

資産運用立国へ向けて広く参考にされるべき年金基金の資産運用

～学校法人等へのポートフォリオ運用の拡がりを踏まえて～

2025 年 6 月 10 日

村上 正人¹

要旨

2024 年 8 月にアセットオーナー・プリンシプルが公表されて以来、その受け入れ表明を行ったのは、従来から機関投資家として注目されてきた年金基金や保険会社等に止まらず、国立大学法人・学校法人等に拡がってきたのが特徴的である。しかしながら、学校法人等の WEB サイトから見えてくるのは、その資産運用は緒についたばかりのところが大半であろうということである。具体的にポートフォリオの内容やディスクリージャー等を充実させていくのはこれからの大きな課題と言ってよいだろう。

その課題に取り組んでいく際、今日までの年金基金の運用が大いに参考になるものと思われる。なぜなら、有価証券中心のポートフォリオ運用に関して 40 年以上の歴史を持ち、受託者責任についての理解の下にポートフォリオ運用の質を深化させてきたからである。年金運用の分野では、先行していた欧米の年金基金の運用を睨みつつ、現代投資理論を取り入れて、組織的な意思決定プロセスも整備され、資金の性格やリスク許容度に見合った分散投資が実践されている。そして、様々な市場の局面を乗り越えてきた蓄積がそこにはある。

もうひとつ、海外の先進的な大学の寄贈基金も参考になるところはあるかも知れない。ただし、一足飛びにそのポートフォリオを真似てもリスクは大きいだろう。むしろ、ミッション・ドリブンで専門性や合理性を徹底的に重視する姿勢などから、運営スキームについて学ぶところが大きいと思われる。

資産運用立国に向けて、アセットオーナーを自認する法人等が拡がり、より多くの組織の資金が効率運用に向かうことは、当プリンシプルの制定の意図に合致していると考ええる。これに取り組む法人等においては、まずは経営の姿勢や組織の戦略上の位置付けが重要であり、合理的な意思決定プロセスを有し、プロフェッショナルの知見を活用できること等が鍵となる。ただし、運用成果の良し悪しは、結局のところは経済全体の生産性や効率性と大いに関係しているため、当プリンシプルの活用の拡がりがその検討にも活かされることが期待される。

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。なお、本稿中の意見の部分は私見に基づくものであり、所属機関の意見ではない。

目次

1. はじめに ～アセットオーナー・プリンシプルの現在地
 2. 年金基金の資産運用から学ぶべき理由
 3. 米国の大学ファンドや最近の財団法人の運用の事例から
 4. むすびに代えて ～わが国に求められること
-

1 はじめに ～アセットオーナー・プリンシプルの現在地

1.1 アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ表明を行った機関の特徴

昨年8月に「アセットオーナー・プリンシプル」が公表された。この大きな特徴のひとつは、前文に「アセットオーナーの範囲は、公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンドのほか、例えば資産運用を行う学校法人など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々である」とあるように、幅広く法人等の組織の運用資金が適用の対象になり得る、資産の保有者の原則ということである。この表現からすると、個人資産を除いて運用可能な法人等の組織の資金すべてが参照にすべきプリンシプルと言っても過言ではない。もちろん、このプリンシプルは「法令とは異なり、法的拘束力を有さず、一律に対応を求めるものではない」と記載されているように、受け入れることが強制されるものではない。しかしながら、強い社会性を持った法人としての経営姿勢やガバナンスが問われるとき、大いに参照される原則であることは間違いないだろう。

内閣官房のWEBサイトから、今年3月までに「アセットオーナー・プリンシプル」の受け入れ表明をしている法人等を見ると、内訳は以下のようである。

公的年金・共済組合等	14
企業年金	114
生命保険・損害保険会社	33
大学ファンド・国立大学法人・学校法人	23
その他	1

この中で年金基金や保険会社等の機関投資家の資金運用は広く知られているところであるため、特徴的なのは「大学ファンド・国立大学法人・学校法人」「その他」のカテゴリーであろう。大学・学校法人や財団法人等まで含めて考えると、資産運用を検討していくことが出来る可能性のある資金の裾野はかなり広がるのではないかと想像される。本稿ではその辺りに焦点を当てつつ、関係の方々にもメッセージを発するとともに、資産運用立国の推進に向けてのいくつかの課題を論じてみたい。

1.2 学校法人等の受け入れとディスクロージャーの状況

上述した「大学ファンド・国立大学法人・学校法人」「その他」で受け入れ表明をしているのは、具体的には以下のようなものである。

(2025 年 3 月末現在、内閣官房 WEB サイト掲載順)

国立研究開発法人科学技術振興機構、国立大学法人筑波大学、学校法人上智学院、学校法人立命館、国立大学法人東京大学、学校法人和洋学園、学校法人大阪産業大学、学校法人大同学園、学校法人二松学舎、学校法人東北学院、学校法人昭和女子大学、学校法人東洋英和女学院、学校法人武蔵野音楽学園、学校法人藤田学園、学校法人北星学園、国立大学法人一橋大学、学校法人早稲田大学、学校法人近畿大学、国立大学法人東北大学、国立大学法人神戸大学、学校法人東洋大学、学校法人東北医科薬科大学、学校法人東成学園
公益財団法人国際文化会館

筆者はこれらの法人名と同時に内閣官房の公表リストに掲載されていたそれぞれの法人の WEB サイトにあまねくアクセスしてみたが、具体的な運用方針、基本ポートフォリオが示されていて、かつ運用戦略に対する考え方や運用のプロセスまでが見られるところや、どのような運用を指向しているかが読み取れるところは、ほんの数件しか無かった。現時点までの実際のポートフォリオの状況についても開示しているところはごく少数であった。

