

英国非営利団体における資産運用の実態について

1. 資産運用のニーズ高まる日本の非営利団体

21世紀の日本では、大学や財団・社団、医療・社会福祉法人といった非営利団体の活動が期待されている。その規模は経常支出でみると22兆円（1995年度）とGDP（国内総生産）の4.5%に相当し、就業者数でも95年時点で313万人に達する。ところが、長く管轄省庁の指導下におかれる中で資産運用に関するノウハウがないために低金利下で資金が枯渇し本来の公益活動もままならない状況に陥っている団体も数多いといわれる。

一方、英国では非営利団体が長い歴史の中で教育、医療、貧困救済、環境保護等様々な面で営利セクターに劣らず重要な地位を占めており、資産運用・管理に関する経験も豊富であるため、参考になるものと思われる。そこで、本レポートでは英国非営利団体の資産運用の実態について、現地調査を基にまとめることとしたい。

2. 英国非営利団体の全体像

英国の民間非営利団体は「チャリティ」と呼ばれ、長い歴史を持つ。中世にキリスト教（カトリック）の信仰のため財産を教会に寄進するという行為が盛んに行われ、教会は宗教の布教だけでなく貧困の救済や医療活動など様々な公益活動を行っていた。その後、次第に教会主体から個人の篤志家や企業がお金を出す形が中心となり、対象も教育、文化、自然保護など様々な分野に広がり現在に至っている¹。

英国の非営利団体の特色は、①チャリティ法（Charities Act、1960年制定）という固有の法律により公益活動が規定されていることと、②各分野ごとに管轄が分かれている日本と異なりチャリティ委員会（Charity Commission）という独立した行政機関が一括して管轄を行っている点にある。非営利団体として認められるためには委員会への登録が必要であるが、大学など登録義務が免除された団体もある。

登録団体の数は98年末現在で18万8,476件、新規登録は98年で約9,000件である。信託（トラスト）などの非法人形態と会社などの法人形態がある。もともとは前者が大半であったが、近年法人格を持つ登録団体が増加傾向にあり、最近登録された団体は約50%が

¹ 田中實『公益法人と公益信託』勁草書房、1980年。日本では「チャリティ」は慈善事業のみを指すことが多い。混同を避けるため、以下「非営利団体」という用語を用いる。

法人格を持っているという²。

英国非営利団体の分野別雇用者数のウェイトを日本と比較すると、英国の場合教育・研究分野での雇用者数が全体の4割を超え、次いで文化、社会サービスの順に多い(表1)。参考までに表2に資産残高の大きい団体をピックアップして示したが、日本の団体と設立目的も規模も異なることが分かる。

表1 非営利団体の分野別雇用者数のウェイト比較

(単位: %)		
	英国	日本
教育・研究	41.5	22.5
文化	24.5	3.1
社会サービス	13.1	16.6
コミュニティ開発	7.6	0.3
医療	4.3	47.1
国際	3.8	0.4
専門組織・労組	2.6	5.0
その他	2.6	5.0
合計	100.0	100.0

(注) 1995年。社会サービスは低所得層・身体障害者の支援などが含まれる。

(出所) Lester Salamon et al., *Global Civil Society; Dimensions of the Nonprofit Sector*, John Hopkins Center for Civil Society Studies, 1999.

表2 英国非営利団体の例

順位	団体名	資産規模 (億円)	目的
1	ウェルカム・トラスト	19,130	生医学に関する知識の普及
5	ナショナル・トラスト	1,165	自然保護
8	ブリティッシュ・ライブラリー	904	文献の所蔵
12	キャッツピー・チャリティブル・ファンデーション	799	教育・研究を中心とした助成
26	テート・ギャラリー	352	美術館の運営
27	ガイド・ドッグス・フォー・ブラインド・ファンデーション	340	盲導犬の提供など盲人向けサービス
34	パナート	309	若年層教育の推進
48	ロイヤル・オペラ・ハウス・コベント・ガーデン	235	ロイヤルオペラの公演サポート
55	キュー・ガーデン	218	植物に関する研究のサポート
78	アンカー・トラスト	164	退職者向け住宅、ナージングホームの提供

(注) 1ポンド=170円で換算。資産規模に関するデータは1998-99年(団体によって異なる)。

(出所) Charities Direct (<http://www.caritasdata.co.uk/>) より野村総合研究所作成

² 経済企画庁国民生活局編『海外におけるNPOと法人制度・租税制度と運用実態調査』1999年11月。大まかにいえば、信託形態が日本における公益信託、法人形態が公益法人に該当する。法人形態が近年増加しているのは、信託形態の場合団体の責任者たるトラスティ(理事)が無限責任にさらされる一方、法人形態では有限責任で済むというのが理由の一つとされている。

