



Global Asset Owner Survey on EMP

一般社団法人 東京国際金融機構
(FinCity.Tokyo)

As of December 2021

Table of Contents

はじめに	2
Executive Summary	3
回答者の属性	4
EMの定義	5
内部運用と外部運用の比率と運用規模	6
全運用資産に占めるEMへの拠出の割合	7
Ticket SizeとAOのAuMの関係	8
EMへの拠出における支配比率	9
EMへの拠出におけるEM数	10
EMへの拠出におけるアセットクラスの分布	11
EMへの拠出に期待するアドバンテージ	12
EMを探すための情報ソース	13
EMへの拠出において障害となる要素	14

はじめに～本調査の背景と目的～

状況

- FinCity.Tokyoは国際金融都市東京構想実現のため、各種プロモーション活動や政策提言を実施している。
- 構想実現のための施策の一つに資産運用エコシステムの高度化があり、その一環でEMP*推進に向けた各種取り組みを行ってきた。
- 各国金融都市においてもEMPへの取り組みは実施されている。

課題

- これまでの活動の結果、日本国内のEmerging Manager(EM)の数は徐々に増えつつある。
- また、日本国内のEMは海外のAsset Owner(AO)からの関心も集め、資金拠出の実績も積み上がりつつある。
- 一方、これまで数十の国内AOにEMPの意義を説き、その趣旨に賛同を得てきたものの、実際のシードの拠出については躊躇されるケースが大半であった。
- その理由として、十分なトラックレコードが得られないこと、EM選定の専門能力が懸念されること、規模に比して過重となる管理負荷が挙げられている。

目的

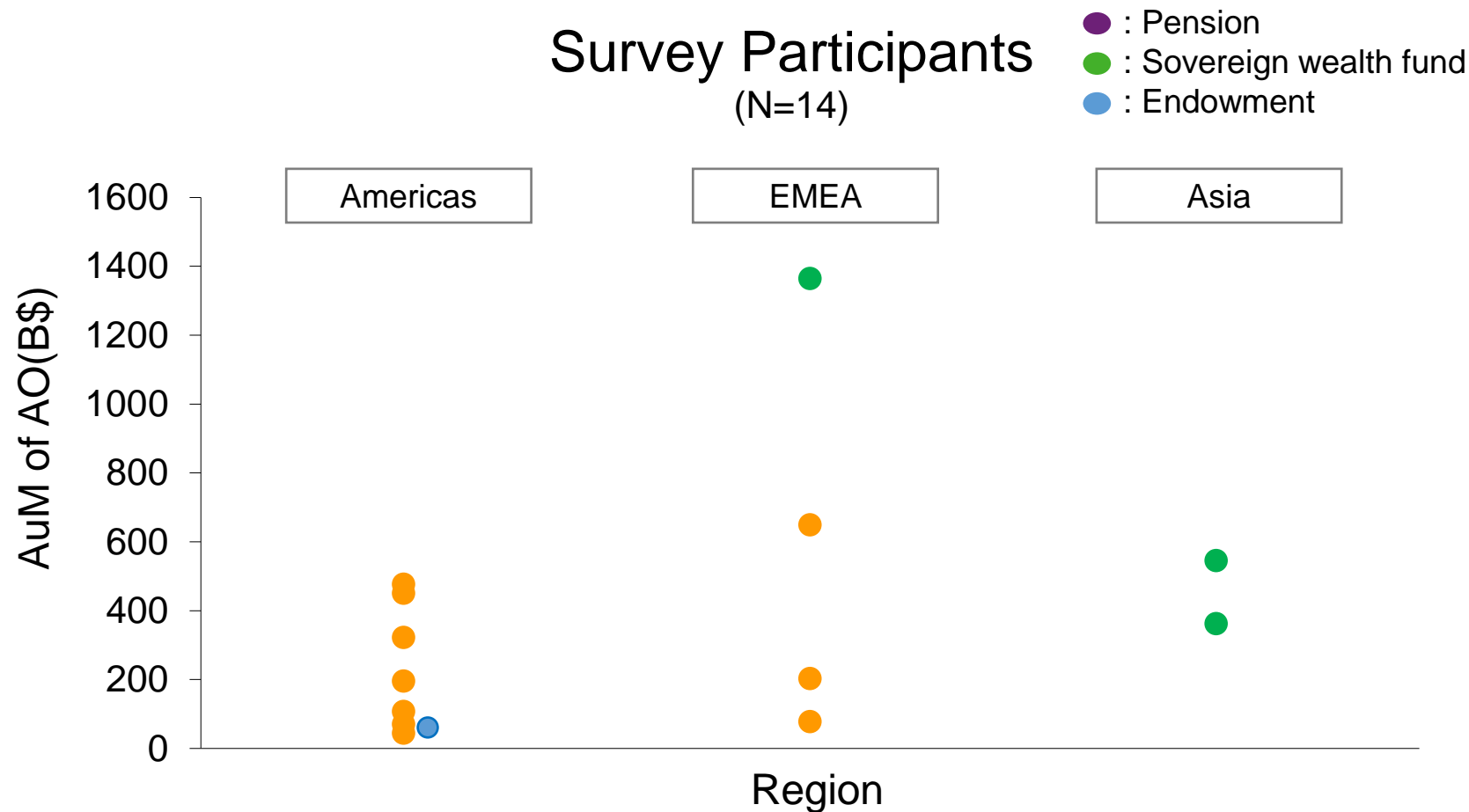
- 諸外国のAOのEMへの資金拠出の考え方につき、主に下記を確認する。
 - ✓ どのような背景・目的でEMへの資金拠出を行っているか
 - ✓ EMへの資金拠出の方針（選定基準・拠出額等）どう定めているか
 - ✓ EMへの資金拠出のリスクをどのようにコントロールしているか
- また、調査結果を国内AOに発信し、EMへの資金拠出推進の一助とする。

