

# 資産運用における新たなリスク管理

## 米国大学基金の運用実態をふまえて

2006年5月30日

公益法人業務部 稲見和典

03-5566-3433

inami\_kazunori@mail.nikko.co.jp

### <レポートの要約>

- ◆ 昨年公表された日本私立学校振興・共済事業団や21世紀大学経営協会による調査分析は、これからの大学経営における教育力維持のための帰属収入の確保こそが生き残りの絶対条件であると、データが改めて裏付けた結果となり、大学トップに新たな危機感を生み出した。
- ◆ 米国大学は、基金運用の使命を『長期スタンスでの高いパフォーマンスの追求』と強く位置づけ、基金を成長させた結果、大学収入の約3割を基金からの拠出で賄う力強い経営モデルを完成させた。これからの日本の大学も、基金運用を活かしながら安定的に教育研究支出をカバーするような仕組みを作り上げることが、求められるひとつのかたちである。
- ◆ 米国大学は、運用基金の規模に関わらずどのレベルでも洗練された分散ポートフォリオが完成している。2005年米国大学基金サミットのパネルディスカッションでは、『大規模基金の高パフォーマンスは分散投資戦略に特化しているからにすぎない。中小規模基金も洗練された分散ポートフォリオを組めば、大規模基金と同様の高パフォーマンスを得られる』と、基金規模5億ドル前後の大学担当者がコメントしている。
- ◆ 分散型ポートフォリオとリスク管理体制は両輪であり、それぞれの構築があってこそ新しい大学基金運用の将来があることを忘れてはならない。大学によるリスク管理体制の構築は資金運用規定の再構成によって形を見ることができる。大競争時代に直面する大学経営を力強い財務力を駆使してコントロールできる体制が、リスク管理体制そのものだと言えよう。

**大競争時代—『教育競争力維持のための帰属収入』の確保が必要に**

**大学経営は大競争時代へ**

大学経営は大競争時代に突入した。  
平成13年6月、当時の遠山文部科学大臣は『トップ30大学構想』を提唱し、学校債を『広く一般人を募集対象としても差し支えない』と通知を出した。それは大学経営の自助努力を促し、当時2009年問題と言われた大学大競争時代到来に向けた警鐘であった。それからわずか4年後の平成17年、経営悪化が主な原因で募集停止をしたと推測される大学・短期大学は15校まで拡大し(平成13～16年度の間、日本私立学校振興・共済事業団発表)、6月には文部科学省により『経営困難な学校法人への対応方針について』が取りまとめられ、12月には日本私立学校振興・共済事業団を中心に『学校法人活性化・再生研究会』が設置された。大学関係者の間では、現在の大学経営の窮状に、当時護送船団と言われながらも大量破綻・大再編劇を迎えた日本の銀行セクターを重ね、将来を危惧する声が聞かれる。

**帰属収入確保の必要性を表す2つの調査結果が公表**

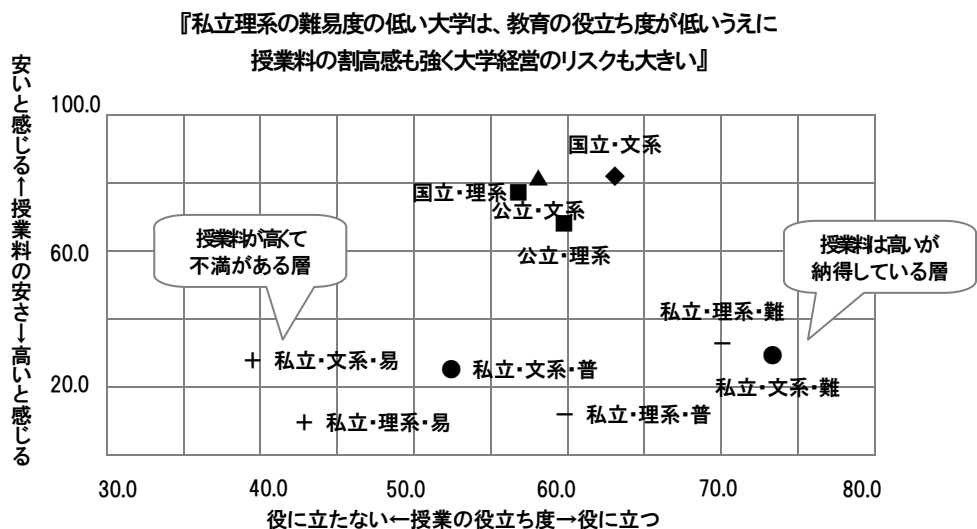
昨年、これからの大学経営において、教育競争力維持のための帰属収入の確保の必要性を表す2つの調査結果が公表され、大学関係者の注目を集めた。

1つは、21世紀大学経営協会(U-MA21)による『卒業生からみた大学教育力調査』である。U-MA21は2003年12月の発足以来、大学経営危機に対応する数々の具体策を議論してきた NPO 法人であるが、昨年の日経リサーチ(株)と共同で、この調査を実施した。これは、大学教育を終えた卒業生が、実際に社会に出てみて実感する大学の役立ち度を『教育力の測定基準』と定義し、これまででない実学的な視点で大学の教育力を測定しよう、という試みである。

**『私立理系の難易度の低い大学は、教育の役立ち度が低いうえに、授業料の割高感も高く、大学経営のリスクも大きい』**

下記は、その教育力調査の一部である『授業料と(大学)役立ち度のプロット』である。この調査結果から、『私立(特に理系)の難易度の低い大学は、教育の役立ち度が低いうえに授業料の割高感も強く、大学経営のリスクも大きい』と主催者資料に記載された。この調査は後日日経新聞にも掲載され、大学経営者に新たな危機感を生み出した。

データ1: 『卒業生からみた大学教育力調査』



出所: 21世紀大学経営協会『卒業生からみた大学教育力調査』

2つめは、日本私立学校振興・共済事業団による『募集停止大学・短期大学の経営判定指標』分析である。この分析は、平成13年～16年度までに経営悪化が主原因で募集停止した大学・短期大学15校の募集停止に至るまでの過年度の経営判定指標をさかのぼって調査し、学校が経営悪化にいたる原因が何かを経営判定指標から分析したものである。

### 帰属収支差額比率の悪化がきっかけ

この調査を受けて、日本私立学校振興・共済事業団は、帰属収支差額比率の悪化がきっかけとなって表れている点を指摘し、『類似する兆候が表れた場合には、早急に抜本的、かつ具体的な再建策を講じる必要がある』と、調査資料の中でコメントしている。

**データ2： 経営悪化が主な原因で募集停止した大学・短期大学の単純平均**

帰属収支差額比率の悪化がきっかけとなり経営悪化が始まる

項目	経営判定指標	募集停止までの年数別の階級								
		9年前	8	7	6	5	4	3	2	1
募集停止した大学・短期大学の単純平均(15校)	収容定員充足率	5	5	4	3	3	2	2	2	2
	帰属収支差額比率	5	5	4	3	1	1	1	1	1
	運用資産余裕比率	4	4	3	3	3	3	3	3	3

出所：日本私立学校振興・共済事業団『私学経営情報 第22号 これからのマネジメントを考える』

### 教育水準の維持のため、帰属収入の確保・拡大策を講じなくてはならない

U-MA21の調査と日本私立学校振興・共済事業団の分析に共通しているのは、

- ✓ これからの大学経営は教育力維持のための努力が今まで以上に必要となり
- ✓ 教育力維持のための帰属収入の確保・拡大が生き残りのための課題である

という結論ではないだろうか。従来の経営を惰性的に続けたり、新しい発想の取り入れに躊躇して油断が生じれば、次第に学生は離れ、大学経営は徐々に立ち行かなくなるだろう。

## U-MA21 では資産運用に係る相互理解と実践的活用に向けた勉強会をスタート

そこで、前出の U-MA21では、喫緊の大学経営の課題として『教育力を維持するに十分な帰属収入の確保が現在及び将来の学生確保・維持の必須課題』と結論づけ、2006 年度の財務戦略部会において、『大学経営における資産運用に係る相互理解と実践的活用に向けた勉強会』を同年 6 回のスケジュールでスタートさせた。

---

### データ3: U-MA21・2006 年度財務戦略部会・勉強会

---

(中略) 昨年末、日本私立学校振興・共済事業団から『経営判定指標』に基づく大学経営の実態分析が発表されましたが、この分析結果からも帰属収入の増加・安定的確保の重要性、運用資産の確保が改めて問われています。

また、当協会自身も、昨年実施した『大学経営力調査』の結果から「教育力を維持するに十分な帰属収入の確保が、現在及び将来の学生確保・維持の必須課題である」との結論に達しました。

これらの背景から、大学経営における資産運用に係る相互理解と実践的活用に向けた勉強会の必要性を痛感している次第です。

(以下省略)

---

### 出所:U-MA21リリース資料

---

## 大学経営におけるこれからの資産運用はどうあるべきか？

かかる実態を踏まえ、大学経営におけるこれからの資産運用は具体的にどうあるべきか、本レポートでは特に米国大学基金の最新の運用実態を踏まえながら、検討を進めていきたい。

**Ⅱ**
**大学基金は、『長期スタンスでの高リターンの追求が使命』**

**米国大学基金 2005年  
度の平均パフォーマンス  
は、9.3%**

米国大学基金の運用状況の代表的な統計である NACUBO<sup>1</sup> Endowment Study 2005が、今年も2006年1月23日、速報ベースでリリースされた。大学基金規模で第1位を誇るハーバード大学を筆頭に、全米746大学の基金運用状況が集計されたこの統計では、『2005年の平均パフォーマンスは、年率9.3%』と報告されている。