3. 英国非営利団体の資産運用にみる特徴

では、英国非営利団体の資産運用の側面に焦点を絞るとどのような特徴があるだろうか。
①設立目的により異なる運用形態、②株式のウェイトが高いアセットミックス、③投資規制の存在、④検討不可欠な倫理的投資、⑤様々な運用管理体制、の五つがあげられる。

1) 設立目的により異なる運用形態

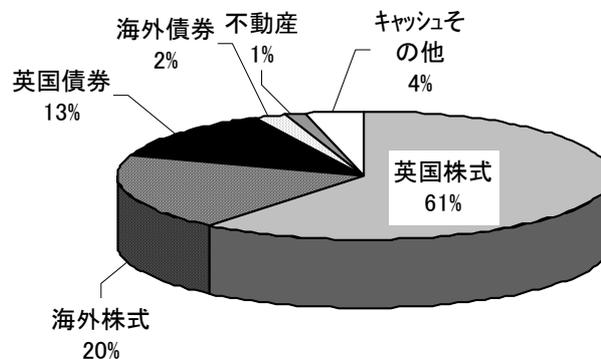
非営利団体は設立目的が一般の企業のように実に様々であり、この目的によって支出パターンが決まり、ひいては資産運用形態に影響を及ぼすことになる。赤十字や共同募金のようにお金が入ってきてすぐ使いきる団体の場合は短期運用が中心になる一方、3年から5年、場合によっては10年以上にわたりプロジェクト形式で資金を助成する団体の場合は長期運用が中心となる。

英国では前者が大半といわれる。前者の場合も一部でも長期運用を行った方がバッファが生じるのでいわゆる「自転車操業」に陥る危険がないが、「集まったお金は運用せずに全て支出に充てることが受益者の利益にかなう」と考えている団体の担当者が依然として多いことが、長期のタイムホライズンに基づいた運用の妨げになっているといわれる。

2) 株式のウェイトが高いアセットミックス

2000年3月末現在の非営利団体のアセットミックスをみると、英国株式が6割、海外株式が2割、英国債券が1割強であり、株式のウェイトが8割と高い(図1)。英国では株式のボラティリティのリスクよりも「インフレリスク」が強く意識されているというのが理由の一つとしてあげられている。

図1 非営利団体のアセットミックス

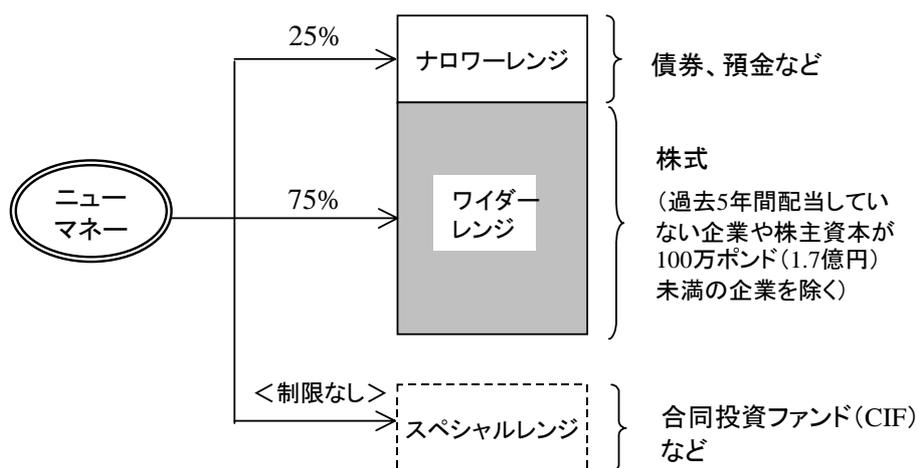


(出所) WM Company

3) 投資規制の存在：トラスティ投資法

非営利団体の資産運用は、1961年に制定されたトラスティ投資法（Trustees Investment Act）により包括的に規定されている。

図2 非営利団体の資産運用に係る規制の概要



(出所) Charity Commission, *Trustees Investments Act 1961: A Guide* より野村総合研究所作成

図2は規制の概要を示している。団体のトラスティ（理事）は、寄付や遺贈など新規投資に回すお金（ニューマネー）を債券や預金など安全性の高い資産（ナローレンジと呼ばれる）のみに振り向ける場合は特に制約はない。しかし、株式（ワイドレンジと呼ばれる）にも投資したい場合はニューマネーを分割し、原則として25%をナローレンジ、残り75%をワイドレンジにそれぞれ振り向けなければならないとされている³。なお、この配分比率の規制はフローの新規投資分のみ適用されるものであり、ストックベースでみてポートフォリオに占める両レンジの比率が1対3（25%対75%）になるように維持する必要はない。

