

## INVESTMENT FOCUS

# 非営利団体の資産配分トレンド:大学基金モデル

グローバル・ヘッド、クライアント戦略/調査 ケビン・ターナー  
構成/訳: コンサルティング部 エグゼクティブ コンサルタント 荒川光弘



ケビン・ターナー



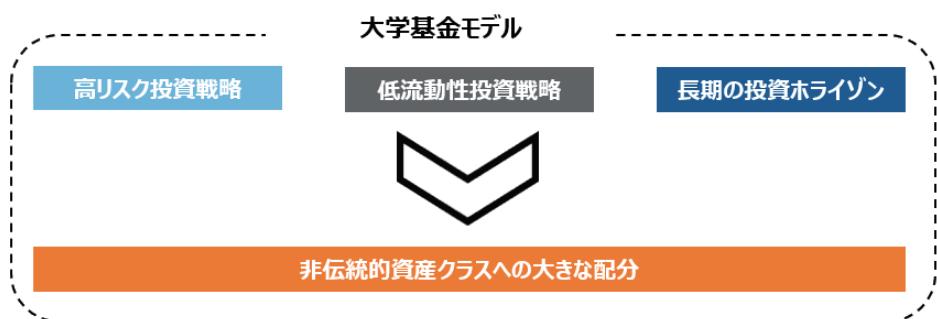
荒川光弘

米国の大学基金は長期的な収益だけでなく、短期的かつ安定的なインカムも求められていることから、絶対収益志向が強くなっている。また、伝統的な株式・債券中心の運用から脱却し、オルタナティブ(ヘッジファンドやプライベートアセット)への配分割合も高いところが多い。そのため、米国大学基金の資産運用に対する考え方、先端的な管理手法や資産配分トレンドについて言及することは、流動性リスクを犠牲にした商品、特にプライベートアセットが増加傾向の日本の年金基金にも参考になることから、以下そのトレンドをご紹介する。

## 大学基金モデル

投資家は、一般的にリスクの高い戦略や非流動性資産へ投資することで潜在的に高いリターンを享受できると考えている。そういった中で、特に大学基金は流動性リスクに対する耐性が強い、すなわち、投資期間に制約がないという性質を持っていることから、非伝統的資産(不動産などのプライベートアセットやプライベートエクイティ等)に一定割合の配分が可能と考えられる。

図表1：大学基金モデル



(イメージ図)

出所：ラッセル・インベストメント 上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。

ここでは、大学基金モデルの最先端を行く、イエール大学基金の例を取り上げる。イエール大学基金では、過去10年間で各資産クラスにおける配分割合の増減があるものの、相対的にオルタナティブ投資の割合が高くなっている。2017年におけるオルタナティブ比率は75% (不動産/天然資源19%、プライベートエクイティ31%、絶対収益25%) となっており、伝統的資産である株式・債券の割合は25% (上場株式19%、債券・キャッシュ6%) に過ぎない。このようにオルタナティブ投資の割合が高くなったのは、長期にわたる一貫した投資政策の賜物であるといえよう(長期投資家としての特性を活かし、ハイリターン・ローボラティリティを目指してきた)。

