

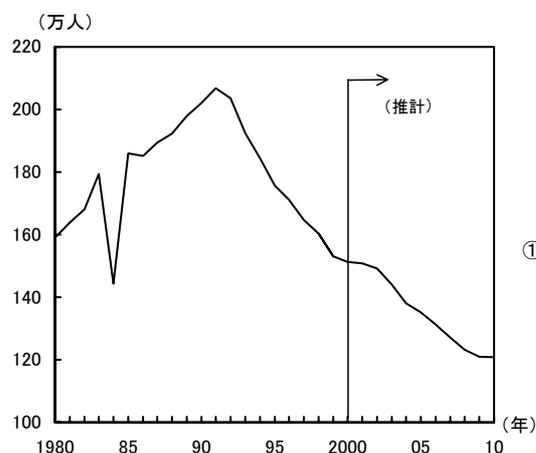
## 米国の大学における資産運用の実態について

現在、わが国の大学は少子化の急速な進展に直面する中で、資産運用を経営課題として位置付ける必要に迫られている。本レポートでは、米国の大学における資産運用管理の実態について、現地調査に基づき紹介する。

### 1. 経営高度化を迫られる日本の大学

現在、わが国の大学はかつてない少子化に直面している。18歳人口は1991年の200万人余りをピークに減少しており、国立社会保障・人口問題研究所の中位推計によれば2010年には120万人と、ピーク時から4割も減少することが予想されている（図表1）。学生数の大幅な減少は大幅な授業料引き上げを行わない限り収入の落ち込みにつながり、大学の経営そのものに深刻な影響を及ぼすことが予想される。

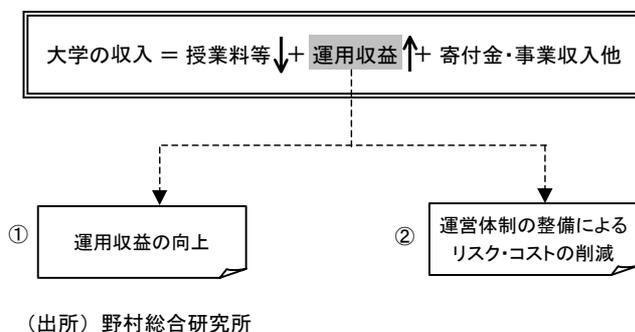
図表1 18歳人口の推移



(注) 2000年以降は推計値 (中位推計)

(出所) 総務庁「国勢調査」厚生省「人口推計年報」及び国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」(1997年1月推計)

図表2 大学における運営の考え方



この状況下で、資産運用が重要な経営課題として浮上してきている。極めて単純化すれば、大学の収入は授業料等に運用収益、寄付金や事業収入・補助金を加えたものとなるが、寄付金や事業収入等を一定とすれば授業料収入の落ち込みを補うためには運用収益を向上させねばならない（図表2）。具体的には、投資収益自体の水準の向上と運営体制の整備によるリスクとコストの削減という二通りによって実現することとなる。

一方、米国の大学は年金基金と同様機関投資家として広く認知され、資産運用の成果を大学運営に積極的に活かしているといわれている。イエール大学で14年間資産運用の担当責任者(CIO)として同大学の運用資産の拡大に貢献してきたデビッド・スウェンセン氏は、近著の中で資産運用が大学の経営にとっていかに重要な意味を持つかについて、スタンフォード大学の例を挙げつつ力説している<sup>1</sup>。同大学は、1991年に連邦政府からの研究開発費を削られたことで3,250万ドル(約33億円)以上の事業予算の赤字が生じた。このため、同大学では運用収入から大学本体予算への繰入れ割合を93~94年の2年間について高めることで歳入不足を穴埋めしたという。

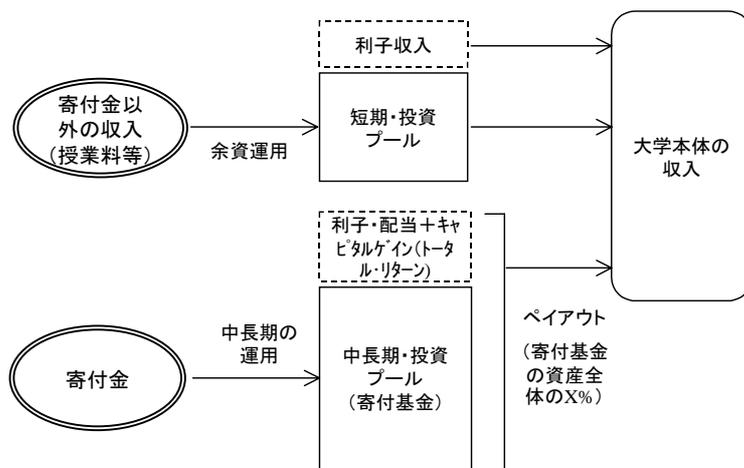
そこで、本レポートでは日本の大学における今後の資産運用のあり方を考える手かかりとして、米国大学の経営における資産運用の位置づけと運用実態について紹介する。

## 2. 米国における大学の資産運用・管理の全体像

### 1) 資産運用の考え方

まず、大学の資産運用管理の考え方について説明する。運用を行う際は、きわめて大まかにいえば短期と中長期に資金の性質を分けて考えている(図表3)。授業料や事業収入、政府からの補助金など寄付金以外のほぼ全ての収入は短期の投資プールに振り向けられ、人件費の支払い等運転資金として財務省短期証券など安全性の高い商品に投資される。一方、寄付金は原則として「寄付基金(エンドウメント・ファンド)」に入れられ、中長期の投資プールとして株式や債券、不動産といった様々な資産クラスに幅広く投資される。

図表3 大学の資産運用フロー



(出所) 野村総合研究所

<sup>1</sup> David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management*, Free Press, 2000.

