

平成28年
拡大版コーポレートガバナンス研究会

アセット・オーナーとして果たすべき役割と
アセット・オーナーから見た
アセット・マネジャーへの期待

- 2016年11月11日
- 上智大学 特任教授
- 学校法人上智学院 財務担当理事補佐
- 引間 雅史 masafumi_hikima@sophia.ac.jp

本日の内容

- I. わが国の学校法人の財務と資産運用**
- II. 機関投資家向け資産運用業について**
- III. リテール向け資産運用業について**

I. わが国の学校法人の財務と資産運用

我が国の大学を取り巻く環境

-強固な財務戦略が大学経営の要となっている-

18歳人口減少

家計負担増
貧困率増

巨額の政府債務
財政赤字

志願者数減
定員管理厳格化
学費収入減

学費値上げ余力小
奨学金ニーズ大

補助金
傾向的減少

海外大学とのグローバル競争激化
⇒教育・研究費の増大

*膨大な寄付基金からの資産運用収入が
財務基盤を支える欧米有力大学
*手厚い政府補助金が財務基盤を支える
アジアの有力大学

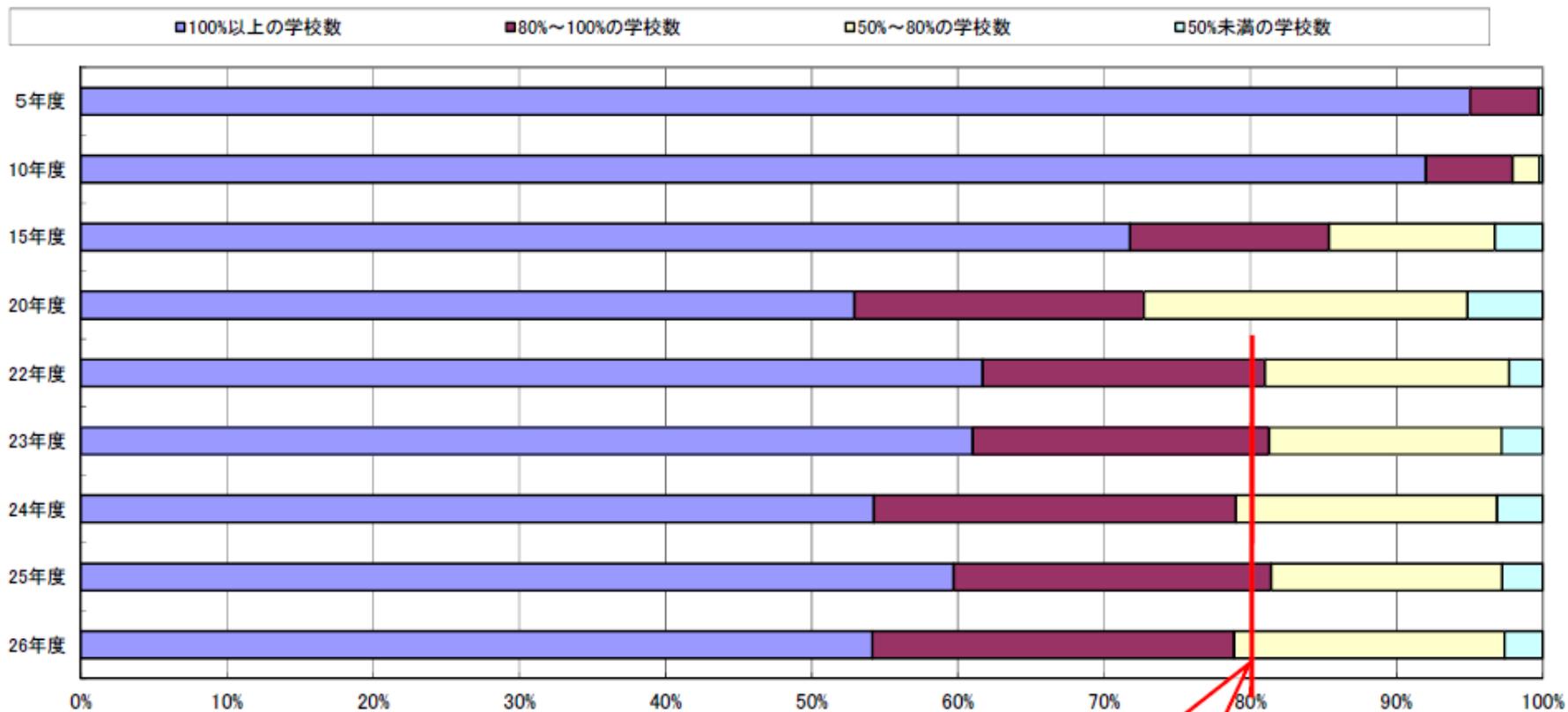
私立大学の約45%が定員割れ

-人口減少社会を見据えた経営基盤の見直しは必須-

平成4年度の205万人から18歳人口が急激に減少し、私立大学にとって厳しい状況が続いてきたが、平成32年度を目途に、18歳人口が再び減少局面へ。

(平成22年度(2010):122万人 → 平成32年度(2020):117万人 → 平成42年度(2030):101万人)

<私立大学等の入学定員充足率> ○私大の約8割が入学定員充足率80%以上を維持。

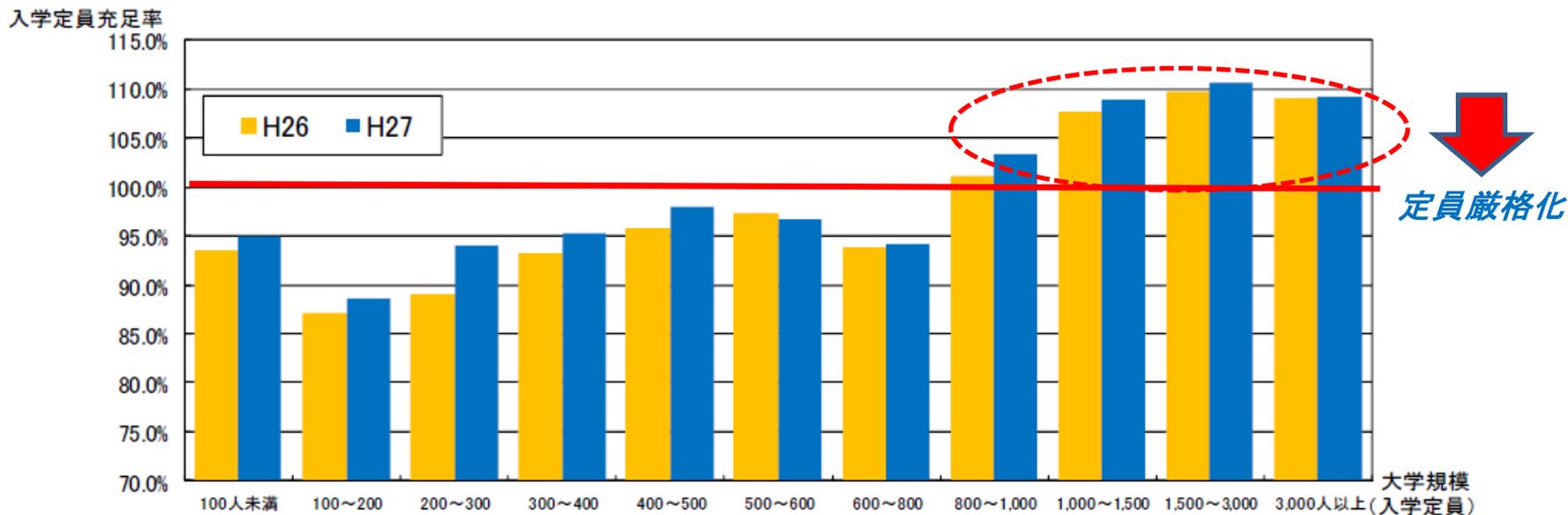


※80%以上充足している
学校の割合はほぼ変わらない

※ 文部科学省作成

規模別入学定員充足率

-規模800人以下の小規模大学の定員割れが顕著
一方、首都圏の大手私大は定員管理厳格化が求められている-



	平成26年度												平成27年度												
	大学数	33校	103校	84校	65校	48校	43校	43校	30校	59校	47校	23校	578校	大学数	34校	103校	85校	65校	46校	45校	40校	33校	58校	47校	23校
充足率	93.4%	87.0%	89.0%	93.1%	95.7%	97.2%	93.8%	101.1%	107.6%	109.7%	109.0%	103.8%	94.9%	88.5%	94.0%	95.3%	98.0%	96.6%	94.1%	103.4%	108.9%	110.6%	109.3%	105.0%	
入学者数	2,245	12,501	17,763	20,823	20,406	22,417	27,250	26,534	78,182	105,405	144,105	477,631	2,236	12,789	19,136	21,362	19,964	23,526	25,499	30,203	78,756	106,982	146,478	487,061	
入学定員	2,403	14,378	19,949	22,371	21,332	23,059	29,060	26,239	73,031	96,172	132,257	460,251	2,493	14,451	20,357	22,402	20,379	24,361	27,081	29,215	72,321	96,702	133,935	463,697	

