

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

転換するハーバード大学基金の運用

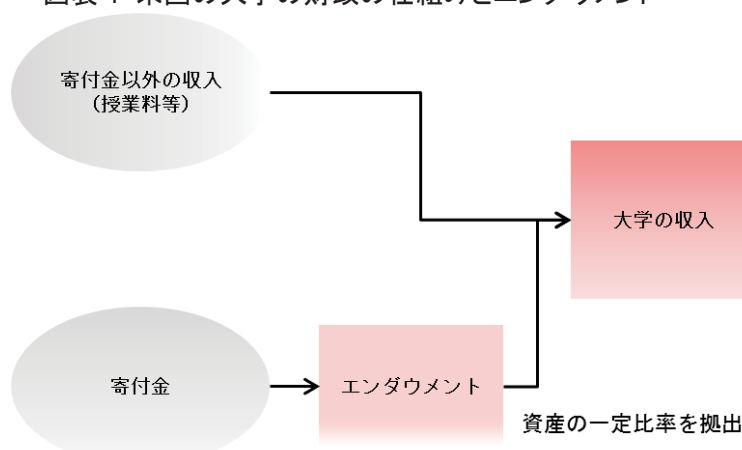
ハーバード大学の寄付基金(エンダウメント)の運用体制が大きく転換するようです。従来、内部運用と外部委託運用を併用する、ハイブリッド型と呼ばれる運用体制を同基金は採ってきました。しかし、最近の運用成績の低迷を受けて、内部の運用チームを縮小し、ほぼ全資産を外部委託する計画が進められています。

そもそもエンダウメントとは

米国の大学では、寄付金を原則としてエンダウメントと呼ばれる基金が管理し、様々な資産に分散投資を行っています。エンダウメントの投資収益と資産の一部は大学に拠出され、大学の事業運営を助けています(米国の大学財政の概略は図表1参照)。ハーバード大学の場合は収入の概ね3割程度がエンダウメントからの拠出となっており、大学の事業運営に欠かせない要素となっています。

エンダウメントは、寄付金を原資としているため負債がなく、長期～超長期の投資家としてオルタナティブ投資へ積極的に取り組んでいることが有名です。特に世界の大学エンダウメントの中でも最も運用資産が大きいハーバード大学基金(厳密にはハーバード・マネジメント・カンパニーという運用会社に運用は委託されていますが、本稿では簡単のため、ハーバード大学基金としています)の動向は常に注目されています。

図表1 米国の大学の財政の仕組みとエンダウメント



(出所) 各種資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

そのハーバード大学基金が現在、運用体制の見直しを進めています。本稿では、その見直しの内容と背景について解説します。

ハーバード大学基金の運用体制の見直し内容

2016年12月にコロンビア大学基金のCEOからハーバード大学基金のCEOへと転じたナルバーカー氏が2017年1月に公表した書簡によると、ハーバード大学基金は、次のような運用体制の見直しを計画しています。

- ・内部運用と外部委託運用を併用するハイブリッドモデルを見直す。
- ・内部の運用管理は、「ジェネラリスト投資モデル」に移行させる。すなわち、内部スタッフには、運用資産全体を包括的にモニタリングする能力を求める。
- ・内部のヘッジファンド運用部門を閉鎖する。
- ・内部の不動産運用部門を独立させ、外部委託マネージャーとして運用を継続する。
- ・それにともなって現在230人いる人員を半減させる。

