

オルタナティブ投資について

GPIFにおけるオルタナティブ投資の考え方

- オルタナティブ資産は、上場株式・債券等の伝統的資産とは異なるリスク・リターン特性を有しているほか、伝統的資産よりも流動性が低く、その分高い利回りが期待できることを踏まえ、GPIFにおいては、運用の効率性を向上しつつ超過収益を獲得する観点から、適切にリスク管理等を行うための体制整備を図りつつ、オルタナティブ資産への投資を進めている。
- 現行のGPIFの中期計画においては、インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産をオルタナティブ投資の対象として、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に区分し、資産全体の5%を上限に運用を行うこととされている。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期目標（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第3 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する事項

4. 運用の多様化・高度化

（中略）

オルタナティブ投資については、伝統的資産との投資手法の違いや、市場性や収益性、個別性、取引コストや情報開示の状況等の固有のリスク等があることを踏まえ、ミドル機能及びバック機能の充実を始めとした体制整備を図りつつ、各資産の確かな収益力の向上や流通市場の整備等、市場環境の整備等のオルタナティブ資産固有の考慮要素について十分に検討した上で取組を進めること。また、リスク管理及び収益確保の観点からの検証を継続的に行い、検証結果についても十分に検討した上で取組を進めること。

年金積立金管理運用独立行政法人 中期計画（抄）（令和2年4月～令和7年3月）

第1 国民に対して提供するサービスその他の業務の質の向上に関する目標を達成するためとるべき措置

3. 基本的な運用手法及び運用目標

（6）基本ポートフォリオ

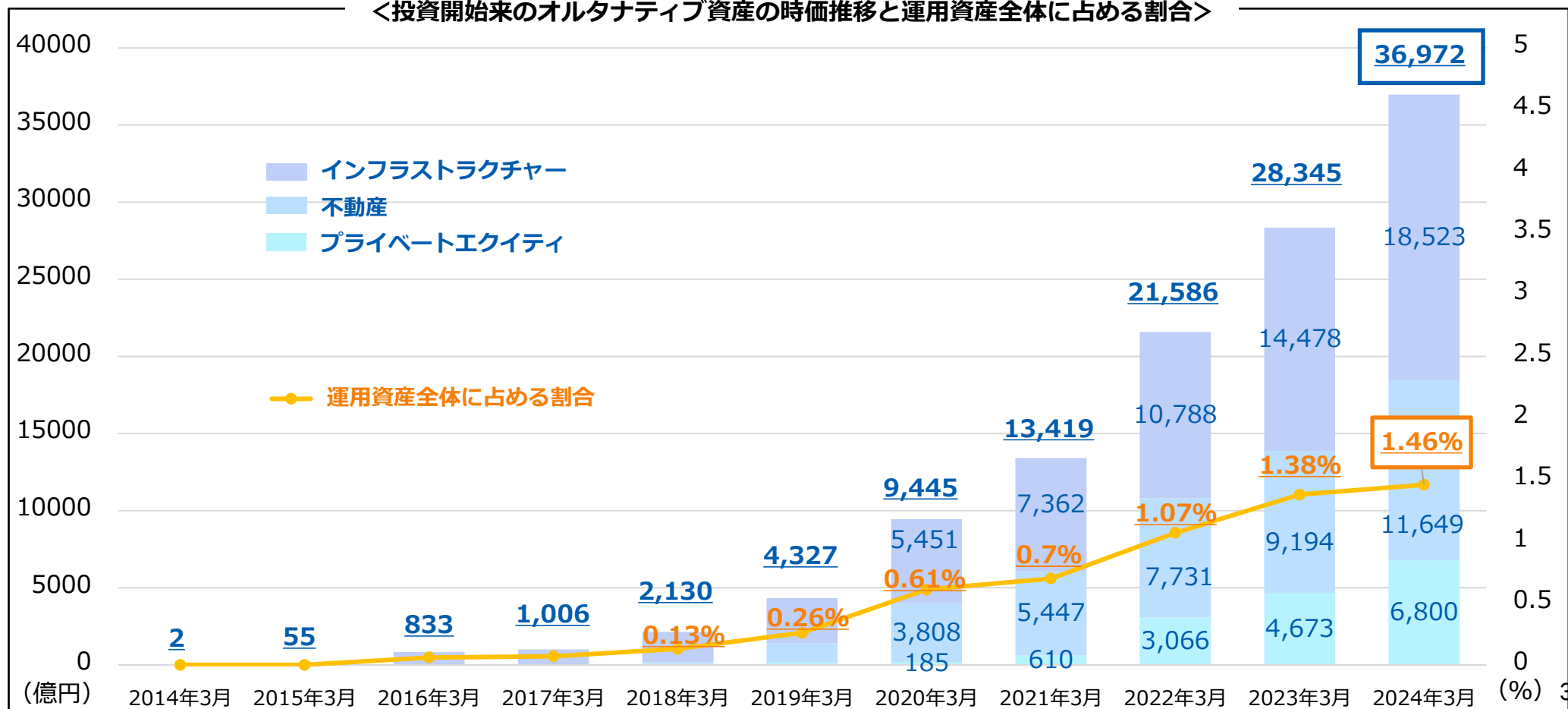
③ オルタナティブ資産運用の在り方

オルタナティブ資産（インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、不動産その他経営委員会の議を経て決定するもの）は、リスク・リターン特性に応じて国内債券、国内株式、外国債券及び外国株式に区分し、資産全体の5%を上限とする。ただし、経済環境や市場環境の変化によって5%の上限遵守が困難となる場合には、経営委員会による審議・議決を経た上で、上振れを容認する。

GPIFにおけるオルタナティブ資産の運用資産残高と割合の推移

