

国内大学基金の運用に関する調査業務

文部科学省の公募案件「国内大学基金の運用に係る学内体制等及びオルタナティブ投資に係る特性等の調査業務」を当部が受託し、その調査報告書が文部科学省のウェブサイトに公開されました。「国内大学基金の運用に係る学内体制等の調査研究 報告書」では、すでに積極的に運用の高度化へ取り組んでいる国内大学8校へのヒアリングを踏まえた、運用における重要なポイントを事例として紹介しています。また、「オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究 報告書(入門編・詳細編)」では、大学での運用に取り組まれる方を対象にオルタナティブ投資の特徴と期待される効果、リスク等の基本事項をまとめています。

調査の目的

多くの国内大学では、18歳人口の減少に伴う学納金減少や低金利等の市場環境変化により、いわゆる安全資産(定期預金や債券運用)のみでの将来にわたる大学の財務基盤強化が困難な状況になってきています。

このような環境下において、大学における資産運用の必要性が高まっており、一部の国内大学では運用の高度化(長期的な運用目的や方針を策定し、ガバナンス体制を構築したうえでの運用の多様化)が推進されています。さらに、50年以上前から運用の高度化に取り組んでいる、米国の高いパフォーマンスや積極的なオルタナティブ投資等が注目を集め、国内大学でも「運用」や「オルタナティブ投資」という言葉が広がっています。しかし、実際に運用の高度化に取り組む際には留意すべきポイントが多く存在します。そこで当調査では、すでに運用の高度化を進めている国内大学の事例を紹介することで、大学の運用に携わる方々に運用における重要なポイント

を理解頂くこと、さらにオルタナティブ投資に関する知見を深めてもらうことを目的としています。

今回の年金ニュース解説では、当調査のポイントをいくつかご紹介します。

運用の目的

今回ヒアリングした全ての国内大学で、運用を行う上でまずは「運用目的の設定・共有」することが重要だと認識されていました。何のために運用を行うのか、その運用を行う上で想定されるリスクは何か/どの程度か等を関係者間で丁寧に議論し、基本方針として明記しておくことが、長期視点での一貫した運用に繋がるためです。

例を挙げると、将来の学納金減少や低金利環境下で定期預金でのリターンが見込めなくなった等をきっかけに、「大学の運営費用を賄うため」「在学生の奨学金原資を増やすため」等を目的に運用が行われています。その目的に応じて、まずは運用資産残高の拡大を目指している大学がある一方、毎年度の予算対応のため安定したイ

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、野村グループ各社から直接提供する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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

ンカムの獲得に注力する大学もあります。

仮に目的を設定せず、単に「運用した方がよさそう」という理由で運用を開始してしまうと、大学としてのリスク許容度や目標リターン、投資対象資産等が定まらず、一貫した運用が困難になってしまいます。さらに、万が一リスクイベントが発生した場合の対応方針も曖昧になり、大きな損失を被る可能性も考えられます。そのため、各大学に合った明確な目的を設定し、関係者間で周知徹底しておくことが重要と言えます。

大学経営協会が2年毎に実施している「大学法人における資産運用状況調査」¹(以下、アンケート)によると、ほとんどの大学で運用に関する規則・規程を作成している一方、その規定に判断プロセスや責任体制が明記されていない大学が国立で23%・私立で15%、さらに資産運用方針を決定する委員会等を設置していない大学が国立で34%・私立で53%もあります。アンケートに運用目的の設定に関する問いはありませんでしたが、これらの結果を踏まえると目的を含む運用方針策定について丁寧な議論や検討が行われて

