

## エンダウメント・モデル

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者  
加入協会

関東財務局長（金商）第430号  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2024.02.20

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



# 概要

## エンダウメントモデル(Endowment Model)

米国の大学等、財団の資産運用における投資のガバナンス構造です。投資は、いかに合理性を追求しても、不確実な未来に対する賭けの要素を払拭できないため、付加価値追求の責任を明確にする必要があります。一般的形態として、資産配分を統括する最高責任者を頂点に、各々の資産に責任者がおり、その戦略を実現するために一番ふさわしい投資運用者を選任する体制で、責任の移譲関係が明瞭です。このように投資運用の各階層に意思決定の責任を明確化させることによって、組織の財産運用の無責任課題を抑止します。

## 論理と賭け

合理的な意思決定は合理的推論の結果です。資産運用における運用者の責任というのは、このような合理性に立脚した投資判断を行うことと考えられています。しかし、投資判断が不確実な将来に関する判断である以上、合理性を超えた賭けの要素は、必ず残ります。

## 賭けと信念

賭けの決断については、合理的推論によるわけにはいかないのです。完全な自由意志のもとでの決断においては、自由であることの厳しさが露呈します。自分自身だけが支えです。その支えが信念です。信念の形成は、練磨された科学的手法の実践、長年の経験、修行としかいいようがない訓練を経てのみ、可能なのです。ここに、専門家の職業倫理の厳しさがあります。

## 運用者における説明責任と結果責任

資産運用における運用者の信念の根拠は説明できません。説明できないから、決断なのです。専門家としての知見と経験を総動員しても残る不確実性については、専門家としての誇りを賭けて、決断するしかないのです。説明が問題なのではなくて、結果が問題なのです。業者である運用者は、結果責任を負い得ない。ここは変えようがない。だからこそ、説明責任の内容に関して、業者には厳しい職業倫理が課されるべきなのです。

## 真のリスク(損失の可能性)管理能力と説明責任

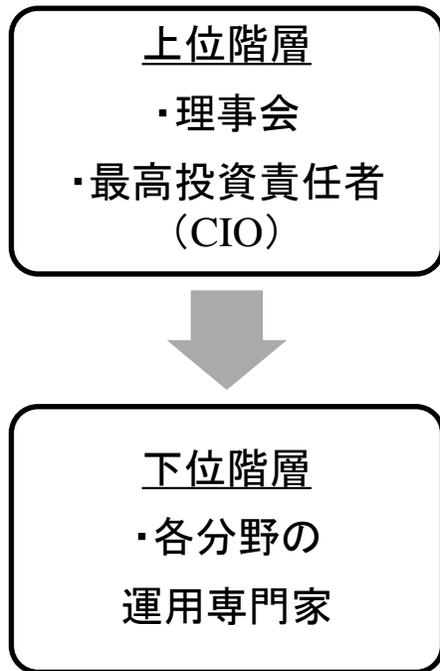
リスク管理とは、管理できるリスクを管理することが最終的な目的ではなくて、管理できないリスクの所在を明らかにすることが最終的な目的だったはずですが、説明責任とは、管理できるリスクの説明にではなく、管理できないリスクの説明にあるのです。つまり、説明できない賭けの要素に対する運用者としての信念の表明こそが、説明責任の対象なのです。

## 職業倫理(プロフェッショナリズム)

運用会社においては、運用の技術的な巧拙以前に、運用の腕前の良し悪しの判断以前に、運用組織の中にプロフェッショナル倫理が貫徹していることが、最低限の要件となるのです。