**データ4：2005年の米国大学基金の運用状況**

『2005年・全米746大学の基金運用の平均パフォーマンスは年率9.3%』

		時価総額(千ドル)		増減率
		2005年	2004年	
1位	ハーバード大学	25,437,721	22,143,649	15.0%
2位	イエール大学	15,224,900	12,747,150	19.4%
3位	スタンフォード大学	12,205,000	9,922,000	23.0%
4位	テキサス大学	11,610,997	10,336,687	12.3%
5位	プリンストン大学	11,206,500	9,928,200	12.9%
6位	マサチューセッツ工科大学	6,712,436	5,865,212	14.4%
7位	カリフォルニア大学	5,221,916	4,767,466	9.5%
8位	コロンビア大学	5,190,564	4,493,085	15.5%
9位	テキサス大学	4,963,879	4,373,047	13.5%
10位	ミシガン大学	4,931,338	4,163,382	18.4%

出所:2005 NACUBO Endowment Study

**米国大学基金の運用姿  
勢に何を見習うべきか？**

米国の大学基金は、日本の大学の運用資産に比べてその規模がケタ違いに大きい。日本私立学校振興・共済事業団のデータによると、日本の大学495法人の金融資産総額は8兆3730億円、流動負債や4号基本金等を控除したいわゆる運用基金に近い性格の資金額は約6兆8000億円と試算<sup>2</sup>されるが、全米大学ランキングの上位3校だけでこれに近い額の運用基金を保有している計算になる。しかも、この巨額の資金が時価総額ベースで年々成長を続け、現在では大学総収入の3割にも相当する運用果実を毎年供給することで、大学経営に厚みと安定を与えて続けている。

日本の大学は、これら米国大学の基金運用から何を学ぶべきか？ 一目見れば、その方法はあまりに距離がかけ離れた対極に位置し、参考にならないようにも思える。

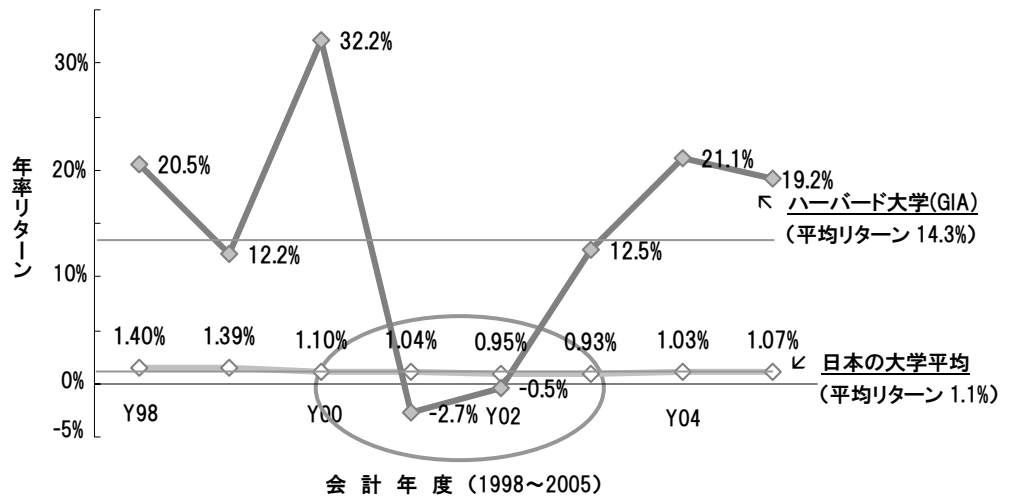
<sup>1</sup> National Association of College and University Business Officers(全米大学経営管理者協会):全米の大学の財務や経営担当の副学長、理事、会計責任者向けに大学経営革新に役立つ情報の提供、研修の実施等の活動を行っている団体

<sup>2</sup> 法人数・金融資産総額・運用可能資産額共、「今日の私学財政(平成17年度版)」より試算

この米国大学基金の運用パフォーマンスは、長期スタンスの中での年間リターンの変動性を許容することで実現されている。

**データ5: ハーバード大学(GIA)と日本の大学の資産運用パフォーマンスの比較**

『ハーバード大学は、2001・2002年でマイナスリターンを出している』



出所: Annual Report of the Harvard Management Company(2005)／今日の私学財政(平成17年度版)

※ハーバード大学は6月末決算、日本の大学は3月末ベース

**ハーバード大学は2001年、2002年と運用基金を純減させた**

上の2本の折れ線グラフは、ハーバード大学の General Investment Account<sup>3</sup>(GIA)と、日本の大学法人の平均投資利回り<sup>4</sup>を1998年から2005年まで比較したものである。このグラフで見るべきは、ハーバード大学の高いリターンへの驚きでも、日本の大学の低いリターンへの見慣れたイメージでもない。ハーバード大学が2001年・2002年の2期連続で、マイナスリターン(大学基金の時価総額ベースで純減)を記録していることである。

**ハーバード・マネジメントカンパニーの年次報告書の「リスクマネジメント」**

2001年・2002年の2期連続の結果は、運用基金の時価総額の「純減」ではあるが、失敗ではない。

ハーバード大学の年次報告書には、同大学の運用を請け負うハーバード・マネジメント・カンパニーからの運用報告書を掲載するために毎年4ページ程度の紙面を割いている。運用報告の項目は、(1)ポリシー・ポートフォリオ(後述)、(2)直近年の運用結果、(3)各資産構成と資産毎の運用状況に続いて、最後の章で一番文章量が割かれているのが(4)リスクマネジメントの部分である。今年の運用報告書では、このリスクマネジメントの章のすぐ下に、最高責任者であるジェームス・F・ローゼンバーグの直筆サインが記されている。

<sup>3</sup> 流動性資金等一部含まれる。ハーバード大学の年次報告書における運用報告は GIA ベースで開示

<sup>4</sup> 各年度の運用可能資産に対応する奨学基金利息収入＋受取利息・配当金収入の割合

データ6: ハーバード大学年次報告書・基金運用報告の『リスクマネジメント』冒頭部分

分散されたポートフォリオのアクティブ運用を行う場合、そこには必然的に年間のリターンの変動性(リスク)が内在する。長期スタンスで高いパフォーマンスの追求が使命である大学基金運用の場合には、このリスクの存在は長期リターンと一体不可分である。(中略)

これらリスクの管理こそが、投資委員会・各専門部門・各部門責任者の責務であり、彼らの資産運用管理とは、すなわちこのリスクの許容目標や方針の立案のことなのである。(中略)

我々ハーバード・マネジメント・カンパニーは、大学がこれらリスクにいつ、どれだけさらされているのかを常に把握し、大学がこうむるリスクの最小化のために努力を結集する。(以下省略)

出所: Annual Report of the Harvard Management Company(2005)

我々は、大学経営におけるこれからの資産運用はどうあるべきかを考えるに際して、ハーバード大学の年次報告書から下記の部分をもう一度抜き出してみたい。

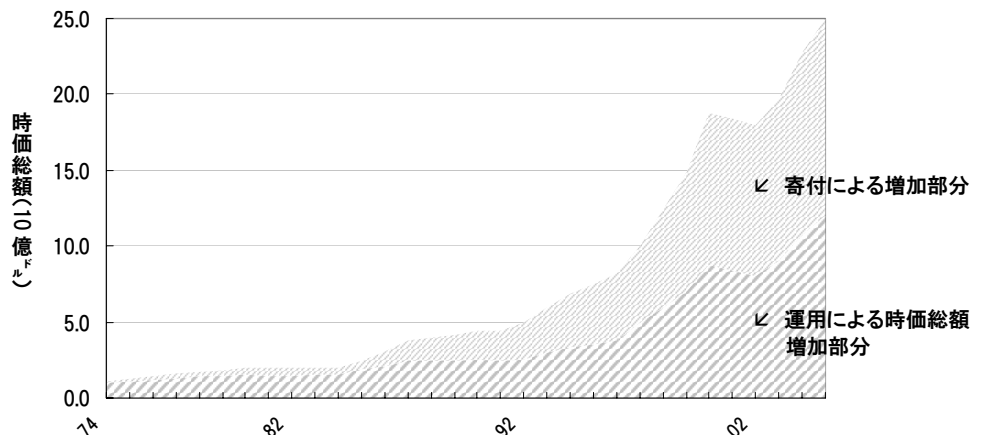
✓ (大学基金は)『長期スタンスでの高いパフォーマンスの追求が使命』

**30年で基金の時価総額は25倍に成長**

ハーバード・マネジメント・カンパニーは、おそらく、2002年以降も基金運用報告書の方針通りに基金運用を継続した。またそのメンバーは、運用手法の巧拙ではなく大学がこうむるリスクの最小化のために努力を結集させた。その結果、ハーバード大学基金は2003年以降高いパフォーマンスを取り戻している。ハーバード・マネジメント・カンパニーの基金運用方針は、長期スタンスでの高いパフォーマンスを実現し、またその運用方針と成果が大学OBや優良企業の厚い信頼と一層の寄付を集めながら、30年で時価総額を25倍にまで成長させた。

データ7: ハーバード大学運用基金の成長イメージ(1974-2005)

『2000年初のマイナスを幅回復し、運用基金の時価総額は30年で25倍に成長』

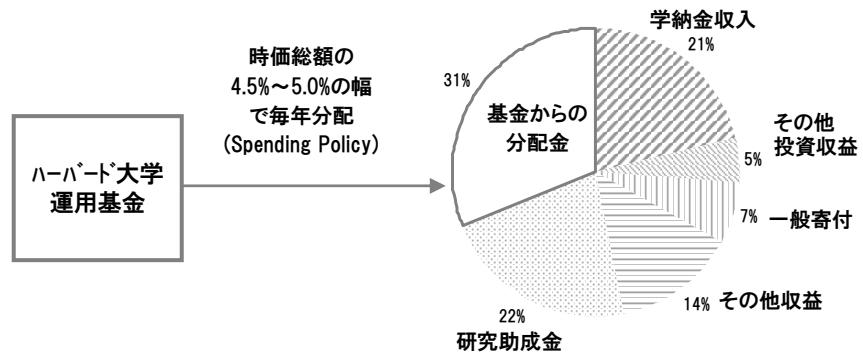


出所: Annual Report of the Harvard Management Company

ハーバード大学の運用基金から大学収入への拠出は、運用基金時価総額の『4.5%から5.0%の範囲で行う』と理事会で方針決定されている<sup>5</sup>。基金の成長の結果、2005年の年間大学総収入への寄与度は31%となっている。

