

日本のアセットオーナー・プリンシプルと オーストラリアの年金最大手 AustralianSuper

野村 亜紀子、中村 美江奈

Ⅰ 要 約 Ⅰ

1. 「資産運用立国実現プラン」の一環でアセットオーナー・プリンシプルが2024年8月に策定され、今後の焦点は、5つの原則がいかにより有効活用されるかである。海外事例からの示唆を得るべく、オーストラリアの年金基金最大手であるAustralianSuper（AS）の資産運用と各原則の対比を試みた。
2. ASは加入者数340万人、資産残高3,500億豪ドル超の大規模アセットオーナーである。グローバル投資とインハウス運用の拡大を並行して進めており、非上場資産への投資、アクティブ運用にも積極的である。オーストラリア経済への貢献も意識している。また、財務的リターン追求を前提に、自国のエネルギー・トランジションへのコミットメントを明示している。これらの取り組みは、日本の大規模アセットオーナーにとって参考になるものと思われる。
3. ASは確定拠出型年金（DC）であり加入者が運用指図するが、9割がデフォルト・ファンドであるバランス型ファンドに投資している。デフォルト・ファンドを含む主要な運用商品の運用目標は、「消費者物価指数を〇%超上回る」である。インフレーションに勝つことは、年金基金に限らず、長期運用を手掛ける日本の学校法人や財団法人などにとっても、運用目標上、外せない論点であろう。
4. ASの資産運用に対する積極的な取り組み姿勢は、アセットオーナーが目的・目標の最低限を満たすのに留まらず、更なる努力をすることをどう考えるかという論点に繋がる。これは、全てのアセットオーナーが、フィデューシャリーとして真摯に検討し判断すべきことと言えよう。

I アセットオーナー・プリンシプルの策定と受け入れ表明

2024年8月28日、内閣官房より、アセットオーナー・プリンシプルが公表された。同プリンシプルは、2023年12月の「資産運用立国実現プラン」の一環でアセットオーナーの運用高度化を促進するべく策定された。公的・私的年金、学校法人、保険会社といったアセットオーナーが、受益者の最善の利益を追求しフィデューシャリー・デューティーを全うするための、5つの原則を取りまとめたものである（図表1）。

プリンシプルの公表を踏まえて、政府からの要請の下、公的アセットオーナーによる受け入れ表明及び取組方針の公表が、8月末から9月にかけて行われた。内閣官房によれば、9月末時点で17の主体が受け入れを表明している（図表2）¹。

今後の焦点は、プリンシプルが実質的な意味で、どのように活用されるかである。本稿では、手がかりを模索するべく、海外の大手アセットオーナーのケーススタディとして、オーストラリアの AustralianSuper（オーストラリアンスーパー。以下、AS とする）を取り上げる。オーストラリアの年金制度は、税財源の老齢年金と、強制加入の私的年金であるスーパーアニュエーションの2階建てになっており²、経済協力開発機構（OECD）によると、同国の年金資産残高は2022年の時点で世界第5位だった³。

図表1 アセットオーナー・プリンシプルの5つの原則

原則1. アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、 <u>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。</u> 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。
原則2. 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて <u>専門的知見に基づいて行動することが求められる。</u> そこで、アセットオーナーは、原則1の運用目標・運用方針に照らして <u>必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきである。</u>
原則3. アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく <u>受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべきである。</u> 特に、運用を金融機関等に委託する場合は、 <u>利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべきである。</u>
原則4. アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、 <u>運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。</u>
原則5. アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じて <u>スチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。</u>

（注） 下線は野村資本市場研究所。

（出所）内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」2024年8月28日

¹ 各所管府省庁を通して内閣官房に対し、受け入れ表明を行った旨を通知したアセットオーナーを取りまとめたもの。10月以降も受け入れ表明が行われている。図表2に記載がないが受け入れ表明済みの主体としては、例えば、筑波大学、上智学院、立命館、東京大学、大阪産業大学、住友生命保険、明治安田生命保険がある。

² 雇用主は従業員の給与の一定割合をいずれかのスーパーアニュエーションに拠出する義務を負う。法定拠出率（Superannuation Guarantee）は11.5%で、2025年7月には12%に引き上げられる予定。

³ OECD, “Pensions at a Glance 2023,” December 13, 2023.

