

米国における公益法人の資産運用戦略 ー美術館・博物館等による文化・アート振興ー

岡田 功太、船津 太佑

■ 要 約 ■

1. 岸田政権は 2023 年 6 月に、「経済財政運営と改革の基本方針 2023 加速する新しい資本主義～未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現～」(骨太方針 2023)において、文化芸術資源の国内外への発信強化等は経済成長に寄与するものであるとした。また、新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議は、文化・アート振興を牽引してきた公益法人の改革活動をより一層活性化させるべく、株式投資等の資産運用の促進を図る方向性を示した。
2. 米国の美術館・博物館等は、17 年以上前から資産運用に積極的に取り組んでいる。米国の著名な公益法人であるメトロポリタン美術館、スミソニアン機構(スミソニアン博物館)、ニューヨーク公共図書館、トリニティ・ウォール街教会は、伝統的資産やオルタナティブ・ファンドに分散投資し、運用成果の一部を、文化・アート振興や文化財の有効活用に充てている。その際、依拠しているのが「公益団体の慎重なファンド管理に関する統一州法(UPMIFA)」である。
3. 今後、日本の美術館・博物館等は、日本のソフトパワーの源泉ともいえる文化資源やアート作品をより一層拡充するために、財政的資源を確保すべく、資産運用を積極的に行っていく必要があるだろう。日本においても、UPMIFA のような制度を整備することで、美術館・博物館等による分散投資の促進を通じて、資産運用の活発化を図ることができるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太・船津太佑「米国における財団の投資戦略及び助成活動」『野村資本市場クォーターリー』2023 年春号。
- ・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ーリー』2023 年夏号。
- ・竹下智「クリエイティブ・エコノミーへのインパクト投資ー文化芸術団体による新たな資金調達手段ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年夏号。

I 日米の美術館・博物館等の収益構造の違い

1. 日本の美術館・博物館等が抱える財政面の課題

岸田政権は2023年6月に、「経済財政運営と改革の基本方針2023 加速する新しい資本主義～未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現～」(以下、骨太方針2023)を閣議決定し、文化芸術資源の国内外への発信強化や、国立博物館及び公文書館の機能強化を通じて、文化芸術と経済の好循環による持続的発展を図ることを示した¹。日本の文化資源やアート作品は、地方創生、観光振興、文化産業育成などに貢献する資産であり、ソフトパワーの源泉ともいえる。国際的なアートフェアの誘致や文化財の有効活用等の施策を通じて、文化・アート振興を図ることは国力向上にも資するものと期待される。

他方、日本の文化・アート振興には財政面での課題もある。例えば、日本の独立行政法人国立美術館²の収益は約116億円であるが、その内訳は、運営費交付金が約73%、補助金が約11%、展示事業等収入が約7%、寄付金が約6%、受託収入が約2%となっており、資産運用収入は得ていない(2021年度末)³。財政難の折、独立行政法人国立美術館が、文化資源やアート作品の魅力を今後も継続的に発信していき、それをより一層強化するには、交付金や補助金以外の収入を増加させる必要があるといえる⁴。

また、日本の私立美術館・博物館等の施設運営者は、地方公共団体、公益法人、会社等に大別されるが、公益法人の総資産約31兆円の大半は預貯金あるいは債券となっている。このように、日本の美術館・博物館等は、魅力的なコンテンツの拡充に充てるべく、資産運用で積極的に収益を獲得していくという状況にはない。

そうした中、新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議は2023年6月に、文化・アート振興を牽引してきた公益法人の活動をより一層活性化させるために、公益法人制度全般の抜本的な改革を行うとした⁵。その施策の一つとして、公益法人による株式投資等の資産運用を促進させるべく、制度整備を行うことが示された。今後、日本の美術館・博物館等が資産運用を活発化させ、資産運用収入を得ることで、より魅力的なコンテンツの拡充に取り組みやすくなる可能性がある。

¹ 首相官邸「経済財政運営と改革の基本方針2023 加速する新しい資本主義～未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現～(骨太方針2023)」2023年6月16日。

² 東京国立近代美術館、京都国立近代美術館、国立映画アーカイブ、国立西洋美術館、国立国際美術館、国立新美術館の6施設を管理・運営する。

³ 独立行政法人国立美術館第21期事業年度(令和3年度)決算報告書を参照。

⁴ 詳細は、川原竜馬・楠原雅人「日本の美術館・博物館の発展に向けて」『ファイナンス』令和4年3月号。

⁵ 新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議「新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議 最終報告」2023年6月2日。

