

海外における年金基金における インハウス運用の状況について

年金部会 ヒアリング資料

2016年1月12日

アジェンダ

1

大手グローバル年金基金においてインハウス運用
およびオルタナティブ投資が占めるシェア

2

オルタナティブ投資において直接および共同投資が
占める割合が増えている

3

インハウス運用が全体に占める割合と過去5年間の
運用実績

4

OTPPおよびNBIMにおけるインハウス運用についての
ケーススタディ

5

インハウス運用のメリットおよび課題

1 インハウス運用が占めるシェアおよび運用実績

多くの大手・準大手年金基金では、保有資産のほとんどを既にインハウスで運用

年金基金	国名	運用資産規模 十億	インハウス運用および外部委託の シェア(概算) ¹		オルタナティブ投資が 占める割合(PE、イン フラ、RE、その他) %	オルタナティブ投資の実例	5年間の正味収益率 (年率換算) ²	上場株式の議決 権行使
			インハウス運用	外部委託				
GPIF	日本	1,135 USD	28	72	0		6.0	
NBIM Norwes Bank Investment Management	ノルウェイ	789 USD	95	5	3	▪ 100億ドル相当の不動産 (RE)を10の都市で保有	7.3	✓
ADIA	UAE	773 USD	35	65	22		N/A	非公開
中国投资有限责任公司 CHINA INVESTMENT CORPORATION	中国	653 USD	32	68	26		6.4	非公開
البنك الاستثماري القطري	クウェイト	592 USD	60	40	N/A		N/A	✓ 取締役会構成 員の選出のみ
NPS	韓国	455 USD	66	34	10	▪ アジア RE ポートフォリオを 保有	5.8	✓ 1%を上回るポ ジションに特化
apg	オランダ	440 USD	80	20	12		N/A	✓
GIC	シンガポール	320 USD	80	20	16		6.5	非公開
CalPERS	米国	289 USD	69	31	20	▪ 20億ドル相当の森林地を 保有	10.7	✓
CPP INVESTMENT BOARD	カナダ	273 CAD	90	10	40	▪ 英国の港湾の持ち分を24 億ドル相当保有	12.3	✓ ISSが支援
Caisse de dépôt et placement du Québec	カナダ	240 CAD	90	10	29	▪ Ivanhoé Cambridgeを保有 (230億ドル相当)	9.6	✓ 12%の反対
CALSTRS	米国	194 USD	45	55	23	▪ REファンドに9億ドル投資	12.1	✓ 5%の反対
PGGM	オランダ	185 USD	70	30	13	▪ 4億ドルでスペインのインフ ラ関連企業を買収	N/A	✓ ISSが支援、 19%の反対
TEACHERS' PENSION PLAN	カナダ	155 CAD	80	20	31	▪ Cadillac Fairview社を所 有(220億ドル相当)	11.7	✓
PSP INVESTMENTS	カナダ	112 USD	40	60	30	▪ 風力、太陽光発電関連イン フラに20億ドル相当投資	11.7	✓ 98%が行使 8%が反対
OMERS	カナダ	72 CAD	88	12	42	▪ Oxford Propertiesを所有 (220億ドル相当)	7.9	✓ Risk Metrics が支援

