

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
木須 貴司

米国大学エンダウメントの資産運用(2017年7月～2018年6月)

米国大学エンダウメント(寄付基金)は、オルタナティブ投資に積極的な機関投資家として広く認識されています。また、他の海外の著名な公的年金と違い、外部委託中心の運用であるため、日本の年金運用にとっても参考になる点が少なくありません。本稿は、その米国大学エンダウメントの直近の運用状況および動向について解説します。

米国大学エンダウメントの資産規模、資産配分

大学エンダウメントとは、大学への寄付金を運用する基金です。大学エンダウメントの運用収益と資産の一部が大学に拠出され、研究費や設備投資などの大学の事業運営に利用されます。

米国大学エンダウメント全体の規模は、2016年6月末時点で、5,233億ドルです(NACUBOより)。この規模は、日本の確定給付年金の資産額と同程度です(2017年度末で、約62兆円)。大学エンダウメントの資産運用担当者の数は、資産規模3位のイエール大学でも20名程度と比較的小規模¹であるため、委託運用が中心となっており、この点でも日本の年金運用と類似しています。

米国大学エンダウメントの資産規模上位30校は、図表1の通りで、主に私立の有名大学で占められています。この資産規模上位30校の運用資産が、米国大学エンダウメントの運用資産の50%超を占めています。

図表 1 資産規模上位 30 校

順位	母体大学名	運用資産 (単位: 億ドル)
1	ハーバード大学	392
2	テキサス大学	309
3	イエール大学	294
4	スタンフォード大学	265
5	プリンストン大学	259
6	マサチューセッツ工科大学	164
7	ペンシルバニア大学	138
8	ノートルダム大学	131
9	カリフォルニア大学	123
10	ミシガン大学	119
11	ノースウエスタン大学	110
12	コロンビア大学	109
13	ヴァージニア大学	95
14	セントルイス・ワシントン大学	85
15	デューク大学	85
16	シカゴ大学	82
17	コーネル大学	72
18	エモリー大学	69
19	ライス大学	63
20	ノースカロライナ大学	62
21	ダートマス大学	55
22	オハイオ州立大学	52
23	南カリフォルニア大学	51
24	ジョンホプキンス大学	49
25	ヴァンダービルト大学	46
26	ピッツバーグ大学	40
27	ウィスコンシン大学マディソン校	39
28	ブラウン大学	38
29	ワシントン大学	37
30	ニューヨーク大学	35

¹ 資産規模トップのハーバード大学は例外で、100名以上の投資担当者が在籍しています

(注) 2018年6月末時点
(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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

資産運用の特徴

米国大学エンダウメントの資産配分は、オルタナティブ投資に大きく配分していることが特徴です。

図表2は、アイビーリーグと呼ばれる米国東部の名門私立8校の資産配分を示しています。大きな傾向としては、プライベートエクイティや絶対収益型の運用戦略(ヘッジファンドなど)が大きな比率を占めていることがわかります。このようなオルタナティブ資産に大きな資産配分を行う投資モデルは、エンダウメント・モデルと呼ばれています。