2. 資産運用収入を重要な収益源とする米国の公益法人

翻って米国においては、美術館及び博物館等の公益法人が、文化・アート振興や文化財の有効活用に必要な財政的資源を確保するために、少なくとも 17 年ほど前から資産運用に取り組み、十分に分散されたポートフォリオを構築している⁶。

米国の公益法人は、宗教、教育、学術、文学、公共安全、貧困・障害・被差別への支援などの公共目的事業を行っている場合、内国歳入法第 501 条(c)号(3)項に基づいて、公益性が認められ、寄付金控除の対象となる。このような公益法人は、501(c)(3)団体と呼称されている。501(c)(3)団体には、大学、財団、美術館、博物館、図書館、教会等が分類されており、同団体数は 148 万超となっている（2022 年度末時点）。

501(c)(3)団体は、自身が有する資産の運用を積極的に行っている。内国歳入庁によると、2019 年度末時点の 501(c)(3)団体の運用資産総額は約 2.5 兆ドルとなっており、総資産約 4.7 兆ドルの約 52%を占めていたという（図表 1）。つまり、アセットオーナーとして著名な大学や財団だけではなく、美術館、博物館、図書館、教会等も資産運用を行っていることが見て取れる⁷。

現に、大規模な美術館・博物館等は投資部門を擁しており、資産運用の専門人材を最高投資責任者（以下、CIO）として登用している。例えば、ニューヨーク近代美術館投資部門の CIO はルー・フェルナンデス氏であり、カーネギー・ホール⁸投資部門の CIO はキム・リュウ氏である。フェルナンデス氏はニューヨーク大学投資部門の CIO を務めていた

図表 1 501(c)(3)団体の資産の内訳（10 億ドル）

資産の内訳	資産規模				
	合計	10 億ドル未満	10 億ドル以上 100 億ドル未満	100 億ドル以上 500 億ドル未満	500 億ドル以上
投資資産	2,481	11	82	162	2,226
土地・建物	1,213	10	86	145	972
売掛金	209	1	10	20	178
現金同等物	176	13	33	37	94
寄付	98	1	10	14	73
棚卸資産	27	0	2	2	22
無形資産	25	0	1	2	22
その他	514	1	18	42	453
合計	4,744	39	241	425	4,039

（出所）内国歳入庁より野村資本市場研究所作成

⁶ 2006 年に採択された「公益団体の慎重なファンド管理に関する統一州法（UPMIFA）」は、美術館及び博物館等の公益法人に分散投資等を義務付けている。

⁷ 米国における大学及び財団の資産運用については、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ーリー』2023 年夏号、同「米国における財団の投資戦略及び助成活動」『野村資本市場クォーターリー』2023 年春号を参照。

⁸ カーネギー・ホールの運営主体の正式名は、The Carnegie Hall Corporation である。

経歴を有し、リュウ氏はコロンビア・インベストメント・マネジメント・カンパニー⁹の最高経営責任者（以下、CEO）を務めていた経歴を有する。また、大規模な美術館・博物館等の投資部門は、株式や債券等の伝統的資産だけではなく、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE ファンド）、ベンチャー・キャピタル・ファンド（以下、VC ファンド）などのオルタナティブ・ファンドにも分散投資し、文化・アート振興や文化財の有効活用に必要な財政的資源を確保している。

Ⅱ 米国の美術館・博物館・図書館・教会の資産運用戦略

米国の著名な公益法人として、米国最大級の入場者数を誇る私立美術館であるメトロポリタン美術館、米国を代表する国立の複合博物館教育研究機関であるスミソニアン機構（スミソニアン博物館）、公共図書館としては世界最大級の蔵書・所蔵物を保有するニューヨーク公共図書館、300 年超の歴史を有するトリニティ・ウォール街教会がある。以下では、これら公益法人の運用体制や資産運用戦略について紹介する。

1. 米国最大級の入場者数を誇るメトロポリタン美術館

1) PE ファンド投資を積極的に行うメトロポリタン美術館

メトロポリタン美術館は 1987 年に創業した私立美術館であり、絵画・彫刻・写真・工芸品・家具・楽器・装飾品など約 300 万点の美術品を所蔵している。また、メットガラと呼称されているファッション展覧会及び資金調達イベントを開催しており、ファッションの発信地としても知られている。メトロポリタン美術館の 2022 年度の収入は約 3.5 億ドルであったが、寄付金が約 30%、資産運用収入が約 29%を占めていた¹⁰。つまり、メトロポリタン美術館は、メットガラなどのイベントを開催することで寄付金を募り、寄付金を含む資産を運用することで運営されている。