さらに、株式については過去5年間配当を実施していない企業や株主資本が100万ポンド（約1億7,000万円）を下回る企業には投資できない。但し、この原則には例外があり、合同投資ファンド（後述）などチャリティ委員会が特別に認めた運用対象（スペシャルレンジと呼ばれる）についてはこうした規制が適用されないため、トラスティは自由に投資が可能である。例えば、ニューマネーをナローレンジとワイドレンジに全く振り向けずに100%スペシャルレンジに振り向けるといったこともできるとされている。

³ 同法制定当時はこの比率が50%ずつと定められていたが、95年に現在の比率に改められた。

4) 検討不可欠な倫理的投資

非営利団体が資産運用を行う際に特に注意を払っているのが「倫理的投資 (ethical investments)」である。別名、「社会的責任に基づく投資」(SRI; Social Responsible Investing)あるいは単に Social Investing)とも呼ばれる⁴。

倫理的投資とは、企業の戦略や経営姿勢、取扱商品に対する倫理的な評価を考慮に入れて投資対象銘柄を選ぶことである。例えば、環境保護団体は製品自体もしくは生産過程で環境を汚染するような企業の株には投資しない、あるいは動物保護団体が動物実験を実施している医薬品企業の株に投資しないといったネガティブリストの考え方や、環境保護に積極的な企業の株に投資するといったポジティブリストの考え方がある。

倫理的投資の考え方自体は年金基金でも広く採り入れられており、投資ガイドラインに倫理的投資に対する方針を盛り込んでいる基金もある。しかし、非営利団体の場合はその設立目的に大きく関わるため、運用する際に担当者が払わねばならない関心は年金基金よりも高いといえる。実際、ある団体の運用担当者によれば、自分の団体が武器を製造している企業に投資したという噂がたつとドナー(寄付者)に寄付を減らされる可能性があるという。また、キャンペーン団体がこのような企業に投資している非営利団体のリストを作成し出版しているということも、倫理的投資を意識する傾向を強めている。

5) 様々な運用管理体制

長い歴史を持つ英国の非営利団体ではあるが、資産運用の重要性が広く認知されるようになったのはここ10数年のこととあってよい。このため、従来は運用管理体制が団体においてそれほど意識されることもなかった。運用担当者を専任で置く場合もあればトラスティの一人が担当する、あるいは秘書室長が担当するなど、団体によってまちまちである。投資に関する意思決定も、理事会とは別に設置した投資委員会で行う団体がある一方で、理事会において助成対象をどの分野にするか、どれだけの金額を支出するかといった他の議題と一緒に取り扱われる場合もある。担当者は資産運用に関する専門的知識がなく、一般企業の退職者がパートタイムで片手間に運用にあたっていることも少なくなかったといわれる。

しかし、資産運用の重要性が認知されると共に、こうした傾向も変わりつつある。大規模団体だけでなく中小団体でも運用担当者が次第にプロフェッショナル化しつつあるという。担当者が会計・金融といったバックグラウンドを備えていたり、大規模団体の中にはトラスティや投資委員会のメンバーに金融機関OBを迎え入れるケースまで出てきている。

⁴ 倫理的投資については、落合大輔「英国の倫理的投資ユニット・トラスト」『資本市場クォーターリー』1999年夏号を参照。

4. 非営利分野の資産運用ビジネス

非営利団体の資産運用の特徴を踏まえた上で、次にサービスのプロバイダー側に目を転じ、非営利団体に対しどのような運用サービスが提供されているかをみてみたい。

1) 非営利団体の運用マーケット

非営利団体の運用市場規模に関する公式統計はないが、約6.8～8.5兆円といわれている。企業年金に比べるとパイは大きいとはいえないが、マーケット自体は急成長している。非営利団体の資産運用や規制に関する専門誌である「NGOファイナンス」によれば、マネジャー上位30社の非営利団体からの受託資産合計は1994年から99年の6年間でほぼ2倍になったという。表3はマネジャー上位20社のランキングであるが、上位10社でマーケット全体の5割を占める状況となっている。

表3 非営利団体の資産運用マネジャー上位20社ランキング
(1999年6月末現在)

