

大学の資産運用を考える（3）

～資産運用体制～

Research Report

2014年7月29日

社会システム研究所

副所長

寺山 恵

目次

1. 大学基金のポートフォリオ管理
 - 1.1 大学基金を認識する
 - 1.2 ピラミッド方式を卒業する
 - 1.3 資産運用体制の必要性
2. 資産運用体制
 - 2.1 資産運用体制の関係者
 - 2.2 資産運用委員会
 - 2.3 投資チーム（CIO,投資スタッフ）（内部）
 - 2.4 運用機関(外部または内部)
 - 2.5 資産管理会社（カストディアン）（外部）
 - 2.6 運用コンサルタント（外部）
3. ガバナンス方針書
4. 終わりに

1. 大学基金のポートフォリオ管理

1.1 大学基金を認識する

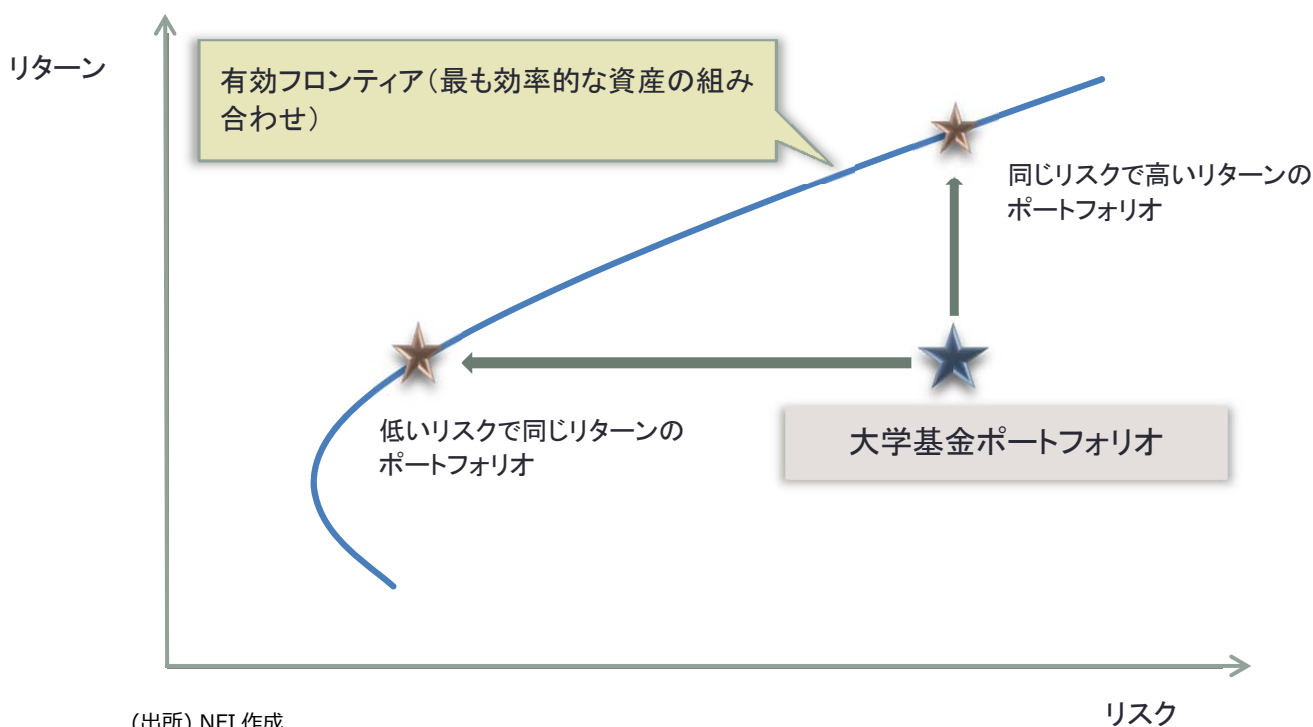
今回は大学基金の作り方を考えた。大学基金は、専ら資産運用を目的としてプールされた資金であって、元本に用途の予定のないものでなければならない。たとえば「〇〇周年記念行事」のために集めた寄付金は何年か先の記念行事での支出に充てられるべきものなので、大学基金とは別のファンドとして管理する。支出までに時間がある場合は運用することも可能であるが、大学基金とは別建てで運用する。実際に記念行事が近づき予算が策定され、幸運にも篤志が予算を上回っている場合は、寄付者の了解の下に、余剰部分について大学基金に組み入れることは可能である。前回紹介したハーバード大のキャピタルキャンペーンでは、最初から一部大学基金に組み入れる予定で寄付金を募っている。大学基金の規