図表 2 アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ表明

アセットオーナー名	種類	主要な公的 アセットオーナー
国家公務員共済組合連合会	公務員年金	○
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	公的年金	○
肥後銀行企業年金基金	確定給付企業年金	
公立学校共済組合	公務員年金	
警察共済組合	公務員年金	
国立研究開発法人科学技術振興機構(JST)	大学ファンド	○
東京都職員共済組合	公務員年金	
全国市町村職員共済組合連合会	公務員年金	
国民年金基金連合会	国民年金基金	○
日本生命保険相互会社	生命保険会社	
中小企業基盤整備機構	小規模企業共済	○
独立行政法人勤労者退職金共済機構	勤労者退職金共済	○
企業年金連合会	企業年金	○
地方公務員共済組合連合会	公務員年金	○
日本私立学校振興・共済事業団	私立学校職員年金	○
第一生命保険株式会社	生命保険会社	
地方職員共済組合	公務員年金	

(注) 主要な公的アセットオーナーは、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」(2024 年 6 月 21 日閣議決定)において、アセットオーナー・プリンシプルの受け入れ及び取組方針の策定・公表を求められたことを踏まえ、別途内閣官房のウェブサイトに掲載された。

(出所) 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「『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 令和 6 年 9 月 30 日時点」より野村資本市場研究所作成

AS はスーパーアニュエーション基金の最大手である。結論を先取りするなら、AS のオルタナティブ資産への投資やアクティブ運用に対する考え方、自国のエネルギー・トランジションへの貢献などは、日本の大規模アセットオーナーにとって参考になるものと思われる。また、後述するように AS は確定拠出型年金 (DC) だが、デフォルト・ファンドを含めた主要な運用商品について、「消費者物価指数 (CPI) を〇%超上回る」という運用目標を設定している。「インフレーション (インフレ) に勝つこと」は、長期運用を手掛ける日本の学校法人や財団法人などにとっても、運用目標を定める過程で外すことのできない論点と言える。

Ⅱ スーパーアニュエーション最大手の AS⁴

1. AS の概要

AS の加入者数は 2024 年 6 月末時点で 340 万人、運用資産残高（Investments）は 3,579 億豪ドルに上った。同時点のスーパーアニュエーション制度全体の資産残高は 3.9 兆豪ドルだったので⁵、約 9%を占めていた。ウィリス・タワーズ・ワトソンが設立した Thinking Ahead Institute の調査によると、AS はグローバルな年金基金ランキングで第 16 位だった⁶。

スーパーアニュエーションの制度設計は確定給付型年金（DB）、DC のいずれも可能となっている。ただし、現在、基本的に新規加入可能なスーパーアニュエーションは DC で、AS も DC である。

スーパーアニュエーションには、企業が従業員に提供する「企業ファンド」、産業別の基金である「産業ファンド」、公務員が対象の「公的セクター・ファンド」、金融機関が一般向けに提供する「リテール・ファンド」という 4 つの種類があるが、AS は産業ファンドである。産業ファンドは、元々は特定の産業の従業員を対象に提供されていたが、近年は加入対象者の制約を廃止するのが一般的で、幅広い個人の加入が可能となっている。基金の運営主体が非営利のため、低コストでサービスを提供可能な点が特徴的である。

2. AS のガバナンス体制

AS は統治主体である理事会の監督の下、執行部隊が運営・運用の実務を担うという体制になっている（図表 3）。理事会メンバーは、オーストラリア労働組合評議会（ACTU）とオーストラリア産業グループ（AIG）により任命される。現在の理事会は、ACTU が任命した理事が 5 名、AIG が任命した理事が 5 名、ACTU 及び AIG が任命した独立理事（independent director）が 2 名の、計 12 人で構成されている。理事会の下には、財務・監査委員会、リスク・コンプライアンス委員会、投資委員会、加入者・雇用主サービス委員会、人民・文化委員会の 5 つの委員会があり、理事はいずれかの委員長または委員を務めている。

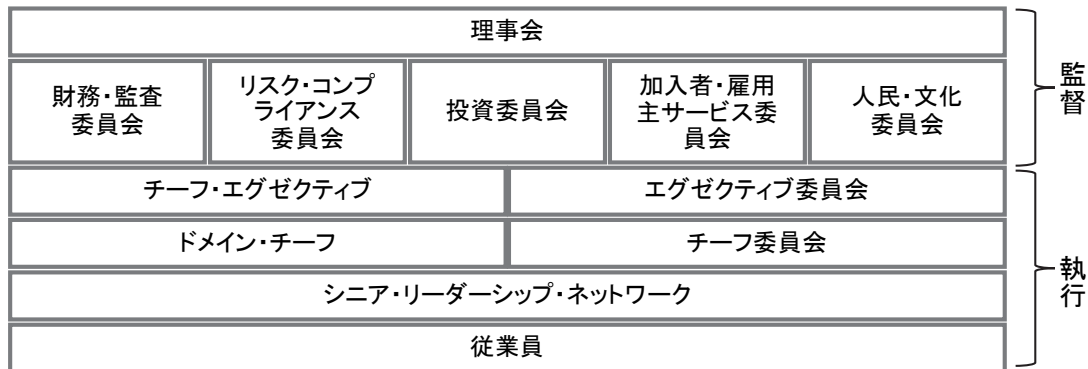
投資委員会は、理事会の委任の下、運用プロセス、運用ガイドラインの監督を行っている。具体的には、各運用方法の戦略的アセット・アロケーション及び乖離幅の承認、各運用方法のパフォーマンス、運用目的、リスクと流動性の制約に係る監視、運用ガイドライン、アセットクラス戦略、大規模な直接投資の承認、及び、理事会への提言等である。