順位	マネジャー名	非営利団体からの受託資産計 (億円)	シェア(%)
1	シュローダー*	6,800	9.6
2	CCLA	5,761	8.1
3	カザノブ	5,440	7.7
4	マーキュリー	4,811	6.8
5	フレミング	4,420	6.2
6	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	3,327	4.7
7	HSBC	3,009	4.2
8	モルガン・グレンフェル**	2,931	4.1
9	M & G	2,309	3.3
10	ベアリング	2,096	3.0
11	フィリップス & ドリュウ	1,890	2.7
12	グレイグ・ミドルトン	1,870	2.6
13	ブレウイン・ドルフィン/ワイズ・スピーク	1,700	2.4
14	フォーリン & コロニアル	1,618	2.3
15	エプワース	1,467	2.1
16	インベステック・ギネス・フライト	1,350	1.9
17	ケーペル・キュア・シャープ	1,348	1.9
18	ニュートン	1,311	1.8
19	レイング & クリックシャンク	1,277	1.8
20	ドレスナー・RCM・グローバルインベスターズ	1,277	1.8
その他		14,967	-
上位10社計		40,904	57.6
合計		70,978	100.0

(注) *1998年12月末現在 **1999年3月末現在 (バンカース・トラストを除く)
(出所) NGO Finance, October 1999 より野村総合研究所作成

2) 非営利団体向けの投資商品：合同投資ファンド（CIF）

非営利団体は年金基金と同様様々な商品に投資可能であるが、一部の商品を除いて利子・配当収入やキャピタル・ゲインへの課税を免除されるという税制上の恩恵を受けることができる。特に非営利団体のみに提供されている商品として合同投資ファンド（CIF; Common Investment Funds）がある。CIFはユニット・トラストに類似した商品で、各団体が各ファンドの一部（ユニット）を購入し、投資マネジャーが資金をプールして運用する仕組みになっている。中小規模の団体に分散投資の機会を与えることを目的として、先述したトラスティ投資法に盛り込まれた。中小団体は、CIFで運用すればスペシャル・レンジが適用されるため投資規制を受けずに済む上、分散投資のメリットを享受することができる。

99年6月現在、投資マネジャー11社が非営利団体に対して23種類のCIFを提供している（表4）。全体で運用残高は7,000億円程度とそれほど大きくはないが、最低投資額は17万円（1,000ポンド）程度の水準が多く、中小規模の非営利団体でも投資が容易になっている。

表4 合同投資ファンド（CIF）の商品一覧
（1999年6月末現在）

投資マネジャー名	ファンド規模合計 (億円)	商品名	各ファンド規模 (億円)	顧客数	平均運用規模 (万円)	最低投資額 (万円)
CCLA	1,918	COIFチャリティ・インベストメント	1,668	23,000超	612	17
		COIFチャリティ・債券	250			17
マーキュリー	1,530	チャリシア	899	10,000	1,530	17
		チャリシア・タバコ・フリー	48			17
		チャリコ	583			9
M & G	1,494	チャリアント*	1,234	14,677超	1,020	25ユニット
		チャリホント	260			1単位
シュローダー	549	チャリテイ・エクイティ・ファンド	384	700	7,837	17
		チャリテイ債券ファンド	165			17
モルガン・グレンフェル	473	CAFバランス型グロス	347	2,048	2,312	17
		CAFインカム	126			17
ドレスナー・RCM・グローバル インベスターズ	468	チャリガード英国株式	318	46	101,626	17
		チャリガード債券	49			17
		チャリガード海外株式	100			17
カザノブ	374	チャリテイ・グロス・トラスト	248	500超	7,480	170
		チャリテイ・インカム・トラスト	126			170
フレミング	168	フレッジリング英国株式	122	259	6,494	17
		フレッジリング債券	46			17
ベアリング	122	英国グロス&インカム	87	166	7,378	170
		インカム・プラス	36			170
HSBC	37	コモンファンド・グロス	26	75	4,981	43
		コモンファンド・インカム	12			43
ラザード	27	分散型チャリテイ・ファンド	27	50	5,440	85
合計	7,160					

(注1) *非課税ユニット・トラスト。

(注2) 1ポンド=170円で換算。

(出所) NGO Finance, October 1999 より野村総合研究所作成

3) 運用サービスを提供する非営利団体 : CAF

特異なプレーヤーとして、自らも非営利団体である CAF(Charities Aid Foundation)がある。CAF の本来のミッションは非営利団体に対し寄付集めに対するアドバイス等を提供することで非営利セクターの成長を促進することにあつた。ところが、10~12 年前に金融機関の非営利団体向けサービスの実態を調査したところ、金融機関のサービスが十分に競争的ではなかったことから自ら金融サービスを提供するに至つたという経緯がある。

CAF は現在、二種類の預金と三種類の投資商品を提供している(表 5)。ターゲットは預金商品が短期運用中心の中小団体、投資商品が長期運用中心の中小団体となっている。