模拡大も必要だと考えているのだろう。日本の学校法人では、前述の「〇〇記念行事」積立金の他にもある様々な「積立金」や「引当金」勘定について、その資金の性格を把握した上で、大学基金として運用するか、または取り崩しまでの期間限定の別のファンドとして運用するか分類する必要がある。資産運用においては、投資期間は重要な要素である。大学が存続する限り半永久的に運用する大学基金と、何年か先に支出される予定の資金ではリスク許容度も流動性制約も異なるので運用の方法は同じにならない。このように、大学の資産運用は大学基金の残高を正しく認識することから始まる。以下、本稿の議論は半永久的に運用する大学基金のみを対象とする。

1.2 ピラミッド方式を卒業する

「大学基金」として資産運用の対象となる資金が認識できたら、この「大学基金」全体をひとつのポートフォリオとみて運用する。これは、現代ポートフォリオ理論に基づく資産運用の教科書では定番の考え方であるが、日本の学校法人ではあまり実践できていないようだ。実際には、大学基金としてまとめて認識されるべき資金は、会計上は様々な名前の勘定で記帳されている。資産運用はそれらの勘定毎に、投資基準に適合する有価証券、多くは国債や事業債など利付債券を、当該勘定の見合いとして購入するということがしばしば行われている。このような勘定毎に、購入した債券を紐付けして個別に対応させていく方式（ピラミッド方式と呼ぼう）は、これは資産運用上有効な方法ではない。確かに、勘定項目毎に投資基準をクリアする債券を購入していけば、合計でも投資基準をクリアしているだろう。しかし、この全体を債券ポートフォリオとしてみたとき、最善のポートフォリオではない可能性がある。

図表 1 効率的なポートフォリオの存在（イメージ図）



つまり余分なリスクを取っているかもしれず、その場合は同じ期待リターンでもっとリスクを低減させた効率的なポートフォリオが存在する。また、ポートフォリオのリスクは、個別債券のリスクの足し算ではないので、ピラミッド方式では大学基金全体のリスク管理ができない。

また、個別の投資ごとに投資基準が定められており、それをクリアするのは債券しかないので、ピラミッド方式では結局、大学基金ポートフォリオは、債券中心のポートフォリオになってしまう。大学基金全体のポートフォリオで考えれば、いくらかの割合で株式のようなハイリスク・ハイリターンの資産を保有しても、基金全体のリスクを一定レベルに保つことができるが、ピラミッド方式では、株式のような資産クラスを保有することは難しい¹。さらに、異なったリスクリターン特性でお互いの相関が低い資産クラスを組み合わせるという現代ポートフォリオ理論が提案する分散投資が十分行えないという重大な問題がある。分散投資によるリスク軽減効果なしでは、大学基金が目指すところの長期的な資産運用を成功させることはかなり難しいといえるだろう。したがって、ピラミッド方式ではなく、大学基金を1つのポートフォリオとして管理していく必要があるのである。

1.3 資産運用体制の必要性

大学基金を1つのポートフォリオとして管理し、ポートフォリオ全体のリスクを管理しながら目標リターン達成を目指すためには、1件ごとの有価証券や投資商品の投資基準を決めている投資規定のみでは対応できない。大学基金全体としてのリターン目標や許容できるリスク量を決めるところから始まり、資産配分戦略、ポートフォリオ構成や運用機関構成、自家運用なら有価証券レベルの選択と様々な階層において、意思決定が必要となる。したがって、資産運用もマネジメントとして認識し、PDCA(Plan-Do-Check-Action)サイクルを反映した意思決定のプロセスに沿って行われ、意思決定の透明性や説明責任を確保する必要がある。また、プロセスを遂行するための資産運用体制を構築しておく必要がある。

