

\*\*\* レポート \*\*\*

## 大学の資産運用を考える（1）

～米国大学の資産運用事情～

社会システム研究副所長 寺山 恵

### \* 本シリーズ連載にあたって \*

日本社会の少子化を背景として大学の経営環境は厳しく、資産運用による運用収益に対して、あらためて収入源の1つとしての期待値が高まっている。従来、多くの大学の有価証券の保有は余剰資産があったときに債券を購入したり、有価証券の寄贈を受けたりしたことに由来するもので、資産運用を収入源として明確に意識してきた訳ではなかったかもしれない。一方、最近では積極的に有価証券運用に取り組む大学もあり、高クーポンを求めて仕組債への投資が盛んに行われたが、リーマンショックの際には保有債券の時価が大幅に下がるなど大きな影響を受けた。今後、大学にとって資産運用が安定的な収入源になりうるのか、そのためには大学はどう資産運用に向き合っていくべきなのか、これから何回かに分けて考えていきたい。今回はその1回目として、資産運用では1歩先を行くと考えられるアメリカの大学の資産運用を紹介する。

### 目次

1. はじめに
2. 大学基金の資産運用の目標
3. 大学基金のパフォーマンス
4. 米国大学基金の資産配分
5. 運用管理体制
6. 日本の大学へのインプリケーション

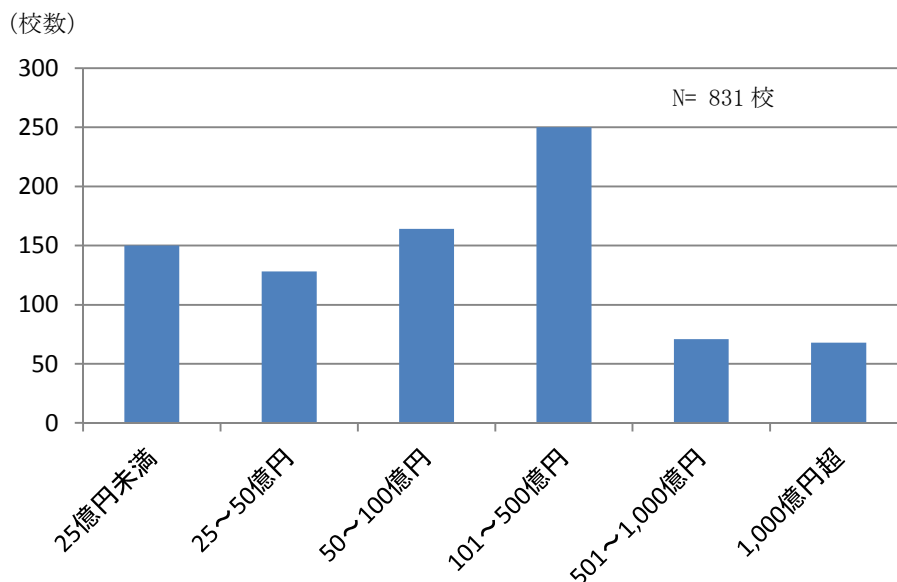
## 1. はじめに

米国の高等教育は、州立大学など公立や非営利団体の私立大学、その他に最近では株式会社形態の営利法人も参入している競争の激しいセクターである。米国では、高い学位を取得するほど平均所得も高くなっていくというデータもあり、高等教育へのニーズは高い。米国の大学は、より充実した教育プログラムを提供することに凌ぎを削っているため、そのコスト負担力が大学経営には求められている。一般に米国の大学の授業料は、日本に比べるとかなり高いという印象があるが、それでも各大学の教育プログラムにかかるコストのうち、学生の授業料で賄えるのは2割程度とされる。残りの8割は、授業料以外の収入で賄われており、助成金や寄付金と並んで大学基金の運用収益は主要な歳入源である。

米国の大学基金の資産運用といえば、3兆円の大学基金を運用するハーバード大や2兆円のエール大などの巨額な資産の運用が日本では度々取り上げられるが、平均的な米国の大学の基金はここまで規模が大きいわけではない。むしろハーバード大やエール大が例外であって、2012年度 NACUBO-Commonfund Study of Endowment (NCSE) の大学基金の資産運用調査（以下、NCSE レポート）への参加大学 831 校の平均資産残高は 491 億円、中央値は 90 億円である。ハーバード大のような規模がなくても、平均的な規模の大学基金の運用収益は、毎年の大学のプログラムコストの 8.7%を賄っており、大学基金からの安定的な運用収益は大学運営には欠かせない要素となっている。

