

# 米国の大学の運用を目標に インカム重視のポートフォリオを構築

激変する運用環境に立ち向かうアセットオーナーとコンサルタントの事例を紹介する本シリーズ。これまで企業年金に登場いただいていたが、今回は「番外編」として学校法人の資産運用の取り組み取材した。東京理科大学で資産運用を担う片寄裕市氏、高田久徳氏と、コンサルタントの立場から大和ファンド・コンサルティングの高城一也氏に語り合っていた。

## リスクベースのアプローチで ポートフォリオを管理・運用

—はじめに、東京理科大学の資産運用の概要について教えてください。

**高田** ■まず運用体制ですが、投資の意思決定は理事会傘下のコミッティーにて行っています。大学の財務担当理事が議長を務め、理事、財務部長のほか、われわれも含めた計6名のメンバーが、全会一致で投資判断を行って

います。

この会議には、大和ファンド・コンサルティング(以下、DFC)の高城さんにも出席していただき、コンサルタントの立場からご意見を頂戴しています。

**片寄** ■現在の運用資産の内訳は、オルタナティブが約50%(プライベート・エクイティ(PE)、ヘッジファンド(HF)、私募不動産)、外国債券が40%、株式(国内・海外)が10%という構成です。ただしこのアセットアロケーションが絶対というわけではなく、その時々環境



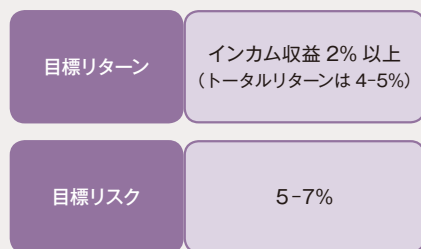
東京理科大学  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー(大学基金)  
理事補佐(財務担当)  
**高田 久徳 氏** Hisanori Takata



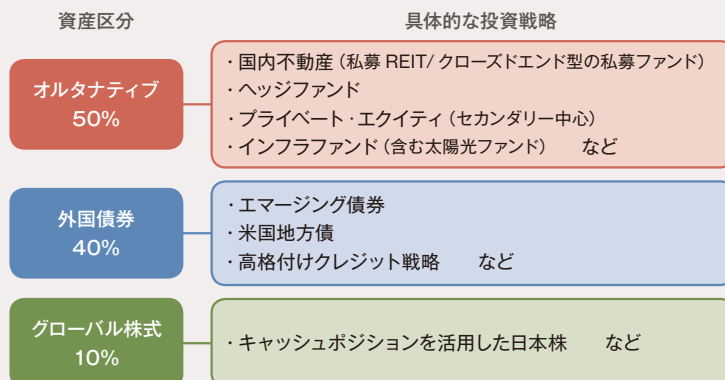
東京理科大学 理事長特命補佐  
東京理科大学インベストメント・マネジメント  
代表取締役社長  
**片寄 裕市 氏** Yuichi Katayori

図●東京理科大学の運用目標とポートフォリオの構成

■ 運用目標



■ ポートフォリオの構成



に応じて柔軟に配分比率は変更しています。

運用の実現益を教育・研究資金として活用する以上、含み益が膨らむだけでは意味がありませんから、毎年一定のキャッシュフローが得られるインカム重視のポートフォリオ構築を目指しています。

**高城** ■ 弊社では多数の年金スポンサーや学校法人のお客様に向けてコンサルティングサービスを提供していますが、東京理科大学さんへの関わり方は、やや特殊なケースと言えるかもしれません。

通常は商品選定のアドバイスのみならず、運用目標の設定や資産配分の決定の段階からサポートすることが多く、必要に応じてガバナンス体制の構築の段階からお手伝いするケースもあります。しかし東京理科大学さんの場合は運用体制やポートフォリオの大部分を学内で構築されており、弊社はグループ会社の経済予測に基づく期待収益率およびリスクなどの前提数値を提供しています。また商品選定に関しても、ファンドの発掘や一次審査は学内で終了して、二次審査の段階で弊社がアドバイスする格好です。