*Emerging Managers Program: 新興資産運用者シード拠出プログラム（2017年より推進（2019年FCT設立までは東京都が主導））

Executive Summary

- 全世界の運用資産規模が大きいAO14社にインタビューを実施。回答者のAuM (Asset under Management) 総額は約4.6T USD。
- EMの定義として、設立からの年数については上限を定めていないAOが8割超を占める一方、AuM規模は概ね1B～2B USDの範囲に収斂した。
- AuM規模の大きいAOほど、内部運用比率が高くなる傾向が見られた。
- EMへの資金拠出はAuM総額の1%前後及びそれ未満であるAOが大半を占めた。
- EMに対するTicket Sizeは50M USD前後及び200M USD前後に二極化する結果となった。
- EMへの資金拠出はMinority拠出のケースが4割超と最も多いが、支配力確保を求めるAOも存在する。
- 拠出するEM数は10-30程度が半数を占めた。一方、100を超えるEMに拠出するAOも存在した。
- EM経由の投資もAOのポートフォリオの一部であり、特定のアセットクラスへの偏りは見られなかった。
- EMへの拠出の目的としては、高いリターン確保やAOの能力の補完等が挙げられた。
- EM発掘のアプローチは、社内人材のネットワーク (In-house) を用いるケースが6割程度を占めた。
- EMへの拠出の障害となる要素はReputation Riskが最も多く、パフォーマンスに対する懸念や管理負荷の懸念を上回った。

本件調査のインタビュー対象は14社。全世界で地域を問わず、属性も Pension、Sovereign Wealth Fund (SWF)、Endowmentと幅広く実施。運用資産規模が大きい先を中心に選定しており、回答者のAuM総額は約4.6T USD。

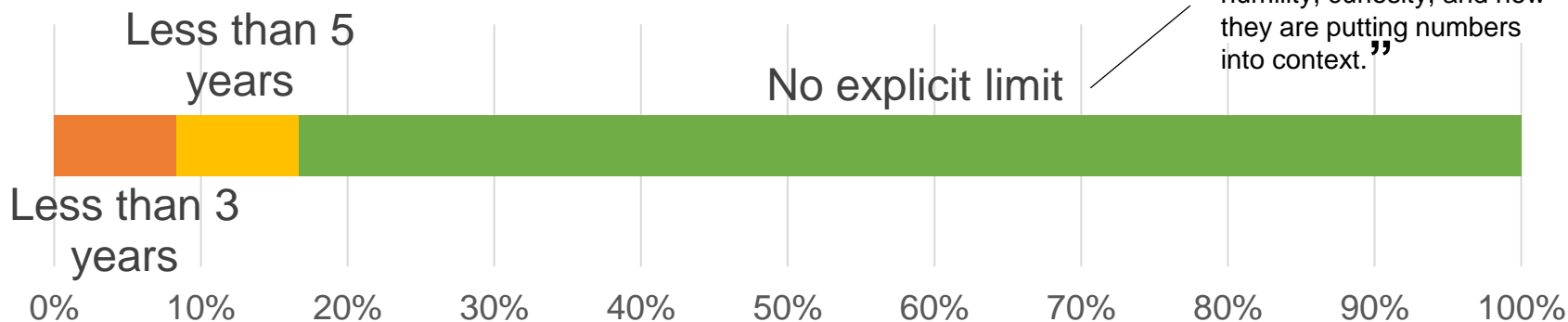


EMの定義について、設立からの年数については特に明確な上限を設けないとの回答が多い。AuMサイズは2B USD以下の範囲に収斂した。

Tenure of EM

(N=12)