運用の歴史が長い年金の分野では、その運用の基本的な考え方や投資プロセスからディスクロージャーに至るまでかなり進化してきた。特に近年、公的年金等の情報開示は進んでいる。一方で、対象がその企業の過去および現在の従業員に限られる個々の企業の年金の運用内容については必ずしも公にオープンになっている訳ではなく、その開示の在り方は課題とされている。ただ、企業年金の運用についての全体の趨勢や概要、加えていくつかの企業年金の動向等については、毎年、企業年金連合会が行っている調査の報告書や専門誌の報道などによって垣間見ることはできる。

一企業の従業員のための企業年金と並べると、大学や公益法人はより「^{おおよそ}公的な」存在であるとも言えなくもない。したがって、公的年金等が行っているような開示の方法を意識してよいであろう。公的年金等の WEB サイトには、運用方針、運用プロセスや運用成果とともに、そのような運用を行うに至る背景となる考え方の説明等、参考になる資料が豊富にある。そこから学べるものは多くあると

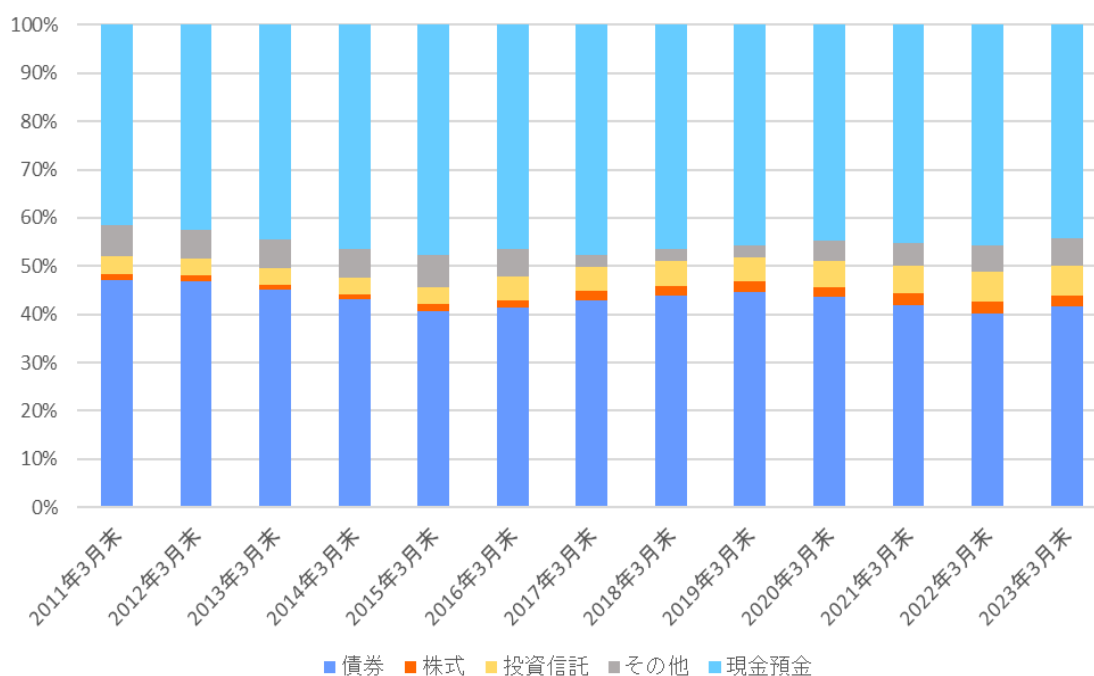
考えられる。

プリンシプルが制定されてまだ半年余りであるため、そこにはこれからの課題が多く存在すると思われるが、受け入れ表明をした法人等が今後どのように運用内容を充実させていくか、そしてまずは2024年度決算でどのようなディスクロージャーを行うかは大いに注目されるであろう。

1.3 学校法人等のこれまでの運用概況

年金分野と比べると、学校法人等についてはなかなかまとまった統計も入手しにくいため、ここでは日本私立学校振興・共済事業団が毎年行っている調査結果の各年のデータを繋げて時系列で把握してみる。なお、本調査の目的は、「大学・短期大学・高等専門学校法人における資産運用についての現況を把握し、得られた情報を学校法人に提供することにより、経営強化に資すること」と書かれており、大学のみを対象としたものではない。そのポートフォリオの推移をみると、図表1のようである。

