

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運用状況(2019年7月～2020年6月)

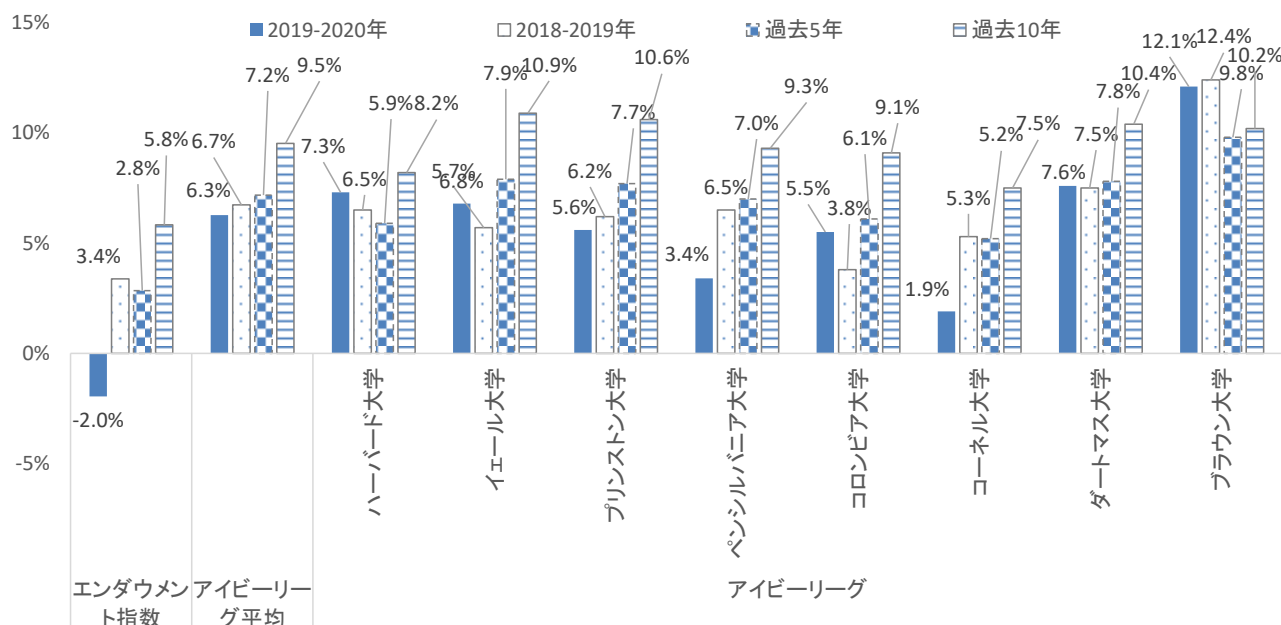
米国のアイビーリーグ8校の大学エンダウメントの2019-2020年のパフォーマンスはプラスの収益率となったようです。8校の平均は6.3%と昨年と同水準となっており、コロナ禍の影響はほとんど受けていません。本稿は、その米国大学エンダウメントの直近の運用状況および動向について解説します。

#### 2019～2020年のパフォーマンス

エンダウメントの運用を市場で取引可能な資産で再現した指数であるエンダウメント指数は、直近1年間(2020年6月末基準)で-2.0%と2020年3月の新型コロナウイルスなどによる市場下落によりマイナスとなりました。しかし、米国東部の有名私立大学を指すアイビーリーグの大学エン

ダウメントのパフォーマンスはほとんどが5%を上回るパフォーマンスとなりました(図表1参照)。エンダウメントが投資しているプライベートエクイティ等の低流動性資産は、上場株式とは異なり、市場価格によって時価が決められるわけではありません。そのため、2020年前半の市場下落の影響もそれほど受けなかったと考えられます。

図表 1 米国大学エンダウメントのパフォーマンス



(注) 2020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。

長期(10年)では、アイビーリーグの大学エンダウメントは概ね10%程度のリターンを獲得しており、後述の大学エンダウメントの運用目標を一定程度達成するパフォーマンスとなっています。

### 復習:米国大学エンダウメントとエンダウメント・モデルの特徴

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、NACUBO-TIAA Study of Endowmentによると2018年時点で、6,170億ドルです。この規模は、日本の確定給付年金の資産額と同程度です(厚生労働省「2017年度確定給付企業年金の事業状況等」で、約61兆円)。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であるため、委託運用が中心となっています。この点でも日本の年金運用と類似しています。