但し、得られた投資収益と寄付基金の資産の一部は大学本体の収入として繰り入れられ（「ペイアウト」）、本体の事業運営に活用される。以下、寄付基金の運用に焦点を絞って説明する。

資産運用のプロセスの中で最も重視されているのが運用資産の目標設定と投資目標・ペイアウト・ルールの設定である。

まず、寄付基金を主な対象とする中長期資産運用の最大の目標は、寄付基金が未来永劫にわたり継続的に大学の運営をサポートすることができるように、「運用によって基金の資産を増やしていく」ことにある。このため、利子・配当収入だけでなく、キャピタルゲインも含めたトータル・リターンを高める運用を目指すことになる。

ところが、寄付基金にはもう一つの役割が課せられている。それは、毎年の大学運営に必要な資金を大学本体に提供することである。これが前述した「ペイアウト」と呼ばれるものである。米国教育省の統計によれば、大学本体の予算全体に占める運用収入の割合はこの10数年間ほぼ安定的に推移している<sup>2</sup>。この中には授業料や政府からの補助金、事業収入などの短期運用から得られる収入も含まれているが、寄付基金からのペイアウトの部分がかなり多いと考えられる。大学本体は、運営財源の一つとして安定的な資金供給を寄付基金に求めているのである。従って、寄付基金の運用では「長期的なトータル・リターンの最大化」と「毎年ペイアウトを安定的に大学本体に供給する」という2つの点を考慮しなければならない。

ここで問題となるのは、ペイアウトの額をどのように決めるかということである。ペイアウトの規模を多く（少なく）すれば母体の収入は増える（減少する）。ペイアウトが多すぎると、本体の予算が豊かになり現在の学生に対するサービスは充実するが、寄付基金の規模が小さくなり将来入学してくる学生のために十分にサービスを提供できなくなる。逆に低すぎると、寄付基金の資産額が目減りは少ないものの在学中の学生に振り向けられる資金額が少なくなる。これは、将来と現在のトレードオフと捉えることもでき、現在と将来の支出をバランスさせるようにしなければならない。また、大学本体の予算を管理する側としては本体に組み込まれるペイアウトが大きく振れると予算を立てにくくなるため、トータル・リターンの実績値にかかわらず安定した規模の資金供給を望む。

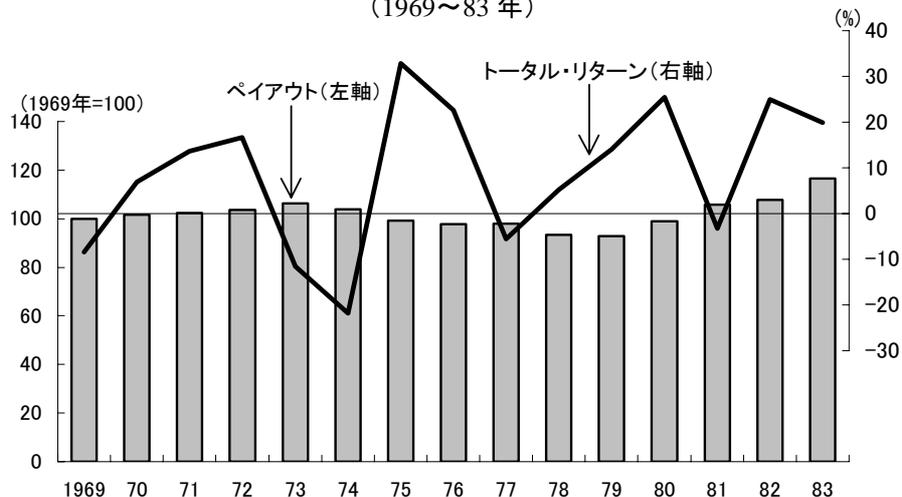
これらの条件を満たされるような最適なペイアウト・ルールに関する研究が行われ、現在では「寄付基金運用資産の過去X年間の移動平均のY%」というルールが大半の大学で採用されている。資産の一定比率とすることによりその年のトータル・リターンの変動を極力排除し、さらに資産額の値として過去の複数年の移動平均を適用することでペイアウト額の安定性を一層高めている。「過去3年間の移動平均値の4%前後」という定式化が最も多いようである。

ペイアウト・ルールの効果は、図表4に示されている<sup>3</sup>。1969年から83年にかけてトータ

<sup>2</sup> U.S. Department of Education, *Digest of Education Statistics 1999*, May 2000.

<sup>3</sup> トータル・リターンは株式に80%、長期債券に20%という配分を保ち、それぞれ株式・債券市場インデ

図表4 ペイアウト・ルールの効果  
(1969～83年)



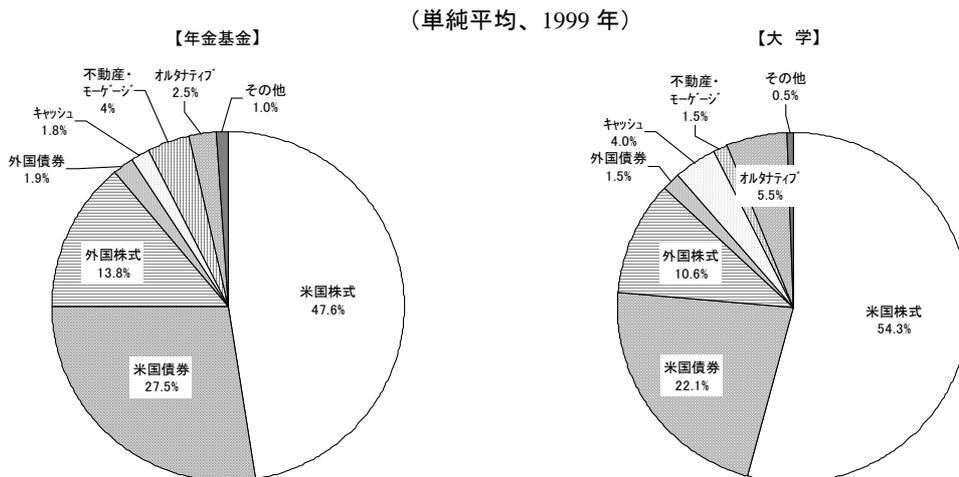
(注) ペイアウト・ルールを資産の過去3年間の移動平均値の5%と定式化。  
(出所) ラッセル・L・オルソン (NI-GIA 訳) 『企業年金運用の成功条件』 東洋経済新報社、2001年より野村総合研究所作成

