米カルスターズの運用戦略
－運用機能の内製化と外部知見の活用－

岡田　功太、中村　美江奈

▌要　約▐

1. 内閣官房・新しい資本主義実現本部事務局は 2024 年 6 月 3 日に、アセットオーナー・プリンシプル（案）を公表した。同案は、日本の年金基金や共済年金等のアセットオーナーに対する行動規範を示しており、アセットオーナーの資産運用の高度化を実現することを目的としている。
2. 米国では、大学基金や財団など様々なアセットオーナーが先進的な運用手法を実践しているが、特にカリフォルニア州教職員退職年金基金（以下、カルスターズ）は、コラボラティブ・モデルという独自の運用コンセプトを打ち出し、資産運用の高度化に取り組んでいる。
3. コラボラティブ・モデルとは、伝統的資産についてはインハウス運用（個別銘柄への直接投資）を行い、プライベート・エクイティ等については外部運用会社と共同投資等を行うことを指す。カルスターズは、同モデルを採用し、運用機能の内製化と外部知見の活用を適切に使い分けること等を通じて、リターンの向上を図っている。
4. 今後、日本の公的年金及び共済年金は、投資対象資産の多様化に取り組むだけではなく、インハウス運用及び外部運用の最適な資産配分の策定や、共同投資の実施など多様な運用戦略の追求を通じて、資産運用の高度化を図ることも検討に値しよう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・岡田功太・中村美江奈「米カルパースの新興運用会社促進プログラム（EMP）」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。
・野村亜紀子「アセットオーナーの行動原則に関する論点」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。

Ⅰ 日米のアセットオーナーの資産運用を巡る取り組み

１．日本のアセットオーナーの運用高度化促進策

内閣官房・新しい資本主義実現本部事務局は 2024 年 6 月 3 日に、アセットオーナー・プリンシプル（案）を公表した[1]。同案は、日本における年金基金、共済年金、大学基金、財団等のアセットオーナーに対して、①運用目的を明確化し、運用方針の策定（基本ポートフォリオの設定等）をすること、②運用人材の確保等の体制整備を行うこと、③分散投資等を通じたリスク管理を適切に行うこと、④ステークホルダーに対して運用状況に関する情報提供を行うこと、⑤スチュワードシップ活動等を実施することを求めている。

今後、アセットオーナー・プリンシプルが、日本のアセットオーナーによる資産運用の高度化、ひいては企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらすといったアウトプットに繋がるのかが重要となろう[2]。

２．先進的な運用手法を取り入れる米国のアセットオーナー

米国に目を転じると、多様な運用戦略の採用や、先進的な運用手法を実践するアセットオーナーが数多く存在する。例えば、ビル＆メリンダ・ゲイツ財団は、投資先企業の経営者との対話を通じて、同企業の価値向上に取り組んでいる他、プライベート・エクイティ（以下、PE）ファームと非上場企業等への共同投資を行っている[3]。ハーバード大学は、PE ファンドやヘッジファンドへの投資額を増加させており、スミソニアン博物館（機構）は、ベンチャーキャピタルに積極的に投資をしている[4]。

米国のアセットオーナーの中でも、ユニークな運用戦略を採用している公的年金[5]として、カリフォルニア州教職員退職年金基金（以下、カルスターズ）がある。カルスターズは、米国公的年金の中でも、カリフォルニア州職員退職年金基金（以下、カルパース）に次ぐ運用資産総額を有していることで知られているが、足元では、コラボラティブ・モデル（詳細は後述）という独自の運用コンセプトを打ち出し、資産運用の高度化に取り組んでいる。

本稿では、カルスターズの運用目的や運用戦略の概要を紹介した上で、コラボラティブ・モデルの枠組みを整理し、日本への示唆を考察する。

---

1 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（案）」2024 年 6 月 3 日。

2 アセットオーナー・プリンシプルを受け入れる場合でも、全ての原則を一律に実施しなければならないわけではなく、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を取るという方針を示している。

3 詳細は、岡田功太・船津太佑「ビル＆メリンダ・ゲイツ財団の資産運用戦略及び助成活動－日本に求められるアセットオーナー改革への示唆－」『野村資本市場クォータリー』2024 年冬号を参照。

4 詳細は、岡田功太・船津太佑「米国における大学の資産運用戦略にみるアセットオーナーの運用高度化の先進事例」『野村資本市場クォータリー』2023 年夏号、同「米国における公益法人の資産運用戦略－美術館・博物館等による文化・アート振興－」『野村資本市場クォータリー』2023 年夏号を参照。