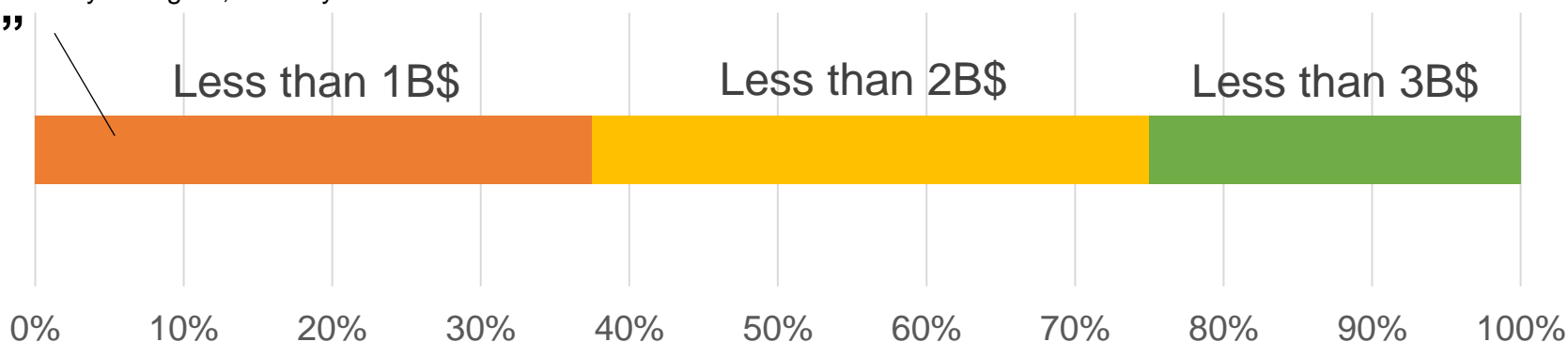
“We don't care about past performance – it's all about humility, curiosity, and how they are putting numbers into context.”



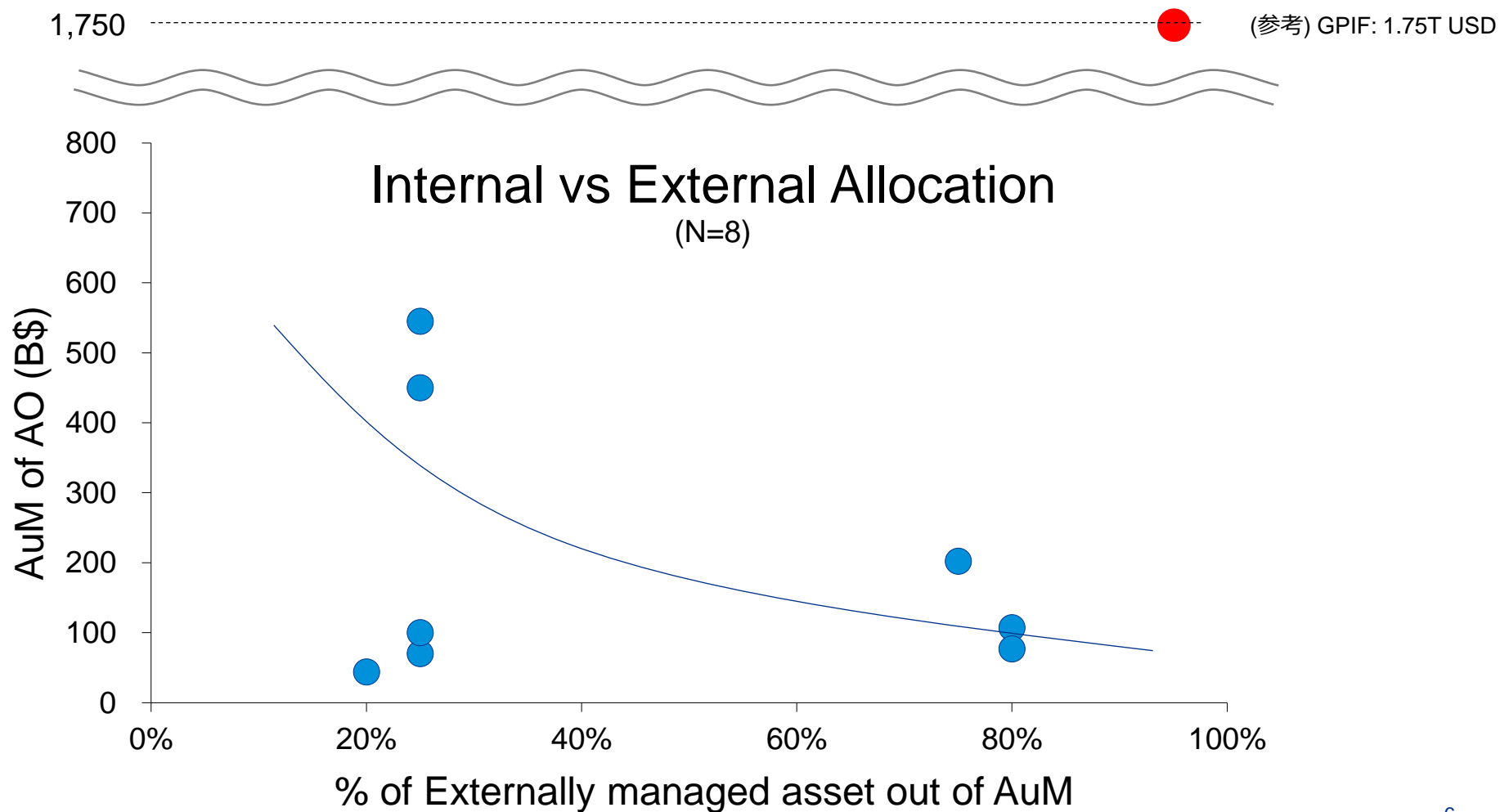
“The best returns are usually when a manager is new with a smaller pool of assets – the risk may be higher, but they fight harder.”