図表1 学校法人のポートフォリオ推移

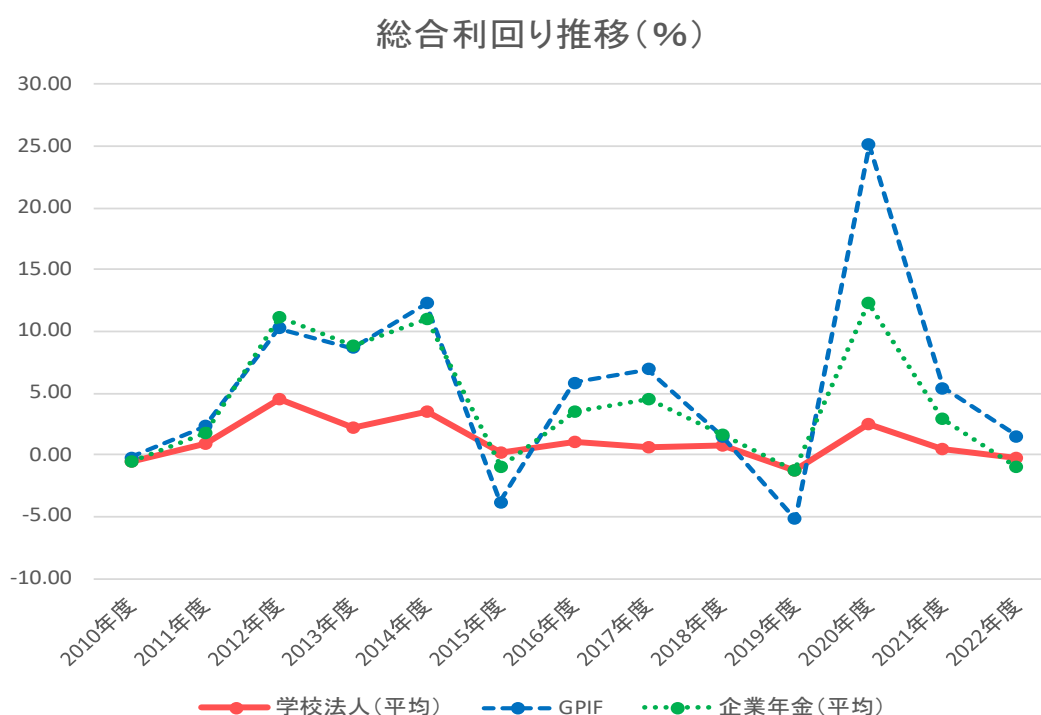


(出所) 日本私立学校振興・共済事業団 WEB サイトの資料より筆者作成

このポートフォリオの推移を一見したところ、長らく債券と現金預金が 9 割

近くを占めていて、極めて保守的であり分散投資はされておらず、収益性の低いポートフォリオ運営が続いているように感じる。特にインフレ進行時には、実質的な資産価値がかなり目減りしそうである。しかし、何がその資金にとって効率的な運用であるかは、その資金それぞれの特性や負債の構造、キャッシュフローの状況、制約条件や各種事情等によって異なるため、短絡的に良し悪しを論じることが禁物であろう。学校法人の資産には、事業活動のために流動性を確保しておかなければならない資金の他、用途が限定された期限付きの引当資産等が多いことにも留意を要する。一方で、基金として継続的に保持される資金や退職給与引当のように中長期の観点から運用が可能と思われるものもあり、単純ではない。そのようなことも承知の上で以下は論述する。

同調査によるこの期間の収益率の推移をみると、図表2のようである。なお、「トータルリターン」の定義を読むと、ほぼ年金分野で用いられている「総合利回り」と近似のものと解釈される。そこで、同グラフには比較のために公的年金（GPIF）と企業年金の平均的な利回りを同時に掲載している。



(出所) 日本私立学校振興・共済事業団、年金積立金管理運用独立
行政法人、企業年金連合会の各 WEB サイトの資料より筆者作成

図表1の学校法人のポートフォリオの推移からして、年金との利回り差がこのようなことは容易に推計できる。図表の1と図表2の印象からすると、

個々の学校法人につぶさに見ていけば、いろいろな資金の制約要件等を考えても運用の効率化に向けた工夫の余地は結構あるのではないかと感じる。特に近年はデフレ続きの時代であったため、利回りがゼロでも名目の資産価値が維持されれば実質の価値が目減りすることはなかったが、このところインフレのある時代へと変化してきている。債券と短期資金中心の運用は、その時代には特に脆弱である。

なお、様々な制約の下で過去に債券中心の運用を行ってきた法人の事例からすると、債券の中には仕組債が含まれている可能性も考えられる。仕組債を債券の範疇と見做して投資を行うことがしばしばであるが、それが債券というのは名ばかりのものであることが多く、そこには流動性のリスクをはじめとして、組成に関わっている機関の信用リスク、そしてものによっては株式リスクや為替リスク等を内包する。リスク属性からすると債券とは大きく異なるので、一般の債券とは分けた開示が必要と考える。そのリスク管理は後段の 3.2 で触れるようなオルタナティブ投資にも近い方法で行うことが妥当となろう。

資金に関わるさまざまな制約と許容されるリスクの下で、実質的な資産価値を維持しつつ、いかに効率的な運用を考えていくかということは、おそらく学校法人等の運用にとっては今後の重要かつチャレンジングな課題となるであろう。

2 年金基金の資産運用から学ぶべき理由

2.1 アセットオーナー・プリンシプルに見る年金基金の立ち位置

アセットオーナー・プリンシプルの正式公表に先立っては、数か月前に原案が開示され、パブリックコメントを募集して 100 を超える様々な意見・質問等が寄せられた。正式公表時にはそれらひとつひとつについて事務局からの返答が公開されている。その中には、過去より法令に基づいて受託者責任に則って運用の実践が行われてきた年金基金の運用と当プリンシプルとの関係に関わるものが複数あった。

例えば、当プリンシプルの筆頭の原則 1 は「アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続に基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべきである。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。」というように、組織的な資産運用においてまずは踏むべきプロセスの基本中の基本が示されたものである。この原則 1 について寄せられた質疑のひとつに「企業年金については、DB法の施行令において「運用の基本方針」を策定するよう規定され、施行規則において運用目的、運用目標、資

産構成割合等を同方針に定めることとされているため、法令に従った運営を行っているDBについて、原則1はコンプライしていると理解してよろしいか。」というものがあつた。これに対して事務局からは、まずはあっさりと「ご指摘のとおり」と答えている。これは、企業年金の分野では、ルールとしてそのような枠組みは確立されていることを認めている証であろう。この原則1で掲げられていることは、年金基金においては規模の大小を問わず、至極、常識的なプロセスなのである。

