

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(2023年7月~2024年6月)

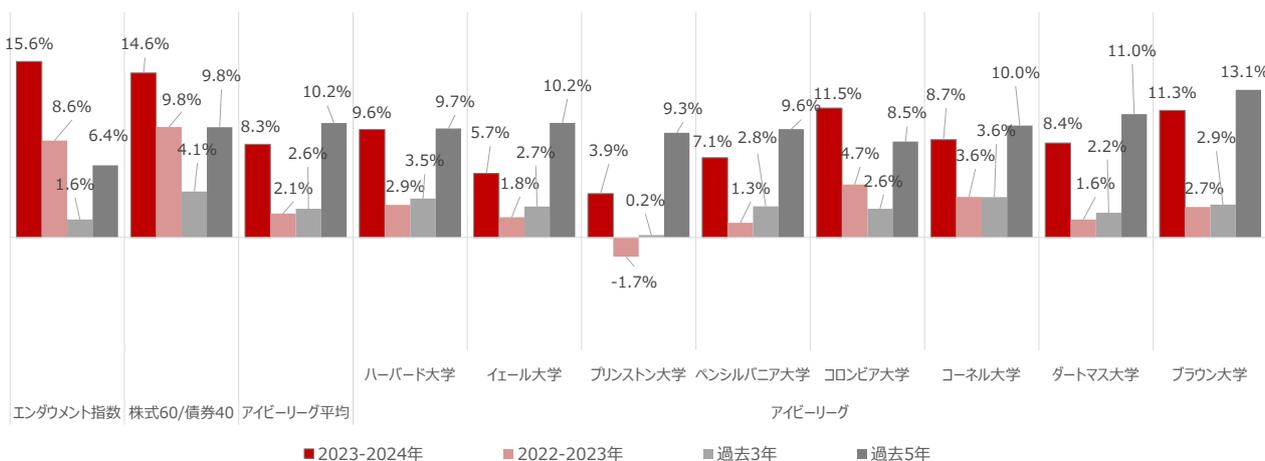
米国のアイビーリーグ8校の大学エンダウメントの2023~2024年のパフォーマンスの平均は8.3%と昨年度(2022~2023年)の2.1%から改善しました。しかし、プライベートエクイティなどの上場資産に対して時価変動が遅延する資産の保有比率が高いため、株式60/債券40の伝統的資産のポートフォリオを上回することはできませんでした。上場株式の保有比率や採用する運用戦略によってパフォーマンスのばらつきが昨年よりも拡大しました。

#### 2023~2024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(2024年6月末基準)で15.6%と株価の上昇によりプラスとなりました。しかし、上場市場に対して時価変動が遅延するプライベート資産の投資比率が高いエンダウメントの収益率は、相対的に上昇幅は劣後しました。

図表1で示す通り、米国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8.3%と前述の指数および株式60/債券40ポートフォリオを下回っています。アイビーリーグの中で最も高いリターンを獲得したのは昨年に引き続きコロンビア大学で、上場株式や絶対収益型のオルタナティブ資産のパフォーマンスが寄与し、+11.5%のプラスとなりました。

図表1 米国大学エンダウメントのパフォーマンス



(注) 2024年6月末時点  
(出所) Bloomberg、各校の開示資料より 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製、転送または再配布することはご遠慮ください。

ただし、過去5年の年率リターンではアイビーリーグの中では最下位の8.5%となっており、中長期的に見て他のエンダウメントよりも優れているとは言えません。なお、過去5年、10年の年率リターンでは、ブラウン大学がいずれもアイビーリーグの中では、最も優れた運用成績でした。直近5年間、10年間の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(年率)の平均はそれぞれ10.2%、9.1%となり、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2023年時点で、約8,391億ドルです。この規模は、日本の確定給付企業年金の資産額を少し上回る程度です。大学エンダウメントの資産運用担当者の数は、資産規模が私立大学の中では2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。

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、すべての世代にエンダウメントの恩恵が一定となること」

図表 2 主な米国大学エンダウメントの資産残高

母体大学名	学校種別	運用資産 (単位: 10億ドル)	
		2024	2023
テキサス大学群(UTIMCO)	公立	61.9	55.8
ハーバード大学	私立、アイビーリーグ	53.2	50.7
イエール大学	私立、アイビーリーグ	41.4	40.7
スタンフォード大学	私立、アイビープラス	37.6	36.5
プリンストン大学	私立、アイビーリーグ	34.1	34.1
カリフォルニア大学(UCI)	公立	29.5	-
マサチューセッツ工科大学	私立、アイビープラス	24.6	23.5
ペンシルバニア大学	私立、アイビーリーグ	22.3	21.0
ノートルダム大学	私立、ヒドゥン・アイビーリーグ	20.3	18.9
ミシガン大学	公立	19.2	17.9
コロビア大学	私立、アイビーリーグ	14.8	13.6
ヴァージニア大学	公立	14.2	-
ノースウェスタン大学	私立、アイビープラス	-	13.7
セントルイス・ワシントン大学	公立	13.2	12.5
デューク大学	私立、アイビープラス	11.9	11.6
エモリー大学	私立、ヒドゥン・アイビーリーグ	-	10.2
コーネル大学	私立、アイビーリーグ	10.7	10.0
シカゴ大学	私立、アイビープラス	10.4	10.0
ヴァンダービルト大学	私立、ヒドゥン・アイビーリーグ	10.3	9.7
ダートマス大学	私立、アイビーリーグ	8.3	7.9
ブラウン大学	私立、アイビーリーグ	7.2	6.6

(注 1) テキサス大学群(エンダウメントファンドのみを集計)、スタンフォード大学については 8 月末、この 2 校以外は 6 月末時点でのデータ。カリフォルニア大学は UC Investment の預かり資産のうち UC Endowment(含む General Endowment、Blue & Gold Endowment)