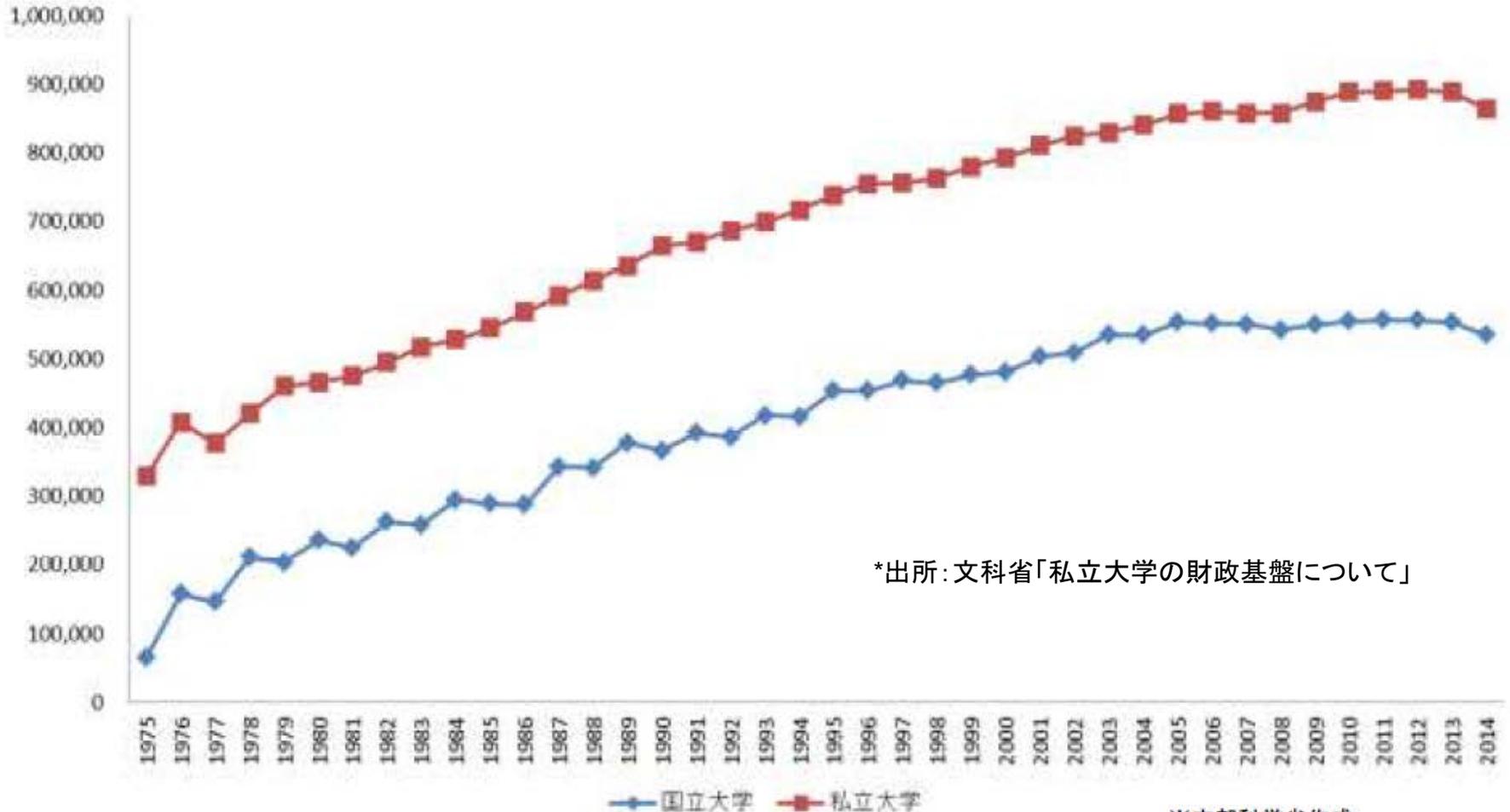
*出所:文科省「私立大学の財政基盤について」

出典:日本私立学校振興・共済事業団提供データを基に作成

私立大学の授業料推移は完全に頭打ち

私立大学及び国立大学の授業料推移(消費者物価指数補正済)

単位:円



*出所:文科省「私立大学の財政基盤について」

※文部科学省作成

私立大学等における経常的経費と経常費補助金の推移

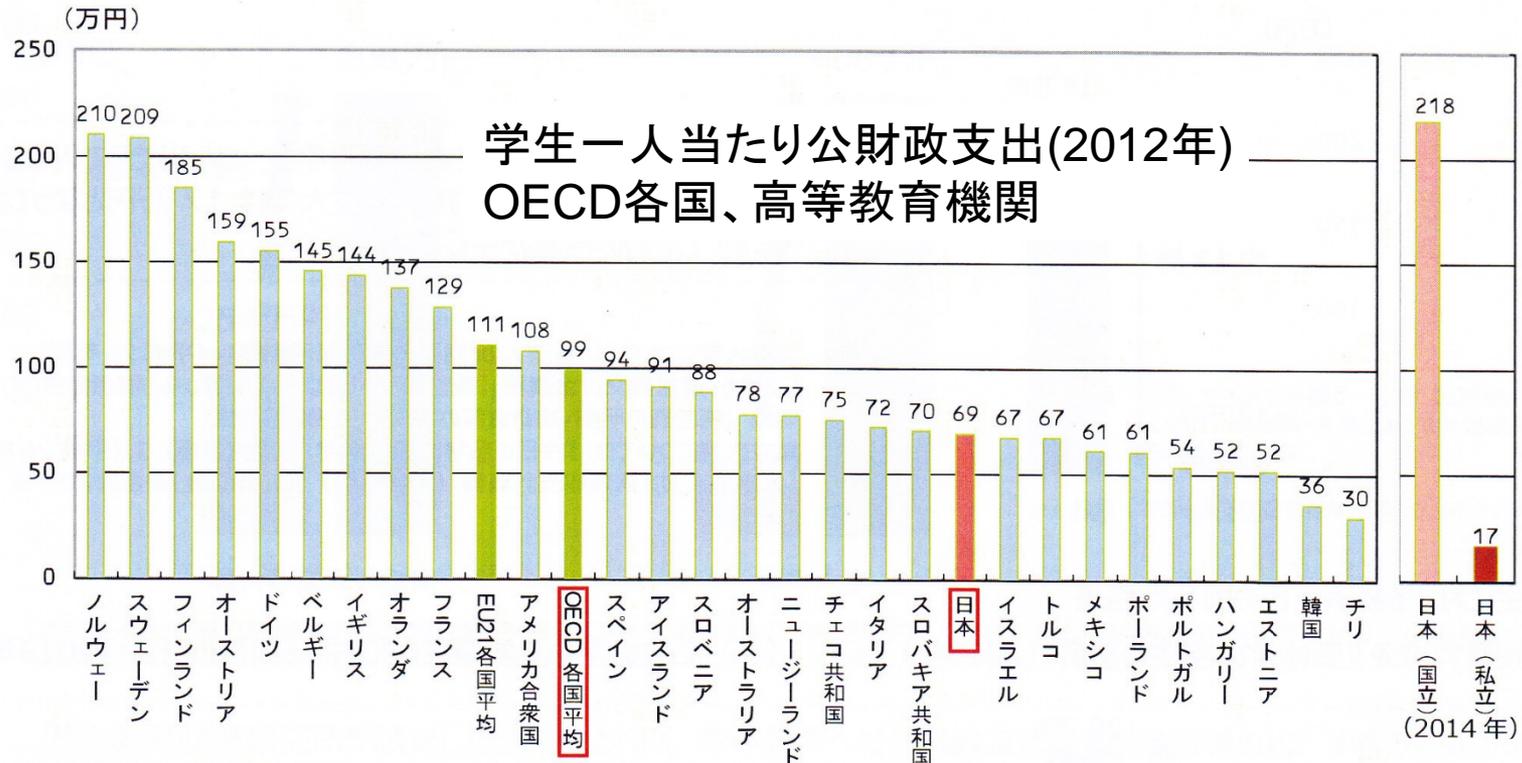
-補助割合は穏やかに低下傾向-

(単位:億円・%)

区分	S50年度	55年度	H5年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	27年度	28年度
経常的経費	4,892	8,818	21,359	28,849	29,426	29,786	29,691	30,052	30,449	30,516	30,977	31,580		
経常費補助金	総額	1,007	2,605	2,656	3,313	3,281	3,249	3,218	3,222	3,209	3,188	3,175	3,184	3,153
	(伸率)	(57.4)	(10.6)	(2.1)	(0.6)	(▲ 1.0)	(▲ 1.0)	(▲ 1.0)	(0.1)	(▲ 0.4)	(▲ 0.7)	(▲ 0.4)	0.3	(▲ 1.0)
	伸額	367	250	54	20	▲ 32	▲ 32	▲ 31	4	▲ 13	▲ 22	▲ 12	9	▲ 31
	うち特別補助割合	(1.7)	(2.8)	(15.0)	(33.5)	(33.9)	(34.3)	(34.3)	(34.2)	(12.4)	(12.4)	(12.4)	(13.3)	(14.0)
補助割合	20.6	29.5	12.4	11.5	11.1	10.9	10.8	10.7	10.5	10.4	10.3	10.1		



日本の大学生の78%の教育を担う私立大学 に対する公財政支出はOECDの中で最低



出典：OECD「図表でみる教育」OECDインディケータ（2015年版）より作成（2012年データ）

※OECDは、日本の公的・私的機関別の学生一人当たり公財政支出は公表していない。そのため、国立大学については、各法人の『財務諸表付附属明細書』（平成26年度）における「運営費交付金債務」「運営費交付金以外の国等からの財源措置の明細（施設費の明細・補助金等の明細）」を合計し作成、私立大学については、『今日の私学財政（大学・短期大学編）』（平成26年度）「大学法人」の「消費収支計算書（大学部門）」の「補助金」欄合計より作成

※OECDのデータは各国通貨による算定結果を購買力平価（PPP）で米ドル換算したものであり、その額に日本のPPPレート(107.5円)を掛けて円に換算した。

- 日本における大学生一人当たりの公財政支出額は年間 69 万円で、OECD 各国平均の 99 万円を大きく下回ります。ただし、公財政支出を国立・私立で比較した場合、国立大学は 218 万円で、OECD 各国で最も高い水準となります。一方、**私立大学はわずか 17 万円で、国立大学の約 13 分の 1 であり、OECD 各国の中で最下位**です。国私間の格差を是正した上で、公財政支出の水準を高める必要があります。