データ8: 運用基金からの分配金の大学収入への寄与度

『2005年は基金時価総額の4.5%を分配し、大学収入の31%をカバー』



出所: Annual Report of the Harvard Management Company

**大学基金の運用果実で  
教育研究経費の4割をカ  
バーできる**

日本の大学もこの姿を目指すことは不可能ではない。

日本私立学校振興・共済事業団のデータによると、学生規模1万人超の大学64法人において運用可能な資産の平均額は約411億円と試算できるが、これを年率5%で10年間複利成長を継続させれば、その後はその資金プールからの年間果実で、現在の教育研究経費(減価償却額を除く)の4割超がカバーできる<sup>6</sup>。

- ✓ このように基金からの運用収益で教育研究支出を安定的にカバーする仕組みを作り上げることが、教育力維持のための帰属収入の確保・拡大の一つのかたちであり
- ✓ その方策として大学基金運用に長期スタンスでの高いパフォーマンスの追求させることが、教育力維持のために期待される経営努力ではないか

と我々は考えている。

<sup>5</sup> スペンディングポリシー(Spending Policy)。基金の運用方針と並行し大学の方針として決定される。通常、運用基金のパフォーマンス維持との見合いで、数年毎に見直される

<sup>6</sup> 「今日の私学財政(平成17年度版)」より試算



III

**大規模基金の勝因は、『分散投資戦略に特化しているからに過ぎない』**

**米国の大学は特別であり  
日本の大学には当ては  
まらないのか？**

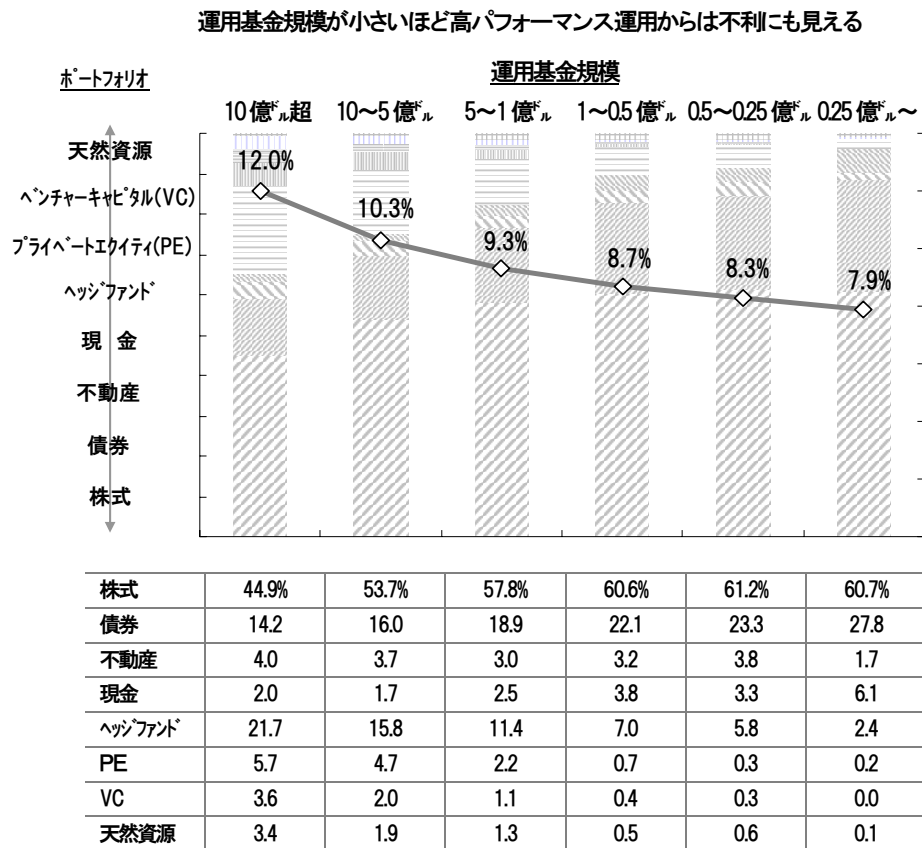
それでは長期スタンスで、年間のリターンの変動性(リスク)さえ許容すれば良いのか？ハーバード大学の高いパフォーマンスは、特別な金融商品にアクセスし特別な運用体制を敷くことで実現しており、日本の大学にはそのまま当てはまらないのではないのか？

米国の大学は特別だという大学関係者の意見はよく聞かれることであり、正しい部分もある。確かにスタンフォード大学基金の時価総額は2005年末で12, 205百万ドル、昨年末から23%の驚異的な時価総額増を記録したが、これはグーグル株の売却(米メディアによると336百万ドルの売却収入を得た<sup>7)</sup>の寄与が大きい。また確かにハーバード・マネジメント・カンパニーは、ウォール街に負けない優秀な専属スタッフ175名がフル稼働し、おそらく大手金融機関に匹敵する高度な金融知識を駆使していることだろう。

**米国大学でも中小規模  
の大学運用基金はパフ  
ォーマンスが若干低い**

同じ米国大学間で比較しても、中小規模の大学運用基金パフォーマンスは若干低い。下記は、NACUBO Endowment Study 2005の746大学の、運用基金規模別の過去10年間の平均リターンである。このグラフを見る限り、確かに運用基金規模が小さくなるに従い運用パフォーマンスも低くなる傾向が読み取れる。

**データ9: 米国大学の運用基金規模別の過去10年間の平均リターン**



出所: NACUBO Endowment Study 2005

<sup>7</sup> 日本経済新聞記事より

一方、ここで注目したいのは、運用資産規模の大小に関わらずクオリティの高い分散型ポートフォリオが形成されている点である。

**『大規模基金の高パフォーマンスの勝因は、ただ分散投資に注力しているからに過ぎない』**

『中小規模の大学基金が、痛手を負うことなく大規模基金の高パフォーマンス運用戦略を取り入れられるか？』これは2005年1月26日、NACUBO が米系証券会社と共同で開催した米国大学基金サミット<sup>8</sup>において実際に議論されたテーマである。パネルディスカッションは、運用基金規模が300百万ドル～700百万ドルの中小規模大学の運用責任者により意見交換がなされた。ディスカッションでは、中小規模の大学基金の運用体制の制約や、非公募型の有力ヘッジファンドへのアクセスの重要性が指摘されつつも、

**✓ 『大規模基金の高パフォーマンスの勝因は、ただ分散投資に注力しているからに過ぎない。我々も分散投資に注力することで、大規模基金同様のパフォーマンスを得ることは可能だ』**

と結論づけられている。

---

#### データ10: 米国大学基金サミット

---

『中小規模の大学基金が、痛手を負うことなく大規模大学基金の運用戦略を取り入れられるか？』

司会:

パウラ・バレント …………… ボードイン大学 次席運用責任者 (578 百万ドル、92 位、12.4%)

パネリスト:

ローレンス・コチャード…………… ジョージタウン大学 最高運用責任者 (741 百万ドル、78 位、8.9%)

ケニス・プロディ …………… メリーランド大学 運用責任者 (595 百万ドル、90 位、11.6%)

ヘンリー・ベドフォード ……… ハミルトン大学 共同運用責任者 (529 百万ドル、99 位、8.9%)

グレゴリー・ホワイト…………… ハワード大学 投資委員会委員長 (397 百万ドル、136 位、7.1%)

アンドレ・ペロルド…………… ハーバードビジネススクール ファイナンス理論教授

(カッコ内数字は、2005 年の運用基金時価総額・NABUCO ランキング順位・2005 年リターン)

司会・パネリストの主な発言:

『専属スタッフを雇えない、良い分散ポートフォリオを組めない、リスク管理ができない、オルタナティブ資産への投資が比較的少ないため、往々にして大規模基金に軍配が上がるのだが、1 億ドル未満の小規模基金でも全米トップ10の運用成績を出すのは充分可能』  
(パウラ・バレント)

『大規模基金の高成績を生み出す投資戦略は分散投資戦略に特化しているからに過ぎない。従って小規模基金もこの点を真似れば、大規模基金の高パフォーマンスを得られる』  
(複数のパネリスト)

『インハウスにこだわる必要はなく、外部アドバイザーを活用し、各スタッフが充分能力を発揮すれば、大規模基金に劣る点はない』  
(ローレンス・コチャード)

『(非公募型ファンドに頼らずとも)通常のマーケットからの情報だけで充分』  
(ケニス・プロディ)

出所: University Endowment Summit 2005

---

<sup>8</sup> University Endowment Summit: Critical Issues in Endowment Management

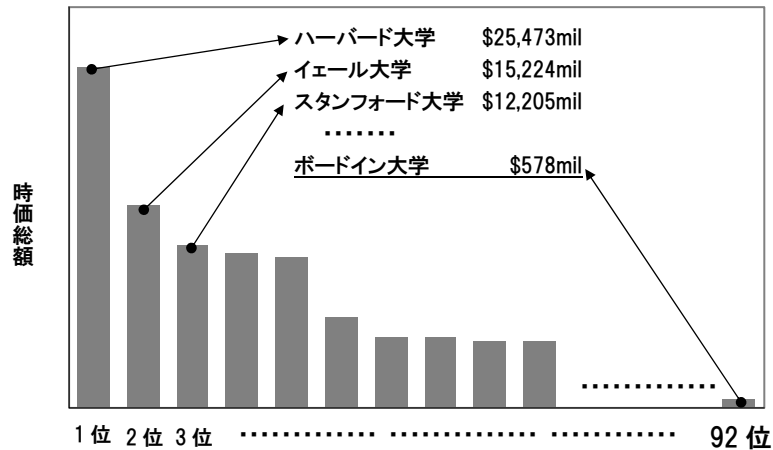
『分散投資こそが高パフォーマンスの勝因』と主張するボードイン大学基金の運用状況は？