このように、年金運用においては一定以上の水準が今まで満たされてきているのを認めつつ、当プリンシプルの位置づけは「幅広いアセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めたもの」としている。そして、年金基金も含めてであろうが、「受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、自らのステークホルダーあるいは対外的に示すことで、説明責任を果たすとともに、ステークホルダーからの理解やステークホルダーとの対話、協働を通じて、より受益者等の利益を追求するための運用力の向上を図っていくことが期待される」という趣旨のことが繰り返し述べられている。

2.2 年金運用が様々な資金運用の参考になる理由

年金分野では、有価証券中心の運用が本格化されたのが1980年代であつたが、それから40年以上の年月の中で様々な経験を積みながらも、大方、制度を持続させるのに足る運用成果を挙げてきた。

企業年金の運用については、古くはいわゆる5:3:3:2規制と呼ばれた運用比率制限をはじめとする様々な規制が当時の大蔵省によって課せられていた。（公的年金の運用についても、1980年代中盤に市場運用が開始された時点では同様の運用比率制限があつた。）昔の年金運用は当局による一律の運用規制により、一定以下のリスクの下で運用が行われるようになっていたとの表現もできるであろう。それに対して、厚生年金基金連合会（現在の企業年金連合会）を中心に企業年金の側から規制緩和・撤廃を求めていった。そして、実際に運用の自由化が進展していくのと並行して、「受託者責任」が強く意識されるようになり、それに関するルールの整備も行われてきた。いわば、当局による外形的な運用規制が無くなり、運用内容は年金基金自体の自主性に委ねられた訳であるが、その分、年金基金の理事等が自らを強く律することが求められたのである。運用規制がほぼ撤廃されたのが1999年のことであるから、運用の自由化が行われて今日で約四半世紀を経ている。

ただし、運用が自由化された後も、ほとんどの年金基金は個別銘柄のポートフ

オリオを自ら構築するようなインハウスの運用を行ってきた訳ではなく、専門の運用機関を選別のうえファンドを委託するというのを基本としてきた。インハウス運用に必要なノウハウや体制整備は、年金基金にとっても極めてハードルが高いものであった。しかしながら、それがために運用機関が提供するポートフォリオあるいはファンドという単位で物事を考える習慣は定着していき、例えば証券会社の個別銘柄の売り込み戦略に翻弄され、特異な証券を保有するようなことはなかった。そして、運用機関との間の運用内容に関するコミュニケーションやファンド選別の行い方等に関しては、日々進化させてきているであろう。

年金基金の体制をみると、大手の公的機関では資産運用に関する人材等の陣容を相対的に揃えている一方で、企業年金の運営では携わる人が限定されている。企業や年金基金自体の規模により違いはあるものの、常務理事（兼運用執行理事）、事務長と数人のスタッフで運営しているところが多いと思われる。企業の年金基金の場合、その業務は制度問題から加入者管理、支給事務等多岐にわたり、資産運用はそれらの中のひとつとなる。そのような状況であるものの、中小規模の年金基金においても運用内容の悪化を事由として年金制度運営が行き詰った例はほとんどない。

もっとも、長い歴史の中では、いわゆる年金詐欺事件と呼ばれたA I J事件や基本的な分散投資を無視した運用を行って訴訟に発展した出来事などはあった。それらは運用自体の失敗ということではなく、ガバナンスの欠如や基本的な原理原則を破ったために起こったことであった。

規模に関わらず、今日まで制度維持に足る運用が行われてきた背景について、大きな要因をいくつか挙げると、次のようなことがあると考えている。

- ① 運用の自由化の進展とともに受託者責任に対する理解も深まり、また法令を補足するガイドラインやハンドブック等によって関係者がどのように行動すべきかについて具体的に認識されていること
- ② 組織の運用としてのプロセスが理に適っていて整っていること
- ③ 理論的背景や実証検証等に基づいて運用が実践されていること
- ④ 国内外の年金基金の運用の動向など、参考にできる情報・事例が豊富であること
- ⑤ 分野としてある程度の規模のマーケットがあったため、運用受託機関である信託銀行・生命保険会社・投資顧問会社も年金運用に適したファンドを競って開発し、提供してきたこと
- ⑥ 合同運用、ユニット型運用等の仕組みを活用したパッケージ型の運用が提供されることにより、規模が小さな年金基金でも運用戦略ミックスを含む分散投資を可能にしていること

- ⑦ 企業年金連合会（前身は厚生年金基金連合会）が当分野の重要課題に関して年金基金と共同で研究・検討を行ったり、いろいろな調査や研修会を通じて情報共有をしたりする機会を提供してきたこと

まだまだ細かな点を挙げるときりが無いが、ここに列挙した中には年金分野特有のものがある一方、他分野でも参考になる点、応用可能な点は多々存在すると考える。それらについては追って言及していきたい。

2.3 すべての原点となる「受託者責任」

ここでは上述した受託者責任について、少し解説を加えていきたい。

受託者責任を果たす上での特に重要な二大義務は、忠実義務と注意義務と言われるが、このうちの注意義務に関しては管理運用業務を執行する理事について現在の確定給付企業年金法関連の法令の一部を成すいわゆる「受託者責任ガイドライン」について以下のように表現されている。

「管理運用業務に精通している者が、通常用いるであろう程度の注意を払って業務を執行しなければならない」

なお、米国の従業員退職所得保障法（ERISA）では、以下のような表現になる。

「同様の能力を持ち、そのような問題に精通している慎重な人間が、同じ特質と同じ目的を持つ資産の管理において、直面している状況の下で用いるであろう、注意（care）、技術（skill）、慎重さ（prudence）及び勤勉（diligence）をもって行う」