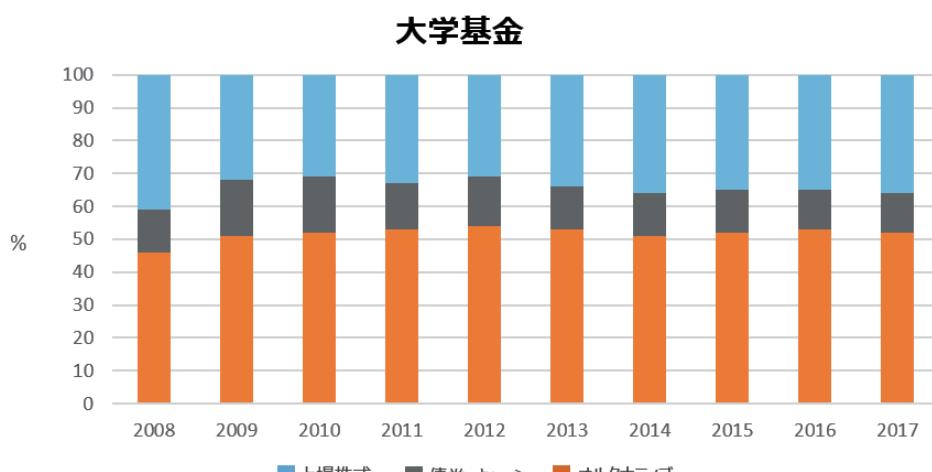
図表2：イエール大学の資産配分

| 資産クラス        | 資産配分 |      |      |
|--------------|------|------|------|
|              | 2007 | 2012 | 2017 |
| 上場株式         | 25%  | 14%  | 19%  |
| 債券・キャッシュ     | 6%   | 7%   | 6%   |
| 不動産・天然資源     | 27%  | 30%  | 19%  |
| プライベート・エクイティ | 19%  | 35%  | 31%  |
| 絶対収益         | 23%  | 14%  | 25%  |
|              | 100% | 100% | 100% |

出所：イエール大学基金 <http://investments.yale.edu> 2018年6月30日時点

大学基金809(2017年)における過去10年の資産配分推移は図表3の通りである。イエール大学基金ほどではないものの、大学基金(金額加重)平均では相対的にオルタナティブ比率が高い状態で推移している(2017年52%)。

図表3：大学基金の資産配分推移

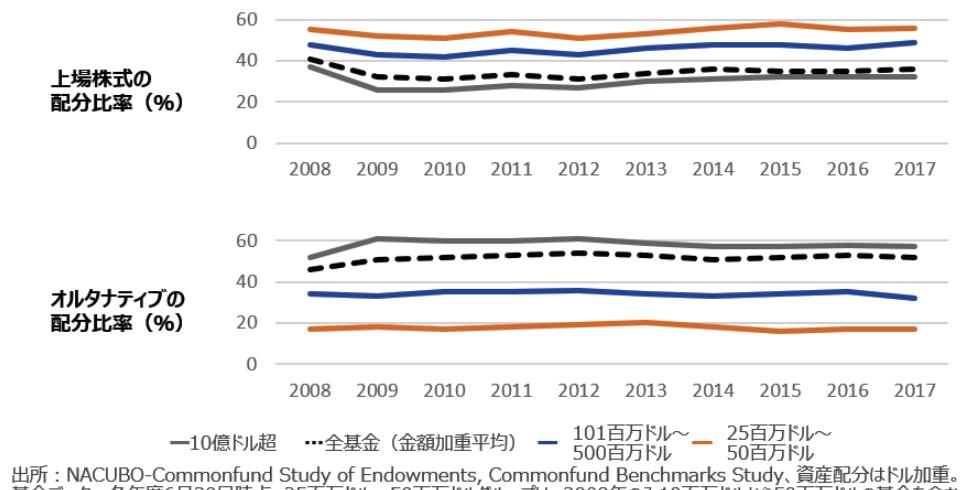


出所：NACUBO-Commonfund Study of Endowments, Commonfund Benchmarks Study、資産配分はドル加重。  
基金データ：各年度6月30日時点。

## 資産規模とオルタナティブ比率の関係

図表4の通り、オルタナティブ比率は資産規模の大きさに比例している面も否めない。大規模な大学基金(10億ドル超)はオルタナティブにおけるプライベートエクイティとヘッジファンドのウェートが高いだけでなく、不動産や天然資源にも投資しているのに対し、資産規模の小さい大学基金(25~50百万ドル)は上場株式の比率が相変わらず高く、オルタナティブの比率は10%台で、そのほとんどがヘッジファンドとなっている。これは大学基金における資産運用に携わる人員数が資産規模により劇的に異なることに起因している(10億ドル以上の平均が10.3人に対し、5億ドル以下になると平均で1人未満となっている(出所:2017 NACUBO-Commonfund Study of Endowments))。