5 カルスターズは、米国における地方公務員年金であるが、本稿においては公的年金と記す。

Ⅱ　カルスターズの概要

カルスターズ独自の運用コンセプトであるコラボラティブ・モデルを詳述するにあたって、まず、カルスターズの概要について紹介する。以下では、カルスターズの運用目的、運用ガバナンス体制、運用戦略について整理する。

１．カリフォルニア州の教職員向け公的年金の運営

カルスターズは 1913 年に、カリフォルニア州法に基づいて、同州の公立学校（幼稚園、小学校、中学校、高等学校、コミュニティ・カレッジ）の教職員に退職給付を行うために設立された公的年金である。カルスターズの運用資産総額は 3,190 億ドル（2023 年 6 月末時点）と米国公的年金の中ではカルパースに次ぐ資産規模を有し、加入者数は約 100 万人となっている。

設立当初のカルスターズは、伝統的な確定給付型年金プラン（以下、DB プラン）の運営を行っていたが、その後、DB プラン加入者向けのキャッシュ・バランス・プランやパートタイム勤務者向けのキャッシュ・バランス・プラン等の運営も開始した[6]。カルスターズは、DB プランや各種キャッシュ・バランス・プランを州教職員退職プラン（STRP: State Teachers' Retirement Plan）と呼称している。

加えて、カルスターズは、確定拠出型年金プラン（以下、DC プラン）として、公務員向け DC プランである 403(b)プラン、主に大学の教職員向けの DC プランである 457(b)プラン等の運営も行っている。このように、カルスターズは、DB プランや DC プランなど複数の退職貯蓄制度を整備していることから、自らをハイブリッド・リタイアメント・プランの提供者としている。

２．カルスターズの運用ガバナンス体制

カルスターズの最高経営責任者（以下、CEO）はカサンドラ・リクノック氏であり、最高投資責任者（以下、CIO）はクリストファー・エイルマン氏である。リクノック CEO は、2008 年にカルスターズの人事部に入社し、2013 年に最高執行責任者（以下、COO）に就任し、2021 年に初の女性 CEO となった。他方で、エイルマン CIO は、37 年超にわたって資産運用業務に従事し、23 年超にわたってカルスターズの CIO を務めている[7]。

カルスターズの教職員退職理事会（Teachers' Retirement Board）のメンバーは、現役の教職員の代表者、カルスターズの元加入者、カリフォルニア州財務部長（Director of Finance）等の 12 名から成り、理事長はハリー・ケイリー氏、副理事長はデニス・ブラッ

[6] キャッシュ・バランス・プランとは、DB プランと同様に、掛け金と利息の積み立てを定期的に行うが、利息に関してはその年の金利等の状況に応じて変動させることができる仕組み。

[7] エイルマン CIO は 2024 年 6 月末に退任し、次期 CIO にはスコット・チャン副 CIO が就任する予定である。

ドフォード氏である。前者はサンタモニカにある高等学校の教職員であり、後者はオレンジ郡にある小学校の教職員である。

カルスターズの理事は、①指名委員会、②監査・リスク管理委員会、③給付・サービス委員会、④ガバナンス委員会、⑤報酬委員会、⑥投資委員会の 6 つの委員会の委員を務めている。投資委員会については理事全員が参加し、同委員長は弁護士のウィリアム・プレザント氏、副委員長はカリフォルニア州財務部長のジョー・スティーブンショー氏である。投資委員会は、カルスターズの投資方針の策定・変更の承認、新たな運用戦略の採用等の承認に加えて、投資部門のパフォーマンス等をモニタリングしている。

カルスターズの投資部門は、エイルマン CIO を筆頭に、カリフォルニア大学で資産運用業務を行っていたスコット・チャン副 CIO、カルパースで資産運用業務に従事していたジェラルディン・ヒメネス氏やマイケル・ディレ氏等、豊富な経験を有する 230 人超のスタッフを擁している（図表 1）。