- GPIFにおいては、オルタナティブ資産の運用の開始以来、運用資産残高を着実に積み上げ、2024年3月末時点で投資額は3.7兆円（運用資産全体（246.0兆円）に占める割合は1.46%）となっている。
- 一方で、オルタナティブ資産については、伝統的資産と比べて市場規模が小さいことに加え、投資手法が限定されているという制約の下で、GPIFにおいて良質な投資機会の発掘を適切に行うためには時間を要することなどから、運用資産全体の規模が大幅に増加している中で、オルタナティブ資産が運用資産全体に占める割合は1%台で推移している。

＜投資開始来のオルタナティブ資産の時価推移と運用資産全体に占める割合＞



G P I F におけるオルタナティブ投資を推進するための体制整備の取組

● 専門部署の設置

- ・ 2015年1月にオルタナティブ投資を担当する専門の部署として「オルタナティブ投資課」を設置。その後、専門性とマネジメント機能の強化等を図る観点から、2016年3月にオルタナティブ投資室、2023年4月にオルタナティブ投資部に格上げ。
- ・ オルタナティブ投資の専門人材の採用を推進。（2024年4月1日現在、オルタナティブ投資部20名）

● リスク管理体制の強化

- ・ オルタナティブ投資の本格化に伴い、オルタナティブ投資部のフロント（投資担当）・ミドル（リスク管理担当）、運用リスク管理部による重層的なリスク管理体制を構築し、オルタナティブ資産のリスク管理を強化。
- ・ 2023年度からオルタナティブ資産の運用リスク管理について以下のような取組を実施。
 - インフラストラクチャーと不動産について、その資産特性を踏まえ、伝統資産と別でリスク管理する運用を開始。
 - オルタナティブ資産と伝統資産の運用パフォーマンスをより正確に比較可能な計測法を開発し、超過収益率の算出を開始。

● 法務体制の強化

- ・ 2021年3月に法務体制・機能の拡充・強化のために法務室を設置。法務室において、専門職員を配置するとともに、外部の専門家も活用し、契約書類のレビューなど、個別性の高いオルタナティブ投資に対する法的支援を実施。

GPIFにおけるオルタナティブ投資の投資手法①

投資信託

- 投資信託受益証券を取得する投資手法。
- GPIFは、機関投資家との共同投資協定に基づき、オルタナティブ資産を投資対象とする投資信託受益証券を取得。
- 投資信託の運用者が個別の投資案件に関する投資判断を実行。

<運用実績>

採用ファンド数（2024年3月末日時点）：2ファンド

運用資産残高（2024年3月末日時点）：2,481億円

ファンド・オブ・ファンズ投資（投資一任形態）

- GPIF 向け仕様のマルチ・マネジャー戦略（複数のファンドに分散投資する戦略）を主に活用した投資手法。
- GPIFは、各オルタナティブ資産の運用スタイルごとにマルチ・マネジャー戦略を実行する運用受託機関を選定し、個別の投資判断を全て運用受託機関に一任。
- 運用受託機関が、複数の投資ファンドへの投資判断を実行。

