始動する一〇兆円大学ファンド
～安全かつ効率的な運用で三％の分配

明田雅昭

一、はじめに

日本の主要大学の国際ランキングは凋落の一途である。最近の調査では概ねアジアの中ですら中国、香港、シンガポールの後塵を拝し、韓国と四位争いである。[1] この不振の大きな要因の一つとして大学の資金不足が挙げられている。

二〇二〇年末に一〇兆円規模の大学ファンドの創設による財政支援の強化が閣議決定され、科学技術振興機構（ＪＳＴ）にファンドを設置し、運用益を活用して大学の研究基盤への長期的・安定的な投資を強化することになった。ファンドは、毎年所定の分配を行うのと同時に将来世代との公平性を図るため長期的な購買力の維持も求められる。運用にあたっては「長期的な観点から安全かつ効率的に行う」ことが定められている（ＪＳＴ法第二八条）。二〇二一年度中の運用開始を目指して、運用の基本指針・方針を定めるべく伊藤隆敏座長の下でワーキンググループの会合が四月より始まっている。

本稿では第二節で大学ファンドのスキームの概

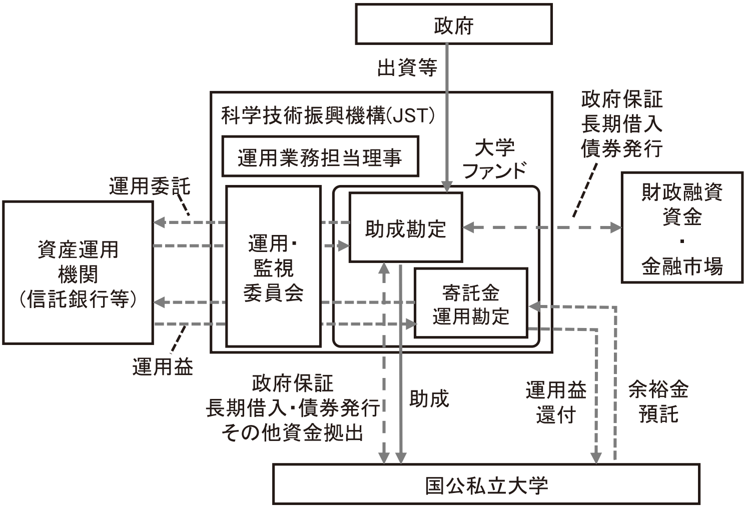
要を説明する。大学ファンドの運用は、伝統的な公的年金運用とは大きく異なり、絶対リターン追求の性格がある。ここでクローズアップされてくるのが「安全かつ効率的」という文言である。第三節でこの文言が意味するところを解説し、第四節で資産市場の長期的なリターンを観察することで「安全」と「効率的」は両立しないことを確認する。第五節ではお手本としている米国の大学基金の運用管理体制の特徴と運用実績を確認する。第六節で、現下の超低金利環境下での安全資産運用の将来図を提示し、目標達成のためには元本割れリスクを覚悟した運用が避けられないことを述べる。大学ファンドが目的を達成するためには、日本の投資環境を見据えた上で常識にとらわれない柔軟な発想が必要である。第七節では運用の一つの選択肢として高配当利回り株式運用を例示する。第八節では大学ファンドにおける資産運用管理体制の段階的発展を勧める。(2)

二、大学ファンドのスキーム

大学ファンドのスキーム概要をまとめたのが図表1である。大学ファンドはＪＳＴの下に設置される。大学ファンドの運用はＪＳＴにとって新しい業務にあたるためＪＳＴ法(3)を改正し、国立大学法人から寄託された資金の運用と大学に対する研究環境の整備充実等に関する助成の業務を行えるようにした。この業務の責任者として運用業務担当理事（一人）を置き、寄託金運用業務等の実施状況を監視するために運用・監視委員会（委員は五人以内）を設置することも定めている。

運用元本は早期に一〇兆円規模を目指すとしているが、当面は政府出資の五千億円と財政融資資金からの借入金四兆円で始める。この資金元構成

図表１　大学ファンドのスキーム



〔出所〕 内閣府・大学ファンド資金運用ワーキンググループ第１回会合資料

からするとレバレッジが高いヘッジファンドに似ているが、借入金は二〇年後から返済を開始するということなので出資金に近い性格もある。大学ファンドはその目的から、毎年所定の分配支出（ペイアウト）を行いながら、将来に渡って同様なペイアウトを続けるために購買力の維持も求められる。具体的な目標リターンは資料の上では明示されていないが、「三％＋物価上昇率」がコンセンサスであり、座長もメディア取材で明言している(4)。

