</p>	<p>非上場日本株ベンチャーキャピタル戦略と上場日本株マーケットニュートラル戦略 上場・非上場問わず成長企業への投資と支援に取り組んできた実績が強み。</p>
<p>カディラキャピタルマネジメント 代表取締役社長 坂本 一太氏 CIO 清水裕氏</p>	<p>坂本氏:2015年スパークス入社、海外機関投資家マーケティングを担当。2022年カディラを設立 清水氏:日系資産運用会社でアナリスト業務に従事した後、2005年からスパークス、2012年からFM。日本株サステナブル投資戦略を立ち上げ、海外年金・基金等多数の受託実績。2023/7、カディラキャピタルマネジメント取締役CIO・FM就任</p>	<p>サステナブル日本株投資戦略、ロングオンリーでサステナビリティとエンゲージメントを重視した投資戦略。上場株でのインパクト投資手法の普及に貢献。コーチング手法を用いたエンゲージメントによって投資先企業をサポート。</p> <ul style="list-style-type: none"> 2024年1月欧州籍公募投信運用開始予定。欧州投資家を中心に資金を募る

Showcased EM 3/5 (計15社 順不同)

会社名	起業の経緯・経歴	運用戦略・特徴
<p>IAパートナーズ 代表取締役社長 村上 寛氏</p>	<p>住友銀行出身。リーマン・ブラザーズで日本のM&Aアドバイザー統括マネージングディレクター等を経て、サーベラスジャパンにてPE投資のソーシング担当常務執行役員。2009年DBJ-IA設立と同時に代表取締役社長に就任。</p>	<p>民間のパイアウト資金が不足している製造業等の中堅企業、グローバルニッチトップ企業を投資対象。SDGsやESGの観点も包含しながら、投資期間を超えた持続的な成長を支援。</p> <ul style="list-style-type: none"> • JDSC (AIやデータサイエンスを活用したIT開発・コンサル) 及び コーチ・エイ (コーチングによる人材育成・組織開発・リーダーシップ開発) と戦略的な業務提携。投資先企業にJDSCのAIソリューションやコーチ・エイの人材・組織開発支援を展開 • JICのLP投資先ファンド (2022)
<p>D Capital 代表者 仁木 準氏 木畑 宏一氏 梅津 直人氏 重光 孝司氏</p>	<p>仁木氏:GS出身。マーチャント・バンキング部門にて投資業務に従事。 木畑氏:医師、マッキンゼーを経て、ユニゾン・キャピタルでヘルスケアセクター立ち上げに貢献。 梅津氏:シティ、SMBC日興を経てユニゾン・キャピタルにてヘルスケア投資を指揮。 重光氏:GS、ユニゾン・キャピタルを経て、トパーズ・キャピタルの立ち上げに貢献。</p>	<p>「DX×パイアウト」をコンセプトに掲げ、投資とデジタルの人材から構成されるPE。「人・テクノロジー・資本をつなげ、社会の心を動かす」というPurposeのもと、事業承継や事業再編、再構築に取り組む中小企業に投資し、経営とDXによる企業価値向上を支援。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 現在、315億円のファンドを運用
<p>フロンティアキャピタル 代表取締役社長 CEO兼COO 大西 正一郎氏</p>	<p>弁護士登録、1997年パートナー弁護士に就任。2003年産業再生機構、2007年フロンティア・マネジメント設立、JAL再生TF等歴任。2022年代表取締役社長 CEO兼COO 就任。</p>	<p>金融機関等から種類株式で募った資金を株式会社として直接投資し、当事者として経営執行及び経営人材の派遣を行い、投資先企業の長期的な企業価値向上を図ることを目的とした投資事業。 中長期的にわたり投資先企業のビジネスモデルの変革や業界再編による成長を図ることを企図。</p> <ul style="list-style-type: none"> • ゆうちょ銀行等による出資(2023/1) (アンカー ゆうちょ銀行、福岡銀行、横浜銀行)

Showcased EM 4/5 (計15社 順不同)

