

Emerging Managers Program (新興資産運用者シード拠出プログラム) に関する調査報告

一般社団法人 東京国際金融機構
(FinCity.Tokyo)

2020年10月

目次

序 資産運用業界の活性化のためのEMP	2
I. 海外におけるEMPの事例	
1. 諸外国におけるEMPスキームの比較	4
2. シンガポールのEMPの概要	5
3. カナダ（ケベック州モントリオール）のEMPの概要	6-7
4. フランスのEMPの概要	8-9
5. アメリカのEMPの概要	10-13
II. EMへの拠出を支援するゲートキーパーの紹介	
1. ゲートキーパーの役割	15
2. 海外ゲートキーパーの概要	16
3. 日本におけるゲートキーパーの概要	17
まとめ	18

序 資産運用業界の活性化のためのEMP

- 東京都は、2017年11月に、東京が世界に冠たる国際金融都市として輝くために、目指すべき都市像、今後実施していくべき具体的施策、構想実現に向けた体制等を取りまとめた「国際金融都市・東京」構想を発表
- 同構想の中では、日本には諸外国の国際金融センターと比べ資産運用業者が少ないことに加え、欧米やシンガポールなどで見られるような、機関投資家等がEmerging Managers* (以下、EM) に対してシードを抛出する環境が十分に整っていないことが課題として挙げられている。
- 東京都では、2018年4月以来、国内機関投資家とゲートキーパー**が共同で運営事業者となり、「東京版EMPファンド」を通じてEMに分散投資を行う東京版EMP***制度を導入
- 本稿は、東京版EMPの制度拡充及び投資家からEMへの資金抛出拡大を図るべく、諸外国のEMP制度の概要と共に、国内のEM、ゲートキーパーを紹介するものである。

* 新興資産運用者

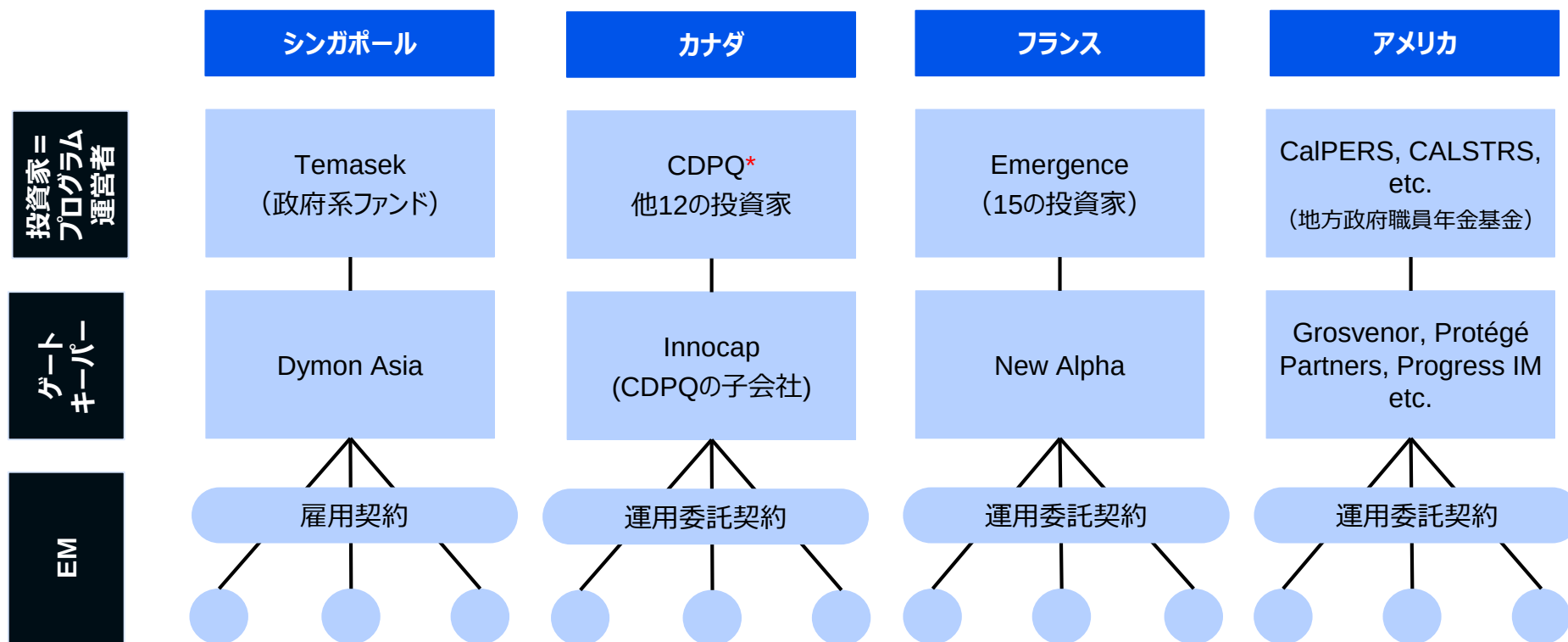
** 投資家のために投資対象の発掘や投資金額の配分等のサービスを提供する運用機関や助言機関