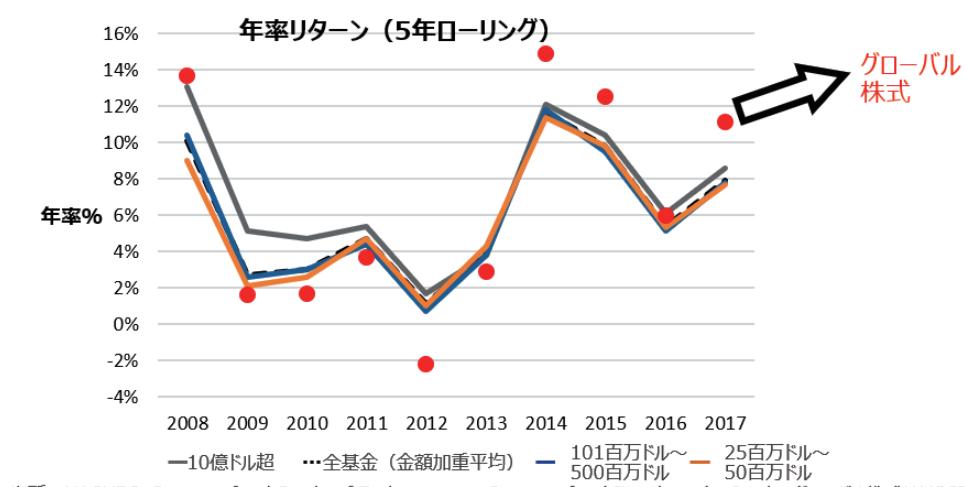
図表4：資産規模による資産配分の違い



出所：NACUBO-Commonfund Study of Endowments, Commonfund Benchmarks Study. 資産配分はドル加重。基金データ：各年度6月30日時点、25百万ドル～50百万ドルグループは、2008年のみ10百万ドルから50百万ドルの基金を含む。

パフォーマンスを見てみると、結果的には大規模な大学基金の方が若干上回ってはいるものの、ここ数年、その違いは見えにくくなっている（足元の差は1%程度）。大規模な大学基金は多くの人的資源を投入し、分散化されたポートフォリオを構築している。しかし、運用結果についてはまちまちで、その成否はオルタナティブ資産内における執行状況（配分や商品選定等）によるところが大きい。中規模、特に小規模の大学基金は人的資源が限られており、伝統的資産の配分割合が大きい傾向にある。それゆえ、運用結果については、オルタナティブ資産内における執行状況（配分や商品選定等）の影響もあるものの、伝統的資産のパフォーマンスに左右されるところが大きく、昨今は総じて良好な結果となっている。

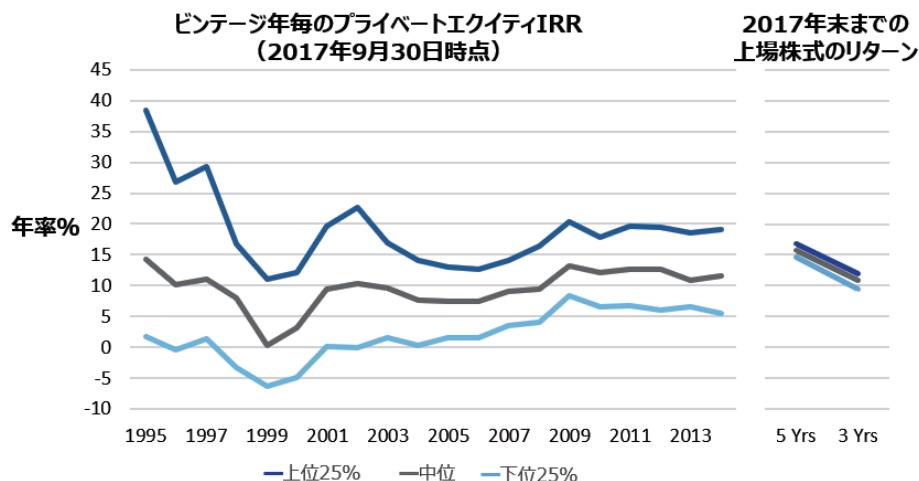
図表5：資産規模によるパフォーマンス格差



出所：NACUBO-Commonfund Study of Endowments, Commonfund Benchmarks Study. グローバル株式はMSCI ACWIインデックスによる。ネットリターンは2017年6月30日までの、5年間を示す。25百万ドル～50百万ドルグループは、2008年のみ10百万ドルから50百万ドルの基金を含む。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

ここでPEのビンテージ毎のパフォーマンス動向を見てみる（図表6）。上位25%と下位25%のパフォーマンス格差が非常に大きいことがわかる。株式における格差と比べれば一目瞭然のとおり、プライベートマーケットにおいては如何に商品選定が重要であるかを理解できよう。