このために資金運用を行うのだが、ＪＳＴ改正法第二十六条で「寄託金の運用は安全かつ効率的に行わなければならない」として、運用の方法を特定しているが、投資一任契約を活用した信託などの方法が中心になるものと思われる。第二十八条では「助成資金を長期的な観点から安全かつ効率的に行う」ために、文部科学大臣は基本的な指

針（基本的な方針、資産構成の目標、資金の調達、遵守すべき事項など）を定め、ＪＳＴに通知するとともに公表することとしている。ＪＳＴは基本指針に基づいて運用の基本方針を作成し文部科学大臣の認可を受けて（第二十九条）、資金運用を実施する。

法律で定められた大学ファンドの運用の基本的な考え方（運用目的や目標およびリスク管理の在り方等も含む）を策定することを目的として「大学ファンド資金運用ワーキンググループ（以下、ＷＧ）」が組成され、本年四月に第一回会合を開催した。七月末までの五回程度の会合で結論を出し、(5)今秋にも運用委託機関の選定を始め、今年度中の運用開始を目指している。

三、安全かつ効率的が意味すること

ＷＧの日時や議題は内閣府のホームページで公表されており、会合の一般傍聴も一部許可されている。しかし、ＷＧの討議用資料の多くは議題の提示だけで内容は公表されておらず、一般傍聴も一般的な資料に関する議論に限定されている。議事録は公表も遅く、内容も一般的な議論の部分だけで大学ファンド固有の部分は未公開である。(6)

本稿は、そのような極めて限定された情報の下で大学ファンドの有り様についてコメントを試みるものである。筆者が注目する第一点は、「安全かつ効率的な運用」というキーワードである。これは公的資金運用で常々引用され、大学ファンドの法律でも趣旨説明でも頻出する言葉である。第一回ＷＧ会合の冒頭で科学技術政策担当大臣は、リスクを見極めた上で長期的な運用状況を見てい

く必要があるとしながらも元本の毀損は避けなければならないとも発言し、安全性を強調していた。

資産運用の専門家の間では、安全資産とはリスクがない資産のことをいい、効率性とはリスクがある資産についてリスクとリターンの関連を測る言葉である。つまり、安全と言った瞬間に効率性を論じることができなくなる。安全性と効率性は「かつ」で結びつけることができない矛盾する概念である。現下の投資環境では安全資産リターンはほぼゼロ％である。そこで、建前では安全性を金科玉条のように唱えながらも、本音では一時的な元本毀損を覚悟した運用にならざるを得ない。伊藤座長もメディア取材で「リスクを最小化して運用目標を達成するという考えは間違いだ。重要なのはリスク量を決めてリターンを最大化するという考えだ」と語っている。(7) 筆者は大学ファンドに関わる多くの人々に建前上でも「安全」という言葉を捨てて「効率性」に絞った議論をしてほしいと思う。

四、安全かつ効率的な運用の実際

本節では資産運用の安全性と効率性に関する理解を促進するために、いくつかの統計データを示す。主として米国の統計を使っているが、長期データが利用できることに加えて、日本を含めて他の国よりも資本市場の原理が最も働いてきたと考えられるからである。日本では利用可能なデータは戦後に限られ、官の介入により市場原理に歪みが生じていた時期もあったように思う。将来の投資リターンを展望するには市場原理の歪みが少ない米国市場の資産リターン特性を参考にするのが理に適っているだろう。

図表2は米国の超長期および長期の資産リターンの統計である。[8] 対象資産は短期資産、長期国債、株式および株式六五％と長期国債三五％のバランス型運用の四つである。パネルAは一九二八年以後の九三年間で、パネルBは一九八一年以後の四〇年である。

パネルA1は一年運用の統計である。名目リターンでみると一九二八年初に保有していた百ドルは短期資産保有なら二〇二〇年末には二〇八二ドルになったこと、その間、年平均リターンは三・四％で、その標準偏差は三・〇％、最小リターンは〇・〇三％、マイナス回数（元本割れ）は一度もなかったことを示している。最もリスクが高い株式は期末価値が五九万二八六八ドルに達し、平均リターンは一一・六％であった。しかし、九三年中二五年は元本割れで、最悪年には▲四三・八％であった。安全資産なら元本割れはないが低リターンで、リスク資産なら高いリターンが期待できるが元本割れの発生を覚悟しなければならないということだ。リターンとリスクのこのようなトレードオフ特性は長期国債やバランス型運用でも明確に表れている。

パネルA5は五年運用の統計である。一九三二年に終わる五年間から二〇二〇年に終わる五年間までの八九期間について統計値を計測した。名目リターンでみると、当然、短期資産の元本割れは発生しない。株式の五年運用では、元本割れは八九期間のうち一一期間と減少し、最悪期間のリターンは年率▲一二・七％と低下した。それでもこの水準の損失に耐えられる投資家は多くはないだろう。バランス型ではマイナス期間数が四で最悪リターンが▲六・二％だから、株式と比べるとこちらを好む投資家の方が多いだろう。

