

大学のアセットオーナー・プリンシプル対応を考える

年金コンサルティング部 鈴木 麻悌
立石 奈津美
吉村 礼

1. はじめに

2024年8月、アセットオーナー・プリンシプルが策定された。これは、インベストメントチェーンの重要な役割を担うアセットオーナーが資産運用における責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たすうえで重要な共通原則として定められたものであり、大学も資産運用を行う学校法人の1機関として、この対象になると考えられる。大学がアセットオーナー・プリンシプルを受入れることによって、資産運用への取り組みへの積極性や高い透明性を示すことが期待できる。本稿では、アセットオーナー・プリンシプル受入れに向けて大学が検討すべき対応案を検討・概説する。

2. アセットオーナー・プリンシプル策定の背景

2023年12月に、資産運用立国分科会に

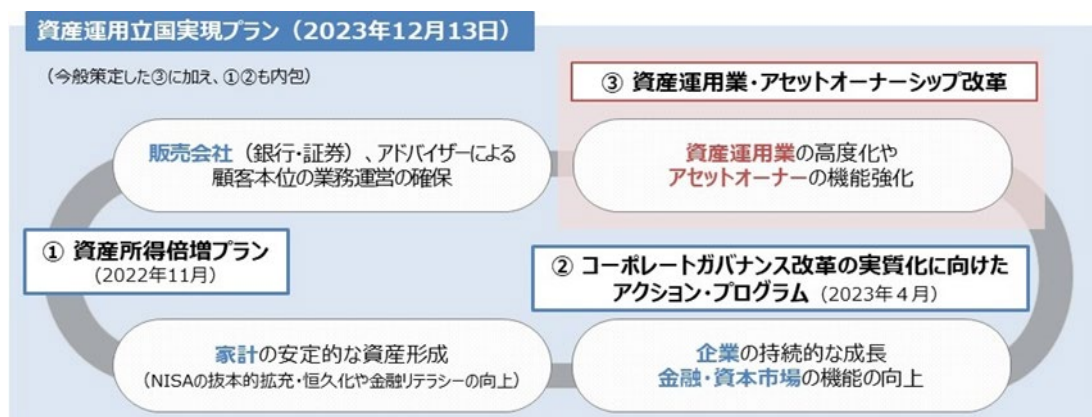
て、資産運用立国実現プランが取りまとめられた。この基本的な考え方は、国内に眠る家計の金融資産を投資に向かわせることで、企業が企業価値を向上させ、家計にリターンを還元し、更なる投資や消費につなげ、家計の金融資産所得を増やすというものである。資金の流れを創出することで成長と分配の好循環を生み出すことを目指している。

この実現には、インベストメントチェーンを構築する各主体（家計、販売会社、資産運用業者、アセットオーナー、企業）の対応・取組みが重要となる。その施策として、資産所得倍増プランや、コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラムが打ち出された。

そして最終的に、資産運用業・アセットオーナーシップ改革を盛り込んだ、資産運用立国実現プランが策定された（図表1）。

そのアセットオーナーシップ改革の一環

図表1 資産運用立国実現プランの概要



（出所）内閣官房「資産運用立国実現プラン」、金融庁「資産運用立国実現プラン（概要）」より

として、アセットオーナー・プリンシプルが策定されたのである（図表2）。

アセットオーナーは、受益者の利益を第一に考える観点から、運用する目的に基づいて目標を定め、その目標を実現するために必要な運用機関を見極める能力の向上が求められる。

運用目的・目標を達成し、受益者等に運用の成果をもたらす等の責任を果たす観点は、どのアセットオーナーにも共通して求められる役割であることから、共通原則として定められた。アセットオーナーの範囲には、大学ファンドや資産運用を行う学校法人も含まれることから、大学もフィデューシャリー・デューティーを実現するうえで、アセットオーナー・プリンシプルの受入れを検討することが求められる。

3. アセットオーナー・プリンシプルの概要と各原則への対応案

アセットオーナー・プリンシプルは原則

主義「プリンシプルベース・アプローチ」で、取るべき行動を詳細に規定する細則主義「ルールベース・アプローチ」ではない。アセットオーナーがそれぞれの立場に応じて適切な運用成果をもたらせるよう、共通原則を定め、それに対して受入れを求める方法を採用している。

また、このプリンシプルは法令とは異なり、法的拘束力はない。プリンシプルの趣旨を理解し、十分に検討した上で、その趣旨に賛同し、受入れの判断を実施することが期待されている。そのため、受入れる場合でも、全ての原則を一律に実施しなくてはならないわけではなく、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。

アセットオーナーは、このプリンシプルの各原則を実施（コンプライ）するか、個別の事情に照らして実施することが適切でないと考えられる場合には、理由を十分に説明し

図表2 資産運用立国実現プランの概要（資産運用業・アセットオーナーシップ改革の分野）

1. 資産運用業の改革

- ・ 大手金融グループにおいて、資産運用ビジネスの経営戦略上の位置づけのほか、運用力向上やガバナンス改善・体制強化のためのプラン策定・公表
- ・ 資産運用会社が金融商品の品質管理を行うプロダクトガバナンスに関する原則の策定
- ・ 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正
- ・ 金融・資産運用特区の創設
- ・ 振興運用業者促進プログラム

