

米国における大学の資産運用戦略にみる アセットオーナーの運用高度化の先進事例

岡田 功太、船津 太佑

■ 要 約 ■

1. 現在の日本においては、アセットオーナーや資産運用会社の運用高度化が求められている。岸田文雄首相は2023年4月に、日本が国際金融センターとして発展していくには資産運用業等を抜本的に改革する必要があると言明した。また、金融庁は、「資産運用業高度化プログレスレポート2023」において、貯蓄から資産形成に向けた制度整備を進めるにあたって、日本のアセットオーナー及び資産運用会社等による運用高度化が必要であるとした。
2. 米国の大学は、50年以上前から資産運用に積極的に取り組んでいる。米国の大学で最大級の運用資産総額を誇るハーバード大学、イエール大学、テキサス大学・テキサス A&M 大学投資会社（UTIMCO）は、伝統的資産やオルタナティブ・ファンドに分散投資し、運用成果の一部を、学生への経済的支援、学術プログラムの運営、優秀な人材の獲得等に充てている。
3. 日本の大学においても、資産運用に積極的に取り組み、教育研究活動に必要な財政的資源を強化することで、日本の科学技術開発力・イノベーション創出力の向上を促すことも検討に値しよう。アセットオーナーとしての大学が運用力を向上させることで、資産運用会社をはじめとするインベストメント・チェーンの機能強化を通じた金融・資本市場の更なる活性化を促すことができるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・片山英治・神山哲也「米国の大学における資産運用の実態について」『資本市場クォーターリー』2001年春号。
- ・岡田功太・船津太佑「米国における財団の投資戦略及び助成活動」『野村資本市場クォーターリー』2023年春号。

I 運用の高度化が求められるアセットオーナー

現在の日本においては、年金基金や大学、財団を始めとするアセットオーナーや資産運用会社の運用高度化が求められている。岸田文雄首相は 2023 年 4 月に、経済財政諮問会議において、日本が国際金融センターとして発展していくには資産運用業等を抜本的に改革する必要があると声明した¹。また、金融庁は、2023 年 4 月に公表した「資産運用業高度化プログレスレポート 2023—「信頼」と「透明性」の向上に向けて—」において、貯蓄から資産形成に向けた制度整備を進めるにあたって、日本のアセットオーナー及び資産運用会社等による運用高度化が必要であるとした²。

翻って米国においては、アセットオーナーとしての大学が、教育研究活動に必要な財政的資源を確保するために、少なくとも約 50 年前から資産運用に積極的に取り組んでいる³。ハーバード大学の運用資産総額⁴は約 588 億ドル（総資産の約 80%）となっており、米国の大学の中で最大級の運用資産規模を誇っている（2022 年度末時点）。また、イエール大学の運用資産総額は約 465 億ドル（総資産の約 85%）となっており、ハーバード大学に次ぐ運用資産規模を有している（2022 年度末時点）。テキサス大学及びテキサス A&M 大学は、テキサス大学・テキサス A&M 大学投資会社⁵（以下、UTIMCO）に資産運用を委託しているが、その運用資産総額は約 653 億ドルとなっており、ハーバード大学の運用資産規模を上回っている（2022 年度末時点）。

ハーバード大学、イエール大学、テキサス大学及びテキサス A&M 大学などの米国大学は、株式や債券等の伝統的資産だけではなく、プライベート・エクイティ・ファンド（以下、PE ファンド）やベンチャー・キャピタル・ファンド（以下、VC ファンド）などのオルタナティブ・ファンドにも分散投資することで、良好な運用実績を創出し、学生への経済的支援、学術プログラムの運営、優秀な人材の獲得などに運用成果の一部を充てている。

本稿では、ハーバード大学、イエール大学、UTIMCO の資産運用の概要について整理した上で、日本の大学基金の資産運用について考察する。

¹ 岸田文雄首相は「国際金融センターとして更に発展するためには、コーポレートガバナンスの改革や GX 投資促進策とあわせ、我が国の資産運用業等を抜本的に改革することが重要です。2,000 兆円の家計金融資産を開放し、持続的成長に貢献する、資産運用立国日本を実現していくこととし、鈴木大臣において、政策プランを、関係省庁と一体となって、策定してください。」と述べた。

² 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート 2023—『信頼』と『透明性』の向上に向けて—」2023 年 4 月。