次に購買力の維持に注目する。九三年間のイン

図表２　主要資産リターンの超長期統計（米国）

（Ａ1）超長期：1928-2020年

	1年投資・名目リターン（93年）				1年投資・実質リターン（93年）			
	短期資産	長期国債	株65債35	株式	短期資産	長期国債	株65債35	株式
期末価値	2,082	8,921	214,709	592,868	139	596	14,335	39,603
平均値	3.4%	5.2%	9.4%	11.6%	0.4%	2.3%	6.3%	8.5%
標準偏差	3.0%	7.6%	12.8%	19.4%	3.5%	8.1%	13.1%	19.4%
最悪年	0.03%	−11.1%	−29.4%	−43.8%	−12.1%	−14.6%	−25.3%	−38.9%
マイナス年数	0	17	22	25	39	40	28	30

（Ａ5）超長期：1932E-2020E 年

	5年投資・名目リターン（年率、89期）				5年投資・実質リターン（年率、89期）			
	短期資産	長期国債	株65債35	株式	短期資産	長期国債	株65債35	株式
平均値	3.4%	5.0%	8.8%	10.2%	0.3%	1.9%	5.5%	6.9%
標準偏差	2.8%	3.6%	5.5%	8.3%	2.7%	4.1%	5.4%	7.9%
最悪期間	0.1%	−0.4%	−6.2%	−12.7%	−5.8%	−7.8%	−5.2%	−9.5%
マイナス期数	0	1	4	11	41	31	16	22

（Ｂ1）長期：1981-2020年

	1年投資・名目リターン（40年）				1年投資・実質リターン（40年）			
	短期資産	長期国債	株65債35	株式	短期資産	長期国債	株65債35	株式
期末価値	459	1,991	5,525	7,472	146	631	1,752	2,369
平均値	3.9%	8.2%	11.1%	12.6%	1.0%	5.1%	8.0%	9.5%
標準偏差	3.4%	9.8%	10.8%	15.9%	2.1%	9.1%	10.7%	15.8%
最悪年	0.0%	−11.1%	−16.7%	−36.6%	−3.0%	−10.8%	−19.8%	−38.9%
マイナス年数	0	6	7	7	15	13	9	9

（Ｂ5）長期：1985E-2020E 年

	5年投資・名目リターン（年率、36期）				5年投資・実質リターン（年率、36期）			
	短期資産	長期国債	株65債35	株式	短期資産	長期国債	株65債35	株式
平均値	3.7%	7.5%	10.5%	11.5%	0.9%	4.6%	7.5%	8.5%
標準偏差	2.6%	4.1%	5.3%	7.8%	1.8%	3.2%	4.9%	7.5%
最悪期間	0.1%	0.9%	2.0%	−2.3%	−1.9%	−0.7%	−0.9%	−5.2%
マイナス期数	0	0	0	5	14	3	3	8

（注１）　短期資産＝３か月 T-Bill、長期国債＝10年国債、株65債35＝株式65％と長期国債35％のバランス型、株式＝配当込み S&P500
（注２）「期末価値」は期初の100ドルを当該資産で運用した結果の期末における価値
（注３）　インフレは1928-2020年の通期で1,498％（年率3.0％）、1981-2020年の通期で315％（年率2.9％）
〔出所〕 NYU Aswath Damodaran 教授公表の米国主要資産の長期リターンデータを筆者が加工

フレは年率三・〇％であった。これを用いると百ドルの短期資産運用の実質期末価値は一三九ドルしかなく、辛うじて購買力を維持しただけだ。購買力を維持できなかった年（実質マイナス年）は三九年もあった。株式運用では、実質期末価値は三万九六〇三ドルで、実質リターンは八・五％であり、十分に購買力を維持できた。一方で、実質マイナス年は三〇年あり、最悪で▲三八・九％の年を耐えなければならなかった。

パネルB1とB5は同様な統計を直近の四〇年で計測したものである。パネルAの統計と合わせて示唆されることは次のとおりである。第一に、名目的に元本割れ回避を必須とするなら短期資産での運用しかなく、その場合、実質購買力の維持では最も不利な運用となる。株式は長期的に最も大きな名目および実質の期末価値を期待できるが、単年あるいは五年程度の運用では大きな損失が生じることがある。長期国債やバランス型は短期資産と株式の中間的な性格を有する。どこまでの損失に耐えて、どこまでの期末価値を追求するかは選択の問題である。

五、米国の大学基金運用

ここまでは各資産の上場証券あるいは流動性が高い非上場証券をその平均的なリターンで運用した場合、つまり各資産をインデックス運用した場合の議論であった。次に検討すべきはインデックスを上回る運用ができるかどうかである。多くの機関投資家がこれに挑戦し、少なくとも直近過去では優秀な成績を残し定性評価でも信頼性が高いマネジャーを選定して運用委託を行ってきた。結果は多くの場合、期待に反するものだった。流動性が高い証券からなる公正な市場は情報の効率性