もうひとつ、重要な点として投資の世界に確実という言葉は無い。長期的には素晴らしい結果を残すことができたとしても、短期的には損失が発生することもある。逆に、短期的に「勝つ」と思われる戦略も、常勝は難しく、繰り返していけば長期的には勝ち負けゼロまたはマイナスに収斂していくかもしれない。さらに、規律ある資産運用を行っていても、最善と思われる投資判断を行っても、いくらかの確率で目標に達しない結果や最悪のときには損失を被る可能性もある。「安全確実な運用」というフレーズを目にすることがあるが、実際にはそのような運用は存在しない。すべて現金で保有していても、インフレ経済下では基金の実質価値は目減りしてしまう。債券を保有して利金を払い出してしまえば、その分の実質価値は目減りしていく。したがって、資産運用の最大のリスク管理は、資産運用体制によるベストエフォートを担保する仕組みなのである。

これに対して、リスク管理なき大学基金の資産運用は、不幸な結果をじっと待っているようなもので

¹ 仕組債によってすでに株式や為替など様々なリターン源泉が導入されているが、リスク面では参照資産のリスクは認識されていないケースがほとんどである。

ある。基金の運用は超長期戦なので、結果だけに注目し、不適切に許容範囲を超えたリスクを取った結果のリターンかもしれないのに、勝てば官軍的な評価を続けていると、いつか現実に損失が発生し基金を毀損するという危ない橋を渡り続けることになる。過去の損失事件の中には、事後的には明らかに適切ではない投資判断と思われるものがプロセス上問題はなく承認されていたりする。判断の際に、リターンが強調され、リスクの大きさについては曖昧な説明がなされた可能性はあるだろう。資産運用体制下で資産運用の意思決定がリスクリターンのトレードオフを扱うという自覚が共有されていれば、無用な損失を被る可能性を下げることができるだろう。

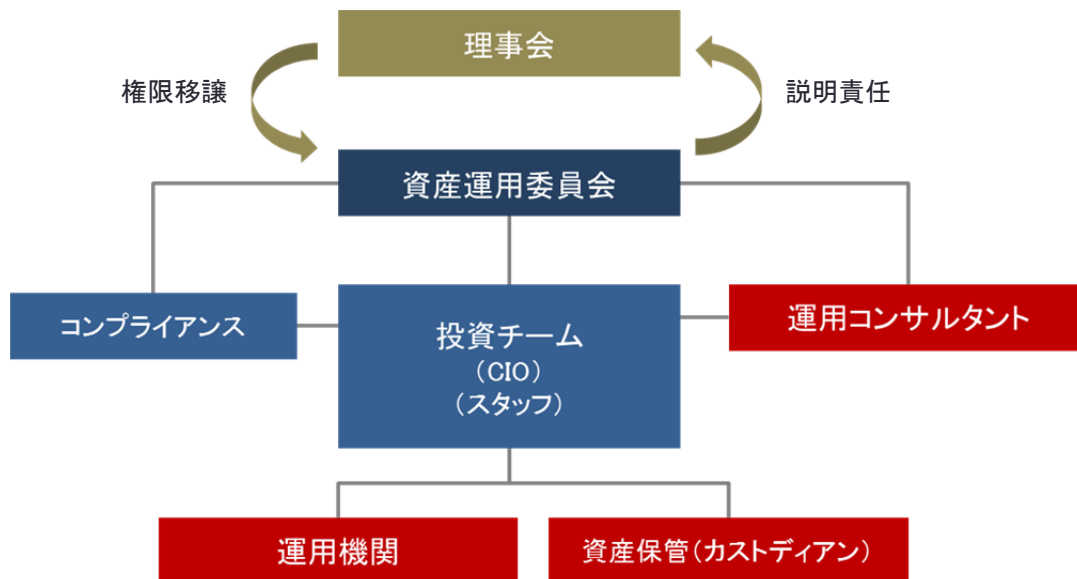
2. 資産運用体制

2.1 資産運用体制の関係者

大学運営の最高意思決定機関は理事会であるが、資産運用に関しては資産運用委員会を設置し権限を委譲するということが行われている。理事会は様々な事案を扱うし、資産運用に関する意思決定はときには理事会が抱える他の懸案事項に左右されない方がよい場合がある。また、運用委員会は資産運用の長期的な目標の達成を使命づけられているが、理事会は単年度の大学運営にも責任を持たなければならない。資産運用においては資産価値の維持という長期的な目標達成と、単年度の運用収益といった短期的な目標とはトレードオフの関係になりやすいため、理事会はジレンマを抱え込むかもしれない。したがって、理事会は資産運用委員の任命責任を負い、資産運用に関する意思決定については委員会に権限移譲するということがよく行われている。