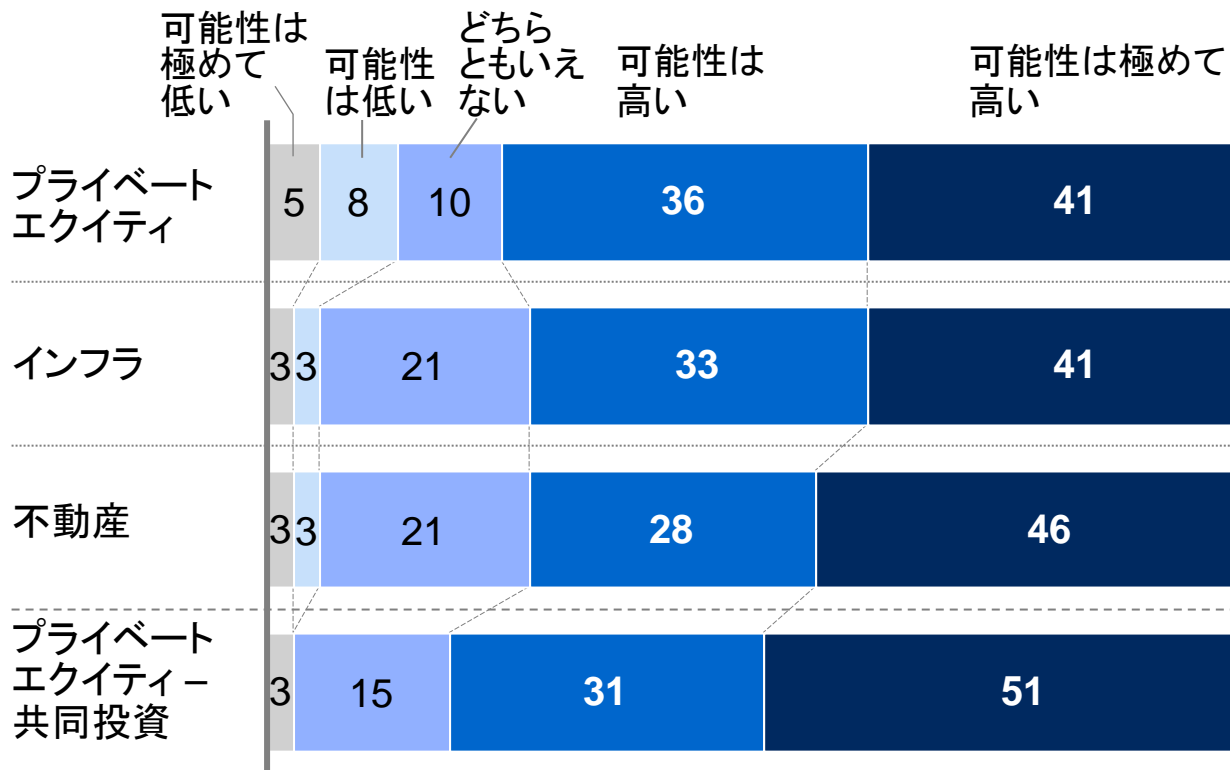
1 概算は面談、年次報告書および内部分析結果に基づく

2 年次および四半期報告書に記載された5年間の業績(それぞれ、2014年12月、2015年6月、2015年9月以降のデータ)、一部の年金基金は4年分のデータのみを公表

加えて、大手の年金基金および政府系ファンド(SWF)はオルタナティブ投資におけるインハウス運用のためのケーパビリティを強化する方向

サーベイ: 当該資産クラスにおいて今後5年以内に直接投資を強化するための社内投資を実施する見込みはあるか

%; 回答者数に占める割合



最近の取得事例

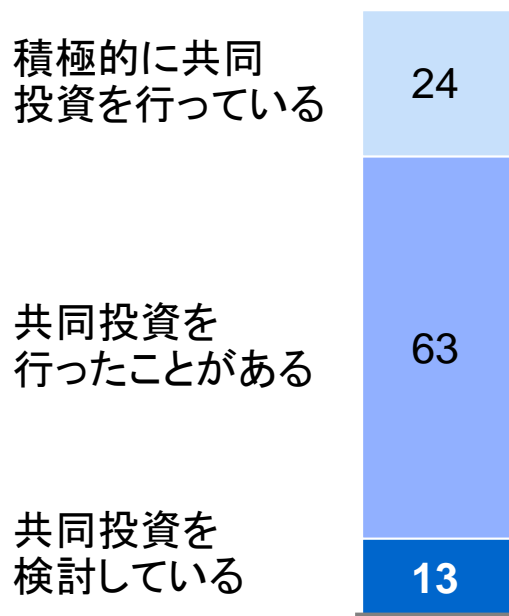
- CDPQはBombardier transport株式の30%を15億ドルで取得
- CPPIB、OMERSおよびOTPPがシカゴの有料道路を28億ドルで取得
- CalSTRSがロンドンのビルを3億ドルで購入
- GICは情報管理事業のVeritasをCarlyleグループに80億ドルで売却

大手年金基金およびSWF50先のうち26先に対しサーベイを実施
(合計運用資産は6.3兆ドル)