が高く、いかに優秀なマネジャーといえども勝ち続けることは極めて難しいのである。

そこで低流動性投資に活路を見いだしているのが欧米の大学や財団の基金運用である。ＷＧの資料や座長のメディア発言からも、これらの基金運用をお手本にしようとしていることは明白だ。これらの基金の多くは流動性が高い伝統的な資産への投資は一五％から二五％程度しかなく、他はヘッジファンドやプライベートエクイティ、不動産、森林・天然資源などオルタナティブ投資の割合の方が大きい。情報の効率性が十分でない分野でありマネジャーの能力差も大きく、成功すれば大きなリターンを享受できる。(9)

オルタナティブ投資の性格上、基金側の資産運用管理チームには業界内での幅広い人脈と高い専門性が必要である。マネジャーと対等に専門的な議論をして一目置かれる存在になる必要があり、長い付き合いを経て信頼を獲得してこそ効果的な運用委託が可能になる。(10)米国大学基金の責任者も非常に長い年数をかけてこのような体制を構築してきたことを強調し誇りにしている。

図表３は著名な米国大学基金の運用成績をまとめたものである。最終行にある「過去二〇年」にあるリターンはＷＧ第一回資料から引用したものだが、年率八％以上と極めて良好な成績だ。各年の成績も掲載したが、少ないながらもリターンがマイナスの年もあった（①）。リーマンショックが直撃した二〇〇八年度（二〇〇九年六月に終わる一年間）では各基金とも二〇％を上回る損失を被っている。二〇一九年度では三月にコロナショックがあり、資産市場は暴落した。四月以降の急速な回復で株式市場は年度初の水準に戻している。(11)このため二〇一九年度のリターンは五％以上を確保したが、コロナショックが三ヶ月遅かっ

図表３　米国大学基金運用の日本から見たパフォーマンス

会計年度期末年月	米ドルベース・リターン①				日米の１年金利差②	日本CPI ③	日本円ベースの対 CPI 超過リターン④			
	Yale	Harvard	Princeton	Stanford			Yale	Harvard	Princeton	Stanford
2007.6	28.0%	23.0%	24.7%	23.4%	4.6%	−0.2%	23.6%	18.6%	20.3%	19.0%
2008.6	4.5%	8.6%	5.6%	6.2%	4.1%	2.0%	−1.6%	2.5%	−0.5%	0.1%
2009.6	−24.6%	−27.3%	−23.5%	−25.9%	1.5%	−1.7%	−24.4%	−27.1%	−23.3%	−25.7%
2010.6	8.9%	11.0%	14.7%	14.4%	0.3%	−0.7%	9.3%	11.4%	15.1%	14.8%
2011.6	21.9%	21.4%	21.9%	22.4%	0.1%	−0.3%	22.1%	21.6%	22.1%	22.6%
2012.6	4.7%	−0.1%	3.1%	1.0%	0.1%	−0.2%	4.9%	0.1%	3.3%	1.2%
2013.6	12.5%	11.3%	11.7%	12.1%	0.1%	0.2%	12.2%	11.0%	11.4%	11.8%
2014.6	20.2%	15.4%	19.6%	17.0%	0.0%	3.6%	16.6%	11.8%	16.0%	13.4%
2015.6	11.5%	5.8%	12.7%	7.0%	0.0%	0.4%	11.1%	5.4%	12.3%	6.6%
2016.6	3.4%	−2.0%	0.8%	−0.4%	0.3%	−0.3%	3.4%	−2.0%	0.8%	−0.4%
2017.6	11.3%	8.1%	12.5%	13.1%	0.8%	0.3%	10.2%	7.0%	11.4%	12.0%
2018.6	12.3%	10.0%	14.2%	11.3%	1.3%	0.7%	10.3%	8.0%	12.2%	9.3%
2019.6	5.7%	6.5%	6.2%	6.5%	2.4%	0.7%	2.6%	3.4%	3.1%	3.4%
2020.6	6.8%	7.3%	5.6%	5.6%	2.1%	0.1%	4.6%	5.1%	3.4%	3.4%
2007-20	8.4%	6.3%	8.6%	7.4%						
過去20年	9.9%	−−	9.2%	8.1%						