但し、資産残高の規模の違いは運用スタイルにも影響を及ぼす。そこで、米国の大学基金のうち、平均的な資産規模が数百億円程度の大学基金のケースが、日本の多くの私立大学にとって参考になるのではないかと考える。幸い NCSE レポートは規模別に分けて調査しているため（図表 1 参照）、最も校数の多い「101～500 億円」の規模の大学基金の資産運用に着目して、日本の大学へのインプリケーションを考えてみたい。

図表1 米国大学の規模別分布



## 2. 大学基金の資産運用の目標

米国の大学では、短期的または中長期的に支出する予定がある資金とは別に、例えば運用収益から奨学金を毎年出すための元本資金などは、基本的に取り崩さない資金プールとしてエンダウメント（寄付基金）や財団に拠出する。（以下、大学基金という。）これらの大学基金は、毎年の運用収益を奨学金として授与される他、大学の一般会計に回され様々な大学の経費の一部を賄うことが期待されている。大学自体は永続を前提にしていることから、大学基金の運用も基本的には大学同様、永久または超長期の投資期間を持つと考えられる。

毎年の資産運用収益によって奨学金や経常支出の一部を賄うのであれば、運用収益が安定的であることも、大学の予算策定の観点からは重要である。しかし、短期的なリタールのブレをなくすためには、全額を確定利回り商品すなわち銀行預金や短期国債などに投資する必要がある、この場合リターンはリスクフリーレートのレベルになってしまう。投資期間が極めて長いことを考慮すれば、毎年のブレは長期的に均すこともできる。したがって、大学基金への支出レートは、その年の運用収益だけに基づくのではなく、

複数年の運用収益の平均値で決めているところが多い。これにより、長期的に運用収益が支出レートを上回っていればよいことから、株式のように短期的な振れ幅が大きい資産にも投資することができるようになる。

一方、大学に中長期的な成長戦略があるとすれば、大学基金もまたそれに応じて成長する必要がある。もちろん、遺贈金などの獲得により基金を増やしていくことも可能であるが、資産運用においても基金の成長を意識しなければならない。とりわけ、資産運用に求められるのは資産の実質価値の維持であろう。すなわち、インフレにキャッチアップしていく必要があるということである。

以上から、大学基金のポートフォリオの長期的な運用の目標は、毎年の支出レート＋インフレ率ということになる。実際には支出レートの目標として約5%程度を見込んでおり、インフレが2-3%で推移することを考慮すると名目目標で7-8%と比較的高いリターン目標を持っていることがわかる（図表2）。また、実績値で見ても支出レートは過去5年は5%弱で推移していることがわかる（図表3）。

図表2 米国大学の長期運用目標

	全校平均
消費者物価指数連動型	CPI + 5.0%
高等教育物価指数連動型	HEPI + 5.1%
その他(絶対値)	7.7%

(出典：NCSE レポート 2012、CPI：消費者物価指数、  
HEPI：高等教育物価指数)

図表3 支出レート、インフレ率の実績値

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
支出レート	4.5%	4.2%	4.4%	4.9%	5.0%	4.3%
CPI	2.6%	3.7%	1.4%	1.0%	2.0%	2.9%
HEPI	2.8%	5.0%	2.3%	0.9%	2.3%	1.7%

(出典：支出レートはNCSE レポート 2012、CPI はUS DOL のデータを大学の会計年度に引き直したもの、HEPI は Commonfund Institute. HEPI (2012) のデータ)

### 3. 大学基金のパフォーマンス

図表4は、大学基金における最近5年の年度ごとの運用収益を表している。これを見ると、金融危機の影響も受けており変動が激しいことがわかる。しかし、10年の平均リターンをみると、支出レートの目標である5%を上回るリターンであることがわかる(図表5参照)。

図表4 年度運用収益

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
年リターン(平均)	17.2%	-3.0%	-18.7%	11.9%	19.2%	-0.3%
年リターン(中央値)	17.5%	-3.3%	-19.1%	12.1%	19.8%	-0.5%

(出典：NCSE レポート2012)

また、運用資金残高の規模別では、3年平均、5年平均のところでは多少の入れ替わりはあるものの、10年平均でみれば、規模が大きいほどパフォーマンスが良い傾向であることがわかる。さらに、1,000億円超のスーパーサイズの大学基金は、どの期間平均でも他のサイズのクラスよりアウトパフォームしている。