⁴ 第 2 章、第 3 章の AS に関するデータ等は、別途の記載がない限り、AS のウェブサイト及び年次報告書等の開示文書に基づく。

⁵ APRA, “APRA releases superannuation statistics for June 2024,” August 29, 2024。同時点の口座数は約 2,440 万口座だったが、複数の口座を保有する加入者も多く、税当局によれば重複調整後の加入者数は約 1,800 万人。

⁶ Thinking Ahead Institute, “Global top 300 pension funds,” September 2024。

図表 3 AS のガバナンス体制図



(出所) AS, “2024 Annual Report”より野村資本市場研究所作成

運用の執行は、最高投資責任者（CIO）、副 CIO 等の幹部の下で、インハウスと外部委託により行われている。インハウス運用チームの主な役割は、各アセットクラス内において、①経済環境及び運用市場の調査を行い、それに基づき PreMixed 商品（後述する）のアセット・アロケーションに関する意思決定者への推奨と商品の管理運用を行う、②運用機会及びリスクを特定する、③理事会及び投資委員会からの委任の下でポートフォリオのアクティブ運用を行う、等である。また、外部委託先の運用会社選定も行う。その際、①会社の規模、強み、経営構造、株主構成、②投資哲学、プロセス、スタイル、③運用チームの評価・経験、④トラッキングレコード及び運用資産額、を重視している。外部のアセット・コンサルタントも活用している。

3. AS の運用商品ラインアップ

DC である AS では、加入者に対して幅広い運用商品のラインアップを提供している。具体的には、複数のアセットクラスを組み合わせる分散投資されている PreMixed 商品 6 本、アセットクラス別のファンドであり、加入者自身がファンドを組み合わせるポートフォリオを組成することを意図した DIY Mix 商品 4 本の計 10 本と、加入者自身が個別株式や ETF などを選択し投資する自己指図口（Member Direct Option）⁷から成る（図表 4）。デフォルト・ファンド（加入者が運用方法を選択しない場合の投資先としてあらかじめ設定されているファンド）は、PreMixed 商品群の中の、バランス型ファンドである。

制度設計上は加入者による自由な商品選択が可能な形だが、実際には約 9 割の加入者がデフォルト・ファンドであるバランス型ファンドに投資している。同ファンドの資産残高は 2024 年 6 月時点で 2,523 億豪ドルに達し、AS の運用商品総額の約 7 割⁸を占めている。

⁷ Member Direct Option の利用には、最低投資額 1 万豪ドルが必要。

⁸ 資産形成用口座の Superannuation investments と取り崩し用口座の Retirement investments の合計値。

図表 4 ASの商品ラインアップ

種類	商品概要	資産残高 (10 億豪ドル)
PreMixed		
高成長 (High Growth)	- 長期的な成長を目指した商品設計 - 幅広いアセットに投資するが、成長資産への高い集中 - 目標は CPI を 4.5% 超上回る	36.6
バランス型 (Balanced)	- 中長期的な成長を目指した商品設計 - 株式、プライベート・エクイティ、インフラ、不動産、債券、クレジット、キャッシュ等幅広いアセットに投資 - 目標は CPI を 4% 超上回る	252.3
社会意識 (Socially Aware)	- 中長期的な成長を目指した商品設計 - 株式及び債券において ESG スクリーニングを適用 - その他、プライベート・エクイティ、インフラ、不動産、クレジット、キャッシュ等幅広いアセットに投資 - 目標は CPI を 4% 超上回る	3.8
指数分散 (Indexed Diversified)	- 幅広いアセットに対するインデックス投資 - 株式、債券、キャッシュを中心に投資 - 目標は CPI を 3% 超上回る	3.6
保守的のバランス型 (Conservative Balanced)	- 中期的な成長を目指した商品設計 - バランス型ファンドに比べ債券及びキャッシュの比率が高め - 目標は CPI を 2.5% 超上回る	13.5
ステープル (Stable)	- 成長ではなく安定にフォーカスした商品設計 - 債券及びキャッシュの比率が高め - 目標は CPI を 1.5% 超上回る	7.6
DIY Mix		
豪州株式 (Australian Shares)	- 国内の上場及び非上場企業に投資(一部ニュージーランド銘柄含む) - 長期的な成長を目指した設計 - 目標は中長期的に S&P/ASX200 アキュムレーション指数を超過	8.8
海外株式 (International Shares)	- グローバルの上場株式に投資 - 長期的な成長を目指した設計 - 目標は中長期的に MSCI オールカントリー・ワールド(除くオーストラリア)指数(ヘッジ無し)を超過	8.2
分散固定金利 (Diversified Fixed Interest)	- 国内外の債券及びローンに投資 - 安定的かつキャッシュに比べ高いリターンを創出を目指す - 目標は、中期的にブルームバーグ・グローバル・アグリゲート・トータル・リターン指数(豪ドルヘッジ付き)50%と、ブルームバーグ・オースポンド・コンボジット 0+ 年指数 50%を合成した指数を超過	1.5
キャッシュ (Cash)	- 定期金利等の短期債券に投資 - 目標は、ブルームバーグ・オースポンド・バンク・ビル指数のリターン(1 年)を超過	8.1
Member Direct	加入者自身の指図で個別株、ETF、上場投資会社等への投資が可能	4.7