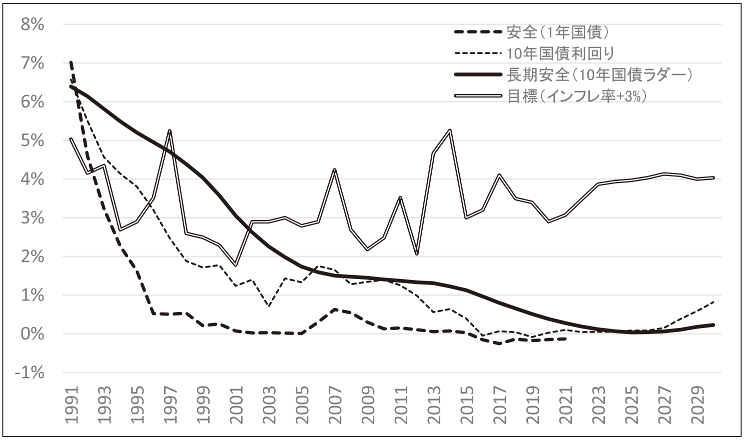
（注１）　米ドルベースリターンは各大学の年次報告書より抜粋
（注２）　日米の１年金利差＝前年７月の（米国国債１年利回り－日本国債１年利回り）として計算
（注３）　日本 CPI は2015年基準消費者物価指数の全国総合の前年６月対比の変化率
（注４）　日本円ベースの対 CPI 超過リターン④＝①－②－③と計算し、３％以下の年を薄黒塗りした
〔出所〕「過去20年」は大学ファンド資金運用ワーキンググループ第１回会合資料より抜粋。他は各種資料より筆者が引用または計算

たら各基金とも大きなマイナスだっただろう。
日米の金利差（②）と日本の消費者物価指数（③）を使って、各大学の運用成績を日本円ベースの対インフレ超過リターンに変換してみた（④）。その結果、三％を下まわった年を薄黒に塗ってある。過去一四年のうち三年ないし四年は、今回の大学ファンドの想定目標を下まわっていた（コロナショックが三ヶ月遅ければ、さらに一年増える）。資産運用の専門家は、これらの運用成績を最上位のものと評価するはずだが、それでも目標未達年は皆無ではない。

六、日本における安全資産運用

日本では安全資産とは日本国債のことである。短期の運用であれば一年国債金利、長期の運用であれば残存一〇年国債の最終利回りが安全資産リ

図表４　日本における安全資産運用



（注１）　１年国債と10年国債は年度初めの最終利回り
（注２）　10年国債とインフレ率の2021年度以降は野村證券、大和総研、ニッセイ基礎研の予測の平均
（注３）　10年国債ラダーは毎月一定額の残存10年国債に投資して満期保有するポートフォリオ
〔出所〕　財務省、総務省の統計と民間シンクタンクのデータを筆者が加工

ターンになる。一九九一年には一年国債は七・〇%、一〇年国債は六・六%だったが、その後、ほとんど低下する一方であった。二〇一六年以降、一年国債金利は継続してマイナスで、一〇年国債最終利回りもマイナスとプラスを行き来する状況である。

図表４は日本における安全資産ポートフォリオのリターン推移を示したものである。短期安全資産の運用では過去六年にわたり一貫してマイナスリターンである。長期安全資産の運用は、ここでは毎月一定額の残存一〇年国債に、ローリングしながら投資しつづけるラダー型ポートフォリオ運用とした。これは日本の公的資金運用でよく見られる手法である。(12) 各国債は満期まで保有するので、期末において市場時価評価せずに償却原価法で評価する。このため、保有する国債の購入時の最終利回りの平均値がポートフォリオ・リターン

となる。二〇二〇年度までは実績値であるが、翌年度以降は民間シンクタンクの一〇年中期経済予測を用いて二〇三〇年度まで延長推計した。この長期安全資産運用ではリターンは二〇一五年度に初めて一％を割り、その後下がり続けて二〇二五年度の〇・〇四％を底に二〇三〇年度に〇・二五％まで回復する。つまり今後一〇年間では長期的な安全運用リターンは〇・五％も望めないという予測なのである。図表４には目標となるインフレ率＋三％も同時に示しているが、長期安全運用リターンより遥かに高い位置にある。

大学ファンドの根拠法で規定されている「安全な運用」では運用目標がいかに達成不可能なものかが分かろう。リスクを伴う効率的な運用を行うしかなく、リスクを伴う以上、リターンがマイナスの年の発生を覚悟しなければならない。そして、資産運用のこのような特性について日頃から政治家やメディアを含むすべての関係者に啓蒙しておく必要がある。ファンド運用に近い責任ある立場の人が「税金を投入している以上、安全かつ高利回りの運用が必要」などと発言することは避けなければならない。マイナスリターンが発生したときに、政治家やメディアによる政権批判の材料にされて大学ファンドの存続が危うくなるかもしれないからである。