図表 1　カルスターズの投資部門の主な経営陣

氏名	役職	略歴
クリストファー・エイルマン氏	CIO	37 年超にわたって資産運用業務に従事。MSCI インデックス諮問委員会や国連責任投資原則（PRI）アセットオーナー諮問委員会の一員。2000 年 10 月より現職。
スコット・チャン氏	副 CIO	カリフォルニア大学投資部門のグローバル・エクイティの責任者や、サクラメント郡公務員退職年金基金の CIO を歴任。2018 年より現職。
エイプリル・ウィルコックス氏	投資サービス・ディレクター	2000 年から 2004 年にかけて、カリフォルニア住宅金融庁で勤務し、2004 年以降、カルスターズにおいて、運用関連のオペレーション業務に従事。
ジェラルディン・ヒメネス氏	シニア・インベストメント・ディレクター（上場市場担当）	カルパースで約 25 年勤務。2015 年以降、カルスターズで勤務。2023 年より現職。
マイケル・ディレ氏	シニア・インベストメント・ディレクター（非上場市場担当）	カルパースで約 7 年間勤務。2020 年以降、カルスターズで勤務。2023 年より現職。

（出所）カルスターズのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

３．他の公的年金との比較を通じた運用手法の策定

カルスターズは、資産運用を行うにあたって、カリフォルニア州憲法第 16 条に基づいて、加入者に対する受託者責任の観点から、忠実義務、注意義務、分散投資義務を負っている。これらの義務を果たすべく、カルスターズは、投資方針・管理計画書（Investment Policy and Management Plan）において、図表 2 に示す 8 つの運用目標を掲げている。具体的には、州法や連邦法を遵守しながらも、持続可能な給付を目的とした運用戦略を策定すること、投資方針を 2 年毎に見直すこと、運用に係るコストを最小化すること等を挙げているが、注目すべきは、「合理的な年金運用の実現（Create Reasonable Pension Investments Relative to Other Pension Funds）」という運用目標を掲げている点である。

「合理的な年金運用の実現」とは、他の公的年金と比較した上で、運用戦略を策定することを指す。その際、カルスターズは、カルパースやテキサス州教職員退職年金基金、その他海外の年金基金など他の大規模な公的年金と比較することで、リターンの水準や運用コストの水準等が適正なのかをレビューしている。このような運用目的を掲げ、カルスターズの投資部門は、他の大規模な公的年金よりも優れたリスク調整後リターンを創出するために、ユニークな運用戦略を採用している。

実際に、カルスターズは 2019 年以来、コラボラティブ・モデルという独自の運用戦略を打ち出している。コラボラティブ・モデルとは、カルスターズ自身が個別銘柄に直接投資したり、PE ファーム等と非上場企業等に共同投資したりすることで、外部運用会社に支払う運用手数料（信託報酬及び成功報酬）等を抑制し、リターンの向上を図る投資手法の総称である（詳細は後述）。

図表 2　カルスターズの運用目的

持続可能な給付支払い	カルスターズの投資プログラムは、加入者及び受益者への給付金や基金運営に必要となる流動性を確保し、十分な積立を行う。
分散投資	適切なリスク水準で、望ましい収益率達成のため、投資対象資産の分散を図る。
健全な財務状況の維持	健全な財務状況を維持することを目的とした投資プログラムを策定する。
加入者からの信頼の維持	加入者からの信頼を得ることを前提とした投資プログラムの管理を図る。
方針・目的の レビュー・プロセスの確立	2 年毎に投資方針をレビューし、将来的な財務状況の予測を行う。
合理的な年金運用の実現	他の公的年金と比較した上で、投資プログラムを策定する。特に、リターン、資産運用コスト、人件費については、他の公的年金と比較することで適切な水準になるよう設定する。
コストの最小化	運用報酬、取引費用、その他費用については、積極的に監督し、コントロールする。
州法・連邦法への準拠	投資プログラムは、年金資産の投資に適用される全ての州法・連邦法、その他規則に従って運営する。

（出所）カルスターズ投資方針・管理計画書より野村資本市場研究所作成

４．カルスターズのポートフォリオの特徴

１）プライベート・アセットへの投資の拡大

カルスターズの運用資産総額は、2023 年 6 月末時点で約 3,190 億ドルと過去 5 年間で約 1.3 倍となっており、過去 10 年間の年率リターンは約 8.7%となっている。

過去 5 年間のカルスターズの資産配分比率において、上場株式は約 10.1%、債券は約 2.2%、リスク・ミティゲーション戦略は約 0.6%減少している（図表 3、2023 年 6 月末時点）。リスク・ミティゲーション戦略とは、株式市場の長期的な下落時にポートフォリオ全体のボラティリティを減少させることを目指す運用戦略であり、トレンドフォロー戦略やグローバル・マクロ戦略等のヘッジファンド戦略を指す。