(注) 資産残高は 2024 年 6 月 30 日時点。

(出所) AS のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

Ⅲ 5つの原則と AS の資産運用

本章では、AS の資産運用と、日本のアセットオーナー・プリンシプルとの対比を試みる。アセットオーナー・プリンシプルは普遍性の高い内容であり、全体としては AS の活動と整合的であることが予想されるが、各原則に照らし合わせて見ていきたい。

1. 運用目的、運用目標、運用方針の設定（原則 1 関連）

AS は、運用目的（investment goal）を、加入者等が退職後に最高の財政状態となるよう支援すること、としている。その実現のために長期的にリターンを最大化すること、多様なアセットへの投資を行うこと、目的達成のために必要なリスクを理解しパフォーマンスとのバランスを取ることを明示している。

AS では運用目的の達成に向け、次の 4 つの投資信念（investment belief）が定められている。

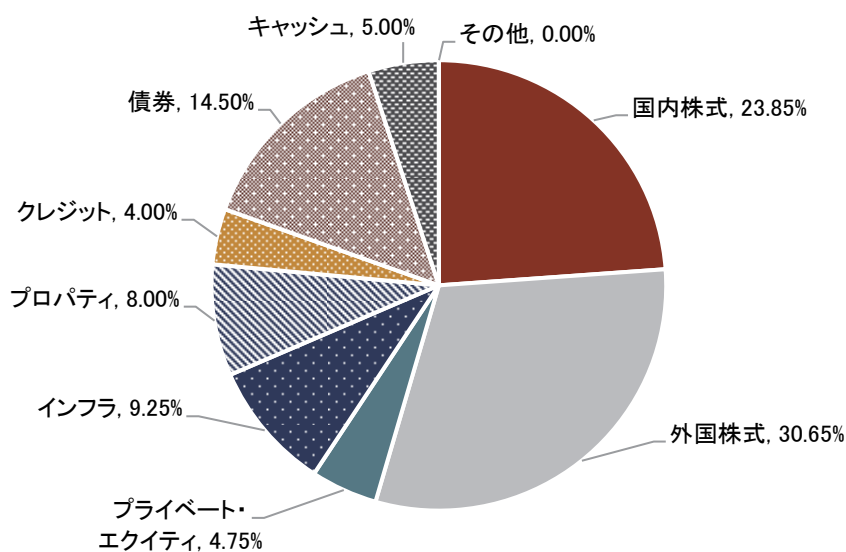
- ① 加入者のリターンを高めること
- ② アセット・アロケーション及び銘柄選定の双方でアクティブ運用を実践すること
- ③ コスト削減及び適切な運用構築のため、スケールメリットを最大限活用すること
- ④ 加入者利益を最大化するため、より広範なコミュニティへの責任を認識すること

AS は DC なので年金債務に基づく要求利回りはないが、運用目標が商品毎に設定されている。デフォルト・ファンドであるバランス型ファンドの運用目標を例に挙げると、①中長期的に CPI を年率 4% 超上回ること、②中長期的にバランス型運用の中央値を上回ること⁹、とされている。CPI を指標の 1 つとしている理由について、AS は、インフレに勝つことは資産の購買力を維持するために重要であり、多くのスーパーアニュエーションが採用する考え方だと説明している。

バランス型ファンドの戦略的アセット・アロケーションは図表 5 の通りである。2024 年 6 月 30 日時点の年率リターンは 8.46%、10 年リターンは 8.07%、20 年リターンは 7.85% で、同期間の CPI プラス 4% はそれぞれ 7.81%、6.76%、6.81% だった。概ね運用目標を超過していることが見て取れる（図表 6）。

⁹ スーパーアニュエーション基金の評価・ランキングを行う調査機関 SuperRatings のデータに基づき判定する。

図表 5 バランス型ファンドの戦略的アセット・アロケーション



(注) 2024年7月1日以降適用のアロケーション。

(出所) ASのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 6 バランス型ファンドのパフォーマンス (2024年6月30日時点)

	20年	15年	10年	5年	3年	1年
バランス型ファンドの リターン(年率換算)	7.85%	8.72%	8.07%	6.68%	4.51%	8.46%
運用目標: CPI+4%	6.81%	6.76%	6.76%	7.86%	9.31%	7.81%
参考: CPI	2.75%	2.71%	2.74%	3.87%	5.32%	3.81%