委託運用を前提にした場合資産運用体制には、内部の関係グループの他に外部のグループも関わる。資産運用委員会が資産運用に関しては最高意思決定機関であり大学基金の資産運用に最終的な責任を持つ機関である。投資チームは資産運用委員会の指示に基づき日々のオペレーションをこなす実務部隊である。CIO（チーフインベストメントオフィサー）は投資チームのヘッドであり、実際の運用の実行について責任を持つと共に、運用機関の選定や解約など一部の専門的な部分は資産運用委員会から権限移譲を受けている場合もある。図表2は、投資チームが直接的な運用を運用機関に委託する場合の資産運用体制を示している。以下、順番に各関係グループを解説していく。

図表2 委託運用を前提とした資産運用体制



(出所) NFI 作成

2.2 資産運用委員会

前述した通り、理事会より権限移譲を受けて資産運用委員会は資産運用の責任機関として設置される。資産運用委員会は、資産運用のプロフェッショナルである必要はないが、金融や資産運用の基本的な知識と判断能力があり、また意思決定の経験のあるメンバーで構成されるのが望ましく、もちろん理事や学部長や財務スタッフ、ときには関係学部の教職員が委員として参加する。委員会がうまく機能するためにはダイバーシティを考慮した方がよいとされる。また代表性という意味で、米国の大学では学生代表が参加することさえある。気を付けなければならないのは、権威ある教授が委員の場合などで、直接的な上司部下の関係がなくても、暗黙のうちにヒエラルキーが形成され、当該教授が意見を言うとも誰も抗えなくなる、という状況は要注意である。資産運用委員会は各メンバーがそれぞれ委員会に貢献できるフラットな合議機関であった方がよい。年金基金の資産運用委員会などでも、金融経験者の常務執行理事が「素人に何がわかる」などと他の委員の意見を聞かないケースなどがある。資産運用委員会は、相場を予想したり投資のタイミングを計ったりするのが仕事ではない。資産運用の憲法になる投資基本方針 (Statement of Investment Policy、SIP) を策定し、資産運用が間違いなくこの方針に沿って行われていることを確認するのが主要な仕事である。必要な基本的な資産運用の知識については、投資チームや運用コンサルタントに勉強会などを開催してもらおうと良いだろう。資産運用委員会は、資産運用における戦略レベルの事項を扱う。実際には、投資基本方針に盛り込まれる内容は多岐にわたる。頻繁に委員会を開催するのが難しい場合は、一部の業務について投資チーム (CIO) に権限移譲してもよい。

2.3 投資チーム（CIO、投資スタッフ）（内部）

CIO（Chief Investment Officer）が、投資チームを率いて日々の投資業務を行う。大規模な大学基金では多くのスタッフを抱えるが、小規模な基金ではCIOは財務部長が兼任、担当者も財務課長が兼任で、フルタイム換算1名ということもありうる。この運用体制では実際の運用は運用機関に委託するため、少ないスタッフでも日々の投資業務を行うことは可能である。

資産運用委員会が決めた資産配分戦略に基づき、それぞれの資産クラスにおいて運用は運用機関に委託する。委託先には運用ガイドラインを渡し、指示通りの運用が行われているかをモニタリングし、パフォーマンスを管理する。

2.4 運用機関（外部または内部）

運用機関（Investment Manager）は、外部の投資顧問会社か内部の自家運用のスタッフかいずれにしても、実際の売買を行い、運用を実行する。投資チームは、資産運用委託（マンドート）を外部の運用機関に与え、運用機関に対し運用ガイドラインを示す。運用ガイドラインには保有可能な有価証券の指示やリスクレベル、評価に利用するベンチマークなどが記載され、運用機関はこの運用ガイドラインを遵守した上で、銘柄選択や売買のタイミングなどの裁量を持って運用する。株式や債券、不動産、ヘッジファンドなど様々な資産クラスにおいて、多数の運用機関が他人の資金を預かって運用を競い合っている。大学基金が外部の運用機関を採用する場合は、基金の運用方針に合致する運用機関を選ぶ必要があるだろう。運用機関は受託した資産額に応じて運用報酬を受け取るが、運用報酬の一部がパフォーマンスに連動する場合もある。自家運用を行う場合は、運用機関の機能の全部または一部を内部に備えなければならない。実際にスタッフの規模などどれくらいの体制が必要になるかは自家運用の内容にもよる。