2. アセットオーナーシップの改革

- ・ **アセットオーナープリンシプルの策定**
- ・ 企業年金改革（資産運用力の向上、共同運用の選択肢の拡大、加入者のための運用の見える化の充実）

3. 成長資金の供給と運用対象の多様化

- ・ スタートアップ企業等への成長資金の供給の促進
- ・ オルタナティブ投資やサステナブル投資などを含めた運用対象の多様化

4. スチュワードシップ活動の実質化

- ・ PBR等を意識した企業による計画策定・開示・実行の取組みについて、東証と連携しフォローアップ
- ・ 機関投資家と企業との対話の促進等のための大量保有報告書等の見直しを含む実質的なエンゲージメントの取組みの促進

5. 対外情報発信・コミュニケーションの強化

- ・ 世界の投資家のニーズに沿った形で資産運用業の改革を進めていくための資産運用フォーラムの立上げ

（出所）内閣官房「資産運用立国実現プラン」、金融庁「資産運用立国実現プラン（概要）」より

た上で(エクスプレイン)一部原則を実施しないことが想定される。なお、実施しない理由の説明について、アセットオーナーはステークホルダーの理解が得られるよう留意することが求められている。

アセットオーナー・プリンシプルは、5つの原則(図表3)で構成されるが、それぞれの原則について大学における対応案を提案する。なお、この案は、あくまで原則を基にした考えをまとめたもので、これが必ずしも最善とは限らず、それぞれの大学に適した方法を検討する際の一助になることを目的としたものであるため、ご留意いただきたい。

原則 1

運用目的や運用目標、運用方針の策定

[対応案]

投資目的として、特に欧米のような寄附金を原資と想定する場合、世代間の公平性や実質的な購買力の維持が非常に重要となる。これは、寄附金は現在の学生のためだけではなく、将来の学生のためにも購買力を維持した運用を行うべきとする考えに基づくものである。また、大学経営として重要となるのは、事業計画に基づく支出計画や財務の安定化を目指すこと、そして支出計画に基づき奨学金等の提供や教育・研究活動支援、インフラ整備により、長期に渡る安定的な大学のエコシステム構築を図ることであろう。

また、その実現のためには経済的リターンが重要となるが、アセットオーナーとし

図表 3 アセットオーナー・プリンシプル

アセットオーナー・プリンシプル

- 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、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。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専門的知見に基づいて行動することが求められる。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。
- 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。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、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。
- 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、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。
- 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。

(出所) 内閣官房新しい資本主義実現本部事務局より

では、社会的リターン獲得（社会的な課題や環境問題の解決）による社会貢献も重要な視点になると考えられる。このような観点を踏まえ、投資目的を明確化することが有効である（図表 4）。

それぞれの大学は、自校の経営方針等を基に投資目的を定め、目的実現のための運用目標・運用方針の策定が必要となる。運用目標の設定は、事業計画等に基づいて設定されるペイアウト目標、上述のような購買力維持のためのインフレ率、運用コスト等を勘案して設定すること等が一案である。つまり、運用目標は期待成長率も勘案しつつ、ペイアウト目標とインフレ率と運用コストの和を上回るよう設定する（図表 5）。ただし、運用においては、一般的にはリスクとリターンはトレードオフの関係にあるため、高水準のリターンを目指せば、それだけリスクも高まることから、運用目標の達成とリスク管理の実現を可能とする体制整備が必須となる。

運用目標を実現するための最優先事項としては、具体的な資産構成割合（基本ポートフォリオ）の策定があげられる。主な基本ポートフォリオの策定には、平均分散法や条件付平均不足率最小化（CVaR 最小化）といった最適化手法が用いられる（図表 6）。

平均分散法はポートフォリオ全体のリターンの変動をリスクとして捉える一方、CVaR 最小化はリターンが運用目標に満たないリスク（下方リスク）に焦点を当てるといふリスクの捉え方である。一般的なりターン分布（正規分布）を仮定するのであれば平均分散法を適用し、下方リスク抑制といった極端なリスクを重視するのであれば実績分布等（非正規分布）を活用した CVaR 最小化を適用することが考えられる。

また、基本ポートフォリオを前提とした中長期的な運用の実現のためには、許容乖離幅（基本ポートフォリオから時価ブレによる変動を許容する乖離幅）を設定し、定期的にモニタリングを行うことも重要である。

図表 4 投資目的、運用目標・運用方針の策定イメージ

投資目的

- ・ 世代間の公平性維持
- ・ 実質的な購買力維持
- ・ 長期的な財務の安定化
- ・ 奨学金・助成金等の提供
- ・ 教育・研究活動支援
- ・ 大学のインフラ整備
- ・ 経済的リターンと社会的リターンの両立