メトロポリタン美術館の運用資産総額は、2018 年度の約 37 億ドルから 2022 年度には約 47 億ドルと過去 5 年間で約 1.3 倍となっている（図表 2）。メトロポリタン美術館投資部門の運用資産総額のうち、同部門自身による個別銘柄への直接投資（以下、インハウス運用）の割合は約 29%、外部運用会社のファンドへの投資額（以下、外部運用）の割合は約 71%であり、オルタナティブ投資については全て外部運用である。

メトロポリタン美術館投資部門は広範なアセットクラスに投資しているが、特に PE ファンドに積極的に投資している。同投資部門の PE ファンドへの投資額は、2018 年度の約 4.7 億ドル（運用資産総額の約 13%）から 2022 年度には約 12.4 億ドル（同約 26%）と約 2.6 倍になっている。他方、メトロポリタン美術館投資部門の株式への

⁹ コロンビア・インベストメント・マネジメント・カンパニーとは、コロンビア大学の資産を運用する同大学の子会社である。

¹⁰ メトロポリタン美術館の 2022 年度の収入内訳は、寄付金が約 30%、資産運用収入が約 29%、入場料・メンバーシップが約 17%、グッズ販売が約 13%、ニューヨーク市の助成金が約 7%、その他が約 5%であった。

図表 2 メトロポリタン美術館の投資対象内訳（100 万ドル）

投資対象 資産・ファンド	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2022 年度の 運用資産総額 に占める割合
株式	1,215	1,362	1,299	1,740	1,370	29%
PE ファンド	474	557	729	1,121	1,239	26%
ヘッジファンド	782	732	758	859	792	17%
リアルアセット	466	457	414	472	575	12%
現金同等物	463	464	262	489	457	10%
ファンド・オブ・ ヘッジファンズ	188	166	146	124	126	3%
債券	141	112	249	151	148	3%
運用資産総額	3,729	3,851	3,856	4,958	4,708	100%

（注） 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

（出所）メトロポリタン美術館の決算報告書より野村資本市場研究所作成

投資額は、2018年度の約12億ドルから2022年度には約14億ドルと増加しているが、運用資産総額に占める割合は2018年度の約33%から2022年度には約29%と減少している。

2）メトロポリタン美術館の運用ガバナンス体制

メトロポリタン美術館は、同館長兼 CEO のダニエル・ウェイス氏、ニューヨーク市長のエリック・アダムス氏等の政府高官、市民など40人超から成る理事会（Board of Trustees）によって運営されており、キャンディス・バイネッケ氏とハミルトン・ジェームズ氏が共同理事長を務めている。バイネッケ氏は、ヒューズ・ハバード&リード法律事務所のシニア・パートナーであり、ジェームズ氏はブラックストーンの前社長である。

メトロポリタン美術館の理事会は、美術品取得委員会、建造物開発委員会、人事委員会、法務委員会、投資委員会など理事会メンバーから成る複数の委員会を運営しているが、投資委員会は、チルトン・インベストメンツ¹¹創業者のリチャード・ロックウッド・チルトン氏、ツーシグマ・インベストメント¹²のプライベート投資事業の責任者であるトミルソン・ヒル氏など5人から成り、委員長はチルトン氏である。メトロポリタン美術館の投資委員会は、投資部門が同館の経営方針に沿って資産を運用しているのか等をモニタリングしている。

メトロポリタン美術館投資部門のCIOは、ローレン・メザーブ氏である。メザーブ氏は、イェール大学投資部門及びアンドリュース・メロン財団において運用業務に従事した後、2002年からメトロポリタン美術館投資部門に勤務し、2014年に同部門CIOに就任した。なお、メザーブCIOは、メトロポリタン美術館の投資委員会に参加し、5人の委員に対して資産運用の状況報告を行っている。