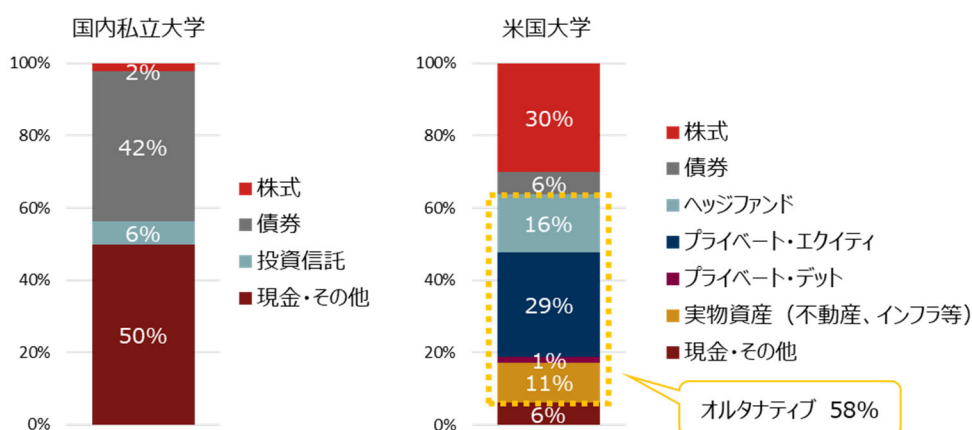
いない大学が多いように見受けられます。

運用の状況

国内の私立大学と、米国大学の平均資産配分を比較すると、国内大学では現金比率が、米国大学ではオルタナティブ比率がそれぞれ高いことが特徴的です(図表1)。さらに、米国大学の平均リターンは過去1年7.7%、過去10年7.2%(年率、2023年6月末時点)と好調なこともあり、国内大学でもオルタナティブ投資への関心が高まっています(国内私立大学の平均資産運用利回りは▲0.02%(2023年度)²。しかし実際には、資産配分という結果から検討するのではなく、運用目的を踏まえた許容リスクや目標リターンからオルタナティブ投資が必要かどうか、伝統的資産(株式・債券)の配分等を検討することが好ましいと考えます。

今回ヒアリングした国内大学でも、伝統的資産中心のポートフォリオを構築している大学がある一方で、高い目標リターンの達成のためにオルタナティブ投資を積極的に行っている大学もある等、

図表1 平均資産配分



(注1) 国内私立大学は2023年3月末時点、米国大学は2023年6月末時点

(注1) 構成比は小数点以下第1位を四捨五入しているため、合計しても必ずしも100とはならない

(出所) 日本私立学校振興・共済事業団「令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果(令和4年度決算)」、National Association of College and University Business Officers (NACUBO)調査より NFRC 作成

¹ 特定非営利活動法人「大学経営協会」第9回 大学法人における資産運用状況調査(抜粋版)(2022年7月調査)参照。国立大学法人49法人、学校法人183法人回答。

² 日本私立学校振興・共済事業団「令和5年度 学校法人の資産運用状況の集計結果(令和4年度決算)」参照。

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

目標リターンの水準やガバナンス体制に応じて運用状況が異なっていました。大学経営協会のアンケートによると、そもそも目標リターンを設定していない大学が国立65%・私立76%、設定している場合にもその水準は1%以下が多く、運用目的に合った方針の策定が必要だと考えます。

オルタナティブ投資

国内大学においてオルタナティブ投資を検討する場合には、十分な事前精査やリスク管理を

行うことが重要です。まずオルタナティブ投資は、上場株式・債券を投資対象としながら非伝統的な投資手法を用いるヘッジファンドと、非上場企業や実物資産を投資対象とするプライベート資産に大別することができます(図表2)。

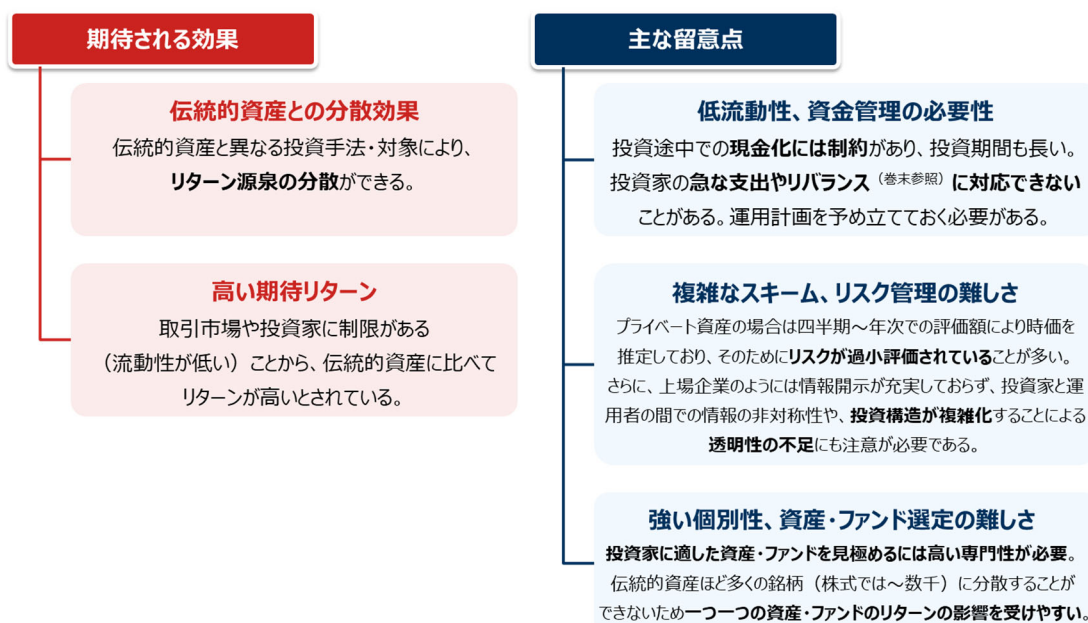
オルタナティブ投資は伝統的資産との分散や高いリターン等、期待される効果に注目が集まる一方、現金化に時間を要する流動性リスクやリスク管理の難しさ等の留意点も存在します(図表3)。