³ ハーバード大学の資産の運用を行っているハーバード・マネジメント・カンパニーは 1974 年に設立された。

⁴ 米国の大学の財務諸表では、資産の部に「運用資産 (investment asset)」が示されており、「運用資産」の投資対象資産別内訳についても開示されているが、「ファンド」の投資対象資産別内訳については開示されていない場合が多い。本稿では、主に米国の大学の「運用資産」の詳細を紹介する。なお、「ファンド」とは主に寄付金を原資としたものであり、「運用資産」とは寄付金を含む米国の大学の収入から成るものである。

⁵ 正式名は、The University of Texas/Texas A&M Investment Management Company である。

Ⅱ オルタナティブ投資に積極的なハーバード大学

ハーバード大学の資産運用の特徴として、オルタナティブ・ファンドへの投資に積極的であることが挙げられる。ハーバード大学の資産運用は、主にハーバード・マネジメント・カンパニー（以下、HMC）が担っている。以下では、ハーバード大学及びHMCの運用体制と資産運用戦略を紹介する。

1. ハーバード大学及びHMCの運用体制

ハーバード大学の運用資産総額は、2018年度の約447億ドルから2022年度には約588億ドルと過去5年間で約1.3倍となっている。ハーバード大学の2022年度の収入は約58億ドルであったが、その内訳は、資産運用収入が約39%、授業料・教育活動収入が約21%、研究収入が約17%、寄付金収入が約9%、その他が約14%である。

他方で、ハーバード大学の支出約54億ドルの内訳は、人件費及び福利厚生費が約52%、土地等の維持費が約18%、サービス購入費が約13%、施設関連費が約5%、その他が約12%となっている（2022年度末時点）。このように、資産運用収入は、ハーバード大学の経営を支える中核的な収益基盤となっている。

ハーバード大学の資産運用は、主に同大学の子会社であるHMCが担っている。HMCは1974年に設立された非営利法人であり、ハーバード大学が将来世代の教育研究費を維持・拡大していくための財政的資源の確保を使命としている。HMCの最高経営責任者（以下、CEO）はナーブ・ナーベカー氏であり、最高投資責任者（以下、CIO）はリック・スロコム氏である。前者は、JPモルガンに勤務した後にコロンビア大学基金の運用業務に携わった経験を有し、後者は、ジョンソン・エンド・ジョンソンの創業者一族のファミリー・オフィス⁶にて運用業務に携わった経験を有している。

なお、HMCの理事会は、ハーバード大学のローレンス・バカウ総長、HMCのナーベカーCEO、フォード財団のエリック・ドップシュタットCIO、ミレニアム・マネジメントのロバート・ジェイン共同CIO、アポロ・グローバル・マネジメントのパートナーであるウィリアム・ルイス氏など、ハーバード大学の理事会が任命した15人から成る。

⁶ ファミリー・オフィスについては、岡田功太・船津太佑「多様な投資戦略を採用する米国ファミリー・オフィス—オルタナティブ投資及びインパクト投資の活性化—」『野村資本市場クォーターリー』2023年冬号を参照。

2. HMC の資産運用戦略

HMC は、創業以来年率約 11%のリターンを創出しており、年間で運用資産総額の約 5%⁷をハーバード大学に拠出し、同大学の教育研究活動を支えている。HMC のオルタナティブ・ファンドへの投資額は、2018 年度の約 276 億ドル（運用資産総額の約 62%）から 2022 年度には約 424 億ドル（運用資産総額の約 72%）と約 1.5 倍になっている。特に、HMC の PE ファンドへの投資額は過去 5 年間で約 2.6 倍となり、ハーバード大学の運用資産総額の約 37%を占めるに至っている（図表 1）。

他方、HMC の伝統的資産への投資額は、2018 年度の約 145 億ドル（運用資産総額の約 32%）から 2022 年度には約 140 億ドル（運用資産総額の約 24%）と減少している。これは、HMC が、過去 5 年間に於いて先進国株式への投資額を約 30 億ドル減少させたことが寄与している。一方で、HMC の債券投資額は増加傾向にある。その要因の一つとして、HMC の物価連動債投資額が過去 5 年間で約 1.3 倍になったことが挙げられる。

HMC は、ハーバード大学の資産を運用するにあたって、外部運用会社のファンドに投資（以下、外部運用）するだけでなく、HMC 自身が個別銘柄に直接投資（以下、インハウス運用）している。HMC のインハウス運用の対象資産は、株式や債券などの現物資産だけでなく、デリバティブ取引も含まれる。