¹¹ 株式ロング・ショート戦略を主体とするヘッジファンドである。

¹² クオンツ運用戦略を主体とするヘッジファンドである。

2. 博物館・教育研究機関として著名なスミソニアン機構

1) VC ファンド投資を積極的に行うスミソニアン機構

スミソニアン機構は 1846 年に、英国の科学者ジェームズ・スミソン氏の遺産をもとに設立された国立機関である。一般的に、スミソニアン機構が運営する美術館や博物館は、スミソニアン博物館と呼称されているが、実際には、同機構は 21 の美術館・博物館・動物園と 9 つの研究所を運営している。つまり、スミソニアン機構は、科学、産業、技術、芸術、自然史の博物館群・教育研究機関であり、多額の寄付金を受け入れていることで教育や研究活動に取り組んでいる。例えば、アマゾン・ドット・コム創業者であるジェフ・ベゾス氏は 2021 年に、スミソニアン機構が運営する航空宇宙博物館に約 2 億ドルの寄付をした¹³。この寄付は、航空宇宙に関する教育研究等の新興を目的としたものであるという。

スミソニアン機構の 2022 年度の収入は約 15 億ドルであったが、寄付金が約 21%、資産運用収入が約 9%を占めていた¹⁴。つまり、スミソニアン機構は、教育研究の振興のための寄付金を募り、寄付金を含む資産を運用することで運営されていると言える。スミソニアン機構の運用資産総額は、2018 年度の約 16 億ドルから 2022 年度には約 23 億ドルと過去 5 年間で約 1.4 倍となっており、運用資産総額の約 14%はインハウス運用、約 86%は外部運用となっている。

スミソニアン機構投資部門の資産運用で目立つのは、VC ファンドへの積極的な投資である。同部門による VC ファンドへの投資額は、2018 年度の約 3.3 億ドル（運用資産総額の約 20%）から 2022 年度には約 7.9 億ドル（同約 34%）と約 2.4 倍になっている（図表 3）。他方、スミソニアン機構投資部門の株式への投資額は、2018 年度

図表 3 スミソニアン機構の投資対象内訳（100 万ドル）

投資対象 資産・ファンド	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2022 年度の 運用資産総額 に占める割合
VC ファンド	327	421	552	937	786	34%
株式	462	428	467	599	449	19%
ヘッジファンド	310	274	355	357	339	15%
現金同等物	17	103	133	111	233	10%
PE ファンド	150	159	186	225	196	8%
不動産ファンド	141	135	136	183	179	8%
コモディティ	142	111	87	92	83	4%
先物	0	0	0	6	41	2%
債券	95	83	22	23	18	1%
運用資産総額	1,643	1,713	1,938	2,533	2,323	100%

（注） 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

（出所） スミソニアン機構の決算報告書より野村資本市場研究所作成

¹³ 近年のジェフ・ベゾス氏の取り組みについては、岡田功太・船津太佑「多様な投資戦略を採用する米国ファミリー・オフィスーオルタナティブ投資及びインパクト投資の活性化ー」『野村資本市場クォーターリー』2023 年冬号を参照。

¹⁴ スミソニアン機構の 2022 年度の収入は、連邦政府の補助金が約 53%、寄付金が約 21%、資産運用収入が約 9%、事業活動収入が約 9%、その他が約 8%であった。

の約 4.6 億ドルから 2022 年度には約 4.5 億ドルとほぼ横ばいであるが、運用資産総額に占める割合は 2018 年度の約 28%から 2022 年度には約 19%と減少している。

2) スミソニアン機構の運用ガバナンス体制

スミソニアン機構の運営上の最高機関は、最高裁判所長官、副大統領、連邦議会上院議員 3 人、連邦議会下院議員 3 人、市民 9 人の 17 人から成る理事会（Board of Regents）である。現在の理事長は、ジョン・ロバーツ最高裁判所長官である。スミソニアン機構理事会は、経営委員会、報酬・人事委員会、投資委員会、財務委員会、ガバナンス・指名委員会、戦略・イノベーション・テクノロジー委員会等の委員会メンバーを選定したり、スミソニアン機構の業務執行に関する意思決定を行ったりしている。

スミソニアン機構の投資委員会は、ホール・キャピタル・パートナーズ¹⁵創業者のキャサリン・ホール氏、連邦準備制度理事会の元副議長であるロジャー・ファーガソン氏、カーライル共同創業者のデビッド・ルーベンスタイン氏など 5 人から成り、ホール氏が委員長、ファーガソン氏が副委員長である。投資委員会は、スミソニアン機構投資部門の運用戦略や運用方針が、同機構の経営方針から逸脱していないか等のモニタリングをしている。