これらは、「慎重な専門家の注意義務」とされ、一般的な善管注意義務とは大きくレベルが異なる。企業年金連合会がまとめている『企業年金 受託者責任ハンドブック』では、厚労省の「受託者責任ガイドライン」について詳細に解説がなされ、数々の実践的な事例が掲載されている。その中で、資産管理運用業務を執行する理事については、それ以外の理事に比較して高い水準が期待される、としている。そして、例えば、自身の資産における過去の株式投資の成功体験を踏まえ、基金の資産運用も同じ慎重さで臨めば問題ないと割り切り、自身の経験に基づいて運用方針を変更する案を作成するようなことは不適切な事例として挙げられている。年金運用に携わる理事等は、自己の財産の運用のレベルではなく、エキスパートとしての注意深さが求められるのである。

この運用管理の責任者に課せられた義務を噛みしめれば、組織として合理的な意思決定プロセスに従い、理論的や実証的な裏付けのある運用を行って説明責任を果たしていかなければならないということが自ずと導かれるであろう。この受託者責任に沿って考えることが、全ての原点となるのである。

3 米国の大学ファンドや最近の財団法人の運用の事例から

3.1 エール大学の運用について

もう 15 年も昔の話になるが、2009 年 10 月 9 日に東京で開催された第 24 回日本証券アナリスト大会において Charles D. Ellis 氏（当時ホワイトヘッド財団理事長、バンガード社社外取締役）は「Good Governance or Lessons Learned in 45 Years」という演題にて講演を行った。その中でエール大学の運用について触れている。

エール大学の寄贈基金は、絶対リターン戦略、P E、不動産、ベンチャー・キャピタル、国際投資、エマージング市場、森林など、幅広く多様なオルタナティブ投資を行っていて、伝統資産よりオルタナティブ比率が高いことでも注目されていた。そのような運用ゆえに、開始直後のパフォーマンスは年によってプラス 20%以上になったりマイナス 20%以下になったりと、年々大きな変動が生じている。

エリスが語ったエール大学の運用の特質は、以下のような言葉に象徴されていた。

○グッド・ガバナンスのための規律（ぶれのない運営）

- ・ 大学にとっての本当のゴールは何か、長期的な目標を果たすために何をするかをしっかり認識している
- ・ ミッション・ドリブン（ミッションを繰り返し確認）
- ・ あくまでも長期に投資する、長期でいくことを徹底
- ・ 一貫性を以って合理的であること

○ 高いプロフェッショナリズム

- ・ 学界の知見を活用
- ・ 大学の研究者の理論と、実務とが結びついて、合理的なイノベーターになることを目指している
- ・ スタッフ、委員会、職員、また付き合う外部関係者たちに対しても、高い知見を要求

このようなことから、エール大学では採用する運用機関についてもリターンを上げていくということ以前に、目指すべき運用についての考え方がきちんと共有でき、組織がしっかりとガバナンスされていて、長いリレーションシップを保てることを重視しているということである。そして、条件として次のような点について確信を持てることを挙げていた。

- ✓ 我々の目標を理解して実行し、また進化していくことに対するキャパシティと成長力を持っているか。
- ✓ スキルや後継者が育まれる豊かな組織であるか。
- ✓ 経営者が成功に導くためのリーダーシップを持っているか。

✓ ビジネスを超えてプロフェッションという規律を上位に置いているか。

経営学者のチェスター・バーナードは著書『経営者の役割』の中で組織を成立させる条件として、①共通目的、②協働意欲、③コミュニケーション、の3つを挙げているが、エール大学の基金の運営は学内外を超えてそれを実践しているようにも映る。すなわち、関与する人たちは全てプロフェSSIONナルであり高い識見を有しているという前提のもとに、規律ある高次元の運用を目指していると捉えることができるであろう。

3.2 エール大学の運用からの考察

このエール大学のようなポートフォリオ運用は、広く多くのアセットオーナーに当て嵌めていくことは困難であろう。Ellis は講演後の質疑応答の中で、次のように答えている。

本大学ではC I O、シニア・スタッフから関係者たちすべてに高いプロフェSSIONナリズム、自己規律、自己鍛錬を求めている。このような運用を行おうとしたら、委員会のレベルで詳細を詰めなければならない。他の年金基金で同じことをやろうとしても、80%のところは失敗するであろうから、普通のファンドであれば、やらない方がいいとアドバイスする。

すなわち、見よう見まねでオルタナティブ投資等を軸とする運用を実行しても、運用哲学から運用プロセス、人材等が整っていて、組織としてのミッションが共有されていないとリスクが増すだけなのである。

わが国の年金分野でオルタナティブ運用が開始されて20年以上になるが、そのリスク管理方法や評価方法が確立されているかと言えば未だ途上にあると言わざるを得ない。債券、株式の伝統的資産は一定以上の市場規模と流動性があるため、価格変動に伴うリスクを把握していれば大方のリスク管理は可能となるが、オルタナティブ投資の場合は一部の対象を除いて流動性に制約があるか乏しいものも多く、また時価の把握が容易でないものも多いため、リスクの把握がより複雑になる。価格変動には反映されないリスク、それは個々の契約に内在したカウンターパーティや関係機関等の信用に関わるリスクであったり、流動性のない市場で時価評価をする場合の時価の不確実性や誤差の大きさに関わるリスクであったりする。また、市場環境が悪い時に解約が殺到して換金できないリスク、投資対象物の保全に関わるリスク、ヘッジファンドの場合は特に運用組織の継続性に関わるリスク、インフラ投資の場合は特に天変地異・災害に関するリスク等々、非常に個別性の強い様々なリスクを理解して管理していかなければならない。途中換金性が乏しい分、投資する側はこれらのリスクを網羅的に把握しておくことが大事である。例えば金融庁が金融機関の検査の時に課しているように、その投資に関わるあらゆるリスクを網羅的にリストアップして、その発