このように流動性が限定されるオルタナティブ資産に米国大学エンダウメントが投資を行っている理由は、次の通りです。

1. 目標収益率が高い

米国大学エンダウメントの運営目標は、一般的に「インフレ率調整後で、すべての

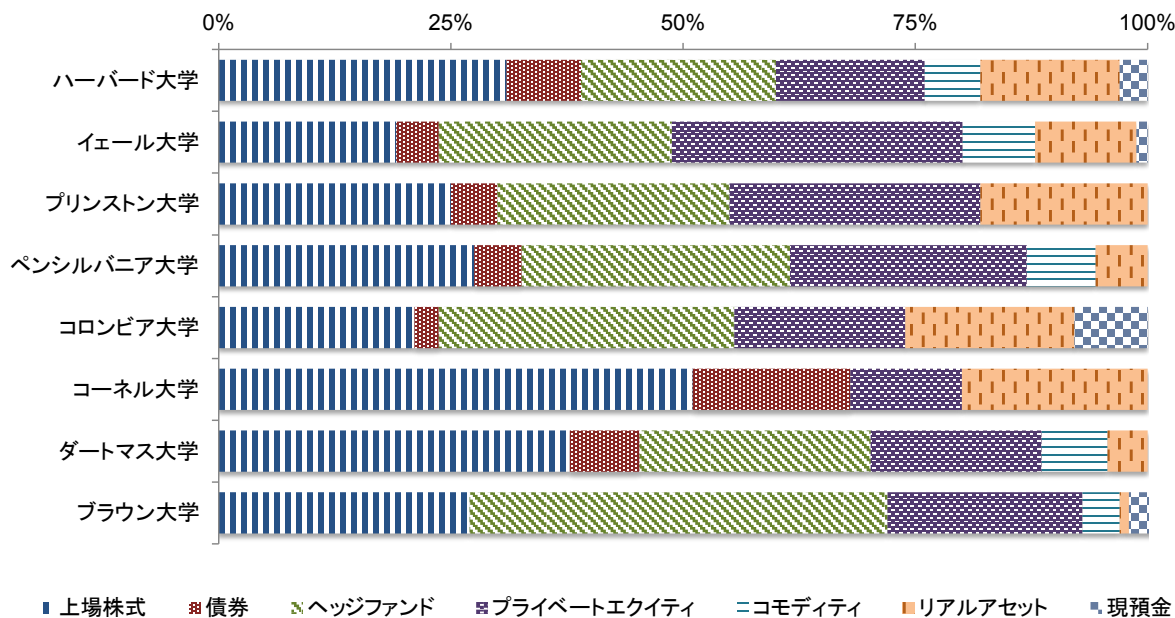
世代にとってエンダウメントの恩恵が一定となること」(intergenerational equityと呼ばれます)です。それを実現するための、具体的な目標収益率は期待インフレ率+アルファで、アルファは5%前後の場合が多いようです。したがって、名目収益率では7~8%以上の収益率を達成する必要があります。期待収益率が高いオルタナティブ資産に配分をする必要があります。

2. 負債がない、流動性を犠牲にできる

米国大学エンダウメントは寄付金を原資とする資金です。そのため、銀行や保険会社、あるいは年金のような負債がありません。大学に対して一定の拠出を行う必要はありますが、それでも他の機関投資家と比べて大きく流動性を犠牲にできます。

また、毎年、主要大学の運用状況は様々なニュースで取り上げられ、注目されています。その

図表2 主要校(アイビーリーグ)の資産配分



(注) 実際には、各大学の資産クラスは、異なっており、上記は筆者が再分類し、整理した結果。たとえば、コーネル大学のディフェンシブ資産は「債券」と読み替えている。また、基本的には2017年6月末基準の資産残高を利用しているが、一部、長期資産配分目標で代替している

(出所) Bloomberg、各大学の公表資料のデータ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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ため、少なからず大学間の競争意識もあるようです。そういった競争意識が様々な運用手法の活用を促しているのかもしれませんが。

主要校(アイビーリーグ)の運用状況

アイビーリーグの年間パフォーマンスは図表3の通りです。2017年7月～2018年6月は、好調な内外株式市場を反映し、多くの大学が10%超のリターンを獲得しています。最も高いパフォーマンスは、プリンストン大学の14.2%で、一方、最も低いパフォーマンスとなったのは、コロンビア大学の9.0%でした。