なお、HMC は、2014 年に国連責任投資（以下、PRI）原則に署名し、2020 年に温室効果ガス排出量正味ゼロ（ネットゼロ）の実現に向けた運用を開始して以降、化石燃料へのエクスポージャーを減少させている。

図表 1 ハーバード大学運用資産の投資対象先内訳（10 億ドル）

投資対象 資産・ファンド	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2022 年度の 運用資産総額 に占める割合
PE ファンド	8.5	9.8	11.0	20.7	21.9	37%
ヘッジファンド	12.9	14.3	15.5	18.0	16.8	29%
先進国株式	9.4	7.9	7.0	8.8	6.4	11%
先進国債券	2.5	2.9	3.9	3.8	4.2	7%
新興国株式・債券	2.6	3.3	3.3	4.6	3.4	6%
不動産	4.0	3.6	3.2	2.9	3.3	6%
現金・レポ取引等	2.6	2.2	1.7	1.4	2.4	4%
天然ガス	2.3	1.9	1.3	0.5	0.4	1%
運用資産総額	44.7	46.0	47.0	60.7	58.8	100%

（注） 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

（出所）ハーバード大学の決算報告書より野村資本市場研究所作成

⁷ 米国における大学のペイアウト比率（運用資産総額に占める大学への資金拠出額の割合）の算出手法は、開示されていない場合が多い。ただし、トービン・スペンディング・ルールに基づいて算出されることが一般的である。同ルールは、「80%×前年の資金拠出額」と「20%×5.1%×運用資産総額」の合計額を「今期の資金拠出額」の目安とするというものである（Massachusetts Institute of Technology, “Endowment Spending Policy at MIT,” May/June, 2008）。なお、本稿における HMC 以外の大学等のペイアウト比率についても、HMC と同様の考え方に戻って算出されているものと考えられる。

Ⅲ 低流動性資産に積極的に投資するイエール大学

イエール大学は、PEファンドやVCファンドへの投資に積極的である。イエール大学の資産運用は、同大学投資部門（Investments Office）が担っている。以下では、イエール大学及び同大学投資部門の運用体制と資産運用戦略を紹介する。

1. イエール大学及びイエール大学投資部門の運用体制

イエール大学の運用資産総額は、2018年度の約351億ドルから2022年度には約465億ドルと過去5年間で約1.3倍となっている。2022年度におけるイエール大学の収入は約48億ドルであったが、その内訳は、資産運用収入が約38%、医療サービス収入⁸が約28%、研究収入が約20%、授業料収入が約9%、寄付金収入が約5%である。

他方で、イエール大学の支出約47億ドルの内訳は、人件費が約47%、福利厚生費が約17%、減価償却費が約9%、その他が27%となっている（2022年度末時点）。このように、イエール大学は、前述のハーバード大学と同様に、最先端の研究開発施設の整備、次世代のリーダーの育成、優秀な研究者を採用などに資産運用収入を充てている。

イエール大学の資産運用は、同大学の投資部門が担っている。イエール大学投資部門は、ポートフォリオ・マネージャーや投資アナリストなど約40人から成り、同部門CIOはマシュー・メンデルソン氏が務めている。メンデルソンCIOは、2007年にイエール大学を卒業後、同大学の投資部門においてVCファンドの投資運用業務に従事し、前CIOのデイビッド・スウェンセン氏⁹が2021年に他界した後に、CIOに就任した。

なお、イエール大学投資部門の理事会は、イエール大学のピーター・サロベイ学長、キング・ストリート・キャピタル・パートナーズの創業者であるフランシス・ピオンディ氏や、アマデウス・キャピタル・パートナーズのアン・グローバーCEOなど11人から成る。

2. イエール大学投資部門の資産運用戦略

イエール大学投資部門は、過去10年間で年率約12%のリターンを創出しており、年間で運用資産の約5%を同大学に拠出し、同大学の「優れた研究や教育を通じて、将来世代のために、より良い世界の構築に尽力する」という使命の実現を後押ししている。

イエール大学投資部門は、過去5年間でVCファンドへの投資額を約1.9倍、PEファンドへの投資額を約2.1倍に増加させているが、マーケットابل・オルタナティブへの投資額は約4億ドル減少させている（図表2）。マーケットابل・オルタナティブとは、株式ロング・ショート戦略やグローバル・マクロ戦略など主に高流動性資産に投資する戦略を採用