分散投資に注力すれば高パフォーマンスを得ることは可能と主張するパネリストの大学は、その方針通りに大学基金運用を進め、優良なポートフォリオを構築できているのか？

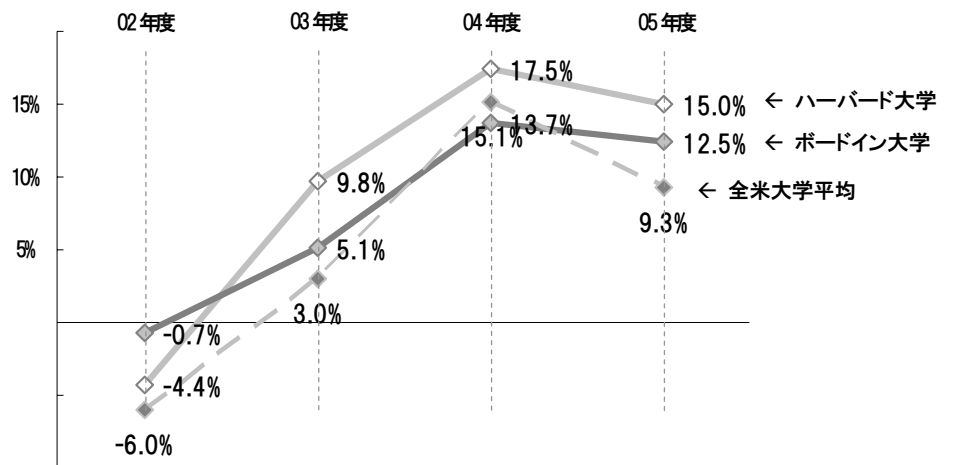
前述のパネル討論の司会役であるボードイン大学について2001年から2005年までの大学基金時価総額の変動状況を示したのが、下記のグラフである。

データ11: ボードイン大学の運用基金のパフォーマンス

ボードイン大学の運用基金は578百万ドル、ハーバード大学の約40分の1



パフォーマンスもハーバード大学に匹敵し、かつ相場変動に左右されにくい



出所: NACUBO Endowment Study

我々は、大学経営におけるこれからの資産運用はどうあるべきかを考えるに際して、米国大学基金サミットの様子から下記の部分をもう一度抜き出してみたい。

✓ 『大規模基金の高成績を生み出す投資戦略は分散投資戦略に特化しているからにすぎない』

確かに、中小規模の大学基金ではグーグルの未公開株を大量に入手することはなく、結果として年率23%のパフォーマンスは期待できなただろう。しかし、大学は教育力維持のための帰属収入の確保が求められているに過ぎない。無尽蔵な高パフォーマンスへの期待はどの利害関係者も望んでいない。例えば、前出の教育研究経費を資金プールからの年間果実でカバーする試算であれば、運用基金からの収益で教育研究経費全額をカバーするには、年率10%のリターンが実現すれば充分だ。

現在の日本の金融市場なら、米国の平均的な大学とまったく変わらない商品への投資が可能だろうが、その必要もない。許容可能なリスク水準に見合ったリターンが期待できる、複数の金融商品の組み合わせをシミュレーションし、そのパッケージに投資することで同じ投資効果が期待できる。それが分散投資の魅力であり、日本の大学がこれからの時代に対応するための投資手法の一つなのである。

**IV**
**資産運用における新たなリスク管理～米国大学の運用実態をふまえて**
**リスク管理体制をどう整えていくか**

長期スタンスで年間のリターンの変動性(リスク)を許容するのは、相応の体制があって初めて実現する。リスクをどう管理し、どう測定し、どう監視すればいいのかである。

リスク管理・測定・監視の一般的な規範として、『ファンドマネージャーと機関投資家のためのリスク基準<sup>9</sup>』が参考になる。これは、1996年にカリフォルニア州公務員退職年金基金・ニューヨーク市退職年金基金、ロックフェラー財団等の資産運用責任者が取りまとめたものであり、リスク管理・測定・監視の3分類で、20項目の要点が指摘されている。

---

**データ12: ファンドマネージャーと機関投資家のためのリスク基準**


---

**【リスク管理に関する事項】**

1. 受託者責任を、文書で定義及び認識
2. 受託者は、文書で、リスク政策、用語定義、投資ガイドライン等を承認。または適宜検討
3. リスク政策の遵守状況の監視は、文書で定めたリスク政策及び手続きに従って、投資の実行者とは独立した者が実施
4. 組織体制を明確に定義し、担当者及びその役割を特定
5. 受託者のリスク政策を、内部及び外部マネージャーの両方に適用し、類似の資産クラスや戦略に一貫して適用
6. 受託者は、リスク政策を実施、管理するために、担当者に適切な教育を行い、システムや資源を確保。またそのバックアップや災害時の復旧プランを策定
7. 主要なリスクの関連性を特定し、投資戦略及びその弱点を理解
8. 全体及び個別のポートフォリオについて、取り得るリスクの限度を設定
9. 受託者は、リスクに関する日常的な報告及び例外事項の報告、そして基準違反があった場合の手続きについて規定

**【リスク測定に関する事項】**

10. 投資対象は、市場価格のあるものは毎日、その他についてはできる限りの頻度で評価
11. 投資対象の価格が異なる関係者間で大きく異なった場合、文書で定めた方法で不一致を調整
12. 受託者は、定期的にリスクを測定し、リスクリターンの要因分析を実施
13. 全体及び個別のポートフォリオについて、リスク調整後のリターンを測定
14. 全体及び個別のポートフォリオについて、ストレス・テストを実施
15. リスク・リターンの予測及びそのモデルの信頼性を評価するために、適宜バックテストを実施
16. 評価、リスク測定及びリスク管理に関するモデルや前提条件の信頼性について、評価・モニターが必要

**【リスク監視に関する事項】**

17. 受託者は、十分な慎重さをもって、リスク政策を遵守しガイドラインをモニター
18. 受託者は、マネージャーの報酬と実際の投資行動がその投資戦略と一致することを確認
19. リスク管理のための方法、モデル及びシステムを、適宜独立した立場から検証または監査
20. 受託者は、新しい投資対象、戦略、資産クラスの採用を許可するプロセスを文書化。新しい投資行動は、受託者のリスク・リターン目標に合致することが必要

---

出所: Risk Standard for Institutional Investment Managers and Institutional Investors

---

<sup>9</sup> Risk Standard for Institutional Investment Managers and Institutional Investors (Risk Standard Working Group 1996)

## 米国大学の大学基金運用報告書

では、これらのリスク管理・測定・監視に関する一般的な規範が、大学基金において具体的にどのように運営されているのか。この点については、米国大学の Investment Policy Statement (大学基金運用方針書)が参考になる。大学基金運用方針書とは、日本の大学の資金運用管理規定の発展型だと考えてよい。アクティブな大学基金運用の管理に対処する精緻な管理規定の他にも、Policy Portfolio (基本となる資産配分方針)のような米国の大学固有の考え方も記載されている。

## カリフォルニア大学の大学基金運用方針書

下記は、NACUBO2005ランキングで全米7位の時価総額(5221百万ドル)の管理運用方針を定めるカリフォルニア大学の大学基金運用方針書の大項目である(巻末に運用方針書の抄訳を掲載)

---

### データ13: カリフォルニア大学・大学運用基金方針書

---

【序 章】 大学基金運用方針書の意義

【本則第1章】 運用の最終目的、主たる責務、運用管理上の原則

【本則第2章】 運用方針

【本則第3章】 受託者としての監督基準

【本則第4章】 パフォーマンス目標

【本則第5章】 資産構成・マネージャー選定基準

【付則1】 基本となる資産配分方針、資産毎のパフォーマンスベンチマーク、運用見直し方針

【付則2】 リスク管理方針

【付則3】 大学収入への組入れ方針

【付則4】 デリバティブ活用方針

【付則5】 議決権行使方針

【付則6】 マネージャー選定、評価、交代基準

【付則7】 資産毎の投資ガイドライン

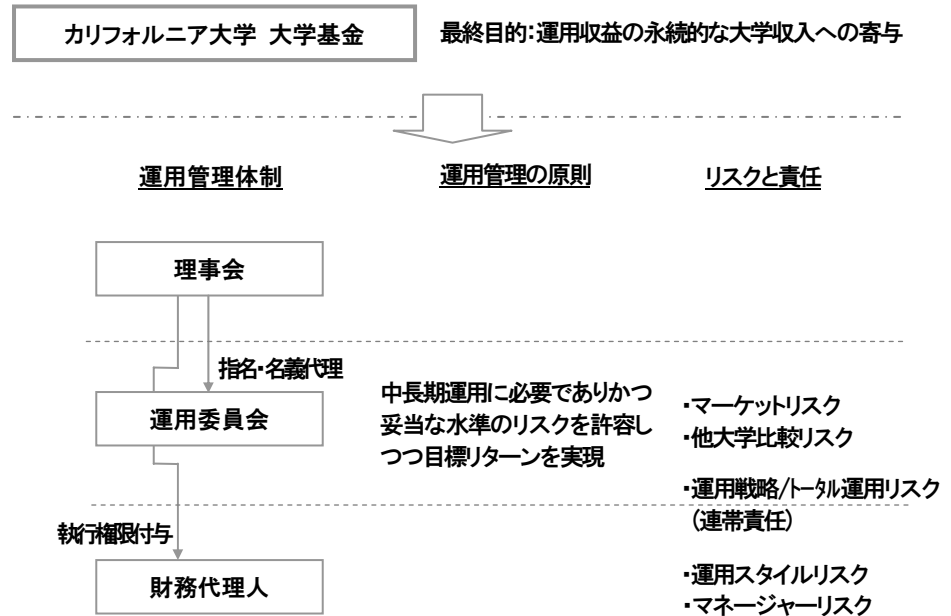
出所:University of California, General Endowment Pool, Investment Policy Statement (version Feb 14,2006)