(出所) ASウェブサイトより野村資本市場研究所作成

2. 専門的知見を確保する体制整備 (原則2 関連)

AS では、理事会の投資委員会、運用の執行を担う役職員ともに、資産運用の分野で豊富な経験を有する人材を配置している。

投資委員会の委員長であるフィリッパ・ケリー氏は、不動産や資産運用、金融の分野で25年の経験を有し、それ以外の委員にも世界的な金融機関や規制当局での勤務経験を持つ人材が集められている。CIO は、オーストラリア財務省及び金融機関でエコノミストや投資サービス業務の経験を有する、マーク・ディレーニー氏が務めている (図表 7、8)。

図表 7 投資委員会メンバーの略歴

氏名	役職	略歴
フィリップ・ケリー氏	投資委員会委員長	プロパティ、資産運用、財務で 25 年の経験を有し、法律と投資銀行のバックグラウンド。不動産業のジュリアード・グループの COO やセントロ・プロパティーズ (Centro Properties) のインスティテューショナル・ファンズ・マネジメント部門の責任者を歴任。2021 年から現職。
ピッパ・ダウズ氏	投資委員会委員	25 年にわたるゴールドマンサックス、ドイツ銀行、モルガンスタンレー、UBS 等の大手グローバル金融機関での勤務を経て、2021 年に ACTU の任命により現職。
ラッセル・マドックス氏	投資委員会委員	オーストラリア財務省での勤務を経て、複数の銀行でエコノミスト、ファンド管理会社で投資関連業務を経験後、クレディスイス・ファースト・ボストンで債券調査の責任者、マッコーリー・インベストメント・マネジメントで様々な資産運用業務に従事。その他、メリルリンチ (ロンドン) でグローバル債券チームのヘッド、ブラックロック・インベストメント・マネジメント (オーストラリア) の CIO 等を歴任。2014 年より現職。
リチャード・ブライス氏	投資委員会委員	約 25 年にわたってマッコーリー・グループやアラインド・リソース・グループ等で投資銀行業務、金融や投資、コーポレート・ガバナンス等のアドバイス業務に従事した後、2023 年より現職。

(出所) AS のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 8 CIO 及び副 CIO の略歴

氏名	役職	略歴
マーク・ディレーニー氏	CIO	オーストラリア財務省でエコノミスト、ナショナル・ミューチュアル・アクサ (National Mutual/AXA) でエコノミストと資産運用サービスのマネージャーを務めた後に、AS の前身である基金のチーフ・エグゼクティブに就任。2006 年の AS 創設以降現職。
ダミアン・モロニー氏	副 CIO	グローバル投資プログラムの戦略、ガバナンス、監督等を担当、海外拠点の責任者を務める。タワーズ・ペリンのアセット・コンサルティング・サービス部門のコンサルタントや、メルボルン大学金融学講師、IFM インベスターズや独立系資産運用コンサルティング会社のフロンティア・アドバイザーの CEO を務めた後、2018 年に AS へ。

(出所) AS のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

AS の中長期的な方針は、インハウス運用の拡大である。2024 年の年次報告書には、2030 年までにポートフォリオの 75% をインハウス運用にするという目標が記されていた (2024 年 6 月末時点では 56.5%)。2024 年 6 月末時点で、インハウスの運用チームに 350 人の専門家を擁していた。

もっとも、AS は現状、外部リソースも積極的に活用している。上場証券は主にインハウスチームが運用する一方、非上場証券などについてはインハウス運用と外部委託を組み合わせている。2024 年 6 月時点で、インハウス運用チーム以外で資産残高の 5% 超を運用しているのは、IFM インベスターズ (資産残高の 9.9%)¹⁰ とサンダーズ・キャピタル (同 5.8%) だった。外国株式、プライベート・エクイティ、インフラストラクチャ (インフラ)、プロパティ、クレジット、固定金利の各アセットクラスで、約 80 に上る運用会社 に外部委託を行っていた。

¹⁰ IFM インベスターズは、AS を含む 17 の年金基金が共同保有する運用会社で、インフラ、クレジット、プライベート・エクイティ運用に強みを持つ。詳細は、竹下智「豪州のインフラ民営化における 2 つの工夫—アセットリサイクリングと年金基金による協働インフラ投資—」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

3. 運用方法の適切な選択、分散投資（原則3関連）

長期分散投資は、年金運用の基本であるところ、年金基金はアセットオーナーとして具体的にどのアセットクラス、どの運用手法を活用するのが問われることになる。

運用手法の観点では、前述の投資信念にもあるように、AS はアクティブ運用を重視している。アクティブ運用を支持する理由として、市場環境の変化に迅速に対応し最適な投資機会を積極的に追求できること、インハウス運用チームが詳細な市場リサーチ及び予測を利用して資産や銘柄選択の競争優位を発揮できること、優れた実績とポテンシャルを有する外部運用会社を世界中から選定できること、を挙げている。