この見直し方針にしたがい、すでに57人のスタッフに対して解雇通知が出されているようです。

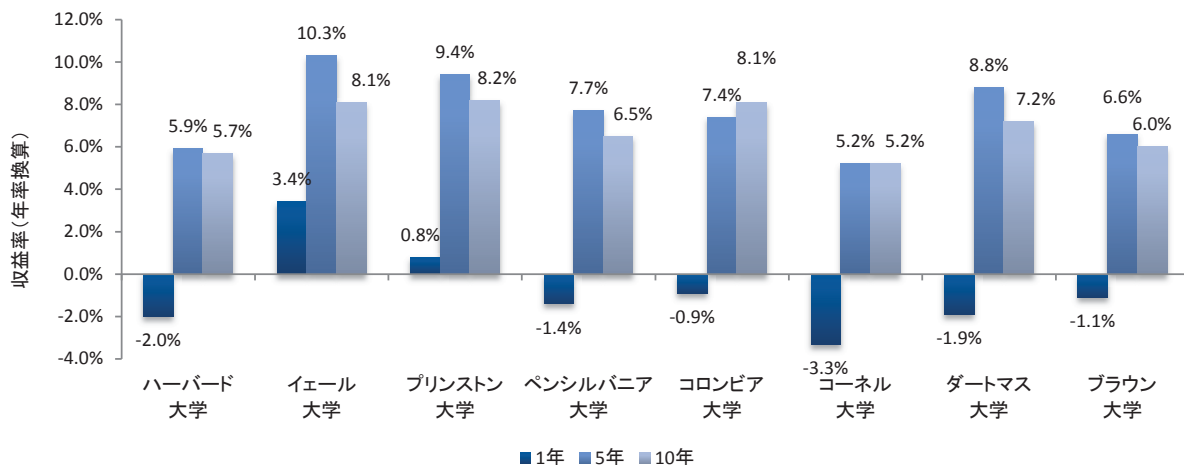
運用体制見直しの背景

ハーバード大学基金がこのような運用体制見直しを行っている背景には、相対的な運用実績の低迷が挙げられます。

図表2はアイビリーグと呼ばれる米国の名門大学のエンダウメントの過去1年、5年、10年の運用実績です。ハーバード大学基金の運用実績はいずれの期間でも、下から2番目と相対的に劣後していることがわかります。この運用実績の低迷に対しては卒業生団体などからの批判を浴びています。

さらにハーバード大学基金の運営コストが運用実績に見合わないほどに高額である点も今回の体制見直しの背景と考えられます。一例としてCIOの報酬額(図表3参照)を見ると、他の大学と比べてハーバード大学基金の運用責任者は、1,150万ドルという他の大学の2倍以上の多額の報酬をもらえる魅力的なポジションであることがわかります。

図表2 米国の名門大学(アイビリーグ)の過去1年、5年、10年の運用実績



(注) 2016年6月末を基準としている

(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

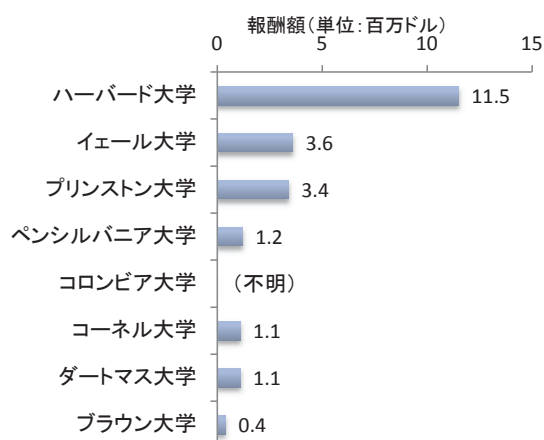
一貫していないことが招く混乱

しかし、この見直しによってハーバード大学基金の運用実績が改善するかどうかは未知数です。内部運用と外部委託運用を併用する運用体制自体は、他の公的年金等でも行われており、ハーバード大学基金だけの特別な体制ではありません。ハイブリッドモデルを放棄したから、パフォーマンスが改善するかどうかは何とも言えないところでは。

筆者には、頻繁に運用責任者を変更し(イエール大学の運用担当者が20年以上変わっていないのにハーバード大学ではここ10年で4人変わっています)、そのたびに運用方針に変更を加えるという一貫性のなさもパフォーマンスの低迷に影響しているように思えます。

いずれにせよ、今後のハーバード大学基金の資産運用がどうなるのか、注目に値すると思われる。

図表3 米国の名門大学(アイビーリーグ)の運用責任者(CIO)の報酬



(注) 2013年度の各大学の税申告書から取得されたデータ

(出所) Bloomberg より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

— 次号のお知らせ —

次号は

4月10日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。