---

運用方針書の抄訳には、参考に一般的な日本の大学の資金運用管理規定で対応する内容の項目を併記しているが、一目見て圧倒的に情報量の差があるのが判る。日本の大学の資金運用担当者が『日本の大学では資産運用の変動性(リスク)を管理するのは困難』と漠然と不安になるのは、まさにこの部分に起因している。大学基金が長期スタンスで年間のリターンの変動性(リスク)を許容するためには、相応の体制作りが必ず必要である。

【序章】と【本則第1章】では、冒頭で大学基金の最終目標として『運用収益が永続的に大学収入に寄与すること』と明記されている。その運用スタンスは中長期であり妥当なリスクを許容しつつ運用パフォーマンス目標の実現を目指す、とされている。

**データ14： 大学基金運用の最終目的と運用管理の原則**



出所: University of California, General Endowment Pool, Investment Policy Statement (version Feb 14, 2006) より当社にて作成

**大学基金の最終目的は『永続的な大学収入への寄与』と明記**

この部分では、まず冒頭で大学基金の最終投資目的として、『永続的にペイアウト(大学基金から大学の経常収入として運用果実を抛出すること)(第1章b)』とあり、基金運用の妥当性と目的を書面上で明確にしている。

また理事会は、大学基金の監督管理について運用委員会を指名し、また財務代理人に執行の権限を与えるとしているが(第1章c~e)、それぞれの指名・権限付与は大学内規が裏づけとして存在する。

**中長期スタンスでの大学基金運用に必要な水準のリスクを許容しつつ運用パフォーマンス目標の実現をめざす**

運用管理委員会が大学基金を運用管理する原則として、『資本市場において中長期スタンスでの大学基金運用に必要な水準のリスクを許容しながら、(本則第4章に定める)運用パフォーマンス目標の実現を目指す(第1章g)』とされ、中長期スタンスでの基金運用を行う方針が、改めて書面上で明確にされている。

この項に続いて、大学基金運用に影響を与える主要なリスクがいくつか挙げられ、各々のリスクを管理すべき責任者が割り当てられている(第1章h~n)。目に付くところでは、『他の大学との比較リスク(第1章n)』のような他大学の運用状況を意識する項目も挙げられている。これは、許容リスク幅を調整した上での他大学の運用成果との差のことであり、運用委員会が責任を負うと規定されている。

### 運用基本方針は資産配 分割合を定める形で運 用委員会が承認

【本則第2章】では、大学基金の運用方針作りから実際の運用を担当するマネージャーの選定、モニタリングまでの大まかな方針が規定されている(詳細は各付則で対応)。

データ15: 運用基本方針の承認～運用状況モニタリングまで

	運用委員会	財務代理人	マネージャー
1 <sup>st</sup> 運用基本方針の承認	許容リスク量を念頭に投資資産配分(%、一定の幅)の形で決定	⇨運用委員会に助言	
2 <sup>nd</sup> マネージャーの選定	※ガイドライン作成に責任を負う	各種ガイドラインに基づき選定。選定時の基準等も明文化しておく	投資スタイル・手順・想定パフォーマンス・コスト等諸項目を契約時に要明記
3 <sup>rd</sup> 運用状況モニタリング		当初指示の資産配分からの逸脱等をチェック。流動性やコストも管理	⇨四半期毎の報告

出所: University of California, General Endowment Pool, Investment Policy Statement (version Feb 14, 2006)  
より当社にて作成

### 財務代理人はマネージャ ーの管理を通じて運用状 況をモニタリング

大学基金の運用基本方針の立案は、まず i. 大学経営計画(例: 設備投資計画、寄付金計画、ペイアウト方針)、ii. 教員や学生の将来の想定増加率、iii. マーケットの長期成長率、iv. 当初の運用方針と異なる方針を採用した際の収益差異 v. 運用委員会が決定した許容リスク量)を考慮した財務計画を考慮しつつ、検討される(第2章a)。

運用基本方針は、財務代理人や外部アドバイザーの助言を得て、運用委員会が承認する。運用基本方針は資産毎の配分割合の形で決定され、かつ一定の「幅」を持たせて決定される。運用基本方針の詳細は付則1の形式で更なる詳細が記される(第2章b)。

運用基本方針の承認後、財務代理人はマネージャー選定基準(付則6に規定)に基づき、資産配分を執行するため、マネージャーを選定する。マネージャーとは、投資スタイル、投資手順、想定パフォーマンス、運用執行体制、コストを含めた当初契約書が交わされる(第2章h)。

マネージャーと契約が締結され運用が執行された後は、財務代理人はマネージャーのモニタリングに入る。財務代理人は当初契約や運用ガイドラインに対する遵守状況に加え、運用コストの最小化への監視も財務代理人の役割である(第2章k)。

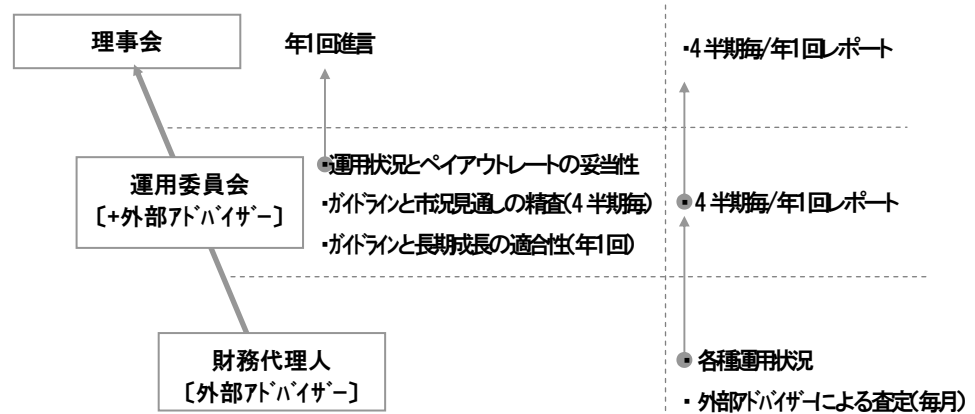
その他運用に関わる規定事項として、レバレッジ運用の原則禁止(第2章g)、貸株取引(第2章l)、議決権行使要領の規定(第2章m)等がある。



**運用基本方針は資産配  
分割合の表記で運用委  
員会が承認**

【本則第3章】では、大学基金の運用管理の受託者としての運用委員会・財務代理人の監督基準およびそれに必要な外部コンサルタントの利用方法等が規定されている。

**データ16: 運用委員会・財務代理人の監督基準と報告ライン**



出所:University of California, General Endowment Pool, Investment Policy Statement (version Feb 14,2006)  
より当社にて作成

監督の行為手順は、①個別運用状況の管理報告は財務代理人が行い、②各種ガイドラインや当初設定の方針が期中の市況と適合しているかどうかの見直し等を運用委員会が行う、という役割分担になっている。

**外部アドバイザーの利用  
も具体的に想定**

また、外部アドバイザーの利用については、①運用委員会は、大学基金全体または資産毎の運用パフォーマンスを確認や、大学基金の運用方針と資産配分の改善のアドバイスを受けるため、またはリスクの計量と確認に際して(第3章e)、②財務管理者は、マネージャーのガイドライン遵守状況、運用目標の達成度、当初配分リスクの遵守状況を確認する場合(第3章j)、その他ケースにおいての利用が明記されている。

### 最低限のパフォーマンス 目標として物価上昇率を 設定

【本則第4章】では、パフォーマンス目標について規定される。

まず、パフォーマンス目標は、大学基金全体・資産毎・ファンドマネージャー毎に、それぞれ4半期毎に測定される。但し、4 半期毎に測定と明記しつつも、運用基本方針はあくまで資本市場の長期見通しに基づいて考えられるものであり、『中短期の変動はこの長期見通しを前提として判断されるに過ぎ』ず、運用委員会は『短期間のパフォーマンス(例えば、1 四半期、1年、3年、5年)はこの運用パフォーマンス目標とは別の視点で捉える』と明記している。特に、短期間と捉える具体的な期間まで明記している点が目に留まる。

また、最低限のパフォーマンス目標を物価上昇率(インフレ率)と規定し、その理由を『大学運用基金は、無期限で永続的に運用されるわけであるため、インフレ率を下回るリターンはすなわち大学運用基金の滅亡を意味するからである』と明記している。

更に、インフレ率を上回るアクティブ運用の期待パフォーマンスとして、『大学運用基金全体のリターンは、資産毎のベンチマーク加重平均の合計(コスト考慮後)を超えなければならない。この目標は、同資産のパッシブ運用のリターンは最低限超えなければならないということである』と明記されている。

### 運用基本方針は資産配 分割の表記で運用委 員会が承認

最後に【本則第5章】では、資産構成・マネージャー選定基準について規定される。本則第5章の内容は対応する付則で詳細に規定されるため、ここでは包括的な禁止規定等が書かれている。(例えば、タバコ関連企業が発行する金融商品への投資の禁止(第5章b)、利益相反を避けるべく大学や大学の関連会社が発行する金融商品の直接保有は禁止(第5章c))

**V****分散型ポートフォリオとリスク管理体制の『両輪』が成功のカギ****大競争時代の大学経営は、教育力維持の帰属収入の確保・拡大が必要**

大競争時代における大学経営では、教育力維持のための努力が今まで以上に必要となり、教育力維持のための帰属収入の確保・拡大が生き残りの課題であると、我々は考えている。繰り返しになるが、従来型の経営を惰性的に続けていたり、新しい発想の導入に少しでも躊躇して油断が生じれば、次第に学生は離れ、大学経営は徐々に立ち行かなくなるだろう。