ル・リターンが最高32.8%から最低マイナス21.6%まで大きく変動したのに対し、ペイアウトは前年比プラスマイナス10%程度の変動にとどまっている。

## 2) 大学の運用資産構成の実態

大学の運用資産構成の中身をみたものが図表5である。米国株式が54.3%で外国株式が10.6%と株式が6割余りを占め、ついで米国債券が22.1%、外国債券が1.5%と債券が2割

図表5 米国の年金基金・大学における資産内訳



(注1) 年金基金は資産残高上位1,000基金の確定給付型年金。企業年金と公務員年金の両方を含む。  
(注2) 大学は441の公・私立大学が対象。短期の運転資金も含む。  
(出所) Pension and Investments, January 24 2000 及び NACUBO, 1999 NACUBO Endowment Study, 2000 より野村総合研究所作成

ックスに連動した運用を行ったと仮定した場合の値。

図表 6 米国大学の運用資産規模別資産構成

(金額加重平均、1999年)

(単位: %)

	米国株式	外国株式	米国債券	外国債券	キャッシュ	不動産・ モーゲージ	オルタナティ ブ	その他
7,500万ドル以下	57.6	8.7	23.7	1.6	4.3	1.2	2.5	0.5
7,500万ドル超～3億ドル以下	54.4	11.5	22.8	1.2	3.6	1.5	4.7	0.3
3億ドル超～10億ドル以下	50.6	13.3	17.9	2.1	3.8	1.5	10.1	0.5
10億ドル超	37.1	14.5	13.4	2.3	3.0	5.8	21.7	2.1

(単位: %)

	ベンチャー キャピタル	ベンチャー 以外の プライベート エクイティ	ヘッジ ファンド	石油・ ガス	破綻 証券	アービ トラージ
7,500万ドル以下	0.4	0.2	1.5	0.3	0.0	0.1
7,500万ドル超～3億ドル以下	1.3	0.5	2.0	0.3	0.2	0.3
3億ドル超～10億ドル以下	2.8	1.5	3.8	0.9	0.5	0.7
10億ドル超	6.6	4.5	6.8	0.7	0.9	1.3

(注) 対象は 498 の公立・私立大学。

(出所) NACUBO, 1999 NACUBO Endowment Study, 2000 より野村総合研究所作成

程度を占めている。債券の割合がやや少ないのとオルタナティブ（代替）・アセット<sup>4</sup>への投資割合が多い点を除けば、年金基金と資産構成がよく似ている。

ただし、資産規模によって運用資産構成はかなり異なる（図表 6）。資産規模が 3 億ドル（約 300 億円）以下の大学では、株式が 6 割弱、債券が 2 割強となっている。これに対し、3 億ドルを超える大学になると債券への配分比率が減少し、外国株式とオルタナティブ・アセット（特にプライベート・エクイティとヘッジファンド）の割合が高くなるなど、ハイリスク・ハイリターンの資産をより積極的に組み入れている。

### 3) 運用管理体制

大学の運用管理体制は規模によって異なるが<sup>5</sup>、一般的には次のようになる（図表 7）。資産運用に関する最終的な責任は最高意思決定機関である理事会のメンバーが担っているが、メンバーは投資の専門家ではないため、その下に投資委員会を設置して投資に関するあ

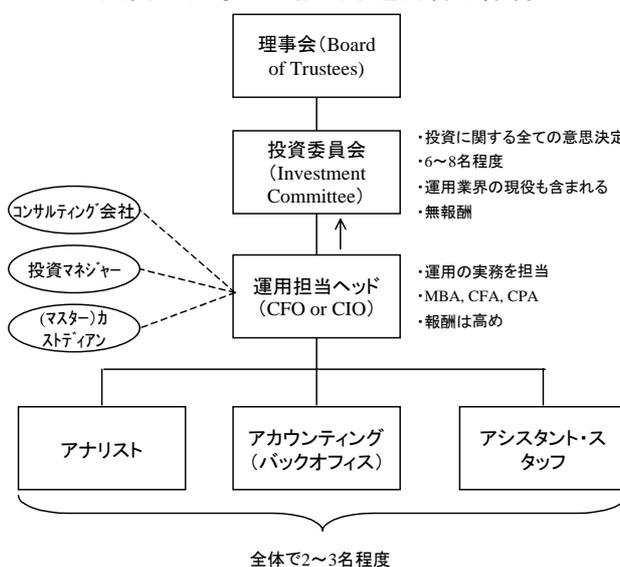
<sup>4</sup> オルタナティブ・アセットとは、従来の投資対象や投資手法とは異なる資産クラスを指す。プライベート・エクイティ（未公開株式への投資）や石油・ガスなどの天然資源、ヘッジファンド（様々な運用手法を駆使しつつ、相場状況によらず絶対リターンを追求するファンド）、破綻証券（倒産した企業のローンや証券を購入）などがある。オルタナティブ投資について詳しくは、淵田康之「オータナティブ・インベストメント」『資本市場クォーターリー』1997 年秋号を参照。

<sup>5</sup> 詳しくはケーススタディを参照。

ゆる意思決定がなされることが多い。委員会のメンバーは理事会のメンバーがほとんどであるが、外部から運用会社の現役やOBを招聘することもある。

運用の実務を担当している責任者はCFO（Chief Financial Officer；最高財務担当責任者）かCIO（Chief Investment Officer；最高投資担当責任者）で、コンサルティング会社や運用会社、カストディアン（後述）といった外部の業者と日々やり取りしている。その下に、投資分野に関する調査や運用パフォーマンスの取りまとめを行うサポートスタッフが2～3名いる（中小規模の大学では投資責任者が財務責任者を兼任したり、サポートスタッフがいないこともある）。

図表7 大学の一般的な運用管理体制



(出所) コンサルティング会社へのインタビューを基に野村総合研究所作成

#### 4) プロバイダーによるサポート

しかし、米国の大学はこうした資産運用管理を自らの手ですべてなしえているわけではなく、プロバイダー、特に①運用会社、②コンサルティング会社、③マスターカストディの三者のサポートに負うところが大きい。