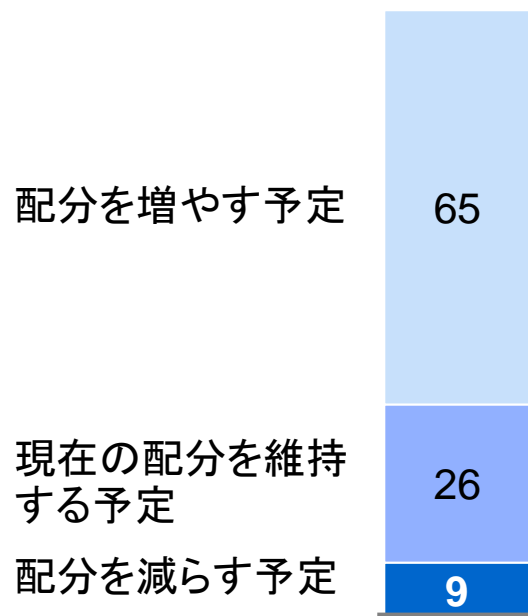
他のサーベイ結果も類似のトレンドを示す - 多くのLPは共同投資のシェアを増やすことに前向き

%

共同投資に関心を有しているLP: 共同投資に対する現時点におけるスタンス



今後の共同投資への配分に対するスタンス

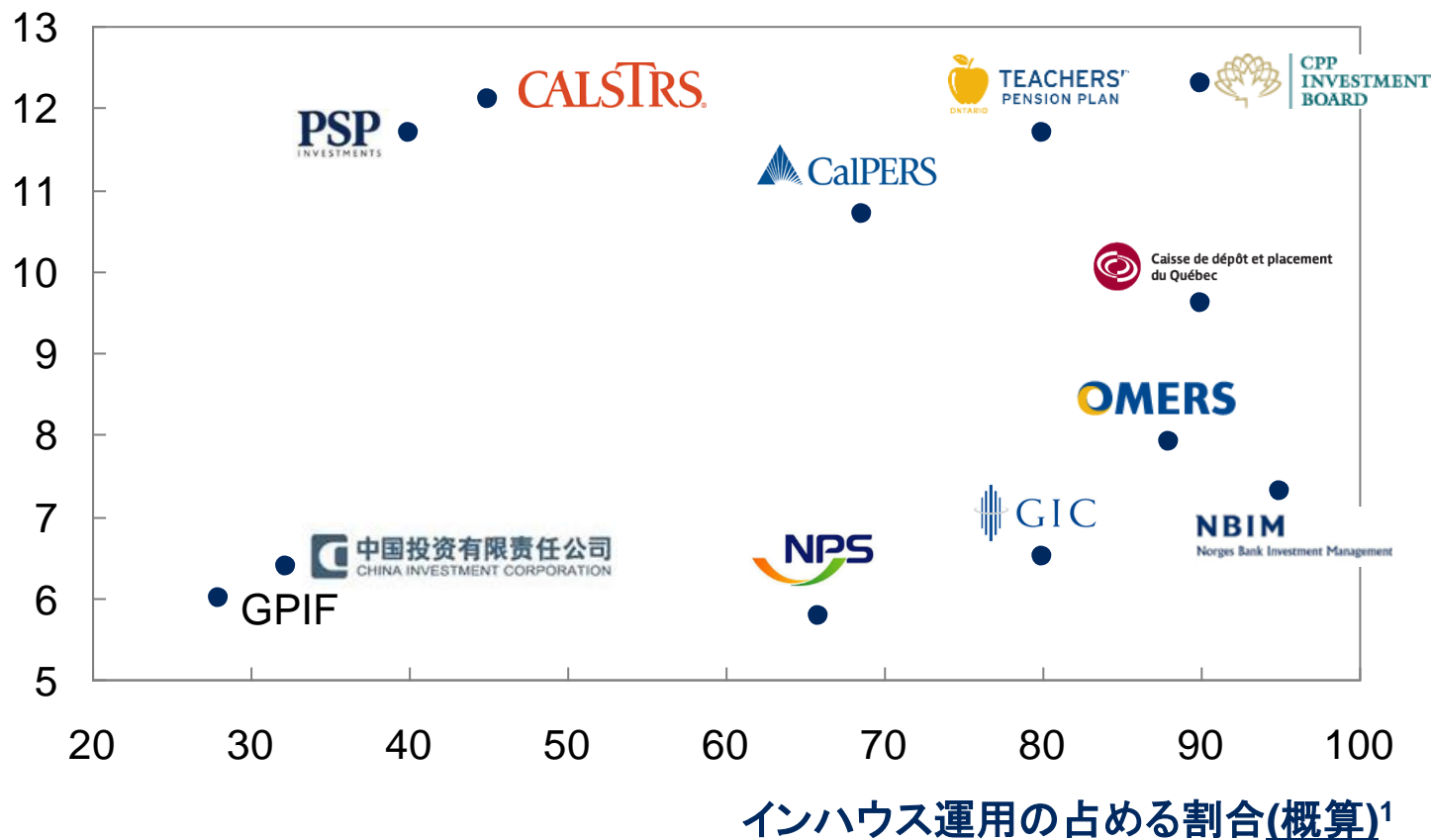


Prequinは、プライベートエクイティファンドの運用者との共同投資を積極的に検討している118先のLPに対しサーベイを実施した

インハウス運用のシェアが高い年金基金は、運用を外部委託している他の年金基金と比較しても、好調な運用実績を計上している

%

運用実績, 5年間の年間収益率²



1 概算は面談、年次報告書および内部分析結果に基づく

2 年次および四半期報告書に記載された5年間の業績(それぞれ、2014年12月、2015年6月、2015年9月以降のデータ)、一部の年金基金は4年分のデータのみを公表

ケーススタディ1 – OTPPは、インハウス運用を20年以上も前に導入

- ～1990 **OTPP 設立。**資産運用については100%を外部委託。社内に資産運用の専門家はいない。180億ドルをディベンチャーで運用
- ～1994 **投資プログラム開始。**ディベンチャーを現金化し、株式および公社債への投資を開始する。取締役会は、収益率の向上のためオルタナティブ投資(プライベートエクイティ等)を検討するが、当時は米国内のプライベートエクイティ市場が存在しなかったため地元の銀行とパートナーシップを結び、直接投資を行った。海外の案件については、プライベートエクイティGPと関係を構築することも多いが、優先共同投資権を好む
- ～1998 **エクイティおよび債券運用をインハウス化。**内部リソースによるプライベートエクイティ投資が成功したため、エクイティおよび公社債投資への投資を強化することが決定された。新規に資産運用担当者を採用し、社内のインフラも整備された。この時点でほとんどの資産はインハウスで運用されている
- ～2000 **インハウスによる不動産投資を強化するために大型買収を実施。**不動産開発会社Cadillac Fairview 社を買収。当該買収により不動産投資は OTPP の得意分野の一つとなる。10年経過時点において、ほとんどの資産クラスはインハウスで運用されている