運用目標・運用方針

- ・ 上述の様な目的を達成するために必要な運用目標水準を決定
- ・ 具体的には、中長期的に定める事業計画等を前提とし、計画で必要となるペイアウトを考慮した目標リターンを設定
- ・ 運用目標達成に向け、中長期的観点から基本ポートフォリオを策定し、乖離許容幅を設定して運用を行うことで資産全体で市場リターンの確保を目指し、アクティブ運用やオルタナティブ運用を組合せることによって更なる収益機会獲得を企図
- ・ リスク許容度については、運用目標達成のために定める基本ポートフォリオ策定時において、ストレステストや将来シミュレーション等により、事業計画に対する影響度を勘案して把握
- ・ 運用目標や運用方針は最重要戦略であることから、合議体で構成される最高意思決定機関となる委員会等で決裁されるものとし、その委員は有識者で構成されるものとする
- ・ 事業計画、基本ポートフォリオについては、それぞれ定期的に検証・見直しを行い、必要に応じて修正

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

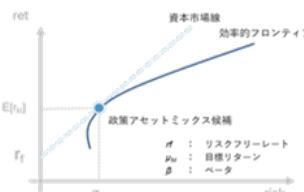
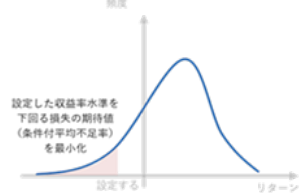
図表 5 運用目標設定の考え方

運用目標設定の考え方

$$\text{運用目標} \geq \text{ペイアウト目標} + \text{インフレ率} + \text{運用コスト}$$

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6 基本ポートフォリオ策定の考え方

	概要	長所	短所
平均分散法	期待収益率と標準偏差の尺度からそれらのトレードオフの関係を利用し、期待効用最大化を目的関数として最適化を実施。 	- 確立された手法で、一般に広く認識 - 正規分布前提で導出方法も容易	- ポートフォリオ選択において定量的に解を算出することは困難 - 正規分布前提であるため、テール・リスクを見れずリスク過小評価の可能性
条件付平均不足率最小化	ある目標収益率（例：名目賃金上昇率）を超える損失額の期待値を最小化することを目的関数として最適化を実施。 	- 非正規分布を前提とすることで、下方リスクを考慮可能 - 下方リスク抑制型ポートフォリオ構築 - 経験分布を活用する場合は納得感が得易い	平均分散法対比計算負荷が相対的に大きい

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

必要に応じてリバランスや基本ポートフォリオの修正を行うことで、安定運用の維持が期待できる。

そしてこれらは、経済環境の変化や大学の状況を勘案して、必要に応じて適切に見直すことが肝要である。

[原則 1 への対応案まとめ]

- ・運用目的は世代間の公平性や実質的な購買力の維持、大学経営等の観点から整理
- ・運用目標・運用方針は、目的を実現するための具体的施策を検討
- ・運用目標達成のため、一般に中長期的

な観点で基本ポートフォリオを策定し、許容乖離幅を設定して運用を行う

- ・事業計画や基本ポートフォリオは定期的に見直し、必要に応じて修正する

原則 2

人材確保などの体制整備及び外部知見、外部委託の活用

[対応案]

運用目標の達成のためには、その目標を実現できる運用およびリスク管理能力を持つ人材による運営が必須となる。運用状況に応じて必要となる知見が異なってくるこ

とから、それらを把握することも重要となる。運用で必要となる知見は、資産規模やリスク許容度により大きく異なる。低リスク運用であれば満期保有目的債券中心の運用が想定され、リスクを大きくするほどリスク性資産である売買目的有価証券の債券や株式、オルタナティブへの投資割合は増え、運用の複雑さや個別性が増すことが想定さ