図表5 大学基金の中長期の運用収益(年率)

	3年平均	5年平均	10年平均
全校平均	10.2%	1.1%	6.2%
1,000億円超	10.6%	1.7%	7.6%
501~1,000億円	10.3%	1.2%	6.6%
101~500億円	10.2%	0.7%	6.0%
51~100億円	9.7%	1.0%	5.7%
25~50億円	10.1%	1.0%	5.8%
25億円未満	10.4%	1.5%	5.7%

(出典：NCSE レポート2012)

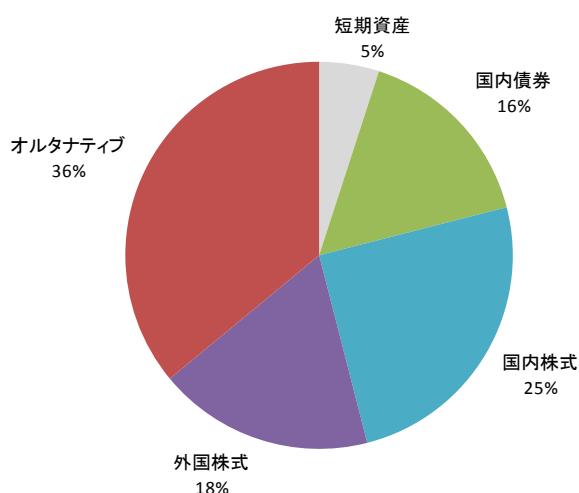
### 4. 米国大学基金の資産配分

前項でみたように、米国の大学基金の目標リターンが比較的高いことや、インフレにキャッチアップしていく必要があることから、ポートフォリオは、伝統的に株式への配

分が大きい。株式リスクプレミアムは、ベース金利以上のリターンの主要な源泉であるし、株式はある程度のインフレヘッジも期待できると考えられているからである。

図表6は、101～500億円規模の基金の平均的な資産配分を表している。短期資産と債券を合せても21%しかなく、内外株式が43%、オルタナティブも36%とリスク性資産が8割近くになっている。

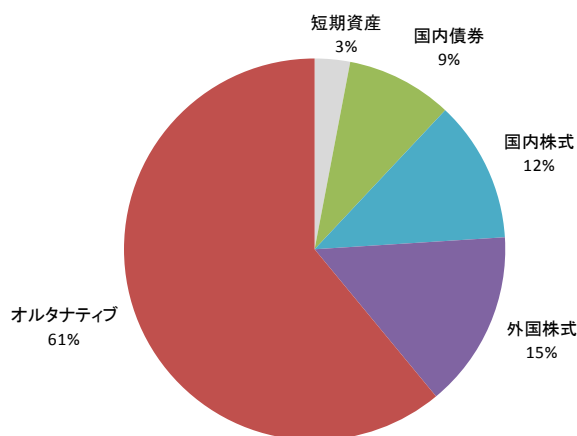
図表6 資産配分（101～500億円規模）



(出典：2012NCSE レポート)

図表7は1,000億円超のスーパーサイズ基金の平均的な資産配分である。中規模の基金よりさらに債券への配分は1割程度と極端に少なく、また株式についても中規模の基金が4割以上を保有しているのに対して、3割以下である。一方、オルタナティブに6割以上と非常に偏った配分となっている。

