

「機関投資家化」が期待されるわが国の非営利団体

2002年4月からのペイオフ導入まで1年を切る中で、大学や財団といった大口資金運用を行う非営利団体の間で資産運用を見直す動きが活発化している。本稿は、そうした状況を踏まえ、わが国の非営利団体による資金運用のあり方が米国型に変化していくことのインパクトを論じるものである。

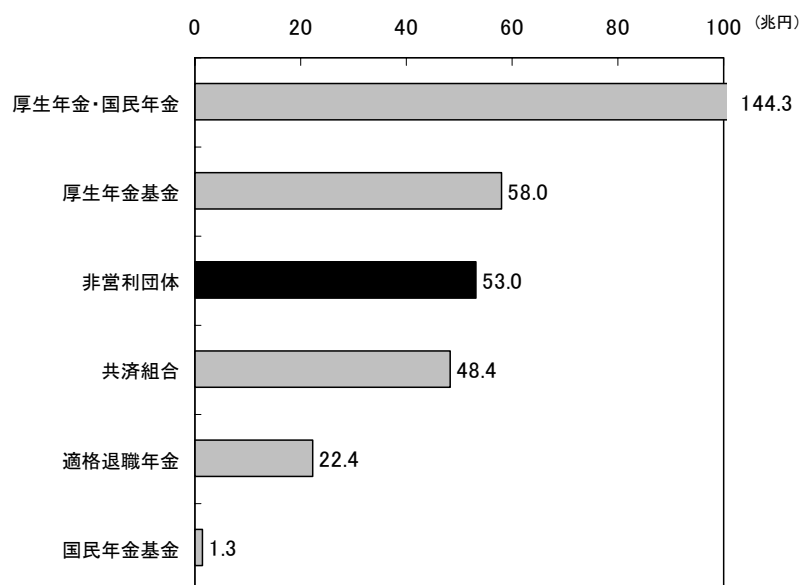
1. わが国における非営利団体の資産運用

わが国では、2002年4月からのペイオフ導入まで1年を切る中で、大学や財団といった大口資金運用を行う非営利団体ⁱの間で資産運用を見直す動きが活発化している。

非営利団体の資産運用実態の詳細は不明であるが、日本銀行の「資金循環勘定」によれば2001年3月末時点で金融資産残高が53兆円程度あり、厚生年金基金にほぼ匹敵する資産規模である（図表1）ⁱⁱ。

図表1 年金・非営利団体の金融資産残高

(2001年3月末、速報値ベース)



(注) 非営利団体には大学や財団、社会福祉法人や宗教法人などが含まれる。

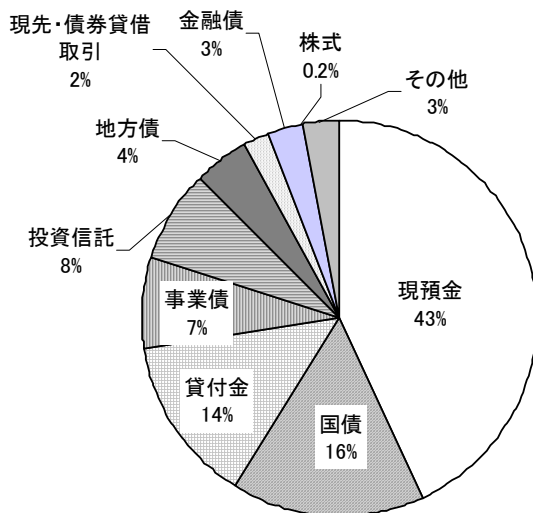
公的年金と共済組合、国民年金基金は2000年3月末時点の数値。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」等より野村総合研究所作成

また、運用資産の内訳を同じ日銀統計で見ると現預金が43%、国債が16%などとなり、同じ大口資金運用主体である年金基金が株式を中心に運用しているのに比べると預貯金への依存が目立つ（図表2）。

図表2 わが国非営利団体の資産構成

(2001年3月末、速報値ベース)