Size of AuM

(N=8)

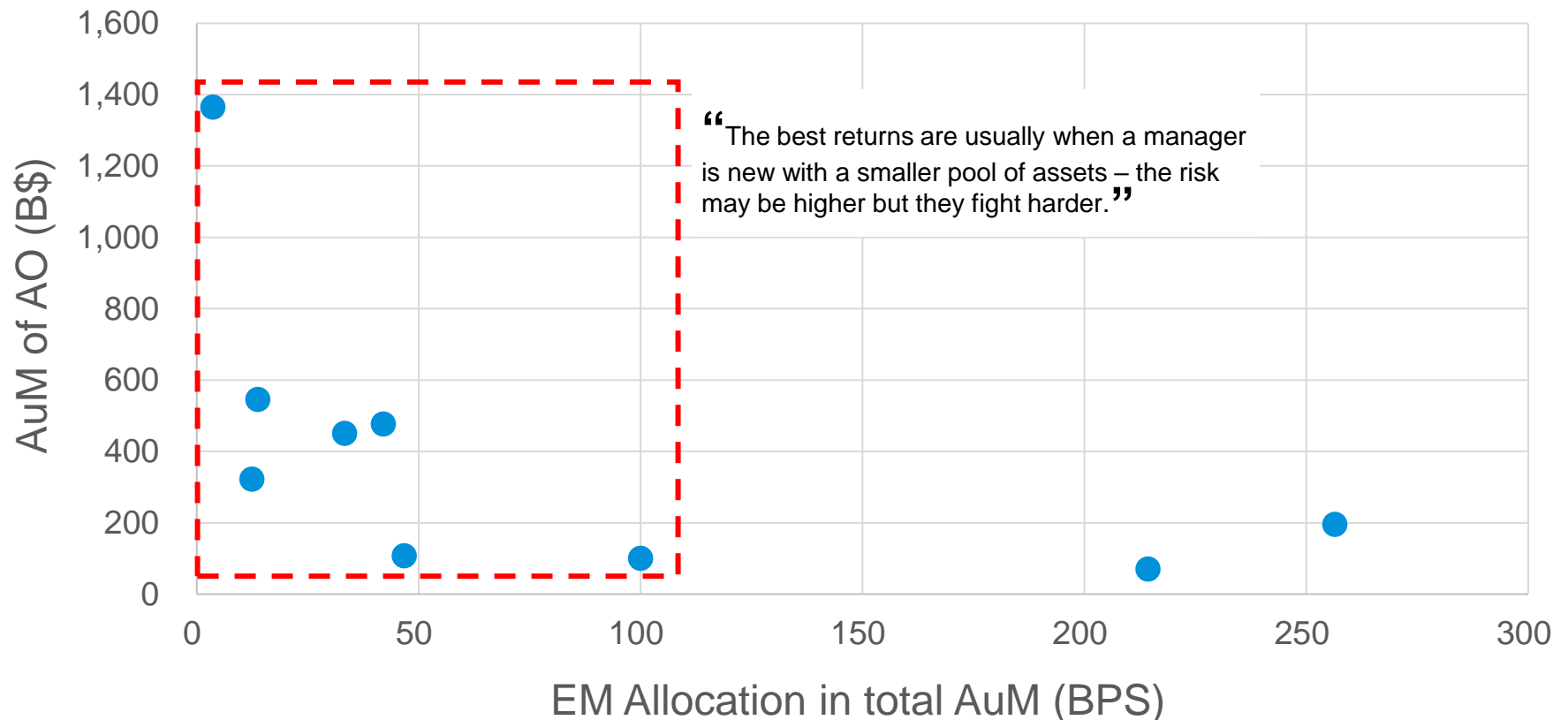


運用資産アロケーションの内外比率については、資産規模が大きいほど内部運用比率が高くなる傾向が見られる。

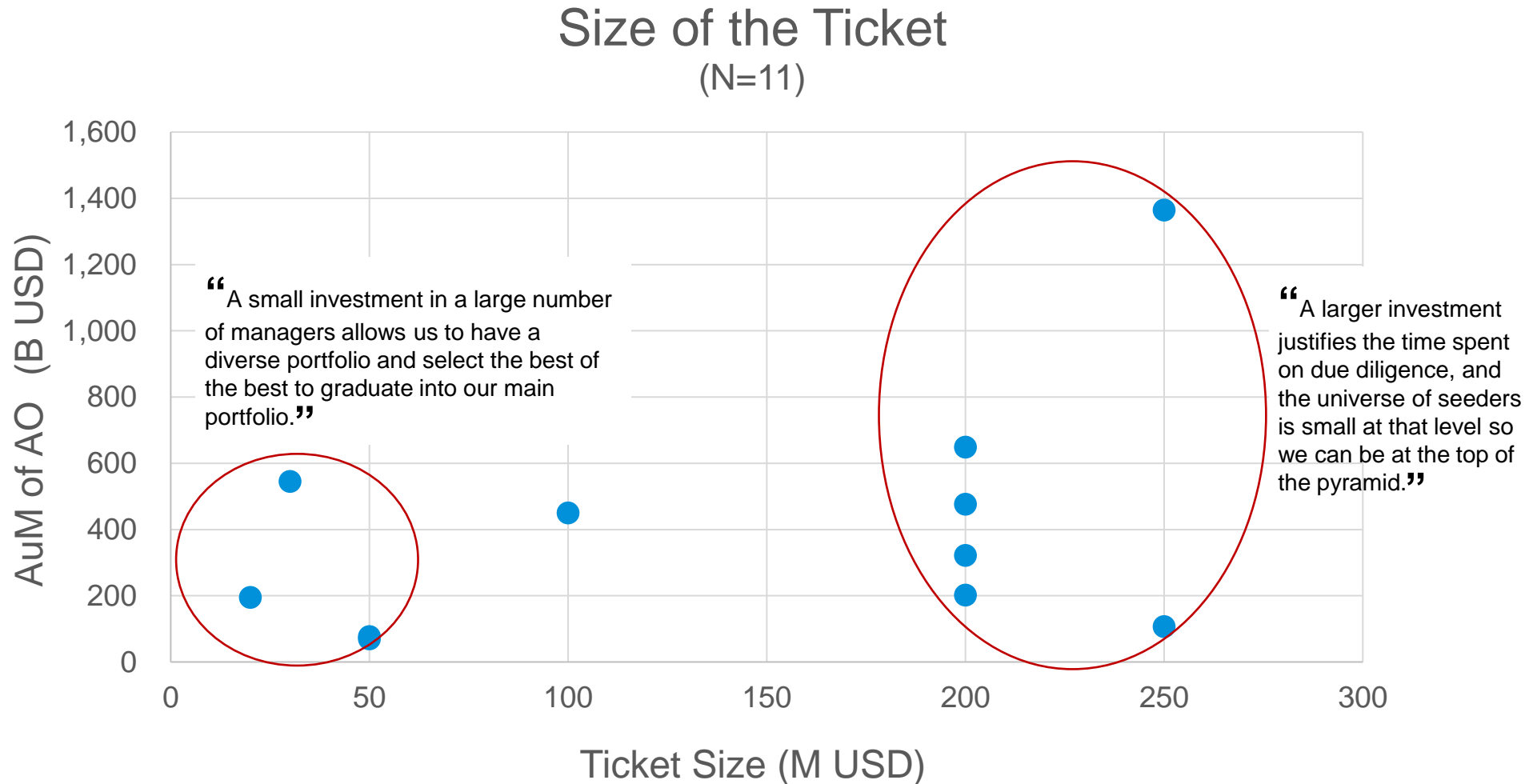