##### (1) 投資顧問会社

一部の大規模大学ではスタッフ自らが直接資産運用にたずさわる（インハウス運用）こともあるが、大半は外部の運用会社（投資顧問会社）に運用を委託している。それも、資産規模が50億円程度と米国では小規模に属する大学でも4～5の運用会社に運用を委託しており、大規模大学になると委託先は数十にも達する。

これらの投資顧問会社に加え、特異な存在としてあげられるのが大学向け資産運用サービスに特化したコモンファンド社（Commonfund）である。同社は1971年に、フォード財団

のサポートを得て設立された非営利団体である。設立目的は、当時まだ機関投資家としての認知度が低かった大学（特に中小規模）を対象に、分散投資のメリットを提供することにあった。2000年6月末現在で、同社の運用資産残高は258億ドル（約2.6兆円）、約1,400の顧客を抱えており、「ペンション&インベストメンツ紙」（2000年5月1日号）によれば機関投資家向け資産運用会社として75位の規模を誇る。運用は自ら手掛けず、他運用会社に委託する形で合同運用ファンドを提供する「マネジャー・オブ・マネジャーズ」に特化している。

## （2）コンサルティング会社

運用にたずさわるスタッフ数が少ない場合、資産運用全般にかかる業務をスタッフだけでこなすのは大変である。そこで、米国ではコンサルティングサービスを行う会社が多数存在する。彼らは投資委員会での意思決定レベルから積極的にかかわり、先にみたトータ

図表 8 ケンブリッジ・アソシエイツ社のサービス

◆投資プランニング
・投資リターンとペイアウト・ルールの設定、長期的な資産配分（アセットアロケーション）の決定をサポート
◆投資マネジャーの選択と評価
・データベースに基づき資産クラス別に投資マネジャーの選抜リストを作成
◆運用パフォーマンスのモニタリング
・投資マネジャー別のパフォーマンス目標の評価を行いレポートを作成
◆リサーチ
・株式や債券、オルタナティブ商品の市場動向に関する調査レポートを作成
◆財務プランニング
・大学の財務やスタッフの報酬に関するコンサルティング
◆オルタナティブ投資のコンサルティング
・オルタナティブ商品の投資マネジャーの選択、パフォーマンスの評価など

（出所）同社ホームページより野村総合研究所作成

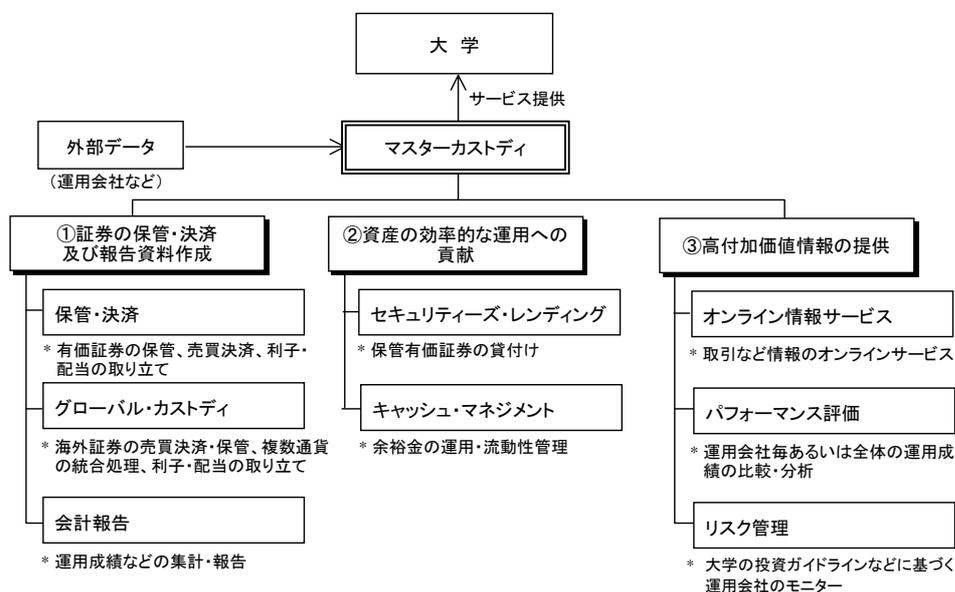
ル・リターンとペイアウト・ルールの設定から長期的な資産配分（アセットアロケーション）の決定、運用会社の選択や評価といった投資プロセスのあらゆる面をサポートする。

大学向けコンサルティングの最大手は、ケンブリッジ・アソシエイツ社である。同社は1975年に設立され、大学・財団など非営利団体と富裕層向けのコンサルティングサービスを手掛けている。顧客数は650で、大規模大学の大半がサービスを受けている。同社では450名のプロフェッショナルスタッフを抱え、大学の資産運用全般にとどまらず、母体の財務や報酬体系の構築に関するコンサルティングなど幅広くサポートを行っている（A大学のケーススタディにて後述）。

### (3) (マスター) カストディアン

カストディアンとは有価証券を保護預かりするサービス(カストディ)を提供する銀行の信託部門や信託会社であり、そのサービスを一言でいえば「金庫」である。米国では当初運用会社ごとにカストディアンがいたが、分散投資を行うために運用会社の数を増やすのに伴ってカストディアンが増えると報告書が膨れ上がってしまう。このため、「マスターカストディ」という証券を一元管理するサービスが1950年代に登場し、今では大学や年金基金の運営上不可欠なインフラストラクチャーとして広く普及している。現在は運用資産の一元管理にとどまらず、運用にかかるあらゆる情報をひとまとめにするサービスなど多種多様なサービスを提供し、大学の運営をサポートしている(図表9)。

図表9 マスターカストディのサービス



(出所) 十菱龍・山本誠一郎「年金基金が変える資産運用ビジネス」その他資料より野村総合研究所作成

### 5) 大学の資産運用の高度化に貢献したバーカーレポート

しかし、米国の大学も昔から分散投資を行い機関投資家として広く認知されていたわけではない。1950~60年代は運用資産の大半を債券に投資する大学が大半であった。その背景は二つあった。一つは、リスクに対する過剰反応である。当時は毎年の運用収益をそのまま大学本体にペイアウトしていたために、マーケットの変動によりペイアウト額が大きく変動することを大学側が恐れた。もう一つは、投資収益の捉え方にあった。投資収益はキャピタルゲイン(ロス)が含まれず利子・配当のみが認識されていた。