運用全般のコンサルティングというよりは、商品選定の目利きに特化した関係と言えるでしょう。

**片寄** ■ 資産運用体制の特徴として、ガバナンス構造のほか、運用リスク管理を挙げることができます。

具体的には年に目標とするインカムゲイン、キャピタルゲインを、許容リスクの範囲内で達成するというこ

とを掲げ、デンマークの公的年金ATPの考え方にも近いリスクベースのアプローチでポートフォリオを管理・運用しています。つまり、投資しているファンドのパフォーマンス計測による表面的なリスクではなく、物価変動リスク、金利リスク、信用リスクといった裏付け資産本来のリスクを評価するという考え方です。

■ インカムゲインに重点を置いた  
■ オルタナティブ投資の中身は？

—「オルタナティブが5割」とは驚きですが、具体的にどんな戦略に投資されているのでしょうか。

**高田** ■ オルタナティブの5割以上は国内不動産で、主に私募REITとクローズドエンド型の私募ファンドで構成されています。いずれもレバレッジを低めに抑えた戦略のプロダクトを中心に投資しています。

残りはHFやPEですが、HFは信頼できるマネジャーに限定し、PEは比較的Jカーブの浅いファンド・オブ・ファンズを中心にコミットメントを積み上げ、現在ではある程度分散されたポートフォリオ構成となっています。

**片寄** ■ PEに関しては、過去2年はセカンダリーがメインでしたが、プライマリーにも少しずつ投資を始めています。加えて、PEと特性の似たインフラファンドへのコミットメントも始めているほか、再生可能エネルギーの太陽光ファンドにも投資しています。

いずれにせよ海外のファンドについては為替リスクが



伴いますので、金額を絞りながら慎重に投資しています。

**高城** ■オルタナティブ比率の高さに目が向かいがちですが、残りの外国債券とグローバル株式についても、投資対象の拡大やダウンサイドリスクの抑制を意識した戦略なども採用されています。一般的にはオルタナティブに分類し得る戦略も多いかと思います。

**片寄** ■そうですね。たとえば外債に関してはエマージング債券にも投資していますが、デュレーションが短いものに限定した戦略や、投資適格債に限定したものもあります。通常のエマージング債券をロングしているわけではなく、許容できるリスクと照らし合わせながら、期間で縛るのか格付けで縛るのかでファンドを選定しています。

さらに投資タイミングの分散にも留意しており、新たな戦略に投資する際には2~3回に分けて資金を入れます。投資タイミングを分散させるため、最終的に大きな金額を投資するとしても、最初に入れる金額は絞っています。

これには、単なるタイミング分散以外の狙いもあり、投資後のモニタリングを通じて戦略や市場環境への理解を深めることも重要だと考えています。一度分配が支払われるのを確認してから追加資金を入れることもありましたし、マーケットが過熱し金利も下がって含み益が出ていたため、無理に増額せずに様子見することもありました。

したがって、当然ながらフルインベストメントへのこだわりはなく、ドライパウダー(待機資金)が積み上がることも許容する運用方針です。極端な例かもしれませんが、キャッシュが50%以上でも構わないのです。もちろん、それだけ投資対象の乏しい市場環境は問題だと思いますが……。

**高田** ■基本的には、経済動向や市場環境等を鑑みながら、案件に応じてオポチュニスティックに対応しています。その一方で、年度ごとに定めるインカムゲインは必達の目標です。

### 運用会社や機関投資家から 大学の資産運用へ異例の転身

——そもそも片寄さんと高田さんは、どんな経緯で東京理

科大学の資産運用に携わるようになったのでしょうか。

**片寄** ■現在、理事長特命補佐として大学基金の運営に携わると同時に、大学の収益事業会社である「東京理科大学インベストメント・マネジメント」の社長を務めています。

私は、東京理科大学のOBで、大学院を修了して金融業界に進み、直近はゴールドマン・サックス・グループの資産運用部門(ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント)に勤務していました。そんなある時、欧米の大学基金の運営に携わっているメンバーと出会い、大学基金の役割と投資方針について知る機会がありました。米国の有名大学の基金は何兆円もの資金を運用しており、運用益が奨学金や研究の原資として活用されていることに感銘を受けました。実際に運用担当者に話を聞くと、「教育・研究に活用される資金の運用に携わるとは、投資プロフェッショナルとして、実務経験を活かせるだけでなく、とても名誉なことだ」と希望に満ちていたのです。