⁸ イエール・ニューヘイブン病院などの収益である。

⁹ イエール大学の資産運用業に30年以上にわたって取り組み、イエール大学だけではなく、他の大学や財団などの公益法人の資産運用の高度化に貢献した人物である。

するヘッジファンドを指す。つまり、イエール大学投資部門は、オルタナティブ投資については、主に低流動性資産へのエクスポージャーを増加させてきたといえる。

他方で、イエール大学投資部門は、伝統的資産への投資額を 2018 年度の約 116 億ドルから 2022 年度に約 127 億ドルまで増加させているが、運用資産総額に占める伝統的資産への投資額の割合は 2018 年度の約 33%から 2022 年度には約 27%と減少している。これは、イエール大学投資部門が債券への投資額を約 12 億ドル、エマージング株式への投資額を約 10 億ドル減少させたことが寄与している。一方で、先進国株式への投資額を 2018 年度の約 45 億ドル（運用資産総額の約 13%）から 2022 年度には約 77 億ドル（運用資産総額の約 17%）まで増加させている。

なお、イエール大学投資部門は、同大学の資産を運用するにあたって、インハウス運用と外部運用を組み合わせしており、インハウス運用を行う際はデリバティブ取引を行うこともある。また、ESG（環境、社会、ガバナンス）関連投資では、2021年に、気候変動リスクへの対応を図るべく、化石燃料生産業者など約 60 社のダイベストを決定している。

図表 2 イエール大学運用資産の投資対象先内訳（10 億ドル）

投資対象 資産・ファンド	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2022 年度の 運用資産総額に 占める割合
VC ファンド	5.9	6.9	8.1	12.5	11.2	24%
PE ファンド	4.3	5.0	5.2	8.8	8.9	19%
先進国株式	4.5	3.5	3.2	7.7	7.7	17%
リアルアセット	4.9	4.6	4.1	5.2	5.9	13%
ヘッジファンド	5.7	5.4	6.5	5.2	5.3	11%
債券	4.6	5.6	3.5	4.3	3.4	7%
現金・その他	2.6	3.4	3.1	2.3	2.4	5%
新興国株式	2.6	2.7	2.8	1.9	1.6	4%
運用資産総額	35.1	37.1	36.5	47.8	46.5	100%

(注) 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

(出所) イエール大学の決算報告書より野村資本市場研究所作成

IV ユニークな運用システムを構築するテキサス大学

テキサス大学及びテキサス A&M 大学は、資産運用を UTIMCO に委託している。以下では、テキサス大学及びテキサス A&M 大学について概観した上で、UTIMCO の運用体制や資産運用戦略について紹介する。

1. テキサス大学及びテキサス A&M 大学

まず、テキサス大学及びテキサス A&M 大学について紹介する。テキサス大学は、大学 8 校と医療機関 5 施設から成る公立大学システム¹⁰であり、正式名称はテキサス大学システムである。テキサス大学システムは、1876 年に採択されたテキサス州憲法に基づいて設立され、教育・医療・研究を通じて、テキサス州民及び世界中の人々の生活をより良くすることを目指している。テキサス大学システムには約 24 万人の学生が在学しているが、卒業した学部生の約 75%はテキサス州内の企業に勤務したり、同州にて起業したりしている（2022 年度末時点）。また、テキサス大学システムには約 12 万人の教員、研究者、医療従事者等が在籍しており、同システム自身がテキサス州最大級の雇用主でもある。

他方で、テキサス A&M 大学は、11 大学と研究機関 8 施設から成る公立大学システムであり、正式名称はテキサス A&M 大学システムである。テキサス A&M 大学システムは、テキサス州法に基づいて 1948 年に設立され、質の高い教育や学術研究及び技術開発の推進を目指しており、特に石油工学、生命工学、原子力工学、農学などの研究分野において高く評価されている。テキサス A&M 大学システムには約 15 万人の学生が在学している。

以上のように、テキサス大学システム及びテキサス A&M 大学システムは、米国第 2 位の経済規模を誇るテキサス州の労働力や技術革新力等の源泉であるといえる。

2. テキサス州の 2 つの大学システムの資産運用を担う UTIMCO

1) UTIMCO の概要

次に、テキサス大学システム及びテキサス A&M 大学システムの資産の運用を担う UTIMCO について紹介する。

UTIMCO は、テキサス大学システムの理事会が 1996 年に、パーマナント・ユニバーシティ・ファンドを運用するために設立した公益法人である。パーマナント・ユニバーシティ・ファンドの運用資産の原資は、テキサス州の一部の土地から得られる石油・ガスのロイヤリティ収入やリース収入などである。

