

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング
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(2020年7月-2021年6月)

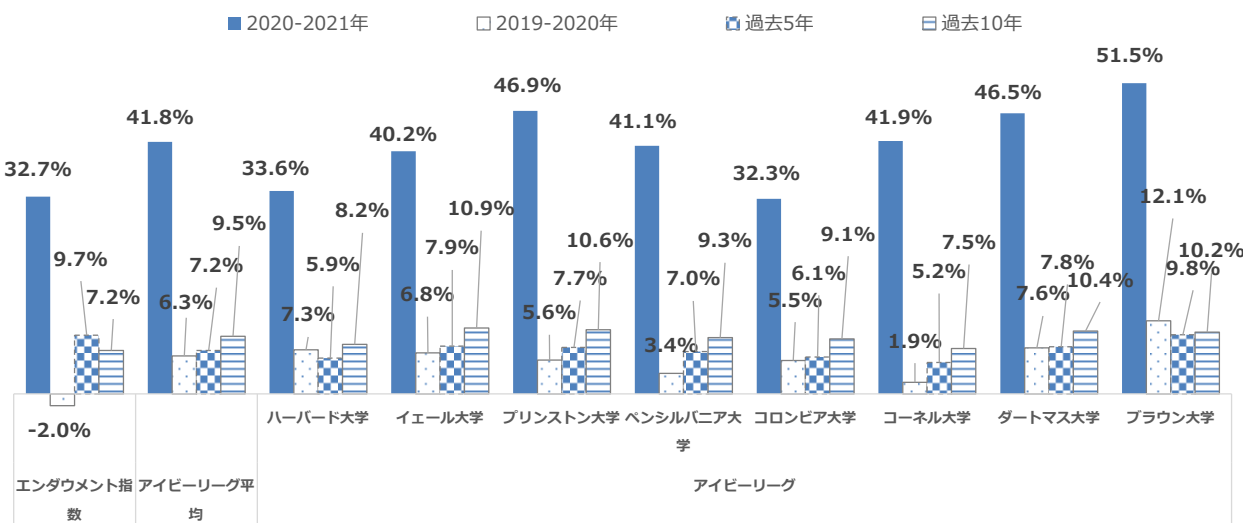
米国のアイビーリーグ8校の大学エンダウメントの2020-2021年のパフォーマンスは過去と比べて高い収益率となったようです。8校の平均は41.8%と昨年(2019-2020年)の6.3%から大幅に上昇しました。本稿は、その米国大学エンダウメントの直近の運用状況および動向について解説します。

2020-2021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(2021年6月末基準)で32.7%とコロナ禍後の経済・市場環境の回復により高いリターンとなりました。それに加えて、プライベートエクイティなどのバリュエーション向上により指数以上に米国大学エンダウメントは高いリターンとな

りました。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の平均は41.8%と指数を10%弱上回っています(図表1参照)。最も高いリターンを獲得したのはブラウン大学で、ヘッジファンドやプライベートエクイティなどのオルタナティブ資産のパフォーマンスが寄与し、51.5%というエンダウメント指数だけではなく、株式指数も上回るパフォーマンスを獲

図表 1 米国大学エンダウメントのパフォーマンス



(注) 2021年6月末時点

(出所) Bloomberg より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

得しています。

その結果、長期(10年)では、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の平均は9.5%と、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

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)	
		2021	2020
1	ハーバード大学	53.2	41.9
2	イエール大学	42.3	31.2
3	スタンフォード大学	37.8	30.3
4	プリンストン大学	37.7	26.6
5	テキサス大学	32	32
6	マサチューセッツ工科大学	27.4	18.4
7	ペンシルバニア大学	20.5	14.9
8	カリフォルニア大学	19	15
9	セントルイス・ワシントン大学	15.3	9.6
10	コロンビア大学	14.3	11.3
11	テキサスA&M大学	-	13.6
12	ノートルダム大学	-	13.3
13	デューク大学	12.7	8.5
14	ミシガン大学	-	12.5
15	ノースウエスタン大学	-	-
16	ヴァンダービルト大学	10.9	6.9
17	コーネル大学	10	7.2
18	ヴァージニア大学	-	9.9
19	シカゴ大学	-	8.6
20	ダートマス大学	8.5	6
21	エモリー大学	-	-
22	ブラウン大学	6.9	4.7
23	ノースカロライナ大学	-	6.7
24	ライス大学	-	6.2
25	南カリフォルニア大学	-	-
26	オハイオ州立大学	-	5.3
27	ジョンホプキンス大学	-	-
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	-	-