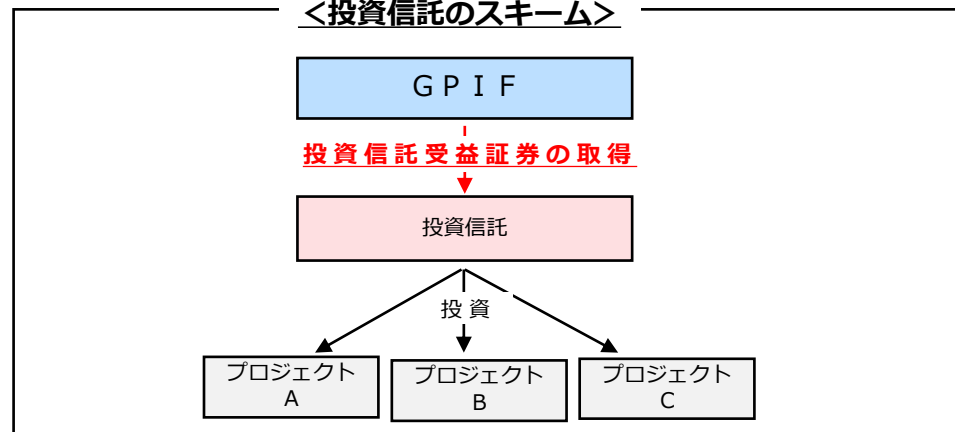
<運用実績>

採用ファンド数（2024年3月末日時点）：15ファンド（※）

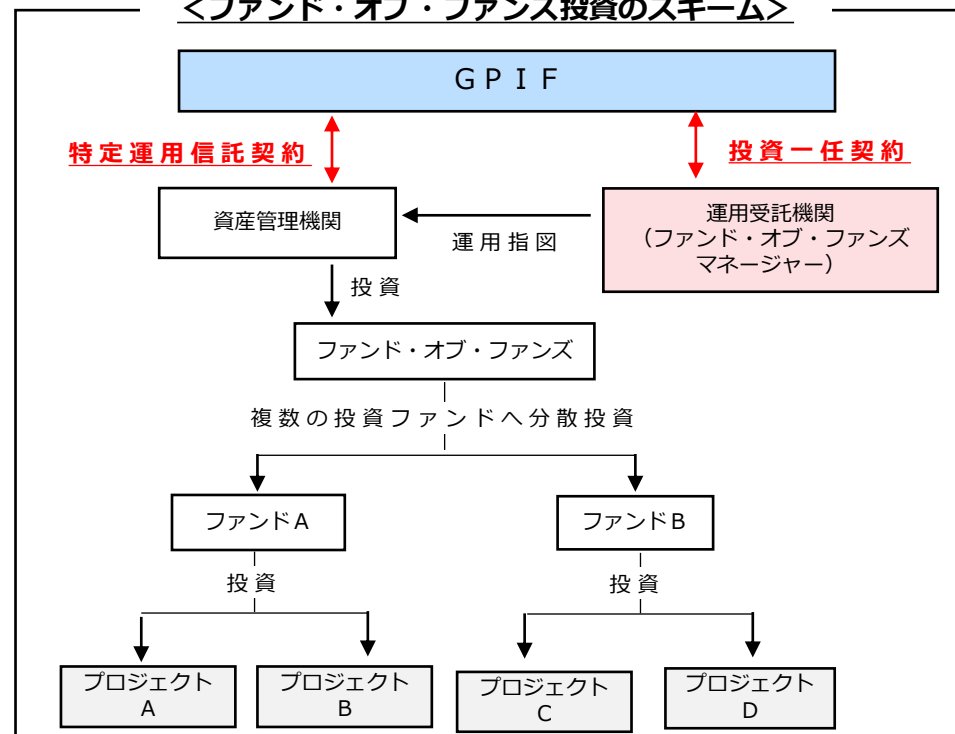
運用資産残高（2024年3月末日時点）：3兆4,180億円

※投資一任契約で行うシングル・ファンド形式1件を含む

<投資信託のスキーム>



<ファンド・オブ・ファンズ投資のスキーム>



GPIFにおけるオルタナティブ投資の投資手法②

投資事業有限責任組合（LPS）

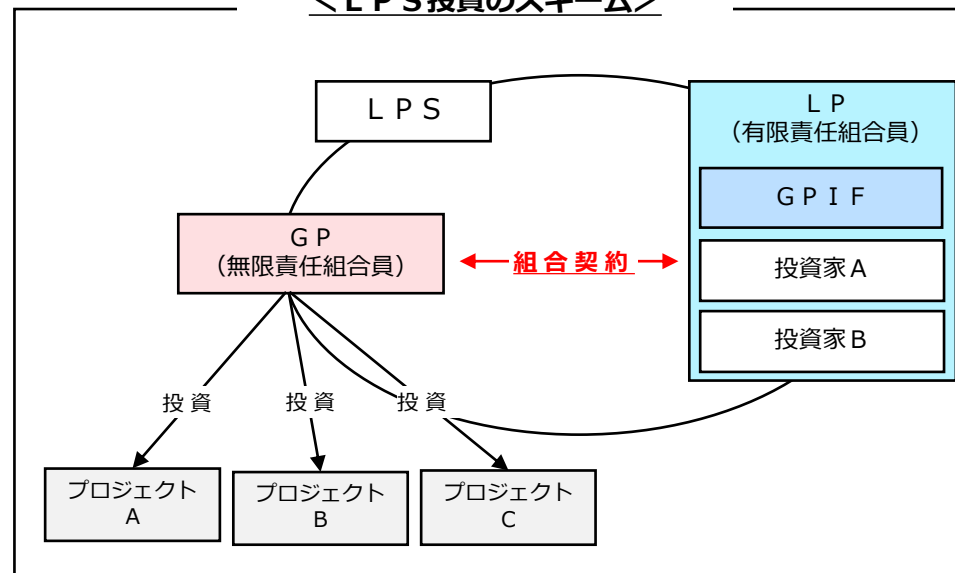
- 投資事業有限責任組合（業務を執行する無限責任組合員（General Partner (GP)）と有限責任組合員(Limited Partner (LP))が出資を行い、その出資金を基にして共同で投資を営む組合）を通じた投資手法。
- GPIFは、年金部会・資金運用部会での議論を経て設定された下記の要件の下、各オルタナティブ資産への投資事業を行うLPSにLPとして出資。