カギとなるデータ

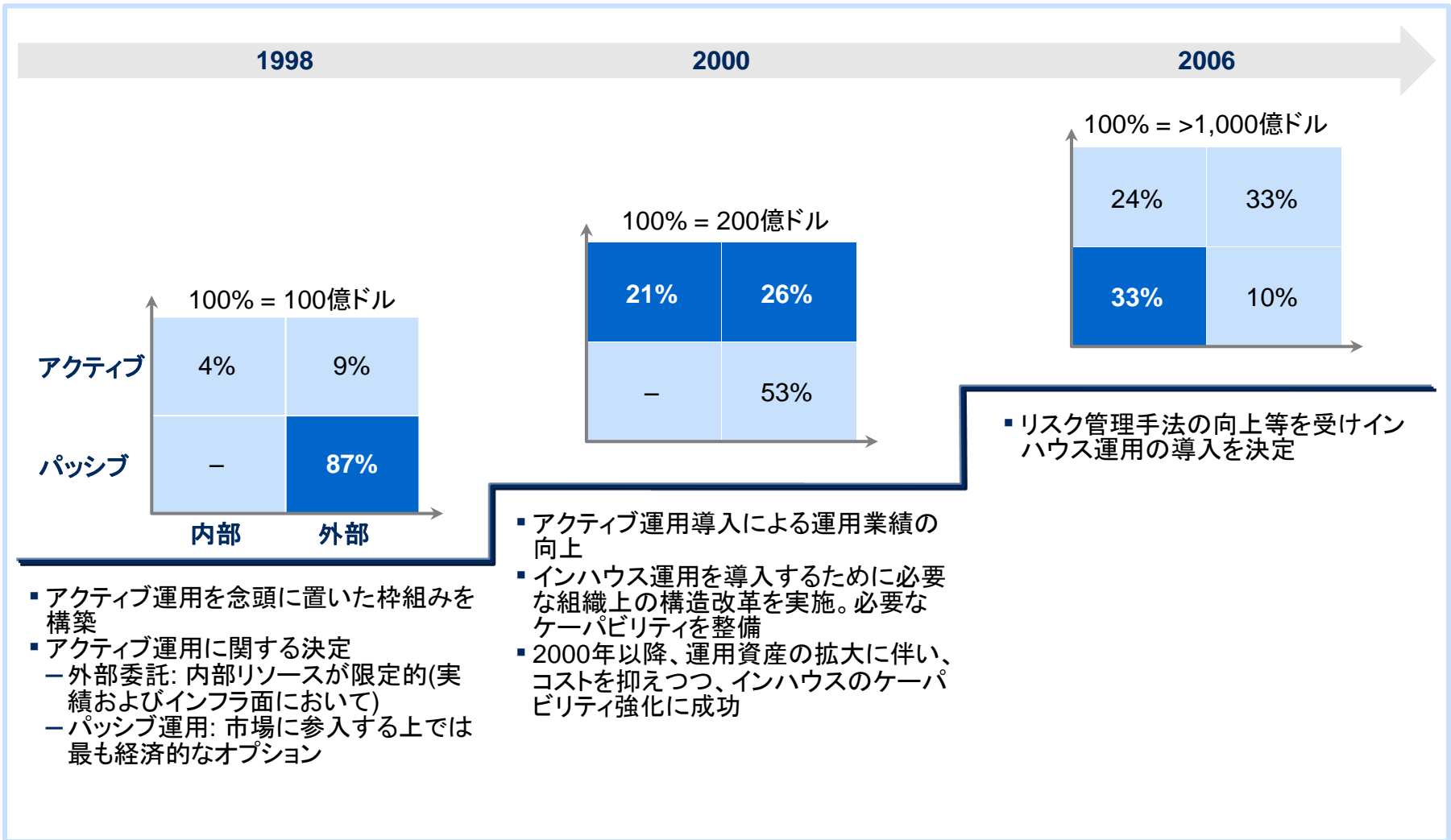
- 1990年以降、年率換算で10.2 %の収益率を計上
- 従業員1,000 人
- トロント、ロンドンおよび香港にオフィスを有する

重要事項

1. 専門家によるガバナンス (資産運用の知識を有する取締役、スポンサーからの独立性を獲得、CEOは、スポンサーではなく取締役会に対し報告する、権限の委譲)
2. 資産運用会社と同様に団体の運営を行う (優秀な人材を採用、費用だけでなく価値に注目、成果主義の文化を導入)
3. インハウス運用の成功に注力 (必要なケーパビリティを特定、構築する)

ケーススタディ 2 – NBIMは、社内リソースの現状を踏まえつつ投資戦略を慎重に進化させ、インハウス運用の導入を実現

■ 鍵となる戦略上の進展



インハウス運用を導入した場合のトレードオフは主に内部管理に関連するもので、特に重要となるのは必要な内部ケープビリティを構築するための優秀な人材の確保となる

インハウス運用のメリット

- 運用を外部委託する場合の手数料よりも職員に給与を支払う方がコストが低いいため、**運用資産規模が大きいファンドにとってはコストの削減を意味する**
- 外部委託の場合と比較して、**受益者のニーズにより合致した運用を行うことができる**
- 資産運用に関する意思決定をより**迅速に**実際の運用に反映することができる (例: 流動性管理や売りのタイミング等)
- **リスク・エクスポージャーをより正確に把握**できるため、ファンド全体のアセットクラスごとに洗練されたリスク管理が可能になる
- 特定のセクター・業界についてファンド**独自の視点を醸成**し、資産配分や各セクターへの投資についての意思決定を洗練させる
- 長期にわたり安定した投資を行う投資家の存在は**投資先企業にとっても有益**

インハウス運用の潜在的な課題

- **ファンドの規模が十分に大きく、かつ適切な人材が確保**できなければ、リスク調整後の**収益率は外部委託した場合と比較して必ずしも高くない**可能性がある
- ファンドは**トップクラスの人材を確保**する必要があるが、ガバナンス上の問題によりこれが困難な場合がある (例: 所在地、規模、報酬体系)
- **インハウスで資産運用に関する意思決定を行うためには必要なケープビリティを構築**する必要がある (投資委員会の設立等)