UTIMCO 設立の経緯は 180 年以上前に遡る。テキサス州の前身にあたるテキサス共

¹⁰ 公立大学システムとは、複数の教育機関から成るグループを一つのエンティティとみなす米国特有のシステムである。第 2 次世界大戦後、複数の教育機関を一つのエンティティとみなし、包括的な経営・財務戦略を推進することで、小規模な教育機関が恩恵を受け、より迅速に教育を普及させられるという考えの下、米国各州が公立大学システムを採用していった。

和国は 1839 年に、テキサス州の資源を原資に教育機関を運営するというコンセプトを考案し、それを引き継いだテキサス州政府は 1876 年に、テキサス州憲法に基づいてテキサス州の一部の土地をテキサス大学システムに譲渡した。その際、テキサス大学システムは、テキサス州の一部の土地の資源から得られる収入（あるいは資産）をパーマネント・ユニバーシティ・ファンドとして管理し始めた。1923 年にテキサス大学システムが管理する土地において油田が発見され、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドの資産が急増した。これを受けて、テキサス大学システムの理事会は 1996 年に UTIMCO を設立し、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドのより効率的な資産運用を行うことを決定した。

UTIMCO は創業以来、テキサス大学システム及びテキサス A&M 大学システム¹¹の教育研究活動を支援するために、長期的に優れたリターンを創出することを使命としている。UTIMCO は、テキサス州法に基づくフィデューシャリー¹²として、テキサス大学システム及びテキサス A&M 大学システムという別々の大学システムから資産運用を受託しており、2022 年度の運用資産総額は約 653 億ドルとなっている。これは、大学の資産を運用する主体としては米国最大の規模である。

UTIMCO の理事会は、テキサス州法に基づいて 9 人で構成されており、メンバー構成は、テキサス大学システムの理事 3 人、テキサス大学システム理事会が指名した 4 人（うち 3 人は投資運用の経験を有する者）、テキサス大学 A&M システム理事会が指名した 2 人（うち 1 人は投資運用の経験を有する者）となっている。UTIMCO の現理事長はジェームズ・ウィーバー氏（テキサス大学システム現副理事長）である。

UTIMCO の経営陣は、ブリット・ハリス CEO 及びリッチ・ホール CIO が率いる 17 人から成る。ハリス CEO は、テキサス州教職員退職年金の CIO やブリッジウォーターの CEO 等を務めていた経歴を有し、ホール CIO は、HMC 及びテキサス州教職員退職年金において PE ファンド投資事業の責任者を務めていたことがある。

2) UTIMCO が運用する主要ファンドの概要

UTIMCO は 5 つのエンダウメント・ファンド¹³と 3 つのオペレーティング・ファンド¹⁴を運用している。前者は、主にテキサス州の資源から得られる収益や寄付金を運用するファンドであり、後者は、主にテキサス大学システム及びテキサス A&M 大学システムの資金繰りを行うためのファンドである。UTIMCO が運用している 8 つのファンドのうち、主要なものとして、エンダウメント・ファンドであるパーマネン

¹¹ テキサス州政府は 1931 年に、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドの運用益をテキサス大学システムだけではなく、テキサス A&M 大学システムにも分配することを決定した。

¹² テキサス州の公益団体のプルーデントなファンド管理に関する法（The Texas Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act）に基づくフィデューシャリーである。