他方で、過去 5 年間のカルスターズの資産配分比率において、PE（ベンチャーキャピタルを含む）は約 6.3%、不動産は約 2.4%、イノベーティブ戦略は約 1.1%増加している。イノベーティブ戦略とは、カルスターズの投資委員会が規定した資産配分先には分類できないが、付加価値が高いと考えられる運用戦略を指し、プライベート・デット等が分類されている。

要するに、カルスターズは、過去 5 年間において、上場株式や債券などのパブリック・アセットへの投資エクスポージャーを減少させ、PE 等のプライベート・アセットへの投資エクスポージャーを増加させている。

なお、カルスターズの PE 投資における資産運用会社毎の投資エクスポージャーの割合は、ブラックストーンが約 9.8%、トーマ・ブラボーが約 4.6%、アルプインベスト・パートナーズ（カーライル・グループ）が約 4.1%、ペルミラ・アドバイザーズが約 4%、ヘルマン＆フリードマンが約 3.9%となっている（2023 年末時点）。

図表 3　カルスターズの資産配分比率及び運用資産総額の推移

	2019 年 6 月末	2020 年 6 月末	2021 年 6 月末	2022 年 6 月末	2023 年 6 月末
上場株式	50.5%	47.7%	49.7%	38.4%	40.4%
不動産	13.7%	14.2%	12.3%	16.3%	16.1%
PE	9.2%	9.6%	12.0%	15.7%	15.5%
債券	12.3%	12.5%	10.4%	10.5%	10.1%
リスク・ミティゲーション戦略	9.4%	8.4%	8.7%	10.3%	8.8%
インフレ・センシティブ戦略	2.5%	3.3%	3.7%	5.4%	6.1%
現金・その他	2.1%	4.0%	2.7%	2.3%	1.6%
イノベーティブ戦略	0.3%	0.3%	0.5%	1.1%	1.4%
運用資産総額	2,400 億ドル	2,483 億ドル	3,121 億ドル	3,018 億ドル	3,190 億ドル

（出所）カルスターズ年次報告書より野村資本市場研究所作成

２）サステナブル投資戦略の推進

カルスターズは、主に上場株式及び PE 投資において、サステナブル・インベストメント＆スチュワードシップ戦略（以下、SISS 戦略）を推進している。カルスターズの運用資産総額に占める SISS 戦略の割合は約 8%となっている（2023 年 6 月末時点）。

SISS 戦略とは、金融・資本市場を長期的な価値を生み出す市場に変革させることを目指す運用手法[8]であり、上場株式投資については、①アクティビスト戦略、②サステナビリティ・フォーカス戦略、③ローカーボン戦略に大別される。アクティビスト戦略とは、企業の経営陣と対話を行い、経営戦略やコーポレート・ガバナンスの改善を通じて、株主価値の向上を促す運用手法である。サステナビリティ・フォーカス戦略とは、主に ESG（環境、社会、ガバナンス）インテグレーションのことであり、ローカーボン戦略とは、二酸化炭素の排出量（以下、カーボン・エミッション）の削減に取り組んでいる企業等に投資する手法である。

カルスターズは 2021 年以来、PE 投資を行う際にも、SISS 戦略を採用している（以下、SISS プライベート戦略）。SISS プライベート戦略とは、カーボン・エミッションの削減に取り組んでいる非上場企業等に投資する PE ファンド等に対して資産を配分する運用戦略である。SISS 戦略全体の運用資産総額に占める SISS プライベート戦略の運用資産総額の割合は約 3%となっている（2023 年末時点）。

なお、カルスターズの SISS 戦略（SISS プライベート戦略を含む）の運用資産総額に占める資産運用会社毎の投資エクスポージャーの割合は、ジェネレーション・インベストメント・マネジメントが約 19%、シュローダーが約 17.3%、AGF インベストメンツが約 12.1%、ブラックロックが約 11.5%、スターボード・バリューが約 8.7%となっている（2023 年末時点）。

Ⅲ　カルスターズが打ち出したコラボラティブ・モデルの概要

カルスターズは、コラボラティブ・モデルという独自の運用コンセプトを採用し、運用機能の内製化及び外部知見の活用を適切に使い分けることを通じて、リターンの向上を図っている。以下では、コラボラティブ・モデルの概要、同モデルがカルスターズのリターンに与える影響、同モデルの導入プロセスについて紹介する。

１．運用機能の内製化と外部知見の活用を通じたリターン向上策

１）パブリック・アセット投資におけるインハウス運用の推進

コラボラティブ・モデルにおけるインハウス運用とは、カルスターズ自身が、上場株式や債券等の個別銘柄に直接投資することを指す。多くのアセットオーナーは、パブリック・アセットに投資する際、外部運用会社のファンドへの投資（以下、外部運