**改めて米国大手大学の投資理念や、分散型ポートフォリオに学ぶべき**

我々は、国益の重要な一端を担う大学の経営は、潤沢な大学基金からの運用収益が教育研究支出をカバーするような安定した教育研究インフラが不可欠だと考えている。まさにそのインフラを造り上げたハーバード大学の投資理念には、日本の大学の基金運用担当者が改めて学ばなければならない部分がたくさんある。また『米国の巨大基金の投資戦略が日本の大学に当てはまるのか？』という疑問への解答は、唯一分散型ポートフォリオにあることも判った。運用基金規模5億<sup>ドル</sup>前後の米国の一般的な大学は、同じ疑問を抱えながらもクオリティの高い分散型ポートフォリオの構築に専念し、ハーバード大学に引けをとらない成果を上げている。この分散型ポートフォリオを機能させるために、日本の大学は学内の資金運用規定や管理基準の見直しが必要である。カリフォルニア大学の基金運用方針書は、『(分散型ポートフォリオに内在する)リスクは避けられないものだが、管理できるものである』と説明している。その『管理できる』体制づくりが必要なのだ。分散型ポートフォリオとリスク管理体制の両輪を構築できてこそ、新しい大学基金運用の成功がある。

**学内の資金運用規定の見直しを始めた****リスク管理体制づくりとは、大学の永続的な発展と凋落の両方の将来像の間を、財務というエンジンを使ってコントロールする体制のこと**

米国の大学基金運用方針の内容が成熟していて、完成度が高いと思われる点のひとつとして、基金収益を活用した大学の永続的な発展という『崇高な理想』と、理想通りにはいかないかもしれない『リスクの存在』という、相反する将来像を一つの方針書の中に併記し、その上で両方の将来像の間を巧みにコントロールするための手順として資産運用管理規定を詳細に定めている点がある。日本の大学経営は、まさに今未踏の二つの将来像の中間に位置しているはずだ。この将来像の間を財務というエンジンでコントロールしながらうまくすり抜けていく、そのための体制づくりが大学資産運用に関するリスク管理体制づくりと例えられるのではないだろうか。

(以上)

## 〔参考資料〕

---

### カリフォルニア大学 大学基金運用方針書・抄訳

- ◆ カリフォルニア大学・大学基金運用方針書 (*University of California, General Endowment Pool, Investment Policy Statement (version Feb 14, 2006)*)は、下記にて公開されている  
<http://www.ucop.edu/treasurer/invpolicy/GEP%20policy.pdf>
- ◆ 我が国の大学の資金運用規定・管理基準の一般的なモデルで、大学基金運用方針書の内容と対応していると思われる部分を、対比参考の目的で併記している

Investment Policy Statement	資産運用規定・管理基準(一般モデル)
<p>【大学基金運用方針書の目的】</p> <p>この大学基金運用方針書(Investment Policy Statement, 以下運用方針書)は、カリフォルニア大学の大学基金(General Endowment Pool, 以下大学基金)の運用管理に関するフレームワークを定める文書である。文書の形で規定した目的は下記の通り:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 日々の大学基金管理に関する責任と役割の明確化</li> <li>・ 大学基金の運用体系の確立(運用体系の中には、運用資産の種類・許容され得るリスク量の下で実現可能な期待リターンを含む)</li> <li>・ 大学基金の評価, モニタリングの正式な方法</li> <li>・ 大学基金の運用を受託する者, その他関係者とのコミュニケーションの円滑化</li> </ul> <p>この運用方針書は本則第5章といくつかの付則で構成される。</p> <p>【運用の最終目的, 主たる責務, 運用管理上の原則】</p> <p>— 本則第1章—</p> <p>a. 大学基金の使命は, 本学及び各受益者のために安定的かつ継続的に収益を生み出すことである</p> <p>b. 大学基金の最終的な投資目的は, 永続的にペイアウト(大学基金から大学の経常収入として運用果実を拠出すること, 以下ペイアウト)を確保できるようにすることである。またこれらのために</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— 妥当かつ適正リスクでの最大リターンを追求し</li> <li>— 市況低迷時も基金流動性の確保が必要である</li> </ul>	<p>【目的】</p> <p>本規定は(法人名)の健全経営に資することを目的とし(法令通達等が存在する場合は記載し, **に基づきと記載), 下記の通り資金運用管理規程を定める。</p> <p>【運用管理の基本原則—運用姿勢】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一 元本回収の確実性の確保</li> <li>二 事業費等支払準備資金としての流動性の確保</li> <li>三 資金運用における効率性の追求</li> </ul>
<p>大学基金の監督管理において主たる責務は下記の通り:</p> <p>c. カリフォルニア大学内規10.1.bおよび12.5.aに基づき, 理事会は現在の大学基金運用委員会(以下運用委員会)を指名する。運用委員会は, 理事会のために大学基金運用の監督, 大学基金の運用方針の確立について責任を負う。</p> <p>d. カリフォルニア大学内規 12.5.c に基づき, 理事会は運用委員会を理事会の名義代理人とする。</p> <p>e. カリフォルニア大学内規 21.4.c に基づき, 理事会は財務代理人に, 運用委員会が決定した運用方針の執行を含む運用取引の権限を与える</p>	<p>【権限・責務】</p> <p>前条に係る資金の運用管理に関する権限及び責務は, 次の通りとする。</p> <p>1 (理事会)の権限及び責務</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一 (理事会)は資金の運用管理に係る全権を有し, 資金運用管理規程, 資金運用管理基準の制定及び改正を以って(法人名)の健全経営に係る責務を負う。</li> <li>二 (理事会)は各期の運用管理方針を承認し, 運用管理方針に定められた範囲内における業務執行権限を(事務局長)に委譲するとともに, その責務を負う。</li> </ul> <p>2 (事務局長)の権限及び責務</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一 (事務局長)は業務執行に係る権限を有するとともに, 運用管理状況を(理事会)に報告する責務を負うものとする。</li> <li>二 (事務局長)は業務執行権限を(事務局)に委譲する権限を有するとともに, 資金運用管理基準の遵守に係る監督責任を負うものとする。</li> </ul>

Investment Policy Statement	資産運用規定・管理基準(一般モデル)
<p>大学基金の運用管理の原則は下記の通り:</p> <p>f. 運用委員会の運用の原則は、適時に運用の好機を柔軟に捉えつつ、明確な判断基準を維持し相応の注意力に配慮する</p> <p>g. 運用委員会は、資本市場において中長期スタンスでの大学基金運用に必要な妥当な水準のリスクを許容しながら、本則第4章に定める運用パフォーマンス目標の実現を目指す。運用委員会は、元本維持の重要性は認識している反面、大学基金のパフォーマンス目標を実現するには相応のリスクを許容することが必要であること、このリスクこそが大学基金運用の超過収益を獲得するために必要不可欠であることを共通認識としている。従って、運用委員会は、リスク許容に関して、近代ポートフォリオ理論に基づき、『リスクは避けられないものだが、管理できるものである。大学基金の運用を受託する者とは、リスクを効率的に活用する義務を負う者である』と考えている。リスク量は常に計測され管理下に置かねばならず、リスク量は、期待リターンと兼ね合わせて考えられるべきものである。大学基金の運用に関するリスクの詳細については、<u>付則2</u>に定める。</p>	<p>【運用管理の基本原則】</p> <p>運用実務</p> <p>一 運用実務は運用管理方針に従って実施され、取得時及び満期償還若しくは期中売却時は、保有資産管理台帳に確定事項を速やかに記載する。</p> <p>二 運用管理方針及び保有資産管理台帳の保管期限は〇年とする。</p>
<p>大学基金運用に影響を与える主要なリスクと、それらリスクを管理すべき責任者は下記の通り:</p> <p>h. マーケットリスク(Capital market risk)とは、運用委員会が定めた資産配分方針から生じたリターンが、パフォーマンス目標に到達しないことと定義される。マーケットリスクの許容水準の決定責任は運用委員会にある</p> <p>i. 運用スタイルリスク(Investment Style Risk)とは、アクティブ運用に内在するもので、市場におけるある資産種目のパフォーマンスと、大学基金においてその資産種目を担当するマネージャーの加重平均パフォーマンスとの差のことと定義される。このリスクは財務代理人が管理責任を負う。</p> <p>j. マネージャーリスク(Manager value-added Risk)とは、アクティブ運用に内在するもので、大学基金である資産種目を担当する1人のマネージャーのパフォーマンスと、その資産種目を担当する全員のマネージャーの加重平均パフォーマンスとの差のことと定義される。このリスクは財務代理人が管理責任を負う。</p>	<p>【資金の安全性確保】</p> <p>取得可能有価証券は、元本回収の確実性を鑑み、下記の団体が発行する債券と定める。</p> <p>ア 日本国政府(国債)</p> <p>イ 政府関係機関(政府保証債・財投機関債・公社公団債 金融債: 商工組合中央金庫)</p> <p>ウ 地方公共団体(地方債)</p> <p>エ 国内民間企業(電力債・金融債: 上記以外・一般事業債)</p> <p>オ 海外公共部門(国際機関・海外政府及び海外政府関係機関)</p> <p>カ その他理事会にて安全性が高いと認められ、かつ有利と判断されたもの</p> <p>投資判断として下記の格付け基準を遵守する。</p> <p>&lt;採用する格付機関&gt;</p> <p>ア 格付投資情報センター(R&amp;I)</p> <p>イ 日本格付研究所(JCR)</p> <p>ウ ムーディーズインバスターズサービス(Moody's)</p> <p>エ スタンダード・アンド・プアーズ(S&amp;P)</p>