各AOの運用資産総額に対するEMへのアロケーション比率は、AuM規模に関わらず概ね0.5%前後に集中している。

EM allocation as proportion of total AuM (N=9)



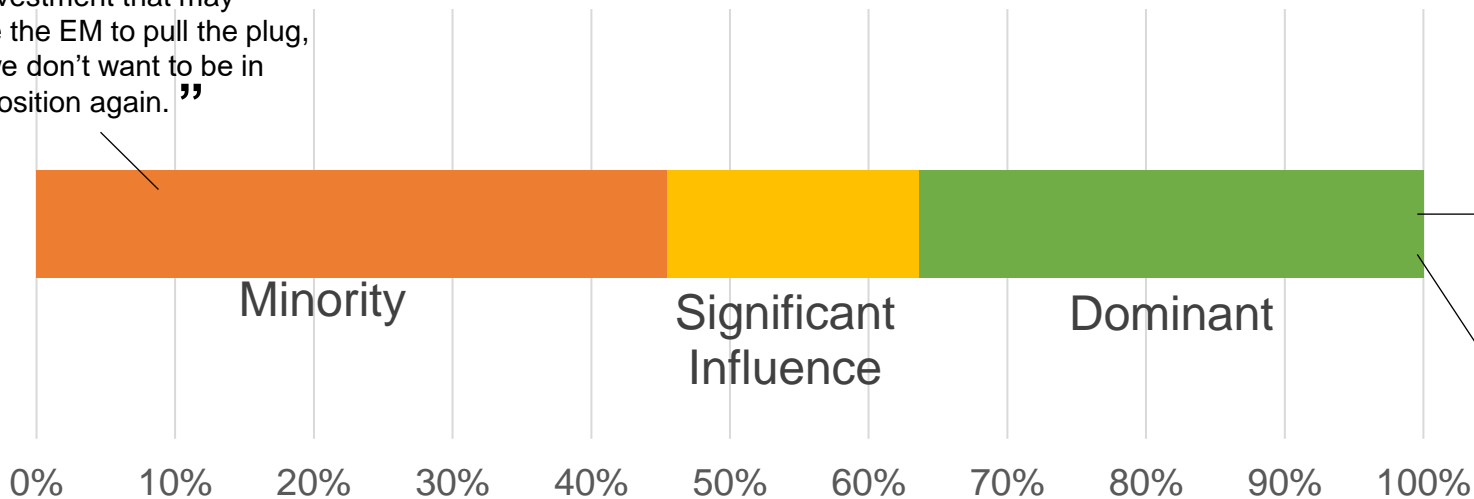
EMのTicket Sizeは二極化しており、50M USD前後と200M USD前後に集中している。