# 意思構造による責任の明確化

- 機関投資家の資産運用は、意思決定構造においては、個人の意思決定の集積を法人としての意思決定に転換するために、適正に責任を配賦する組織的な工夫を欠くことができません。
- 普通の機関投資家が陥りやすい組織的無責任を回避するため、意思決定の中身は、各階層に戦略配分を担当する責任者がいて、その戦略を実現するのに一番ふさわしい投資運用業者を選定し、投資判断を委ねます。投資運用の各階層に意思決定の責任を明確にし、専門家だから責任を負う、責任を負うから成果に繋がるという好循環により、最終的な投資成果に繋がると考えたガバナンス構造をエンダウメントモデルといいます。
- エンダウメントモデルはイェール大学をはじめ、米国の大学等、財団の資産運用に広く採用されています。投資は、いかに合理性を追求しても、不確実な未来に対する賭けの要素を払拭できないため、付加価値追求の責任を明確にする必要があります。エンダウメントモデルは、資産配分を統括責任者、各々の資産に責任者、投資運用者へ責任の明確化をさせる体制で、責任の移譲関係が明瞭になり、組織の財産運用の無責任課題を回避します。
- 最高意思決定機関としての投資政策委員会は、監視監督機関に近い役割を持ち、投資目的、投資ガイドライン、投資基準のような抽象的なことを定めます。具体的な資産配分の上下限や各資産内部での投資方針などについては、チェック・確認するという監視監督的機能にとどまります。
- また、意思決定機関として、CIOと各資産種類の責任者で構成される投資委員会を持ちます。ここで、具体的な資産配分や各資産内部での投資方針が決められます。各資産内部での実際の運用の意思決定は、それぞれの担当チームの中で決められ、各チームの意思決定は、実際には、外部の運用会社の選択ということになります。



## エンダウメント・モデル (意思決定構造のあるべき姿)

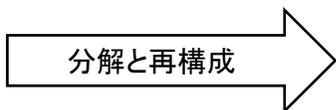
- ⇒ 上位階層は、資産の配分など重要な決定(承認)を行う。CIOは経験豊富な専門家。
- ⇒ 下位階層への権限移譲が明確。上位階層は下位階層の意思決定に介入しない。
- ⇒ 下位階層は、投資ガイドラインや目的に従い、各分野の専門家として詳細、かつ具体的な意思決定を行う。
- ⇒ エンダウメント組織の巨大化により機能弱体化の傾向。

## 一般的な意思決定構造

- ⇒ 上位階層は、組織の上層部。必ずしも運用の専門家で構成されているわけではない。
- ⇒ 下位階層への権限移譲が不明確。上位階層が運用委託先や銘柄選択など下位階層の意思決定に影響を与える可能性。
- ⇒ 変化を嫌う横並びの運用に偏向、自律なき運用に持続可能性なし
- ⇒ 機関投資家がインデックス運用に頼る傾向になり、インデックス自体が機能しなくなる可能性

# 日本における私立学校法人の投資

流動資産	流動負債
有形固定資産 (施設等)	固定負債 (退職給与引当金含む) (学校債含む)
	第1号基本金
	第2号基本金
その他固定資産 (諸引当資産含む)	第3号基本金
	第4号基本金
	消費収支差額



## 学校法人の投資

- ▶ 施設建設・更新のための長期留保資金の運用
- ▶ 財团的な第3号基本金は大きくない
- ▶ 目的別に区分管理されていない

消費収支差額がマイナスで累積している学校法人が多い

有形固定資産 (施設等)	固定負債
減価償却累積額	第1号基本金

- 施設等の更新のための原価償却累積額の留保
- 消費支出差額のマイナスに充当されている学校法人が多い(事実上の基金取崩し)
- 固定負債は元利の弁済額が第1号基金に振り替わる

建設事業等引当資産	第2号基本金
-----------	--------

- 将来の施設建設等のための計画的積立

第3号基本金引当資産	第3号基本金
------------	--------

- 運用の果実を奨学金等に充てるもの

退職給与引当資産	退職給与引当金
----------	---------

- 企業年金資産の運用と同じ性質のもの

流動資産	流動負債
	第4号基本金

- 運転資金の運用(第4号基本金は経常経費1月分)
- 「随時換金性と元本保証確実性が要求される」

## 講演後アンケート

---

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/qaCGbyWAcznSudkr7>

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。