また、過去5年間でも、高いパフォーマンスとなっており、8校の平均は、9.7%となっています。

米国大学エンダウメントの最近の動き

本稿では、二つの最近の動きについて取り上げます。

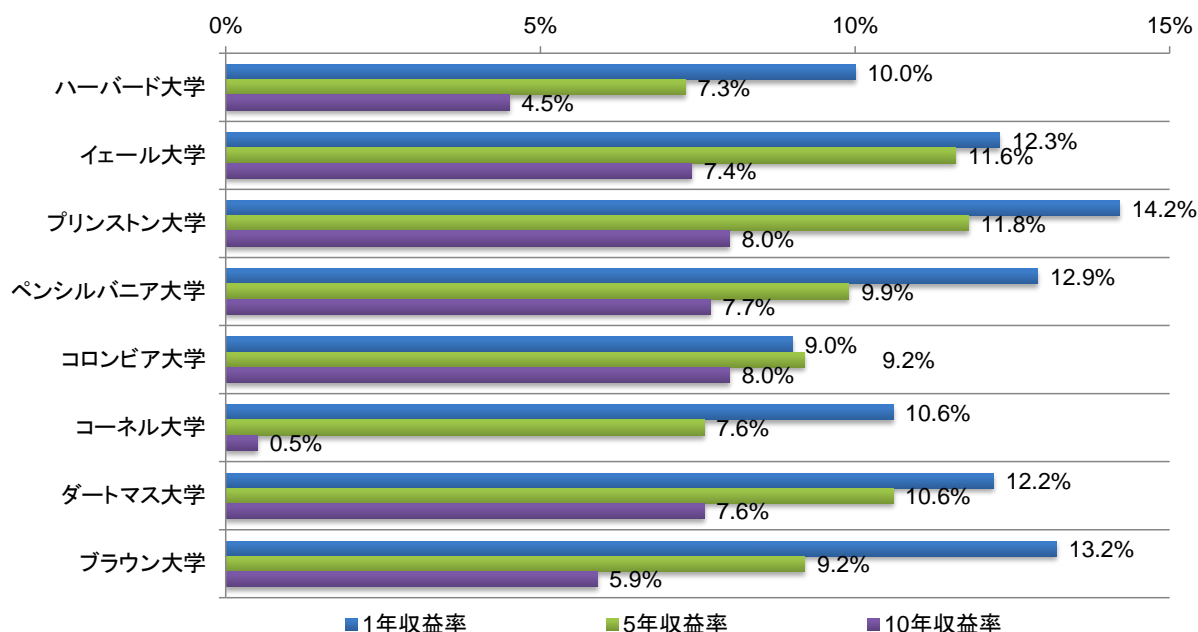
➤ ハーバード大学のジェネラリストアプローチ
相対的な運用不振が続いているハーバード大学では、2017年に就任したナルバーガーCIOの

元、運用体制を見直しています。従来、ハーバード大学の寄付金を運用するハーバード・マネジメント・カンパニー(HMC)では、内部運用と外部運用を併用するハイブリッド型の運用体制を敷いていましたが、内部運用を独立、あるいは閉鎖し、縮小しました。そして運用担当者が複数の資産を担当し、幅広い視点で投資判断を行うジェネラリストアプローチの導入を進めています。

➤ ブロックチェーンへの投資(イエール大学)

米国大学エンダウメントの中でもイエール大学は、他に先行する投資を行っていることで知られています。そのイエール大学がCNBC、Bloombergのレポートによると、仮想通貨取引大手のコインベースの創業者とプライベートエクイティ(セコイアキャピタル)の運用者が立ち上げるブロックチェーン、仮想通貨関係のベンチャーファンドに投資するとのことでした。真偽のほどははっきりしていませんが、新しい領域に「早く、かつ長期に投資する」ことを投資哲学に掲げるイエール大学ならではのとも言えるかも知れません。

図表3 主要校(アイビーリーグ)の運用パフォーマンス(2018年6月末時点)



(出所) Bloomberg のデータ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

このレポートは、年金基金運営およ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されたものではありません。年金基金運営およ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、野村証券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

1月7日(月)

発行予定です。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

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

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

このレポートは、年金基金運営およ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。年金基金運営およ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、野村証券およ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しております。提供されたお客様限りでご使用ください。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、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。