*出所：日本私立大学団体連合会

帰属収支差額(基本金組入前収支差額)の推移状況

-企業で言えば3分の1以上の私立大学の経常利益が赤字の状態-

(単位：億円)

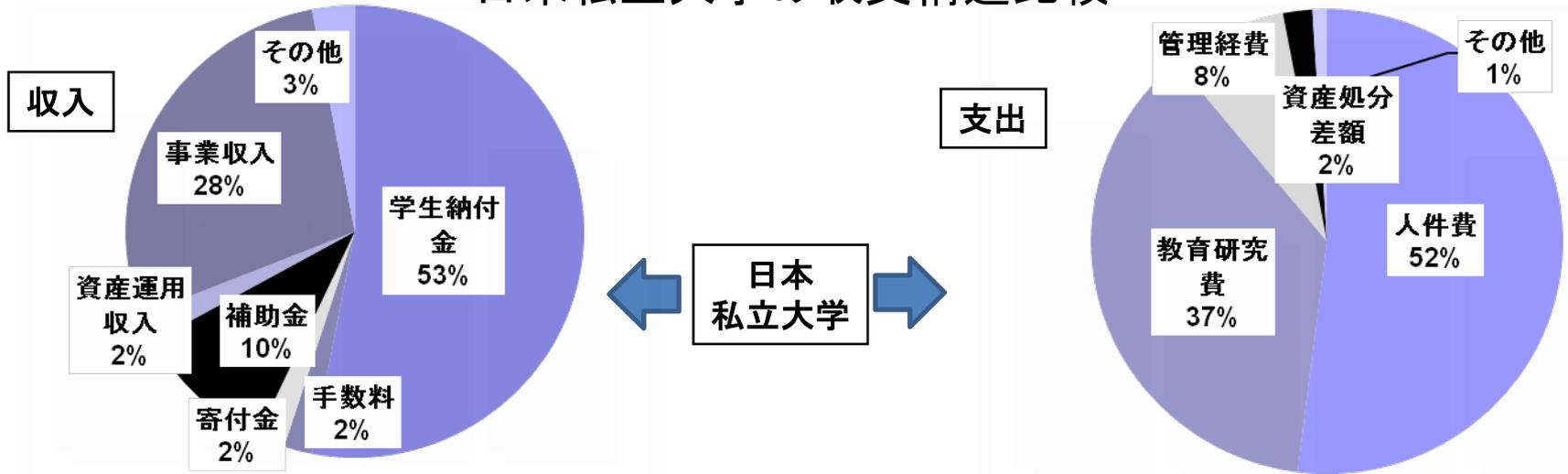
年 度	H9	H17	H18	H19	H20	H21	H22	H23	H24	H25	H26
集 計 学 校 数 a	校 425	校 547	校 561	校 572	校 577	校 586	校 579	校 592	校 588	校 591	校 592
帰 属 収 入 b	26,813	31,547	31,950	32,336	32,394	32,379	32,449	33,599	32,946	33,156	33,234
消 費 支 出 c	21,618	28,103	28,808	29,762	30,748	30,307	30,382	32,097	30,921	31,371	31,450
帰 属 収 支 差 額 d = b - c	5,195	3,444	3,142	2,573	1,646	2,072	2,067	1,502	2,025	1,785	1,784
帰 属 収 支 差 額 比 率 e = d ÷ b	19.4%	10.9%	9.8%	8.0%	5.1%	6.4%	6.4%	4.5%	6.1%	5.4%	5.4%
帰 属 収 支 差 額 が マイナス の 学 校 数 f	校 48	校 165	校 179	校 194	校 229	校 230	校 227	校 250	校 208	校 215	校 219
(割 合) g = f ÷ a	11.3%	30.2%	31.9%	33.9%	39.7%	39.2%	39.2%	42.2%	35.4%	36.3%	37.0%

● 帰属収支差額：学納金、寄付金等の自己収入から、人件費、教育研究経費等の支出（減価償却費、退職給与引当金繰入額等現金支出を伴わないものを含む）を差し引いたもの。

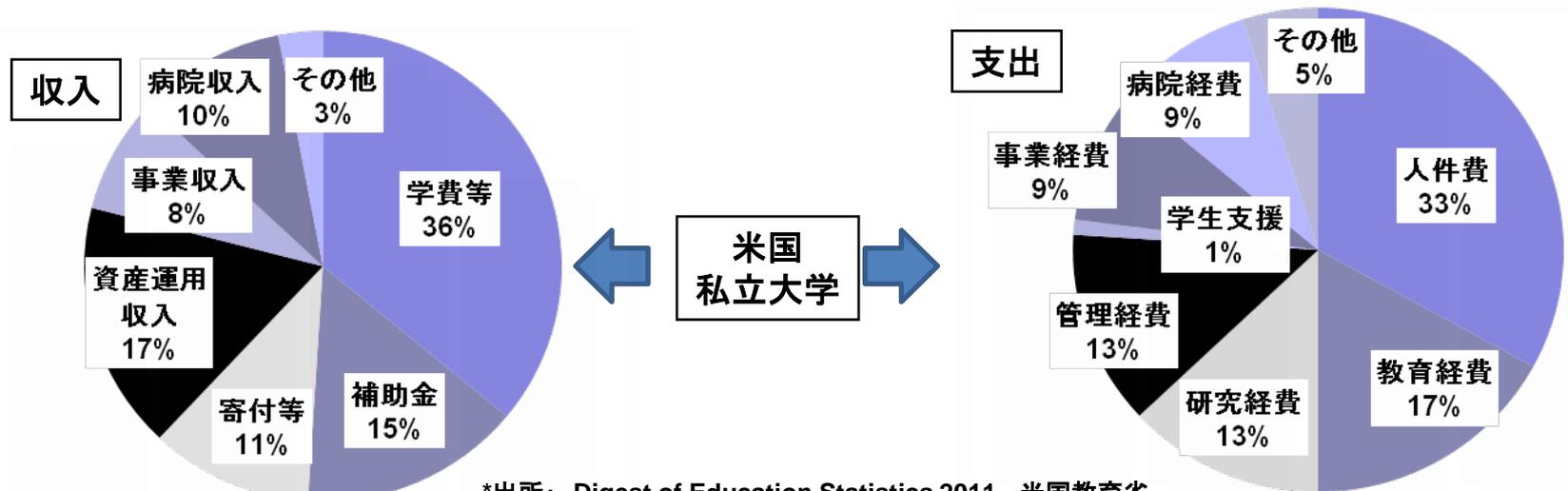
※ 出資（株式）の概念がなく、また、国公立学校のように施設が公費で賄われていない学校法人では、校地・校舎等教育研究の充実に必要な資産相当額を資本（基本金）として帰属収入の中からあらかじめ確保しなければならないため、基本金組入れ相当の帰属収支差額が必要になる。

日本の私学は学生納付金依存率が高く、 財源多様化に課題

-日米私立大学の収支構造比較-



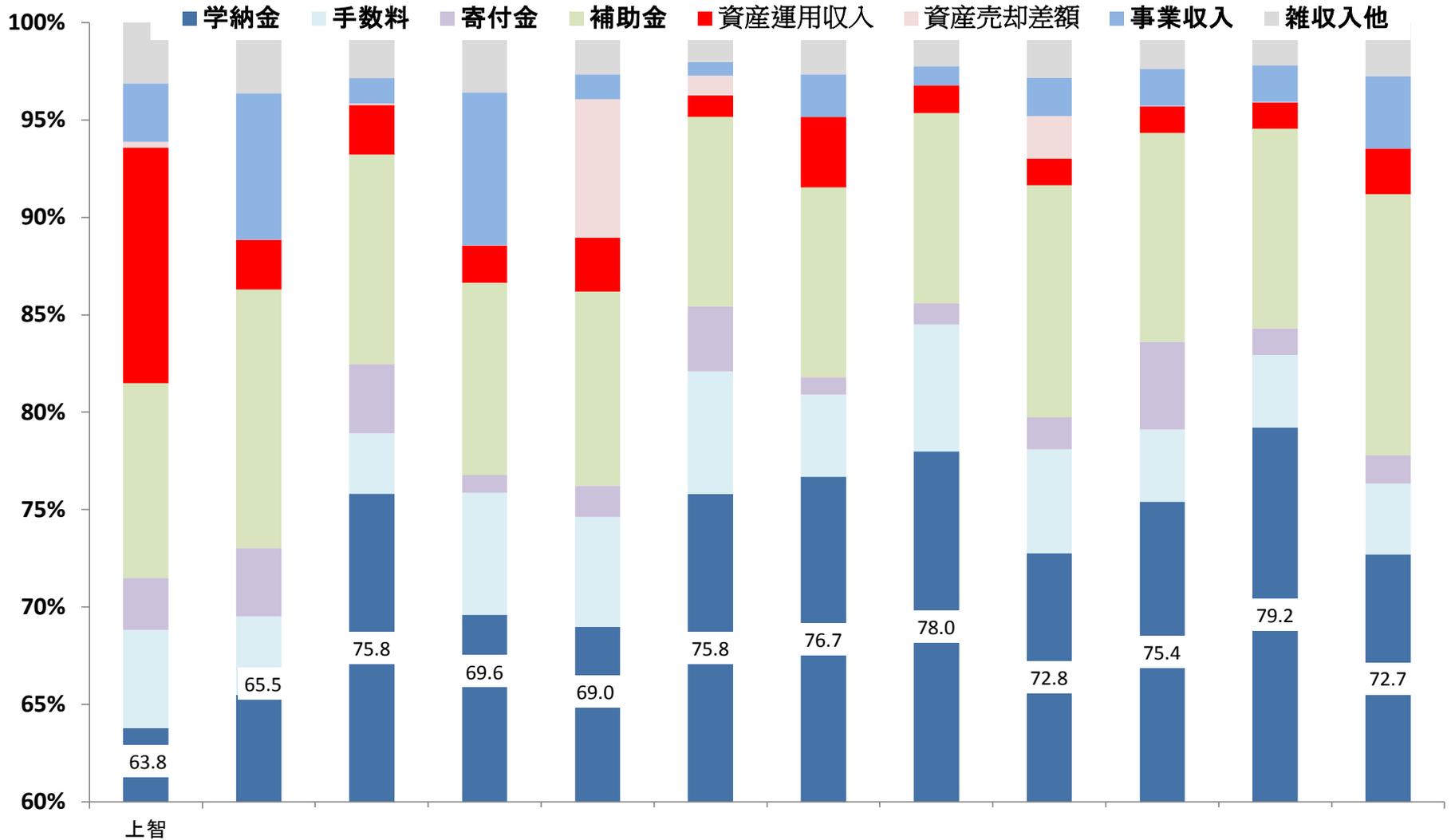
*出所：平成22年度「今日の私学財政(大学・短期大学編)」日本私立学校振興・共済事業団