[8] SISS 戦略は 2019 年以前、コーポレート・ガバナンス戦略と呼称されていた。

用）を通じて、上場株式や債券に対する投資エクスポージャーを有している。他方で、カルスターズは、パブリック・アセット投資については、①外部運用の割合を減少させて、外部運用会社に支払う運用手数料を抑制するのと同時に、②カルスターズの投資部門の運用力の強化に取り組み、インハウス運用の割合を増加させている。実際に、カルスターズの運用資産総額に占めるインハウス運用の割合は、上場株式で約 75%、債券で約 88%となっており、運用機能の内製化を図っていることが見てとれる（2023 年 6 月末時点）。

２）プライベート・アセット投資における外部運用会社等との協力関係の構築

カルスターズのコラボラティブ・モデルのもう 1 つの側面は、プライベート・アセット投資における外部運用会社等との協力関係の構築である。具体的には、図表 4 の手法があり、その中でも特に共同投資が良く知られている。

共同投資とは、①カルスターズが、非上場企業等に投資する外部の PE ファンドに資産を配分し、かつ、同企業等に対しても直接投資する、あるいは、②カルスターズと外部の PE ファンド等が、それぞれ同一の非上場企業等に共同で投資する運用手法である。

上記①のケースにおいては、カルスターズは当該ファンド等に投資した部分においてのみ、運用手数料を支払う。他方で、上記②のケースにおいては、カルスターズは当該ファンド等に係る運用手数料を支払うことはない。足元、カルスターズは、上記②のタイプの共同投資に積極的に取り組んでいる。カルスターズのプライベート・アセット投資額のうち、上記②のタイプの共同投資額の割合は、2019 年の約 5%から 2021 年には約 20%へと拡大している。

図表 4　外部運用会社等との協力関係の構築

手法	概要
SMA （Separately Managed Account）	カルスターズのみが投資家となる専用ファンドを指す。SMA に大規模な投資を行うことを通じて、カルスターズとして運用手数料等の引き下げを要求することができる。
共同投資	①カルスターズと外部の PE ファンド等が、それぞれ同一の非上場企業等に投資する、あるいは、②カルスターズが、非上場企業等に投資する PE ファンドに投資し、かつ、同企業等に投資する運用手法。これによりカルスターズは、当該ファンドの運用会社に支払う運用手数料を抑制できる。
ジョイント・ベンチャー	カルスターズと外部の PE ファーム等の投資家が提携し、共同でファンド等を設定することで、同ファンドが非上場企業等に投資する手法。これによりカルスターズは、外部の PE ファームに支払う運用手数料を抑制できる。
マイノリティ・オーナーシップ	カルスターズが非上場企業等に直接投資し、少数株主になる手法。
オペレーティング・カンパニー	カルスターズが非上場企業等に直接投資し、大株主になる手法。

（出所）カルスターズ投資委員会提出資料より野村資本市場研究所作成

このように、カルスターズのコラボラティブ・モデルとは、リターンの向上を図るべく、カルスターズ内でノウハウやリソースを蓄積しているパブリック・アセットについてはインハウス運用を行い、外部の知見を必要とするプライベート・アセットについては共同投資等を行うことを指す。

なお、共同投資は、PE ファームにとっても便益をもたらし得る。例えば、PE ファームが、自身が運用するファンドの投資可能額を上回るような大型案件を発掘した場合、カルスターズ等のアセットオーナーと共同投資することで、案件を執行することができる。

２．リターン向上に寄与するコラボラティブ・モデル

カルスターズによると、コラボラティブ・モデルは、リターンの向上に寄与している。実際、2022 年のリターンは、コラボラティブ・モデルを実施しなかった場合と比べて約 0.13％向上したという。特に、カルスターズの PE 投資におけるリターン向上は顕著であった。2022 年の PE 投資のリターンは、コラボラティブ・モデルを実施しなかった場合と比べて約 0.33％向上したという。その要因の一つに、特に PE 投資については、外部運用に伴う運用手数料を削減したことが挙げられる。

カルスターズによると、コラボラティブ・モデルの実施を通じて削減できた外部運用に伴う運用手数料（以下、コラボラティブ・モデル・セービング額）は、2017 年には約 3 億ドルであったが、2022 年には約 9 億ドルと約 3 倍になっており、過去 6 年間におけるコラボラティブ・モデル・セービング額は累計で約 16 億ドル（信託報酬は約 12 億ドル、成功報酬は約 4 億ドル）となっているという。