表 5 CAF の提供商品

商品名	概要	運用手数料	投資マネジャー
カフ(CAF) キャッシュ・アカウント	小切手口座。	-	CafCash Ltd.
カフ(CAF) ゴールド・アカウント	カフキャッシュ・アカウントよりも高い利回り。短期運用商品に投資	-	CafCash Ltd.
カフ(CAF) バランス・グロース・ファンド	合同投資ファンド(CIF)。英国株式に投資	0.5%	モルガン・ゲレンフェル
カフ(CAF) インカム・ファンド	合同投資ファンド(CIF)。国債等に投資	0.4%	モルガン・ゲレンフェル
カフ(CAF) エシカル・プラス・ファンド	倫理的投資を考慮したファンド。ギャンブルやアルコール、タバコ、武器製造、原子力関連企業を投資リストから除外	2.0%	ヘンダーソン・インベスター

(注) 投資商品の最小投資額はいずれも 1,000 ポンド(約 17 万円)。

(出所) CAF 資料より野村総合研究所作成

カフキャッシュ・アカウントとカフゴールド・アカウントは HSBC の店舗網を活用した預金口座であるが、特に前者は事前通知なしで引出しのペナルティもないという利便性の高い商品にも関わらず 2000 年 6 月時点で他民間金融機関の 2 倍近い利回りを実現している。

カフバランス・グロース・ファンドとカフインカム・ファンドは CIF であり、2000 年 3 月末時点におけるバランス・グロース・ファンドの運用パフォーマンスは他社のファンドよりも高い実績を誇っている。これら商品の運用残高合計は 8 億ポンド(約 1,360 億円)で、預金商品の顧客数が 7,500、投資商品の顧客数が 1,500 に達している一方、他金融機関との競合も始まっている。こうした現状について、担当者は「我々のサービス提供活動によって金融セクターがより非営利団体に関心を持ちより質の高い商品を提供するようになった」と述べている。

4) マーケティング : リレーションシップマネジメントが鍵

非営利団体と投資マネジャーの関係は極めて長期間にわたり、最近まで滅多にマネジャ

一を乗り換えることはなかったといわれる。ある大手投資マネジャーの担当者によると、非営利団体向けに運用サービスを開始した1960年代から現在に至るまで契約関係が続いている団体すらあるという。

新たに非営利団体が投資マネジャーを採用する必要が生じた場合も、ある団体のトラスティが他団体のトラスティに自分がつきあっているマネジャーを紹介するという「ロコミ」が多い。英国の場合、ある団体のトラスティが他団体のトラスティを兼任するという状況が広くみられるためである。従って、投資マネジャーにとってはリレーションシップマネジメントがマーケティング上の鍵となる。

投資マネジャーは、非営利団体に対し運用サービスを提供するにとどまらずアセットアロケーションやパフォーマンスのベンチマークをどう設定するかアドバイスを行うなど、年金基金の場合よりも団体側の担当者と深くかかわりを持つ。場合によっては、非営利団体の財務マネジメントのアドバイスを行う場合もある。例えば、団体が毎年どれだけ運用収入を支出に充てることができるか試算を行ったり、団体の寄付収入でプライベートスクールに毎年入学する生徒の授業料を永久に賄うとすればどれだけお金が必要になるかをインフレ率やファンドのリターン等の前提を置き試算する、といったサポートである。

マネジャー側のマーケティング体制は、大手の場合一般的に非営利団体の運用のみを担当するファンドマネジャーを4~5名程度抱えているようである。

5) パフォーマンス評価業者とコンサルタント

パフォーマンス評価は年金基金の場合ほど広まっているわけではないが、WM Company と CAPS という二つの企業がパフォーマンス評価サービスを提供している。例えば、WM Company は、「WM チャリティ・ユニバース」と呼ばれる指標を公表している。サンプル数が年金基金に比べて少ない等の制約はあるものの、大規模な非営利団体ではこのユニバースに基づき投資目標を設定しているところが多い。

一方、コンサルタントは団体の支出パターンに応じ資産運用方針や長期のアセットアロケーションの設定アドバイスを行ったり、投資マネジャーのモニタリングのサービスを提供しているが、採用は一部の大規模団体にとどまっているといわれる。

6) 競争が激化するマーケット

年金に比べ競争があまりみられなかった非営利団体の運用マーケットであるが、近年市場の成長に伴い競争が激化している。このため、マネジャーの間でマーケットシェアの獲得に積極的なところと撤退するところと対応が分かれている。前者の例として、保険会社大手のプルデンシャルによる M&G の買収、後者の例としてフォーリン・コロニアルが自らの CIF を HSBC に売却したケースがあげられる。