*出所：Digest of Education Statistics 2011, 米国教育省

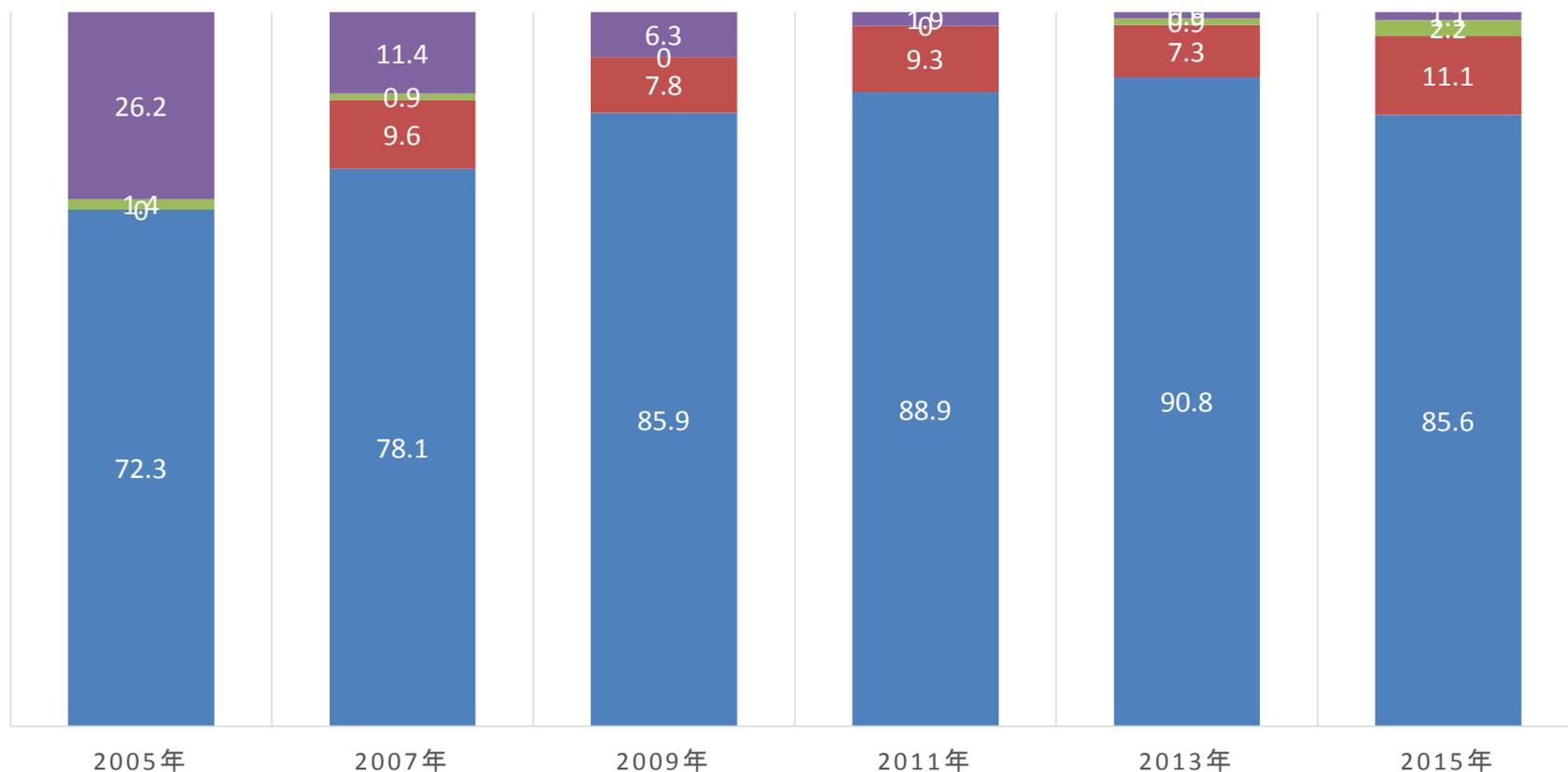
学費依存度を上げないためにも 自助努力による資産運用収入が重要

-大手私立大学の帰属収入に占める比率(2014年度決算)-



我が国の大学資産運用はendowment型 外部委託モデルが主流にならなかった

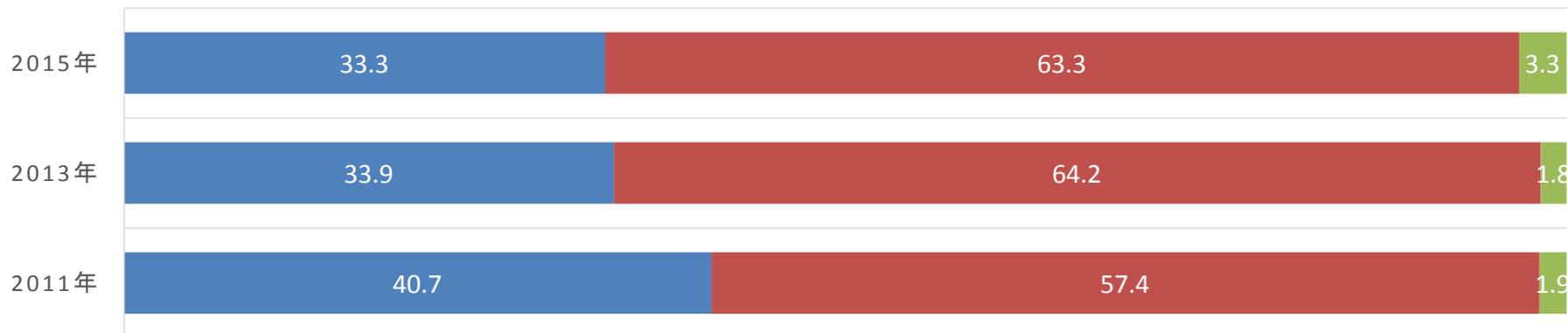
■ 大学インハウス運用 ■ 一部外部委託 ■ 全部外部委託 ■ 無回答



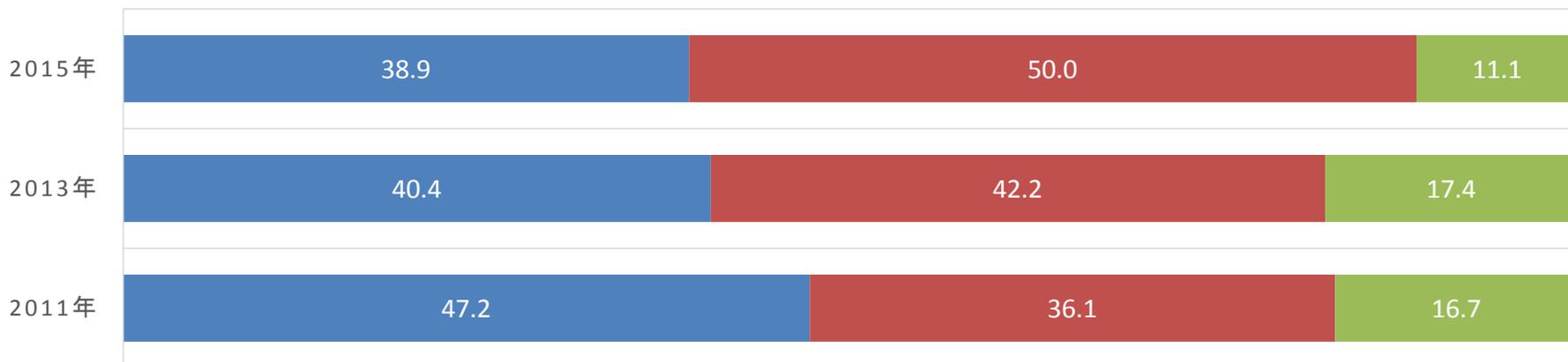
*出所:U-MA21「第6回大学法人における資産運用状況調査報告書」 私立大学177法人が調査対象