なお、米国大学エンダウメントの資産規模上位30校は、図表2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。

米国大学エンダウメントの資産運用モデルは一般に「エンダウメント・モデル」と呼ばれており、その大きな特徴は次の通りです。

#### 1. 世代間の公平性を維持するための運用目標

米国大学エンダウメントの運用目標は、一般的に「インフレ調整後で、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。現在の学生や教職員に対して一定の給付を行いつつ、将来の世

図表2 米国大学エンダウメントの資産残高上位30校

順位	母体大学名	運用資産(単位:10億ドル)	
		2020	2019
1	ハーバード大学	41.9	40.9
2	テキサス大学	32	31
3	イエール大学	31.2	30.3
4	スタンフォード大学	30.3	27.7
5	プリンストン大学	26.6	26.1
6	マサチューセッツ工科大学	18.4	17.4
7	カリフォルニア大学	15	13.4
8	ペンシルバニア大学	14.9	14.7
9	テキサスA&M大学	-	-
10	ノートルダム大学	13.3	13.8
11	ミシガン大学	12.5	12.4
12	コロンビア大学	11.3	10.9
13	ノースウエスタン大学	-	-
14	ヴァージニア大学	9.9	-
15	セントルイス・ワシントン大学	9.6	8.9
16	シカゴ大学	8.6	8.5
17	デューク大学	8.5	8.6
18	コーネル大学	7.2	7.3
19	ヴァンダービルト大学	6.9	-
20	エモリー大学	-	-
21	ノースカロライナ大学	-	-
22	ライス大学	6.2	-
23	ダートマス大学	6	5.7
24	南カリフォルニア大学	-	5.5
25	オハイオ州立大学	5.3	5.2
26	ジョンホプキンス大学	4.9	-
27	ブラウン大学	4.7	4.2
28	ピッツバーグ大学	-	-
29	ウィスコンシン大学マディソン校	-	-
30	ワシントン大学	-	3.6

(注) 主に各年6月末時点の数値

(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

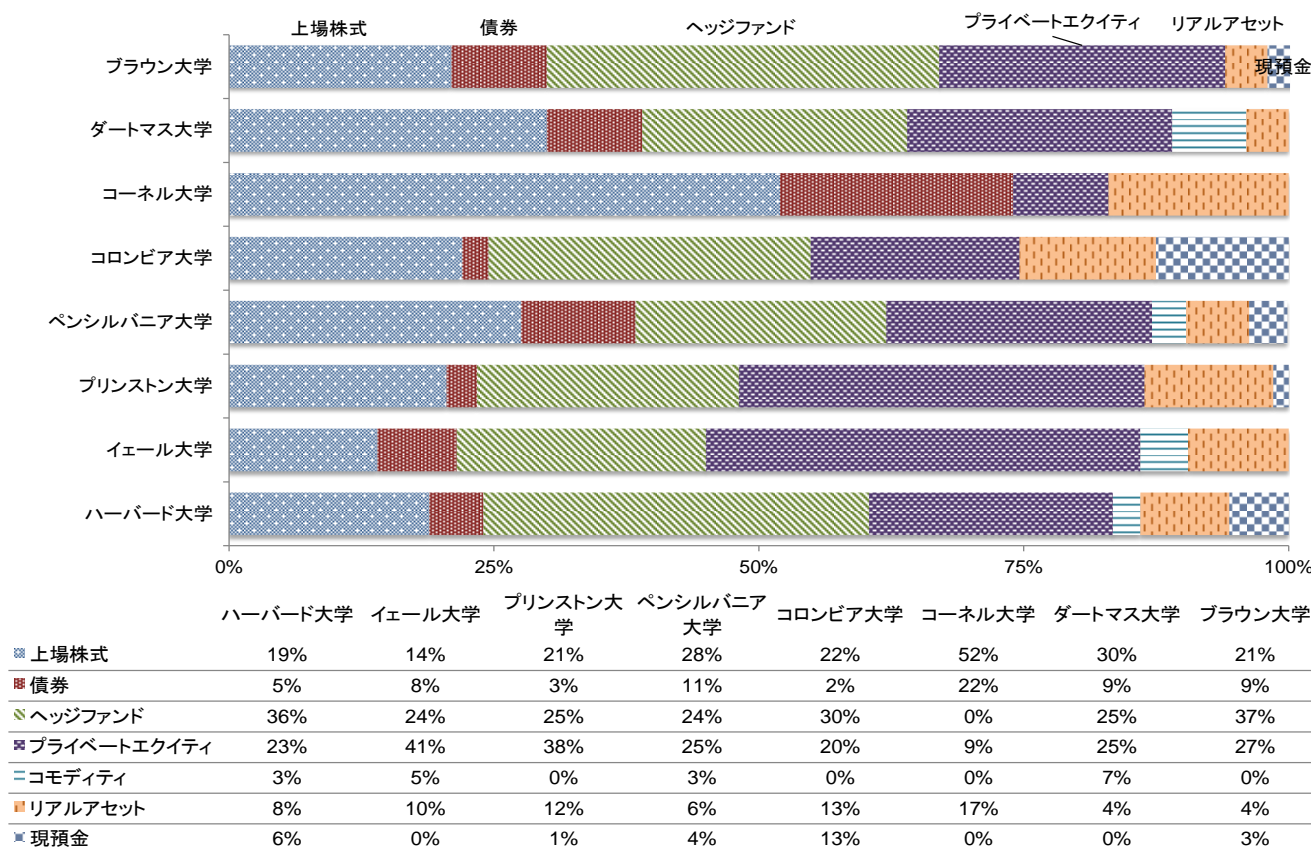
代に対しても実質的な資産価値を保全することが求められます。具体的な目標収益率は期待インフレ率+5%前後の場合が多く、名目では7~8%以上の収益率を達成する必要があると考えられます。