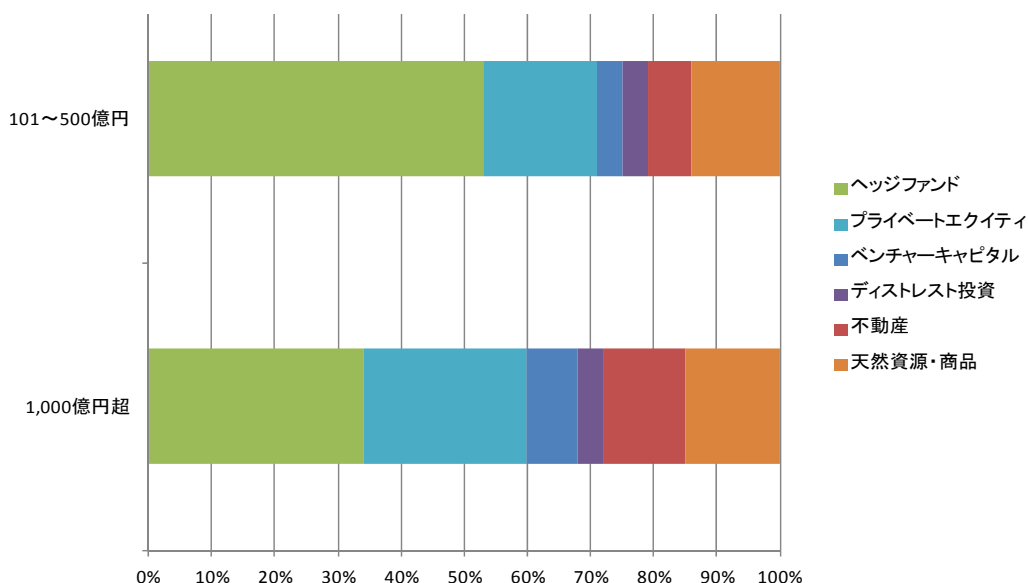
図表7 資産配分（1,000億円超規模）



(出典：2012NCSE レポート)

このオルタナティブの内訳をみると（図表 8 参照）、ヘッジファンド以外に多様な戦略に分散されており、とりわけプライベートエクイティなど流動性の低い戦略に投資していることがわかる。また、不動産や森林投資<sup>1</sup>など実物資産への投資も特徴的で、流動性をある程度諦めることにより得られる流動性プレミアムによる高い期待リターンとインフレへの対応を意識していると思われる。

図表 8 オルタナティブの内訳（101～500 億円規模および 1,000 億円超規模）



（出典：2012NCSE レポート）

## 5. 運用管理体制<sup>2</sup>

資産運用に関わる人員について、フルタイム換算の人員数でみると、1,000 億円超のスーパーサイズ基金でこそ 10 人くらいのスタッフを抱えているが、101～500 億円の基金では、約 1 人、それ以下の規模の大学基金では 0.4 人程度である。スーパーサイズ基金を除いて、運用担当責任者の報酬をパフォーマンスにリンクさせている基金はほとんどないが、資産運用コンサルタントの採用は 9 割を超えている。したがって、この規模の大学基金では、1 人の専任者があるか、または数名のスタッフが他の業務と兼務しながら資産運用を担当しており、コンサルタントの支援を得て、伝統的資産クラスで 2～

<sup>1</sup> 図表 8 では天然資源・商品に含まれている。

<sup>2</sup> ガバナンスについては NCSE レポート 2011 フルレポートを参照している。

4社、オルタナティブで10社前後の運用機関に委託して運用を行っている。また、資産運用のほぼ全体をアウトソースしているケースも3割程度ある。この規模では資産運用委員会のメンバーは約9名程度、運用の責任者はCFOというケースが多く、CIOを置いているところは稀である(規模が大きくなると責任者がCIOというケースが増える。)

## 6. 日本の大学へのインプリケーション

以上みてきたように、米国の大学は平均的に101~500億円の大学基金を保有しており、その運用収益は経常的な大学の支出の一部を支えている。投資期間が長いことから、長期的なインフレヘッジも必要とされ、比較的高いリターン目標を持っている。そのため、資産配分では債券の割合は低く、株式や最近ではオルタナティブへの配分が高い。また、プライベートエクイティや実物資産のような流動性の低い資産クラスにも取り組むことで知られている。

米国の大学基金の運用が日本において紹介されるときは、ヘッジファンドなどのオルタナティブへの取り組みの部分だけがクローズアップされることが多いが、見習うべき点はそこではない。そもそも資産運用の目標をどこに置くかという前提が違えば、資産配分やどの資産クラスに取り組むかということが異なってくるのは当然であるからである。

注目すべきは、米国の大学基金の運用資産残高の中央値は90億円であり、日本の私立大学の資産規模とそれほどかけ離れているわけではないということである。運用管理体制をみても、多くの大学ではフルタイム換算で1人程度の担当者を置いているにすぎない。このようにみると、日本の大学においても米国の大学基金が実践しているような資産運用方針と運用管理体制を構築し、ポートフォリオ管理を行うことは可能ではないだろうか。

資産運用方針とは、長期的なリターン目標を持ち、運用資産を1つのポートフォリオとして管理し、資産配分による分散投資を実践して効率的にリスクを取るということである。全体のリスクが把握できれば、結果的に許容リスクの範囲内で株式やオルタナティブなどリスク資産へ取り組むことができるようになるかもしれない。まずは、運用対象となる「大学基金」ポートフォリオを定義し、上でみてきたような切り口で現状を把握してみてもいいだろうか。