EMへの資金拠出は、Minority拠出に徹する割合が4割超と最も高い。一方で、明確にEMに対する支配力を高めるというポリシーを持つAOも存在する。

level of EM control (N=11)

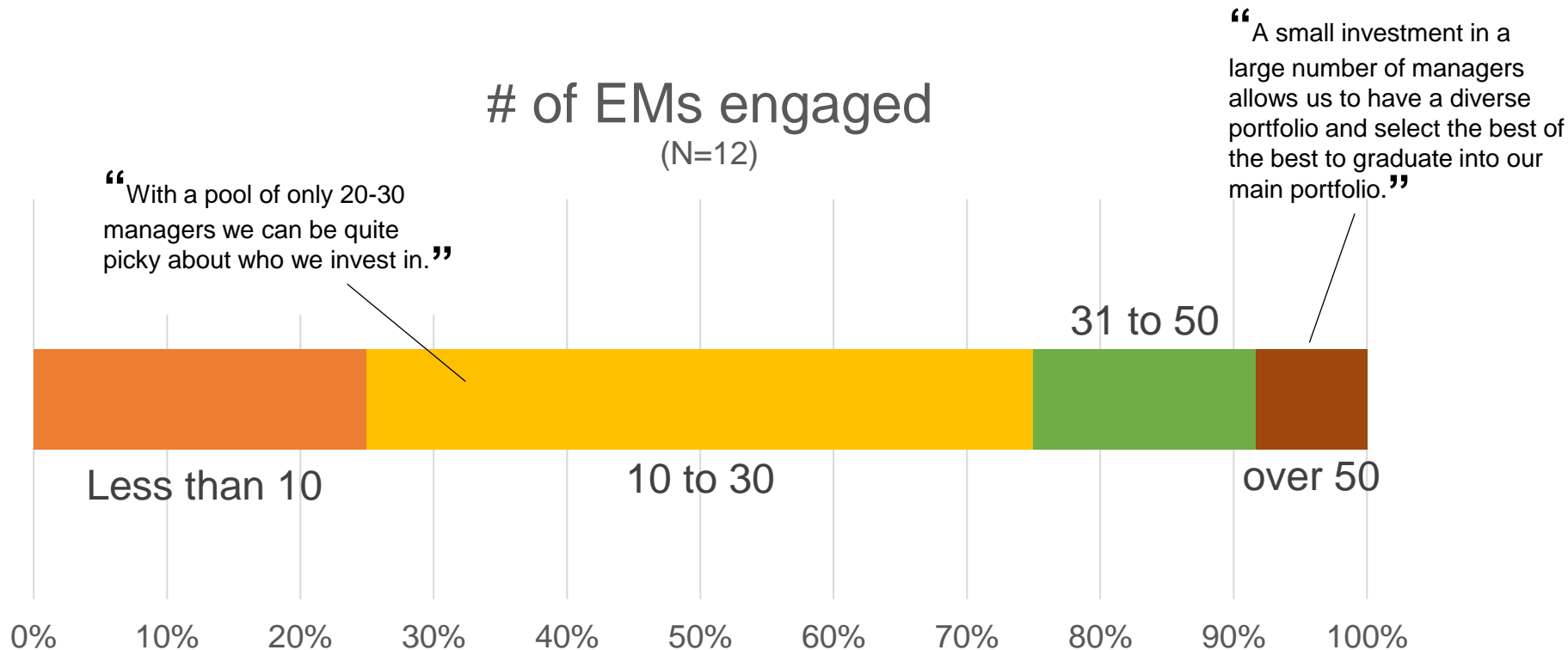
“If we have a high percent ownership and need to exit the investment that may cause the EM to pull the plug, and we don't want to be in that position again.”