(注) 主に各年6月末時点の数値

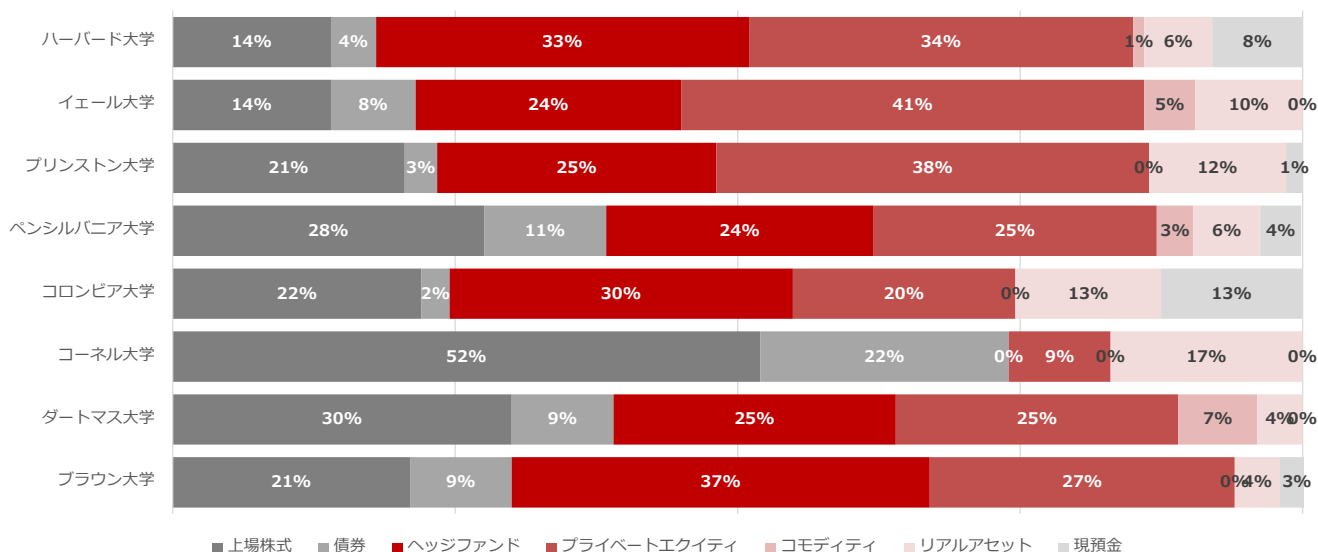
(出所) Bloomberg より NFRC 作成

対して一定の給付を行いつつ、将来の世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。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等につきましても、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表3 アイビーリーグ8校の資産配分



(注) 各大学エンダウメントの2020年6月末基準の資産配分目標あるいは資産残高を掲載。コーネル大学の“Diffensive”資産は債券としている

(出所) 各校の財務報告書、運用報告書より NFRC 作成

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。

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、かつ流動性をある程度、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。

➤ イェール大学CIO、スウェンセン氏の死去

いわゆるエンダウメント・モデルの構築者であり、1985年からイェール大学エンダウメントのCIOを担ってきたデイビット・スウェンセン氏が2021年5月に亡くなりました。

30代でCIOに就任し、ディーン高橋氏とともにそれまでの債券・株式のみの投資からベンチャー・キャピタルやヘッジファンドなどのオルタナティブ投資に大きく運用の舵を切りました。その結果、相対的に高いリターンを獲得し、大学の研究・教育に大きく貢献しました。

スウェンセン氏の後任は、2007年にイェール大学を卒業し、就任時点で36歳のマシュー・メンデルソン氏です。新たなCIOの元でどのようにイェール大学エンダウメントが運用を行っていくのでしょうか。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

➤ エンダウメントのパフォーマンスに関する議論

エンダウメント・モデルに基づいて運用される米国エンダウメントのパフォーマンスは非常に順調なように思われますが、本質的なリターンの源泉はどこにあるのでしょうか。

リチャード・エニス氏の論文“The Modern Endowment Story: A Ubiquitous U.S. Equity Risk Premium”は、それは結局のところ米国の株式だと指摘し、エンダウメント・モデルは単純な株式への投資と比べて劣後し、高コストな運用スタイルだと指摘しています。

この議論はしばしば行われてきた議論です。オルタナティブ投資への分散は、短期的なリスク低減は実現できますが、その反面、高いコストで長期的なリターンを犠牲にしているのではないかと、いうものです。過去のエニス氏の同様の主張に対してはHossein Kazemi氏(マサチューセッツ大学教授、CAIA協会アドバイザー)などが反論していますが、今回の論文に対してはまだ反論は出てきません。今後の議論の行方がどうなるのかは楽しみな点です。

— 次号のお知らせ —

次号は

12月20日(月)

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、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。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

《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。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

^(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

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。

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

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com