折しも60年代に株価の上昇により配当利回りが下がる一方、債券の利回りは上昇(価格が下落)した。結果として、インフレにより運営コストが上昇する中で債券を中心とした運用では十分に運用収益があがらず、大学の財政状況が深刻化していた。

このような状況に鑑み、フォード財団は『教育機関における寄付基金の運用』と題するレポート（「バーカーレポート」）を1969年に出版した<sup>6</sup>。このレポートは、当時の大学の資産運用の実態を分析した上で、主に次の三つの点について改善を勧告した。

第一に、利子・配当だけでなくキャピタル・ゲインも含む「トータル・リターン」を投資目標として掲げること。

第二に、大学本体へのマーケット変動の影響を小幅にとどめるために、寄付基金の市場価値の3年移動平均の5%を繰り入れるという「ペイアウト・ルール」を採用すること。

第三に、大学の理事会は寄付基金の運用が最も重要な任務の一つであることを認識した上で、運用の意思決定のみを手掛ける投資委員会（メンバー5～6人）を設立すること。一方、運用そのものについては外部の優れた運用会社に積極的に任せること。

バーカーレポートは、その後の大学における資産運用管理の高度化をもたらした。タイミング悪く、出版直後に株式相場が下落したため当時の評判は必ずしも芳しくなかったものの、70年代半ばになると同レポートの提言が大学の間で広く受け入れられるようになっていったのである。

### 3. 米国の大学における資産運用管理の実態：ケーススタディ

以上述べてきた内容を踏まえ、運用実態について個別事例を取り上げたい。運用管理体制のパターンに応じて、(1)財務部門で資産運用を手掛けるケースと(2)投資部門で手掛けるケース、(3)運用子会社で手掛けるケースの三つに分けて述べる。

#### 1) 財務部門で資産運用を手がけるケース：A大学

A大学はカリフォルニア州に位置し、1955年に理工系の分野の研究を目的に創立されたカレッジである。学生数は700名とそれほど大きい方ではないが、1999年6月末時点の運用資産が1.6億ドル（約160億円）で、学生一人当たりの運用資産規模では米国でも上位にランクされている。収入全体に占めるペイアウト等運用収入の比率は2割と高い（図表10左表）。

運用資産構成は、株式が53%、債券が28%、ミューチュアル・ファンドが13%、キャッシュが5%などとなっており（図表10右図）、株式はアクティブ運用を行う運用会社を7社、債券は3社採用し、キャッシュについては大学内部（財務部門）でMMFで運用している。大学の運用担当者によれば「保守的な」運用スタイルとなっているが、この理由について担当者は「第一に我々の運用資産規模があまり大きくないことが大きい。もう一つの理由は、大学の事業活動そのものが資産運用の結果に大きく依存していることにある。現在、

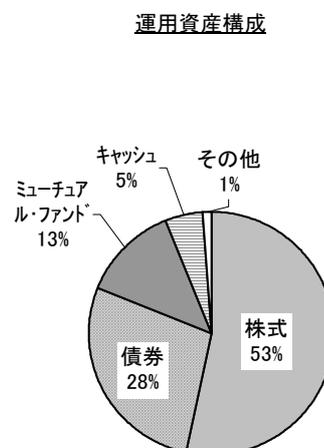
---

<sup>6</sup> Advisory Committee on Endowment Management, *Managing Educational Endowments*, Ford Foundation, 1969.

図表 10 A大学の財務データと資産構成

**損益計算書**  
(1999年6月決算)

◆収入	(万ドル)	(%)	◆支出	(万ドル)	(%)
授業料収入	1,552	(46.7)	教育研究	1,300	(45.7)
政府補助金	196	(5.9)	学生向けサービス	268	(9.4)
寄付金	586	(17.6)	関連施設	474	(16.7)
ペイアウト等	714	(21.5)	その他	802	(28.2)
その他	273	(8.2)	支出合計	2,844	(100.0)
収入合計	3,320	(100.0)	◆収支差	476	



**バランスシート**  
(1999年6月末現在)

◆資産の部	(万ドル)	(%)	◆負債の部	(万ドル)	(%)
現預金	19	(0.1)	短期債務	112	(3.8)
流動資産	523	(2.2)	アニュアル・債務	1,334	(45.3)
投資	19,639	(81.5)	大学債	1,172	(39.8)
有形固定資産	3,854	(16.0)	その他	326	(11.1)
その他	56	(0.2)	負債合計	2,943	(100.0)
資産合計	24,091	(100.0)	純資産	21,148	

(出所) 同大学財務報告書より野村総合研究所作成

大学の事業予算の20%以上を投資収益からのペイアウトが占めている。今後予算規模は拡大していくから、資産運用に対するニーズは増えこそすれ、減ることはない」と述べている。これを反映して、長期の投資目標は①インフレ率が2%の時にトータル・リターンが6%程度を達成することと②大学の事業予算を十分サポートできること、の二つをあげている。ペイアウト規模は、資産総額の過去3年間の移動平均値の4~5%程度という。

A大学の資産運用責任は理事会が担うが、実際の投資決定は理事会の下に置かれた投資委員会でされる(図表11)。資産運用に関するミーティングは、理事会と投資委員会の合同で四半期に一度開催される。資産運用の専任担当者はおらず、財務など他の業務と兼任している。日々の運用実務を担当している責任者(バイスプレジデント)は全体の時間の20%しか運用関連にあてられず、財務や予算管理、人事・事務管理、寄付金集め(ファンド・レイジング)といった他業務関連のミーティングに時間をとられている。なお、バイスプレジデントは会計士事務所出身で米国公認会計士(CPA)の資格を持ち、他大学とあわせて財務畑で長いキャリアを持つ。