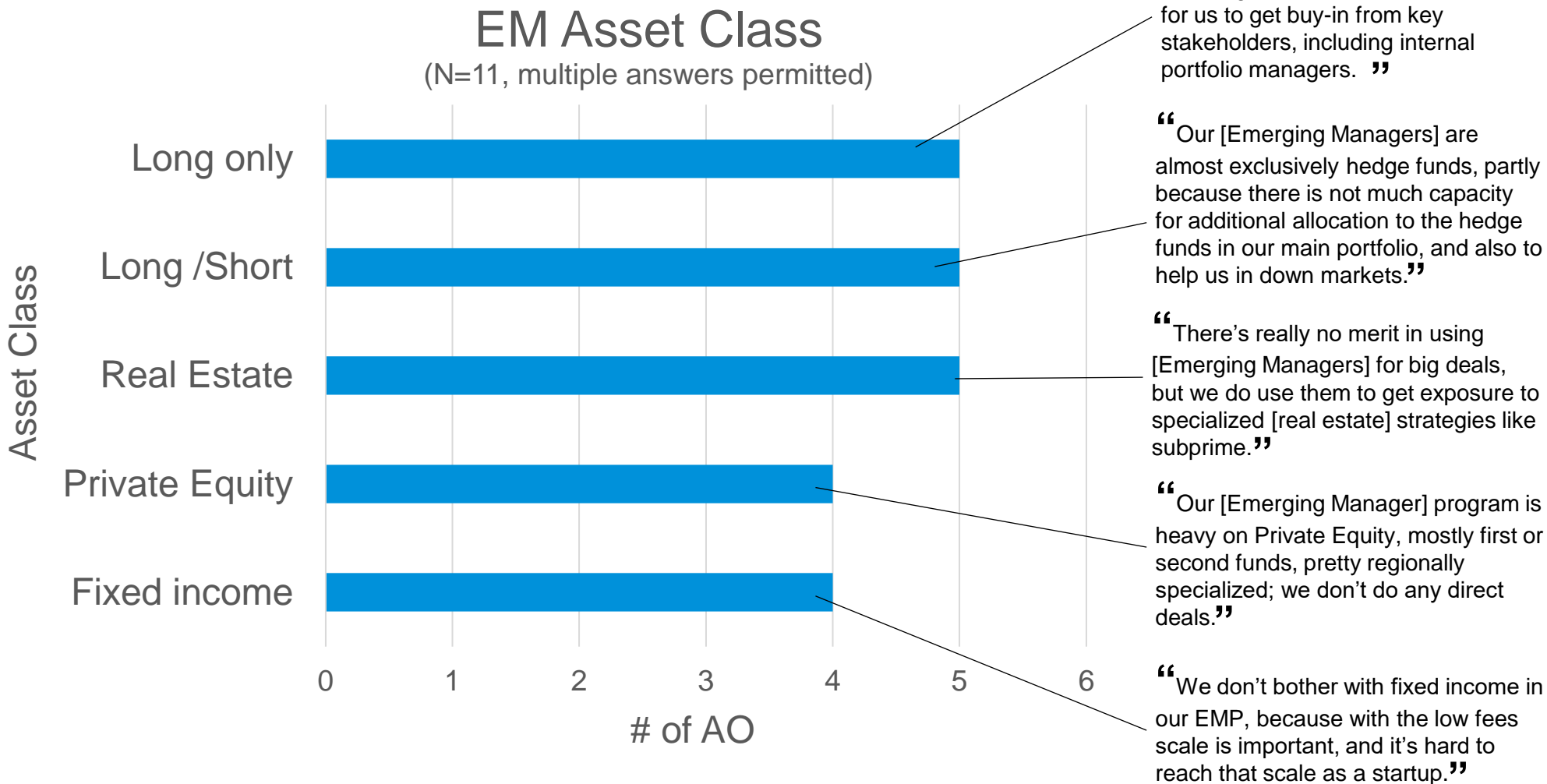
“We are very hands-on with the majority of our EMs, including even helping them make hiring decision – it is in our own economic interest to have more control and help them be successful.”

“It is difficult to invest in a manager that has preferable terms with a different investor.”

各AOが拠出するEM数は10-30程度が半数を占めた。一方、100を超えるEMに拠出しているAOも存在した。



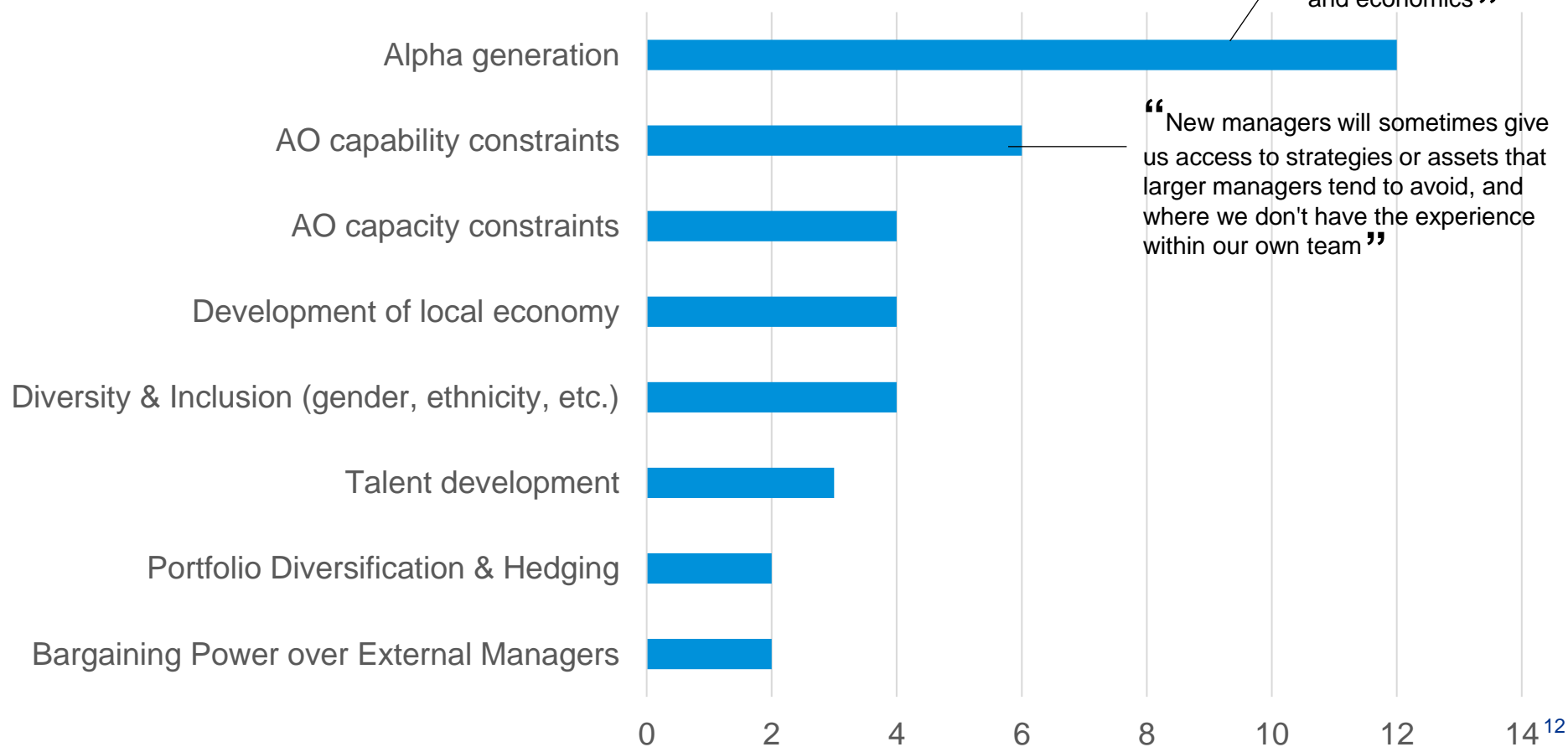
AOはEM経由の投資もポートフォリオの一部として認識しており、特定のアセットクラスへの偏りは見られなかった。