アセットクラスの観点では、非上場証券（インフラ、プライベート・エクイティ、プライベート・クレジット、プロパティ等）への積極的な投資が、AS の一つの特徴として挙げられる。2024 年 6 月時点で運用資産の 19.7%を占めており、図表 9 の通り、過去 5 年間で、概ね 20%程度で推移していた。もっとも、オーストラリア健全性規制庁（APRA）の公表データによると、スーパーアニュエーション基金全体の非上場資産（非上場株式、非上場プロパティ、国内外の非上場インフラ）へのアロケーションは、2023 年 9 月時点で 17%であり、産業ファンド全体では同時時点で 22%だった¹¹。オーストラリアのスーパーアニュエーションにおいては、総じて非上場資産への投資が定着しているものと思われる。

図表 9 AS の資産残高とアセット・アロケーション推移

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
資産残高(百万豪ドル)					
キャッシュ等	32,782	18,572	20,330	17,517	18,626
上場株式	79,574	122,263	123,903	149,526	189,322
債券	34,709	49,073	52,886	72,141	76,510
デリバティブ	3,055	1,150	2,201	1,555	2,927
非上場証券	39,506	51,693	66,644	67,223	70,478
合計	189,626	242,751	265,964	307,962	357,863
アセット・アロケーション					
キャッシュ等	17.3%	7.7%	7.6%	5.7%	5.2%
上場株式	42.0%	50.4%	46.6%	48.6%	52.9%
債券	18.3%	20.2%	19.9%	23.4%	21.4%
デリバティブ	1.6%	0.5%	0.8%	0.5%	0.8%
非上場証券	20.8%	21.3%	25.1%	21.8%	19.7%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

- (注) 1. 各年 6 月末時点。
 2. 2023 年以前の「非上場証券 (Unlisted securities)」は、「Unlisted unit trusts」と「Unlisted equity securities」の合計。

(出所) AS の各年のファンド・アニュアル・ファイナンシャル・レポート及びファンド・ファイナンシャル・ステートメントより野村資本市場研究所作成

¹¹ APRA, “Quarterly superannuation performance, June 2024,” August 29, 2024.

地域分散について見ると、AS は、資産規模の拡大に伴い海外投資も増やす方向であるとしており、2024 年 6 月末時点で、海外資産への投資が国内投資を上回っていた。非上場証券においても、例えば非上場国内インフラが 216 億豪ドル、非上場海外インフラが 212 億豪ドルとほぼ同水準だった¹²。また、海外拠点の拡充も行っている。ニューヨーク、ロンドン、北京の海外拠点に計 175 人の人員が働いており、今後も増員する計画とのことである。

ただし、AS はオーストラリア国内にも多額・多様な投資を行っている。2024 年 6 月時点で 1,650 億ドルを国内に投資しており、2030 年までに GDP の 9% 相当の 2,600 億ドルを超える見込みとしている。700 億ドル以上を国内上場企業に投資し、地場のベンチャーキャピタルやマイクロキャップ企業にも投資しており、雇用や新規事業創出にも貢献している。

運用会社選定等を含む利益相反の管理については、「コンフリクト・マネジメント・フレームワーク」を策定し方針を示している。中でも最も重要な文書である「コンフリクト・マネジメント・ポリシー」では、発生する可能性のある利益相反の特定、開示、記録、管理及び回避の方法を規定している。コンフリクト・マネジメント・ポリシーは 2 年に 1 度の見直しを行い、重要な変更については理事会での承認を得る必要がある。また、コンフリクト・マネジメント・フレームワークは、業務上独立し、適切な訓練を受けた担当者による包括的な見直しが 3 年毎に行われる。

4. 運用状況の「見える化」（原則 4 関連）

AS の運用状況については、ウェブサイトや年次報告書を始めとする開示文書を通じて、加入者を含めた幅広い聴衆向けに開示されている。AS の情報開示に対する取り組みは海外からの評価も得ており、Global Pension Transparency Benchmark (GPTB) の 2023 年ランキングで第 3 位だった¹³。

投資ポートフォリオについては、政府の規制に基づき、AS のウェブサイトにて、半年に 1 回、投資対象、資産額、アセット・アロケーションに関する情報開示が行われている¹⁴。また、運用商品について、毎年 APRA によるパフォーマンス・テストが実施されるため、その評価基準に則ったパフォーマンス開示が行われている¹⁵。

オーストラリア税務局 (ATO) も、加入者等がスーパーアニュエーション基金を比較するためのツールとして、YourSuper comparison を提供している。同ツールでは、各基金の