スミソニアン機構理事会は、同機構の長官の任命も行っている。現在のスミソニアン機構長官であるロニー・バンチ氏は、同機構の業務部門、教育部門、ミュージアム・文化部門、科学・研究部門などを率いており、業務部門の下に投資部門は所属している。投資部門の CIO であるエイミー・チャン氏は、ドリス・デューク・チャリタブル財団やオーバリン大学において資産運用業に従事し、2016 年にスミソニアン機構投資部門の CIO に就任した。なお、チャン CIO は、スミソニアン機構投資委員会に参加し、5 人の委員に対して資産運用の状況報告を行っている。

3. コミュニティ・ハブ機能を有するニューヨーク公共図書館

1) ヘッジファンド投資を積極的に行うニューヨーク公共図書館

ニューヨーク公共図書館¹⁶は 1895 年に設立された公共図書館であり、ニューヨーク市マンハッタン区、ブロンクス区、スタテンアイランド区に 92 の分館を有し、5,000 万点超の蔵書・収蔵物を所有している。ニューヨーク公共図書館は、蔵書・収蔵物の貸出だけではなく、ニューヨークの文化芸術に関する調査研究プログラム、移民に対する言語教育プログラム、インターネットへのアクセス、求人情報等の提供も行っており、ニューヨーク市のコミュニティ・ハブとして位置づけられている。また、ニューヨーク公共図書館は、蔵書・収蔵物をオンラインで閲覧できるようデジタル化

¹⁵ 主に財団やファミリー・オフィスの資産を運用する投資顧問会社である。

¹⁶ ニューヨーク公共図書館の運営主体の正式名は、The New York Public Library, Astor, Lenox and Tilden Foundations である。

図表 4 ニューヨーク公共図書館の投資対象内訳（100 万ドル）

投資対象 資産・ファンド	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2022 年度の 運用資産総額 に占める割合
株式	729	730	748	1,049	746	51%
ヘッジファンド	182	212	267	338	375	26%
現金同等物・先物	246	266	177	73	148	10%
PE ファンド	72	61	57	115	145	10%
不動産ファンド	38	18	22	18	20	1%
VC ファンド	2	2	0	5	19	1%
債券	43	12	2	2	2	0%
運用資産総額	1,312	1,300	1,273	1,599	1,454	100%

（注） 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

（出所） ニューヨーク公共図書館の決算報告書より野村資本市場研究所作成

を進めたり、言語教育プログラムをリモートで受講できるようにしたりしている。

ニューヨーク公共図書館の 2022 年度の収入は約 3.5 億ドルであったが、資産運用収入が約 17%、寄付が約 12%を占めていた¹⁷。つまり、ニューヨーク公共図書館は、寄付金を募り、寄付金を含む資産を運用することで運営されている。なお、ニューヨーク公共図書館は、アメリカ合衆国国家歴史登録財及び国定歴史建造物に指定されている本館等の改修を行うにあたって、ブラックストーン創業者のスティーブン・A・シュワルツマン氏から約 1 億ドルの寄付を受け入れたことでも知られている。

ニューヨーク公共図書館の運用資産総額は、2018 年度の約 13 億ドルから 2022 年度には約 15 億ドルと過去 5 年間で約 1.1 倍となっている。同館の運用資産総額の約 17% がインハウス運用、約 83%が外部運用となっており、オルタナティブ投資については全て外部運用である。アセットクラス別にみると、ヘッジファンドへの積極的な投資が目立ち、2018 年度の約 1.8 億ドル（運用資産総額の約 14%）から 2022 年度には約 3.8 億ドル（同約 26%）と約 2.1 倍になっている（図表 4）。

2）ニューヨーク公共図書館の運用ガバナンス体制

ニューヨーク公共図書館は、同館長兼社長のアンソニー・マークス氏、ニューヨーク市長のエリック・アダムス氏等の政府高官、市民など 40 人超から成る理事会（Board of Trustees）によって運営されており、アビー・ミルスタイン氏が理事長、レイモンド・マクギア氏が副理事長を務めている。ミルスタイン氏はコンスタンティン・キャンノン法律事務所の創業者であり、マクギア氏はシティグループの元副会長である。