れる（図表7）。

このように状況に応じて必要な知見が異なることから、その運用を実現できる適切な陣容を整え、それらの監督と機能が実現するガバナンス体制の構築が必要である。

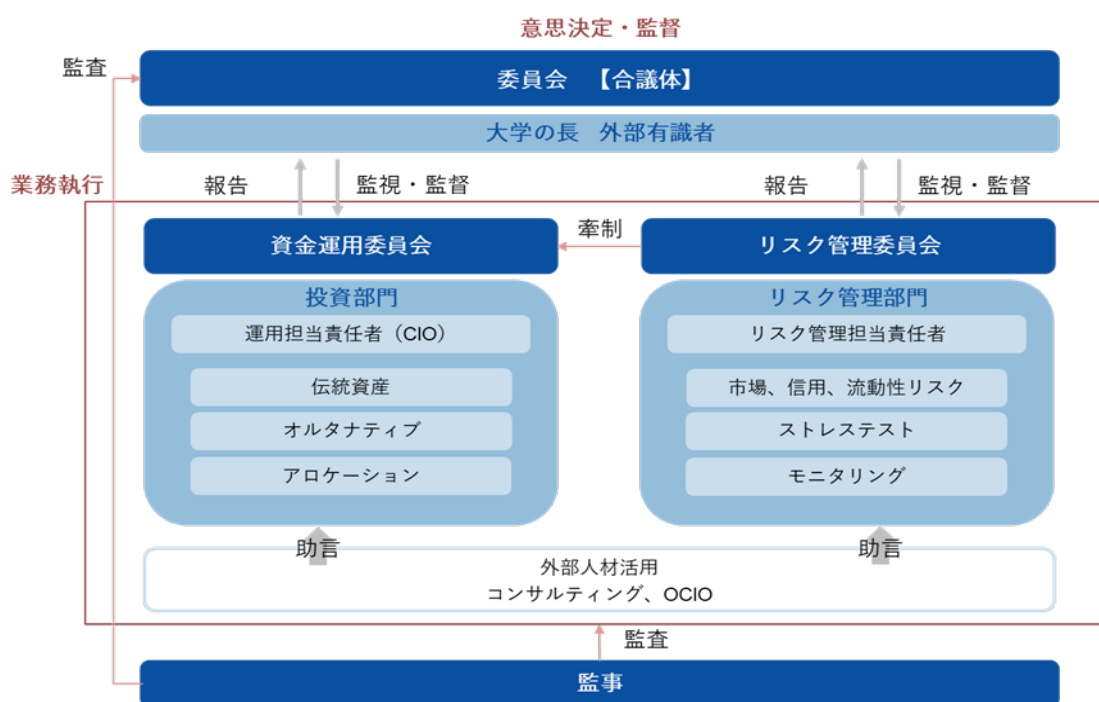
今回、本邦投資家の中では比較的大きいリスクをとっていると考えられる国立研究開発法人科学技術振興機構（大学ファンド）

図表7 リターン目標・リスク許容度に応じた運用・体制イメージ

JST（大学ファンド）の運用水準						
リターン	0.5～1%	1～2%	3～4%	5～6%	5%	5～8%
投資対象	元本保証型 (満期保有目的債券等)	元本保証型 伝統資産	伝統資産 オルタナティブ（低水準）	伝統資産 オルタナティブ（多様化）	伝統資産 オルタナティブ（高水準）	オルタナティブ（中心）
投資家	国立大学	国立・私立大学 公的年金	公的年金	海外公的年金	東京大学 (新基本ポートフォリオ)	代表的な 海外エンダウメント
ポート フォリオ						
運用体制	数名程度 (専門家少数)	10名程度 (専門家少数)	10名程度～数十名 専門家独自採用・育成 金融機関等からの人材交流	数十名程度（専門家多数） 外部人材活用		数十名程度（専門家中心） 内部人材活用・育成 外部人材活用

（出所）各大学公表資料等を参考に、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 監督と執行が機能するガバナンス体制のイメージ



（出所）国立研究開発法人科学技術振興機構等を参考に、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

を参考に、監督と執行が機能するガバナンス体制のイメージを記載した（図表 8）。これは一案であるが、まず大学の意思決定・監督機能と業務執行機能は分離する。その上で、業務執行については、運用部門とリスク管理部門を設け、それぞれ運用担当責任者（CIO）、リスク管理担当責任者を設置してその権限を明確化する。また、監事を設置し、業務全体への監査機能を持たせる。

業務執行上の意思決定は資金運用委員会、リスク管理委員会で行うものとする。このような体制をとることで、資金運用委員会における牽制機能、リスク管理委員会による牽制機能、監査による業務全体への牽制機能が発揮されるようなガバナンス体制となる。

ただし、現実的には、必ずしも必要な知見のある陣容・体制を確保することが可能であるとは限らない。各大学とも限られたリソースの中で業務運営をしていることを勘

案すると、現状の業務遂行に加え、中長期目線での経営計画に応じた内部人材の育成や活用の検討が課題となる。

また、適切な知見を有する人材を招聘できるかが難しい部分であるが、対応策としては外部人材の活用も有効な手段となる。運用やリスク管理、運営等のサポート等も含めたコンサルティングや、運用の一部を外部専門家にアウトソースする OCIO（Outsourced CIO）の活用が有効な手段になり得るものと考えられる（図表 9）。

[原則 2 への対応案まとめ]

- ・ 運用目標を実現するために必要となる知見の把握
- ・ 内部人材、外部人材の活用
- ・ 権限と責任の明確化
- ・ 監督と執行、牽制が機能するガバナンス体制の構築

図表 9 ガバナンス高度化と人材活用の論点整理

	体制整備・具体案
ガバナンス	・ 合議体による意思決定 －役割の明確化 －意思決定と執行の分離 －管理、監督機能 －専門性を持つ外部委員 ・ 権限・責任の明確化 －CFO・CIOの配置、それぞれの権限の明確化 ・ 牽制機能の発揮
内部人材活用	・ 人材育成 ・ 採用（運用状況に応じた体制整備） ・ 人事制度（専門職）、インセンティブ設計
外部人材活用	・ 知見の補充、充実のための補充 ・ コンサルティング －基本ポートフォリオ策定、マネージャーストラクチャー構築、運用商品選定、モニタリング支援等 ・ 外部委託運用（投資一任） －運用高度化 ・ OCIO －運用高度化