¹² 2023 年 6 月時点は、それぞれ 214 億豪ドル、186 億豪ドルだった。

¹³ Global Pension Transparency Benchmark は、年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド等のデータ分析で知られる CEM Benchmarking と機関投資家向けサイトを運営する Top1000funds.com による、年金基金運営の透明性におけるグローバル基準を示す取り組み。15 カ国 75 基金を対象に、基金の開示情報の充実度に基づきランク付けしている。

¹⁴ オーストラリア政府は 2021 年、全てのスーパーアニュエーション基金を対象に、新たな開示規制を導入した。加入者が運用商品やスーパーアニュエーション基金を比較し、最適な選択を行えるよう支援するものである。

¹⁵ APRA は、テスト対象となる商品の戦略的アセット・アロケーションと合致するベンチマーク・ポートフォリオを構築し、各基金の開示データに基づき、運用商品の対ベンチマーク運用実績を確認する。2 年連続で合格基準に達しなかった運用商品は、抛出の受け入れを停止する必要がある。

手数料や過去 10 年間のネット・リターン、商品のラインアップ等を簡単に比較することが可能である。なお、加入者毎にカスタマイズした結果を閲覧できる個別化バージョンと、一般的な結果のみを閲覧できる非個別化バージョンの 2 種類がある。

5. スチュワードシップ活動（原則 5 関連）

AS は、大規模アセットオーナーとして、国内外で様々なスチュワードシップ及びエンゲージメント活動に取り組んでいる。その際、AS は、長期的に優れた財務的リターンを獲得することを目的に、運用において責任投資を重視するという姿勢を明確にしている。

AS の責任投資においては、以下の 3 つのアプローチが採用されている。

- ① 銘柄選定及び投資価値の評価の際に環境・社会・ガバナンス（ESG）要素を考慮する
- ② アセットオーナーとしての権利と責任を行使し、加入者の運用リターンに影響を与え
ると考えられる ESG 課題を積極的に管理する
- ③ 運用商品提供において加入者の価値観を考慮する

スチュワードシップ活動においては、議決権の行使やグローバルなイニシアチブへの参加等に加えて、オーストラリアの上場企業に対し、直接あるいは ACSI（Australian Council of Superannuation Investors）¹⁶を通じたエンゲージメントを行っている。2024 年 6 月期には、S&P/ASX300 銘柄の 55 社に対し 104 件の直接的なエンゲージメントを実施した。直接投資するインフラ、プロパティ等のアセットクラスにおけるエンゲージメントにも注力している。また、AS は、長期的な価値創造支援のために、政策立案者や規制当局等に向けて、直接あるいは投資家ネットワークを通じた提言活動も積極的に行っている。

AS は、オーストラリア経済のエネルギー・トランジションに貢献することも意識している¹⁷。例えば、前述の国内上場企業投資 700 億ドルのうち 130 億ドルは重要鉱物資源セクターの企業だったが、同セクターはエネルギー・トランジション推進に不可欠と考えられている。2023 年に、カナダのオルタナティブ資産運用会社ブルックフィールドがエネルギー企業 Origin Energy に対する公開買付（TOB）を行った際、AS は Origin の筆頭株主として反対票を投じた。評価額が低すぎて加入者の利益に反すると判断したためだが、加えて、同社がオーストラリアのエネルギー・トランジションにおいて重要な役割を担うと考えた旨も説明されていた。

人員面では、ESG 及びスチュワードシップ活動に従事する専任担当者を、オーストラリア、米国、英国に計 16 人配置し、各アセットクラスのチームと連携し、運用の意思決定やスチュワードシップ活動のプロセスに ESG 要素を組み入れる取り組みなどを行っている。

¹⁶ ACSI は、スーパーアニュエーション基金を始めとする、36 のアセットオーナー及び機関投資家が加盟する協会であり、主に ESG に係る提言に注力している。

¹⁷ AS は、2050 年までにポートフォリオの二酸化炭素排出量のネットゼロを達成するというコミットメントを、2020 年に表明している。

IV 日本への示唆

本稿で紹介した AS は 3,500 億豪ドルを超える資産を運用する大規模アセットオーナーである。グローバル投資とインハウス運用の拡大を同時並行で進めており、インフラやプロパティ等のオルタナティブ資産への投資、アクティブ運用に積極的である。これらの特徴を念頭に置きつつ、以下で、日本のアセットオーナーへの示唆を考察する。

1. グローバル投資を推進しつつ、国内経済への貢献、エネルギー・トランジションへの貢献も意識

AS の資産運用は、国内企業への投資とグローバル分散投資のバランス、アクティブ運用や小規模事業への投資の困難など、一般に大規模アセットオーナーが抱える課題対応について、一つのアプローチを提示していると思われる。

AS は運用資産の拡大に応じて、グローバル投資を増加させてきた。その一方で、本稿で紹介した通り、オーストラリア国内にも多額・多様な投資を行っている。国内株式、国内債券、国内インフラ、国内プロパティなどが含まれ、小規模事業や新興事業にも投資している。いずれも長期的なパフォーマンス獲得を目指すものだが、その上でオーストラリア経済にも貢献している旨を、年次報告書などで強調している。