図表6：プライベートエクイティと上場株式のパフォーマンス動向



出所：Cambridge Associates Benchmark Calculator. プライベートエクイティはバイアウト、グロースエクイティ、ベンチャー、劣後資本証券、ディストレストを含む。LP向けネットリターンを表示。上場株式のリターンはラッセル・インベストメントの米国大型株市場型アクティブマネジャー・ユニバースに基づく。リターンは年率%表示。

図表7の通り、今まででは相応のリターンを獲得すること自体、難しい市場環境ではなかった。しかし、市場環境は変化し、足元の米国10年国債利回りは3%近辺となっている。米国株式のバリュエーションも過去と比べると割高感があり、米国の現状は90年代後半のような投資環境に似ているとも捉えられる。少なくとも米国の株式は今後5年間あまりよさそうには思われない。そういう中であって、分散効果のある非伝統的な資産の魅力度は相対的に高まるであろう。

図表7：主な市況関連の指標

主な市況関連の指標

| 資産クラス        | 2007   | 2012  | 2017   |
|--------------|--------|-------|--------|
| インフレ         | 4.1%   | 1.7%  | 2.1%   |
| 10年国債利回り     | 4.1%   | 1.7%  | 2.4%   |
| ハイイールド・スプレッド | 5.7%   | 5.3%  | 3.6%   |
| 米国株の株価対純利益   | 11.8 x | 9.5 x | 15.0 x |

- 今後5年間では、（少なくとも米国では）上場株式に高いリターンは期待しにくい
- 非伝統的な投資戦略への分散は、ますます魅力的となりそう

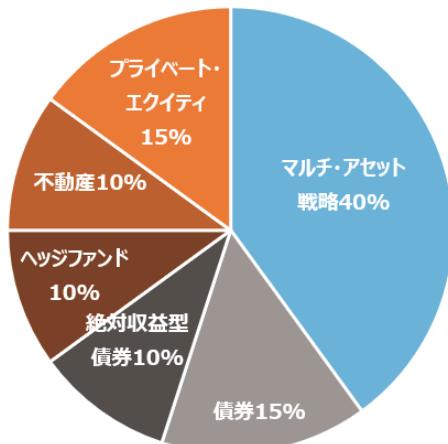
出所：インフレ：暦年の米国CPI. 10年国債利回り：各年度12月31日時点の10年国債コンスタント・マチュリティ・レート. ハイイールド・スプレッド：各年度12月31日時点のBofA Merrill Lynch US High Yield Indexのオプション調整済みスプレッド. 米国株の株価対純利益：各年度12月31日時点のMSCI米国インデックスの株価対純利益. インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

## モデルポートフォリオ

ここで、ご参考としてラッセル・インベストメントにおけるモデルポートフォリオを紹介する。目標リターンCPI+5%のモデルでは、オルタナティブに35%（リターン源泉としてPEに15%、分散資産としての不動産に10%、HFに10%）を配分し、ポートフォリオレベルでの一定のリターン水準を確保すると同時に、想定リスク水準を大幅に引き下げている。また、市場環境の変化に応じて機動的に資産配分を行えるよう、オルタナティブ比率が過大にならないようにも配慮しつつ、マルチアセットを40%組み入れているところに特徴がある。

図表8：ラッセル・インベストメントのモデルポートフォリオ

インフレ+5%リターンを目指すモデルポートフォリオ



| 長期予想    |                   |                  |
|---------|-------------------|------------------|
| 資産クラス   | CPI+5% モデルポートフォリオ | 株式60債券40 ポートフォリオ |
| 期待リターン  | 8.7%              | 7.8%             |
| ボラティリティ | 8.2%              | 11.6%            |