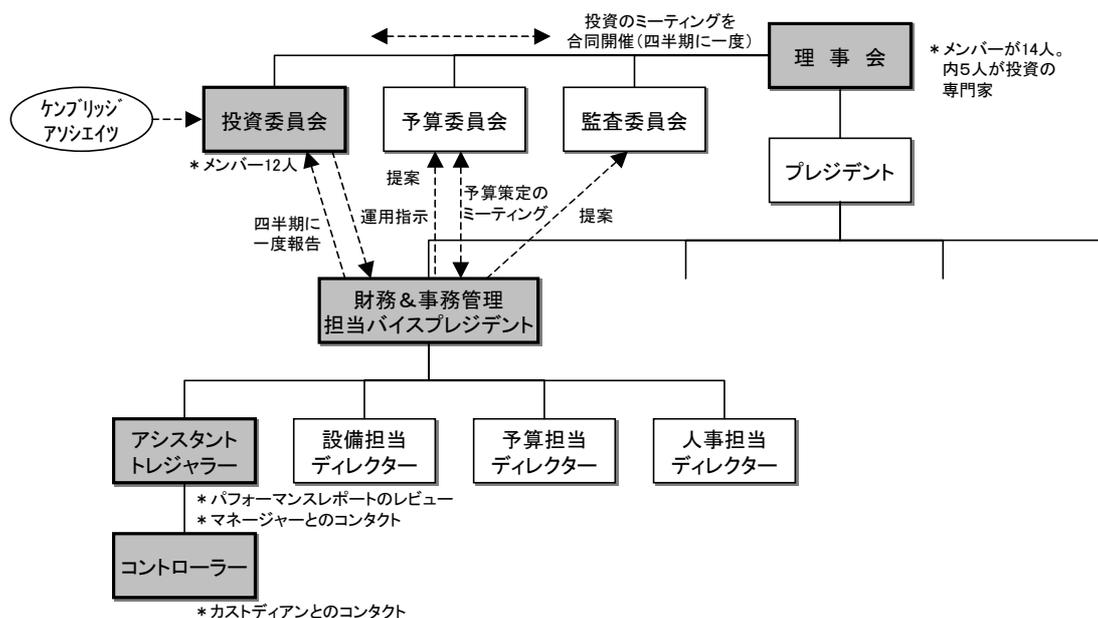
資産運用のみを手がける組織を抱える余裕がないことから、同大学では運用管理プロセスのうち資産配分の決定や運用会社の選定に関してケンブリッジ・アソシエイツに多くを負っている。同社のコンサルタントは投資委員会に出席し、運用会社の採用の際には推薦リストを提出したり、選んだマネジャーの運用成績のモニタリングを担当するなど、資産運用の根幹にかかわる部分を全面的にバックアップしている。例えば、同大学では最近、運用資産の一部(3%)をベンチャーキャピタルへ投資することを決定したが、投資対象はケンブリッジ・アソシエイツ社が提出したリストに基づいて決めたという。

運用の日々の実務についてはバイスプレジデントの部下の一人であるアシスタントトレ

ジャーラーが、運用会社と日々やり取りをし、先方から送られてくる運用成績レポートのレビューや委員会向けにトータル・リターンの内訳をまとめた資料の作成などを担当している。カストディアン（ノーザントラスト）との日々のやり取りはその下のコントローラーが担当、カストディアンと運用会社の運用口座情報の照合作業を行っている。

寄付者が投資方法について口をはさんでくることもあるが、同大学の投資ガイドラインに一致しない場合は拒否しているとのことである。

図表 11 A大学の運用管理体制



(注) 影をつけた組織・担当者が資産運用に何らかの形でかかわっている。  
 (出所) インタビューより野村総合研究所作成

## 2) 投資部門で資産運用を手がけるケース：B大学

では、資産規模がより大きな大学ではどのような運用管理を行っているだろうか。B大学はイリノイ州に位置するリサーチ・ユニバーシティで、創立は1892年、学生数が1万人を超えるマンモス大学である。運用資産は全体で40億ドル（約4,000億円、2000年6月末現在）、ペイアウト等の運用収入が収入全体の1割を占めている（図表12左表）。

同大学の運用資産構成は株式に48%、債券に15%投資するほか、プライベート・エクイティに23%、ハイイールド債に4%、不動産に3%と幅広い分散投資を実現している（図表12右図）。プライベート・エクイティへの投資は、投資委員会が他の投資機会を求めて1975年に開始した。債券と不動産、ハイイールド債については大学内部のスタッフ自らが運用を手がけている（インハウス運用）。

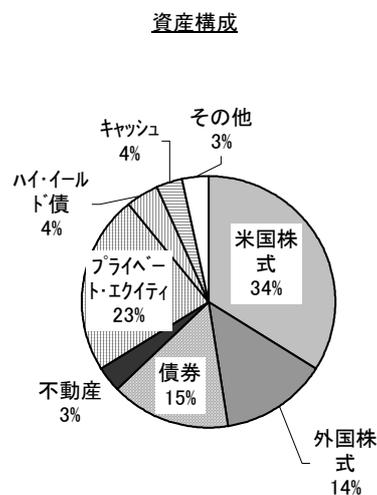
図表 12 B大学の財務データと資産構成

**損益計算書**  
(1999年6月決算)

◆収入	(万ドル)	(%)	◆支出	(万ドル)	(%)
授業料収入	16,204	(19.1)	人件費	53,118	(64.2)
政府補助金	18,296	(21.6)	学生向けサービス	19,954	(24.1)
寄付金	7,773	(9.2)	関連施設	8,380	(10.1)
ペイアウト等	9,755	(11.5)	その他	1,231	(1.5)
その他	32,730	(38.6)	支出合計	82,683	(100.0)
収入合計	84,757	(100.0)	◆収支差	2,074	