2.5 資産管理会社（カストディアン）（外部）

資産管理会社（カストディアン）は機関投資家の保有資産を預かる会社である。日本では信託銀行がこのサービスを提供している。債券などを購入した証券会社の保護預かりを利用して学校法人もあるが、大学基金をひとつのポートフォリオとして管理するためには、保有金融資産も一元管理した方が投資チームの事務負担は相当軽減されると考えられる。保護預かりは証券会社の無料のサービスであることが多いが、購入した証券会社に置くことになるので、証券会社ごとに債券などがばらばらに保管され、利金や償還金も証券会社ごとに管理しなければならない。カストディアンは有料だが、金融資産の残高を一元管理し、利金の受け入れや償還の管理、運用機関からの売買の指図に従って有価証券の受け渡しを行い、定期的に残高を報告してくれる。その他にもレンディング（証券貸付）サービスやパフォーマンス計測なども行うところもある。保護預かり先の証券会社の時価評価や運用機関自身のパフォーマンス報告に対して、透明性の観点から第三者としてのカストディアンによるレポートを重視すべきという議論もあるようだ。

2.6 運用コンサルタント（外部）

日本ではコンサルタントを利用するという習慣があまり定着していないが、専門性のあるスタッフを常時雇い入れるより、外部のブレインパワーを時間借りした方がコスト的には安くつく。運用コンサルタントの主な役割は、資産運用委員会が投資基本方針、資産配分戦略など運用の戦略レベルの問題を検討するときにはアドバイスをすることと、投資チームの運用機関選定をサポートすることである。また、運用機関やポートフォリオ全体のモニタリングやパフォーマンスの計測について運用コンサルタントはスキルやツールを持っているので、投資チームはこれらコンサルタントのサービスを利用した方が自力で行うより効率性が良い。

3. ガバナンス方針書

運用体制が整ったら、各グループがどういう役割と責任を負うのか、またどのグループがどのレベルの意思決定を行うのか、そしてそのヒエラルキーつまり監督と報告の関係をはっきりさせておくことが必要である。米国の大学では組織図だけでなく、ガバナンス方針書として書面を作成しておくことがよく行われている。各関係者の役割と責任については投資基本方針にも書かれる場合があるが、ガバナンス方針書では、より詳しく①役割と責任、②権限の範囲、③評価基準（期待されるレベル）が列記されている。また、牽制システム、透明性の確保、報告とモニタリング、ベストプラクティスの追求などもガバナンス方針書に盛り込まれている。資産運用委員会は、大学理事会から資産運用に関する最終的な意思決定の権限を委譲されているので、資産運用プログラム全体の統治状況として資産運用ガバナンスの効力について定期的にチェックを行い理事会に報告する必要がある。

図表3 ガバナンス方針書に記述される項目の例

| |
|--|
| <p><u>権限と責任の明確化</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 大学理事会は大学基金の管理監督の責任と権限を資産運用委員会へ移譲する ● 資産運用委員会は大学基金における受託者責任を認識する ● 資産運用委員会は大学基金の資産運用における最終的な責任を負う ● 投資方針の適用、基金の運営上の判断など日々の投資判断はCIO および投資スタッフに権限を委譲する ● CIO および投資スタッフは大学基金の資産運用の日々の運営の責任を負う ● 運用機関など外部関係者もマンデートの範囲内において受託者責任を負う <p><u>資産運用委員会の業務</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● 大学基金のミッションを定義する ● 大学基金のゴール、およびリスク許容度を定める ● 大学基金資産運用のリスクリターン目標を設定する ● 実際のパフォーマンスを目標と比較し、モニタリングする ● 資産配分戦略とリバランス許容範囲を決める |
|--|

- 投資可能な資産クラス、サブカテゴリーを決める
- CIO の評価と任命
- 投資スタッフの年間のバジェットを決める
- 大学理事会への説明、報告および推奨（必要なとき）
- ガバナンスプロセスをレビューし大学理事会に改善提案をする