EMへの拠出の目的としては、高いリターン（アルファの創出）やAOの専門性の補完等が挙げられた。

Why Are you investing with EM?

(N=12, multiple answers permitted)



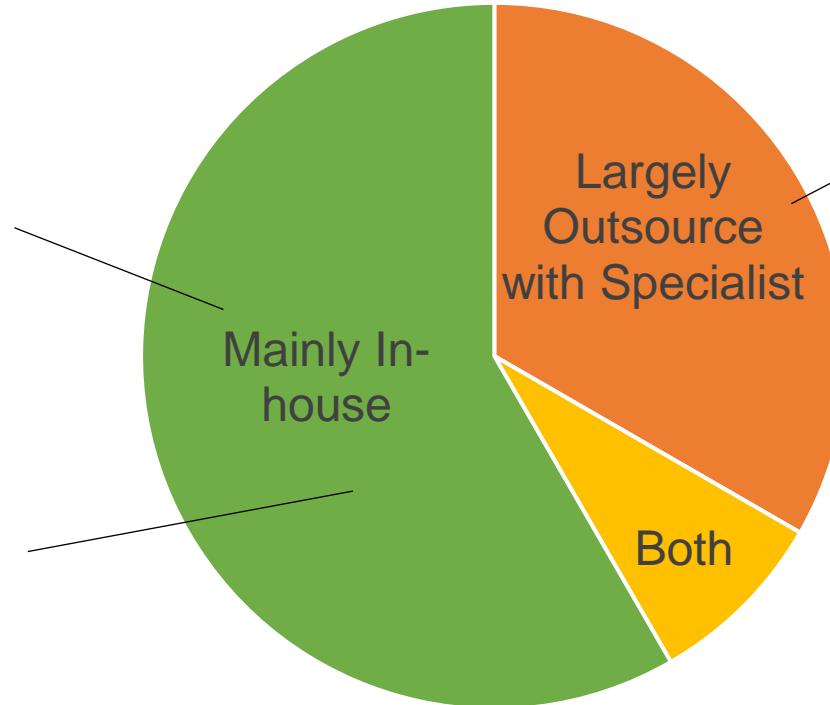
EM発掘のアプローチは、担当者独自のルート等を用いるIn-houseが6割程度を占めた。

How do you conduct EM Search?

(N=12)

“We do all searches and due diligence ourself and are very selfish about keeping the information to ourselves except on an ex-post basis.”

“In normal times I and my team are on the road about 200 days a year meeting with current and potential new managers.”



“Using [external advisors] extends our reach and takes away a lot of the due diligence burden, but the decision making still lies with us ”

EMへの拠出において障害となる要素はReputation Riskが最も多く、パフォーマンスや管理負荷の懸念を上回った。

Top 4 Obstacles of EM Allocation

(N=9)

Reputation Risk*1

“When you're a public pension like we are and your mandate is handed to you from elected officials, you sense a strong aversion to any kind of negative publicity.”

Lack of risk control experience

“We don't hand-hold with new managers...we want them to be fully responsible for their own investments, including middle-back operations.”

Challenges with Performance*2

“It's actually really hard to pinpoint the source of underperformance, or even outperformance.”

Cost Performance(High DD cost/
High Management Burden)

“We set our initial ticket size pretty high intentionally, to justify the time we spend on due diligence.”

0 1 2 3 4

*1 EM自体が不祥事を起こすリスク / 成功に至らなかったEMとの契約を打ち切ることに対するレピュテーションリスク (Hedge fundを利用する際に悪印象を持たれる可能性)

*2 EM投資のパフォーマンスが期待値に満たないケースがある

For more information, please follow FinCity.Tokyo's social media

More information

<https://fincity.tokyo/en/>