*** Emerging Managers Program:新興資産運用者シード抛出プログラム

I. 海外におけるEMPの事例

1. 諸外国におけるEMPスキームの比較

諸外国におけるEMPスキームは、資金の拠出者である投資家がプログラム運営者となり、EMの発掘、管理を担う「ゲートキーパー」を介して、EMが運用するファンドに資金を拠出する点で共通しているが、ゲートキーパーとEM間においては雇用契約を締結する場合と、運用委託契約を締結する場合に大別される。契約毎のEMについてのPros・Consは15頁を参照。



*CDPQ: Caisse de dépôt et placement du Québec (ケベック州貯蓄投資公庫)

2. シンガポールのEMPの概要

シンガポールにおけるEMPでは、政府系ファンド（Temasek）が中心にプログラムに投資しており、ゲートキーパーであるDymon Asiaと雇用契約を締結するEMには、Dymon Asiaのプラットフォームが提供され、運用に集中できる環境が整備されていることが特徴

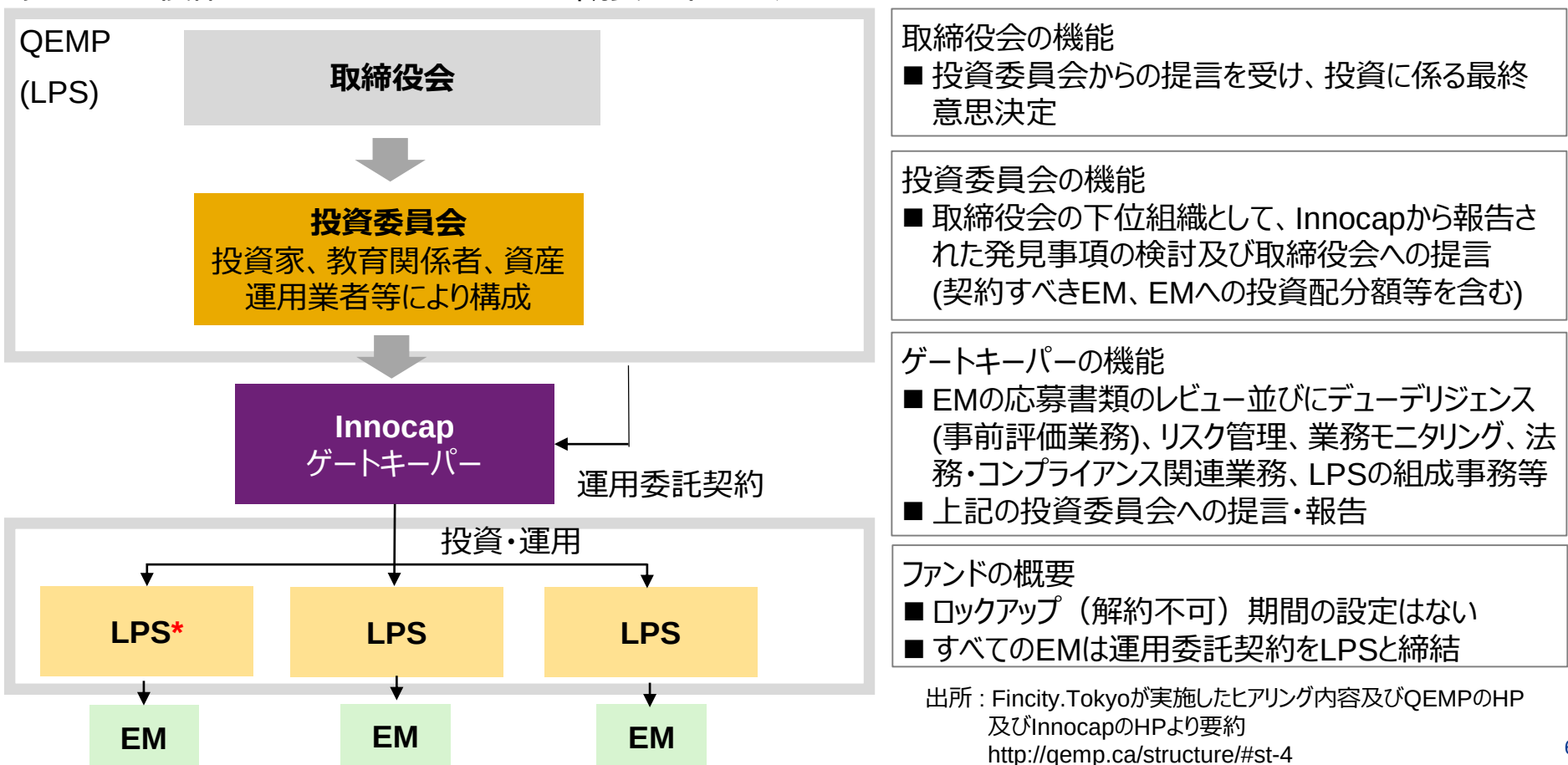
シンガポールにおけるEMPの特徴

- 政府系ファンド（Temasek）が中心にプログラムに投資
- ゲートキーパーであるDymon AsiaはEMと雇用契約を締結
- EMは、Dymon Asiaのプラットフォームが提供されることから、ミドル・バックオフィス業務*等に係るコストが軽減され、運用に特化することが可能

*資産運用業における業務運営体制として、マーケットと相対し株式や債券等の売買を行う業務を「フロントオフィス」と称するのに対し、「ミドルオフィス」とはフロントオフィスから独立した立場でファンドの運用評価やリスク管理などを行う業務を、「バックオフィス」とはフロントオフィスで執行された取引の約定処理などを行う業務を指す

3. カナダ (ケベック州モントリオール) のEMPの概要(1/2)

カナダのケベック州モントリオールにおけるEMP (Quebec EMP、以下QEMP)では、ケベック州貯蓄投資公庫 (CDPQ) がプログラム運営者となり、Innocap Investment Management Inc. (Innocap) がゲートキーパーの役割を担う。EMPの担い手の概要は下記の通り。