(注 2) アイビープラス、ヒドゥン・アイビーリーグは、米国の教育コンサルタントなどにより考案されたアイビーリーグと同程度あるいは準じるレベルの大学を指す

(出所) Bloomberg など各種資料より NFRC 作成

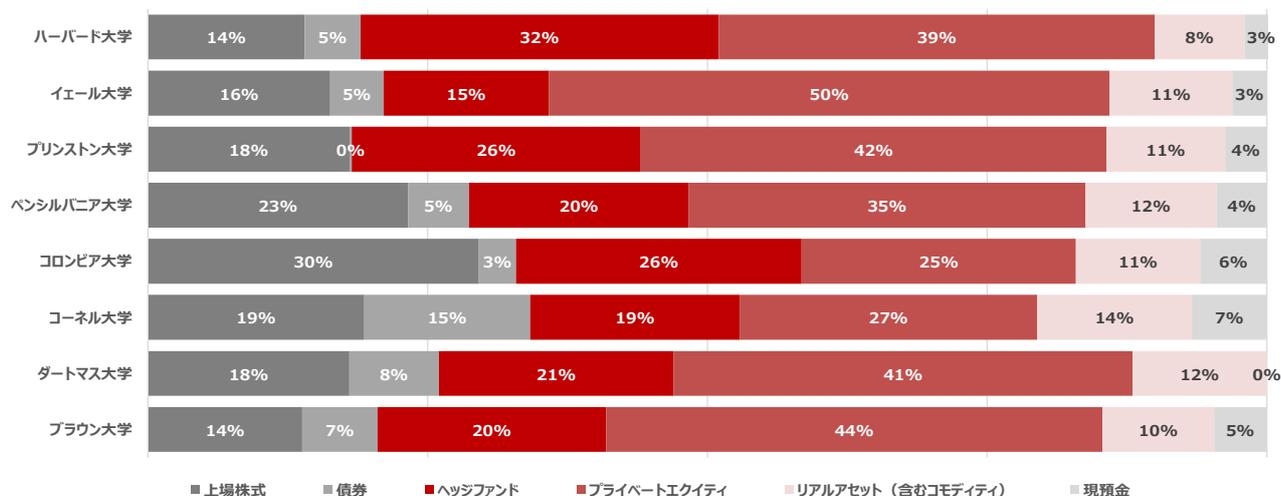
(Intergenerational Equityと呼ばれます)です。現在の学生や教職員に対して一定の給付を行いつつ、将来の世代に対しても実質的な資産価値を保全することが求められます。具体的な目標収益率は期待インフレ率+5%前後の支出率である場合が多く、名目では7~8%以上の収益率を達成する必要があると考えられます。なお、大学への支出率は、運用状況などによっても変化します。

#### 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。

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) 2024年6月末の各校の財務報告書より推定。ハーバード大学(HMC)のみ目標資産配分(Strategic Allocation)を利用

(出所) 各校の財務報告書、運用報告書よりNFRC作成

### 3. 高いオルタナティブ資産比率

一定以上の収益率を達成する必要があり、かつ流動性を犠牲にできるため、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大学エンダウメントの時価資産配分比率を示しています。平均で70%以上をプライベートエクイティやヘッジファンドなどの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。

実際、本年12月3日に行われた野村オルタナティブフォーラムに登壇したブラウン大学エンダウメント副CIOのKennedy氏は、パフォーマンス評価において他の大学とのピアグループ比較を実施していると述べています。

### なぜオルタナティブなのか～大学支出における依存度とリスク許容度

2023-2024年の年次パフォーマンス報告書の中で、ハーバード大学のエンダウメント運用を担うHMCのN.P.”ナルブ”・ナーベガーCIOは、エンダウメント間の単純な比較はそれぞれのエンダウメントのリスク許容度といった微妙なニュアンスを無視していると指摘しています。その意味を考えてみます。

ハーバード大学をはじめとして米国の規模が大きな私立大学では、エンダウメントからの収益への依存度が高い状態となっています。公立大学では、エンダウメント収益の依存度は低いものの、エンダウメントの規模が10億ドル以上の私立大学では、支出のうち12%(2023年のNACUBOの調査)がエンダウメントからの収益で賄われています。ハーバード大学やイエール大学などでは、さらにエンダウメント依存度が高く、30%から40%の支出がエンダウメントからの収益に依存しています。特に人文系の研究施設など授業料や政府や民間からのサポートが期待できない領域では、運営コストの80%以上がエンダウメントに依存している場合もあります。

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。

これほどエンダウメントに収益を依存していると大学の予算管理のためにも「失敗」するリスクを低減する必要があります。失敗するリスク、言い換えればショートフォール確率を低減しつつ、高い運用目標を達成するためには市場リスクを低減し、よりオルタナティブ資産にシフトせざるを得ません。

このリスク許容度の微妙な差が各大学エンダウメントの資産配分における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配分の差を生む一つの要因になっていると思われる。

実際、支出のうち30%以上をエンダウメントに

依存するハーバード大学、イエール大学、プリンストン大学はアイビーリーグの中でもよりオルタナティブの配分比率が高く、相対的にエンダウメント依存率が低いペンシルバニア大学では、上場資産の比率が高くなっています。

直近、1-2年のアイビーリーグエンダウメントのパフォーマンスは上場資産、あるいは上場資産の比率が高い公的大学エンダウメントなどと比べて劣後しています。しかしながら、このエンダウメント依存度などの差異から生じるリスク許容度の違いからハーバード大学やイエール大学が上場株式の比率を高めるような方向に舵をきる可能性が低いとも考えられます。

### 《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 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 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](mailto:nenkin@jp.nomura.com)