(出所) 日本銀行「資金循環勘定」より野村総合研究所作成

2. 「機関投資家」と認識される米国の非営利団体

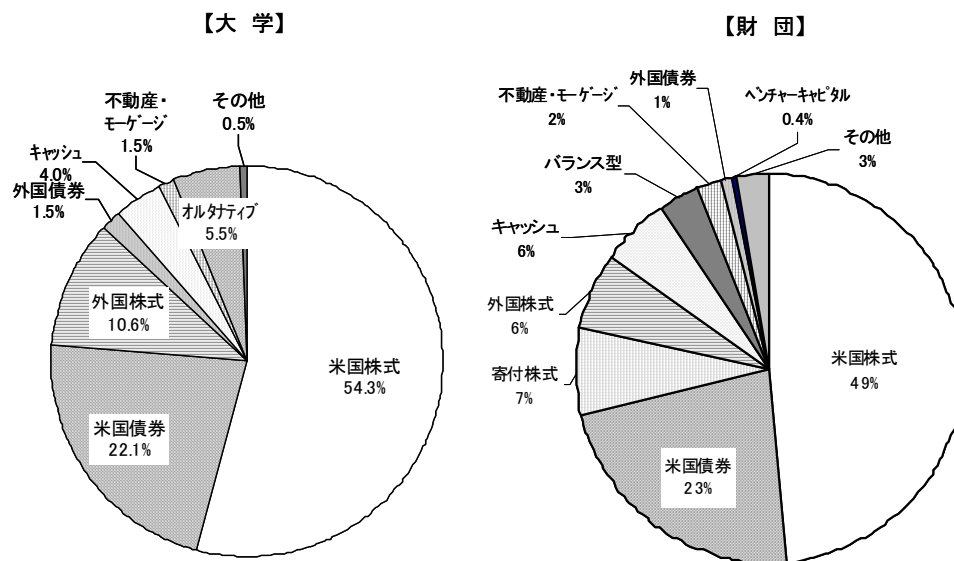
一方、米国では非営利団体、特に大学・財団は年金基金と並び「機関投資家」の一つとして認識されている。アンケート調査を基に米国の大学・財団の資産構成をみると、ともに米国株式が5割、米国債券が2割、外国株式・債券が1割弱と株式中心の姿であり、年金基金の運用資産構成に非常に似通っている（図表3）。むしろ、大学についてはオルタナティブなどハイリスク・ハイリターンの商品を年金よりも積極的に組み入れているほどである。

こうした株式中心の中長期運用を行う背景には、「資産運用が大学・財団本体の運営を永きにわたって支えていく」という位置づけが明確にされていることがある。また、年金基金よりもハイリスク・ハイリターンのアセットクラスへの投資に積極的な理由として、年金基金のように年金給付に必要なキャッシュを確保するために一定割合を債券で保有する必要がないなど運用上の制約がより少ないという点が指摘されることもある。

米国の大学も、1950～60年代は債券を中心とした運用だったといわれる。ところが、債

券の利回りが上昇したため十分に運用収益があがらず、大学は深刻な財政状況に直面することとなった。そこで、米国のトップ財団の一つであるフォード財団は当時の大学の資産運用の実態を分析した上で、『教育機関における寄付基金の運用』(Managing Educational Endowments)と題するレポート(「バーカーレポート」)を1969年に出版した。同レポートは「資産運用を大学経営の根幹に据え、株式を組み込んだ運用をすべきである」等の提言を行い、その後大学や財団が機関投資家化していくうえで非常に大きな影響を及ぼしたといわれているⁱⁱⁱ。

図表3 米国の大学・財団の運用資産構成



(注) 大学は99年6月末時点、441の公・私立大学が対象。財団は96年末時点、382のプライベート・ファンデーションの平均資産構成。

(出所) NACUBO, 1999 NACUBO Endowment Study, 2000 及び Council on Foundations, Foundation Management Series(Ninth Edition), 1998 より野村総合研究所作成