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

原則 3

運用方法の適切な選択及び利益相反を適切に管理した運用委託先の選定

[対応案]

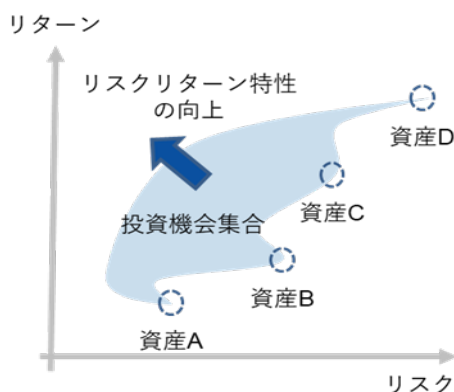
運用目標を達成するための運用方法の検討手法は、原則 1 に記載した基本ポートフォリオ策定や、基本ポートフォリオを前提に適切な運用戦略を選択するマネージャーストラクチャーの構築となる。

基本ポートフォリオは、運用目標を実現する上での最重要戦略となる。基本ポートフォリオ策定におけるリスクコントロールの観点では、分散や資産間の相関、流動性等を考慮することが重要である。ポートフォ

リオは、相関の低い多資産を組合せることで、分散効果によりポートフォリオのリスクを単一資産のリスクの合算値よりも小さくすることができる（図表 10）。また、流動性に関して、特に低流動性のオルタナティブへ投資するような場合、投資期間中その資金は原則換金できないため、資金使途等を考慮の上、投資割合を検討することも重要である。

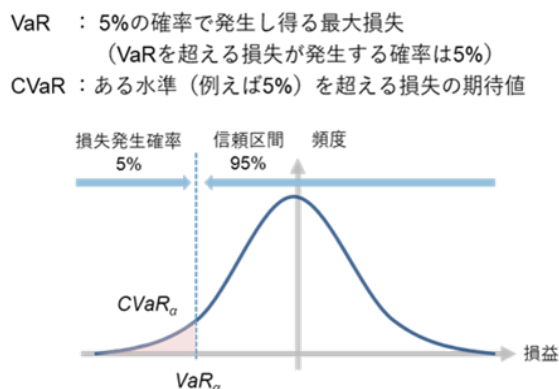
また、基本ポートフォリオの選定にあたっては、VaR や CVaR 等のリスク指標の評価やストレステスト、基本ポートフォリオを前提とした将来シミュレーションの実施等、多面的な検証を経て基本ポートフォリオを選択することが有効であると考えられ

図表 10 ポートフォリオの分散効果



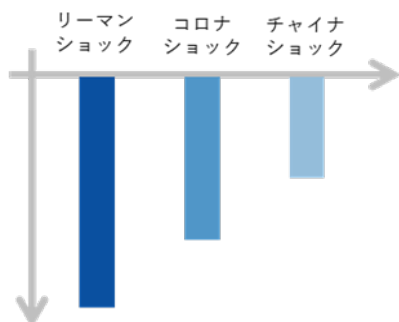
（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 11 ポートフォリオのリスク評価



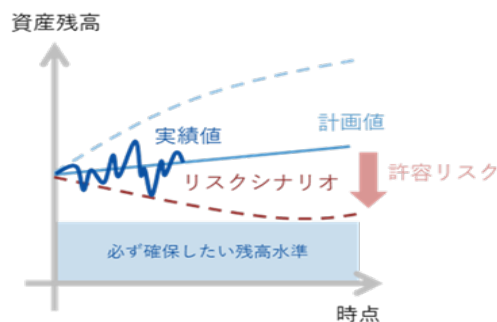
（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 12 ポートフォリオのストレステストテスト



（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

図表 13 将来シミュレーション



（出所）みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

る（図表 11、12、13）。VaR や CVaR は過去実績を基にした統計的なリスク量を、ストレステストでは実績ベースの顕在化したリスクにおける影響を把握することが可能となる。将来シミュレーションでは、想定する基本ポートフォリオを前提として、将来想定されるキャッシュフローも考慮した資産残高への影響を把握することができ、許容できるリスクの範囲や、仮にリスクが顕在化しても確保したい資産残高水準の検証も可能となる。

この様な多面的な評価を実施することにより、十分にリスクを評価した上で基本ポートフォリオを選択することができると考えられる。

次いで、マネージャストラクチャーの構築についてだが、基本ポートフォリオで定めた資産配分にしがたって、運用戦略を検討する。運用戦略検討の前提として、利益

相反管理は適切に行うべきである。その上で、運用委託先の選定は、運用実績のみならず、リターンの蓋然性を高める定性判断等も考慮し、総合的に判断すべきである。具体的な運用委託先評価案を例示する（図表 14）。ここでは、アクティブ運用を前提とし、4 つの評価項目を考えてみた。運用目標達成率は、アクティブ運用上最も重要となるもので、戦略が掲げる目標に対する結果を評価する。ただし、あまりに短期間で評価すべきではなく、ある程度の長期を前提とした期間設定が重要である。

