

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
孫悦

米国大学エンダウメントの運用状況(2024年7月~2025年6月)

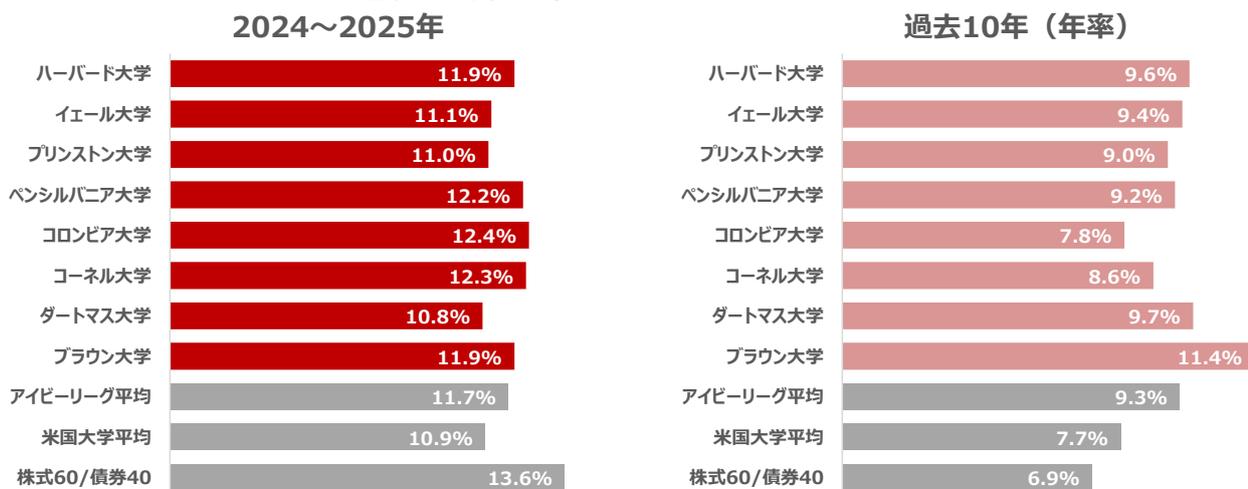
米国のアイビーリーグ8校の大学エンダウメントにおける2024~2025年(FY2025)のパフォーマンスの平均は11.7%となり、2023~2024年(FY2024)の8.3%を上回る良好な結果となりました。ただし、昨年度に続き、株式60/債券40の伝統的資産ポートフォリオを上回ることにはできませんでした。2024~2025年には、トランプ政権による連邦助成金の凍結や税率の大幅引き上げ、寄付者からの寄付金やプライベートエクイティからの分配金の減少などに直面し、アイビーリーグは流動性確保に向けた対応を迫られています。

2024~2025年のパフォーマンス

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11.7%と好調に推移し、NACUBOの推計による米国大学平均(+10.9%)をアウトパフォームしました。一方、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

投資比率が高いため、株式60/債券40のポートフォリオ(+13.6%)には劣後しました。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度に引き続きコロンビア大学であり、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、+12.4%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) 2025年6月末時点。ハーバード大学は過去8年の年率リターンを使用。「株式60/債券40」は、MSCI ACWI Index (USD) 60% + Bloomberg Global Aggregate Index (USD) 40%で算出

(出所) 各校の開示資料、NACUBO、Bloomberg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10年の年率リターンではアイビーリーグの中で最下位の7.8%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10年の年率リターンでは、ブラウン大学(+11.4%)が引き続き最も優れた運用成績を示しており、次いでダートマス大学(+9.7%)となっています。

直近10年間のアイビーリーグの大学エンダウメントの平均パフォーマンス(年率)は9.3%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水準にあります。

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によると2025年6月末時点で約9,443億ドルです。この規模は、日本の確定給付企業年金の資産額(2025年3月末時点で約84兆円)を上回る程度です。

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」(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。

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: 億ドル)	
		2025	2024
テキサス大学群 (UTIMCO)	公立	676	619
ハーバード大学	私立 アイビーリーグ	569	532
イェール大学	私立 アイビーリーグ	441	414
スタンフォード大学	私立 アイビープラス	408	376
プリンストン大学	私立 アイビーリーグ	364	341
カリフォルニア大学 (UCI)	公立	311	295
マサチューセッツ工科大学	私立 アイビープラス	274	246
ペンシルバニア大学	私立 アイビーリーグ	248	223
ミシガン大学	公立	212	192
コロンビア大学	私立 アイビーリーグ	159	148
コーネル大学	私立 アイビーリーグ	118	107
シカゴ大学	私立 アイビープラス	109	104
ダートマス大学	私立 アイビーリーグ	90	83
ブラウン大学	私立 アイビーリーグ	80	72