日本の大学でも同じことができれば素晴らしいと漠然と思っていたところ、母校が収益事業や資産運用の新体制を検討しており、財務基盤の強化に力を入れていくという話を耳にしました。そして、卒業生である私にも、声をかけていただきました。

**高田** ■私は他大学の出身ですが、片寄さんから誘われ参加しました。直近は農林中央金庫でPE投資を担当しており、ゴールドマン・サックス時代の片寄さんと接触する機会も多く、ある時、「母校の運用やベンチャー投資に貢献したいと思っている。手伝ってもらえないか」という誘いを受けました。

私自身も前々から教育事業に携わりたいと思っていて、大学の資産運用や教育資金のファイナンスにも関心を持っていました。日本では学生の3人に1人は返済が必要な奨学金を借りているといった報道もありますし、これまで培った自分の経験を教育の分野で活かしたいという夢もあったので、誘いを受けると即座に転身を決断しました。

2016年4月からシニア・ポートフォリオ・マネジャー、



理事補佐として大学基金の運用に関わっていますが、現在は「東京理科大学イノベーション・キャピタル」というベンチャー・キャピタルの代表も兼務しています。

——着任以降、どんな点を変更されて現在の運用に至っているのですか。

**片寄** ■ 以前は複数社に運用を一任する形で、現在よりも上場株式のエクスポージャーが大きく、マーケットリスクにさらされやすいポートフォリオでしたが、先述の通りインカム重視のポートフォリオに転換しました。同時に、DFCにも第三者の視点からアドバイスを受ける体制を整えました。

目標のインカム水準をクリアすることを重視した運営をしていますので、ベンチマークに勝った負けたという議論に至らないように、関係者間で事前に合意をはかっています。ベンチマークは参考指標としては見えています。運用成績の評価軸には置いていません。

### ニッチな戦略にも多く投資し ファンド評価はスピード重視

——日本の学校法人の資金運用といえば、「キャッシュと債券が中心の元本確保型」というのが平均的な姿だと思います。東京理科大学の運用はそれとはずいぶんかけ離れていますが、コンサルタントとしてどんな点に留意されていますか。

**高城** ■ 平均的な学校法人の収入構造は学生生徒等納付金収入が中心であり、その他の収入に国債の利息などの受取利息配当金収入も含まれるといったところかと思えます。18歳人口の減少や低金利環境の継続といった難しい状況下において、多様な収入による持続的かつ安定的な財政基盤の整備が喫緊の課題となっています。そこで運用の見直しに着手しているところもありますが、これほど短期間に大胆な資産運用の高度化に取り組まれているケースは稀だと思います。

東京理科大学さんの商品選定に関わる過程で弊社が特に意識していることは、短期のブリッジファイナンスなど、スピード重視の案件にいかに対応するかという点です。通常の案件であれば相応の時間をかけて運用者との



大和ファンド・コンサルティング  
年金運用コンサルティング部  
シニアコンサルタント

**高城 一也 氏** Kazuya Takagi

ミーティングを重ねながらファンドを評価していきますが、それでは投資の実行が難しいケースも含まれます。そこで事前にスケジュールを調整して、最低限のスキームのチェックを行い、商品の妥当性に対する「意見書」を迅速に返す態勢で臨んでいます。

弊社では、年金スポンサーも含めてある程度幅広く受け入れられる商品でないと「ファンドレーティング」の付与には至らない、賞味期限が極めて短いものは積極的にカバーしづらい等の事情もあります。しかし東京理科大学さんは、魅力度が高いと判断すればそのような商品も含めて積極的に検討されますので、正式な「ファンドレーティング」だけではなく上記のような意見の出し方もしています。学内で一次審査を終えているからこそ実現可能であり、「意見書」にも一定の価値を見出しているだけだと思います。

もっとも、日頃カバーしていない商品について相談されるケースも多々ありますので、弊社にとってもさまざまな収穫があります。

**高田** ■ これまで培ってきたネットワークを活かして、国内外の多くの方々に「運用を通じ、子供たちのために、教育研究のために貢献したい」という思いを伝えてきま

した。その結果、通常は少額では投資を受け付けられない海外の著名なファンドにも、特別に門戸を開いてもらっています。

実際にオルタナティブに入っているプロダクトは、そうした特別な案件も多く、中には高城さんが普段カバーしていないものもあるかもしれませんが、事前に対話を重ねつつ、コミッティーでの意思決定を行っています。