次に IR（インフォメーション・レシオ）であるが、これは運用者のスキルを表す指標で、ベンチマークからリスクをとってアクティブリターンを獲得したかを評価する。定性評価については、実績のみでは測りきれない運用組織体制や運用哲学、運用プロセス、リサーチ力、リスク管理等を評価する

図表 14 運用委託先評価案

戦略	運用目標達成率	IR	定性評価	ESG評価	最終評価
戦略1	80%	0.5	A	○	◎
戦略2	60%	0.5	B	△	△

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 15 運用委託先の定性評価イメージ

定性評価の視点	
運用体制	・組織力 ・十分な経験、知識を有するスタッフ及び社内リソースの充実度
運用哲学 プロセス	・運用哲学の明確さ ・運用哲学のプロセスへの反映 ・運用プロセスの独自性・差別化
リサーチ リスク管理 情報開示	・情報創出力 ・情報優位性 ・モデル開発能力 ・リスク管理能力 ・情報開示状況

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(図表 15)。そして、更なる高度化の案としては、ESG 評価の考慮があげられる。アセットオーナーとして、原則 5 (後述) も考慮するかたちで、投資先企業の持続的成長に資する ESG 投資を実行するとともに、ESG をポートフォリオレベルや外部委託先レベルで評価することも有効であろう。それぞれの評価はスコア化し、重要度に応じて重みを付け、加重平均等によって最終評価を付与するような方法が考えられる。このような方法をとることで、ある程度客観的に委託運用先を評価し、必要に応じて見直すための判断材料にもなる。

[原則 3 への対応案のまとめ]

- ・運用目標の達成には、多様な資産を組合せてリスクを分散した基本ポートフォリオ策定が重要
- ・リスク指標やストレステストを活用し

て多面的にリスクを評価し、適切な資産配分を決定する

- ・運用委託先検討時は、利益相反管理を適切に行う
- ・運用委託先評価では、定量・定性項目をスコア化して客観的に評価

原則 4

ステークホルダーへの情報開示

[対応案]

情報開示については、海外エンダウメントが参考として考えられる。カリフォルニア大学のエンダウメントの運用を行っている UC Investments の情報開示の一部を見ると、投資方針を初めとして詳細な情報開示が行われていることが確認される (図表 16)。これは一例であり、どこまで開示するかは要検討であるが、ステークホルダーが

図表 16 UC Investments (カリフォルニア大学エンダウメント) の情報開示概要

主要な公表項目	具体的内容
投資方針	1. Less is more (投資対象を減らす: 質の高い資産へ集中) 2. Risk Rules (全員がリスクマネージャーのように) 3. Concentrate (深く理解する資産に集中) 4. Creativity Pays (イノベーション文化の構築) 5. Build Knowledge (組織全体で情報共有する文化の構築) 6. Team up (成功の可能性を高める優秀な人材を集める) 7. What makes UC, UC (比類ないイノベーションエコシステム) 8. Perfect Alignment (透明性と投資リスクへの深い理解) 9. Human Meets Machine (テクノロジーの活用) 10. Centennial Performance (次の100年に向けた投資)
ハイライト	単年度ベースのリターンや資産残高等の実績値
ネットリターン	経年での政策ベンチマークリターンと超過リターン
アロケーションのリターン寄与	資産クラス別の残高、ウェイト (政策)、ウェイト (実績)
パフォーマンス	資産クラス別の年率リターン (複数期間)
アセットアロケーション	複数時点の資産配分
リスクの変動性	リスク水準 (複数期間)
リスクアロケーション	資産クラス別のリスク寄与

(出所) UC Investments 「The UC Investments Way」, 「Annual Report 2023-2024」より、

みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

確認して、対話に活用できる情報開示が望まれる。

積極的な情報開示は、大学の取組みに対するステークホルダーの理解を深めることに寄与するため、寄附への賛同が増える、アドバイスが受け易くなる等のメリットが生まれ得ることも期待される。

[原則 4 への対応案のまとめ]

- ・運用状況の「見える化」を行い、対話に役立つ情報開示を行う
- ・情報開示は、分かり易く、総合的に比較しやすいよう工夫する

原則 5

投資先企業の持続的成長に資する取組み

[対応案]

アセットオーナーとして、投資先企業の持続的な成長に資する取組みが求められてい

る。具体的な対応としては、スチュワードシップ活動やサステナビリティ投資があげられる。

まずはスチュワードシップ活動に係る取り組みをみていく。スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家は、投資先企業に対してサステナビリティの考慮に基づく建設的な「目的を持った対話（エンゲージメント）」を通じて、当該企業の企業価値向上や持続的成長を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図る「スチュワードシップ責任」があるとされる。スチュワードシップ責任を果たすことで経済全体の成長を企図するもので、このための活動がスチュワードシップ活動である（図表 17）。