3. わが国非営利団体が「機関投資家化」することのインパクト

以上の米国の姿を参考に、わが国の非営利団体が、10 年後に米国並みの機関投資家運用を実現し、かつ資産残高合計が毎年 4.7% 程度伸びるものと想定すると、2010 年度末の資産残高は 83.7 兆円に達し、株式市場に 10 年間で計 53 兆円程度の純資金流入が生じるものと推計される（図表 4）^{iv}。

図表 4 わが国非営利団体が 2010 年度末に米国並みの運用形態に移行すると想定した場合の資産構成

(単位:兆円)

(年度末)	2000	2010	増減
資産合計	53.0	83.7	30.7
株式	1.3	53.9	52.7
債券	19.8	20.3	0.5
オルタナティブ	0.0	2.5	2.5
現預金等	31.9	6.9	▲ 25.0

(注)試算にあたっての主要な前提は以下の通り。

1. 資産残高合計は 4.7%（過去 10 年間のわが国年金基金と家計部門の資産残高の伸びの平均）で増加。
2. 2010 年度末時点で米国の大学と財団並みの平均資産構成（株式 64.5%、債券 24.3%、オルタナティブ 3.0%、現預金等その他資産 8.3%）を実現。

(出所)野村総合研究所

では、わが国の非営利団体が近い将来米国並みに「機関投資家」として株式中心の運用を行うようになるという想定はどの程度現実的だろうか。この点を考える上では、ペイオフ解禁が迫っているという事情に加え、資産運用の見直しにつながる可能性のある環境変化が生じていることを見逃してはなるまい。

まず大学については、現状では、資産運用に関する規制が事実上存在しないといわれている。ハイリスク・ハイリターンのアセットクラスを既に組み入れている大学がある一方で預貯金が大半のままのところなど、現時点では運用への取り組みに関して大学間でかなりの「温度差」が存在する模様である。しかし、大学は急速な少子化に伴う入学者数の減少に直面しており、寄付金の増大や事業の拡大とあわせて運用収益の向上などで授業料等の落ち込みをカバーしていく必要に迫られている。このため、中長期的に運用対象の見直しは不可避であろう。

一方、財団の資産運用は「公益法人の設立許可及び指導監督基準」（96 年 9 月 20 日閣議決定）及び「運用指針」（96 年関係閣僚会議幹事会申し合わせ）に規定されており、基本財産の株式運用が認められていない。現在の金利水準と財団において資産運用が本来果た

す役割を勘案すれば、運用管理体制の整備を前提として株式運用が検討されるべきであろう。この点については公益法人協会が2001年3月に「公益法人の資産の管理運用に関する調査研究」報告書を総務省に提出、資金源の多くを資産運用に依存する「資産運用型法人」の基本財産運用について株式を含む分散投資を認めるべきなどとする資産運用の抜本的見直しを提言しており、運用規制の緩和が期待されるところである。

このようなわが国非営利団体の資産運用を巡る環境変化が、機関投資家化に向けての本格的な動きをもたらすかどうか、今後の動向が注目される。

(片山 英治)

(注)

- ⁱ 「非営利団体」には様々な定義がありうるが、ここでは広義のNPO (Non Profit Organization)、すなわち利益を関係者に分配しないような非政府組織を指す。
- ⁱⁱ 図表 1.2 の非営利団体の数字は「資金循環勘定」における「対家計民間非営利団体」の項目に基づく。具体的には①特別の法律に基づいて設立される法人（学校法人、社会福祉法人、宗教法人等）と②民法上の社団法人、財団法人のうち、家計に対する非営利性のサービスを提供する法人を指しており、企業に対して提供を行う民間ベースの組織（業界団体等）や政府によって設立され資金供給を受けている組織は含まれない。
- ⁱⁱⁱ 米国の大学における資産運用の実態と考え方について詳しくは、片山英治「米国の大学における資産運用の実態について」『資本市場クォーターリー』2001年春号を参照。