生可能性、発生したときの大きさ、発生時の対処法等々を一覧にし、関係者が共有していくことも組織的なリスク・マネジメントの手段として考えられるだろう²。年金基金や法人等の組織的としての運用は、特定個人の知識・スキルに依存しすぎることはそれ自体がリスクであって、関係者が共有して把握・理解をして、継続的に管理できることが重要であり、それが受託者責任にも適うことになるのである。

加えて、オルタナティブ投資ではそのような伝統的資産とは異質のリスクを取っていったうえでリスクに相応しいリターンが上がっているかどうか、すなわちリスク調整後のリターンというのをどのように評価するのか、この点はまだ大きな課題であり続けている。しかしながら、投資を行うからには、そのような課題についてきちんと答えを持っていて行う必要がある。

オルタナティブ投資を実施した場合に、表面的にリターン・リスクの効果が改善されるかという点について少々触れておきたい。海外年金でもカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）やカナダの公的年金（カナダ年金基金投資委員会；CPPIB）は早くからオルタナティブ投資を含む運用資産の多様化に取り組んできたことで知られている。だが、少しデータは古いが、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」に提出された資料である村上・菅原（2013）「海外の公的年金運用の事例とわが国へのインプリケーション」では、これらの年金基金のパフォーマンス実績がシンプルにメジャーな株式と債券の指数の組み合わせによって得られるリスク調整後のリターンに及んでいない可能性があることが示されている。また、臼杵（2021）「エンダウメントの運用モデルは成功したのか」は海外論文を引用しつつ、海外の大学基金が上場株式・債券にだけ投資していた方がよい成果が挙げられていたことを示唆している。

このようにオルタナティブ運用を行うことが直ちに運用の高度化や高いパフォーマンスに結びつくわけではない。このあたりは、中途半端に資産運用に関わり、実データをよく観察していない人たちが誤解していることが多い。投資する側はデータに基づく様々な検証を自ら行い事例等をよく研究すること、そして自らの組織の人材の層、スキル、経験値等を冷静に見つめて判断や選択を行わなくてはならない。エール大学は前掲のように「合理的なイノベーターになること」を目指していたが、独立行政法人勤労者退職金共済機構は「資産運用業界において評価が確立されていない手法を他に先駆けて使用することはしない」と報告書の中で謳っている。運用経験や体制も豊かではない法人においては、まずはいわゆる伝統資産と言われる上場株式・債券を中心とした分散投資からしつ

² 企業年金連合会は WEB サイトで様々なオルタナティブ投資に関わるチェックシートやモニタリングのためのシートを提供しているが、それらも参考になると思われる。

かりと考える実行していくのがよいであろう。

3.3 最近の一部の財団法人等の運用事例

年金基金の運用が様々な法人の運用の参考になる理由については、2.2 の節で7つほど挙げたが、その中には合同ファンドの存在等、年金分野特有のことも含まれていた。確かに、1980年代・1990年代であれば、年金を真似たポートフォリオ運用を行うことはハードルが高かったかも知れない。ただし、現在は多様な投資信託や上場投資信託（ETF）等の存在があり、少し工夫をすれば年金基金の運用に類似の運用は容易にできるようになってきている。

今世紀になって進められた公益法人改革により、資産運用においてもガバナンスを強化し、委員会等を設置して運用にあたる財団法人等が徐々に増えてきているようである。筆者も10年以上前よりある公益財団法人の委員会の委員となったが、そのように関与するところが次第に増えて現在は約10法人に達している。その中には、まさに年金資産運用に見習って基本ポートフォリオを策定し、時価構成比率による管理を実践しているところも出現し、また現在も拡がりつつある。

10年前から基本ポートフォリオに取り組んできたある法人は、現在は国内外の株式投資の比率が約4割となっている。過去10年間の総合利回りを見ると年平均4%に近い成果が上がっている。現在の基本ポートフォリオからすると、図表2でみた利回り推移においては、公的年金（GPIF）と企業年金（平均値；企業年金連合会統計データ）の間くらいに収まるようなイメージである。

このような法人においては、必ずしも資産運用に精通した専門スタッフがいる訳ではない。委員会構成メンバーは、会長、専務理事、総務部長、事務局長、外部委員というような感じであり、要（かなめ）の役は専務理事が担っている。委員会の半分くらいの時間は、運用に必要な知識の収集・習得に充てられている。トップマネジメントが首尾一貫として効率的な運用を行っていく意思を示していることが大変重要である。また、組織内ではどうも足りない専門知識を補うために、外部委員を含めた委員会構成にしている。「アセットオーナー・プリンシプル」でも「アセットオーナーは、適切な運用を行うに当たって、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部人材の登用」等の表現があるが、これを以前から実践してきているのである。

このような財団法人等における資金の性格は、法人の事業特性によりまちまちで、さまざまな引当資産や積立資産等が勘定の分類として存在する。その点では、1.3で触れた学校法人とも似たところがある。基本ポートフォリオの策定に当たっては、まずはそれらのひとつひとつの資金特性について把握することが大事である。そして、資金用途等を勘案した上で、どのくらいの金額についてど