一般にスチュワードシップ活動は運用機関に委託され、アセットオーナーは自らの規模や能力に応じて運用機関のスチュワードシップ活動をモニタリングし、自らの方

図表 17 日本版スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コード

- 原則 1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則 2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則 3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 原則 4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- 原則 5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 原則 6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- 原則 7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
- 原則 8. 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

（出所）金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》より、

みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

針と整合的であるか、建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認することが求められる。

ただし、現状各大学が独自でスチュワードシップ活動へ積極的に取組むことは、組織運営上難しい可能性もある。そのようなケースへの対応策としては、複数のアセットオーナーが、協働して運用委託先のスチュワードシップ活動に対するモニタリング（協働モニタリング）を実施することが有効であると考えられる。この取組みは、スチュワードシップ活動の効率化・実質化等の観点で非常に有益であり、大学についてもこの様な取組みを模索することでスチュワードシップ活動への取組みの積極化を期待したい。一案としては、海外ではハーバード大学や、日本では上智学院等が参画する協働エンゲージメントプラットフォーム（PRI Advance、PRI SPRING、Climate Action 100+）への参画も候補となり得るものと考ええる（図表 18）。

次に、サステナビリティ投資への取り組みについてみていく。サステナビリティ投資の一例としては、ESG 投資が挙げられる。ESG 投資とは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の要素を考慮した投資手法である。ESG 投資は、これらの要素を投資判断に織込むことで、長期的かつ持続的に経済的リターン（リターン拡大、リスク抑制）と社会的リターン（投資先企業の企業価値向上、社会課題の解決）の両立を目指すものである（図表 19）。ESG 投資は企業価値向上に加えて、持続可能な開発目標（SDGs）達成や社会課題の解決にも寄与するものである。具体的には、環境への配慮や社会的責任を果たす企業に投資をすることで、気候変動の抑制や社会的公正の推進、質の高いガバナンスの実現を通じて、SDGs の達成に貢献する。この様に、ESG 投資は持続可能な社会の実現に貢献するものであると考えられている。

図表 18 各種協働エンゲージメントプラットフォーム

プラットフォーム		概要
PRI Advance		社会課題に関する協働エンゲージメント
PRI SPRING		環境（生物多様性）に関する協働エンゲージメント
Climate Action 100+		環境（脱炭素、気候変動）に関する協働エンゲージメント

（出所）PRI、Climate100+ HP より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

具体的に ESG 投資を行う例としては、ESG 指数への投資が挙げられる(図表 20)。パッシブであれば、分散されたポートフォリオで市場並みのリターンが期待され、かつ社会的なインパクトも相応に大きいと考

えられるため、ESG 投資を始める段階では有効な投資対象となるだろう。また、サステナビリティ投資の一環としてサステナビリティ投資方針の策定や、PRI(責任投資原則)への署名も有効である。サステナビリティ

図表 19 ESG 投資と SDGs



(出所) GPIF HP より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 20 ESG 指数の概要

指数		概要
MSCI ESGセレクトリーダーズ指数	総合	親指数（MSCIジャパンIMI指数）構成銘柄の中から、親指数における各GICS®[1]業種分類の時価総額50%を目標に、ESG評価に優れた企業を選別して構築される指数。
FTSE Blossom Japan Index	総合	業種配分をFTSE All Cap Japan Index と一致させつつ、環境・社会・ガバナンス（ESG）のグローバル基準を満たす日本企業のパフォーマンスが反映される様に設計。
FTSE Blossom Japan Sector Relative Index	総合	FTSE Blossom Japan Sector Relative Index は、環境、社会、ガバナンス（ESG）評価の高い日本の大型株、中小型株のパフォーマンスを反映するように設計されたセクター・ニュートラルなベンチマーク指数。さらに、銘柄選定の基準として、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿って企業の気候ガバナンスや炭素排出強度を評価。
MSCI ACWI ESGユニバーサル指数	総合	MSCIのESG Universal指数のメソッドロジーをもとに銘柄選択と指数ウェイト調整を行う。ESG Universal指数は、特に投資ユニバースの広さや分散を維持しながらESGへのエクスポージャーを高めた投資家のニーズに沿ったメソッドロジー。
S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	環境	東京証券取引所が算出・公表している東証株価指数（TOPIX）の構成企業のパフォーマンスを測定するように設計されており、売上高1単位当たりの炭素排出量が少ないまたは多い企業をオーバーウェイトまたはアンダーウェイトとする。
MSCI 日本株女性活躍指数	社会	親指数におけるGICS®[1]業種分類の中から、性別多様性に優れた企業を対象にして構築される。職場において高いレベルで性別多様性を推進する企業は、将来的な労働人口減少による人材不足リスクにより良く適応できるため、長期的に持続的な収益を提供すると考えられる。
Morningstar ジェンダー・ダイバーシティ指数	社会	Equileapが提供するデータと評価手法を活用し、確立されたジェンダー・ダイバーシティ・ポリシーが企業文化として浸透している日本企業、および、性別に関係なく従業員に対し平等な機会を約束している日本企業にエクスポージャーを持つことができるよう設計。