会社名	起業の経緯・経歴	運用戦略・特徴
<p>マラトンキャピタル パートナーズ 代表取締役 小野 俊法氏</p>	<p>独立系大手不動産ファンドでキャリアをスタートし、個人で創業した企業をEXITした後、ACAおよび日本グロースキャピタルにおいて数多くのスモールバイアウトを実行し高い実績を上げた。</p>	<p>事業の承継、新事業創造等により、新たな成長・発展を目指す中堅・中小企業に対して、バイアウト投資及びハンズオン支援により、企業価値向上を行うファンド。 創業者が代表理事を務める一般社団法人日本プロ経営者協会にて、他ファンドにはない1,700名以上のハイレベルなプロ経営者プールを保有するのが特徴。 国内で唯一、海外でのシリアルアントレプレナー経験者が創業し、国内スモールキャップ (※)業界では群を抜いた投資経験数及びリターンのトラックレコードを記録した起業家が創業した独立系の投資会社。(※営業利益で5億以下、売上50億以下程度の中小企業)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中小機構の投資ファンド(マラトン1号投資事業有限責任組合 2023/2)
<p>Fiducia 代表者 柴田 拓美氏 清水 時彦氏</p>	<p>柴田氏:野村ホールディングスCOO、日興アセットマネジメントCEOなどを歴任。2020年6月Fiducia創業 清水氏:GPIF投資戦略部長、ゆうちょ銀行常務執行役員、JPインベストメント社長などを歴任。2020年ゆうちょ銀行退職、同年6月Fiducia創業。</p>	<p>グロース投資戦略(テクノロジー企業) 日本発のリアル・テクノロジー(リアル・テック)およびヘルスケアの分野での革新的でグローバル展開可能な技術やビジネスのグロースステージを主な投資対象とし、ハンズオンによる企業成長の実現を目指す。マイノリティ投資が基本となるが、ケースによってはバイアウト投資も実行。2023年12月末現在で8社に投資。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 第1号ファンドが2022年1月末に32.6億円でファースト・クローズ、2023年12月末で45.5億円、資金調達は継続中
<p>KUSABI 有限責任事業組合 代表パートナー 渡邊佑規氏</p>	<p>三井住友銀行出身。行内公募を活用し2008年よりVCキャリア。グロービスCを経て2021年独立。</p>	<p>シード・アーリー期のリード投資・ハンズオン支援により1兆円企業の輩出を目指す。独自のアクセラレーションプログラム(KUSABI α)による起業創出も行う。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 第1号ファンドをローンチ(2023/3、106億円)ファーストアンカーLPIはSMBC。中小機構、JICほかでFinalクロージング済。

Showcased EM 5/5 (計15社 順不同)

会社名	起業の経緯・経歴	運用戦略・特徴
<p>iSGS インベストメントワークス 代表パートナー 佐藤真希子氏</p>	<p>サイバーエージェントを経て、2006年サイバーエージェント・キャピタルで国内のシード期のスタートアップベンチャー投資に9年間従事。2016年6月設立、代表パートナーに就任。(独立系ベンチャーキャピタルにおける日本初の女性パートナー)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2本のファンドを運用。1本目のファンドは設立5年半で元本をリクープ • トータルで90社以上に投資(2号ファンドは46%が女性起業家) • 名古屋・山梨県の認定VCに指定 • 1号ファンド・2号ファンドともに「生活の革新者であれ」という投資ポリシーをもとにインターネット産業にとどまらない、医療・飲食・小売・物流・農業・教育などの産業にテクノロジーの力で変革をもたらす幅広いスタートアップに対する投資を実行 • 社会課題の解決(SDGs)を意識したスケールとインパクトが両立する投資先を選定
<p>MPower Partners ゼネラル・パートナー キャシー松井氏 村上由美子氏 関美和氏</p>	<p>1994年ゴールドマン・サックス証券に入り副会長、チーフ日本株ストラテジストなどを務める。「ウーマノミクス」を提唱。OECD出身の村上由美子氏、翻訳家の関美和氏とともに2021/5設立。</p>	<p>ESG(環境・社会・企業統治)を重視したファンドで、国内10社、海外3社に投資。うち4社が女性創業者。ベンチャーキャピタル業界におけるESG重視型の投資の推進を志向。</p>