また、AS は、資源大国オーストラリアのエネルギー・トランジションへのコミットメントも見せている。その際、AS は長期的に優れた財務的リターンを獲得するために責任投資を重視するとしており、「財務的リターンか社会的リターンか」という対立軸では捉えていないと理解できる。

2. CPI を超えるという運用目標の設定

AS では運用商品ごとに運用目標が設定されており、資産の約 7 割を占めるバランス型ファンドは「CPI を 4% 超上回る」という目標である。また、同ファンド以外の PreMixed 商品においても、「CPI を〇% 超上回る」という形で目標が設定されている。

「インフレに勝つ」という運用目標は、長期にわたる資産運用で一定の合理性を伴う。年金基金に限らず、学校法人や財団法人といったアセットオーナーが運用目標を定める際に、外すことのできない論点ではないだろうか。実際、日本の主要な公的アセットオーナーの一つの科学技術振興機構（JST）は、大学ファンドの運用において、「支出目標率 3% と物価上昇率の和以上の運用収益率を運用目標とする」旨、定めている¹⁸。

¹⁸ ただし、運用立ち上げ期（基本ポートフォリオに沿った資産構成割合実現までの期間）は、この限りではない。科学技術振興機構「アセットオーナー・プリンシプルに関する取組方針」2024 年 8 月 29 日より。

なお、日本のアセットオーナー・プリンシプルでは、DC 制度は対象外とされているが¹⁹、ASの事例から、デフォルト・ファンドの位置付けや運用体制によってはDC制度もアセットオーナーとなりうるが見て取れる。

3. 監督と執行を分離するガバナンス体制

AS では、理事会が執行部隊を監督するというガバナンス体制になっている。投資委員会の理事は、いずれも金融や資産運用の専門家である。

アセットオーナー・プリンシプルでは、原則 2 の補充原則 2-1 で「監督と執行それぞれが機能するガバナンス体制を構築すべきである」とし、脚注 8 でアセットオーナーの規模に応じて資産運用委員会等の組織体制を整備することも想定されるとしている。

このような体制構築は、あくまでも運用目的・運用目標に向けた適切な組織運営を確保するための手法であり、それ自体が目的化することは避ける必要があるが、AS の事例からも、大手基金においては監督と執行を分離するガバナンス体制が整備されていることが確認できる。

4. 政府主導の「見える化」の取り組み

オーストラリアでは、スーパーアニュエーションの運用状況の「見える化」が、政府主導で促進されているように見受けられる。スーパーアニュエーションが強制加入であること、運用への関心が低い加入者も想定されることを踏まえると、デフォルト・ファンドの運用は極めて重要となる。政府当局としては、適度な競争原理が働き、質の高い運用が確保されるようにしたい。その一つの方策として、情報開示を充実させ、スーパーアニュエーション基金及び運用商品の比較可能性を高めていると理解できる。

資産運用立国実現プランには、アセットオーナー・プリンシプルの策定と並行して、企業年金改革の一環でも運用の見える化の充実が盛り込まれ、社会保障審議会企業年金・個人年金部会で具体策が議論されることになっている²⁰。強制加入のオーストラリアのスーパーアニュエーションと同列に論ずることはできないが、例えば DC について、指定運用方法の設定の有無、指定運用方法の内容（預金等の元本確保型か、バランス型やターゲットデート型等の投資信託か）などを、横比較可能な形で情報提供することは、検討の余地があろう。

¹⁹ 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局より 2024 年 8 月 28 日に公表された「別紙：『アセットオーナー・プリンシプル』（案）に関する意見募集の結果について」において、「確定拠出年金（DC）制度は、本プリンシプルの対象に該当しないという認識でよろしいか」という問いに対し、「ご指摘の通りです」と回答されている。

²⁰ 社会保障審議会企業年金・個人年金部会「社会保障審議会企業年金・個人年金部会における議論の中間整理」2024 年 3 月 28 日にも記載されている。

5. 資産運用における積極性

最後に、ASの資産運用における積極性を挙げたい。ASの積極的な取り組み姿勢は、例えば、同基金がアクティブ運用を支持する理由に端的に表れている。すなわち、市場環境の変化に迅速に対応し、最適な投資機会を積極的に追求できるといったことが挙げられているが、要は、加入者の利益のために「追求したい」という積極性を持っているということである。グローバル投資も同様に、敢えて海外拠点の拡充まで行っている。

資産運用における積極性という論点は、アセットオーナーが各々の目的・目標の「最低限を満たす」運用に留まるのか、あるいは「超えようとする」努力をするのか、という問いかけに繋がる。これはアセットオーナーが個別に意思決定すべきこととなる。ただし、アセットオーナー・プリンシプルは、全てのアセットオーナーに対し、フィデューシャリーとして真摯に検討し判断することを求めていると言えよう。