(出所) 各種指数 HP より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

投資方針の策定例として、ハーバード大学の概要を例示する（図表 21）。

サステナビリティ投資方針を策定し、ESG を投資方針に組み込むことは、長期的観点で企業に影響を及ぼし得る ESG 課題の考慮、アセットオーナーとしての社会的責任等の観点で、投資の側面から企業の持続的成長を促すことが可能になるものと考えられる。また、PRI への署名も、責任投資原則へコミットするもので、同様に意義深く、取組みを期待したい。

- ・ スチュワードシップ活動としては、協働モニタリング（協働エンゲージメントプラットフォームへの参画）等の検討
- ・ サステナビリティ投資としては、投資方針に ESG を組み込むこと、サステナビリティ投資方針の策定、PRI への署名を検討等

[原則 5 への対応案のまとめ]

- ・ 投資先企業の持続的成長に資する取組みとしては、スチュワードシップ活動やサステナビリティ投資が挙げられる
- ・ 投資先企業の持続的成長に資する取組みとしては、スチュワードシップ活動やサステナビリティ投資が挙げられる

図表 21 ハーバード大学のサステナビリティ投資方針



サステナブル投資へのアプローチ

2014年、ハーバード大学は、米国の大学エンダウメントとして初めて責任投資原則（PRI）に署名。

ESG インテグレーション

投資の意思決定プロセスにESG要因を考慮。

外部マネージャー

重要な ESG 要因を投資戦略にどう組み込んでいるか、ESG 関連の問題をどう伝えているか、表明した ESG の優先事項と目標に照らしてどの程度考慮しているかを理解。

気候変動リスク

外部マネージャーと協力し、下記の取組みを実施

- ・ 投資先企業が直面する気候変動リスクを理解し、緩和策の計画に影響を与える
- ・ TCFDに従う気候変動関連の情報開示を奨励
- ・ パリ協定の目標達成に向け、投資先企業に温室効果ガス（GHG）排出量削減のための計画策定を奨励

スチュワードシップ

協働エンゲージメント

外部マネージャーや投資先企業に対し、社会の長期的なニーズに応えつつ差し迫った課題に取り組むため、積極的に関与するよう促す。外部マネージャーが多いため、エンゲージメントを行う最も重要な方法は、PRI、気候リスクと持続可能性に関する Ceres 投資家ネットワーク（Ceres Investor Network）、Climate Action 100+ 等が主催する共同エンゲージメント。

フィデューシャリー・デューティ

サステナビリティを考慮する総合的なアプローチは、大学に適切なリスク調整後リターンをもたらすという受託者責任と一致すると考える。

倫理的考慮と投資除外

大学が判断。

（出所）Harvard Management Company「Sustainable Investing Policy」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. 総括

アセットオーナー・プリンシプルの受入れは、大学がアセットオーナーとしての共通原則に公に賛同し、投資行動に反映させることを意味する。これは、受益者の最善の利益を考慮して運用するフィデューシャリー・デューティーを実現する上で、説明責任を果たすという観点でも重要である。また、アセットオーナー・プリンシプルは強制されるものではなく、プリンシプルベースであり、「コンプライ・オア・エクスプレイン」であるため、大学はそれぞれの状況に応じた柔軟な対応が可能である。

アセットオーナーは、インベストメントチェーンの中で、直接的または間接的に、金融資本市場を通じて企業・経済の成長の果実を受益者等にもたらす重要な役割を担っている。大学がアセットオーナー・プリンシプルを受入れることは、大学自身の資金運用の高度化、資金運用への積極性や高い透明性確保による受益者（学生、教員等）や外部からの賛同、そしてインベストメントチェーンの構築に大きな影響を与えることが期待できる。資産運用を行う大学も 1 アセットオーナーとして、アセットオーナー・プリンシプルの受入れを検討してみてもは如何だろうか。

参考文献

1. みずほリサーチ&テクノロジーズ「大学法人に求められる運用・ガバナンス高度化 ～国際卓越研究大学の要件、海外エングラウメントを参考に～」
<https://www.mizuho-rs.co.jp/publication/report/2024/pdf//operation2405.pdf>

本稿に関する問合せ先

鈴木 麻悌	080-2360-4532	asayoshi.suzuki@mizuho-rt.co.jp
立石 奈津美	080-2361-3009	natsumi.tateishi@mizuho-rt.co.jp
吉村 礼	080-2360-4575	rei.yoshimura@mizuho-rt.co.jp

©2024 みずほリサーチ&テクノロジーズ

本資料は、金融ソリューションに関する情報提供を目的として作成されたものです。記載内容は、弊社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、金融情勢の変化などにより、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。本資料に関する権利は、みずほリサーチ&テクノロジーズに帰属し、本資料の一部または全部の無断複製、転載、改変、編集、及び第三者への開示を禁じます。