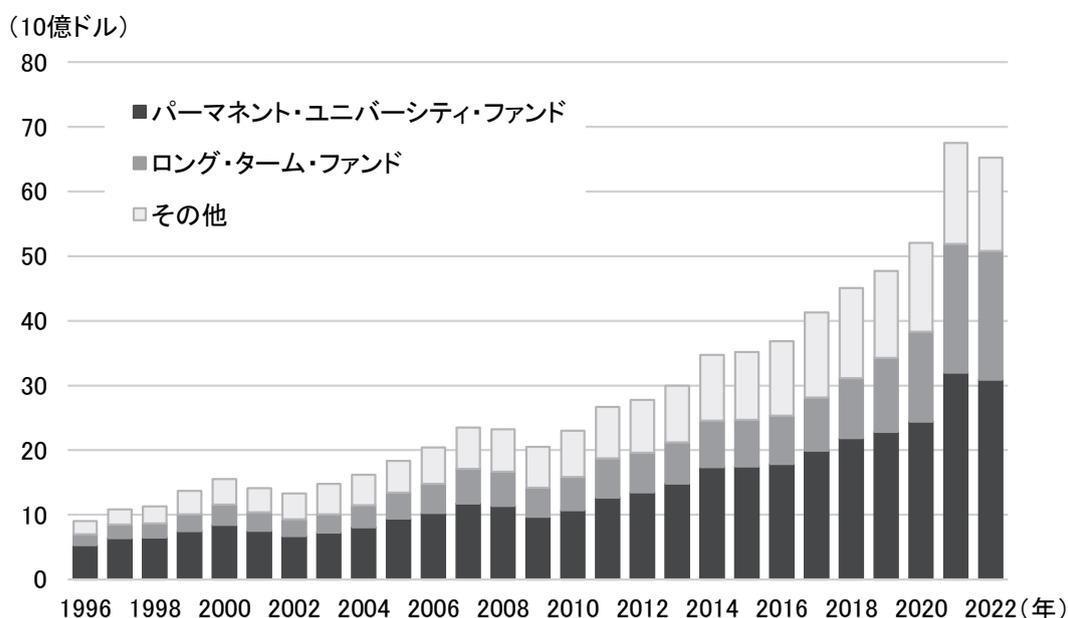
¹³ パーマネント・ユニバーシティ・ファンド、ロング・ターム・ファンド、パーマネント・ヘルス・ファンド、ジェネラル・エンダウメント・ファンド、セパレートリー・インベストッド・ファンドである。

¹⁴ ショート・ターム・ファンド、インターミディエート・ターム・ファンド、デット・プロシード・ファンドである。

ト・ユニバーシティ・ファンド（運用資産総額は約 310 億ドル）とロング・ターム・ファンド（運用資産総額は約 200 億ドル）がある。図表 3 にみられるように、これら 2 つのファンドの運用資産総額の合計額は、UTIMCO の運用資産総額の約 77% を占めており、また、1996 年の設立以来、運用資産総額は約 7 倍となっている。

パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは前述の通り、テキサス州憲法に基づいて 1876 年に設立された。テキサス州西部に位置する約 210 エーカーの土地から得られる石油・ガスのロイヤリティ収入やリース収入を原資に、UTIMCO が資産運用を行い、運用益の一部をテキサス大学システム及びテキサス A&M 大学システムの教育研究活動に充てることを目的としている。パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは四半期に一度、同ファンドの資産を拠出しているが、資金拠出額の 3 分の 2 をテキサス大学システム、3 分の 1 をテキサス A&M 大学システムに分配している。2022 年度のパーマネント・ユニバーシティ・ファンドの資産拠出額は、年率換算で運用資産総額の約 4% となっている。パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは、テキサス州の資源を原資に、同州大学の教育研究活動の支援を通じて、同州の労働力や技術革新力等の向上を図っていることを踏まえると、中東諸国などの国富ファンド（SWF: Sovereign Wealth Fund）と類似している側面もある¹⁵。

図表 3 UTIMCO の運用資産総額の推移（10 億ドル）



（出所）UTIMCO の決算報告書より野村資本市場研究所作成

¹⁵ 内閣府・大学ファンド資金運用ワーキンググループ「国内外の資金運用事例」2021年4月。

他方で、ロング・ターム・ファンドは 1995 年に、テキサス大学システム理事会によって設立されたファンドであり、法人及び卒業生等がテキサス大学システムに寄付した資金を運用している¹⁶。ロング・ターム・ファンドの運用目的は、リスク調整後リターンを長期的に最大化し、テキサス大学システムの教育研究活動や学生への経済的支援を促進することである。ロング・ターム・ファンドは四半期に一度、同ファンドの資産をテキサス大学システムに拠出している。2022 年度のロング・ターム・ファンドの資産拠出額は、年率換算で運用資産総額の約 4% となっている。

3) パーマネント・ユニバーシティ・ファンドの資産運用戦略

UTIMCO が運用するファンドの中でも、最大の運用資産総額を誇るパーマネント・ユニバーシティ・ファンドは、一部の伝統的資産についてはインハウス運用をしているが、運用資産総額の大部分は外部運用を行っており、特にオルタナティブ投資については全て外部運用である。

パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは過去 5 年間に於いて、プライベート・インベストメントへの投資額を約 47 億ドル、ヘッジファンドへの投資額を約 12 億ドル増加させている（図表 4）。ここでいうプライベート・インベストメントとは、PE ファンド、VC ファンド、プライベート・クレジット・ファンド、不動産ファンドなどである。

図表 4 パーマネント・ユニバーシティ・ファンドの投資対象先内訳（10 億ドル）

投資対象資産・ファンド		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
インハウス運用	グローバル債券	1.6	2.1	2.3	3.3	2.6
	グローバル株式	2.5	2.7	2.8	3.4	2.5
	金(ゴールド)	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
外部運用	プライベート・インベストメント	8.6	8.7	9.1	12.5	13.3
	ヘッジファンド	3.9	4.4	4.6	5.1	5.1
	先進国株式	2.5	2.8	3.8	5.0	4.3
	新興国株式	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3
	グローバル債券	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
その他	現金・その他	1.6	1.2	0.9	1.5	1.8
運用資産総額		22.0	23.0	25.0	32.0	31.0

(注) 図表の値は、米国会計基準に基づく公正価値である。

(出所) パーマネント・ユニバーシティ・ファンドの決算報告書より野村資本市場研究所作成

¹⁶ テキサス A&M 大学は、テキサス A&M 大学財団 (Texas A&M Foundation) という基金を有しており、法人や卒業生からの寄付金を受け入れている。テキサス A&M 大学財団の資産運用は、UTIMCO ではなく、同財団の財務部門が担っている。

また、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは伝統的資産への投資額も増加させている。過去5年間で先進国株式ファンドへの投資額は約1.7倍、エマージング株式ファンドへの投資額は約1.6倍、グローバル債券ファンドへの投資額は約4.3倍となっている。このように、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドの外部運用額を増加させている。外部運用額は2018年度の約160億ドル（運用資産総額の約72%）から2022年度の約242億ドル（同約78%）と過去5年で約1.5倍となっている。

他方で、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは、インハウス運用部分に関しては、グローバル株式及び債券への投資額を2018年度の約42億ドルから2022年度には約52億ドルと過去5年間で約1.2倍に増加させているが、運用資産総額に占める割合は2018年度の約19%から2022年度には約17%となっている。また、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは現物の金（ゴールド）に直接投資していたこともあるが、2022年時点では保有していない。

なお、パーマネント・ユニバーシティ・ファンドは、ポートフォリオのリスクをヘッジするためにデリバティブ取引を行うこともある。

V 日本の大学及び大学ファンドの資産運用の現状

米国における大学の取り組みを踏まえた上で、日本の私立大学、国立大学、科学技術振興機構が運用する大学ファンドの資産運用動向を整理する。

日本の私立大学は、現預金または債券に偏重したポートフォリオを構築している。日本の私立大学約660校の運用資産総額は、2017年3月末の約8.3兆円から2022年3月末には約9.6兆円と増加傾向にあるが、2021年度の運用資産に占める割合は、現預金が約46%、債券が約40%、株式が約3%となっている¹⁷（図表5）。日本の私立大学には特段の運用規制があるわけではなく、原則として各学校法人が運用方針を規定することが可能であるが、十分に分散されたポートフォリオを構築しているとは言い難い。

他方、日本の国立大学は、国立大学法人法が2018年5月に改正されたことを受けて、文部科学大臣に認定された場合には、①一定の元本保証のない金融商品、②預貯金（外貨建ても含む）、③金銭信託（元本保証なしも含む）に投資することが可能となった。従前、日本の国立大学は株式ファンドやオルタナティブ・ファンドに投資することはできなかったが、国立大学法人法改正によって十分に分散されたポートフォリオを構築することが可能となった。例えば、東京大学の東京大学基金は、従前は国債及び地方債を中心とした運用を行っていたが、足元では図表6が示す通り、外部運用も利用しつつ、分散ポートフォリオを構築している¹⁸。

¹⁷ 日本私立学校振興・共済事業団「学校法人の資産運用状況」平成28年度決算—令和3年度決算。

¹⁸ 東京大学は、東大基金（運用資産総額約122億円）の他に、目的指定寄附基金（運用資産総額約258億円）を運営している。目的指定寄附基金の運用資産のうち、債券投資額が約97%、単独運用金銭信託への投資額が約3%となっている（2022年9月末時点）。