#### 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せん。

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。

図表3 アイビーリーグ 8校の資産配分



(注) ダートマス大学、ブラウン大学以外は 2020 年 6 月末基準。ダートマス大学については、目標資産配分、ブラウン大学は 2019 年 6 月末基準。コーネル大学では、“Diffensive”資産を債券としている  
 (出所) 各校の財務報告書、運用報告書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

### 3. 高いオルタナティブ資産比率

前述の通り一定以上の収益率を達成する必要があり、かつ流動性のある程度、犠牲にできるため、エンダウメントの資産運用は、オルタナティブ資産の比率が高いことが知られています。図表3はアイビーリーグのエンダウメントの資産配分比率を示しています。平均で60%以上をオルタナティブ資産に配分しています。

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。

### 米国大学エンダウメントの最近の動き

本稿では、2つの最近の動きについて取り上げます。

#### ➤ 再注目されるヘッジファンド

米国の主に東部の名門大学で構成されるアイビーリーグの中で、2020年、直近5年間で最もパフォーマンスが良好だったのは、ブラウン大学でした。ブラウン大学の特徴は、ヘッジファンドへの資産配分が相対的に高いことです。ただ資産配分が大きいだけでなく、巨大ヘッジファンドから独立した優秀なエマージングマネージャーにいち早く資金を投入するなど投資の方法も個性的です。

ブラウン大学だけでなく、ハーバード大学(HMC)も直近3年間でヘッジファンド(絶対リターン戦略)の資産配分を20%程度から36%に引き上げています。近年、ヘッジファンドはオルタナテ

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。

イブ資産の中では相対的に不人気な状況が続いていましたが、米国エンダウメントでは再び注目されてきています。

#### ➤ ダイバーシティ&インクルージョン

昨年に続き、米国エンダウメントでもESGやダイバーシティ&インクルージョンは、大きなテーマとなっています。たとえば、ハーバード大学の資産を運用するHMCは、外部のサードパーティの協力を得ながら、女性やマイノリティが所有する資産運用会社との接触を増やす努力をしている、

と明かしました。幅広い層から人材を活用することがより高いパフォーマンスの獲得につながると年次報告書の中でも触れられています。

実際、人種が投資判断に影響を与えるという研究結果もあります(たとえば、Sarah Lyons-Padilla et al.[2019])。運用チームの中で女性の割合や人種の多様性が投資パフォーマンスにどのような影響を与えるのか、といったテーマも近年、多く研究されるようになっていきます。

— 次号のお知らせ —

次号は

**12月21日(月)**

発行予定です。

#### 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1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860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。