第一回WG会合でコモンファンドのCEOが、質疑応答の中で市場暴落後の非洗練関係者によるポートフォリオ清算圧力（最悪の選択肢）への対応を論じていた。米国でも多くの政治家がすべて現金化すべきだと圧力をかけてくるそうだ。対応策として平時からクライシスプレーブックというものを作っておいて危機時の対応を明示しておくとのことだった。今回のコロナショック時に大いに役立ったという。伊藤座長もメディア取材時に

このようなブックの必要性に触れている。[13] このような文章化された啓蒙資料・手続き書を是非作っておいていただきたい。

七、高配当利回り株式運用の可能性

著名な米国大学基金は毎年五・五％前後のペイアウトを実施した上で基金の購買力を維持するという目標を掲げている。この結果、名目リターンの目標値は八～九％になっている。[14] このために難易度が極めて高い株式性の非流動性資産に投資するための体制を構築している。日本の大学ファンドもこのような体制の構築を目指すのだろうが、これは一朝一夕では作れない。

日本の大学ファンドには米国大学基金と比べて明らかに優位な点がある。それは目標リターンの低さである。現在のインフレ率なら当面の目標は三％でよい。実現益三％で元本成長の期待値もプラスということなら配当利回りが高い上場株式投資で容易に実現できよう。他にも高利回りの上場ＲＥＩＴもある。[15] このような上場証券投資も選択肢の中に加えたらどうか。

図表５は日米欧の主要上場企業をセクター別に配当利回りが平均値より高いグループと低いグループに分類して作った二つのグループに関する統計である。配当利回りの中央値でみると、日本企業の高位グループは三・一一％で、低位グループは一・四一％であった。同じく欧米主要企業では、三・〇九％と〇・八四％であった。各グループの期待値上がり率も調べてみた。配当割引モデルによれば、値上がり率の期待値は内部成長率（＝ＲＯＥ×（１－配当性向））である。日本企業の内部成長率の中央値は、高位グループは四・一八％で、配当利回りと合わせると期待リターンは

図表５　株式配当利回りで分類した企業グループの特性

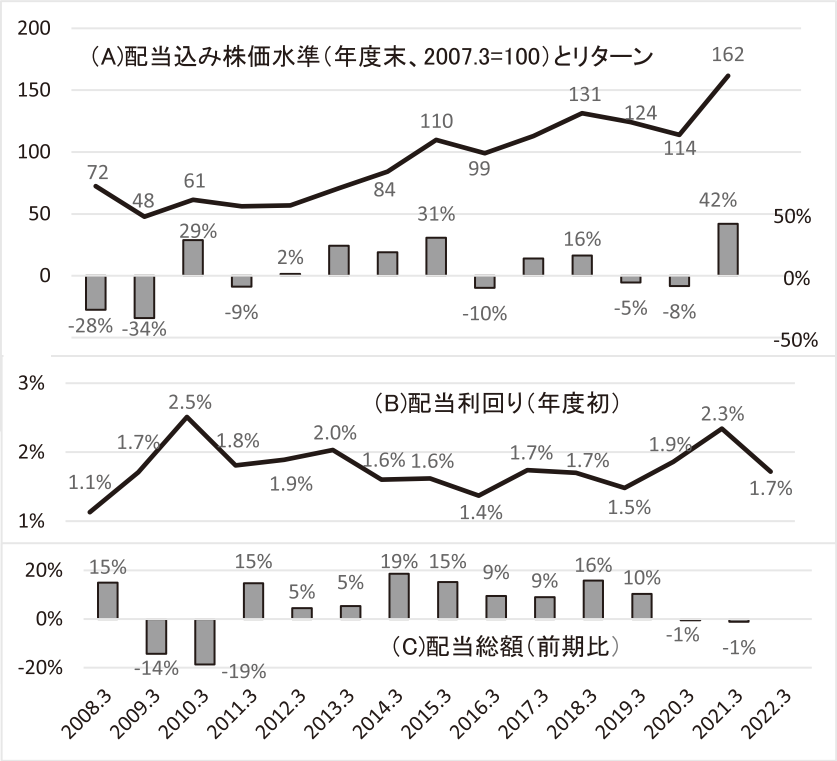
	社数	平均値（％）		中央値（％）	
		配当利回り	内部成長率	配当利回り	内部成長率
日本企業	1,775	2.23	6.20	2.11	5.05
高位グループ	825	3.20	4.74	3.11	4.18
低位グループ	950	1.39	7.46	1.41	5.86
欧米企業	782	2.14	10.34	1.85	6.60
高位グループ	344	3.55	7.00	3.09	4.35
低位グループ	438	1.04	12.97	0.84	8.98
米国企業	356	1.66	14.11	1.44	10.22
高位グループ	156	2.83	10.92	2.75	6.39
低位グループ	200	0.74	16.61	0.54	12.37
欧州企業	426	2.55	7.19	2.13	5.13
高位グループ	191	4.00	4.91	3.43	4.07
低位グループ	235	1.36	9.05	1.17	6.51