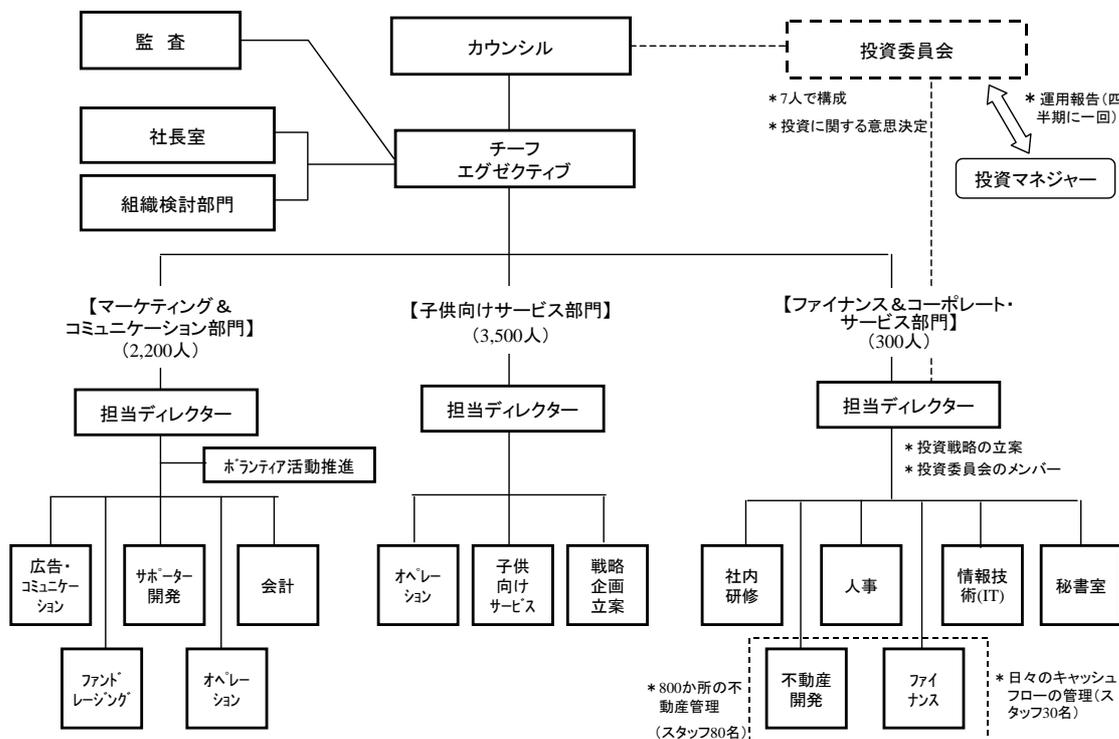
5. 非営利団体の資産運用の実態：ケーススタディ

運用の実際について、事業型団体と助成型団体のそれぞれのケースをとりあげてみた。

1) 事業型団体のケース

A 団体は、設立 120 年の歴史を誇る英国でも有数の子供の保護団体である。法人形態をとっており、5,500 人の従業員と 2 万人のボランティアを抱え、暴力からの保護や心身障害のサポート、コミュニティ活動や教育活動などを行っている。

図 3 A 団体の組織体制



(注) 2000年3月末現在

(出所) 同団体資料より野村総合研究所作成

当団体の組織図を示したのが図 3 である。理事会（カウシル）の下に社長（チーフエグゼクティブ）があり、①マーケティング&コミュニケーション部門、②子供向けサービス部門、③ファイナンス&コーポレートサービス部門の三つの部門がある。マーケティング&コミュニケーション部門はファンド・レイジング（資金調達）を担当している。収入

全体の45%が寄付や遺贈、イベントやショップ経営からの収入であり、2,200人のスタッフがいます。子供向けサービス部門は3,500人、ファイナンス&コーポレートサービス部門は300人のスタッフがそれぞれ従事している。

このうち、運用に関係するのは理事会の下に位置する投資委員会である。投資委員会のメンバーはトラスティ5人とファイナンス&コーポレートサービス部門の担当ディレクター、秘書室長の計7人となっている。担当ディレクターが投資戦略を立案したのを受けて投資委員会で検討し資産運用に関する全ての事項が決定される。

A団体のポートフォリオは、二種類の資産と不動産からなる。まず資産は、一般資産(6,000万ポンド、約102億円)と基金(3,000万ポンド、約51億円)に分かれる。前者は自由に投資できるが、後者は基金を維持する必要があるため支出にあてられるのは運用収入(利子・配当)のみである。従って、両者の間では投資スタイルが異なり、前者はできるだけ高いトータルリターンの実現、後者は安定的なインカムの実現がそれぞれ目標となっている。一方、不動産として当団体は800の実物不動産を所有しており、総価値は1億ポンド(約170億円)である。この中には、300の関連ショップと300か所の活動拠点が含まれる。