ポートフォリオ運用を根付かせることが先決

■ 目標リターン設定あり ■ 目標リターン設定なし ■ 無回答



■ 基本資産配分あり ■ 基本資産配分なし ■ 無回答



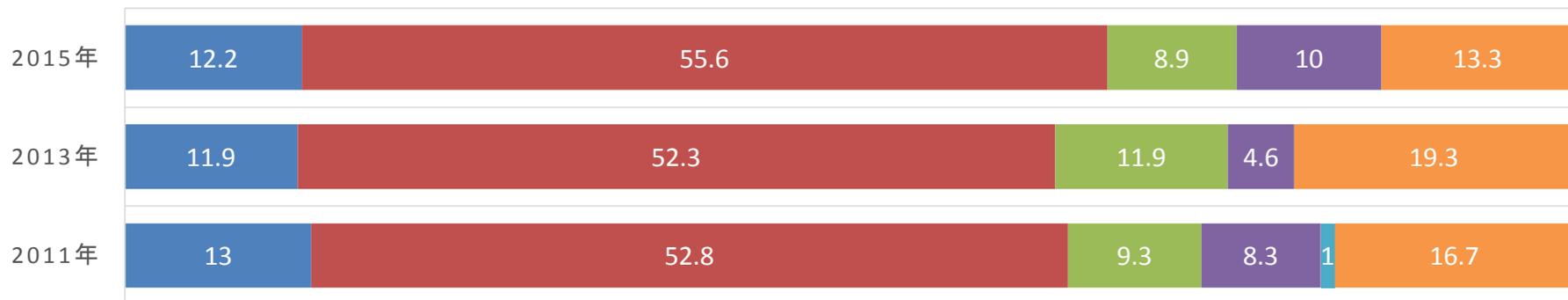
*出所:U-MA21「第6回大学法人における資産運用状況調査報告書」 私立大学177法人が調査対象

専門家や経験者の不在は低リスク許容度につながる

■ 1%以下 ■ 1%～2% ■ 2%～3% ■ 3%～4% ■ 4%超 ■ 無回答



■ 単年度でも損失の発生は許容できない ■ 満期償還見込みがあれば単年度評価損は許容
 ■ 実現損の発生は一定レベル以下にコントロールしたい ■ ポートフォリオ全体のリスク特性の管理が優先
 ■ 無回答



*出所:U-MA21「第6回大学法人における資産運用状況調査報告書」 私立大学177法人が調査対象

運用機関にとって学校法人市場への 取り組みが鈍い理由

- 外部委託が根付いていない
- 個々の学校法人の運用資産が一部を除いて大きくない
- 意思決定が遅く、採用に至るまでに時間がかかる
- リスク許容度が低く、専門家もいないため、適合性の観点から提案できる商品に限りがある
- 簿価会計のもとでの固有ニーズへの対応
- 学校法人のマネジメントを含めて資産運用へのコミットメントが低い



- 運用機関にとってはいまだに未開拓部分の多い数少ないセグメント
- ますます厳しくなる財政状況とマイナス金利にあぶりだされるように外部委託に踏み込む学校法人が増えつつある

学校法人の立場から アセット・マネジャーに期待したいこと

- 日本の大学教育や人材育成を財務面で支えるサポートをしてほしい
- 短期的なビジネス成果よりも**長期信頼関係**を築いてほしい
- 個別の商品提案以前に、各学校法人の**運用目標**や**リスク許容度**についての気づきやヒントを与えてほしい
 - まずは**投資目標**の明確化(目標リターン、リスク許容度等)から
 - 現状のポートフォリオの分析と投資目標との**適合性診断**
 - 投資期間とリスクの関係の理解や**長期投資**のスタンスを根付かせる努力
 - **理事会**の理解を深めるわかりやすい資料
- 年金と異なる**学校法人固有のニーズ**を理解した提案をしてほしい
 - 簿価会計(実現損益を意識)、インカム(キャッシュフロー重視)、低リスク許容度
- 高度金融人材育成にかかる**大学と企業の連携強化**
 - インターンの積極活用

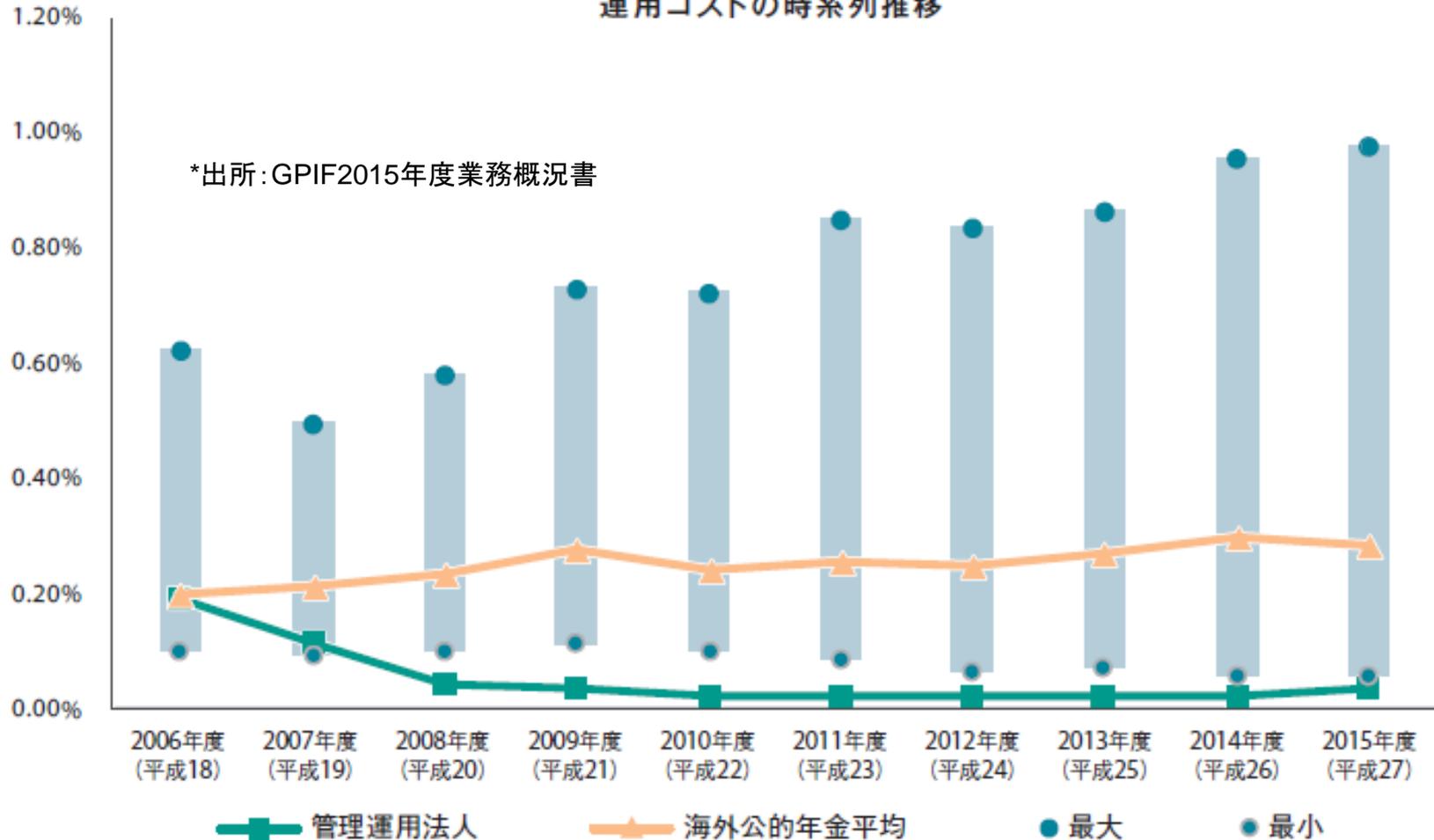
Ⅱ.機関投資家向け資産運用業について

我が国の資産運用会社の 機関投資家ビジネスは公的資金頼み?

- 巨大な公的年金・公的資金と縮小する企業年金市場
- 収益性の低い機関投資家ビジネスを効率的に行うためにリソースの**公的資金シフト**が行われていないか
- 公的年金のマンデート(採用案件)、マネジャー選定、解約等により振り回される運用会社の体制
- 多様な投資家の資産運用ニーズに対応することが運用機関の総合力につながる
- **パッシブ運用とスマートベータ型運用への偏り**
 - 規模の大きい公的年金がパッシブ主体の資産構成になるのはある程度やむをえない
 - マネジャーのアルファ創出力に徹底的にこだわる顧客層の存在とその期待に応えるべくアルファをとことん追求する運用者の存在が運用機関の質を向上させる
 - ⇒ファンドマネジャーの**真のアルファ創生力**が試されるアクティブ運用の質にどう影響してくるか
- 我が国の運用機関の**グローバル競争力**
海外年金にグローバル・マンデートで採用されること
日本株マンデートで採用されている運用機関もひと握り