**バランスシート**  
(1999年6月末現在)

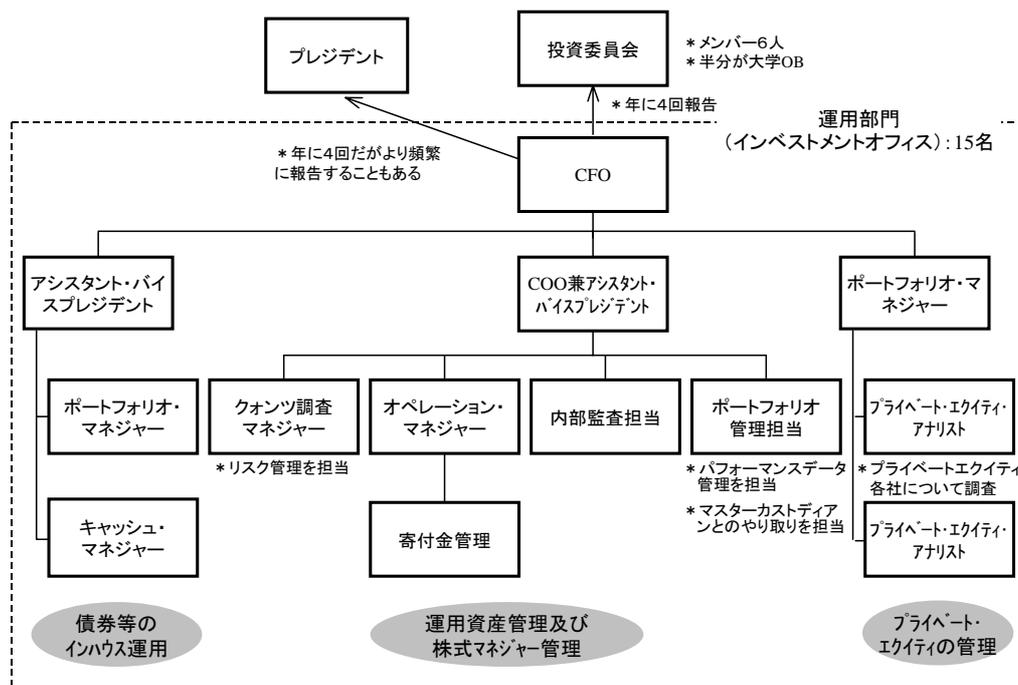
◆資産の部	(万ドル)	(%)	◆負債の部	(万ドル)	(%)
現預金	4,943	(1.2)	短期債務	12,444	(15.0)
流動資産	29,321	(7.3)	大学債	45,717	(55.2)
投資	309,396	(76.8)	その他	24,681	(29.8)
有形固定資産	54,077	(13.4)	負債合計	82,842	(100.0)
その他	4,944	(1.2)			
資産合計	402,682	(100.0)	純資産	319,840	



(出所) 同大学財務報告書等より野村総合研究所作成

こうした大規模なインハウス運用と分散投資を可能にしているのが、運用に特化した組織体制にある(図表13)。運用を担当するのは「インベストメント・オフィス」と呼ばれる運用に特化した部門で、総勢15名のスタッフからなる。責任者はCFOで、意思決定機関

図表 13 B大学の運用管理体制



(出所) インタビューより野村総合研究所作成

である投資委員会と大学のプレジデントに原則として年に4回、直接運用報告を行っている。同CFOによれば、人数が多い理由としてプライベート・エクイティなど複雑で手間がかかる投資を手がけていることと、年金基金と異なり利益を生み出す「プロフィットセンター」であること、すなわちコストの抑制にとどまらず利益を生み出すことを目標として掲げていることという。

同大学の長期的な期待トータル・リターンは8～9%であり、統計的手法を用いて様々なシミュレーションを行った結果に基づき投資委員会が最終的に決定する。一方、ペイアウト・ルールは投資委員会ではなく大学の理事会が直接決定する。2001年度のペイアウト・ルールは過去3年間の資産残高の移動平均値の5%であるが、1998年から2000年にかけての3年間ではなく97～99年の3年間の値をベースとすることでペイアウトの規模を抑制気味にしている。

同オフィスは3つのセクションで構成されている。第一が債券などのインハウス運用を行っているセクションで、アシスタント・バイスプレジデントとポートフォリオ・マネジャー、キャッシュ・マネジャーの3名が担当している。アクティブ運用であるものの、対象を国債と政府機関債に限定しリスクの低い形で運用を行っている。第二が上場株式の運用と運用の事務管理を担当するセクションで、8名からなる。事務管理の担当者は、プライベートエクイティ等のパートナーシップの契約や資産構成の決定、マスターカストディアン（ノーザントラスト）とのコミュニケーション、様々な寄付金や人事管理等を担当している。第三がプライベート・エクイティのみの管理を行うセクションで、プライベート・エクイティの対象先の選定を行う専任のアナリストを抱えている。

さらに、B大学では、優秀なスタッフを確保するために年金基金よりも高い報酬体系を採用し、同大学の夜間学校に通えるようにするなどの工夫をこらしている。

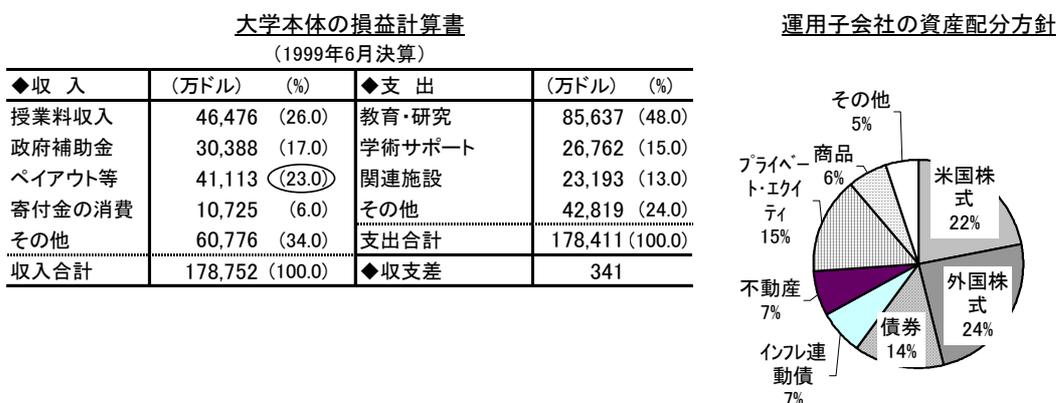
### 3) 運用子会社に資産運用を委ねるケース：C大学

中には、一步踏み込んで資産運用のみを手がける運用子会社を作っている大学もある。

C大学はマサチューセッツ州にある総合大学で、創立は1636年と長い歴史を誇る。学生数は1万8千人、資産規模も約200億ドル（約2兆円）と米国有数の規模である。同大学では、基本的に資産運用は大学内部で行わず、1974年に100%出資の子会社を設立、運用の大半を同社に委託している。同社では、例えば株式一つとっても米国株式よりも外国株式への投資比率が高く、債券もインフレ連動債（元本部分がインフレに連動する国債）が含まれるなど、B大学よりもさらに投資対象の拡大が進んでいる（図表14右図）。