ニューヨーク公共図書館の理事会は、経営委員会、開発委員会、人事・報酬委員会、指名委員会、投資委員会など理事会メンバーから成る複数の委員会を運営しているが、

¹⁷ ニューヨーク公共図書館の 2022 年度の収入内訳は、連邦政府・ニューヨーク州政府・ニューヨーク市政府の補助金が約 65%、資産運用収入が約 17%、寄付が約 12%、賃料が約 3%、その他が約 2%であった。

投資委員会は、デビッドソン・ケンプナー・キャピタル・マネジメント¹⁸のアンソニー・ヨセロフ CIO やスミス大学投資部門のリサ・ハウイーCIO など7人から成り、委員長はヨセロフ氏である。ニューヨーク公共図書館の投資委員会は、投資部門が同館の経営方針に沿って資産を運用しているか等のモニタリングしている。

ニューヨーク公共図書館投資部門のCIOは、ギタンジャリ・グプタ氏である。同氏は、ゴールドマン・サックス及びハーバード・マネジメント・カンパニー¹⁹に勤務し、2018年にニューヨーク公共図書館投資部門のCIOに就任した。なお、グプタCIOは、ニューヨーク公共図書館の投資委員会に参加し、7人の委員に対して資産運用の状況報告を行っている。

4. 300年超の歴史を有するトリニティ・ウォール街教会

1) オルタナティブ投資を積極的に行うトリニティ・ウォール街教会

トリニティ・ウォール街教会²⁰は 1697 年に、イングランド王ウィリアム 3 世及びニューヨーク植民地のベンジャミン・フレッチャー総督の承認を受けて、イングランド国教会が設立した教会である。トリニティ・ウォール街教会は、キリスト教徒の交流や地域社会への奉仕活動を行っているが、ニューヨーク市最大級の土地所有者としても知られている。また、現在のトリニティ・ウォール街教会は、アメリカ合衆国国家歴史登録財及び国定歴史建造物に指定されており、歴史的価値を有する文化財である。

トリニティ・ウォール街教会の2022年度の収入は約1.4億ドルであったが、その内訳は、資産運用収入が約90%、低所得者層向け住宅事業収入が約7%、寄付が約1.3%、教育活動等の収入が約1.3%、その他が約0.2%である（2022年度末時点）。なお、トリニティ・ウォール街教会の運用資産の元手は、主に不動産収益であった。

トリニティ・ウォール街教会の運用資産総額は、2017年度の約23億ドルから2021年度には約39億ドルと過去5年間で約1.7倍となっている。同教会の運用資産総額の約27%はインハウス運用、約73%は外部運用となっており、オルタナティブ投資については全て外部運用である。

トリニティ・ウォール街教会投資部門は広範なオルタナティブ資産への投資を積極的に行っている。例えば、同部門のPEファンドへの投資額は、2017年度の約900万ドル（運用資産総額の約0.4%）から2021年度には約3億ドル（同約8%）と約33倍になっている（図表5）。また、同部門のVCファンドへの投資額は、2017年度の約1,200万ドル（運用資産総額の約0.5%）から2021年度には約3.3億ドル（同約8%）と約27倍になっている。

¹⁸ 株式、クレジット、不動産等に投資するマルチストラテジーを採用するヘッジファンドである。

¹⁹ ハーバード・マネジメント・カンパニーとは、ハーバード大学の資産を運用する同大学の子会社である。

²⁰ トリニティ・ウォール街教会の運営主体の正式名は、The Rector, Church-Wardens, and Vestrymen of Trinity Church, in the city of New-York and Subsidiaries である。

図表 5 トリニティ・ウォール街教会の投資対象内訳（100万ドル）

投資対象 資産・ファンド	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2021 年度の 運用資産総額 に占める割合
株式	1,337	1,559	1,722	1,619	1,627	42%
ヘッジファンド	408	482	601	864	1,008	26%
債券	150	369	393	372	352	9%
PE ファンド	9	12	93	166	295	8%
VC ファンド	12	24	73	177	329	8%
現金同等物	341	178	128	168	244	6%
不動産ファンド	0	1	16	27	47	1%
運用資産総額	2,256	2,627	3,026	3,393	3,902	100%

（注） 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

（出所） トリニティ・ウォール街教会の決算報告書より野村資本市場研究所作成

2）トリニティ・ウォール街教会の運用ガバナンス体制

トリニティ・ウォール街教会は、同教会の最高責任者であるフィリップ・ジャクソン氏²¹を含む同教会幹部が、助成・奉仕活動等の方針を決定し、教区会（Vestry）と呼ばれている①ジャクソン氏、②教区委員 2 人、③市民 20 人が、同教会の財務や監査などの方針を決定している。なお、上記②及び③は、ジャクソン氏を含むトリニティ・ウォール街教会の幹部等が指名した者である。