のくらいの期間を睨んだ運用が可能か、基本資産に関する安全性等の制約をどのように織り込むか、毎期ごとの流動性はどのように確保されるべきか、期末に評価損となった場合の影響はあるか、等々の資金特性からの様々な条件等を加味していく。そうしたうえで、基本ポートフォリオの候補となりそうな複数のポートフォリオを並べてみて、期待リターン／リスクや流動性の度合い、過去の大きな市場下落時のダウンサイドのリスクの把握など、年金資産で通常行われているような比較検討を経て最終的な決定がなされている。

同類の取り組みを行っている法人についての資産別の具体的な運用においては、国内外の株式についてはE T Fが活用されている。外国債券においては、やはりメジャーな市場指数のE T Fを用いている場合もあれば、米国国債のラダー型ポートフォリオを組んでいる場合もある。国内債券については従来から運用の中心であり、多くの国債、事業債等をすでに保有していることがしばしばであるため、なかなかゼロベースから考える訳にはいかない。たいていはそれらを活かしつつ、償還年度が訪れるごとに残存期間の分散を図り、毎年度ほぼ同額の償還が来るようなラダー型のポートフォリオへの切り替えを目指すことが多い。株式等のE T F自体がある程度の流動性を有しているのに加えて、この国内債券の毎年度の償還によって目に見える形で一定の流動性も確保されるのである。

公的年金の運用を行っているG P I Fも各資産はベンチマークである市場指標への連動度がかなり高い運用であるから、メジャーな市場指数にトラックするE T Fを活用すれば、各資産においてはほぼG P I Fに近似した運用成果を期待できるのである。また企業年金全体の資産別運用利回りの平均は、国内債券を除いては市場指標に劣後する傾向にあるため³、このような運用を指向することでシンプルではあるが組織運用として年金分野に引けを取らない運用利回りが得られることになる。要は基本ポートフォリオ構築のための資産配分（アセットミクス）を中心とした専門的な知見を補うことが、まずもって重要であるのである。

4 むすびに代えて ～わが国に求められること

4.1 的確な資産運用を行うために必要なこと

資産運用への取組みがまだ緒についたばかりの、手馴れていない組織にとつて整えるべき重要なことを考えてみる。

³ 著者（2024）「パッシブ運用対アクティブ運用およびアクティブ運用ファンド選択の要諦」『企業年金』2024.4 参照

第一に挙げられることは、経営にとって資産運用が組織を維持・発展させるために非常に重要な施策・戦略であるということを明確に位置付けることである。そして、その目指すべきところや、運用に取り組むための基本的なコンセプトを関係者が共有していなければならない。

例えば、公的年金の運用は法律によって「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から安全かつ効率的に行う」とされている。この「安全かつ効率的」という言葉について、年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）は WEB サイトで以下のような趣旨の説明をしている。（筆者が要約）

- ・安全性のみを重視し、現金のまま保有すれば、名目額では減らないが、長期的には、物価や賃金が上昇する分、実質的な価値が目減りしてしまい、効率的な運用という要請に応えられない
- ・長期的に、実質的な価値を維持し、さらに実質的な価値を増大させていくためには、収益率の変動幅という意味での一定のリスクをとりつつ、その変動に見合った収益率が期待できる資産に投資を行っていくことが求められる
- ・この場合、「できる限り低いリスクで必要な収益を得る」ための最も基本的な考え方が、特性の異なる複数の資産に分散して投資を行うという「分散投資」と、長期的な観点から基本となる資産構成割合を決めて、これを維持していくという「基本ポートフォリオの策定・管理」という二つである

特に最近ではデフレの時代からインフレある時代へと変わりつつある。足下のインフレの状況が長く続くのか、収束していくのかは予め見通すことは難しいが、さまざまなケースを想定したうえで実質的な資産価値を維持しつつどのように増殖させるのかということは基本投資政策を検討する上での重要テーマとなるのは確かであろう。その解を導いていくためには、基本的な各資産の中長期のリターンや変動性（ボラティリティ、リスク）の特性（インフレとの関係を含む）、分散投資によるリスク低減の効果、長期的視点で投資を行っていくことの意義などについて、意思決定にかかわる人たちが理解していなければならない。そして、このような取組みを経営トップを含めた関係者が重要施策として捉え、推進していく姿勢を示すことが何よりも重要であるだろう。

第二に重要な点として、運用委員会等の組織的な意思決定プロセスが整えられ、そこでしっかりとした裏付けを持った運用方針、運用方法が選択されることである。まずは資産運用の原理原則を踏まえて、基本を大切にしたい運用を志すことが肝要である。運用の内容と組織・人材がマッチしていることも大事である。背伸びをして人材とミスマッチな運用戦略を選択しても、きちんとした管理ができず、リスクが増すだけである。先に例で挙げた財団法人の例のように、小所

帯であってもそれに見合う合理的な運用方法は選択可能である。

第三として、運用に関わる役員や管理者・担当者はその職によって報酬を得るのであるから、そのような職業人としての自覚、いわばプロ意識を強く持つことである。その職務を全うするためには何が必要かを常に問い続け、研鑽に努めなければならない。2.3で企業年金での運用担当理事等に求められている「専門家としての注意義務」について触れたが、決して運用のスタープレイヤーになることを求めているのではなく、市場や投資の理論に関する基本的な知識を得た上で、あらゆる可能性について十分検討して比較考慮のうえ慎重に判断していく能力を養うことが必要である。将来のことは専門家にしても誰もが確実にはわからないわけであるから、きちんと説明可能な熟慮のプロセスを踏んだうえで意思決定することが求められる。必要な知識とスキルを持ち合わせて、様々なことを踏まえたうえで合理的な行動ができるかということなのである。