取締役会の機能

- 投資委員会からの提言を受け、投資に係る最終意思決定

投資委員会の機能

- 取締役会の下位組織として、Innocapから報告された発見事項の検討及び取締役会への提言 (契約すべきEM、EMへの投資配分額等を含む)

ゲートキーパーの機能

- EMの応募書類のレビュー並びにデューデリジェンス (事前評価業務)、リスク管理、業務モニタリング、法務・コンプライアンス関連業務、LPSの組成事務等
- 上記の投資委員会への提言・報告

ファンドの概要

- ロックアップ (解約不可) 期間の設定はない
- すべてのEMIは運用委託契約をLPSと締結

出所: Fincity.Tokyoが実施したヒアリング内容及びQEMPのHP
及びInnocapのHPより要約
<http://qemp.ca/structure/#st-4>
<http://qemp.ca/structure/#st-innocap>

3. カナダ (ケベック州モンリオール) のEMPの概要(2/2)

カナダのケベック州モンリオールにおけるEMPでは、選任されたEMは、Environment Social Governance (ESG)要因を考慮することが義務づけられている。ケベック州モンリオールのEMPの特徴は以下の通り。

- 2019年12月31日現在の運用資産残高 (AuM: Asset under Management) はCAD264M (約219億円*)
- 投資委員会を設置し、投資家が自ら積極的に投資判断をしていることが特徴
- LPSを用いてFoFs**形式で投資。EMはLPSと運用委託契約を締結
- ESG投資の事実上の世界標準である国連責任投資原則 (PRI) に署名することがEMの要件の一つ
- ゲートキーパーであるInnocapはカナダのみならず北米のEMP等にも参画
 - マサチューセッツ州年金積立金投資運用委員会が運営するEMPにNew Alphaと共に参画 (2019年)
 - 北米においてプライベートエクイティ (未公開株式) に関するプラットフォームを提供するWalter Global Asset Managementと契約。デューデリジェンス (事前評価業務) の提供、外部委託業者との連携、運用・金融リスクを含むリスク管理を実施 (2018年)

* 1カナダドル83円で概算 (2019年12月31日時点)

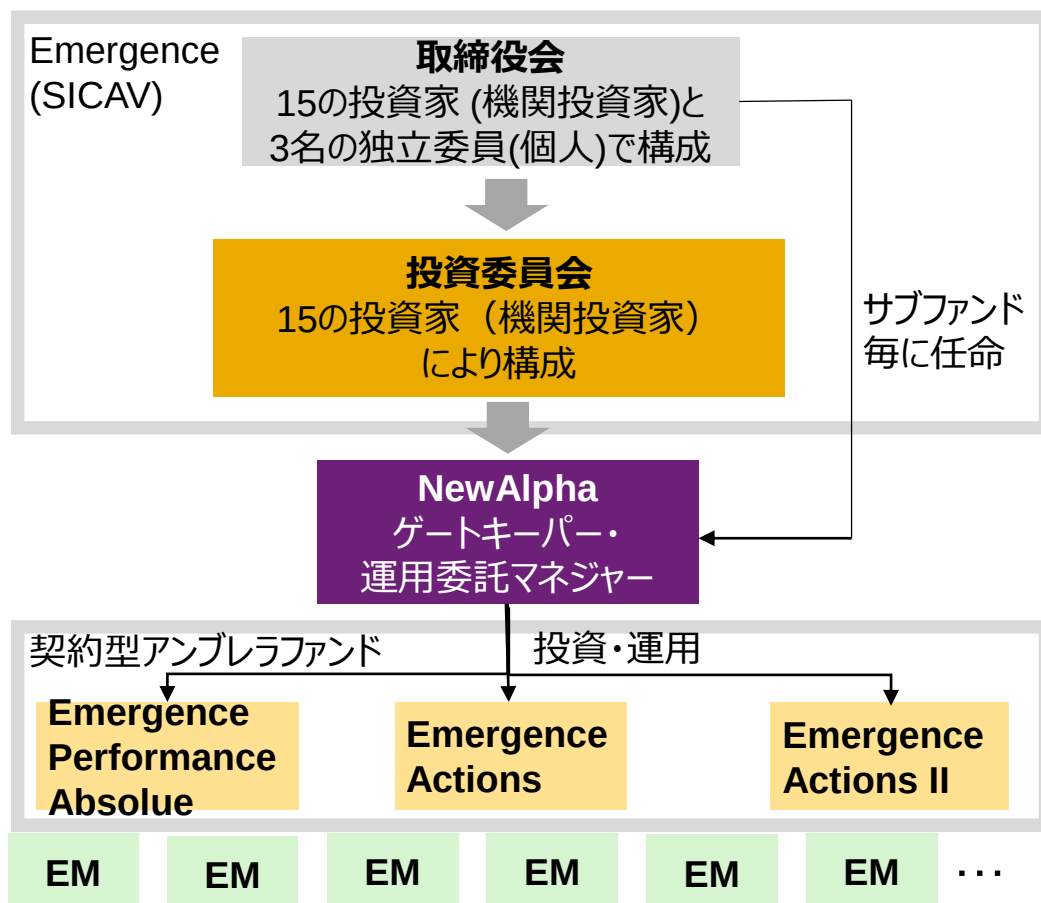
**ファンド・オブ・ファンズ：複数のファンドを投資対象とするファンドのこと

出所 : Fincity.Tokyoが実施したヒアリング内容及びケベックEMP、Innocap、WalterFinancialのHPより要約
<http://qemp.ca/>
<https://www.innocap.com/en/media/>
<https://walterfinancial.ca/news/walter-global-asset-management-and-innocap-enter-into-a-business-agreement>

4. フランスのEMPの概要 (1/2)

Emergence ガバナンス体制 – 全体図

フランスでは、Emergenceと呼ばれるEMPが、パリの金融市場活性化のために1993年に設立された金融プロモーション組織 Paris Europlaceの下で運営されている。EmergenceはSICAVと呼ばれるオープンエンド型会社型ファンドであり、3つのサブファンドを設定し、ゲートキーパーを介して投資を行う。



取締役会の機能

- 各サブファンドの運用委託マネジャー (ゲートキーパー) を任命
- サブファンドの投資方針及び戦略を決定

投資委員会の機能

- 運用委託マネジャーの作成する投資計画の承認

運用委託マネジャー (ゲートキーパー) の機能

- EM発掘、デューデリジェンス、投資実行、及びEMのリスク管理・モニタリング、投資の引き上げ (投資期間の終了時その他一定の事由ある場合)

サブファンドの概要

- 3年又は4年のロックアップ (解約不可) 期間
- 投資家へのインセンティブとして、シード対象ファンドに係るAuM増加の一定割合を投資家へ還元 (Revenue Sharing Fee)。なお、ロックアップ期間終了後も継続するケースあり。

出所：Fincity.Tokyoが実施したヒアリング内容、「国際金融都市・東京構想の全貌」、及びEmergenceのHPより要約
(<https://www.emergence-incubation.com>)

4. フランスのEMPの概要 (2/2)

Emergenceは2012年の設立から8億ユーロ(約960億円*)の資金拠出を実現した。フランスのEMPの特徴は以下の通り。

- EmergenceのEMによって運用される3つのファンドのAuM合計はEUR7.9B (約9,638億円*) (2019年12月31日現在)
- 投資委員会を設置し、投資家が自ら積極的に投資判断をしていることが特徴
- EMはSICAVの下に組成された契約型アンブレラファンドとの間に運用委託契約をそれぞれ締結
- 2020年中に、4号ファンドであるEmergence Europeの設定を予定している。当該新ファンドは、従来フランス国籍に限定していた投資家、EM双方の門戸をフランス以外のEU全土に開放する ものである。
- Emergenceによる第20回目の投資先として、Dôm FinanceをEMとして選定（サブファンドであるEmergence Actions IIを通じて実施）し、拠出金額はEUR55M (約67億円*)。AuMの規模が10億ユーロを超過するEMへ拠出するのは初めてのことである。

* 1ユーロ122円で概算（2019年12月31日時点）

出所：EmergenceのHPより要約
<https://www.emergence-incubation.com>

5. アメリカのEMPの概要 (1/4)

各年金基金のEMP概要(1/2)

アメリカにおけるEMPの概要を以下紹介する。公的年金のような年金基金がプログラム運営者であるケースが多く、EMPを卒業した運用者を対象にしたプログラムを設けているケースもある。

年金基金	基金全体のAuM	EMPのAuM	EMの運用実績要件		EMの運用資産残高要件（アセットクラス別）		
ニューヨーク州 退職年金基金	\$210B (2019/3)	\$7.0B (2019/3)	一定のトラックレコード要（詳細非公開） 運用会社の代表者は複数年の経験要		Public Equity	Early stage	<\$500M
					Private Equity	Early & Mid stage	<\$1B
					Fixed income	All stages	<\$10B
					Real Asset	All Stages	<\$5B
					Real estate	Early & Mid stage	<\$1～2B
					Absoulute Return & Opportunistic	All Stages	<\$3B
カリフォルニア州 職員退職年金基金 (CalPERS)	\$326B (2017/6)	\$8.2B (2017/6)	Global equity	なし	Global equity		<\$2B
			Private equity	当該EMの運用第1～3号目の 機関投資家向けファンド	Private equity		なし
			Real estate	当該EMの運用第1～3号目の Separate Account 又は 機関投資家向けファンド	Real estate		<\$1B
ニューヨーク市 公務員年金基金 (NYCERC)	\$211B (2020/2)	非公開	Hedge Fundについては トラックレコード3年未満		Public market		<\$2B
					Private Equity		なし
					Real Estate		<\$2B
					Opportunistic Fixed Income		\$500M ～ \$2B
					Hedge Fund		<\$1B
イリノイ州 投資委員会(ISBI)	\$19B (2019/9)	\$389M (2019/9)	非公開		<\$10B		
テキサス州教職員 退職年金基金	非公開	\$5.7B (時点不明)	一定のトラックレコード要（詳細非公開）		<\$3B		
	EMP=基金の1%						

出所：各年金のHPより要約

5. アメリカのEMPの概要 (2/4)

各年金基金のEMP概要(2/2)

1社のゲートキーパーのみが任命される他国のEMPと異なり、米国のEMPではアセットクラスごとにゲートキーパーを任命するケースが多いことが特徴的である。

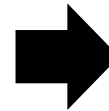
年金基金	アセットクラス	ゲートキーパー
ニューヨーク州 退職年金基金	Public Equity	FIS Group
		Leading Edge Investment Advisors
		Progress Investment Management Company
	Private Equity	HarbourVest Horizon
		Muller & Monroe Asset Management, LLC
	Fixed income	なし
	Real Asset	なし
	Real estate	Artemis Real Estate partners
		GCM Grosvenor
	Absoulute Return & Opportunistic	RockCreek
カリフォルニア州 職員 退職年金基金 (CalPERS)	Global equity	Legato Capital Managemet
	Private equity	GCM Grosvenor
	Real estate	Canyon Partners Real Estate
ニューヨーク市 公務員年金基金 (NYCERC)	Public Equity	Callan Associates
	Public Fixed Income	Callan Associates
	Private Equity	StepStone Group
	Real Estate	Courtland, a StepStone company
	Infrastructure	StepStone Group
	Hedge Funds	なし
	Alternative Credit	Callan Associates

5. アメリカのEMPの概要 (3/4)

カリフォルニア州職員退職年金基金 EMP卒業後のプログラム

米国の公的年金の一つであるカリフォルニア州職員退職年金基金は、Emerging Manager Programに加えて優秀なEMを囲い込むためのTransition Manager Programを導入している。

Emerging Manager Program				Transition Manager Program		
アセットクラス	Global Equity	Private Equity	Real Estate	Global Equity	Private Equity	Real Estate
EMのAuM	\$2B未満	制限なし	\$1B未満	\$2B以上	制限なし	制限なし
運用実績	制限なし	当該EMの運用第1～3号となる機関投資家向けファンド	当該EMの運用第1～3号となるSeparate Account 又は機関投資家向けファンド	制限なし	当該EMの運用第4～6号となる機関投資家向けファンド	当該EMの運用第4～6号となるSeparate Account 又は機関投資家向けファンド



出所：カリフォルニア州職員退職年金基金のHPより要約

<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/emerging-transition-manager-programs/emerging-manager-program>

<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/emerging-transition-manager-programs/transition-manager-program>

5. アメリカのEMPの概要 (4/4)

テキサス州教職員退職年金基金 EMP卒業後の取り扱い

テキサス州教職員退職年金基金では、一定の卒業基準を設け、EMPを卒業したEMをHPで公表するとともに、これらのEMに対する追加拠出として総額で\$2.3Bが予定されている。

卒業したEM	アセットクラス	EMプログラム 応募年度	EMプログラム 卒業年度
Crestview	Private Equity	2005	2008
Wayzata	Private Equity	2005	2014
Roark	Private Equity	2007	2014
Vista	Private Equity	2007	2015
Clearlake	Private Equity	2012	2018
DiscoWest	Real Estate	2011	2015
Harrison Street	Real Estate	2011	2018

2018年12月31日現在

出所：テキサス州教職員退職年金基金HPより要約

https://www.trs.texas.gov/Pages/investment_team_emerging_managers.aspx 13

II. EMへの拠出を支援する ゲートキーパーの紹介

1. ゲートキーパーの役割

EMPのエコシステムにおいて、ゲートキーパーは、EMの発掘やデューデリジェンスに加え、EMへの教育・指導等多くの役割を担う。EMとゲートキーパーとの契約関係により、独立したEMに運用を委託する独立運用者型、助言契約により助言の提供を受けるサブアドバイザー型、EMを雇用契約により被雇用者とする雇用型がある。雇用型の場合にはミドル・バック等のプラットフォームを提供する役割もある。