**片寄** ■ コンサルタントと投資家との関係は、ともすれば投資家側が受け身の姿勢になりがちですが、それではいけないと思います。

もちろん、われわれのモデルが完成形ではありませんが、投資家側にもコンサルタントと対等にコミュニケーションできる知識レベルの人材を置くべきでしょう。

**高城** ■ 弊社もコンサルタントの立場から最善のアドバイスをしているつもりですが、意見交換が活発でないと、お客様のニーズとのミスマッチにもつながりかねません。これは学校法人に限った話ではありませんが、アセットオーナーが主体的であればあるほどコンサルタントの存在も有用になっていくのではないのでしょうか。

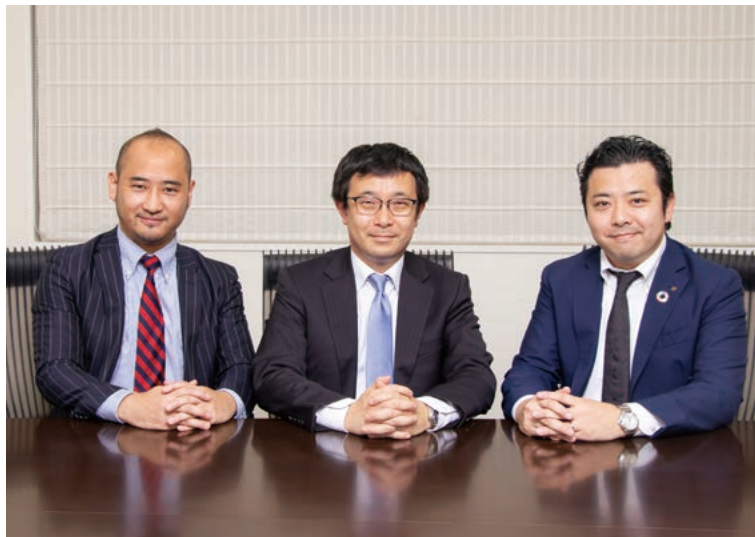
### ハーバード流のエコシステムを日本にも根付かせたい

——いま東京理科大学の運用が挑んでいることは何でしょうか。今後の展望もお聞かせください。

**片寄** ■ 次の段階として運用のポリシーをさらに明確化し、年度ベースで教育・研究の原資として活用する資金と再投資に回す資金の配分を決め、長期的な成長目標を定めることが重要だと考えています。

数兆円規模の資金を運用する米国のアイビー・リーグの大学はそれを何十年も続け、複利効果と再投資効果をダブルで享受して今日の規模まで成長してきました。今のわれわれはそれに向けた草創期です。大学理事会の理解を得ながら、着実な運営を続けたいと考えています。

**高田** ■ 例えばハーバード大学では、大学基金を原資とする奨学金が充実しており、約7割の学生が活用している



とされています。富を得た卒業生が寄付をすれば大学基金が拡大し、大学基金の投資のリターンが新たな才能に投資する原資となる。ハーバード大学、イェール大学、マサチューセッツ工科大学、スタンフォード大学をはじめとする米国の著名な大学には、こうした人財への投資と大学基金の投資のリターンで構築されるエコシステムが形成されているように思います。

東京理科大学では理事会の方針の下、今年度から複数の給付奨学金制度が創設され、運用で得られたリターンを給付原資に使う仕組みが動き始めました。将来、多くの優秀な学生の教育研究の支援につながれば大変嬉しいですね。

東京理科大学の取り組みに興味を持った他の大学の方からも、「横の連携はできませんか?」と相談を受けることがあります。既に改革に乗り出している大学もあると聞きますし、大変素晴らしい潮流だと思います。ぜひ、相互に連携できればと思っています。

**高城** ■ 東京理科大学さんはかなり先進的な運用をされていますので、同様の運用体制を築くのは一朝一夕にできるものではないと思います。こういう事例を多くの方に知っていただくことで、元本確保型に固執せずに資産運用の高度化を検討する第一歩になれば幸いです。当然ながら慎重な検討が望まれますので、弊社もガバナンス体制について構築の段階からサポートさせていただきます。

——本日はどうも、ありがとうございました。

A1