Investment Policy Statement	資産運用規定・管理基準(一般モデル)
<p>k. 運用戦略リスク(Tactical/strategic risk)とは、(1)大学基金の資産配分方針と、(2)実際の運用後の資産配分の間に生じるパフォーマンスの差のことと定義される。このリスクは財務代理人が管理責任を負う。</p> <p>l. トータルアクティブ運用リスク(Total active risk)とは、前述の(i), (j), (k)を合成したリスクであり、従ってこのリスクは財務代理人が管理責任を負う。</p> <p>m. トータル運用リスクとは、大学運用基金のリターンの結果差異のことと定義される。これは前述すべての要因の合成したリスクなので、運用委員会及び財務代理人が連帯責任を負う。</p> <p>n. 他大学との比較リスクとは、大学基金のパフォーマンスと他大学の基金のそれとの差のことである。他大学は異なるパフォーマンス目標とそれに応じた許容リスクを設定している。従って、他大学の許容したリスク量と本学のリスク量を調整した上で、始めて比較する意味がある。このリスクは運用委員会が責任を負う。</p>	<p>&lt;取得基準&gt;</p> <p>ア AA格以上 30年以内</p> <p>イ A格 10年以内</p> <p>&lt;保有基準&gt;</p> <p>採用する格付機関のうち、最高位格付けがBBB格以上</p>
<p>【運用方針】</p> <p>— 本則第2章—</p> <p>大学基金の運用方針・執行に関する基本方針は下記の通り:</p> <p>a. 大学基金の運用方針は、下記要素を考慮した財務計画に基づく。</p> <p>i. 大学経営計画(例:設備投資計画, 寄付金計画, ペイアウト方針 [付則3を参照])</p> <p>ii. 教員や学生の将来の想定増加率</p> <p>iii. マーケットの長期成長率(ボラティリティや投資資産間の値動きの相関関係も考慮)</p> <p>iv. 当初の運用方針と異なる方針を採用した際の収益差異</p> <p>v. 運用委員会が決定した許容リスク量</p> <p>b. 運用委員会は、オルタナティブ資産への投資を行うにあたっては、大学基金の財務状況に与える影響とパフォーマンスへの影響について、相応に配慮する</p> <p>c. 運用委員会による計画の検討は、まずマーケットからの期待リターンにどの程度のリスクが伴うのかを考えながら進められる</p>	<p>【運用管理の基本原則】</p> <p>&lt;運用管理&gt;</p> <p>一 各期の資金の運用管理方針は、(事務局)が策定し、(理事会)の承認を以って実施されるものとする。</p> <p>二 資金の有利運用及び運用管理方針の策定に係る情報取得を目的とし、(事務局長)は外部に運用管理方針の策定補助を依頼することができるものとする。</p>

- d. 運用委員会は、そのリスクの量を念頭に、また大学基金のパフォーマンス目標や投資期間等を考慮しながら、財務代理人や外部アドバイザーから助言を得て、さまざまな投資可能資産の中から投資資産の配分(資産配分方針)を承認する。資産配分方針は資産ごとにパーセンテージ表示で一定の幅を持たせて決定される。**【付則1】**に記載)
- e. 資産配分方針は、無分別なリターンを狙うのではなく、また充分なリスク管理が可能なるように、分散投資がなされている必要がある。財務代理人が委託される権限は、運用委員会が定めた範囲**【付則1】**及び**【付則2】**に記載)においてである。充分に分散がなされ、かつ決められたリスクの範囲の中でこそアクティブ運用というのは意味があり、財務代理人はここで始めてマーケットでアクティブ運用の期待リターンを取るために、資産毎のリスク配分を行える。財務代理人が行う独自のリスク配分は、あくまで大学基金の資産価値を守る目的で行うことができる。
- f. 投資委員会は、資産毎のパフォーマンスのベンチマークを承認し**【付則1】**に記載)、資産毎の運用ガイドラインを承認する**【付則7】**に表記)。
- g. 大学基金の株式・債券投資において、レバレッジ運用は行わない(レバレッジ投資の定義は**【付則4】**に規定)。レバレッジ運用とは、その時点で算定されるドルベースの資産価値を超えた投資が行える手法のことである(詳細定義は、**【付則4】**に規定)。通常の運用において一時的にかつ極めて少額で行われるレバレッジ運用については、この限りではない。また、プライベートエクイティ、不動産、絶対リターンを追及するオルタナティブ投資においてはこの限りではないが、これらが利用し得るレバレッジ運用については、**【付則7】**に定義される。
- h. 運用委員会の承認後、財務代理人は資産配分を執行するため、マネージャーを選定する(マネージャー選定基準は**【付則6】**及び**【付則7】**に規定)。マネージャーは、責務、投資スタイル、投資手順、想定パフォーマンス、運用執行体制、コストを規定した契約の元にその役割を担わされる。各マネージャーの契約には、パフォーマンスのベンチマークとベンチマークを超えて期待されるリターンが明記される。財務代理人は、マネージャーの選定、モニタリング、評価、解約における基準を明文しておく必要があり、**【付則6】**に規定する。

**【債券運用実務】**

## &lt;債券運用上の注意事項&gt;

事業債等については特定の発行体、外国証券については特定の国・発行体に過度に集中投資を行わないよう注意する。

**【債券運用実務】**

## &lt;債券運用上の注意事項&gt;

仕組み債の取得には、その仕組みを理解し取得目的を明確にする。

**【債券運用実務】**

発注業者は、保管先機関の固有財産との分別管理および資金の決済業務などが確実に行われる業者とし、(理事会)にて定期的に判別を行う。



Investment Policy Statement	資産運用規定・管理基準(一般モデル)
<p>i. 財務代理人は、資産配分方針に基づき、マネージャーに投資指示を配分し、ガイドラインに沿った執行がなされているかモニタリングを継続する。</p> <p>j. 財務代理人は、適正な資産配分の維持と適時の資産流動性の確保に留意する。</p> <p>k. 財務代理人は、運用の質を落とすことなく、投資にかかる手数料が適正かつ最小限になるべく責任を有する。財務代理人が責任を持つコストとは、コンサルティング手数料、売買委託手数料、その他運用全般にかかる手数料とする。財務代理人は随時他の関係者とコンタクトを取り、手数料削減に勤めなければならない。</p> <p>l. 財務代理人は、追加収益獲得のため、貸し株取引を行う。借主から得た担保資金は、財務代理人の裁量の元、短期運用資金として利用される(付則7に規定)</p> <p>m. 運用委員会は、議決権の行使を行うことができる。議決権の行使は、付則5に基づき行う。</p> <p>n. かかる一連の運用は、現在および将来の州政府および連邦政府により科される法律、規定に服するものとする。</p> <p>o. 基金運用にかかる全ての行為は、本学およびその利害関係者のために行われるものとする。</p>	<p>【債券運用実務】          &lt;債券運用上の注意事項&gt;          資産の流動性は、運用状況からその必要性を判断する。流動性をあまり必要としない資金については長期化などにより高利回りを指向する</p>
<p>【受託者としての監督手順】          一本則第3章—          大学基金の運用を請け負う運用委員会ならびに他の受託者の行為手順について、以下の通り示す。</p> <p>a. 運用委員会は、大学基金の運用方針を履行するにあたって、相応の配慮、知識、慎重な態度、研鑽を持って行動すること</p> <p>b. 運用委員会は、本則第1章に規定される大学基金の使命に基づき、また大学内規に基づき、大学基金の運用を請け負う者としての責務を負って執行する</p> <p>c. 運用委員会は、資産配分方針、運用資産ガイドライン、現時点の市況見通しについて、それらが大学基金の長期成長に見合うものとなっているか、少なくとも年1回は見直す</p> <p>d. 運用委員会は、運用基金の資産状況について、年1回チェックし、ペイアウトの割合について、その承認権限を持つ大学の財務委員会に進言する。</p>	<p>【権限・責務】</p> <p>前条に係る資金の運用管理に関する権限及び責務は、次の通りとする。</p> <p>1 (理事会)の権限及び責務</p> <p>一 (理事会)は資金の運用管理に係る全権を有し、資金運用管理規程、資金運用管理基準の制定及び改正を以って(法人名)の健全経営に係る責務を負う。</p> <p>二 (理事会)は各期の運用管理方針を承認し、運用管理方針に定められた範囲内における業務執行権限を(事務局長)に委譲するとともに、その責務を負う。</p> <p>2 (事務局長)の権限及び責務</p> <p>一 (事務局長)は業務執行に係る権限を有するとともに、運用管理状況を(理事会)に報告する責務を負うものとする。</p> <p>二 (事務局長)は業務執行権限を(事務局)に委譲する権限を有するとともに、資金運用管理基準の遵守に係る監督責任を負うものとする。</p>