科学技術振興機構は 2021 年に、大学ファンドの運用を開始した。大学ファンドは、世界最高水準の研究大学の実現に向けて、長期的・安定的に支援を行うための財源確保を目的としている。大学ファンドは、政府出資金及び財政融資資金約 10 兆円を原資として運用を行い、国際卓越研究大学に対して運用益の一部（当面は年間上限 3,000 億円）を助成する予定である¹⁹。国際卓越研究大学には、研究力の向上、意欲的な事業・財務戦略の実行、ガバナンス体制の強化等の要件が求められている。大学ファンドの運用資産は約 5.1 兆円であり、投資対象資産別の内訳は、グローバル債券が約 55%、グローバル株式が約 4%、短期資産が約 41%となっている（2022 年 3 月末時点）。なお、大学ファンドの運用は主に外部運用となっている。

図表 5 日本の私立大学運用資産の投資対象先内訳

	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
現金	46%	46%	45%	45%	46%
債券	44%	45%	44%	42%	40%
投資信託	5%	5%	5%	6%	6%
その他	3%	3%	4%	5%	5%
株式	2%	2%	2%	3%	3%
合計	100%	100%	100%	100%	100%

(注) 調査対象大学数は 2017 年度 652、2018 年度 653、2019 年度 655、2020 年度 657、2021 年度 658 である。

(出所) 日本私立学校振興・共済事業団「学校法人の資産運用状況」より野村資本市場研究所作成

図表 6 東京大学基金の投資対象先内訳（億円）

投資対象 資産・ファンド	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度 上半期	2022 年度上半 期の運用資産 総額に占める 割合
グローバル株式	22	20	31	35	33	27%
クレジット	34	32	35	34	31	25%
先進国債券	34	34	33	31	29	24%
PE ファンド	11	12	14	17	18	14%
不動産	11	11	11	11	12	9%
運用資産総額	112	109	124	129	122	100%

(出所) 東京大学基金の寄附金資金運用報告書より野村資本市場研究所作成

¹⁹ 詳細は、原田喜美枝「動き出した大学ファンドへの期待と懸念」『証券アナリストジャーナル』2023 年 4 月号（第 61 巻第 4 号）。

VI アセットオーナーとしての大学の運用高度化

日本では近年、科学技術開発力・イノベーション創出力の低下が指摘されている。文部科学省によると、自然科学系の論文数における日本の順位は、20年前は世界で第2位であったが直近は第4位であり、自然科学系の注目度の高い（他の論文からの被引用数の高い）論文数（Top10%補正論文数）における日本の順位は、20年前は第4位であったが直近は第10位まで低下しているという²⁰。この要因として、教員の研究時間割合の低下、教員数の伸び悩み、博士課程在籍者数の停滞、原材料費のような直接的に研究の実施に関わる費用の停滞などが挙げられるという。

過去20年間において、日米の大学の収益力の差は拡大の一途を辿っている²¹。米国の大学は、資産運用に積極的に取り組み、良好な運用実績を創出し、学生への経済的支援、学術プログラムの運営、優秀な人材の獲得などに運用成果の一部を充てている。日本の大学においても、本稿で挙げた事例にあるように、投資部門や理事会における運用人材の登用、オルタナティブ・ファンドも活用した分散投資、複数の大学資産運用を担う機関の設立などの取り組みを推進することで、教育研究活動に必要な財政的資源を確保し、日本の科学技術開発力・イノベーション創出力の向上を促すことも検討に値しよう。

大学は、年金基金や財団²²と並ぶアセットオーナーである。つまり、大学は、金融商品を販売する証券会社や銀行、金融・資本市場において投資活動を行う資産運用会社、同市場を運営する証券取引所、投資対象となる企業と共に、インベストメント・チェーンを構成する重要な主体の一つと位置付けられる。大学の運用高度化を図ることで、日本の科学技術開発力・イノベーション創出力の向上を促進するだけでなく、資産運用会社をはじめとするインベストメント・チェーンの機能強化を通じた金融・資本市場の更なる活性化を促すことができるのではないだろうか。

²⁰ 文部科学省「令和4年版科学技術・イノベーション白書」2022年6月。

²¹ 内閣府「世界と伍する研究大学専門調査会（第2回）資料2」2021年4月。

²² 米国における財団の資産運用については、岡田功太・船津太佑「米国における財団の投資戦略及び助成活動」『野村資本市場クォーターリー』2023年春号を参照。