日本の資産運用業の発展には 運用報酬体系の適正化が必要

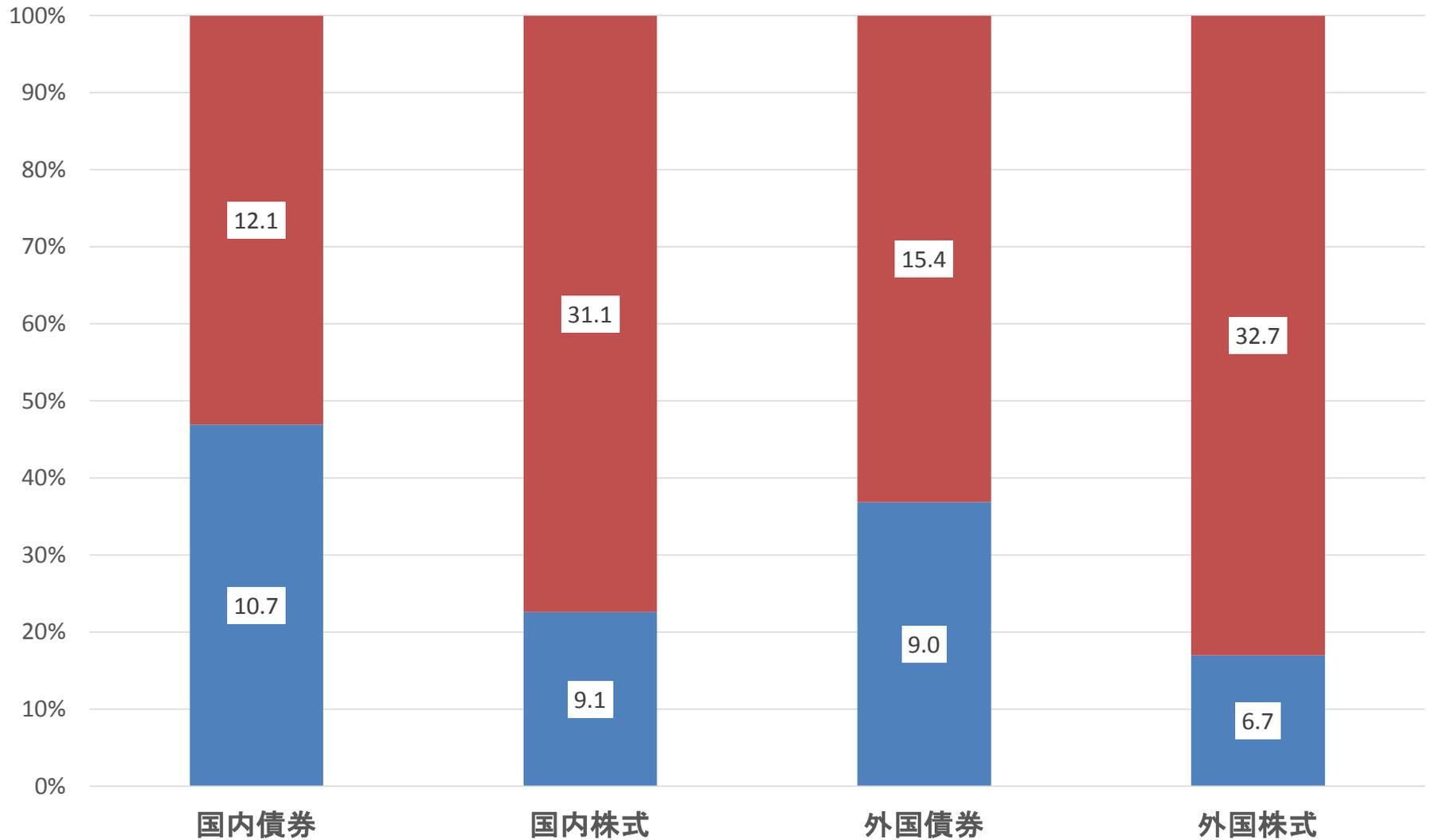
運用コストの時系列推移



(注) カナダ年金プラン投資理事会 (CPPIB:カナダ)、政府年金基金-グローバル (GPFG:ノルウェー)、カリフォルニア州職員退職制度 (CalPERS:米国)、カリフォルニア州教職員退職制度 (CalSTRS:米国)、スウェーデン国民年金基金 (AP1、AP2、AP3、AP4:スウェーデン)、国民年金基金 (NPS:韓国)

公的年金委託運用のアクティブ・パッシブ内訳

-特に株式では80%前後がパッシブ-



出所:年金情報2016.8.15のデータより筆者作成

■ アクティブ ■ パッシブ

単位:兆円

アセット・マネジャーに期待したいこと

- 運用機関リソースのリテールシフトへの懸念
- 運用会社自体のガバナンス体制
 - 親会社からの経営の独立性・取締役会構造
 - 構造的・潜在的利益相反を防止するガバナンス体制の構築
 - 例えば資産運用会社に対して「独立社外取締役2名以上」や「親会社出身取締役は50%未満」「親会社からの異動・転籍3年以内の取締役30%未満」といったガバナンス・コードがあってもよいのではないか
 - 外部有識者を含む委員会等の実効性をいかに検証するか
 - 出向・役社員昇進・報酬体系などの人事政策
- 特色のある独立系マネジャーも存在感を発揮する厚みのある資産運用業界へ
 - Emerging Manager制度
- DCを中心とした年金制度発展に向けて
 - 米国の年金制度と資産運用業の発展にとって、401kやIRAの果たした役割は計り知れないほど大きい
 - 個人型DCや積立NISA等の長期積立型資産運用拡大のための取組み
- 長期的企業価値向上に資するエンゲージメントやインテグレーションの追求と進化

ESGやエンゲージメントの取り組みについて アセット・オーナーの考え方とアセット・マネジャーのスタンス

• アセット・オーナーの考え方の類型化

1. **社会的リターンへの期待**
(価値規範や社会的責任の資産運用への反映を重視)
2. **投資リターンへの期待**
(ESG要因の考慮はリスク・リターンの観点で良好な投資パフォーマンスに結びつく)
3. **ユニバーサル・オーナーシップの考え方**
(経済社会の持続的な発展・成長こそが中長期の投資パフォーマンスに大きく影響する)

ESGと
SDGsの
関連付け

• アセット・マネジャーのスタンス

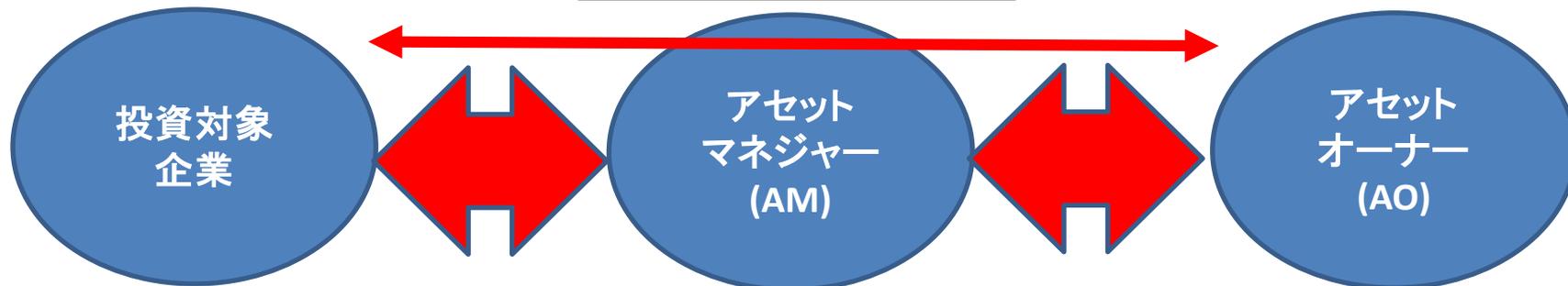
1. **ビジネス動機**
① Reputation
② Mandate Opportunity
③ Product Line-up
2. **投資リターンと社会的リターンの両立**
① Materialityの徹底追求
② 真のメインストリーム化
3. **ユニバーサル・オーナーのパートナー**
① 実効性のあるエンゲージメント
② 業界や政府・規制当局への働きかけ
③ マネジメントの理念とコミットメント

インベストメント・チェーンの各主体が実力をつけ、課題の適切な把握と改善策の共有化に向けてお互いに高め合う関係性の構築

*投資家(AOおよびAM)の期待の把握
*自社にとってのマテリアリティの把握
⇒サステナビリティ経営の実践と開示

*ESG投資哲学
*ESG運用プロセスと体制
*AOに対する提案力
*企業に対する深い理解と提案力(エンゲージメント)

*マネジャー・セレクション(目利き力)
*AMに対する評価・モニタリング(質問力)
*投資対象企業との対話



それぞれの業態や企業に合致したESGの取り組みが
総体として社会のサステナビリティ向上と企業価値向上へ

Ⅲ.リテール向け資産運用業について

日本の投信業界のかねてよりの課題

■ 販売会社主導

- 系列重視
- 乗り換え営業
- 新規ファンド投入 ⇒ 当初募集で大量設定 ⇒ 解約による残高減少
高品質・長寿ファンドが少ない
- 販社主導商品企画 ⇒ 「売れ筋」商品への集中

金融庁の指針もあり
課題の是正は
進んでいるように見えるが...

■ 商品構成の歪み

- 分配型商品への偏り
- 手数料・運用報酬率の高いハイリスク商品や複雑な商品への偏り

➢ 国内株式市場の長期パフォーマンスの低迷

- 長期投資の効果を享受できなかった投資家

■ 相対的に高い手数料や運用報酬

- 投資顧問報酬との大きなギャップ
- 販売会社と資産運用会社の配分の妥当性
- 顧客にとっての総コストおよび内訳についての透明度

日本の投資信託は1本当たり規模が小さく、 設定来期間が短く、手数料が高い

図表Ⅱ-2-(1)-32 規模の大きい投資信託の日米比較(純資産額上位5銘柄)

国	規模(純資産)の 平均(兆円)	設定以来期間 平均	販売手数料	信託報酬(年率)	収益率(年率)
			平均(税抜き)		過去10年平均
日本	1.1	13年	3.20%	1.53%	▲0.11%
米国	22.6	31年	0.59%	0.28%	5.20%