図表 2 代表的なオルタナティブ投資の種類

名称	上場株式・債券を 対象とする	非上場資産を 対象とする	物理的な 投資対象	途中解約が 難しい(注)
ヘッジファンド (p.12)	○			△ (制限あり)
プライベートエクイティ (p.12)		○		○
プライベートデット (p.13)		○		○
不動産 (p.13)		○	○	△ (戦略による)
インフラ (p.14)		○	○	△ (戦略による)
コモディティ (p.14)			○	

(出所) 文部科学省 令和 5 年度委託調査業務「オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究 報告書(入門編)」より NFRC 作成

図表 3 オルタナティブ投資全般の特徴



(出所) 文部科学省 令和 5 年度委託調査業務「オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究 報告書(入門編)」より NFRC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデュシャリー・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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

これらの両面を理解した上で、大学の運用にオルタナティブ投資が必要かつ有効なのか、議論を重ねることが重要です。

「オルタナティブ投資に係る特性等の調査研究報告書(入門・詳細編)」では、オルタナティブ投資全般の特徴だけでなく、ヘッジファンド、プライベートエクイティ、プライベートデット、不動産、インフラ、コモディティという資産毎にスキーム、戦略、期待される効果、留意点をまとめています。

運用の課題

① 人材

国内大学は一般的にゼネラリスト人材を求める傾向があるため、定期的な人事異動があります。一方、資産運用は高い専門性が求められる分野であるため、運用担当者の知識やノウハウの定着を図るのが困難という課題があります。

そのための対応として、今回ヒアリングした国内大学では大学職員向けの研修、運用経験のある人材の雇用、さらには中立的かつ利益相反のない外部専門家の活用等が行われています。大学経営協会のアンケートでも、人材に関する課題が上位で回答されています(図表4)。

② ガバナンス

運用担当者の独断で運用が行われていないか、また想定通りの運用が行われているか等のリスク管理も徹底する必要がありますが、そのためには大学内の体制を整える必要があります。