コラボラティブ・モデル・セービング額を投資手法別でみると、共同投資の寄与が顕著である。共同投資のコラボラティブ・モデル・セービング額は、2017 年は約 3,200 万ドル（同年のコラボラティブ・モデル・セービング額の約 24％）であったが、2022 年には約 2 億 4,600 万ドル（同約 58％）と約 8 倍になっている（図表 5）。また、コラボラティブ・モデル・セービング額を投資対象資産・運用戦略別でみると、PE 投資の寄与が目立っている。PE 投資のコラボラティブ・モデル・セービング額は、2018 年は約 4,700 万ドル（同年のコラボラティブ・モデル・セービング額の約 31％）であったが、2022 年には約 1 億 8,600 万ドル（同年約 43％）と約 4 倍になっている（図表 6）。

以上を踏まえると、カルスターズは、パブリック・アセットへの投資エクスポージャーを削減する一方、プライベート・アセットへの投資エクスポージャーを増加させており、その中で PE 投資において共同投資等を推進することで、リターンの向上を図っていると言える。

図表 5　コラボラティブ・モデル・セービング額（投資手法別）

単位：100 万ドル

	共同投資	SMA	ジョイント・ベンチャー	インハウス運用	その他	合計
2017 年	32	27	15	61	0	134
2018 年	55	18	19	58	0	151
2019 年	69	25	27	66	1	187
2020 年	178	32	26	72	2	309
2021 年	222	41	84	88	3	437
2022 年	246	41	50	88	3	428

（出所）カルスターズ投資委員会提出資料より野村資本市場研究所作成

図表 6　コラボラティブ・モデル・セービング額（投資対象資産・運用戦略別）

単位：100 万ドル

	PE	不動産	債券	インフレ・センシティブ戦略	上場株式	イノベーティブ戦略	その他	合計
2018 年	47	35	53	10	6	0	0	151
2019 年	51	50	57	20	9	0	1	187
2020 年	158	64	62	13	9	0	2	309
2021 年	188	80	59	74	21	4	10	437
2022 年	186	87	59	54	21	12	9	428

（出所）カルスターズ投資委員会提出資料より野村資本市場研究所作成

３．コラボラティブ・モデルの導入プロセス

１）よりコスト効率の高いプライベート・アセット投資手法の模索

カルスターズによるコラボラティブ・モデル導入の歴史は、2018 年頃に遡る。当時のエイルマン CIO は、カルスターズの資産運用総額に占めるプライベート・アセットの割合を増加させていたが、PE ファームが生み出す付加価値に比べて、その運用手数料が高過ぎるという問題意識を有していた[9]。この問題に対応すべく、エイルマン CIO は、スタンフォード大学のアシュビー・モンク教授と協議を開始した。モンク教授は、20 年以上にわたって、アセットオーナーの運用戦略に関する研究を行ってきた研究者である。

一般的に、PE ファームは、ゼネラル・パートナー（以下、GP）としてファンドの運営事業を担い、カルスターズ等のアセットオーナーは、リミテッド・パートナー（以下、LP）として同ファンドに出資する。その際、アセットオーナーは、ファンド運営事業を通じた付加価値の創出に関与することはできない。

他方で、モンク教授によると、カルスターズのように、長年に亘って良好なリターンを創出し、経験豊富な投資スタッフを有するアセットオーナーについては、LP としてファンドに出資するだけではなく、GP を担う PE ファームと共同でファンド運営事業を行い、更なる付加価値を創出することが可能であるという。カルスターズのコ

[9] McKinsey & Company, “How institutional investors can gain a performance edge,” April 10, 2024.

ラボラティブ・モデルは、モンク教授の上記ロジックに基づくものであり、GP と LP の関係性を見直すことで、よりコスト効率の高いプライベート・アセット投資が可能になるというコンセプトと言える。

エイルマン CIO は 2018 年に、モンク教授をカルスターズの投資委員会に招聘し、協議を行った上で、コストの最小化や「合理的な年金運用の実現」等のカルスターズの運用目的（前掲図表 2）と同教授の上記ロジックは一致していると判断し、コラボラティブ・モデルという名称を付与し、同モデルの導入を決定した。

２）最適なグローバル・パートナー

エイルマン CIO は 2018 年以降、コラボラティブ・モデルの導入プロジェクトを推進した。例えば、カルスターズの投資部門における PE 投資担当者の人数を 2018 年の 18 人から 2022 年には 35 人に増加させた他、共同投資専門のスタッフの配置を行った。また、カルスターズのリターンの要因分析等に活用しているシステムをアップグレードし、投資先のリスク分析等を行う体制を増強した。