(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) 各校の開示資料よりNFRC作成

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

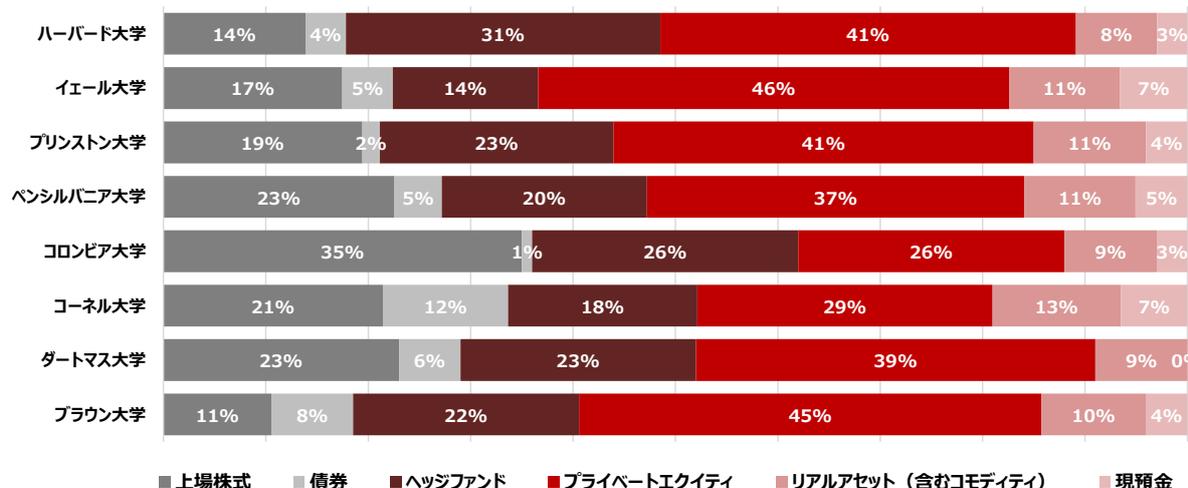
米国大学エンダウメントは寄付金を原資とする資金です。そのため、銀行や保険会社、あるいは年金のような負債がありません。大学に対して一定の拠出を行う必要はありますが、それでも他の機関投資家と比べて大きく流動性を犠牲にできます。

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

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、野村證券、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) 2025年6月末の各校の財務報告書より推定。各大学の資産配分は異なるため、上記は再分類した結果である(例えば一部の大学の Absolute Return は「ヘッジファンド」に分類している)。ハーバード大学(HMC)は目標資産配分(Strategic Allocation)、コロンビア大学(IMC)、ダートマス大学は政策配分(Asset Allocation)を利用
 (出所) 各校の財務報告書、運用報告書より NFRC 作成

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。平均では、オルタナティブ資産が全体の70%を占めており、特にプライベートエクイティの割合が最大で38%となっています。

アイビーリーグの流動性危機：プライベートエクイティからの分配金減少と連邦助成金の凍結

アイビーリーグの各大学は前述の通り、2024~2025年に好調なパフォーマンスを獲得したにもかかわらず、実際の運営面では深刻な財政圧力にさらされており、流動性の確保が課題となっています。

流動性が逼迫する主な理由としては、①2023年以降のエグジツト活動鈍化などにより、プライベートエクイティファンドからの分配金回収が遅れている一方で、キャピタルコール(追加資金)への対応が求められていること、②前述の通り、アイビーリーグではオルタナティブ資産の平均投資比率が約70%と高く、容易に現金化できないこ

とがあげられます。加えて、2025年には、③トランプ政権が反ユダヤ主義対策の不備やDEI(多様性・公平性・包括性)プログラムへの批判などを理由に、ハーバード大学をはじめとする大学に連邦助成金の凍結や税率の大幅引き上げなどの政策を打ち出したこと、④トランプ氏と同様の不満を抱く著名な卒業生を含む寄付者からの寄付金が減少したことなども大きな要因です。

こうした収入減に直面し、2024~2025年における米国大学は、エンダウメント資産から合計334億ドルを取り崩しており、前年比で約11%増加しました(NACUBO推計)。エンダウメントの取り崩し以外にも、債券の発行や学内の人員削減などを通じて流動性を確保しています。ハーバード大学は2024~2025年に新たに合計12億ドルの課税債券を発行し、経常収支で1.13億ドルの赤字(2020年以来初の赤字)を計上しました。イエール大学は2025年6月に約25億ドルのプライベートエクイティ持分を売却したとともに、学内の採用凍結などを実施しました。

同じアイビーリーグであっても、各大学が受けた影響の度合いは異なります。昨年度のレポー

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。

トでも示した通り、エンダウメントからの支出依存度が高いハーバード大学、イエール大学、プリンストン大学は、オルタナティブの配分比率が相対的に高く、流動性リスクも大きいと考えられます。

また、MPI Transparency Labの分析によれば、コロンビア大学およびコーネル大学は、アイビーリーグの中でプライベートエクイティの比率が最も低いものの、政府助成金への依存度が高いため、同様に深刻な財政圧力に直面しています。

これを背景に、ペンシルベニア大学、コロンビア大学、コーネル大学およびブラウン大学などはトランプ政権と和解し、政府に打ち切られた資金を受け取ったと報じられています。

一方、ダートマス大学はアイビーリーグの「スィス」と報じられており、受けた影響は相対的に小さいと見られます。背景には、政府助成金への依存度が低いことに加え、保有しているプライベートエクイティのビンテージの成熟度が高く、分配金の回収段階に入りつつあることがあります。ダートマス大学は、図表1のとおりブラウン大学に次ぐパフォーマンス(過去10年)を獲得しつつ、流動性も相対的に維持しているといえます。

米国で最も裕福な大学であっても、政府との関係、財源の多様化や資産運用などを含めた総合的な対応力が求められています。

《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 ^(※)	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