（注１）　日本は東証一部、米国はS&P500、欧州はStoxxEurope600の構成企業を対象にした
（注２）　配当利回りは2021年３月末以前の１年間に終わる決算期の一株当たり配当を決算期末日の株価で除して計算した
（注３）　グループ分けはFACTSET19セクター分類を使用してセクターごとに行った後に集約している
（注４）　米国と欧州でのグループ分けと米欧一括でのグループ分けでは、同じ企業が異なるグループに入ることがあり、高位グループでは、欧米344社≠米国156社＋欧州191社となっている
〔出所〕　FACTSET データベースより筆者が計算

七・二九％になる。一方、低位グループの内部成長率は五・八六％で期待リターンは七・二七％だ。高位グループは配当利回りが高い分だけ値上がり期待が低くなってバランスしているのである。この関係は欧州企業グループの中央値比較でもほとんど同様に見受けられる。

配当は実現益である。日本企業だけではなく、海外の企業でも実現益利回り三％で値上がり期待が四％程度の分散化株式ポートフォリオの組成が可能に思われる。もちろんこのような株式運用では時価評価での元本割れの心配がある。[16] 図表６の（Ａ）では過去一五年の株価推移とリターンを示したがマイナスリターンが六年もあった。（Ｂ）と合わせてみると株価水準の高低により配当利回り水準は逆方向に変動していることが分かる。しかし、（Ｃ）に示すように市場全体の配当総額はリーマンショック後の二年間を除いて毎年増加し

図表６　配当利回りおよび配当総額の特性



（注１）「配当込み株価水準」は大和日本株インデックス（DSI-2）を使用。これは東証一部企業のパフォーマンスを上場時価総額ベースで指数化したもの

（注２）「配当利回り（年度初）」は東証一部企業の年度初月の月中単純平均の値。例えば、2021.3の値（2.34％）は2020年４月の月中平均

（注３）「配当総額（前期比）」は東証一部・二部・マザーズ・JASDAQの全産業の集計。前期比は当期の集計対象会社について遡及集計した前期の数値との比較

〔出所〕　東京証券取引所および大和総研の公表統計を筆者が一部加工

コロナショック時でも横ばいですんでいた。企業経営者は減配が起きないように保守的に配当を決めている。よほどのことがない限り配当は維持されるか増配になる。最近では投資家は強く増配を求め込む企業に対して、投資せずに現金を貯めている。今後も株価変動によって時価ベースリターンがマイナスに振れたとしても実現益の配当額そのものは着実に増えていく可能性が高い。一般に資産運用の評価は時価ベースで行うのが当然視されているが、大学ファンドのような実現益を上げることが主要目標の場合、実現益を上げる能力が毀損されていないかを評価するという観点から、期末の一時的な時価評価ではなく投下元本に対する成績をみる簿価ベースの指標も意味があろう。(17)このような指標も並列して運用成果を測定し公開していくのがよいのではないだろうか。(18)

八、おわりに

業界の重鎮であるチャールズ・エリス氏は、基金運営に関する講演(19)で、ミュンヘンマラソンの教訓を語った。優勝したエリートランナーだけでなく、三時間半以上経ってゴールインする市民ランナーも皆勝利者だったという。彼らは自分にとって適正な目標、例えば四時間以内で走る、初めてのマラソンを完走する等を設定していて、練習を重ねて準備してきていた。本番でその目標が達成できれば両手を挙げてゴールインする資格があるという。大学ファンドの運営にあたっても、最初から歴史ある米国大学基金の再現を目指すのではなく、日本の投資環境と資産運用管理体制の熟練度合いに合わせて適切な運営と能力向上に努め、最終的に世界最高レベルの体制の構築を目指すのがいいのではないかと思う。

(注)

(1)　例えば、ＴＨＥアジア大学ランキング二〇二一の上位五大学および上位二十大学を見よ。

(2)　本稿は七月中旬に執筆したものである。本稿校正中の七月二七日の内閣府発表および新聞報道によれば、資産構成の目安は国内外の上場株式を六五％、債券を三五％とし、運用利回りの目標は四・三八％（毎年の支出三％を含む）以上とのことである。本稿はこれらの情報を前提とせずに執筆したものであり、本稿出版の八月下旬までに新たに公知となる情報とはそぐわない内容があるかもしれない点をご留意いただきたい。