Investment Policy Statement	資産運用規定・管理基準(一般モデル)
<p>e. 運用委員会は、大学基金全体または資産毎の運用パフォーマンスを確認するため、大学基金の運用方針と資産配分の改善のアドバイスを受けるため、リスクの計量と確認のため、アドバイザーを雇うことができる</p> <p>f. 運用委員会は、投資助言委員会のメンバーとして、大学理事、金融専門家、UCFoundation メンバーを指名した。投資委員会の委員長は投資助言委員会のメンバーである。</p> <p>g. 運用委員会は、大学基金の運用について、現行のガイドライン通り進めるのが適切かどうか、少なくとも4半期に1回以上は確認を行う。</p> <p>h. 財務管理者は、下記項目を含む四半期毎・年毎にレポートを作成し、運用委員会、理事会に報告するものとする。</p> <p>i. パフォーマンス達成度</p> <p>ii. 各種目標達成のためのリスクの量と質</p> <p>iii. 各種投資方針決定のリターン属性</p> <p>iv. リスク配分の遵守状況</p> <p>v. 運用ガイドライン、特に資産配分方針の遵守状況</p> <p>vi. 大学基金運用にかかるコスト</p> <p>i. 運用パフォーマンス状況は、少なくとも月1回、外部独立コンサルタントに試算させチェックさせなくてはならない</p> <p>j. 財務管理者は、外部コンサルタントと協働して、各マネージャーのガイドライン遵守状況、運用目標の達成度、当初配分リスクの遵守状況を確認する</p> <p>k. 財務管理者は、大学基金の名義代理人の行動もモニタリングする</p> <p>l. 財務管理者やその機関の従業員、外部コンサルタントやマネージャーは、全て CFA 協会の倫理・行為標準規定(CFA Institute Code of Ethics and Standard of Professional Conduct)に適合していなければならない</p> <p>m. 投資委員会は、逐次この大学基金運用投資方針を確認し修正の必要性を確認する</p>	<p>【運用管理の基本原則】</p> <p>＜報告体制＞</p> <p>一 (理事会)は定例理事会において(事務局長)より運用管理状況の報告を受け、問題がなければこれを承認し、問題があれば(事務局長)にその原因の究明を求める。</p> <p>二 資金運用管理基準を超える状況が生じた場合あるいは懸念される場合、(事務局長)は直ちに(理事会)において稟議を行う。なお、緊急かつやむを得ない場合は、事前に(理事長)の口頭承認を求め、直ちに事後稟議の手続きを取るものとする。</p> <p>＜運用実務＞</p> <p>一 運用実務は運用管理方針に従って実施され、取得時及び満期償還若しくは期中売却時は、保有資産管理台帳に確定事項を速やかに記載する。</p> <p>二 運用管理方針及び保有資産管理台帳の保管期限は〇年とする。</p>
<p>【パフォーマンス目標】</p> <p>—本則第4章—</p> <p>パフォーマンス目標は、大学基金全体、資産毎、ファンドマネージャー毎に、それぞれ4半期毎に測定される。</p>	<p>※対応する項目は特段設けられていない</p>

付則11に明示される資産配分方針に基づく投資方針は、資本市場の長期見通しに基づいて考えられ、更に複数年の大学への寄付見通し、ペイアウト率を加味して策定される。従って、投資戦略・目標は、長期見通しが最重要視され、中短期の変動はこの長期見通しを前提として判断されるに過ぎない。運用委員会は、短期間のパフォーマンス(例えば、1 四半期、1年、3年、5年)は、この運用パフォーマンス目標とは、別の視点で捉える

大学基金の財政状況に影響を与える4つのファクターとして 1)寄付者からの寄付、2)ペイアウト、3)インフレ率、4)運用パフォーマンスがある。この中で 4)の運用パフォーマンスだけがこの大学基金運用方針書の基準に従う。しかしながら、運用委員会が考えるリスクのコントロールについては、これら4点すべてにおいて考慮していく。大学基金の額が決められている上で、大学経営に必要な額ありきでそこから投資リターンを考える事は不可能である。それに応えたとすれば、大学拠出割合を減らすか、寄付が増えるか、リスクが増やされる以外に方法はない。

リターン割合は、期間加重で測定され、CFA Institute 推奨の計算式で算定される。リターンは、外部コンサルタントが算定し、コスト込みで算定される。

大学基金全体のパフォーマンスは、下記を前提に測定される。

・インフレ率

・目標ベンチマーク

a. 大学基金のリターンは、必ず物価上昇率を下回ってはならない

ーこの目標は、大学基金はインフレ率を上回るリターンは、最低限出さなければならないということである。大学運用基金は、無期限で永続的に運用されるわけであるため、インフレ率を下回るリターンは、すなわち大学運用基金の滅亡を意味するからである。

b. 大学運用基金全体のリターンは、資産毎のベンチマーク加重平均の合計(コスト考慮後)を超えなければならない。(付則11に定める)

ーこの目標は、同資産のパッシブ運用のリターンは最低限超えなければならないということである

※対応する項目は特段設けられていない

**【資産構成・マネージャー選定基準】**
**一本則第5章**

ファンドマネージャー選定基準は、下記の通り

- a. ファンドマネージャーが行う銘柄選定、ポート構築、売買のタイミングは、ガイドラインに従ってマネージャーに一任される。
- b. タバコ関連企業が発行する金融商品の購入は、SM A口座においては行ってはならない。理事会ではタバコ関連企業の定義として、「タバコ製品の生産及び流通に主たる収益が起因する会社、または複合事業を行う会社であってもタバコ製品以外に主要なビジネスがない会社」としている。財務代理人は、主要な株式指標(ラッセル指数、MSCI指数)を構成する企業の産業カテゴリーからタバコ関連企業を定義し、年度リストとして更新の都度各マネージャーに渡している。運用委員会は、かかる投資制限が運用機会に与える影響については了解しており、パフォーマンスへの影響についても、この点を考慮修正を行う。
- c. 大学や大学の関連会社が発行する金融商品の直接保有は禁止される。
- d. 譲渡制限付株式・債券の購入は禁止される
- e. パフォーマンスにレバレッジをかけるデリバティブ商品の購入は禁止する。付則4に投資可能・不能なデリバティブの定義を定める
- f. 売買コストは最小限に勤める事
- h. いかなる投資行為もそれに付随する行為も、運用委員会が承認し了解するであろうという目測の下であれば、制限されるものではない。いかなるガイドラインも遵守されなければならないが、マネージャーが適正な判断でガイドラインの例外を望むのであれば、財務代理人が確認の上、運用委員会に例外の承認を求めるものとする。
- h. マネージャーは、大小を問わず、投資戦略・ポートフォリオ構成の変更、マネージャーが所属する組織の株主構成、財務状態、専門スタッフの構成、業法違反、新規事業進出による大幅な損失や利益の発生について財務代理人に報告を要する。マネージャー、意図的であろうとそうでなかろうとを問わず、報告しなければならない。

**【資金の安全性確保】**

取得可能有価証券は、元回収の確実性を鑑み、下記の団体が発行する債券と定める。

- ア 日本国政府(国債)
- イ 政府関係機関(政府保証債・財投機関債・公社公団債  
金融債:商工組合中央金庫)
- ウ 地方公共団体(地方債)
- エ 国内民間企業(電力債・金融債:上記以外・一般事業債)
- オ 海外公共部門(国際機関・海外政府及び海外政府関係機関)
- カ その他理事会にて安全性が高いと認められ、かつ有利と判断されたもの

投資判断として下記の格付け基準を遵守する。

**<採用する格付機関>**

- ア 格付投資情報センター(R&I)
- イ 日本格付研究所(JCR)
- ウ ムーディーズインベスターズサービス(Moody's)
- エ スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)

**<取得基準>**

- ア AA格以上 30年以内
- イ A格 10年以内

**<保有基準>**

採用する格付機関のうち、最高位格付けがBBB格以上

Investment Policy Statement	資産運用規定・管理基準(一般モデル)
<p>マネージャーは、財務代理人に付則6及び7に基づく投資活動や戦略をまとめたレポートを定期的に提出しなければならない。</p> <p>主要な投資資産にかかるガイドラインについては、付則7に定める。マネージャーガイドラインは、パフォーマンス目標やリスク量についての見通しを含むものである。</p>	

－本レポートについて－

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなされるようお願いいたします。また、本レポート及びレポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本レポートにある情報の使用による結果について、当社は何ら責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに記載された見解や予測は、作成日における当社の判断であり、予告なしに変更することがあります。本レポートに掲載された価格、数値または予測等は該当日時における当社の判断に基づいての算出したものであり、お取引を締結する際に用いられる価格または数値を表すものではありません。また、かかる価格、数値、予測等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願い申し上げます。本レポートは、当社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成されていますが、これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合は要約されている場合もあります。

本レポートは、提供されましたお客様限りでご利用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は日興コーディアル証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

本レポートは 2006 年 5 月 15 日時点の情報に基づいて作成されております。

## 【金融商品取引法に基づく表示事項】

本資料は、法制度／税務、自社株評価、相続／事業承継、株主対策／資本政策、M&A／IPO、年金／保険等の諸制度に関する紹介や解説、又、これに関連するスキーム等の紹介や解説、及びその効果等に関する説明・検証等を行ったものであり、金融商品の取引その他の取引の勧誘を目的とした金融商品に関する説明資料ではありません。記載の内容に従って、お客様が実際にお取引をされた場合や実務を遂行された場合の手数料、報酬、費用、その他対価はお客様のご負担となります。なお、金融商品の取引その他の取引を行っていただく場合には、各商品等に所定の手数料等(例えば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満株式を除く。))の場合は約定代金に対して最大 1.2075%(ただし、最低手数料 5,250 円／いずれも税込み)の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、外貨建ての商品の場合、円価と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによります。

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成されていますが、明示、黙示に関わらず内容の正確性あるいは完全性について保証するものではありません。また、別段の表示のない限り、その作成時点において施行されている法令に基づき作成したものであり、将来、法令の解釈が変更されたり、制度の改正や新たな法令の施行等がなされる可能性もございます。さらに、本資料に記載の内容は、一般的な事項を記載したものに過ぎないため、お客様を取り巻くすべての状況に適合してその効果等が発揮されるものではありません。このため、本資料に記載の内容に従って、お客様が実際に取引をされた場合や実務を遂行された場合、その期待される効果等が得られないリスクもございます。なお、金融商品の取引その他の取引を行っていただく場合には、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む。)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます。)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます。)を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、当社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

また、実際の取引等をご検討の際には、個別の提案書等をご覧いただいた上で、今後の制度改正の動きに加え、具体的な実務動向や法解釈の動き、および、お客様の個別の状況等に十分ご留意いただき、所轄の税務署や、弁護士、公認会計士、税理士等の専門家にご相談の上、お客様の最終判断をもって行っていただきますよう、お願い申し上げます。

弊社は、商号を日興コーディアル証券株式会社とし、金融商品取引業者(関東財務局長(金商)第129号)です。

弊社は、日本証券業協会、社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、社団法人金融先物取引業協会に加入しております。