その上で、エイルマン CIO は 2019 年に、今後 4 年間のカルスターズの戦略プランを公表し、「最適なグローバル・パートナー（Global Partner of Choice）」というスローガンの下、コラボラティブ・モデルの導入に係るコミットメントを対外的に明らかにした。このスローガンには、優良な PE ファームから共同投資等のパートナーとして選ばれる存在になるという意味が込められている。

なお、カルスターズは、1987 年からパブリック・アセットのインハウス運用を行い、1996 年から PE への共同投資を行っていた。つまり、カルスターズは長年に亘って、実態としてコラボラティブ・モデルを一部行ってきたともいえるが、同モデルを公式に運用戦略の中核に据えたのは、戦略プランを公表した 2019 年頃である。

３）コラボラティブ・モデルの 3 段階の導入フェーズ

カルスターズは 2021 年に、コラボラティブ・モデルの導入フェーズを示した。この導入フェーズは、第一フェーズ（以下、コラボラティブ・モデル 1.0）、第二フェーズ（以下、コラボラティブ・モデル 2.0）、第三フェーズ（以下、コラボラティブ・モデル 3.0）という 3 段階に大別されている。

コラボラティブ・モデル 1.0 は、パブリック・アセットのインハウス運用を行い、プライベート・アセットの共同投資等を開始するフェーズであり、コラボラティブ・モデル 2.0 はプライベート・アセットの共同投資等を本格的に推進するフェーズである。コラボラティブ・モデル 3.0 は、マイノリティ・オーナー、ジョイント・ベンチャー、オペレーティング・カンパニー等を本格的に推進するフェーズと位置づけられている。このように、コラボラティブ・モデルの導入フェーズは、内部リソースの負荷の程度と投資手法の複雑性に応じて分類されている。

カルスターズによると、2021 年以降、組織全体としてはコラボラティブ・モデル

2.0 を推進している段階にあるという[10]。今後、カルスターズは、コラボラティブ・モデル 3.0 への移行に向けて、マイノリティ・オーナー、ジョイント・ベンチャー、オペレーティング・カンパニー等を本格的に推進することを通じて、リターンの向上に、より一層、積極的に取り組む方針である。

Ⅳ 日本の公的年金及び共済年金の資産運用戦略への示唆

１．公的年金・共済のモデルポートフォリオと基本ポートフォリオ

日本の公的年金及び共済は、厚生年金保険法に基づき、共通の枠組みの下、積立金の運用を行っている。具体的には、①年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）、②国家公務員共済年金連合会（以下、KKR）、③地方公務員共済組合連合会（以下、地共連）、④日本私立学校振興・共済事業団（以下、私学共済）は、モデルポートフォリオに従って、積立金の運用を行う。

モデルポートフォリオとは、GPIF、KKR、地共連、私学共済（以下、管理運用主体）の積立金については、共通財源として一元的に管理及び運用を行う必要があるという考えに基づき、主務大臣[11]による積立金全体の運用状況の評価等を踏まえ、管理運用主体が共同して策定するアセット・アロケーションである。令和 2 年 4 月以降のモデルポートフォリオは、国内債券が 25%、国内株式が 25%、外国債券が 25%、外国株式が 25%という構成になっている。

他方で、管理運用主体は、モデルポートフォリオを参考に、独自の基本ポートフォリオを策定し、それぞれが積立金の運用を行っている。管理運用主体の基本ポートフォリオを比較すると、資産配分比率は共通しているが、各アセットクラスの乖離許容幅は異なっており（図表 7）、ここで自主性及び創意工夫を発揮することができる。

管理運用主体は、オルタナティブ投資についても、独自の投資アプローチを採用している。図表 7 が示す通り、基本ポートフォリオにおいて、オルタナティブ資産の配分比率は示されていないが、管理運用主体は、リスク・リターン等の特性に応じて、オルタナティブ資産を基本ポートフォリオの各構成資産のいずれかに含めることが容認されている。例えば、KKR は、オルタナティブ資産である私募 REIT 及びバンクローンについて、前者は国内債券、後者は外国債券に分類している。