(3)　国立研究開発法人科学技術振興機構法（平成十四年法律第百五十八号）

(4)　「大学ファンド始動「六～七割を株式に配分」　米コロンビア大学・伊藤隆敏氏」、日本経済新聞電子版、二〇二一年六月一四日

(5)　第三回ＷＧ会合で提示された予定によると七月二一日の第五回が最終回となっている。

(6)　例えば、第二回会合で「大学ファンド運用シミュレーションの報告」が議題になっている。この資料あるいは議事録記載があれば、大学ファンドが目指している運用の概要が分かるのだが、資料開示もなく、議事録記載もない。筆者は第三回と第四回のＷＧ会合のオンライン一般傍聴に参加したが、米国基金および国内年金の運用概要のプレゼンテーションのみ公開され、委員との質疑応答の前に一般傍聴は終了とされた。

(7)　「一〇兆円大学ファンドは株六―七割必要、オルタナ投資も―ＷＧ座長」、ブルームバーグ、二〇二一年五月二四日

(8)　このような統計はしばしば類書で見る機会もあろうかと思うが、二〇二〇年までの最新のデータを掲載しておくのも意義があろう。

(9)　スウェンセン［二〇二一・二］によれば、アクティブ運用のリターンのバラツキを上位二五％の成績と下位二五％の成績の差で測定すると、米国債券は〇・五％、米国株式は一・九％であるのと比べて、レバレッジドバイアウトで一三・七％、ベンチャーキャピタルで四三・二％である。オルタナティブ投資では能力が高いマネジャーに委託できれば高リターンが得られるが、マネジャー選びに失敗すると大きな損失を被る可能性がある。

(10)　オルタナティブ投資では確かに高リターンをあげ続ける著名なマネジャーが存在する。しかし、これらのマネジャーの運用枠は埋まっており、通常、新たな運用委託は受け付けない。彼らが新規に運用枠を設定する場合は既存の投資家が優先され、次に信頼関係が構築されてきた投資家が候

補になる。この世界ではマネジャーが投資家を選別するのである。

(11) Vanguard Total World Stock Index Fund の基準価格でみると、二〇一九年六月末を一〇〇とすると二〇二〇年六月末の水準は一〇一・九二であったが、三月には七三・七〇まで落ち込んでいた。

(12) 日本の公的資金運用では、満期保有・償却原価法評価を前提とした国債・政保債・地方債などの債券ラダー運用をインハウスで行うことを核として、付加的に時価評価ベースの外部委託運用を行うケースが多い。この中核部分の債券ラダー運用の利回りが一％割れになりつつあり、当面、下がり続けることが確実で、外部委託運用でいかにカバーするかが喫緊の課題になっている。

(13) 前述のブルームバーグ［二〇二一・五・二四］

(14) スタンフォード大学基金は名目で九％のリターンが目標になっているとＣＩＯの Robert Wallace 氏が発言している（第二回ＷＧ会合議事録）。第一回ＷＧの資料五、「国内外の資金運用事例」も参照。

(15) 二〇二一年三月末現在で、東証上場のＲＥＩＴを中心とした投資法人は六八銘柄あり、そのうち分配金利回りが一〇％以上、あるいは二％未満の四銘柄を除いた六四銘柄の分配金利回りの平均値は五・一八％、中央値は五・一二％であった。欧米でも StoxxEurope600とS&P500の構成銘柄であるＲＥＩＴの分配金利回りは四％程度である。

(16) 株価指数先物で売り建て量を適切に調整して値上がり率の期待値を四％から何％かに下げることでボラティリティと元本割れの程度を軽減する方法もあろう。

(17) 米国大学基金の二〇一九年度の成績がコロナショック発生時期の少しのずれで大きく変わりえたことを見ても一時点の市場評価で一喜一憂することは適切ではない。むしろ投資対象の将来キャッシュ生成能力に変化があるかを評価すべきという考えにも合理性があると思う。会計における有形・無形固定資産やのれんの再評価の考え方も参考になるのではないだろうか。

(18) 引間雅史［二〇一一・一二］では学校会計の簿価主義と時価評価が基本であるポートフォリオ運用の折り合いの悪さについて説明があり、高配当株運用などでの時価が簿価を下まわったときの減損処理について言及がある。今回の大学ファンドでは「助成業務及び国立大学寄託運用業務について利益及び損失の処理の特例を設ける（第一回ＷＧ資料）」とあるが、従来の学校会計と比べて、損益処理がどこまで柔軟性があるのかによって運用の自由度が大きく違ってくるだろう。

(19) Charles Ellis、「資産運用関連講演　ガバナンスの重要

性」、証券アナリストジャーナル。二〇一〇年一月号

（参考文献）

デビッド・F・スウェンセン、「イェール大学流投資戦略低リスク・高リターンを目指すポートフォリオの構築」、パンローリング、二〇二一年二月
川原淳次、「大学・財団のためのミッション・ドリブン・インベストメント」、東洋経済新報社、二〇一八年四月
引間雅史、「日本の大学法人における資産運用の実態と課題」、証券アナリストジャーナル、二〇一一年一二月

（あけだ　よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー）