

GPIFにおけるオルタナティブ資産への 投資手法の追加(LPSへの出資)について

厚生労働省年金局

平成28年7月25日

GPIFのオルタナティブ投資について

【現行中期計画(基本ポートフォリオ)における位置付け】

- 分散投資によるリスクの低減や運用の効率化を進めるため、基本ポートフォリオにおいて、オルタナティブ資産での運用について明記(平成26年10月厚生労働大臣認可)。
- 運用体制の整備に伴い管理・運用される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、不動産その他運用委員会の議を経て決定するもの)については、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、外国株式に区分し、資産全体の5%を上限と規定。

《現在の基本ポートフォリオ》

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
資産構成割合	35%	25%	15%	25%
乖離許容幅	±10%	±9%	±4%	±8%

(注)運用体制の整備に伴い管理・運用される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、不動産その他運用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。

また、経済環境や市場環境の変化が激しい昨今の傾向を踏まえ、基本ポートフォリオの乖離許容幅の中で市場環境の適切な見通しを踏まえ、機動的な運用ができる。ただし、その際の見通しは、決して投機的なものであってはならず、確度が高いものとする。

平成27年12月末現在、
オルタナティブ資産の
積立金全体に占める割合は、

0.04%

【運用体制の整備】

- 平成26年4月に運用部にオルタナティブ投資を担当する独立した課を設置し、さらに平成28年3月にオルタナティブ投資室に格上げ。
- リスク管理の体制強化を図るため、平成27年1月には運用リスク管理課を運用部から独立させ、さらに同年5月には運用リスク管理室に格上げし、オルタナティブ投資を含む運用資産全体のリスク管理を行う体制を整備。
- 一層の専門性の向上を図るため、オルタナティブ投資及び運用リスク管理の専門人材の採用を推進。

これまでの議論①

GPIF改革に係る議論の整理(平成28年2月8日社会保障審議会年金部会)～抜粋～

2)オルタナティブ資産への投資について

- 市場で年金積立金の運用を行っている海外の年金運用機関は、分散投資の推進、収益率の向上等の観点から、オルタナティブ資産(プライベートエクイティ、インフラストラクチャー、不動産等)への投資比率を高めている。GPIFにおいても、オルタナティブ資産は、伝統的資産とリスク・リターン特性が異なるため、分散投資の観点から投資の有用性があるとの観点に立って、平成26年からインフラストラクチャー投資が開始され、現在の中期計画においては、基本ポートフォリオの5%を上限としてオルタナティブ資産投資を行うこととしている。
- GPIF法は、オルタナティブ資産投資に関して、非上場株式等の取得を通じて個別の案件に深く関与するような直接投資を認めておらず、現在は、株式を除く有価証券の取得を通じた投資のみが認められている。結果的に現時点では、投資信託証券の取得を通じた投資のみが実施されており、多様な手法が可能となっている海外の年金運用機関との共同投資を進めていく上で障壁となっている。加えて、こうした投資信託を活用する仕組みは機関投資家によるオルタナティブ投資としては特殊な手法であり、高額な手数料が生じている等の課題がある。
- オルタナティブ資産への共同投資については、このほか、①現在実施を検討しているLPS(リミテッドパートナーシップ)のLP(有限責任組合員)のように個別の投資判断を行わない方法、あるいは②GP(無限責任組合員)として関わる方法、③株式を保有し、経営に直接参画する等により企業価値等を高めていく方法など様々なアプローチが考えられるが、②や③のような個別企業・個別のプロジェクトの運営に直接関与する仕組みとした場合、予期せぬ大事故、労働問題や環境問題などが生じ、経済的損失に加え、GPIFや国の責任が問われる事態が生じる懸念が指摘された。
- これに対し、海外の公的年金運用機関等が直接投資を行う場合でも、GPとして関わったり、経営に直接参加する方法は稀であり、そうした懸念については、有限責任となる仕組みに制限するといった措置を講じることで対応できるとの意見があった。
- また、個別の物件を保有する不動産投資については、GPIFが直接不動産投資に乗り出すことに対して国民の理解が得られにくいのではないかと意見もあった。
- こうした指摘を踏まえ、オルタナティブ資産への投資については、現在のGPIF法の枠内で対応可能な、LPSのLPとしての出資のような、GPIF自身が個別の投資判断を行わず、有限責任の枠組みで行うことが明確なものの実施は認められるべきとの意見が多かった。

これまでの議論②

GPIF改革の方針(平成28年2月16日 厚生労働省年金局)～抜粋～

GPIF改革については、「日本再興戦略」改訂2014(平成26年6月24日閣議決定)や社会保障審議会年金部会における議論等を踏まえ、約140兆円もの年金積立金を運用する世界最大規模の公的年金運用機関としてあるべきガバナンス体制と運用の在り方について、下記の方針で年金積立金管理運用独立行政法人法の改正等を行う。

記

今般の改革に当たっては、GPIFについて、国民から一層信頼される組織体制の確立を図る観点から、合議制による意思決定の導入などのガバナンス改革を実施するとともに、運用については、年金積立金の安全・効率運用のために早急に手当が必要なリスク管理の方法の多様化やコール資金の貸付等の短期資金の運用方法の追加を行うこととする。なお、更に検討が必要な株式のインハウス運用やオルタナティブ資産への投資の課題については、今般の改革の施行から3年後を目途として検討を行い、必要に応じ措置を講ずることとする。

3)オルタナティブ資産への投資

- オルタナティブ資産への投資について、現行では、投資信託を活用する特殊な方法に限られていることによる非効率を解消するため、現行法の下で対応可能なGPIF自身が個別の投資判断を行わず、有限責任の枠組みで行う方法(LPS(リミテッドパートナーシップ)におけるLP(リミテッドパートナー、有限責任組合員)出資)を政令で追加して措置する。

これまでのオルタナティブ投資手法について

投資信託を通じた共同投資

○ インフラストラクチャー投資(平成26年～)

「オルタナティブ投資スキームについての調査研究」(平成24年度実施)により、以下の点から検討に値すると報告

- ① 流動性の犠牲に伴うプレミアムの獲得、分散投資による効率性の向上を期待
- ② インフラ投資等を目的とする投資信託に直接投資する方法
- ③ インフラ投資等の運用実績を蓄積した国内外の機関投資家との連携による投資能力の活用や知見の吸収

調査研究の結果とインフラ投資の特徴を踏まえ、実施に向けてGPIFにおいて検討

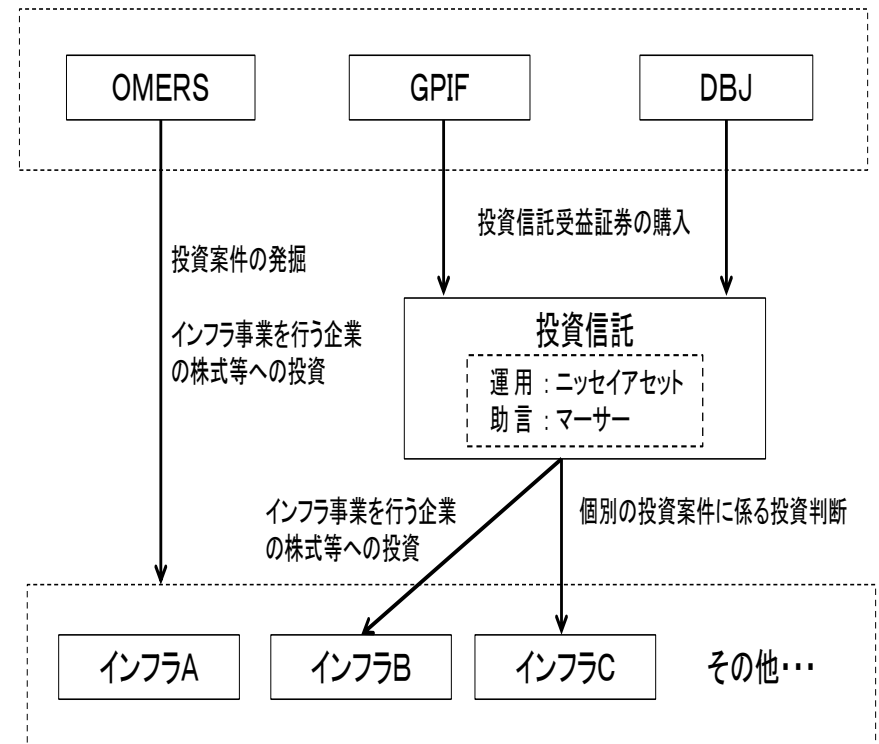
運用委員会において、実施の必要性を審議

国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラストラクチャー投資の開始(平成26年2月)

- 外貨建て投資信託受益証券ファンドの設定(自家運用)
- 管理運用方針の改正
- 外貨建て投資信託受益証券ファンドに係る運用及び執行のガイドラインの制定

投資信託を通じた共同投資スキーム (インフラストラクチャー投資の例)

共同投資協定の締結



○ プライベートエクイティ投資(平成27年～)

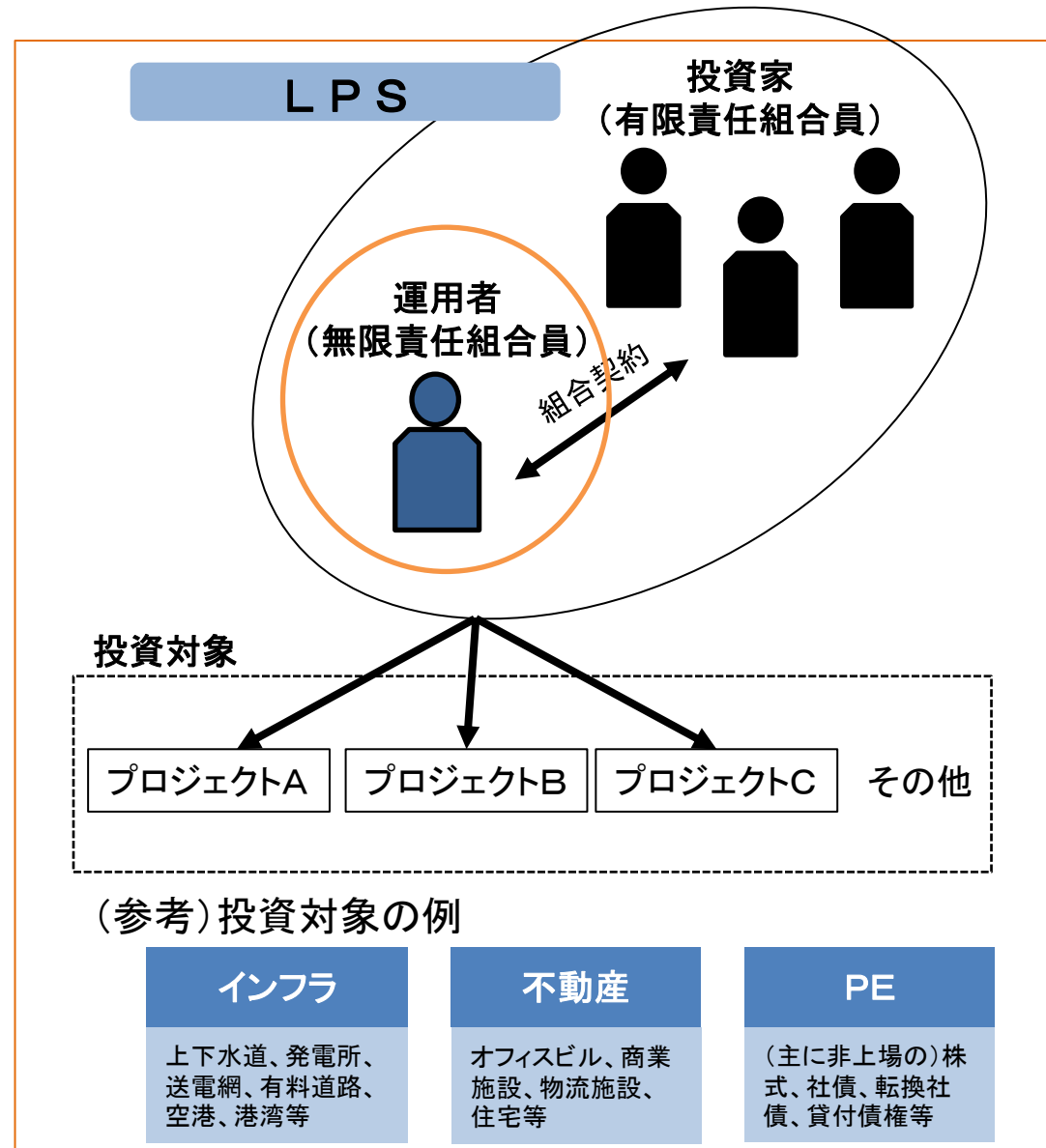
運用委員会における審議等を踏まえ、投資信託を通じたプライベートエクイティへの共同投資を開始

LPSを通じたオルタナティブ投資

LPSとは

- 法令や契約により設立され、組合員が共同で主として投資事業を行う組合
- 組合の業務を執行し、債務について無限責任を負う運用者(無限責任組合員)と
- 債務について有限責任を負う投資家(有限責任組合員)によって構成
- 年金基金がインフラ、不動産、プライベートエクイティ(PE)などのオルタナティブ投資を行う場合においては、有限責任を担保することが必要
- 海外の年金基金等においてはオルタナティブ投資を行う場合にLPSが活用されている。

※国内で組合を設立する場合には、投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づき組合契約を締結することになるが、この場合、当該組合契約に基づく権利は、金融商品取引法上、有価証券と取り扱われている。
⇒GPIFがLPSに対して投資を行うためには、運用対象となる有価証券として政令で指定することが必要



GPIFのオルタナティブ投資について

投資手段の比較

	(1) 投資信託を通じた インフラ共同投資	(2) LPSを通じた オルタナティブ投資	(3) 非上場会社等を通じたオルタ ナティブ投資
必要な 法令手続き	投資信託は政令指定済み (実施中)	LPSは今後政令追加予定	法律改正が必要
投資の 仕組み	集団投資スキーム (運用会社が投資判断を行い、投資家 は投資収益を得る)	集団投資スキーム (運用会社(無限責任組合員)が投資判断 を行い、投資家(有限責任組合員)は投資 収益を得る)	直接投資 (非上場会社が発行する株式等を購入し、 配当等を得る)
特徴	世界の機関投資家では 極めて稀な投資手段。 投資信託がLPSに投資する場合、関係 者が多く、複雑	世界の機関投資家で 一般的な投資手段	大規模で先進的な機関投資家で一般的 な投資手段
運用報酬	投資信託がLPSに投資する場合、報 酬を二重に支払	無限責任組合員に対して 運用報酬を支払	運用報酬の支払は無い
リスク管理	投資信託がLPSに投資する場合、二 重に間接的なリスク管理となる	間接的なリスク管理となる	直接的なリスク管理が 可能

今回の政令改正

- GPIFにおけるオルタナティブ投資の実態を踏まえ、従来の投資信託を通じた投資手法に加え、より効率的に年金積立金の運用を行うため、一定の要件の下で、LPSに有限責任組合員として参加する手法を追加する。
- 具体的には、年金部会における議論等を踏まえ、以下の要件を設ける。

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

- 運用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

(注) ※については政令で規定、その他は業務方法書で規定予定

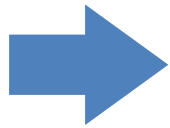
LPSへの出資における要件①

- LPSに、有限責任組合員(LP)として出資する場合は、①個別案件の投資判断は行わず、②議決権行使等を通じた投資先の経営への関与も行うことはできない。

※いずれも無限責任組合員(GP:運用会社など)が担う

- しかし、LPSの形態は様々で、契約の内容は個別性が高く、LPSが特定の個別案件のみに投資することを目的として組成されるケースも想定。

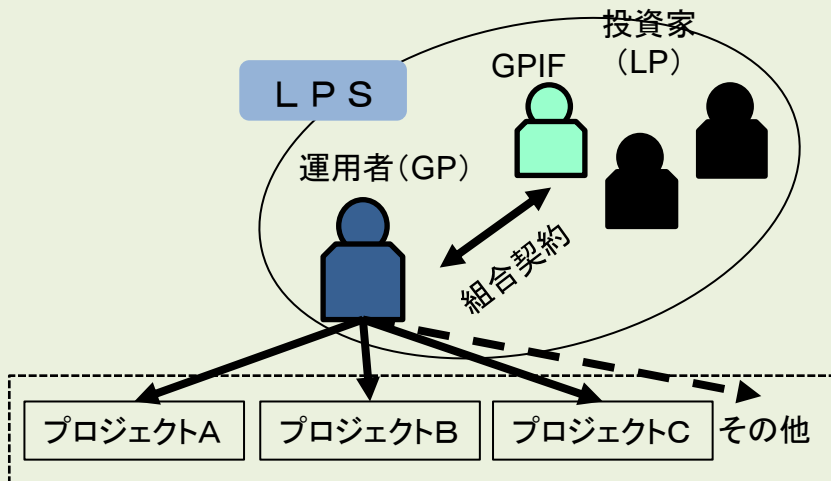
(例:非上場会社Aに〇〇億円を出資することを決め、当該案件への投資のみを目的にLPSを組成して出資)



特定の個別案件のみに投資することを目的に組成されるLPSは、対象外とする

○ 今回対象とする

出資≠特定の案件の投資判断

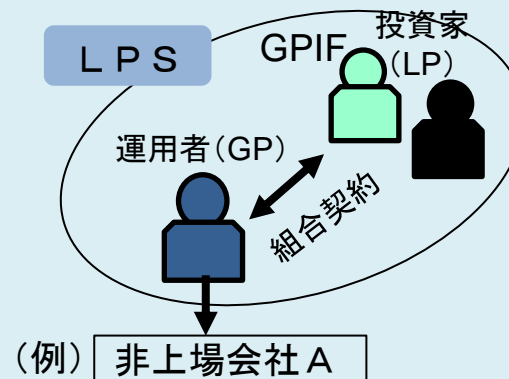


× 今回対象としない

<業務方法書(大臣認可)で除外>

出資≠特定の案件の投資判断

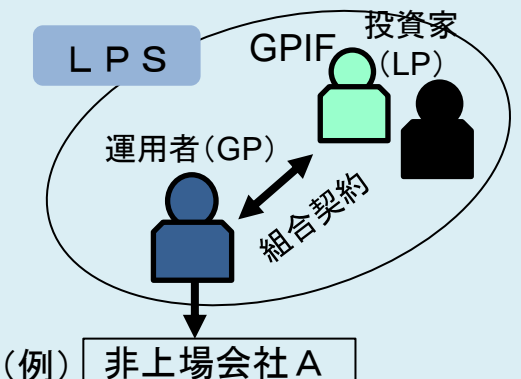
※特定の個別プロジェクトのみに投資することを目的とするもの



<政令で除外>

出資=特定の案件の投資判断

※予め投資先として特定したプロジェクトに投資するもの



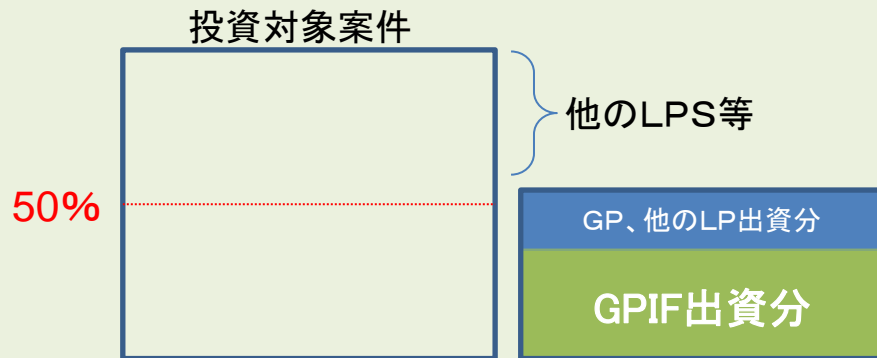
L P S への出資における要件②

- GPIFが個別案件について、支配的な地位に立つことを避けることで、投資対象案件で不祥事等が生じた場合のレピュテーションリスクを回避する。

➡ GPIFの投資分は、LPSの投資対象となる個々の案件について50%以下とする
(原則、有価証券の種類ごとに、50%以下とする)

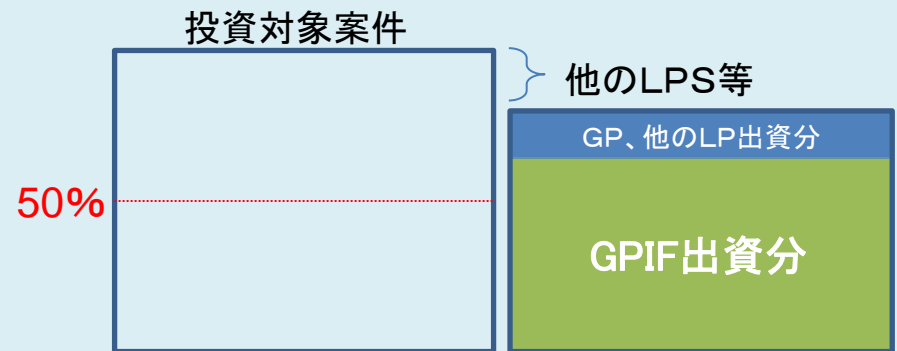
○ 今回対象とするもの

投資対象案件について、50%超の持分を保有しない場合



× 今回対象としない

投資対象案件について、50%超の持分を保有する場合は不可



- ただし、GPIFが対象案件について支配的な地位にないことが明確な以下のような場合は、例外的に投資可能とする(運用委員会で事前に審議)。

例1) ①議決権の保有割合が50%以下であり、②その保有する有価証券の総額が当該対象案件の全有価証券の総額の50%以下である場合に、債券等(特定目的会社の特定社債券やメザニンなど)の50%超を保有する場合

例2) 複数の案件から構成されるが、一体的に進められているプロジェクトについて、その一部分に投資する場合であって、プロジェクト全体から見ればGPIFが支配的な地位にないことが明らかな場合(一体的に進められているプロジェクト全体で見て50%以下の出資にとどまっている)