また細かくは多くのことが挙げられるが、出発点としては以上の3点は特に意識して行動していくべきであろう。

4.2 むすび ～わが国全体の課題

最後にマクロ的視点で見た資産運用立国との関係でもわが国に足りていないと思われるところを2点述べておきたい。

まず一つ目はわが国の生産性、効率性についてである。「もったいない」という言葉は、最後までものを使い切るなど、ものを大切にする精神からわが国で生まれた言葉とされている。そのわが国では、資本の生産性の代表指標である自己資本利益率（ROE）や、労働生産性が先進国で最も低い状態が長く続いている。これは、言い方を変えれば、他国より、より多くのカネやヒトを投入しなければ同じ価値となるものが生み出せないことを意味している。有限で貴重な経営資源であるカネやヒトの活用の仕方が他国より劣っているのである。そのことを、もっと多くの人が「もったいない」と認識する必要がある。つぎ込んでいる経営資源の質が低いとは、誰も思わないであろう。その要因は、個々のヒト・モノ・カネよりも、その活用の仕方にあると思われる。つまり、わが国の経済システムや法人等の経営モデル等々の枠組みの中に、他国より非効率なものが多く存在すると考えられる。生産性の低い経済の下では、総体として投資のリターンが高まることは無いし、リスクマネーも寄ってこない。資産運用立国のためには、やはり自国が投資対象として魅力に溢れていることが重要であろう。今般のアセットオーナー・プリンシプルの制定によって、従来の機関投資家以外の資金運用の効率性に目が向けられるのは良い方向である。さまざまな組織においても、保有する資金を最大限に活用していこうとする取り組みが積み重なっていくことが、世の中全体をより生産的な方向に押し上げていく可能性があるからである。

そのような拮抗りが、さらにわが国経済全体の生産性に対するリテラシーの高まりに結びついていくと欲しいと考える。

もう一つわが国に欠落している点は、経営がプロフェッショナルの知見を最大限に活かしていく意識である。専門的な人材の持てる見識・スキルが、閉鎖的な組織の特有の論理やしがらみの中で埋没させられることが多い。財務の大きな役割としては、予算管理や資金繰りがメインではなく、それらはむしろ制約条件と認識して、リスク許容度も勘案したうえでいかに資金を効率的に運用するかである。持てる資金を最も効用の高い活かし方をするにはどうしたらよいかという命題に立ち向かわなくてはならない。そのためには、投資理論やコーポレート・ファイナンス等に関わる知識の下地も求められるであろうし、上手に外部情報や外部専門家を活用することも必要となる。そのようにしていくことが、受託者責任で求められる「専門家としての注意義務」を果たすということに繋がっていく。経営がそのようなことを認識して人材を任命すると同時に、その仕事内容を評価する際には、他の組織で同類の仕事に携わっている人たちと比べてどうかという広い視点を持つことも大事となる。資金の目的・目標に沿ってそれを実現するために何を行うことがベストであるのか、専門的な知見も活用して様々な選択肢の中から解を探り当て、実行していかなければならない。その心構えや目指すべきところは、前掲のエール大学のミッション・ドリブンに関する考え方が参考になるだろう。（前章で述べたように、ポートフォリオ自体は即座に真似る必要はない。）このような経営が出来る組織とそうでない組織とでは、将来に向けて投資可能な事業資金の捻出ということも含めて、パフォーマンスに雲泥の差が出てくるだろう。

アセットオーナー・プリンシプルの考え方が浸透していくことによって、わが国全体の資産運用への意識が一段と高まることとともに、経済・社会全体の生産性や効率性を考えるのにも結びついていくことを期待したい。本稿が少しでも関係者の参考になれば幸いである。

以 上

〔謝辞〕 本稿の執筆に当たっては、玉木伸介氏（大妻女子大学短期大学部教授、日本年金学会代表幹事）との対話が大きな動機となった。また、氏より貴重な情報やご意見もいただいた。深く感謝申し上げます。なお、本稿中のありうべき誤りは筆者の責に帰することは勿論である。

参考文献

- 内閣官房 WEB サイト アセットオーナー・プリンシプルの受入れを表明したアセットオーナーのリストの公表について
- 日本私立学校振興・共済事業団 WEB サイト
- 年金積立金管理運用独立行政法人（G P I F）WEB サイト 資産運用関連情報
- 企業年金連合会 WEB サイト 資産運用関連情報
- 厚生年金基金連合会（1998）資産運用研究会報告書「運用自由化時代の基金の資産運用」
- 日本年金学会編（2023）『人生 100 年時代の年金制度』第 12 章、法律文化社
- 村上正人（2011）『年金基金が賢明な投資家であるために』角川学芸出版
- 小野伸一（2013）「組織経営の古典的著作を読む（I）～チェスター・I・バーナー
ド『経営者の役割』～」『経済のプリズム No.113』収録
- チャールズ・エリス（2009）講演「ガバナンスの重要性」2009 年 10 月第 24 回日本
証券アナリスト大会にて、収録誌は「証券アナリストジャーナル 2010 年 1 月号」
- 内閣官房 WEB サイト 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する
有識者会議 第 4 回資料
- 臼杵政治（2021）「エンダウメントの運用モデルは成功したのか」ニッセイ基礎研究
所『年金ストラテジー』Vol.305
- ピーター・F・ドラッカー（2009）『マネジメント 基本と原則』エッセンシャル版、
上田惇生訳、ダイヤモンド社
- 村上正人（2024）「パッシブ運用対アクティブ運用およびアクティブ運用ファンド選
択の要諦」『企業年金』2024. 4
- 村上正人（2023）「「資産運用立国」へ向けて検討すべき課題～年金機関投資家の視点
から～」公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構WEB サイト
- 独立行政法人勤労者退職金共済機構 WEB サイト 資産運用関連情報