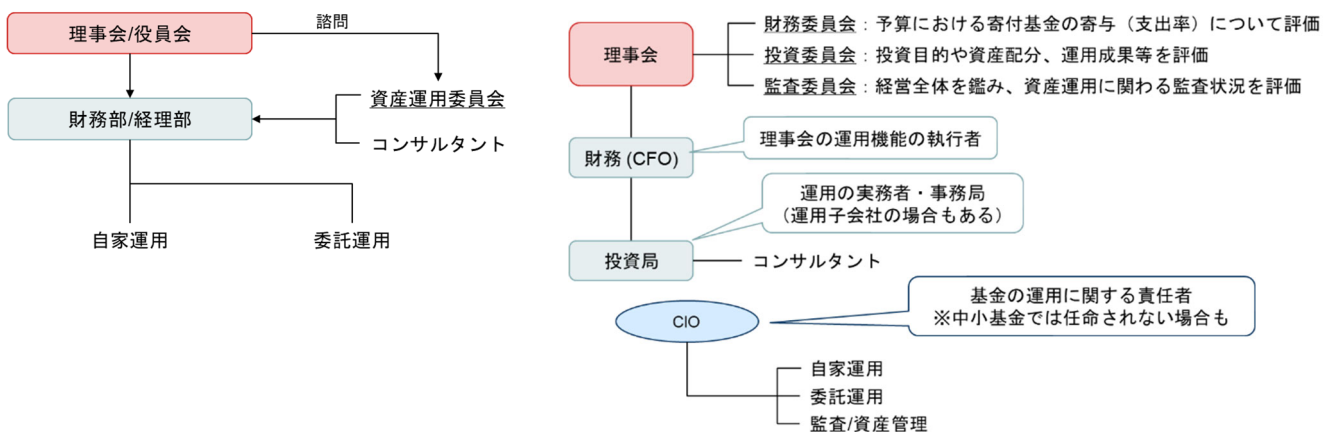
対応の一例としては、資産運用委員会を設置して定期的に運用状況を報告、今後の方針等を検討することが挙げられます(図表5)。今回ヒアリングした国内大学の中には、資産運用委員会を設置した上で、資産運用委員の過半数を外部委員とする等、もう1歩踏み込んだガバナンス強化を実施している大学もありました。他にも、委員会のブラックボックス化を避けるために外部専門家を参加させている大学や、運用内容を積極的に情報開示することで外部チェックによるガバ

図表4 資産運用に関する課題

資産運用に関する課題	国立	私立
「ある」	91%	75%
1 低金利環境下で十分な運用益が見込めない	31法人	100法人
2 資産運用に精通した人材が学内(役員を含む)で見当たらない	27法人	55法人
3 資産運用に人員や時間を充てる余裕がない	15法人	39法人

(注) 国立大学法人 49 法人、学校法人 183 法人複数回答
(出所) 特定非営利活動法人「大学経営協会」第 9 回 大学法人における資産運用状況調査(抜粋版)(2022年7月調査)より NFRFC 作成

図表5 一般的な大学運用のガバナンス体制(左:国内大学、右:米国大学)



(注) CFOとはChief Financial Officer(最高財務責任者)の略で、財務戦略の立案・執行を行う責任者のこと。CIOとはChief Investment Officer(最高投資責任者)の略で、運用を執行する責任者のこと。
(出所) 川原淳次氏「大学・財団のためのミッション・ドリブン・インベストメント」(2018)より NFRFC 作成

本資料は、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。本資料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。本資料内の記述、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。本資料は、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。本資料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、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

ナンス強化を図っている大学もあり、透明性の高い運用を行うべく工夫している様子が窺えました。

現時点で運用の高度化に取り組んでいない大学でもこれらの課題に直面していることから、多くの大学が解決に向けた取り組みを検討する必要がある状況といえます。運用内容のみに注目するのではなく、運用担当者の育成や資産運用経験者の登用等によって運用体制の強化にも同時に取り組んでいくことが、大学における運用を高度化していく上で重要だと考えます。

リスク管理

運用開始前に想定されるリスクを確認するように、運用開始後も長期目線で実績確認とリスク管理を行う必要があります。米国の運用レポートを見ると、単年度リターンだけでなく過去3、5、10、20年等の長期リターンも報告されており、長期目線で運用を評価する点が特徴的です。今回ヒアリングした国内大学でも、投資開始からの累積実績やペイアウト込みの実績でリスク管理・モニタリングを実施する等、長期目線での運用が徹底されていました。

長期運用とリスク管理の一例として、リーマンショック時にも投資を継続し長期的に高いリターンを獲得した大学もありました。これは、危機に直面し短期的にパフォーマンスが悪化した場合でも、大学の運用目的に応じて一貫した投資行動が取ることがいかに重要であることを示している事例と言えます。そのためには、理事等の学内関係者間への丁寧な説明と全体での合意をとっておくことが欠かせません。

まとめ

今回の年金ニュース解説では、ヒアリングした国内大学の多くが運用の高度化に取り組む上で特に重要だと認識していたポイントに絞ってご紹介しました。実際の報告書では、より具体的な事例や、オルタナティブ投資の概要が詳細にまとめられています。

これから長期性のある資金での運用を検討している大学やその関係者にとって、運用の考え方を整理し、理解を深めるための一助となれば幸いです。

《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。

《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