表6 A団体の投資方針

✓投資目標:	WMTータル・チャリティ・インデックスの中位値(除く不動産)を5年間平均で0.75%上回ること。
✓投資マネジャー:	マネジャー2社に運用を外部委託する。報酬は運用パフォーマンスのターゲットに連動。
✓トータルリターン:	運用パフォーマンスはトータル・リターンで評価を行う。
✓投資プロセス:	アセットアロケーションのプロセス全体について、投資マネジャーに委ねる。
✓倫理的投資:	以下の企業の株式には投資しない。この方針は四半期に一度、EIRIS(倫理的投資調査サービス)の情報に基づいて見直す。 ・商品の製造にあたり子供を労働力として搾取していると思われる企業(通常、第三世界) ・武器製造を主とする企業(武器取引に反対するキャンペーン団体において武器製造業と分類されているところ) ・ポルノグラフィーや成人向け映像の生産・流通に関与している企業 ・タバコの売上が売上全体に占める割合が10%以上の企業

(注) 同団体の資産のうち、一般資産部分に関する投資方針。

(出所) 同団体資料より野村総合研究所作成

委員会はポートフォリオについて投資マネジャーにベンチマークを与え、不動産について管理・開発の決定を行う。マネジャーとして大手二社を採用しているが、一般資産の運

用を二社に、基金の運用をそのうちの一社に委託している。投資方針は委員会で決定するものの、マネジャーには良いパフォーマンスさえあげてもらえば良いとの考えから、アセットアロケーションなど運用の実際は全てマネジャーに委ねている。投資マネジャーは四半期に一度委員会に対して運用報告を行う。

投資マネジャーには、パフォーマンス連動報酬を2000年1月より適用している。採用の動機は、数年前に比べパフォーマンス連動報酬の一般的な水準が下がってきたことと、最近の両マネジャーの運用パフォーマンスにあまり満足していなかったことにある。担当者は同団体の年金基金（資産規模2億6,000万ポンド、約442億円）の運営も担当しており、英国で大手基金がパフォーマンス連動報酬を相次いで導入していることから思いついたとのことであった。

同団体は倫理的投資として、英国の19企業の株に投資しない方針を採用している。投資マネジャーに実績リターンとこれら19企業にも投資した場合のリターンを比較する形で、この方針がもたらすインパクトについて毎年報告を受けている。

運用上の悩みとして、長期の視点で運用を行いたい気持ちがあっても団体の支出が収入を上回っている現状の下では短期の視点で投資目標を設定せざるを得ないとのコメントが聞かれた。

2) 助成型団体のケース

(1) 充実した運用体制：B 団体

まず、英国の非営利団体の中でも資産運用における先進的な事例と考えられるB団体を取り上げる。同団体は生医学に関する調査研究の助成を行っている大規模団体で、製薬会社の全株式を基本財産として1936年に設立された。

運用体制は極めて充実している。当団体の理事会は科学者がメンバーで資産運用に関する知識があまりないため、投資の意思決定について下部機関である投資委員会に一任している。委員会のメンバーは2人の理事会メンバー（一人はチェアマン）、3人のディレクター、3人の外部のアドバイザーと3人の運用部門のスタッフで構成されている。外部アドバイザーは運用会社のOBであり、運用に関する知識と経験が豊富である。

このように、理事会を医療分野の研究者やビジネス分野の経験者など様々な分野の専門家で構成し、投資の意思決定を金融分野の専門家の集まりである投資委員会に委ねている組織体制について担当者は「効率的な方法」と自己評価している。

運用部門は15名のスタッフを抱えており、内訳はCIO（最高投資責任者）をヘッドに5人が不動産、7人がオータナティブ投資、2人がCIOの秘書という構成になっている。但し、一人が一つの分野を担当するという具合に厳密に分かれているわけではなく、適度に担当をミックスし全員で運用状況に関する情報を共有しようとしている。

アセットアロケーションの決定方法であるが、当団体ではALM（資産・負債の総合管理）

スタディを三年に一度実施している。まず、負債サイドとして今後数年間でどの程度の助成を行うのかを理事会で決定した上で、おおまかな支出のフローの数字をモデルに入力しシミュレーションを行っている。資産サイドについては、運用の基本を株式ととらえ、債券は大きなキャッシュフローが生じた時に備えてのバッファという位置づけである。このスタディは外部の大手アクチュアリーに委託している。

アセットミックスは、上記の投資方針を反映して株式が 79%に対し債券が 4%と低い。残りは非上場証券が 5%、不動産が 7%、その他という構成である（数字は 99 年 9 月末現在）。なお、パフォーマンス評価基準としてカスタマイズしたベンチマークを使っている。