同運用子会社の社長によれば、C大学が運用子会社を設立した理由は三つある。それは、大学と組織を分けることによって①より合理的な報酬体系を構築できる、②外部の運用会社に運用を委託せずに（子会社）内部で手がけることで運用コストを引き下げることができる、③運用業務にもっぱら従事できる人間が必要だったという背景である。

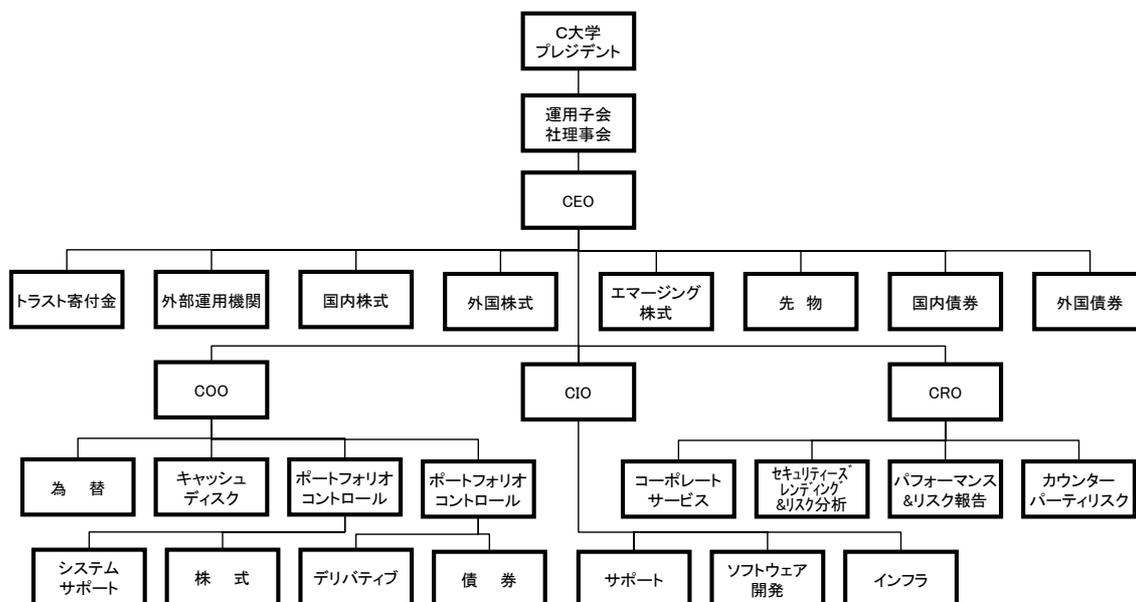
図表 14 C大学の財務データと運用子会社の資産配分方針



(出所) 同大学及び運用子会社資料より野村総合研究所作成

同子会社の組織体制を図表15に示した。資産運用だけでなく、他大学ならばカストディアンに委ねるようなバックオフィス機能までほとんど自前で備えている。また、オフィス自体が大学とは離れたボストン中心部の金融街のそばに位置するビルに入居しており、185名のスタッフを擁している。その形態は子会社というよりもむしろ独立したウォール街の運用会社に近いといえる。報酬体系も完全に運用成績に連動しており、トップの報酬水準は10億円以上にものぼるといえる。同社の社長は「他大学とは違う」ということを強調していた。

図表 15 C大学・運用子会社の組織体制



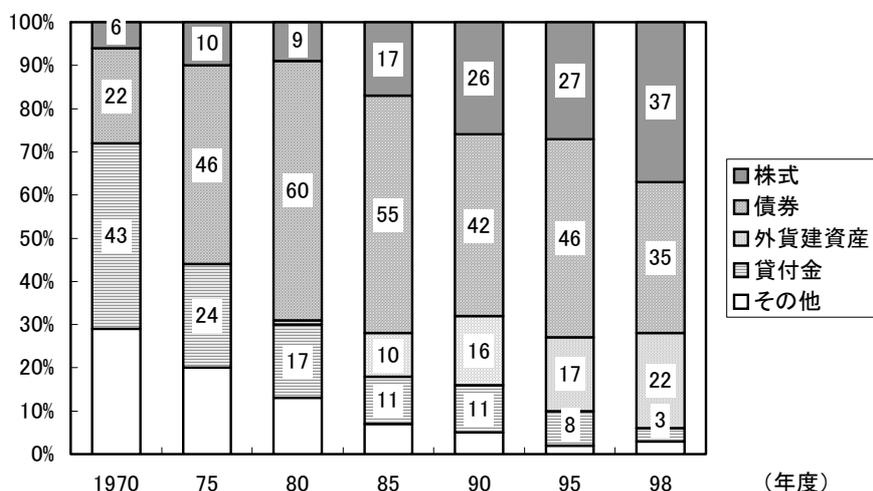
(出所) C大学運用子会社資料

C大学のような運用形態は、長い歴史と豊かな寄付金に支えられた膨大な運用資産があつてこそ初めて可能になるものであり、米国でも極めてまれなケースといえよう。

#### 4. わが国への示唆

わが国では、企業年金がここ30年の間に現預金中心の運用から債券、株式へと変化し、今や米国の企業年金と同様機関投資家として大きく変貌を遂げてきている（図表16）。米国において企業年金と大学が歩んできた歴史的経緯を踏まえれば、わが国の大学も企業年金と同じ道をたどることが予想される。

図表 16 年金信託の資産構成の推移



（出所）厚生年金基金連合会

今後わが国の大学が米国の実態を参考にしつつ、資産運用を経営の課題として積極的に取り組み機関投資家として運用形態を高度化していくことが期待される。

（片山 英治、神山 哲也）