(注1)16年3月末基準。ETF、確定拠出年金専用、機関投資家専用は除く。米国投信純資産額は1ドル=112.43円にて換算。

(注2)日本の販売手数料は上限。米国投信でシェアクラスによって手数料が異なる場合は、各クラスの残高を基に加重平均。

(注3)米国の信託報酬は、代表的なシェアクラスのもの。

(注4)収益率は、販売手数料を加味し、分配金を再投資しないベースで算出。

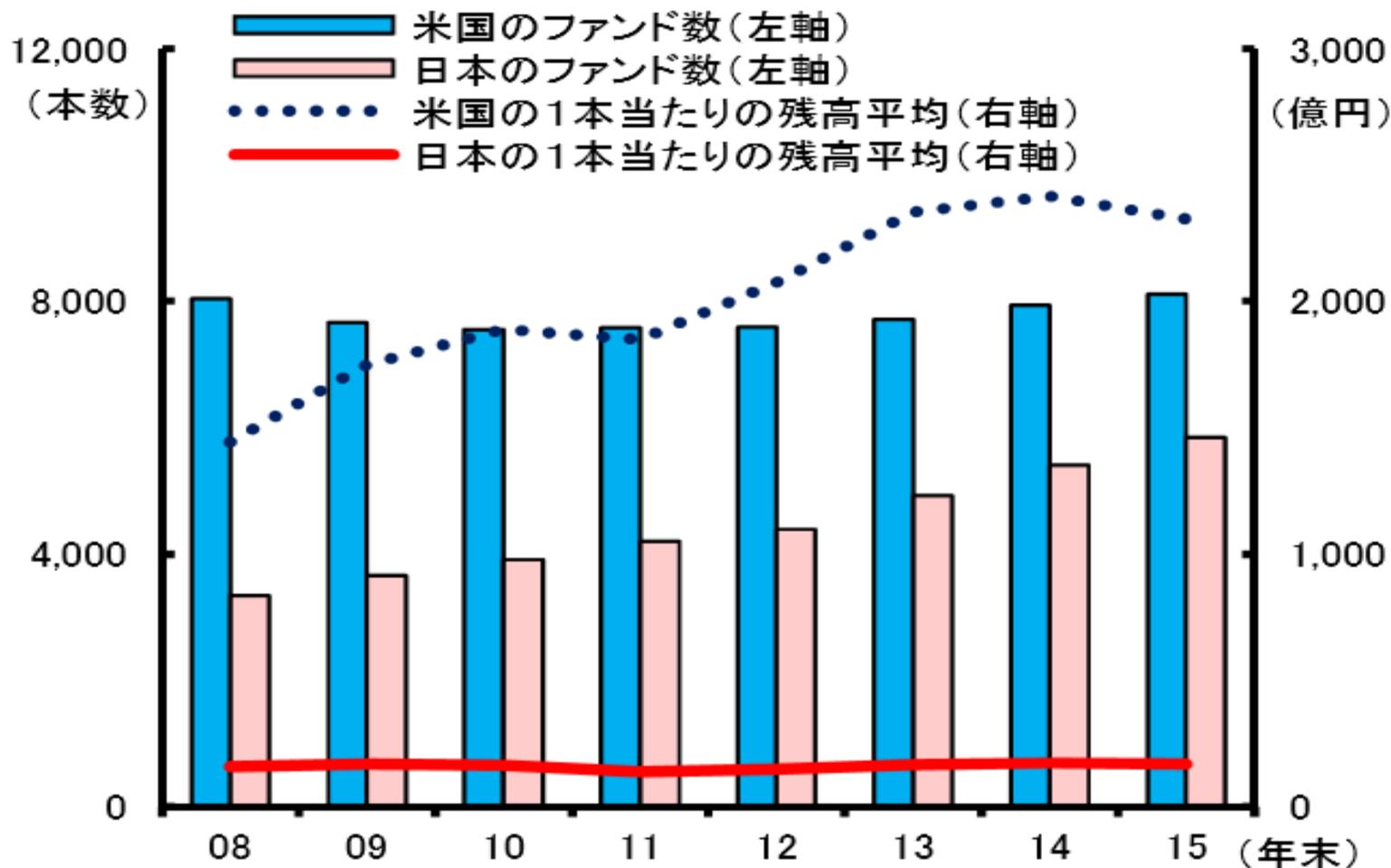
(資料)QUICK(日本)、運用会社公表資料(米国)より、金融庁作成。

*出所:金融庁「金融レポート」平成28年9月

日本の公募投信は本数は引き続き増加傾向の一方

1本当たり残高はほとんど横ばい

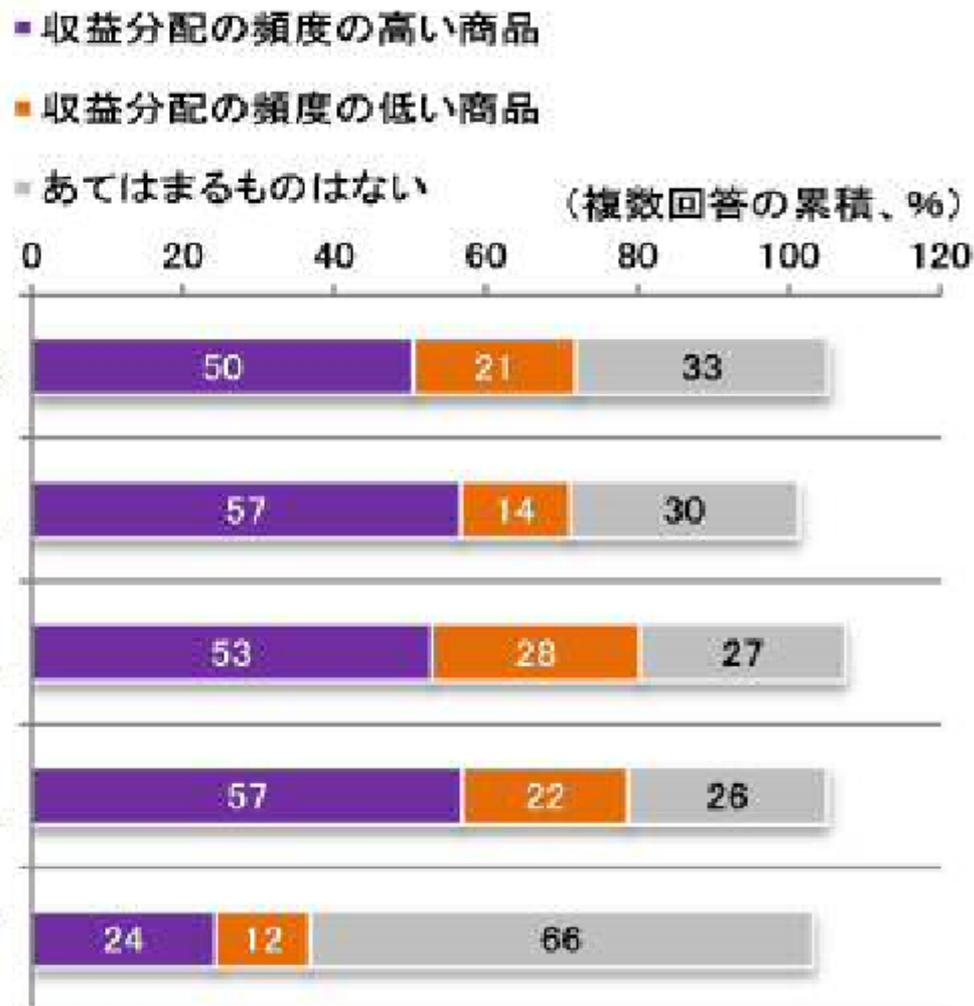
日米の投資信託のファンド数の推移、1本当たりの残高平均推移



(注) 15年12月末の為替レート、1ドル=120.61円にて換算。

(資料) 投資信託協会、米国投資信託協会 (Investment Company Institute)

顧客の運用方針(選好)に関わらず 収益分配頻度の高い商品を提案しているケースが多い



*出所: 金融庁「金融レポート」平成28年9月

*出所: 金融庁「金融レポート」平成28年9月

「売れ筋商品」への集中が顕著

図表Ⅱ-2-(1)-33 規模の大きい投資信託の日米比較(純資産額上位 10 銘柄)

	順位	現在(16年3月末)	5年前(11年3月末)	10年前(06年3月末)
日本	1	米国リート①	先進国高格付債券	先進国高格付債券
	2	海外リート①	海外低格付債券	海外債券①
	3	米国リート②	海外高格付債券①	米国債券
	4	海外株式	海外高格付債券②	世界資産複合①
	5	米国低格付債券	海外株式	海外債券②
	6	先進国高格付債券	新興国債券①	海外高格付債券③
	7	米国リート③	米国リート②	日本株式
	8	米国リート④	新興国債券②	海外株式
	9	海外リート②	海外債券①	世界資産複合②
	10	新興国株式	世界資産複合①	世界資産複合③
	順位	現在(16年3月末)	5年前(11年3月末)	10年前(06年3月末)
米国	1	米国株式インデックス①	米国債券	米国株式①
	2	米国株式インデックス②	米国株式①	米国株式インデックス③
	3	世界株式(除く米国) インデックス	米国株式インデックス①	米国債券
	4	米国株式インデックス③	世界株式(除く米国)	米国株式③
	5	米国株式①	米国株式インデックス③	世界株式(除く米国)
	6	米国債券インデックス①	米国株式インデックス②	米国株式④
	7	世界株式(除く米国)	世界株式②	米国株式・債券複合
	8	米国株式②	世界株式①	米国株式②
	9	世界株式①	米国株式②	米国株式インデックス①
	10	米国債券インデックス②	米国債券インデックス①	世界株式①