その上で、オルタナティブ資産への投資上限については、GPIF、地共連、私学共済は積立金全体の 5%、KKR は積立金全体の 1%としている。なお、GPIF は、2014 年にオルタナティブ資産への投資を開始し、同資産投資額は 2019 年 3 月末の約 4,327 億円から 2023 年 3 月末には約 2 兆 8,345 億円と過去 5 年間で約 6.5 倍となっている（図表 8）。

[10] コラボラティブ・モデルの導入フェーズは便宜的なものであり、同モデルの導入フェーズの実施期間等を明確に定めているわけではない（Calstrs, “Overview of Private Equity Collaborative Model (1.0, 2.0, and Beyond,)” January 27, 2022）。

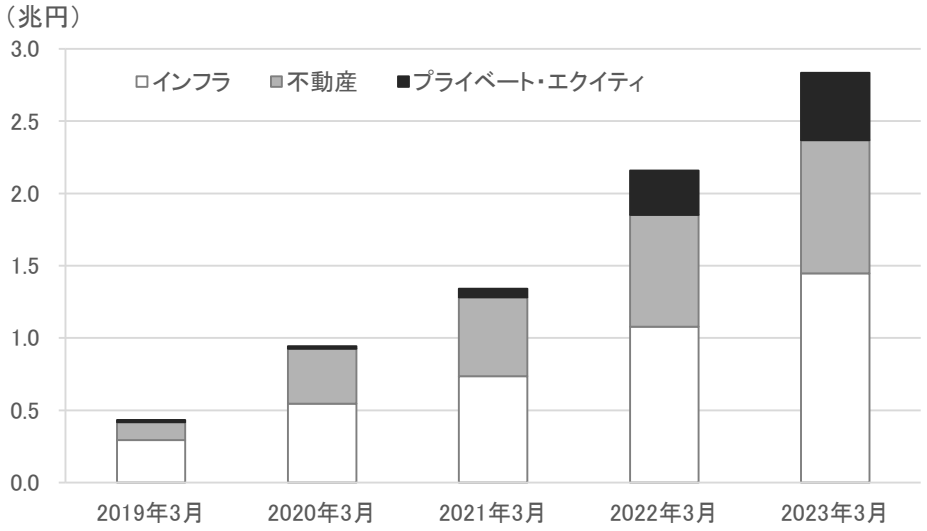
[11] 厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣、文部科学大臣である。

図表 7　管理運用主体の基本ポートフォリオ

	資産配分比率	乖離許容幅				
	管理運用主体	GPIF		KKR	地共連	私学共済
国内債券	25%	±7%	±11%	±15%	±10%	±10%
外国債券	25%	±6%		±15%	±9%	±6%
国内株式	25%	±8%	±11%	±25%	±12%	±8%
外国株式	25%	±7%		±25%	±11%	±7%

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 8　GPIF によるオルタナティブ資産への投資額



（出所）GPIF 業務概況書より野村資本市場研究所作成

２．多様な運用戦略の追求

コラボラティブ・モデルをはじめとするカルスターズの取り組みは、日本の公的年金及び共済年金の資産運用戦略にとって示唆に富むものといえる。

日本の公的年金及び共済年金の運用資産総額は、GPIF が約 225 兆円、KKR が約 10 兆円[12]、地共連が約 32 兆円、私学共済が約 4.9 兆円となっている（2023 年度第 3 四半期末時点）。日本の公的年金及び共済年金は、基本ポートフォリオにおける乖離許容幅やオルタナティブ資産への投資比率については、自主性及び創意工夫を発揮しているが、運用資産総額が大きく異なっていることを踏まえれば、それぞれの規模に応じた最適な運用戦略を模索しても良いのではないだろうか。すなわち、投資対象資産の多様化だけではなく、インハウス運用及び外部運用の最適な資産配分の策定や、共同投資の実施など多様な運用戦略を追求し、資産運用の高度化を図ることも検討に値しよう。

資産運用立国実現プランによると、日本において、成長と分配の好循環の実現のために

[12] KKR の経過的長期給付積立金の運用資産総額については、令和 4 年度以降公表されていないため、本稿における運用資産総額の数値に含まれていない。

は、アセットオーナーを含む資産運用業が国民から信頼される存在になるとともに、運用力の向上が不可欠であるという[13]。公的年金及び共済年金は、日本における代表的なアセットオーナーである。今後、アセットオーナー・プリンシプルが最終化された後、日本の公的年金及び共済年金が、カルスターズのように多様な運用戦略を追求し、企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらすのか、注目に値する。

[13] 内閣官房、新しい資本主義実現会議資産運用立国分科会「資産運用立国実現プラン」2023 年 12 月 13 日。