- GPが個別の投資案件に関する投資判断を実行。

＜運用実績＞

採用ファンド数（2024年3月末日時点）：9ファンド

運用資産残高（2024年3月末日時点）：311億円

＜LPS投資のスキーム＞



GPIFがLPSを通じたオルタナティブ投資を行う場合の要件

要件① 特定案件への投資の回避

- 利用可能なLPSから運用対象の銘柄を特定して契約するものを除く
- LPSの投資先が特定銘柄に集中しないこと

要件③ 不動産投資の取扱い

- GPIFの参加するLPSが不動産を直接保有しない

要件② レピュテーションリスクの回避

- LPSによる個別の投資案件について、原則、GPIFの投資分が50%超とならない契約に限る

要件④ 適正手続き、透明性の確保

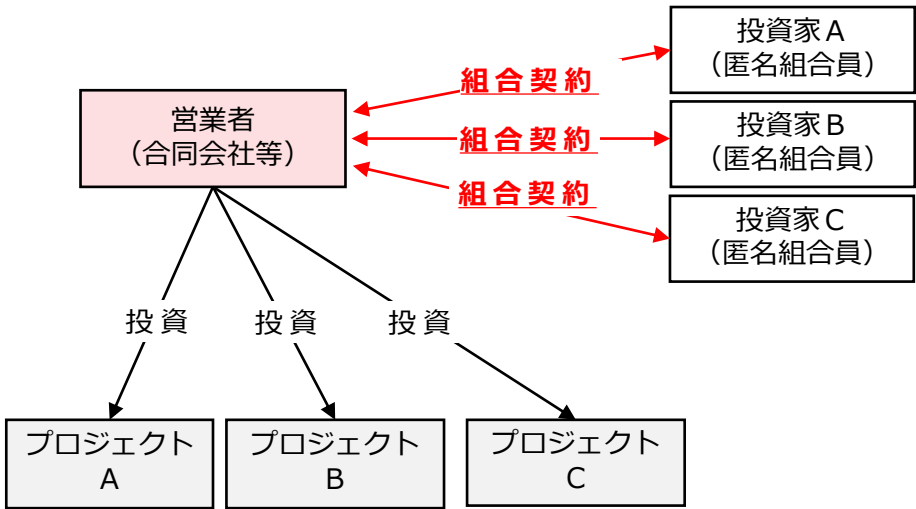
- 経営委員会への事前及び事後の報告を行う（一定規模以下の場合は事後の報告のみでも可）。
- LPSを組成した場合は、投資対象分野など必要な情報を開示