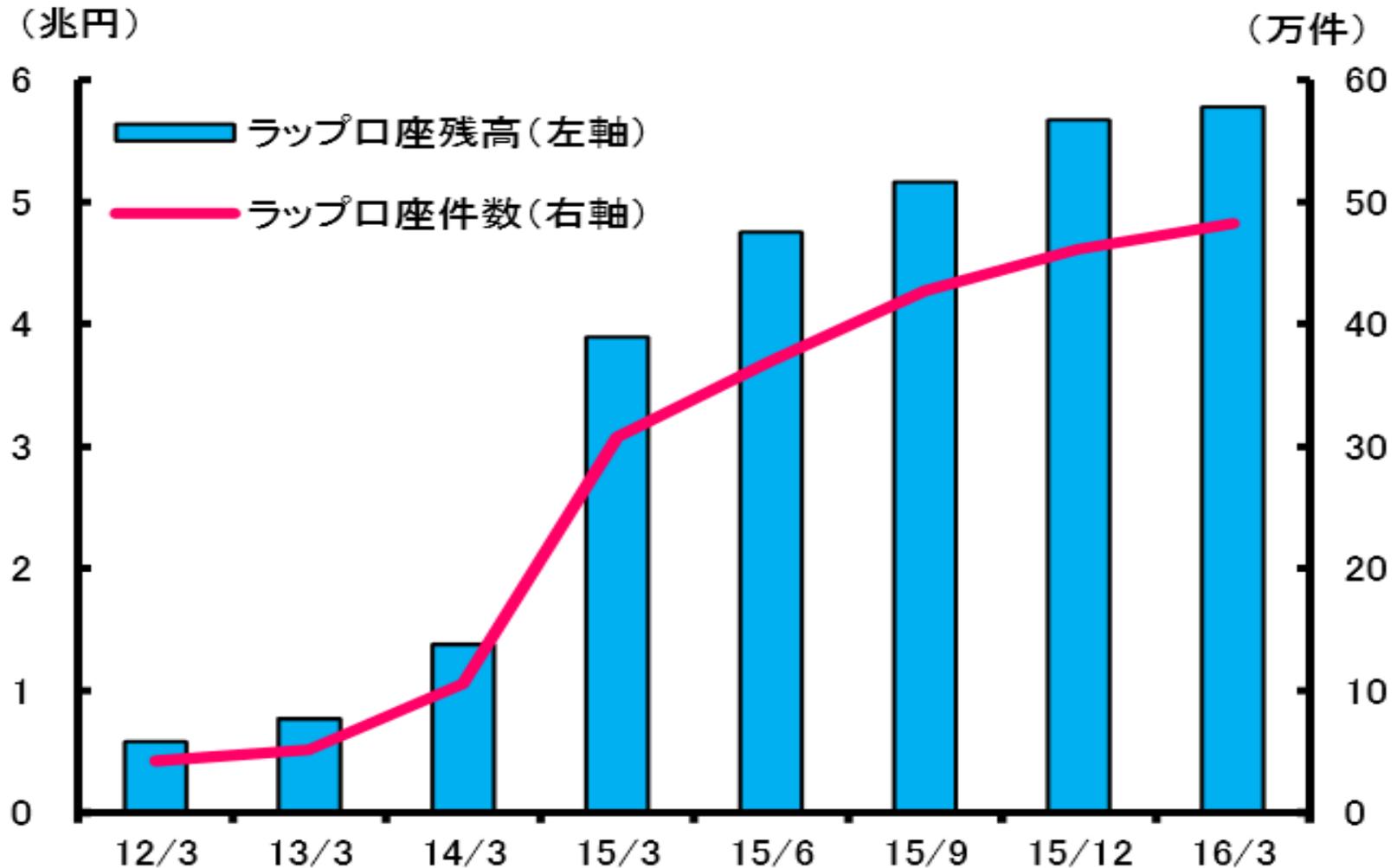
(注1)16年、11年、06年それぞれ3月末基準。ETF、確定拠出年金専用は除く。

(注2)11年、06年の色塗りの投資信託は、16年にも上位10位内にランクインしている。

(資料)QUICK、モーニングスター社資料等より、金融庁作成。

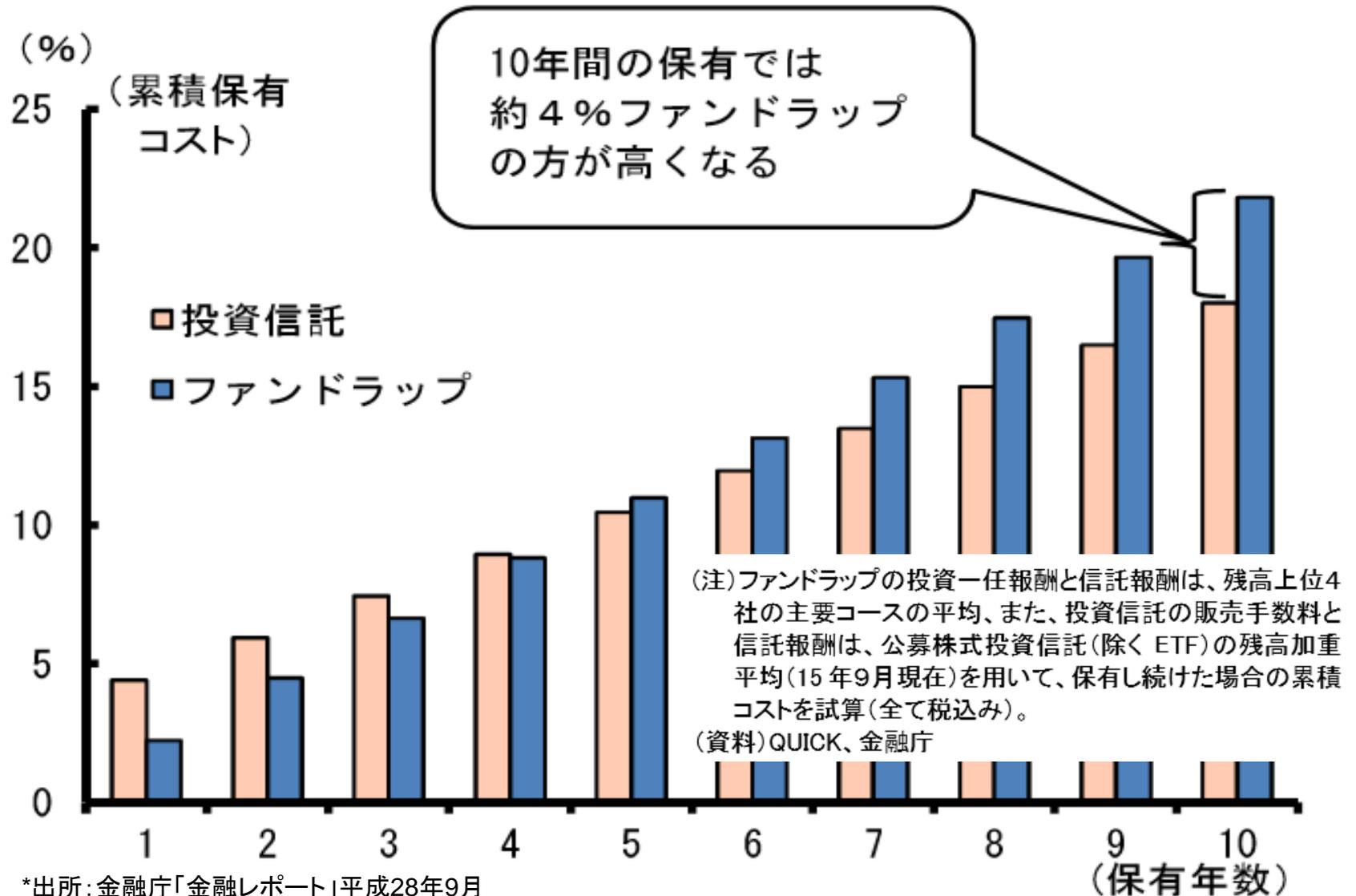
*出所:金融庁「金融レポート」平成28年9月

資産運用会社でもある金融機関には 資産運用専業会社と同様の受託者責任があるのではないか



(資料) 日本投資顧問業協会資料より、金融庁作成。

「乗り換え規制回避」+「高収益確保」といった供給側論理でラップが伸びている？



*出所: 金融庁「金融レポート」平成28年9月

投信市場の現状と資産運用業

■ 大型投信の日米比較

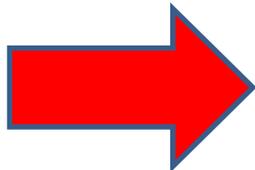
- 米国は**国内株式ファンド**が中心に対して日本は**海外証券ファンド**が中心
- 米国は**パッシブファンド**が中心だが、日本は**テーマ型アクティブファンド**が中心
- 米国は大型ファンドの**構成は安定**しているが、日本は比較的短期間のうちに多くが**入れ替**わっている

■ なぜ海外REITファンドばかりに資金が集まるのか？

- 相対的高利回りで**分配原資**が確保できる数少ない商品
- 国内外債券や株式の魅力度の低下と円高懸念・ヘッジコストの上昇
- 販売会社の**テーマ型営業**

■ 日本の投信市場の歪な姿を映していないか

- 個人の**中長期資産形成層**の割合が圧倒的に少ない
- 類似の売れ筋商品を一斉に設定する運用会社と一斉に販売する金融機関（様々な投資家の属性や選好に対応できる**バランスのとれた投信市場**になっていない一方、類似ファンドの乱立で過当競争）
- 販売会社主導の**商品企画**
- **外部委託型商品**が主体



資産運用会社の差別化要因は？
資産運用会社の運用の高度化につながるのか？
我が国資産運用業の社会的認知は高まるのか？

その他の論点

- 機関投資家資産運用業と投信を中心としたリテール資産運用業は車の両輪。
多くの資産運用会社でも両方のビジネスを手がけており、片方だけを切り分けて論ずることは適切ではない
- 投資顧問業協会と投資信託協会もそろそろ一体化して「資産運用業協会」に衣替えしたらどうか
 - 資産運用業としての共通テーマを別々の業界団体で取り扱っているのは非効率
 - 規制当局・行政に対してのアドボカシー活動を強化する
 - 両者にまたがるビジネス領域が拡大している(DC, 私募投信、ラップ...)
- 販売会社を含めた形での受託者責任の貫徹があって初めて日本の資産運用業の信頼が高まる