今後5年間に限れば、  
年率期待リターンは5.6%

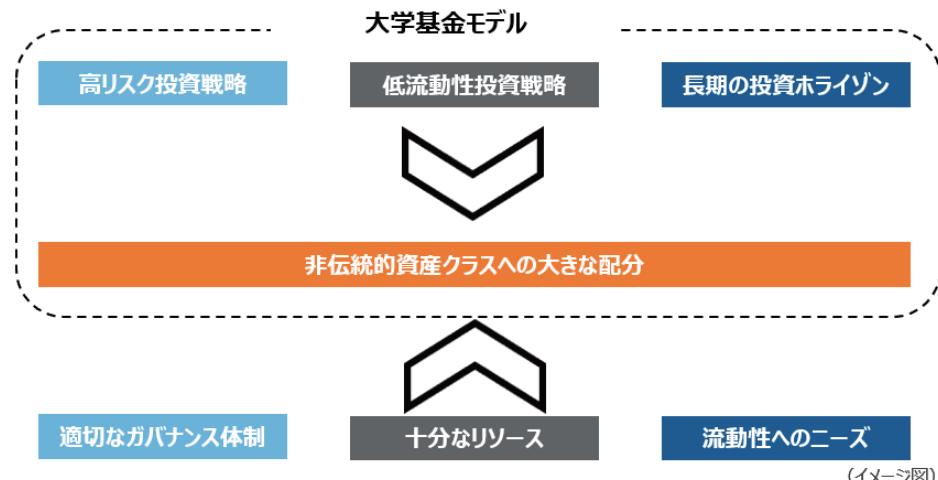
注：長期予想のリターンは2017年12月時点の20年ストラテジック・プランニング向けラッセル予想値。今後5年間の期待リターンは2017年12月時点のマーケット・コンディショナル版ラッセル予想値。株式60債券40ポートフォリオはグローバル株式60%、債券40%の組み合わせ。リターン予想値は超過収益の期待値を含む。報酬控除前。ボラティリティはシミュレーションの各シナリオごとに計算される標準偏差。

出来上がりのポートフォリオの期待リターン(8.7%)・リスク(8.2%)は、米国の標準ポートフォリオ(株式60%、債券40%:期待リターン7.8%、リスク11.6%)と比べてリターンを毀損せず、リスクを大幅に減少させている。ここでもわかる通り、大学基金のポートフォリオと共に通して言えることは、オルタナティブを組み入れることで分散効果が図れ、運用効率が高くなっていることである。

## 投資期間と人的資源

大学基金のような資産配分は投資期間が非常に長いがゆえに得られる利点ではあるが、適切なガバナンスと人的資源が十分に備わっていない限り、実施は困難と言える。すなわち、ガバナンス体制が確立した中で、投資方針に信念を持って行動しなければ、採用した投資戦略のパフォーマンスが悪化していく時期を乗り越えられないであろう。また、適切な投資商品の採用、管理、見直しも重要である。十分な人的資源が与えられ、安定した能力のある投資チームを維持できなければ、素晴らしい運用結果は伴いにくい。もちろん、オルタナティブも含めて適切に管理するためには、さらに強固なリソース、すなわち、投資チームのみならず、オペレーション、アドミニストレーション、リーガルなど様々なチームも重要となる。当然、投資期間とは別に、それぞれの負債特性を踏まえた流動性ニーズもしっかりと把握しておく必要がある。大学基金の中にも2008年から2009年の世界的な金融危機の間に、大学からの現金支払いの要求を受けて苦しんだところもあったと認識している。皆さんの多くが無制限の投資期間を持っているとは思わないが、個別の事情を踏まえたうえで、その特性を活かしたポートフォリオ運営を行っていくことが望ましい。

図表9：大学基金モデル



(イメージ図)

出所：ラッセル・インベストメント 上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。

## 終わりに

大学基金の資産規模により、オルタナティブウェートの違いが顕著に現われていたが、統計資料 (2017 NACUBO-Commonfund Study of Endowments) には他の興味深い数値も記載されている。その一つは運用機能のアウトソース、いわゆるOCIOの採用に関する数値である。人的リソースが限られている大学基金では、その補完として運用執行業務自体をアウトソースすることが多い。資産規模1億ドル超5億ドル以下で47%、1億ドル以下の大学基金ではすでに半数以上が実質的なアウトソースを実施している。これは不透明な市場環境下において、少しでも高く安定したリターンの獲得を大学側から求められていることに対する対応策の一つと言えよう。日本の年金基金においては、高いリターンは求められないものの、どのような市場環境下にあっても安定したリターン獲得への期待は高い。このような中で、リスクの取りうる水準に違いはあるものの、大学基金における資産運営管理は一つのヒントになりうるものと期待したい。