国内の不動産投資等において一般的に使われている投資手法 ＜匿名組合（TK）を通じたオルタナティブ投資＞

匿名組合

- 匿名組合契約は、当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを内容とする契約であり、資金を提供する出資者（匿名組合員）と事業を行う事業者（営業者）の2者間のみで成立する。
- 匿名組合員は、営業者の業務を執行し、又は営業者を代表することはできない。
 - 匿名組合員は、LPSのLP（有限責任組合員）と同様に、個別の投資案件の選択等の投資判断は行わず、議決権行使等を通じた投資先の経営への関与も行わない。
- 匿名組合員は、営業者の行為について、第三者に対して権利及び義務を有しない。
 - 匿名組合員は、LPSのLPと同様に、出資した額以上の責任を負わない（有限責任）。
- 国内の不動産投資等の市場では、証券化ビークルとして合同会社を用い、資金調達方法として投資家からの匿名組合出資を用いる「GK-TKスキーム」が典型的な投資スキームとして広く用いられている。

＜匿名組合を用いた投資スキーム＞



＜法制上の規制についてのLPSと匿名組合の比較＞

	LPS	匿名組合（TK）
実施可能な事業	投資事業	制限なし
登記	登記義務あり	登記義務なし
業務の執行権限	無限責任組合員が業務の執行を行う	営業者が業務の執行を行う
組合員の責任	無限責任組合員は無限責任 有限責任組合員は有限責任	営業者は無限責任 匿名組合員は有限責任
業務執行に関する監視	財務諸表等の閲覧請求権 組合の業務及び財産状況に関する検査権	貸借対照表の閲覧請求権 営業者の業務及び財産状況に関する検査権
外部監査	財務諸表等の外部監査の義務	財務諸表等の外部監査の義務はなし

オルタナティブ投資

今後の方向性・課題

- オルタナティブ資産については、年金積立金全体の資産額が増加する中で、引き続き適切にポートフォリオに組み入れることにより、運用の効率性を向上しつつ超過収益を獲得する観点から、オルタナティブ資産のリスク・リターンの評価・分析手法の確立に向けた検証や適切にリスク管理等を行うための体制整備を進めつつ、着実に投資を進めることが必要ではないか。
- GPIFがオルタナティブ資産への投資を着実に進められるよう、投資機会へのアクセスを広げ、超過収益源を更に多様化する観点から、年金積立金運用の基本的な考え方やGPIFによるLPS投資についての年金部会・資金運用部会での議論も踏まえつつ、国内の不動産投資等において一般的に使われている手法である匿名組合を通じた投資について、GPIFが実施可能な投資手法として新たに追加することを検討してはどうか。

GPIFが匿名組合（TK）を通じたオルタナティブ投資を行う場合の要件（案）

- GPIFの投資手法として匿名組合（TK）を通じたオルタナティブ投資を追加するに当たっては、要件として、LPSと同様に営業の内容を投資事業（有価証券等の取得及び保有）に限定するとともに、LPSと同程度の投資家保護・開示水準を確保するため、営業者の財務諸表等について外部監査の実施を求めることとしてはどうか。
- 加えて、GPIFによるLPS投資についての年金部会・資金運用部会での議論を踏まえ、特定案件への投資の回避やレピュテーションリスクの回避等のため、LPS投資と同様の要件を設けることとしてはどうか。

GPIFが匿名組合を通じたオルタナティブ投資を行う場合の要件（案）

要件① 営業の内容の限定

- 匿名組合の営業の内容を投資事業（有価証券等の取得及び保有）に限ること

要件② 外部監査の実施

- 契約において営業者の財務諸表等について外部監査の実施を求めること

（LPS投資と同様の要件）

要件③ 特定案件への投資の回避

- 利用可能な匿名組合から運用対象の銘柄を特定して契約するものを除く
- 匿名組合の投資先が特定銘柄に集中しないこと

要件④ レピュテーションリスクの回避

- 匿名組合による個別の投資案件について、原則、GPIFの投資分が50%超とならない契約に限る

要件⑤ 不動産投資の取扱い

- GPIFの参加する匿名組合が不動産を直接保有しない

要件⑥ 適正手続き、透明性の確保

- 経営委員会への事前及び事後の報告を行う（一定規模以下の場合は事後の報告のみでも可）
- 匿名組合を組成した場合は、投資対象分野など必要な情報を開示