倫理的投資については、武器製造が売上に占める割合が 50%を超える企業の株には投資しない方針であるが、これらの企業をはずすことで運用パフォーマンスが低下する場合もあり、同団体はパフォーマンスを優先すべきか倫理的な考えを優先すべきか悩んでいる。

スタッフのクオリティも高い。運用部門のヘッドは年金基金出身であり、その他のスタッフも銀行出身やベンチャーキャピタルのアナリスト出身などいずれも金融や年金の運用経験者が揃っている。報酬体系はパフォーマンスと連動していないが、年金基金に比べると高い。スタッフによれば投資委員会メンバーに投資マネジャーの退職者が含まれていることから自分達の仕事を理解してもらっているからではないかとのことであった。

このように充実した運用体制が敷かれている背景には、当団体は他団体のように民間からの寄付がないため、資産ベースを増やすことが非常に重要と認識されていることがある。

(2) 複数の団体の資産を一括運用：C 団体の例

もう一つ、組織形態が全く異なる例として C 団体を取りあげたい。C 団体は大手スーパーマーケットチェーンを運営しているファミリーが 1970 年代に設立した 17 の団体から構成されている。各団体は信託形態であり、それぞれ設立目的（助成分野）が異なっている。

これら 17 団体はロンドン中心部にあるオフィスビルに同居しており、資産運用や助成分野の調査等の事務については同ビル 1 階にある C 団体のエグゼクティブオフィス 1 か所がひとまとめに行っている。エグゼクティブオフィスには、総括者であるディレクターの下に 6 名のファイナンス担当者と 10 人の助成分野に関する調査担当者、7 名の一般事務担当者がいる。

資産運用に関しては、17 の団体が同じ一つの投資マネジャーに委託している（うち 1 団体が最近資産を分割し新規にブティックを採用）。アセットミックスや投資スタイルは団体によって異なるので、各団体のトラスティはマネジャー側の 4 人の専任担当者と相談して決定している。但し、運用報酬の交渉は個別ではなく 17 の団体でまとめて行っている。

ディレクターは、年に二回開かれる各団体の投資ミーティングにファイナンス部門のヘッドと交代で出席し、マネジャーのパフォーマンスレビューを聞いた上で投資戦略の見直しについて提案を行う。しかし彼の主たる業務は資金の助成である。ほぼ毎月、団体のトラスティと助成対象に関するミーティングを開き、その場でトラスティから助成した分野

に関する調査の指示を受けると3~4か月を費やし調査担当のスタッフと関連分野の調査を行いプロポーザルをまとめるというワークフローをこなさねばならないという。

6. 拡大する投資フロンティア：投資規制撤廃の動き

英国の非営利団体の分野はこれまで「変化に乏しい業界」と言われてきたが、現在資産運用を巡る規制の撤廃が大きな話題となっている。

先にみたように、トラスティ投資法は非営利団体に対し投資規制を課してきた。この規制は団体の資産をリスクにさらすべきでないとの考え方をもとに定められたものであった。しかし、制定から40年近く経過した現在、利用しうる投資手段が多様化する中で同法は非営利団体の資産運用の足かせに転じている。第一に、ニューマネーの25%をナローレンジたる債券や預金に投資しなければならないために、株式に投資した場合に比べて長期の運用パフォーマンスが低くなってしまふことである。第二に、ワイダーレンジ（株式）による運用部分についても、過去5年間配当を実施した企業にしか投資できないという制約の下では成長性の高い新興企業に投資できず、その分だけパフォーマンスが市場平均を下回ることになる。実際、ある大手投資マネジャーの担当者によれば、この規制下に置かれた団体の1999年の投資パフォーマンスは、配当不実施の企業に投資しなかったことで投資した場合に比べて4.6%も低くなったとのことである。このため、団体の関係者と投資マネジャーの間では現行法を廃止すべきとの声が強まっていた。

こうした世論を背景に、英国の法律委員会（ロー・コミッション）は1999年夏にトラスティ投資法の廃止等の提言を盛り込んだレポートを発表した⁵。同レポートの中で、委員会は①トラスティ投資法を廃止し、団体のトラスティの責任（「1995年年金法」の中で規定されているトラスティと同様の責任）の下で自由に資産運用を行うべきである、②投資を目的とした不動産の売買を認めるべきである、等の提言を行っている。

委員会の提言を採り入れた形でトラスティ投資法が廃止されるかどうか現時点では不透明であるが、関係者の間では2000年中にも廃止され、新しい法律（New Trustees Bill）が国会を通過するのではないかと期待する声が高い。廃止されれば、非営利団体にとって投資機会が飛躍的に広がることとなる。今後の動向が注目される。

（片山 英治）

⁵ The Law Commission and The Scottish Law Commission, *Trustees' Powers and Duties*, Report Law Com No. 260.