主な役割	EMとゲートキーパーの関係		EMにとってのPros	EMにとってのCons
- EMの発掘・デューデリジェンス（EMの「目利き役」） - 投資家への資金拠出要請 - EMに対する教育・指導（運用面・経営面） - ミドル・バック等のプラットフォーム提供（雇用型の場合）	独立運用者型	EMは運用者	- 既に独立が実現している - トラックレコードが個人に帰属	ライセンス取得、ミドル・バックオフィス機能を持つため負荷が高い
	サブアドバイザー型	EMは助言者（助言を提供するサブアドバイザー）	- 助言ライセンスは比較的取得しやすい - ミドル・バックオフィス機能の負荷が低い	EMはポートフォリオマネジャーではないので、トラックレコードは個人としての成績とは必ずしも言えない
	雇用型	EMは被雇用者	ミドル・バックオフィス機能の負荷はほぼない	- 独立は容易ではない - トラックレコードがEM個人に帰属しにくい

2. 海外ゲートキーパーの概要

EMへの拠出を支援する主要な海外ゲートキーパーは以下の通りである。

ゲートキーパー	本社所在地	その他拠点	AuM	特徴
The Blackstone Group Inc.	アメリカ	アメリカ7拠点 ヨーロッパ8拠点 アジア9拠点 (東京含む)	\$ 538B (2020年3月31日)	• Separately Managed Account (SMA)
Paamco Prisma Holdings, LLC	アメリカ	ロンドン、メキシコシティ、イスタンブール等	\$30B超*	• Separately Managed Account (SMA)
Lighthouse Investment Partners, LLC	アメリカ	香港、ロンドン、ニューヨーク、東京等	\$13.4B (2020年2月29日)	• Separately Managed Account (SMA)
Dymon Asia Capital	シンガポール	香港、日本、UK等	数千億円以上**	• 雇用型

出所 : 米国当局提出書類 (Form 10-K) 、*Reuters、**Fincity.Tokyoが実施したヒアリング内容、及び各社HPより要約

<https://sec.report/Document/0001193125-20-056733/>
<https://www.reuters.com/article/hedgefunds-paamco/paamco-gives-pensions-new-vehicle-to-bet-on-hedge-funds-idUSL2N1PQ8IZ>

3. 日本におけるゲートキーパーの概要

EMへの拠出に積極的な海外ゲートキーパーの日本拠点や、国内ゲートキーパーを、以下に紹介する。

会社名	所在地	金融商品取引業登録	資本金 (百万円)
Dymon Asia Capital Japan株式会社	東京都 中央区	投資助言・代理業	30
キャピタル アセット マネジメント株式会社	東京都 千代田区	第二種金融商品取引業 投資助言・代理業 投資運用業	280
GCMインベストメンツ 株式会社	東京都 港区	第一種金融商品取引業 第二種金融商品取引業 投資運用業	350
ブラックストーン・グループ・ ジャパン株式会社	東京都 港区	第一種金融商品取引業 第二種金融商品取引業 投資運用業	485

出所：各社ホームページ、官報、金融庁「免許・許可・登録等を受けている業者一覧」

まとめ

諸外国のEMP制度は規模、ガバナンスをはじめ多種多様だが、以下のような共通項が見出せる。

■ 投資家の強いコミットメントがある

➤ 長期投資

- ✓ 長期投資にコミットした投資家のみが参画しているケースが多い

➤ 投資意思決定への参画

- ✓ 投資委員会を設置し、投資家自身が投資判断を行う場合も多い

■ EMに対するアロケーションは高いパフォーマンスと投資キャパシティの早期確保を主眼としている（人材育成は二次的な目的である）

➤ EMのライフサイクルの中で、運用パフォーマンスの高い時期をターゲットとしている

- ✓ 一般に運用者のパフォーマンスはAuM規模の小さい創業期に高く、規模の拡大とともに低下する傾向にある*とされている。EMPはこのような創業期にあるEMの高いパフォーマンスを追求することを目的としている。そのため、対象EMの運用資産残高の上限を定めている。

➤ 優秀なEMへの投資キャパシティを早期に確保する

- ✓ 既に実績を残したEMは、当初より参画した投資家によって既に投資枠が埋まっており、途中からの参画が難しいケースがある。自前でEMを発掘するEMPは、投資家が成長前からEMとの関係を構築することにより、その後の投資枠を確保しやすいというメリットがある。

*出所：”Hedge Fund Pulse, Emerging Managers: Good Buy or Good Bye?”, April 2011, Barclays Capital. など

FinCity.Tokyo