トリニティ・ウォール街教会は、財務委員会、監査委員会、不動産委員会、助成委員会、報酬委員会、投資委員会など教区会から成る複数の委員会を運営しているが、投資委員会は、ジャクソン氏を含む教区会のメンバー4 人で構成されており、投資部門がトリニティ・ウォール街教会の経営方針に沿って資産を運用しているか等のモニタリングをしている。

トリニティ・ウォール街教会投資部門の CIO は、メレディース・ジェンキンス氏である。ジェンキンス氏は、ゴールドマン・サックス等に勤務し、2011 年にカーネギー・ホール投資部門の CIO に就任し、2016 年にトリニティ・ウォール街教会投資部門の CIO に就任した。なお、ジェンキンス CIO は、トリニティ・ウォール街教会の投資委員会に参加している。

Ⅲ 米国の公益法人の資産運用に係る制度

メトロポリタン美術館、スミソニアン機構、ニューヨーク公共図書館、トリニティ・ウォール街教会等の公益法人は、資産運用にあたって、「公益団体の慎重なファンド管理に関する統一州法」（以下、UPMIFA）に基づき策定された法令の遵守が義務付けられている。UPMIFA は、「公益団体のファンド運営に関する統一法（以下、UMIFA）」を改正し、策定されたモデル法である。以下では、UPMIFA の概要や UMIFA からの改正点について紹介する。

²¹ 正式な肩書名は、レクター（Rector）である。

1. UPMIFA の概要

1) UPMIFA の適用対象

UPMIFA は、統一州法委員全国会議（National Conference of Commissioners on Uniform State Laws）²²が 2006 年に採択した統一州法であり、各州政府が公益法人の資産運用に係る州法を制定する際に参照すべきモデル法と位置づけられている。例えば、コロンビア特別区（ワシントン D.C.）は 2008 年に、「コロンビア特別区の公益団体の慎重なファンド管理に関する法」（以下、DCPMIFA）を採択し、ニューヨーク州政府は 2010 年に、「ニューヨーク州の公益団体の慎重なファンド管理に関する法」（以下、NYPMIFA）を採択した。DCPMIFA 及び NYPMIFA 共に、UPMIFA を参照して策定されている。

UPMIFA は、団体（institution）を助成する団体ファンド（institutional fund）に係る法律である。ここでいう団体は、①公益目的²³のために設立・運営されるもの、②公益目的のためのみに資金を保有している政府機関、③公益目的の信託²⁴、のいずれかを指す。団体ファンドは、団体が公益目的のためのみに保有しているファンドを指すが、プログラム関連資産（program-related asset）は除かれる。プログラム関連資産とは、主として団体の公益目的を達成するために団体が保有している資産のうち、投資を主たる目的としない資産を指し、前述の内国歳入法第 501 条(c)号(3)項等において寄付金控除の対象とされるものである。

このように、UPMIFA は、大学、財団、美術館、博物館、図書館、教会、病院などの公益法人の資産運用に係るモデル法²⁵であり、本稿で示したメトロポリタン美術館、ニューヨーク公共図書館、トリニティ・ウォール街教会は NYPMIFA、スミソニアン機構は DCPMIFA を適用されている。

2) UPMIFA が規定する団体ファンドの運営管理に係る行為基準

UPMIFA は、団体ファンドの運営管理に係る行為基準として、①団体の利益のためだけに、団体ファンドの運用を行わなければならないという忠実義務を果たすこと、②団体ファンドを運用する際には、原則として十分にポートフォリオを分散するという分散投資義務を果たすこと、③団体ファンド運用時のコストは、団体の目的や団体ファンドの運用を行う者のスキルなどを踏まえて、妥当かつ合理的な水準に抑えること、④各資産に関する投資決定は個別に行うのではなく、ポートフォリオ全体の運用戦略の一部としてリスク・リターンを評価すること、⑤団体は、あらゆる種類の財産