CIO および投資スタッフの業務

- 委託運用機関の選定、評価、解約を行う
- 実際の資産配分戦略の管理、戦術的チルト
- コンサルタントなどサービスプロバイダーの採用、評価、解約
- 投資スタッフやリソースの獲得
- 運用機関に対して、ベンチマークの設定および運用ガイドラインの提示
- 運用機関のモニタリング
- 資産運用委員会の投資基本方針の決定など意思決定のサポート（推奨を出す）
- 資産運用委員会の資産運用プログラム全体のモニタリングのための情報とリソースの提供

(出所) Bailey, Phillips, Richards (2011) より NFI 作成

かつてデリバティブ取引によって巨額損失を被った大学の例では、当該デリバティブ取引について理事会に諮られていた。理事会の承認を事後に批判するのは容易いが、そもそも理事会が投資の個々の取引を承認するというプロセスに問題はないだろうか。理事全員が当該デリバティブ取引のリスクについて理解するのは難しいし、投資銀行や投資スタッフなど提案する側が中立な説明をしたかどうか、などを考えたときに、この意思決定のプロセスでは、当該デリバティブ取引を理事会が跳ね返すことは難しいと思われる。理事会に深い専門知識と万能の判断能力を要求するよりも、意思決定プロセス自体を改善し、ガバナンスの仕組みを持つことの方が効果的ではないだろうか。

また別の例では、大学の財務部長（つまり実質的な CIO）が、雑誌の対談で「ドル円の為替相場の過去をみると、シクリカルに円安円高を繰り返している。したがって、円高のときにドルを買い、円安のときにドルを売るということを行えば収益が上げられる。大学の運用にマッチした運用手法である」と語っていた。この大学は当時、彼の信念に基づき為替レートによってクーポンが変動するデュアルカレンシー債で運用していたようである。しかし、当部長の考え方は、運用の世界ではあまり一般的な見方ではない。為替取引の短期的なトレーディングでは彼のいう逆張り戦略よりはトレンドフォロー戦略の方が有利だとする見方も多くある上に、いずれにせよ過去の相場から将来の円高円安のタイミングを当てることはかなり難しいとされている。さらに悪いことに大学基金が取り組む長期運用では為替取引の期待収益率は平均的にゼロと考えられている。すなわち、長期的には収益を上げることは難しいということだ。このようなバランスを欠いた CIO のアイデアで、資産運用が偏ってしまうという状況も、資産運用体制があれば改善できるのではないだろうか。

ここで挙げた例は、極端なもので投資判断そのものが不適切だと思われるが、本質的な問題はトップ機関である理事会が個別案件を審議したり、日々のオペレーションの責任者であるCIOが最も高位にある投資方針を決定したりという、プロセス上の弱さではないだろうか。あるべきグループが意思決定をしていたとしても、資産運用においては常に様々な判断を下さなければならず、その中には判断が難しいものもある。意思決定のプロセスを明確化しガバナンス（統治）が効くようにしておくことが、ブルーデント（慎重）な投資判断を可能にするのである。

4. 終わりに

「当面は資産運用を行わないと（理事会が）決めたので国債のみを保有している」という話や「うちはリスクを取らないので運用体制などは特に必要ない」という意見を聞くことがある。しかし、「国債のみを保有する」のも、「リスクを取らない」のも、すでに資産運用の意思決定である。金融危機時には国債のみのポートフォリオは、株式の大幅下落の影響を受けずプラスリターンとなった資産配分戦略であるし、インフレ環境下でリスクを取らないためすべて現金で保有していれば、インフレ分確実に資産価値が減少する資産配分戦略を選択しているのである。理事会やスタッフが、意識せずにこういった資産運用の意思決定を行ってしまっている場合があるかもしれない。資産運用に関する意思決定は資産運用委員会が行うというプロセスを確立しておくことが、大学の資産運用を守る最大のリスク管理となることをもう一度強調しておきたい。

参考文献

デイビッド・スエンセン(2000)「勝者のポートフォリオ運用」金融財政事情研究会

Bailey, Phillips, Richards (2011) "A Primer for Investment Trustees" The Research Foundation of CFA Institute