²² 州政府高官から成る組織であり、主として統一州法の起草を行っている。

²³ ここでいう公益目的は、貧困救済、教育、宗教振興、健康増進、政府目的の促進、またはその成果が地域社会にとって有益となる目的を指す。

²⁴ 厳密には、公益及び非公益の両方の目的を有していた信託であったが、非公益目的が終了した信託である。

²⁵ なお、信託の資産運用に関する統一州法としては、統一プルーデント・インベスター法（UPIA）がある。UPMIFA は UPIA の規定を参照して策定されている。UPIA については、林宏美「米国の後見制度下にある保全資産運用の枠組み―長期分散投資の追求―」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号を参照。

または投資案件に投資できること、などを規定している。

また、UPMIFA は、団体ファンドの運営管理にあたっては、一般的な経済状況、インフレ及びデフレによる潜在的な影響、投資に伴う税制面の影響、団体ファンド全体のポートフォリオにおける各投資行動の役割・位置づけ、インカム及びキャピタル・ゲインから成る期待トータル・リターン水準、投資資産と団体の公益目的の関係性などを考慮することとしている。

更に、UPMIFA は、寄付基金（endowment fund）による公益目的の支出に関しては、団体ファンドの継続期間及び保全、団体ファンドの目的や投資方針、一般的な経済状況、インフレ及びデフレによる潜在的な影響、インカム及びキャピタル・ゲインから成る期待トータル・リターン水準などを考慮するものとしている。ここでいう寄付基金とは、寄付者の意向に基づき、団体が当面は全額を支出できない団体ファンドまたはその一部を指す。

2. UMIFA からの主な改正点

UPMIFA は、統一州委員会全国会議が 1972 年に採択した UMIFA を改正して策定された法律である。主な改正点は、UMIFA が規定していた寄付拠出累計額制限の撤廃である。寄付拠出累計額制限とは、寄付基金の時価が、寄付累積額を上回っている場合においてのみ、公益目的の支出を容認するという規定である。寄付累積額とは、①寄付基金が設立された際の同ファンドの公正価値や、②寄付基金に寄付された時点の寄付金の公正価値を合計した値であり、基金ファンドの簿価である。

寄付拠出累計額制限があったため、UPMIFA が採択される以前の寄付基金は、例えば、株式投資を行って損失を計上し、その時価が簿価（寄付拠出累計額）を下回った場合、公益目的の支出をすることができなかった。UPMIFA は、寄付拠出累計額制限を撤廃し、ポートフォリオの分散投資を行いつつ、大学、財団、美術館、博物館、図書館、教会、病院などの寄付基金による公益目的の支出がし易くなるよう、制度を整備した。

また、UPMIFA は、団体ファンドの運営管理に係る行為基準を明確化した。UMIFA は、団体に思慮深い投資家としての行動を求めており、具体的な行為基準については定めていなかったが、UPMIFA は、前述の通り、団体に対して明示的に忠実義務や分散投資義務等の遵守を義務付けた。これにより、米国の大学、財団、美術館、博物館、図書館、教会、病院などの団体ファンドは、十分に分散されたポートフォリオを構築すること等が義務付けられた。

IV 日本への示唆

日本では今後、日本の美術館及び博物館等による資産運用が活発化する可能性がある。岸田政権は、骨太方針 2023 において、文化芸術資源の国内外への発信強化や、国立博物館及び公文書館の機能強化は、経済成長に寄与するものであるとした。新しい時代の公益法人制度の在り方に関する有識者会議は、美術館・博物館等を含む公益法人による株式投資等の資産運用を促進させる方向性を示した。今後、日本の美術館・博物館等は、日本のソフトパワーの源泉ともいえる文化資源やアート作品をより一層拡充するために、交付金や補助金以外の財政的資源を確保すべく、資産運用を積極的に行っていく必要がある。このことを踏まえれば、日本においても、UPMIFA のような制度を整備し、美術館・博物館等による分散投資を促進することが考えられる。

現在、金融庁は、金融事業者のみならず、企業年金に対しても、アセットオーナーとして運用高度化を促進すべく、顧客等の最善の利益を勘案しつつ、誠実かつ公正に業務を遂行することを求める方向性を示している²⁶。美術館、博物館、図書館、教会は、企業年金と並ぶアセットオーナーである。日本においても、UPMIFA のような制度を整備すれば、美術館、博物館、図書館、教会等による運用の活発化を図ることに繋がるのではないだろうか。

²⁶ 金融庁「資産運用業高度化プロセスレポート 2023－『信頼』と『透明性』の向上に向けて－」2023 年 4 月。